

第2回 年金積立金管理運用独立行政法人の 運営の在り方に関する検討会	資料5
平成21年12月24日	

参考資料

平成21年財政検証における経済前提について

平成21年財政検証における長期の経済前提の設定の考え方について

【経済中位ケースの設定】

(1) 物価上昇率

日本銀行金融政策決定会合において議決された「中長期的な物価安定の理解」を踏まえて、長期の前提として1.0%と設定。

(2) 賃金上昇率

名目賃金上昇率(2.5%) = 物価上昇率(1.0%) + 実質賃金上昇率(1.5%)

被用者1人あたりの実質経済成長率を実質賃金上昇率とみており、マクロの実質経済成長率から被用者数の変化率を差し引いたものに相当する。

実質賃金上昇率(1.5%) = 実質経済成長率(0.8%) - 被用者数の変化率(▲0.7%)の関係であるものと見通して設定している。

※ 実質経済成長率の見通しは、日本経済の潜在的な成長力の見通し等を踏まえてマクロ経済の観点から整合性のとれた推計^(注)を行っている。

日本経済及び世界経済が現下の金融危機に起因する混乱を脱した後、再び安定的な成長軌道に復帰することを想定した上で、その段階での平均的な経済の姿を見通したもの。

(注) 全要素生産性(TFP)上昇率や資本分配率などのパラメータを設定し、マクロ経済に関する基本的な関係式(コブ・ダグラス型生産関数)を用いた推計。

(3) 運用利回り

名目運用利回り(4.1%)

= 物価上昇率(1.0%) + 将来の実質長期金利(2.7%) + 分散投資効果(0.4%)

$$\begin{array}{l} \text{将来の実質長期金利} \\ (2.4\sim 3.0\%) \end{array} = \begin{array}{l} \text{過去の実質長期金利} \\ (2.1\sim 3.0\%) \end{array} \times \frac{\text{将来の利潤率の見込み}(9.7\%)}{\text{過去の利潤率の実績}(8.6\sim 9.8\%)}$$

※ 将来の利潤率の見込みは、全要素生産性上昇率や資本分配率などを設定し、マクロ経済に関する基本的な関係式を用いた推計値。

※ 過去の実質長期金利や利潤率の実績は15～25年の期間をとったもの。

分散投資効果については、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水準の下で分散投資した場合の期待リターンを基本として0.3～0.5%と設定。

平成21年財政検証における経済前提の範囲について (検討結果の報告)

平成20年11月12日

社会保障審議会年金部会経済前提専門委員会

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、平成21(2009)年までに検証結果をとりまとめることになっている。本専門委員会では、この財政検証において用いられる経済前提について、社会保障審議会年金部会における討議に資するため、平成19(2007)年3月から平成20(2008)年11月までの間に6回の専門委員会を開催し、専門的・技術的な事項について検討を行ってきた。

このたび、本専門委員会として、その検討結果をとりまとめたので、報告するものである。

2 財政検証及びそれに用いる経済前提の位置づけ

- (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。財政検証においては、厚生年金及び国民年金について、法律によって概ね100年間と定められた財政均衡期間における年金財政の状況を見通して、マクロ経済スライドにより調整されていく将来の給付水準を確認していくこととなっている。
- (2) このように、公的年金の財政は、人の一生に及ぶような長期的な視点で捉える必要があるため、その将来見通しを作成するにあたっては出生率や死亡率などの人口学的要素や賃金、物価、運用利回りなどの経済学的要素について、長期的にみて

妥当な一定の前提を置く必要がある。これらの社会経済指標は、短期的な要因によって様々な変動を生じうるものであるが、年金財政の検証という観点からは、短期的・一時的な変動に過度に影響されることなく、中長期的な観点から、それぞれの指標の将来の動向を見通す必要がある。

※ 平成 20(2008)年 9 月以降の世界規模の金融危機の影響については、今回設定する平成 27(2015)年度以降の長期的な経済前提の設定の基礎としては織り込まれていない。この金融危機の影響については、平成 21(2009)年に公表されることが想定される内閣府「日本経済の進路と戦略」参考試算を踏まえて設定することとなる足下の経済前提を通じて、平成 21 年財政検証に織り込まれることになる。

(3) 今回設定する長期的な経済前提は、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市場への参加が進むことを見込んだ 2030 年までの労働力人口の見通し等を踏まえてマクロ経済の観点から整合性のとれた推計を行い、長期間の平均として設定するものである。すなわち、日本経済及び世界経済が現下の金融危機に起因する混乱を脱した後、再び安定的な成長軌道に復帰することを想定した上で、その段階での平均的な経済の姿を見通したものとなっている。

こうした想定の下にあっては、人口減少社会の到来に伴いマクロの経済成長には制約があるとしても、労働者 1 人当たりで見れば生産性の向上を反映した着実な経済成長が見込まれるところであり、これを反映して長期的な実質賃金上昇率や実質運用利回りは見込まれていることに留意する必要がある。

(4) 財政検証における諸前提は、その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的に妥当なものとして設定する必要があるが、時間が経つにつれて新たなデータが蓄積され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とされている。

この意味で、財政検証における年金財政の将来見通しは、人口や経済を含めた将来の状況の予測 (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すべきである。

3 経済前提の推計方法

(1) 長期の経済成長率等の前提について

(ア) コブ・ダグラス型生産関数を用いて賃金上昇率や運用利回りを設定した平成 16 年財政再計算における長期の経済前提の設定手法は、諸外国の方法との対比でも基本的に妥当であると考えられることから、今回も、マクロ経済に関する基本的な関係式(コブ・ダグラス型生産関数)を用いて、平成 27(2015)～平成 51(2039)年度の 25 年間平均の労働投入量当たり実質GDP成長率_(※1)及び日本経済全体の利潤率を推計した。

(イ) 関係式にインプットする労働投入量については、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)とした。

具体的には、まず、人口については、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 18(2006)年 12 月、出生・死亡中位)を基軸_(※2)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(平成 20(2008)年 3 月)」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こととした。

なお、労働力需給推計のパターンとしては、平成 20(2008)年 4 月にとりまとめられた「新雇用戦略」やその後の雇用政策の推進等によって実現すると仮定される「労働市場への参加が進むケース」を用いることとした。

(※1) 労働投入量をマンアワーベースとしたことにより、コブ・ダグラス型生産関数から得られる結果は、「労働力人口 1 人当たり実質GDP成長率」ではなく、「単位労働時間当たり実質GDP成長率」となる。

なお、我が国は人口減少社会で今後GDPの総額は増えにくい中にあるが、経済成長の果実が労働と資本のそれぞれに適切に分配される状況を想定すると、1 人当たりの実質賃金は着実に上昇することとなる。

また、年金の財政計算で用いる「被用者年金被保険者 1 人当たり実質賃金上昇率」は、「単位労働時間当たり実質GDP成長率」に「被用者年金被保険者の平均労働時間の変化率」を加えたものとする必要があるため、厚生年金の被保険者数及びその平均労働時間の変化についても、マンアワーベースの労働投入量と整合的になるように推計を行った。

(※2) 出生と死亡が中位の他、高位・低位の場合についても年金財政に与える影響試算を行う。

(ウ) 経済成長の原動力となる全要素生産性(TFP)上昇率に関して、ケース1(1.3%)、ケース2(1.0%)、ケース3(0.7%)の3とおりの前提を置き、各ケースごとに推計を行った。

これは、最近の動向等をみると、

- 足下で1%程度の水準まで高まって来ているとの分析がなされている
- 内閣府「日本経済の進路と戦略」参考試算(平成20(2008)年1月)等において、平成23(2011)年度にかけて、成長シナリオで1.4%~1.5%程度まで上昇し、リスクシナリオで0.9%程度で推移するとの前提が置かれている

こと等を踏まえて設定したものである。

(エ) 総投資率に関係が深い総貯蓄率については、民間部門に限ってみると、高齢化に伴って家計貯蓄率が著しく低下する傾向がある一方で、企業貯蓄は高まる傾向にあり、民間全体でみた貯蓄率があまり低下していない傾向が確認できるが、公的部門も含めた総貯蓄率をみると緩やかな低下傾向にある。

こうした傾向を踏まえ、総投資率の将来の推移については、平成16年財政再計算の時と同様に、実績から得られた傾向を対数正規曲線で外挿する方法を用いることとした。その結果、足下で24.1%の総投資率が平成54(2042)年では18.6%にまで緩やかに低下する見込みとなる。

(オ) 資本分配率と資本減耗率については、平成16年財政再計算の時と同様に、過去10年間の実績の平均値で将来にわたり一定であるとし、資本分配率は39.1%、資本減耗率は8.9%と設定することとした。

(カ) 実質長期金利については、諸外国の前提を見ても過去の実績を基礎として定性的な判断を加味する手法が主流である中で、我が国が平成16年財政再計算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は一定の合理性を有しており、今回についても前回と同様の方法で実質長期金利を設定することとした。

具体的には、過去において長期的にみると、日本経済全体の利潤率と実質長期金利とは概ね比例関係にあることから、過去15~25年間程度の平均の実質長期金利(10年国債応募者利回りー消費者物価上昇率)の水準(2.1%~3.0%程度)

に、この推計から得られる将来(平成 27(2015)～平成 51(2039)年度)の利潤率の過去の利潤率に対する比率(0.9～1.2 程度)を乗じることにより、将来の実質長期金利の水準の推計を行った。

(2) 長期の運用利回りの前提について

(ア) 平成 16 年財政再計算では、30 年程度の長期間の平均としての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。

(イ) その際、上積み分をどのように考えるかについては、運用リスクをどれくらい許容するかということに依存するが、「安全かつ効率的」に行うという積立金運用の基本的考え方に照らすと、

- 「安全」という観点からリスクを低く抑えるために、国内債券といったリスクの低い資産への投資が中心となると考えられる一方で、
- 「効率的」という観点からは、国内外の債券や株式を組み合わせたポートフォリオ運用を行い、一定のリスクの下で期待リターンを出来る限り高めることが求められる。

(ウ) 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、将来にわたる年金財政の検証に用いる経済前提の設定にあたっては、分散投資による上積み分については保守的な見方に立つことが適当であり、本専門委員会としては、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が適当と考える。

(3) 長期の物価上昇率の前提について

長期の物価上昇率の前提については、日本銀行金融政策決定会合において議決されたものとして、「『中長期的な物価安定の理解』は、消費者物価指数の前年比で0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている。」とされていることを踏まえ、長期の前提として1.0%とすることが適当である。

(4) 足下の前提について

(ア) 内閣府の「日本経済の進路と戦略」参考試算(平成 20(2008)年 1 月)においては、平成 23(2011)年度までの間について、経済前提の設定に必要な実質成長率、名目成長率、消費者物価上昇率、名目長期金利などが示されていることから、財政検証における足下の経済前提は、平成 21(2009)年に内閣府による同様の試算が公表された場合、これに準拠するものとする。

(イ) 足下の運用利回りの前提の設定にあたっては、平成 16 年財政再計算の時と異なり、平成 21 年度には年金積立金の全額が市場に出ることとなっており、特にその約 7 割を占める国内債券について、クーポン利率がこれまでの低金利を反映したものであることを考慮する必要がある。

4 長期の経済前提の推計結果

(1) 単位労働時間当たり実質GDP成長率(対物価上昇率)

ケース1では1.9～2.1%程度、ケース2では1.5～1.7%程度、ケース3では1.1～1.3%程度。

(2) 被用者年金被保険者 1 人当たり実質賃金上昇率(対物価上昇率)

被用者年金被保険者 1 人当たりの実質賃金上昇率は、単位労働時間当たり実質GDP成長率に被用者年金被保険者 1 人当たりの平均労働時間の変化率(平成 27(2015)～平成 51(2039)年度平均で▲0.07%)を加えた率であり、ケース1では1.8～2.0%程度、ケース2では1.4～1.6%程度、ケース3では1.0～1.2%程度。

(3) 実質運用利回り(対物価上昇率)

実質長期金利は、ケース1では2.5～3.2%程度、ケース2では2.4～3.0%程度、ケース3では2.3～2.8%程度と見込まれる一方で、全額国内債券と等しいリスクの下での効率的なポートフォリオによる上積み分は0.4～0.5%程度と推計されることを踏まえ、実質運用利回り(対物価上昇率)は、ケース1では2.8～3.7%程度、ケース2では2.7～3.5%程度、ケ

ケース3では2.6～3.3%程度(範囲の下限は、上積み分を0.3%と堅めに置いて設定)。

(4) 実質的な運用利回り(対賃金上昇率)

実質運用利回りから一人当たり実質賃金上昇率を差し引いた「実質的な運用利回り」の範囲は、ケース1では1.0～1.7%程度、ケース2では1.3～1.9%程度、ケース3では1.6～2.1%程度。

〔実質賃金上昇率、実質運用利回りの範囲〕

	単位労働時間当たり 実質GDP成長率 (対物価上昇率)	被用者年金被保険者 1人当たり実質賃金上昇率 (対物価上昇率)	実質運用利回り (対物価上昇率)	実質的な運用利回り (対賃金上昇率)
ケース1 (TFP上昇率1.3%)	1.9～2.1%程度	1.8～2.0%程度	2.8～3.7%程度	1.0～1.7%程度
ケース2 (TFP上昇率1.0%)	1.5～1.7%程度	1.4～1.6%程度	2.7～3.5%程度	1.3～1.9%程度
ケース3 (TFP上昇率0.7%)	1.1～1.3%程度	1.0～1.2%程度	2.6～3.3%程度	1.6～2.1%程度

(※) マクロでの実質GDP成長率(対物価上昇率)は、平成 27(2015)～平成 51(2039)年度平均で、ケース1では1.2%程度、ケース2では0.8%程度、ケース3では0.4%程度と見込まれる。

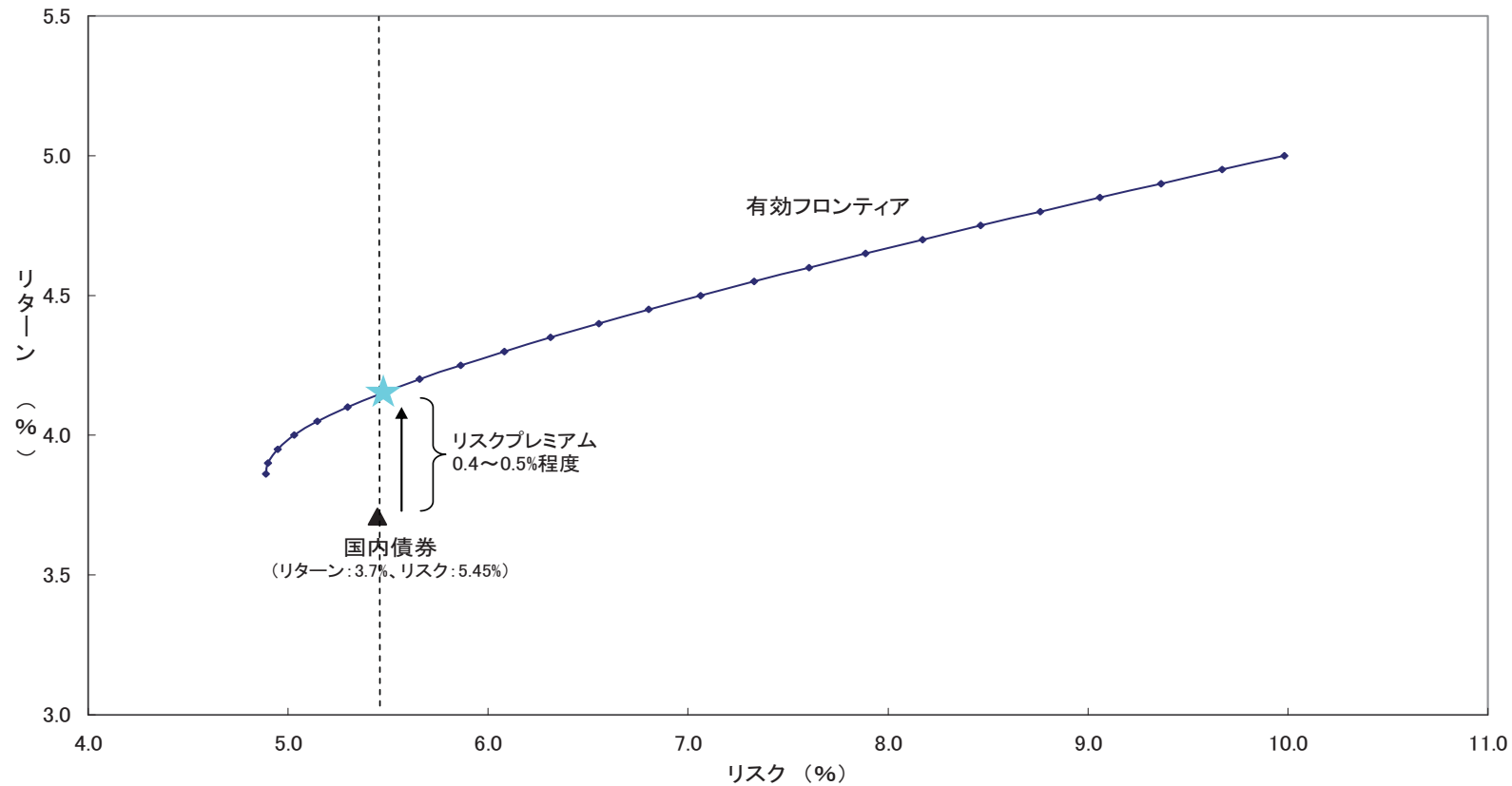
〔物価上昇率、名目賃金上昇率、名目運用利回りの範囲〕

	物価上昇率	名目賃金上昇率	名目運用利回り
ケース1 (TFP上昇率1.3%)	1.0%	2.8～3.0%程度	3.8～4.7%程度
ケース2 (TFP上昇率1.0%)	1.0%	2.4～2.6%程度	3.7～4.5%程度
ケース3 (TFP上昇率0.7%)	1.0%	2.0～2.2%程度	3.6～4.3%程度

長期の運用利回りの設定の考え方(イメージ)

- | | | | | | | |
|-----------------------|---|------------------------|---|---------------------|---|---------------|
| 長期の運用利回り
3.7%~4.5% | = | 将来の実質長期金利
2.4%~3.0% | + | 分散投資効果
0.3%~0.5% | + | 物価上昇率
1.0% |
|-----------------------|---|------------------------|---|---------------------|---|---------------|
- ※ 数値はケース2(TFP上昇率=1.0%)の場合
- このうち、分散投資効果については、全額を国内債券で運用した場合(▲印)のリスクと等しいリスク水準の下で分散投資をした場合の期待リターンの上積み分(水色の★印)を基本として設定。
- ※ 上積み分の推計結果は0.4%~0.5%程度であるが、今回の経済前提の範囲の設定にあたっては、下限について上積み分を0.3%と堅めにおいて設定。

有効フロンティアと分散投資による上積み分について



関係条文

国民年金法（抄）

※ 厚生年金保険法においても同様の規定

第75条（運用の目的）

積立金の運用は、積立金が国民年金の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら国民年金の被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、国民年金事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする。

第4条の2（財政の均衡）

国民年金事業の財政は、長期的にその均衡が保たれたものでなければならず、著しくその均衡を失うと見込まれる場合には、速やかに所要の措置が講ぜられなければならない。

第4条の3（財政の現況及び見通しの作成）

政府は、少なくとも5年ごとに、保険料及び国庫負担の額並びにこの法律による給付に要する費用の額その他の国民年金事業の財政に係る収支についてその現況及び財政均衡期間における見通し（以下「財政の現況及び見通し」という。）を作成しなければならない。

第16条の2（調整期間）

政府は、第4条の3第1項の規定により財政の現況及び見通しを作成するに当たり、国民年金事業の財政が、財政均衡期間の終了時に給付の支給に支障が生じないようにするために必要な積立金（中略）を保有しつつ当該財政均衡期間にわたってその均衡を保つことができないと見込まれる場合には、年金たる給付（中略）の額（中略）を調整するものとし、政令で、給付額を調整する期間（中略）の開始年度を定めるものとする。

附則第2条（給付水準の下限）

- 1 国民年金法による年金たる給付及び厚生年金保険法による年金たる保険給付については、第1号に掲げる額と第2号に掲げる額とを合算して得た額の第3号に掲げる額に対する比率が100分の50を上回ることとなるような給付水準を将来にわたり確保するものとする。（略）
- 2 政府は、第1条の規定による改正後の国民年金法第4条の3第1項の規定による国民年金事業に関する財政の現況及び見通し又は第七条の規定による改正後の厚生年金保険法第2条の4第1項の規定による厚生年金保険事業に関する財政の現況及び見通しの作成に当たり、次の財政の現況及び見通しが作成されるまでの間に前項に規定する比率が百分の五十を下回ることが見込まれる場合には、（中略）調整期間の終了について検討を行い、その結果に基づいて調整期間の終了その他の措置を講ずるものとする。
- 3 政府は、前項の措置を講ずる場合には、給付及び費用負担の在り方について検討を行い、所要の措置を講ずるものとする。