

# BlackRock

メガフォース

人口動態の多様化 デジタル・ディスラプションとAI 断片化する社会 金融の未来 低炭素社会への移行

投資見通し

2024年5月

# 人口動態の多様化を 読み解く

変化する人口動態にどう対処するかが、将来の成長、インフレ、政府の債務水準を左右するカギとなります。人口動態のトレンドは国によって異なり、その対応もまちまちです。本稿では、こうしたトレンドの多様化がもたらす投資機会とリスクについて検討します。

BlackRock  
Investment  
Institute

当レポートの記載内容は、ブラックロック・グループ（以下、ブラックロック）が作成した英語版レポートを、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、弊社）が翻訳・編集したものです。記載内容はブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。各種情報は過去のもの又は見通しであり、今後の運用成果を保証するものではなく、本情報を利用したことによって生じた損失等についてブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。記載内容の市況や見通しは作成日現在のブラックロックの見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し予告なく変更される可能性があります。また、ブラックロックの見解、あるいはブラックロックが設定・運用するファンドにおける投資判断と必ずしも一致するものではありません。本稿は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布はお控え頂きますよう、よろしくお願いたします。

# 概要

- 世界中で平均寿命が伸び、出生率が低下しています。その結果、多くの先進国と中国では高齢化が進み、**生産年齢人口（15～64歳）が減っています。そして、生産年齢人口は今後20年間でさらに減少する見通しです。**このトレンドは、経済成長の足かせとなり、仮に人口動態以外の全ての条件が現在と同じだった場合、労働力の減少は経済がこれまでと同じペースで成長できなくなることを意味します。
- では、成長の減速は避けられないのでしょうか。このテーマは、高齢化がインフレや政府債務に及ぼす影響と同様、盛んに議論されています。高齢化が進む国に共通するトレンドもありますが、人口動態の変化のスピードや程度、各国の対応の違いにより、個々の状況は国やセクターによってばらつきが大きくなるとブラックロックは予想します。**このような多様化は投資機会とリスクの双方をもたらすとブラックロックは考えています。**
- 生産年齢人口は雇用労働力の重要な決定要因ですが、両者は全く同じではありません。**高齢化が経済成長に及ぼす影響は、そうした国々が生産年齢人口の減少に対処する方法を見出せるか否かにかかっています。**例えば、移民労働者の受け入れを拡大することや、女性やマイノリティ（訳注）などの労働参加率を高めることが考えられます。
- 過去20年間、先進7カ国（G7）は、そのような措置を組み合わせることで労働力を増やし、経済成長を押し上げてきました。しかし、**最近のトレンドから推定すると、今後20年間に移民、女性、60歳以上の労働者が、人口の高齢化による労働力減少を完全に補うことは出来ないと考えられます。**これはG7の平均経済成長率が低下することを意味します。一部の国は、オートメーション化への投資や、ブラックロックが注目するもう1つのメガフォースである人工知能（AI）への投資などによって、より少ない労働力で生産性を高めることを目指す可能性があります。
- 高齢化はインフレを引き起こすのでしょうか。過去のデータによれば、退職した人は社会の生産活動からは退きますが、一般的に支出を減らさないことが示されています。高齢化が進む経済では、企業は投資を抑制する傾向がありますが、オートメーション化やAI、低炭素社会への移行に対する継続的な投資によって、投資の減少は小幅なものにとどまるとブラックロックは予想しています。各国政府が医療関連の支出を増やすと予想される中で、先進国全体では、経済の供給は平均して減少する可能性が高いものの、需要は減少しないとブラックロックは考えています。**その結果、インフレ圧力が高まり、各国中央銀行は金利をコロナ禍前を上回る水準に維持しなければならなくなるとブラックロックは考えています。**
- 金利の上昇は、政府の債務返済コストの増加を意味します。**成長の減速が税収の重荷になる一方で、G7では年金や医療への支出が増加する見通しです。政府の対GDP債務比率を安定させるには、歳出の削減または課税の強化が必要になります。債務が増加すると、中央銀行が将来のインフレ・ショックに対応するために政策金利を引き上げることがますます難しくなります。このことも、インフレ率がコロナ禍前と比べて高い水準で推移するとブラックロックが予想する理由の1つです。
- 人口動態の変化とその影響は国・地域によって異なるものになるでしょう。こうした結果のばらつきは豊富な投資機会を生み出すとブラックロックは考えています。**また、投資家は投資機会を厳選するために、市場が何を織り込み済みなのかを評価することが重要です。**研究では、予測可能な人口動態の変化が及ぼす影響でさえも、価格に反映されるまでに時間がかかることが分かっています。そのような傾向は米国と欧州で見られることから、ブラックロックは両地域でヘルスケア・セクターを愛好しています。
- 多くの新興国では、生産年齢人口はまだ増加しており、それが経済的な優位性をもたらしています。新興国では、例えば労働参加率の改善やインフラ投資によってこの優位性を最大限活用し、市場の期待を上回るパフォーマンスを上げることが可能な国に投資機会があるとブラックロックは考えています。**インド、インドネシア、メキシコ、サウジアラビアのように投資需要が大きい国ほど、リターンは高くなる可能性があるかとブラックロックは考えています。**

訳注：原文は、Underrepresented groups（過小評価された）ですが、ここではマイノリティと訳しています。

## 執筆者



**Jean Boivin**  
Head – BlackRock  
Investment Institute



**Alex Brazier**  
Deputy Head – BlackRock  
Investment Institute



**Nicholas Fawcett**  
Macro Research –  
BlackRock Investment  
Institute



**Peter Fisher**  
Head – BlackRock Global  
Retirement Initiative



**Wei Li**  
Global Chief Investment  
Strategist – BlackRock  
Investment Institute



**Tim McDade**  
BlackRock Global  
Retirement Initiative



**Filip Nikolic**  
Macro Research –  
BlackRock Investment  
Institute

# 老いる経済、減少する働き手

世界中で平均寿命が伸び、出生率が低下しています。その結果、多くの先進国と中国では高齢化が進み、退職者人口はかつてないほど多く、生産年齢人口（経済学上は一般的に15～64歳と定義）は減少しています。

多くの主要な経済圏の国々で、今後20年間に生産年齢人口が減少に転じるか、減少が加速すると考えられます。今後20年間で生産年齢に達する人々の大半は既に出生しているため、この傾向は明らかです（下図参照）。ブラックロックは、そのような見通しを大きく変えることができる唯一の方法は移民の受け入れであると考えています。詳細については、4ページをご参照ください。

日本と欧州では、既に生産年齢人口が何年も前から減少しています。国連の人口データによると、最近では英国、カナダ、中国で、また過去2年間では米国でも減少し始めています。例えば、中国の生産年齢人口は2016年に減少し始めました。また、中国の生産年齢人口は、今後20年間で10%超、数にして1億4,000万人超減少すると考えられています（下図参照）。これは、ドイツとイタリアの人口を合わせた規模に相当します。

生産年齢人口の減少は、経済成長の足かせとなります。仮に人口動態以外の全ての条件が現在と同じだった場合、労働力の減少は経済がこれまでと同じペースで成長できなくなることを意味します。なぜなら、一国の生産量の増加は労働者数の増加、または労働者一人当たりの生産量の増加に依存するからです。OECDによると、G7では、過去20年間の平均経済成長率1.7%のうち0.3%ポイントが労働力の増加によるものでした。労働力による成長押し上げ効果は現在消えつつあり、マイナスに転じようとしています。したがって、労働者の生産性が急速に上昇しない限り、平均経済成長率は1.2%まで減速するとブラックロックは推定しています。G7の成長率がこれまで1.3%を下回ったのは、米国がリセッションに陥った時期だけです。

それでは、成長の減速は避けられないのでしょうか。これは盛んに議論されているテーマですが、各国が生産年齢人口の減少を相殺する方法を見出せるか否かがカギとなるでしょう（この点については次ページで取り上げます）。このような構造的変化に合わせて、経済指標の見方も変える必要があるでしょう。低い失業率は通常、力強い健全な経済を示唆します。しかし今後は、高齢化による労働力不足のために、低い失業率と弱い成長が併存する可能性があります。そのため、失業率のような景気循環指標は、経済の健全性を評価する指針としての信頼性が低下すると考えられます。

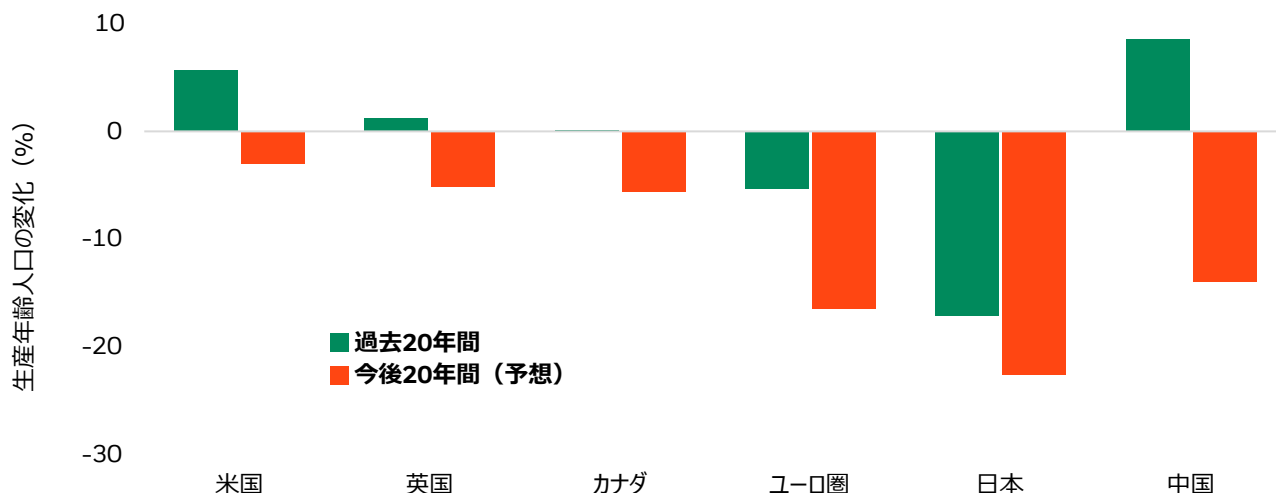
さらに本稿では次の2つの点を検討します。5ページでは、高齢化がインフレについては金利に及ぼす影響について検討します。6ページでは、政府の財政支出と債務への影響について検討します。高齢化の進行は、より少ない生産年齢人口で、より多くの非労働人口を支えることを意味します。

これらの問題は投資家にとってなぜ重要なのでしょうか。このような人口動態トレンドと、それが成長、インフレ、金利、政府債務に及ぼす影響は、重要な投資機会を生み出す可能性があると同時に、リスク管理が求められるようになると、ブラックロックは考えています。本稿では、生産年齢人口が減少する国で予想される全体的な影響について概説するとともに、人口動態の変化のスピードや程度、政府の対応の違いによってもたらされる結果が国やセクターで大きく異なる可能性についても検討します。投資家は、投資機会を厳選するとともに柔軟に捉えることで、こうした結果のばらつきを活用できると考えられます。ブラックロックの投資に関する結論については、7ページをご覧ください。

投資の機会とリスクは、生産年齢人口が減少している国に限られません。インド、インドネシア、メキシコなどでは若年層がまだ増加しており、労働力を支えています。8ページでは、このような正反対の動きが投資に及ぼす影響について取り上げます。

## 労働人口は減少している

国内生産年齢人口の変化（2003～2044年）



将来の予想は実現しない場合があります。出所：BlackRock Investment Institute、国際連合。Haver Analyticsのデータを使用。2024年3月。  
注：上図は、国内（域内）生産年齢（経済学上は15～64歳と定義）人口の増減率を示しています。国内生産年齢人口は、移民が年齢構成全体に変化を及ぼさないと仮定した上で、移民を含む国連の人口予測から国連の移民予測を減算することによって算出されています。今後20年間とは2024～2044年、過去20年間とは2003～2023年を意味します。

# 論点1：高齢化は成長を減速させるか

前ページの図と下の図でオレンジ色の部分が示している通り、多くの先進国と中国では、今後20年間に生産年齢人口が減少すると考えられています。ただし、高齢化が成長に及ぼす影響を緩和することは可能です。生産年齢人口は雇用労働力の重要な決定要因ですが、両者は全く同じではありません。生産年齢人口の減少による影響を相殺しようとする国々は、女性やマイノリティなど労働参加率の低い層や、退職年齢が近づいている人あるいは既に引退した人の労働参加（参加率）を高めることを目指すかもしれません。あるいは、移民労働者の受け入れ拡大を図る可能性もあります。

過去20年間、G7諸国は、そのような戦略を組み合わせることで就労人口を増加させ、経済成長を押し上げてきました（下図参照）。カナダ、米国、英国では、移民労働者の増加（黄色）と労働参加率の上昇（ピンク色、米国を除く）が、生産年齢人口の増加（オレンジ色）と雇用率（求職者が職を得られる可能性）の小幅な上昇（緑色）による効果と重なり、労働人口の増加に寄与してきました。欧州では、移民労働者の増加と労働参加率上昇による効果が生産年齢人口の減少を十分に相殺してきました。しかし日本では、労働参加率は相対的に大きく上昇したものの、生産年齢人口の減少を相殺するには至りませんでした。

今後20年間の見通しは大きく異なります。以下では、将来の労働参加率の上昇と移民労働者の増加が労働力を増加させる可能性について検討します。労働参加率については、各国が現在のペースでジェンダー・ギャップ（先進国では女性の労働者が男性よりも少ない）を解消するものと仮定します。また、人々の平均退職年齢が各国の法律で定められた正式な定年退職年齢に近づくと仮定します。その場合、米国、英国、カナダについては、国内生産年齢人口が労働力全体の伸びに与える影響はマイナスになるものの、労働参加率の上昇がそれを十分に補うと予想されます（ピンク色がオレンジ色より大きい）。しかし欧州と日本については、労働参加率の上昇は十分ではないことが見込まれます。

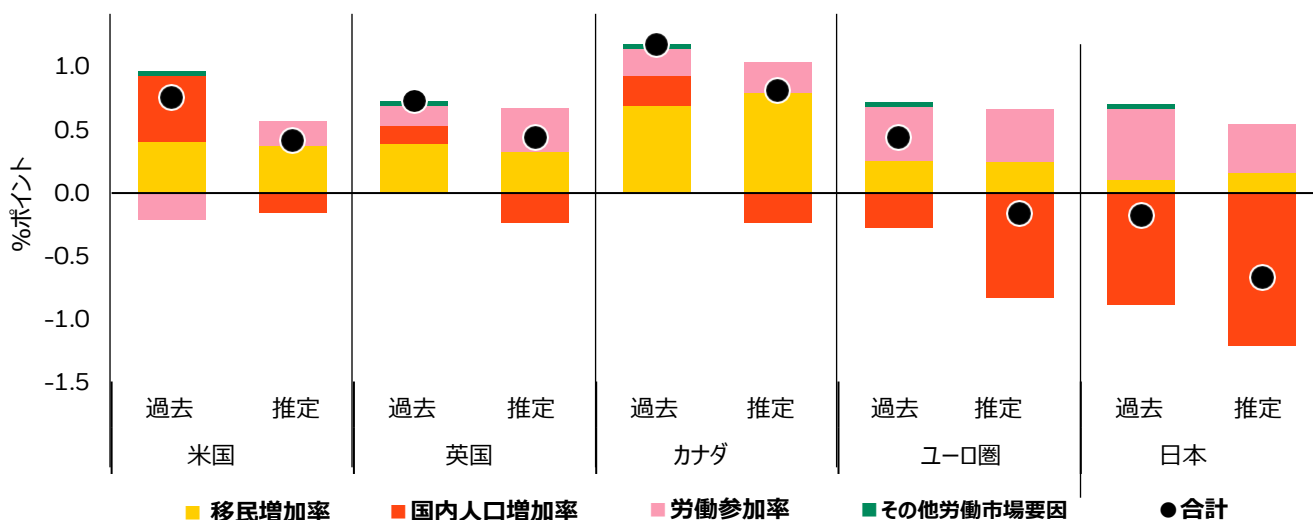
移民については、コロナ禍前の移民トレンドが復活すると仮定します。カナダと英国では、過去3年間に移民の割合が大幅に上昇したことを各国の統計が示しています。コロナ禍前の水準にゆっくりと戻ると仮定した場合、移民は今後20年間にカナダ、英国、米国の労働力を大幅に増加させると考えられますが、欧州と日本では押し上げ効果はより小さいものになりそうです。カナダと英国で現在の水準が続いた場合、移民による押し上げ効果は国内生産年齢人口の減少をほぼ相殺できると考えられます。しかし、移民は多くの国で政治的な要因に左右されるため、移民のトレンドを正確に予測することは困難であるとブラックロックは認識しています。

しかし、下図の黒い点が示す通り、上述した仮定に基づけば、推定される移民、女性、60歳を超える労働者の増加によって、以前と同程度の労働者数の増加ペースを維持できる（欧州と日本では減少を防ぐ）可能性は高くありません。

一部の国は、例えばオートメーション化への投資を行うことにより、より少ない労働力で生産性を高めるための戦略を追求するかもしれません。AcemogluとRestrepoの研究（2021年）によると、過去30年間の一般的な傾向として、高齢化が進むほどロボット工学への投資が拡大しており、オートメーション化の進行は生産性の向上をもたらす可能性が高いことが示されています。これまでロボットは主に製造業で活用されてきましたが、今後はAIの進歩によってサービス業を含む幅広い業種でさらなる生産性の向上が期待され、サービス業の比重が高い国に恩恵をもたらす可能性があります。これはブラックロックが注視しているテーマです。

## 高齢化の影響を完全に相殺するには対応が不十分

就労者数の増加への寄与（過去20年間と今後20年間）



将来の予想は実現しない場合があります。出所：BlackRock Investment Institute、OECD、国際連合。Haverのデータを使用。2024年3月。  
注：黒い点は、移民、国内人口の伸び、生産年齢労働参加率、雇用率が過去20年間に就労者数の伸びにもたらした年間の平均寄与と今後20年間に予想される寄与を示しています。予測では、コロナ禍前（2017～2019年）の移民のトレンドが続き、女性の生産年齢労働参加率が2015～2019年のトレンド並みに上昇を続け、事実上の退職年齢が現在法律で定められている定年年齢に達すると仮定しています。後者の2つの予想から労働参加率の寄与を推定しています。ユーロ圏のデータはイタリア、ドイツ、フランスの加重平均です。



# 論点2：高齢化はインフレを引き起こすか

成長の減速は通常、需要の弱さを示す兆しであり、デフレ圧力をもたらすとみなされます。しかし、今後はそれが当てはまらなくなるとブラックロックは考えています。今後、高齢化が進む国で成長が減速した場合には、必ずしも需要が弱いわけではなく、需要の水準にかかわらず労働力の減少によって企業の生産が追い付かなくなるためだとブラックロックはみています。

高齢化は、平均的に見ると、インフレをもたらすとブラックロックは考えています。それはなぜでしょうか。高齢者は既に引退している人が多く、経済的観点からは、生産量が減ることを意味します。左下の図の黄色の帯は、労働による収入が人生後半に減少していくことを示しています。しかし、支出は通常そうではありません。オレンジ色の帯が示す通り、全体の生涯消費は、支出項目が変わる可能性はあるものの（人生後半では医療費の割合が高くなる）、成人期の各年にかかり均等に分散されています。そのような支出を賄うための資金は、就業期に積み立てた貯蓄（年金を含む）から供給されます。黄色とオレンジ色の帯の差異が示しています。

人口動態以外の全ての条件が同じだとすれば、高齢化に伴って経済全体の生産は減りますが、商品・サービスの需要は変わらないため、インフレ率の押し上げ要因になります。この議論のポイントは、「人口動態以外の全ての条件」が実際に同じか否かです。

第1に、例えば、医療の進歩によって平均寿命が伸びている国では、人々はより長い老後の生活資金を賄うために、消費を減らし、貯蓄を増やすかもしれません。この選択は合理的に見えるかもしれませんが、GoodhartとPradhan（2020年）が指摘する通り、人々は実際にはそのようには行動しません。そのため、人口が高齢化するほど、全体の貯蓄率は低下する傾向があります。右下の図の黄色い右下がりの線をご覧ください。この線を中心に点が広く分散しているのは、高齢化が貯蓄率に与える影響が国によって異なることを示しています。

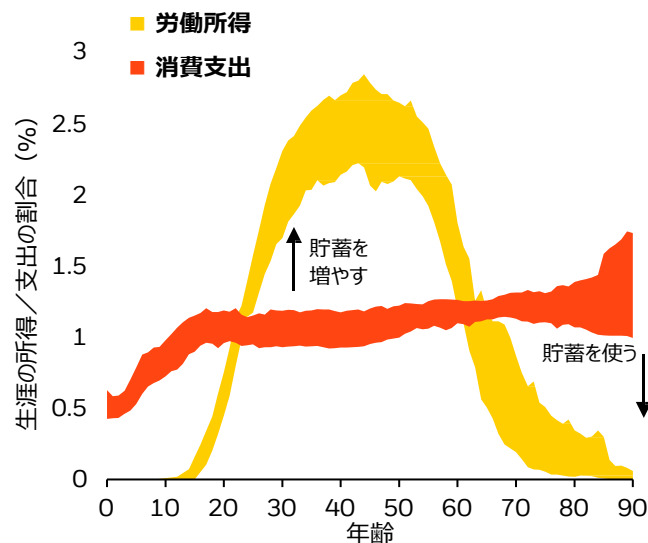
第2に、経済の他の需要が減少する可能性があります。例えば、過去のデータでは、一般的に高齢化が進むほど、企業の設備投資がGDPに占める割合は低下することが示されています。その傾向はこれからも変わらないとブラックロックは予想していますが、企業がオートメーション化、AI、低炭素社会への移行、医療への投資を増やすことで、設備投資の減少は一部で考えられているほど大きなものにはならないとみています。8ページをご覧ください。さらに、政府の財政支出、特に医療に関する支出が増加し、企業の設備投資の減少を相殺する可能性は非常に高いと考えられます。

まとめると、高齢化が進む国ほどインフレ圧力が高まるとブラックロックは考えています。長期的には、政府や消費者が支出や貯蓄の計画を調整するため、インフレ圧力は軽減される可能性がありますが、そうなるまでは、供給能力が低下する一方で需要圧力は変わらないため、中央銀行は経済の需給を均衡させるために政策金利を引き上げる必要があると考えられます。

では、金利はどれだけ引き上げられる必要があるのでしょうか。先進国の場合、経済を刺激も抑制もしない中立金利はコロナ禍前の水準を平均約0.5%ポイント上回る水準だとブラックロックは推定しています。これは、高齢化による投資・貯蓄率の将来の変化に関するブラックロックの見通しや、RachelとSummersの研究（2019年）で示された支出の変化に対する金利の感応度に基づいています。ただし、高齢化がどの程度のペースで進行するか、各国が生産年齢人口の減少を相殺するために4ページで議論したような措置を導入できるか、貯蓄と投資に回る資金がどの程度変化するかといった要因によって、国による違いが出てくると考えます。

## 貯蓄、そして支出

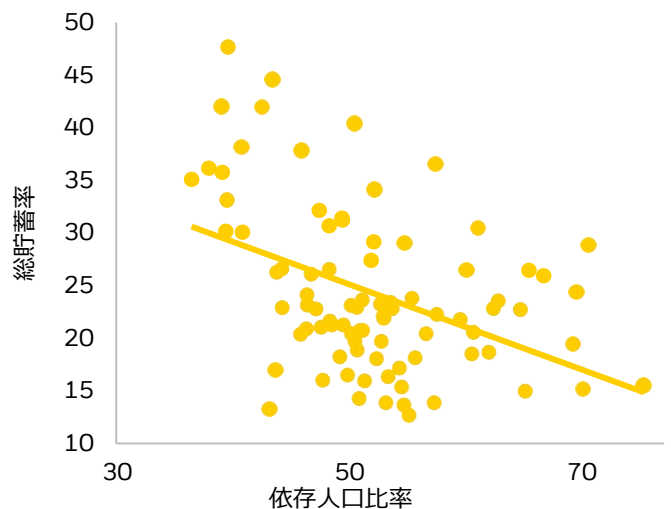
G20の労働所得と消費支出の年齢別分布



出所：BlackRock Investment Institute、国民移転勘定。2024年3月。上図は、異なる年齢層について労働所得と消費支出の分布の四分位範囲（第1四分位と第3四分位の間）を示しています。サンプルは、2000年から2019年までのデータが入手可能なG20諸国のものです。

## 高齢化が進むほど貯蓄が減少

G20の貯蓄率（1995～2019年）



出所：BlackRock Investment Institute、世界銀行。Haverのデータを使用。2024年3月。注：上図は、G20諸国の総貯蓄率をGDPに対する比率として示しています。色がついている部分は、1995年から2019年までの5年ごとの観察の結果を示しています。

# 論点3：高齢化は債務を増やすか

通常、税金は経済の規模に比例するため、経済の成長が緩やかになると、税金の成長も緩やかになります。金利が上昇すると、政府が既存の債務を返済するために支払う額が増加します。このような変化の結果、他の状況が変わらなければ、政府債務の対GDP比率は上昇します。

しかし多くの先進国では、ここ数十年間に逆の現象が起きました。金利は経済成長率と比較して低い水準となり、税金に対する利払い費の比率は低下しました。経済が債務の利払いよりも速いペースで成長している場合（左下の図で赤い線がゼロより下にある場合）、政府には、債務の対GDP比率を高めることなく歳出を増やしたり税金を引き下げる余地があります。

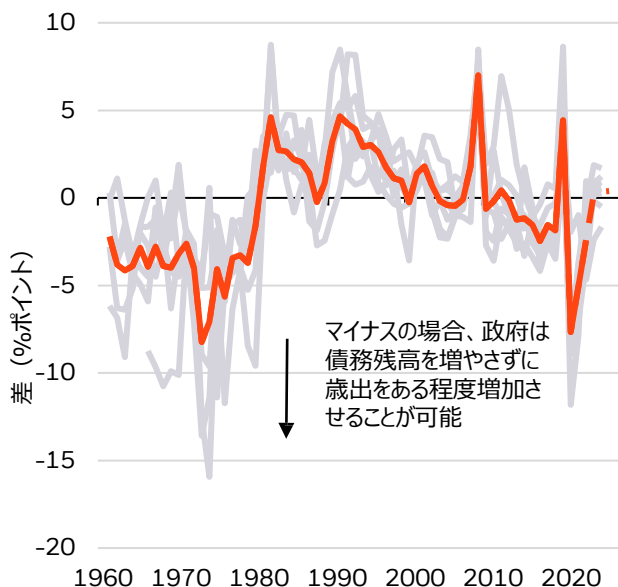
今後は、高齢化の影響で多くの政府が逆の状況に置かれます。債務水準を安定させるには、歳出の削減もしくは増税、またはその両方が必要になる可能性があります。では、どの程度の金額が必要になるでしょうか。ブラックロックは、成長の減速がG7諸国平均でGDP比0.6%相当の税金の純減をもたらすと推定しています（右下の図のオレンジ色参照）。また、金利の上昇はG7諸国平均で金利費用を0.8%増加させると予想します（同図の黄色参照）。米国の議会予算局（CBO）は、米国政府が今後20年間に債務に対して支払う利子の額がメディケア（医療保険制度）に対する支出額と同程度になると予測しています。また、米国政府の利払い費は既に防衛費に近い額になっています。

しかし、歳出を減らすことは困難です。高齢化は通常、政府の歳出に増加圧力をもたらします。年金と医療への支出（いずれも政治的に減らすことが困難）は、人口に占める高齢者の比率が上昇することによっておそく増加するでしょう。右下の図の緑色の部分は、今後20年における各国の医療・年金支出が高齢化関連の要因でどの程度増加するかについてのブラックロックの推定を示しており、過去の歳出パターンのほか、人口動態の変化に対する各国のこれまでの一般的な対応に基づいて算出されています。

ブラックロックでは、債務水準を安定させるために必要な、税率の大幅引き上げや、歳出の大規模な削減は、おそく起きないと考えています。したがって、G7諸国平均では政府債務の対GDP比率が上昇すると予想しています。これは差し迫った問題ではないかもしれませんが、将来のインフレ・ショックに対する中央銀行の対応を難しくする可能性があります。政策金利の上昇は、政府が（増加する）債務に対する利払いが増えることを意味します。そうなれば、中央銀行に対して積極的なインフレ対応を控えるよう促す圧力がかかるおそれがあり、インフレ率を目標水準に戻すためにかかる時間は長くなる可能性があります。このような状況を受けて、投資家は長期国債を保有する際にますます多くの対価（つまり期間プレミアム）を求めようになると考えられます。ただし、各国が直面している財政状況の厳しさはそれぞれ異なり、影響はおそく国によって異なります。次ページをご覧ください。

## 政府債務をめぐる環境の悪化

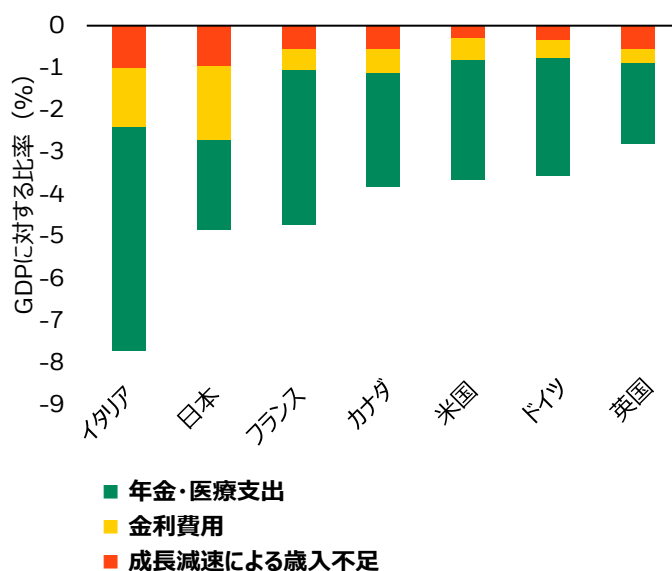
実質金利と成長率の差（1960～2023年）



出所：BlackRock Investment Institute、OECD、IMF。Haverのデータを使用。2024年3月。注：上図は、G7諸国の10年債利回りで測定された借入コストと名目GDP成長率の差を示しています。灰色の線は各国の時系列データを、オレンジ色の線は全ての国の平均を示しています。債券利回りが成長率を下回る場合、GDP成長率が借入コストを上回り、その国はGDPに対する債務比率を上昇させることなく歳出を（一定の額まで）増やすことができます。

## 財政均衡がより困難に

高齢化による政府歳出・歳入への影響



将来の予想は実現しない場合があります。出所：BlackRock Investment Institute、国際連合、OECD。Haverのデータを使用。2024年3月。注：上図は、今後20年間に予想される高齢化関連年金・医療支出の増加（緑色）、金利費用（黄色）、成長減速による歳入不足（オレンジ色）をGDPに対する比率で示しています。医療・年金支出は、過去の歳出パターンと、その人口動態変数（依存人口比率と退職者の割合）との関係から推定して算出されています。金利費用は高齢化による貯蓄率と投資率の変化が金利に及ぼす影響に基づいており、成長減速による影響は国連予測における生産年齢人口の変化による影響に基づいています。

# 豊富な投資機会

成長の減速と金利の上昇は、一見したところ、株式にとって暗い状況に見えるかもしれませんが、しかし、人口動態の変化とその影響は、ブラックロックが注視している低炭素社会への移行や、テクノロジーの進化に伴う社会構造変化といった投資テーマと同じように、特定の国やセクターにとどまらず、その垣根を越えて豊富な投資機会を提供するとブラックロックは考えています。重要なのは、選別することです。

なぜなら、これまでのページで議論した高齢化の影響は国によって異なるからです。4ページで述べた通り、高齢化のスピードは国によって異なり、国内の生産年齢人口の減少にどの程度対応できるかについても差があります。つまり、全体的なトレンドは変わらないとしても、高齢化が各国の成長率、インフレ、金利、政府債務に与える影響はまちまちです。投資家が各国の投資機会を厳選して模索するときには、資産価格が特定の国やセクターに固有の要因を十分に反映しているか否かを検討することが重要です。

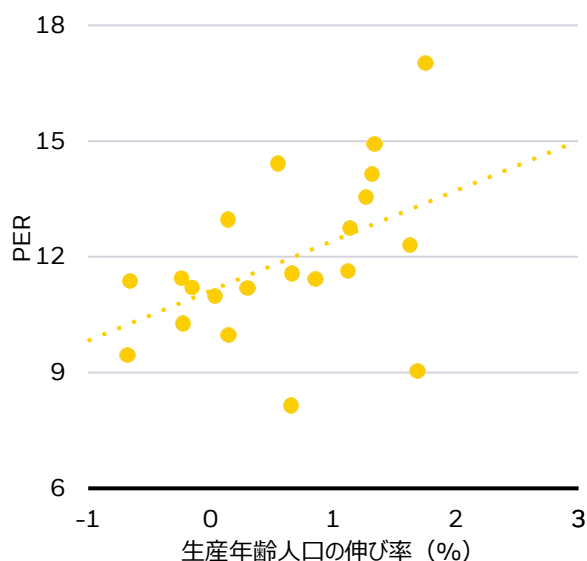
過去のデータは、国の生産年齢人口の伸び率と、株式のバリュエーション指標である平均株価収益率（PER）の間には概ね正の相関があることを示しています。左下の図の黄色の線をご覧ください。これは、生産年齢人口の伸びが速いほど将来の利益成長率が高くなるという一般的な見解と一致しています。しかし、黄色い線を中心に点がばらばらしていることは、大まかなトレンドが認められる一方で、生産年齢人口の増加速度が遅い国で株価のバリュエーションが低いとは限らないことを意味します。これは、4ページで示した通り、各国が移民の受け入れ拡大や労働参加率の上昇、オートメーション化を通じて高齢化に対応できる場合があるためです。カギとなるのは、トレンドに逆行していると考えられるものを見つけることであり、それを特定できた投資家は報われる可能性があります。したがって、これまでのページで扱った論点を検討することが重要だとブラックロックは考えています。

また、成長の減速と金利の上昇が見込まれる国にも投資機会はあるとブラックロックは考えています。その国のマクロ経済状況を考慮して、バリュエーションや予想リターンを評価することが重要であり、セクター・レベルでも豊富な機会があるとみています。また、人口動態の変化は消費支出と生産のパターンを大きく変えることになるとブラックロックはみています。一例として、GongとYaoの研究（2022年）によると、高齢者が頻繁に引っ越すことはあまりなく、不動産購入の中心は30歳～60歳であるため、不動産の需要が変化する可能性があります。また、高齢化が進むことで医療のニーズも高まるでしょう。人口動態の変化が引き起こす、この種の支出の変化は、たとえ何年も前に予測できていたとしても、必ずしも市場に織り込まれていません。日本を例に挙げると、過去30年にわたって、日本のヘルスケア関連銘柄は定年退職者の増加（依存人口比率で測定）と概ね歩調を合わせて市場全体をアウトパフォームしてきました。退職者の増加が何年も前から報告されていたにもかかわらず（右下の図参照）。

これは、予測可能な人口動態の変化による影響でさえも市場での織り込みに時間がかかる可能性があるとする学術的な研究と一致します。そのような傾向は現在の米国と欧州にも当てはまり、ブラックロックが両地域でヘルスケア・セクターを選好する理由の1つになっています。

本稿の冒頭で指摘したもう1つの重要な投資機会は、生産年齢人口がまだ増加している国にあると考えられます。この点については次ページで取り上げます。

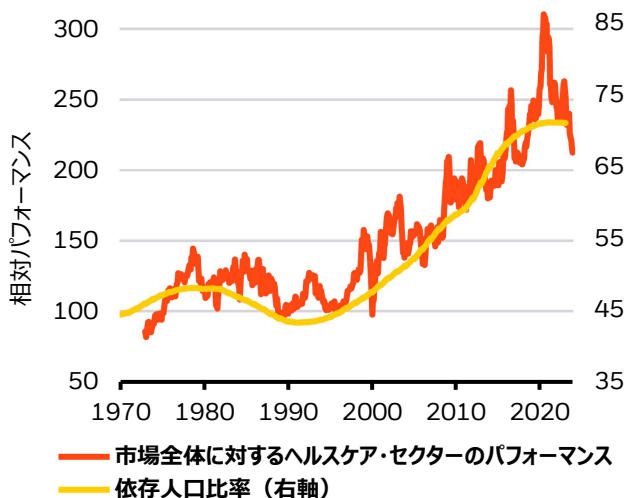
## 人口が増加するとリターンは上昇するのか 2019年の生産年齢人口とPER



出所：BlackRock Investment Institute、国際連合、Reuters。LSEG Datastreamのデータを使用。2024年3月。注：上図は、データが入手可能なOECD諸国について2009～2019年の生産年齢人口の平均伸び率と平均PERの関係を示しています。点線は、PERと生産年齢人口伸び率の間の近似的な直線関係を示しています。

## 高齢化は株価への織り込みが遅い

日本のヘルスケア・セクターのアウトパフォーマンスと依存人口比率



過去の実績は現在や将来の結果の信頼できる指標ではありません。指数は運用されておらず、各種手数料は考慮されていません。指数に直接投資することはできません。出所：BlackRock Investment Institute、国際連合、Reuters。LSEG Datastreamのデータを使用。2024年3月。注：赤色の線は、日本のヘルスケア・セクターのパフォーマンスの市場全体の指数に対する比率（1990年＝100）を示しています。市場全体の指数は、Datastreamによって提供されたものです。



# 若い国の投資機会

これまでの、生産年齢人口が減少している国（主に先進国と中国）を取り上げましたが、この傾向が全ての国・地域に当てはまるわけではありません。一部の国では若年人口比率が高く、生産年齢人口はまだ比較的順調に増加しています。例えば、国際連合によると、南アフリカ、サウジアラビア、インド、インドネシア、メキシコは、G20諸国の中で最も早いペースで生産年齢人口が増加すると予測されており、したがって、異なる投資機会を提供すると考えられます。インドの生産年齢人口は今後20年間で1億2,000万人増加すると予測されています。これは、中国が1億4,000万人減少すると予測されているのと極めて対照的です（左下の図参照）。

生産年齢人口が増加している国には経済上の優位性があるとブラックロックは考えています。しかし、やはり投資の観点から重要なことは、何が資産価格に織り込まれているかです。前ページでは、人口の伸びが速い国ほど経済全体の平均PERが上昇する傾向にあることを示しました。自国の経済的優位性を活用し、既に織り込まれているPERの上昇をさらにアウトパフォームできる国に投資機会があると考えています。

そのような国々を特定するために、ブラックロックは2つの重要な要因に注目しています。第1の要因は、生産年齢人口のうち実際にどれだけの人が働いているのかという点です。例えば、インドでは生産年齢人口は増加しており、労働力に占める女性の割合も、徐々にではありますが、上昇しています。2023年12月の世界銀行のデータによると、2022年に15歳から24歳の女性の約58%は雇用されているか、職業訓練または教育を受けていました。5年前には、この数字は52%でしたが、いまだに低い水準と言えます。インドネシアではこの比率は約73%で、2004年の59%から急上昇しています。インドがより多くの人々、特に女性を労働力に組み込むことができれば、その成長軌道を大きく押し上げることができるでしょう。

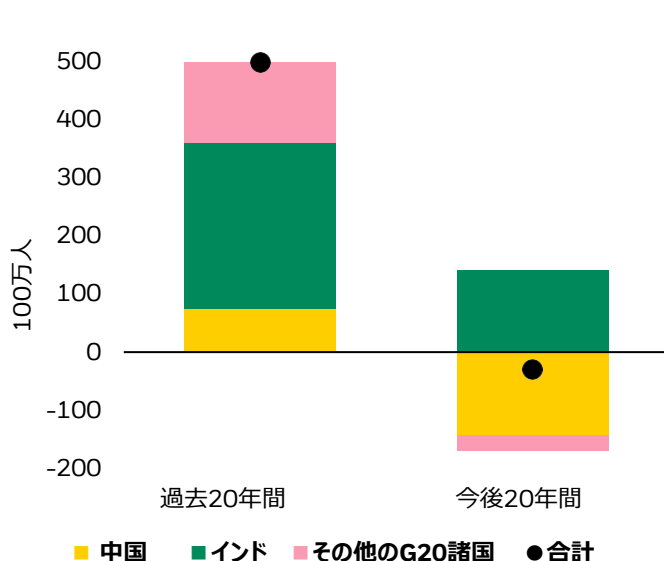
第2の要因は、機器や交通インフラ、住宅、学校、病院などの生産資本への投資が人口増加と同じペースで維持されるかです。エネルギーへの投資は重要な要素です。エネルギー需要は、人口増加のペースが速い国で大きく増加すると予想され、エネルギー・システムについてのブラックロック社内のモデルでは、今後20年間にインドでは60%以上、インドネシアでは40%近く増加する見通しです。

過去のデータを見ると、生産資本への投資は人口の増加と共に増加する傾向がありますが、その傾向から外れる事例も多数存在します（右下の図参照）。例えば、インドネシアとインドは、人口の伸びと比較して多額のインフラ投資を行ってきました。その一因は都市化によるものと考えられますが、世界銀行のデータによると、インドの都市部居住人口の割合は36%にすぎず、先進国平均の80%を大きく下回っています。したがって、今後も都市のインフラに一層の投資が行われるとブラックロックは予想しています。一方、メキシコでの投資の伸びは、人口増加のペースから想定されるよりも緩やかでした。しかし、この状況は、政府支出の増加によって変化する可能性があり、また、米国の企業が製造拠点を自国近隣に回帰させることで、民間投資の増加による恩恵を受ける可能性があると考えられます。サウジアラビアについては、投資支出が急増するとブラックロックは予想しています。同国政府が推進する2021年**国家投資戦略**（3兆3,000億米ドル規模）の取り組みは、様々な戦略的セクターへの民間投資の誘致を通じて経済成長の促進を目指しています。

全体的には、投資需要が大きい国ほど投資家のリターンは高くなると考えられるため、こうした傾向が当てはまる国を特定することが重要になります。このことは、人口増加を有効に活用できる国ほど経済成長率が高く、様々な資産に対するリターンも高くなる傾向があることから重要です。

## インドはトレンドに逆行

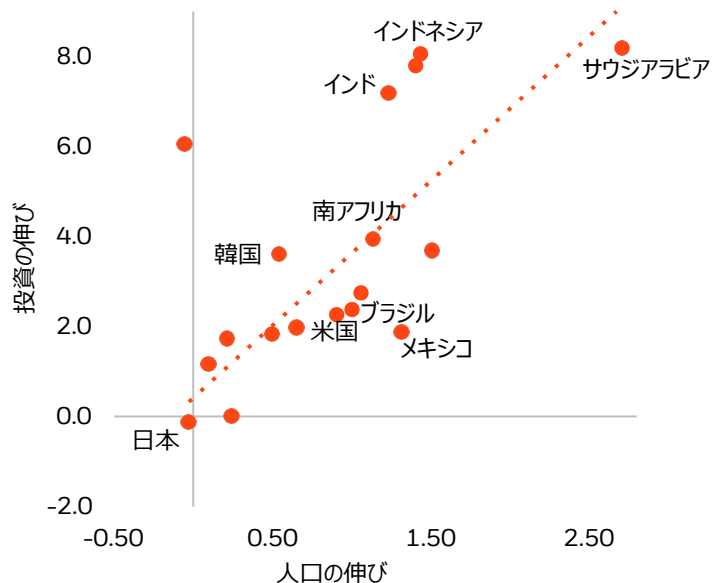
生産年齢人口の変化（過去と予想）



将来の予想は実現しない場合があります。出所：BlackRock Investment Institute、国際連合。Haverのデータを使用。2024年3月。注：上図は、生産年齢（15歳～64歳）人口の過去の変化と、国連が予想する今後20年間の変化を示しています。

## 増加する人口と投資

G20諸国の人口と投資の伸び（2000～2019年）



出所：BlackRock Investment Institute、世界銀行の世界開発指標、国際連合。Haverのデータを使用。2024年3月。注：上図は、2000年から2019年の平均人口伸び率と平均実質投資成長率（GDPの総固定資本形成で測定）の関係を示しています。



## 重要事項

本資料は、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、「弊社」という。）が、弊社及び弊社が所属するブラックロックのグループ会社（以下、「ブラックロック」という。）の市場・経済環境・規制環境見通しをもとに情報提供を目的として作成したものです。特定の金融商品取引の勧誘や、投資資産やセクター・アロケーション等の推奨を目的とするものではありません。また、ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解とは必ずしも一致するものではありません。

当資料は、ブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のもの、または、見通しであり、今後の運用成果等を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、ブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在のものであり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

弊社が投資一任契約または投資信託によりご提供する戦略は、全て、投資元本が保証されておりません。弊社がご提供する戦略毎のリスク、コストについては、投資対象とする金融商品等がそれぞれの戦略によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態に沿ってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認下さい。

弊社又は弊社のグループ会社が設定・運用するファンドを、投資一任契約に基づき組入れる場合、又は、弊社が金融法人のお客様へ勧誘する場合は、当該ファンドを組み入れたいとする誘因が潜在的にあるという理由から弊社又は弊社のグループ会社とお客様との間に金融商品取引法上の利益相反のおそれがある取引に該当致します。また、ファンドにより弊社又は弊社のグループ会社の自己投資、役員投資が含まれることがあり、この場合も同様の利益相反の状況が想定されます。弊社は、利益相反のおそれがある旨をこのようにお客様へ開示することが、お客様のご理解・ご判断に資するという点で、適切な対応方法であると考えております。詳細については、弊社ホームページに掲載の利益相反の管理に関する方針をご参照下さい。

なお当資料は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布などはお控え頂きますよう、よろしく願いいたします。当資料の内容を複製もしくは第三者に対して開示することはご遠慮ください。

## お問い合わせ先

ブラックロック・ジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第375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、日本証券業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会  
〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号 丸の内トラストタワー本館  
<http://www.blackrock.com/jp/>