

基礎研  
レポート年金将来見通しの経済前提は、  
内閣府3シナリオにゼロ成長を追加

2024年夏に公表される将来見直しへの影響

年金総合リサーチセンター公的年金調査室長・上席研究員 中嶋 邦夫  
(03)3512-1859 nakasima@nli-research.co.jp

2024年4月12日に、今夏に公表予定の公的年金の将来見直し（財政検証）に用いられる経済前提に関する専門委員会の報告書が公表された。本稿では、経済前提が将来見直しに影響する経路を確認した上で、今回の前提の特徴と将来見直しへの影響を考察する。

なお、今夏に公表予定の将来見直しには、本稿で確認する経済前提以外に、人口の前提や積立金の初期値<sup>1</sup>、労働力率や厚生年金への加入率など多くの要素が影響する点に、注意が必要である。

## 1 —— 経済前提が将来見直しに影響する経路：①実質的な運用利回り（対賃金）、②実質賃金上昇率（対物価）、③名目賃金上昇率や物価上昇率とマクロ経済スライドの調整率との差

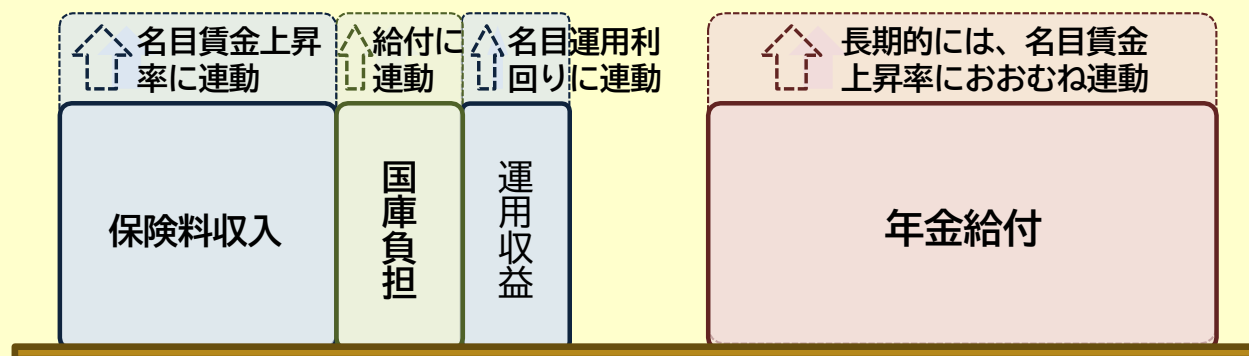
### 1 | 経済前提の影響経路①：実質的な運用利回り（対賃金）＝名目運用利回り－名目賃金上昇率

将来見直しに影響する経済前提の1つは、実質的な運用利回り（対賃金）（＝名目運用利回り－名目賃金上昇率）である<sup>2</sup>。

公的年金財政において、運用収益を除いた基本的な収支項目（給付費と保険料収入と国庫負担）は、受給者数や加入者といった人口要素の変化と、1人あたりの単価を左右する名目賃金上昇率とに連動している（図表1）。例えば、給付費の単価は毎年度の年金改定率の影響を受け、本来の年金改定率（少子化や長寿化に対応するための調整（いわゆるマクロ経済スライド）を反映する前の値）は、名目賃金上昇率に連動することが基本となっている。また、厚生年金保険料は給与や賞与に原則として比例し、国民年金保険料は名目賃金上昇率で毎年度改定されるため、保険料の単価はどちらも名目賃金上昇率に連動する。さらに、国庫負担は原則として基礎年金給付費の半額となっているため、給付費と

<sup>1</sup> 人口の前提は拙稿「新しい将来推計人口を読む（3）総人口や年齢構成への影響」を、積立金の初期値は拙稿「株高で、公的年金の将来見通しの発射台はどうか？」を参照。  
<sup>2</sup> 各種の経済指標における「実質」の利回りや上昇率等は、一般的には「名目」の利回りや上昇率等から物価上昇率を差し引いた値を指す。しかし、後述のとおり公的年金財政の多くの収支項目は基本的に名目賃金上昇率に連動するため、物価上昇率ではなく名目賃金上昇率との差で評価される。この名目賃金上昇率との差を物価上昇率との差（すなわち一般的な「実質」）と区別するために、公的年金財政では名目賃金上昇率との差に「実質的な」を付けて呼ぶことが多い。本稿では、混乱を避けるために、物価上昇率を差し引いた値を「実質〇〇（対物価）」、名目賃金上昇率を差し引いた値を「実質的な〇〇（対賃金）」と表記する。なお、近年の厚生労働省の資料では、「実質的な運用利回り（スプレッド）」と表記されることもある。

図表 1 公的年金財政の基本的な構造



※変化は人口構造の変化による影響以外を图示。▲

(資料) 社会保障審議会 年金部会(2024.01.31)資料1-1 p.5の図を、平易化と本文へ合わせるために筆者が一部改変。

同様に名目賃金上昇率に連動する。

このように運用収益を除いた基本的な収支項目は名目賃金上昇率に連動しているため、公的年金の積立金の運用利回りについては、一般的な資産運用において評価の対象となる名目の運用利回りではなく、名目運用利回りが名目賃金上昇率をどの程度上回ったかを示す「実質的な運用利回り(対賃金)」が、年金財政への影響を示す尺度となる。そして、実質的な運用利回り(対賃金)が大きいほど、運用収益の伸びが基本的な収支項目の伸びを上回り、年金財政へプラスに寄与する。

## 2 | 経済前提の影響経路②：実質賃金上昇率(対物価)＝名目賃金上昇率－物価上昇率

また、将来見通しには実質賃金上昇率(対物価) (=名目賃金上昇率－物価上昇率) も影響する。

前述のように本来の年金改定率は名目賃金上昇率に連動することが基本となっているが、名目賃金上昇率が物価上昇率を上回る場合(厳密には、年金改定率に用いられる名目(手取り)賃金変動率が物価変動率を上回る場合)には、68歳以上の改定率は物価上昇率に設定される<sup>3</sup>(いわゆる物価スライド。図表2)。

このため、名目賃金上昇率が物価上昇率を上回る場合は、支出である給付費の単価が名目賃金上昇率よりも低い物価上昇率に連動する一方で、収入である保険料の単価は前述のように名目賃金上昇率に連動する。その結果、名目賃金上昇率が物価上昇率を大きく上回るほど収入の単価の伸びが支出の単価の伸びを上回り、年金財政へプラスに寄与する。

図表 2 本来の改定率の仕組み

経済状況	67歳以下	68歳以上
名目賃金変動率 > 物価変動率	→ 名目賃金変動率	物価変動率 (いわゆる物価スライド)
名目賃金変動率 < 物価変動率	→ 名目賃金変動率	名目賃金変動率

<sup>3</sup> 本来の改定率の意義や経緯の詳細は、拙稿「年金額改定の本来の意義は実質的な価値の維持」を参照されたい。

### 3 | 経済前提の影響経路③：名目賃金上昇率や物価上昇率とマクロ経済スライド調整率との大小関係

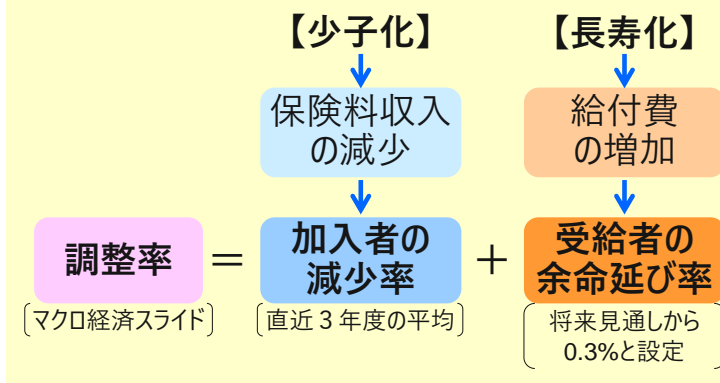
加えて、少子化や長寿化に対応するためのマクロ経済スライドが導入されている現在の制度では、名目賃金上昇率や物価上昇率とマクロ経済スライドの調整率との大小関係も、将来見通しに影響する。

マクロ経済スライドは、図表2の仕組みで決まる本来の改定率から図表3の仕組みで決まる調整率を差し引く仕組みである。しかし、本来の改定率がマイナスや小幅のプラスの場合には受給者の生活や財産権に配慮して調整が制限され、当年度に調整されなかった分が翌年度に繰り越される（図表4の特例a、特例b）<sup>4</sup>。繰り越された翌年度以降に図表4の原則や特例aのように本来の改定率が当年度の調整率を超えるほど大きければ、前年度から繰り越した調整率の全部もしくは一部が消化され、将来的には給付水準は繰越しが発生しなかった場合と同じ水準に下がりうる。

しかし、繰越しが発生した場合の繰越しの発生から繰越分が消化されるまでの給付水準は、繰越しが発生しなかった場合の給付水準よりも高くなってしまふ（図表5）。このため、本来の改定率となる名目賃金上昇率や物価上昇率が調整率を下回って繰越しが発生する可能性がある経済前提では、繰越しが発生しない経済前提と比べて年金財政が悪化し、マクロ経済スライドによる給付調整をより長く続ける必要が生じる。

つまり、名目賃金上昇率や物価上昇率がマクロ経済スライドの調整率を上回る可能性が高いシナリオでは<sup>5</sup>、調整率の繰越しが発生せずマクロ経済スライドが順調に機能するため、年金財政へプラスに寄与する<sup>6</sup>。しかし、名目賃金上昇率や物価上昇率がマクロ経済スライドの調整率を下回る可能性が高いシナリオでは、調整率の繰越しが発生してマクロ経済スライドが十分に機能しないため、年金財政へプラスに寄与する度合いが小さくなる。

図表3 少子化や長寿化に対応するための調整率(マクロ経済スライド)の仕組み

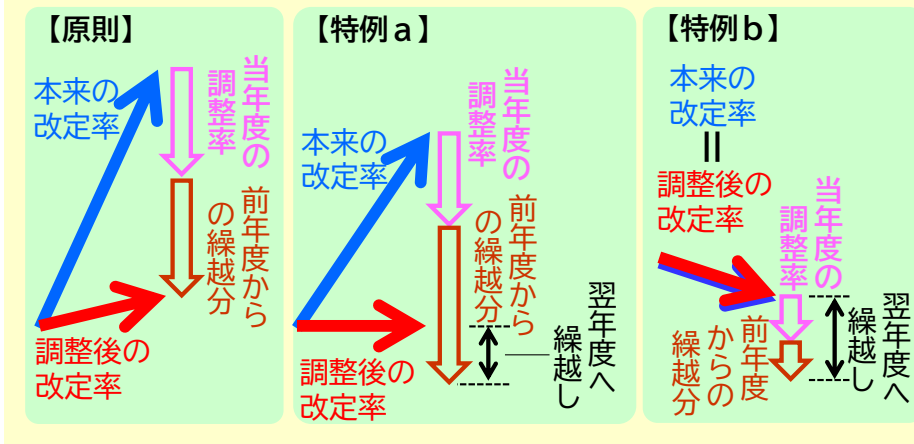


<sup>4</sup> 少子化や長寿化に対応するための調整（マクロ経済スライド）の意義などの詳細は、拙稿「[将来世代の給付低下を抑えるため少子化や長寿化に合わせて調整](#)」を参照されたい。

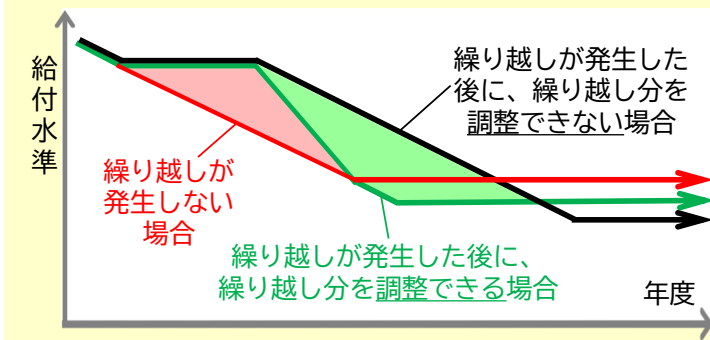
<sup>5</sup> マクロ経済スライドの調整率の構成要素の1つである加入者の減少率は、将来推計人口などの影響で、将来見通しの中で毎年度変わる。このため名目賃金上昇率や物価上昇率がマクロ経済スライドの調整率の大小関係は、毎年度変わりうる。また、2024年の将来見通しにおけるマクロ経済スライドの調整率は、現時点で公表されていない（例年通りであれば、将来見通しの一部として公表される）。そのため以下では、「可能性」として表現している。

<sup>6</sup> なお、名目賃金上昇率や物価上昇率がマクロ経済スライドの調整率を“常に”上回るシナリオ群の中では、上回る度合いが違ってもマクロ経済スライドの効き方は変わらないため、経路③の影響は変わらない。

図表 4 少子化や長寿化に対応するための調整率(マクロ経済スライド)の特例



図表 5 調整率の繰越しが給付費の調整に与える影響



(注1) 図中の折れ線は、給付水準の推移を意味する。例えば緑の線は、調整が行われ(はじめの右下がり部分)、その後に調整が繰り越される状態が続く(水平部分)、その後に繰越分を消化しながら調整が進み(下がり方が大きい部分)、繰越分の消化が済んだ後も調整が続き(下がり方が小さい部分)、調整の完了を迎える(再び水平になった部分)というパターンを示している。緑の塗り潰しは未調整分の繰越がない場合と比べて未調整分の繰越がある影響で給付費が抑制される部分、赤の塗り潰しは未調整分の繰越がある場合と比べて常に完全調整できる影響で給付費が抑制される部分、を示している。

## 2 —— 今回の経済前提の特徴：①内閣府等に準拠した4ケース、②実質運用利回り(対物価)の上昇

### 1 | 今回の経済前提の特徴①：内閣府等に準拠した4ケース

今回の経済前提の第1の特徴は、内閣府が2024年4月に公表した2060年度までの長期推計などに準拠して、4つのシナリオが設定された点である。

前回までは、当面10年間の前提には内閣府の中長期試算をを使いつつ、10年後以降は社会保障審議会年金部会の下に設置した専門委員会が設定を検討していた。例えば、シナリオの基軸となる全要素生産性上昇率(経済成長のうち、技術進歩など生産性の向上による部分)は、内閣府の中長期試算における2とおりの設定(成長実現ケース、ベースラインケース)を基準にしつつ、将来の不確実性を考慮して、過去の実績をもとに低めの設定が加えてられていた(図表6下段)。

今回は、内閣府の2060年度までの長期推計で示された「成長実現ケース」「長期安定ケース」「現状投影ケース」という3つのシナリオに、(独法)労働政策研究・研修機構が2024年3月に速報を公表した労働力需給推計の「一人当たりゼロ成長・労働参加現状ケース」に相当する「1人当たりゼロ成長

図表 6 経済前提(長期の前提)における各シナリオの仮定と設定値

今回(2024年)の見通し

シナリオ	シナリオの設定内容(仮定)			経済前提		
	将来の全要素生産性上昇率	将来の労働力率 (労働力需給推計のシナリオ)	設定に用いられる実質運用利回り(対物価)の実績 (2001年4-6月~2023年9-12月の10年移動平均での位置)	(a) 物価 上昇率	(b) 実質 賃金 上昇率 (対物価)	(c) 実質 運用 利回り (対物価)
成長実現	1.4% 1980年4-6月~ 1999年1-3月の平均	成長実現・労働参加進展 シナリオ	3.1% 下位30%	2.0%	2.0%	3.4%
長期安定	1.1% 1980年4-6月~ 2020年4-6月の平均	同上	3.1% 同上	2.0%	1.5%	3.2%
現状投影	0.5% 2012年10-12月~ 2020年4-6月の平均 (過去30年の下位20%)	成長率ベースライン・ 労働参加漸進シナリオ	2.6% 下位20%	0.8%	0.5%	2.2%
1人当り ゼロ成長	0.2% 過去30年間の最低	1人当たりゼロ成長・ 労働参加現状シナリオ	1.8% 最小値	0.4%	0.1%	1.4%

前回(2019年)の見通し

シナリオ	シナリオの設定内容(仮定)			経済前提		
	将来の全要素生産性上昇率	将来の労働力率 (労働力需給推計のシナリオ)	用利回り(対物価)の実績 (2001年4-6月~2023年9-12月の10年移動平均での位置)	(a) 物価 上昇率	(b) 実質 賃金 上昇率 (対物価)	(c) 実質 運用 利回り (対物価)
ケース I	1.3% 上位17% (2019年1月の内閣府 試算の成長実現ケース)	経済成長と労働参加が 進むケース	2.3% 下位30%	2.0%	1.6%	3.0%
ケース II	1.1% 上位40%	同上	2.3% 同上	1.6%	1.4%	2.9%
ケース III	0.9% 下位37%	同上	2.3% 同上	1.2%	1.1%	2.8%
ケース IV	0.8% 下位33% (2019年1月の内閣府 試算のベースラインケース)	経済成長と労働参加が 一定程度進むケース	1.8% 下位20%	1.1%	1.0%	2.1%
ケース V	0.6% 下位17%	同上	1.8% 同上	0.8%	0.8%	1.8%
ケース VI	0.3% 最低	経済成長と労働参加が 進まないケース	0.8% イールドカーブ から設定	0.5%	0.4%	0.8%

(資料) 社会保障審議会 年金部会 年金財政における経済前提に関する専門委員会 資料 (2024.04.12、2019.03.13 ほか)

ケース」を加えた、4とおりのシナリオが設定された(図表6上段)。

内閣府の長期推計は、2024年1月に公表された中長期試算を延伸したもので、中長期試算の正式なシナリオである「成長実現ケース」(全要素生産性上昇率=1.4%)と「ベースラインケース」(全要素生産性上昇率=0.5%)に加えて、同試算の「参考ケース」(全要素生産性上昇率=1.1%)も正式なシナリオとして扱われた。この結果、今回の経済前提では、前回のように内閣府の「成長実現ケース」と「ベースラインケース」の間に専門委員会が独自のシナリオを設ける扱いが行われず、内閣府の長期推計の3ケースがそのまま使われる形になった。また、内閣府の「ベースラインケース」よりも全要素生産性上昇率が低いシナリオについては、前回は専門委員会が独自に2つのシナリオを設けたが、今回は前回の全要素生産性上昇率が最も低いシナリオ(ケースVI)と同じく全要素生産性上昇率を過去30年間の最低値に設定したシナリオだけが設けられた。

これらの結果、経済前提におけるシナリオの数が前回の6ケースから4ケースへと減った一方で、全要素生産性上昇率の範囲は前回の0.3~1.3%から0.2~1.4%へ、実質賃金上昇率(対物価)の範囲



は前回の0.4~1.6%から0.1~2.0%へと広がった。物価上昇率の前提は、前回は過去30年の平均値である0.5%から日本銀行の目標である2.0%の範囲でシナリオごとに異なる値が設定されていたが、今回は内閣府の長期推計に合わせて「成長実現ケース」と「長期安定ケース」では2.0%に設定されたため、全体で3とおりの設定にとどまった。

なお、年金の将来見通しの経済前提において、各ケースに設定の概要を類推できる名称が付けられたのは今回が初めてである。設定の概要を類推できる名称の付与は、社会保障審議会 年金数理部会で委員から提案されていた事項であり<sup>7</sup>、内閣府の長期推計に準拠した3ケースでは同推計での名称と同じ名称が付けられた。全要素生産性上昇率が最も低いシナリオは、前回と同じ考え方で専門委員会が設定したもののだが、労働力率の設定に用いられた労働力需給推計のシナリオ名を参照する形で名称が付けられた。

## 2 | 今回の経済前提の特徴②：実質運用利回り(対物価)の上昇

今回の経済前提の第2の特徴は、すべてのシナリオの運用利回りが過去の運用利回りの実績(10年移動平均)に基づいて設定され、実質運用利回り(対物価)が全般的に上昇した点である。

運用利回りの設定は、前回の将来見通しの際に、経済モデルで推計した将来の長期金利に株式などへの分散投資の効果を加える方法から、過去の運用利回りの実績に経済モデルで推計した利潤率の伸び(将来の利潤率の推計値÷利潤率の実績)を適用する方法に切り替えられた<sup>8</sup>(図表7)。ただし、全要素生産性上昇率が最も低いシナリオでは、低金利が長期化している状況を考慮して、イールドカーブから求めた長期金利に分散投資効果を加える方法が使われていた。

図表7 2019年に行われた運用利回りの設定方法の変更

**【旧】 実質長期金利の実績 × ( 将来の利潤率の推計値 ÷ 利潤率の実績 ) + 分散投資効果**  
**【新】 実質運用実績の実績 × ( 将来の利潤率の推計値 ÷ 利潤率の実績 )**

(注1) 旧方式では、長期金利と利潤率との関係(比)を利用して将来の長期金利を計算し、それに分散投資効果を加えていた。新方式では、運用実績に分散投資効果が含まれるため、旧方式にあった分散投資効果の項は不要となる。

今回は、国内債券への資産配分が25%にとどまることやイールドカーブからの推計が不安定であることを理由に、全要素生産性上昇率が最も低いシナリオでも過去の運用利回りの実績(10年移動平均の最低値)に基づく方法に変更された<sup>9</sup>。また、利用する過去の運用利回りの期間が、前回の2001~2017年度(年度単位)から、今回は2001年4-6月期~2023年9-12月期(四半期単位)へと変更され、近年の好調な運用実績が10年移動平均の中に反映された<sup>10</sup>。この結果、実質運用利回り(対物価)の10年移動平均の下位20%の値が前回の1.8%から2.6%へ、下位30%の値が2.3%から3.1%へ上昇した。ただし、将来の運用利回りの設定に使う利潤率の伸びは、計算基礎となる総投資率の設

<sup>7</sup> 社会保障審議会 年金数理部会(2022.11.28)で、「経済前提がケースIVとか、出生率が中位とかいっても、この道の専門家以外にはなかなか分からない」「具体的にイメージしやすいような形に焼き直した表現にできないか」という指摘があった。

<sup>8</sup> 詳細は、拙稿「年金改革ウォッチ 2019年3月号~ポイント解説：今年の財政検証の経済前提」を参照。

<sup>9</sup> 当面10年間の運用利回りの設定も、内閣府の中長期推計で示された長期金利に分散投資効果を加える方法から、過去の運用利回りの実績に経済モデルで推計した利潤率の伸びを適用する方法に切り替えられた

<sup>10</sup> 実績の10年移動平均を利用しているため、近年の運用実績がそのまま反映されているわけではない。

定方法が変更されたことによって<sup>11</sup>、前回よりも抑えられた。なお、検討の過程では、過去の運用実績の代わりに現行の株式比率が大きい資産構成を過去に遡及した値を利用することが委員から提案され<sup>12</sup>、採用されれば運用利回りの前提を前回より上げる要因となりえたが、最終的には採用されなかった。

これらの結果、全要素生産性上昇率が最も低いシナリオの実質運用利回り(対物価)が前回の 0.8% から 1.4%へと上昇し、他のシナリオの値も前回の全要素生産性上昇率が同等のケースと比べて上昇した<sup>13</sup> (図表 6 の右端)。

### 3 —— 将来見通しへの影響：前回と比べて やや改善方向へ拡大（下方は おおむね据え置き）

今回の経済前提を第 1 節で述べた将来見通しへの影響経路の視点から総合的に見ると、経済状態が良い前提は前回よりも年金財政へプラスへ寄与する方向にややシフトしているものの、経済状態が悪い前提はおおむね前回どおりと考えられる (図表 8)。

#### 1 | 成長実現ケース：前回のケース I よりも、年金財政へ若干プラスに寄与

成長実現ケースでは、経路①（実質的な運用利回り(対賃金)）が前回のケース I と同じ 1.4%となった。図表 6 で示したように実質運用利回り(対物価)が 3.4%と前回のケース I の 3.0%より 0.4 ポイント高くなっているものの、実質賃金上昇率(対物価)も前回のケース I の 1.6%より 0.4 ポイント高い 2.0%になっている。このため、実質運用利回り(対物価)と実質賃金上昇率(対物価)の差である実質的な運用利回り(対賃金)は、前回のケース I と同じになった。

経路②（実質賃金上昇率(対物価)）は、前回のケース I の 1.6%より 0.4 ポイント高いため、前回のケース I よりも年金財政へプラスに寄与する。

経路③については、今回の将来見通しで使われるマクロ経済スライドの調整率が現時点では不明だが、前回の値から考えると名目賃金上昇率と物価上昇率の双方がマクロ経済スライドの調整率を常に上回って、マクロ経済スライドが常に完全に適用される可能性が高い。そのため、前回のケース I と同様に、年金財政へプラスに寄与する。

筆者の粗い試算<sup>14</sup>では将来の所得代替率が前回のケース I と同水準になっているが、筆者の試算に反映できない経路②の影響を想定して加味すれば、総合的には前回のケース I よりも年金財政へ若干プラスに寄与すると考えられる。

<sup>11</sup> 過去からの傾向に基づいて推計する方法から、経済モデルにおける前年度の利潤率から推計する方法へと変更された。

<sup>12</sup> 拙稿「[公的年金の財政見通しで使われる経済前提はどうなる？](#)」を参照。

<sup>13</sup> 例えば、前回のケース II と今回の長期安定ケースは全要素生産性上昇率がともに 1.1%だが、実質運用利回り(対物価)は、前回のケース II では 2.9%、今回の長期安定ケースでは 3.2%になっている。

<sup>14</sup> 筆者による粗い試算(2019 年ベース)は、経済前提が変わったことの影響を大まかに把握するために、今回の 2024 年度からの前提を 2019 年度からの値と読み替えて、[中嶋・北村\(2022\)「短期的な経済変動リスクを考慮した公的年金改正案の効果検証」](#)の方法で 2019 年の将来見通しから逆算的に試算したもの。そのため、試算結果は 2024 年の将来見通しに相当するものではない。また、[中嶋・北村\(2022\)](#)の方法では経路②(実質賃金上昇率(対物価))の影響を反映できず、計算精度も粗いため、大まかな傾向として理解する必要がある。

図表 8 経済前提が将来見通しに与える影響

今回(2024年)の見通し

シナリオ	経路①	経路②	経路③		
	(c)-(b) 実質的な運用利回り(対賃金)	(b) 実質賃金上昇率(対物価)	(b)+(a) 名目賃金上昇率	(a) 物価上昇率	(d) ※マクロ経済スライドの調整率(2019年見通しでの本来の値・停止まで)
成長実現	1.4%	2.0%	4.0%	2.0%	-1.1% ~ -1.7%
長期安定	1.7%	1.5%	3.5%	2.0%	-1.1% ~ -1.7%
現状投影	1.7%	0.5%	1.3%	0.8%	-1.2% ~ -1.8%
1人当りゼロ成長	1.3%	0.1%	0.5%	0.4%	-1.2% ~ -1.8%

※筆者による粗い試算(2019年ベース)

将来の所得代替率(法定の指標)			所得代替率の低下率(2019比)	
基礎年金部分(1階)	厚生年金部分(2階)	モデル世帯(合計)	基礎年金部分(1階)	厚生年金部分(2階)
27%	25%	52%	-25%	0%
29%	25%	54%	-22%	0%
24%	23%	47%	-34%	-9%

(2052年度に国民年金財政の積立金が枯渇)

前回(2019年)の見通し

シナリオ	経路①	経路②	経路③		
	(c)-(b) 実質的な運用利回り(対賃金)	(b) 実質賃金上昇率(対物価)	(b)+(a) 名目賃金上昇率	(a) 物価上昇率	(d) マクロ経済スライドの調整率(本来の値・停止まで)
ケースⅠ	1.4%	1.6%	3.6%	2.0%	-1.1% ~ -1.7%
ケースⅡ	1.5%	1.4%	3.0%	1.6%	-1.1% ~ -1.7%
ケースⅢ	1.7%	1.1%	2.3%	1.2%	-1.1% ~ -1.7%
ケースⅣ	1.1%	1.0%	2.1%	1.1%	-1.2% ~ -1.8%
ケースⅤ	1.0%	0.8%	1.6%	0.8%	-1.2% ~ -1.8%
ケースⅥ	0.4%	0.4%	0.9%	0.5%	-1.2% ~ -1.8%

将来の所得代替率(法定の指標)			所得代替率の低下率(2019比)	
基礎年金部分(1階)	厚生年金部分(2階)	モデル世帯(合計)	基礎年金部分(1階)	厚生年金部分(2階)
26.7%	25.3%	51.9%	-27%	0%
26.6%	25.0%	51.6%	-27%	-1%
26.2%	24.6%	50.8%	-28%	-3%
23.4%	23.1%	46.5%	-36%	-9%
21.9%	22.6%	44.5%	-40%	-11%

(2052年度に国民年金財政の積立金が枯渇)

(注1) (a)~(c)は、図表6の(a)~(c) (a:物価上昇率、b:実質賃金上昇率(対物価)、c:実質運用利回り(対賃金))を指す。  
 (注2) 今回の見通しにおけるマクロ経済スライドの調整率は未公表のため、参考として2019年の見通しの値を記載した。  
 (注3) モデル所得代替率は、年金財政が健全化するまでマクロ経済スライドを続けた場合の値。  
 (注4) 筆者による粗い試算(2019年ベース)は、経済前提が変わったことの影響を大まかに把握するために、今回の2024年度からの前提を2019年度からの値と読み替えて、中嶋・北村(2022)の方法で2019年の将来見通しから逆算的に試算したもの。そのため、試算結果は2024年の将来見通しに相当するものではない。また、中嶋・北村(2022)の方法では経路②(実質賃金上昇率(対物価))の影響を反映できず、計算精度も粗いため、大まかな傾向として理解する必要がある。  
 (注5) 今回見通しの1人当たりゼロ成長ケースの筆者の粗い試算と前回見通しのケースⅥの政府推計では、2052年度に国民年金の積立金が枯渇する。枯渇後は完全賦課方式に移行する前提で計算された。完全賦課方式下の所得代替率は年度ごとに変動するが、上の表には推計の最終年度の値を記載した。  
 (資料) 社会保障審議会 年金部会 年金財政における経済前提に関する専門委員会 資料(2024.04.12、2019.03.13 ほか)

2 | 長期安定ケース：前回のケースⅡやⅢよりも、年金財政へプラスに寄与

長期安定ケースは、経路①(実質的な運用利回り(対賃金))が前回のケースⅢと同じ1.7%であるものの、経路②(実質賃金上昇率(対物価))は前回のケースⅡ(1.4%)より0.1ポイント高い1.5%になっている。経路③については、名目賃金上昇率と物価上昇率の双方がマクロ経済スライドの調整率を常に上回って、マクロ経済スライドが常に完全に適用される可能性が高い。そのため、マクロ経



済スライドがほぼ完全に適用される前回のケースⅡと比べれば、ほぼ同程度に年金財政へプラスに寄与する。他方、物価上昇率がマクロ経済スライドの調整率を下回る期間がある前回のケースⅢと比べれば、年金財政へプラスに寄与する度合いが大きくなる。

筆者の粗い試算で反映できていない経路②の影響は小さいため、今回の長期安定ケースは、前回のケースⅡと比べると経路①（実質的な運用利回り(対賃金)）の上昇を主因として、前回のケースⅢと比べると経路③においてマクロ経済スライドが効きやすくなることを主因として、総合的には年金財政へよりプラスに寄与すると考えられる。

### 3 | 現状維持ケース：前回のケースⅣとⅤの中間的な影響

現状維持ケースでは、経路①（実質的な運用利回り(対賃金)）が今回の長期安定ケースや前回のケースⅢと同じ1.7%で、前回のケースⅣの1.1%やケースⅤの1.0%より高くなっている。他方で、経路②（実質賃金上昇率(対物価)）は前回のケースⅤより0.3ポイント低い0.5%になっており、前回のケースⅥの0.4%に近くなっている。経路③については、名目賃金上昇率がマクロ経済スライドの調整率を下回り、物価上昇率がマクロ経済スライドの調整率を常に下回る可能性が高いため、マクロ経済スライドの適用が不十分になる。前回のケースⅤと比べると、物価上昇率は同じだが名目賃金上昇率は低いため、年金財政へプラスに寄与する度合いが前回のケースⅤよりも小さくなる。

筆者の粗い試算では将来の所得代替率が前回のケースⅣと同水準になっているが、この試算に反映できていない経路②の影響を加味すると、今回の現状維持ケースは総合的には前回のケースⅣとⅤの中間的な財政影響を与えると考えられる。

### 4 | 1人当たりゼロ成長ケース：前回のケースⅥに近い影響

1人当たりゼロ成長ケースは、経路①（実質的な運用利回り(対賃金)）は前回のケースⅣよりも高い1.3%であるものの、経路②（実質賃金上昇率(対物価)）は前回のケースⅥよりも0.3ポイント低い0.1%となっている。経路③については、名目賃金上昇率と物価上昇率の双方が前回のケースⅥよりも低く、マクロ経済スライドの適用度合いが前回のケースⅥよりも小規模になるため、年金財政へプラスに寄与する度合いが前回のケースⅥよりも小さくなる。

筆者の粗い試算では経路②の影響を反映できていないが、試算の精度を考えれば、総合的には前回のケースⅥに近い財政影響を与えると考えられる。

### 5 | 今回のシナリオ間関係：成長実現ケースと長期安定ケースの財政影響は同程度

成長実現ケースと長期安定ケースを比べると、成長実現ケースが長期安定ケースよりも全要素生産性上昇率が高い設定になっている一方で、成長実現ケースで長期安定ケースよりも筆者の粗い試算による将来の所得代替率が低くなっている。このような全要素生産性上昇率と将来の所得代替率の大小関係の逆転は2014年の将来見通しでも生じた現象で<sup>15</sup>、全要素生産性上昇率に対する実質賃金上昇率

<sup>15</sup> 2014年の将来見通しでは、全要素生産性上昇率がケースAで1.8%、ケースCで1.4%だったが、将来の所得代替率はケースAで50.8%、ケースCで51.0%であった。

(対物価)と実質運用利回り(対物価)の感応度の違いによって生じる<sup>16</sup>。筆者の粗い試算で反映できていない経路②の影響は長期安定ケースよりも成長実現ケースで大きいと、総合的には成長実現ケースと長期安定ケースの財政影響は同程度と考えられる。

長期安定ケースと現状投影ケースを比べると、経路①(実質的な運用利回り(対賃金))は同じになっている。図表6で示したように、実質運用利回り(対物価)が2.2%と長期安定ケースの3.2%より1.0ポイント低くなっているものの、実質賃金上昇率(対物価)も長期安定ケースの1.5%より1.0ポイント低い0.5%になっているためである。しかし、経路②(実質賃金上昇率(対物価))は、長期安定ケースが現状投影ケースより大きい。また、経路③については、長期安定ケースではマクロ経済スライドが常に完全に適用される可能性が高いが、現状投影ケースでは適用が不十分になる。総合的には、主に経路③の影響で、長期安定ケースの方が年金財政へプラスに寄与する度合いが大きいと考えられる。

現状投影ケースと1人当たりゼロ成長ケースを比べると、経路①～③のすべてで、現状投影ケースの方が年金財政へプラスに寄与する度合いが大きい。

#### 4 —— 総括：複数のシナリオに基づく見通しを確認し、希望する前提の実現に向けた行動変化を

以上の考察結果は、次のように整理できる。

- 今回の経済前提では、内閣府の長期推計に準拠した3つのシナリオに、過去30年間の全要素生産性上昇率の最低値に基づくシナリオを加えた、4つのシナリオが設定された。
- 4つのシナリオのうち最も経済状態が良い「成長実現ケース」は、運用利回りが年金財政に与える影響を示す「実質的な運用利回り(対賃金)」が前回のケースIと同じだが、前回のケースIよりも実質賃金上昇率(対物価)が高い分だけ年金財政へ若干プラスに寄与すると考えられる。
- 2番目に経済状態が良い「長期安定ケース」は、実質的な運用利回り(対賃金)が前回の経済前提で最も高かった1.7%で、物価上昇率が日本銀行の目標である2.0%に設定されてマクロ経済スライドが常に完全に適用される可能性が高いため、前回のケースIIやIIIよりも年金財政へプラスに寄与すると考えられる。
- 3番目に経済状態が良い「現状投影ケース」は、実質的な運用利回り(対賃金)が前回の経済前提で最も高かった1.7%だが、物価上昇率が0.8%と低いためマクロ経済スライドの適用が完全には行われず、総合的には前回のケースIVとVの中間的な財政影響を与えると考えられる。
- 最も経済状態が悪い「1人当たりゼロ成長ケース」は、実質的な運用利回り(対賃金)が前回のケースVIより高いものの、名目賃金上昇率と物価上昇率の双方が前回のケースVIよりも低いため、総合的には前回のケースVIに近い財政影響を与えると考えられる。

<sup>16</sup> 全要素生産性上昇率に対する実質賃金上昇率の感応度が実質運用利回り(対物価)の感応度より高い場合、同じ全要素生産性上昇率の伸びに対して実質運用利回り(対物価)よりも実質賃金上昇率(対物価)が大きく上昇し、実質的な運用利回り(対賃金) (=実質運用利回り(対物価) - 実質賃金上昇率(対物価))は低下(縮小)する。そのため、感応度の差の程度によっては、実質賃金上昇率(対物価)の上昇に伴う経路②のプラスの影響を、実質的な運用利回り(対賃金)に伴う経路③のマイナスの影響が上回り、全要素生産性上昇率がより高いシナリオで将来の所得代替率が低くなる場合がある。

なお、今夏に公表予定の将来見通しには、本稿で確認した経済前提以外に、人口の前提や積立金の初期値、労働力率や厚生年金への加入率など多くの要素が影響する点に、注意が必要である。

公的年金の将来見通しに用いられる経済前提に対しては、その妥当性を疑問視する人が少なくない。しかし、公的年金の将来見通しに用いる経済前提は約 100 年間にわたる長期的なものであり、将来の経済状態は当然に変わりうる。公的年金の将来見通しを見る際は、複数のシナリオに基づく結果を確認し、将来には幅があることを理解すべきである<sup>17</sup>。それと同時に、希望する給付水準を達成する前提が想定している社会経済を把握し、必要な社会経済の実現に向けた方策を検討して、実行に移す必要がある。年金の将来見通しを1つの契機として、社会経済を変える原動力となる一人ひとりの行動の変化を期待したい。

---

<sup>17</sup> 政府の将来見通しで示される幅を超えて変化する可能性もあるが、政府の将来見通しの幅や過去の政府見通しの経過を理解することが、将来の幅を想定するための第一歩となるだろう。