

## 専門委員会での経済前提の設定に関する 主な意見の整理（未定稿）

事務局の責任において、第5回までの専門委員会の議事録等を暫定的に整理したものである。

本資料中、【ヒアリング】とあるも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り、【年金部会】とあるものは年金部会委員の意見である。

## 1 経済モデルについて

### (ア) これまで用いられてきた経済モデルの評価

- 基本的には、前回の設定は妥当な設定だったと思う。
- わかりやすいスタンダードなモデルが使われていると思う。最近では労働投入量の変化がTFPに直接影響を与えるという研究も出てきており、今後そういった影響も重要になってくるかもしれない。
- スタンダードな成長会計のモデルでやるというのは、結論的にはこれしかないと思う。

### (イ) 幅の広い前提、パラメータの設定について

- 前回財政検証では、幅の広い複数の前提を提示できたことは大きな前進であり、所得代替率が50%を下回る厳しいシナリオを示したことは良かったと思うので、今回も幅広い複数ケースで厳しい面も取り入れるのがよいと思う。
- 過去20年程度の成長を考えると輸出が大きな役目を果たしてきたが、現在のようなモデルを用いる場合、輸出の影響についてはTFPの中に入れ込むのが良いと思う。
- 総投資率や貯蓄率が下がっていくという前提をおいているとのことだが、労働力が減っていけば省力投資みたいなものが出てくるとか、もう少し強気な前提でいいと思う。

## 2 賃金上昇率の設定について

- 【ヒアリング】人口1人当たりの生産性は多くの国で1%程度で収束しており、長期でみたとき、1人当たりの生産性が1%ぐらい増えていくのは納得できる数値。実質賃金が1%増えること自体はベースシナリオとしては妥当なのではないか。  
ただし、いろいろな政策をしっかりとやらないとそれが実現できないリスクもある。

### 3 運用利回りの設定について

#### (ア) 実質長期金利と金融政策、成長率等との関係について

- ・ 経済学の歴史を振り返ると、一つの大きな話として、金融政策、マネーが長期の実質金利に影響を与えるかというビッグイシューがある。  
今の長期金利の動向というのが日銀のアクションから独立したとはちょっと考えられないが、長期的には、リカードやシュンペーターが言うようにリアルなファクター（利潤率やイノベーション）が重要というのは間違いないと思う。
- ・ 【ヒアリング】 基本的に名目 GDP の動きでアメリカの 10 年債の金利は説明できる。
- ・ 【ヒアリング】 マイナス金利から利潤率を計算すると資本の分配がマイナスになってしまうため、利潤率と金利の格差をどういうふうに解消して、どうやって調整するかということが必要と思う。1つのやり方としては、(異次元の) 量的緩和のところを除いて推計するというのがあるのではないか。現在のまま使うと異常値になってしまうと思われる。

#### (イ) 長期金利の水準を利潤率と関係させて推計することについて

- ・ モデルの予測では、利潤率の変化率と実質長期金利の変化率に 1 対 1 の関係で決めるという仮定があるが、これはしほりが強いのではないか。例えばアメリカでは、過去平均をとってその上と下を 3 つ考えているという感じだったと思うが、このようなシンプルな方法もあるのではないか。
- ・ 利潤率で実質金利を決めるという枠組みについて、実質長期金利あるいは均衡実質金利は潜在成長率に依存して変動すると考えられるが、潜在成長率は利潤率だけでなく労働生産性などの影響も受ける。均衡実質金利の設定について、もう少し議論があっても良いのではないか。
- ・ スタンダードなフレームワークでは、均衡状態においては、利潤率と成長率というのは 1 対 1 対応している。利潤率と成長率は 1 対 1 対応しているのだから、考え方としては、利潤率を用いてもよいのではないか。

#### (ウ) 市場における長期債のイールドカーブを用いた推計について

- ・ あまり足下の経済指標に引っ張られると現実的ではない前提になるため、ケース G やケース H のようなイールドカーブを使って設定していたところは工夫の余地があるのではないか。
- ・ 前は、市場がどのように先行きをみているのかを織り込んで、ケース G、ケース H では市場のイールドカーブを用いて、10 年国債のフォワードレートにより設定するという工夫をしており、今回もこういったものも考慮してはどうか。

#### (エ) その他

- ・ 消費から金利を予測する方法を用いてチェックしていくことも必要ではないか。
- ・ GPIF のポートフォリオの変更を、収益率のボラティリティの向上を考慮してどのように整理するかは論点としてあるのではないか。リスク要因を現状以上に取りこむ必要はないと思う。運用利回りについて、高めの設定をしていくと、リスクを取りやすい傾向が出てくるため、慎重に決めていけばよいのではないか。

### 4 物価上昇率の設定について

- ・ 賃金上昇率の設定の際に、仮に労働分配率のところはほぼ一定だとしてもデフレーター等の調整をすれば違った数値が出てくるのではないか。
- ・ 物価が上がると実体経済がいい、逆に物価が下がれば実体経済は悪いという 20 世紀の経験で考えている常識も、19 世紀の実績を見ると全く成り立たない。何十年もデフレが続くが実質経済成長率は極めて高いということが実際に 19 世紀のイギリスで起きていたわけで、物価についてはよく分からないというのが正直なところ。

## 5 その他

### (ア) 経済変動を仮定するケースについて

- ・ 前回財政検証の経済変動ありのケースでは、ケースごとに変動幅が変わらない前提をおいているが、ボラティリティの変化も考えてはどうか。
- ・ (一時的に賃金上昇率がマイナスになるケースについて、) 賃金が低下するケースだけではなく、物価についても検討した方が良いのではないか。

(注) 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案に対する附帯決議(平成28年12月13日参議院厚生労働委員会)において、「景気循環等の影響で新たな改定ルールが実際に適用される可能性も踏まえた上で、国民が将来の年金の姿を見通すことができるよう、現実的かつ多様な経済前提の下で将来推計を示すべく、その準備を進めること。」とされている。

### (イ) その他、足下の設定など

- ・ あまり足下に振られないことも重要だが、当初10年が足下の実態とあまりに乖離しているのも事実。当初10年について、政府のシナリオをベースとしつつもある程度幅を持たせることも含めて議論したい。
- ・ 足下10年と長期の前提の接続について、もうすこしスムーズにできないか。足下は内閣府試算の参考ケースをベースにするなど、足下のつなげ方の工夫の余地があるのではないか。
- ・ 内閣府の中長期試算では、均衡金利へ上がっていくスピードがゆっくり置かれているが、もっと短期間で長期金利が上がるということも十分あり得るのではないか。
- ・ 【年金部会】財政検証の前提について、諸外国でこれだけ細かい前提を置いてやっているところはないとのことであり、前提やケースの設定については諸外国並みで十分ではないか。