

## 《税・社会保障改革シリーズ No.18》

2014年5月2日

No.2014-006

# 年金財政検証における経済前提の見方

調査部 上席主任研究員 西沢 和彦

## 《要 点》

- ◆2014年3月10日、厚生労働省の専門委員会から、年金の財政検証に用いられる経済前提が公表された。これはどのように評価されるのだろうか。本レポートでは、今回の経済前提の概要について整理した後、賃金上昇率、運用利回り、物価上昇率の3つの経済前提について、導出方法を確認しつつ、その問題点などを検討した。
- ◆今回の経済前提は、公表形態にも特徴があり、まず、ケース分けの数が8つと多く、ケース間の幅も広いことである。次に、名目値ではなく実質値が前面に出されていることであり、とりわけ運用利回りに関し、実質運用利回り（対物価上昇率）と実質的な運用利回り（対賃金上昇率、いわゆる $\alpha$ ）の2つが前面に出されている。 $\alpha$ は馴染みが薄いものの、それが前面に出されていることは、年金財政の特性を考えれば合理性がある。さらに、基準となるケースが示されておらず、8ケースが並列されており、財政検証結果の受け手に従来に増して多くの判断を委ねる形になっている。
- ◆8ケースのうち2009年財政検証の基準ケースと条件の近いケースEを、これまでの財政検証と比較すると、次の特徴がある。まず、賃金上昇率は、実質賃金上昇率が1.3%（1.2～1.4%の中間値）と2009年財政検証の1.5%より低く、名目賃金上昇率が2.5%と2009年財政検証と同じである。次に、運用利回りは、 $\alpha$ 1.7%、名目運用利回り4.2%と、楽観的との批判を受けた2009年財政検証を何れも0.1ポイント上回っている。物価上昇率は1.2%と2009年財政検証の1%を上回っている。  
これらの数値は、年金財政へのプラスの効果という面では、前回比縮小と拡大が混在し、政府の他の政策目標との整合性という面では、TFP上昇率1.8%を前提とした内閣府「中長期の経済財政に関する試算」、GPIFに対するリスク資産運用拡大圧力、日銀の2%物価目標などの何れとも齟齬がない形になっている。

- ◆これら経済前提の算出方法の大枠はこれまでとほぼ同様であり、コブ・ダグラス型生産関数を起点としている。もっとも、当然ながら外生変数の与え方によって結果が大きく異なり、全要素生産性（TFP）上昇率については、ケースごと0.5~1.8%まで幅広くとられ、実質賃金上昇率も0.8~2.4%とそれに対応している。仮に、TFP上昇率1%に対応する実質賃金上昇率が1.3%であれば、過去のTFP上昇率からみて実績を踏み外してはいない。但し、2000年代に入ってからの実質賃金上昇率の実績は-0.23%であり、これとの対比では0.8~2.4%の何れであっても高いという印象がある。
- ◆運用利回りの主な構成要素である実質長期金利にも十分な留意が必要である。まず、やはり外生変数によって結果が大きく左右されるが、その置き方に関し議論が尽くされていない。実質長期金利は、利潤率と相関があるという前提に立ち、（将来の一定期間の利潤率／過去の一定期間の利潤率）×過去の一定期間の実質長期金利、として求められている。今回の総投資率や資本分配率などの外生変数は将来の利潤率を高める、すなわち、経済前提に用いられる実質長期金利を高める方向になっている。利潤率の直近の実績6.7%に対し、将来は10%近辺に達するという異常値ともいえる水準である。

次に、一定期間が、今回は20~30年と前2回の財政検証よりも長く取られており、これも実質長期金利を高めている。2004年財政再計算、2009年財政検証では、それぞれ15~24年、15~25年が取られていた。仮に今回も15~25年を取れば、実質長期金利は0.4%ポイント程度（ケースEの場合）下がる。こうした影響の大きさを考えれば、期間の取り方についてより慎重な議論が必要となる。さらに、近年では、実質長期金利と利潤率との間の相関が観察されず、この方法が拠って立つ前提そのものも揺らいでいる。
- ◆物価上昇率は、8ケースに0.6%から2.0%までが割り当てられている。それに対し、2004年再検証および2009年財政再計算では、いずれのケースにおいても物価上昇率は1.0%であった。今回2.0%までの幅が設けられたのは、合理的な理由ではなく、日本銀行の2%の物価安定目標が意識された結果であろう。
- ◆経済前提はこのようなものとして見る必要がある。本来であれば、実際に数値を当てはめた上で議論が尽くされなければならなかったが、専門委員会は計17回開催されつつそうした議論は最後の3回にとどまった。また、経済前提が外れた場合、財政的ツケは将来世代に及ぶことを考えれば、経済前提の設定は政府の他の政策目標からの中立性が確保されなければならないはずだが、それも極めて不十分である。独立性の高い推計機関の設置をはじめこれらは重い課題として今後に残されている。

本件に関するご照会は、調査部・西沢和彦宛にお願いいたします。

Mail: nishizawa.kazuhiko@jri.co.jp

## 1. はじめに

年金の財政検証に用いられる経済前提は、楽観的なのか、妥当なのか。2014年3月10日、厚生労働省の専門委員会（年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会）から、年金の財政検証に用いられる経済前提を盛り込んだ報告書が公表された。「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について」である。財政検証とは、5年に1度のいわば年金財政の健康診断であり、将来の人口動態や経済変数に一定の前提を置いて、積立金残高の推移や給付水準など年金財政の将来像を描き出す作業である。財政検証が、制度改革の要否判断をはじめ、議論の基礎となる。

前回の2009年財政検証では、積立金の運用利回り4.1%、賃金上昇率2.5%などの経済前提が楽観的であり、そこから導かれた所得代替率50.1%確保などの財政検証結果も信頼性に欠けるとの批判が各方面よりなされた。今回の専門委員会も、スタート時点ではそうした批判を踏まえており、第1回の委員会（2011年10月14日）の資料においてそれらが整理されている。

では、今回の経済前提はどのように評価されるのであろうか。やはり楽観的なのか、あるいは、妥当なのか。こうした評価が欠かせないが、経済前提の導出は技術的なうえ、今回は、ケース分けが8ケースにも及ぶなど解釈が一段と難しくなっている。そこで、本レポートでは、まず、報告書の**経済前提の概要**について整理した後、**賃金上昇率、運用利回り、物価上昇率**の3つの経済前提について、導出方法を確認することによって、その問題点などを検討した。なお、本レポートの対象は2024年度以降の長期の経済前提とし<sup>1</sup>、賃金上昇率、運用利回りなどの数値については特に断らない限り名目値を指す。

## 2. 経済前提の概要

### （1）ケース分けの多さなど公表形態の特徴

今回の経済前提には、公表形態あるいは表示方法にも前回までと顕著に異なる特徴がある。まず、ケース分けの数が多く、しかも、経済好調の方向へ増やしており、ケース間の幅も広いことである（図表1）。経済前提は、それを求めるためのさらなる前提の1つである**全要素生産性(TFP)上昇率**ごとに、高い方から低い方へケースAからHまで8ケース提示されている。

そのうち、ケースAからEまでの5ケースが、内閣府が2014年1月20日に公表した「中長期の経済財政に関する試算」（以下、内閣府試算）のなかの**経済再生ケース**（TFP上昇率1.8%の前提）に接続するものであり、FからHまでの3ケースが、同**参考ケース**（同1.0%の前提）に接続するものとされている。8ケースのTFP上昇率は、最小が0.5%、最大が1.8%、幅1.3%となっている。

<sup>1</sup> 2023年度までの経済前提は、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（2014年1月20日）に準拠して決められている。2023年度までの経済前提を内閣府試算に準拠すべきか否かも重要な論点である。

(図表1) 経済前提(2014年財政検証)

		前提		経済前提			(参考)		
		労働力に関する設定	TFP上昇率	物価上昇率	実質賃金上昇率 (対物価上昇率)	実質運用利回り (対物価上昇率)	実質的な運用利回り(α) (対賃金上昇率)	名目賃金上昇率	名目運用利回り
ケースA	内閣府経済再生 ケースに 接続する もの	労働市場への 参加が進 むケース	1.8	2.0	2.4 2.2 ~ 2.5	3.5 2.9 ~ 4.0	1.1 0.5 ~ 1.7	4.4	5.5
ケースB			1.6	1.8	2.1 2.0 ~ 2.2	3.4 2.8 ~ 3.9	1.3 0.7 ~ 1.8	3.9	5.2
ケースC			1.4	1.6	1.8 1.7 ~ 1.9	3.3 2.7 ~ 3.8	1.4 0.9 ~ 1.9	3.4	4.8
ケースD			1.2	1.4	1.6 1.5 ~ 1.7	3.2 2.6 ~ 3.7	1.6 1.1 ~ 2.1	3.0	4.6
ケースE			1.0	1.2	1.3 1.2 ~ 1.4	3.1 2.6 ~ 3.5	1.7 1.2 ~ 2.2	2.5	4.2
ケースF	内閣府参 考ケース に接続す るもの	労働市場への 参加が進 まないケー ス	1.0	1.2	1.3 1.2 ~ 1.4	2.8 2.3 ~ 3.3	1.5 1.0 ~ 2.0	2.5	4.0
ケースG			0.7	0.9	1.1 1.0 ~ 1.1	2.3 2.0 ~ 2.5	1.3 1.0 ~ 1.5	2.0	3.2
ケースH			0.5	0.6	0.8 0.7 ~ 0.8	1.7 1.3 ~ 2.1	0.9 0.5 ~ 1.3	1.4	2.3

(資料) 第17回社会保障審議会年金部会年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会、資料2のP12より日本総合研究所作成

(注1) 2024年度以降の数値。

(注2) 実質賃金上昇率、実質運用利回り、実質的な運用利回りの3つについて原資料で提示されているのは範囲のみ。便宜的に中間値を日本総合研究所で補記した。この中間値は、今後厚生労働省から公表されるものと異なる可能性がある。

(注3) 参考のため、名目賃金上昇率、名目運用利回りを日本総合研究所で補記した。

これは、前2回と比較した場合の際立った特徴である。2004年財政再計算と2009年財政検証では、いずれもTFP上昇率ごとに3ケース、幅も0.6%にとどまっていた。2004年財政再計算のTFP上昇率は、1.0、0.7、0.4%の3ケース(図表2)、2009年財政検証は、1.3、1.0、0.7%の3ケース(図表3)であった。今回、多様なケースを想定することで情報量を増やしている面もあるものの、経済好調へのバリエーション拡大をみると、報告書に「内閣府試算のみに捉われない」と書かれつつ、実際には内閣府試算が強く意識されている面が否定できない。

(図表2) 経済前提(2004年財政再計算)

	前提	物価上昇率	実質賃金 上昇率	実質運用 利回り	実質的な運用 利回り(α)	名目賃金 上昇率	名目運用 利回り
	TFP上昇率						
経済好転ケース	1.0	1.0	1.5	2.3	0.8	2.5	3.3
基準ケース	0.7	1.0	1.1	2.2	1.1	2.1	3.2
経済悪化ケース	0.4	1.0	0.8	2.1	1.3	1.8	3.1

(資料) 厚生労働省年金局数理課「厚生年金・国民年金平成16年財政再計算結果」P165より日本総合研究所作成

(図表3) 経済前提 (2009年財政検証)

	前提	物価上昇率	実質賃金 上昇率	実質運用 利回り	実質的な運用 利回り(α)	(%)	
	TFP上昇率					名目賃金 上昇率	名目運用 利回り
経済高位ケース	1.3	1.0	1.9	3.2	1.3	2.9	4.2
経済中位ケース	1.0	1.0	1.5	3.1	1.6	2.5	4.1
経済低位ケース	0.7	1.0	1.1	2.9	1.8	2.1	3.9

(資料)厚生労働省年金局数理課「平成21年財政検証結果レポート」P185より日本総合研究所作成

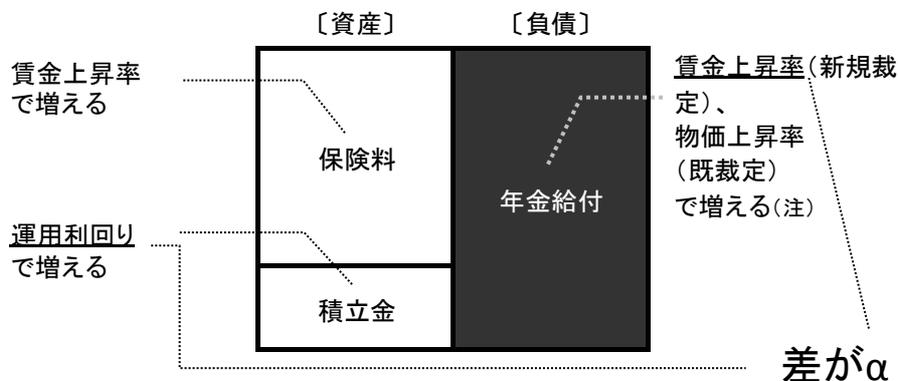
次に、名目値ではなく実質値が前面に出ていることであり、とりわけ、名目運用利回りではなく、**実質運用利回り**と**実質的な運用利回り**の2つが前面に出ていることである。この2つは紛らわしいが、次のように異なる定義である。

$$\begin{aligned} \text{実質運用利回り} &= \text{運用利回り} - \text{物価上昇率} \\ \text{実質的な運用利回り} &= \text{運用利回り} - \text{賃金上昇率} \end{aligned}$$

1つ目の**実質運用利回り**は、広く用いられる概念であるが、もう1つの**実質的な運用利回り**は、公的年金に独特な概念であり、政府内でαと呼ばれている。αは、一般には馴染みが薄いものの、従来から公表されており、それが前面に出された今回の公表形態は、次のような年金財政の特性を考えれば合理性を持っている。

年金財政をバランスシートの観点からみると(図表4)、資産は保険料と積立金であり、負債は年金給付である。年金給付は、本則では、新規裁定年金が賃金上昇率で、既裁定年金が物価上昇率でそれぞれ毎年度改定される。他方、保険料は加入者数と保険料率のほか賃金上昇率によって、積立金は運用利回りによってそれぞれ増える。よって、運用利回りが新規裁定年金の改定率である賃金上昇率を上回っていれば、すなわちαがプラスであれば、積立金運用が年金財政に貢献するためである。

(図表4) 年金財政の資産・負債



(資料)日本総合研究所作成

(注)新規裁定とは年金を貰い始める時点での年金、既裁定とは貰い始めてからの年金。実際には当面マクロ経済スライドが適用されるので、本則である賃金上昇率、物価上昇率ほどには増えない。

さらに、基準となるケースが示されておらず、8ケースが並列されていることである。報告書では、ケース A から H のうちどれが基準ケースなのか示されておらず、今回の経済前提を一段と捉えにくいものとしている。結局、幅広いケースのうち、どれが最も蓋然性が高いのかは、受け手の判断に委ねられている。なお、現時点、経済前提は、実質賃金上昇率 1.2~1.4%（ケース E の例）といったように、レンジでの提示にとどまっており、図表 1 の中間値は、本リポートにおいて便宜的に置いたものである。

## (2) ケース E の 2004 年財政再計算および 2009 年財政検証との比較

では、中身はどうだろうか。基準ケースは示されていないが、仮に、内閣府経済再生ケースに接続するケース A~E のうち T F P 上昇率が 2009 年財政検証と同じ 1% の ケース E を基準ケースに相当するものと考え、前 2 回の財政検証と比較すれば次のような特徴がある<sup>2</sup>。

まず、実質賃金上昇率は 1.3% (1.2~1.4% の中間値) と、2004 年再計算の 1.1% と 2009 年財政検証の 1.5% の中間に位置していることである。これは、2014 年財政検証を 2009 年財政検証と比較すると、実質賃金上昇率に関し、次のようなメカニズムから年金財政におよぼすプラスの効果が縮小することを意味している。

再びバランスシートの観点から年金財政を捉えれば（図表 4）、資産である保険料は加入者数と保険料率のほか賃金上昇率によって増え、一方、負債である既裁定年金額は物価上昇率によって増える。賃金上昇率が物価上昇率を上回る幅が大きいほど、すなわち、実質賃金上昇率の幅が大きいほど年金財政にとってプラスに働くためである。

ちなみに、名目賃金上昇率を計算すると 2.5% (=1.3%+1.2%) となる。これは、2009 年財政検証と同じであり、名目賃金上昇率というみかけ上、アベノミクスが目指す賃金引上げと齟齬がない形になっている。

次に、 $\alpha$  は 1.7% (1.2~2.2% の中間値) と、2004 年再計算の 1.1%、2009 年財政検証の 1.6% の何れをも上回っている。名目運用利回りを計算すると 4.2% となり、楽観的との批判を受けた 2009 年財政検証の 4.1% をやはり上回っている。このように、2014 年財政検証を 2009 年財政検証と比較すると、 $\alpha$  に関しては、年金財政におよぼすプラスの効果が拡大する結果となっている。

これら運用利回りの結果は、積立金に対しリスク運用拡大を求める声とも整合的である。2013 年 11 月、公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議が積立金の運用を担う年金積立金管理運用独立行政法人（G P I F）のリスク資産運用拡大を提言し、2014 年 1 月、ダボス会議において安倍晋三首相も同様の趣旨の発言をしている。

こうした政府の動き、さらにはそれを受け、市場も G P I F のリスク資産運用拡大に期待を寄せるなか、前回よりも高い運用利回りの設定は、そうした期待に沿った形になっている。とはいえ、その幅は 0.1 ポイントにとどまり、リスク資産運用拡大に反対する声も決して無視していない絶妙さも備えているようにも見える。

<sup>2</sup> ケース E を基準ケースに相当するものとする理由は、他にも、8 ケースのうち実質的な運用利回りが 1.7% と最も高いことがある。報告書は、積立金運用のあり方についても述べており、そこでは 1.7% を運用目標とすると明記されている。

さらに、物価上昇率は、ケースごとに異なる数値があてがわれており、ケースEでは1.2%、最も高いケースAでは2%、最も低いケースHでは0.6%となっている。2004年再計算と2009年財政検証では、何れのケースでも物価上昇率は1%であったのとは対照的である。2%は、日本銀行が掲げる物価目標とも整合的である。

以上のように、報告書の経済前提は、年金財政への寄与の面では、プラス・マイナスが混在し（特に実質賃金上昇率が前回比-0.2%である点は目を引く）、政府内における各政策目標との整合性という面では、内閣府試算やGPIFに対するリスク資産運用拡大要請など何れとも齟齬がない形になっている。

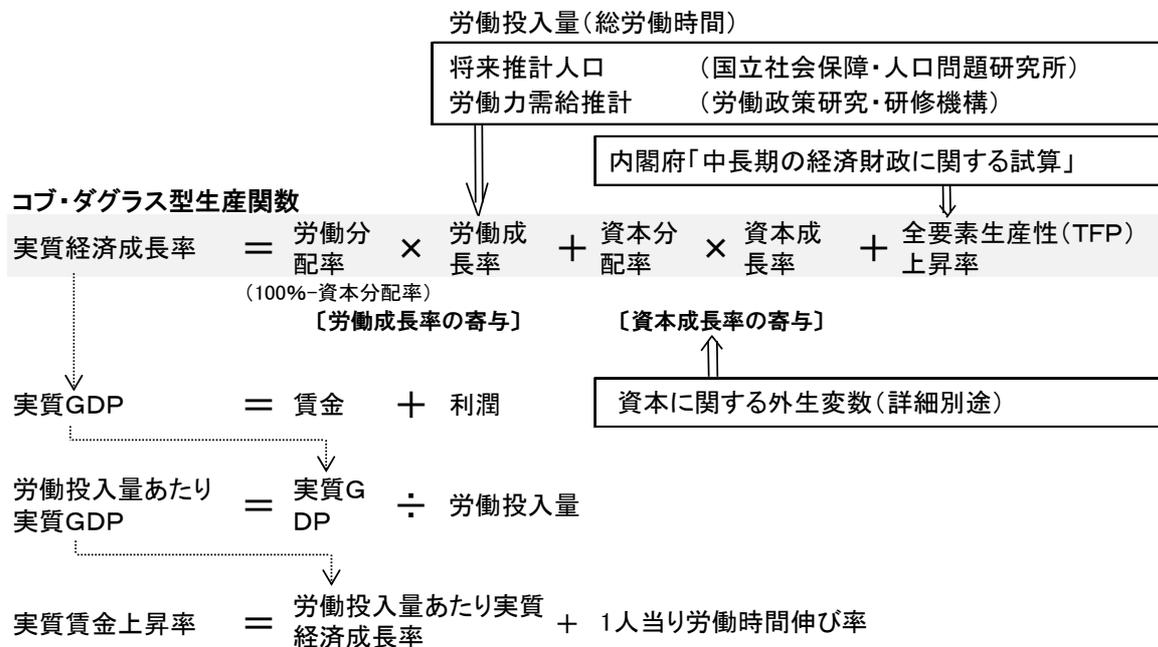
### 3. 賃金上昇率

#### (1) 導出方法

では、こうした経済前提はどのように解釈されるのだろうか。1つひとつの数字の信頼性は確保されているのだろうか。導出方法を確認しつつ、検討を加えよう。

賃金上昇率と運用利回りは、それぞれバラバラに導出されるのではなく、コブ・ダグラス型生産関数を用いて2つの整合性が図られている（図表5）。コブ・ダグラス型生産関数において、実質経済成長率は、労働成長率の寄与、資本成長率の寄与、全要素生産性(TFP)上昇率の3つで説明される。

(図表5) 実質賃金上昇率を求めるフロー図



(資料) 第17回社会保障審議会年金部会年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会(2014年3月10日)資料1をもとに日本総合研究所作成

(注1) 労働投入量は、総労働時間として測られている。

(注2) 1人当りの労働時間の伸び率は、被用者年金被保険者の平均労働時間伸び率として測られている。これも、労働政策研究・研修機構の労働力需給推計に基づいている。

そのうえで、実質賃金上昇率のおおまかな導出手順は次の通りである。まず、コブ・ダグラス型生産関数の右辺それぞれに外生的に変数を与え、**実質経済成長率**を求める（図表6の⑩）。労働成長率は、労働政策研究・研修機構の「労働力需給推計」によって与えられ、TFP上昇率は内閣府試算を参照し専門委員会によって与えられる。これら以外の外生変数、すなわち、主に資本に関する外生変数は専門委員会によって与えられる（詳細は次章）。外生変数とは、経済前提を導出するためのいわば「さらなる前提」である。

次に、実質経済成長率そのものは、わが国全体の集計値なので、この集計値および労働力需給推計を用いて、1人あたりの成長率が求められ、これが、将来の各年度の実質賃金上昇率となる。ちなみに、実際の計算では、**労働投入量（わが国の総労働時間として測られている）あたり実質経済成長率**に、今後、1人あたりの労働時間が時短の進行などにより変わりうることを勘案し、**1人あたりの労働時間の伸び率**が加えられ、**実質賃金上昇率**が求められる。

さらに、これらの計算を足もとから逐次的に将来に向けて行い、2024年度を起点とした将来の一定期間における単純平均が、経済前提としての実質賃金上昇率になる。例えば、ケースE（かつ総投資率 $\alpha$ 、後述）の場合、具体的には次のような計算となる（図表6）。**労働投入量あたり実質経済成長率**（図表6の⑪）の2024年度から2043年度まで20年間の単純平均を計算すると1.45%となる。同様に、25年間、30年間はそれぞれ1.47%、1.48%となる。ここに同期間における**1人あたり労働時間の伸び率**（図表6の⑬）の単純平均-0.11%、-0.08%、-0.07%を足し合わせる（負値なので時短進行との仮定である）と、**実質賃金上昇率**1.34%、1.39%、1.41%となる。

同様の計算を、資本に関する外生変数の一部（総投資率 $\beta$ 、後述）を変えて行うことで、1.23%、1.28%、1.31%の3つの実質賃金上昇率が求められ、以上6つの数値の最小1.23%と最大1.41%が実質賃金上昇率のレンジとなる。小数点第2位を処理した値は、図表1に示されている通り（1.2~1.4%）である。なお、2024年度が起点となっているのは、内閣府試算の対象年度である2023年度の翌年度であるためである。

## （2）結果の見方

こうした導出方法そのものは、2004年再検証、2009年財政検証とほぼ同様である。もともと、外生変数の与え方によって結果が大きく異なり、とりわけTFP上昇率に関しては不確かであることに留意しなければならない。

(図表6) 具体的な数値例

年度	労働投入量		全要素生産性 (TFP)上昇率 ③ %	資本分配率 ④ %	資本減耗率 ⑤ %	総投資率 ⑥ %	実質GDP ⑦ 兆円	資本ストック ⑧ 兆円	資本成長率 ⑨ %	実質経済成長率 ⑩ %	労働投入量あたり 実質経済成長率 ⑪ %	利潤率 ⑫ %	1人あたり 労働時間 伸び率 ⑬ %
	① 億時間	② %											
2024	1,121	-0.4	1.0	40.8	7.5	19.5	543.4	1,399.1	0.0	0.8	1.18	8.3	-0.31
2025	1,117	-0.4	1.0	40.8	7.5	19.4	547.7	1,399.8	0.0	0.8	1.18	8.5	-0.31
2026	1,112	-0.4	1.0	40.8	7.5	19.3	552.0	1,400.7	0.1	0.8	1.19	8.6	-0.32
2027	1,106	-0.5	1.0	40.8	7.5	19.3	556.1	1,402.1	0.1	0.7	1.25	8.7	-0.32
2028	1,101	-0.5	1.0	40.8	7.5	19.2	560.1	1,403.7	0.1	0.7	1.27	8.8	-0.32
2029	1,095	-0.5	1.0	40.8	7.5	19.1	564.2	1,405.5	0.1	0.7	1.27	8.9	-0.32
2030	1,089	-0.5	1.0	40.8	7.5	19.0	568.5	1,407.6	0.2	0.8	1.28	9.0	-0.23
2031	1,078	-1.0	1.0	40.8	7.5	19.0	571.0	1,410.0	0.2	0.5	1.50	9.0	-0.02
2032	1,066	-1.0	1.0	40.8	7.5	18.9	573.6	1,412.4	0.2	0.4	1.50	9.1	-0.01
2033	1,055	-1.1	1.0	40.8	7.5	18.9	576.1	1,414.6	0.2	0.4	1.50	9.1	-0.01
2034	1,043	-1.1	1.0	40.8	7.5	18.8	578.4	1,416.8	0.2	0.4	1.51	9.2	-0.01
2035	1,031	-1.2	1.0	40.8	7.5	18.7	580.6	1,419.0	0.2	0.4	1.53	9.2	-0.01
2036	1,019	-1.2	1.0	40.8	7.5	18.7	582.6	1,421.1	0.1	0.3	1.56	9.2	-0.00
2037	1,006	-1.3	1.0	40.8	7.5	18.6	584.5	1,423.0	0.1	0.3	1.57	9.3	0.00
2038	993	-1.3	1.0	40.8	7.5	18.6	586.1	1,424.9	0.1	0.3	1.58	9.3	0.01
2039	979	-1.3	1.0	40.8	7.5	18.5	587.6	1,426.5	0.1	0.3	1.60	9.3	0.01
2040	966	-1.4	1.0	40.8	7.5	18.5	589.0	1,428.1	0.1	0.2	1.60	9.3	0.01
2041	953	-1.4	1.0	40.8	7.5	18.4	590.3	1,429.5	0.1	0.2	1.61	9.3	0.01
2042	939	-1.4	1.0	40.8	7.5	18.4	591.4	1,430.7	0.1	0.2	1.61	9.4	0.01
2043	926	-1.4	1.0	40.8	7.5	18.3	592.5	1,431.7	0.1	0.2	1.62	9.4	0.01
2044	912	-1.4	1.0	40.8	7.5	18.2	593.4	1,432.3	0.0	0.2	1.61	9.4	0.01
2045	899	-1.5	1.0	40.8	7.5	18.1	594.3	1,432.6	0.0	0.1	1.60	9.4	0.01
2046	886	-1.4	1.0	40.8	7.5	18.0	595.2	1,432.4	-0.0	0.2	1.57	9.5	0.00
2047	873	-1.5	1.0	40.8	7.5	17.9	596.0	1,431.9	-0.0	0.1	1.58	9.5	0.00
2048	861	-1.5	1.0	40.8	7.5	17.9	596.6	1,431.0	-0.1	0.1	1.57	9.5	0.00
2049	848	-1.4	1.0	40.8	7.5	17.8	597.3	1,429.9	-0.1	0.1	1.56	9.5	0.00
2050	836	-1.4	1.0	40.8	7.5	17.7	598.0	1,428.5	-0.1	0.1	1.54	9.6	0.00
2051	824	-1.4	1.0	40.8	7.5	17.6	598.6	1,426.8	-0.1	0.1	1.53	9.6	0.00
2052	812	-1.4	1.0	40.8	7.5	17.5	599.3	1,424.9	-0.1	0.1	1.52	9.7	-0.00
2053	801	-1.4	1.0	40.8	7.5	17.5	599.9	1,422.8	-0.1	0.1	1.51	9.7	-0.00

(資料) 第17回社会保障審議会年金部会年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会(2014年3月10日)資料1P18をもとに日本総合研究所作成

(注1) 資-α、投-α、全要素生産性上昇率1%の場合。

(注2) 内生される⑦~⑫の計算は次の通り。⑦=前年度の⑦×(1+当年度の⑩)。⑧=前年度の⑧×(1+当年度の⑨)。⑨=前年度の(⑥×⑦/⑧-⑤)。⑩=④×⑨+(1-④)×②+③。⑪=⑩-②。⑫=④×⑦/⑧-⑤。

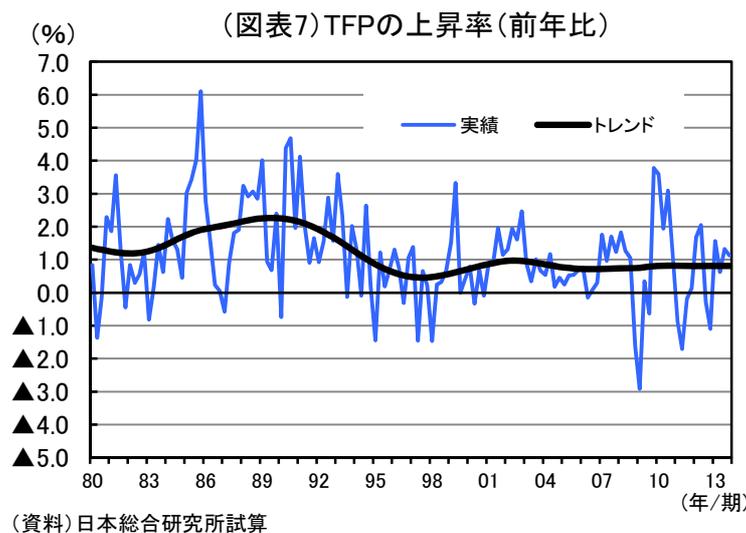
(注3) 専門委員会の資料では2012年度からの数値も掲載されているが、ここでは簡略化のため省略した。

(注4) 労働投入量、1人あたり労働時間伸び率は、原資料ではそれぞれ総労働時間、被用者年金被保険者の平均労働時間伸び率。

不確かなTFP上昇率によって、実質賃金上昇率は大きく異なることになる。改めて図表1をみれば、TFP上昇率以外は同条件のケースA~Eにおいて、TFP上昇率の幅は0.8ポイントであり、それに伴い実質賃金上昇率は1.1ポイントの幅が生じている。

TFP上昇率の過去の推移をみると(図表7)、そのトレンドは、バブル崩壊以降の約30年間、1%を下回る水準で推移しており、外生変数として与えるTFP上昇率は、2004年再計算の0.7%、あるいは、やや高めに見積もるとしても2009年財政検証の1%程度が妥当であると判断できるだろう。すると、8ケースのうち、TFP上昇率が1%、0.7%、0.5%であるケースE・F、G、Hの4つが基準ケースとしてふさわしく、ケースEはそのなかでの上限といえる。本来、内閣府試算の参考ケースが、基準ケースとして位置付けられ、基準ケースの下にもう1つリスクシナリオケースがあつて然るべきであろう。

このように、ケースEが基準ケースであるとするならば、その前提となるTFP上昇率は過去の推移を大きく踏み外してはいない。しかし、そこから導かれる実質賃金上昇率1.2~1.4%という結果は、およそ100年後までの超長期の経済前提であるとはいえ、最近の実績と比較するとやはり高いという印象が残る。例えば、2000年代に入ってからの実質賃金上昇率を計算すると-0.23%でしかない(2000年度~2012年度各年度の単純平均)。



## 4. 運用利回り

### (1) 実質長期金利の導出方法

次に運用利回りである。運用利回りは、次式のように3つの要素の積み上げとなっている。

$$\text{運用利回り} = \text{実質長期金利} + \text{分散投資効果} + \text{物価上昇率} \cdots \textcircled{1}$$

このうち、**実質長期金利**とは、前述の通り物価上昇率との比較における長期金利であり、**分散投資効果**とは、年金積立金が国債のみならず国内外の社債・株式などへ分散投資されていることによる効果の上乗せ分である。結果を大きく左右するのは、実質長期金利である。

実質長期金利は、**利潤率**との間に相関があるとの前提に立ち、計算されている。相関の存在は、直観的には、借入をして投資をする際、利潤率が借入金利を上回ることをベンチマークに意思決定がなされると考えられることから説明される。利潤率とは、次のように定義される。

$$\text{利潤率} = \frac{\text{利潤}}{\text{資本ストック}} - \text{資本減耗率} \quad \dots \textcircled{2}$$

$$\text{利潤} = \text{資本分配率} \times \text{実質GDP} \quad \dots \textcircled{3}$$

$$\text{資本ストック} = \text{資本ストック}_{t-1} \times \left( 1 + \frac{\text{総投資率}_{t-1} \times \text{実質GDP}_{t-1}}{\text{資本ストック}_{t-1}} - \text{資本減耗率}_{t-1} \right) \quad \dots \textcircled{4}$$

( $t-1$  は前年度の値)

利潤率を求めるのに必要となる資本に関する変数、すなわち、**資本分配率**、**総投資率**、**資本減耗率**は、専門委員会によって外生的に与えられる。なお、資本減耗率には、資-Aと資-Iの表記のもと2ケース、総投資率には投- $\alpha$ （運用利回りの $\alpha$ とは関係がない）と投- $\beta$ の表記のもと2ケースが設けられている（これらのケース分けの違いについては、図表11の注1と注2を参照）。

この定義のもと、まず、将来の利潤率が計算される。ケースE（総投資率 $\alpha$ ）の場合でみると、2024年度から20年間、25年間、30年間の利潤率の単純平均は、9.0%、9.1%、9.2%となる（図表6）。これが、**将来の一定期間の利潤率**である。

こうして得られた**将来の一定期間の利潤率**と、**過去の一定期間の利潤率と実質長期金利の値**とを⑤式に代入して、**将来の実質長期金利**が算出される。

$$\text{将来の実質長期金利} = \frac{\text{将来の一定期間の利潤率}}{\text{過去の一定期間の利潤率}} \times \text{過去の一定期間の実質長期金利} \quad \dots \textcircled{5}$$

具体的に、一定期間として20年間をとった場合を例に数値をあてはめてみると（図表8上段）、将来の利潤率、過去の利潤率、過去の実質長期金利はそれぞれ9.0%、7.35%、1.86%であり、そこから将来の実質長期金利は2.28%となる。将来の利潤率（9.0%）が過去の利潤率（7.35%）に比べ高くなる（将来利潤率倍率が1を上回る）という前提が置かれている結果、将来の実質長期金利も過去の実質長期金利に比べ高くなると計算されている。同様に、一定期間として25年間、30年間をとった場合、期間が長くなるほど将来の実質長期金利は高くなり、それぞれ2.51%、2.96%となる。

このような計算を、総投資率 $\beta$ の場合についても行う（図表8下段）。すると、20年間、25年間、30年間の実質長期金利は2.38%、2.63%、3.13%となる。これら6つの数値の最小2.28%と最大3.13%がケースEにおける実質長期金利のレンジとなり、小数点第2位が処理された値が、第16回専門委員会資料1P31に2.3%~3.1%として示されている。

(図表8)実質長期金利の計算

期間	(%、倍)				
	将来の利潤率 a	過去の利潤率 b	将来利潤率倍率 c=a/b	過去の実質長期金利 d	将来の実質長期金利 d×c
投- $\alpha$					
20年間	9.0 ( 2024~2043年度 )	7.35	1.23	1.86 ( 1993~2012年度 )	2.28
25年間	9.1 ( 2024~2048年度 )	7.84	1.16	2.16 ( 1988~2012年度 )	2.51
30年間	9.2 ( 2024~2053年度 )	8.17	1.13	2.63 ( 1983~2012年度 )	2.96
投- $\beta$					
20年間	9.4 ( 2024~2043年度 )	7.35	1.28	1.86 ( 1993~2012年度 )	2.38
25年間	9.6 ( 2024~2048年度 )	7.84	1.22	2.16 ( 1988~2012年度 )	2.63
30年間	9.7 ( 2024~2053年度 )	8.17	1.19	2.63 ( 1983~2012年度 )	3.13

(資料)第16回年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会(2014年3月6日)資料1P16、P21などより日本総合研究所作成。将来の利潤率は労働市場参加が進む、TFP=1%の場合。

## (2) 実質長期金利の見方

実質長期金利にも留意が必要である。まず、実質賃金上昇率の場合と同様、外生変数によって結果が大きく左右されることである。

利潤率の直近の実績は6.7%(2012年度)であり、最近5年間は6%から7%程度の間にある(図表9)。ところが、専門委員会は、利潤率は今後急速に上昇し、2055年度には10%近くに達すると想定している(数値は、ケースEの総投資率 $\alpha$ の場合)。

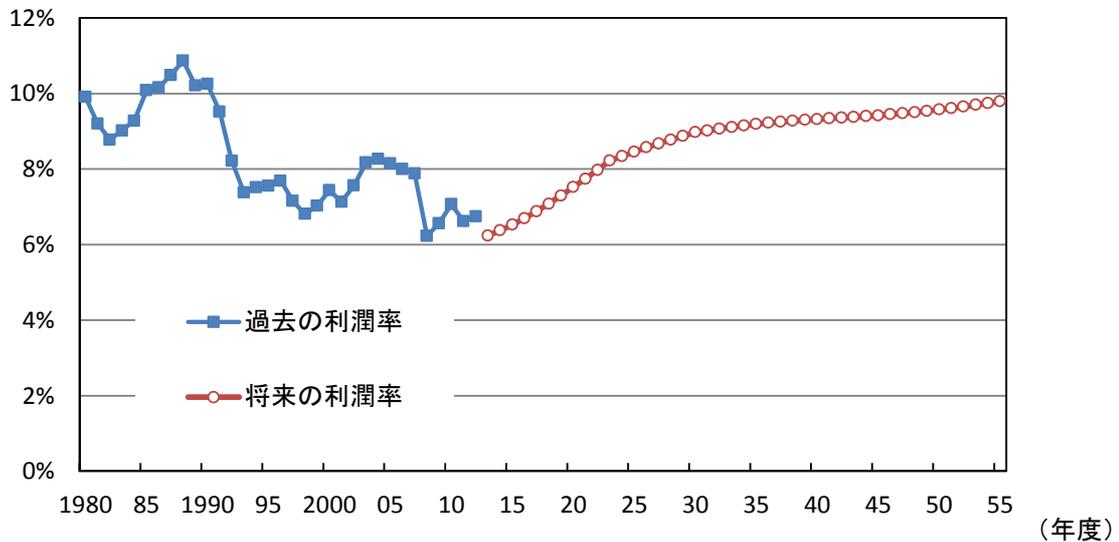
これは、2004年再計算、2009年財政検証で想定されたパターンと顕著に異なる。2004年再計算の場合、将来の利潤率は過去の低下傾向が続いた後、横ばいで推移すると想定されていた(図表10)。

2009年財政検証の場合、将来の利潤率は、2004年再計算後の利潤率の実績の上昇を踏まえ、2004年再計算時の想定に比べ、水準を切り上げるとの想定になっているものの、それでも、足もとから緩やかな上昇にとどまると想定されていた。

なお、利潤率は「国民経済計算」を用いて計算されるが、2014年財政検証で用いている「国民経済計算」は、2004年再検証と2009年財政検証の後に改定されていることにも十分な留意が必要である。改定前と改訂後とを比較すると、改定後の利潤率の実績値は、改定前に比べ1ポイント程度低くなっている(図表11)。利潤率1ポイントは大きな差だ(図表10の過去の利潤率は、2004年再計算時および2009年財政検証時に用いられていた数値を改定前の「国民経済計算」で再現したものである)。

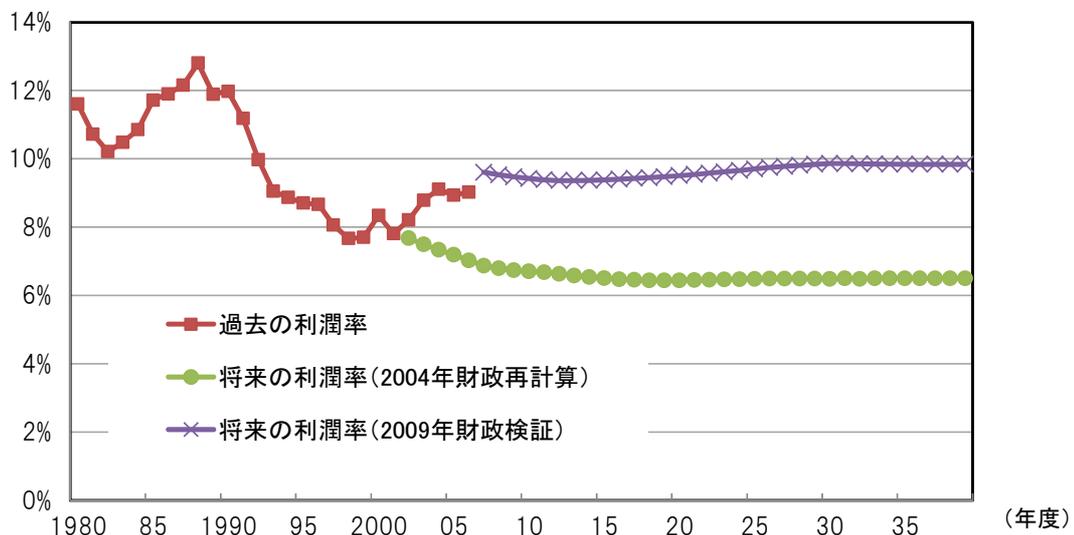
「国民経済計算」の改訂によって、過去の利潤率も大幅に変わるため、そこから得られる将来の利潤率も相当の幅を持ってみるべきといえよう。

(図表9) 過去の利潤率と将来の利潤率  
(2014年財政検証)



(資料) 第17回社会保障審議会年金部会年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会(2014年3月10日)資料1P4、P18をもとに日本総合研究所作成  
(注) TFP上昇率1%、資-ア、投-αのケースを計算。

(図表10) 過去の利潤率と将来の利潤率  
(2004年財政再計算と2009年財政検証)



(資料) 過去の利潤率は、内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算平成20年版」の統計より日本総合研究所計算。将来の利潤率は、2004年財政再計算、2009年財政検証の値  
(注) 過去の利潤率は図表9に比べ1%ポイント程度高い。2009年財政検証後SNAが改訂されたため。

このように、2014年財政検証において将来の利潤率が急速に上昇するとの想定になっている背景の1つには、資本に関する外生変数のうち資本分配率、総投資率の2つが、2004年再計算、2009年財政検証に比べ、将来の利潤率を高くする方向となっていることが指摘できる(図表11)。資

本分配率と資本減耗率は大きく、総投資率は小さくなることで、利潤率は高く計算される。2014年財政検証の前提は、資本分配率、総投資率の2つについて2004年再計算、2009年財政検証に比べ、新たに設けられたケース（資-ア、投- $\alpha$ ）も含めそうした方向になっている。

(図表11) 資本に関する外生変数

	2004年財政再計算	2009年財政検証	2014年財政検証 (%)
資本分配率	37.3	39.1	42.8 (資-イ) 40.8 (資-ア)
資本減耗率	8.2	8.9	7.1 (資-イ) 7.5 (資-ア)
総投資率(2032年度)	21.4	19.5	17.9 (投- $\beta$ ) 18.9 (投- $\alpha$ )

(資料) 以下により日本総研研究所作成。厚生労働省年金局数理課「厚生年金・国民年金平成16年財政再計算結果」P167、同「平成21年財政検証結果レポート」P177・180、第16回年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会(2014年3月6日)資料1

(注1) 2004年、2009年の資本分配率、資本減耗率は過去10年平均。2014年の資-ア、資-イは、それぞれ過去30年平均、過去10年平均。資-イが過去2回と方法において連続性がある。

(注2) 2004年、2009年の総投資率、2014年の投- $\beta$ は、過去からの傾向を対数正規曲線で外挿した値。投- $\alpha$ は、総投資率の外挿から総貯蓄率の外挿へ緩やかに遷移するよう設定した場合。

(注3) 資本分配率、資本減耗率は将来にわたり一定。総投資率は年度により変化するので、2032年度の値で比較している。

例えば、資本分配率に関し、ケースA～Eに用いられている40.8%（資-ア）ではなく、2009年財政検証と同じ39.1%を使って、利潤率の受ける影響をみれば、次の通りである。仮に、ケースEの諸前提のうち資本分配率のみ変えて、39.1%として改めて利潤率を計算しなおすと、期間25年の場合8.4%となる。それに対し、ケースEの利潤率は、図表8にある通りそれより0.7ポイント高い9.1%である。

あるいは、総投資率に関して、投- $\alpha$ と投- $\beta$ とを比較することで、利潤率が受ける影響の程度をみれば、次の通りである。投- $\alpha$ と投- $\beta$ を2032年度時点で比較すると、投- $\beta$ が1ポイント小さい。この1ポイントによって、図表8にある通り、例えば期間25年の利潤率は、投- $\alpha$ 9.1%に対し、投- $\beta$ はそれより0.5ポイント高い9.6%になっている。2009年財政検証の総投資率19.5%（2032年度時点）に対し、2014年財政検証は投- $\alpha$ 、投- $\beta$ がそれぞれ0.6ポイント、1.6ポイント低くなっており、総投資率の変更で、利潤率はおおまかには0.3～0.8ポイント程度高くなっている可能性がある。

このように、実質長期金利を求める方法そのものは、これまでとほぼ同様であるとはいえ、過去の実績に比べ異常値ともいえる将来の利潤率をみれば、本来、資本に関する外生変数の妥当性に立ち戻って入念なチェックが加えられるべきであろう。資本に関する外生変数は、TFP上昇

率と異なり、専門委員会が自ら与えていることを考えれば、なおさらである<sup>3</sup>。実際、専門委員会においても、将来の利潤率の高さを指摘する声は複数出された。

次に、「一定期間」の取り方である。一定期間の取り方によっても、将来の実質長期金利の値は左右され、実際、今回、一定期間が前2回よりも長くとられることによっても、将来の実質長期金利が高くなっている。今回は、一定期間として、20年間、25年間、30年間の3パターンがとられている。それに対し、2004年再計算では、15年間、20年間、24年間の3パターン、2009年財政検証では、15年間、20年間、25年間の3パターンであった。

例えば、ケースEにおける実質長期金利のレンジは、一定期間として20年間、25年間、30年間を採用し、2.28～3.13%であった。仮に、一定期間を、2009年財政検証と同様、15年間、20年間、25年間として、改めて実質長期金利のレンジを計算すると、1.97～2.63%となる(図表12)。一定期間の取り方を2009年財政検証と同じにすれば、実質長期金利は0.4ポイント程度下がる(0.31(=2.28-1.97)と0.5(=3.13-2.63)の中間値)。このように一定期間の取り方は極めて重要であるが、今回、一定期間の取り方を長くしたことについて説得力のある理由を見出しにくい<sup>4</sup>。結果が大きく変わることを考えても、納得の行く説明が必要であろう。

(図表12) 将来の実質長期金利の計算(一定期間の取り方を変えた場合)

期間	(%, 倍)				
	将来の利潤率 a	過去の利潤率 b	将来利潤率倍率 c=a/b	過去の実質長期金利 d	将来の実質長期金利 d×c
投-α					
15年間	8.9 (2024~2038年度)	7.31	1.22	1.61 (1998~2012年度)	1.97
20年間	9.0 (2024~2043年度)	7.35	1.23	1.86 (1993~2012年度)	2.28
25年間	9.1 (2024~2048年度)	7.84	1.16	2.16 (1988~2012年度)	2.51
30年間	9.2 (2024~2053年度)	8.17	1.13	2.63 (1983~2012年度)	2.96
投-β					
15年間	9.2 (2024~2038年度)	7.31	1.26	1.61 (1998~2012年度)	2.04
20年間	9.4 (2024~2043年度)	7.35	1.28	1.86 (1993~2012年度)	2.38
25年間	9.6 (2024~2048年度)	7.84	1.22	2.16 (1988~2012年度)	2.63
30年間	9.7 (2024~2053年度)	8.17	1.19	2.63 (1983~2012年度)	3.13

新しいレンジ

(資料)第16回年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会(2014年3月6日)資料1P16、P21などより日本総合研究所作成。将来の利潤率は労働市場参加が進む、TFP=1%の場合。

さらに、実質長期金利の算出方法にも注意が必要である。本来、実質長期金利は、名目金利から期待物価上昇率を差し引いて求められるべきであるが、実際には、期待物価上昇率を求めるこ

<sup>3</sup> 2009年財政検証結果に対する岩本康志の指摘も参照。岩本康志「運用利回り4.1%のからくりと経済学者の態度」2009年2月28日

<http://blogs.yahoo.co.jp/iwamotoseminar/MYBLOG/yblog.html?fid=0&m=lc&sk=0&sv=%B1%BF%CD%D1%CD%F8%B2%F3%A4%EA>。2004年財政再計算に比べ2009年財政検証において運用利回りが大幅に増加したのは、利潤率に要因があるが、その妥当性に関する検証が十分ではなかったことなどが指摘されている。

<sup>4</sup>第16回専門委員会(2014年3月6日)に提出された報告書の原案には、「コブ・ダグラス型生産関数が20~30年の長期の期間における経済成長の見込み等について推計を行う際に用いられることを踏まえて」との記述がある。この記述をもって、一定期間として20年、25年、30年間をとっていることの裏づけとしようとしていると考えられるが、そもそも、コブ・ダグラス型生産関数の説明として、20~30年という具体的な期間を当てはめることには無理がある。

とは容易ではなく、便宜的に物価上昇率の実績値を差し引くことで求められ、専門委員会もそれになっている。

すなわち、デフレ下の実質長期金利は、名目長期金利からマイナスの物価上昇率をマイナスすることによって計算されている。もっとも、デフレ下においても、期待物価上昇率はプラスであることも多いはずであり、便宜的に求められた実質長期金利は、実際の実質長期金利よりも高くなっている可能性がある。その結果、それをもとに求められた将来の実質長期金利も高くなっている可能性がある。

加えて、そもそも実質長期金利と利潤率との間に相関があるというこの方法が拠って立つ前提自体も、近年揺らいでいる。この2つの相関をみると、最近15年間ではほぼ無相関になっている。相関係数は、過去30年、25年こそ、それぞれ0.68、0.54であるが、過去20年、15年では0.15、0.04でしかない<sup>5</sup>。そこで、こうした方法ではなく、より単純に実際の市場金利を参照するという方法も委員会のなかから提唱された<sup>6</sup>。もっとも、それは全面的に採用されるには至らず、(周辺のケースとして扱われる可能性の高い) ケースG、Hの2つに限定された形での採用にとどまっている。ケースA～Fまでと、G、Hとの運用利回りの差は大きく、例えば、ケースFの実質運用利回り2.8%に対し、ケースGは0.5ポイント低い2.3%である(図表1)。

このように、外生変数の置き方、一定期間の取り方、実質長期金利の便宜的な算出方法、いずれに関しても、総じて将来の実質長期金利が高く出る方向になっている。さらには、そもそも実質長期金利と利潤率との間に相関があるという前提そのものも最近では観察されていない。実質長期金利を見る際、これらについて十分な留意が必要である。

### (3) 分散投資効果

このようにして算出された実質長期金利に、分散投資効果、物価上昇率が足し合わされ、運用利回りとなる。分散投資効果について、今回の前提は2009年財政検証のものと同様である。分散投資効果は、0.3～0.5%であるとされ、0.3%が実質長期金利の下限に、0.5%が同上限に足し合わされ、そこに物価上昇率が加えられる。

例えば、2009年財政検証の基準ケースを例にとると、将来の実質長期金利が2.4%～3.0%、分散投資効果が0.3%～0.5%、下限同士、上限同士を足し合わせて2.7%～3.5%、その中間値が3.1%であり、ここに物価上昇率1.0%を足し合わせて運用利回り4.1%となる。なお、ここから賃金上昇率2.5%を引くと実質的な運用利回り( $\alpha$ )1.6%となる。

<sup>5</sup> 数値の出所は、第16回専門委員会資料1 P20。

<sup>6</sup> 例えば、第16回専門委員会の小塩隆士委員提出資料には、次のようにある。「9.どちらにしても、利潤率と長期金利との連動性が途切れている状況下では、長期金利の予測はかなり難しくなっている。むしろ、市場がどう見ているかが重要な判断材料となる。その点で、参考ケース2、3(ケースG、H)において市場のイールドカーブを参照している点は、これまでの財政検証では見られなかった工夫で、とても高く評価できる。10. しかし、それ以外のケースで市場のイールドカーブを見なくてよいとする理由は弱い。経済再生ケースでも、実質長期金利(対物価上昇率)を、たとえば参考ケース2(ケースG)と同じもので仮置きした場合の試算を見せてはどうか。

あるいは、2014年財政検証のケースEを例にとれば、既に求めた実質長期金利は2.3~3.1%であり、ここに0.3~0.5%の分散投資効果を足し合わせて実質運用利回り（対物価上昇率）2.6~3.5%（図表1）となる。

#### （4） $\alpha$ の実績値との比較

では、実質的な運用利回り（ $\alpha$ ）に着目して、実績値と比較するとどうであろうか。8ケースのうち、 $\alpha$ が最も高いのはケースEの1.7%であるが、GPIFによる運用開始からの過去12年間の実績は2.76%であり、1.7%は十分に確保し得る数値であることになっている（図表13）。これは、前章でみた実質賃金上昇率については、経済前提の方が実績値に比べて高かったのと対照的である。

（図表13）実質的な運用利回り（ $\alpha$ ）実績

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	平均
実質的な運用利回り	2.22	1.34	5.18	2.94	7.01	3.09	-3.46	-6.62	12.09	-0.93	2.39	9.33	2.76
名目運用利回り	1.94	0.17	4.90	2.73	6.83	3.10	-3.53	-6.86	7.54	-0.26	2.17	9.56	2.26
名目賃金上昇率	-0.27	-1.15	-0.27	-0.20	-0.17	0.01	-0.07	-0.26	-4.06	0.68	-0.21	0.21	-0.49

（資料）厚生労働省「平成24年度年金積立金運用報告書」P31より日本総合研究所作成

ただし、この点も若干の留意が必要であろう。 $\alpha$ の実績が2.76%であるとしても、それは、運用利回りの実績から、マイナスの賃金上昇率をマイナスして求められている数値であるためだ。賃金上昇率がこれまで総じてマイナスであったことが0.49%分 $\alpha$ に寄与しているのである。仮に、今後、賃金上昇率がプラスで推移していく際、その賃金上昇率をさらに1.7%上回る運用利回りを確保出来るか否かは必ずしも自明ではない。

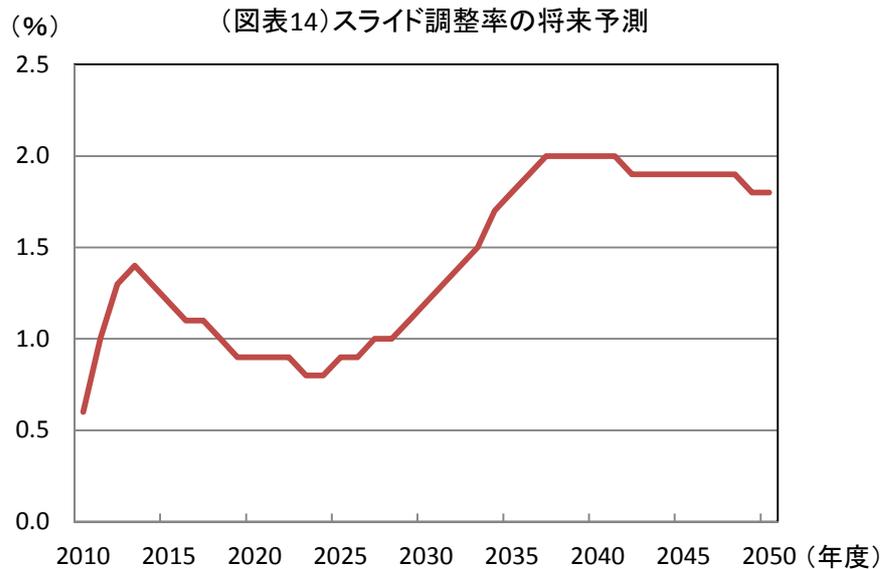
## 5. 物価上昇率

最後に物価上昇率である。8ケースに対し、物価上昇率は0.6%から2.0%までが割り当てられている（図表1）。それに対し、2004年再検証および2009年財政再計算では、いずれのケースにおいても物価上昇率は1.0%であった（図表2、3）。今回2.0%までの幅が設けられたのは、合理的な理由によるものではなく、日本銀行が2%の物価安定目標を掲げていることを意識したものと推測される。

物価上昇率は、マクロ経済スライドが導入されているもとではその水準が年金財政に与える影響が異なるため、重要である。マクロ経済スライドの仕組みにおいて、年金額を改定する際の賃金上昇率および物価上昇率から差し引かれるスライド調整率は、しばしば0.9%と紹介されるものの、実際には毎年度変化する。2020年代後半以降、スライド調整率の上昇が見込まれるなか（図

表 13)、物価上昇率がそれを上回れば、マクロ経済スライドの適用がスムーズに進み、年金財政が安定するためである。

仮にケース E が 2014 年財政検証における基準ケースであるとするならば、物価上昇率が 1.2% と置かれていることで、物価上昇率が 1% と置かれていた 2009 年財政検証の基準ケースに比べ、年金財政の安定化に対する物価上昇率の寄与が大きいこととなる。



(資料)厚生労働省「2009年財政検証バックデータ」をもとに日本総合研究所作成

## 6. おわりに

このように経済前提の導出方法自体、精緻に作り上げられている。しかし、経済前提を求めるためには、外生変数というさらにそのための前提を置かなければならないなど、判断が必要となる。それはTFP上昇率に典型である。その際、楽観的な判断をし、それが楽観的な経済前提となり、仮にそれが外れた際、財政的ツケが将来世代に及ぶことを考えれば、堅い判断がなされなければならないはずである。

そうした観点から、今回の経済前提の導出過程を振り返れば、課題を残している。1つは、実際に数値を当てはめた上での議論が殆どなされていないことだ。専門委員会は、計17回開催されているが、そこで行われてきたのは、もっぱら方法論についてであり、実際にその方法論に数値を当てはめて行った上での議論は、2014年1月20日に内閣府試算が公表されて以降の3回に過ぎない。例えば、将来の利潤率も、実際に数値をみると高いという意見が専門委員会のなかからも出つつ、そうした意見は反映されていない。

2つめは、経済前提の設定にあたり、政府の諸政策目標からの中立性が確保されていないことである。TFP上昇率1.8%、物価上昇率2.0%などの経済前提には、内閣府試算や日銀の物価目標が強く意識されており、2009年財政検証よりも高い今回の運用利回りも、GPIFのリスク資

産運用拡大圧力を無視し得なかった側面がある。ケース A~H のなかで、 $\alpha$  が最も高いケース E の 1.7% が採用されるというのは、理論的帰結ではない。

3 つめは、方法の精緻化が、外部からの検証をより難しくするという弊害を伴っていることである。例えば、今回、総投資率と資本減耗率にそれぞれ 2 つずつのパターン分けが設けられたが、そのことによって、導出過程が一段と複雑化し、外部から検証しにくくなっている面は否定できないだろう。

近々公表される財政検証結果は、こうした経済前提を用いていることが認識される必要がある。加えて、財政検証結果を踏まえて今後進められるはずの年金制度改革の議論のなかで、独立した推計機関の設置（東京財団 [2013]）をはじめそもそもの経済前提の置き方についても検討が深められなければならない。

〔参考文献〕

東京財団 [2013] 「独立推計機関を国会に」 [www.tkfd.or.jp](http://www.tkfd.or.jp)

---

◆ 『日本総研 Research Focus』 は、『政策観測』を引き継ぐ形で、政策 이슈、経済動向に研究員独自の視点で切り込むレポートです。