

**(生産年齢人口の将来予想が期待を通じて物価上昇率に影響する可能性)**

ここでは、生産年齢人口の減少が、人々の期待形成を通じて需要の弱さにつながる経路を考えてみよう。例えば、企業は、将来の需要動向、すなわち成長予想に沿って設備投資計画を練ること、価格設定においては、将来の需要動向とともに人々の物価予想にも配慮しつつ、価格設定を行うことなどを想定する。将来的に生産年齢人口が減少する見込みであれば、こうした経路を通じて現実の物価上昇率も低いものになる可能性がある。

ここでは、将来的な生産年齢人口の見込みとして、国連による先行き5年間の生産年齢人口変化率の予想値を使い、期待成長率と期待物価上昇率にはOECDによる先行き2年間の実質GDP成長率予測と物価上昇率予測を用いる。これらの相関関係を確認すると、生産年齢人口が将来的に増加傾向にあると考えられる国では、期待成長率と期待物価上昇率はともに高まる傾向が認められる(第1-2-11図(1)(2))。

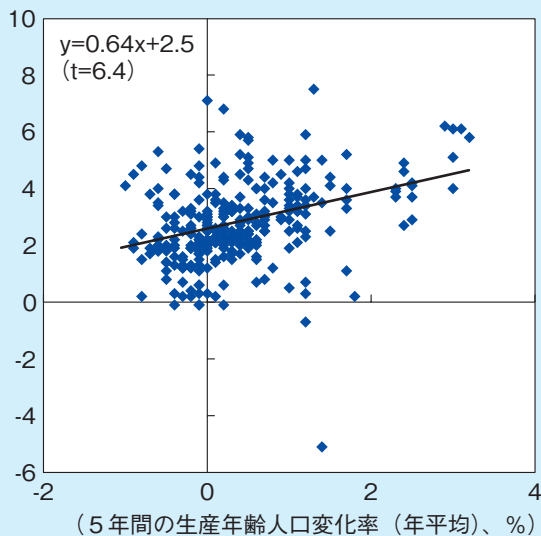
生産年齢人口の増加予想と期待成長率の高まりに相関があるのであれば、期待形成を仲介にして、生産年齢人口の増加が物価上昇圧力に結びついている可能性が指摘できる。すなわち、生産年齢人口の増加予想が期待成長率を高め、それを受けて企業が設備投資需要を拡大する。家計も将来の所得増加を予想することにより、消費や住宅需要が拡大する。こうした結果として、現実の需給ギャップがプラス方向に変化し、物価上昇圧力につながるという経路である。

**第1-2-11図 先行き5年間の生産年齢人口変化率の予測と各変数の関係**

**生産年齢人口の将来予想が期待を通じて物価上昇率に影響する可能性**

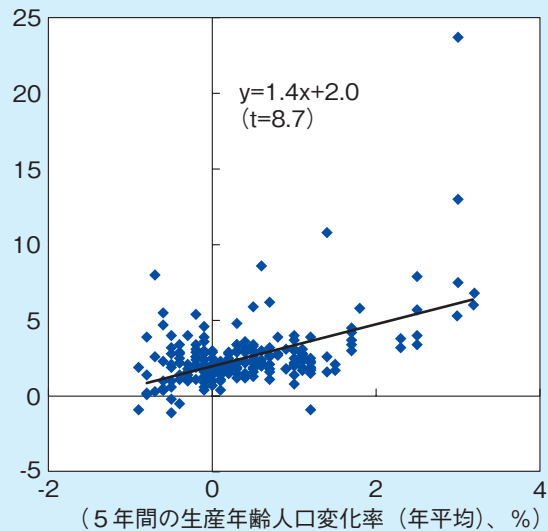
**(1) 生産年齢人口変化率の予測と期待成長率の関係**

(2年後の期待成長率(年平均)、%)



**(2) 生産年齢人口変化率の予測と期待物価上昇率の関係**

(2年後の期待物価上昇率(年平均)、%)



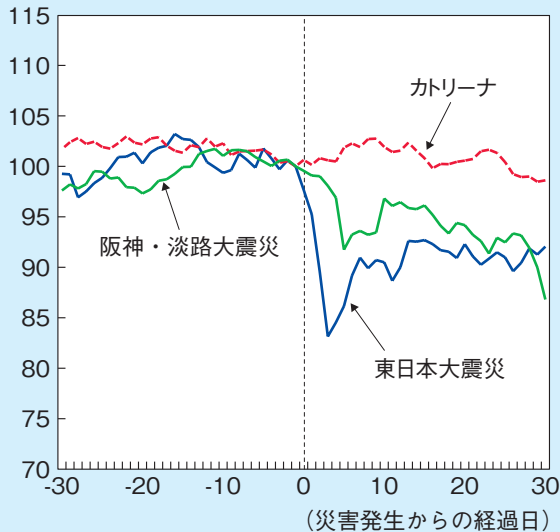
- (備考) 1. OECD Stat, UN “World Population Prospects” により作成。  
2. 2000年～2009年(期待物価上昇率は2001年～2009年)のデータを用いた。  
2001年については、1年後の期待物価上昇率。先行き5年間の人口変化率は、OECDによる各年実績値と、国連データの各revisionの5年ごとの予測値から線形補間して求めた5年後の予測値との変化率。  
3. 回帰式の下括弧内は t 値。

第1-2-12図 災害発生前後の株式市場動向

短期的な株価変動は阪神・淡路大震災後を大きく上回る

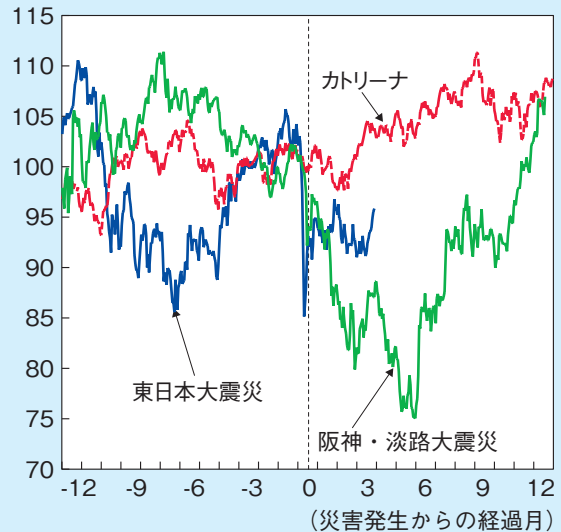
(1) 株価動向 (日次)

(被災前日=100)



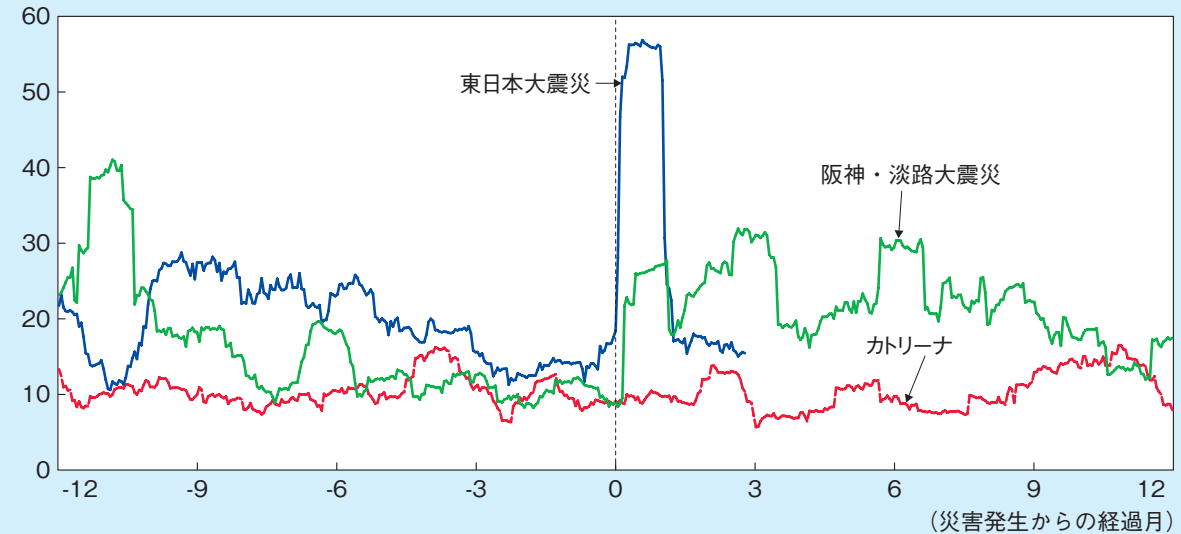
(2) 株価動向 (月次)

(被災前月=100)



(3) 株価変動の大きさ (ヒストリカル・ボラティリティ)

(%)



(備考) 1. Bloombergにより作成。阪神・淡路大震災と東日本大震災については日経平均株価を、カトリナについてはNYダウ平均株価の推移を参照した。

2. ヒストリカルボラティリティは、日次の株価(終値)について過去20日間の変化率の標準偏差を算出し、年率(250日間)に換算して求めた。

生産年齢人口の将来予測と期待物価上昇率にも正の相関が認められる。期待物価上昇率の高まりは、それ自体が現実の物価上昇圧力につながりやすい。将来の物価予想と現実の物価上昇率は、特に基調的な動きに関して、密接に連動する傾向がある。また、ここでの相関関係を見ると、生産年齢人口の増加が見込まれる国では、将来の成長期待が高まるとともに、期待物価上昇率も高めになる傾向にある。こうしたことから、成長期待を通じた需要拡大と期待物価の

両面から、現実の物価上昇圧力がもたらされている可能性が指摘できる。

生産年齢人口の減少は、期待形成を通じて、我が国の基調的な経済成長率や物価上昇率に影響を及ぼしている可能性がある。将来の生産年齢人口の減少は、経済的な予測を立てる場合に前提として受入れやすく、かつ、論理としても分かりやすい。しかし、人口は基調的な経済成長率に寄与する一要因にすぎない。人口以外の要因は、まさに「一人当たりの生産性」に集約される。この部分の持続的な上昇が展望できるような環境整備こそが、経済政策に期待される基本的な役割である。

### 3 金融資本市場と資金需要

以下では、最近の金融資本市場の動向について振り返る。視点は二つあり、一つは、短期的な動きとして、東日本大震災前後の株式、為替、債券市場の動向について、内外の大規模災害時の動向と比較する。二つ目は、中長期的な課題として、デフレ脱却に向けて重要となる金融機関の貸出動向について、資金需要と資金供給の両面から議論する。

#### (1) 震災前後の金融資本市場の動き

東日本大震災発生後、株式市場や為替市場は短期的に大きな変動を経験した。ここでは、金融資本市場が大規模災害という外生ショックをどのように消化したかという視点から、今回の震災後の市場動向について、95年1月の阪神・淡路大震災前後、アメリカにおける2005年8月末のハリケーン・カトリーナ上陸前後と比較し、その特徴を議論する。

##### (短期的な株価変動は阪神・淡路大震災後を大きく上回る)

東日本大震災発生後、日経平均株価は大きく下落した。地震が3月11日（金）の市場取引終了直前（午後2時46分頃）に発生したことから、マーケットは週明けに、週末に明らかになった甚大な被害状況等の情報も含め、震災の影響を消化することになった。週明け月曜日（14日）の日経平均株価（終値）は震災前の10日に比べて8%の下落、火曜日（15日）には震災前比18%の大幅な下落となった。

こうした短期間での急落は、阪神・淡路大震災時と比べても大幅であった（第1-2-12図（1））。東日本大震災の被害規模や範囲の広さに加え、原子力発電所における事故といった今回の震災に特有の不確実要因が、株式市場の下押し圧力になったと見られる。なお、アメリカの株価動向（ダウ工業平均）を見ると、ハリケーン・カトリーナの上陸に対して大きな反応はしていない。当時のアメリカは順調な景気拡大が続いていたことに加え、被災したメキシコ湾岸が石油施設の集積地ではあったものの、その経済的な影響は限定的なものにとどまると見られていたことが示唆される。例えば、2001年9月のニューヨークとワシントンDCにおける同