

検討作業班における議論について

- 第5回年金財政における経済前提に関する専門委員会における議事であった検討作業班については、3回の議論を行った。

※ 第1回:9月28日 第2回:10月19日 第3回:11月9日

- 検討作業班のメンバーは以下のとおり。

玉木伸介 大妻女子大学短期大学部教授（座長）

滝澤美帆 学習院大学経済学部教授

徳島勝幸 株式会社ニッセイ基礎研究所取締役金融研究部研究理事年金研究部長

藤澤陽介 早稲田大学大学院会計研究科講師・年金数理人

- 検討作業班では、過去5回の本専門委員会における意見等を踏まえ、

- ① 長期の経済前提の設定の基本的な考え方
- ② 総投資率の設定方法
- ③ 利潤率の計算式
- ④ 経済モデルに用いる各種パラメータの設定
- ⑤ 実質賃金上昇率と労働生産性上昇率の乖離
- ⑥ 長期の経済前提における運用利回りの設定
- ⑦ 長期の経済前提における物価上昇率の設定
- ⑧ 積立金の平滑化
- ⑨ 足下の経済前提の設定及び足下と長期の経済前提の接続
- ⑩ 経済変動を仮定するケースの設定
- ⑪ 国際人口移動の前提の違いによる経済前提への影響

について議論を行った。

- これらの事項について、検討作業班において取りまとめた基本的な考え方や今後の議論の方向性を次のとおり示す。

(1) 基本的な考え方

(財政検証の特徴等)

- ・ 財政検証においては、将来の人口や経済の状況は長期的な前提を設定する必要があるが、最善の努力を払ってこれらの前提を設定したとしても、時間の経過とともに実績との乖離が生じるのは避けられない。このため、少なくとも5年ごとに最新のデータを用いて諸前提を設定し直した上で、現実の軌道を出発点として新たな財政検証を行うことが法律で定められている。
- ・ 将来の社会・経済状況は不確実であり、長期の予測には限界がある。このため、財政検証における将来見通しは、将来の状況を正確に見通す予測 (forecast) というよりも、一定のシナリオに基づく投影 (projection) という性格を持つことに留意が必要である。また、投影という性格を踏まえ、財政検証の将来見通しは、一定のシナリオを基に長期の平均的な姿を描いたものと解釈すべきである。
- ・ したがって、経済前提は長期的に妥当と考えられる複数のシナリオを幅広く想定した上で、長期の平均的な姿として複数ケースの前提を設定すべきものであり、財政検証の結果についても幅を持って解釈する必要がある。
- ・ さらに、長期の経済前提を設定する際には、財政検証がおおむね 100 年にわたる超長期の推計であることを踏まえ、足下の一時的な変動にとらわれず超長期の視点に立ち妥当と考えられる範囲において設定する必要がある。
- ・ 公的年金への理解と議論を深めるため、国民に分かりやすく伝えるという視点も重要であり、設定方法をいたずらに複雑にせずシンプルにするとともに、設定したシナリオの意味を分かりやすく説明できるよう工夫すべきである。

(積立金の平滑化)

- ・ 将来の短期的な時価の変動を織り込むことは困難である上、長期の平均的な姿を描くという財政検証の性質を踏まえると、財政検証の将来見通しの積立金や経済前提として設定する運用利回りは、短期的な時価の変動を平滑化したものと整理することが適当である。したがって、財政検証で用いる足下の積立金については平滑化したものを使うことが望ましい。なお、その際に使用する平滑化の方法は、社会保障審議会年金数理部会の公的年金財政状況報告において使用している方法が適当である。

(2)これまでの財政検証の経済前提について

(実績と前提の比較)

- ・ 長期的に収入、支出ともに賃金上昇率に従って変動する公的年金の財政において、大きな影響を与える経済要素は、「実質賃金上昇率(対物価)」とスプレッドと呼ばれる「実質的な運用利回り(対賃金)」である。
- ・ この2つの要素について、長期の経済前提を実績(2001～2021年度平均)と比較すると、実質賃金上昇率(対物価)の前提は実績より高く、実質的な運用利回り(対賃金)の前提は実績より低く設定されていた。一方、実質賃金上昇率の設定の基礎となった全要素生産性上昇率や労働生産性上昇率の実績は、概ね前提の範囲内であるものの、範囲の中では低めとなっていた。

	令和元年財政検証	実績(2001～2021平均)
実質賃金上昇率(対物価)	0.4%～1.6%[1.1%]	▲0.3%
実質的な運用利回り(対賃金)	0.4%～1.7%[1.7%]	3.9%
全要素生産性上昇率	0.3%～1.3%[0.9%]	0.7%
労働生産性上昇率	0.5%～2.0%[1.4%]	0.9%

注：[] 内はケースⅢの数値

(実績と前提の乖離の要因)

- ・ 実質賃金上昇率(対物価)については、労働生産性向上に伴い実質賃金も上昇する仮定を置いていたが、バブル崩壊後、労働生産性は向上する一方で賃金上昇率(対物価)は概ね横ばいで推移し、実績が前提を下回る一因となった。
- ・ 一方、実質的な運用利回り(対賃金)については、実質賃金上昇率(対物価)の低迷が、実質的な運用利回り(対賃金)の上昇に寄与し、実績が前提を上回る一因となった。さらに、GPIFの国内の投資対象となる法人企業において、人件費が横ばいで推移する中、純利益、純資産の増加したことも一因と考えられる。

(今回の経済前提の設定に当たって)

- ・ 労働生産性向上と実質賃金の関係について調べると、日本以外の先進諸国においては労働生産性向上に伴い実質賃金も上昇しているが、日本の労働生産性向上と実質賃金の関係は、これらの国と異なる状況にあることが確認された。また、先進諸国について実質賃金の伸びの要因分解を行ったところ、多くの国で労働生産性向上が大

きく寄与していたことを考慮に入れる必要がある。一方、全要素生産性上昇率や労働生産性上昇率については、長期の実績はおおむね前提の範囲に入っているものの、範囲の中では実績は低めに位置していることにも留意が必要である。

注：女性や高齢者の就業率が高まる中で労働力不足が続くことも見込まれることを踏まえると、状況が変わる転換点にある可能性も視野に入れる必要があるとの指摘があった。

- ・ 実質的な運用利回り(対賃金)については、GPIF と同様に国内外の市場運用を行っている諸外国の年金基金等の長期の運用実績は、これまでに設定してきた財政検証の前提を概ね上回っている。また、将来、日本の実質賃金が増加に転じれば、実質的な運用利回り(対賃金)にはマイナスに寄与するものの、実質賃金の増加が見られる先進諸国の年金基金においても、これまでの財政検証の前提を上回っていることを考慮する必要がある。

(3)長期の経済前提に用いる経済モデルの建て方

(経済モデルの建て方とパラメータの設定について)

- ・ これまでの財政検証において用いられてきたマクロ経済に関する試算に基づく設定方法は、諸外国に比べても工夫されたものとなっている。また、財政検証においては継続性の観点も重要であり、今回においても基本的な枠組みを維持することは適当である。一方、その後の状況等を踏まえ、改善が可能な点は改善を図る。
- ・ 経済モデルに投入するパラメータの設定については、財政検証は一定のシナリオに基づく投影であるという性格を踏まえれば、長期のヒストリカルなデータの平均や分布を用いて設定することが適当であり、2019 年財政検証の経済前提の設定と同様に過去 30 年のデータを用いて設定することを原則とすべきである。
- ・ また、複数のケースの設定に当たっては、背景となるシナリオを踏まえ、それぞれのパラメータの整合性を考慮して設定すべきである。

(新型コロナウイルス感染症の影響下のデータの取り扱い)

- ・ 過去を振り返ると、新型コロナウイルス感染症の他にもリーマンショックや東日本大震災など、様々なショックがある中、異常値を排除する場合、何を異常値とするかには一定の恣意性が入る余地がある。また、長期の経済前提は、長期の平均的な姿として設定するという基本的な考え方を踏まえれば、パラメータ設定の際に用いる長期の実績から、新型コロナウイルス感染症の影響下のデータを除外せずに使用することが適当である。

(総投資率の設定方法)

- ・ 2019 年財政検証では、総投資率の長期的に低下している傾向を外挿して設定するケースの他、総投資と総貯蓄の差が一国全体の経常収支に相当することに着目し、総投資率の過去からの傾向を外挿したものから、総貯蓄率の過去からの傾向を外挿したものへ 30 年間かけて緩やかに遷移するようなケースも設定し、全てのシナリオについて、両方のケースについて推計を行い両方の結果を幅で示すこととした。
- ・ 上記の推計方法によると、総投資率が停滞する中で利潤率が上昇し続ける見通しとなっていたが、過去の総投資率や利潤率の推移を見ると、利潤率の変化に一定のタイムラグをおいて総投資率も同様に变化する動きが確認され、両者には一定の相関があることも確認された。
- ・ このため、総投資率の設定方法を見直し、利潤率を説明変数とする回帰式により総投資率を設定することが適当である。なお、どれだけタイムラグを置くかは、分かりやすさの観点から前年度の利潤率を使用し、回帰式の設定に当たっては、様々な経済状況に当てはまるものを定めるという観点から、できる限り長期間のデータを用いることが望ましい。

(利潤率の計算式)

- ・ 2019 年財政検証における利潤率については、以下の算式により決定しているが、

$$\text{利潤率} = \text{資本分配率} \times \text{GDP} / \text{資本ストック} - \text{資本減耗率}$$

資本や労働への報酬といった分配の観点を踏まえると、GDP から「生産・輸入品に課される税－補助金」を控除する方が利潤率の定義に沿うものであり、利潤率の計算式を以下のとおり変更することが適当である。

$$\text{利潤率} = \text{資本分配率} \times (\text{GDP} - (\text{生産・輸入品に課される税} - \text{補助金})) / \text{資本ストック} - \text{資本減耗率}$$

- ・ なお、「生産・輸入品に課される税－補助金」をどのように見込むかは、財政検証が予測ではなく一定のシナリオに基づく投影であることを踏まえ、足下の GDP に対する「生産・輸入品に課される税－補助金」の割合を一定とする等、恣意的な設定とならないようシンプルな方法で見込むことが適当である。

(4)長期の経済前提に用いるパラメータの設定等

(全要素生産性(TFP)上昇率の設定について)

- ・ 2019 年財政検証における全要素生産性(TFP)上昇率の設定については、過去 30 年間(1988～2017 年度)の実績の分布を踏まえ、内閣府「中長期の経済財政に関する試算(以下「中長期試算」)」の設定を基礎に、より低い方向に幅広く設定していた。
- ・ 直近の内閣府の中長期試算(令和5年7月25日、経済財政諮問会議提出)では、全要素生産性(TFP)上昇率は、足下の水準(0.5%)から、成長実現ケースでは日本経済がデフレ状況に入る前の期間の平均、1.4%程度に到達、ベースラインケースでは近年の動向を踏まえ、直近の景気循環の平均、0.5%程度で推移するとの前提が置かれている。
- ・ 一方、直近 30 年間(1993 年第2四半期～2023 年第1四半期)の全要素生産性(TFP)上昇率の実績の分布をみると、0.2%～1.2%の範囲で推移している。
- ・ 長期の設定における全要素生産性(TFP)上昇率については、シナリオの基軸となるものであり、内閣府の中長期試算の設定や全要素生産性(TFP)上昇率の長期の実績を踏まえつつ、足下の全要素生産性(TFP)上昇率との接続を意識して幅広く複数ケースを設定することが適当である。

(労働投入量の設定について)

- ・ 2019 年財政検証では、長期の労働投入量の設定は、2019 年1月に取りまとめられた「労働力需給推計」((独)労働政策研究・研修機構)に準拠し、内閣府の中長期試算の設定を踏まえ、中長期試算の成長実現ケースに接続するケースⅠ～Ⅲについては労働力需給推計の経済成長と労働参加が進むケースを、中長期試算のベースラインケースに接続するケースのうち、ケースⅣ・Ⅴについては労働力需給推計の経済成長と労働参加が一定程度進むケースを、最も低いケースⅥについては労働力需給推計の経済成長と労働参加が進まないケースを組み合わせることとした。
- ・ 労働投入量については、今後公表予定の新たな労働力需給推計を基礎にマンパワーベースの労働投入量(総労働時間)を推計し、経済モデルに投入することとなるが、2019 年財政検証における労働投入量の設定の考え方も参考にしつつ、今回においても幅広く設定することが適当である。

(資本分配率及び資本減耗率の設定について)

- ・ 2019 年財政検証における資本分配率及び資本減耗率は、全要素生産性(TFP) 上昇率を高め設定するケースはバブル期を含む過去 30 年平均、低めに設定する場合には過去 10 年平均の実績で設定していたが、今回、過去 30 年からバブル期が外れることから、前回と同じ考え方でケースにより使い分けることは困難である。
- ・ 資本分配率及び資本減耗率について、機械的に変化させ感応度分析を行ったところ、これらのパラメータを過去 30 年平均と過去 10 年平均の差分だけ変化させたとしても経済前提へ与える影響は小さいことが確認された。このため、ケース毎にこれらのパラメータを使い分ける必要性が低いと考えられ、全てのケースにおいて過去 30 年平均の実績で設定することが適当である。

(物価上昇率の設定について)

- ・ 2019 年財政検証では、物価上昇率は、日本銀行の物価安定の目標、内閣府の中長期試算、過去 30 年間の実績の平均値を参考に、経済モデルの外生値として設定されている。今回もこれらを参考に設定することが適当である。

(長期の運用利回りの設定について)

- ・ 2019 年財政検証では、2001 年の GPIF の発足から17年以上が経過し、一定の長期間の GPIF の運用利回りの実績が活用できるようになったことから、ケース I から V までの実質運用利回りは、GPIF の運用実績を活用し設定することとした。過去の実績を活用するに当たっては、単に過去の実績をそのまま利用するのではなく、フォワードルッキングな視点も導入し、GPIF の運用実績を基礎に、経済モデルから推計される利潤率倍率を乗じて推計していた。今回も同様の方法により設定することが適当である。

$$\begin{aligned} \text{将来の実質運用利回り(対物価)} &= \text{GPIF 実質運用利回りの実績(対物価)} \\ &\quad \times \text{将来の利潤率の推計値} / \text{利潤率の実績} \end{aligned}$$

- ・ 2019 年財政検証におけるケースVIの長期の運用利回りの設定は、前述の GPIF の運用実績を活用する方法によらず、イールドカーブを用いた方法を採用していた。
- ・ しかしながら、GPIF のポートフォリオにおいて、金利と関係の深い国内債券の割合は低下し 25%となっている。また、中央銀行の政策の影響等を受けイールドカーブから求められたフォワードレートの動きは不安定であり、ある特定の時点のイールドカーブを用いて長期の運用利回りの設定することは適当ではない。このため、ケースVIについても、ケース I から V における実質運用利回りの設定と同様に、GPIF の運用実績を活用する方法に変更することが適当である。

- ・ 運用実績は GPIF の運用目標や基本ポートフォリオの設定に依存する一方、GPIF の運用目標は財政検証の経済前提に基づき設定されている。また、市場経済の影響を受け、運用実績は短期的には大きく変動する。これらを踏まえ、運用実績を活用するに当たっては、10 年程度の一定の長期間の移動平均の変動の幅を踏まえ、保守的に設定することが適当である。

(実質賃金上昇率と労働生産性上昇率の乖離)

- ・ 2019 年財政検証では、実質賃金上昇率と労働生産性上昇率の乖離について要因分析を行い、①経済成長率を実質化する GDP デフレーターと賃金上昇率を実質化する消費者物価指数のデフレーターの違い、②労働分配率の低下、③雇主の社会負担の増加により概ね説明できることを確認し、①の消費者物価指数のデフレーターと GDP デフレーターの違いのうち、作成方法等の違いにより生じている部分については、将来にわたり続く可能性も考えられるとして、アメリカ、カナダの年金財政の見通しにおいてデフレーターの違いが考慮されていることも参考にしつつ、実質賃金上昇率の設定に当たって一定程度考慮した。
- ・ 今回の専門委員会においても実質賃金上昇率と労働生産性上昇率の乖離について 1995～2021 年のデータにより同様の要因分析を行い、日本においては「実質化する際のデフレーターの違い」の寄与が大きいものの、「雇主の社会負担」、「生産・輸入品に課される税－補助金」、「自営業者、混合所得等」の影響もあることを確認した。また、デフレーターの違いについては、「作成方法等の違い」と「交易条件の変化」の寄与が大きいことも確認した。
- ・ 財政検証が 100 年にわたる見通しであることを踏まえると、実質賃金上昇率と労働生産性上昇率の乖離については、その乖離の要因が数十年にわたり持続するかどうかを踏まえ検討すべきである。
- ・ 2019 年財政検証においても考慮した消費者物価指数のデフレーターと GDP デフレーターの違いのうち、作成方法等の違いにより生じている部分については、日本の毎年の動向を見ても多くの年において実質賃金上昇率にマイナスの影響を与えており、前回同様に、将来にわたり続くことを想定し、考慮することが適当である。
- ・ 一方、実質賃金上昇率と労働生産性上昇率の乖離を生じさせるその他の要素については、毎年の動向を見るとプラス・マイナス変化しており、必ずしも将来にわたり一定方向に続くとは想定できない。このため、今回も考慮する積極的な理由はないと考えられる。

- ・ なお、2019 年財政検証においては、アメリカ、カナダの年金財政の見通しにおいてデフレーターの違いが考慮されていることも踏まえた設定としていたが、諸外国を勘案する際には、CPI の作成方法に違いがあることや様々な社会経済状況の違いも考慮に入れる必要があり、我が国の動向のみを考慮して設定することが適当と考える。

(5) 足下の経済前提の設定

(足下の経済前提の設定について)

- ・ 2019 年財政検証における足下の経済前提は、中長期試算の成長実現ケース及びベースラインケースのそれぞれに準拠して設定されたが、賃金上昇率、運用利回りについては内閣府の中長期試算において推計、公表されていないことから、賃金上昇率は、労働生産性上昇率を基に設定し、運用利回りについては、内閣府の中長期試算の長期金利に内外の株式等による分散投資効果を加味するとともに、長期金利上昇による国内債券への影響を考慮し設定していた。
- ・ 内閣府の中長期試算(令和5年7月25日、経済財政諮問会議提出)では、賃金上昇率や物価上昇率の見通しが示されており、来年 1 月に中長期試算も同様である場合は、賃金上昇率や物価上昇率については、内閣府の中長期試算に準拠することが適当である。
- ・ 一方、足下の運用利回りの設定については、長期の経済前提の運用利回りとの考え方が異なることもあり、足下と長期の接続が悪いことが確認された。また、GPIF のポートフォリオにおいて、金利と関係の深い国内債券の割合は低下し 25%となっていることを踏まえると、足下の運用利回りの設定については、長期の経済前提の設定に合わせ、GPIF の実質運用利回りの実績(対物価)を基に設定する方法に変更すべきである。

(足下と長期の経済前提の接続について)

- ・ 2019 年財政検証では、全要素生産性(TFP) 上昇率、労働投入量、物価上昇率の水準を足下と長期の経済前提との整合性を意識して接続させていた。今回は、これらの要素に加えて実質賃金上昇率(対物価)や実質的な運用利回り(対賃金)の整合性を意識して接続させるべきである。

(6)その他

(経済変動を仮定するケースについて)

- ・ 社会保障審議会年金部会における議論の整理(令和元年12月27日社会保障審議会年金部会)において、マクロ経済スライドの効果については、引き続き、その状況の検証を行うべきとの指摘がある。
- ・ 2019年財政検証では、マクロ経済スライドの効果を検証するため、名目賃金上昇率や物価上昇率の変動幅や周期を機械的に設定していた。今回も前回の設定の考え方を踏まえ、マクロ経済スライドの効果を検証できるよう、経済変動を仮定するケースを設定することが適当である。

(国際人口移動の前提の違いによる経済前提への影響)

- ・ 令和5年「将来推計人口」(国立社会保障・人口問題研究所)における国際人口移動の前提は約16万人となっている。将来推計人口において公表されている条件付推計の結果を用いて、国際人口移動の前提の違いによる総人口(20~69歳)の変化を、総労働時間の変化率に反映することで粗く試算したところ、経済前提への影響は限定的であることを確認した。
- ・ 引き続き国際人口移動の前提を変えた場合の影響を確認し、その結果を経済前提の設定において、どのように取り扱うかは検討していくべき課題である。