

報告案に関する若干のコメント

一橋大学 小塩

3月6日の委員会は、まことに申し訳ございませんが、欠席いたします。以下、報告案に関する私のコメントを記します。誤解があるかもしれませんが、ご参考になれば幸いです。

1. 確かに、 α （＝賃金上昇率を上回る運用利回り）は重要なポイント。理論的にも、TFP 上昇率が低いほど α は高くなる一方、利率は大きく変化しないことは確認できる（定常状態では、利率は人口増加率と資本減耗率に左右され、賃金上昇率はTFP 上昇率に左右されるため。添付した「参考」参照）。したがって、年金運用面からのみ考えると、経済再生ケース E（TFP 上昇率 1%）が相対的に優れているという点は興味深い。
2. しかも、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。
3. 結局、ケース E では名目運用利回りは 4.2%となる。これは、前回の財政検証の名目運用利回りが 4.1%であったこと、経済再生によって経済情勢がやや上向くと期待されることを考えると、少なくとも数字の上では前回の財政検証との整合性を確保している。
4. つまり、今回の試算を見ると、(1)内閣府の経済再生シナリオは一応踏まえるが、(2) TFP 上昇率については 1%という現実的な見通しを基本とし、(3) その結果、前回の財政検証から大きく変化しない数字が得られる（したがって、年金財政も前回同様維持できるはず）、という大変きれいな姿になっている。
5. しかし、TFP 上昇率が高くて α が低い状況と、その逆の状況とでは、年金加入者にとって、また年金財政にとってどちらが望ましいのか。現在の説明資料は、そこまで踏み込んでいない。「要するに、私たちの年金にとっては、TFP 上昇率が高くなることは望ましくないことなのですか？」という疑問が年金部会で出たとき、どう答えるか。

さらに、ここで改めて財政検証を振り返ってみると...

6. 経済前提の方法そのものは、とても精緻にできている。しかし、今回特に問題になったのは、第 1 に、利潤率と長期金利の相関が足元でかなり薄れてきている状況。最終的には、相関をより長期で見るというアプローチを採用したが、やはり苦しいところ。

7. 第2の問題点は、貯蓄率の低下で資本蓄積にブレーキがかかり、利潤率が上昇する点。前回の検証でも、資本蓄積の減速が利回りの上方修正につながり、その結果得られた4.1%という運用利回りが高すぎると批判された。貯蓄率低下が利回り上昇につながるという経路は、閉鎖モデルでコブ・ダグラス型の生産関数を採用し、長期の定常状態を想定する以上、どうしても残る。前回は、それでも利潤率と長期金利が関連していたからなんとか押し切れたが、今回はそれも難しくなっている。
8. そもそも、80年代以降の国全体の貯蓄率低下を振り返ると、民間（家計+企業）の貯蓄率はほぼ一定で、政府のマイナスの貯蓄率の上昇（赤字国債発行を反映）が主因となっている。この傾向がこれからも続くとすれば、貯蓄率低下が、（生産活動に直結する）民間資本ストックの蓄積の減速に直結しない可能性もある。
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と同じもので仮置きした場合の試算を見せてはどうか。
11. とくに、事実上の基準ケースと考えられる経済再生ケースEではどうなるか。これは、現行制度が、市場が想定している金利で維持できるかどうかチェックすることに近い作業でもある。逆に、市場のイールドカーブから判断するのではなく、従来方式で試算すべきというなら、その積極的な理由がほしい。
12. 報告書13ページ。運用利回りの示し方について、 α に注目するのは確かに重要。しかし、 α だけ示して、名目賃金上昇率や名目利回りの数値を示さないというのはいかがなものか。市場金利との比較という視点は、やはりあったほうがよいのでは。
13. 報告書14ページ。 α として1.7%とするのが妥当としているが、その理由がよくわからない。1.7%が政策的にどうしても必要ということか。この文では、結果が先にあるようにも読める。また、「さまざまなケースを考えると、 α としては1.7%を採用しましょう」という趣旨であれば、それは理論的に是認しにくい。

以上

(参考) 「 α 」の性格

コブ・ダグラス型の単純な生産関数と貯蓄率・資本減耗率一定の想定を置く。

$$Y = AK^\beta L^{1-\beta}, \Delta K = sY - \delta K$$

労働者一人当たりで見れば、

$$y = Ak^\beta, \Delta k = sAk^\beta - (n + \delta)k$$

賃金、利子率 (=利潤率) は、

$$w = (1 - \beta)Ak^\beta, r = \beta Ak^{\beta-1}$$

したがって、労働者一人当たり資本ストック k が一定となる定常状態では、賃金上昇率 ($\Delta w/w$) は、 A の上昇率、すなわち TFP 上昇率 g に等しくなる。

$$\frac{\Delta w}{w} = g$$

一方、定常状態における労働者一人当たり資本ストック k を計算すると、

$$\Delta k = sAk^\beta - (n + \delta)k = 0 \rightarrow k^{\beta-1} = \frac{n + \delta}{As}$$

となるので、利子率 r は、

$$r = \beta Ak^{\beta-1} = \frac{\beta(n + \delta)}{s}$$

となり、TFP 上昇率とは無関係になる。

したがって、利子率が賃金上昇率を上回る分である「 α 」は、

$$\alpha = r - \frac{\Delta w}{w} = \frac{\beta(n + \delta)}{s} - g$$

となり、TFP 上昇率と完全に逆相関する。