

2019（平成31）年3月〇日

# 年金財政における経済前提について（案） （検討結果の報告）

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、2019(平成31)年に検証結果をとりまとめることになっている。公的年金の財政検証に用いられる経済前提<sup>(※)</sup>等については、社会保障審議会年金部会における審議に資するため、専門的・技術的な事項について検討を行う場が必要であることから、2017(平成29)年7月に本専門委員会が設置され、2019(平成31)年3月までの間に10回の会合を開催し、鋭意検討を行った。

このたび、本専門委員会として、2019(平成31)年財政検証に用いる経済前提について、その検討結果をとりまとめたので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) 2004(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、時間が経過し新たなデータが蓄積されると、実績との乖離は生じてくるものである。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) 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。このため、財政検証に当たっては、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し、その結果についても幅を持って解釈する必要があるものである。

また、長期的な前提の幅を設定するに当たっては、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ものである。

(4) また、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、年金財政へ影響を大きく与える経済要素は収入・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」<sup>(※)</sup>と「(賃金上昇率を上回る)実質的な運用利回り(スプレッド)」が重要であることに留意が必要である。

(※) 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。

### 3. 経済モデルの建て方について

(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と考えられることから、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)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、2014(平成 26)年財政検証で用いられた枠組みと同様、以下の式によるものを探ることとする。

$$\begin{aligned} \text{経済成長率(実質 GDP 成長率)} &= \text{資本成長率} \times \text{資本分配率} + \text{労働成長率} \times \text{労働分配率} + \text{全要素生産性(TFP)上昇率} \\ \text{ここで、資本成長率} &= \text{総投資率} \times \text{GDP} / \text{資本ストック} - \text{資本減耗率} \\ \text{利潤率} &= \text{資本分配率} \times \text{GDP} / \text{資本ストック} - \text{資本減耗率} \end{aligned}$$

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、実質経済成長率と実質賃金上昇率、利潤率と実質運用利回りの関係を踏まえ経済前提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) 実質経済成長率と実質賃金上昇率の関係について、バブル崩壊後、直近20年の我が国の動向について調べたところ、雇用者1人当たり実質賃金上昇率は就業者1人当たり実質経済成長率に比べ伸びが低いことが確認された。この差について要因分析を行ったところ、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おおむね説明できることを確認した。

また、デフレーターの違いについては、消費者物価指数は家計消費を対象を限定しているのに対し、GDPデフレーターは設備投資や輸出入の影響も考慮しているため交易条件の悪化の影響を受けていること、消費者物価指数はラスパイレ算式、GDPデフレーターはパーシェ算式を採用していることによる算定式の違い<sup>(※)</sup>の影響を受けていることも確認できた。

(※) 加重平均をとる数量ウェイトをラスパイレ算式は基準時点で固定し、パーシェ算式は直近の比較時点を採用する。一般に指数が下落した品目のウェイトは拡大するため、直近の比較時点で数量ウェイトをとるパーシェ算式の方が指数は低くなるといわれる。

- (4) 経済前提の設定に当たっては、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設定する必要があり、この観点からは「労働分配率の低下」、「雇主の社会負担の増加」、「交易条件の悪化」という状態の変化が、将来にわたり一定方向に続くと仮定することは必ずしも適切ではない。このため、従来<sup>(1)</sup>の財政検証においては、将来の不確実性に鑑み、マンアワーベースで実質賃金上昇率と実質経済成長率が一致すると仮定されていた。

しかしながら、今回の分析で明らかとなった消費者物価指数と GDP デフレーターとの差のうち、算式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ため、一定程度考慮することとする。具体的には、

- ・ 範囲がおおむね同じとなる「家計最終消費支出のデフレーター」と「消費者物価指数(CPI)」の伸び率の差が、1981～2017年で平均▲0.4%である
- ・ アメリカ、カナダの年金財政の見通しにおいてもデフレーターの違いが考慮され、アメリカ▲0.4%、カナダ 0.0%と設定されている

ことを踏まえて、消費者物価指数と GDP デフレーターとの差のうち、状態の変化によらない算式の違いにより生じている部分を基本に、幅を持って▲0.4%～0.0%とする。

#### 4. 経済モデルのパラメータの設定について

- (1) 幅広い複数ケースの前提の設定に当たっては、2014(平成 26)年財政検証と同様、将来の不確実性がとりわけ大きいと考えられる全要素生産性(TFP)上昇率を基礎に幅広く複数ケースを設定する。その他のパラメータの設定については、必要に応じて幅を設定しつつ背景となるシナリオを踏まえ整合的な組み合わせとする。
- (2) 全要素生産性(TFP)上昇率の設定については、内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」(2019(平成 31)年 1 月 30 日経済財政諮問会議提出、以下「内閣府試算」という。)の設定を基礎に、より低い方向に幅広く設定する。具体的には、内閣府試算の対象期間である 2028 年度までは内閣府試算に準拠した設定とし、足下の 0.4%から、成長実現ケースでは 1.3%まで、ベースラインケースでは 0.8%までそれぞれ上昇する設定とした。2029 年度以降は
  - ・ 成長実現ケースに接続するものとして、2029 年度以降も 1.3%で推移するケース(ケースⅠ)の他、内閣府試算よりも下方に設定するケースとして、1.1%で推移するケース(ケースⅡ)、0.9%で推移するケース(ケースⅢ)を設けることとした。
  - ・ ベースラインケースに接続するものとしては、2029 年度以降も 0.8%で推移するケース(ケースⅣ)の他、内閣府試算よりも下方に設定するケースとして、0.6%で推移するケース(ケースⅤ)、0.3%で推移するケース(ケースⅥ)を設けることとした。

- (3) 以上より、全要素生産性(TFP)上昇率の長期(2029年度～)の前提は、1.3%~0.3%の範囲の設定となる。バブル崩壊後の1990年代後半以降の実績が1.2%~0.3%の範囲で推移しており、概ねこの範囲で設定されたものとなる。また、過去30年間(1988~2017年度)の実績の分布をみると、ケースⅠの前提1.3%を上回るのは約2割(17%)であり、ケースⅠは過去30年間の実績の約2割(17%)をカバーするシナリオに相当する。同様に、ケースⅡの1.1%は約4割(40%)、ケースⅢの0.9%は約6割(63%)、ケースⅣの0.8%は約7割(67%)、ケースⅤの0.6%は約8割(83%)、ケースⅥの0.3%は10割(100%)がカバーされるシナリオに相当する。
- (4) また、全要素生産性(TFP)上昇率の設定については、最も低いケースⅥの内閣府試算の対象期間について、0.4%で推移した場合の長期の経済前提への影響について、参考として試算を行った。その結果、賃金上昇率が0.05%~0.06%程度低下する影響があることが確認できた。
- (5) なお、全要素生産性(TFP)上昇率への高齢化等の影響について議論があったが、将来の不確実性や財政検証が予測(forecast)というよりも一定のシナリオに基づく投影(projection)という性格のものであることを考慮すべきとの意見や人口成長率が低いと逆に技術進歩率が高まる可能性を指摘する意見もあり、実績の範囲内で設定することとした。一方、高齢化等に伴い将来の低下の可能性を指摘する意見もあり、全要素生産性(TFP)上昇率については、足下の低下傾向に留意しつつ、今後の推移を注視していく必要がある。
- (6) 労働投入量の設定は、独立行政法人労働政策研究・研修機構の労働力需給推計(2019(平成31)年1月15日雇用政策研究会提出。以下「労働力需給推計」という。)に準拠し、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。シナリオの組み合わせについては、内閣府試算との整合性を踏まえつつ、内閣府試算で想定されていない労働参加が進まないケースについても仮定する。具体的には、内閣府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、内閣府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する。

(7) その他のパラメータの設定については、2014(平成 26)年財政検証と同様に設定する。具体的には、資本分配率、資本減耗率は全要素生産性(TFP)上昇率の前提の水準に応じ、ケースⅠ～ケースⅢは過去 30 年平均(1988 年～2017 年)により、資本分配率 42.7%、資本減耗率 7.3%と設定し、ケースⅣ～Ⅵは過去 10 年平均(2008 年～2017 年)により、資本分配率 43.4%、資本減耗率 7.0%と設定する。

総投資率は長期的に低下している傾向を外挿して設定するケース(投-β)のほか、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(投-α)も設定する。総投資率については、経常収支の先行きには様々な見方があることから、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する。

(8) 経済モデルに用いるパラメータの算定に当たっては、国民経済計算に基づく過去の実績値を用いるが、2014(平成 26)年財政検証の後に国民経済計算が 2005(平成 17)年基準から 2011(平成 23)年基準へ基準改定されている。2011(平成 23)年基準については、一部の系列(固定資本減耗、営業余剰等)は 1993(平成 5)年度以前の数値が公表されていないため、これらについて遡及推計を行った。また、パラメータの算定に当たっては、基準改定への対応及び経済モデル内の整合性を図る観点から、以下の取扱いとする。

- ・ 資本減耗率や利潤率の計算の分母には有形固定資産が用いられていたものを、総投資率の分子となる総固定資本形成との整合性を踏まえ、研究開発費等を含む固定資産を使用
- ・ 資本分配率の計算において、個人事業主の労働報酬的要素と資本報酬的要素を併せ持つ混合所得を分母、分子から除き計算していたが、混合所得に係る固定資本減耗は除かれていなかったことから、算定式の整合性を図るためこれを控除
- ・ 総投資率の計算においては、分子に在庫品増加(2011(平成 23)年基準では在庫変動。以下同様。)が含まれていたが、総投資率を用いて計算される固定資産には在庫品が含まれていないことから、経済モデル内の整合性を図るため在庫品増加を含めず計算

(9) コブ・ダグラス型生産関数に基づく経済モデルは、20～30 年の期間における経済成長の見込み等について推計する際に用いられることから、内閣府試算の推計期間後の 2029 年度から 20 年間、25 年間、30 年間の推計を行い、その間の平均値を将来における長期的な値として用いることとする。

- (10) 長期の物価上昇率は、日本銀行の物価安定の目標の 2.0%、内閣府試算の推計値(成長実現ケース 2.0%、ベースラインケース 1.1%)、過去 30 年間の実績の平均値の 0.5%を参考に、実質経済成長率が高くなるほど物価上昇率も高くなるという関係になるように経済モデルの外生値として設定する。具体的には、成長実現ケースに接続するケースⅠは 2.0%、ケースⅡは 1.6%、ケースⅢは 1.2%とし、ベースラインケースに接続するケースⅣは 1.1%、ケースⅤは 0.8%、ケースⅥは 0.5%と設定する。

## 5. 運用利回りの設定について

### (1) 長期の運用利回りの設定について

- (ア) 2014(平成 26)財政検証においては、将来の実質長期金利の長期的な平均値を推計したうえで、内外の株式等による分散投資効果を上積みするという考え方で設定していたが、
- ・ 近年、長期金利は中央銀行の政策の影響も大きく受けるなど、マクロ経済に関する試算の中での位置づけがわかりにくくなっている
  - ・ 年金積立金の市場運用を開始した 2001(平成 13)年度から 17 年以上が経過し、年金積立金管理運用独立行政法人(以下「GPIF」という。)の運用実績(2005 年度以前は年金資金運用基金の運用実績。以下同様。)を活用する環境が整ったことから、今回からは、運用利回りの設定に当たっては GPIF の運用実績を活用することとする。
- (イ) GPIF の運用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、経済モデルによるフォワードルッキングな視点も導入し、経済モデルから設定される経済前提と整合的に設定すべきである
  - ・ 運用収益の源泉は資本に分配される利潤であり、運用収益と利潤は深い関係があると考えられる
  - ・ 利潤率は長期金利のみならず、上場企業の収益率<sup>(※)</sup>とも一定の相関があることも確認された
- ことから、債券・株式を含めた将来の運用利回りを利潤率から推計する方法を採用する。具体的には、運用利回りの推計は、次式のとおり、GPIF の実質運用利回りの実績を基礎に、経済モデルから推計される利潤率倍率を乗じて推計する。

(※) 利潤率と総資産収益率(ROA)、自己資本収益率(ROE)との相関が確認されている。



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

(ウ) なお、GPIF の運用実績は、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。このことを踏まえ、運用利回りの実績を活用するに当たっては、年金積立金の市場運用開始後 17 年間の平均値を活用するのではなく、実績の過去 10 年移動平均の変動の幅を踏まえ保守的に平均値より低めの値を用いることとする。具体的には、それぞれのケースの全要素生産性(TFP)上昇率の前提が過去の実績をどの程度カバーするか<sup>(※)</sup>を参考に、内閣府試算の成長実現ケースに接続するケースⅠ～Ⅲは、過去 10 年移動平均の 30%タイル値(上位 70%カバー)の 2.3%、ベースラインケースと接続するケースⅣ、Ⅴは、20%タイル値(上位 80%カバー)の 1.8%を用いることとする。

(※) 過去 30 年(1988～2017 年度)の実績で、TFP 上昇率 0.9%(ケースⅢ)を下回るのは 37%(上位 63%カバー)、TFP 上昇率 0.8%(ケースⅣ)を下回るのは同じく 33%(上位 67%カバー)、TFP 上昇率 0.6%(ケースⅤ)を下回るのは約 17%(上位 83%カバー)

## (2) イールドカーブを用いる方法について

(ア) 2014(平成 26)年財政検証では、低成長を仮定するケースではイールドカーブを用いた方法を採用したが、現在のイールドカーブは中央銀行の政策の影響も受けており、市場の声を反映するというメリットが低下していると考えられることから、イールドカーブを用いた推計については、2014(平成 26)年財政検証時よりも慎重に考えていくべきである。

(イ) しかしながら、低金利が長期化している現状を踏まえ、最も低い成長を仮定するケースⅥにおいては、前記(1)の方法によらず、イールドカーブを用いる方法を採用する。この場合、低金利が長期化している現状を踏まえた設定という趣旨に鑑み、フォワードレートの算出に用いるイールドカーブは、現時点で得られる将来に関する全ての情報が織り込まれている直近(2019(平成 31)年 1 月 31 日)のイールドカーブを採用し、その 10 年国債の 15 年後から 30 年後<sup>(※)</sup>におけるフォワードレートにより名目長期金利を設定する。

(※) 2014 年(平成 26 年)財政検証では、10 年後から 30 年後におけるフォワードレートの範囲を基に設定したが、10 年国債フォワードレートがイールドカーブコントロールの影響を直接受けない期間として、今回は 15 年後～30 年後フォワードレートの範囲を基に設定する。

(ウ) 内外の株式等の分散投資による効果については、GPIF の運用実績を活用する環境が整ったことから、GPIF における国内債券を上回る運用利回りの実績を活用する。この際、過去 10 年移動平均の幅を踏まえ保守的に低めの値を設定する。具体的には、過去 10 年移動平均の 20%タイル値により 0.2%と設定する。

(3) 足下の経済前提について

(ア) 足下の経済前提については、内閣府試算に準拠する。運用利回りについては、内閣府試算で推計された長期金利を基礎として、内外の株式等の分散投資による効果や長期金利上昇による国内債券への影響を加味して設定する。この際、内外の分散投資による効果については、GPIF における国内債券を上回る運用利回りの実績を活用し、長期金利が 0.1%以下と推計されている足下の状況では、GPIF が市場運用を開始して以降の 17 年間の平均 1.7%により設定し、金利の上昇に伴い逡減し、2028 年度では、成長実現ケースは過去 10 年移動平均の 30%タイル値の 0.3%、ベースラインケースは同 20%タイル値の 0.2%により設定する。

(イ) なお、内閣府試算では足下 10 年程度の長期金利の見通しが各年度で示されているため、運用利回りについても各年度で設定することとなるが、財政検証の経済前提は長期の趨勢が重要であり、足下の設定についても内閣府試算と整合的にその趨勢を仮定したものと理解すべきものである。

(4) なお、2014(平成 26)年財政検証において課題となった実質長期金利と利潤率の関係について、長期金利を実質化する消費者物価指数の短期的な変動を除去して再検証を行ったところ、2013(平成 25)年 4 月に導入された「量的・質的金融緩和」の前までは、利潤率と実質長期金利の間に一定の相関関係が確認できた。一方、「量的・質的金融緩和」の後については過去の相関から大きく外れていることを確認した。

## 6. 経済変動を仮定するケースの設定について

(1) 2014(平成 26)年財政検証では、平均的には同水準の経済前提であっても、変動がない場合と変動が大きい場合でマクロ経済スライドによる調整の効果が異なることから、変動を織り込んだケースを設定した。この場合の変動の周期は過去の景気循環の平均の周期より 4 年と設定し、変動の幅については過去 30 年間の物価の標準偏差より 1.2%と設定した。

(2) 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。以下「平成 28 年改正法」という。)の附帯決議により、「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」とされており、今回の財政検証においては、平成 28 年改正法による新たな改定ルールが発動されるような経済前提の設定が求められている。

(3) この課題に対応するためには、年金額改定率の計算に用いる実質賃金上昇率、名目賃金上昇率がともに一時的にマイナスとなるように設定する必要がある。<sup>(※)</sup>この条件を満たすには、周期については実質賃金上昇率の 3 年平均がマイナスとなるよう前回より長く設定し、変動幅については名目賃金上昇率の変動幅を物価上昇率の変動幅よりも大きく設定し、さらに、前回の変動よりも十分に大きい幅とする必要がある。

(※) 年金額改定率の計算に用いる賃金上昇率について、

年金額改定率の計算に用いる実質賃金上昇率 = 2~4 年度前の実質賃金上昇率の平均

年金額改定率の計算に用いる名目賃金上昇率 = 2~4 年度前の実質賃金上昇率の平均 + 前年の物価上昇率

で計算される。

(4) 上記の条件を満たすため、経済変動の周期及び変動幅を以下のとおり設定する。

- ・ 周期については、景気循環論において、3 年から 4 年の周期を持ち在庫循環として知られるキッチンサイクルの次に、設備投資循環として 7 年から 12 年の周期を持つジュグラールサイクルが知られていること、日本の景気循環の周期をみると平均は約 4 年であるが、最長が約 7 年強、アメリカでは 10 年超の周期もみられることから、10 年の周期を設定
- ・ 物価上昇率の変動幅については、過去 30 年間の物価上昇率の標準偏差より 1.1%と設定
- ・ 名目賃金上昇率の変動幅については、高度成長期後の過去 30 年をみて名目賃金上昇率の最も高かったバブル期と最も低かったリーマンショック後の差を基に 2.9%と設定

## 7. 具体的な経済前提の設定について

(1) 2028年度までの足下の経済前提は、内閣府試算に準拠して成長実現ケース、ベースラインケースの2通りを設定。

○内閣府 成長実現ケースに接続するケース(ケースⅠ～ケースⅢ)

| 年度                 |            | 2019 | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  |
|--------------------|------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 物価上昇率(※1)          |            | 1.1% | 1.5%  | 1.7%  | 1.8%  | 1.9%  | 2.0%  | 2.0%  | 2.0%  | 2.0%  | 2.0%  |
| 賃金上昇率(実質<対物価>)(※2) |            | 0.6% | 0.6%  | 0.7%  | 1.0%  | 1.4%  | 1.4%  | 1.4%  | 1.4%  | 1.4%  | 1.4%  |
| 運用利回り(※3)          | 実質<対物価>    | 0.7% | 0.3%  | 0.1%  | 0.0%  | 0.1%  | 0.2%  | 0.5%  | 0.7%  | 1.0%  | 1.1%  |
|                    | スプレッド<対賃金> | 0.1% | ▲0.3% | ▲0.6% | ▲1.0% | ▲1.3% | ▲1.2% | ▲0.9% | ▲0.7% | ▲0.4% | ▲0.3% |

○内閣府 ベースラインケースに接続するケース(ケースⅣ～ケースⅥ)

| 年度                 |            | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023  | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|--------------------|------------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|
| 物価上昇率(※1)          |            | 1.1% | 1.2% | 1.1% | 1.1% | 1.1%  | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 賃金上昇率(実質<対物価>)(※2) |            | 0.6% | 0.4% | 0.3% | 0.6% | 0.7%  | 0.8% | 0.8% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| 運用利回り(※3)          | 実質<対物価>    | 0.7% | 0.6% | 0.7% | 0.6% | 0.6%  | 0.9% | 1.0% | 1.0% | 0.9% | 0.8% |
|                    | スプレッド<対賃金> | 0.1% | 0.2% | 0.4% | 0.0% | ▲0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.2% | 0.1% |

(※1) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」の公表値は年度ベースであるが、年金額の改定等に用いられる物価上昇率は暦年ベースである。上表は暦年ベースである。

(※2) 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。

(※3) 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。

(2) 2029年度以降の長期の経済前提は、マクロ経済に関する試算等を参考に以下に示す範囲を設定

|      |                                     | 将来の経済状況の仮定                      |                    | 経済前提の範囲 |                          |                          |                          | (参考)                                   |
|------|-------------------------------------|---------------------------------|--------------------|---------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--|
|      |                                     | 労働力率                            | 全要素生産性<br>(TFP)上昇率 | 物価上昇率   | 賃金上昇率<br>(実質<対物価>)       | 運用利回り                    |                          | 実質経済成長率<br>(実質<対物価>)<br>2029年度以降20~30年 |
|      |                                     |                                 |                    |         |                          | 実質<br><対物価>              | スプレッド<br><対賃金>           |  |
| ケースⅠ | 内閣府<br>成長実現<br>ケースに<br>接続する<br>もの   | 経済成長と労働<br>参加が進む<br>ケース         | 1.3 %              | 2.0 %   | 1.3 % ~ 2.0 %<br>(1.6 %) | 2.9 % ~ 3.3 %<br>(3.0 %) | 0.9 % ~ 1.9 %<br>(1.4 %) | 0.8 % ~ 1.1 %<br>(0.9 %)               |
| ケースⅡ |                                     |                                 | 1.1 %              | 1.6 %   | 1.1 % ~ 1.8 %<br>(1.4 %) | 2.8 % ~ 3.1 %<br>(2.9 %) | 1.1 % ~ 2.0 %<br>(1.5 %) | 0.6 % ~ 0.8 %<br>(0.6 %)               |
| ケースⅢ |                                     |                                 | 0.9 %              | 1.2 %   | 0.8 % ~ 1.5 %<br>(1.1 %) | 2.7 % ~ 3.0 %<br>(2.8 %) | 1.2 % ~ 2.2 %<br>(1.7 %) | 0.3 % ~ 0.6 %<br>(0.4 %)               |
| ケースⅣ | 内閣府<br>ベースライン<br>ケースに<br>接続する<br>もの | 経済成長と労働<br>参加が一定<br>程度進むケー<br>ス | 0.8 %              | 1.1 %   | 0.8 % ~ 1.4 %<br>(1.0 %) | 2.0 % ~ 2.2 %<br>(2.1 %) | 0.6 % ~ 1.5 %<br>(1.1 %) | 0.1 % ~ 0.3 %<br>(0.2 %)               |
| ケースⅤ |                                     |                                 | 0.6 %              | 0.8 %   | 0.5 % ~ 1.1 %<br>(0.8 %) | 1.9 % ~ 2.1 %<br>(2.0 %) | 0.8 % ~ 1.6 %<br>(1.2 %) | ▲0.2% ~ 0.1 %<br>(0.0 %)               |
| ケースⅥ |                                     |                                 | 0.3 %              | 0.5 %   | 0.1 % ~ 0.7 %<br>(0.4 %) | 0.8 % ~ 0.9 %<br>(0.8 %) | 0.1 % ~ 0.8 %<br>(0.4 %) | ▲0.6% ~ ▲0.4%<br>(▲0.5%)               |

(注) 運用利回り (スプレッド<対賃金>) は、運用利回り (実質<対物価>) から賃金上昇率 (実質<対物価>) を控除して計算

## 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                          |
|------------------------------------|--------------------------------|
| ◎ 植田 和男<br><small>うえだ かずお</small>  | 共立女子大学教授・東京大学金融教育研究センター長       |
| 小黒 一正<br><small>おぐろ かずまさ</small>   | 法政大学経済学部教授                     |
| 小野 正昭<br><small>おの まさあき</small>    | みずほ信託銀行 年金研究所 主席研究員            |
| 権丈 善一<br><small>けんじょう よしかず</small> | 慶應義塾大学商学部教授                    |
| 小枝 淳子<br><small>こえだ じゅんこ</small>   | 早稲田大学政治経済学術院准教授                |
| 駒村 康平<br><small>こまむら こうへい</small>  | 慶應義塾大学経済学部教授                   |
| 武田 洋子<br><small>たけだ ようこ</small>    | 三菱総合研究所 政策・経済研究センター長 チーフエコノミスト |
| 玉木 伸介<br><small>たまき のぶすけ</small>   | 大妻女子大学短期大学部教授                  |
| 野呂 順一<br><small>のろ じゅんいち</small>   | ニッセイ基礎研究所代表取締役会長               |
| 山田 篤裕<br><small>やまだ あつひろ</small>   | 慶應義塾大学経済学部教授                   |
| 吉川 洋<br><small>よしかわ ひろし</small>    | 立正大学経済学部教授                     |
| 米澤 康博<br><small>よねざわ やすひろ</small>  | 早稲田大学大学院経営管理研究科教授              |

(◎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 2017(平成29)年7月31日

- (1) 委員長の選出及び委員会の公開について
- (2) 平成26年財政検証における経済前提の設定等について
- (3) その他

### 第2回 2017(平成29)年10月6日

- (1) 2014(平成26)年財政検証における経済前提専門委員会の議論について
- (2) 近年の経済の動向等について

### 第3回 2017(平成29)年12月27日

長期的な経済成長と賃金上昇の見通し等について有識者ヒアリング

### 第4回 2018(平成30)年3月9日

- (1) 年金積立金管理運用独立行政法人からのヒアリング
- (2) 2014(平成26)年財政検証における運用利回りの設定等について
- (3) 諸外国の公的年金の財政見通しに用いる経済前提について

### 第5回 2018(平成30)年5月18日

- 有識者ヒアリング
- (1) 中長期の経済財政に関する試算について
  - (2) 労働力需給推計について
  - (3) 金融政策と経済の関係について

### 第6回 2018(平成30)年7月12日

- (1) これまでの主な意見の整理等について
- (2) その他

第1回検討作業班 2018(平成30)年8月28日  
第2回検討作業班 2018(平成30)年10月4日  
第3回検討作業班 2018(平成30)年11月12日

### 第7回 2018(平成30)年11月26日

- (1) 検討作業班における議論について
- (2) その他

### 第8回 2018(平成30)年12月25日

- (1) 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)
- (2) その他

### 第9回 2019(平成31)年2月21日

- (1) 経済前提の設定に用いる経済モデル等について
- (2) その他

### 第10回 2019(平成31)年3月7日

- (1) 年金財政における経済前提について
- (2) その他