

**年金財政における経済前提のあり方  
(専門委員会における議論の経過報告)  
－ 参考資料集 －  
(案)**

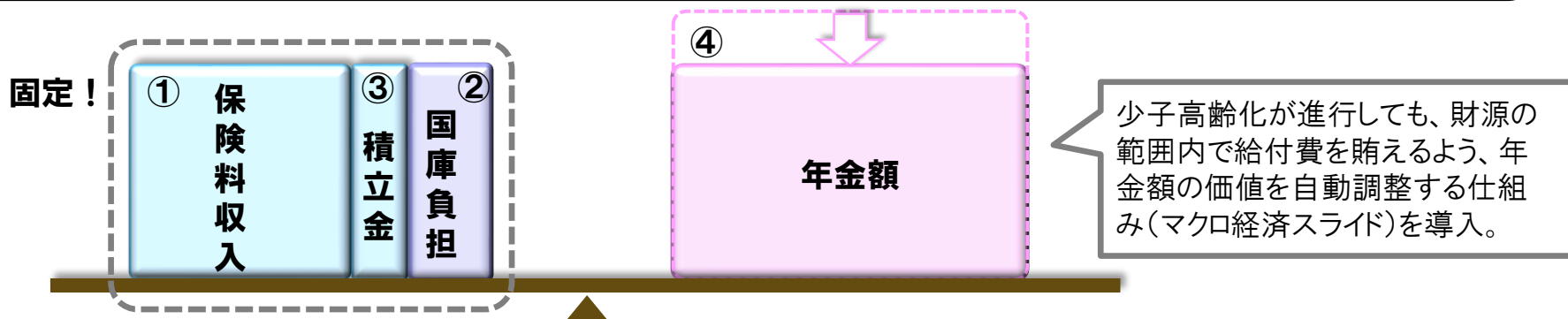
## 目次

(1) 長期の経済前提の設定の基本的な考え方	… p 2
(2) 積立金の平滑化	… p 5
(3) これまでの財政検証の経済前提	… p 8
(4) 長期の経済前提に用いる経済モデルの建て方等	… p21
(5) 総投資率の設定方法	… p24
(6) 利潤率の計算式	… p30
(7) 経済モデルに用いる各種パラメータの設定等	… p35
(8) 長期の経済前提における物価上昇率の設定	… p47
(9) 長期の経済前提における運用利回りの設定	… p51
(10) 実質賃金上昇率と労働生産性上昇率の乖離	… p55
(11) 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	… p62
(12) 経済変動を仮定するケースの設定等	… p71

# (1) 長期の経済前提の設定の基本的な考え方

# 平成16(2004)年改正による年金制度における長期的な財政の枠組み

- 平成16年の制度改正で、今後、更に急速に進行する少子高齢化を見据えて、将来にわたって、制度を持続的で安心できるものとするための年金財政のフレームワークを導入。
- 保険料の上げが終了したことで、基礎年金国庫負担の2分の1への引上げと合わせ、収入面では、財政フレームは完成をみている。



## ① 上限を固定した上での保険料の引上げ

平成29(2017)年度以降の保険料水準の固定。(保険料水準は、引上げ過程も含めて法律に明記)

・厚生年金 : 18.3%(労使折半)(平成16年10月から毎年0.354%引上げ)

・国民年金 : 16,900円※平成16年度価格(平成17年4月から毎年280円引上げ) ※現在の国民年金保険料 : 16,590円(令和4年4月~)

※産前産後期間の保険料免除の開始に伴い、令和元年度以降は17,000円(平成16年度価格)

## ② 基礎年金国庫負担の2分の1への引上げ

平成21年度以降、基礎年金給付費に対する国庫負担割合を2分の1とする。

平成24年「社会保障・税一体改革」により消費税財源確保。

## ③ 積立金の活用

概ね100年間で財政均衡を図る方式とし、財政均衡期間の終了時に給付費1年分程度の積立金を保有することとして、積立金を活用し後世代の給付に充てる。

平成24年年金額の特例水準の解消(法改正)により、マクロ経済スライドが機能する前提条件を整備。

## ④ 財源の範囲内で給付水準を自動調整する仕組み(マクロ経済スライド)の導入

現役世代の人口減少とともに年金の給付水準を調整。標準的な年金の給付水準について、今後の少子高齢化の中でも、年金を受給し始める時点で、現役サラリーマン世帯の平均所得の50%を上回る。

# 財政検証について

## 2004(平成16)年年金制度改正における年金財政のフレームワーク

- 上限を固定した上での保険料の引上げ  
(最終保険料(率)は国民年金17,000円(2004年度価格)、厚生年金18.3%)  
※産前産後期間の保険料免除による保険料の引上げ100円分含む(国民年金)
- 負担の範囲内で給付水準を自動調整する仕組み(マクロ経済スライド)の導入
- 積立金の活用 (おおむね100年間で財政均衡を図る方式とし、財政均衡期間の終了時に給付費1年分程度の積立金を保有することとし、積立金を活用して後世代の給付に充てる)
- 基礎年金国庫負担の2分の1への引上げ

← 人口や経済の動向

財政検証 →

少なくとも5年ごとに、

- 財政見通しの作成
- 給付水準の自動調整(マクロ経済スライド)の開始・終了年度の見通しの作成を行い、年金財政の健全性を検証する

→ 次の財政検証までに所得代替率(※)が50%を下回ると見込まれる場合には、給付水準調整の終了その他の措置を講ずるとともに、給付及び負担の在り方について検討を行い、所要の措置を講ずる

※所得代替率… 公的年金の給付水準を示す指標。現役男子の平均手取り収入額に対する年金額の比率により表される。

所得代替率 = (夫婦2人の基礎年金 + 夫の厚生年金) / 現役男子の平均手取り収入額

2019年度:      61.7%                      13.0万円                      9.0万円                      35.7万円

## (2) 積立金の平滑化

## ○ 令和元(2019)年財政検証に基づく公的年金制度の財政検証(ピアレビュー) (令和2年12月25日社会保障審議会年金数理部会)(抜粋)

第5章 今後の財政検証に向けて  
第1節 今後の財政検証への提言

### (4) 積立金の初期値の設定方法

**将来見通しの出発点となる積立金については、時価に基づく一時点の実績を参照しているため、金融経済情勢の変動による影響を受けやすい。このことが長期的な観点で財政を評価する上での攪乱要因(ノイズ)とならないよう、例えば数理的評価(過去の一定期間の時価の平滑化を行う評価方法)とするなど、マクロ経済スライドの最終年度の決定にふさわしいものとなるよう工夫が必要**である。

なお、この工夫に当たっては、例えば、当該年度中の四半期の平均や過去3か年の平均などと比較して一定以上乖離した場合にのみ平滑化した評価額を使用することも考えられる。

# 厚生年金(共済含む)・国民年金の財政収支の状況

- 年金数理部会での議論を踏まえ、令和2年度以降の公的年金財政状況報告における年金財政の将来推計と実績との比較については、平滑化後の積立金を記載している。

## 厚生年金(共済含む)・国民年金の財政収支の状況

- 2020年度末の積立金(時価ベース)は、財政検証では215.1兆円、実績では245.6兆円(共済、存続厚生年金基金の代行部分等を含む)となっており、約30.5兆円実績が見通しを上回っている。

[厚生年金(共済含む) + 国民年金]

(単位:兆円)

	財政検証の見通し							実績(財政検証ベース)							年度末積立金の見通しと実績との差		
	収入			支出	収支差引残			年度末積立金	収入			支出	収支差引残			年度末積立金	
	うち 保険料	うち 運用収入	運用収入を除く		うち 保険料	うち 運用収入	運用収入を除く		うち 保険料	うち 運用収入	運用収入を除く						
2019年財政検証(ケースⅢ)																	
2019年度	55.0	38.5	3.6	53.2	1.8	△1.8	213.3	42.2	39.2	△10.2	53.7	△11.5	△1.3	200.2	△ 13.2		
2020年度	55.7	39.0	3.6	53.9	1.8	△1.8	215.1	97.7	38.6	46.0	53.5	44.2	△1.8	245.6 (227.8)	+ 30.5 (+12.7)		

出典:公的年金財政状況報告を基に年金局数理課にて作成

注1:「財政検証の見通し」の数値は、2019年財政検証のケースⅢ(ともに、出生中位、死亡中位)の数値である。

注2:「実績(財政検証ベース)」の数値は、厚生年金基金の代行部分等を補正して財政検証ベースの収支にしたものであり、2019年度は決算ベース、2020年度は確定値ベースである。また、年度末積立金の括弧( )内の数値は、収益差平滑化方式により直近5年間の時価ベースの収益を平滑化した後の積立金額である。

注3:収支状況は、基礎年金交付金及び厚生年金交付金を収支両方から除いたものを計上している。

注4:「年度末積立金の財政検証と実績の差」は、実績(財政検証ベース)から見通しを控除した数値である。



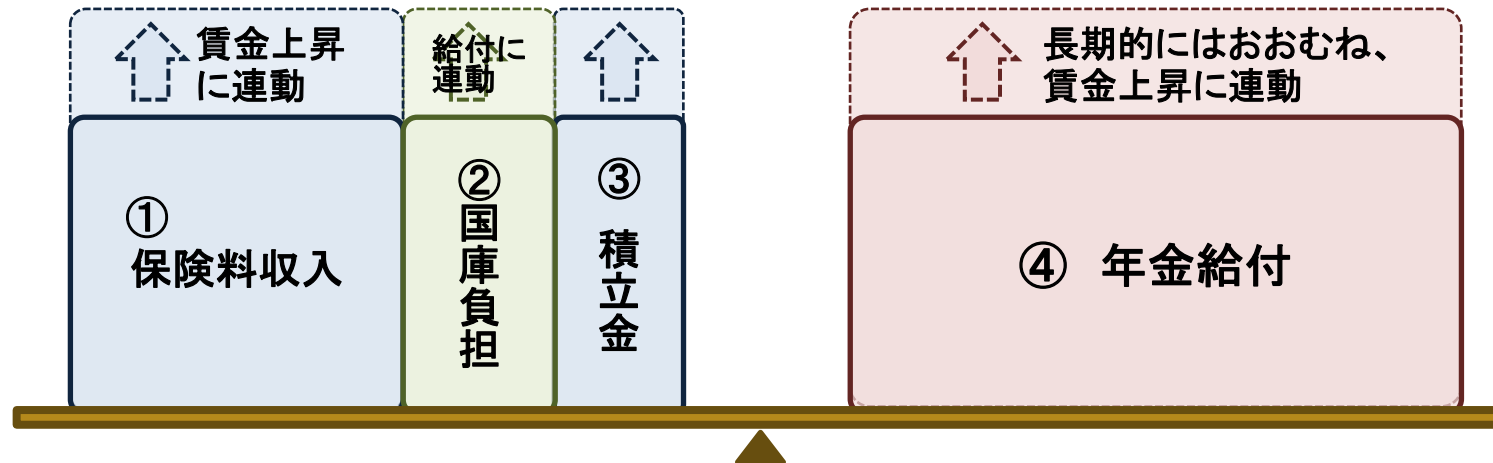
### (3) これまでの財政検証の経済前提

# 経済変動が年金財政へ与える影響

- 賦課方式を基本とした公的年金は、人口構造の変化による影響を除くと、収入(財源)、支出(給付)ともに賃金水準の変化に応じて変動することとなる。この性質により、激しい経済変動に対しても一定の安定性を確保し、その時々々の賃金水準に応じた年金給付を可能としている。
- したがって、収入、支出の中で賃金上昇に連動しない部分が年金財政に大きな影響を与える。

＜賃金上昇に連動しない部分＞

- ・運用収入のうち運用利回りと賃金上昇率の差 … **実質的な運用利回り(スプレッド)**
- ・既裁定年金の物価スライド … **賃金上昇率と物価上昇率の差 (実質賃金上昇率)**



- ① 保険料収入 … 賃金上昇に応じて増加
- ② 国庫負担 … 給付の増加(≒賃金上昇)に応じて増加
- ③ 積立金 … 運用収入に応じて増加
- ④ 年金給付 … 新規裁定年金の賃金スライドにより、おおむね賃金上昇に応じて増加  
→ 既裁定年金は物価スライドであるが、年金給付の長期的な動向は賃金上昇に応じて増加

# 経済要素(実質賃金上昇率、実質的な運用利回り)の前提と実績

## <実質賃金上昇率 (対物価)>

平成16年財政再計算	0.8~1.5% [1.1%]
平成21年財政検証	1.1~1.9% [1.5%]
平成26年財政検証	0.7~2.3% [1.3%]
令和元年財政検証	0.4~1.6% [1.1%]



実績 (2001~2021平均) ▲ 0.3%

労働生産性向上に伴い、実質賃金も  
上昇することを前提に設定

## <実質的な運用利回り (対賃金)>

平成16年財政再計算	0.8~1.3% [1.1%]
平成21年財政検証	1.3~1.8% [1.6%]
平成26年財政検証	1.0~1.7% [1.7%]
令和元年財政検証	0.4~1.7% [1.7%]



賃金の低迷が「実質的な運用利回り  
(対賃金)」が高い要因のひとつ

実績 (2001~2021平均) + 3.9%

注1 : 前提は長期のもの。

[ ] 内は、平成16年財政再計算は基準ケース、平成21年財政検証は経済中位ケース、平成26年財政検証はケースE、令和元年財政検証はケースⅢ

2 : 実質賃金上昇率の実績は、性・年齢構成の変動による影響を控除した標準報酬(共済分含む)上昇率であり、年金改定率の算出のものとなるもの

3 : 実質的な運用利回りの実績は、厚生年金(一元化後の共済管理分を含む)と国民年金を合わせた年金積立金全体の実績(令和3年度 積立金の管理及び運用状況に関する報告書(厚生労働省、財務省、総務省、文部科学省))。

# 経済要素(全要素生産性上昇率、労働生産性上昇率)の前提と実績

## <全要素生産性上昇率>

平成16年財政再計算	0.4~1.0% [0.7%]
平成21年財政検証	0.7~1.3% [1.0%]
平成26年財政検証	0.5~1.8% [1.0%]
令和元年財政検証	0.3~1.3% [0.9%]



実績 (2001~2021平均) +0.7%

## <労働生産性上昇率>

平成16年財政再計算	0.8~1.6% [1.1%]
平成21年財政検証	1.1~2.1% [1.6%]
平成26年財政検証	0.7~2.5% [1.4%]
令和元年財政検証	0.5~2.0% [1.4%]



実績 (2001~2021平均) +0.9%

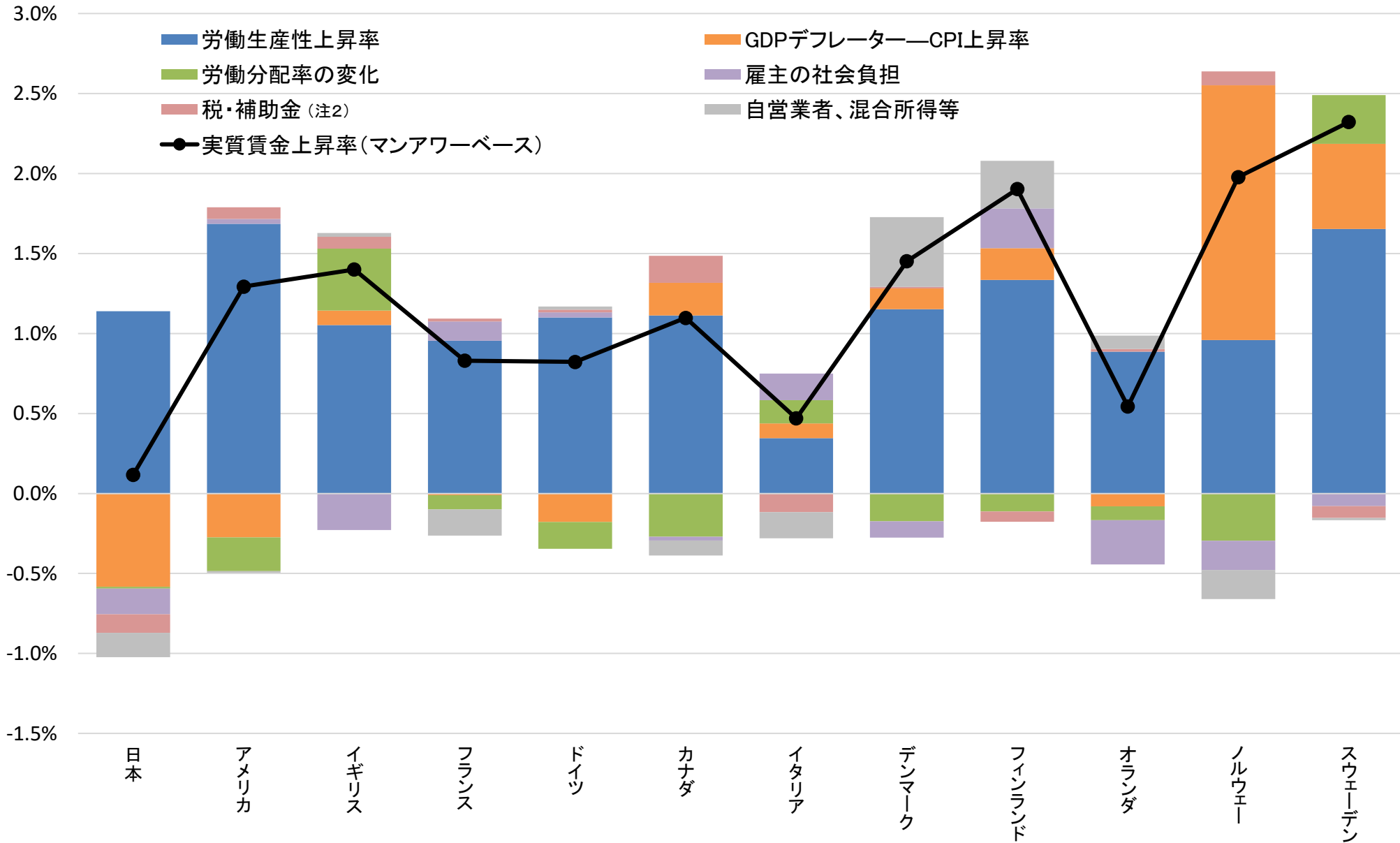
注1：前提は長期のもの。

[ ] 内は、平成16年財政再計算は基準ケース、平成21年財政検証は経済中位ケース、平成26年財政検証はケースE、令和元年財政検証はケースⅢ

2：全要素生産性上昇率の実績は、2023年4-6月期四半期別GDP速報(2次速報値)の四半期データから平均を算出している。

3：労働生産性上昇率について、平成16年財政再計算時のものは実質賃金上昇率を、それ以外は労働時間当たり実質経済成長率(対物価)としている。

# 実質賃金（マンアワーベース）の伸びの要因分解（1995～2021年の26年平均）

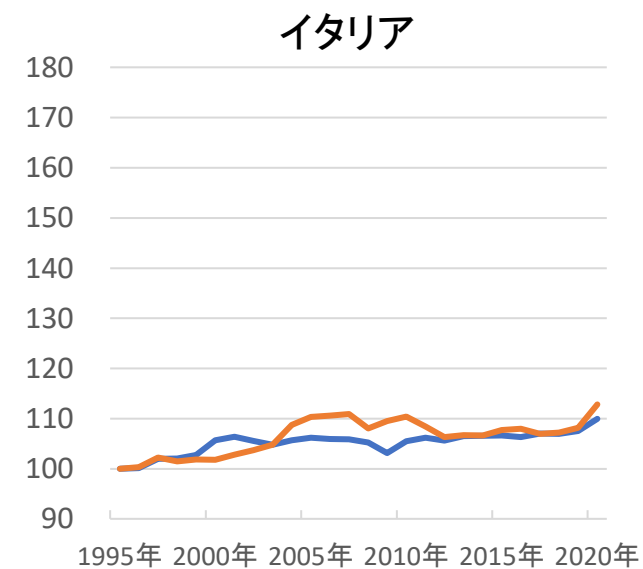
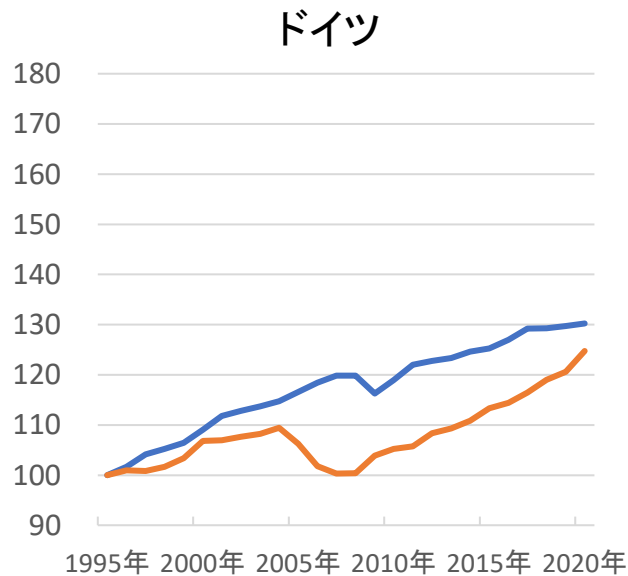
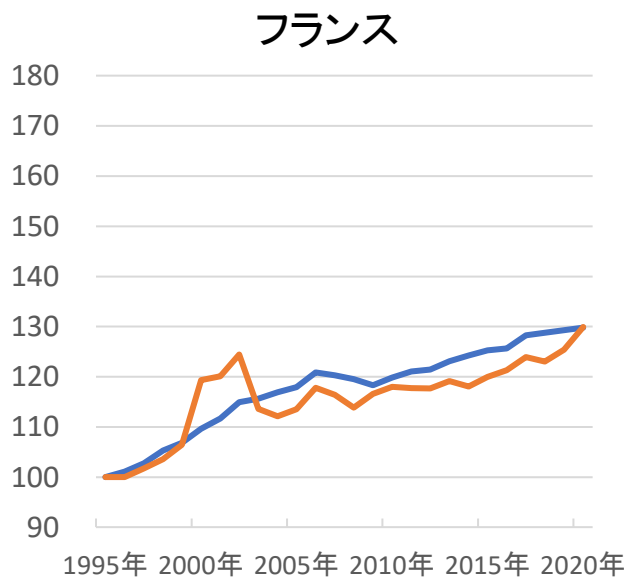
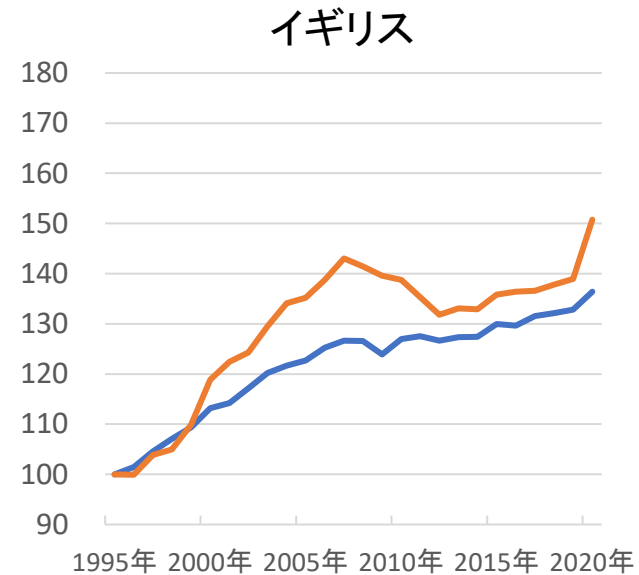
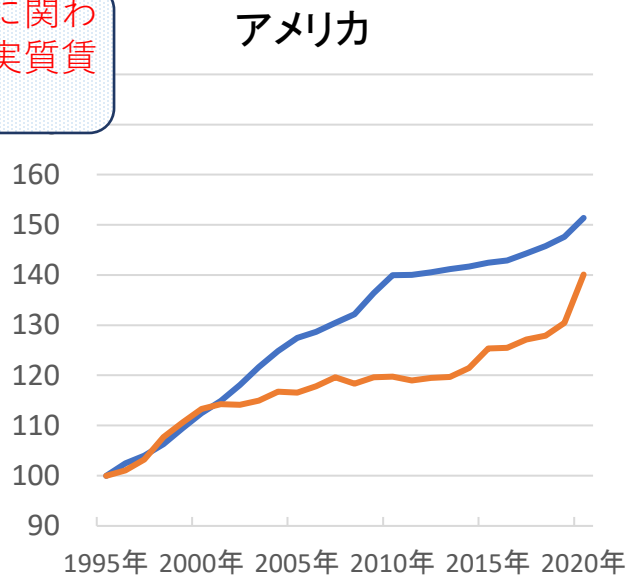
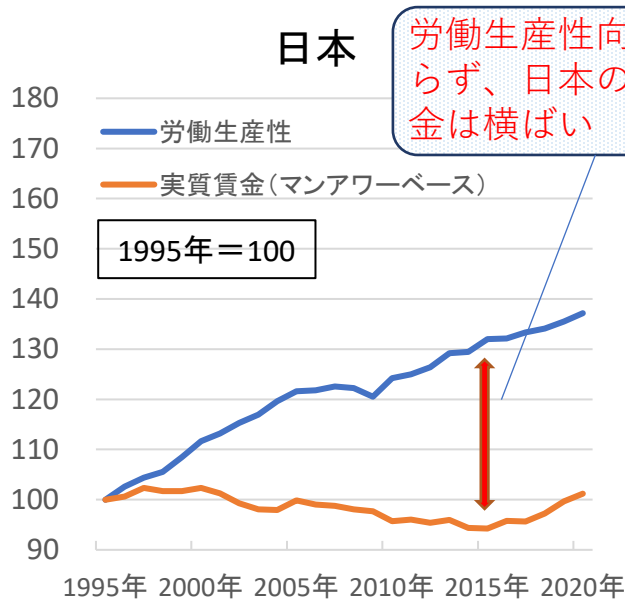


（資料）「OECD.Stat」（令和5年3月時点）

（注1） ニュージーランドについては賃金・俸給が、韓国、オーストラリア（2000年以前及び2018年以降）については雇用者数がOECDのデータから取得できないため、集計対象外としている。

（注2） 税・補助金とは、「生産・輸入品に課される税 - 補助金」のことである。

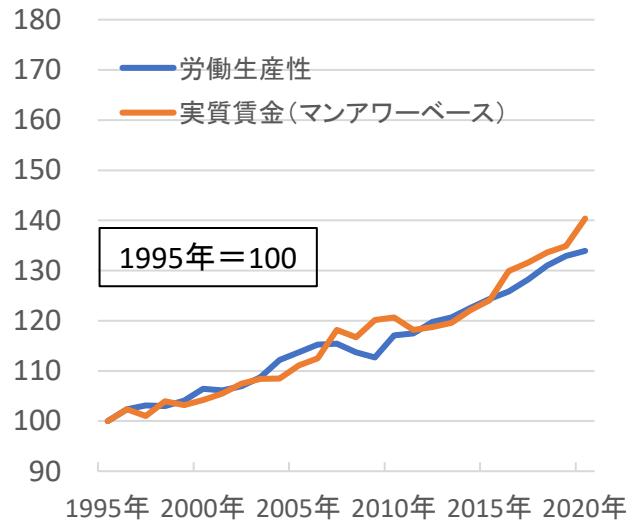
# 労働生産性と実質賃金の推移の国際比較①



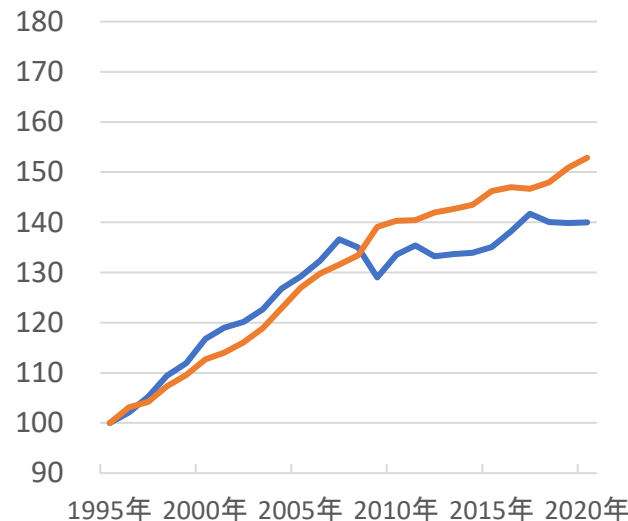
(資料) 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社の協力のもと、「OECD.Stat」を用いて年金局数理課にて作成。

# 労働生産性と実質賃金の推移の国際比較②

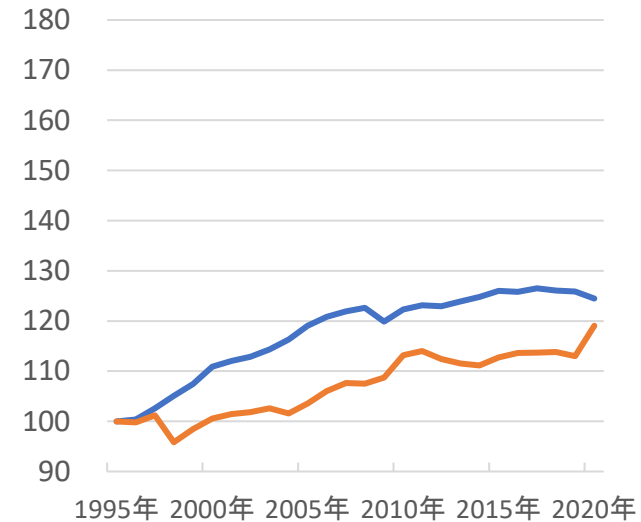
## デンマーク



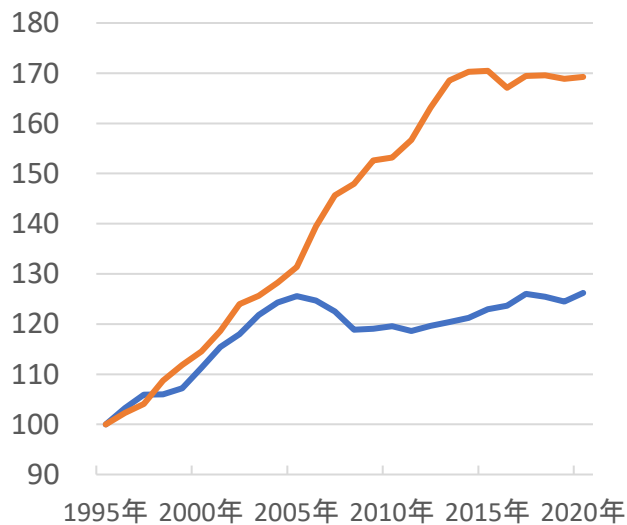
## フィンランド



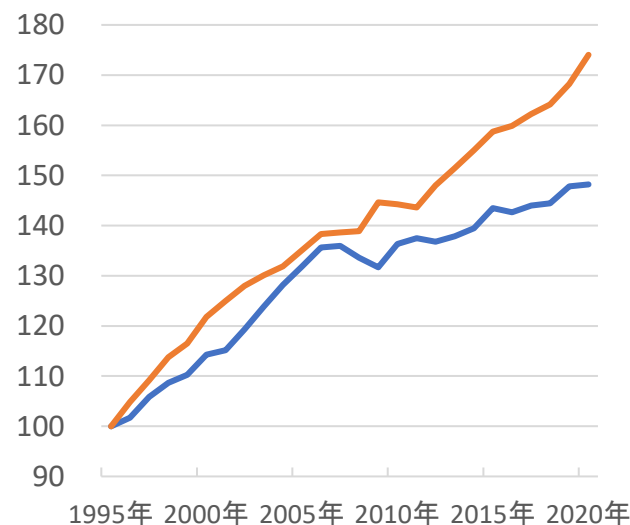
## オランダ



## ノルウェー



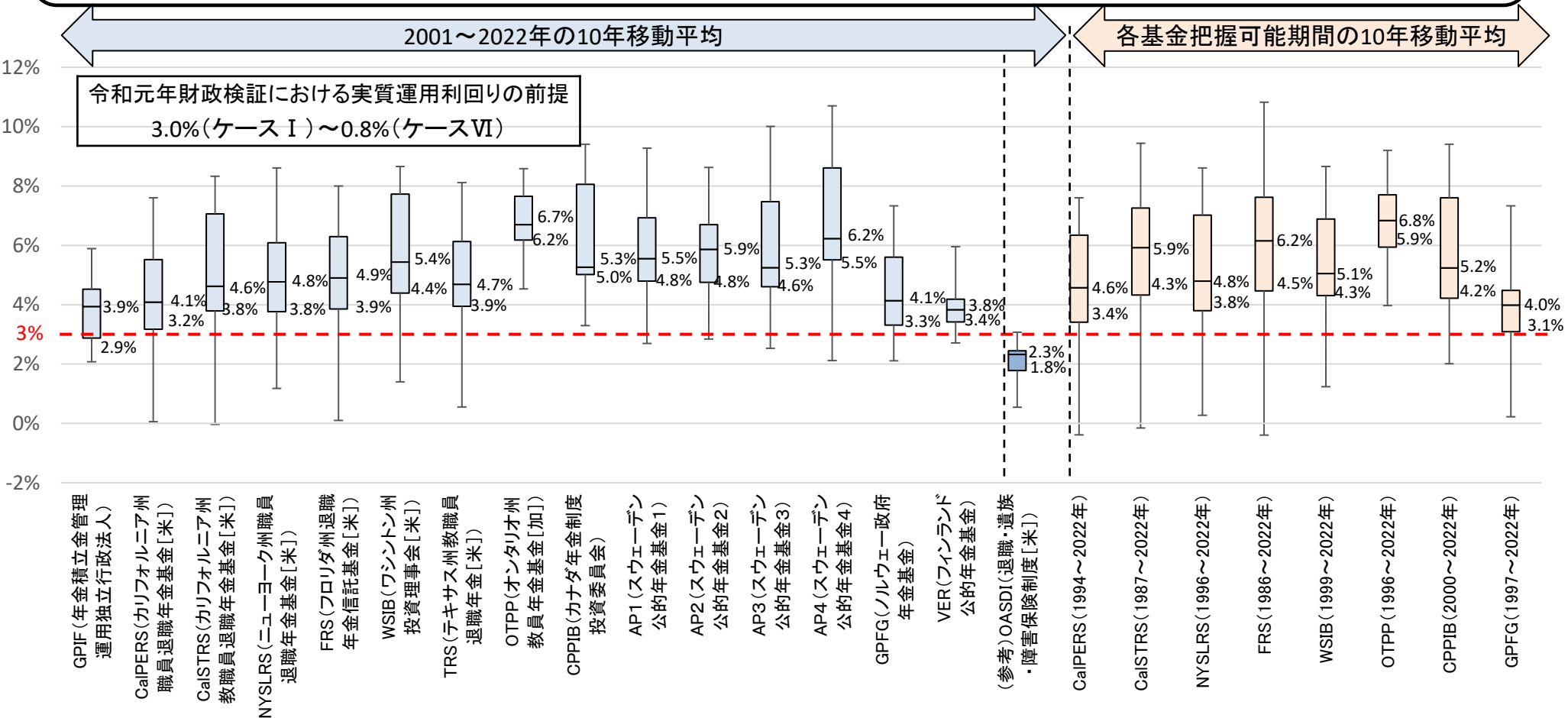
## スウェーデン



(資料) 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社の協力のもと、「OECD.Stat」を用いて年金局数理課にて作成。

# 実質運用利回り(対物価) 10年移動平均(2001~2022年)

- 国内外の市場運用を行っている年金基金等の実質運用利回り(10年移動平均)をみると、令和元年財政検証における長期の前提(3.0~0.8%)を概ね上回っている。
- GPIFは、他の年金基金等よりもリスク性資産の保有比率が比較的小さいため、運用利回りが低い傾向にあるが、変動幅も小さくなっている。



注1 各基金の名目運用利回りは当該基金の公表資料による。また、GPIFは四半期別の運用利回りの年率換算である。なお、AP1については、2002年~2022年の移動平均値である。

注2 運用利回りは、GPIF、NYSLRS、AP2、GPFPGはコスト控除前、左記以外はコスト控除後のものである。なお、GPIFにおける2012年度以降の手数料の最大値は0.04%(2020年度)となっている。また、各国で無リスク金利の水準が異なっていることに留意が必要。

注3 GPIFの基本ポートフォリオは、2014年10月に大きな変更があったことに留意が必要。

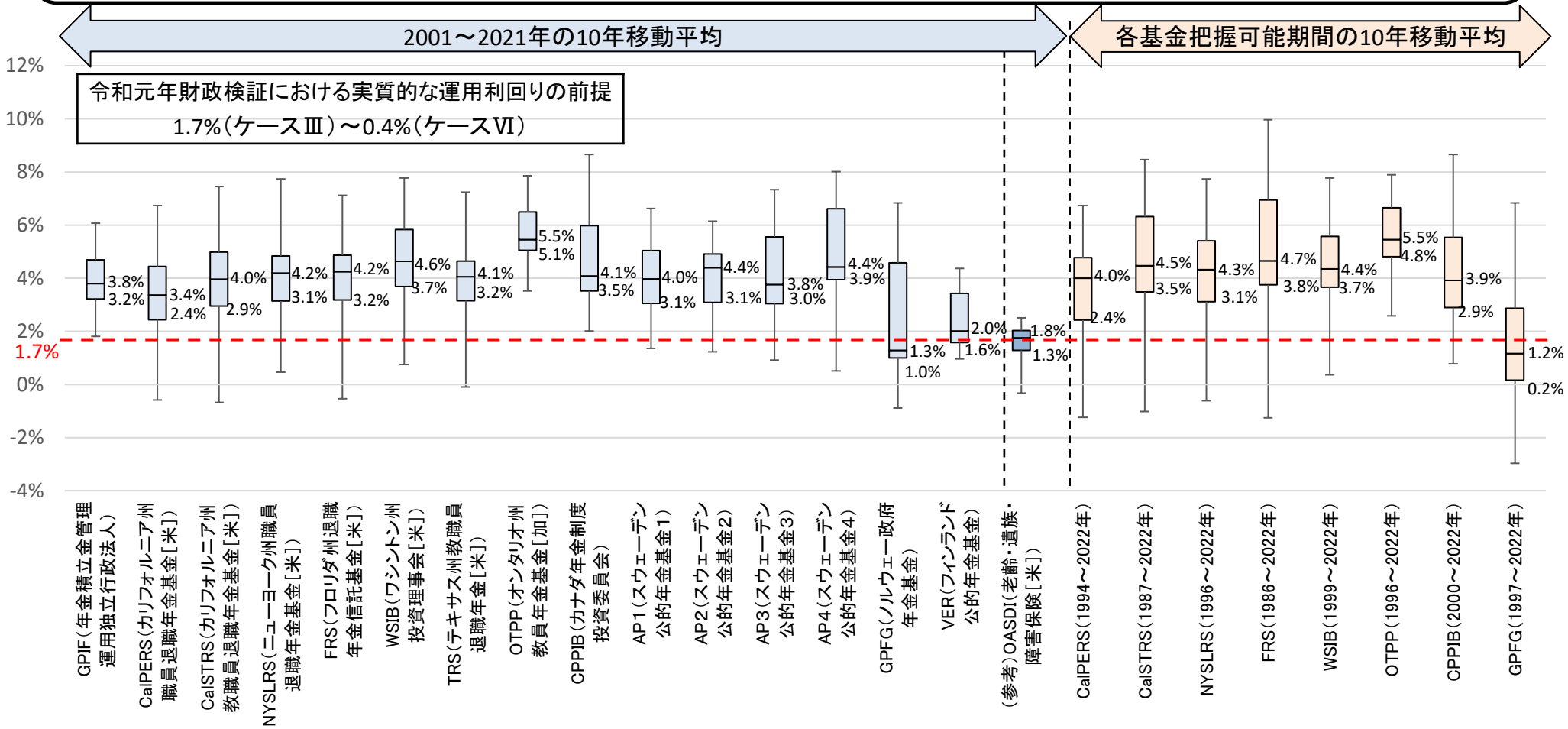
注4 実質化する際に用いる物価上昇率は日本以外については、OECDの四半期別物価上昇率を基に、各基金の会計年度に合致するように物価上昇率を作成している。日本については、総務省が公表している「消費者物価指数」における四半期別物価上昇率を年率換算している。

注5 箱の横線は上からそれぞれ上位25、50、75%タイル値であり、ひげの上下端は最大値及び最小値である。



# 実質的な運用利回り(対賃金) 10年移動平均(2001~2021年)

- 国内外の市場運用を行っている年金基金等の実質的な運用利回り(10年移動平均)をみると、令和元年財政検証における長期の前提(1.7~0.4%)を概ね上回っている。
- GPIFは、他の年金基金等よりもリスク性資産の保有比率が比較的小さいため、変動幅が小さくなっている。



注1 各基金の名目運用利回りは当該基金の公表資料による。また、GPIFは資産全体の運用利回りである。なお、AP1については、2002年~2021年の移動平均値である。

注2 運用利回りは、GPIF、NYSLRS、AP2、GPFPGはコスト控除前、左記以外はコスト控除後のものである。なお、GPIFにおける2012年度以降の手数料の最大値は0.04%(2020年度)となっている。また、各国で無リスク金利の水準が異なっていることに留意が必要。

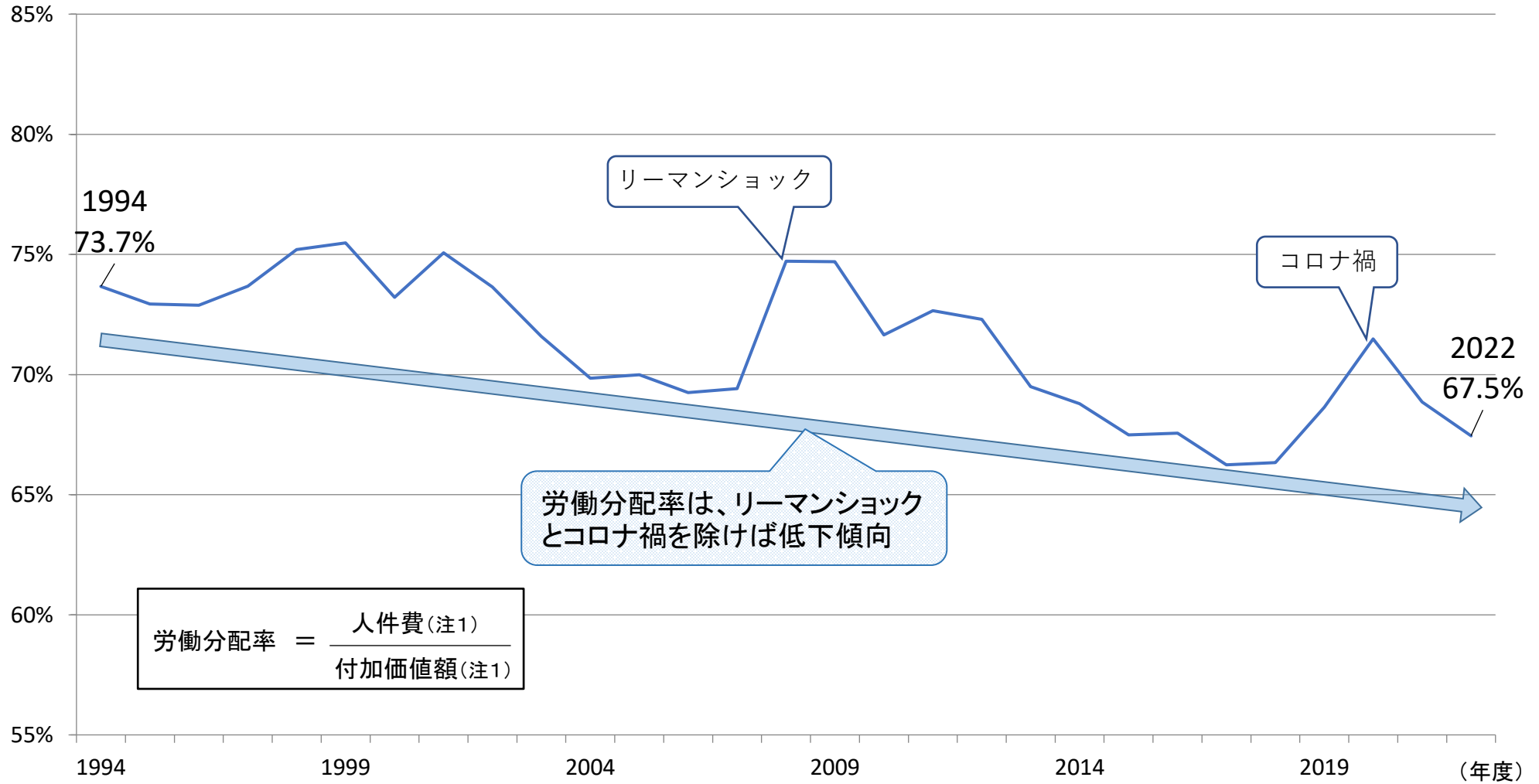
注3 GPIFの基本ポートフォリオは、2014年10月に大きな変更があったことに留意が必要。

注4 実質化する際に用いる賃金上昇率は、日本以外については、OECDの「国民経済計算」に基づく賃金・俸給を雇用者数及び雇用者1人当たり平均労働時間で除することにより作成し、さらに、各基金の会計年度に合うように補正をしている。また、日本については、性・年齢構成の変動による影響を控除した標準報酬上昇率(共済組合分を含む)であり、年金改定率の基となっているものである。

注5 箱の横線は上からそれぞれ上位25、50、75%タイル値であり、ひげの上下端は最大値及び最小値である。

# 法人企業の労働分配率の推移

## 【法人企業統計調査(全産業(金融業、保険業を除く))】



【資料】「法人企業統計調査」(財務省)

注1: 法人企業統計における人件費とは、従業員給与、従業員賞与、役員給与、役員賞与及び福利厚生費の合計のことであり、付加価値額とは、人件費、支払利息等、動産・不動産賃貸料、租税公課及び営業純益の合計のことである。

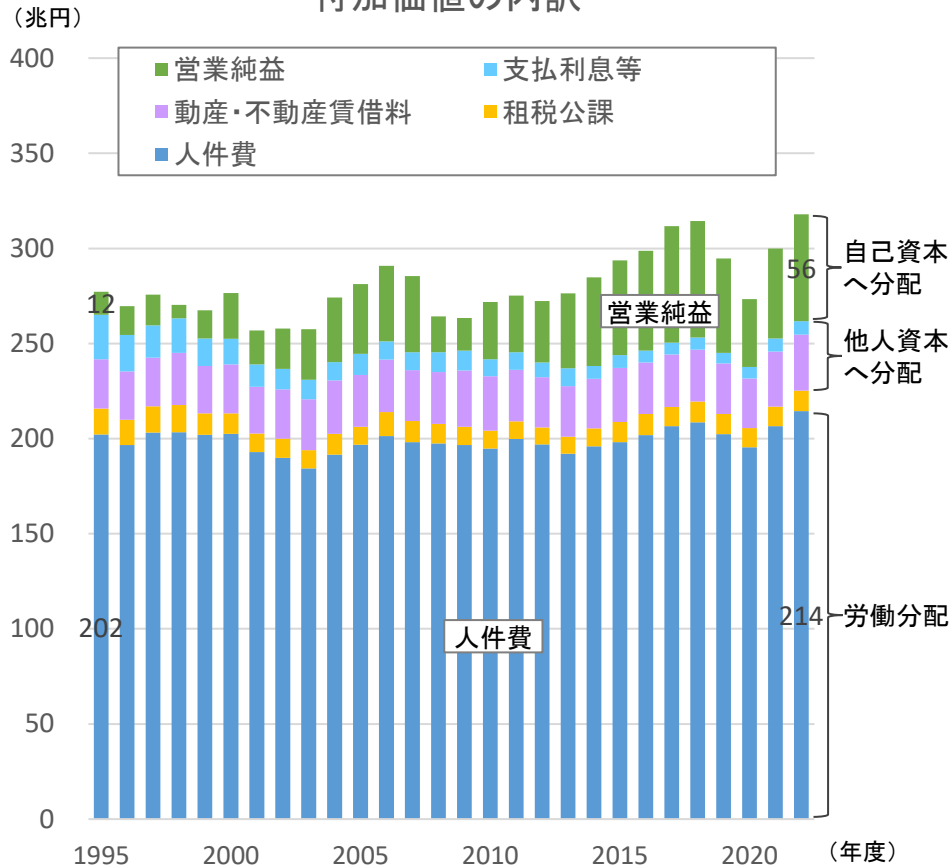
注2: 2006年度調査以前の法人企業統計については、役員賞与は利益処分項目であったため、人件費及び付加価値には含まれていない。

# 法人企業の収益等の推移

○ 人件費が横ばいで推移する一方、自己資本への分配に相当する営業純益は大きく増加

○ 営業利益の増加に加え、営業外の損益や特別損益がプラスに寄与し、当期純利益（税引前）が大きく増加

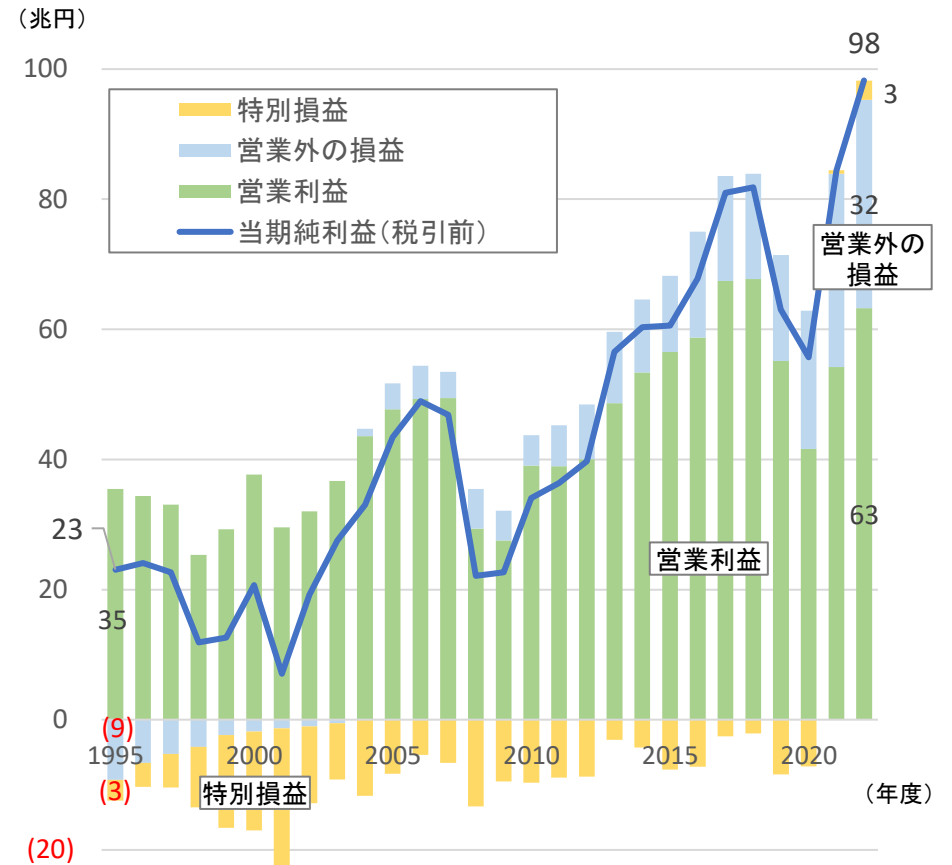
## 付加価値の内訳



付加価値 = 人件費 + 支払利息等 + 動産・不動産賃借料 + 租税公課 + 営業純益

営業純益 = 営業利益 - 支払利息等

## 当期純利益(税引前)の内訳



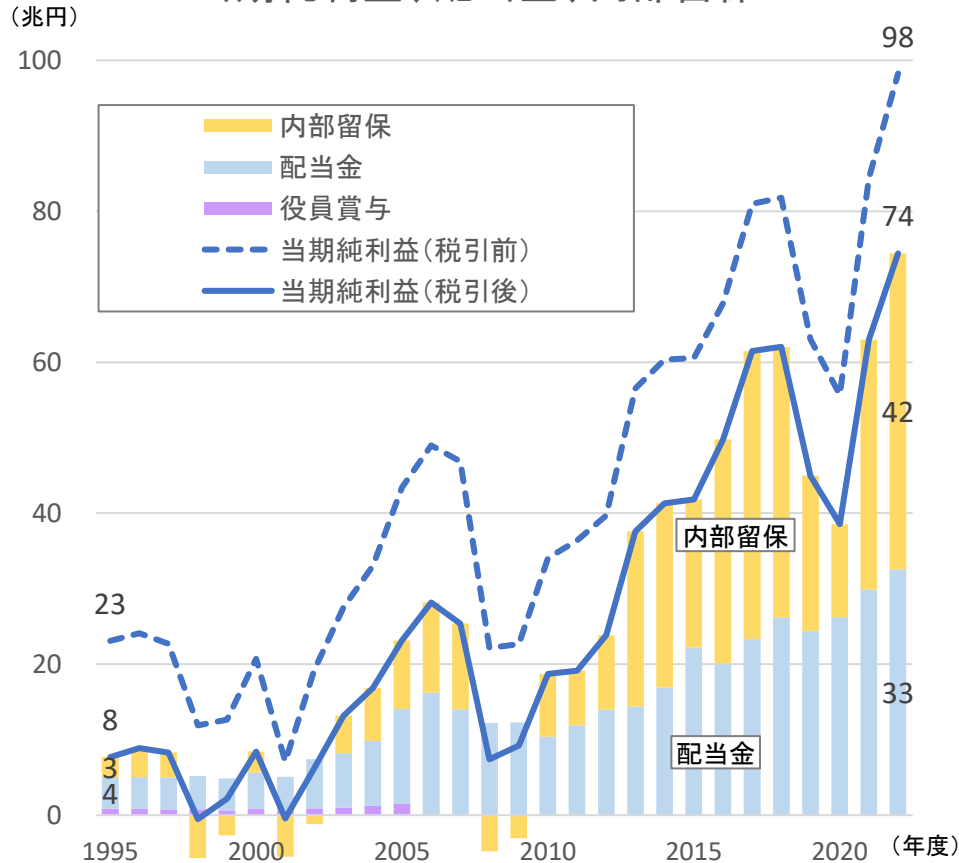
当期純利益(税引前) = 営業利益 + 営業外の損益 + 特別損益

営業外の損益 = 営業外収益 - 営業外費用

# 法人企業の純利益、純資産等の推移

○ 当期純利益（税引後）の増加に伴い、配当金、内部留保が大きく増加

## 当期純利益、配当金、内部留保



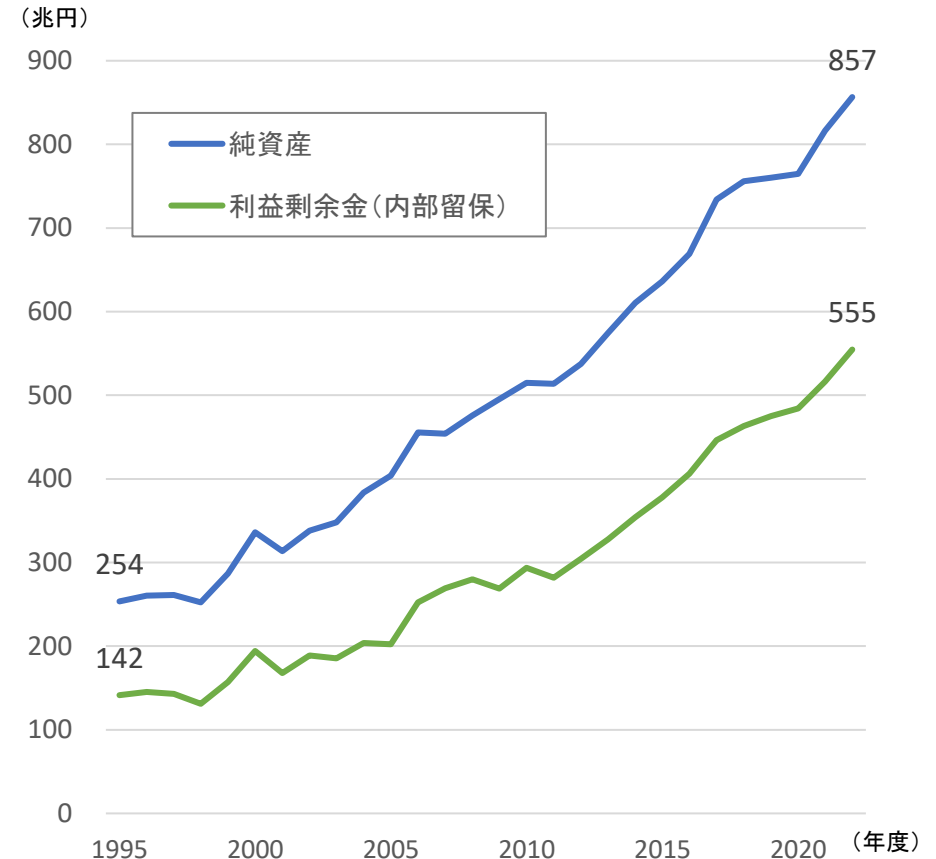
当期純利益(税引後) = 当期純利益(税引前) - 法人税・住民税等

内部留保 = 当期純利益(税引後) - 配当金 - 役員賞与(※)

※ 役員賞与は2006年度調査以前では利益処分項目であったが、以降は費用項目となったため当期純利益に含まれない。

○ 純資産、及びその内訳である利益剰余金（内部留保）が大きく増加

## 純資産、利益剰余金(内部留保)



純資産 = 総資産 - 負債

※ 利益剰余金は、貸借対照表の純資産の部に計上。いわゆる(ストックの)内部留保の金額として広く用いられる。

# これまでの財政検証の経済前提について

## 前提と実績の比較

- ◆現在の経済前提の設定の枠組みが導入された2004年財政再計算以降、年金財政において重要な要素である「実質賃金上昇率（対物価）」と「実質的な運用利回り（対賃金）」について、長期の前提と実績（2001～2021年度）と比較すると、
  - ・実質賃金上昇率（対物価）は、実績より高く、
  - ・実質的な運用利回り（対賃金）は、実績より低く設定されてきた。

## 乖離の要因

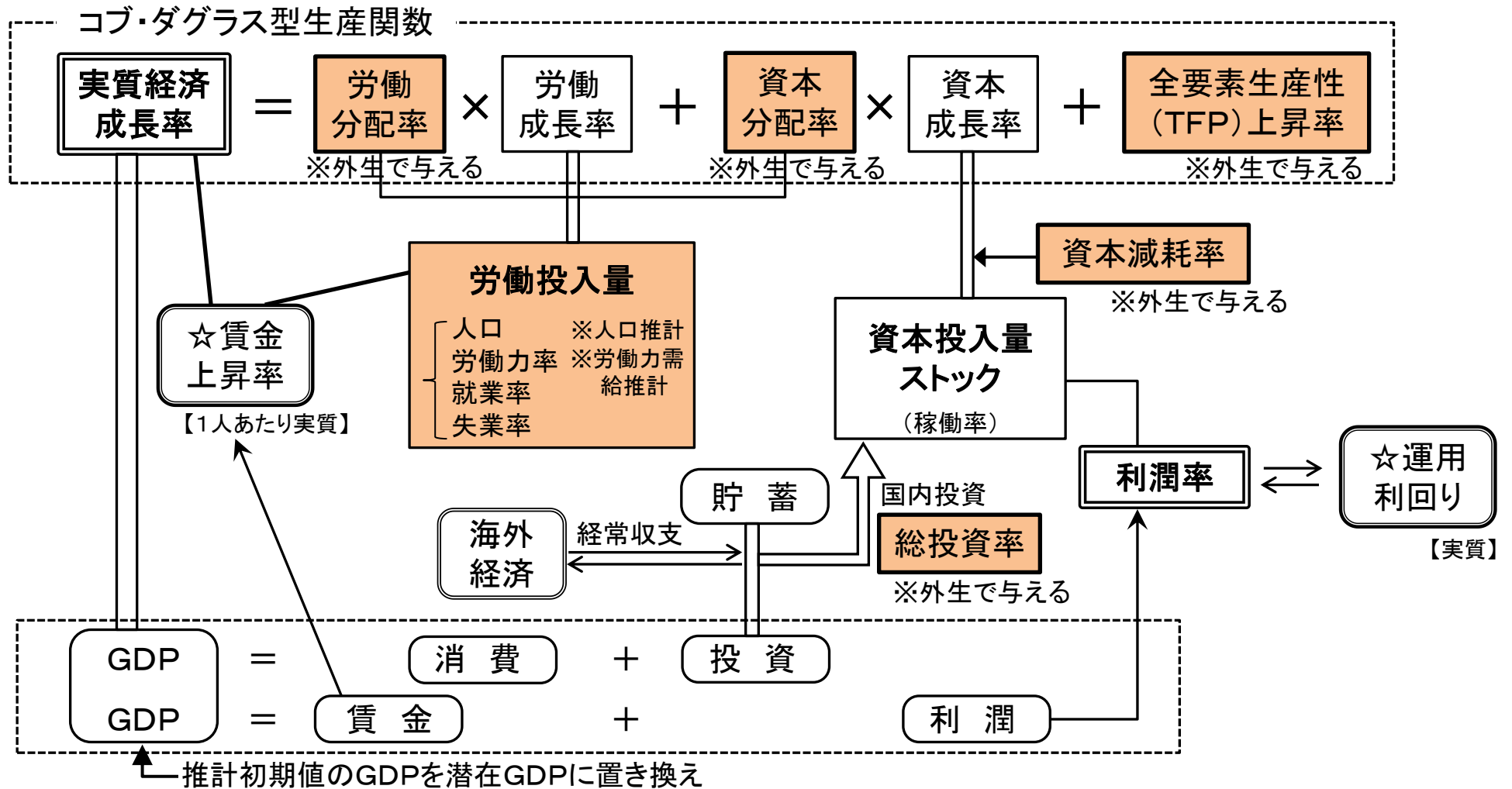
- ◆バブル崩壊後の日本経済は、労働生産性は向上したものの実質賃金はおおむね横ばいで推移。一方、過去の財政検証においては、労働生産性向上に伴い実質賃金も上昇すると仮定したため、実質賃金上昇率の実績が前提を下回る結果となった。
- ◆実質賃金上昇率の低迷は、実質的な運用利回り（対賃金）上昇に寄与し、実質的な運用利回りの実績が前提を上回る一因となった。
- ◆さらに、GPIFの国内の主な投資対象となる法人企業の収益をみると、人件費がおおむね横ばいで推移する中、純利益、純資産が増加したことも、実質的な運用利回りの実績が前提を上回る一因となった。

## 今回の設定にあたっての視点

- ◆先進諸国において労働生産性向上と実質賃金上昇率の関係を調べたところ、日本以外の国では一定の乖離はあるものの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。
- ◆日本の将来を考えると、女性や高齢者の就業率が高い水準に到達する中、労働力不足が続くことが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なければならないとの指摘がある。
- ◆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。
- ◆実質的な運用利回り（対賃金）について、国内外の市場運用を行っている年金基金等の長期の実績は、これまでに設定してきた財政検証の前提をおおむね上回っている。
- ◆将来、日本の実質賃金が上昇に転じた場合、実質的な運用利回り（対賃金）にマイナスに寄与するが、実質賃金の上昇がみられた先進諸国においても、これまでの財政検証の前提を上回っている。また、GPIFは国外の年金基金と同様に長期分散投資によりグローバルな運用を実施している。

## (4) 長期の経済前提に用いる経済モデルの建て方等

# 長期の経済前提の設定に用いる経済モデル(概念図・フローチャート) (2019年財政検証)



※ 経済モデルは実質ベースで推計され、物価上昇率を外生で与えて名目値が計算される。

## (参考)2019年財政検証におけるパラメータ設定の考え方について

- 我が国の社会経済環境へ大きな影響があると考えられる出来事として、リーマンショック(2008～2009)、東日本大震災(2011～2012)等があった。
- これまでの財政検証の経済前提の設定においては、恣意的な前提であるとの誤解が生じないように超長期の視点にたち、過去の実績を基礎として長期間の平均や分布から設定することを基本的な考え方としており、前回の2019年財政検証の経済前提の設定に当たっても、特定の時期のデータを除外するといった特別な処理は行っていない。

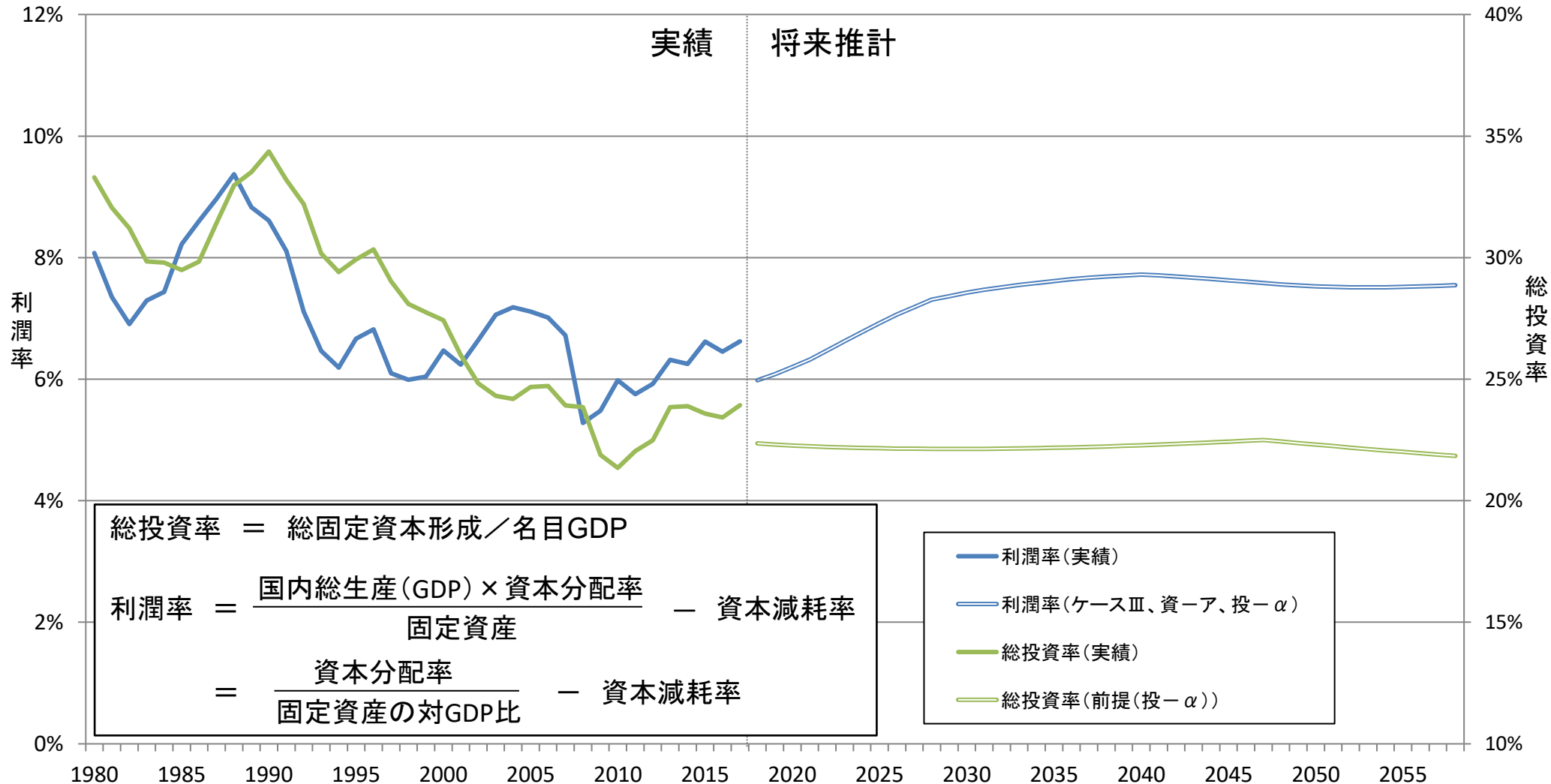
令和元年財政検証におけるケース設定		経済モデルの要素				物価上昇率
足下の前提 (内閣府試算)	労働力需給 の推計 (JILPT)	全要素生産性 (TFP)上昇率 過去30年の実績及び 内閣府試算と整合的に設定	実質運用利回り 市場運用開始後の 10年移動平均	資本分配率 資本減耗率		
ケースⅠ	成長実現 ケース	経済成長と 労働参加が 進むケース	(1988年～2017年) 上位約20%タイルをカバー 1.3% ※成長実現ケースの仮定	上位70%タイルをカ バー 2.3%	過去30年平均値 (1988年～2017年) 資本分配率 42.7% 資本減耗率 7.3%	2.0% ※日本銀行「物価安定の目標」 内閣府試算 成長実現ケース
ケースⅡ			上位約40%タイルをカバー 1.1%			1.6%
ケースⅢ			上位約60%タイルをカバー 0.9%			1.2%
ケースⅣ	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	上位約70%タイルをカバー 0.8% ※ベースラインケースの仮定	上位80%タイルをカ バー 1.8%	過去10年平均値 (2008年～2017年) 資本分配率 43.4% 資本減耗率 7.0%	1.1% ※内閣府試算 ベースラインケース
ケースⅤ			上位約80%タイルをカバー 0.6%			0.8%
ケースⅥ			経済成長と 労働参加が 進まないケース			上位100%タイルをカバー 0.3%



## (5) 総投資率の設定方法 (利潤率との相関関係)

# 総投資率と利潤率の推移(2019年財政検証(ケースⅢ、投-α))

- 総投資率と利潤率の実績をみると、両者はおおむね同様に変動している。
- 将来の総投資率の設定が投-αの場合、将来の総投資率は概ね横ばいの見通しとなっており、その結果、利潤率についても2030年代以降、一定の水準に収束する見通しとなっている。

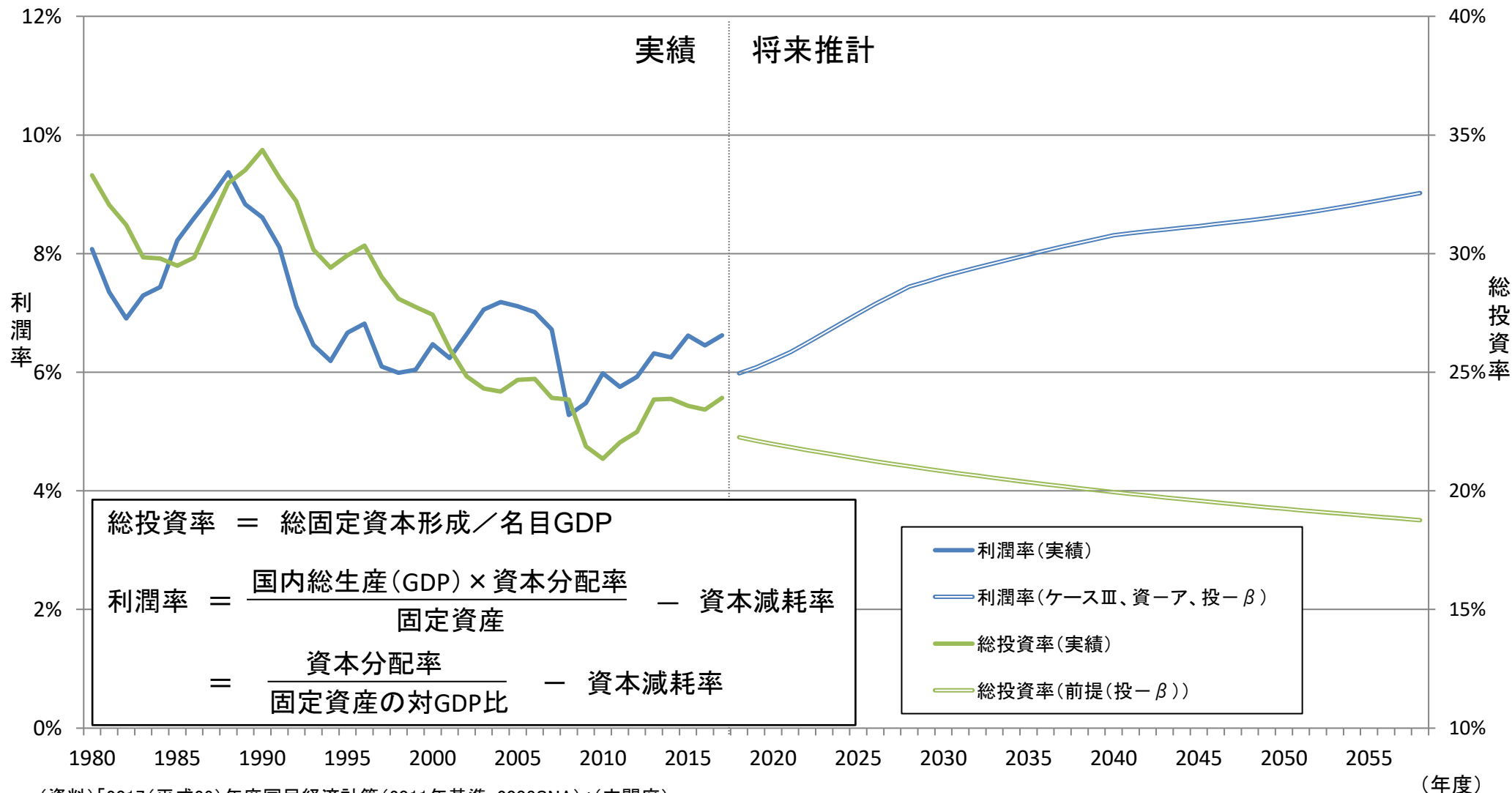


(資料)「2017(平成29)年度国民経済計算(2011年基準・2008SNA)」(内閣府)

(注)1993年度以前の利潤率は、2019年財政検証時の専門委員会において遡及推計した値である。

# 総投資率と利潤率の推移(2019年財政検証(ケースⅢ、投-β))

- 総投資率と利潤率の実績をみると、両者はおおむね同様に変動している。
- 将来の総投資率の設定が投-βの場合、将来の総投資率は低下し続ける見通しとなっている一方、利潤率については上昇し続ける見通しとなっている。



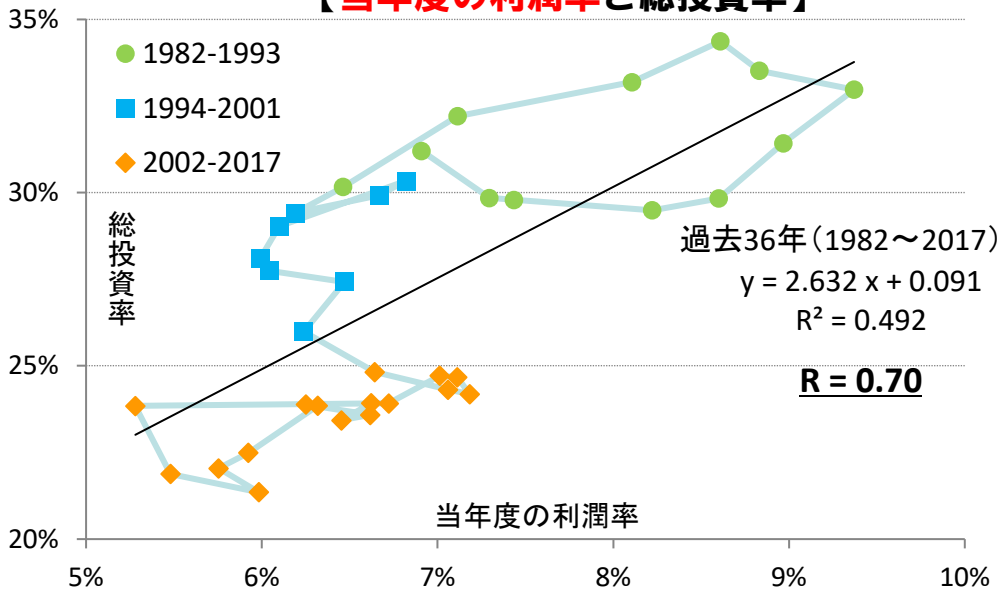
(資料)「2017(平成29)年度国民経済計算(2011年基準・2008SNA)」(内閣府)  
 (注)1993年度以前の利潤率は、2019年財政検証時の専門委員会において遡及推計した値である。

# 総投資率と利潤率の相関①(2019年財政検証ベース)

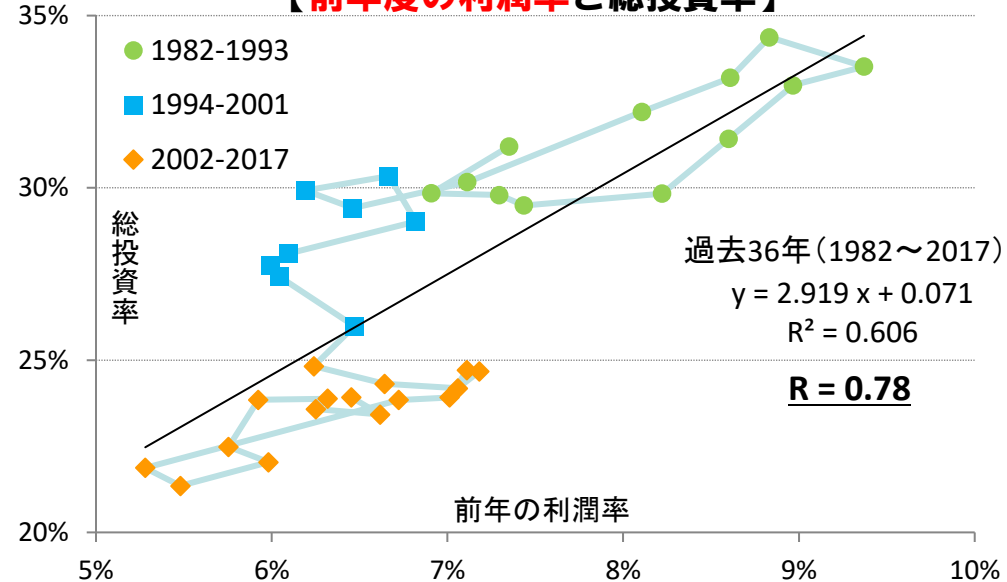
2019年財政検証に用いた国民経済計算を基に、総投資率と当年度、前年度、前々年度の利潤率との相関をみると、総投資率と利潤率の間には一定の相関が見られる。

また、相関係数を比較すると、当年度の利潤率との相関と比較して、前年度又は前々年度の利潤率との相関の方が高い。

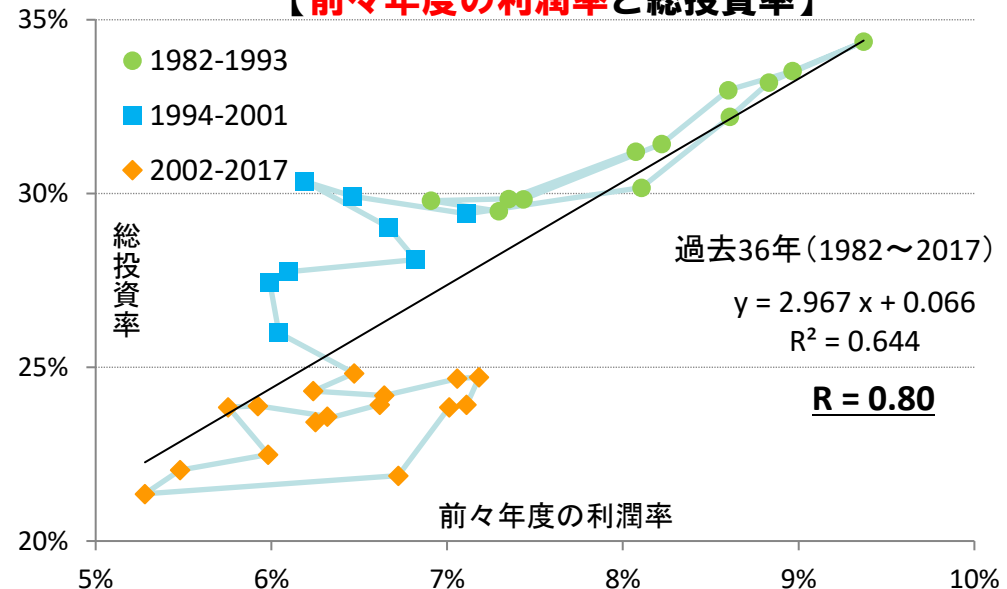
## 【当年度の利潤率と総投資率】



## 【前年度の利潤率と総投資率】



## 【前々年度の利潤率と総投資率】



(資料)「2017(平成29)年度国民経済計算(2011年基準・2008SNA)」(内閣府)

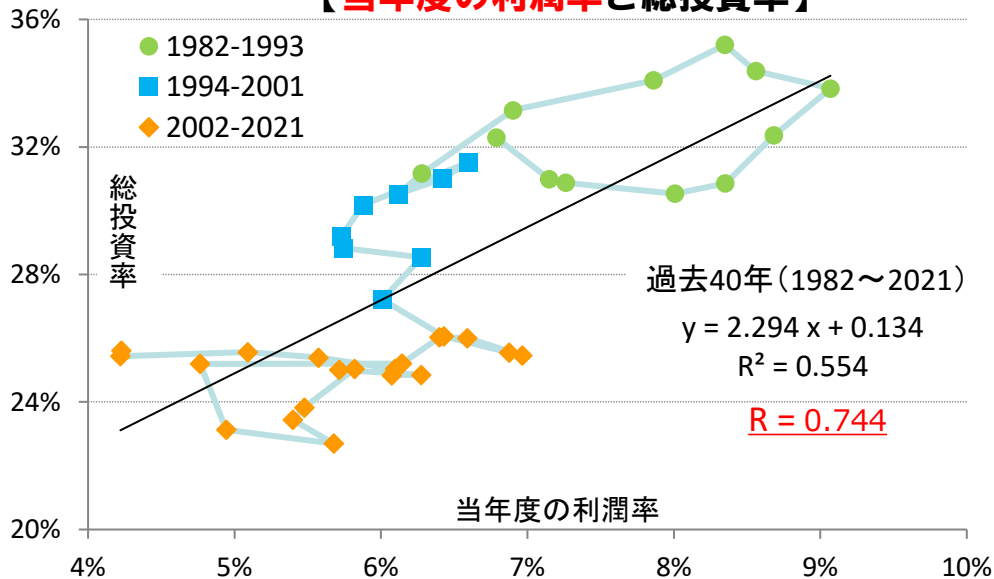
(注)1993年度以前の利潤率は、2019年財政検証時の専門委員会において遡及推計した値である。

## 総投資率と利潤率の相関②(2015年基準)

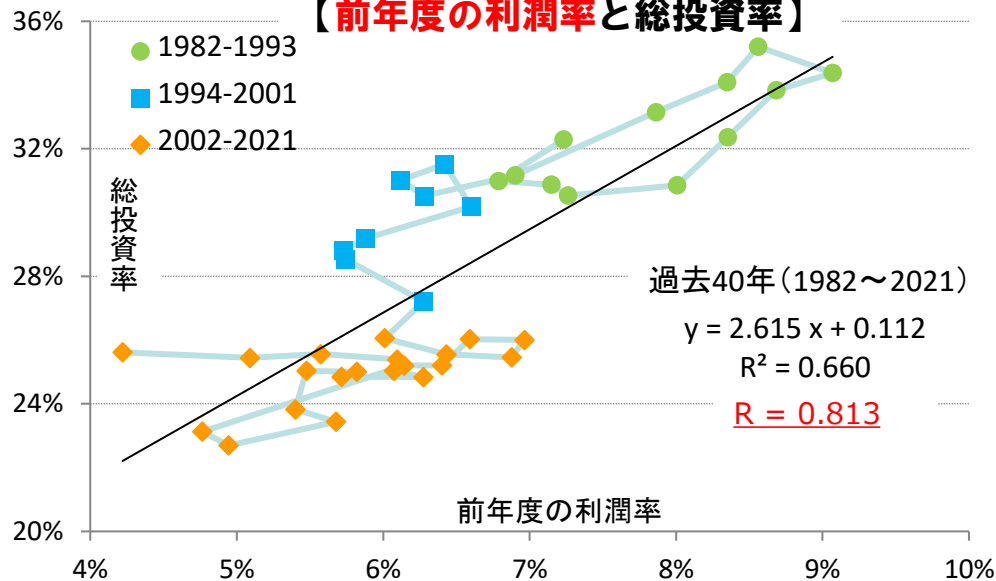
直近の国民経済計算(2015年基準)を基に、総投資率と利潤率の相関をみても、2019年財政検証時点(国民経済計算は2011年基準)と同様の傾向が見られる。

また、相関係数を比較すると、当年度の利潤率との相関と比較して、前年度又は前々年度の利潤率との相関の方が高い。

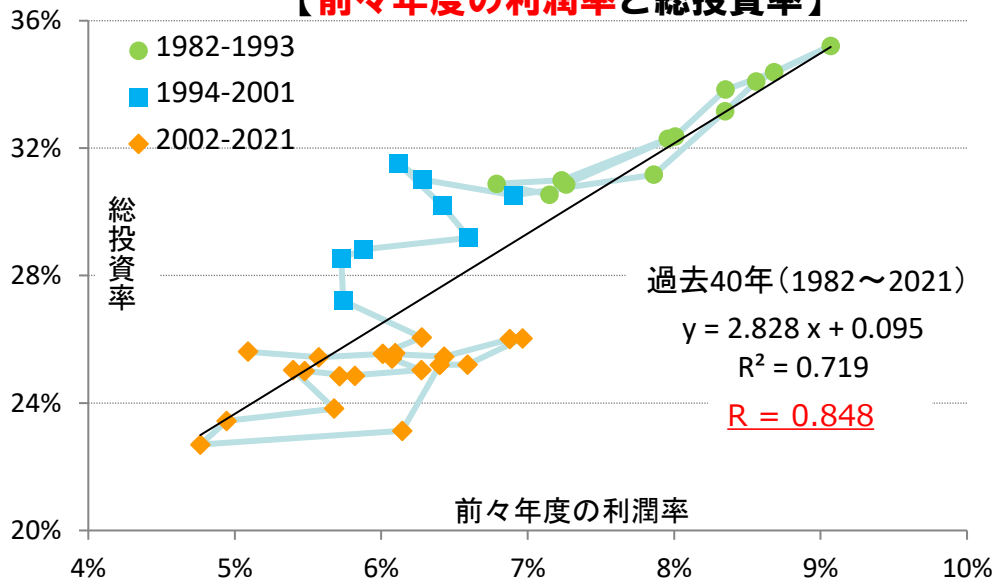
### 【当年度の利潤率と総投資率】



### 【前年度の利潤率と総投資率】



### 【前々年度の利潤率と総投資率】

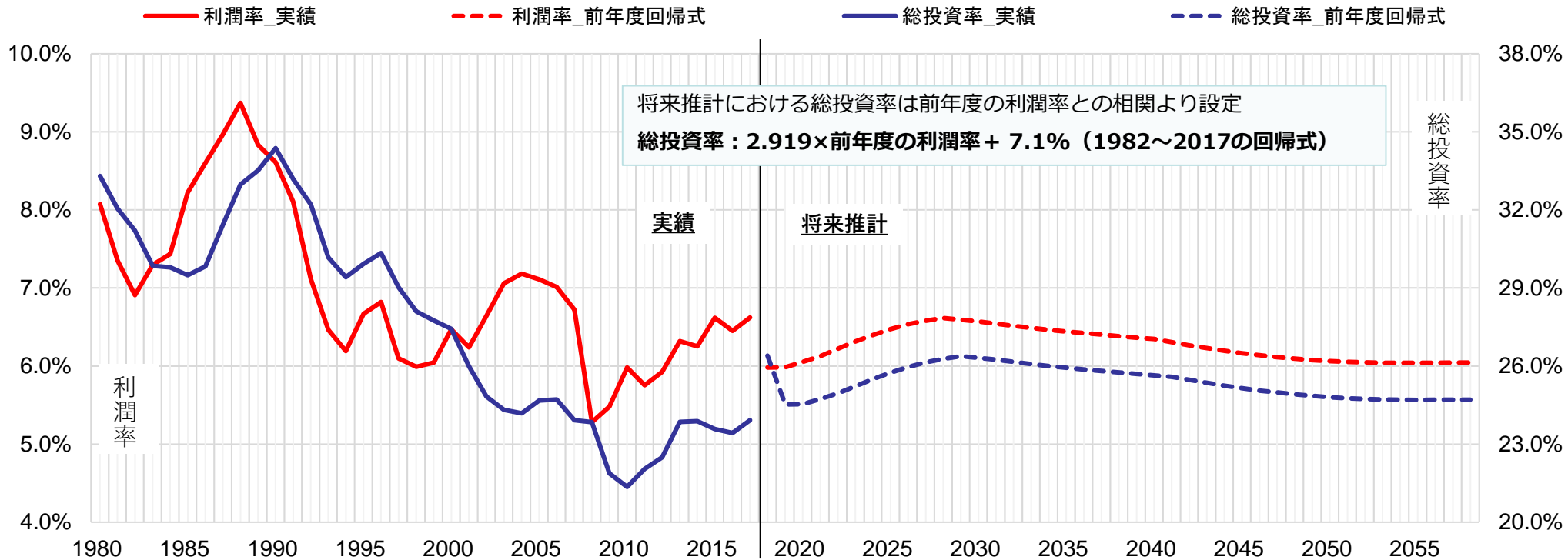


(資料)「2021(令和3)年度国民経済計算(2015年基準・2008SNA)」(内閣府)  
 (注) 1993年度以前の利潤率は、2019年財政検証時と同様の手法で遡及推計した値である。

# 利潤率と総投資率の推移(2019年財政検証ベース)

- 総投資率と利潤率に一定の相関があることを踏まえ、回帰式を基に前年度の利潤率から当年度の総投資率を推計するよう、総投資率の設定方法を見直して将来の総投資率、利潤率を試算すると、総投資率と利潤率の動向は概ね同様のものとなった。

## 【前年度の利潤率と総投資率】



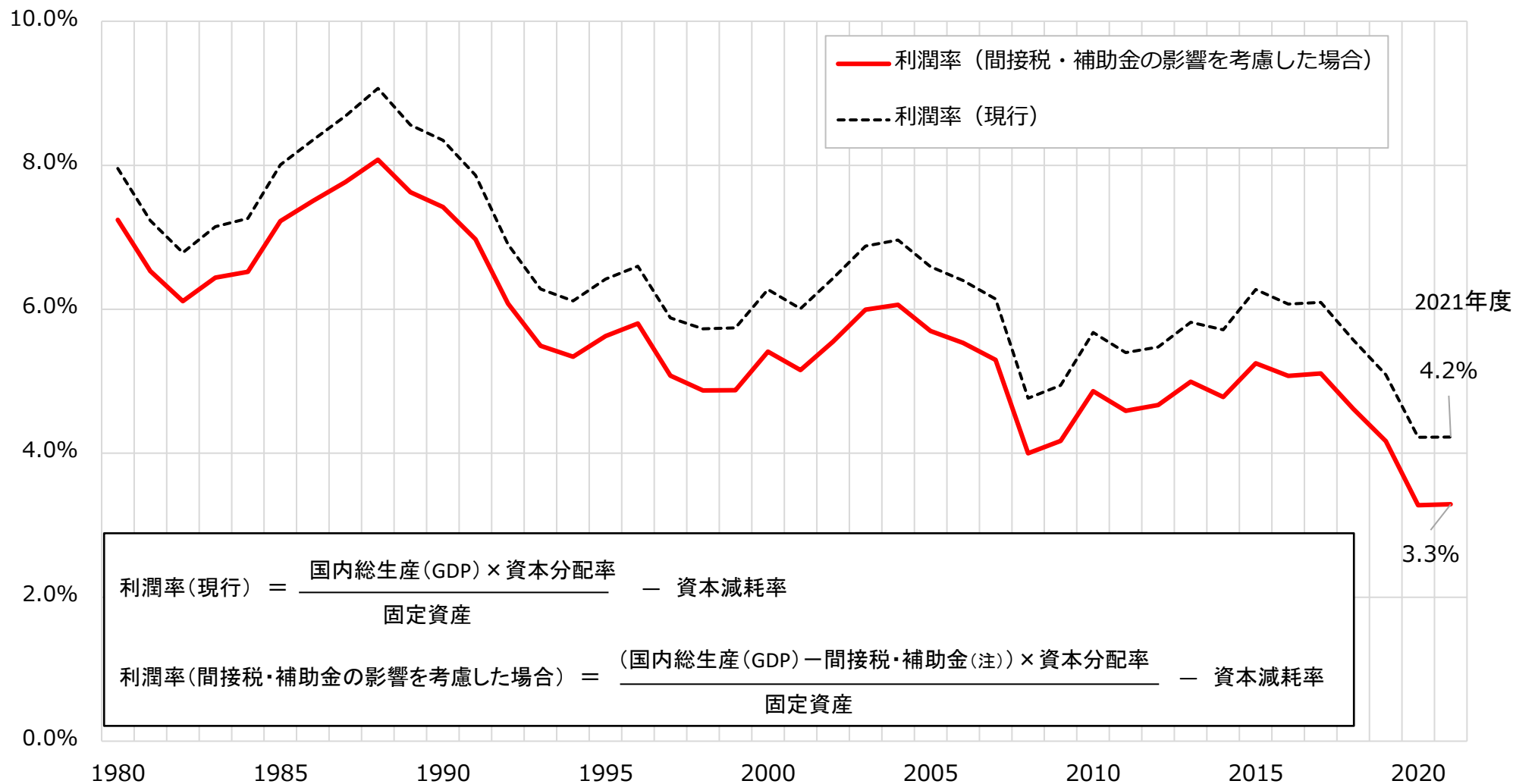
(資料)「2017(平成29)年度国民経済計算(2011年基準・2008SNA)」(内閣府)

(注)1993年度以前の利潤率は、2019年財政検証時の専門委員会において遡及推計した値である。

(6) 利潤率の計算式  
(間接税及び補助金の扱い)

# 間接税・補助金の影響を考慮した利潤率

○ 利潤率は間接税・補助金を考慮するとその分低下する。



(資料)「2021(令和3)年度国民経済計算(2015年基準・2008SNA)」(内閣府)

(注1) 1993年度以前の利潤率(間接税・補助金の影響を考慮した場合)は、2019年財政検証時の専門委員会における遡及推計の方法により「生産・輸入品に課される税」及び「補助金」を推計し、それをGDPから控除したのから算出したもの。

(注2) 間接税・補助金とは、「生産・輸入品に課される税 - 補助金」のことである。



# 総投資率と利潤率の相関 間接税・補助金の影響を考慮した場合(2019年財政検証ベース)

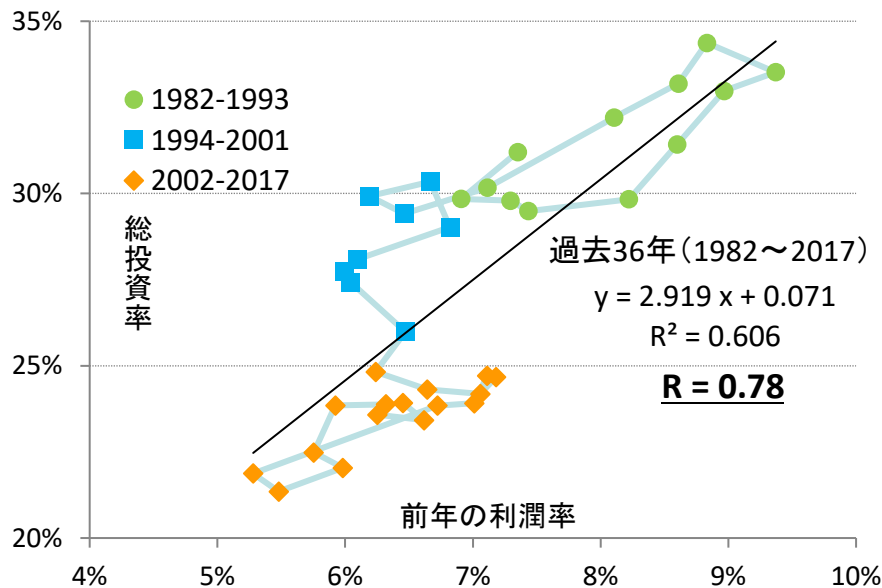
○ 間接税と補助金を考慮して算定した利潤率と総投資率との相関は、間接税と補助金を含む場合と比べて高くなっている。

$$\text{利潤率(現行)} = \frac{\text{国内総生産(GDP)} \times \text{資本分配率}}{\text{固定資産}} - \text{資本減耗率}$$

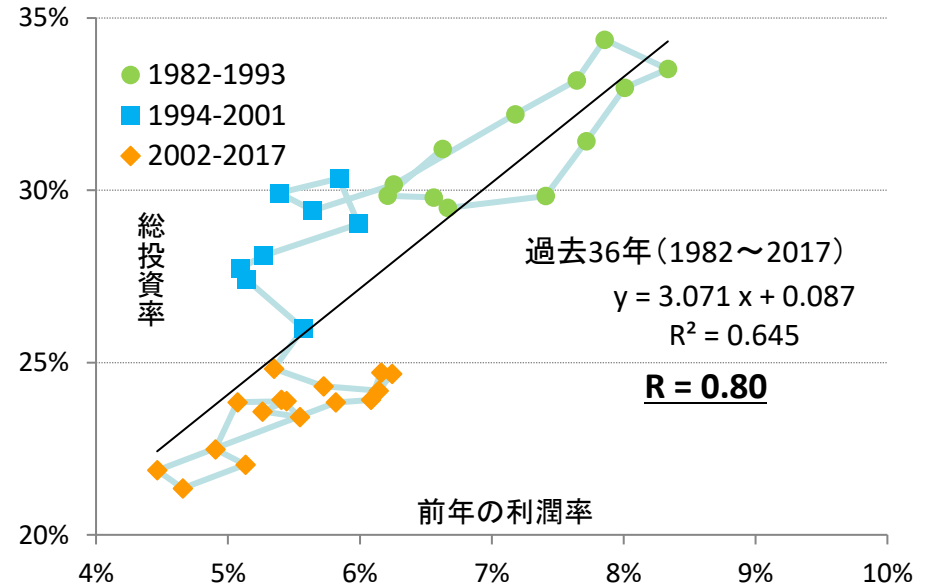
$$\text{利潤率(間接税・補助金の影響を考慮した場合)} = \frac{(\text{国内総生産(GDP)} - \text{間接税} \cdot \text{補助金(注)}) \times \text{資本分配率}}{\text{固定資産}} - \text{資本減耗率}$$

## 【前年度の利潤率と総投資率】

### 【現行】



### 利潤率の計算式を見直した場合



(資料)「2017(平成29)年度国民経済計算(2011年基準・2008SNA)」(内閣府)

(注1) 1993年度以前の利潤率(間接税・補助金の影響を考慮した場合)は、2019年財政検証時の専門委員会における遡及推計の方法により「生産・輸入品に課される税」及び「補助金」を推計し、それをGDPから控除したのから算出したもの。

(注2) 間接税・補助金とは、「生産・輸入品に課される税 - 補助金」のことである。

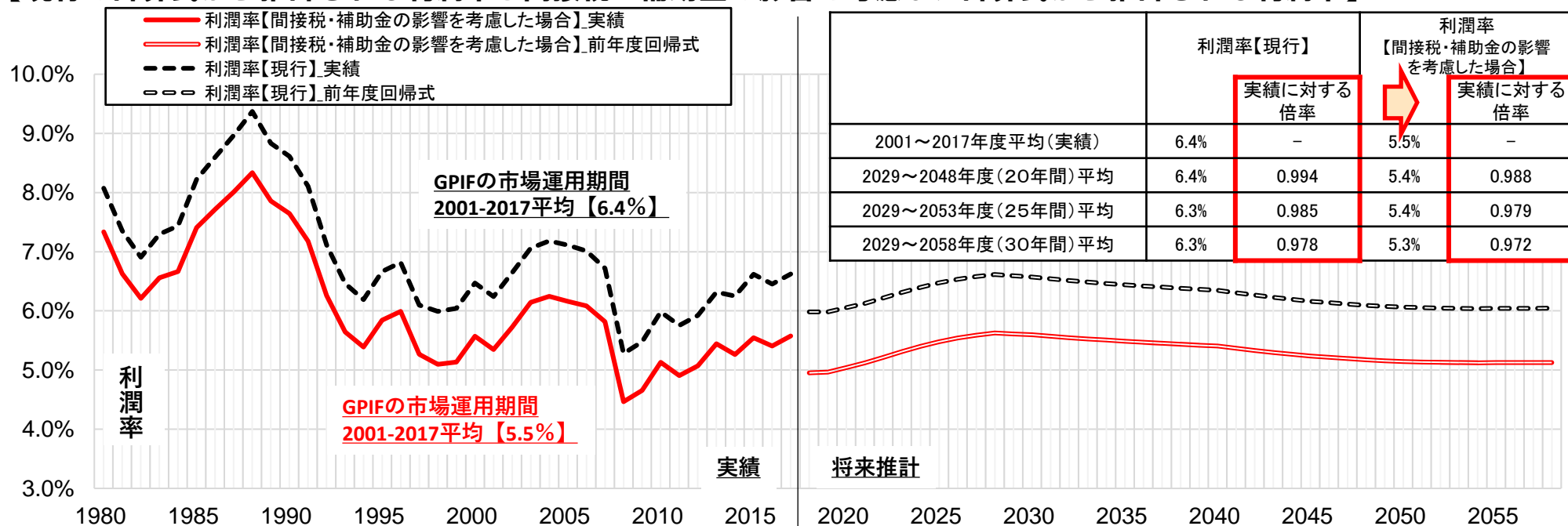
# 間接税・補助金の影響を考慮した計算式から推計される利潤率について(2019年財政検証ベース)

○ 間接税・補助金の影響を考慮し、利潤率の計算式を見直したとしても、長期の運用利回りの設定に用いる実績に対する将来の利潤率の倍率は0.01未満の変化となり、運用利回りへの影響は0.1%未満。

$$\text{利潤率(現行)} = \frac{\text{国内総生産(GDP)} \times \text{資本分配率}}{\text{固定資産}} - \text{資本減耗率}$$

$$\text{利潤率(間接税・補助金の影響を考慮した場合)} = \frac{(\text{国内総生産(GDP)} - \text{間接税・補助金(注)}) \times \text{資本分配率}}{\text{固定資産}} - \text{資本減耗率}$$

## 【現行の計算式から推計される利潤率と間接税・補助金の影響を考慮した計算式から推計される利潤率】



(資料)「2017(平成29)年度国民経済計算(2011年基準・2008SNA)」(内閣府)

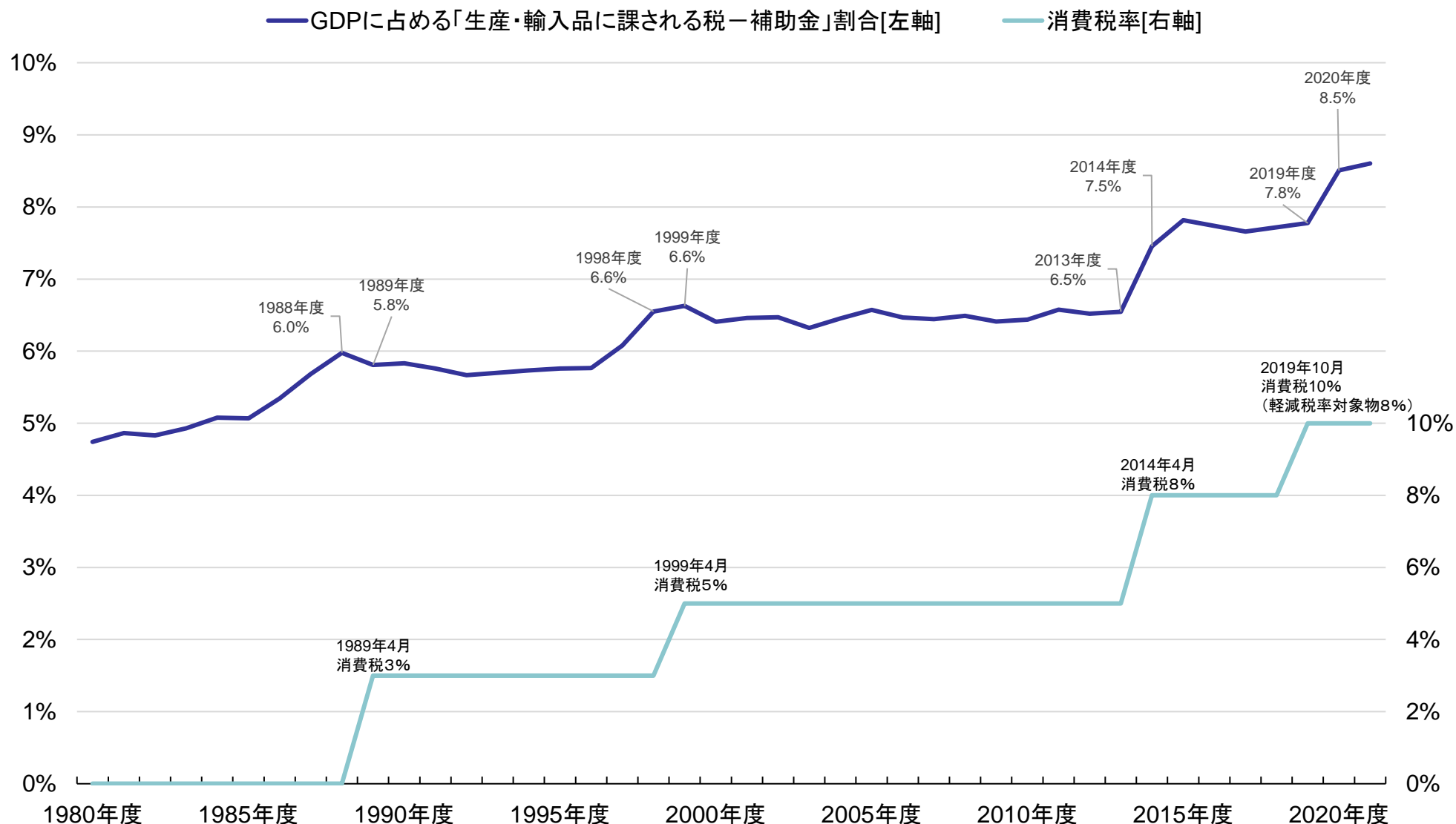
(注1) 1993年度以前の利潤率(間接税・補助金の影響を考慮した場合)は、2019年財政検証時の専門委員会における遡及推計の方法により「生産・輸入品に課される税」及び「補助金」を推計し、それをGDPから控除したもから算出したもの。

(注2) 間接税・補助金とは、「生産・輸入品に課される税 - 補助金」のことである。

(注3) 将来推計は前年度利潤率からの回帰式を用いて推計したもの。

「生産・輸入品に課される税-補助金」は、2017年度時点のGDPに対する要素費用表示GDPの割合を一定として将来の利潤率を計算している。

# (参考)GDPに占める生産・輸入品に課される税—補助金の割合



(出所)内閣府「国民経済計算」(2015年基準、2000年基準)  
1993年度以前は、2019年財政検証時の手法で遡及推計している。

(7) 経済モデルに用いる各種パラメータの設定等

## 長期の設定に用いるマクロ経済に関する推計の枠組み(2019年財政検証)

過去の実績を基礎としつつ、日本経済の潜在成長率の見通しや労働力人口の見通し等を反映した、マクロ経済に関する試算に基づいて設定。

マクロ経済に関する試算とは具体的には、成長経済学分野で20～30年の長期の期間における一国経済の成長の見込み等について推計を行う際に用いられる新古典派経済学の標準的な生産関数であるコブ・ダグラス型生産関数に基づいて経済成長率等の推計を行うものである。

### 《コブ・ダグラス型生産関数》

経済成長率(実質GDP成長率)

$$= \text{全要素生産性(TFP)上昇率} + \text{資本成長率} \times \text{資本分配率} + \text{労働成長率} \times \text{労働分配率}$$

労働生産性上昇率 (単位労働時間当たり実質GDP成長率)

$$= \text{実質GDP成長率} - \text{労働成長率}$$

$$= \text{全要素生産性上昇率} + (\text{資本成長率} - \text{労働成長率}) \times \text{資本分配率}$$

資本成長率 = 総投資率 × GDP / 資本ストック - 資本減耗率

利潤率 = 資本分配率 × GDP / 資本ストック - 資本減耗率

赤字がパラメータ

実質賃金上昇率 (被保険者1人あたり賃金、対CPI)(注)

$$= \text{労働生産性上昇率} + (\text{GDPデフレーター上昇率} - \text{CPI上昇率}) + \text{被保険者の平均労働時間の変化率}$$

(注) 経済前提における賃金上昇率は、性・年齢・適用区分(一般適用、短時間適用)の構成割合の変化の影響を除去したベースアップに相当するものとして設定しており、これらの構成割合の変化による賃金への影響については別途織り込んでいる。

実質運用利回り(対CPI) = GPIFの実質運用利回り(対CPI)の実績 × 将来の利潤率 / 過去の平均利潤率

※1 GPIFの運用利回りの実績については、10年間の移動平均の変動の幅を踏まえて保守的に設定

※2 ケースVIについては、10年国債のフォワードレートを用いて設定

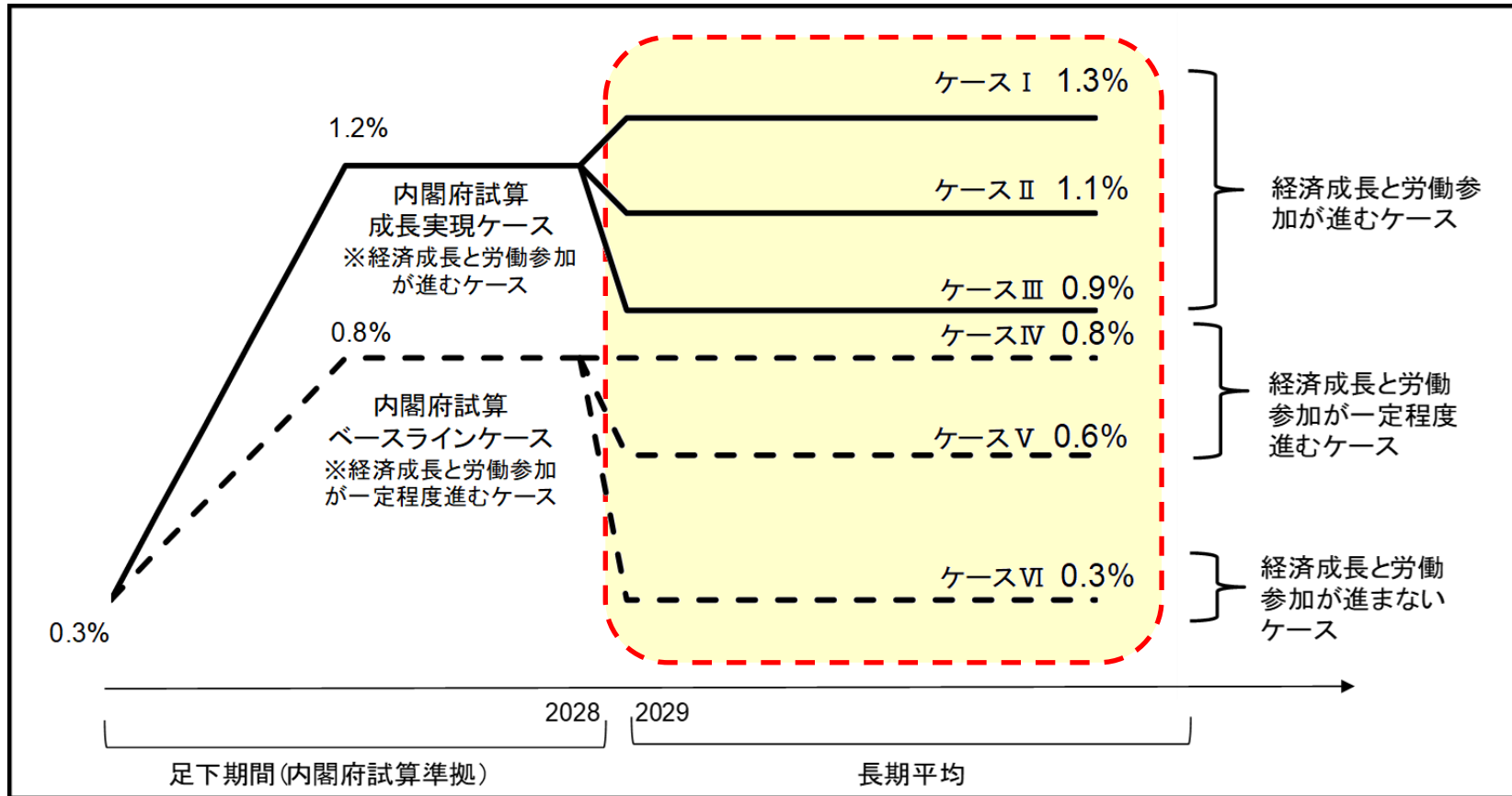
# 令和元年財政検証におけるケース設定の考え方

	経済モデルの要素					物価上昇率	
	足下の前提 (内閣府試算)	労働力需給 の推計 (JILPT)	全要素生産性 (TFP) 上昇率 過去30年の実績及び 内閣府試算と整合的に設定	実質運用利回り 市場運用開始後の 10年移動平均	資本分配率  資本減耗率		
ケース Ⅰ	成長実現 ケース	経済成長と 労働参加が 進むケース	上位約20%タイルをカバー 1.3% ※成長実現ケースの仮定	上位70%タイル をカバー	過去30年平均値	2.0% ※日本銀行「物価安定の目標」 内閣府試算 成長実現ケース	
ケース Ⅱ			上位約40%タイルをカバー 1.1%			資本分配率 42.7%	1.6%
ケース Ⅲ			上位約60%タイルをカバー 0.9%			資本減耗率 7.3%	1.2%
ケース Ⅳ	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	上位約70%タイルをカバー 0.8% ※ベースラインケースの仮定	上位80%タイル をカバー	過去10年平均値	1.1% ※内閣府試算 ベースラインケース	
ケース Ⅴ			上位約80%タイルをカバー 0.6%			資本分配率 43.4%	0.8%
ケース Ⅵ			経済成長と 労働参加が 進まないケース			上位100%タイルをカバー 0.3%	10年国債のフォ ワードレートを基 礎に設定

※ 総投資率については、長期的な低下傾向を外挿して設定するケースのほか、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。

# 全要素生産性(TFP)上昇率の設定(2019年財政検証)(イメージ)

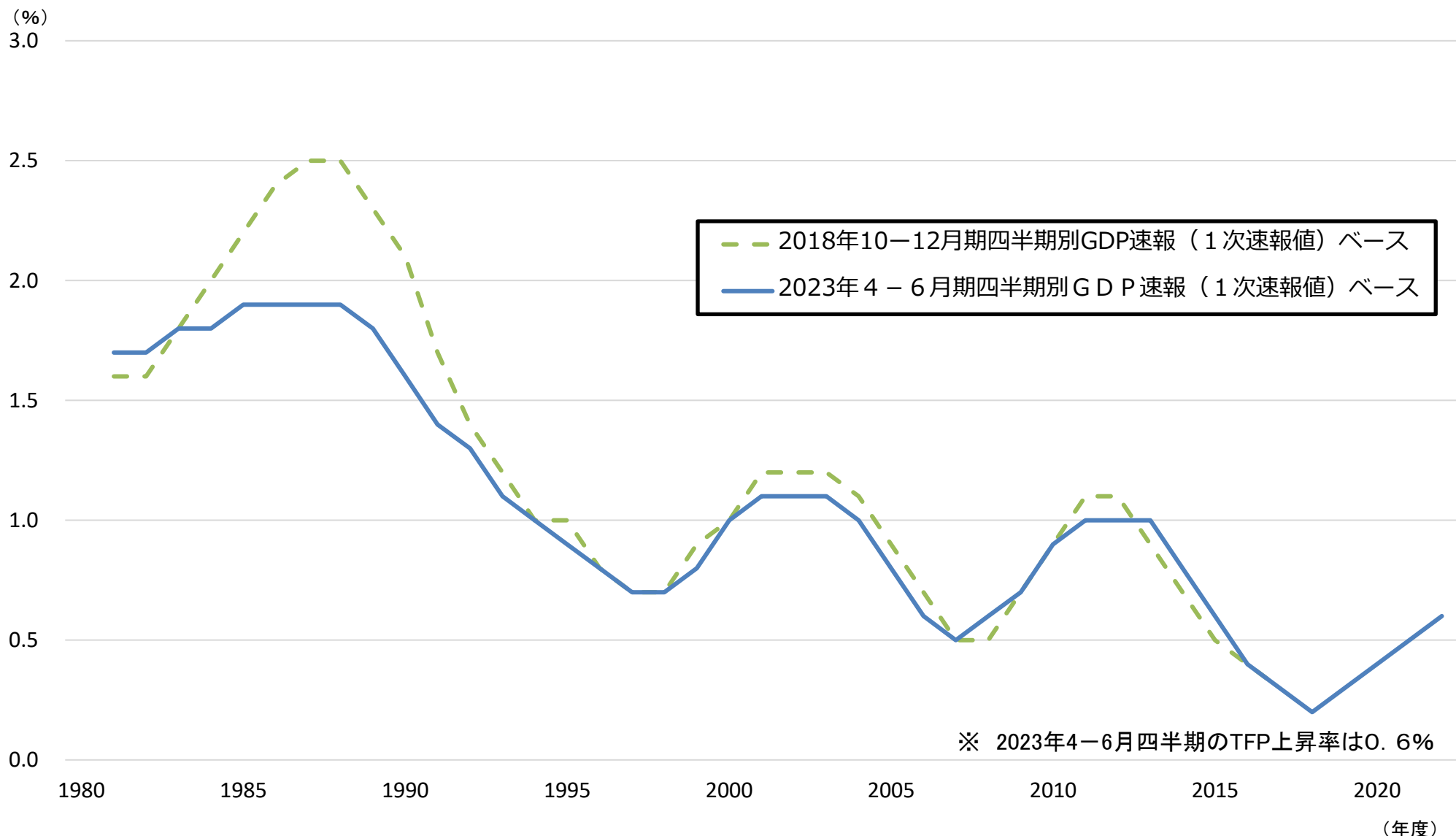
- 足下(2028年度まで)のTFP上昇率は、「中長期の経済財政に関する試算」(内閣府試算)に準拠して設定
- 長期(2029年度以降)のTFP上昇率は、内閣府試算の設定を基礎に、より低い方向に幅広く設定
- 長期のケースⅢの全要素生産性(TFP)上昇率の水準は、内閣府試算のベースラインケースの水準に近い。



(※) 専門委員会において検討結果の報告(2019(平成31)年3月)を取りまとめたときの直近の内閣府試算(2019(平成31)年1月)においては、成長実現ケースのTFP上昇率は1.3%まで上昇することとされていたこと等から、ケースⅠの長期の設定が1.3%とされた。その後、2019(令和元)年7月に新しい内閣府試算が公表されたため、専門委員会を持ち回り開催し、2029(令和11)年度以降の長期の設定については見直す必要はないものの、**2028(令和10)年度までの足下の経済前提については、2019(令和元)年7月の内閣府試算に置き換えることも差し支えないと整理された。**

# 全要素生産性(TFP)上昇率の推移

○ 1990年代後半以降の全要素生産性(TFP)上昇率は、0.2～1.2%の間で推移。



(出所) 内閣府「GDPギャップ、潜在成長率」(2018年10—12月四半期別GDP速報(1次速報値)ベース及び2023年4—6月四半期別GDP速報(1次速報値)ベース)



# 全要素生産性(TFP)上昇率の分布

○ 過去30年の実績を基礎にすると、バブル期の実績が抜け全要素生産性(TFP)上昇率の分布は下振れ。

	上位20%(ケースⅠ)	上位40%(ケースⅡ)	上位60%(ケースⅢ)	上位70%(ケースⅣ)	上位80%(ケースⅤ)	最小値(ケースⅥ)
令和元年検証	1.3%	1.1%	0.9%	0.8%	0.6%	0.3%

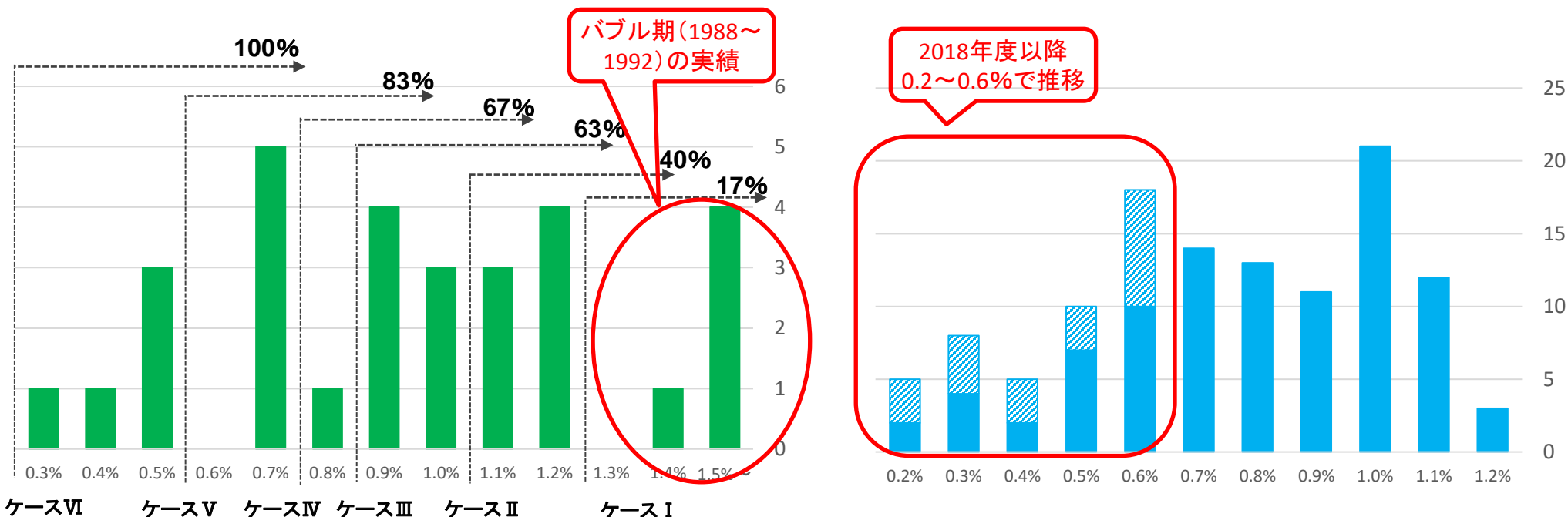


	上位20%	上位40%	上位60%	上位70%	上位80%	最小値
直近のデータに更新	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.2%

令和元年財政検証時に使用した  
TFP上昇率の分布(1988~2017年度)



直近のTFP上昇率の分布  
(1993年第2四半期~2023年第1四半期)



(出所) 内閣府「GDPギャップ、潜在成長率」(2018年10-12月四半期別GDP速報(1次速報値)ベース及び2023年4-6月四半期別GDP速報(1次速報値)ベース)

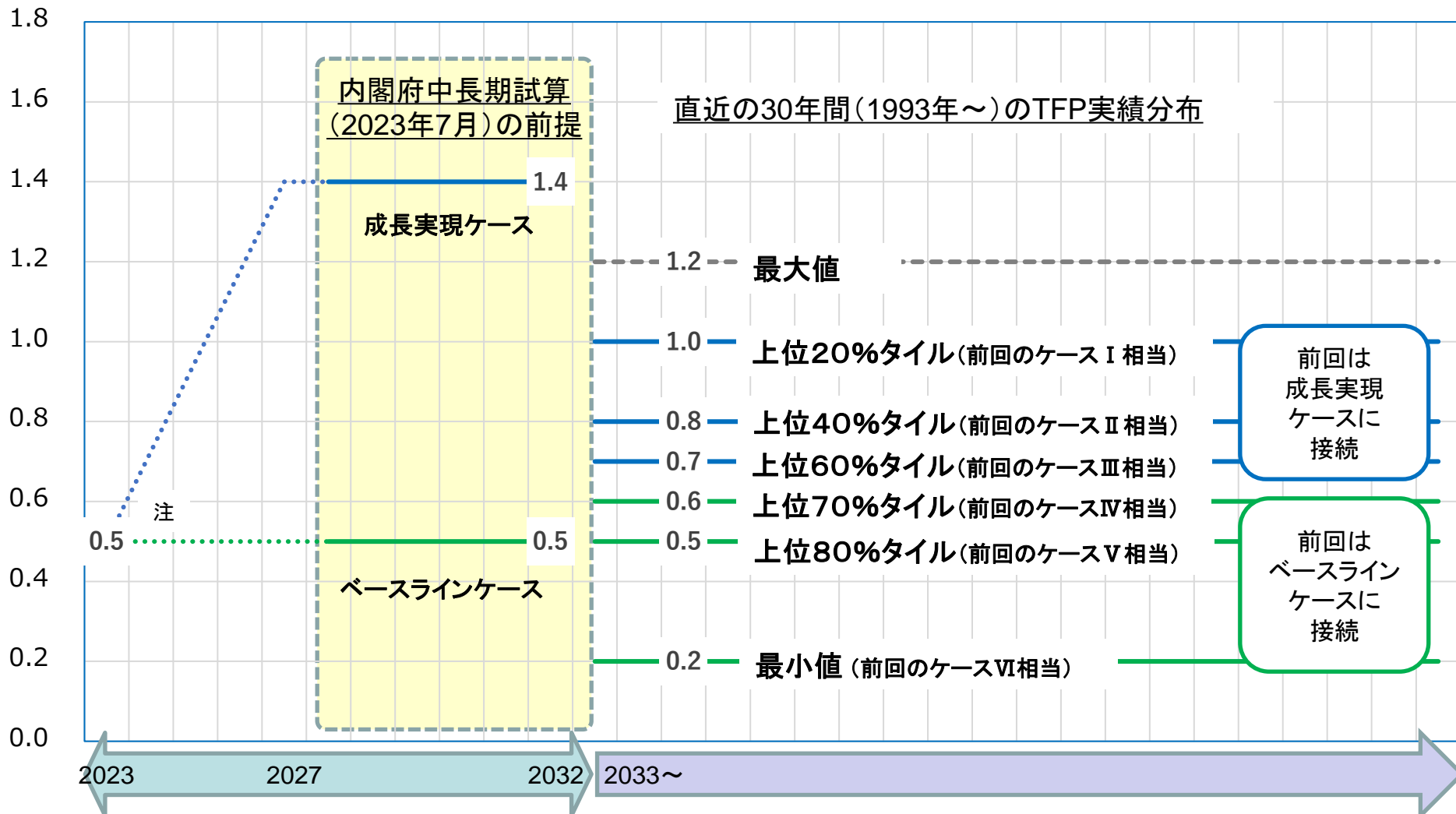
## (参考)中長期試算(内閣府)のTFPの設定

	中長期試算 (2023年7月)	2019年財政検証当時 中長期試算 (2019年7月)
成長実現ケース	<p>今後、官民連携の下、新しい資本主義に基づく重点分野の投資促進（人への投資、GX・DX等への投資、スタートアップへの投資、科学技術・イノベーションへの投資）等により、イノベーションの活性化や生産の効率化等を通じて、TFP上昇率が<u>2027年度にかけてデフレ状況に入る前の期間の平均である1.4%程度に到達する前提。</u></p> <p>※<u>過去から第12循環まで</u>（1980年4 - 6月期～1999年1 - 3月期）<u>の平均。</u></p>	<p><u>日本経済がデフレ状況に入る前に実際に経験した上昇幅とペースで足元の水準（0.3%程度）から1.2%程度まで上昇する前提。</u></p> <p>※全要素生産性（TFP）上昇率は、<u>1982年度から1987年度までの5年間で0.9%程度の上昇していたことを踏まえた設定。</u></p>
ベースライン	<p>近年の動向を踏まえ、<u>直近の景気循環の平均、0.5%程度で推移する前提。</u></p> <p>※<u>第16循環</u>（2012年10 - 12月期～2020年4 - 6月期）<u>の平均。</u></p>	<p>全要素生産性（TFP）上昇率が<u>将来にわたって0.8%程度で推移する前提。</u></p> <p>※<u>2002年1月以降</u>（第14循環以降）<u>の平均。</u></p>

(出典) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算(令和5年7月25日経済財政諮問会議提出)」及び「中長期の経済財政に関する試算(令和元年7月31日経済財政諮問会議提出)」

# (参考) 中長期試算(2023年7月)のTFPの前提と直近30年間のTFPの分布について

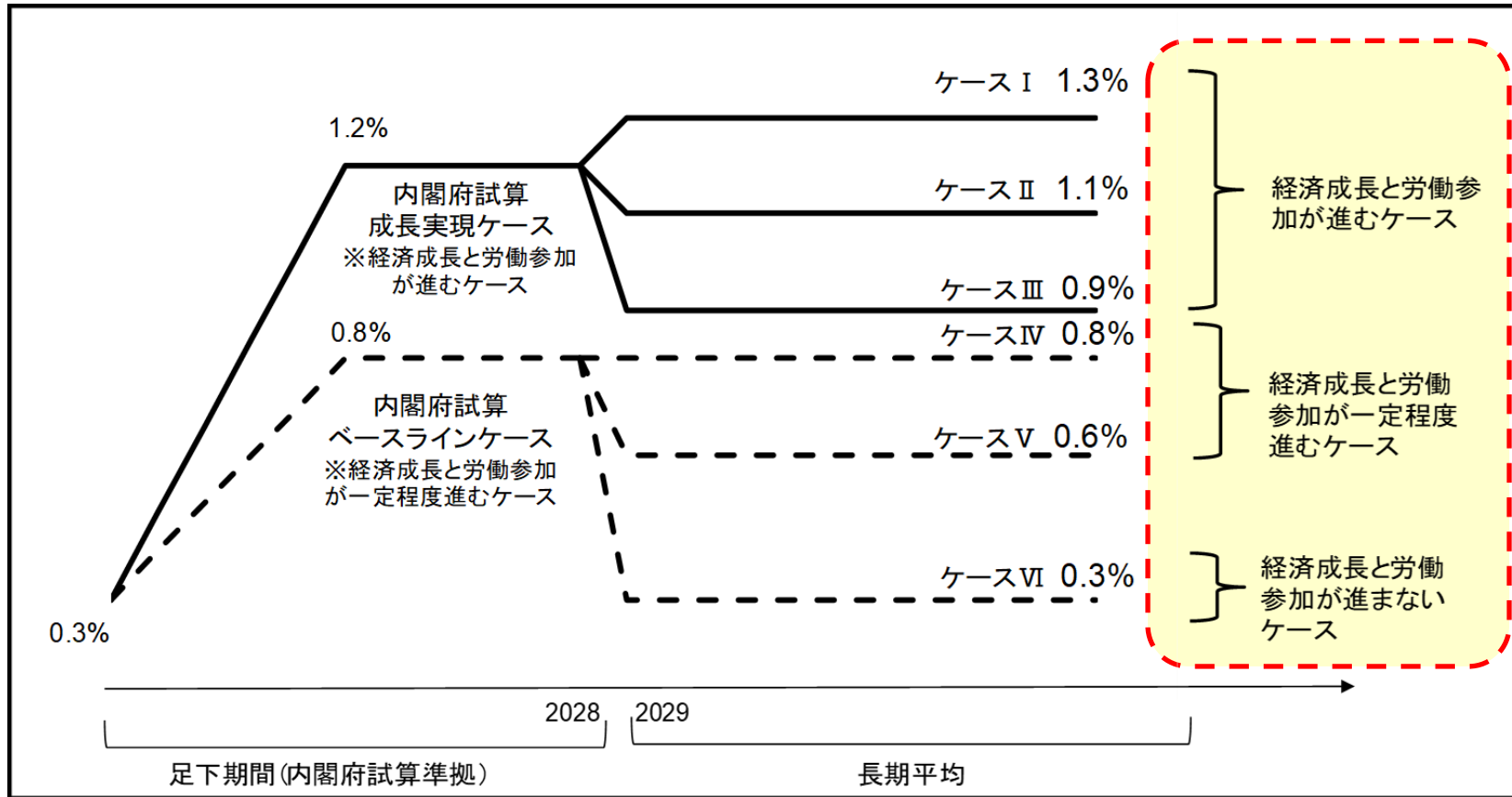
○ 内閣府の中長期試算(2023年7月)の成長実現ケースはデフレ状況に入る前の期間(1980年4-6月期~1999年1-3月期)の平均である1.4%程度に到達することを前提としているが、直近30年間(1993年度~)のTFP上昇率は0.2%~1.2%の範囲に分布している。



(注) 成長実現ケースは2023年度から2027年度にかけて1.4%に到達するよう直線的に推移させ、ベースラインケースは0.5%で一定としてイメージを作成している。なお、足下の2023年4-6月四半期のTFP上昇率0.6%となっている。

# 労働投入量の設定(2019年財政検証)(イメージ)

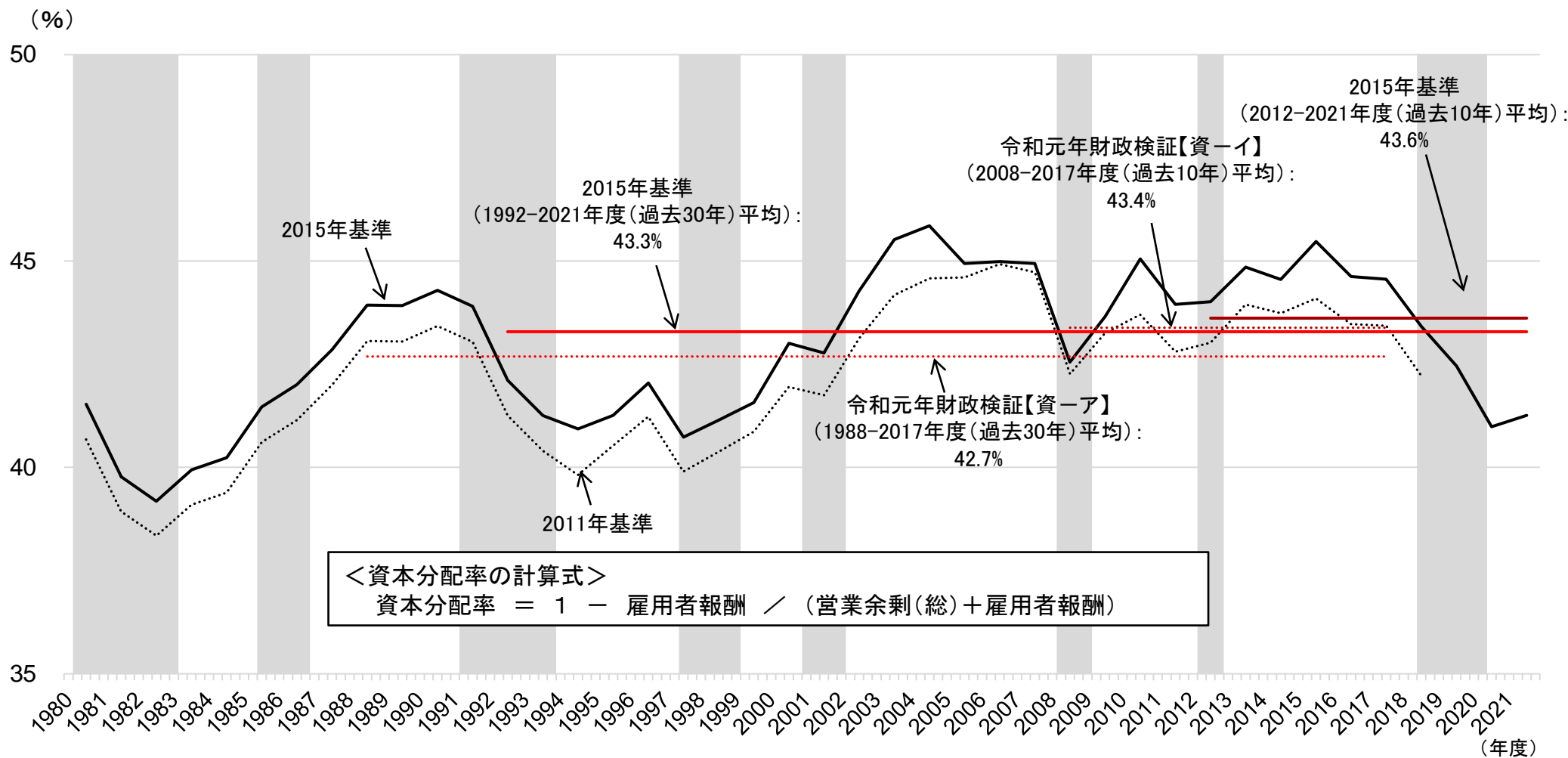
- 労働投入量は、内閣府試算に整合するよう設定。ただし、TFP上昇率が最も低いケースについては、労働参加の影響を確認するために、経済成長と労働参加が進まないケースを設定



(※) 専門委員会において検討結果の報告(2019(平成31)年3月)を取りまとめたときの直近の内閣府試算(2019(平成31)年1月)においては、成長実現ケースのTFP上昇率は1.3%まで上昇することとされていたこと等から、ケース I の長期の設定が1.3%とされた。その後、2019(令和元)年7月に新しい内閣府試算が公表されたため、専門委員会を持ち回り開催し、2029(令和11)年度以降の長期の設定については見直す必要はないものの、2028(令和10)年度までの足下の経済前提については、2019(令和元)年7月の内閣府試算に置き換えることも差し支えないと整理された。

# 資本分配率の推移

- 資本分配率の過去平均をみると、1992年から2021年の過去30年平均の資本分配率は、43.3%、2012年から2021年の過去10年平均の資本分配率は、43.6%となっている。

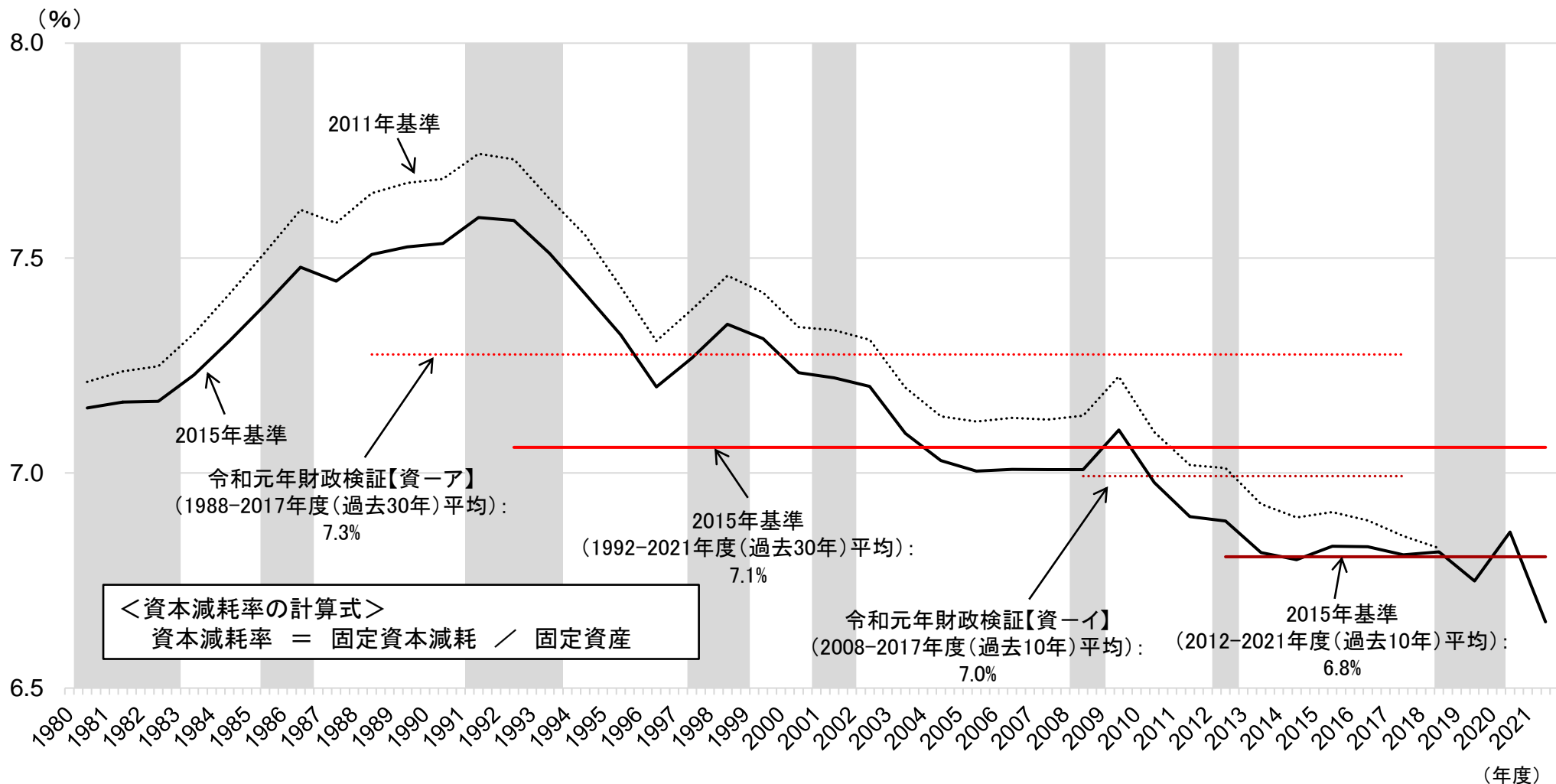


(出所) 国民経済計算(内閣府) ただし、1993年度以前については遡及推計値

(注) シャド一部分は景気後退期を表す。

# 資本減耗率の推移

- 資本分配率の過去平均をみると、1992年から2021年の過去30年平均の資本分配率は、7.1%、2012年から2021年の過去10年平均の資本分配率は、6.8%となっている。



(出所) 国民経済計算(内閣府) ただし、1993年度以前については遡及推計値

(注) シャドー部分は景気後退期を表す。

# 資本分配率及び資本減耗率を変化させた場合の感応度分析

- 2019年財政検証では、資本分配率及び資本減耗率は、30年の実績平均【資－ア】と10年の実績平均【資－イ】の2通り設定していた。
- 資本分配率及び資本減耗率を30年の実績平均の1通りで設定すると仮定した場合の影響を試算するため、2019年財政検証時のケースⅢのパラメータのうち、資本分配率と資本減耗率を10年の実績平均と30年実績平均の差分(直近のデータから、それぞれ、▲0.3%(43.6%→43.3%)、+0.3%(6.8%→7.1%))だけ機械的に変化させたところ、実質賃金上昇率や実質運用利回りの変化は0.1%未満となった。

※TFP上昇率、労働投入量等の他のパラメータは固定している

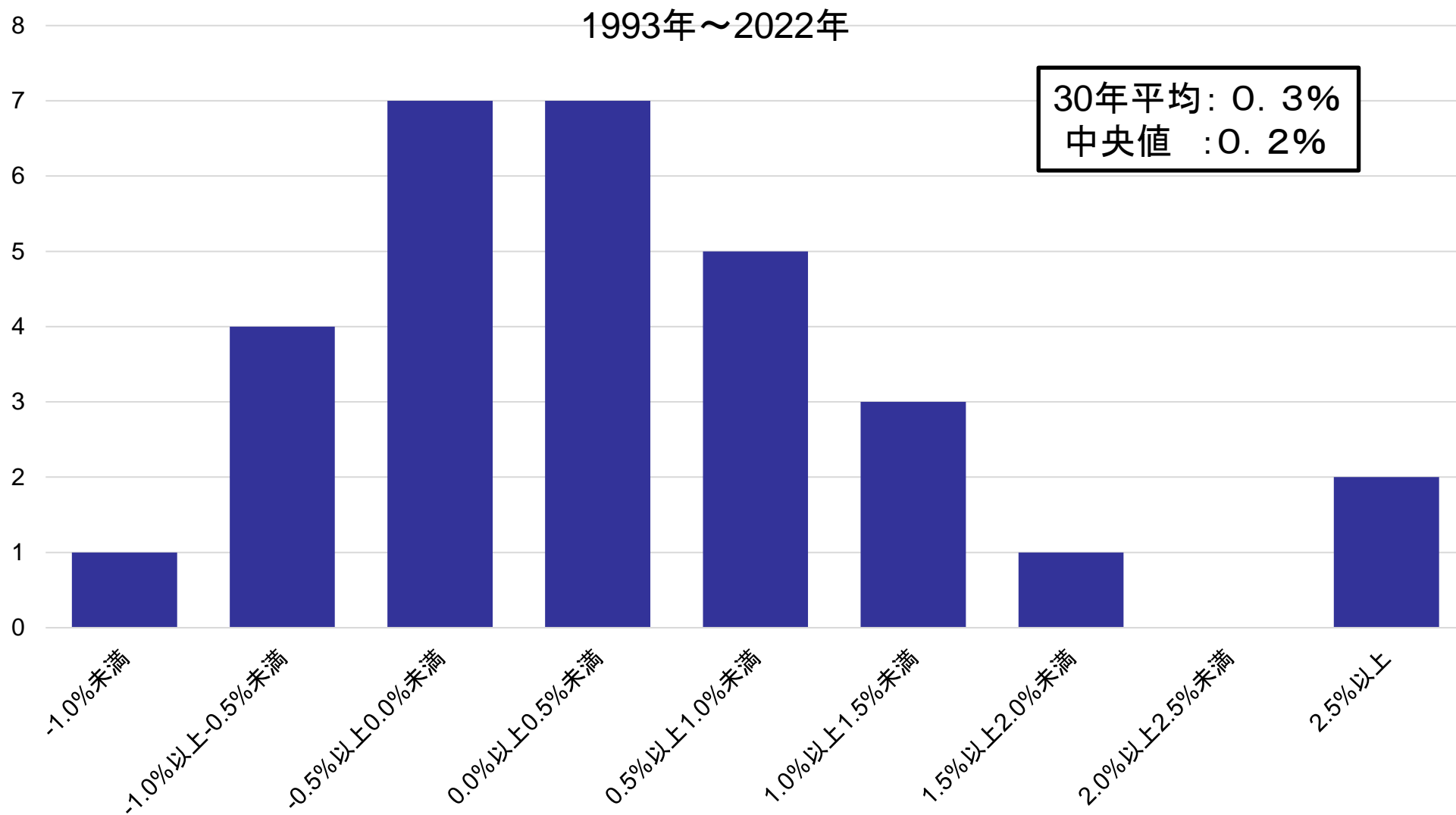
	資本分配率	実質賃金上昇率		実質運用利回り		スプレッド	
		min	max	min	max	min	max
ケースⅢ	42.7%	0.84% ~ 1.49%		2.73% ~ 3.01%		1.23% ~ 2.17%	
	▲0.3%	▲0.00%~▲0.01%		▲0.04%~▲0.04%		▲0.04%~▲0.03%	
資本分配率を機械的に▲0.3%したもの	42.4%	0.84% ~ 1.49%		2.69% ~ 2.97%		1.20% ~ 2.13%	

	資本減耗率	実質賃金上昇率		実質運用利回り		スプレッド	
		min	max	min	max	min	max
ケースⅢ	7.3%	0.84% ~ 1.49%		2.73% ~ 3.01%		1.23% ~ 2.17%	
	+0.3%	▲0.05%~▲0.04%		0.03%~0.05%		0.07%~0.10%	
資本減耗率を機械的に+0.3%したもの	7.6%	0.79% ~ 1.45%		2.76% ~ 3.06%		1.30% ~ 2.27%	

## (8) 長期の経済前提における物価上昇率の設定



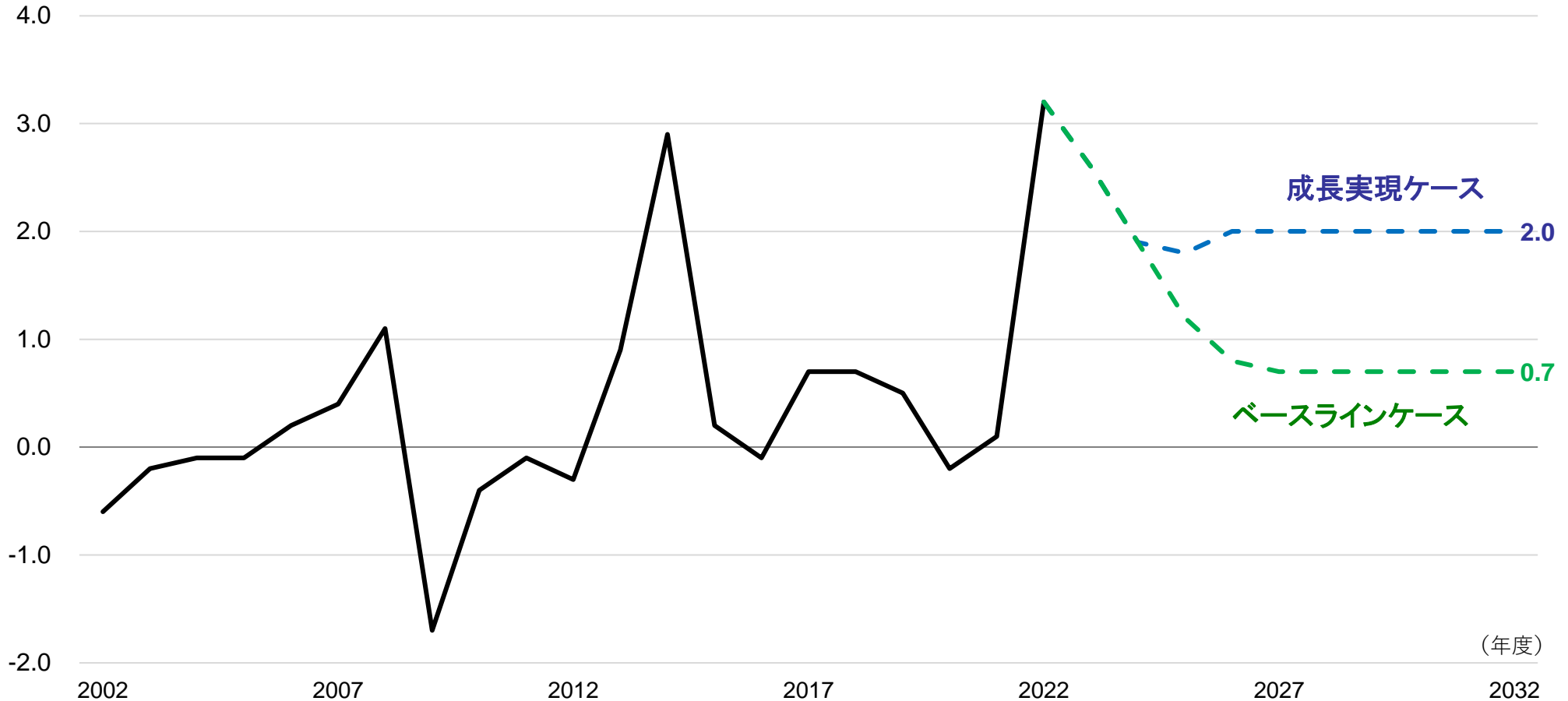
# 消費者物価上昇率(暦年平均)の分布



(出所) 総務省「消費者物価指数」

# 中長期の経済財政に関する試算(2023年7月)の消費者物価上昇率(年度平均)の見込み

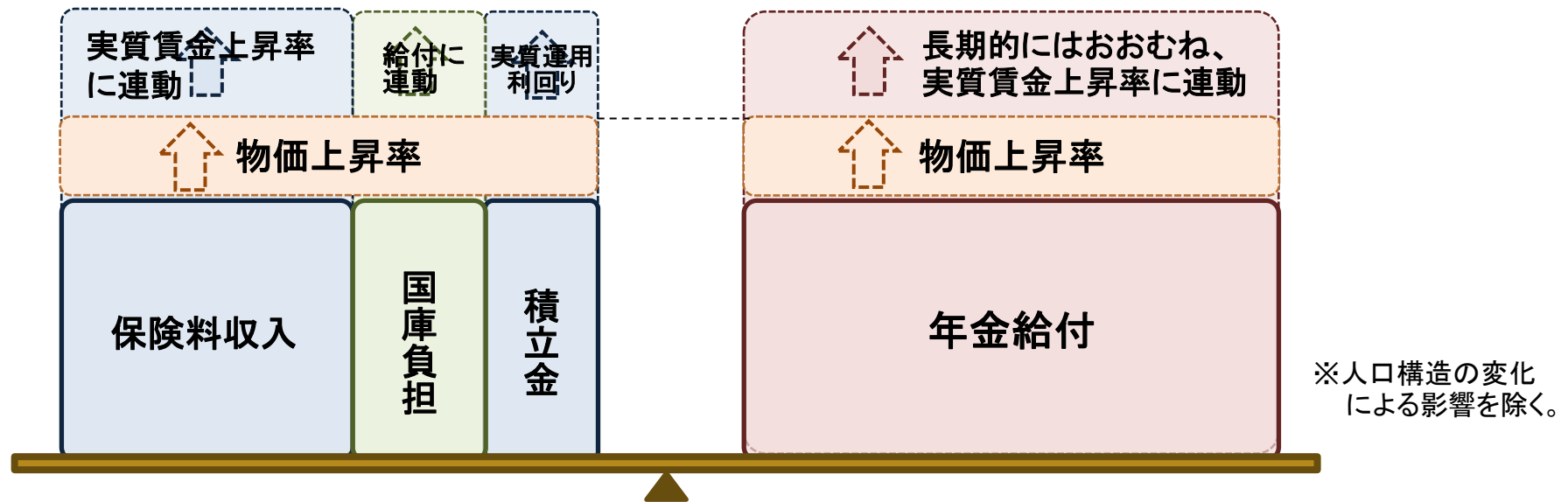
(単位：%) 【消費者物価上昇率(年度平均)の推移】



(出所) 内閣府 中長期の経済財政に関する試算(令和5年7月25日 経済財政諮問会議提出) 計数表  
<https://www5.cao.go.jp/keizai2/keizai-syakai/shisan.html>

# 物価変動が年金財政へ与える影響

- 年金財政にとって、実質賃金上昇率、実質的な運用利回りが重要。物価変動は収入、支出を等しく変化させるものであり、基本的に年金財政に中立である。
- しかしながら、現行制度のマクロ経済スライドには名目下限があるため、物価上昇率が低い場合、物価上昇率で改定する既裁定者の年金についてはマクロ経済スライドによる調整が十分に行われず、年金財政にマイナスの影響を及ぼすこととなる。



⇒ 物価変動は収入、支出を等しく変化させるものであり、基本的に年金財政に中立

## (9) 長期の経済前提における運用利回りの設定

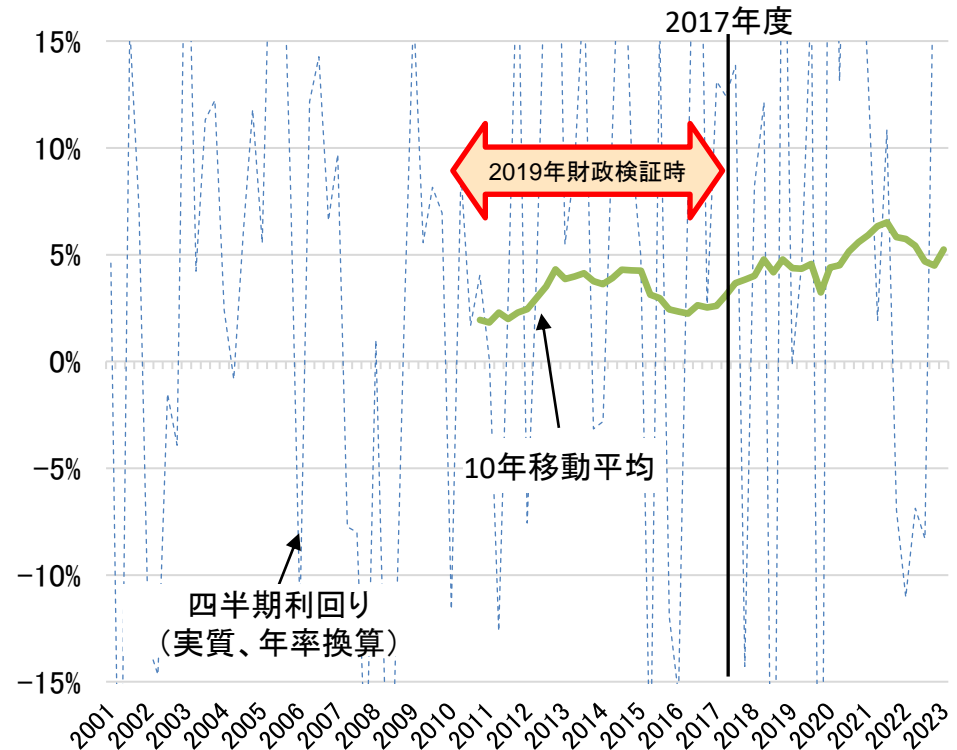
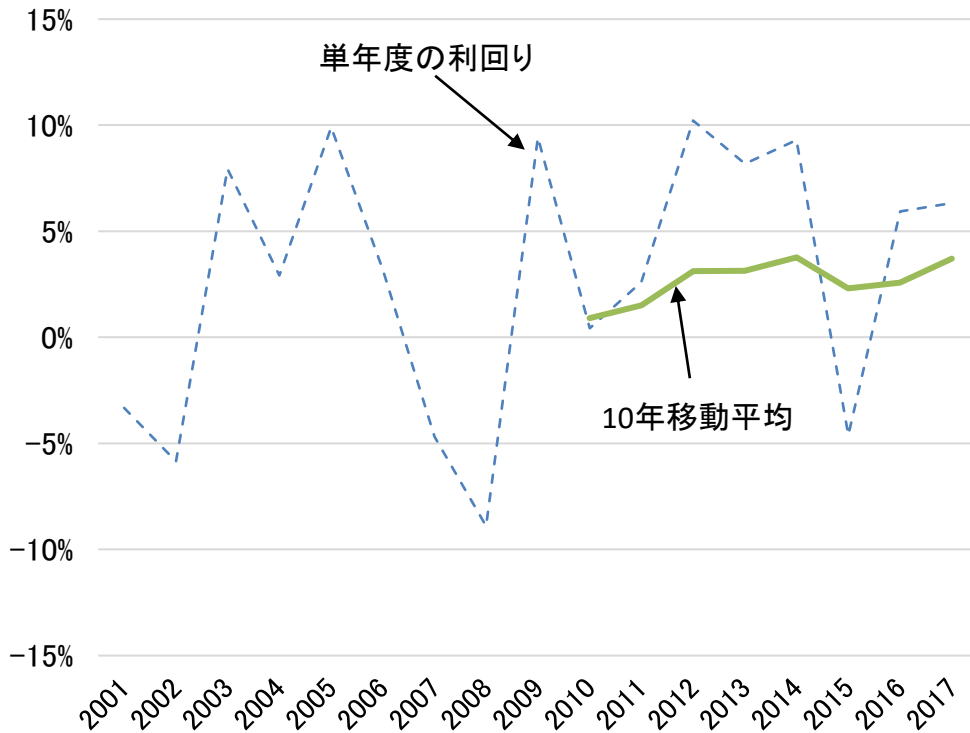
# GPIFの実質運用利回り(対物価)の実績の推移

2019年財政検証時(年度ベース)(注1)

ケースⅠ～Ⅲ (過去10年移動平均の上位70%タイル値)	2.3%
ケースⅣ、Ⅴ (同、上位80%タイル値)	1.8%

直近のデータに更新(2023年度第1四半期)  
(四半期利回り(年率換算))(注1)

過去10年移動平均の上位70%タイル値	3.1%
過去10年移動平均の上位80%タイル値	2.6%



(注1) 2019年財政検証時の運用利回りは承継資金運用勘定における借入金利息及び運用手数料等を控除した後のものであり、直近のデータの運用利回りは、2007年度までは市場運用分、2008年度以降は資産全体に係る四半期の収益率(運用手数料控除前)を年率換算したものである。

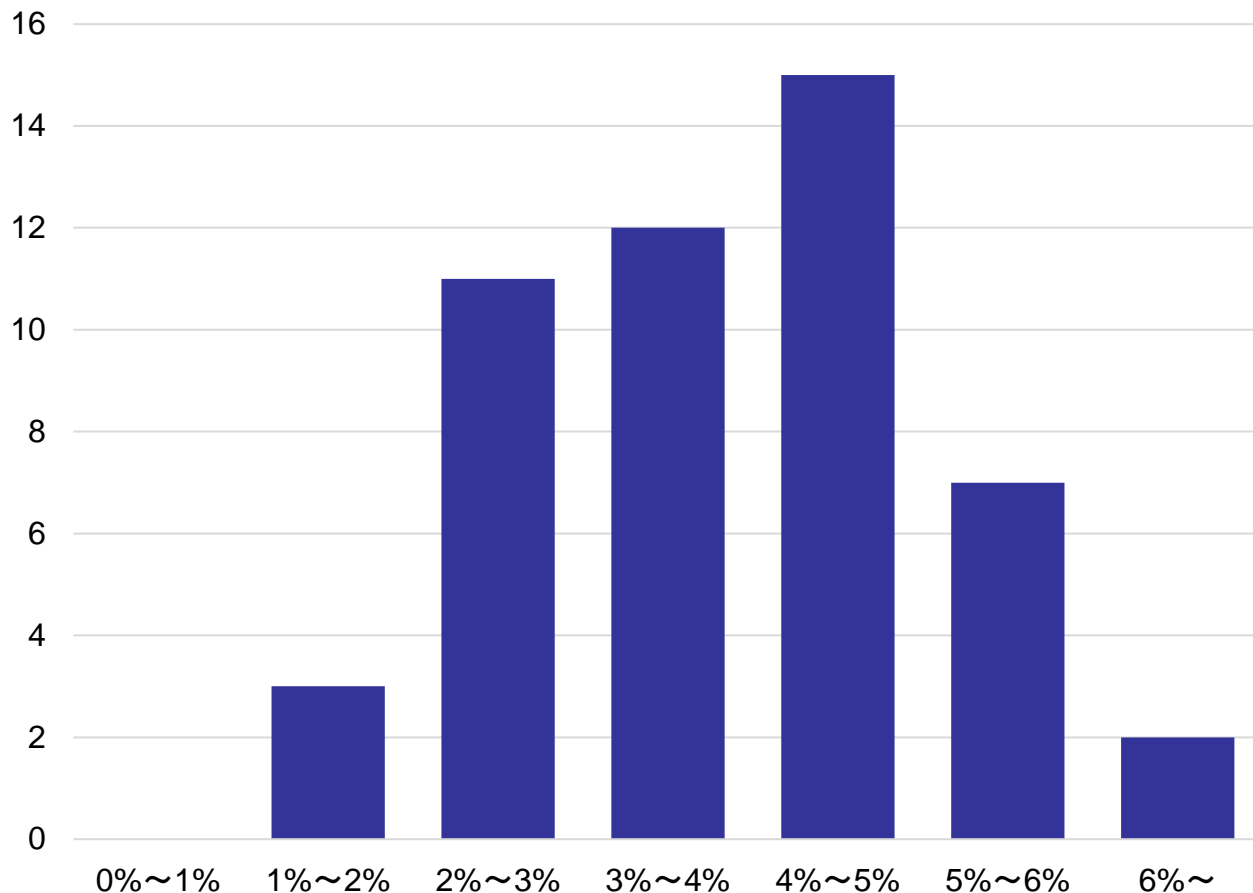
(注2) 10年移動平均は、幾何平均により算出している。

(注3) 直近のデータのパーセンタイル値は、2012年度以降の手数料の最大値が0.04%(2020年度)であることに鑑み、手数料として0.04%を控除した値としている。

(資料) 業務概況書(GPIF)及び「消費者物価指数」(総務省)における年平均および四半期平均の前期比を基に作成。

# GPIFの实质運用利回り(対物価)の実績(10年移動平均)の分布(2001年度第1Q~2023年度第1Q)

## 2001年度第1Q~2023年度第1Qまでの10年移動平均

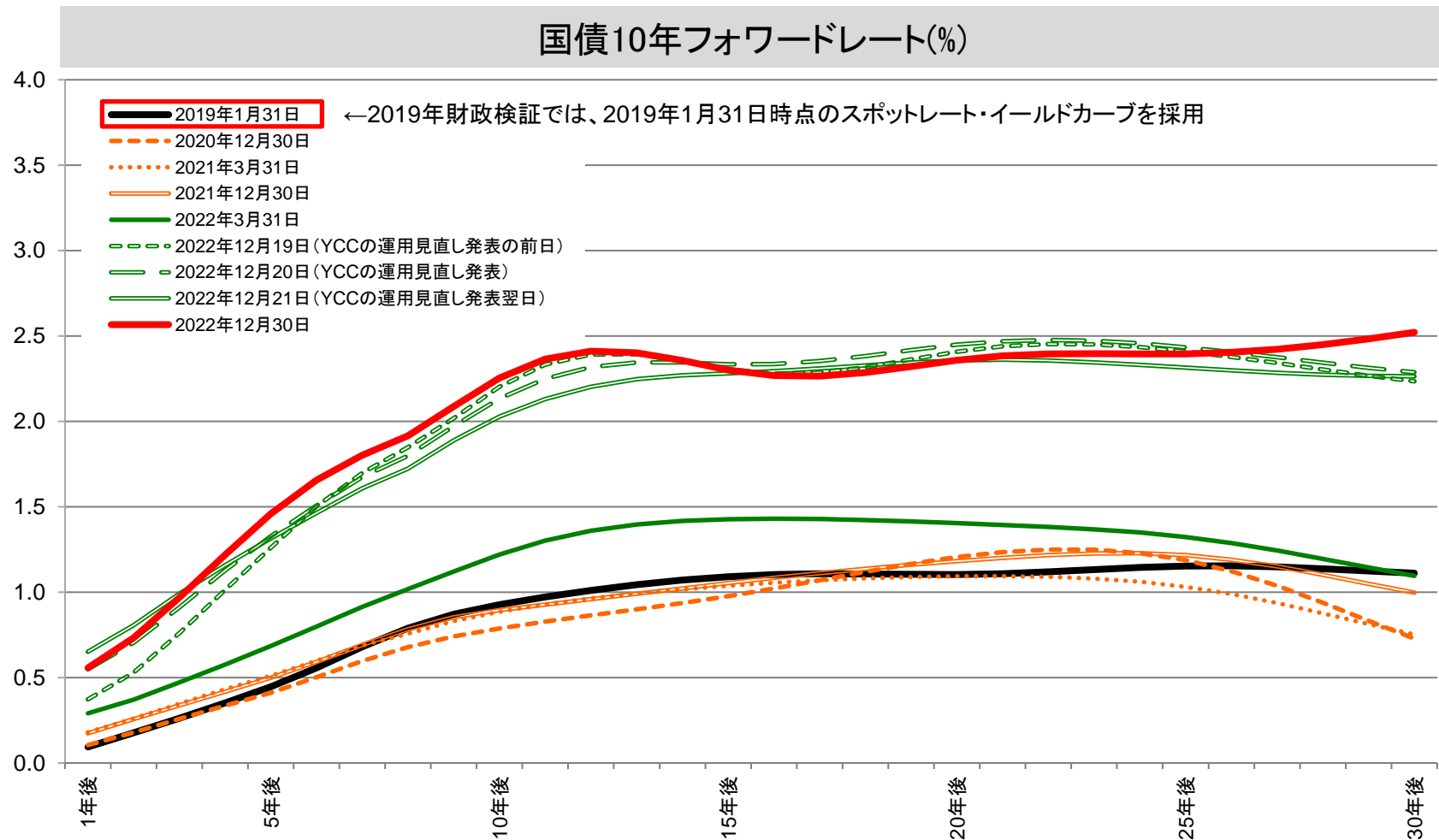


实质運用利回り (管理運用手数料控除後)		
最大	0%	6.5%
	10%	5.6%
	20%	4.7%
	30%	4.4%
	40%	4.2%
	50%	4.0%
	60%	3.7%
	70%	3.1% (前回ケースⅠ~Ⅲ)
	80%	2.6% (前回ケースⅣ・Ⅴ)
	90%	2.3%
最小	100%	1.8%

(注1) 直近のデータの運用利回りは、2007年度までは市場運用分、2008年度以降は資産全体に係る四半期の収益率(運用手数料控除前)を年率換算したものである。  
 (注2) 10年移動平均は、幾何平均により算出している。  
 (注3) 直近のデータの分布及びパーセンタイル値は、2012年度以降の手数料の最大値が0.04%(2020年度)であることに鑑み、手数料として0.04%を控除した値としている。  
 (資料) 業務概況書(GPIF)及び「消費者物価指数」(総務省)における年平均および四半期平均の前期比を基に作成。

# フォワードレートの動向 (2022年12月30日まで)

- 2019年財政検証当時採用した2019年1月31日から2022年12月30日までのスポットレート・イールドカーブから導かれた10年国債のフォワードレートをみると、2019年1月31日時点の市場では将来の10年国債の金利は10年後以降で概ね1%程度で推移する予測となっていたが、2022年12月30日時点のものをみると、10年後以降で概ね2.5%程度で推移する予測となる。



(出所) 財務省及び野村証券金融工学研究センターのデータをもとに野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社作成

## (10) 実質賃金上昇率と労働生産性上昇率の乖離



# マンアワーベースの平均伸び率の比較(1994~2021)

## 国民経済計算(SNA)

労働生産性上昇率  
(実質GDP成長率)  
(就業者のマンアワー)

**1.2%**

↑ ↓ -0.4%: GDPデフレーター

名目GDP成長率  
(就業者のマンアワー)

**0.7%**

↑ ↓ -0.1%: 生産・輸入品に課される税-補助金の増加

税・補助金を除いた  
名目GDP成長率  
(就業者のマンアワー)(注1)

**0.6%**

↑ ↓ -0.1%: 自営業者・混合所得の減少

雇用者の名目GDP  
(雇用者のマンアワー)(注2)

**0.5%**

↑ ↓ -0.0%: 労働分配率の変化

雇用者報酬  
(雇用者のマンアワー)

**0.5%**

↑ ↓ -0.2%: 雇主の社会負担の増加

賃金・俸給  
(雇用者のマンアワー)

**0.3%**

↑ ↓ 0.1%未満: 統計の不突合 等

※ 国民経済計算から算出した賃金・俸給(雇用者のマンアワー)は、毎月勤労統計調査の賃金上昇率(マンアワー)とおおむね同水準

## 毎月勤労統計調査

名目賃金上昇率  
(マンアワー)

**0.3%**

(1人当たり)

**-0.3%**

実質賃金上昇率  
(マンアワー)

**0.1%**

↑ ↓ 0.1%: 消費者物価指数(CPI)

↑ ↓ -0.6%: 労働時間の減少

**-0.4%**

## 《デフレーター之差》

← -0.4% 国内総生産(GDP)【SNA】

↑ ↓ 0.2% ・範囲の違い  
(政府消費、総投資、交易条件の変化)

← -0.2% 国内家計最終消費支出【SNA】

↑ ↓ 0.4% ・作成方法の違い 等  
(ラスパイレス指数、パーシェ指数 等)

← 0.1% 消費者物価指数(CPI)

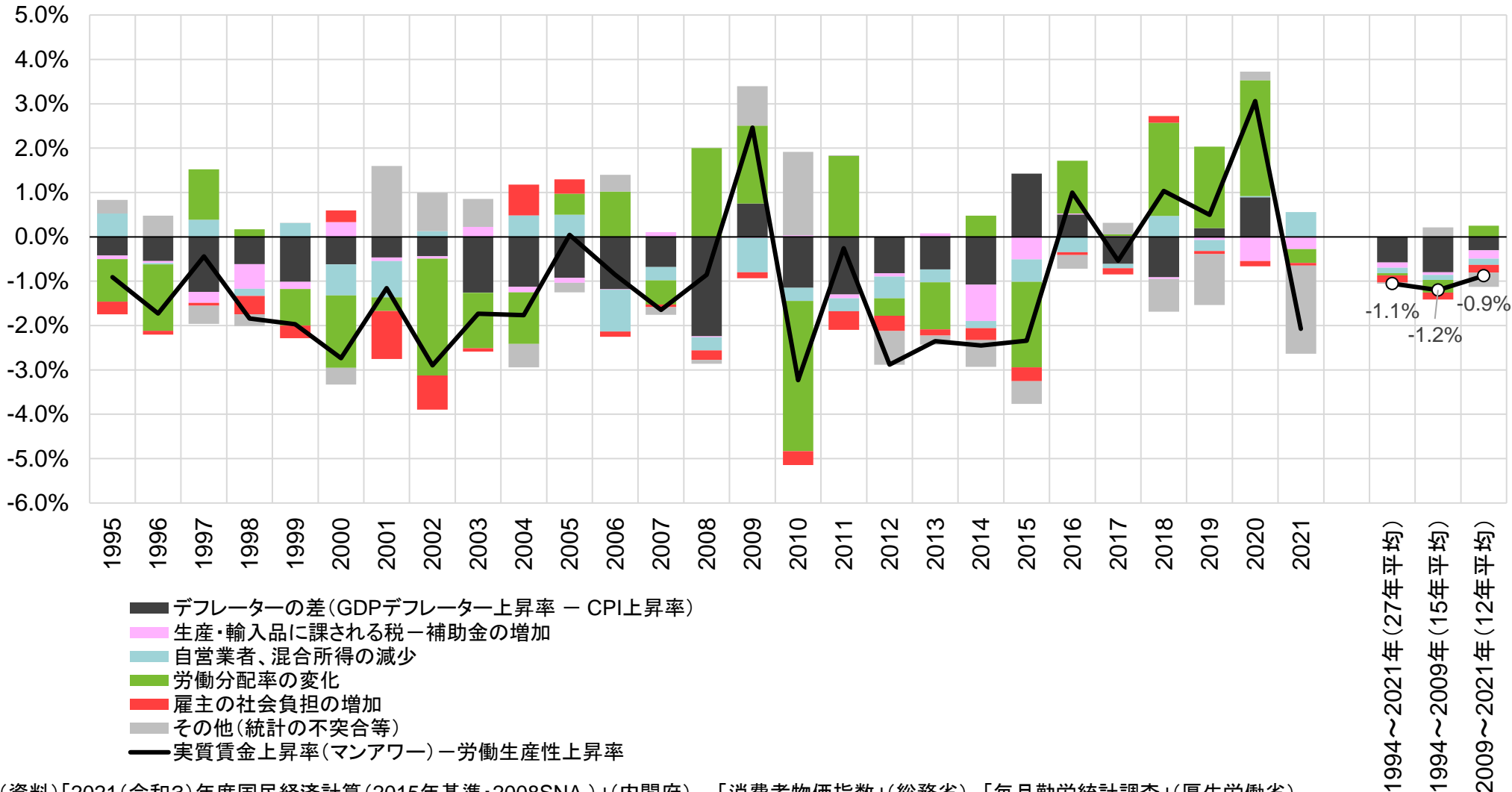
注1: 税・補助金を除いた名目GDP(就業者のマンアワー)は、名目GDPから「生産・輸入品に課される税-補助金」を控除したものを就業者の総労働時間で除することにより算出している。

注2: 雇用者の名目GDP(雇用者のマンアワー)は、雇用者報酬+営業余剰(総)を雇用者の総労働時間で除することにより算出している。

参考 厚生年金の標準報酬(1人当たり)  
名目 : 0.1%  
実質 : -0.1%

# 労働生産性上昇率と実質賃金上昇率との乖離の要因分解の推移

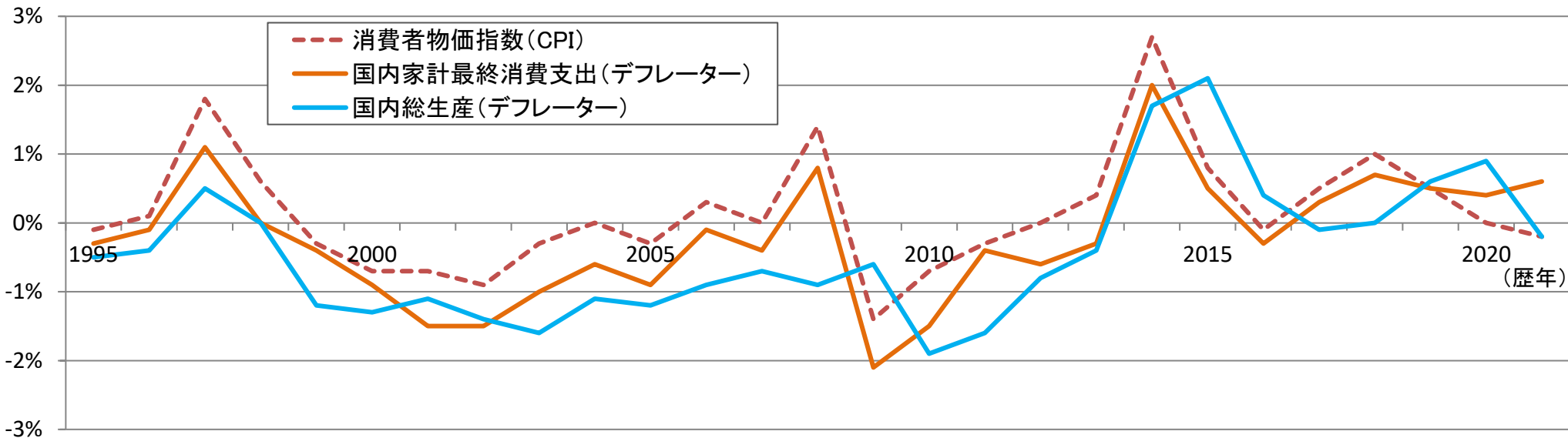
○ 労働生産性上昇率と実質賃金上昇率との乖離について要因分解すると、「デフレーターの差」、「雇主の社会負担の増加」、「生産・輸入品に課される税—補助金の増加」がマイナスに寄与している傾向が見られ、そのうち「デフレーターの差」の寄与が一番大きい。



(資料)「2021(令和3)年度国民経済計算(2015年基準・2008SNA)」(内閣府)、「消費者物価指数」(総務省)、「毎月勤労統計調査」(厚生労働省)  
 (注)「その他(統計の不突合等)」は、「実質賃金上昇率(マンアワー) - 労働生産性上昇率」から「デフレーターの差」等の要素を差し引いた差分。

# GDPデフレーターと消費者物価指数の変化率の推移【直近の動向】

○ GDPデフレーターの上昇率について、対象範囲を国内家計最終消費支出に限定すると、消費者物価指数上昇率とほぼ同様の傾向で推移するが、消費者物価指数上昇率の方が高水準。



	1994～2021年 平均伸び率 (27年平均)	1994～2009年 (15年平均)	2009～2021年 (12年平均)
国内総生産 (デフレーター)	-0.4%	-0.8%	0.1%
国内家計 最終消費支出 (デフレーター)	-0.2%	-0.5%	0.2%
消費者物価指数 (CPI)	0.1%	-0.0%	0.4%

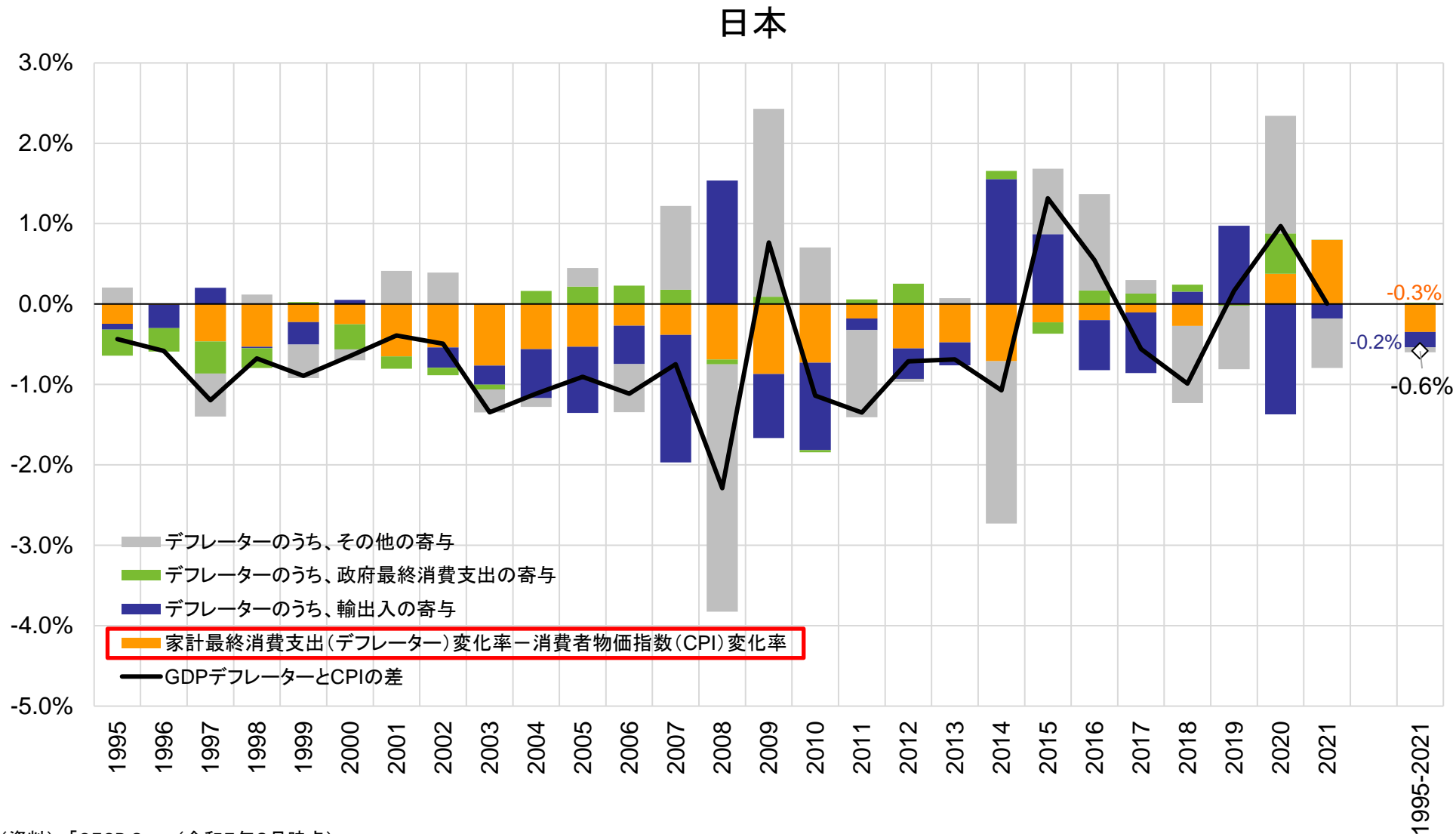
範囲  
の違い  
作成方法  
の違い等

## 【GDPデフレーターの内訳(1995～2021 平均伸び率)】

1. 民間最終消費支出	▲0.2%
うち国内家計最終消費支出	▲0.2%
2. 政府最終消費支出	▲0.1%
3. 総資本形成	▲0.2%
4. 財貨・サービスの輸出	▲0.7%
5. (控除)財貨・サービスの輸入	+1.1%
国内総生産(1. +2. +3. +4. -5.)	▲0.4%

# GDPデフレーターと消費者物価指数の変化率の差の要因分解の推移

○ GDPデフレーターと消費者物価指数(CPI)の変化率の差の要因についてみると、家計最終消費支出のデフレーターとCPIの変化率との差が2020年及び2021年を除いて、マイナスに寄与している。



(資料) 「OECD.Stat」(令和5年3月時点)

### ○総務省統計局Q&Aより

Q G-8 消費者物価指数とGDPデフレーター(内閣府)が乖離していると聞きますが、それはなぜですか。

A 消費者物価指数とGDPデフレーターの動きを比較すると、GDPデフレーターの方が変化率が低くなることが多くなっています。この乖離については、対象の違いによる要因が大きく、他に算式の違いなどの要因も考えられます。

#### (1)対象の違い

消費者物価指数は家計消費を対象を限定している一方で、GDPデフレーターは家計消費の他に設備投資なども対象となっています。設備投資は品質向上が著しいIT関連財の比率が高いことから、これらの下落による影響が大きくなります。このため、GDPデフレーターの変化率の方が、CPIの変化率より低くなっています。

また、石油製品などの輸入品価格が上昇(下落)している中では、消費者物価指数はその分上昇(下落)するのに対し、GDPデフレーターでは製品価格に全て転嫁されない限り、下落(上昇)に働くため、両者は乖離します。

なお、両指数をできるだけ同じ対象範囲にして比較するため、消費者物価指数の総合と、GDPデフレーターを家計最終消費支出に限定した指数とを比較すると、両者はほぼ同じ動きをしています。

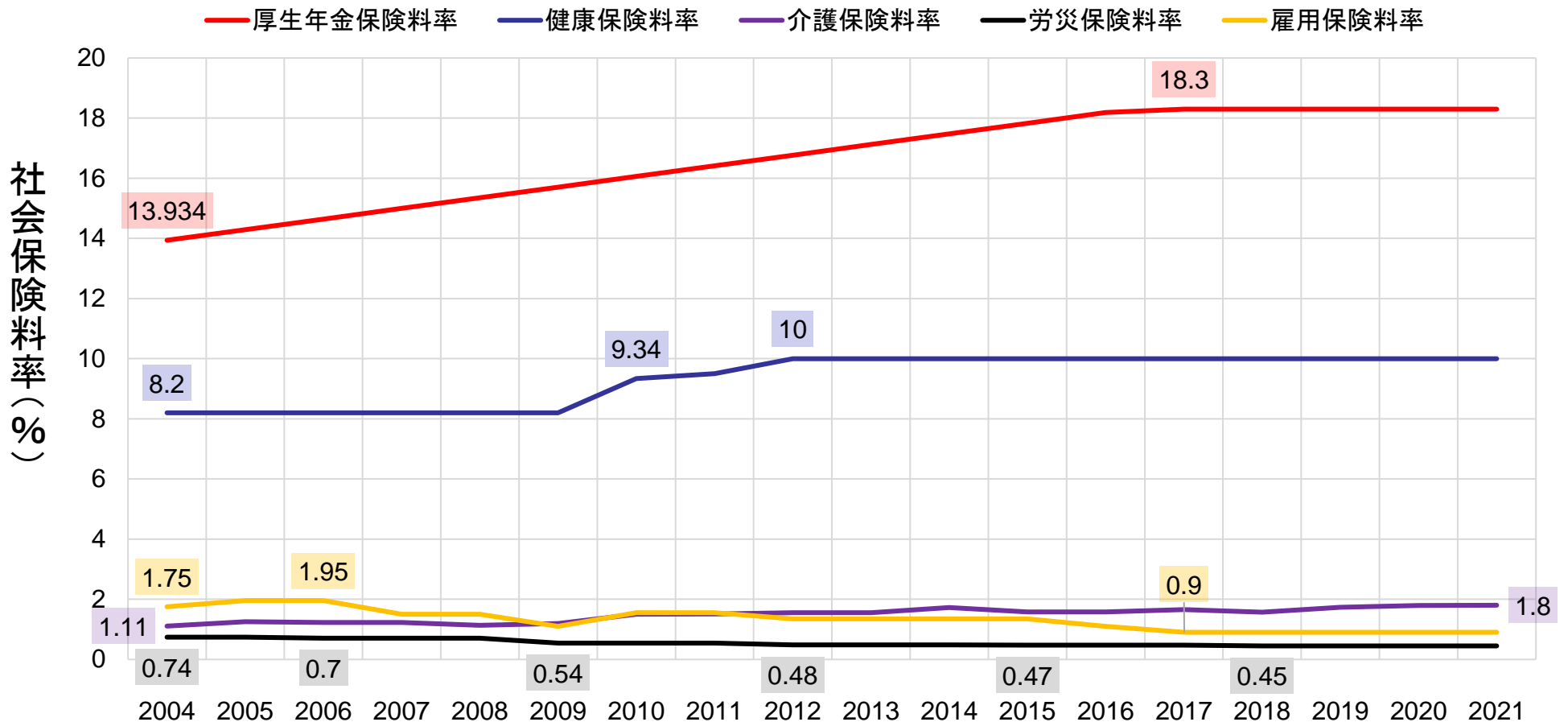
#### (2)算式の違い

消費者物価指数はラスパイレス算式、GDPデフレーターはパーシェ算式を採用しています。一般に比較時点の数量ウエイトで加重平均するパーシェ算式は指数が低く、基準時点の数量ウエイトで加重平均するラスパイレス算式は指数が高くなる傾向があります。また、品質向上は数量の増加とみなされるので、パーシェ算式の場合、品質向上で指数が下落した品目のウエイトは拡大します。このため、パーシェ算式を用いているGDPデフレーターは変化率が低くなります。

なお、GDPデフレーターはできるだけ指数算出に伴うバイアスを軽減することができるようにウエイトを毎年更新する連鎖方式により作成されています。消費者物価指数についても参考系列として連鎖方式による指数を作成・公表しています。

## (参考) 主な社会保険料率の推移

○ 厚生年金の保険料率は2017年9月保険料から18.3%(事業主負担は9.15%)で固定されている。



注1. 労災保険料率(全額事業主負担)を除き、本人負担分も含む保険料率。

注2. 厚生年金保険料率は2017年9月保険料から18.3%で固定。2004年度は10月以降、2017年度までは9月以降の保険料率としている。

注3. 健康保険料率は、全国健康保険協会(政府管掌健康保険)の全国平均保険料率としている。

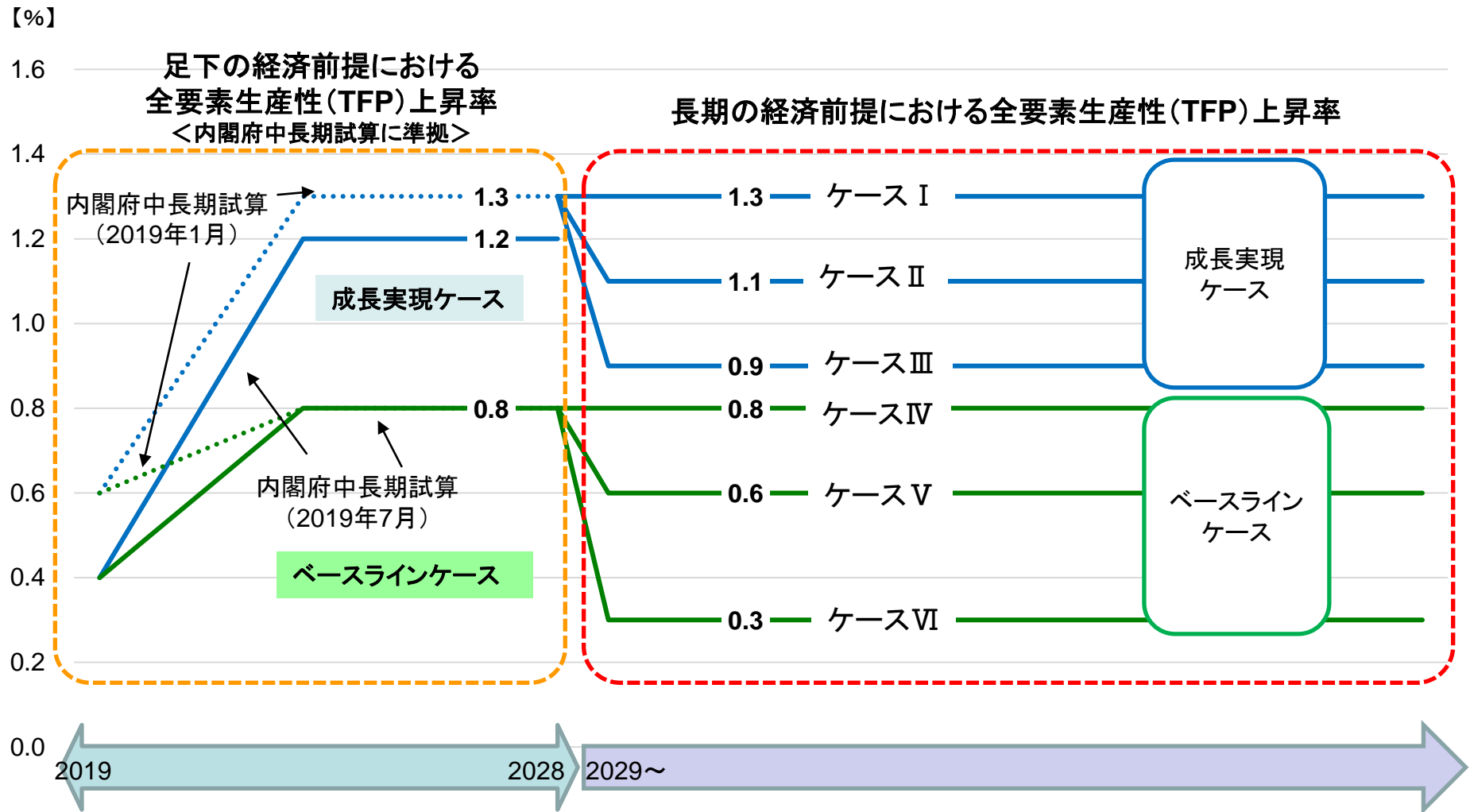
注4. 介護保険料率は、40~65歳未満の2号被保険者分としている。

注5. 労災保険料率は、全業種平均保険料率としている。

注6. 雇用保険料率は、一般の事業の保険料率としている。

## (11) 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

# 接続① 全要素生産性(TFP)上昇率の接続(2019年財政検証)(イメージ)

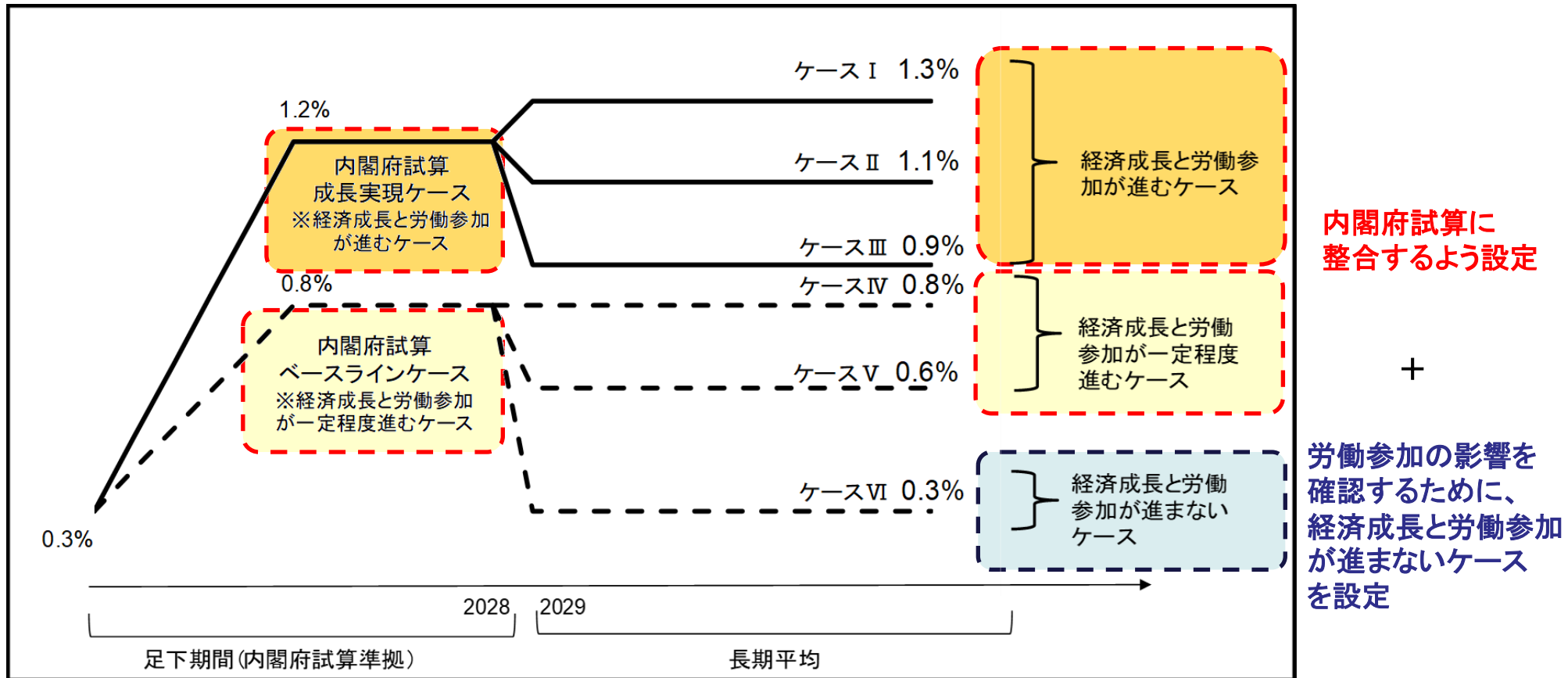


(※) 専門委員会において検討結果の報告(2019(平成31)年3月)を取りまとめたときの直近の内閣府試算(2019(平成31)年1月)においては、成長実現ケースのTFP上昇率は1.3%まで上昇することとされていたこと等から、ケース I の長期の設定が1.3%とされた。その後、2019(令和元)年7月に新しい内閣府試算が公表されたため、専門委員会を持ち回り開催し、2029(令和11)年度以降の長期の設定については見直す必要はないものの、**2028(令和10)年度までの足下の経済前提については、2019(令和元)年7月の内閣府試算に置き換えることも差し支えないと整理された。**



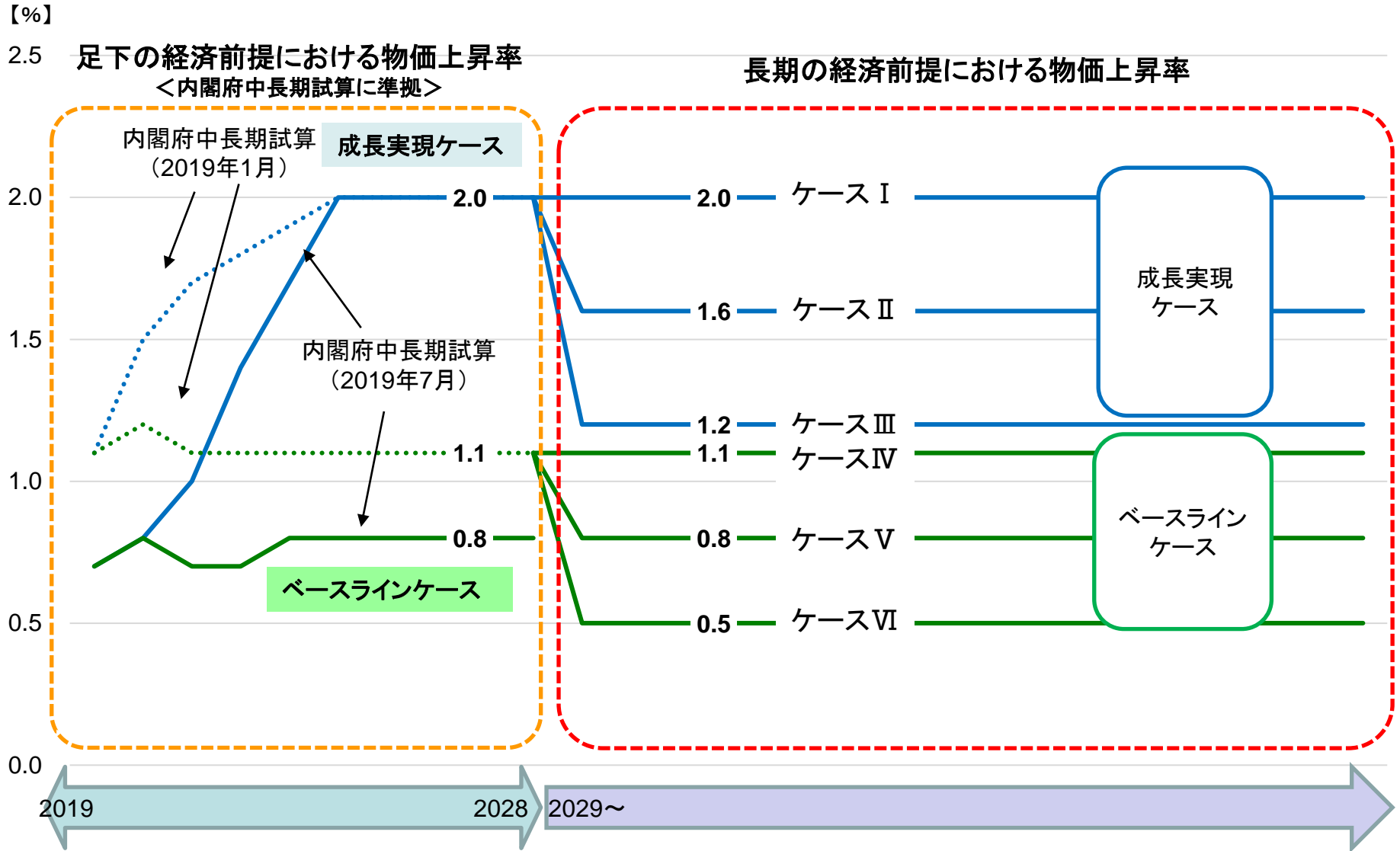
## 接続② 労働投入量の設定(2019年財政検証)(イメージ)

- 労働投入量は、内閣府試算に整合するよう設定。ただし、TFP上昇率が最も低いケースについては、労働参加の影響を確認するために、経済成長と労働参加が進まないケースを設定



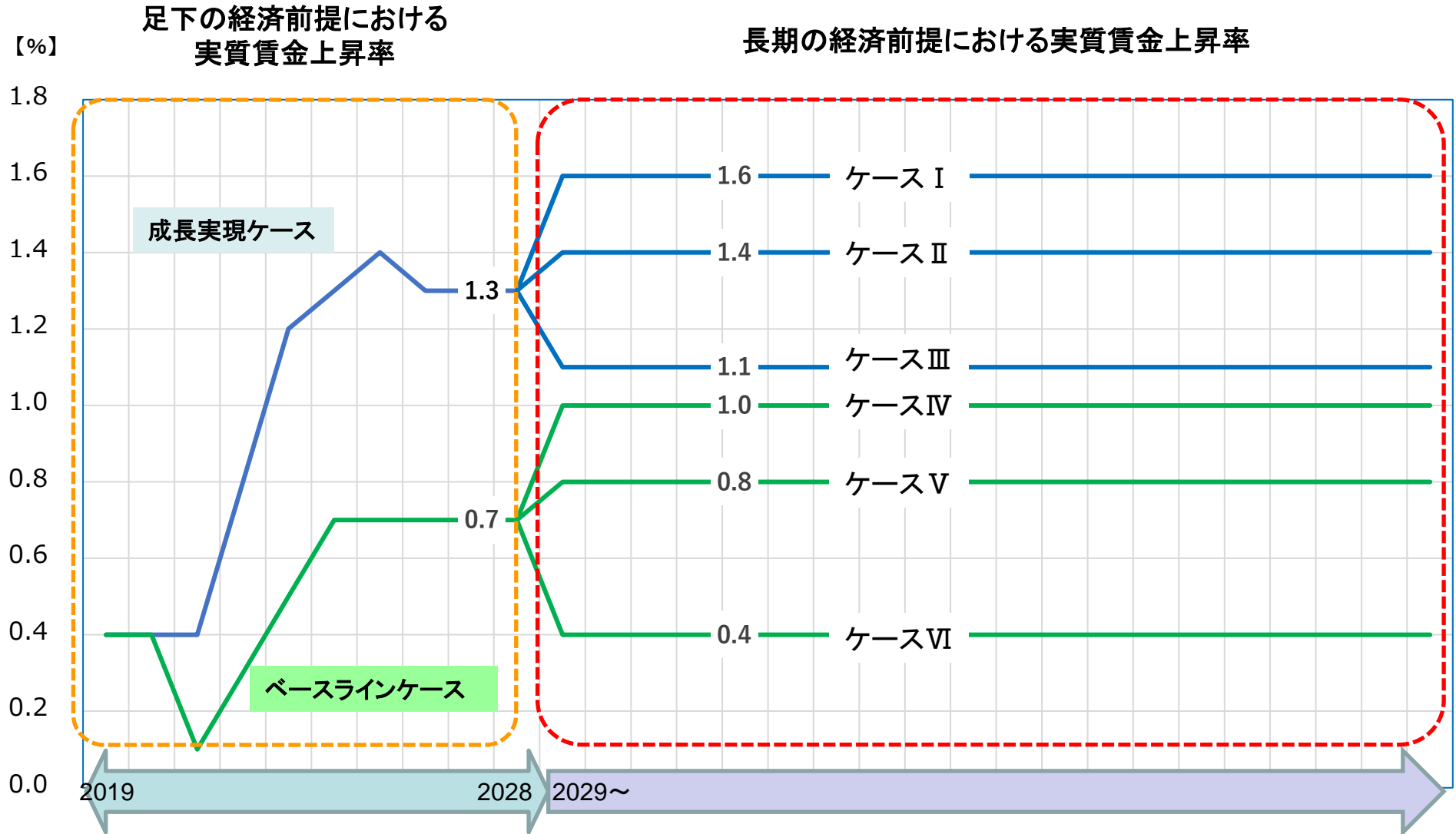
(※) 専門委員会において検討結果の報告(2019(平成31)年3月)を取りまとめたときの直近の内閣府試算(2019(平成31)年1月)においては、成長実現ケースのTFP上昇率は1.3%まで上昇することとされていたこと等から、ケース I の長期の設定が1.3%とされた。その後、2019(令和元)年7月に新しい内閣府試算が公表されたため、専門委員会を持ち回り開催し、2029(令和11)年度以降の長期の設定については見直す必要はないものの、2028(令和10)年度までの足下の経済前提については、2019(令和元)年7月の内閣府試算に置き換えることも差し支えないと整理された。

# 接続③ 物価上昇率の接続(2019年財政検証)(イメージ)



(※) 専門委員会において検討結果の報告(2019(平成31)年3月)を取りまとめたときの直近の内閣府試算(2019(平成31)年1月)においては、成長実現ケースのTFP上昇率は1.3%まで上昇することとされていたこと等から、ケース I の長期の設定が1.3%とされた。その後、2019(令和元)年7月に新しい内閣府試算が公表されたため、専門委員会を持ち回り開催し、2029(令和11)年度以降の長期の設定については見直す必要はないものの、**2028(令和10)年度までの足下の経済前提については、2019(令和元)年7月の内閣府試算に置き換えることも差し支えないと整理された。**

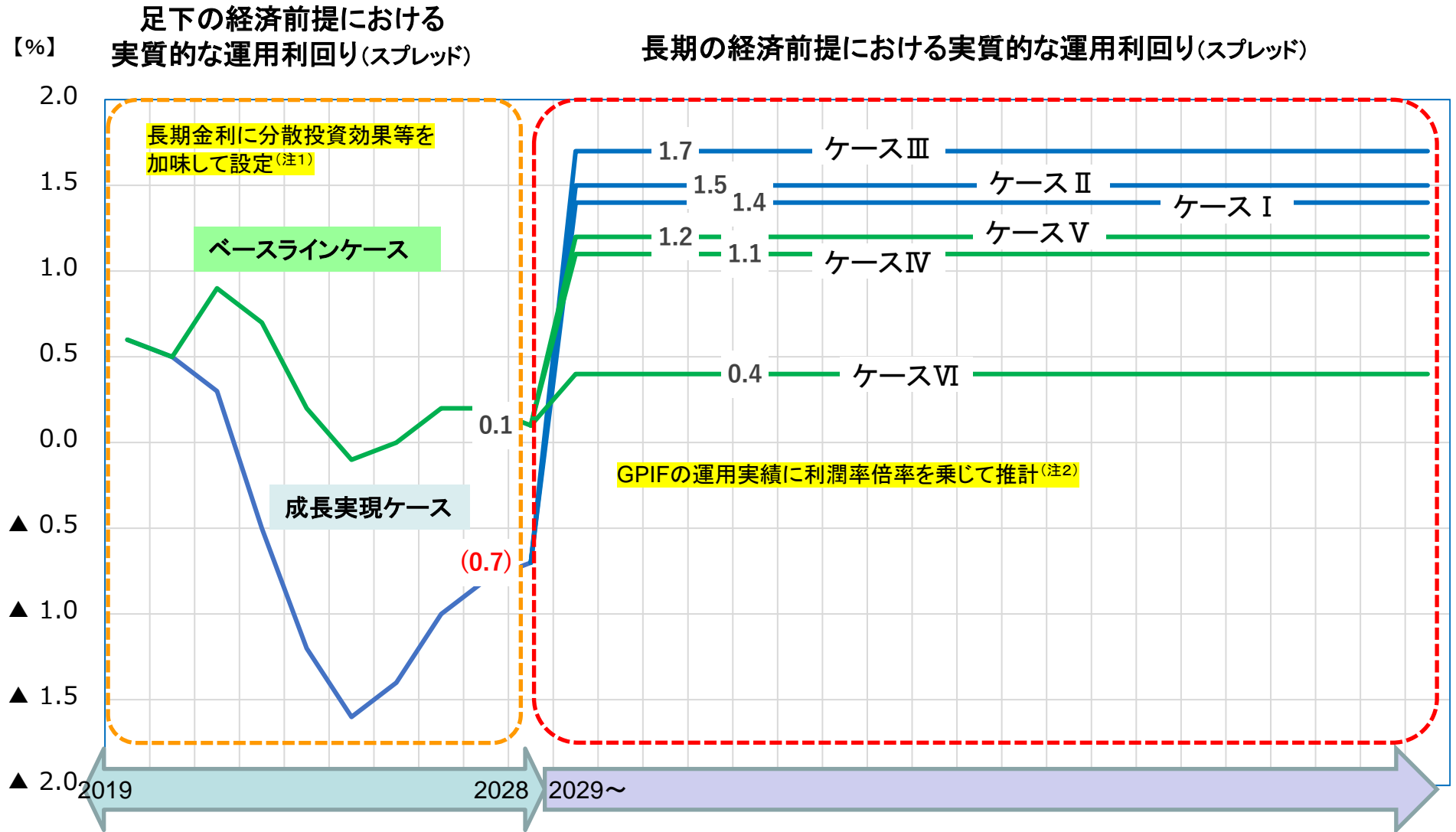
# 接続④ 実質賃金上昇率の接続(2019年財政検証)(イメージ)



(注1) 足下の実質賃金上昇率は、内閣府試算に準拠して労働生産性上昇率を基に設定。

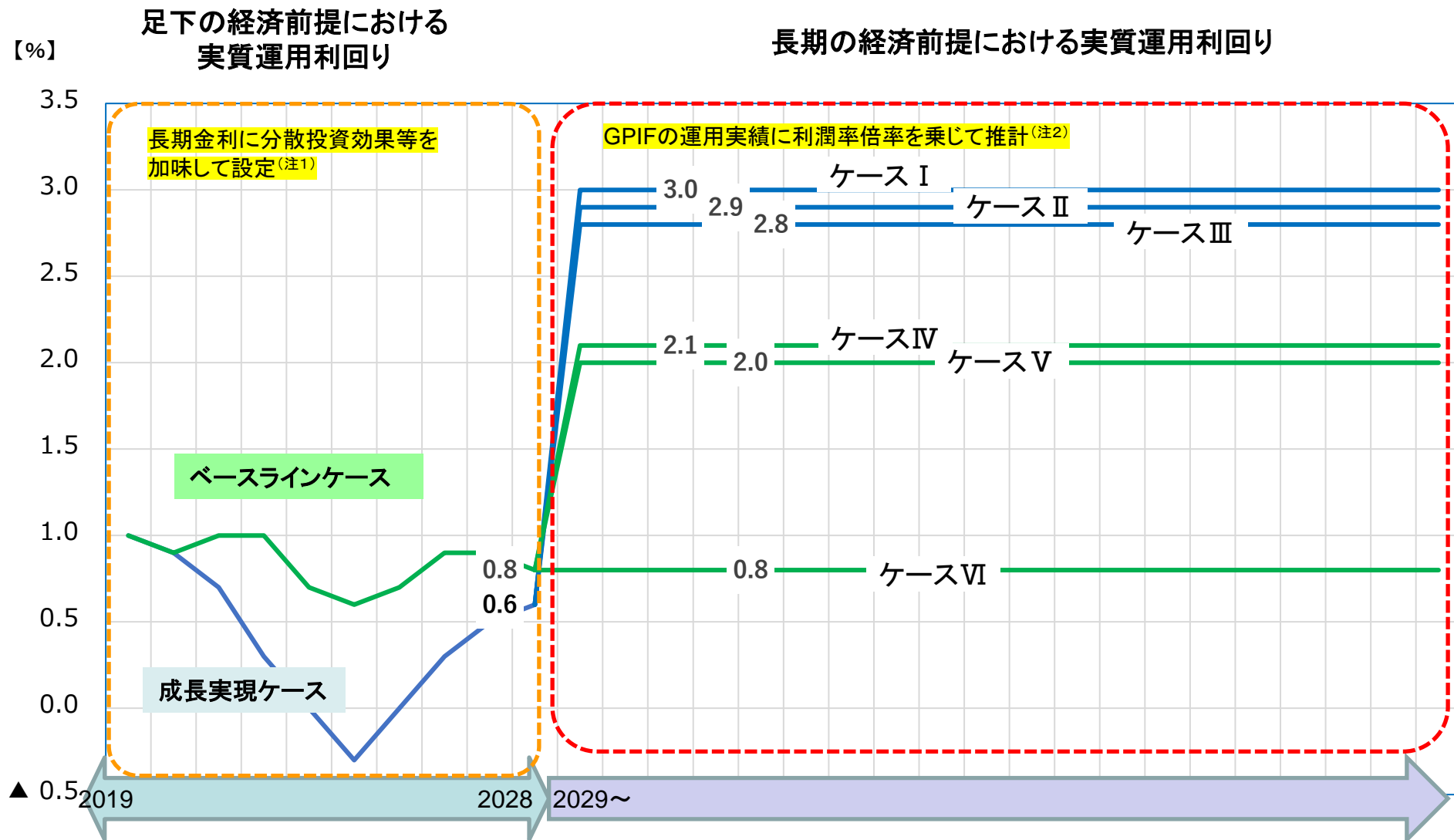
(注2) 長期の実質賃金上昇率は、TFP上昇率等のパラメータを基にマクロ経済モデルから算出された結果の範囲を平均したものの。

# 接続⑤ 実質的な運用利回り(スプレッド)の接続(2019年財政検証)(イメージ)



- (注1) 足下の実質的な運用利回りは、内閣府試算の長期金利に内外の株式等の分散投資による効果を加味し、長期金利上昇による国内債券への影響を考慮して設定。
- (注2) ケースⅠ～Ⅴまでの長期の実質的な運用利回りは、TFP上昇率等のパラメータを基にマクロ経済モデルから算出された実質運用利回りから実質賃金上昇率を控除して計算している。なお、ケースⅥについては、2019年1月31日時点のイールドカーブ(10年国債)のフォワードレートを踏まえ設定していた。

# (参考) 接続⑥ 実質運用利回りの接続(2019年財政検証)(イメージ)



(注1) 足下の実質運用利回りは、内閣府試算の長期金利に内外の株式等の分散投資による効果を加味し、長期金利上昇による国内債券への影響を考慮して設定。

(注2) ケース I ~ V までの長期の実質運用利回りは、TFP 上昇率等のパラメータを基にマクロ経済モデルから算出された結果の範囲を平均したもの。なお、ケース VI については、2019 年 1 月 31 日時点のイールドカーブ(10 年国債)のフォワードレートを踏まえ設定していた。

# GPIFのポートフォリオの推移

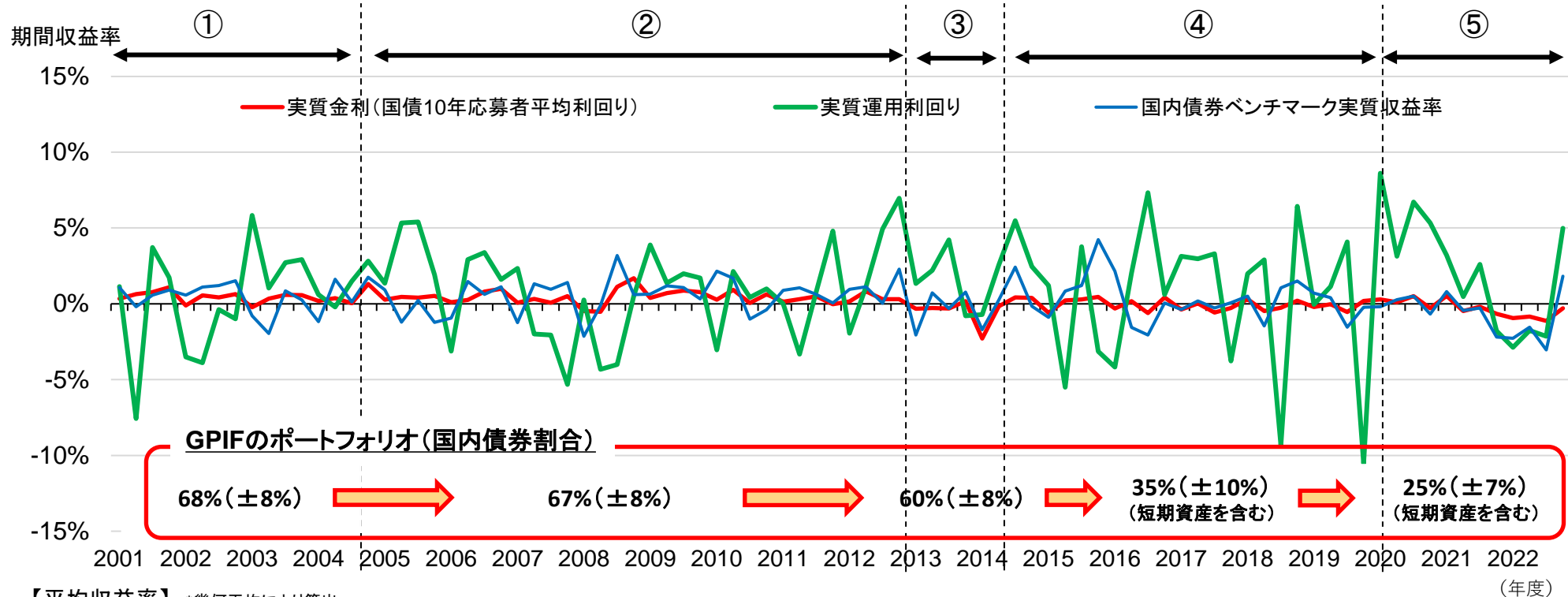
- GPIFのポートフォリオについて、金利と関係の深い国内債券の割合は低下しており、直近のポートフォリオで見ると、資産全体の1/4となっている。

## 【GPIFの基本ポートフォリオの推移】

	① 2001年4月～2005年3月	② 2005年4月～2013年6月	③ 2013年6月～2014年9月	④ 2014年10月～2020年3月	⑤ 2020年4月以降
国内債券	68% (±8%)	67% (±8%)	60% (±8%)	35% (±10%) (短期資産を含む)	25% (±7%) (短期資産を含む)
外国債券	7% (±5%)	8% (±5%)	11% (±5%)	15% (±4%)	25% (±6%)
国内株式	12% (±6%)	11% (±6%)	12% (±6%)	25% (±9%)	25% (±8%)
海外株式	8% (±5%)	9% (±5%)	12% (±5%)	25% (±8%)	25% (±7%)
短期資産	5%	5%	5%	—	—

# GPIFの実質運用利回り(対物価)と実質金利の推移

○ GPIFは国内外の株式等に分散投資を行っていることから、実質運用利回り(対物価)と実質金利の動向は異なる。



	① 2001年4月～2005年3月	② 2005年4月～2013年6月	③ 2013年6月～2014年9月	④ 2014年10月～2020年3月	⑤ 2020年4月以降	全期間(2001-2022年度)
実質運用利回り	1.7%	3.3%	6.0%	1.8%	8.8%	3.5%
実質金利	1.9%	1.6%	▲2.3%	▲0.2%	▲1.1%	0.6%
国内債券ベンチマーク実質収益率	1.9%	1.9%	▲0.2%	1.2%	▲2.4%	1.0%

(注1) 実質金利は、各月に発行された国債10年の応募者平均利回りを基に、消費者物価上昇率から計算したもの。

(注2) 実質運用利回りは、GPIFの四半期毎の収益率を基に、消費者物価上昇率から計算したもの。

(注3) 国内債券ベンチマーク実質収益率は、国内債券(NOMURA-BPI「除くABS」)の月末における指数を基に、消費者物価上昇率から計算したもの。

(資料) 国債10年の応募者平均利回り

: 財務省 国債の入札結果 <https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/appendix/index.htm>

国内債券(NOMURA-BPI「除くABS」)

: 名目値は厚生労働省年金局の委託により野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社が作成。

消費者物価上昇率

: 消費者物価指数(総務省)

## (12) 経済変動を仮定するケースの設定等



## ○ 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)(抜粋)

### Ⅲ 今後の年金制度改革の方向性

#### 3 年金制度の所得再分配機能の維持

- なお、2019(令和元)年財政検証において、平成28年年金改革法による年金額改定ルールの見直しの影響が、将来世代の給付水準の上昇につながることを確認されたところであるが、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である。

#### I はじめに

##### 1 これまでの年金制度改革の経緯

- 平成28年年金改革法は、将来世代の給付水準を確保するため、マクロ経済スライドについて、現在の高齢世代に配慮しつつ、できる限り早期に調整を終える観点から、名目下限措置を維持しつつ、賃金・物価上昇の範囲内で前年度までの未調整分を調整するルール(キャリアオーバー制)を2018(平成30)年4月から導入するとともに、賃金・物価スライドについて、支え手である現役世代の負担能力に応じた給付とする観点から、賃金変動が物価変動を下回る場合には賃金変動に合わせた改定をする考え方を2021(令和3)年4月から徹底することとした。これは、長引くデフレ経済下でマクロ経済スライドによる調整が発動しないこと等により生じた課題に対応するためのものであり、社会保障制度改革国民会議報告書の課題①に対応している。法的措置による特例水準の解消や最近の経済の回復基調等もあり、2015(平成27)年度に初めてマクロ経済スライドが発動し、2018(平成30)年度に生じたキャリアオーバー分が、2019(令和元)年度の2度目のマクロ経済スライド発動とともに解消した。

# 年金改定ルールの見直し(平成28年法律改正)

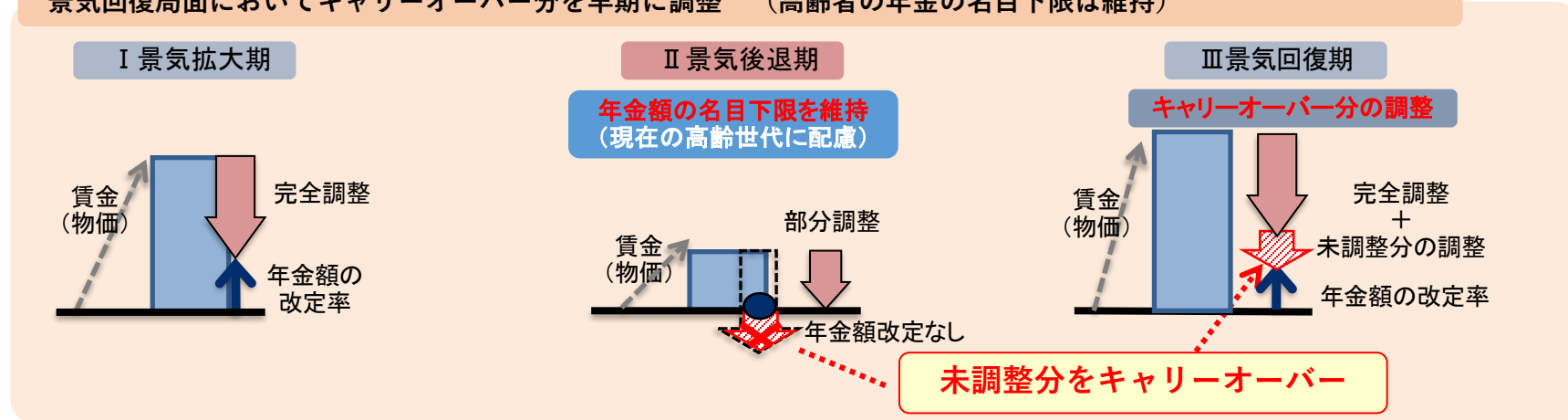
「公的年金制度の持続可能性の向上を図るための国民年金法等の一部を改正する法律」(平成28年法律第114号)

○ 制度の持続可能性を高め、将来世代の給付水準を確保するため、年金額改定に際し以下の措置を講じる。

- ① マクロ経済スライドについて、現在の高齢世代に配慮しつつ、できる限り早期に調整する観点から、名目下限措置を維持し、賃金・物価上昇の範囲内で前年度までの未調整分を調整。【平成30年4月施行】
- ② 賃金・物価スライドについて、支え手である現役世代の負担能力に応じた給付とする観点から、賃金変動が物価変動を下回る場合には賃金変動に合わせて改定する考え方を徹底。【令和3年4月施行】

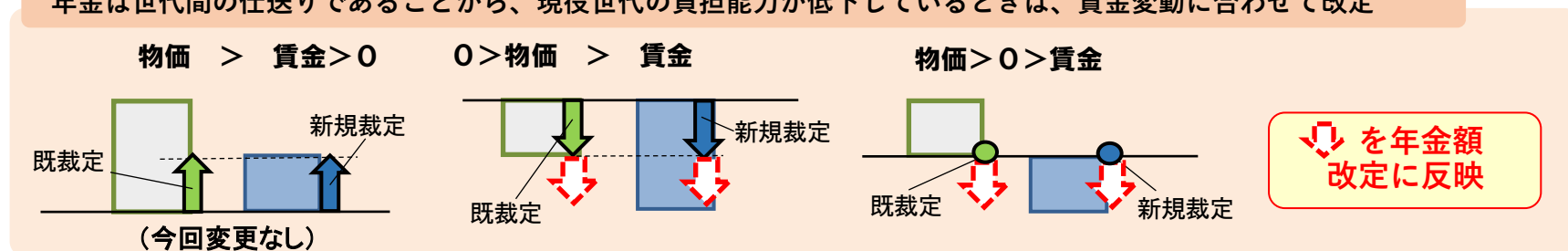
①マクロ経済スライドによる調整のルールの見直し (少子化、平均寿命の伸びなど長期的な構造変化に対応)

景気回復局面においてキャリアオーバー分を早期に調整 (高齢者の年金の名目下限は維持)



②賃金・物価スライドの見直し (賃金・物価動向など短期的な経済動向の変化に対応)

年金は世代間の仕送りであることから、現役世代の負担能力が低下しているときは、賃金変動に合わせて改定



## 経済変動を仮定するケース

変動周期：10年

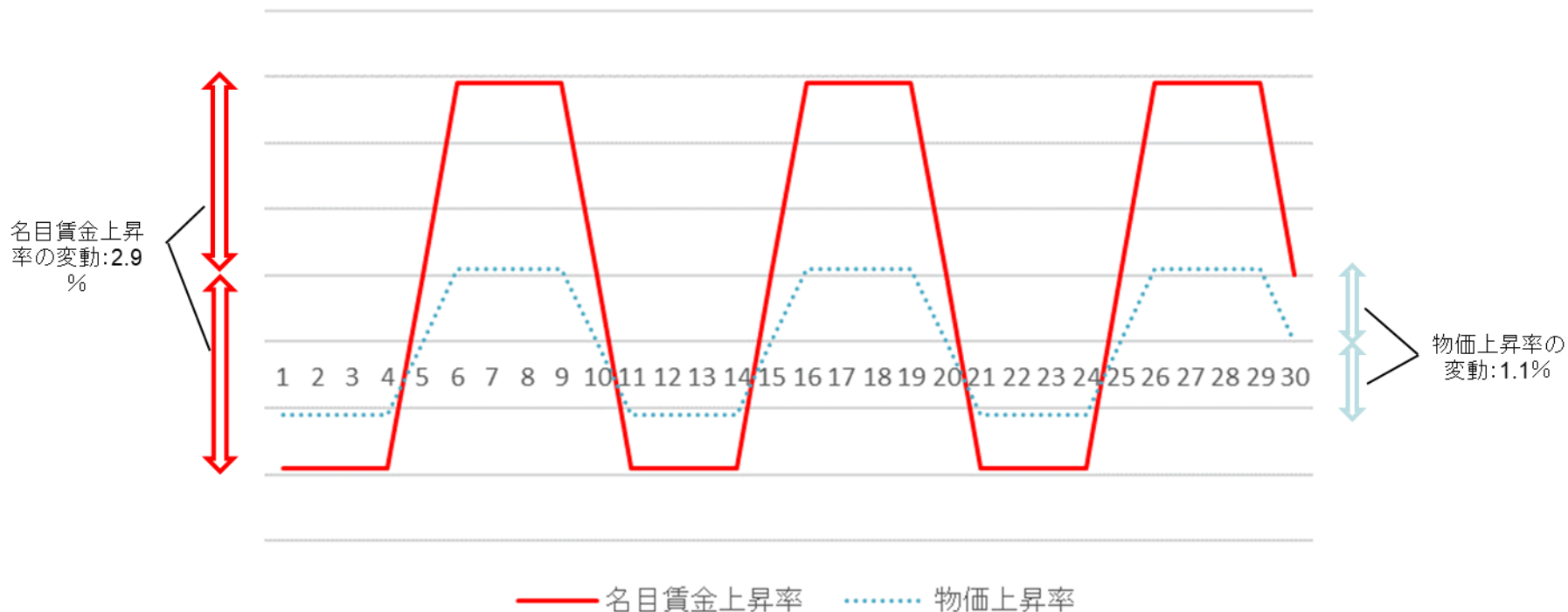
物価上昇率の変動幅：1.1%（過去30年間（1988～2017年度）の物価上昇率の標準偏差）

名目賃金上昇率の変動幅：2.9%（高度成長期後の過去30年について、3年移動平均で名目賃金上昇率

最も高い時期の4.5%（1991年度）と最も低い時期の▲1.3%（2009年度）の下落幅の半分）

※ 1997～2015年の物価上昇率は、消費税調整済み指数を使用

### 物価上昇率・名目賃金上昇率の変動イメージ



# 国際人口移動の前提の違いによる経済前提への影響(粗い試算)

○ 令和5年将来推計人口の出生中位・死亡中位(外国人入国超過数約16万人)と令和5年条件付き推計(出生中位・死亡中位、外国人入国超過数約6.9万人【平成29年推計における外国人入国超過数の水準】)の総人口(20~69歳)の変化を、2019年財政検証の総労働時間の変化率に反映することで、外国人入国超過数の違いが経済前提にどのような影響を与えるか粗く試算したところ、実質賃金上昇率や実質運用利回りの変化は0.1%未満となっている。

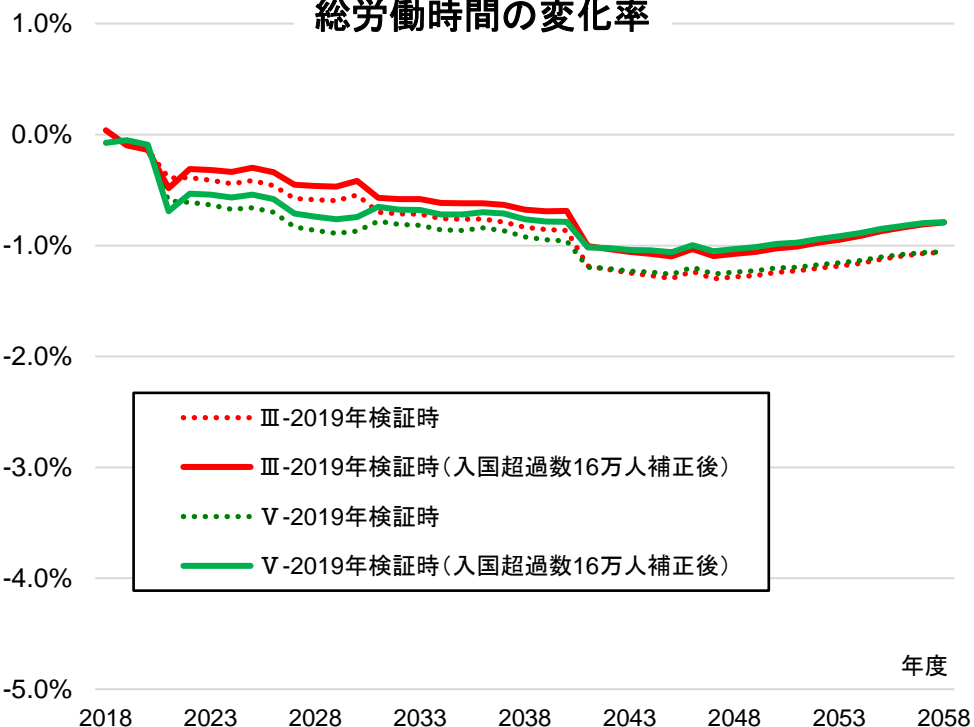
## 【試算の方法】

各年度の総労働時間の変化率を国際人口移動を変化させた場合の人口(20~69歳)の変化率の比率で機械的に変化させて試算。

$$\text{総労働時間の変化率(外国人16万人ベース補正)} = \text{総労働時間の変化率(2019年検証)} \times \frac{\text{人口(20~69歳)の変化率(令和5年将来推計人口)}}{\text{人口(20~69歳)の変化率(令和5年条件付き推計)}}$$

### 総労働時間の変化率

総労働時間の変化率のみ変更し、それ以外の条件は全て固定



		実質賃金上昇率		実質運用利回り		スプレッド	
		min	max	min	max	min	max
ケースⅢ	2019年財政検証	0.84%	~ 1.49%	2.73%	~ 3.01%	1.23%	~ 2.17%
	国際人口移動の変化を総労働時間 に反映した場合	~▲0.04%		~0.07%		~0.11%	
ケースⅤ	2019年財政検証	0.51%	~ 1.12%	1.94%	~ 2.13%	0.82%	~ 1.63%
	国際人口移動の変化を総労働時間 に反映した場合	~▲0.05%		~0.05%		~0.1%	