

社会保障審議会年金部会
経済前提専門委員会(第5回)

平成20年10月17日(金)10時～12時

於:厚生労働省5階「共用第7会議室」

<議事次第>

1. 開会
2. 議事
 - (1) 検討作業班における議論について
 - (2) 積立金の運用と財政検証における運用利回りの前提について
 - (3) その他
3. 閉会

[配布資料]

- 資料1 検討作業班における議論のポイント
- 資料2 検討作業班における議論に関する資料
- 資料3 積立金の運用と財政検証における運用利回りの前提について

検討作業班における議論のポイント

- 第4回経済前提専門委員会において設置された検討作業班については、1回目を9月11日、2回目を10月3日に開催し議論を行った。
- 検討作業班では、経済前提の設定にあたり、コブ・ダグラス型の生産関数を用いることを前提に、その計算に必要なもの、
 - ① マンアワーベースでみた雇用者数の見通し(労働投入量)
 - ② 全要素生産性(TFP)の上昇率
 - ③ 利潤率と実質金利
 - ④ その他の指標のそれぞれの設定方法の技術的な論点に絞って議論が行われた。
- また、①に関しては、ここで設定した労働投入量と統合的な厚生年金被保険者の推計方法についても議論が行われた。

(1) マンアワーベースでみた雇用者数の見通しについて

- ・ 専門委員会における「非正規化が進む中で、正規と非正規には質的な違いがあり、年金財政を考える場合、頭数ではなく、延べ労働時間でどのように推移するか検討すべき」という意見を踏まえ、コブ・ダグラス型生産関数には、従来のマンベースではなく、マンアワーベースの労働投入量をインプットすることとする。

- ・ その際、労働政策研究・研修機構が行った「労働力需給推計」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こととする。(資料 P2～20 参照)
- ・ また、専門委員会における「労働力人口の中の雇用者数をベースとして厚生年金の被保険者数を推計するべきではないか」という意見を踏まえ、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、雇用者に占める厚生年金被保険者の割合を用いて、厚生年金被保険者数を計算することとする。(資料 P21～24 参照)

(2) 全要素生産性(TFP)上昇率について

- ・ 専門委員会における「全要素生産性(TFP)の上昇率については、過去の経済計画があった時期とは事情が異なり設定が困難であるが、内閣府の見通しをベースとして、今後 30 年間でどのように日本経済が展開していくかを踏まえて設定していく必要がある。」との指摘を受けて、TFPに関する最近の実績や見通し等を概観した。
- ・ その結果、平成 16 年改正当時以降の動向をみると、
 - － 足下で1%程度の水準まで高まってき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」参考試算等において、成長シナリオで2011年度にかけて1.4～1.5%程度まで上昇するとの前提が置かれている
 ことから、長期的な全要素生産性上昇率の前提として、

基準ケースを	1.0%(前回0.7%)	と設定し、
高いケースとして	1.3%(前回1.0%)	
低いケースとして	0.7%(前回0.4%)	

と3通りの前提を仮定してはどうかという議論があった。
(資料 P25～38 参照)

(3) 利潤率と実質金利について

- ・ 専門委員会における「諸外国の前提を見ても、実質金利については経済成長と整合性が確保できてない中で、我が国の方法は過去の利潤率と関連づける努力をしている。この点について更なる工夫の余地がある。」との指摘を踏まえ、利潤率や総投資率に関して、他の関連する指標との関係等について議論を行った。
- ・ 総投資率については、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、一方で、公的部門も含めた総貯蓄率では緩やかな低下傾向にある。
- ・ こうした傾向を踏まえると、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、対数正規曲線で外挿する方法を用いてはどうかといった議論があった。
- ・ なお、その場合の総投資率は、平成 16 年財政再計算の設定値よりも 1～2%低下し、足下で 24.1%のところ、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。(資料 P39～42 参照)

(4) その他の指標について

- ・ その他、コブ・ダグラス型生産関数にインプットする必要のある指標としては、
 - 資本分配率

－ 資本減耗率
がある。

- ・ これらは、平成 16 年財政再計算では、過去 10 年間の実績平均値で一定であるものとして、資本分配率は 37.3%、資本減耗率は 8.2%で一定と設定されていた。
- ・ これらの指標については、今回の財政検証においても、直近の状況を踏まえた上で、前回同様、過去 10 年間の実績平均値で一定とすることによいのではないかという議論があった。
- ・ なお、単純に直近までデータを置き直して計算したところ、資本分配率は 39.1%、資本減耗率は 8.9%となる。(資料 P43 参照)

検討作業班における議論に関する資料

長期の経済前提を設定する際に用いるマクロ経済の関係式

- 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成長経済学の分野において一般的に用いられる「コブ・ダグラス型生産関数_(※)」(新古典派経済学の標準的な生産関数)を用いる。

(※) コブ・ダグラス型生産関数とは、GDPの資本と労働に対する分配率が一定という仮定の下で、以下が成り立つ。

$$\begin{aligned} \text{経済成長率(実質GDP成長率)} &= \text{資本成長率} \times \text{資本分配率} + \text{労働成長率} \times \text{労働分配率} \\ &+ \text{全要素生産性(TFP)上昇率} \end{aligned}$$

- 以下の式を用いることにより、a.全要素生産性上昇率、b.資本分配率、c.資本減耗率、d.総投資率の4つのパラメータを設定し、

ア 単位労働時間あたり実質GDP成長率

イ 利潤率

の値を逐年で推計。

$$\begin{aligned} \text{単位労働時間あたり実質GDP成長率} &= \text{実質GDP成長率} - \text{労働成長率} \\ &= (\text{資本成長率} - \text{労働成長率}) \times \text{資本分配率} + \text{全要素生産性上昇率} \end{aligned}$$

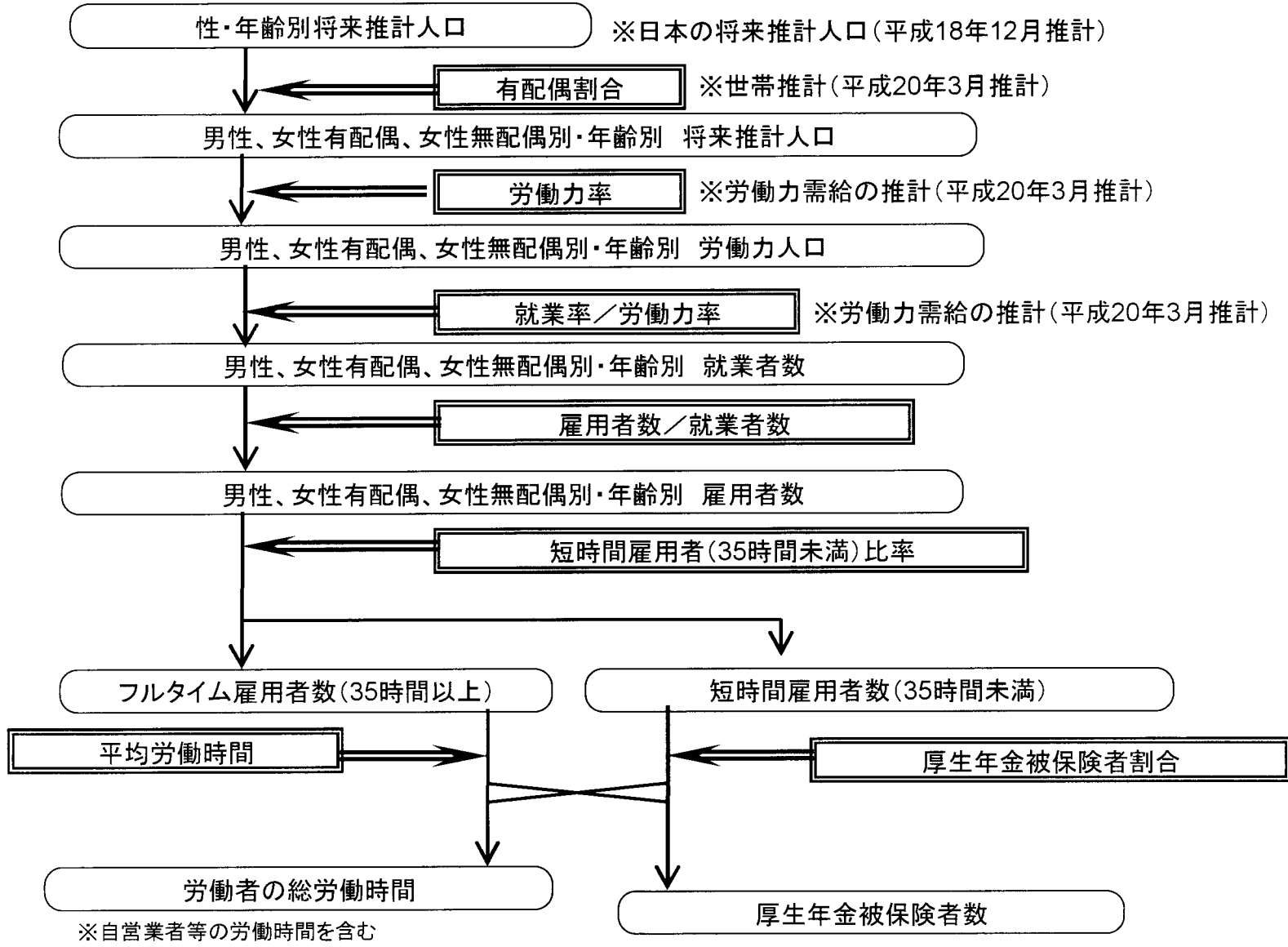
※「労働分配率-1 = -資本分配率」であることを用いた。

$$\text{資本成長率} = \text{総投資率} \times \text{GDP} \div \text{資本ストック} - \text{資本減耗率}$$

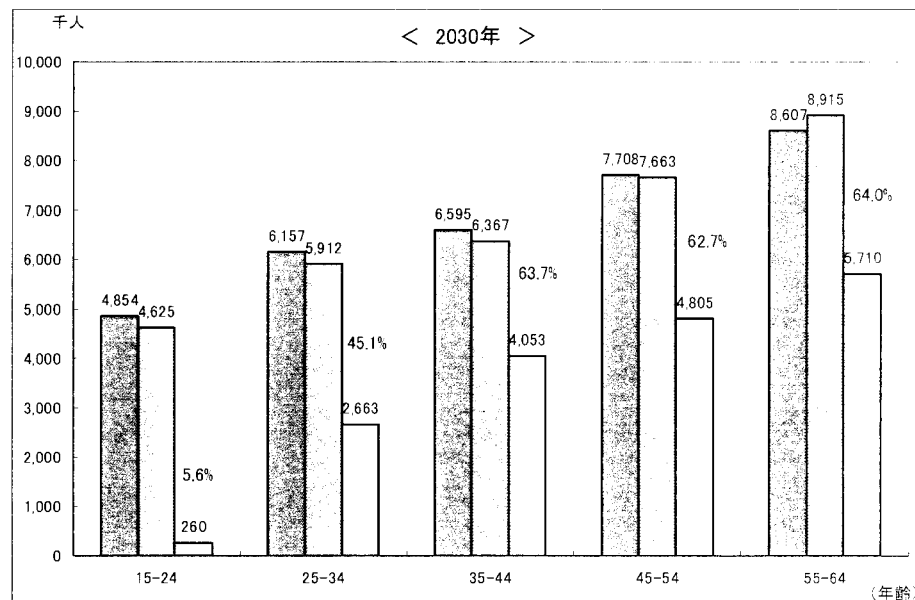
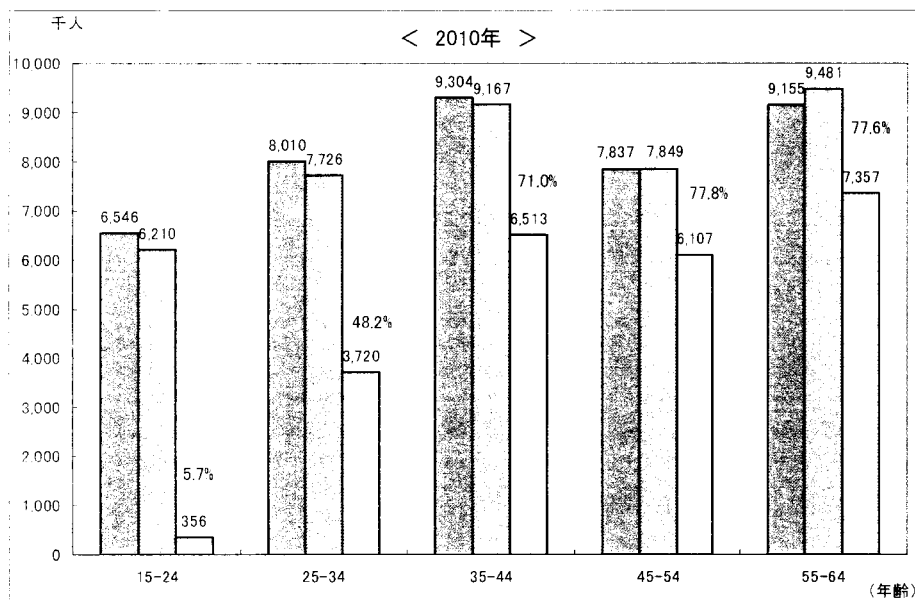
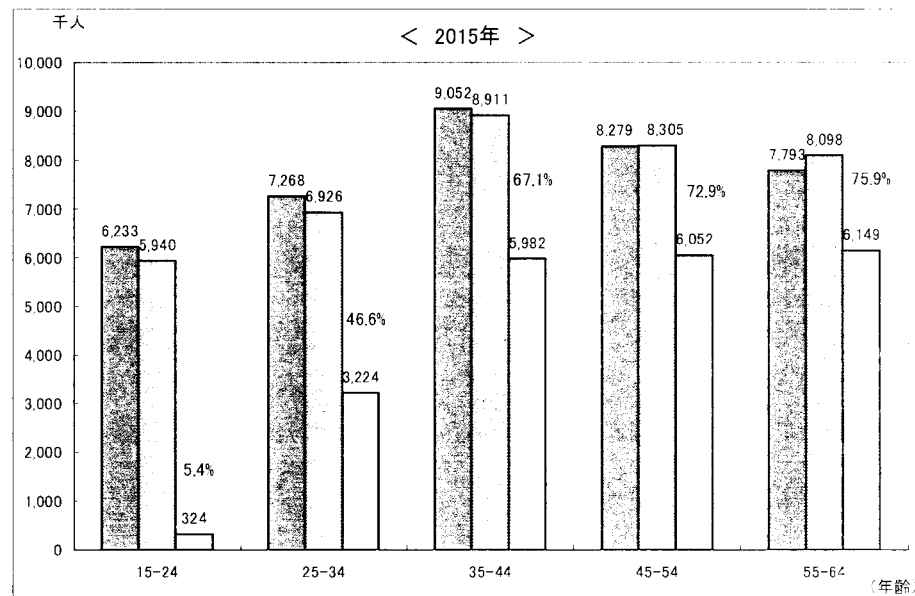
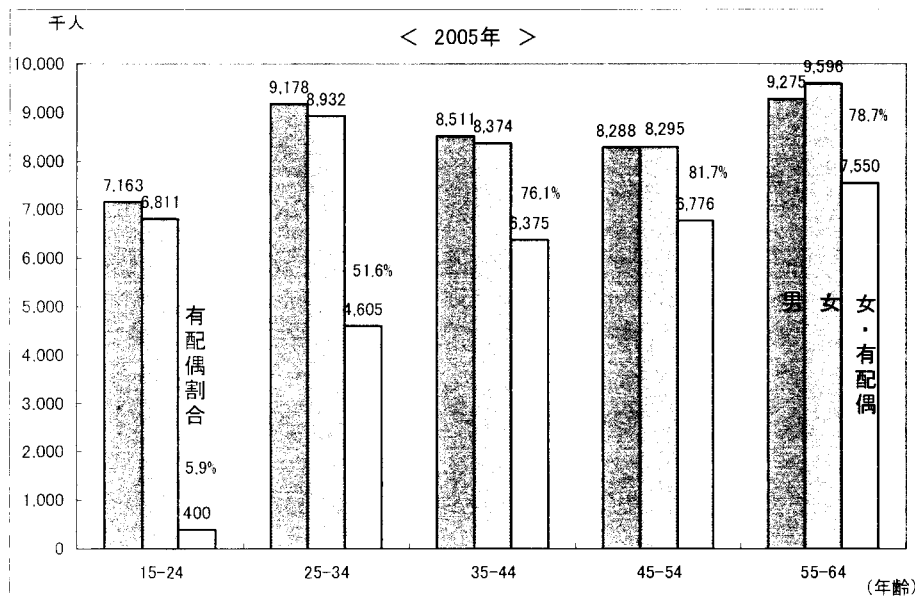
$$\text{利潤率} = \text{資本分配率} \times \text{GDP} \div \text{資本ストック} - \text{資本減耗率}$$

マンアワーベースでみた雇用者数の見通しについて

[フローチャート]

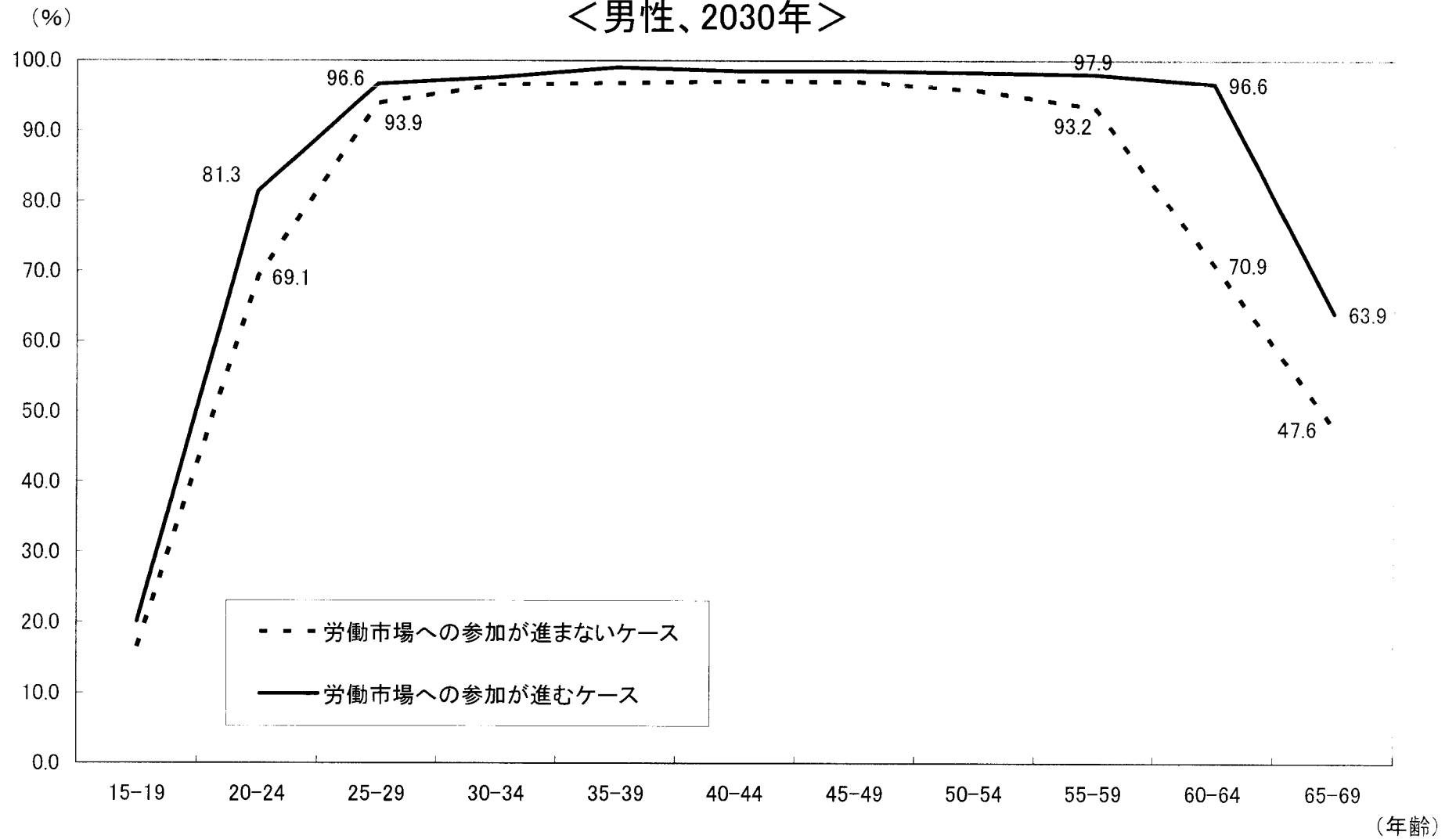


年齢階級別人口の見通し



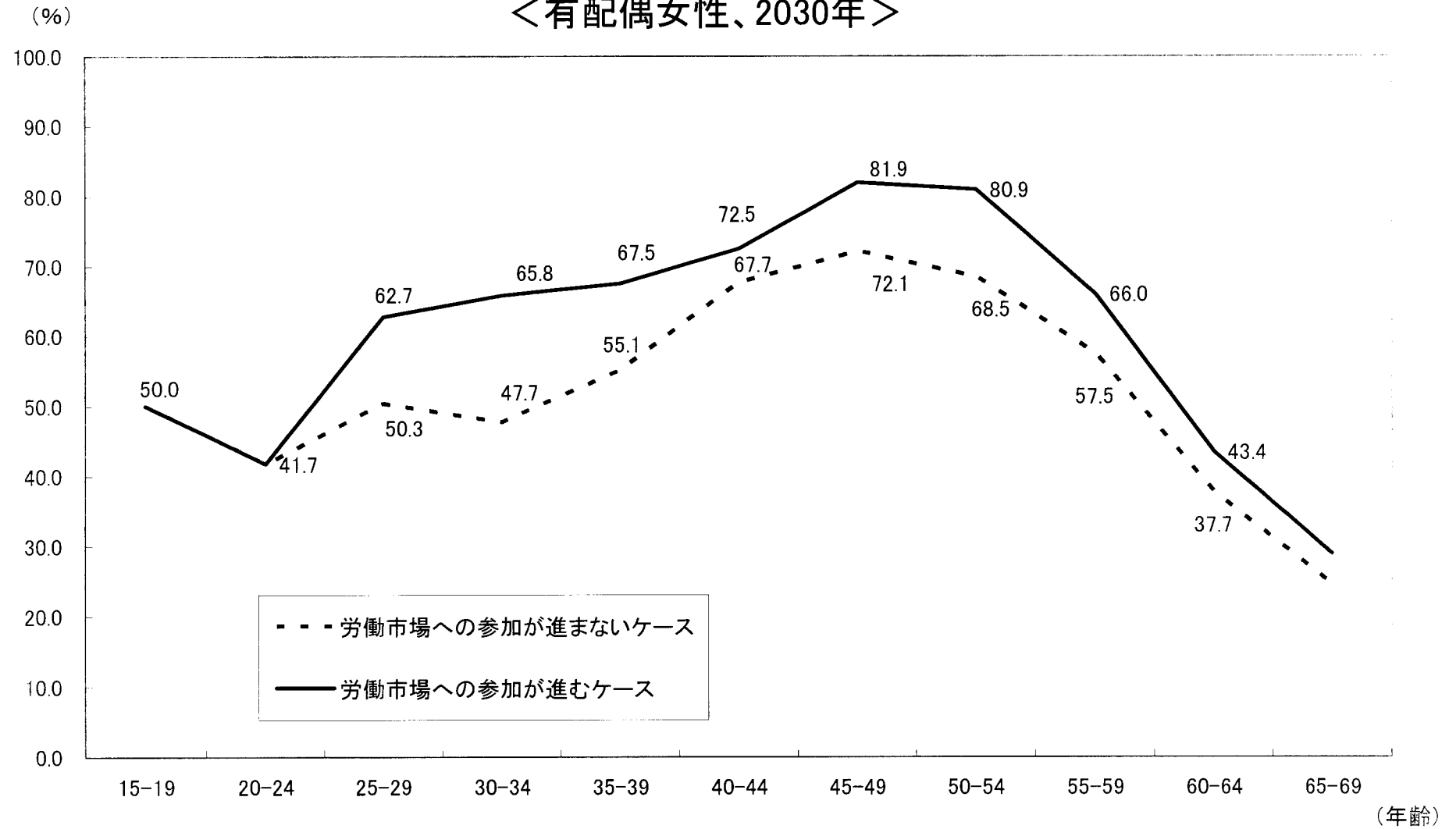
(出典) 「日本の世帯数の将来推計(全国推計)」(平成20年3月推計、国立社会保障・人口問題研究所)

労働力率の将来推計(平成20年3月) <男性、2030年>



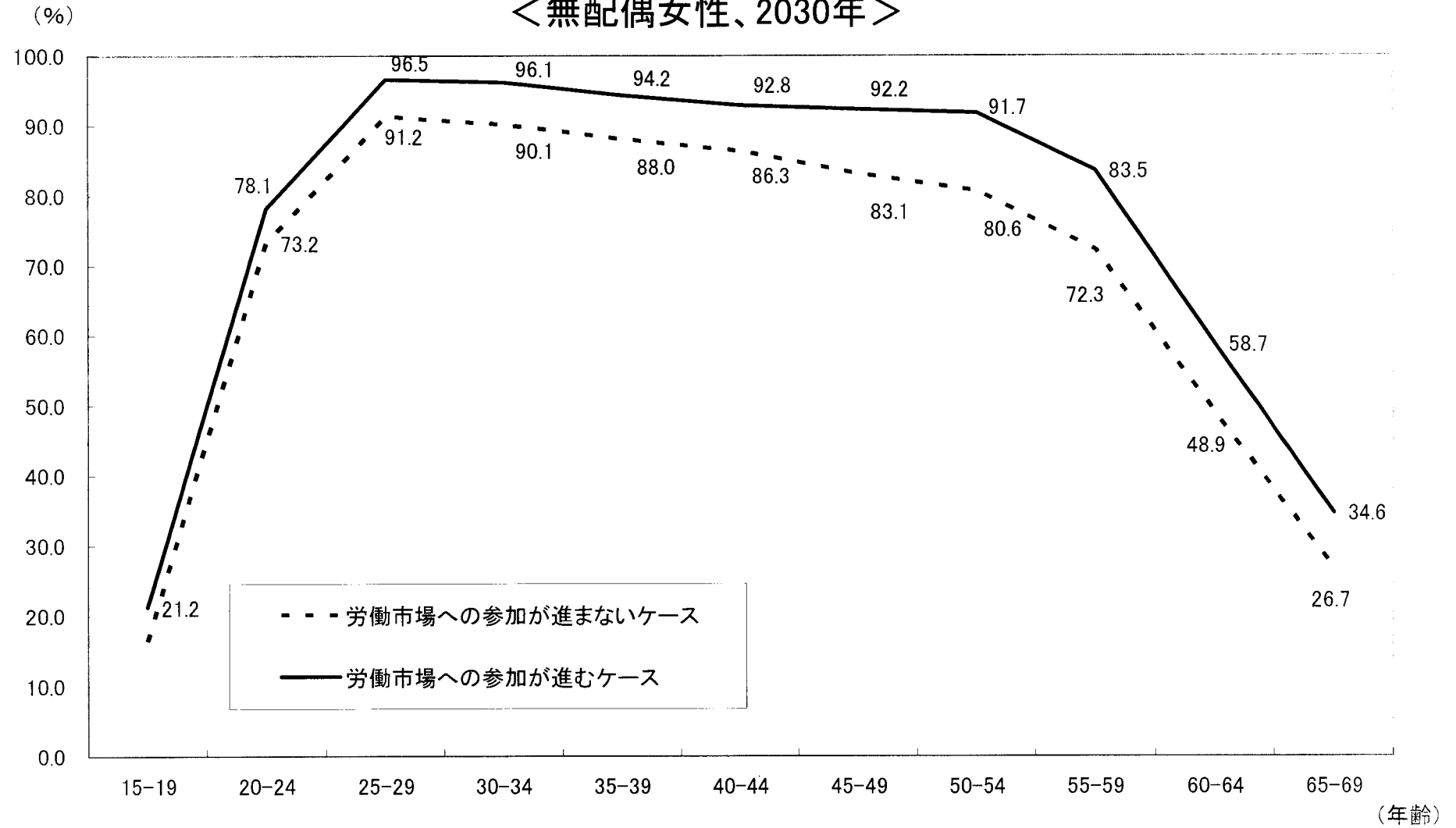
(出典) 労働力需給の推計(2008年3月、独立行政法人労働政策研究・研修機構)

労働力率の将来推計(平成20年3月) <有配偶女性、2030年>



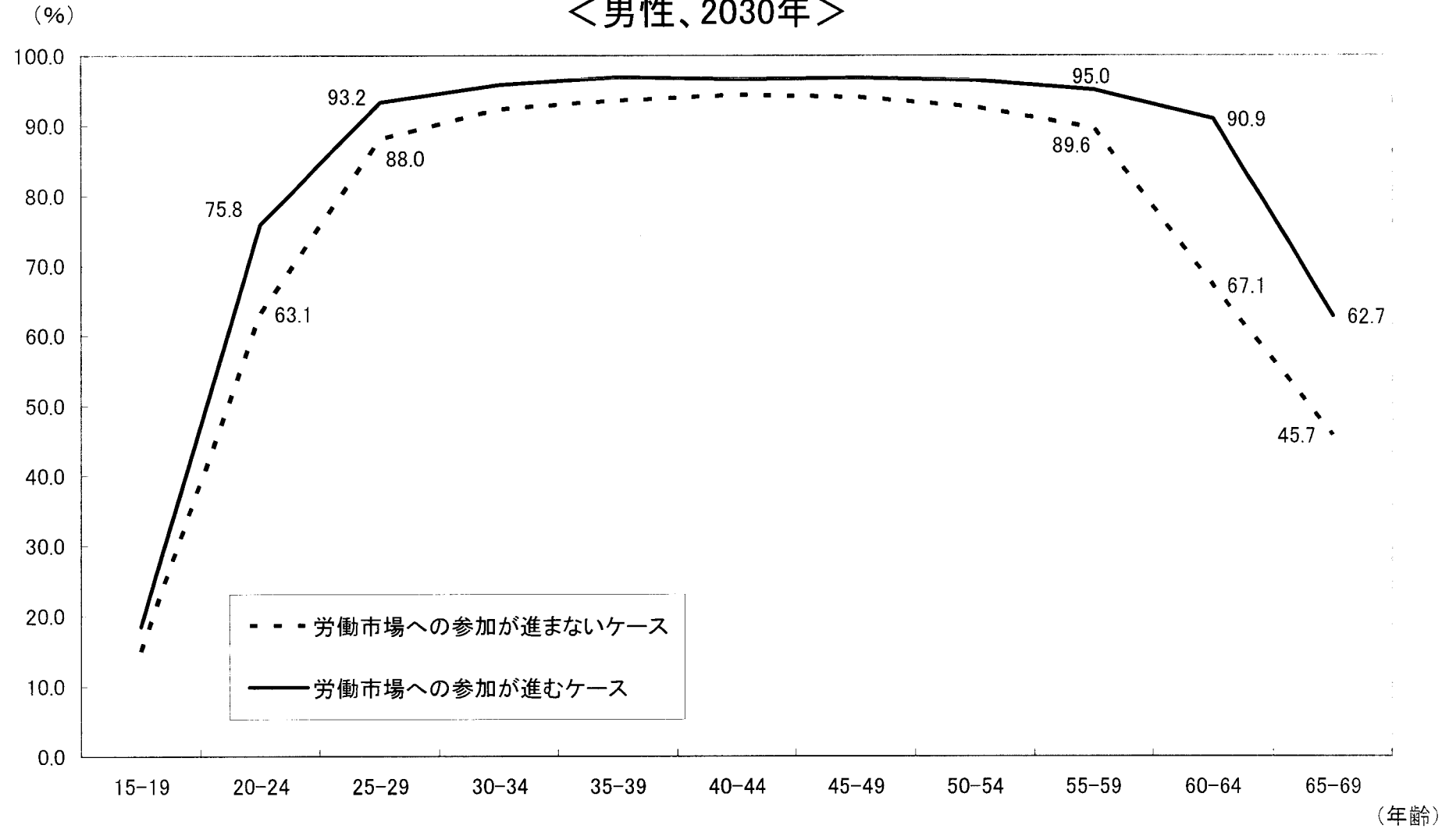
(出典) 労働力需給の推計(2008年3月、独立行政法人労働政策研究・研修機構)

労働力率の将来推計(平成20年3月) <無配偶女性、2030年>



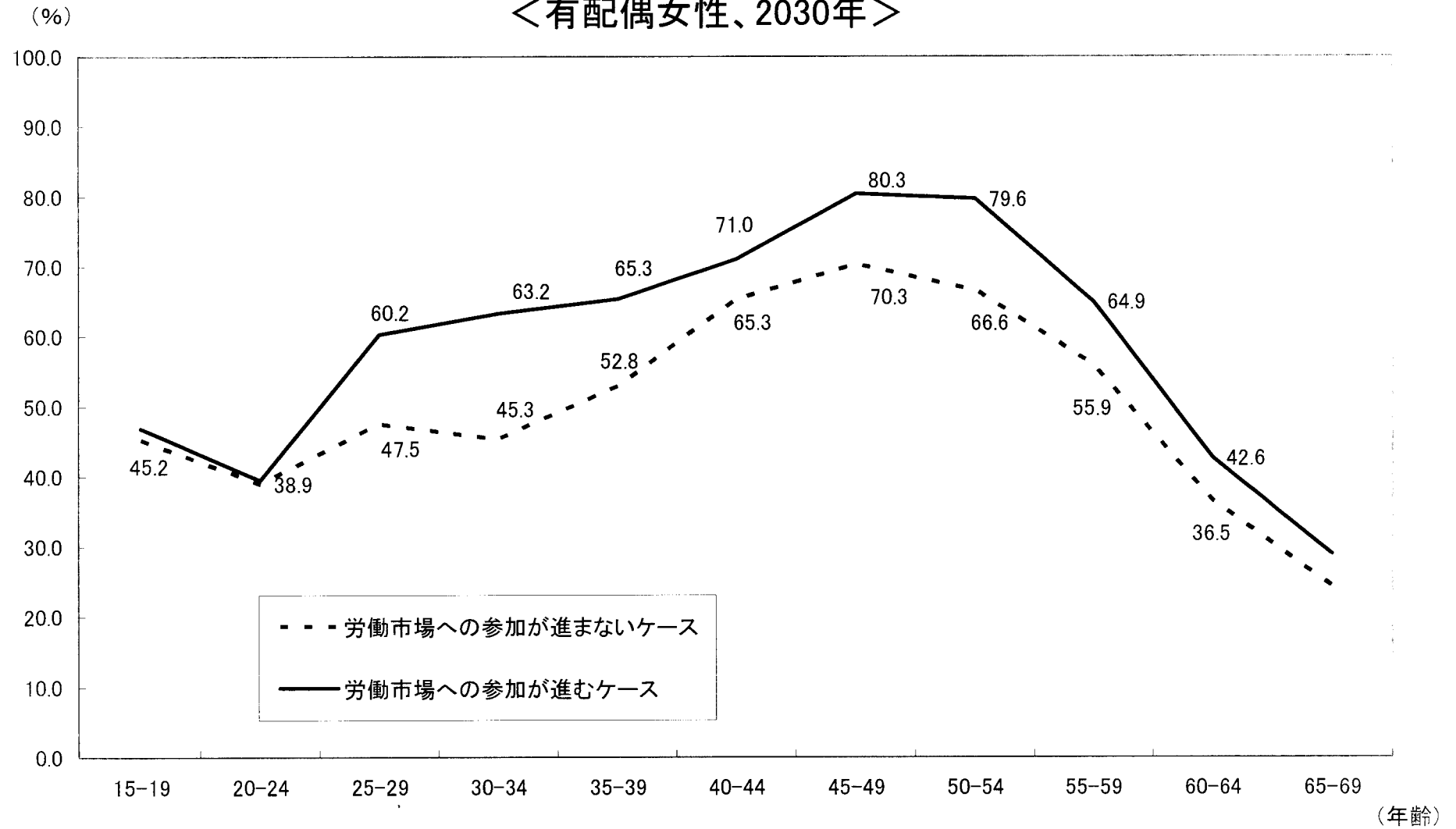
(出典) 労働力需給の推計(2008年3月、独立行政法人労働政策研究・研修機構)

就業率の将来推計(平成20年3月) ＜男性、2030年＞



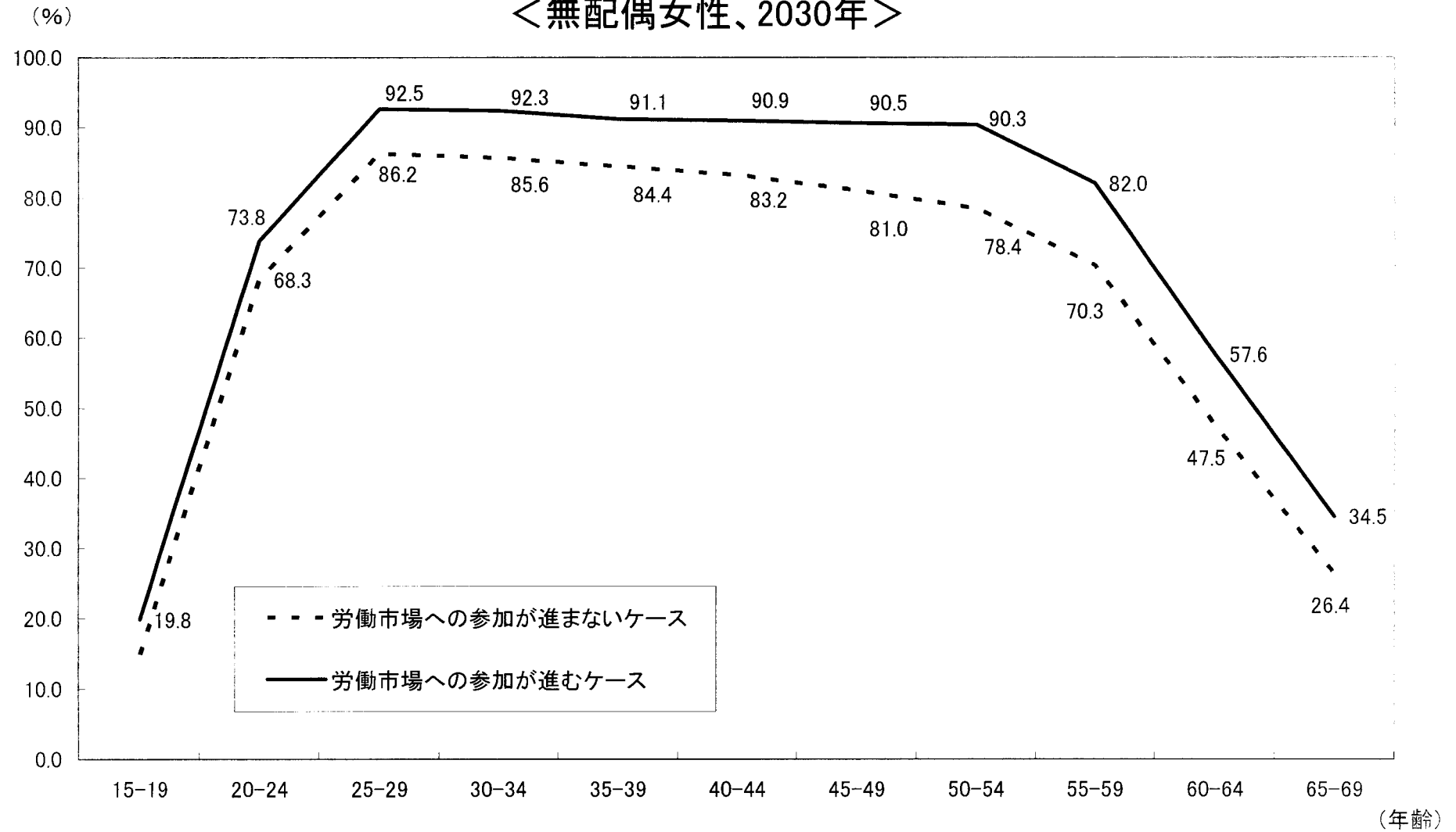
(出典) 労働力需給の推計(2008年3月、独立行政法人労働政策研究・研修機構)

就業率の将来推計(平成20年3月) <有配偶女性、2030年>



(出典) 労働力需給の推計(2008年3月、独立行政法人労働政策研究・研修機構)

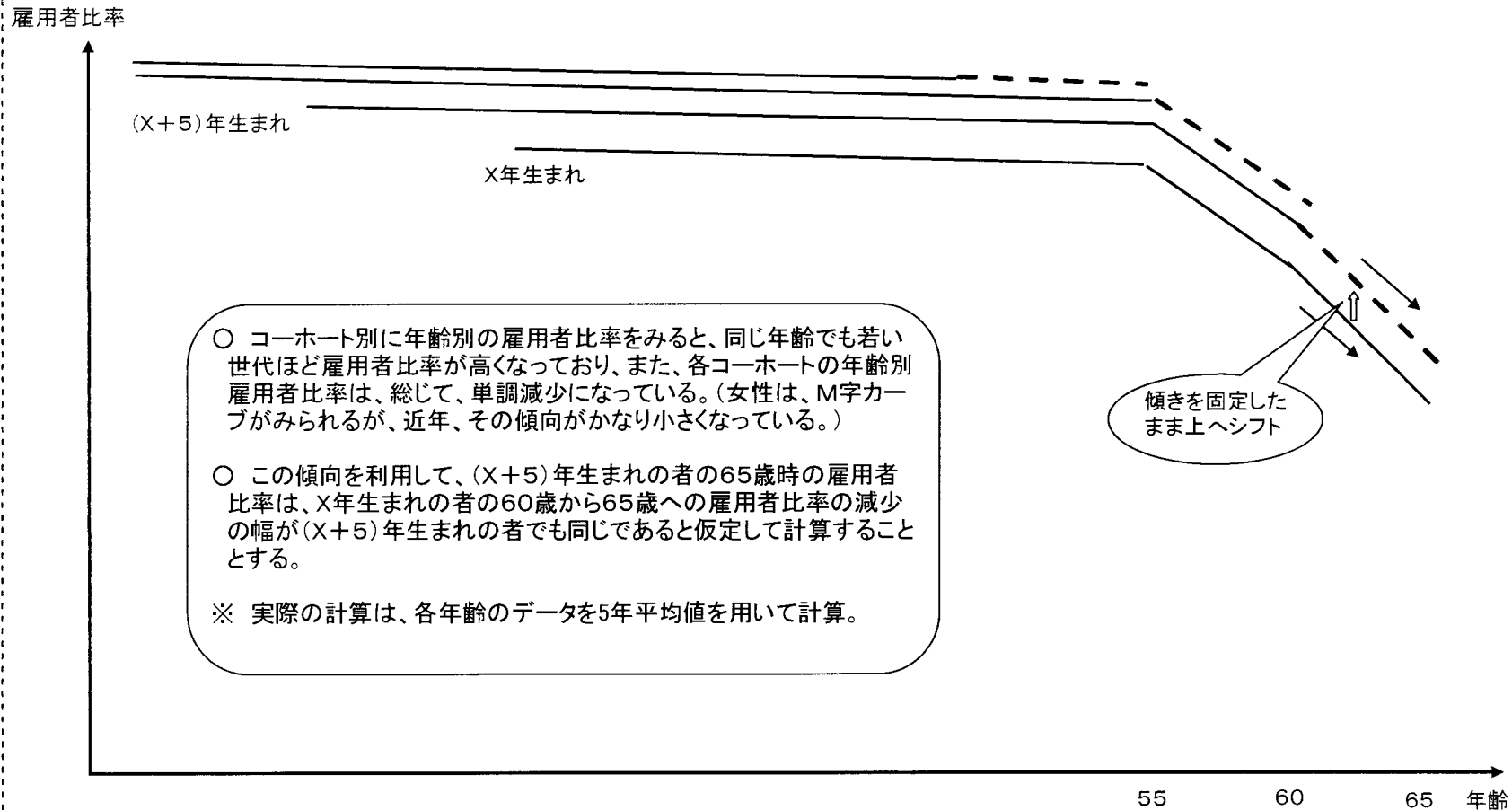
就業率の将来推計(平成20年3月) <無配偶女性、2030年>



(出典) 労働力需給の推計(2008年3月、独立行政法人労働政策研究・研修機構)

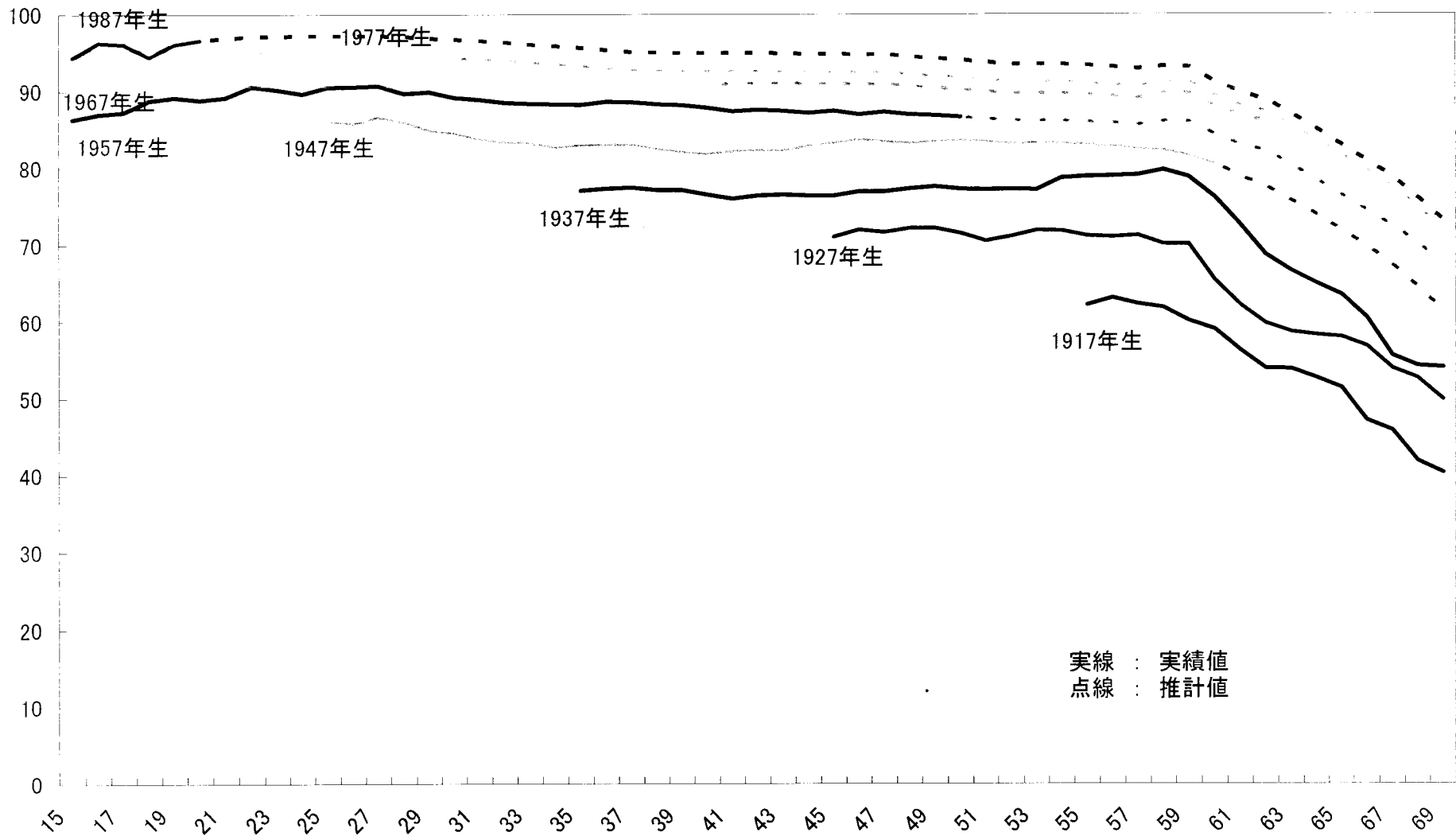
雇用者比率の算出方法について

コーホート変化に着目した雇用者比率の見通しの算出方法(イメージ)



※ 労働市場への参加が進むケースでは、コーホート変化の他に、60歳以上の男性について就業率が現在の水準よりも高まる分、雇用者比率が高まることを仮定した

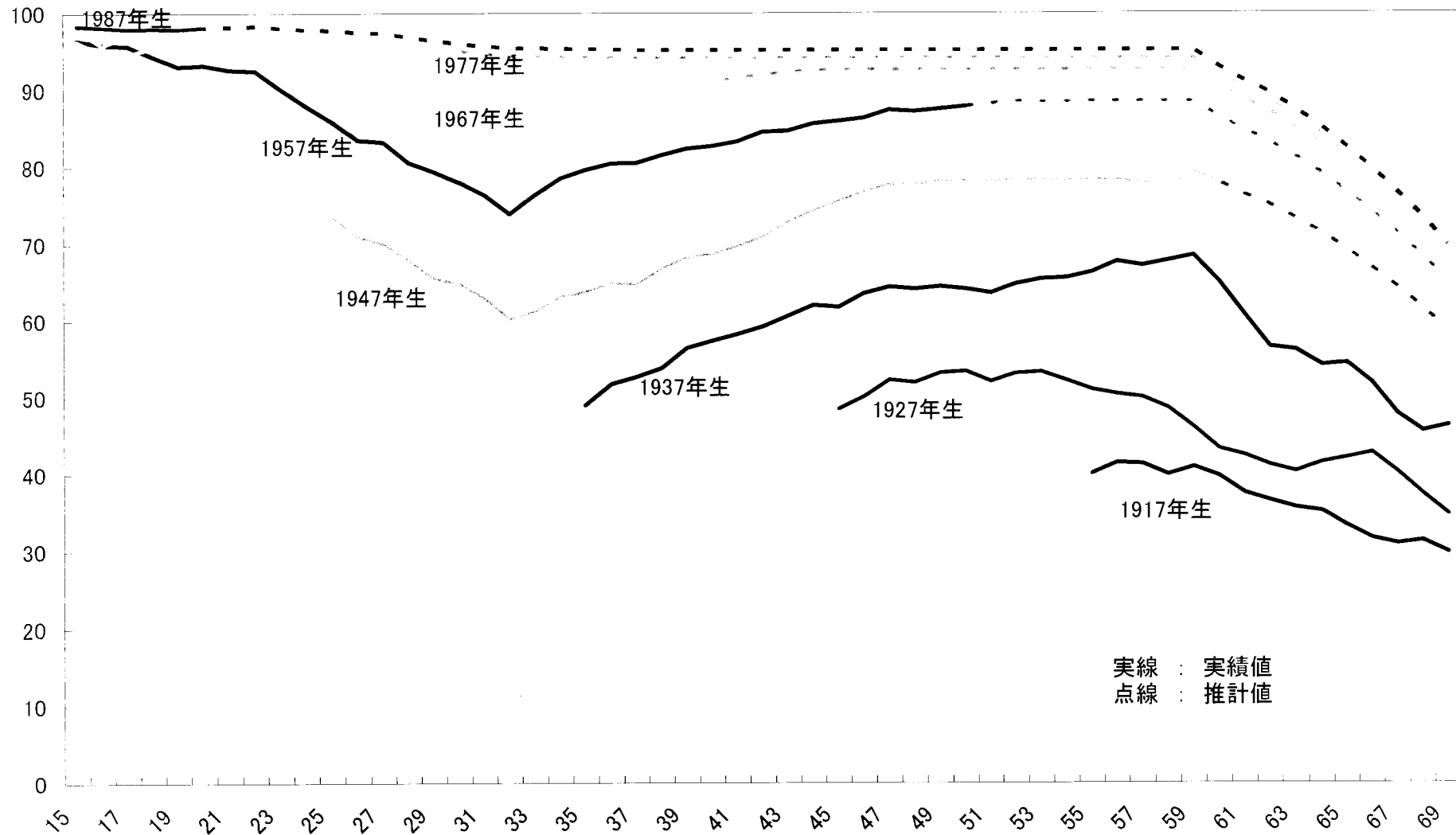
コーホート別にみた年齢別雇用者比率 (男)



※ 「労働市場への参加が進むケース」を前提として、60歳以上の就業率が現在の水準よりも高まる分、雇用者比率が高まることを仮定している。

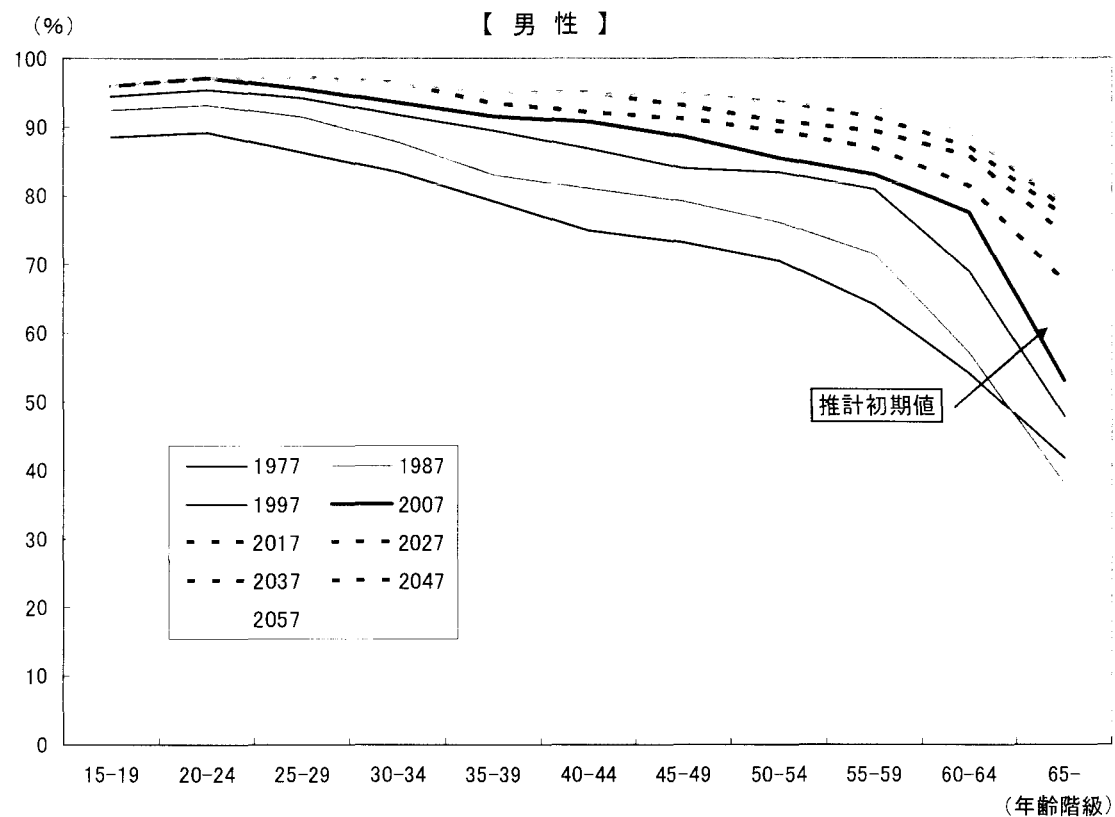
(出典) 2007年以前は、総務省「労働力調査」、以降は、年金局数理課作成

コーホート別にみた年齢別雇用者比率
(女)



(出典) 2007年以前は、総務省「労働力調査」、以降は、年金局数理課作成

時系列変化でみた雇用者比率の推移と見通し(推計結果)

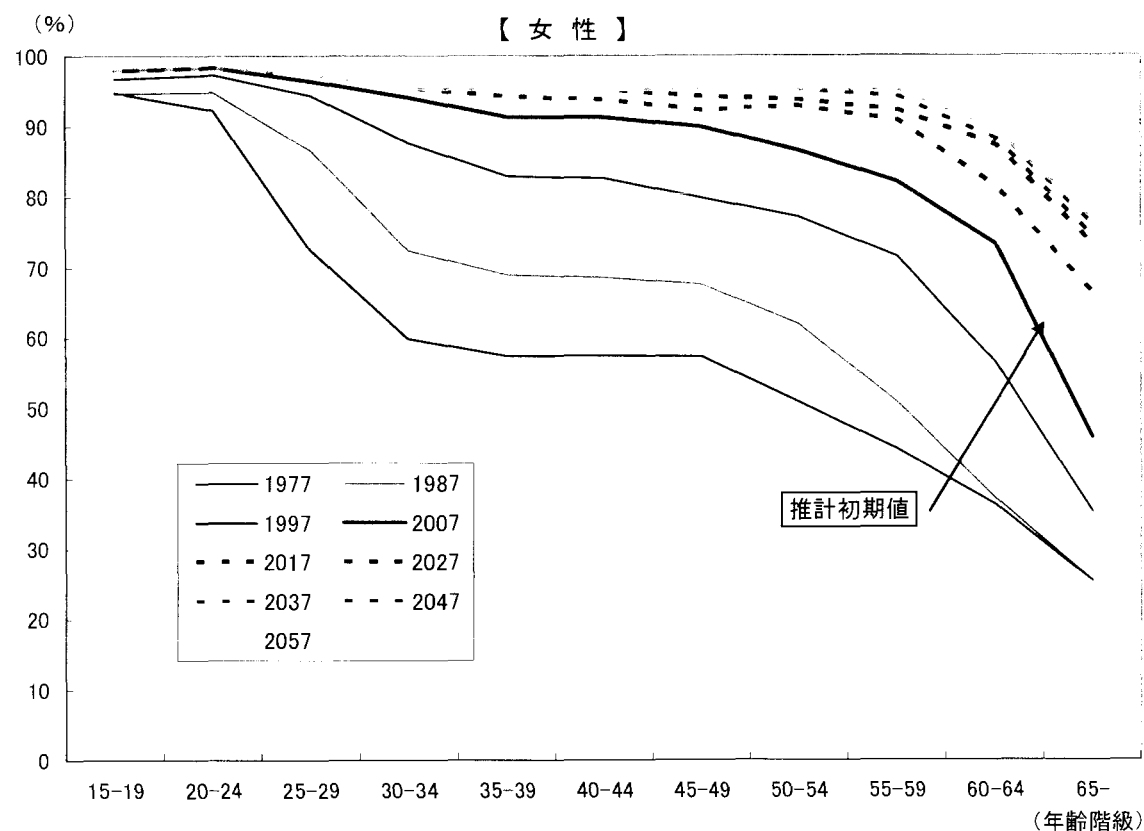


男性	(%)										
	15-19	20-24	25-29	30-34	35-39	40-44	45-49	50-54	55-59	60-64	65-
1977	88.4	89.1	86.2	83.3	79.1	74.8	73.1	70.4	64.0	54.1	41.7
1987	92.3	93.1	91.3	87.7	83.0	81.0	79.1	76.0	71.4	57.1	38.0
1997	94.4	95.4	94.2	91.6	89.4	86.8	83.9	83.3	80.9	68.9	47.8
2007	95.8	97.1	95.5	93.5	91.4	90.7	88.5	85.4	82.9	77.4	53.0
2017	95.8	97.1	97.1	96.4	93.4	92.1	91.2	89.4	86.7	81.3	67.4
2027	95.8	97.1	97.1	96.2	95.0	95.0	93.1	90.8	89.4	85.7	74.3
2037	95.8	97.1	97.1	96.2	95.0	94.8	94.7	93.6	91.3	87.0	76.8
2047	95.8	97.1	97.1	96.2	95.0	94.8	94.7	93.4	92.8	88.9	77.9
2057	95.8	97.1	97.1	96.2	95.0	94.8	94.7	93.4	92.8	88.8	78.7

※ 「労働市場への参加が進むケース」を前提として、60歳以上の就業率が現在の水準よりも高まる分、雇用者比率が高まることを仮定している。

(出典) 2007年以前は、総務省「労働力調査」、2017年以降は、年金局数理課作成

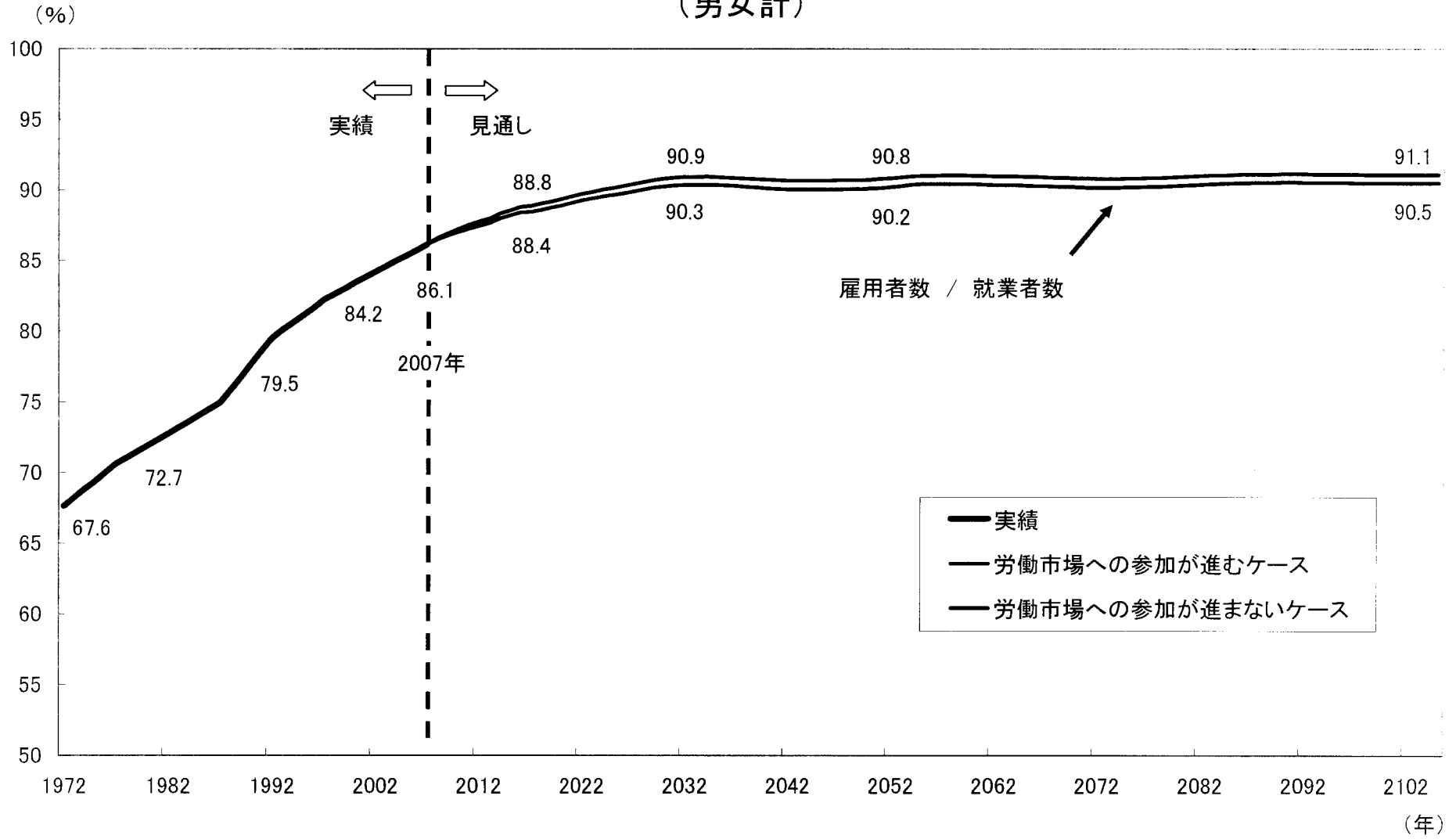
時系列変化でみた雇用者比率の推移と見通し(推計結果)



女性	(%)										
	15-19	20-24	25-29	30-34	35-39	40-44	45-49	50-54	55-59	60-64	65-
1977	94.7	92.2	72.4	59.8	57.3	57.4	57.2	50.8	44.1	36.3	25.3
1987	94.5	94.8	86.5	72.3	68.8	68.5	67.5	61.8	50.8	37.2	25.4
1997	96.7	97.2	94.3	87.6	82.8	82.5	79.7	77.1	71.5	56.5	35.2
2007	97.8	98.3	96.4	94.0	91.3	91.1	89.8	86.5	82.0	73.3	45.8
2017	97.8	98.3	97.3	95.4	94.2	93.7	92.2	92.8	90.8	81.4	66.3
2027	97.8	98.3	97.3	95.4	95.1	95.1	94.2	93.7	92.2	87.3	73.2
2037	97.8	98.3	97.3	95.4	95.1	95.1	95.1	95.1	94.2	88.2	74.4
2047	97.8	98.3	97.3	95.4	95.1	95.1	95.1	95.1	95.1	89.5	75.9
2057	97.8	98.3	97.3	95.4	95.1	95.1	95.1	95.1	95.1	89.5	76.7

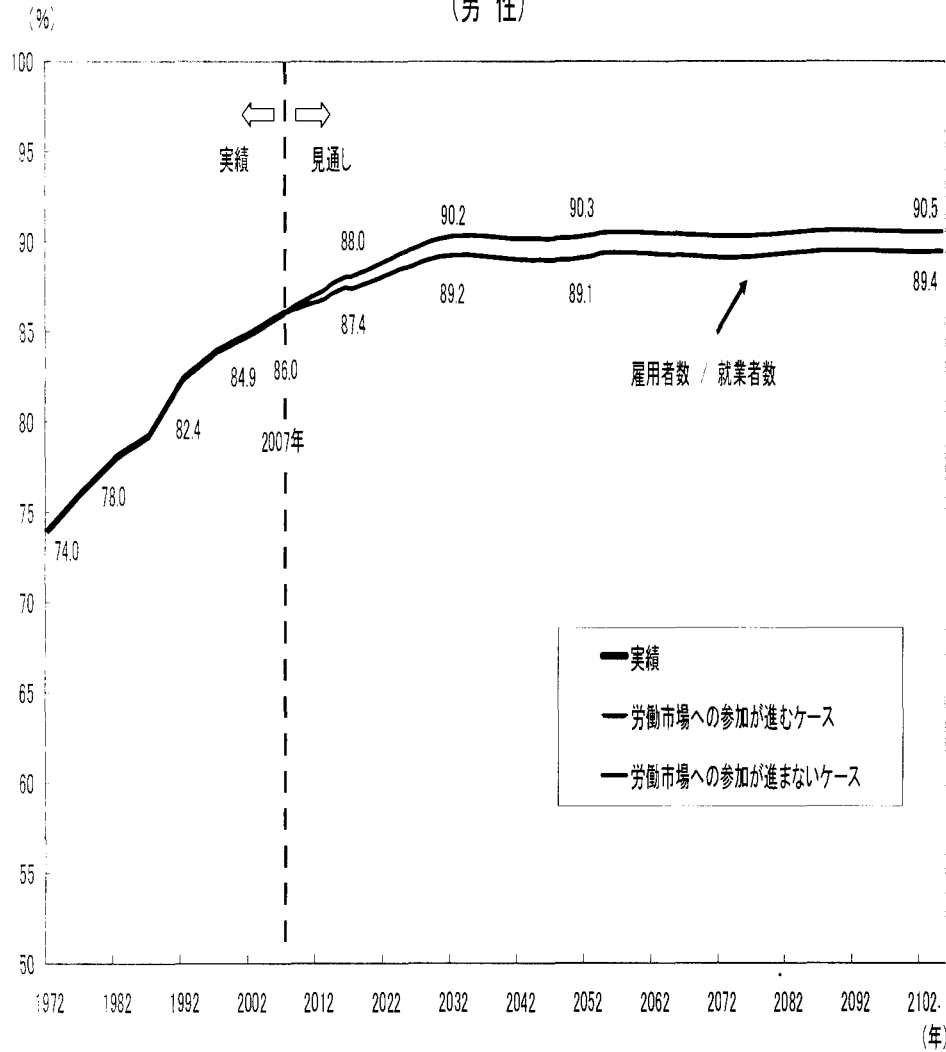
(出典) 2007年以前は、総務省「労働力調査」、2017年以降は、年金局数理課作成

雇用者比率の推移と見通し (男女計)

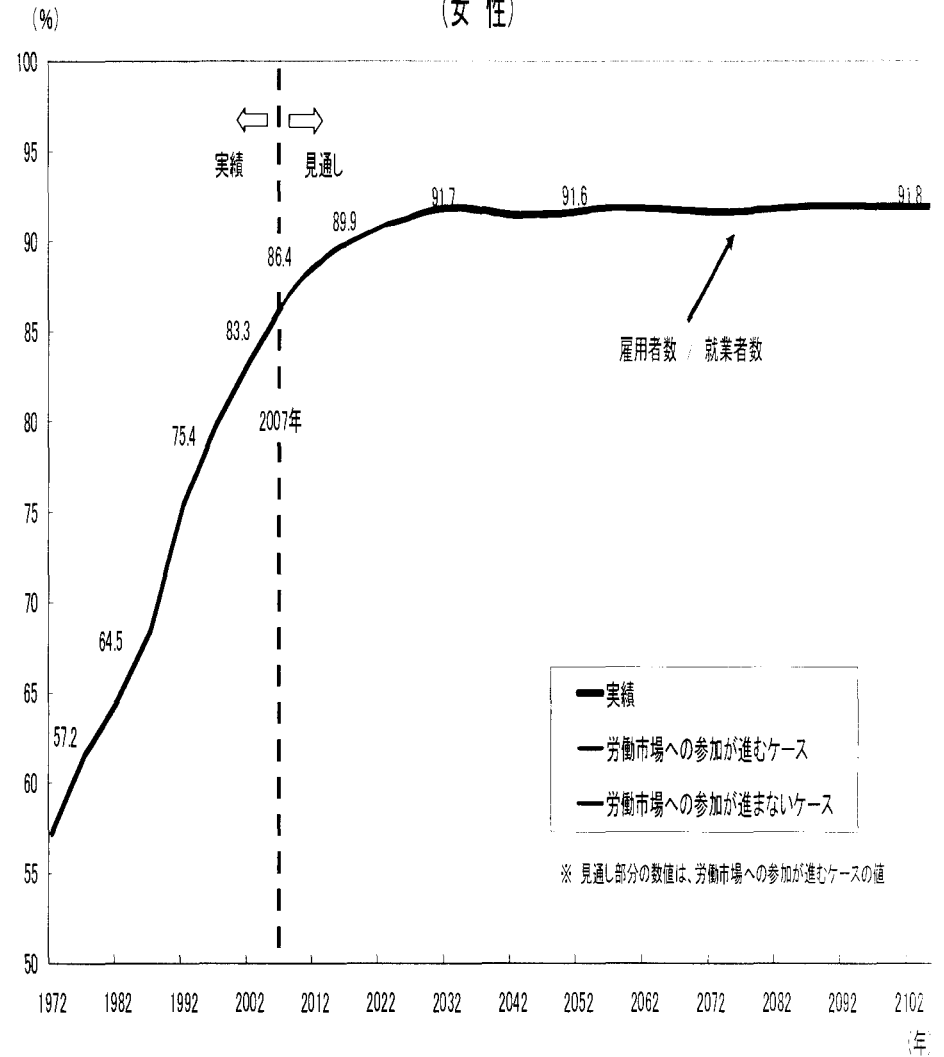


(出典) 2007年以前は、総務省「労働力調査」、以降は、年金局数理課作成

雇用者比率の推移と見通し
(男性)



雇用者比率の推移と見通し
(女性)



(出典) 2007年以前は、総務省「労働力調査」、以降は、年金局数理課作成

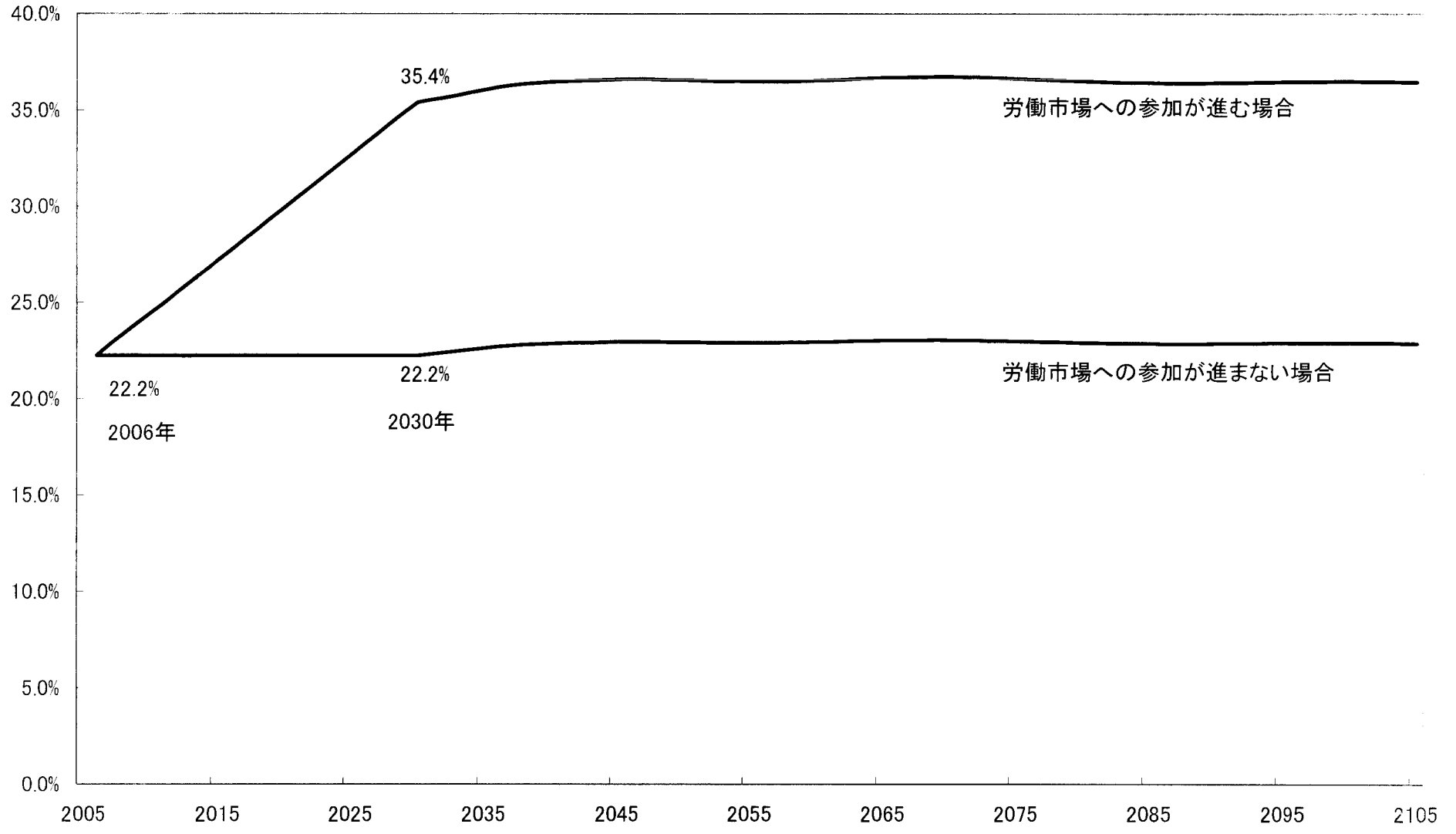
労働市場への参加が進むケースにおける短時間雇用者比率と平均労働時間の前提

短時間雇用者比率		基本設定として、産業別の短時間雇用者比率の上限値を推計し、その上限値に漸近線を設定して各産業の2030年値を求め、2030年にその産業平均値の35.4%となるよう直線補完。
平均労働時間	フルタイム	2006年の月間180時間から2012年にかけて3%減の174.6時間になるように直線補完。2012年以降一定。
	短時間雇用者	2006年の90.2時間から2030年に110.1時間まで増加するよう直線補完。

(出典)労働力需給の推計(2008年3月、独立行政法人労働政策研究・研修機構)

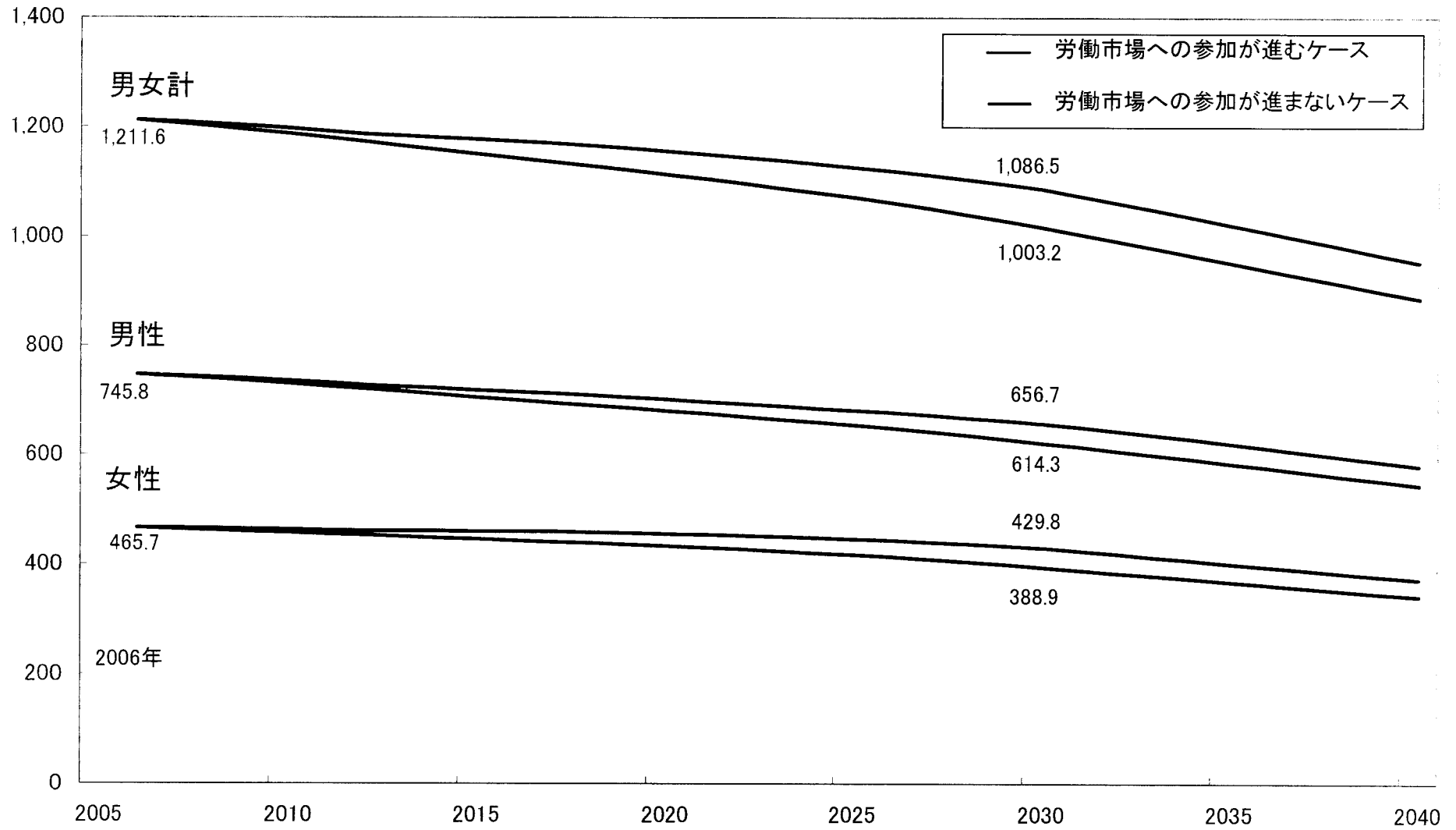
※ 短時間雇用者とは、ここでは週所定内労働時間が35時間未満の者をいう。

短時間雇用者比率の見通し(男女計)

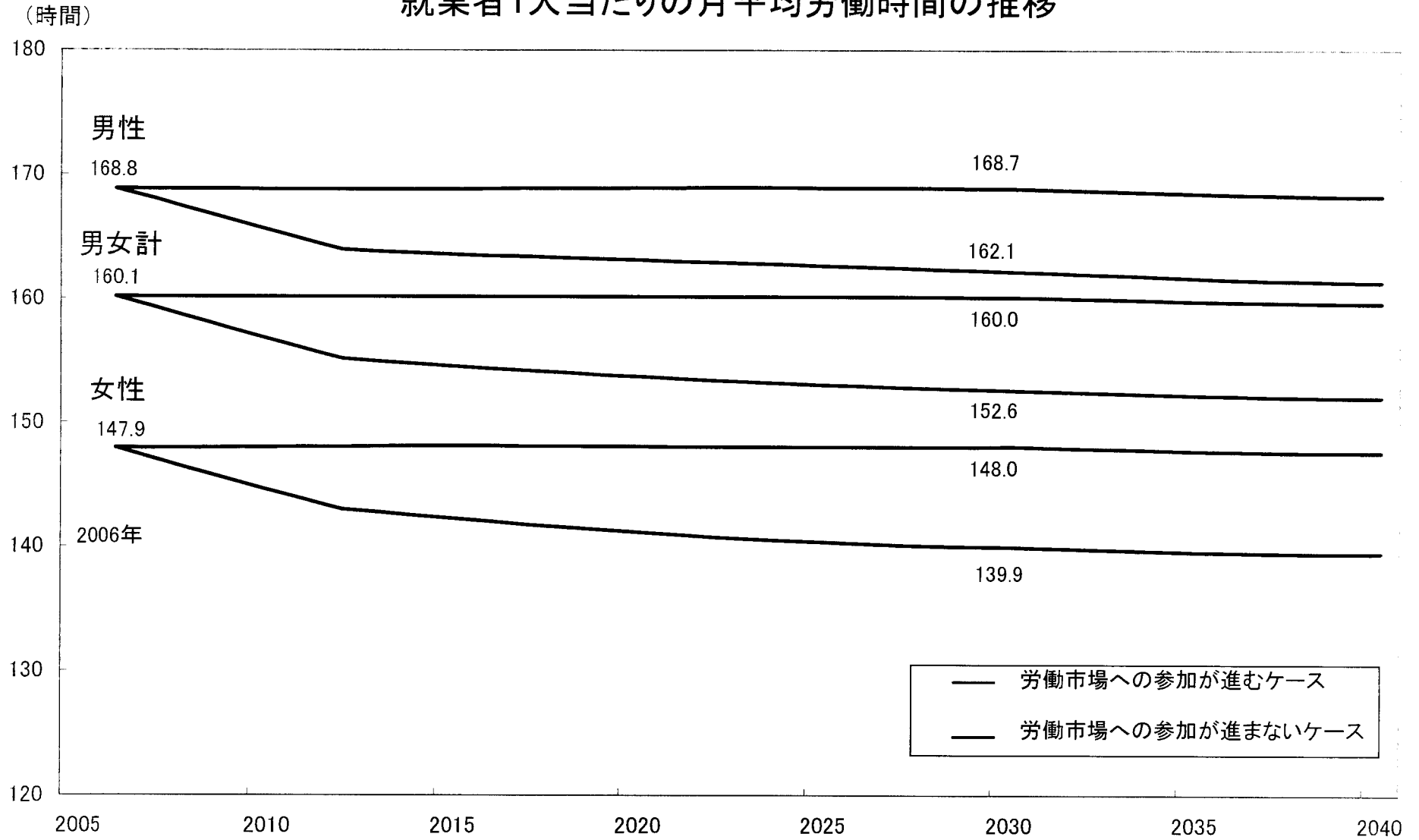


総労働時間(マンアワー)の推移

(億時間)



就業者1人当たりの月平均労働時間の推移



厚生年金の被保険者数の見通しについて

(推計方法の概要)

労働力需給推計などを用いて作成したフルタイム、短時間の別の雇用者数の見通しに対して、実態調査等のデータをもとに作成した厚生年金被保険者割合を乗じることにより、厚生年金の財政計算に用いる厚生年金被保険者の将来見通しを作成する。

(具体的な推計方法)

$$\begin{aligned} \text{厚生年金被保険者} &= \left(\text{フルタイム雇用者数} \times \text{厚生年金被保険者割合(フルタイム)} \right. \\ &\quad \left. + \text{短時間雇用者数} \times \text{厚生年金被保険者割合(短時間)} \right) \\ &\quad \times \text{調整率} \end{aligned}$$

※ 性・年齢別に計算を行う。

※ 厚生年金被保険者割合(フルタイム、短時間)は、「平成15年就業形態の多様化に関する総合実態調査」(厚生労働省大臣官房統計情報部)の特別集計結果を用いて算出。

ただし、調査客対数が少ないことから、性・年齢別に割合を算出することが困難なため、性・年齢合計の率として、フルタイムは96.1%で固定。短時間は、労働力需給推計の「労働市場への参加が進む場合」で、2006年の20.3%から2030年の32.6%で推移することとする。

※ 調整率は、性・年齢別の被保険者数が、平成19年度末厚生年金被保険者数(実績)に合致するように設定した率であり、将来にわたって一定とする。

厚生年金被保険者割合について

- 週所定労働時間35時間以上のフルタイム雇用者については、96.1%とする。
- 週所定労働時間35時間未満の短時間雇用者については、労働時間別にみた厚生年金被保険者割合に対し、平均労働時間の仮定に基づいた労働時間の分布を用いて、厚生年金被保険者割合を算出。
その結果、労働力需給推計の「労働市場への参加が進むケース」を前提とすると、平均労働時間が長くなることにより、厚生年金被保険者割合が高くなる。

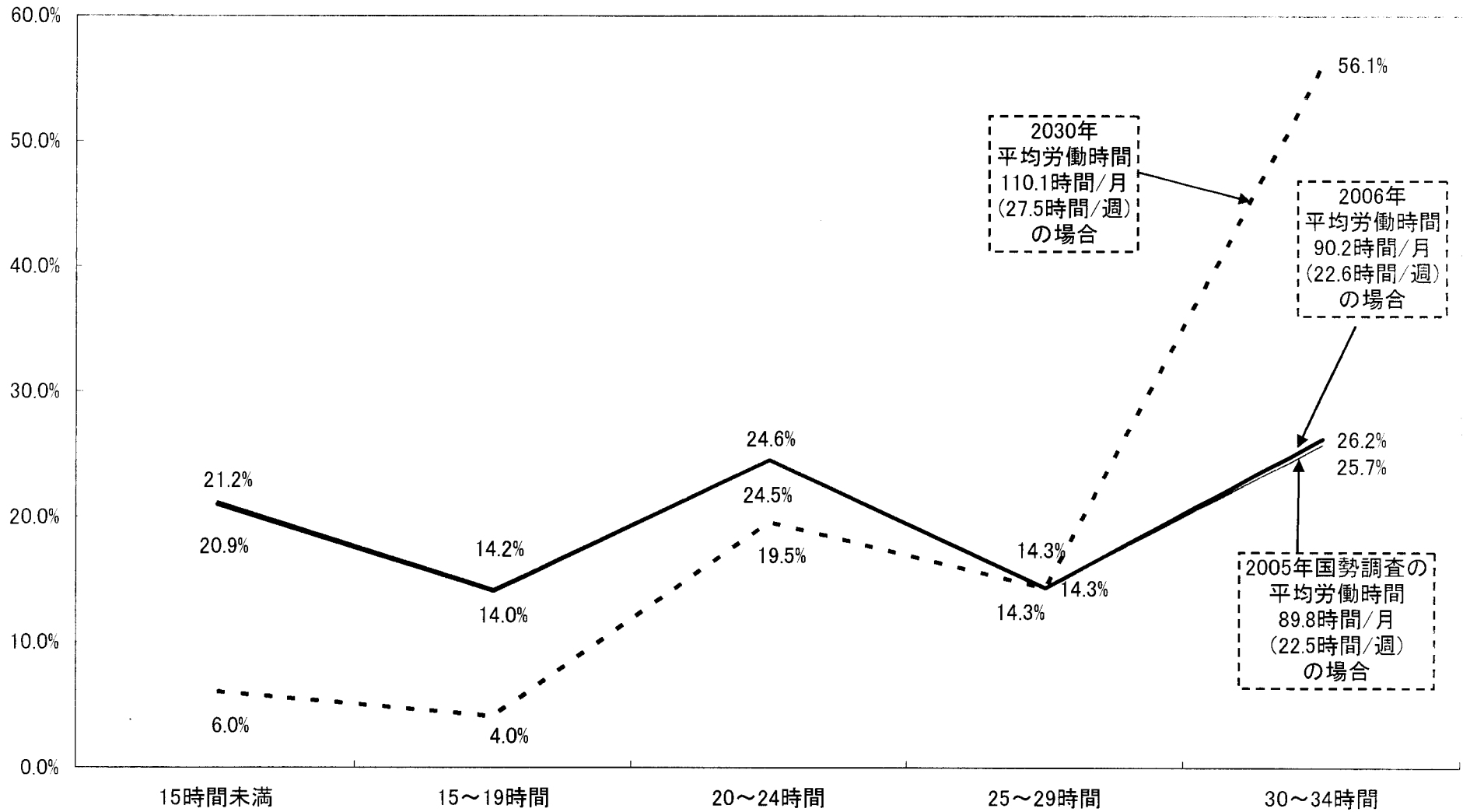
労働時間別にみた雇用者数・厚生年金被保険者数について
(雇用者総数を100とした場合の比率)

週所定労働時間	合計	15時間未満	15～19時間	20～24時間	25～29時間	30～34時間	35～39時間	40時間以上
雇用者 ①	100.0	2.0	2.9	4.4	3.3	5.9	30.5	51.0
厚生年金被保険者 ②	81.5	0.1	0.2	0.5	0.7	2.8	28.0	49.2
②/①	81.5	4.7	6.4	11.2	21.9	47.5	91.8	96.5
(参考) 2005年国勢調査における雇用者(*)	100	4.9	3.2	5.6	3.3	5.9	6.4	70.7

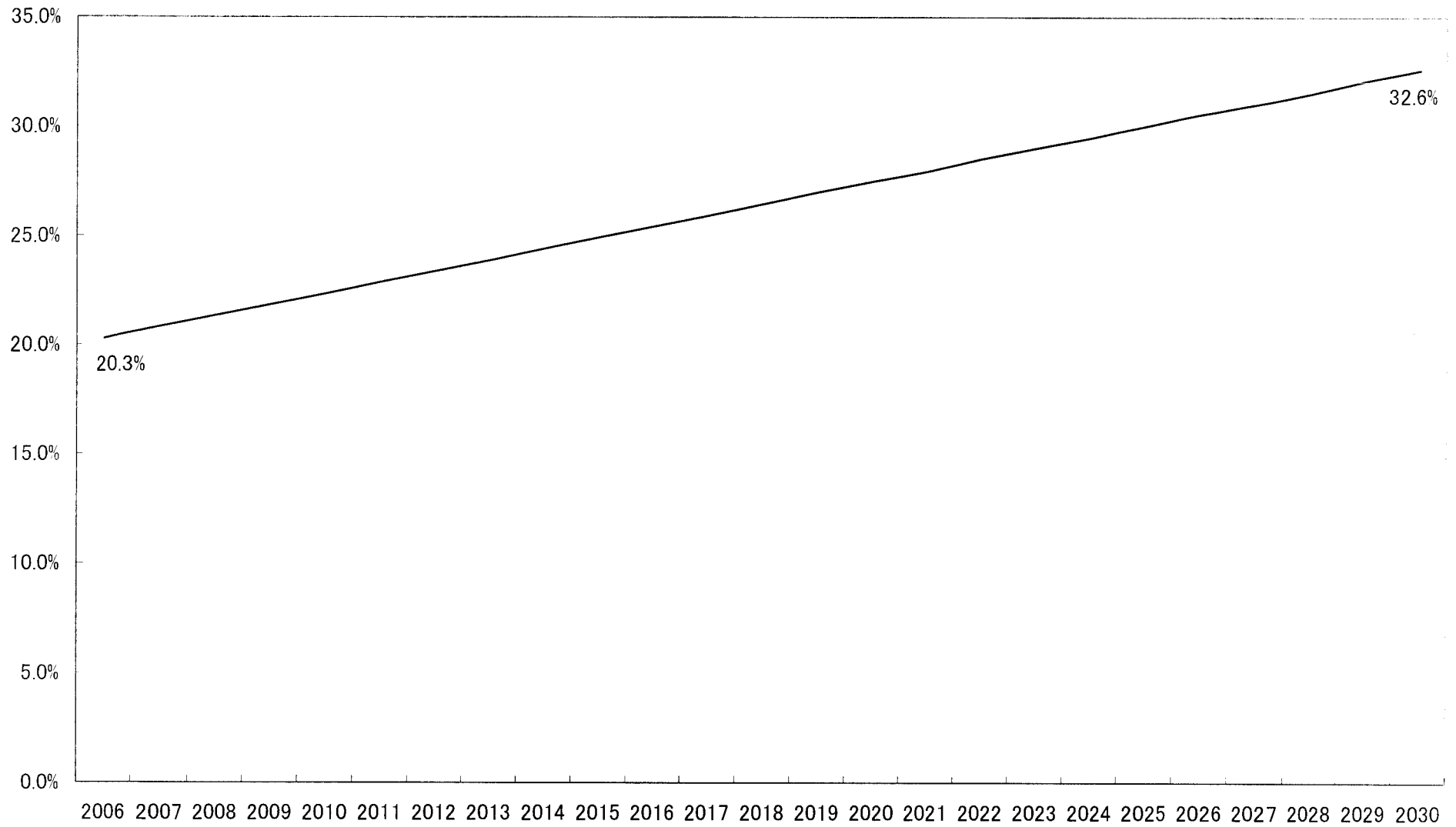
(※) 2005年国勢調査の労働時間は就業時間であり、実態調査の労働時間は所定労働時間となっている。ここでは、国勢調査における35時間以上の労働時間分布を用いたところ、フルタイム雇用者の厚生年金適用割合は96.1%となる。

(出典) 「平成15年就業形態の多様化に関する総合実態調査」特別集計結果

短時間雇用の平均労働時間と労働時間分布



短時間雇用者の厚生年金被保険者割合の推移



※ 数値については、今後、基礎数値の修正等により微修正があり得る。

平成16年財政再計算の経済前提を設定する際に用いた 全要素生産性上昇率(TFP)の設定

- 平成16年財政再計算における長期の経済前提の設定に用いたマクロ経済に関する試算では、生産性の向上など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、平成20(2008)年度以降、

基準ケースでは	0.7%	
経済好転ケースでは	1.0%	
経済悪化ケースでは	0.4%	と3通りそれぞれ設定。
- これは、平成13年度年次経済財政報告(内閣府)において、構造改革の実行を前提として長期的には0.5~1.0%に高まることは十分可能とされていることに準拠して設定したものの。
- 平成19(2007)年度までの足下の全要素生産性上昇率は、「改革と展望—2002年度改定(内閣府)」の参考試算における平成15(2003)~19(2007)年度の実質経済成長率の見通しと整合性のある数値として0.2%と設定。

各パラメータの最近の動向 (1) 全要素生産性上昇率

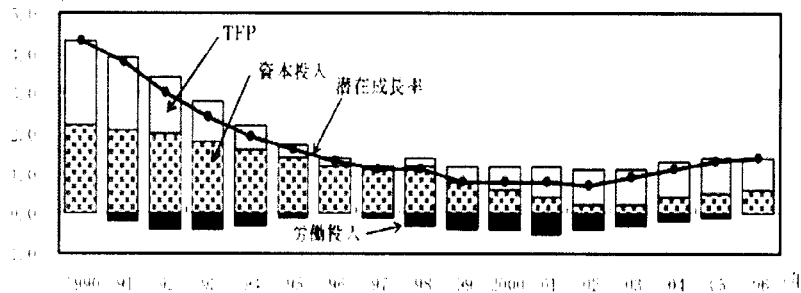
- 内閣府「日本経済の進路と戦略」参考試算(平成20年1月17日経済財政諮問会議提出)では、生産性(TFP)上昇率について、次の前提を置いている。
 - ・「成長ケース」: 足元の0.9%程度(2000年度以降実績平均)から2011年度に1.5%程度まで上昇。
 - ・「リスクケース」: 2009年度から2011年度にかけて、2000年度以降の平均(0.9%)程度に低下。

- 平成19年10月17日の経済財政諮問会議に提出された「中長期の社会保障の選択肢」試算では、生産性(TFP)上昇率について、「成長ケース」で年度平均1.1%程度、「制約ケース」で年度平均0.8%程度との前提を置いている。

- 内閣府「平成19年度 年次経済財政報告」(平成19年8月7日)の分析によると、
 - ・TFP(全要素生産性)の貢献分は1997年を底に増加傾向にある。
 - ・1990年代から2004年にかけてのTFPの伸びは、G7諸国の中で比較的高い伸びとなっているものの、アメリカには及んでいない。

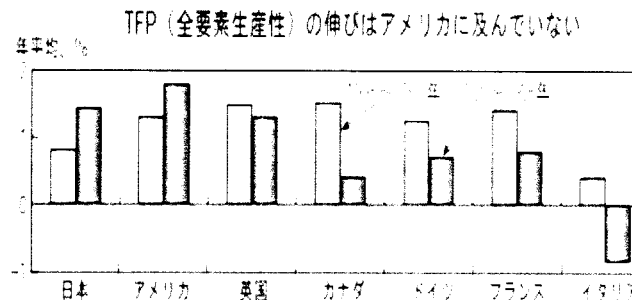
【GDPギャップの推計について(付注1-2)より抜粋】

潜在成長率の計算結果については、計算方法や何を潜在投入とするかによって異なることなどに注意する必要があるが、推計された潜在成長率は以下の図のように推移している。TFP(全要素生産性)の貢献分は、97年を底に増加傾向にある。



【G7の生産性伸び率(第2-1-8図)より抜粋】

(4) TFP (全要素生産性)



備考: OECD "Productivity Database" に基づく

(出典)内閣府「平成19年度年次経済財政報告」

最近のTFPの状況について

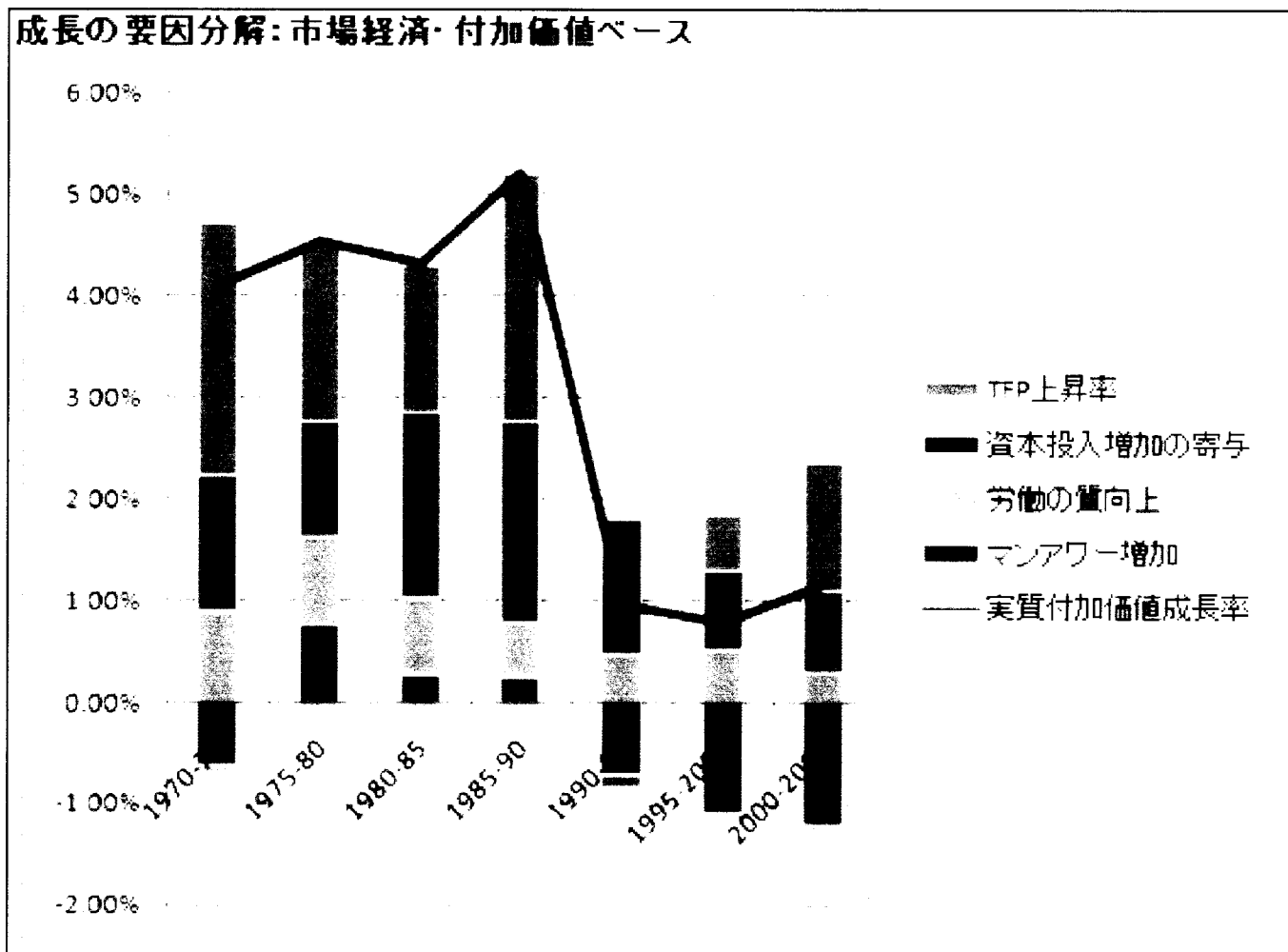
～ 独立行政法人経済産業研究所(RIETI) 第508回Brown Bag Lunch Seminar(2008年4月18日)
「日本の生産性上昇率は回復したか: JIPデータベース最新版による推計」
(深尾京司(RIETI、一橋大学)、宮川努(RIETI、学習院大学)) ～

- RIETIのプロジェクトで、日本の経済成長と産業構造変化を分析するための基礎資料である日本産業生産性データベース(Japan Industrial Productivity Database、JIPデータベース)の改訂と更新が行われている。現時点で最新のものは、2005年までをカバーしたJIP2008。
- このデータベースに基づく分析結果の一橋大学の深尾教授と学習院大学の宮川教授からの報告によると、2000年以降の経済成長の最大の源泉はTFP上昇であったとされている。
- 具体的には、「マンパワー増加と労働の質上昇が減速、資本投入増加の寄与もそれ程回復しない中で、TFP上昇率は1%程度と堅調に推移している。TFP上昇は特に非製造業で目覚しく、1%強の伸び率となっている。」とのことである。

「日本の生産性上昇率は回復したか: JIPデータベース最新版による推計」
(深尾京司、宮川努、2008/4/18)からの抜粋

2. TFP上昇は回復したか(1)

2000年以降、成長の最大の源泉はTFP上昇になった

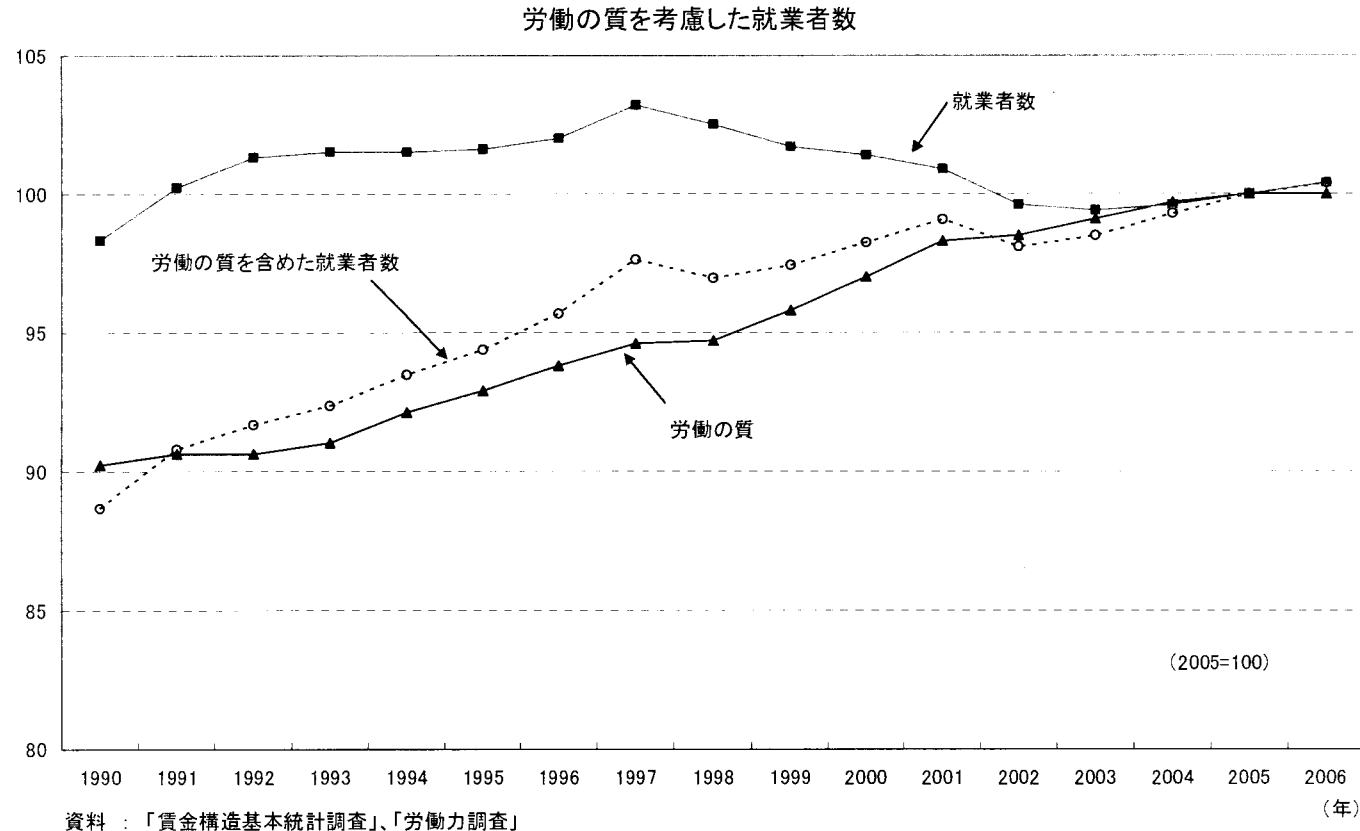


(参考)

労働の質を考慮した就業者数について

生産要素としての労働力を考えるとき、労働力の量もさることながら、質的側面も重要である。一人の就業者であっても、その人の年齢や学歴、経験年数などによって、生産に対する貢献度は異なってくる。しかし、「就業者数」という場合には、その人数のみが量として測定されるだけで、質までは考慮されていない。

このように質の異なる労働力量を集計する場合には、単純に人数を加算するのは適切ではなく、質を考慮した計算方法が求められてくる。その際にしばしば用いられるのが「ディビジア指数」の考え方である。ここでは、この考え方を適用して、質を考慮した就業者数を算出する。



(出典) ユースフル労働統計2008(独立行政法人労働政策研究・研修機構)

○ 指標の作成方法

労働の質を考慮した就業者数の求め方については、平成8年版労働白書の方法に倣っている。性や学歴、勤続年数によって変わってくる賃金の相対的な大きさが、各属性の労働者の質を表しているという考えにたって、「賃金構造基本統計調査」を用いて労働の質の変化率を求め、これに「労働力調査」から作成した就業者数の変化を乗じて求める。

労働の質を性(s)、学歴(e)、勤続年数(t)、年齢階級(a)の4つによって区分し、質的向上を含めた労働投入量「ディビジア労働投入量」を次式のような成長率の形で表す。

$$\frac{\dot{L}}{L} = \sum_{s=1}^2 \sum_{e=1}^4 \sum_{t=1}^9 \sum_{a=1}^{12} V_{seta} \times \frac{\dot{B}_{seta}}{B_{seta}}$$

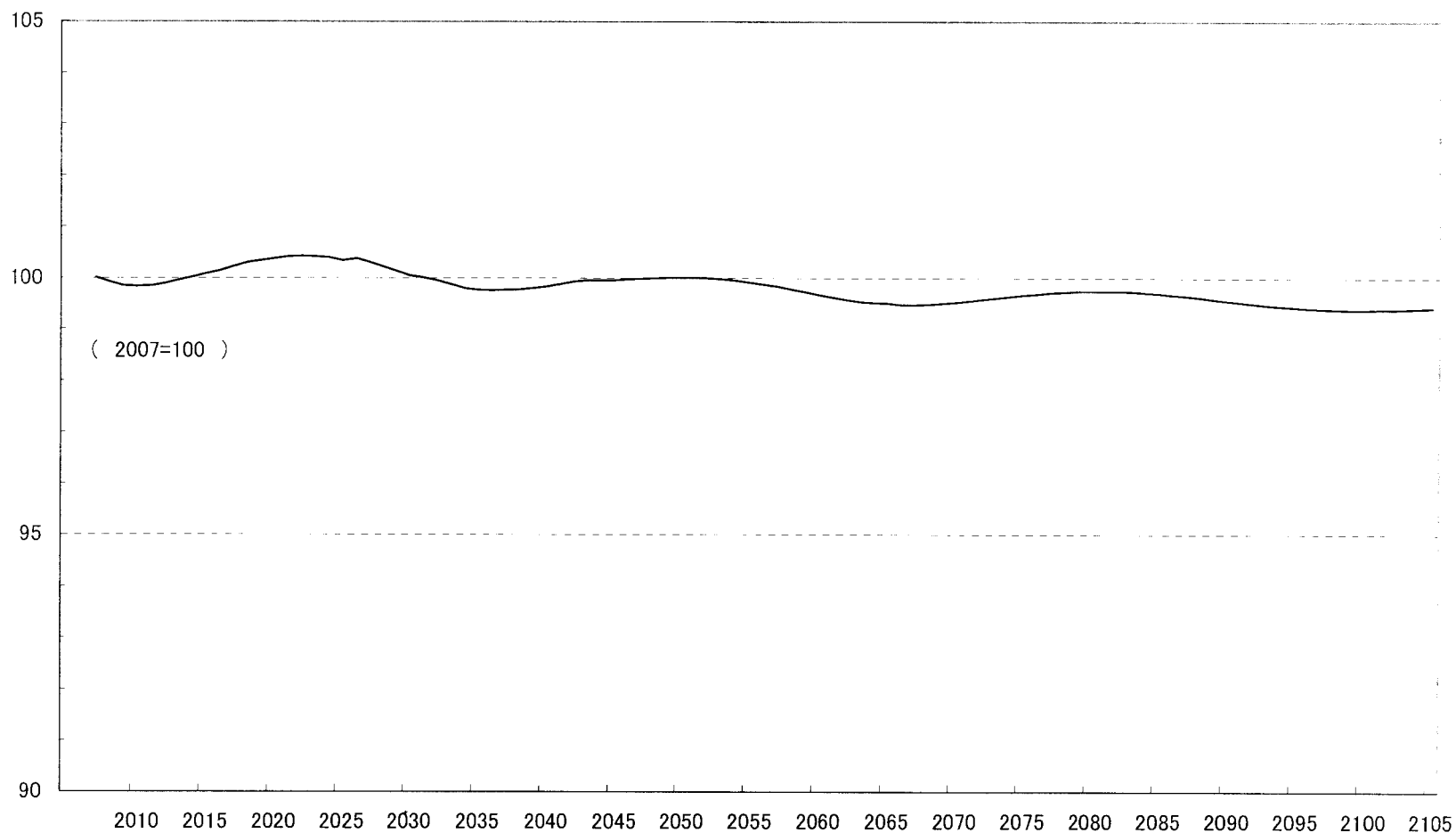
$$V_{seta} = \frac{A_{seta} \times B_{seta}}{\sum_{s=1}^2 \sum_{e=1}^4 \sum_{t=1}^9 \sum_{a=1}^{12} A_{seta} \times B_{seta}}$$

ここで、 A_{seta} は第 $seta$ 番目の所定内給与額、 B_{seta} は第 $seta$ 番目の労働者数であり、 V_{seta} は第 $seta$ 番目の労働投入に対する賃金支払額の全体の賃金支払額に占めるシェア(価値シェア)である。ここでは、それぞれの属性を持つ労働者に支払われた賃金の相対的な大きさが各労働者の質(生産性)を表すとの仮定に立っている。労働の質を含めた労働投入量の成長率は、価値シェアをウエイトとして、各属性の労働投入の成長率の加重平均と見なすことができる。

労働の質指標の将来の推移について

- 学歴と勤続年数については、その将来の動向を仮定することは困難であるが、性・年齢階級について、その区分毎の将来見通しを作成しているため、その変化に応じて、労働の質指標の見通しを作成することができる。
- その結果、緩やかな低下傾向にあるが、ほとんど変化していない。

性・年齢構成でみた労働の質指標の推移



(注)年金局数理課作成

(参考) 平成20年度年次経済財政報告からの抜粋

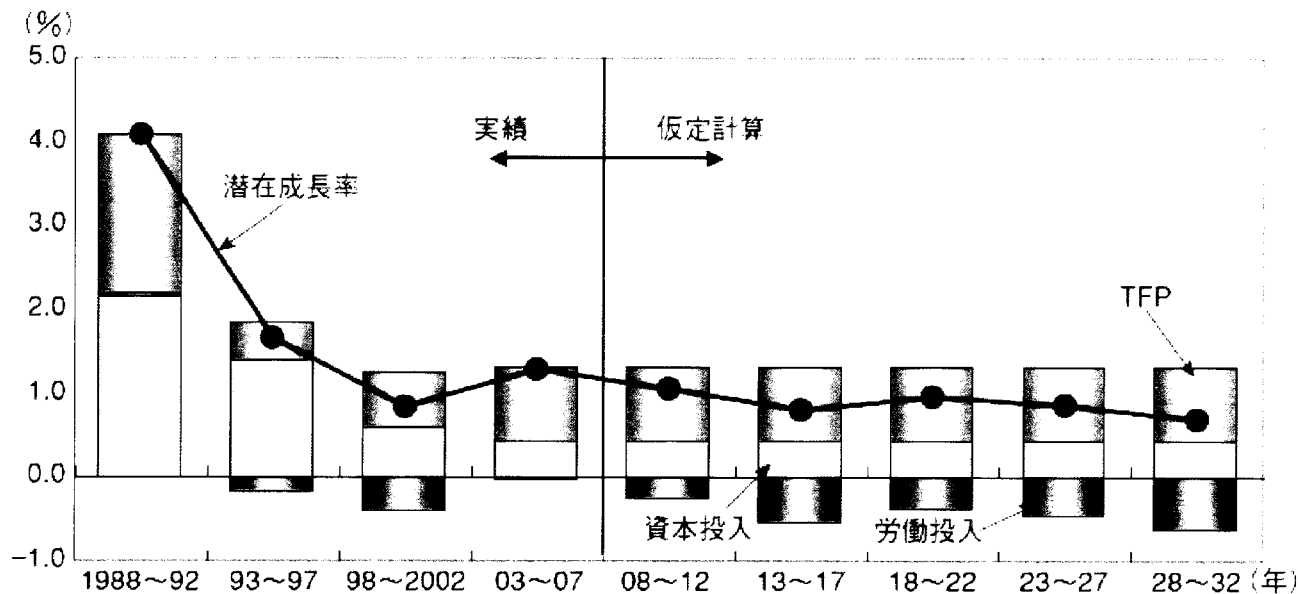
第3章 高齢化・人口減少と財政の課題

第1節 高齢化・人口減少の経済への影響

1 経済成長への影響

第3-1-2図 潜在成長率の延長推計

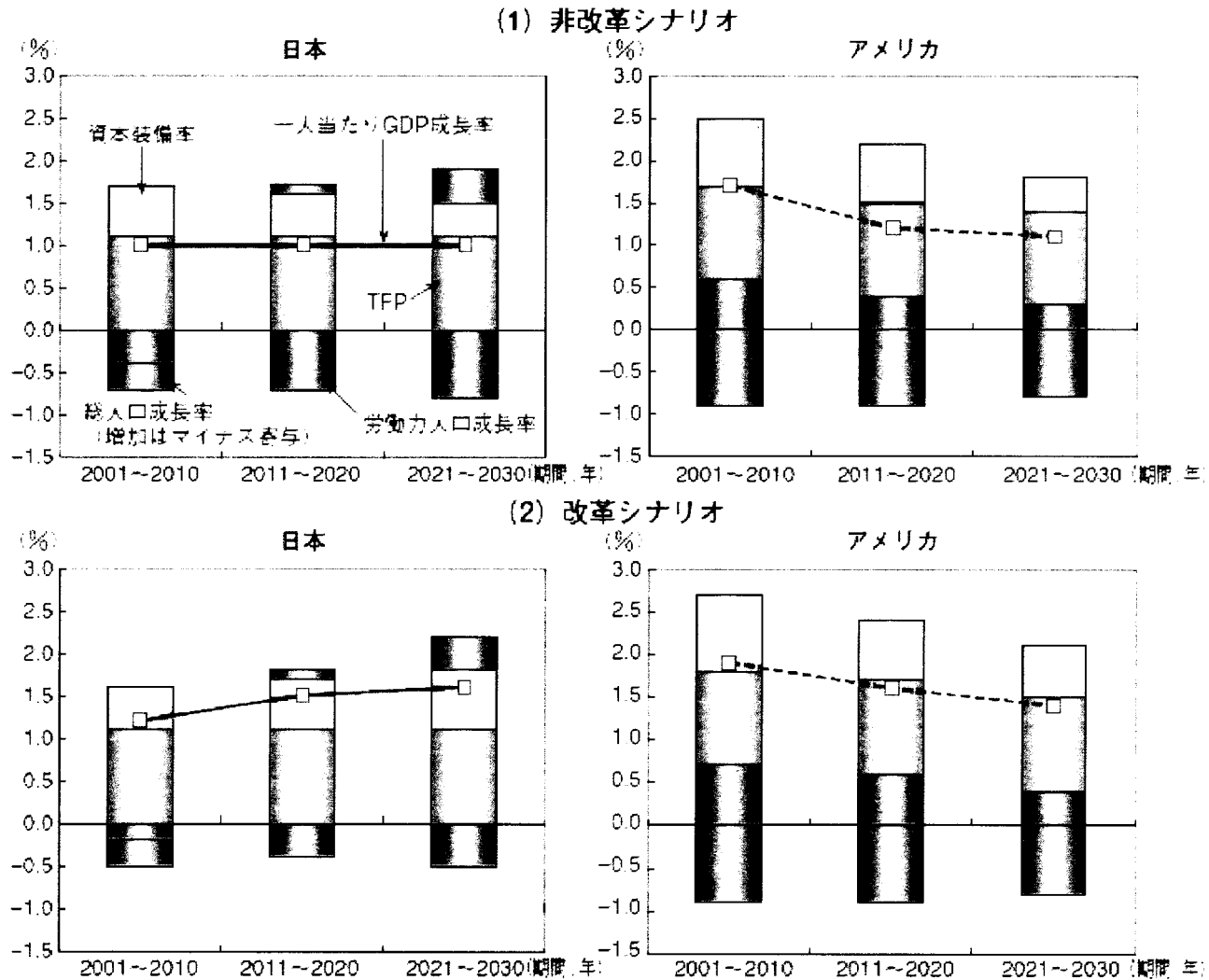
TFPや資本投入の伸びと就業率を現状で固定すると、2020年代には潜在成長率が1%弱に



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、「民間企業資本ストック」、経済産業省「鉱工業指数」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」等により作成。
2. TFPや資本投入の伸びと就業率(15~64歳人口、65歳以上人口に占める就業者数の割合)は2008年以降2003~2007年の値に固定し、15~64歳人口、65歳以上人口が将来推計人口(出生率、死亡率とも中位推計)に従うとして推計した。就業率に関しては、15~64歳の労働参加率と65歳以上の労働参加率が2003~2007年から変わらないものと仮定している。

第3-1-3図 一人当たりGDP成長率の寄与度分解

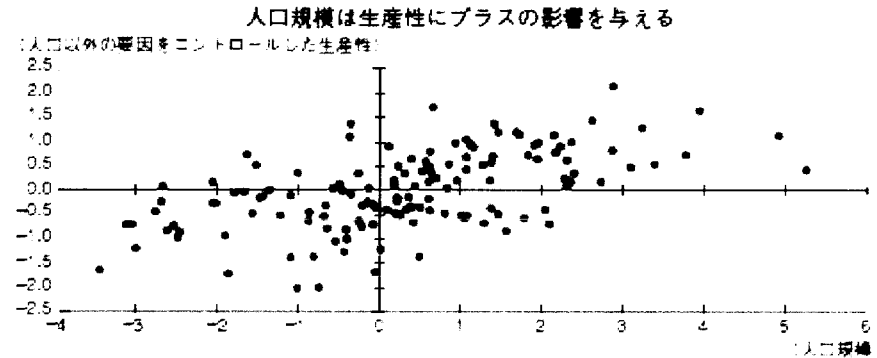
日本は高齢化による労働力人口の減少が成長を阻害するが、改革シナリオではアメリカ並みに成長が高まる



〔備考〕 1. Martins, Gonard, Antolin, Maisonneuve and Yoo (2005) "The Impact of Ageing on Demand, Factor Markets and Growth" により作成。

2. 改革シナリオは年金支給率を減らし、拠出率を一定に保ったり、退職年齢を引き上げるなどの改革を行った場合。こうした改革によって生じる貯蓄率の上昇や壮年期の労働参加率の上昇などの派生効果も含む。

第3-1-5図 生産性と人口規模の関係



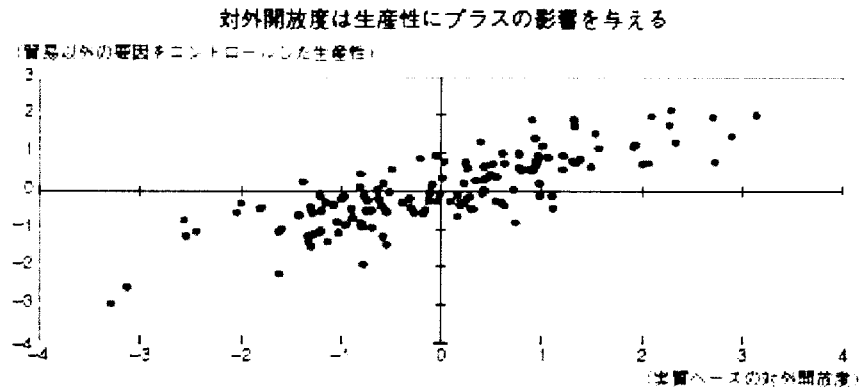
- (備考) 1. Alcalá and Ciccone (2004) "Trade and Productivity" により作成
 2. 本図はAlcalá教授とCiccone教授のご厚意により提供されたデータ及び推計結果により作成した本報告における使用の許可及びデータ提供を頂いた両教授に敬意を表する
 3. 本図、垂直軸は「人口以外の要因をコントロールした生産性」に対応している。
 4. 「人口以外の要因をコントロールした生産性」とは、推計式

$$\log(\text{労働者一人当たりGDP購買力平価、米ドル表示})$$

$$= (\text{定数項}) + \beta_1 \log(\text{実質ベースの対外開放度}) + \beta_2 \log(\text{人口規模}) + \beta_3 \log(\text{面積})$$

$$+ \beta_4(\text{地形状況}) + \beta_5(\text{その他地理変数}) + (\text{誤差項})$$
 を2段階最小二乗法で推計し、その結果得られる係数を同図に、人口規模と誤差以外の項を左辺から差し引いたもの。
 5. 詳細については、付録1-1参照。

第3-1-6図 生産性と対外開放度の関係



- (備考) 1. 本図等は第3-1-5図の備考を参照。
 2. 「実質ベースの対外開放度」はAlcalá and Ciccone (2004) における "Real Openness" に対応している。「実質ベースの対外開放度」=(輸入+輸出)/(GDP購買力平価、米ドル表示)。
 3. 「貿易以外の要因をコントロールした生産性」とは、第3-1-5図と同じ推計を用い、(「実質ベースの対外開放度」と誤差以外の項を被説明変数から差し引いたもの。

(参考1)

平成21年度マクロ経済の想定

本想定は、経済財政諮問会議における「平成21年度予算の全体像」に関する議論に資するため、現時点で想定できる平成21年度マクロ経済の概況を推定したものである。

この想定は、平成21年度には引き続き、世界経済が回復に伴い物価が緩やかに上昇する中で、企業部門が徐々に改善し、雇用・所得環境が改善に向かうこと、国家計部門の改善が回復し、民間需要中心の経済成長に向けた動きが進展するを想定している。

なお、米国の景気後退懸念に加えて、この想定は、原油・食料価格の高騰等が続き、景気が回復したにもかかわらず、一部に注視されるべきである。この際、世界経済の今後の推移については慎重に見極める必要がある。

この想定は、性格的に「政府経済見通し」及び「経済動向試算」に異なる。平成21年度の政府経済見通しは、平成21年度に於ける政策外経済動向を「経済動向推定」(注)に併せて開示し、平成21年度の経済見通し(経済財政運営の基本的態度)に用いられる。

	21年度 (前年度比増減率)
1. 実質国内総生産	1.5%程度
1. 民間最終消費支出	1.3%程度
2. 民間投資	1.8%程度
3. 民間企業設備	2.3%程度
4. 外需(輸出-輸入)	0.4%程度
2. 名目国内総生産	1.7%程度
3. 物価	
1. 国内企業物価	1.5%程度
2. 消費者物価(総合)	0.7%程度
3. 生産者物価(総合)	0.1%程度

(注)

1. 相対輸入価格(対GDP)は、2000年を100と仮定して、

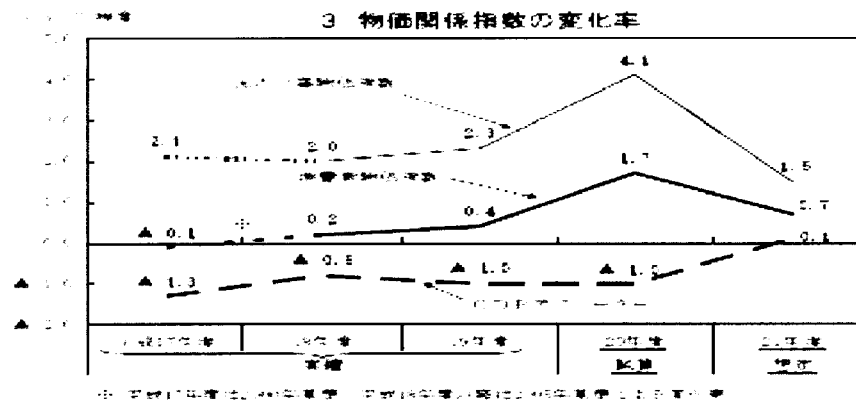
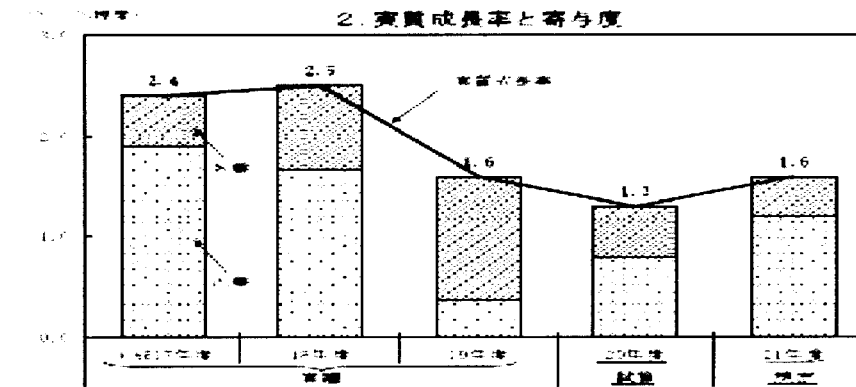
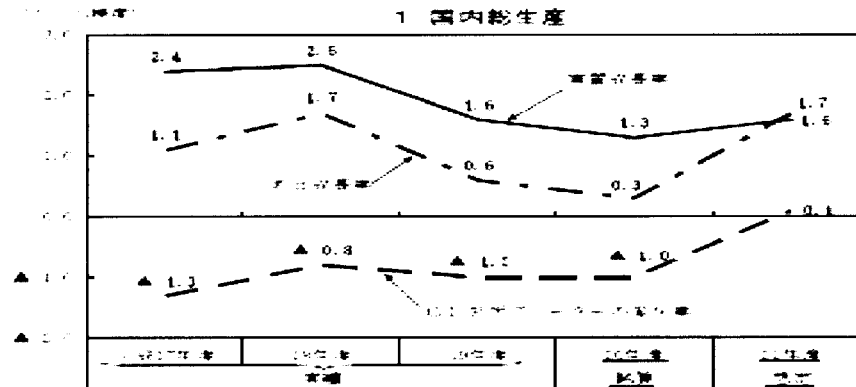
相対輸出(08.01)：100、20年6月(20年開港)：相対輸入価格(08.01)：100(08.01)

2. 年度を通じた一定と想定

3. 20年6月(20年開港)は、2000年を100と仮定して、

政府支出(対GDP)は、「経済財政運営の構造改革に関する基本方針(2000)」(閣議決定)に基づき、2000年開港(20年開港)の年度に輸出削減に相当する割合を基礎として、

(注) 本想定は、平成21年度マクロ経済の想定。輸出・輸入物価は、2000年を100と仮定して、相対輸出(対GDP)は、2000年を100と仮定して、



「進路と戦略」対象期間中の経済財政の展望 ～経済財政モデルによる試算結果～

【試算の考え方】

平成20年度経済動向試算、平成21年度マクロ経済の想定、平成19年度一般会計決算及び平成19年度地方税収決算等を反映した上で、「日本経済の進路と戦略参考試算」（平成20年1月）の考え方に基づき、平成22年度以降、以下2つのシナリオに基づいて試算。

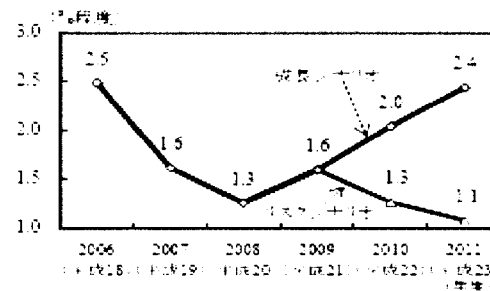
①成長型シナリオ
 ・成長力強化策の効果から全要素生産性（TFP）上昇率が平成23年度に1.4%程度まで徐々に上昇し、女性・高齢者等の労働参加率が高まる。世界経済が堅調に推移。

②成長力低下型シナリオ
 ・政策の効果から十分に発現せず、TFP・昇率・労働参加率が低迷。世界経済が低迷。

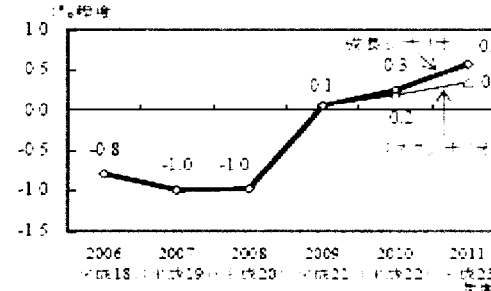
財政については、「基本方針2006」を踏まえて5年間で▲14.3兆円程度の歳出削減に相当する考え方の下で試算。また、基礎年金・国庫負担割合は平成21年度に1/21に引き上げを想定。ただし既に決まっている以外の財政措置は想定せず。

なお、このシナリオの展望は、種々の不確実性を有するため、相当な幅を持って理解される必要がある。

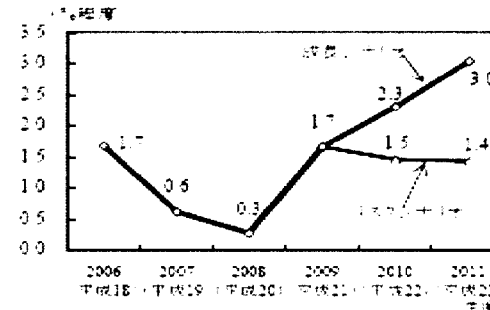
①実質成長率



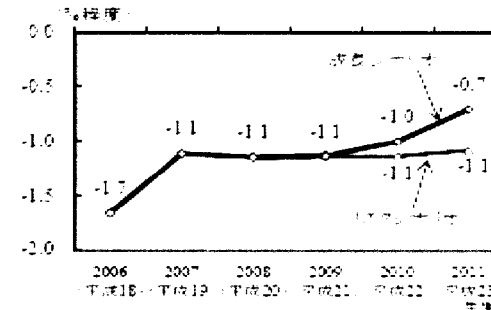
②GDPデフレーター上昇率



③名目成長率



④国・地方の基礎的財政収支(GDP比)



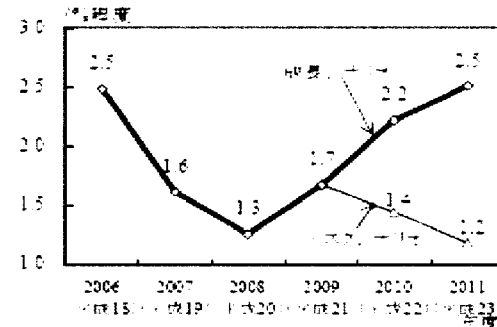
(参考ケース)

「基本方針2006」別表の5年間で▲11.4兆円程度の歳出削減の考え方に対応するケース

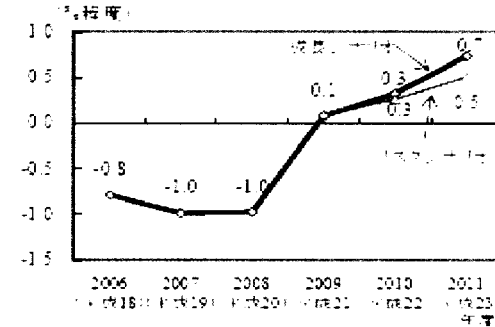
【試算の考え方】

以下の方針を除き、前項と同じ想定の下で試算
 財政については、「基本方針2006」を踏まえ、5年間で▲11.4兆円程度の歳出削減に対応する考え
 の下で試算

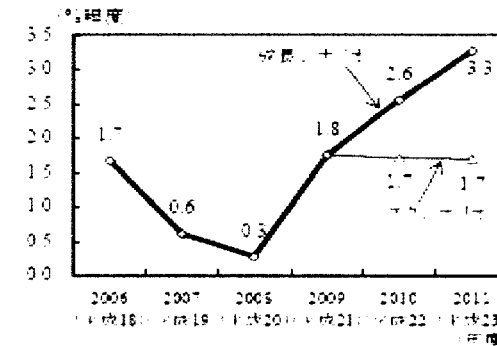
①実質成長率



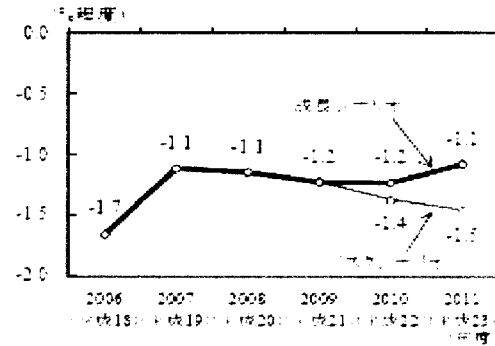
②GDPデフレーター上昇率



③名目成長率



④国・地方の基礎的財政収支(GDP比)



平成16年財政再計算の経済前提を設定する際に用いた 長期金利の推計方法

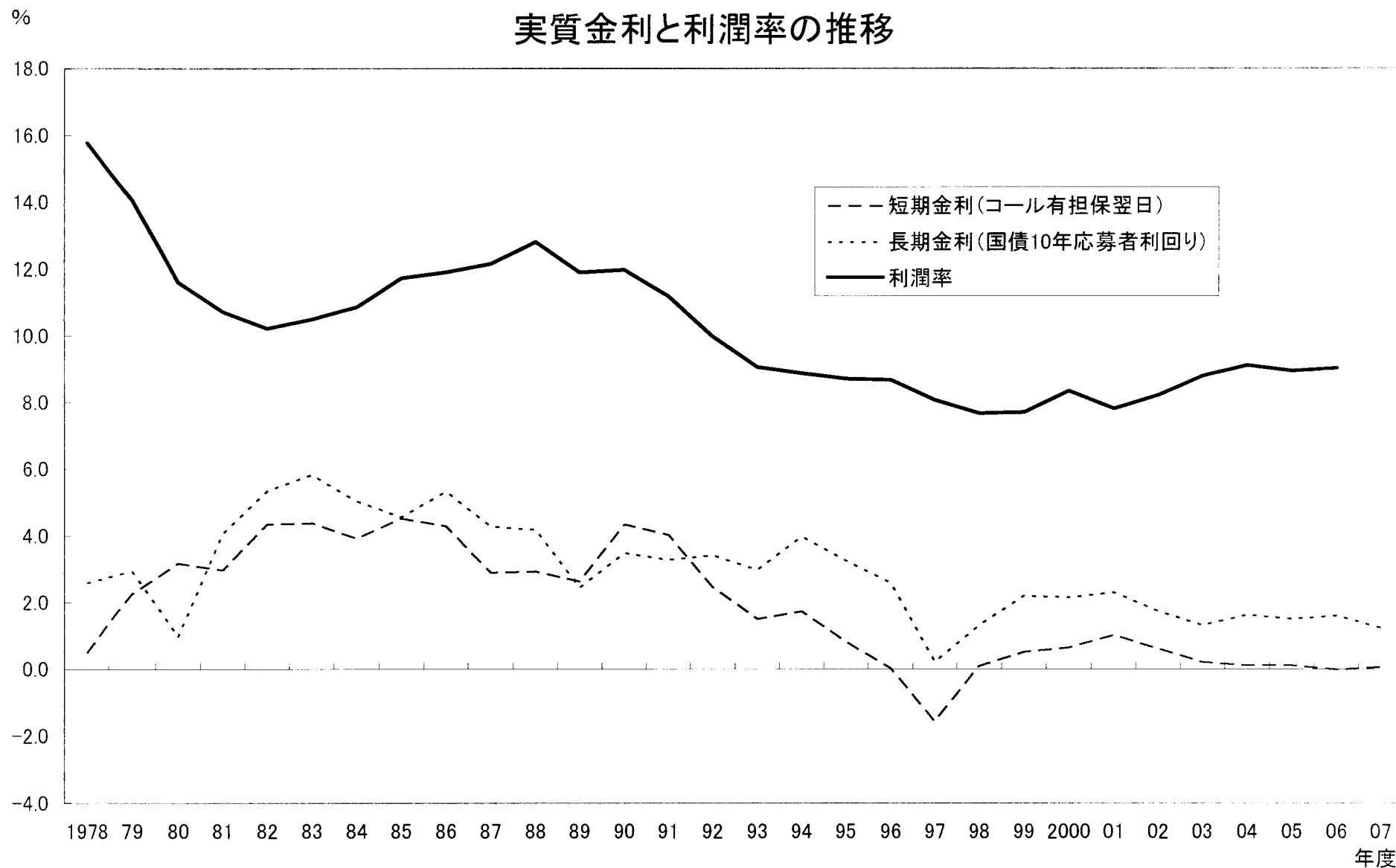
- 過去において長期的にみると、日本経済全体の利潤率と実質長期金利とはおおむね比例関係にあることから、過去15～25年間程度の平均の実質長期金利の水準（2.8～3.4%）に、マクロ経済に関する試算で得られた将来（2008～2032年度）の利潤率の過去の利潤率に対する比率（0.55～0.7程度）を乗じることにより、将来の実質長期金利水準を推計。

※なお、過去の実績をとる期間は、金利自由化後の昭和53（1978）年以降としている。

【 基準ケースの場合の実質長期金利の推計結果 】

	実質長期金利 (過去平均) ①	利潤率 (過去平均) ②	利潤率 (推計値) ③	利潤率 低下割合 ④ = ③ / ②	実質長期金利 (推計値) ⑤ = ① × ④
過去24年度	3.27%	11.2%	6.5%	0.58	1.90%
過去20年度	3.40%	10.6%	6.5%	0.61	2.08%
過去15年度	2.80%	9.9%	6.5%	0.66	1.85%

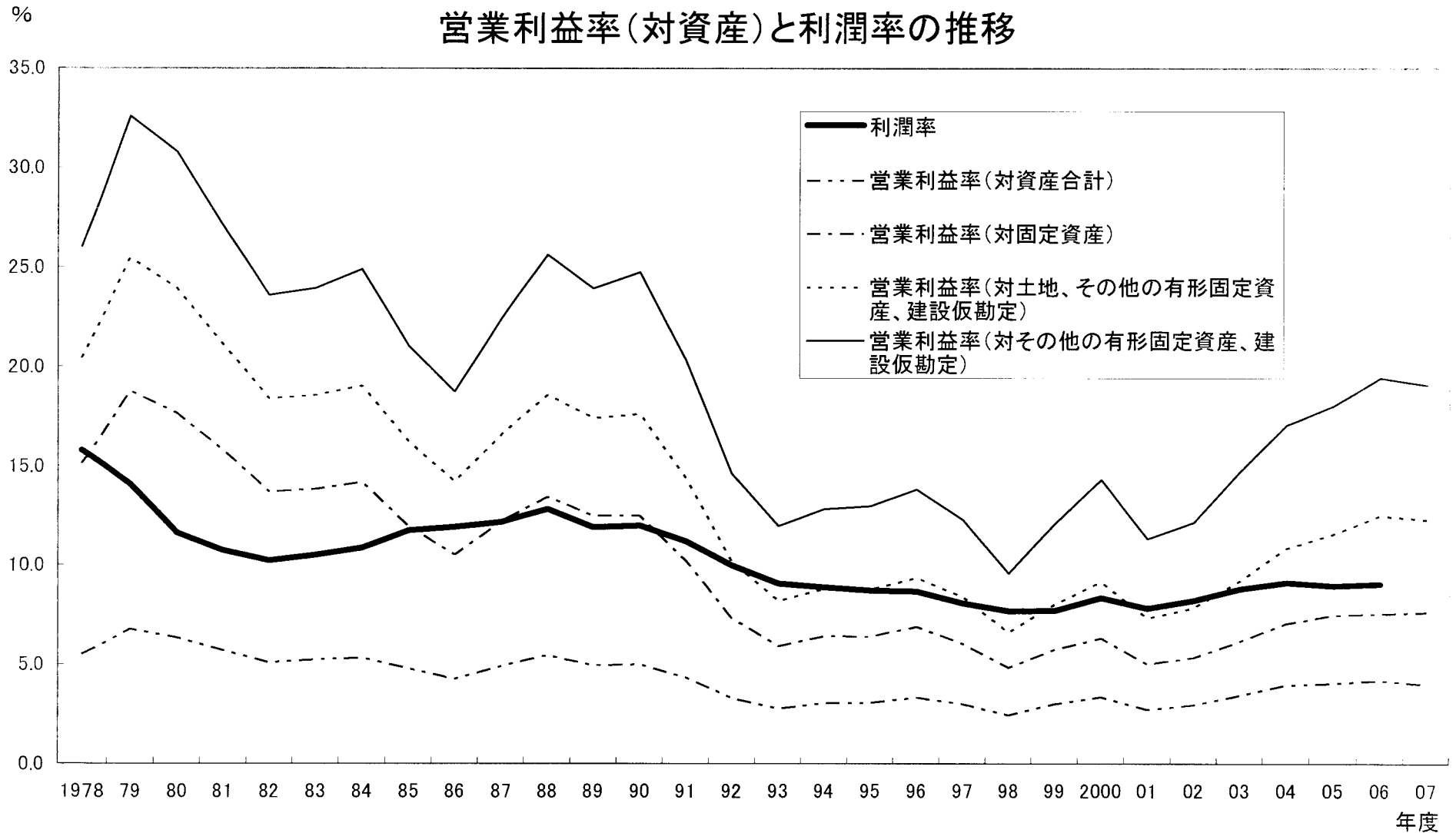
実質金利と利潤率の推移



(注1) 利潤率はコブ・ダグラス型生産関数より求まる減価償却後の利潤率の式、「利潤率＝資本分配率×GDP÷資本ストック－資本減耗率」を用い、資本分配率は「1－雇用者報酬(所得)／(固定資本減耗＋営業余剰＋雇用者報酬(所得))」、資本ストックは「有形固定資産」、資本減耗率は「固定資本減耗／有形固定資産(暦年)」とし、国民経済計算の数値により計算。

(注2) 実質金利は、名目金利－CPI上昇率により計算。

営業利益率(対資産)と利潤率の推移

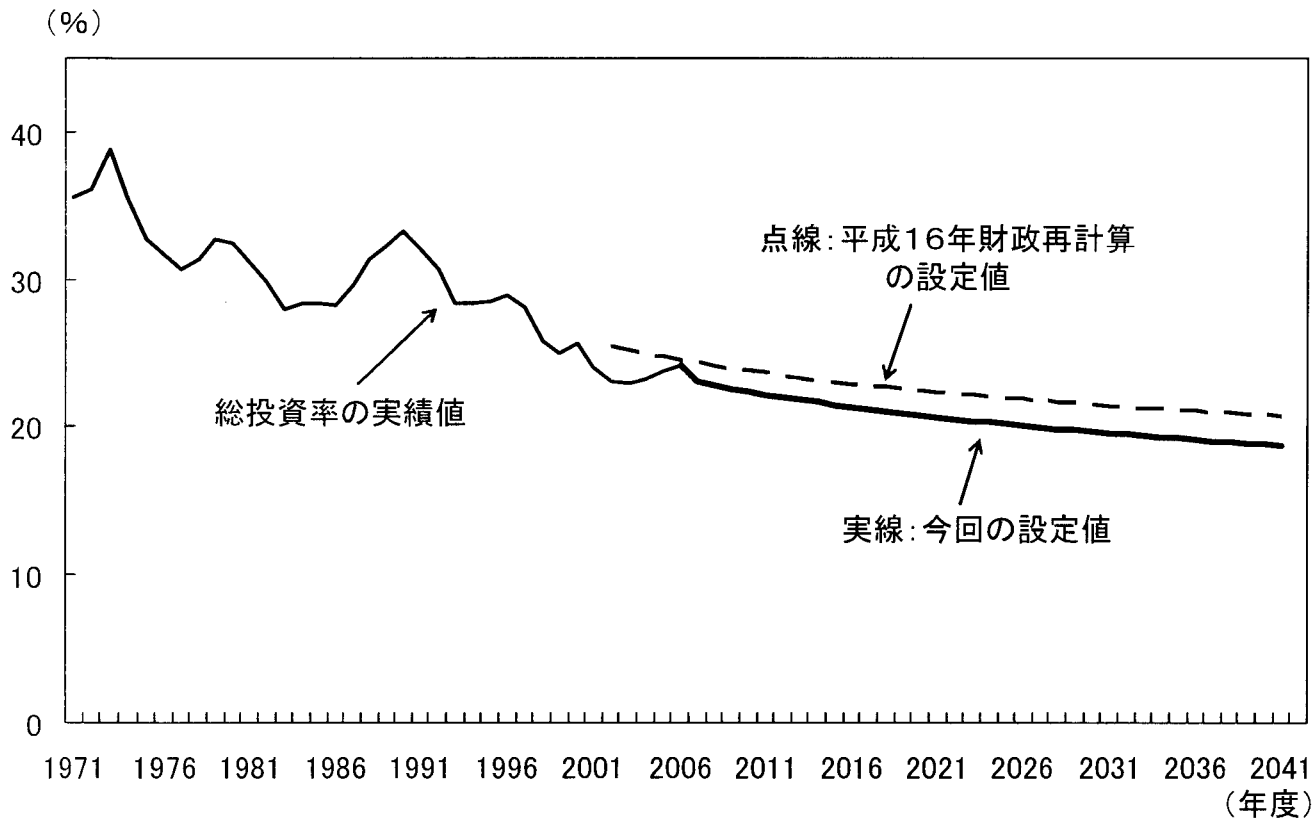


- (注1) 利潤率はコブ・ダグラス型生産関数より求まる減価償却後の利潤率の式、「 $\text{利潤率} = \text{資本分配率} \times \text{GDP} \div \text{資本ストック} - \text{資本減耗率}$ 」を用い、資本分配率は「 $1 - \text{雇用者報酬(所得)} / (\text{固定資本減耗} + \text{営業余剰} + \text{雇用者報酬(所得)})$ 」、資本ストックは「有形固定資産」、資本減耗率は「 $\text{固定資本減耗} / \text{有形固定資産(暦年)}$ 」とし、国民経済計算の数値により計算。
- (注2) 営業利益率(対資産)は、法人企業統計季報により、年度合計の営業利益を、期首及び四半期末の期末の資産平均で除して計算。
- (注3) 資産については、「資産合計」と、資産合計から流動資産等を除いた「固定資産」、固定資産から投資その他の資産等を除いた「土地、その他の有形固定資産、建設仮勘定」、さらに土地を除いた「その他の有形固定資産、建設仮勘定」についてそれぞれ計算。

総投資率の設定

- 平成16年財政再計算では、緩やかな低下傾向にある過去の実績傾向を対数正規曲線により外挿して設定。
- 前回と同様の手法を用い、新たに判明した過去の実績を織り込んで対数正規曲線を見直すことにより外挿して設定した結果は、以下のとおり。

【 総投資率 】



年度	総投資率		
	(実績)		
昭和62 (1987)	29.6%		
平成 4 (1992)	30.6%		
9 (1997)	28.0%		
10 (1998)	25.8%		
11 (1999)	25.0%	〔 16年再計算 〕	
12 (2000)	25.6%		
13 (2001)	24.1%		
14 (2002)	23.0%		25.5%
15 (2003)	23.0%		25.2%
16 (2004)	23.2%		25.0%
17 (2005)	23.7%		24.8%
18 (2006)	24.1%	24.5%	
(以下設定値)	↓(今回)		
19 (2007)	23.0%	24.4%	
24 (2012)	22.0%	23.5%	
29 (2017)	21.2%	22.8%	
34 (2022)	20.5%	22.3%	
39 (2027)	19.9%	21.8%	
44 (2032)	19.5%	21.4%	
49 (2037)	19.0%	21.0%	
54 (2042)	18.6%	20.7%	

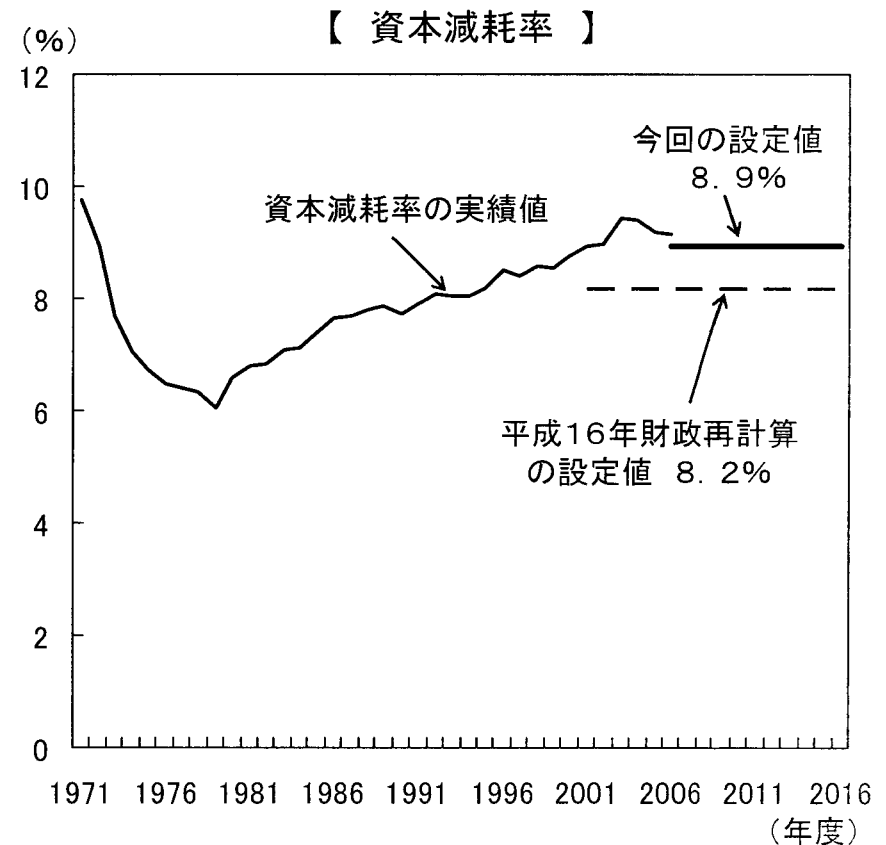
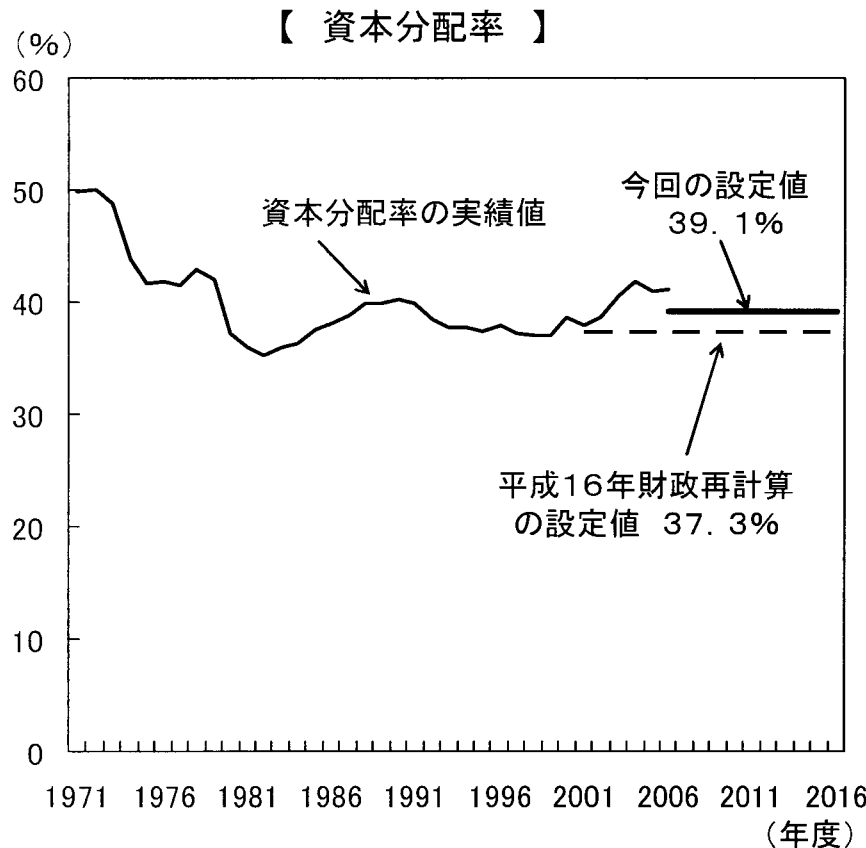
(注) 国民経済計算の1979年度以前は68SNA、1980年度以降は93SNA。

資本分配率、資本減耗率の設定

- 平成16年財政再計算では、資本分配率および資本減耗率については、過去10年間※の実績平均値で一定であるものとして、資本分配率は37.3%、資本減耗率は8.2%で一定と設定。

※ 平成4(1992)～13(2001)年度の10年間。

- 過去10年間(平成9(1997)～18(2006)年度)の実績平均値で一定であるものとして、計算したところ、資本分配率は39.1%、資本減耗率は8.9%となった。



(注) 国民経済計算の1979年度以前は68SNA、1980年度以降は93SNA。

積立金の運用と財政検証における運用利回りの前提について

- 積立金の運用は、厚生年金保険法等の規定により、
 - ① 長期的な観点から、
 - ② 安全かつ効率的に行う、こととされており、現在、国内債券を中心としつつ、国内外の株式等を一定程度組み入れた分散投資を行っているところである。

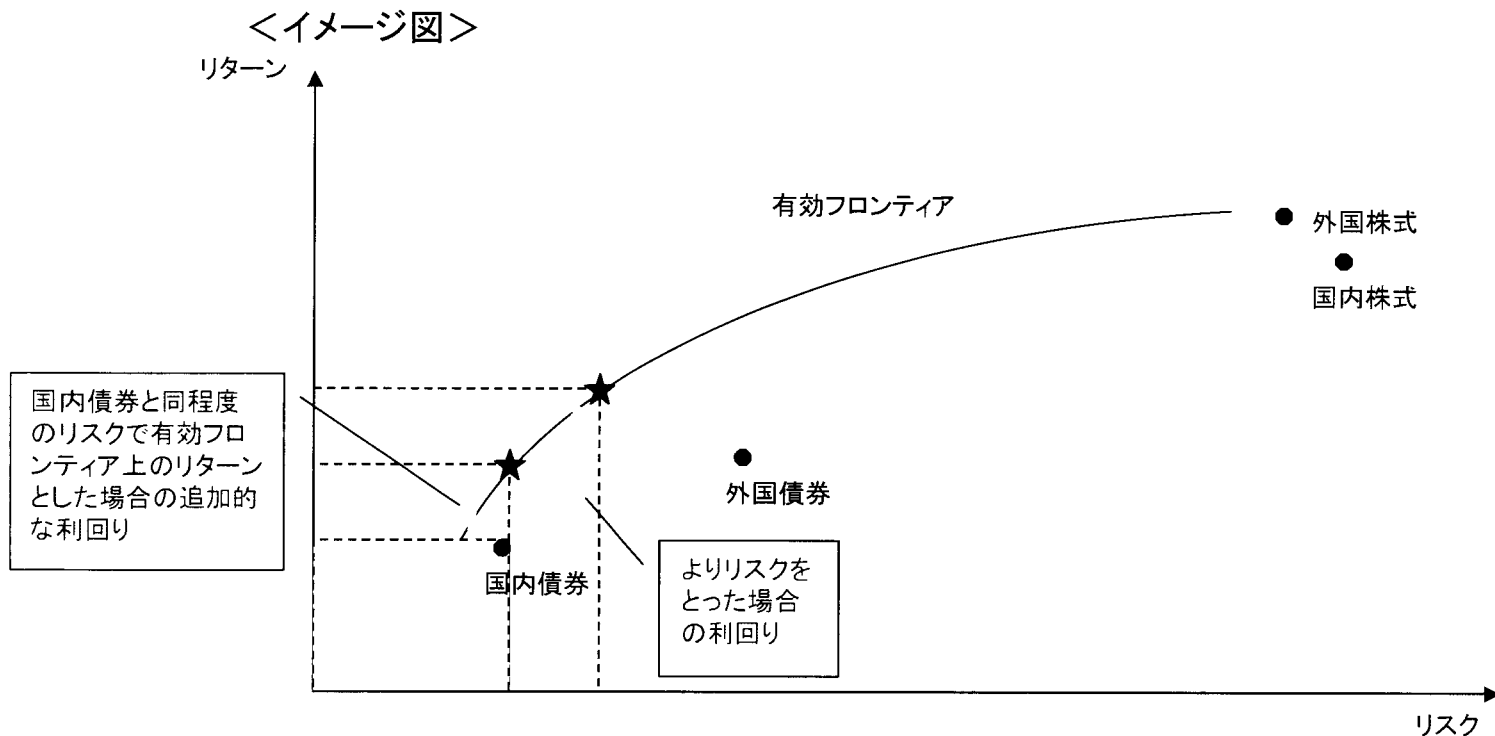
「安全」という観点からリスクを低く抑えるためには、国内債券といったリスクの低い資産への投資が考えられるが、他の資産を組み合わせることにより、全額国内債券で投資するのと同じリスクで、より高いリターンを期待することができることから、全額を国内債券に投資する方法は「効率的」ではないといえる。

このように、「効率的」な運用を行うという観点からは、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、一定の許容されるリスクのもとで、期待リターンを出来る限り高めることが求められる。

- 財政検証における運用利回りの前提は、このような積立金運用の考え方を踏まえ、設定することとなる。
- 実際の積立金運用にあたってのポートフォリオの策定は、財政検証において設定された経済前提の下での実質的な運用利回りを確保することを目標として行われることとなる。

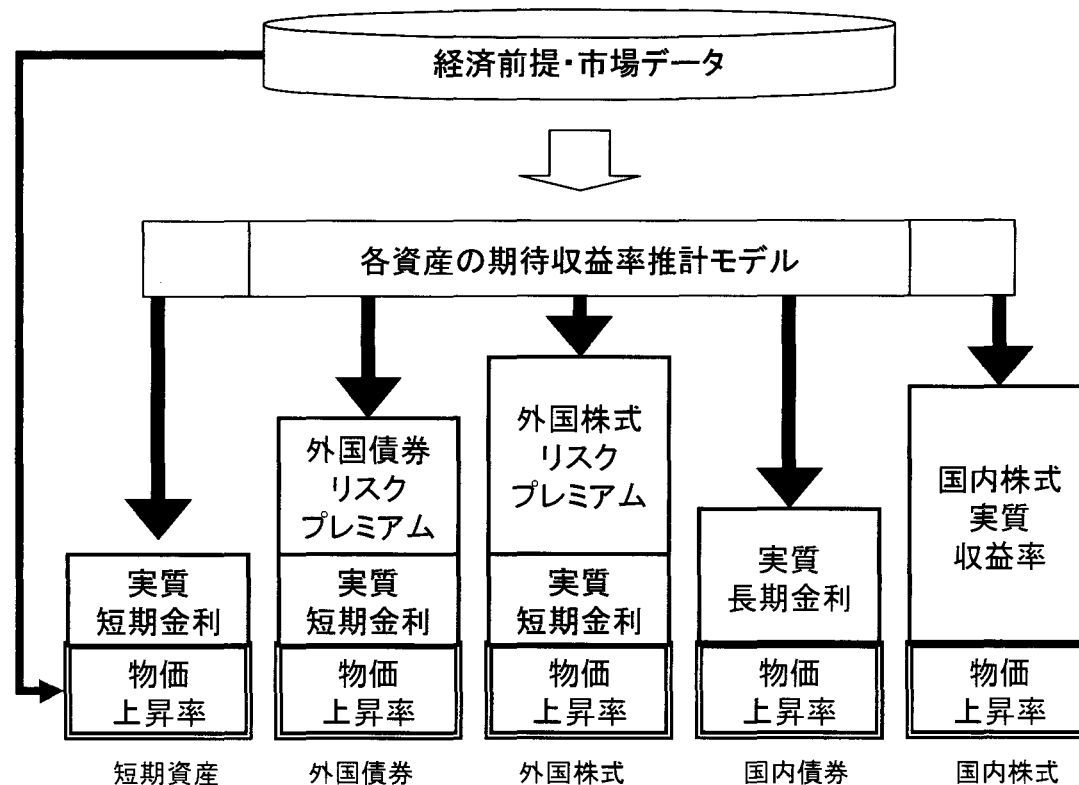
(参考) リスクとリターンの関係

- 各ポートフォリオについて、そのリスク・リターンのペアを平面上にプロットしたとき、同じリスクのものうち、最も高いリターン(=効率的)である点を結んだ曲線を「有効フロンティア」という。
一般に、有効フロンティアはイメージ図のような形状となるため、より高いリターンを期待するためには、より高いリスクを許容しなければならないこととなる。
- このため、財政検証において運用利回りを高く設定した場合には、その利回りが確保されるようなリスクの高いポートフォリオを策定しなければならないこととなる。
- 平成16年財政再計算時は、国内債券の期待収益率がどれくらいになるかを将来の日本経済の利潤率の見通しや、過去における10年国債の利回り等々と関連づけて、将来を予測し、それに対して、分散投資でどのくらい利回りが上積みできるかということで、国内債券プラス α の利回りというものを考えて設定した。



各資産の期待収益率推計プロセスの概要と有効フロンティアの導出

- 平成16年財政再計算時における基本ポートフォリオを構成する各資産の期待収益率は、年金財政上の経済前提との整合性に留意して推計している。このうち、期待収益率は、実質的な運用利回りの確保を図るため、物価上昇部分とそれを除いた実質部分に分けて推計し、それぞれの構成要素を積み上げる方式を採用している。物価上昇部分については、各資産とも年金財政上の前提条件である物価上昇率の予測値(平成16年財政再計算では1.0%)を用いている。
- 国内資産(短期資産・国内債券・国内株式)の期待収益率は、国全体の成長率(GDP成長率)と資産の収益率の関係をもとにした資産ごとのモデルを用いて推計している。また、外国資産(外国債券・外国株式)の期待収益率は、過去データ実績値に基づいて推計している。



平成16年財政再計算時の各資産の期待収益率の推計方法

①: 短期資産

- 国全体の利潤率と実質短期金利が概ね比例関係にあることに着目。
- 将来の実質短期金利推計値
= 過去の実質短期金利 × (将来の利潤率推計値 / 過去の利潤率平均)

②: 国内債券

- 国全体の利潤率と実質長期金利が概ね比例関係にあることに着目。
- 将来の実質長期金利推計値
= 過去の実質長期金利 × (将来の利潤率推計値 / 過去の利潤率平均)

③: 国内株式

- 国全体の利潤率とROA (= 総資産利益率) が概ね比例関係にあることに着目。
- 将来のROA推計値
= 過去のROA × (将来の利潤率推計値 / 過去の利潤率平均)
- 算出したROA推計値を用い、下記のような定率成長型の配当割引モデルから実質リターンを推計する。

$$\text{実質リターン} = \text{配当利回り} + \text{ROE} \times (1 - \text{配当性向}) - \text{CPI上昇率}$$

ここで、 $\text{ROE} (= \text{自己資本利益率}) = (1 - \text{税率}) \times [\text{ROA} + (\text{ROA} - \text{負債利子率}) \times \text{財務レバレッジ}]$

なお、配当利回り、配当性向、税率、負債利子率、財務レバレッジは過去データから推計。

④: 外国債券

○ 円ベースの期待リターン

= 現地の名目(短期)金利+現地通貨ベースのリスクプレミアム+為替期待騰落率

= 円の名目(短期)金利+現地通貨ベースのリスクプレミアム

= 円のインフレ率+円の実質短期金利+現地通貨ベースのリスクプレミアム

(ここでリスクプレミアム=名目リターン-短期金利)

○ 現地通貨ベースのリスクプレミアム = 現地通貨ベースの長短金利差の実績値から1.5%程度と設定。

* 長期的には購買力平価と国際的フィッシャー関係式が成立することを前提とする。

為替期待騰落率 = 円の期待インフレ率-現地の期待インフレ率

...①(購買力平価)

円の名目金利-現地の名目金利 = 円の期待インフレ率-現地の期待インフレ率

...②(国際的フィッシャー関係式)

①、②から

為替期待騰落率 = 円の名目金利-現地の名目金利

...③

⑤ : 外国株式

○ 外国債券と同様に

円ベースの期待リターン

= 円のインフレ率+円の実質短期金利+現地通貨ベースのリスクプレミアム

○ リスクプレミアムは、過去実績で6%程度。但し、3%程度はPER(株価÷1株あたり利益)の上昇、すなわち株価が割高になったことによるもの。将来予想においてはPER上昇が起こらないものと想定し、6%-3%=3%と設定。

参考1-1 : 現行基本ポートフォリオ策定時での短期資産の実質金利

TFP上昇率=1.0%

推計期間	実質金利(過去実績) (A)	将来利潤率倍率 (B)	実質金利(推計値) (A) × (B)
過去24年度(1978-2001)	2.26%	0.615	1.39%
過去20年度(1982-2001)	2.27%	0.649	1.47%
過去15年度(1987-2001)	1.60%	0.700	1.12%

TFP上昇率=0.7%

推計期間	実質金利(過去実績) (A)	将来利潤率倍率 (B)	実質金利(推計値) (A) × (B)
過去24年度(1978-2001)	2.26%	0.581	1.31%
過去20年度(1982-2001)	2.27%	0.613	1.39%
過去15年度(1987-2001)	1.60%	0.661	1.06%

TFP上昇率=0.4%

推計期間	実質金利(過去実績) (A)	将来利潤率倍率 (B)	実質金利(推計値) (A) × (B)
過去24年度(1978-2001)	2.26%	0.548	1.24%
過去20年度(1982-2001)	2.27%	0.578	1.31%
過去15年度(1987-2001)	1.60%	0.623	1.00%

参考1-2 : 短期資産の直近の実質金利(過去実績)

過去25年度(1982-2006)	1.85%
過去20年度(1987-2006)	1.25%
過去15年度(1992-2006)	0.54%

参考2-1 : 現行基本ポートフォリオ策定時での国内債券の実質長期金利

TFP上昇率=1.0%

推計期間	実質長期金利(過去実績) (A)	将来利潤率倍率 (B)	実質長期金利(推計値) (A) × (B)
過去24年度(1978-2001)	3.27%	0.615	2.01%
過去20年度(1982-2001)	3.40%	0.649	2.21%
過去15年度(1987-2001)	2.80%	0.700	1.96%

TFP上昇率=0.7%

推計期間	実質長期金利(過去実績) (A)	将来利潤率倍率 (B)	実質長期金利(推計値) (A) × (B)
過去24年度(1978-2001)	3.27%	0.581	1.90%
過去20年度(1982-2001)	3.40%	0.613	2.08%
過去15年度(1987-2001)	2.80%	0.661	1.85%

TFP上昇率=0.4%

推計期間	実質長期金利(過去実績) (A)	将来利潤率倍率 (B)	実質長期金利(推計値) (A) × (B)
過去24年度(1978-2001)	3.27%	0.548	1.79%
過去20年度(1982-2001)	3.40%	0.578	1.97%
過去15年度(1987-2001)	2.80%	0.623	1.74%

参考2-2 : 国内債券の直近の実質長期金利(過去実績)

過去25年度(1982-2006)	3.03%
過去20年度(1987-2006)	2.48%
過去15年度(1992-2006)	2.14%

参考3-1 : 現行基本ポートフォリオ策定時での国内株式の実質株式リターン

TFP上昇率= 過去平均実績からの推計	1.00% 倍率 (C)=(A)/(B)	将来利潤率 (A)	過去利潤率 (B)	ROA(過去) (D)	ROA(将来) (E)=(C)X(D)	ROE(将来) (G)	配当利回り (J)	BPS成長率 (H)=(G)*(1-配当性向)	株式リターン (K)=(J)+(H)	インフレ率 (L)	実質株式リターン (M)=(K)-(L)
1989年-2003年度(15年)	0.700	6.91%	9.9%	6.95%	4.87%	5.92%	0.87%	3.76%	4.62%	1.00%	3.62%
1984年-2003年度(20年)	0.649	6.91%	10.6%	7.87%	5.11%	6.16%	0.84%	3.99%	4.83%	1.00%	3.83%
1979年-2003年度(25年)	0.615	6.91%	11.2%	8.95%	5.51%	6.52%	1.00%	4.28%	5.28%	1.00%	4.28%

TFP上昇率= 過去平均実績からの推計	0.70% 倍率 (C)=(A)/(B)	将来利潤率 (A)	過去利潤率 (B)	ROA(過去) (D)	ROA(将来) (E)=(C)X(D)	ROE(将来) (G)	配当利回り (J)	BPS成長率 (H)=(G)*(1-配当性向)	株式リターン (K)=(J)+(H)	インフレ率 (L)	実質株式リターン (M)=(K)-(L)
1989年-2003年度(15年)	0.661	6.53%	9.9%	6.95%	4.59%	5.76%	0.87%	3.65%	4.52%	1.00%	3.52%
1984年-2003年度(20年)	0.613	6.53%	10.6%	7.87%	4.83%	6.00%	0.84%	3.88%	4.72%	1.00%	3.72%
1979年-2003年度(25年)	0.581	6.53%	11.2%	8.95%	5.20%	6.34%	1.00%	4.16%	5.16%	1.00%	4.16%

TFP上昇率= 過去平均実績からの推計	0.40% 倍率 (C)=(A)/(B)	将来利潤率 (A)	過去利潤率 (B)	ROA(過去) (D)	ROA(将来) (E)=(C)X(D)	ROE(将来) (G)	配当利回り (J)	BPS成長率 (H)=(G)*(1-配当性向)	株式リターン (K)=(J)+(H)	インフレ率 (L)	実質株式リターン (M)=(K)-(L)
1989年-2003年度(15年)	0.623	6.15%	9.9%	6.95%	4.33%	5.60%	0.87%	3.55%	4.42%	1.00%	3.42%
1984年-2003年度(20年)	0.578	6.15%	10.6%	7.87%	4.55%	5.83%	0.84%	3.78%	4.62%	1.00%	3.62%
1979年-2003年度(25年)	0.548	6.15%	11.2%	8.95%	4.91%	6.16%	1.00%	4.05%	5.05%	1.00%	4.05%

参考3-2 : 直近のROA(総資産利益率)(過去実績)

過去25年度(1982-2006)	6.97%
過去20年度(1987-2006)	7.67%
過去15年度(1992-2006)	8.42%

参考4-1 : 現行基本ポートフォリオ策定時での外国債券の現地通貨建ての長短金利差

	短期	長期	金利差
過去25年平均(1979～2003)	5.2%	6.6%	1.5%
過去20年平均(1984～2003)	5.8%	7.4%	1.7%
過去15年平均(1989～2003)	6.7%	8.3%	1.5%
過去10年平均(1994～2003)	6.9%	8.4%	1.5%

注)米英独仏の加重平均

参考4-2 : 直近の外国債券の現地通貨建ての長短金利差

	短期	長期	金利差
過去25年平均(1982～2006)	5.8%	7.4%	1.6%
過去20年平均(1987～2006)	5.0%	6.4%	1.5%
過去15年平均(1992～2006)	4.1%	5.7%	1.5%
過去10年平均(1997～2006)	3.7%	5.0%	1.3%

注)米英独仏の加重平均

参考5-1 : 現行基本ポートフォリオ策定時での外国株式の現地通貨建てのベンチマークリターンとPER変化率

(1) 超過リターン

	超過リターン
過去25年平均(1979～2003)	6.1%
過去20年平均(1984～2003)	6.1%
過去15年平均(1989～2003)	5.6%
過去10年平均(1994～2003)	4.7%

(2) 各国のPER変化率(年率幾何平均)

	米	英	独	仏	ウェイト加重平均
過去25年平均(1979～2003)	3.9%	2.6%	3.5%	5.0%	3.8%
過去20年平均(1984～2003)	2.9%	2.2%	5.1%	-0.9%	3.0%
過去15年平均(1989～2003)	4.2%	2.9%	6.5%	10.1%	4.9%
過去10年平均(1994～2003)	-0.2%	-2.5%	3.3%	6.8%	0.6%

注)MSCI KOKUSAIを使用

参考5-2 : 直近の外国株式の現地通貨建てのベンチマークリターンとPER変化率

(1) 超過リターン

	超過リターン
過去25年平均(1982～2006)	7.2%
過去20年平均(1987～2006)	5.9%
過去15年平均(1992～2006)	6.8%
過去10年平均(1997～2006)	5.1%

(2) 各国のPER変化率(年率幾何平均)

	米	英	独	仏	ウェイト加重平均
過去25年平均(1982～2006)	3.4%	1.9%	2.3%	2.6%	3.1%
過去20年平均(1987～2006)	1.2%	0.0%	0.1%	-1.4%	0.8%
過去15年平均(1992～2006)	-1.3%	-0.9%	0.0%	0.8%	-0.9%
過去10年平均(1997～2006)	-0.8%	-1.1%	-5.9%	-11.5%	-2.3%

注)MSCI KOKUSAIを使用

各資産のリスク・相関の検証

〔 分析に使用した期間 〕

- 現行のポートフォリオ策定時 : 1973年～2003年(31年間)
- 今回 : 1973年～2006年(34年間)

〔使用データ〕

- 短期資産 : コールレート(有担保翌日)年次リターン
- 国内債券 : NOMURA-BPI総合指数年次リターン
- 国内株式 : TOPIX(配当込み)年次リターン
- 外国債券 : シティーグループ世界(除く日本)国債インデックス(円ベース)年次リターン
- 外国株式 : モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナルKOKUSAIインデックス(配当込み、円ベース)年次リターン

< リスクの推計 >

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
新たに推計したリスク(年率換算)	5.45%	22.25%	13.44%	19.85%	3.71%
基本ポートフォリオ策定時に推計したリスク(年率換算)	5.42%	22.27%	14.05%	20.45%	3.63%

< 相関係数の推計 >

新しく推計した相関係数

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
国内債券	1.00				
国内株式	0.15	1.00			
外国債券	-0.06	-0.26	1.00		
外国株式	-0.05	0.27	0.55	1.00	
短期資産	0.45	-0.01	-0.05	-0.12	1.00

現行の基本ポートフォリオの相関係数

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
国内債券	1.00				
国内株式	0.22	1.00			
外国債券	-0.05	-0.29	1.00		
外国株式	-0.01	0.25	0.55	1.00	
短期資産	0.39	0.05	-0.03	-0.07	1.00

経済前提専門委員会の議事等の公開について

〔平成19年3月2日〕
〔経済前提専門委員会申合せ〕

経済前提専門委員会の会議及び議事録は原則として公開とする。ただし、各種の市場に影響を与えるおそれがある場合等必要があると認められる場合には、委員長は、会議及びその資料並びに議事録の全部又は一部を非公開とすることができる。

なお、議事録の全部又は一部を非公開とする場合には、委員長は、非公開とした部分について、議事要旨を作成し、これを公開するものとする。