

年金財政における経済前提のあり方について (専門委員会における議論の経過報告)

令和6年1月31日

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

1 報告の趣旨

厚生年金及び国民年金においては、法律の規定により、少なくとも5年に一度、「財政の現況及び見通し」を公表する、いわゆる財政検証を行うこととされており、次回の財政検証を令和6年までに行うことになっている。本専門委員会では、社会保障審議会年金部会における審議に資するため、公的年金の財政検証における経済前提^(※)等に関する専門的・技術的な事項について、令和4年11月から令和5年12月までの間に7回の会合を開催し、検討を行ってきた。

本報告書は、本専門委員会における検討事項について、現在までの議論の経過を報告するものである。

(※) 財政検証に必要な経済前提としては、具体的には、(1)物価上昇率、(2)賃金上昇率、及び、(3)運用利回りがある。

2 財政検証に用いる経済前提の基本的な考え方

(1) 平成16年改正では、少子高齢化が急速に進展する中、将来の現役世代の負担を過重なものとしないうために、最終的な保険料水準を法律で定め、その負担の範囲内で給付を行うことを基本に、給付水準を自動的に調整する仕組み(いわゆるマクロ経済スライド)が導入された。財政検証は、このような給付と負担の均衡を自動的に図る仕組みの下で、厚生年金及び国民年金の長期的な財政の健全性を定期的に検証するものである。

- (2) 財政検証においては人口や経済の長期的な前提を設定する必要があるが、将来の人口や経済の動向は不確実なものであり、長期的な見通しには限界がある。したがって、財政検証を行う時点における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ことは避けられない。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。
- (3) 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、財政検証の結果は、人口や経済を含めた将来の状況を正確に見通す予測 (forecast) というよりも、人口や経済等に関して現時点で得られるデータを一定のシナリオに基づき将来の年金財政へ投影 (projection) するものという性格に留意が必要である。この性格を踏まえると、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り、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る。また、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に当たっては、財政検証が概ね 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。
- (4) 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。
- (5) また、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については、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、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く、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。

3 これまでの財政検証の経済前提

(1) 公的年金は収入、支出ともに長期的には賃金上昇率に従って変動する仕組みであり、年金財政に大きな影響を与えるものは収入・支出の中で賃金上昇に連動しない部分である。このため、年金財政にとっては、賃金上昇率や運用利回りの名目値でなく、「(物価上昇率を上回る)実質賃金上昇率」^(※)と「(賃金上昇率を上回る)実質的な運用利回り(スプレッド)」が重要である。

(※) 既裁定者の年金額は物価上昇率に基づき改定されることから、賃金上昇率と物価上昇率の差である実質賃金上昇率が年金財政に影響を与えることとなる。

(2) この2つの要素について、これまでの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(TFP)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、前提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年度平均)
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(TFP)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1：[] 内はケースⅢの数値

注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ととなるもの。

注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))。

注4：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。

注5：労働生産性上昇率は、労働時間当たり実質経済成長率としている。

(3) 実績と前提の乖離について、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実質賃金上昇率(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ていた。

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、年金積立金管理運用独立行政法人(以下「GPIF」という。)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、純資産が増加したことも一因と考えられる。

(4) 今回の実質賃金上昇率(対物価)の設定に当たっては、

- ・ 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こと
- ・ 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。

なお、前述のとおり、全要素生産性(TFP)上昇率や労働生産性上昇率については、長期の実績は概ね前提の範囲に入っていたものの、範囲の中では実績は低めに位置していた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。

(5) また、実質的な運用利回り(対賃金)の設定に当たっては、

- ・ 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たこと
- ・ 将来、日本の実質賃金が増加すれば、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、実質賃金の上昇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
- ・ GPIFは海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行っていることを考慮する必要がある。

4 長期の経済前提に用いる経済モデルの建て方

(1) これまでの財政検証において長期の経済前提を設定する際に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、諸外国における経済前提の設定方法と比べても工夫されたものとなっていることから、今回も基本的には同様の手法を用いることとする。ただし、その後の状況変化等を踏まえ、改善が可能と考えられる点については改善を行うこととする。

なお、5年ごとの財政検証においては、継続性を維持することが重要であり、むやみに手法を変えるべきではないが、様々な視点から情報を伝える工夫をし、国民の年金に対する議論と理解を深める努力をすることも重要である。

(2) 長期の経済前提の設定に用いるマクロ経済に関する試算の枠組み(経済モデルの建て方)については、成長経済学の分野で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標準的な生産関数(コブ・ダグラス型生産関数)を用いて、過去の実績を基礎としつつ、日本経済の潜在的な成長力の見通しや労働力需給の見通しを踏まえたパラメータを設定し、潜在的な経済成長率等の推計を行うものである。

具体的には、令和元年財政検証で用いられた枠組みを基本とする。

経済成長率(実質 GDP 成長率) = 資本成長率 × 資本分配率 + 労働成長率 × 労働分配率 + 全要素生産性(TFP)上昇率

ここで、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

これらの式を用いると、全要素生産性(TFP)上昇率、資本分配率、資本減耗率、総投資率及び労働投入量のパラメータを設定すれば、マクロ経済の観点から整合性のとれた、実質経済成長率及び利潤率の値を推計できる。また、これらの推計値を基礎に、実質賃金上昇率や実質運用利回りを設定することにより、マクロ経済の観点から整合性のとれた経済前提を設定することができるものである。

(3) 総投資率の設定について、令和元年財政検証では、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置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。

- (4) 利潤率の計算式については、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、将来の「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。

- (5) 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、前回の令和元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。

- (6) なお、パラメータの設定に当たり、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については、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判断することは困難である。

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。

5 長期の経済前提に用いるパラメータの設定等

(1) 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る。

直近の内閣府「中長期の経済財政に関する試算(以下「中長期試算」)」（令和6年1月22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(0.7%)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ことを確認している。

こうしたことから、長期の設定における全要素生産性(TFP)上昇率の設定に当たっては、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。

(2) 労働投入量の設定については、今後公表予定の新たな労働力需給推計を基礎にマンア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、令和元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。

(3) 令和元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)上昇率を高めに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、機械的に変化させることで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、これらのパラメータが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。

- (4) 令和元年財政検証における物価上昇率については、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。物価上昇率は、年金財政における収入及び支出を等しく変化させるものであることから、財政的に中立なものであることも踏まえ、今回もこれらを参考に設定することが適当である。
- (5) 長期の運用利回りの設定については、令和元年財政検証では、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。

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

令和元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が、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% となっていることに加え、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、全てのケースにおいて、GPIF の運用実績を活用する方法を用いることが適当である。

なお、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。

- (6) 今回の専門委員会においては、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 年のデータにより要因分析を行った。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を確認した。

財政検証が 100 年にわたる超長期の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り、令和元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 デフレターの差のうち、「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いることが確認され、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、令和元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、我が国の動向により設定することが適当と考える。

6 足下の経済前提の設定

- (1) 内閣府の中長期試算(令和6年1月22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、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、前回の令和元年財政検証における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設定の考え方が異なっていたこともあり、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。
- (2) 足下と長期の経済前提の接続について、令和元年財政検証では、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)の整合性も意識して接続させるべきである。

7 経済変動を仮定するケースの設定等

- (1) 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。令和元年財政検証では、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が、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。
- (2) 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、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が、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。

8 具体的な経済前提の設定について

前項までにおいて、財政検証に用いる経済前提を設定するに当たっての基本的な考え方を整理してきた。しかし、パラメータ等の具体的な設定については、今後公表が予定されている新たな労働力需給の推計や今般公表された中長期試算等を踏まえて、改めて本専門委員会において議論を行い、検討結果をとりまとめ、年金部会に再度報告することとしたい。

年金財政における経済前提に関する専門委員会 委員名簿

氏名	所属・役職
けんじょう よしかず 権丈 善一	慶應義塾大学商学部教授
こえだ じゅんこ 小枝 淳子	早稲田大学政治経済学術院教授
たきざわ みほ 滝澤 美帆	学習院大学経済学部教授
たけだ ようこ 武田 洋子	株式会社三菱総合研究所執行役員(兼)研究理事シンクタンク部門長
たまき のぶすけ 玉木 伸介	大妻女子大学短期大学部教授
どい たけるう 土居 丈朗	慶應義塾大学経済学部教授
とくしま かつゆき 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
◎ ふかお きょうじ ◎ 深尾 京司	日本貿易振興機構アジア経済研究所所長・一橋大学特命教授
ふじさわ ようすけ 藤澤 陽介	早稲田大学大学院会計研究科講師・年金数理人

(◎は委員長)

年金財政における経済前提に関する専門委員会 開催状況

第1回 令和4年11月18日

- (1) 委員長の選出について
- (2) 令和元年財政検証における経済前提の設定等について

第2回 令和5年2月24日

経済指標の動向について

第3回 令和5年4月5日

- (1) 有識者及び委員からのヒアリング
- (2) 総投資率と利潤率の関係について
- (3) その他

第4回 令和5年6月30日

- (1) 有識者ヒアリング
- (2) 運用利回りの長期的な動向について
- (3) その他

第5回 令和5年8月24日

- (1) 有識者及び内閣府へのヒアリング
- (2) これまでの主な意見について
- (3) その他

第1回検討作業班 令和5年9月28日

- 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
- ⑩ 国際人口移動の前提の違いによる経済前提への影響

第2回検討作業班 令和5年10月19日

- 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

第3回検討作業班 令和5年11月9日

検討作業班における議論について(案)

第6回 令和5年12月4日

検討作業班における議論について

第7回 令和5年12月27日

年金財政における経済前提のあり方について
(年金部会への議論の経過報告について)