

令和6年財政検証の経済前提

公的年金制度の財政検証は少なくとも5年に一度行われ、今年も財政検証が実施される年です。財政検証において、将来概ね100年にわたる年金財政の見通しを作成することとなります。厚生労働省社会保障審議会年金部会の「年金財政における経済前提に関する専門委員会(以下「経済前提専門委員会」)」にて財政検証で想定する経済環境である、経済前提の検討がなされてきました。今年の4月12日に経済前提に関する報告書が公表されました。今回はこの経済前提専門委員会の報告書の内容を紹介いたします。

公的年金の財政検証とは

日本の公的年金制度は現役世代の保険料収入で退職世代の給付を賄う賦課方式を基本としています。さらに、積立金を保有して将来の給付に充てることとなっています。日本では少子高齢化に伴う公的年金加入者の減少や平均寿命の伸びといった要因を考慮して、給付額を調整するマクロ経済スライドと呼ばれる仕組みがあります。そして、年金の給付額と受給額のバランスがとれているかどうかを確認するため、最新の人口や経済の状況を反映した、長期にわたる財政収支の見通しを作成しています。これを財政検証と呼びます。公的年金の財政検証は少なくとも5年ごとに最新のデータを用いて前提を設定し直した上で行うものとされています。

財政検証の経済前提とは

財政検証は概ね100年間の財政収支の見通しを作成することとなりますが、将来の社会・経済状況を長期的に予測するのは困難です。このため、財政検証の結果は、人口や経済を含め

た将来の状況を予測(forecast)したものではなく、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)したものとと言えます。そのため、財政検証の経済前提は、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、複数ケースの前提を設定する必要があります。

経済前提の策定において、足元10年間は内閣府が作成している経済シナリオを利用し、それ以降はコブダグラス型の生産関数¹を用いた経済モデルを用いてパラメーターを推計しています。

¹ コブダグラス型の生産関数とは、生産量(GDP)の増加率である経済成長率を資本成長率の一定割合、労働投入量の増加率の一定割合、およびその他の要因の増加率の和として表した関数のことです。ここでその他の要因の増加率のことを全要素生産性(TFP:total factor productivity)上昇率と呼びます。これは技術進歩や生産の効率化等のイノベーション等により発生するものとされています。また、資本増加率に乘じる一定割合は資本分配率、労働投入量に乘じる一定割合は労働分配率と呼ばれています。

今回の結果

今回はシナリオについては、「成長実現ケース」、「長期安定ケース」、「現状投影ケース」、「1人当たりゼロ成長ケース」の4通り示されました。

最初の3ケースは令和6年4月2日の経済財政諮問会議において、内閣府によって示された2060年度までのマクロ経済・財政・社会保障の試算(以下「長期推計」)に準拠して設定されました。4ケース目は最も低い経済成長を仮定するケースとして独立行政法人労働政策研究・研修機構の労働力需給推計(令和6年3月11日雇用政策研究会提出)の一人当たりゼロ成長・労働参加現状ケースに準拠して設定されました。

前回の令和元年度に実施した財政検証ではケースⅠ～Ⅵの6ケースでしたが、ケースに名称を付け、シナリオの意味をわかりやすくする工夫がなされています。ケース数は減ったものの、ケース設定の基軸となる全要素生産性(TFP)上昇

率は前回よりも幅広く設定しており、前回より幅広い将来の経済の姿を想定しています。

1. 2033年度までの足下の経済前提

まず当面10年間の2033年までの経済前提ですが、図表1の通り設定されました。足下の実質賃金上昇率及び物価上昇率については、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)において示されている賃金上昇率や物価上昇率の見通しに準拠して設定されました。

足下の運用利回りの設定については、令和元年度の財政検証では、中長期試算の長期金利の推計結果を基礎に足元の運用利回りを設定していました。しかし、足下と長期の運用利回り設定の考え方が異なるため、足下と長期の接続が悪くなっていたこと、GPIFのポートフォリオにおいて、国内債券の割合が25%に低下したことを踏

図表 1 足元の経済前提

【将来の経済状況の仮定】

○ 全要素生産性(TFP)上昇率

ケース\年度	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
成長実現	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
長期安定	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
現状投影・1人当たりゼロ成長	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

【経済前提(～2033年度)】

○ 物価上昇率

ケース\年度	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
成長実現・長期安定	2.6%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
現状投影・1人当たりゼロ成長	2.6%	1.7%	1.2%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

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

○ 賃金上昇率(実質<対物価>)

ケース\年度	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
成長実現	▲0.1%	0.9%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
長期安定	▲0.1%	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
現状投影・1人当たりゼロ成長	▲0.1%	0.0%	▲0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%

(※2) 賃金上昇率(実質<対物価>)は、中長期試算の賃金上昇率から暦年の物価上昇率を控除したものである。

(※3) 長期安定ケースの賃金上昇率(実質<対物価>)は、中長期試算の成長実現ケース及びベースラインケースの賃金上昇率(実質<対物価>)を全要素生産性(TFP)上昇率により機械的に按分し設定。

○ 実質運用利回り(対物価)

ケース\年度	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
成長実現						2.9%				
長期安定						2.8%				
現状投影						2.2%				
1人当たりゼロ成長						1.4%				

○ 実質的な運用利回り(対賃金)

ケース\年度	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
成長実現	3.0%	2.0%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
長期安定	2.9%	2.2%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
現状投影	2.3%	2.2%	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%
1人当たりゼロ成長	1.5%	1.4%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%

(出所) 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報告書(令和6年4月12日)

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

まえ、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されました。これは長期の経済前提の設定と同じ考え方となります。

2. 2034年度以降の長期の経済前提

次に2034年度以降の長期の経済前提は図表2の通りとなります。

(1) 全要素生産性(TFP)上昇率

全要素生産性(TFP)上昇率はシナリオの基軸となる、極めて重要なパラメーターです。今回は以下のように設定されています。長期推計の仮定や直近30年の分布を踏まえて設定されました。

成長実現ケース: 1.4%

長期安定ケース: 1.1%

現状投影ケース: 0.5%

1人当たりゼロ成長ケース: 0.2%

(2) 賃金上昇率(実質<対物価>)

これは全要素生産性(TFP)上昇率や労働力需給推計等のパラメーターを経済モデルにインプットして推計された結果となります。(実質<対物価>)とある通り、物価上昇率をどの程度賃金上昇率が上回るかという指標となります。

成長実現ケース: 2.0%

長期安定ケース: 1.5%

現状投影ケース: 0.5%

1人当たりゼロ成長ケース: 0.1%

(3) 物価上昇率

物価上昇率は収入と支出に影響するため、年金財政上は中立です。長期の物価上昇率は、日本銀行の物価安定の目標の2.0%、長期推計の推計値(成長実現シナリオ及び長期安定シナリオ2.0%、現状投影シナリオ0.8%)、過去30年間の実績の平均値の0.4%を参考に経済モデルの外生値として以下のように設定されました。

図表2 長期の経済前提

		将来の経済状況の仮定		<長期の経済前提>				参考(推計結果)	
		労働力率	全要素生産性(TFP)上昇率	物価上昇率	賃金上昇率(実質<対物価>)	運用利回り		実質経済成長率	人口1人当たり実質経済成長率
						実質<対物価>	スプレッド<対賃金>		
成長実現ケース	中長期試算成長実現ケースに接続	成長実現・労働参加進展シナリオ	1.4%	2.0%	2.0%	3.4%	1.4%	1.6%	2.3%
長期安定ケース	中長期試算参考ケースに接続		1.1%	2.0%	1.5%	3.2%	1.7%	1.1%	1.8%
現状投影ケース	中長期試算ベースラインケースに接続	成長率ベースライン・労働参加漸進シナリオ	0.5%	0.8%	0.5%	2.2%	1.7%	▲0.1%	0.7%
1人当たりゼロ成長ケース		一人当たりゼロ成長・労働参加現状シナリオ	0.2%	0.4%	0.1%	1.4%	1.3%	▲0.7%	0.1%

(注1) 実質賃金上昇率及び実質運用利回り(対物価)は、経済前提の範囲(経済モデルの適用期間20年間(2034~2053年度)、25年間(2034~2058年度)、30年間(2034~2063年度)の各期間の平均値の最小と最大の範囲)の中央値を取ったもの。少数点2桁未満は切り捨てとしている。

(注2) 実質的な運用利回り(スプレッド)は、実質運用利回りから実質賃金上昇率を控除して計算。

(注3) 参考の実質経済成長率、人口1人当たり実質経済成長率は2034年度以降30年間の平均。

(出所) 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報告書(令和6年4月12日)

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、野村グループ各社から直接提供する方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

成長実現ケース:2.0%
長期安定ケース:2.0%
現状投影ケース:0.8%
1人当たりゼロ成長ケース:0.4%

(4)実質運用利回り(対物価)

将来の実質運用利回り(対物価)は、GPIF実質運用利回りの実績(対物価)に(将来の利潤率の推計値)÷(利潤率の実績)をかけることで推計されています。ただし、運用実績は市場経済の影響を受け短期的に大きく変動することを踏まえて、運用実績の10年移動平均の分布が利用されています。また、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とも踏まえて、保守的に設定されました。実質運用利回り(対物価)の算出に用いられた、GPIFの実質運用利回りの実績(対物価)は以下のように設定されています。

成長実現ケース:3.1%
長期安定ケース:3.1%
現状投影ケース:2.6%
1人当たりゼロ成長ケース:1.8%

(5)運用利回りスプレッド(対賃金)

賃金上昇率と運用利回りの見通しから賃金上昇率に対する運用利回りのスプレッドが計算されます。年金積立金の運用目標は賃金上昇率に対するスプレッドで与えられます。今回のスプレッドが最も高いケースで1.7%であることから、従来と同じ考え方を踏襲する場合、賃金上昇率+1.7%が新しい運用目標になると考えられます。

成長実現ケース:1.4%
長期安定ケース:1.7%
現状投影ケース:1.7%
1人当たりゼロ成長ケース:1.3%

終わりに

令和6年度の財政検証は今回紹介した経済前提を踏まえて作業が進められることとなります。財政検証結果は今年の夏頃結果が公表される予定です。財政検証結果を踏まえて年金積立金の運用目標が設定され、運用目標に沿って次期基本ポートフォリオの策定作業が行われることとなります。

《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

^(※) 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

- 投資リスク
- 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。
- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
 - 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
 - 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
 - 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
 - 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
 - デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
 - 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
 - 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URL にてご登録をお願い致します。

<https://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F
TEL: 03 6703 3991 Email: nenkin@jp.nomura.com