

(2014年4月9日講演)

7. 経済前提に関する報道等の評価について

大妻女子大学短期大学部教授 玉木伸介主査

(1) 「平成26年財政検証における経済前提の範囲について」(資料1)

(財政検証に用いる経済前提の基本的な考え方)

経済前提の議論は、社会保障審議会という巨大な審議会の中の年金部会の中の専門部会で行われる。前回の財政検証のときはたしか経済前提に関する専門部会だったが、今回は年金財政における経済前提と積立金運営のあり方に関する専門委員会と名前も変わり、かつ今日話すように、運用とか GPIF に関する議論がかなり行われたようである。まず経済前提の基本的な考え方であるが、ここでは2つのことが述べられている。

一つは、財政検証の結果は、人口や経済を含めた将来の状況を正確に見通す予測 (forecast) というよりも、現時点で得られるデータの将来の年金財政への投影 (projection) であるという記述がある。これは今までもあったのか確認はしていないが、この辺りは多分世の中には、正確に予測して、それがきちんと実現するのが良い仕事だろうという考え方が多いかもしれないので、厚労省としては、特に長期の100年分を考えるわけで、その場合にはそもそも予測をする余地が全くなく、現在アベイラブルなものを用いて将来に投げたということかと思う。projection の場合、幾つもの経済や人口に関するシナリオについて年金財政の姿を描くわけであるが、その姿を描いた上で、次の財政検証そのものにおいて制度検証の必要性があるかないかを検討する材料にするという趣旨ではないかと、私は理解している。

あと、2つめであるが、マクロ経済に関する推計の仕組みである。ここで使われている経済モデルはコブ・ダグラス型の生産関数を使うが、新古典派の経済学の標準的なものだと書いてある。新古典派ということは、要するに供給があるとそれが需要されるという意味で、有効需要がないことは基本的に考えないでよい。人口が多いと生産が増えて経済が大きくなるので、そのように供給サイドで決まるとしても構わない、あるいは価格メカニズムがきちんと働くことが前提とされている、という意味でとってよろしいかと思う。

(長期の設定に用いるマクロ経済に関する推計の枠組み等)

経済成長率 = 資本成長率 × 資本分配率 + 労働成長率 × 労働分配率 + 全要素生産性上昇率という式がある。この意味するところは、経済成長の源は3つだということである、1つが、資本が多くなること、2つが人がたくさんいること、労働が多くなること、それで説明できない分は全要素生産性というキャッチオール項目を立てることによって決める、

ということである。一般的にこの全要素生産性とは、技術水準であるとか、社会の制度あるいは戦争をやっているか、平和であるかとか、そういったことを表しているのではないかと私は思っている。

7ページに「全要素生産性（TFP）上昇率の設定（概念図）」がある。労働人口の増加率であるが、これは国立社会保障・人口問題研究所が人口学という学問を使って一生懸命推計し、それについて高位、中位、低位と置けばそれですぐ終わるわけである。全要素生産性というのは、どうしても残差として求められるもので、とにかくトータルの経済成長率を長期にわたって求めるという場合には、全体が決まっていないので、逆に残差を無理にでも置かなければならないという仕組みになっているわけである。それで、どうやって置いたかという、一つは、内閣府が今年の1月に経済財政諮問会議に提出した報告である。そこではアベノミクスが展開されていって、今後生産性が上がっていく、第3の矢が的に当たるのだという前提でいくと、全要素生産性の上昇率は上がっていくと置いている。今から10年後の2023年度まで内閣府が置いている。どこから出発するかという、これは内閣府によると、足元は昨年度の第3四半期らしいが、今0.5%ぐらいだそうで、ここから上がっていくということである。

もう一つは、内閣府試算参考ケースがある。これは内閣府でこういった報告をするときには、政権が考えていることがうまくいったようなケースと、そうではないケースを考えるという慣行があるようであり、このご時世にアベノミクスがうまくいかないケースも内閣府は置いているわけである。その場合には、内閣府の参考ケースであるが、2023年度においてTFPの上昇率は1.0%までにしか上がらないということである。それで、この1.0%というのは、昭和58年辺りからの何回かの景気循環を通した平均値だそうである。この期間というのは昭和58年以降であるので、60年のプラザ合意とか、その後のバブルを含めた時期である。

今回専門部会では、経済前提について、全要素生産性を8つのケースに分けて考えている。アベノミクスがどんぴしゃ当たったケースが1.8%で、2024年以降ずっとそのままいくというケースである。それから、アベノミクスは今後10年ぐらいTFPをどんどん上げていくが、そこから先は普通のスピードに戻り、つまり1%に戻るというケースがある。そして、将来の生産性上昇率が1.8%と1.0%で幅があり過ぎるので、間にケースとして、1.6%、1.4%、1.2%というのを入れていったということである。あと、内閣府参考ケースのほうも、1.0%まで行って、そこからあとは、過去の平均と同じぐらいでずっと行く。一番低いのは0.5%で、今ぐらいの低い水準に戻ってしまって、あとそのまま行く。もう一つはその中間としてケースを置くということであり、5+3で8つのケースが置かれているところである。

実は私が認識を新たにしたのは、13ページの「労働投入量の設定について」である。アベノミクスがうまくいって労働市場への参加が進むケースと、内閣府の参考ケースとして、うまくいかない、今と同じ労働参加率だという場合がある。そこで注意すべきは労働市場

への参加が進むケースにおいても、2012年から2030年にかけての総労働時間は年平均0.3%減っていく。参加が進まない場合には0.8%減っていく。この2つから言えることは、どちらもマイナスだということと、両者の差は0.5%だということである。0.5%は、「0.5%も」なのか、「0.5%しか」なのか、少し微妙なところではある。ただ、0.5%違うと相応に意味のある幅ではないかと思うが、それでもやはり総労働時間はうまくいったケースでも下がっていくのだということが、私としては印象に残ったところである。

この辺りを踏まえて、16ページから17ページにかけて「マクロ経済に関する試算(試行)」のところで、実質経済成長率、被用者1人当たり実質経済成長率、利潤率と並んでいるわけである。これで実質経済成長率が一番高いのは1.46%で10年後の2024年から20年間、2043年までの値である。それ以外のケースはもっと低くなっていて、16ページには参考ケースに接続するものが出ている。そこでは、非常に低成長または2つのケースにおいてはマイナス成長になっている。これが今回の経済前提の議論で置かれた成長率のイメージである。ただ、TFPが上がっていく中でこのような低い経済成長率であるのはどういうことかということ、労働人口が減っているからであり、被用者1人当たりの実質経済成長率の欄をご覧くださいと、一番高いところでは2.4%台、一番低いところに行っても0.7%台である。これはやはり、わが国の経済の今後を展望した場合には、ひどくても長期的に見ても0.7%ぐらいの実質賃金の上昇は続くという見方になっているということである。

また、利潤率については資本に対する報酬となっているが、これはやはり経済が成長するときには高くなっていて、一番高いところでは10%ぐらい、一番低いところになると8%台となっている。この辺りまでがリアルな変数の話であり、あと20ページに飛んで「長期金利の推計について(利潤率と関連づけた推計)」である。実は今日話す新聞の話も、今まで話したところについてはほとんど言及がなくて、専ら運用利回りについての言及ばかりである。利潤率から長期金利という一種のジャンプがあり、ここについて話す必要がある。

長期金利の推計については、今までの財政検証で何回か使われている方法論と同じであるが、実質長期金利と利潤率とは経済学的に関係が深いものがあるためという前提で考えている。確かに関係はあるのだろうと思うが、決まった関係があるという理論は、私は聞いたことがない。ただ、前回の財政検証のときに、あるいはその前もそうだったと思うが、過去の利潤率と長期金利をグラフで比べてみると、何か関係はあるだろうということがあつた。そうすると、今までやってきたリアルな変数、特に利潤率を先に延ばしていくことができるのだとしたら、先に延ばした利潤率から、先の実質長期金利も出せるのではないかという一種の割り切りがあるのだろうと思う。

太田委員：話の途中で本当に申し訳ないが、その相関係数が、過去の20年で0.15で、過去15年で0.04となっているが、これは相関がないということか。

25年とか30年をとると0.5とか、0.6とか高い相関がある。ところが、過去10年とか

15年だと、ほぼ無相関である。逆相関ではないが、無相関だというのが現実ではないかと思う。資本がたくさんリターンを生むときに長期金利が高いのは当たり前のような感じがするが、市場の長期金利は何で決まっているかというのは、金融論の本を開けば、実質金利+期待インフレ率+リスクプレミアムとどの本にも書いてあるわけである。利潤率と実質金利は近いだろうが、期待インフレ率はどうかというと、これは長期であるから実際のインフレ率と同じだろうと置くことはできないことはない。ただ、リスクプレミアムになると、これは全く分からない。したがって、その辺については長期の予測であるからよいのではないかとこのところがあるのかもしれない。このような方法論で実質長期金利を出していくわけである。

これでいくと、将来の実質長期金利=過去の一定期間における平均実質長期金利×将来の利潤率/過去の一定期間における利潤率、となる。利潤率の比率を、異時点間の違う時点のパーセントの比率をとるとというのは、算数・数学でどういう意味があるのかとか、あるいは比率の代わりに将来の利潤率と過去の利潤率のむしろ差をとるべきではないかとか、いろいろな考え方があると思うが、とにかくこれでやってみると、将来の利潤率が先ほどの経済前提のリアルな変数のところで、10%のように高かったときには3.5%とか2.8%とかの実質長期金利になり、低いほうの7%とか8%になってくると、2%ぐらいになってくるという数字が出てくるわけである。ただ、ここはあまり責めてもいけないと思う。なぜなら、長期の経済前提を考えようと思ったら、多分コブ・ダグラス型関数を使うしかなく、そこから出てくるのはしょせん利潤率である。だが、運用を考える以上は金利に直さなければならないわけであるが、その間には決まった理論はない。理論はなくて因果関係が分からないのだから相関関係でいくしかないというのは、その通りである。だから、そこは工夫を凝らしてやっていくしかないということである。

22ページのイールドカーブは、まさに先ほど太田委員が言われた相関関係が少ないところについてどうしたらよいのかに関してである。これは割と最近のイールドカーブであり、昭和の時代と違い、今は40年債まで国債が発行されているので、40年分のイールドカーブが引ける。そうすると、例えば10年後からの10年間の10年金利とか、20年後からの10年間の10年金利、これは計算したら出せるわけである。それが23ページのグラフであり、横軸は、1年後とか、10年後とか、20年後とあるが、厚労省の経済前提では、この部分においてはフォワードレートを使っている。

あと、25ページで長期の物価上昇率の設定についてであるが、これは完全に置きである。ただの置きで、物価関数というのは別にない。前回これを1%で置いていた。前回は、当時日本銀行が「物価の安定に関する理解」を出していて、それが0~2%だった。多分0~2%と日銀が出しているのであるから、真ん中ならよいだろうということで1%を置いたのではないかと思う。今回は日銀が物価目標にしてしまったので、その場合にはそれがうまくヒットすると2%になる。それから、昭和59年から平成25年までの平均が0.6%で、これからの目標が2%というのは非常に高い気もするが、これは日銀的な感覚で、安倍首

相はともかく2%で行くのだということである。他方で、内閣府の参考ケースの計算結果でやっていくと1.2%である。この3つあたりが数字としては置けるということである。

(マクロ経済に関する試算について)

以上を全部まとめたものが、27ページで、そこには先ほどの8つのケースが書いてある。ここで出ている推計値は、全部2024年度以降の20-30年間のものである。先ほど太田委員のご指摘のあった利潤率と長期金利の相関関係であるが、特に利潤率が低いところでは相関関係が弱いのだそうである。したがって、利潤率が低いところでは、先ほどのフォワードレートから引いている。この試算をみると、労働市場の参加が進んで、かつTFPが1.8%で毎年上がっていくという状態でも、実質経済成長率は1.30%~1.46%である。なお、後で触れるがTFPが1.0%のときに実質経済成長率が0.25%~0.47%というのが、今回GPIFの運用目標を設定するとき用いた経済成長率の伸びである。ただ、ここでは物価の要素は全く入っていない。

物価の要素が入ってきたのが31ページの表である。物価上昇が入ってくると、実質賃金が物価変動でどのくらい上がってくるか、というものが出てくるわけである。物価上昇率と実質賃金上昇率を足せば名目賃金上昇率になる。実質的な長期金利のところ対賃金上昇率であるから、実質に名目賃金を足せば名目の利回りになるだろうということになるわけである。あと、36ページにある表は、2023年度までの目先の話である。これは私の品評のポイントになるが、今の長期金利を基に評価するのであれば、近い将来の部分の評価すべきだろう。

(2)「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」(資料2)

次の「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」と題する資料は、最初の10ページぐらいは、今の経済前提の話がずっと書いてあり、一気に12ページに飛んでいただきたい。12ページに、先ほど見た試算表とほとんど同じものが出ている。これは経済前提のケースがAからHまで8つあり、AからEまでが経済再生ケースに接続するものである。「接続」というのはどういうことかという、経済再生ケースというのは今後10年間のものである、そこから先が接続するものである。そこから先の2024年度以降の長期について、全要素生産性が1.8%から0.5%までばらけていて、物価上昇率もばらけているという形になっているわけである。これでいくと、実質的な運用利回り(対賃金上昇率)は0.5%~1.7%とか幅をもって書いてあるが、その幅をもったものが8つあるわけである。

(賃金上昇率を上回る運用利回りについて)

参考資料4の2ページ「賃金上昇率を上回る実質的な運用利回り」という図に、8つ分の各ケースについて範囲が8つ矢印で書いてある。一番上のケースAの場合には、0.5%か

ら1.7%まで矢印で書いてあるわけである。それで、黒丸は各矢印の真ん中の点である。この辺りが実は後ほど新聞でも出てくる議論になるが、この黒丸のある場所を見ていただくと、一番下、ケースHにおいて0.9%である。ケースEにおいて1.7%である。0.9%から下のほうに分布している。

ここで再び「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」と題する資料2の17ページをご覧くださいと、白丸が3つある。真ん中の白丸の6行目に、「これらを踏まえると」とあるが、これらというのは今言った0.9%~1.7%にばらけているということであり、これらを踏まえると、すべてのケースに対応できる実質的な運用利回りとして1.7%があると書いてあるわけである。ここは少し私もよく分からなかったので、年金局に聞いてみた。すべてのケースに対応できるとはどういうことかということ、1.7%をGPIFに運営目標として渡し、もしそれをGPIFが達成した場合には、8つのどのケースにおいても財政収支計算をした場合に、財政収支計算で織り込まれている運用益は上がっているはずだということである。

(年金積立金運用のあり方について)

資料2の15ページまでは経済前提について書いてあり、16ページからは第Ⅱ部として、年金積立金運用のあり方について書いており、その1つ目の丸の1行目に「適合性原則等から」とあるが、私は意味が分からなかったのも、もし後でどなたか分かる方がいらしたら教えてほしい。

あと、2つ目の丸であるが、「名目値による運用利回りがひとり歩きして運用目標に関する議論が混乱したとの意見があり」とある。これは何を言っているかと忖度すると、前回の財政検証では4.1%で、当時は何しろリーマンショック直後であったので、厚労省がリーマンショック直後の環境下において4.1%が上がると言っているというような、変な議論が出て混乱したという趣旨ではないかと思う。そういうことで、運用目標としては、名目賃金上昇率を上回るスプレッドで示し、名目賃金上昇率全体は示さないことにするということである。

あと、一つ丸を飛んで、上から4つ目の丸であるが、「拠出者代表を含む年金部会での『国内債券並みのリスクの維持』等の意見に鑑みれば」とある。どうも社会保障審議会の年金部会では、伊藤隆敏先生の有識者会議の結論とはだいぶトーンが違っており、リスクテイクの度合いについては今と同じで良いというご意見もあるということである。

その丸の2行目のなお書きからであるが、「収益最大化の努力が年金財政の強化に貢献するとの考え方に立てば、確たる根拠のある場合には、より高い収益を求めアクティブ運用を認めるという既存の方針を維持するとともに、そのためのたゆまぬ検討を明示的に求める」とある。これは誰に求めるかということ、GPIFに求めるのではないかと思う。「たゆまぬ検討」というのは、受けるGPIFとしてはたゆんではいけないわけであり、なかなか大変だろうと思う。ここで「確たる根拠」というのは、GPIFに対する中期目標に出てくる言

葉であるが、今の中期目標では、運用はパッシブ運用を中心にするが、確たる根拠がある場合にはアクティブにやってもよいとある。確たる根拠というのは100%ではなくリーズナブルに確たるである。それで、ファイナンス理論で言うベンチマーク収益率を超える α がある程度あり、ここにプラスアルファの源泉を認識しているのだという説明を GPIF にして、それで GPIF が納得したらというのが、確たる根拠がある場合である。

18 ページの「リスクの示し方等について」であるが、従来は GPIF に対する中期目標において、必ずしもリスクに向き合うとはあまり明示されていなかったのではないかと思う。他方で、財政検証では国内債券並みのリスクを GPIF がポートフォリオ全体についてとって、それで分散投資効果を乗せて財政検証上のリターンを決めていたので、GPIF は当然それを踏まえて、ポートフォリオ全体のリスクを国内債券並みにしてきたということだと思う。それで今度はどうするかというと、例えば何か所かあるが、2つ目の白丸の第1文で「全額国内債券で運用しても年金給付の伸びである名目賃金上昇率を下まわるリスクが存在することから、『国内債券並みのリスク』というご意見にも照らし、全額国内債券運用において名目賃金上昇率から下振れするリスクを超えないことをリスク許容度として示す」とある。もし私の理解が間違っていたらご指摘願いたいですが、これはモンテカルロシミュレーションでもやってみて、外れてしまう回数があまり多かったら駄目であるということなのだろうか。もしそうであればよいが、そうでなかったら、後ほどどなたかご指摘をいただきたい。

あと、21 ページの「全額国債運用・国内債券中心の運用について」である。ここでは3つ目の丸、「従前のデフレ下では『国内債券中心の運用』が安全かつ効率的な運用であったが…あらかじめ『国内債券中心』を示す必要はなく」と書いてある。別に今の GPIF の中期目標でも国内債券中心にしるとは書いていないと思うが、これは多分有識者会議の報告を意識して、この社会保障審議会の専門委員会としても、国内債券にこだわるわけではないということを言い、その上で次に「GPIF において、フォワードルッキングの視点も踏まえ、運用目的・運用目標に則したポートフォリオを検討すべき」とある。つまり、特に国内債券中心にしるとは言わないので、あとは専門集団たる GPIF が決めることだと言っているということである。

それから23ページの「アクティブ運用等について」である。2つ目の丸の2行目に「あらかじめ『パッシブ運用中心』を示す必要はない」とある。これは今までとは違う。今までは中期目標にパッシブ運用中心とすると書いてあった。それと、最後の丸で「GPIF は、外部運用機関の優れたノウハウ等を活用する委託運用」とあるが、これはエクスターナルマネージャーで、何とかアセットマネジメントという投資顧問業をやっている会社に1兆円渡すからこれを運用してくれということである。この次のところ「運用受託機関の選定・管理・監督が重要な業務であるが、運用コストの低減や運用に関する知識・経験等の蓄積も期待できることから、インハウス運用の活用も検討すべきである」と書いてある。インハウス運用というのは、GPIF の職員が自ら個別のディールの判断をすることであり、現在

やっているのは国内債券のパッシブ運用と短期資金だけである。ただ、これをほかのところにも広げるといふことであるが、重要なインプリケーションは、これをやるには人間が必要だし、ちょっとした運用をしようと思うと、トレーディングシステムも要るわけである。今の GPIF では、これは無理である。今と違う運用に関する知識・経験の蓄積も期待できるようなインハウス運用をやろうとすると、これは結構ディールの判断が難しい運用をやらなければいけないから、人員が増えるか、現在のような公務員並みの給与では雇えないような人も雇ったり、そのための法人としてのガバナンス体制を変えるといったことにまで波及しかねないような話である。

最後に 24 ページの「成長分野投資、社会的投資（ESG 投資を含む。）について」である。1 つ目の丸に「『専ら被保険者の利益のため』との法規定」とあるが、これは厚生年金保険法と国民年金法の両方に書いてある。自主運用を開始するときに運用の目的という条項ができ、そこに専ら被保険者、これは保険料を払う方々であるが、その利益のため、ほかのことを考えるのは不可という法律になっている。「他事考慮せず」、つまり他のことは考慮しないというのがあるべき姿だとこのペーパーは言っているわけである。実はここは、有識者会議の報告書の中にいろいろ書いてあるが、もし株価を支えるためにという PKO を目的としたら、それは明らかに他事考慮である。ただ、あの有識者会議の報告書では、GPIF がリターンを上げるために一生懸命やると結果的に経済にも良いという Win-Win になると書いてある。

ESG、環境問題等については他事考慮しないと 1 つ目の丸で言っているから、基本は消極的というのが専門委員会の意見だと思うが、基本的には GPIF で考えろである。議決権行使のところは、有識者会議で日本版スチュワードシップコードを踏まえた運用を求める意見が出ていたわけで、GPIF は今でも 21-22 兆円程度、時価総額の約 4% の株を持っているので、そのような大きな株式投資家としてどう行動していくかという話になっている。

（小塩先生の提出資料について）

小塩先生の書かれた資料について、ごく簡単に申し上げる。小塩先生は、専門委員会の最後の会合をご欠席されたようであり、それで、資料を渡されたということである。それで、私が資料を見て思ったのは、多分小塩先生は、専門委員会の方法論に対してそれほどお怒りではないのではないか、ということである。2 番目の「TFP 上昇率 1% というケース E の想定は、内閣府の経済再生ケースにおける TFP の設定が楽観的すぎるという専門委員会メンバーの大勢意見も反映されている」と言われているので、多分小塩先生も、1% のケースについてはあまり違和感がないのではないかと思っている。また、3 番目で、運用利回りが 4.2% となるのは、前回 4.1% だったが、経済情勢が上向くと考えられるのだったら整合的ではないかとされており、4 番目では今回の試算をみると、結局大変きれいな姿になっていると書かれている。

あと、9 番目をご覧いただくと、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、長期金利の予測は難しいので、イールドカーブを参照している点は非常に高く評価できるといようなご意見になっている。ただ、11 番目では、ケースEでどうなるかであるが、せっかく良いイールドカーブを使う方法があるのだったら、どうしてイールドカーブを使わないのかという説明もしてくれたらもっと良かったのにならっている。

それと最後の 13 番目であるが、 α として 1.7%とするのが妥当としているが、その理由がよく分からないとある。というのは、実は今日持ってきたこの資料は、最終会合のリターンマッチ後のものである。最終会合で一回出したが、理由が分からないということで、ある委員からご意見が出て、2 回目をやった。そこで、小塩先生は多分書き込まれる前の資料をご覧になって、よく分からないと言われていたわけである。それで、1.7%が政策的にどうしても必要ということかと、あたかも 1.7%が先にあって、それに合わせたようにやったらまずいというようなことを先生は言われている。さまざまなケースを考えるとしても、 α としては 1.7%を採用しようというのは、ちょっとよく分からないというような論旨になっている。全体的な方法論として異存はないが、1.7%に着地するところで、ちょっとよく分からないということかと思う。ただ、もし 1.7%を GPIF に与えることは、それが達成されるのは間違いないのだという仕切り方であるとするならば、それはそれでロジックとしては通るのだろうと思う。あとは、GPIF が受けた 1.7%をヒットできるかどうかということになってくるのだろうと思う。

(3) 報道等の評価について

評価のポイントは、給付が物価賃金に連動する賦課方式であるという特質から、名目運用利回り 4.2%とスプレッド 1.7%の区別や意義をきちんと新聞として伝えているかどうかである。4.2%も 1.7%も「2024 年度以降の長期」とペーパーの中には何カ所も出てくるが、そこをどう伝えているか。書いている人間の思考がきちんと長期になっているかということである。それから、GPIF の運用の特徴などをきちんと伝えているかといった辺りも意識して見た。

(日経新聞)

まず日経新聞（「利回り 3～6%想定」2014 年 3 月 6 日夕刊）であるが、名目利回り中心の書き方になっている。見出しが名目で利回り 3～6%想定となっている。次の朝日は見出しが 2%～5%である（「名目 2～5%を想定」2014 年 3 月 11 日）。これはちょっとメディアのほうで何とかしてもらいたいが、日経のほうは小数点第 1 位がゼロになっているのもよく分からない。

2 番目は、標準的なケースは今回ないので、「標準的なケース」という言葉は使うべきではないと私は思う。もしどうしても使いたかったら、真ん中のだけでもよいし、あるいは最も注目されているケースはという言い方をすればよい。これは GPIF への運用目標の決定に使ったケースというのが一番正しいと思うが、そのようなことをきちんと言うべきで

はないかと私は思った。

3番目は、前回のことであるが、金融危機直後にもかかわらず高めの仮定を置いたことに批判が出たと書いてある。金融危機があった直後にもかかわらずというのは、これは日経が短期的に財政検証をしろと言っているのだと思うが、これは大変間違っているのではないか。

4番目であるが、専門委員会では高成長シナリオに関し実現可能性は低いという意見も出たと書いてある。それは小塩先生も書いているし、誰も普通思わない。一番下のマイナス成長が何十年も続くシナリオにも、恐らく実現可能性は低いというコメントが出ていたと思うので、嘘ではないが偏った論評ではないかと私は思う。

(朝日新聞)

先ほど見た資料2で積み立て給付のあり方の12ページをご覧ください、4.2%という数字の出し方である。ケースEをご覧くださいと、まず物価上昇率が1.2%、それで対物価の実質賃金上昇率が1.2%~1.4%であるから、真ん中だと1.3%である。これを足すと名目賃金2.5%である。あと実質的な運用利回りが対賃金1.2%~2.2%で、この中間値が1.7%である。2.5%に1.7%を足すから4.2%、これは分かる。それで、朝日の2.2%と日経の3%と比べると、その違いがよく分からない。

内田氏：多分、日経と読売と時事は、実質的な運用利回りのところを、全部1.7%を足したのだと思う。当社(共同)は朝日と同じように考えた。年金局の方を前に失礼であるが、なぜその違いが起きたかという、数理課に取材した社が朝日のような結果となり、全部1.7%足してもOKと誤認するような発言をした幹部がいたことは恐らく間違いない。

玉木主査：ああ、なるほど分かった。それで3.0%になるのか。

内田氏：これは多分、一番下の0.6%に0.75%を足した1.35%に1.7%を足すと3%となる。

6.0%は、ケースAの2.0%+2.3%+1.7%なのだと思う。

玉木主査：そうやると確かに6.0%と3.0%になる。いずれにせよ、国民からすると、朝日と日経で違うことは事実である。

太田委員：また途中で絡んで済まないが、足せば出るものをあえて出さないというのは、やはり公表方法があまりにもおかしい。新聞のほうから見れば、やはり読者に一番伝わりやすいのは名目だという発想になる。つまり、人からどう見えるかを考えていないのが根本的な原因だと私は思う。

(読売新聞)

今度は読売である。これは「年金利回り3%~6%」(2014年3月6日夕刊)とある。「厚労省 今後5年間」と書いてあるのもよく分からなかった。

太田委員：今後5年間というのは多分、5年ごとに見直すから今後5年間なのだろう。

普通に読むと、今度の出た数の3%~6%というのは今後5年間の利回りだと読める。それから、少なくとも5年間は公的年金の給付水準が5割を達成する見込みと書いてある。5割を達成できるかどうかは財政検証でやることであり、計算設定では出ていない。

太田委員：読売のことは分からないが、多分、5年以内に5割を切ったときに見直すとはあるのではないか。だから、どこかの幹部が、全部のケースにおいて、5年以内に5割を切るという結果は出ないから大丈夫だ、というようなことをレクチャーしたのではないか。これでどうなのかと記者は聞くわけである。そのときに幹部が、いやいやとか言って、君たちはまだ来たばかりで知らないだろうが、要するに制度を見直すのは5年以内に5割を切ることが確実になったときだけなのだから、財政検証の結果が本当に意味を持つのは、そういう結果が出たときだけであり、そういう結果が出てないのに騒ぐのはあなたたち間違っているというようなことを言われたナイーブな記者が、そんなものかと思っ
て書いたと、私はそう妄想する。

畑アドバイザー：出なかったというよりも、今62.3%であるから出る訳がない。そのようなもの、5年間で出る訳がないと言ったのを、このように間違えて書いてしまったのかもしれない。

(その他の記事)

毎日新聞はごく小さな記事しかなかったようで、載せなかった。あと、次の日経であるが、見出しが「きしむ公的年金 改善探る」(2014年3月7日)である。利回りは高めの目標は変わらずと言うが、何と比較しているのかが分からない。あと、右下のほうの識者の見方というところで、西沢氏は1.7%を出来過ぎの数字と言われている。多分、西沢氏の異議は、数字を出す場合のアプローチにあるという感じがする。1.7%が高過ぎるというよりも、アプローチが変だと言われているのではないか。

あと、記事の本文に戻ると、年金積み立ての運用を始めた01年度から平均で2.2%だということで、今回の目標の下限である3%にも届かない、運用改革だけで目標を達成するのは至難の技とある。これは GPIF にいた者からすると、物価上昇率がマイナスのところ
でやっている2.2%と、物価が1.2%とかのときの3%を比べるのはどうかと思う。物価上昇率と金利は関係すると思っ
ている人間からすると、少しひどいと思うところであり、こ

の辺りについて高いと言うのだったら、それはやはりきちんとした論理が必要だと思う。

次が、日経の社説である（「年金への不信ぬぐう検証を」2014年3月8日）。ケースを8つに増やしたことは、日経は評価している。他方、どのような経済社会が実現し、年金がどうなるのか、説明することが大切だと書いてあるが、どのような経済社会が実現するかは絶対に分からないわけである。だから、一種の置きをしてみて、それを年金収支に反映させることしかできないわけで、将来像をきちんと示せというのは無理難題だと思う。逆に、これは冒頭の太田委員のご指摘にもあったように、何か将来ユートピアではないが、今頑張れば見通せるものがあるという、解があるという想定はおかしいのではないかと思う。

次が、4ページにわたって鈴木亘氏のインタビュー記事である。「日経ビジネス」という雑誌のオンライン記事があり、詐欺だというご指摘である（「公的年金の運用前提、これでは“サギ”だ」2014年3月18日）。それで、鍵になるのが年金資産の運用の想定とある。それはある程度は鍵になるのだと思うが、1.7%が1.5%とか1.9%であった場合に、長い目で見てどのくらい違うのか。保険料を目に見えて上げなければならないほどに違うのか。

成松氏：6年間ぐらいを投影したときに、前回の財政検証で、給付に占める保険料が8、積立金を新たに崩すものが2であるので、8対2の関係である。だから、その運用が少し良くなったからといって、非常に給付が良くなったりはしない。

今日示した各記事では、経済前提の部分は、誰も何も言っていない。そのケースが多くなって良かったとだけ言っているので、むしろ太田委員が言われたような利潤率と長期金利を加えた意味はどうかとか、少し専門的過ぎるかもしれないが、そういう記事が、少なくとも「東洋経済」とか、そういったところから出てもよいかという気がしないでもない。そういうところがもう少し注目されてもよいのではないかと思う。

あと、8個に数字が分かれていて分からんと書いている。分からんというのは言われる通りかもしれないが、鈴木亘氏であるから、分かりにくくしてあるというような表現になっている。それで、結果が先にあり、それに合わせたのではないかとある。これは結構根強い見方である。西沢氏もそうであるし、有識者会議の報告が出た後でもあるので、伊藤先生の顔をうかがっているのではないかという疑念はやはりあるのだろうと思う。

1.7%について、厚労省でそれほど変な数字ではないと言っているのだがどうかというと、鈴木氏は、これはおかしいと言われている。どうおかしいかというと、対物価ではないからおかしいとしている。これは多分年金局のご苦労だと思うが、年金局は対物価については「実質」で、対賃金の場合には「実質的な」と言い分けている。これは役所では通るかもしれないが、なかなか一般の新聞では苦しいかもしれない。ただ、対賃金のスプレッドをとることは、賃金と連動する世界でしか必要ないから、普通の人間が考える場合には対物価しか考えない。もちろん、労働集約的な企業においては対賃金のほうが大事かもしれ

ない。だから、ここはやはり言葉を考えることは、日本語のプロであるメディアのほうでやってあげたらよいのではないかという気がしないわけではない。

あと、GPIFは厚労省から離れる改革をと言っていて、要するにGPIFを独立させろということで、政府・厚労省の圧力のないGPIFにすることが重要だとある。これはいずれ出てくる議論だろうと思うが、誰の圧力なのか、誰からの独立か、人によってまちまちだと思う。どこかで見た記事であるが、塩崎恭久議員は、厚労省から独立させると言っている。それは要するに高いリターンを追求させるべきで、安全というばかりでなく、経済のためという趣旨で、独立させたほうがよいというお気持ちなのかもしれない。だから、要するに株を買えとかと言うのは、巷間言われているような経済政策担当者からの圧力と、そこからの独立なのか。それとも、安全を重視する厚労省の圧力とそこからの独立なのか。あるいは利回りを一見高く見せたい厚労省からの独立なのか。いろいろあり、やはり国民に必要な独立とは何なのかを議論しないと、独立とそれぞれ皆さん好きなように使うと、国民のほうは何のことか分からないというリスクがあると思った。