

将来を見晴らす長期投資観測 vol.3

人口増加率と生産年齢人口増加率・
多消費世代人口増加率参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

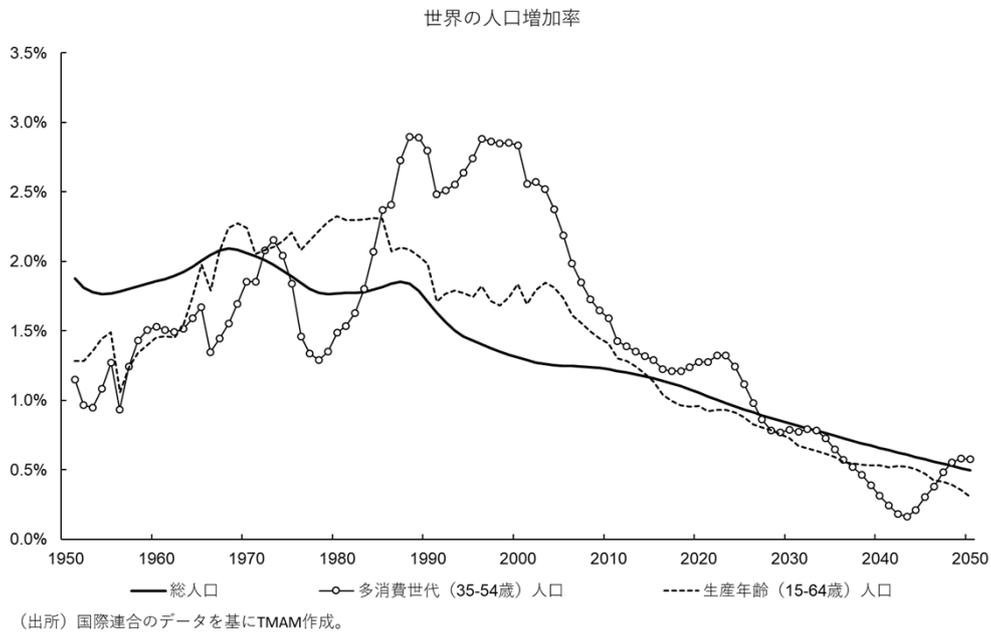
- ◆ 人口増加率と生産年齢人口増加率、多消費世代人口増加率を確認した
- ◆ この観点に限れば短期（2023年まで）の世界経済成長は期待できるかもしれないが、中長期的には中国の経済成長および米国の物価安定に対する楽観は避けるべきだろう
- ◆ また、中国を除くアジア圏の消費主導の経済成長は、人口増加率の観点からは引き続き期待できるのではないかと

世界総人口の増加率（図1）は、1968年に2.1%を記録した後に低下基調で推移しており、2022年現在1.0%となっている。今後は2050年に0.5%（中位推計）まで低下するものと推測され、経済規模の拡大ペースも緩やかになる可能性がある。一方、人口構成を考えると経済に対するインパクトは異なる。

たとえば、経済成長の起爆剤になる生産年齢人口（15～64歳）の増加率が、総人口増加率よりも高ければ、潤沢な労働力の供給により低コストでの生産が容易になり、一人当たり経済成長率の底上げにも貢献するだろう。しかし、生産年齢人口増加率は、1968年（2.1%）から2015年（1.1%）まで総人口増加率を上回っていたものの、その後は下回っている。2050年までの将来の推計でも持続的に下回って推移することから、労働者の増加ペースは人口増加ペースを下回り、何らかの政策的対応により就労人口の増加ペースを高める必要がありそうだ。

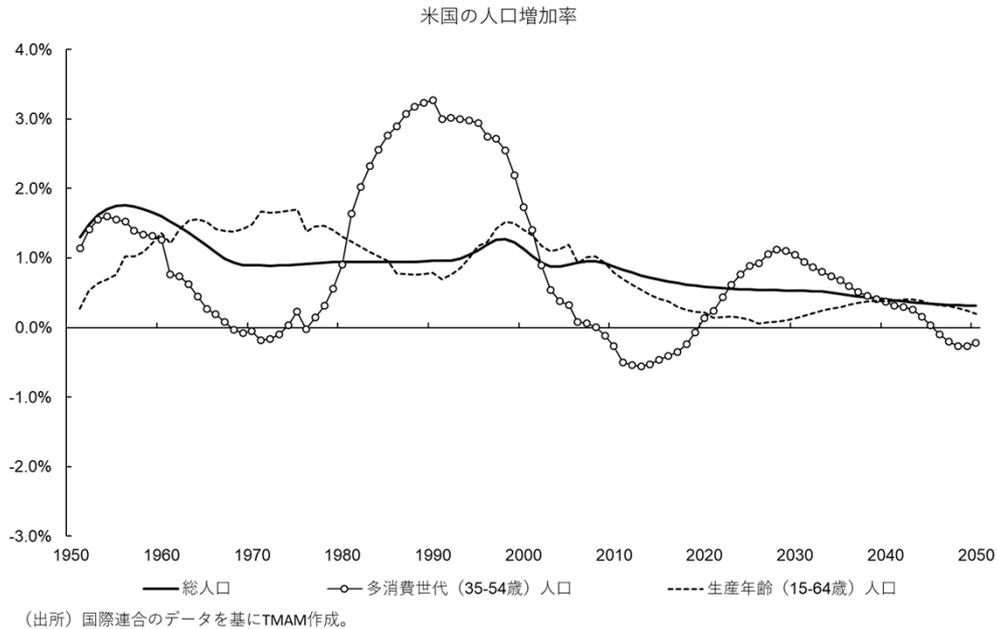
また、家計による住宅や耐久消費財を購入する際の借入が可能な地域では、35歳から54歳にかけての住宅購入層に相当する多消費世代人口は可処分所得を上回る購買活動を行うため、一人当たりの消費が増加するはずで、レバレッジをかけた消費拡大が経済成長率の上昇に貢献することになる。したがって、多消費世代人口増加率が、総人口増加率を上回る時代には、耐久消費財への需要サイドからのニーズが高まることになるだろう。多消費世代人口増加率は、1983年（1.8%）から2027年（0.9%）まで総人口増加率を上回るものの、その後は下回ることが推測されている。特に1980年代から1990年代にかけては、1%程度上回っており、グレート・モデレーション（Great Moderation）を支えたが、グローバル金融危機にかけて多消費世代人口増加率が急低下する中で、総人口増加率に近接しており、世界の経済混乱と歩調を合わせていると言える。足元の多消費世代人口増加率は緩やかに上昇傾向で推移しており、2023年（1.3%）までは時限的に消費主導の経済成長を支えるものの、低下基調に戻る点には注意したいところである。

(図1) 世界の人口増加率

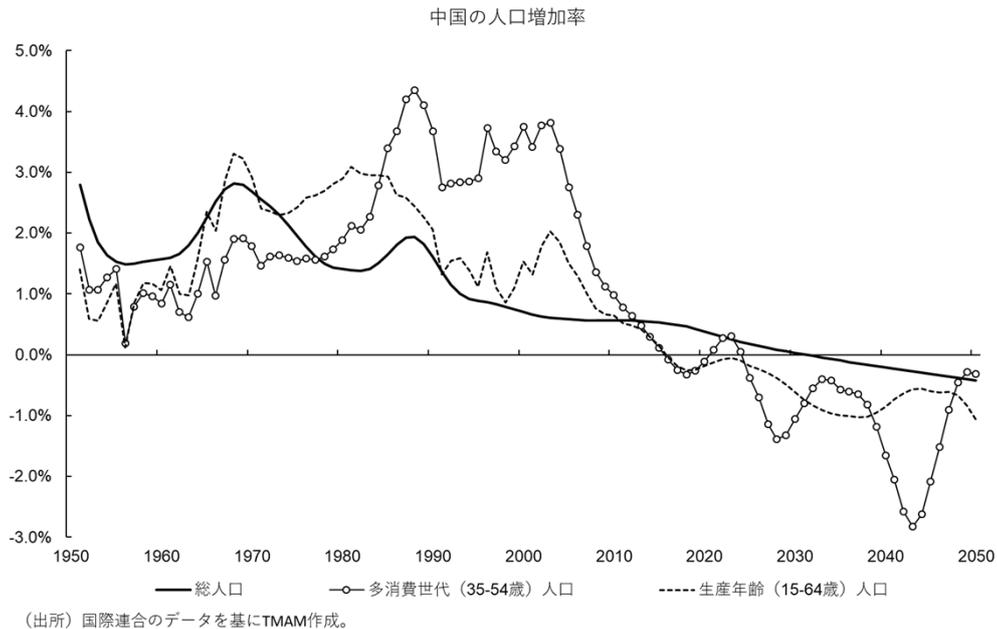


次に、米国の人口増加率（図2）について確認すると、世界全体の動きとやや異なっていることに気がつく。米国の総人口増加率と生産年齢人口増加率は、1%を挟み同水準で推移していた状況にあったが、2010年以降は生産年齢人口増加率が趨勢的に低下し人口増加率を下回るのが常態化している。近年では、生産拠点を自国内に戻す動きが出ていることから、国内就労者の増加が必要になるが、コロナ禍以降の自発的な就労離脱が増加していることから、労働コストの急上昇を回避するための政策が求められている。また、米国の多消費世代人口増加率は、1981年（0.9%）から2002年（0.9%）まで総人口増加率を上回っており、この期間がグレート・モデレーションに相当している。グローバル金融危機後に多消費世代人口増加率はマイナスに落ち込んだが、2020年にプラスに転じ、2023年には総人口増加率（0.6%）を上回り、2028年まで上昇基調で推移するのが推察される。世界全体の多消費世代人口増加率が2023年から低下基調になるのとは対照的に、米国経済の成長を支える可能性があるものの、インフレ率高止まりの要因の一つになる点には留意が必要だろう。

(図2) 米国の人口増加率



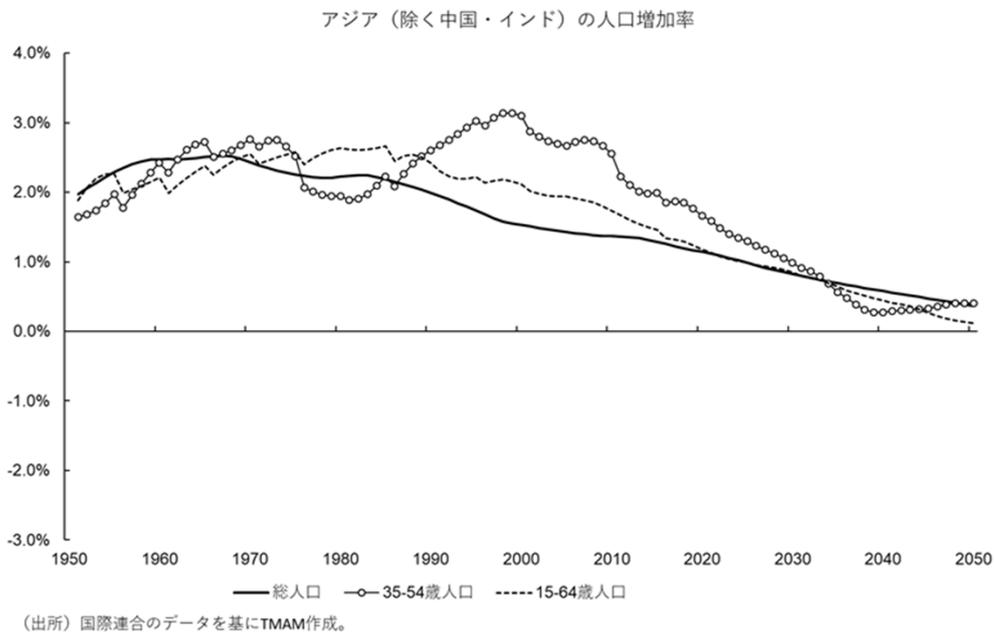
(図3) 中国の人口増加率



さらに、中国の人口増加率（図3）は、2032年にマイナスになるだけでなく、2011年には生産年齢人口増加率（0.6%）が、2013年には多消費世代人口増加率（0.6%）が総人口増加率を下回り、人口構成面でも経済成長を加速させる状況にはないと言えよう。特に、多消費世代人口増加率は、2010年代後半に急低下しており、中国经济成長率の低下の要因の一つになっていると考えられる。2023年に一時的に多消費世代人口増加率が総人口増加率を上回るが、その後は早々にマイナス圏に突入しており、仮に出生率を高める政策を実施しても政策効果が発現されるまでに数十年の時間を要するため、経済に対する影響は悲観視せざるを得ない。この限界をブレイクスルーするためには、移民等による人口増加政策を強制実施する他ないかもしれない。

最後に中国とインドを除くアジア圏（図4）は、1969年に生産年齢人口増加率（2.5%）が、1987年には多消費世代人口増加率（2.3%）が人口増加率を上回り、2035年前後まで下回ることが無い。そのため、中国とは対照的に、総人口の増加ペースを上回るポジティブな影響が経済にはたらく可能性が高いと言えよう。特に多消費世代人口増加率が米国よりも高く、2030年代にかけて消費主導の経済成長が期待できる。一方、この消費を支える金融仲介基盤が行き渡り、多くの人々が住宅および耐久消費財ローンを活用できることが求められよう。この点は概ねインドにも当てはまるため、中国を除くアジア圏に対する消費主導の経済成長は人口増加率の観点からは期待できそうだ。

（図4）アジア（除く中国・インド）の人口増加率



以上のように、国・地域別で生産年齢人口増加率および多消費世代人口増加率を総人口増加率と比較してみると、従来の経済の動きの概略を把握するだけでなく、将来の相対的な変化をイメージできるのではないかと。前回確認したのと同様に、思いのほか中国の経済成長および米国の物価安定に対する楽観は避けるべきかもしれないが、前号の結果と同様に中国を除くアジア圏の消費主導型経済成長は期待できよう。

参考文献

United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2019), "World Population Prospects 2019".

内外債券運用、内外株式運用に係るリスク

内外債券運用、内外株式運用は、主に国内外の債券・株式、に投資する複数の投資証券を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。当運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

内外債券、内外株式の運用報酬

受託資産残高に1.65%（税抜き、1.5%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110号

<加入協会>

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。(金融商品取引法第38条第三号)
 以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。
 当社からご提供する格付情報につきましては、JCR(株式会社日本格付研究所)、R&I(株式会社格付投資情報センター)は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

1. 登録の意義について
 登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社の例について
 当社からご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

【スタンダード&プアーズ】

- 格付会社グループの呼称について
 S&Pグローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。)
- 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号
 同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。
 S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5号)、S&PグローバルSFジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第8号)
- 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について
 S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付」をクリックした後に表示されるページに掲載されております。
- 信用格付の前提、意義及び限界について
 S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

【ムーディーズ】

- 格付会社グループの呼称について
 ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。)
- 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号
 同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。
 ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)、ムーディーズSFジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第3号)
- 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について
 ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://www.moody.com/pages/default_ja.aspx))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ)にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。
- 信用格付の前提、意義及び限界について
 ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。
 ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

【フィッチ・レーティングス】

- 格付会社グループの呼称について
 フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。)
- 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号
 同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。
 フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)
- 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について
 フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(<https://www.fitchratings.com/site/japan>)の「規制関連」セクションに掲載されております。
- 信用格付の前提、意義及び限界について
 フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。
 フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2021年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。