

2023年6月26日 全7頁

# 賃金と物価の上昇で年金財政はようになる？

## 運用収益率も同様に上昇すれば所得代替率は小幅改善

経済調査部 シニアエコノミスト 末吉 孝行

### [要約]

- 賃金上昇率、物価上昇率、運用収益率をそれぞれ独立に動かした場合、公的年金の最終的な所得代替率は、賃金上昇で小幅改善、物価上昇で悪化、運用収益率の上昇で改善する。ただし賃金、物価、運用収益率の3つは、一般的には同じ方向に動くと考えられる。仮に3つが同じ幅で高まれば所得代替率は小幅ながら改善する。
- だが積立金の半分は外国資産で運用されており、運用収益率が国内の賃金や物価と同じ幅で上昇する保証はない。政府内では次回の財政検証の経済前提について検討が進められているが、運用収益率については幅広い議論を期待したい。

### はじめに

2023年の春闘における賃上げ率は、30年ぶりの高水準となる公算が大きい。日本労働組合総連合会（連合）が6月5日に公表した第6回回答集計結果<sup>1</sup>によると、定期昇給込みの賃上げ率は加重平均で3.66%と、1993年以来の高い水準であった。岸田政権の掲げる「賃金と物価の好循環」の実現性が高まっているといえよう。

物価がほとんど変化しない状態から、賃金も物価も上昇していくような状態に経済が転換していけば、さまざまな分野に影響が及ぶ。保険料が賃金に連動し、支給額が物価や賃金に連動するように設計されている公的年金制度もその1つだ。

政府は、公的年金制度の健康診断ともいえる「財政検証」を5年ごとに実施している。財政検証では、一定の経済前提の下で将来の年金財政や給付額等が試算されることで、制度の持続可能性が確認されてきた。直近の財政検証は2019年に行われ、その代表的なケース<sup>2</sup>では、2115

<sup>1</sup> 日本労働組合総連合会「[高水準の回答で『賃上げの流れ』をしっかりと引き継ぐ～2023春季生活闘争 第6回回答集計結果について～](#)」（2023年6月5日）

<sup>2</sup> 財政検証では6つのケースが示されている（ケースⅠ～Ⅵ。ケースⅠが最も楽観的で、ケースⅥが最も悲観的なシナリオ）。そのうち代表的なものはケースⅢとされ、安倍首相（当時）も2020年4月14日の衆議院本会議における答弁でケースⅢを代表的なケースとしている。

年度までの長期にわたる毎年の賃金上昇率が 2.3%、物価上昇率が 1.2%と想定されている<sup>3</sup>。

だが実際には 2022 年度の物価上昇率は 3.2%と財政検証の想定を上回った<sup>4</sup>。前述したように賃上げ持続の機運も高まっている。一般労働者の 2022 年度の賃金上昇率は 2.3%であったが<sup>5</sup>、今後、賃金上昇率が財政検証の想定を上回る可能性もある。

生産性の上昇などを考慮すれば、2022 年度のように物価上昇率が賃金上昇率を上回る時期が長期間継続することは考えづらい（本レポートでは実質賃金上昇率が長期にマイナスになることは想定していない）。だが物価上昇率や賃金上昇率が、財政検証で前提とされた値を超えて継続した場合に、公的年金が受ける影響について検討することには大きな意味があると思える。そこで以下では「モデル年金の所得代替率」に焦点を当てて、賃金と物価が公的年金に与える影響について分析したい<sup>6</sup>。

「モデル年金」とは、夫が平均賃金で 40 年間働いた会社員、妻が 40 年間第 3 号被保険者（専業主婦）である世帯が受給する新規裁定時（受給開始時）の年金額である。また「所得代替率」とは、年金の受給額と現役世代の平均手取り収入額との比率を指す。所得代替率が低下しても、現役世帯の賃金が増えれば、年金の実質的な受給額が必ずしも減少するわけではない。だが所得代替率は、現役世代と比べた年金生活者の相対的な豊かさを示すものであり、それが大幅に低下することは望ましくない。

実際、モデル年金の所得代替率（以下、所得代替率）が先行き 5 年以内（次期財政検証までの間）に 50%を下回る見込みとなった場合には、政府は給付水準の調整や給付と負担についての検討を行い、所要の措置を講ずることが法律で規定されている（国民年金法平成十六年改正法附則第二条）。そのため、所得代替率に注目することは公的年金制度の将来を考える上でも重要である。

財政検証の代表的なケースでは、所得代替率は 2019 年度に 61.7%であったが、マクロ経済スライド<sup>7</sup>と呼ばれる給付抑制の仕組みを通じて低下していく。最終的（給付水準の調整が終了する 2047 年度以降）には 50.8%となる見通しだ。

<sup>3</sup> ただし、当面の 2019～28 年度は内閣府の試算に基づき、賃金上昇率 1.1～3.3%、物価上昇率 0.7～2.0%とされている。

<sup>4</sup> 総務省「消費者物価指数」における総合指数。

<sup>5</sup> 厚生労働省「毎月勤労統計」における一般労働者の現金給与総額（賃金指数）。財政検証等で用いられる名目標準報酬とは異なるものの、両者は近い動きをする。

<sup>6</sup> 本レポートの分析で用いた大和総研の計量モデルについては、末吉孝行「[公的年金の好調な運用実績は将来の受給水準を押し上げるか 試算では所得代替率が 1.3%pt 改善する結果に](#)」（大和総研レポート、2023 年 3 月 22 日）などを参照。

<sup>7</sup> マクロ経済スライドに関する説明は、佐川あぐり「[2021 年度の年金額はマイナス改定 将来の年金のために、マクロ経済スライドの名目下限措置は撤廃を](#)」（大和総研レポート、2021 年 2 月 10 日）、などを参照。

## 賃金と物価が年金財政の収支項目に及ぼす影響

まず、賃金と物価がどのように年金財政に影響を与えるのか、収入（保険料、国庫負担、年金積立金）と支出（年金給付）に分けて考えてみたい（図表1）。

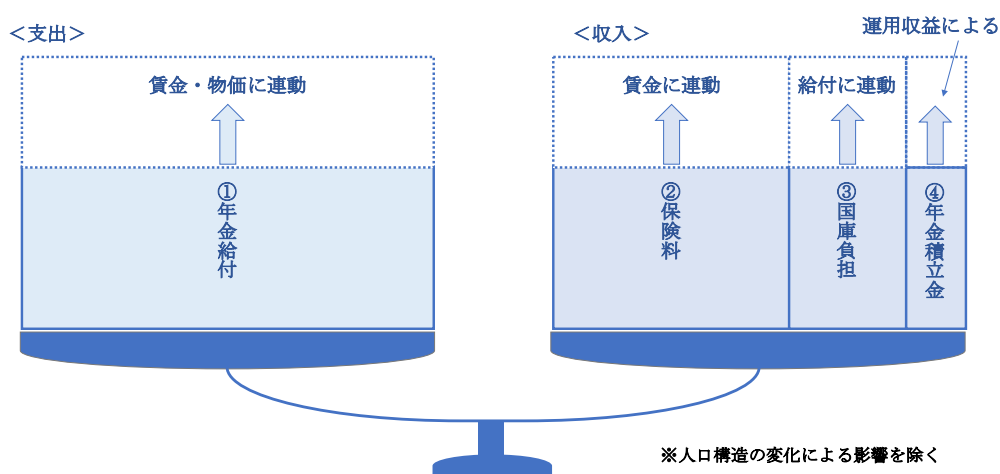
支出側の年金給付では、新規裁定者（67歳以下）の年金受給額は賃金に連動して決まり、既裁定者（68歳以上）の受給額は物価に連動して決まる<sup>8</sup>。そのため、賃金や物価が上昇すると支出が増加する。

収入側の保険料、国庫負担、年金積立金についてはどうか。保険料は厚生年金では賃金の一定割合（18.3%）と定められており、国民年金でも賃金から決まってくるため<sup>9</sup>、賃金に連動する。

国庫負担は基礎年金給付の2分の1と定められており、給付に連動する。ただし給付は前述したように賃金と物価に連動するので、国庫負担も賃金と物価によって決まる。

年金積立金は金融市場で運用されており、その運用収益が収入になる。運用でどれだけの収益が得られるかは市場情勢に左右されるものの、長期的には賃金や物価が上昇すれば運用収益率も上昇すると考えられる。

図表1：年金財政の支出と収入の概念図



- ①年金給付・・・新規裁定年金は賃金に連動、既裁定年金は物価に連動
- ②保険料収入・・・賃金に連動
- ③国庫負担・・・給付に連動（賃金・物価に連動）
- ④年金積立金・・・運用収益に連動

（出所）厚生労働省、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）より大和総研作成

<sup>8</sup> ただし、本レポートでは想定していないものの、賃金上昇率が物価上昇率を下回る場合（実質賃金上昇率がマイナスになる場合）には、既裁定者の受給額も賃金に連動する。

<sup>9</sup> 物価変動率に実質賃金変動率を乗じたものに連動するため、名目の賃金と連動すると考えることができる。

## 所得代替率の感応度分析

では賃金上昇率、物価上昇率、運用収益率が変化すると、それぞれの程度、所得代替率に影響を与えるのだろうか。現実の経済ではそれら3つの変数は相互に影響しあって変動するものだが、それぞれの影響を理解するために、各要因のうち1つのみを機械的に変化させて所得代替率への影響をみたものが**図表2**である。

**図表2：物価上昇率、賃金上昇率、運用収益率の変化がもたらす所得代替率への影響の推計**

各要因（物価上昇率・賃金上昇率・運用収益率）の変化幅（%pt）	最終的な所得代替率の変化（%pt）		
	物価上昇率のみが変化した場合	賃金上昇率のみが変化した場合	運用収益率のみが変化した場合
+0.5	▲3.1	+0.2	+2.5
+0.1	▲0.6	+0.2	+0.5
▲0.1	+0.6	▲0.2	▲0.5
▲0.5	+2.2	▲1.1	▲2.5

（注）ベースライン（賃金上昇率2.3%、物価上昇率1.2%、運用利回り4.0%）の前提を変更した場合における、給付水準調整終了年度以降の所得代替率のベースラインからの乖離幅。なお、いずれのケースでも実質賃金の変動率がマイナスになるパターンはない。

（出所）大和総研作成

まず、賃金上昇率のみが高まると小幅ながら所得代替率が改善することが示されたが、これには2つの要因がある。1つ目は、賃金上昇の影響が表れる時期が支出と収入で違うことである。賃金が上昇すると新規裁定者の年金受給額が増加するものの、受給者の圧倒的多数はすでに年金を受給している既裁定者であるため（既裁定者の受給額は物価に連動）、支出は緩やかにしか増加しない。もちろん賃金上昇が継続すれば、その影響は徐々に年金受給者全体に及んでいくが、それには相応の時間がかかる。他方、保険料収入はほぼ賃金上昇と同時にただちに増加する。これによって年金財政の収支が先立って改善し、マクロ経済スライドによる給付調整の期間が短縮されて所得代替率の上昇要因となる。

2つ目は、運用収益率を変えていないため、積立金からの運用収益が増加しないことである。賃金上昇によって受給者の年金額は増えていくが、運用収益を含めた全体の収入は、支給額ほどは増加しない。そのため、年金財政は悪化し所得代替率の低下要因となる。

これらの2つの効果が打ち消しあうため、所得代替率への影響は小幅にとどまる<sup>10</sup>。

また、予想されたことではあるが、運用収益率のみの向上で所得代替率が比較的大きく改善す

<sup>10</sup> 年金財政では、物価、賃金、運用収益率の相対関係が特に重要である。そのため、賃金上昇率と物価上昇率の差である実質賃金上昇率や、運用収益率と賃金上昇率の差である対賃金スプレッドを用いて議論されることが多い。実質賃金や対賃金スプレッドの上昇は、いずれも所得代替率を改善させる。物価と運用収益率が一定のまま賃金が増加する場合、実質賃金の上昇と対賃金スプレッドの低下が同時にもたらされ、その効果は互いに打ち消しあうため、所得代替率への影響は小幅にとどまる。

ることも確認された。

一方で、物価上昇率のみが高まると既裁定者への支給額が物価に連動して増加するため、年金財政の収支が悪化することでマクロ経済スライドによる給付調整の期間が長期化し、所得代替率が大きく低下することも示された。

## 賃金・物価・運用収益率が同率で上昇すれば所得代替率は改善

現実の経済では、賃金と物価と運用収益率がそれぞれ独立して動くことは考えづらい。そこで、それらが同時に変化するシナリオを作成し、所得代替率の変化をみてみよう。

まず、基準となるシナリオ（ベースライン）を作成した。政府の財政検証の代表的なケースを当社の計量モデルで再現したものに、2022年度までの賃金上昇率と物価上昇率の実績などを反映させ、2023年度以降の賃金・物価上昇率をそれぞれ2.3%、1.2%（すなわち実質賃金上昇率1.1%）とした（詳細は「補論. ベースラインの作成について」を参照）。

次に、ベースラインから2023年度以降の賃金・物価の上昇率を引き上げたシナリオ（好循環シナリオ）を作成した。賃金と物価をそれぞれどれくらい引き上げるかは重要なポイントだが、日本銀行が掲げる物価目標に沿って、物価上昇率の想定は2.0%とした（ベースラインから0.8%pt引き上げ）。生産性や実質賃金の上昇率はベースラインと同じと想定して、賃金上昇率は物価上昇率と同じ0.8%pt引き上げることとし、3.1%とした。

運用収益率については、賃金・物価上昇と同様に0.8%pt引き上げることも考えたが、実際の年金積立金のポートフォリオは半分程度が外国資産であり、国内の賃金・物価上昇の動きと対応するとは限らない。そこで、運用収益率については幅を持たせ、ベースライン（4.0%）を下回る3.8%から、0.2%ptずつ5.0%まで引き上げた各ケースを想定した。

それぞれについて試算したものが**図表 3**である。賃金・物価上昇率の引き上げ幅（0.8%pt）と同じか、それ以上に運用収益率が上昇すれば、物価上昇の悪影響を上回って所得代替率が改善することが示された。一方、そうでないケースでは所得代替率は低下する結果となった。「賃金と物価の好循環」が実現できたとしても、運用収益率の影響は大きいため、次期財政検証で前提をどう考えるかについては、外国資産からの収益も考慮した十分な議論が必要だろう。

図表 3 : ベースラインと好循環シナリオの所得代替率の推計

シナリオ	賃金上昇率	物価上昇率	運用収益率	所得代替率
好循環シナリオ	3.1% <+0.8%pt>	2.0% <+0.8%pt>	5.0% <+1.0%pt>	54.6% <+1.3%pt>
			4.8% <+0.8%pt>	53.6% <+0.3%pt>
			4.6% <+0.6%pt>	52.7% <▲0.5%pt>
			4.4% <+0.4%pt>	51.8% <▲1.4%pt>
			4.2% <+0.2%pt>	51.0% <▲2.3%pt>
			4.0% <+0.0%pt>	50.1% <▲3.2%pt>
			3.8% <▲0.2%pt>	49.3% <▲4.0%pt>
			ベースライン	2.3%

運用  
収益率  
上昇

(注) <>内の数値はベースラインからの乖離幅。所得代替率は給付水準調整終了年度以降の値。  
(出所) 大和総研作成

## 賃金・物価と運用収益率の関係について幅広い議論を

国内では「賃金と物価の好循環」の可能性が芽生えている。賃金上昇率、物価上昇率、運用収益率の変動は公的年金の最終的な所得代替率にさまざまな影響を与えるが、3つが同じ幅で高まれば所得代替率は小幅ながら改善すると考えられる。だが運用収益率については、積立金の半分が外国資産で運用されている状況を考えれば、国内の賃金や物価と同じかそれ以上に上昇する保証はない。

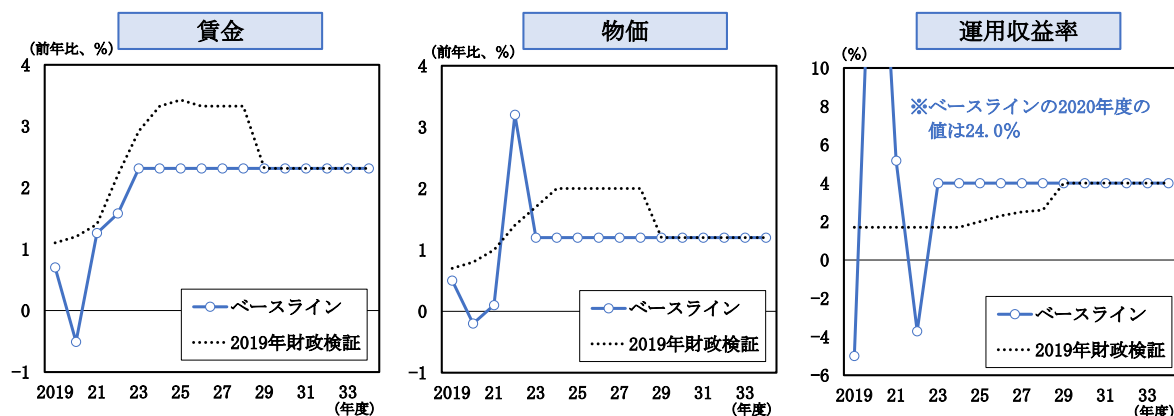
現在、政府内では次回の2024年の財政検証に向けて、経済前提をどう考えるかが議論されている。そこでの運用収益率に関する議論は、国内の利潤率に集中している印象がある<sup>11</sup>。年金制度の持続可能性を十分に検討するためにも、外国資産も含めた幅広い議論を期待したい。

<sup>11</sup> 厚生労働省「第3回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 議事録」(2023年4月5日)を参照。なお、「利潤率=(GDP×資本分配率)/固定資産-資本減耗率」(同委員会資料3など参照)とされ、2019年の財政検証では前提となる運用収益率を算出する際に使用されている(将来の運用収益率=運用収益率の実績値×将来の利潤率/利潤率の実績値(いずれも実質ベース))。

## 補論. ベースラインについて

本レポートで作成したベースラインは、2019年の財政検証における代表的なケースを当社の計量モデルで再現したものに、いくつかの前提を変更して作成した。具体的には、財政均衡期間を2120年度まで延長することに加え、2022年度までの積立金残高や賃金・物価動向を反映させている<sup>12</sup>。2023年度以降は、賃金上昇率を2.3%、物価上昇率を1.2%、運用収益率を4.0%と想定した<sup>13</sup>（図表4）。その他は、2019年の財政検証の代表的なケースと同様の想定にした<sup>14</sup>。

図表4：2019年財政検証の代表的なケースとベースラインの賃金・物価・運用収益率



(注) 2034年度以降は2029～33年度と同じ値で推移。2019年財政検証はケースⅢを表示。

(出所) 厚生労働省より大和総研作成

その結果、所得代替率は、2019年の財政検証（ケースⅢ）で50.8%であったが、ベースラインでは2.5%pt上昇して53.3%となった（図表5）。

図表5：2019年財政検証の代表的なケースとベースラインにおける、所得代替率と給付水準調整終了年度、および前提変更の影響

	2019年財政検証の代表的なケース	変更した前提							本レポートのベースライン
		①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	
		財政均衡期間の終了年度(2115→2120年度)	2022年度までの積立金を反映	2022年度までの賃金を反映	2022年度までの物価を反映	2023～2028年度の賃金上昇率の想定を変更	2023～2028年度の物価上昇率の想定を変更	2023～2028年度の積立金運用利回りの想定を変更	
所得代替率と前提変更の影響(%, %pt)	50.8%	▲0.1	+1.4	▲0.3	+0.1	▲0.4	+0.7	+1.1	53.3%
		合計+2.5%pt							
給付水準調整終了年度と前提変更の影響	2047年度	合計▲7年							2040年度

(注) 給付水準調整終了後の所得代替率とその変化を示している。2019年の財政検証の代表的なケースはケースⅢを表示。

(出所) 厚生労働省より大和総研作成

<sup>12</sup> 2022年度末の積立金は大和総研の推計値。積立金の影響等については末吉（前掲脚注6レポート）を参照。

<sup>13</sup> 2019年の財政検証の代表的なケース（ケースⅢ）では、2029年度以降の賃金上昇率が2.3%、物価上昇率が1.2%、運用収益率が4.0%と想定されている（2029～2115年度）。ただし、財政検証は当面の2019～2028年度は内閣府試算に準拠しているため、賃金上昇率が1.1～3.3%、物価上昇率が0.7～2.0%、運用収益率が1.7～2.6%と想定されている。

<sup>14</sup> 人口動態についても、2019年の財政検証と同様に国立社会保障・人口問題研究所の「日本の将来推計人口（平成29年推計）」に基づいている。