

# 専門委員会での経済前提の設定に関する 主な意見(未定稿)

事務局の責任において、第4回までの専門委員会の議事録等から暫定的に抽出したものである。本資料中、【ヒアリング】とあるのは、専門委員会において有識者等から聴取した内容である。

## 1 総論

- ・ 前回と同様に、「財政検証は、予測というよりも、一定のシナリオに基づく投影という性格であることに留意し、幅広く複数のシナリオを設定するという、」基本的な考え方をベースとして議論を進めていくべきではないか。

## 2 経済モデルについて

### (ア) 経済モデルのあり方

- ・ 使用しているモデル・フレームワークは経済学的には極めて簡単なフレームワークであり、これ自体は否定しようがない。また、使用している経済モデルは完全資本移動を前提にしているが、世界金利を予測することは難しいし、これが現実的な仮定であり、やむを得ない。

### (イ) 総投資率の設定方法

- ・ 前回の設定では、利潤率が上がっていくときに、投資率が停滞して、利潤率が上がっていくという議論になっているが利潤率が上がれば投資が促進されるという逆のメカニズムも当然考えられるわけで、投資率をどう想定していくかは、重要な論点。
- ・ 総投資率と利潤率の関係は、前回の財政検証では固定的に捉えている仮定だったと認識。生きた経済の実態により即して考えると、利潤率が上昇すれば投資が促進されるこの形に設定を変更することは理にかなっている。
- ・ 利潤が上がれば、ある程度のラグをおいて投資が促進されるという考えは基本的に賛成だが、投資が増えれば景気がよくなり利潤率が上がるという逆の因果関係も考えられる。

### (ウ) 利潤率の計算式

- ・ TFPを計算するときには、基本的に間接税マイナス補助金を控除しない市場価格表示のGDPを用いるが、資本や労働への報酬といった分配のことを考えるとき、間接税マイナス補助金は最初に引かれるため、引いて考える必要があるのではないか。
- ・ 論理的には税・補助金を除いた方が利潤率という考え方にそぐうわけだが、数量的には影響は軽微なものに思える。論理的にどう説明できるかではないか。

## 3 パラメータ設定の前提について

### (ア) TFP上昇率の前提

- ・ TFP上昇率の分布は1994年からとしているが、構造変化などのエビデンスもあるため、バブル期を入れずに、この辺りから見ることは妥当ではないか。
- ・ TFPは波を打って、サイクルのように上下しているため、今後、どのような動きをするかは慎重に見ていく必要があるのではないか。

### (イ) 運用利回りの前提

- ・ 経済が成長していく過程であれば、アップダウンがあっても結果的には分散投資により成長の果実を得ることができる。こういう観点から、運用の前提を考える際には、現行のポートフォリオないしこれまでの運用実績を前提に置くことが適切ではないか。
- ・ 財政検証で置いている実質的な運用利回りの1.7%は、日本では賃金が伸びない環境のもとで超えていたが、賃金がある程度は伸びていたほかの国で見ても同様に超えている。これを見れば、1.7%の設定がむやみに高いということではないことが、事実によって非常にクリアーになった。ただし、だからといって、1.7%よりもっと高くすればいいということでもない。
- ・ 各国の年金基金と比較しても、GPIFの運用はよくやっている。対物価、対賃金で一定の変動幅あるとはいえ、GPIFの運用実績は令和元年の財政検証の前提よりも良い運用利回りとなっていることが確認できる。
- ・ ボラティティが高ければ平均の収益率はそれだけ高くなるため、今後、株のウェイトが高いポートフォリオでいくということであれば、シナリオの一つとして、実績だけでなくバックテストの数値も考慮できるのではないか。

## 4 賃金上昇率の設定の考え方について

### (ア) 労働生産性上昇率と実質賃金上昇率の関係

- 2019年財政検証では、労働生産性上昇率をマンアワー単位ではかって、総報酬がこの率で伸びるということだと認識した上で、中長期的にそれを使っているが、これは一つの仮定としてリーズナブルなものである。
- 労働生産性の動きと実質賃金の動きは、本当は完全競争市場だったら、両者は連動する。雇主の賃金交渉力が雇われる側よりも格段に強いと、賃金が抑えられてしまうのでその両者は乖離することがある。経済前提を考える上で、今後の日本で、両者の乖離をどのように見立てるのが非常に重要なポイントの一つとなる。
- 【ヒアリング】1人当たり賃金は労働生産性と労働分配率のどちらの要因と関係している分析すると、賃金のドライバは労働分配率の高い低いではなく、労働生産性であるということが分かる。

### (イ) 労働生産性上昇率と実質賃金上昇率の乖離

- CPIとGDPデフレーターの違いは、前回の前提でも考慮したが、構造的にどれだけ考慮するかは、国際比較で見ても日本は顕著に押し下げ要因になっているため、論点の一つである。
- デフレーターの違いの要因である交易条件は、足下では悪化しているが、中長期的にどう考えるかということが大事であろう。
- CPIとGDPデフレーターの違いで韓国と日本で交易条件が悪化している要因には、ハイテクなものを作っていて値段が下がってきていおり、輸出財が輸入材に比べて割安になり続けていることがある。つまり生産性の上昇で、安価なものを作って世界中に輸出するため、外国の人がその利益を享受してしまうという構造である。長期的にこういう状況が続くかどうかということはかなり難しいが考えてみるべき問題である。
- CPIとGDPデフレーターについて、パーシェ、ラスパイレスの差はよく知られているが、海外と日本でここまで違いが出ている理由として、CPIなどの統計上の問題があるのではないか。
- 日本においては、デフレ率の差以外のその他の要因（自営業者・混合所得の減少、生産・輸入品に課される税一補助金の増加、雇主の社会負担の増加）も実質賃金上昇率と労働生産性上昇率の乖離の大きな要因となっているが、他の国ではこんなに大きくなっていない。統計の構造をみて慎重に考えていくべき。
- その他の要因の中で雇主の社会負担の問題は重要ではないか。
- この専門委員会の最終的な生産物は、超長期の、数十年単位のものになる。生産性の上昇率と賃金の上昇率の乖離について考える際には、その要因が数十年よりももっと長い期間にわたって持続するものなのか、整理が必要。

## 4 賃金上昇率の設定の考え方について (続き)

### (ウ) 労働生産性や賃金の動向

- ・ 賃金上昇率の仮定は、他国のものを見ても、マイナスに仮定している国はあまりないのではないかと。
- ・ 日本のここ10年から20年をみていると安い労働力を生む制度を作ってきた。その結果、女性や高齢者たちが非正規として低賃金で働く労働供給となり、その構成割合が高くなってきたから、総体としての賃金は伸びなかったという理解。しかし、女性の就業率も天井に近づくと同時に前期高齢者も減少しており、今までのように安価な労働力を利用することは難しくなる。これから先、状況はかなり変わってくるのではないかと。変わる転換点にあるという一つの仮説を持つことも視野に入れなければいけない。
- ・ 【ヒアリング】 内部労働市場の重要性は低下していくことは間違いなく、その結果、賃下げ圧力が相応に効くが、外部労働市場からの供給余力がなくなってくると、賃上げ圧力はより強く効いてくるのではないかと。
- ・ 【ヒアリング】 日本では賃金より雇用を優先することもあって、賃金上昇の圧力が弱かった。しかし、数年前から政府が賃上げ要求をする中で、まだ不十分とはいえ徐々に変化が生まれている。
- ・ 【ヒアリング】 労働生産性と賃金には密接な関係があるが、日本には、新しい技術への投資を行うことで生産効率を上げるとともに、トレーニングによりスキルが累積され付加価値が上がることで生産性を向上させる余地がある。
- ・ 日本が諸外国と比べて資本減耗率が高いのは資本のビンテージの短さに原因があり、その結果として労働への分配に回っていないのではないかと。

## 5 イールドカーブを用いた運用利回りの設定について

- ・ 前回は、GPIFの運用利回りの実績と利潤率から出す方法と、イールドカーブから出す方法が併用されているが、方法論として優劣がつくものではないということを考えると、イールドカーブを用いたものは使わず、GPIFの運用利回りの実績と利潤率から算出する方がわかりやすさという観点で良いのではないか。GPIFの実績は、これから5年分ずつ増えるので、実績を使ったやり方といったものは、より頼りがいのあるものになっていくと考える。
- ・ イールドカーブはよく動くものであり、ある特定の時点のイールドカーブを用いて、将来をプロジェクションするのはなかなかメインの手法には置きにくいのではないか。特に日本銀行によるイールドカーブコントロールのさなかのものについては、到底マーケットの期待を反映しているものではないと思う。

## 6 物価上昇率の設定について

- ・ この経済モデルは実質のモデルであり、モデルから物価上昇率が出てくるものではないため、後から外挿的に乗せている。こういうことが伝わる説明をしっかりとる必要があるのではないか。
- ・ 古典派的二分法では、物価の動きと、実質経済の動きは、それぞれが別々に動いている。この仮定を認めると、物価は外生で与えられ、モデルとは違うところで決めていることは、それ自体をおかしいと言い切れるものではないのではないか。

## 7 新型コロナウイルスの影響について

- ・ 新型コロナウイルスの影響をどのように加味するか、加味しないのか議論が必要ではないか。
- ・ 前回の検証後、新型コロナウイルスをはじめ大きな、めったに見られないような外的なショックがあった。さらにそれに対応して、大規模な財政金融政策が日本だけでなく、海外でも発動されたことが、経済の動きや資産運用の利回りにも大きく影響しているため、中長期の経済前提を考える際にこれらをどの程度重視して外生変数やパラメーターの設定に教訓ないし、情報として取り入れるべきかどうかは非常に難しい問題ではないか。
- ・ 異常年度については何が異常かを定義する必要があり、一定の恣意性が入る余地がある。公的年金は100年という長期の投影を行うものであり、前提は中立的に設定するという趣旨から、コロナ期間も特別な処理を行わないことが国際アクチュアリー会の実務基準にも整合的な取扱いだと考える。

## 8 その他

- ・ 将来推計人口は外国人の流入については、外国人割合が大きく上昇することを仮定している。これは日本全体の形に関する強い仮定がおかれており、それについては慎重に考える必要がある。外国人の流入は、生産年齢人口を確保する一つの鍵になるので、例えばケース分けみたいなことが可能か検討すべきではないか。
- ・ 財政検証の前提である人口は、これまで社人研が試算した将来推計人口を用いてきた。外国人も日本にとどまり続ける限りにおいて、同じように年金保険料を支払い、同じように年金給付を受け取るとすると、年金財政で言えば、国籍の違いが強く影響するというのではないのではないか。
- ・ 積立金の平滑化について、積立金の評価方法を変更する場合は、その影響や経済前提との整合性も考慮した方がいいのではないか。