

# 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) (案)

平成 25 年 12 月 〇日

社会保障審議会年金部会 年金財政における経済前提と  
積立金運用のあり方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、「財政の現況と見通し」を公表する、いわゆる財政検証を行うこととされており、次回の財政検証を平成 26(2014)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討議に資するため、年金財政における経済前提※や積立金運用のあり方など、専門的・技術的な事項について、平成 23(2011)年 10 月から平成 25(2013)年 12 月までの間に 14 回の会合を開催し、検討を行ってきた。

本専門委員会における検討事項のうち、主に年金財政における経済前提のあり方に関する事項について、現在までの議論の経過を報告するものである。

※ 年金財政における経済前提とは具体的には、(1)物価上昇率、(2)賃金上昇率、および(3)運用利回りのことを指す。

## 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) 財政検証の結果は人口や経済の長期的な前提に依存するが、これらの前提については財政検証を行う時点において使用可能なデータを用い、最善の努力を払って長期の平均的な姿として妥当なものを設定する必要がある。しかし、人口や経済の長期的な見通しには限界があり、時間が経つにつれて新たなデータが蓄積されると、実績との乖離も生じてくる。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。

そもそも、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の将来の年金財政への投影 (projection) という性格のものであることに留意が必要である。このため、財政検証にあたっては、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。

(3) 長期の経済成長率等の前提を設定するにあたり、平成 21 年財政検証および平成 16 年財政再計算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、これまでの設定方法全般において、改良の余地が残されていると考えられる点については可能な限りの改善手法を採ることとする。

(4) マクロ経済に関する試算とは、具体的には、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、経済成長率等の推計を行うものである。

経済モデルとしてコブ・ダグラス型生産関数を用いることから、供給側の状況のみを考慮したモデルとなっているのではないかという指摘が考えられる。これに対しては、供給されたものの全てが自ずと需要されるという仮定に立脚するのではなく、裏付けとなる需要があるという想定(シナリオ)の下で整合的なパラメータを設定することにより、需要を考慮した供給と考えるという立場をとるものとしてはどうかと検討したところである。

### 3 経済モデルの建て方とパラメータの設定について

- (1) 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、平成 21 年財政検証や平成 16 年財政再計算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、総投資率およ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、経済成長率(実質 GDP 成長率)および利潤率の値を推計できる。

※ 経済モデルの枠組みとしては、最近の計量経済モデルの一例として世代重複モデル(OLG モデル)についても検討した。世代重複モデルとは、生存期間が有限である個人が每期複数人存在することを想定し、世代毎のライフサイクルにおいて個人の効用に基づいて最適化された消費貯蓄行動を試算するモデルである。個人の行動のほか、資本蓄積、労働供給、人口動態が内生され、様々な政策を比較する際には有用であると考えられるものの、効用の前提に恣意性があることや、利子率などの収束計算の労力が非常にかかることなどから、これまでの財政検証に用いられてきたモデルに代替することは困難であると考えた。

- (2) 平成21年財政検証での長期の経済前提の設定においては、将来に対する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)上昇率について3通りの設定を行い、幅を持たせた経済前提の設定が行われた。

将来に対する不確実性という観点で考えれば、全要素生産性(TFP)上昇率だけでなく、その他のパラメータも不確実性を伴うものであることから、それぞれのパラメータ毎に幅を持った設定を行うという方法も考えられる。

幅を持ったパラメータを設定するにあたっては、現時点で得られるデータの将来への投影(projection)という観点で、長期的に妥当と考えられるシナリオを想定した上で、どの程度の幅に入るかを検討する必要があるのではないかと。その際、パラメータに応じたシナリオの設定に留意する必要があり、よって、パラメータ毎に幅を持たせる場合、それぞれをどのように組み合わせるかという課題が生じることになる。全ての組み合わせに即した経済前提を設定するのは適切ではなく、背景となるシナリオがそれぞれ整合的な組み合わせとすべきである。したがって、パラメータ毎に幅を持たせるとしても、結果として設定すべき経済前提の数は限られたものになると考えられる。

(3) これまでのマクロ経済に関する試算に対して改良の余地が残されている点の1点目として、需要側の要素を考慮するという論点について、潜在 GDP を算出するための潜在資本投入量を推計する際に用いられている「稼働率」に着目することとした。ただし、一国経済における稼働率に関する統計が完全には整備されていないことや、稼働率を乗じる対象となる資本ストックが「粗資本ストック」(除却のみを考慮)である一方、マクロ経済に関する試算に用いられている資本ストックは「純資本ストック」(除却と減価償却を考慮した市場価値に相当するもの)であることもあり、稼働率を直接的に組み込むことは困難であると考えた。

そこで、マクロ経済に関する試算の初期値として用いる足下の GDP を「(景気循環の中で)平均的な稼働率で生産要素を使用したときに達成できる潜在GDP」に置き換えることで、稼働率の要素を間接的に組み込んでどうかと検討した。

(4) これまでのマクロ経済に関する試算に対して改良の余地が残されている点の2点目として、海外経済との関係を考慮するという論点について、「総貯蓄率」と「総投資率」の関係性に着目した。これは、政府部門を含めた一国全体の貯蓄と投資の差がおおむね海外経済とのやりとりによるものと考えられるためである。

過去の実績をみると、総貯蓄率は総投資率よりも高く、総貯蓄率から経常収支対名目 GDP 比を控除するとおおむね総投資率の水準となる。これまでのマクロ経済に関する試算での総投資率は、長期的に低下している傾向を外挿して設定していたが、このことは一定の経常収支対名目 GDP 比が勘案されているものと考えられる。経常収支の先行きについては、赤字化する、黒字が継続するなど様々な見方がある。したがって、今回の総投資率を設定するにあたっては、過去からの傾向を単に外挿するものだけでなく、総貯蓄率の傾向を外挿したものも勘案しつつ、幅をもった設定とする必要があるのではないかと考えた。

(5) 資本分配率および資本減耗率については、これまではそれぞれ直近の過去 10 年間における実績値で一定と設定されてきた。

資本分配率については、労働分配率の推移と賃金の動向との関係性に留意しながら設定する必要がある。過去の実績をみると、2000 年代に入り、賃金が低下する時期に資本分配率が上昇している。このため機械的に直近の過去 10 年平均をとる場合だけでなく、長期的な動向という観点からさらに長期間の平均をとることも検討した。

資本減耗率については、過去の実績は緩やかな減少傾向にあるが、資本分配率と同様に幅をもった設定とすることも考慮しうるのでないかと考えた。

- (6) 経済成長の原動力となる全要素生産性(TFP)上昇率については、1970～1980年代は経済成長率のうちTFPの寄与が2%台と高かったが、1990年代に大幅に減速し、2000年代は1%弱の成長寄与と若干回復しているところであるとの分析がある。また、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(平成25年8月8日、経済財政諮問会議提出)では、全要素生産性(TFP)上昇率として、経済再生ケースで2020年代初頭にかけて1.8%程度まで上昇、参考ケースで2020年代初頭にかけて1.0%程度にまで上昇するとの前提が置かれている。このような過去の実績に関する分析や平成26年初に公表が見込まれる新たな内閣府の試算等を踏まえつつ、上記試算のみに捉われない幅広い設定を考えるべきではないかという議論をしている。
- (7) 労働投入量については、平成21年財政検証では、雇用の非正規化が進む中で、頭数ではなく、延べ労働時間でどのように推移するかを捉える必要があることから、従来のマンベース(労働力人口)ではなくマンアワーベース(総労働時間)を推計し設定した。これは、国立社会保障・人口問題研究所の「日本の将来推計人口」を基軸とした上で、独立行政法人労働政策研究・研修機構の「労働力需給の推計」を用いて、さらに、過去の傾向から雇用者比率を算出し、フルタイム雇用者及び短時間雇用者のそれぞれについて見通しを作成し、総労働時間を計算するものである。今回も基本的に同様の手法を採るものと考えられるが、平成26年1月を目途に「日本再興戦略(25年6月)」を踏まえた新たな労働力需給推計がとりまとめられる予定であり、具体的な数値については改めて本専門委員会にて議論を行うものと考えている。

#### 4 経済前提の設定に係る他の論点について

- (1) 運用利回りの設定については、以下の項目について検討した。
- (ア) 実質長期金利については、実質長期金利と利潤率とは、経済学的に関係が深いものであるため、平成21年財政検証の時に採用した過去の実績を基礎としつつ利潤率と関連づける方法を利用できるのではないかと。ただし、実質長期金利と利潤率の相関関係は、バブル崩壊前後を含む長期間を取った場合に高くなることに留意し、実質長期金利を利潤率と関連させて推計する際の過去の平均値は長期間にわたってとる必要があると考えられる。

(イ) また、長期金利については、実際の金融市場では長期的な動向がどう予想されているかといった情報も参考になると考えられる。長期債のイールドカーブを観察し、市場関係者がフォワードレートをどの程度の水準で見ているかを検討すると、名目値でおおむね2～3%程度の金利が予想されているのではないかと考えられる。

(ウ) 平成 21 年財政検証では、長期間の平均としての実質長期金利(国内債券の運用利回り)を日本経済の長期的な見通しと整合性をとって設定した上で、それに対し内外の株式等による分散投資でどのくらい上積みできるかという考え方で設定した。今回の長期の運用利回りの設定にあたっては、前回と同様の考え方に立つこととし、長期間の平均としての国内債券の運用利回りに分散投資による効果を上積みすることとする。

積立金運用に関しては、より高いリスクをとってでも期待リターンを高めるべきという考え方もあり得るが、本専門委員会では、内閣府の試算をもとに一定の前提を置いて、平成 21 年財政検証と同様に、全額を国内債券で運用した場合のリスクと等しいリスクの下で最も効率的なポートフォリオを設定した場合において想定される期待リターンの上積み分を基本として設定することを念頭において試算した。複数のケースを想定した試算結果をまとめると、分散投資効果は、おおむね 0.3%～0.9%の範囲の数値となった。また、平成 21 年財政検証と同様の手法のほかに、賃金上昇率を上回る実質的な運用利回りによる分散投資効果について試算した。その結果、実質的な運用利回りによる分散投資効果は、おおむね 0.4%前後となった。

(2) 物価上昇率の設定について、これまでの財政検証では、日本銀行の見解、過去の実績の平均値、内閣府による試算などを参考にして設定されてきた。日本銀行は「物価安定の目標」を新たに導入し、消費者物価の前年比上昇率で2%とすることとされたが、こういった事項をどの程度まで考慮するのか検討する必要がある。

(3) 足下の経済前提の設定について、平成 21 年財政検証では平成 27(2015)年度以前の経済前提を内閣府「経済財政の中長期方針と10年展望比較試算」(平成 21 年 1 月)に準拠して設定していた。内閣府による経済見通し／経済財政の中長期試算は例年年明けに公表されることから、平成 26 年初に公表が見込まれる新たな試算を踏まえつつ、足下の経済前提をどのように設定するかは改めて本専門委員会で議論するものと考えている。

(4) 長期的な経済前提を設定するだけでなく、変動を織り込む場合の経済前提についても設定が必要であると考えた。これは、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き方が異なることから、変動を織り込んだ場合における経済前提も別途設定してはどうかと考えたものである。変動の周期については、これまでの景気循環の長さを参考とし、また変動の幅については物価、賃金の過去の実績をみながら設定する必要があるものと考えている。

## 5 具体的な経済前提の設定について

前項までにおいて、長期的な経済前提を設定するにあ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、平成 26 年 1 月にとりまとめ予定の日本再興戦略を踏まえた新たな労働力需給推計や、例年年明けの時期に内閣府から公表される経済見通し／経済財政の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と考えている。

## 年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会 開催状況

### 第1回 平成23年10月14日

- 21年財政検証における経済前提の設定等について
- 年金積立金の運用の現状について

### 第2回 平成23年11月21日

- 年金積立金管理運用独立行政法人からヒアリング
- 経済前提の設定に用いる経済モデルについて

### 第3回 平成23年12月19日

- 市場関係者や機関投資家などの有識者等からのヒアリング
- 経済前提の設定に用いる経済モデルについて

### 第4回 平成24年2月2日

- 新しい人口推計の結果について
- 最近の経済の動向について
- 年金積立金の運用について

### 第5回 平成24年3月30日

- 最近の経済の動向について
- 積立金運用について

### 第6回 平成24年5月25日

- 経済前提の設定に用いる経済モデルについて
- 年金積立金運用について

### 第7回 平成24年7月27日

- 諸外国の公的年金の将来見通しに用いる経済前提について
- 諸外国の積立金の運用組織について

### 第8回 平成24年10月30日

- 最近の計量経済モデルの一例について
- 労働力需給推計について
- 社会責任投資について

### 第9回 平成25年1月21日

- 内外の投資環境の見通しとそれに基づく内外投資の考え方に関する有識者からのヒアリング
- 労働力需給推計について

### 第10回 平成25年4月16日

- 日本経済の成長力等に関する有識者ヒアリング
- 労働力需給推計について

### 第11回 平成25年7月5日

- 経済前提の設定に関する主な意見の整理
- 年金積立金管理運用独立行政法人の中期計画の変更(基本ポートフォリオの変更)について
- 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議について

### 第12回 平成25年7月29日

- 経済前提の設定に用いる経済モデル等について
- 被用者年金一元化後の運用について

#### 第1回検討作業班 平成25年9月5日

#### 第2回検討作業班 平成25年9月25日

#### 第3回検討作業班 平成25年10月16日

- ・ 経済前提の設定に用いる経済モデル等について  
(定量的な議論を進めるために詰めが必要な点)

### 第13回 平成25年11月1日

- 検討作業班における議論について

### 第14回 平成25年12月4日

- 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議について
- 経済前提に関する議論の経過報告(案)について