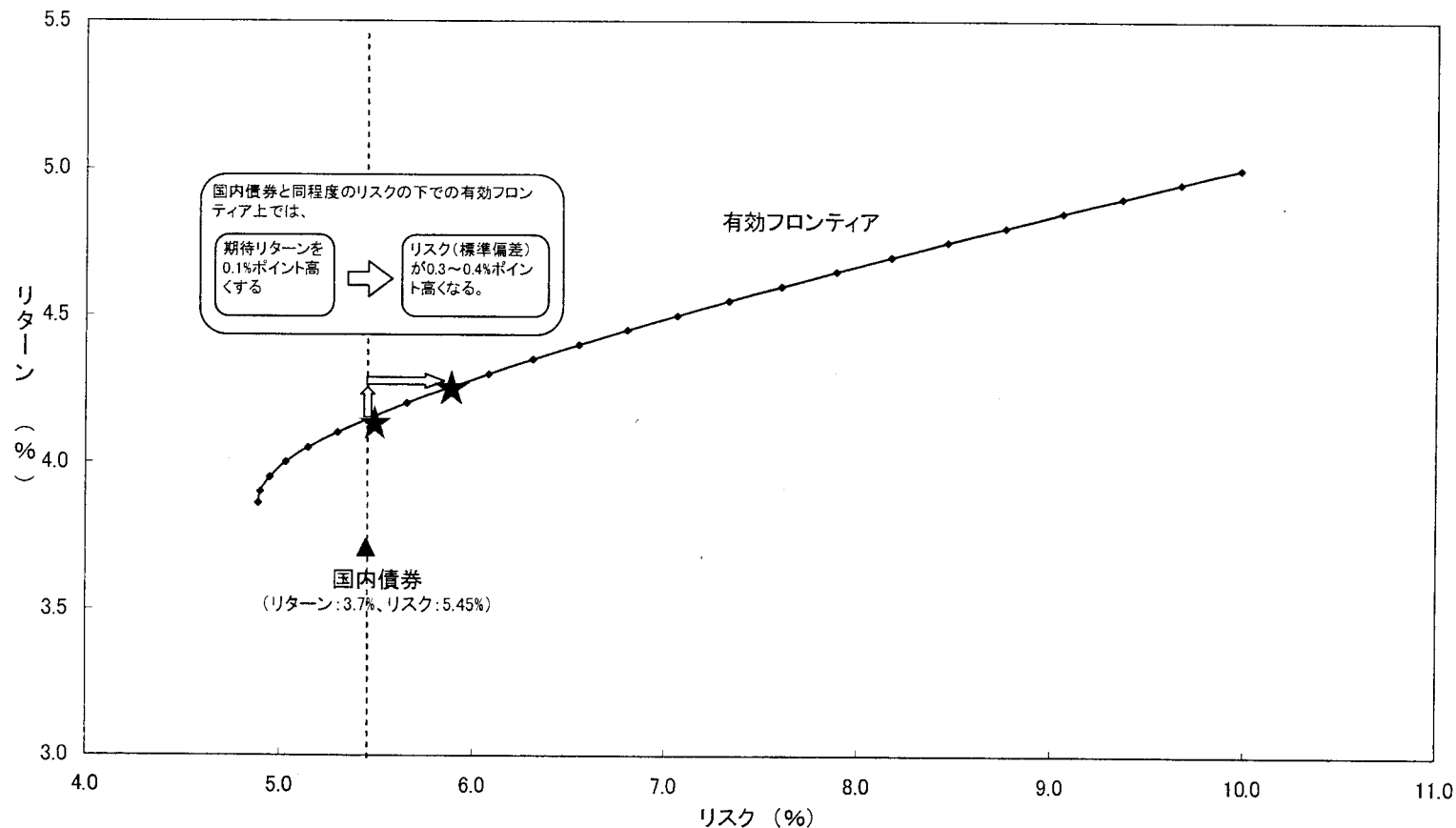


## (参考) 有効フロンティア上のリスク・リターンの関係

- 仮に、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に立つとすれば、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(図中の水色の★印)から、有効フロンティア上を更に右上の方向のポイント(例えば、図中の黒色の★印)を考えることとなる。
- この場合、期待リターンを高く設定するに連れて、リスクが増大することとなるが、その程度は、期待リターンを0.1%ポイント上げる毎にリスク(標準偏差)が0.3~0.4%ポイント程度上昇することとなる。

有効フロンティア上の期待リターンとリスクの関係



※ 運用利回りが年金財政における所得代替率に及ぼす影響は、財政均衡期間(概ね100年)にわたり継続して、期待リターンが0.1%ポイント変化した場合において、所得代替率が約0.5%ポイント変化する程度。(平成19年2月の暫定試算ベース)

## 〔 長期の消費者物価上昇率の前提について 〕

### 「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」 (2006年3月9日 日本銀行金融政策決定会合議決)

日本銀行法は、金融政策の理念として、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」と定めている。日本銀行はこの理念に基づいて適切な金融政策運営に努めている。本日の政策委員会・金融政策決定会合では、新たな金融政策運営の枠組みを導入するとともに、改めて「物価の安定」についての考え方を整理することとした。

#### 1. 新たな金融政策運営の枠組み

##### (1) 「物価の安定」についての明確化

日本銀行としての物価の安定についての基本的な考え方を整理するとともに、金融政策運営に当たり、現時点において、政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率（「中長期的な物価安定の理解」）を示す（後述）。こうした考え方や理解を念頭に置いた上で、金融政策運営を行う。

##### (2) 2つの「柱」に基づく経済・物価情勢の点検

金融政策の運営方針を決定するに際し、次の2つの「柱」により経済・物価情勢を点検する。

第1の柱では、先行き1年から2年の経済・物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のものでの持続的な成長の経路をたどっているかという観点から点検する。

第2の柱では、より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクを点検する。具体的には、例えば、発生確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因についての点検が考えられる。

##### (3) 当面の金融政策運営の考え方の整理

以上2つの「柱」に基づく点検を踏まえた上で、当面の金融政策運営の考え方を整理し、基本的には「経済・物価情勢の展望」において定期的に公表していく。

## 2. 「物価の安定」についての考え方

「物価の安定」とは、家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意志決定を行うことができる状況である。

「物価の安定」は持続的な経済成長を実現するための不可欠の前提条件であり、日本銀行は適切な金融政策の運営を通じて「物価の安定」を達成することに責任を有している。その際、金融政策の効果が波及するには長い期間がかかること、また、様々なショックに伴う物価の短期的な変動をすべて吸収しようとする経済の変動がかえって大きくなることから、十分長い先行きの経済・物価の動向を予測しながら、中長期的にみて「物価の安定」を実現するように努めている。

物価情勢を点検していく際、物価指数としては、国民の実感に即した、家計が消費する財・サービスを対象とした指標が基本となる。中でも、統計の速報性の点などからみて、消費者物価指数が重要である。

「物価の安定」とは、概念的には、計測誤差(バイアス)のない物価指数でみて変化率がゼロ%の状態である。現状、我が国の消費者物価指数のバイアスは大きくないとみられる。物価下落と景気悪化の悪循環の可能性がある場合には、それを考慮する程度に応じて、若干の物価上昇を許容したとしても、金融政策運営において「物価の安定」と理解する範囲内にあると考えられる。

我が国の場合、もともと、海外主要国に比べて過去数十年の平均的な物価上昇率が低いほか、90年代以降長期間にわたって低い物価上昇率を経験してきた。このため、物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率は低くなっており、そうした低い物価上昇率を前提として経済活動にかかる意志決定が行われている可能性がある。金融政策運営に当たっては、そうした点にも留意する必要がある。

本日の政策委員会・金融政策決定会合では、金融政策運営に当たり、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率(「中長期的な物価安定の理解」)について、議論を行った。上述の諸要因のいずれを重視するかで委員間の意見に幅はあったが、現時点では、海外主要国よりも低めという理解であった。消費者物価指数の前年比で表現すると、0~2%程度であれば、各委員の「中長期的な物価安定の理解」の範囲と大きくは異ならないとの見方で一致した。また、委員の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散していた。「中長期的な物価安定の理解」は、経済構造の変化等に応じて徐々に変化し得る性格のものであるため、今後原則としてほぼ1年毎に点検していくこととする。

以上

(参考1)

## 平成16年財政再計算における経済前提の設定について

### 1. 設定の基本的考え方

- 財政再計算の基礎率としての経済前提については、平成11年財政再計算では、過去実績の平均をもとに、経済成長率の将来予測などを総合的に勘案して設定していた。
- 平成16年財政再計算では、「社会保障審議会年金資金運用分科会」(以下、「運用分科会」という。)における議論などを踏まえ、平成21(2009)年度以降の長期的な経済前提については、過去の実績を基礎としつつ、日本経済の潜在成長率の見通しや労働力人口の見通し等を反映したマクロ経済に関する試算に基づいて設定することとした。
- なお、平成20(2008)年度までの経済前提については、内閣府が作成した「改革と展望－2003年度改定(内閣府)」の参考試算(以下、「改革と展望」という。)に準拠することとした。

## 2. 物価上昇率の設定

### (1) 足下(平成20(2008)年まで)の設定

平成16(2004)年～平成20(2008)年の期間については、「改革と展望」における、平成16(2004)年度～平成20(2008)年度の消費者物価上昇率を用いた。

### (2) 長期(平成21(2009)年以降)の設定

平成21(2009)年以降は、消費者物価上昇率の過去20年(昭和58(1983)～平成14(2002)年)平均が1.0%であることや、「改革と展望」において、平成16(2004)年度～平成20(2008)年度の平均消費者物価上昇率が1.0%であることから、1.0%と設定した。

### 3. 実質賃金上昇率と実質運用利回りの設定

#### (1) 平成20(2008)年までの設定

平成16(2004)年～平成20(2008)年の期間については、「改革と展望」における実質経済成長率(名目経済成長率－消費者物価上昇率)及び長期金利の見通しや、厚生労働省職業安定局による労働力率の見通し等を基礎として、5年間の平均として、これらと整合的な実質賃金上昇率及び実質長期金利(10年国債応募者利回り－消費者物価上昇率)の推計を行った。

#### [実質賃金上昇率]

5年間平均の名目経済成長率	1.9%程度	①
// 労働力人口増加率	0.1%程度	②



$$\begin{aligned} \text{名目賃金上昇率} &= \text{労働力人口1人当たり名目経済成長率} \\ &= 1.8\% (= \text{①} - \text{②}) \\ \text{実質賃金上昇率} &= \text{名目賃金上昇率} - \text{消費者物価上昇率}(1.0\%) \\ &= 0.8\% \end{aligned}$$

# 〔実質運用利回り〕

5年間平均の名目長期金利 1.9%程度



実質長期金利 = 名目長期金利 - 消費者物価上昇率(1.0%)  
 = 0.9%程度<sup>(※1)</sup>



分散投資により追加的に確保される運用利回りの幅(0~0.5%)<sup>(※2)</sup>

実質運用利回り = 0.9~1.4%程度  
 その中間値をとって、1.1%を財政再計算で用いることとした。

(※1) この結果は、運用分科会において、直近のイールドカーブ等からみて概ね違和感のない水準とされた。

(※2) 一定のリスクをとり、国内外の株式等を組み入れた投資分散を行う場合には、運用利回りの見込み値は長期金利よりも高くなると考えられる。現行の基本ポートフォリオは、国内株式、外国債券、外国株式というリスク・リターン異なる資産を組み入れることにより、運用収入が年金財政上の予定を下回るリスクを最小にするという考え方に基づいて設定されており、結果として全額国内債券で運用する場合と同程度の利回り変動リスクをとりつつ、国内債券の期待収益率を0.5%上回る期待収益率が見込まれている。

第1表 足下の実質賃金上昇率等の設定の根拠

	名目経済成長率	消費者物価上昇率	労働力人口増加率	名目長期金利
平成16(2004)	0.5	△ 0.2	0.44	1.3
17(2005)	1.4	0.5	0.35	1.5
18(2006)	2.1	1.2	0.02	1.8
19(2007)	2.5	1.5	△ 0.21	2.3
20(2008)	2.9	1.9	△ 0.22	2.8
5年平均	1.9	1.0	0.07	1.9

出典：労働力人口増加率は厚生労働省の見通し。その他は内閣府「改革と展望－2003年度改定」の参考資料。

## (2) 平成21(2009)年以降の設定

長期の設定については、運用分科会の報告「運用利回りの範囲について(検討結果の報告、平成15年8月27日)」におけるケース2として示された実質賃金上昇率及び実質運用利回りの中央値(端数切捨)を基準ケースとして使用した。(経済好転ケースはケース1、経済悪化ケースはケース3を使用。)

### 〔前提〕

- 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、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%)と設定
  - ※ 平成19(2007)年度までは「改革と展望－2002年度改定(内閣府)」の参考試算と整合的になるように0.2%と設定し、平成20(2008)年度以降の長期的な設定は、平成13年度年次経済財政報告における中長期的な潜在成長率の推計において、構造改革の実行を前提として中長期的には年0.5～1%程度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。
- 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の水準(2.8～3.4%)に、推計で得られた将来(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の推計を行う。
- 実質賃金上昇率は、労働力人口1人当たり実質GDP成長率と同程度とみる。
- 分散投資により、追加的に確保することのできる運用利回りの上限を0.5%と見込んで、実質運用利回りの上限は、推計された実質長期金利の上限に0.5%を加えたものとする。



	基準ケース	経済好転ケース	経済悪化ケース
1人当たり実質賃金上昇率	1.1～1.2%程度 [ 1.1% ]	1.5～1.6%程度 [ 1.5% ]	0.8%程度 [ 0.8% ]
実質運用利回り	1.8～2.6%程度 [ 2.2% ]	1.9～2.7%程度 [ 2.3% ]	1.7～2.5%程度 [ 2.1% ]
(参考) 実質的な運用利回り (=積立金運用利回り－賃金上昇率)	[ 1.1% ]	[ 0.8% ]	[ 1.3% ]

(注)[ ]内の数値は、中間値をとって財政再計算で用いた数値である。



## (参考2)

### 内閣府「日本経済の進路と戦略」参考試算(平成20年1月)について ～ 内閣府資料より抜粋 ～

#### (1) 平成20年の参考試算の概要

- 改革や財政収支改善努力を前提として実現される将来の経済財政の全体像を提示。
- マクロ経済については、「成長シナリオ」および「リスクシナリオ」の2つのシナリオを想定。
- 歳出・歳入一体改革については、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2006」で決定した歳出改革を踏まえ、2つのケースを想定。
  - ・ 歳出削減ケースA：▲14.3兆円の歳出削減の考え方に対応するケース
  - ・ 歳出削減ケースB：▲11.4兆円の歳出削減の考え方に対応するケース
- 試算は、マクロ経済(GDP, 物価等)、財政及び社会保障の相互連関を考慮した計量経済モデル(「経済財政モデル(第二次再改訂版)」(推計式と定義式からなる連立方程式体系))を基礎としている。
- 試算の期間は平成23(2011)年度までの4年間。
- 試算の内容は、
  - ・ マクロ経済の姿：経済成長率、物価上昇率、失業率、長期金利等
  - ・ 国と地方の財政の姿：基礎的財政収支、公債等残高等
  - ・ 国の一般会計の姿：社会保障関係費、公共事業関係費、地方交付税、国債費、税込、公債金等
  - ・ 地方普通会計の姿：一般歳出、地方税、地方交付税、国庫支出金、地方債等

## (2) マクロ経済についての2つのシナリオ

	成長シナリオ	リスクシナリオ
経済の姿	「日本経済の進路と戦略」に沿って我が国の潜在成長力を高めるための政策が実行される場合に、視野に入ることが期待される経済の姿。	左記の政策の効果が十分に発現されず、かつ世界経済の減速など外的な経済環境も厳しいものとなる場合の経済の姿。
生産性 (TFP) 上昇率	足元の0.9%程度(2000年度以降実績平均)から平成23(2011)年度に1.5%程度まで徐々に上昇。 (グローバル化改革、グローバル化のメリットを享受するための規制改革や労働市場改革等の国内改革に加え、企業のIT化・利活用の促進により上昇。)	平成21(2009)年度から平成23(2011)年度にかけて、2000年度以降の平均程度(0.9%程度)に低下。
労働力	高齢者(60歳以上)の労働参加率は、名目賃金と年金給付の比率に応じて変化。	高齢者(60歳以上)の労働参加率は、平成20(2008)年度以降横ばい。
	60歳未満の労働参加率は、労働市場改革を受け、女性を中心に徐々に上昇。 (例えば、30-34歳女性の労働参加率は、平成18(2006)年度の63%程度から、平成23(2011)年度の68%程度まで徐々に上昇。)	60歳未満の労働参加率は、平成20(2008)年度以降横ばい。
世界経済 実質成長率	IMFの世界経済見通し(2007年秋)をもとに、平成20(2008)年度年率3.0%の後、平成21(2009)年度以降年率3.8%程度で推移。	平成20(2008)年度年率3.0%の後、平成23(2011)年度にかけて年率1.5%程度まで徐々に低下。

○ 平成19(2007)年度、平成20(2008)年度の経済成長率及び物価上昇率等は、「平成20年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度(平成19(2007)年12月19日閣議了解)」による。

### (3) マクロ経済に関する主な試算結果

#### ○ 成長シナリオ（歳出削減ケースA）

	平成19年度 (2007年度)	平成20年度 (2008年度)	平成21年度 (2009年度)	平成22年度 (2010年度)	平成23年度 (2011年度)
実質成長率	1.3%	2.0%	2.3%	2.5%	2.6%
名目成長率	0.8%	2.1%	2.5%	2.9%	3.3%
消費者物価上昇率	0.2%	0.3%	0.6%	1.0%	1.4%
完全失業率	3.9%	3.8%	3.6%	3.5%	3.4%
名目長期金利	1.6%	1.7%	2.1%	2.4%	2.9%

#### ○ 制約シナリオ（歳出削減ケースA）

	平成19年度 (2007年度)	平成20年度 (2008年度)	平成21年度 (2009年度)	平成22年度 (2010年度)	平成23年度 (2011年度)
実質成長率	1.3%	2.0%	1.6%	1.3%	1.1%
名目成長率	0.8%	2.1%	1.8%	1.6%	1.6%
消費者物価上昇率	0.2%	0.3%	0.6%	0.9%	1.1%
完全失業率	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%	3.6%
名目長期金利	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%	2.3%

(参考3)

## 最近の物価、賃金などの動向 (1)

	消費者物価 上昇率 ①	賃金上昇率			長期国債 応募者利回り (10年債) ③	実質利回り (③/①)
		きまって支給 する給与	現金給与 総額 ②	実質賃金上昇率 (②/①)		
	(前年比、%)	(前年比、%)	(前年比、%)	(%)	(%)	(%)
平成10(1998)年	0.6	-0.3	-1.3	-1.9	1.518	0.91
11(1999)	-0.3	-0.2	-1.5	-1.2	1.732	2.04
12(2000)	-0.7	0.5	0.1	0.8	1.710	2.43
13(2001)	-0.7	-1.1	-1.6	-0.9	1.293	2.01
14(2002)	-0.9	-1.7	-2.9	-2.0	1.278	2.20
15(2003)	-0.3	-0.4	-0.7	-0.4	0.988	1.29
16(2004)	0.0	-0.4	-0.7	-0.7	1.498	1.50
17(2005)	-0.3	0.3	0.6	0.9	1.361	1.67
18(2006)	0.3	0.0	0.3	0.0	1.751	1.45
19(2007)	0.0	-0.2	-0.7	-0.7	1.697	1.70
	(前年同月比、%)	(前年同月比、%)	(前年同月比、%)	(%)	(%)	(%)
平成19(2007)年 4月	0.0	-0.5	-0.2	-0.2	1.656	1.66
5月	0.0	0.0	-0.2	-0.2	1.650	1.65
6月	-0.2	-0.4	-0.9	-0.7	1.809	2.01
7月	0.0	0.0	-1.7	-1.7	1.879	1.88
8月	-0.2	0.0	0.6	0.8	1.810	2.01
9月	-0.2	-0.3	-0.6	-0.4	1.645	1.85
10月	0.3	-0.3	-0.1	-0.4	1.681	1.38
11月	0.6	0.2	0.1	-0.5	1.664	1.06
12月	0.7	0.2	-1.7	-2.4	1.478	0.77
平成20(2008)年 1月	0.7	0.7	1.6	0.9	1.444	0.74
2月	1.0	1.2	1.5	0.5	1.460	0.46
3月	1.2	1.1	1.5	0.3	1.371	0.17
4月	0.8	0.7	0.8	0.0	1.322	0.52
5月	1.3	0.5	0.8	-0.5	1.663	0.36
6月	2.0	0.2	0.4	-1.6	1.801	-0.20
7月	2.3	0.6	0.3	-2.0	1.704	-0.58
8月	2.1	0.4	0.1	-2.0	1.530	-0.56
9月	2.1	0.1	0.1	-2.0	1.485	-0.60

(出典)総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、財務省公表資料

## 最近の物価、賃金などの動向 (2)

	国内総生産(GDP)			GDPデフレーター		国内 企業物価 上昇率	輸出物価 上昇率	輸入物価 上昇率	雇用者 報酬	雇用者 1人あたり 雇用者報酬
	実額 (名目)	名目 経済成長率	実質 経済成長率		民間最終 消費支出					
	(10億円)	(前年比、%)	(前年比、%)	(前年比、%)	(前年比、%)	(前年比、%)	(前年比、%)	(前年比、%)	(前年比、%)	(前年比、%)
平成10(1998)年	504,843	-2.0	-2.0	0.0	0.2	-1.5	1.4	-4.9	-1.3	-0.9
11(1999)	497,629	-1.4	-0.1	-1.3	-0.5	-1.4	-10.2	-9.3	-2.0	-1.3
12(2000)	502,990	1.1	2.9	-1.7	-1.1	0.0	-4.6	4.7	0.5	0.0
13(2001)	497,720	-1.0	0.2	-1.2	-1.1	-2.3	3.1	2.5	-0.7	-1.0
14(2002)	491,312	-1.3	0.3	-1.5	-1.4	-2.0	-1.2	-1.5	-2.4	-1.8
15(2003)	490,294	-0.2	1.4	-1.6	-0.9	-0.8	-4.0	-0.9	-1.5	-1.5
16(2004)	498,328	1.6	2.7	-1.1	-0.7	1.3	-1.4	4.2	-0.9	-1.2
17(2005)	501,734	0.7	1.9	-1.2	-0.8	1.7	2.0	13.1	0.8	0.1
18(2006)	508,925	1.4	2.4	-1.0	-0.3	2.2	3.1	13.7	1.6	0.2
19(2007)	515,581	1.3	2.1	-0.8	-0.5	1.8	2.2	7.7	0.3	-0.7
	(10億円)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)
平成18(2006)年 1～3月期	123,518	1.7	3.0	-1.3	-0.5	2.1	3.4	19.5	1.8	-0.2
4～6月期	126,639	1.1	2.3	-1.2	-0.4	2.2	2.8	14.5	2.2	0.6
7～9月期	124,276	1.2	2.0	-0.8	-0.1	2.6	4.1	14.4	1.5	0.3
10～12月期	134,492	1.7	2.4	-0.6	-0.3	1.8	2.0	7.3	1.1	0.0
平成19(2007)年 1～3月期	126,777	2.6	3.2	-0.6	-0.7	1.4	3.5	6.4	0.5	-0.5
4～6月期	128,250	1.3	1.8	-0.5	-0.5	1.8	5.5	9.4	0.3	-0.8
7～9月期	125,600	1.1	1.7	-0.6	-0.7	1.6	1.5	4.8	0.1	-0.7
10～12月期	134,849	0.3	1.6	-1.3	-0.2	2.4	-1.7	9.2	0.2	-0.6
平成20(2008)年 1～3月期	126,385	-0.3	1.2	-1.5	0.3	3.5	-6.0	8.8	1.5	1.4
4～6月期	127,168	-0.8	0.7	-1.5	0.4	4.9	-5.1	13.8	0.7	0.8

(注) 雇用者1人あたり雇用者報酬は国民経済計算における雇用者報酬(暦年値)を労働力調査における雇用者数(年平均)で除して算出。  
輸出物価、輸入物価は円ベース指数。

(出典) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、日本銀行「企業物価指数」