

○吉野委員長 それでは、少し時間早いですけれども、皆様お集まりですので、ただいまから、第16回の「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」を開催させていただきたいと思います。皆様、御多用のところをお集まりいただきましてありがとうございます。本日の委員の出欠状況でございますけれども、小塩委員だけが御欠席となっております。それでは、議事に入らせていただきたいと思います。カメラの方は恐縮ですが、ここで退席をお願いしたいと思います。

(報道関係者退室)

○吉野委員長 それでは、事務局から資料の説明をお願いいたします。

○森大臣官房参事官 年金局資金運用担当参事官の森でございます。

初めに資料の確認をさせていただきます。本日の資料につきましては、

資料1 平成26年財政検証における経済前提の範囲について

資料2 年金財政における経済前提と積立金のあり方について(検討結果の報告)(案)

参考資料1 労働力需給推計の概要【雇用政策研究会報告書(2014年2月)より抜粋】

参考資料2 (第6回専門委員会)植田和男委員提出資料

参考資料3 実質的な運用利回りについて

あと、本日御欠席の小塩先生から「報告案に関する若干のコメント」を御提出していただいておりますので、あわせてお配りいたしております。皆さんお手元でございますでしょうか。

○吉野委員長 ありがとうございます。それでは、議事に移らせていただきたいと思います。この委員会は、これまで16回の専門委員会と3回の検討作業班における委員の皆様から議論をしていただきました。本日は、これらの議論を踏まえまして、経済前提及び積立金運用のあり方について取りまとめる方向で皆様から御意見をいただきたいと思います。これでもし取りまとめができましたら、これを年金部会に報告するという段取りでございます。

それでは、報告書の検討に入る前に、前回の専門委員会で御議論いただきましたので、その前提条件に関して、事務局から整理をしていただきましたので、御報告をお願いしたいと思います。山崎数理課長、お願いいたします。

○山崎数理課長 それでは、御説明申し上げます。まず最初に、お手元の資料でございますが、参考資料1、「労働力需給推計の概要」という資料がございますので、まず、こちらのほうだけ簡単に御紹介させていただきたいと存じます。よろしゅうございませうか、縦紙の資料、参考資料1でございますが、こちらは、前回、駒村委員から御要請ございまして、前回の資料では、この労働力需給推計の概要、この1ページ目に当たるところを抜粋したものを御紹介したところでございますが、おめくりいただきまして、これのもう少し詳しい内容につきまして(別紙)というものが公表されておりますので、こちらについ

て配付するよという御要請ございまして、簡単に中身どういことが書いてあるか申し上げますと、「労働力需要ブロック」につきましては、(3)にございまして、「日本再興戦略」における成長分野の追加需要というものを織り込んでいることが書いてございまして、次のページ「労働力供給ブロック」というほうは、労働力率の説明変数の内容ということで、(1)で「基本的なトレンド変化の変数」、(2)で「若年対策」、(3)で「女性のM字カーブ対策」、(4)で「高齢対策」、(5)で「ワーク・ライフ・バランス関連施策など」ということで、下にございまして、労働市場への参加が進むケースでは、この(1)～(5)の全てを前提としているということでございまして。

あわせて、(5)の2番目の「○」を見ていただきたいのですが、前回、山田委員から御質問がありました短時間雇用者比率は2030年に34.7%まで上昇すると想定ということで、これの算出根拠という御質問ございまして、こちらにございまして、これは実績にロジスティック曲線を当てはめたということで説明されております。この次にございまして、中間線は直線補間となっております、到達点自体はロジスティック曲線という頭打ちのある曲線で設定しているわけですが、間を直線で補間しておりますので、そういう意味では直線で延びていって、2030年以降34.7%で水平になる、こういう形で私ども使わせていただいております。

最後のページでございまして、需要と供給を真ん中あたりにございまして「労働力需給調整ブロック」というところで、有効求人倍率と賃金上昇率を媒介といたしまして、需給を調整する、こういう形で推計が行われるということでございまして。こちらの御説明は以上でございまして。

続きまして、資料1に入らせていただきますが、こちらは前回の議論でいろいろと御質問あった部分等を中心に拡充をしたものでございまして、重複する部分が多いということで、前回の資料を拡充した部分に焦点を絞って御説明させていただきたいと存じます。

まず、6ページをおあげいただきたいのですが、TFP(全要素生産性)について、どのようなケースを設定するかという点に関してでございまして、一番下のところでは、前回は、参考ケースと接続するもので1.0%と0.5%という2つのケースということで試算をしておりましたが、中間の0.7%というものが必要ではないかということで、これを追加することをいたしております。

続きまして7ページでございまして、0.7%のケースを追加したということで、今回、そのケースの間の関係はある程度わかりやすくということで、このような概念図でお示ししまして、かつケースに名前をつけたほうがわかりやすいだろうということで、経済再生ケースに接続するもので、将来のTFPがそのまま1.8%で推移するものを(ケースA)、以下、0.2刻みで下がっていきまして、(ケースE)まで、参考ケースに接続するもの、これがそのまま1.0%のTFPでいくものが(ケースF)、その下に0.7%になるものが(ケースG)、0.5%になるものを(ケースH)という形で名前をつけているところでございまして。

続きまして、17ページまで飛んでいただきまして、17ページでございまして、今回0.7%

のケースを追加したということで、こちらにつきましても、0.7%のケースについて試算した数字をこちらに追加しているところでございます。

続きまして、26 ページまで飛んでいただきまして、前回推計におきまして、将来の利潤率が上昇しているというところにつきまして、この辺のメカニズムについてもう少しわかりやすく説明をということで御議論ございましたので、それに対応して、その辺の考え方を書かせていただいたのでございますが、参照するものとして、恐縮ですが、お手元、参考資料 2 ということで用意してございますが、こちらは一昨年（2017 年）の第 6 回のこの専門委員会に植田委員から御提出いただきました資料でございまして、植田委員のお許しを得まして、今回こちらでもう一回参考資料ということで使わせていただくということでございますが、こちら『経済前提の設定』で使用されているモデルとそれによる利潤率計算について」ということで、植田委員で将来の均衡状態を仮定して、そのときに利潤率に対してそれぞれのパラメータがどのようにきいてくるかということの数式で解いていただいているものでございまして、数式の部分の一番下のところでございますけれども、 $r =$ となっている部分、最後の  $=$  で結ばれた式を見ていただきますと、

$$\frac{\beta(\delta + \varepsilon + n) - \delta}{s}$$

という式になってございますが、この分母の  $s$  が貯蓄率、私どものモデルでいうと、ほぼ  $\equiv$  投資率でございますが、これが分母にきている。分子に  $\beta$  として、これが資本分配率でございまして、括弧の中の  $\delta$  が資本減耗率、 $\varepsilon$  が TFP の上昇率、 $n$  が労働成長率、労働投入の伸び率ということでございまして、そういう意味では  $n$  はマイナスということでございますが、 $\varepsilon$  が TFP でプラス。

この式を念頭に置きながら、26 ページの説明を見ていただきたいのですが、まず、今回行っておりますマクロ経済に関する試算の各ケースにおきましては、基本的に全要素生産性（TFP）の上昇率を足下の水準（0.5%）よりは高く設定しているということ。さらに経済再生ケースでは労働市場への参加が進むケースを設定していること。これにより、足下の経済状況に比べて、経済が回復する姿を想定していることから、マクロ経済に関する試算における利潤率の結果は、足下の状況よりは高くなるということで、先ほどの算式をもう一度見ていただきますと、分子のところに  $\varepsilon$  という TFP 上昇率、 $n$  という労働人口の成長率が入っておりますので、 $n$  はマイナスではございますが、比較すると労働成長率の高い参加が進むケースのほうがより利潤率は高くなる。また TFP が高いほど利潤率が高くなる、こういう状況が生じてくるわけでございます。

もう一点、2 にございますように、貯蓄率の低下トレンドに沿う形で、総投資率を緩やかに低下するように設定していることから、資本ストックの伸びが小さくなることも、利潤率の上昇に寄与しているということで、これは植田委員の式で見ていただきますと、分母のところに  $s$  という貯蓄率が入っておりますので、これが緩やかに低下するというこ

で、分母が小さくなると係数は大きくなる、こういう要素が働く、これも寄与していると、こういう2点があるということでございます。

このことは、そういう意味では全要素生産性（TFP）上昇率の水準によらず、参考ケースにおいても該当するということでございますが、それでは、過去の現実の利潤率の低下がどういう要因でもたらされたのかというところでございますが、あちこち資料を見ていただくところが飛んで恐縮でございますけれども、4ページを見ていただきますと、これが各種の指標の過去における計数表でございますが、一番左の欄の「有形固定資産」、これが資本ストックでございますが、これを見ていただきますと、ずっと上昇してきているものが、2008年、ちょうどリーマン・ショックのあった年でございますが、このところでピークに達して、その後は減少基調になっていると、こういうことが見てとれるわけでございます。

一方で、名目GDPは過去十数年、20年近く500兆円前後でほぼ停滞していて、そういう意味では資本ストックが増えるのにGDPは増えていない、これが利潤率低下の原因でございますが、右側に指標がございますが、利潤率の数字、これがずっと下がっていきまして、そういう意味では2008年、資本ストックがピークに達したときに、この利潤率は6.2%でボトムになっている。

よく見ていただきますと、その後、資本ストックが減っていくのとあわせまして、でこぼこはありますけれども、基本的に利潤率はやや上昇基調ということがうかがわれるところでございます。ということで、この辺を計数で見ていただくために、もう一点、前回御要求のあった資料で準備したもので、あちこち飛んで恐縮でございますが、28ページを見ていただきますと、これは前回、武田委員から御要請のありました足下のところでTFP上昇率、これは参考ケースでも0.5%~1.0%まで上がっているのですが、これは0.5%のままずっととめてTFP上昇の寄与は全くない状態にして利潤率がどう動くかを機械的に試算したものがこちらでございますが、このケースの場合には、資本分配率や資本減耗率は過去10年平均、直近の状況を使うということで、足下の利潤率は7.2%と少し高い状態からスタートするわけですが、この場合でも利潤率は緩やかに上がり、2023年で7.6%まで上がる。その後、2055年まで計算してございますが、8.2%まで、上がり方は緩やかであるが上がっていく、こういう状態になっています。

この辺、過去と将来推計と両方並べて指数で見るということをやってみたらどうなるかですが、めくっていただき、30ページを見ていただきますと、上の段に掲げてございますのが資本係数で、これは資本ストックをGDPで割ったもので、資本ストックの大きさをGDPとの対比で指数化したものです。資本係数は高いほど一定のGDPを稼ぎ出すためにより多くの資本ストックが使われていますので、資本ストックの使用効率が悪いことになります。それはすなわちストレートに利潤率が下がることになるわけで、過去の実績を見ていただきますと、1980年代ぐらいまでは資本係数は2.23ぐらいで安定していたものが、バブル期の過剰投資がございまして、この資本係数がどんどん上がっていったという状況で

ございました。

総投資率そのものは、その後、緩やかに下がっているのですが、それでも高めの投資率ですので、ストックそのものはずっと積み上がってまいりまして、2008年になり、ようやくピークを迎え高原状態からやや下がり気味になっている。今、そういう意味では資本ストックの積み上がりが反転して下がる状況にあるということです。右側が将来推計ですが、今、見ていただいたTFP0.5%の場合がこの点線で、反転してやや下がり始めた資本係数の状況、これをほぼトレンドをなぞるような形で進んでいくのがTFP0.5%の場合ということでございます。

前回、試算をお出ししております経済再生ケースの真ん中のTFP1.4%のケース、こちらを実線で書かせていただいておりますが、こちらに関しては、TFPが持ち上がることによりGDPの伸び率が上がる。これはその状態の中で総投資率が下がることにより資本ストック自体はGDPとの対比で見るとだんだん比率を下げていき、この資本係数はどんどん下がっていく。下がってはいきますが、どこまでも下がっていくわけではなく、過去の経済のよかったころの2.3ぐらいの数字に回帰していく、このような形で推移する見込みになっています。それを反映して、その下のグラフですが、過去の実績では利潤率が下がっていき、2008年をボトムにし、その後はやや上昇傾向となっているものをTFP0.5%の場合は非常に緩やかに上昇していき、その意味では2000年代前半ぐらいの水準までは回復するというところでございますし、TFP1.4%の場合は、この回復がもっと上までいき、1980年代の過去大変よかったころまで回復すると、このような推計になっている、こういう関係でございます。

その上、29ページを見ていただきまして、総投資率の推移と労働力人口も一緒に目盛り入ってございますが、過去1980代の経済がかなりよかったころの投資率の水準、これは目盛り右側、二十何%かの投資率の水準ですが、これに比べて足下20%少しぐらい、これが緩やかに下がっていく見込みですが、投資率が将来下がっていき、必要な資本が本当に確保できるのかということですが、1980年代当時は労働力人口が勢いよく増えており、そういう意味では労働力の増加に見合いつつ資本装備率を上げていくことのためにはかなりの投資が必要だったということですが、労働力人口は今や下がり気味で、将来はもっと下がっていくということですので、そういう意味では下がっていった投資率のもとでも、経済成長のために必要な資本は十分確保される状況になると考えているところです。

続きまして26ページに戻っていただきまして、このようなことで、将来、利潤率が上がっていくことに関しては、一応過去の実績と見比べてもそれなりの合理的な根拠があると考えているところですが、そうは申しましてもとところで、3全要素生産性(TFP)上昇率が1.0%より低いと考えられる最近の過去10~20年の期間では、利潤率と実質長期金利の相関は低くなっていることが観察されているところです。このため、参考ケースで2024年度以降の全要素生産性(TFP)上昇率を1.0%より低い0.7%、または0.5%と設定するケースG、ケースHについては、長期金利の設定を利潤率との相関関係から導くので

はなくて、金融市場におけるイールドカーブを勘案したものとするのが考えられます。

具体的には、また、あちこちへ行って恐縮ですが、23 ページをお開きいただきますと、こちらが市場のイールドカーブから導出した 10 年国債のフォワードレートでございますが、10 年後までは内閣府試算を使いますので、長期の設定で考える場合は、この 10 年後のところから 30 年後のところ、ここまでの間の 10 年国債のフォワードレートということで考えればよいということで、測定する時点によりそれぞれ違ってくるわけですが、幾つかの時点で測定して、最近、2012 年 12 月末が一番古い時点ですが、この時点のイールドカーブが一番上になっていて、一番下になっているのは 2013 年 4 月 4 日、「量的・質的金融緩和」公表日のもの、これが一番下の線になっていて、ほかの時点のものは全てこの両者の間にあって、市場のイールドカーブ、これはある程度移ろいやすいものですが、これから考える場合に、上のほうは 2012 年 12 月末における水準、下のほうは、2013 年 4 月 4 日の水準、こちらを参考にして設定してはどうかということで考えたところです。

続きまして、31 ページでございますが、よろしいでしょうか。以上を踏まえ、それぞれケース A からケース H までについて、どのように数値の幅が設定されるかというところの計算結果を整理したものでございますけれども、まず、それぞれのケースで、物価上昇率をどう置くかというところですが、これは内閣府の試算で、TFP1.8%のときは 2.0%、1.0%のときは 1.2%ということで、それを踏まえて、そちらについてはその数値を設定して、TFP がその間の刻みにある部分については、自然にその間を同じように刻むということで置かせていただいております。TFP が低いケースは、一番下の現状程度の 0.5%につきましては、過去 30 年平均の物価上昇率の 0.6%を置かせていただきまして、0.7%は 1.2%と 0.6%の中間で 0.9%という形で置かせていただいております。

実質賃金上昇率につきましては、試算におきまして、投資率について  $\alpha$  と  $\beta$  の 2 つのケース、平均をとる期間で、20 年、25 年、30 年ということで、これで幅が出てまいりまして、それぞれ TFP1.8%のときは 2.2%~2.5%という数字になりますし、一番低いところ、TFP が 0.5%では 0.7%~0.8%になります。

実質長期金利については、利潤率との相関で算出するというところで、これは投資率の  $\alpha$  と  $\beta$  の違い、平均をとる期間の違いに加え、相関をとる期間も 20 年、25 年、30 年ということで、その 3 つで幅が生じてきますので、かなり幅が広い数字になりますが、一番上で 2.6%~3.6%。ケース F までまいりまして 2.1%~2.9%。その下のケース G とケース H については、先ほど申し上げたような市場のイールドカーブを参考に設定することで、上のケース G については、先ほど見ていただいたイールドカーブの上のほうの幅ということで、名目長期金利が 2.6%~3.0%で、物価を 0.9%と設定しましたので、実質はそれを差し引きして 1.7%~2.1%になる。その下のケース H は、名目長期金利を、先ほどのイールドカーブの下のほうを使って設定するというところで、これが 1.5%~2.2%、物価を 0.6%と設定したので、それを差し引きまして、実質は 0.9%~1.6%、こういう水準になります。

続きまして 32 ページの分散投資効果の部分でございますが、今回はこの試算ベースの

ものが間に合っていないので仮のものを出しておりましたが、今回この試算のベースで算出をいたしました。33 ページを見ていただきます。今回は賃金上昇率を上回る運用利回りです。それに基づいた分散投資効果で、前回おおむね 0.4%程度ではないかということで申し上げたものですが、33 ページが分散投資効果の定義を絵であらわしたもので、34 ページが算出結果で、一番右側の欄に分散投資効果の算出結果がございますが、おおむねどのケースも 0.3%ないし 0.5%程度で、ほぼ 0.4%前後という数値が計測されている状況でございます。

続きまして 35 ページ、「足下の経済前提の設定について」は内閣府の試算の数値で、名目長期金利、平成 26 年で 1.0%のものが平成 27 年で 2.1%、ここで急上昇しています。前回、米澤委員から、この辺がどういうメカニズムで上昇するのかということについて、内閣府に確かめておいてほしいという御要請がございまして、伺いましたところ、内閣府のモデルでは、長期金利は短期金利に一定のリスクプレミアムを上乗せした水準に向かうよう定式化されているということで、短期金利については、一般的なテイラー・ルールを想定した定式化を行っています。テイラー・ルールと申しますのは、現実のインフレ率と目標インフレ率の乖離、これをインフレギャップと呼びますが、これが今マイナスになっているわけですが、そのマイナスにある係数を掛けた分だけ金利に下方バイアスがかかる。また GDP キャップ、これも潜在 GDP に比べて現実の GDP が低いとマイナスになっているわけですが、それにある係数を掛けた分だけ、これも短期金利に関して下方バイアスがかかる。これがテイラー・ルールということですが、こういうことで、今、足下の金利が低くなっているということですが、経済再生ケースにおいては、消費者物価上昇率、これは消費税率の引上げの影響を除いたものがおおむね 2 年程度で前年比 2%ぐらいまで高まることを見込んでいますので、2014 年度から 2015 年度にかけて、インフレギャップと GDP ギャップがおおむね 0 になる。これによる短期金利の上昇が生じて、これに伴って長期金利が上昇している。もちろん現実の物価上昇率の高まりも長期金利の上昇に寄与している、こういうご説明をいただいているところでございます。

ということで、内閣府の数字では、2014~2015 年にかけて、特に経済再生ケースで長期金利は持ち上がっているということで、その後、2023 年で見えていただきますと、名目長期金利は経済再生ケース 4.8%、参考ケースでも 3.1%まで高まっている状況でございます。

そういう意味では、先ほど見ていただいた市場のイールドカーブから見た長期金利は一番上でも 3.0%くらいですので、このような形で、インフレギャップや GDP ギャップが解消する。参考ケースの場合は完全には解消しないのですが、ある程度解消する状態では、市場が見ているものよりはもう少し上の金利になるのが本来の姿と考えられます。

36 ページですが、実質運用利回り、経済前提として用いるものとしては、内閣府が設定しておる長期金利に分散投資効果 0.4%を加える。また、長期金利が上昇しますと、既に持っている債券についてはキャピタルロスが生じますので、それによるマイナスも考慮するというところで、両者考慮した結果、使う足下の経済前提では、こちらにあるような数字

で設定をしてはどうかということで準備したところでございます。37 ページは変動を織り込んだ経済前提の設定、これは前回どおりでございます。

最後に 38 ページ、「諸外国の公的年金の財政見通しに用いる経済前提」、この資料を用意させていただいた趣旨でございますが、もう一回、植田委員の参考資料 2 に戻っていただきますと、2 枚目でございますが、「今後に向けて検討を要する点」を挙げていただいております。その中で、最後の(4)「仮に貯蓄が減少するので金利が上がるという方向感が正しいとしても、資本移動が自由に近い世界では、国内金利が海外金利を大幅に超えて上昇するという事は考えにくい、あるところから先はむしろ海外の金利をベンチマークに考え方を整理するのも一法ではないか」という御指摘をいただいております。

その御指摘を踏まえまして「諸外国の公的年金の財政見通しに用いる経済前提」、これでどのような実質利回りを用いているかという資料、これは以前お出ししたことのある資料ですが、改めてこちらにつけさせていただいております。まず左の欄、アメリカですが、アメリカは御案内のように、全額国債で運用していますが、財政検証におきます将来の実質運用利回りの見込みが中位値で 2.9%、高位が 3.4%、低位が 2.4%、このような水準になっています。そのお隣カナダでございますが、こちらは株式等も含めた分散投資を行っておりますが、こちらが実質 4.0%、イギリスは積立金をそれほど持っていないということで、積立金をかなり持っている国ということでは、右から 3 番目のスウェーデン、4.1 年分持っておりますが、こちらを見ていただきますと、運用利回りが実質で中位値で 3.25%、フィンランドの場合は、これも 8 年分くらい積立金を持っておりますが、中位値で実質 3.5%という運用利回り。こういうものと対比して日本の将来の実質運用利回りの水準感を見ていただければよろしいのではないかとということで、参考として掲げさせていただきました。長くなりまして、恐縮でございますが、御説明は以上でございます。

○吉野委員長 山崎数理課長、ありがとうございます。それでは、ただいまの御説明に関しまして御意見があれば、どなたからでも結構ですが、いかがでしょうか。西沢委員、どうぞ。

○西沢委員 ありがとうございます。今の資料で幾つかコメントというか、意見を申し上げますと、まず 2 ページで、「成長経済学の分野で 20~30 年の長期の期間における」とありまして、「コブ・ダグラス型生産関数」とありますが、「20~30 年」というのは削除したほうがいいと思うのですね。皆さんの大学でそういうふうに教えられているのであればいいですけれども、特に 20~30 年と切っているわけではないと思いますし、2009 年の財政検証では、15 年、20 年、25 年でやっていたわけであって、であれば、そのときからこの間、成長経済学の分野で、コブ・ダグラス型は 15~25 年でなくて、20~30 年になりましたという理論的な共有ができていたのであればいいですけれども、そうでなければ「20~30 年」というのは外すべきですし、報告書の中でも 3 ページ目と 8 ページ目に「20~30 年」と入っているのですけれども、それも外すべきです。

続きまして、6 ページ目で、TFP については前回かなり意見を申し上げたのですけれど



も、経済再生ケースというのは、繰り返しになりますけれども、あくまで日本再興戦略を実行して、その効果が発現して得られるものであるという内閣府の説明なのであって、私は内閣府の試算とは明確に一線を画して、この財政検証の経済前提を決めるべきだと思っていますので、前回申し上げましたけれども、経済再生ケースについては、第3回の財政検証に持ち越すべきで、それまで経過観察するべきであるという意見は改めて申し上げておきたいと思います。

続きまして、18 ページ目で、【マクロ経済に関する試算の一例】とありますけれども、一番右側に「被用者年金被保険者の平均労働時間の伸び率」とあるのですが、途中まで平均労働時間が減っていき、2020年代の後半で、あとは平均労働時間の減りがなくなっているとなっていますが、これは確認ですが、JILPT(労働政策研究・研修機構)の推計を踏まえたものなのか、何となく普通に考えますと、労働力参加が進んでいきますと、ワークシェアも進んでいきますし、働き方の多様化で一人当たりの労働投入、労働時間が減っていくような気がしますので、前、山田先生もおっしゃったかもしれませんが、途中でとまるのはどういうことかと思います。

26 ページ目ですけれども、これが今回新しく出てきた資料ですが、幾つかここで申し上げることがあって、1では確かにTFPが高くなると利潤率高くなるという関係が見られるわけですが、それをこの文章では「高くなるもの」と断言しています。確かに断言していいと思います。2は、総投資率との関係の中で書いていますが、「～ものと考えられる」と書いてありますけれども、総投資率が下がると利潤率は高くなっていくので、資本ストックの形成にブレーキをかけて、「考えられる」というよりも、これも1と同様に断言していいはずであって、あるいは2の説明をもっと先に持ってきてもいいのかもしれませんが、資料全体を見ると何となく全てTFPのせいになっているような印象もありますけれども、確かにTFPは内閣府が決めているので、我々としては外生を与えられたと言い逃れができるのですが、利潤率を決める総投資率ですとか、減耗率、資本分配率は我々自身が外生として与えているのであって、ここは何とも言い逃れがないわけでありますので、ここも少し慎重に検討すべきです。「※」の2つ目で、「利潤率は下げ止まり自律的反転の兆しがみられる」と書いてあるのですけれども、4 ページ目に行って、これも数理課長からお話ありましたけれども、今、足下が6.7%の利潤率であって、ここ5年ぐらい見ると、下げ止まり反転の兆しというよりも、6%から7%のレンジの中で推移しているという横ばい傾向であって、今回、例えば成長ケースのTFP1.0の場合でも、利潤率9.0%~9.7%とこの資料で置いているわけであって、今、6%~7%のレンジの中で推移している利潤率が、本当に9.0%~9.7%のほうにぐっと上がっていくのかというところについて私は確信持てないのですね。自律反転の兆しというのは少し苦しいと思います。3について、「このため」とありますけれども、これは小塩委員のペーパーの10番目にも書いてありますけれども、今回市場の金利、イールドカーブを見るというのは、参考ケースの2つ目と3つ目に我々は限定しているわけですが、そうではなくて、小塩委員が言っているのは、

利潤率と実質長期金利の関係は崩れているのであるから、全てのケースにおいて市場のイールドカーブを参照すべきではないかと意見をおっしゃっているわけであって、私も小塩委員のペーパーの2ページ目の10番に賛成です。足下で確認できたのはここ15年の実質長期金利と利潤率の関係を見ると、全く無相関だということが我々確認できたわけであって、前回の財政検証であれば、小塩委員の言葉をかりれば、押し切れたかと思えますけれども、やはり無相関になっているという状況のもとでは、せつかく参考ケースの2番目と3番目については、市場のイールドカーブを見ているのであって、それを全てのケースについて当てはめるという検証の手間隙を惜しむべきでないと思います。

27ページ目に行きまして、冒頭コブ・ダグラスのところで申し上げましたけれども、前回の財政検証では、15、20、25の期間をとっているのに、今回、20、25、30の期間をとっているわけですね。ですので、それをコブ・ダグラスのせいにはしているのかもしれませんが、そうでなくて、合理的な理由があって、20、25、30にするならいいですけれども、そうでなければこれは15、20、25、前回と同じように戻して計算するべきであり、そうすると被用者一人当たり実質経済成長率と利潤率は多分0.数ポイント落ちていくのですね。ですから、そのケースはもう一回やるべきであり、どうしても、20、25、30にするなら、それが説明できるようにしなければいけないと思います。

もうすぐ終わりますけれども、30ページ目で、これはTFPと利潤率の関係をあらわしたグラフですけれども、私、少しミスリードだと思うのですね。確かにTFPと利潤率は関係ありますけれども、繰り返しになりますが、我々のマンドレートといいますか、責任範囲が重いのは、総投資率や資本減耗率や資本分配率の範疇であって、例えば下の(注1)、(注2)を見ますと、(資ーア)、(資ーイ)とあるように、この中には(資ーア)、(資ーイ)は利潤率が変わるはずですが、それがひっくるめられて入ってしまっているわけであって、それはミスリードであるかと思えます。この資料に関しては以上です。

○吉野委員長 西沢委員、どうもありがとうございます。少し皆さんからお聞きしますが、一番最初のところは、20年、30年という、これは私もカットしたほうがいいように思いますけれども、特別にこういうことはないと思いますので。今、数理課長、何かありますか。それとも皆さんから先に御意見を聞きましょうか。

○山崎数理課長 はい。

○吉野委員長 皆様、ほかに御意見があればお願いしたいと思います。いかがでしょうか。川北委員、どうぞ。

○川北委員 30ページの【参考3】のグラフの説明において、1つは過去の推移に關しまして、資本ストックが上昇し、GDPとの比率が上昇していると。これに関してバブルの影響もありといった説明が少しあったと思うのですが、分析をしてみると、例えば小売が大型店舗化している、通信が携帯電話の設備投資を活発化しているとか、そういう影響もあったと思います。

片方で、そういう過去の資本ストックとGDPの比率が上昇している中で利潤率が低下し

ているということに関しまして、植田委員の提出された資料に基づくような説明で対応されようとしていると思うのですけれども、現実にはそんな簡単なものではなくて、多分日本の例えば IC 産業に象徴されるような競争力の低下という影響も当然にあるわけなので、そこを無視して単純な説明でここを終わらせるのは非常に乱暴ではないかという気がします。

将来に関しましても、もちろんこのモデル上、資本ストックと GDP の比率が低下することによって利潤率が上昇する、その計算のプロセスというか、ロジックは理解できるのですけれども、果たして、もしこういう姿を想定されて、それに基づく経済前提の置き方をされるのであれば、どういう経済の姿を描かれているのか、そこを少し具体的に説明されるべきであって、単純に係数を置いたから、こうなるということでは、そういう説明を受けた国民の納得感が得られるのかどうかという気がします。

ということで、資本ストックと GDP の比率が減少し、かつ労働力人口が減少する中で TFP が上昇していく。これは多分日本の競争力が向上していく、もしくはサービス化、産業化していき、すばらしい企業が登場するといった、これは一例なのですけれども、どういう経済の姿を描いたときに、内閣府が想定するような経済の状況になって、それに即したような利潤率なり名目の運用利回りなり、そういうものが得られるのか、記者プレスをされるときに少し説明されたほうがいいと思いますし、年金部会でこの経済前提を報告されるときにもそこは少し報告をしていただきたいと思います。以上です。

○吉野委員長 ありがとうございます。ほかにございますでしょうか。駒村委員、どうぞ。

○駒村委員 先ほど西沢先生が言及された小塩先生の 2 ページの御指摘の 9、10 は、確かに特に 10 についてはそのとおりなのかと思いますので、テクニカルな資料としてはこれも加えていただいたほうがいいのではないかという感想は持ちました。

それから、これは後での報告書の書き方になるのですけれども、「経済再生ケース」と「参考ケース」という言葉の使い方ですが、これは内閣府が「経済再生ケース」と「参考ケース」と使って出してきたわけですが、この専門委員会でも、参考ケースというラベリングでいくと、これはあくまでも参考になってしまうので、本当に「参考ケース」というラベリングでいいのだろうか。先ほどの西沢先生の意見にもつながる部分ありますけれども、この A から H というケースは、最後の 3 つがラベルが「参考」とつけると、これから先の年金部会に、経済前提の数字を持っていったときに、何かこれは参考なのだからということで軽視されてしまうのではないかという心配はあるので、ラベリングはそのまま内閣府が政策目標の中でつけたラベリングを同じ言葉遣いでこの委員会で使ってもいいかどうか、これは後の議論になるかもしれませんが、気になっています。以上です。

○吉野委員長 ありがとうございます。ほかにいかがでしょうか。よろしいでしょうか。植田委員、お願いします。

○植田委員 御説明はまだなかったかもしれないのですけれども、参考資料 3 にかかわる

点なのですから、後にしましょうか。

○吉野委員長 どちらにしましょうか、参考資料3は、後のほうがよろしいですか。

○山崎数理課長 お願いします。

○吉野委員長 お願いします。

○植田委員 参考資料3でも、あるいは全体的にもそうなのですが、利潤率ないし利子率が上回る度合いと TFP 上昇率との関係なのですが、TFP 上昇率が上がると賃金上昇率を差し引いた実質的な運用利回りが下がっていくと計算結果も出ていますし、こういう主張が随所に見られるのですが、何か変だなと思って私はずっと考えていたのですが、例えば提出いただいた参考資料2の私の計算の1ページ目の英語で書いてある最後のところに(2)利回りの式がありまして、賃金上昇率を上回る部分を出すには、ここから賃金上昇率を引けばいいのですが、ここでは、その下に書いてありますように、賃金上昇率は一人当たりで引きますと  $\varepsilon$  なので、これを引き算しますとどうなるかということ、 $\varepsilon$  の係数は  $s$  分の  $\beta = -1$  になるのです。現在の設定では  $\beta$  のほうが  $s$  より大きくなっていると思いますので、 $s$  分の  $\beta = -1$  がプラスなので、 $\varepsilon$  が上がったときに両者の差は上昇するというふうに出るはずなのです。利回りと賃金上昇の差は TFP 上昇率は上がると出るはずなのだと思うのです。シミュレーションの結果では逆に出ているようですし、それから、小塩先生の提出資料の1番がまさにその問題を書いていまして、両者の差をここで「 $\alpha$ 」と呼んでいるのですけれども、 $\alpha$  は TFP 上昇率が低いほど高くなる。

それはそのほかの資料どおりなのですが、この計算の根拠が、小塩先生の資料の3ページに示されていて、このとおり見ていくと計算合っているのですけれども、ポイントとしておかしいのは、式の下から3番目のところに「定常状態における労働者一人当たり資本ストック  $k$  を計算すると」というのが出ていまして、そこにある式になるのですが、ここでの  $A$  は TFP ですので、ずっと上昇し続けるのです。つまり、ここで定常状態と呼んでいる  $k$  はずっと減少を続けることになります。もちろん利子率にいくと、その下の式なのですが、 $A$  が上昇を続けて  $k$  が減少を続けるので、両方が打ち消し合って、利子率は一定になるのですけれども、ということで、普通の意味では *stilly state* ではない状態を扱っているのです。昔、習った成長理論の話を出して見ますと、技術進歩に *Hicks neutral* と *Harrod neutral* というのがあって、どちらかは定常状態がないという話がありましたね。この資本にも労働にも中立的な技術進歩だと定常状態はないのだと思うのです。労働節約的な私が計算したようなケースだと定常状態が出てくると思うのです。だから、私はそちらのケースを計算したのですけれども、この小塩先生の計算は使っているのであれば、 $\alpha$  は TFP と逆相関するのですけれども、きちんと *stilly state* があるケースを考えると TFP とプラスの相関になりまして、出てきているシミュレーション結果、もちろんシミュレーションは *stilly state* をきちんと見ているわけではないので、途中のところを計算しているわけですが、*stilly state* を何となく頭に置いて解釈をしているというやり方と少しそぐわないところがあるなという感じを見つけまして、私もどう

対処したらいいかわからないのですが、テクニカルなコメントです。

○吉野委員長 どうもありがとうございます。森参事官。

○森大臣官房参事官 今回の点につきましては、多分逆相関まで言えるかどうかという御指摘で、感応度の差というのは多分あると思いますので、「逆相関」というところの表現を変えさせていただくと、問題はないのかなと存じております。

○植田委員 *stilly state* ということは余りシミュレーションについては言わずに、逆相関のところを弱めていただければ、とりあえず扱いはそれでいいとは思うのですけれども、何か変だなという気持ちは残る。

○吉野委員長 米澤委員、どうぞ。

○米澤委員、今のとは関係ないのですけれども、川北委員の意見に若干関連して、利潤率がかなり高くなっていき、長期においてどのような姿を想定しているのか、1つ強引に解釈すると、これは利潤率は上がっていくのですけれども、投資率ですか、それは貯蓄率を抑えていますから、そこは高くなっていかないのです。ですから利潤率は高くなっていく、企業ももうかっていくのですけれども、設備投資はそんなに行っていないということで、非常に現場的に言えば、日本の企業は今まで余り利潤がないのかかわらず、どんどん設備を拡張していったということで、かえって泥沼化して競争力がなくなったし、株価も余りついてこないということを指摘する人がいるので、ここで書いているシナリオは、そういうところから脱出して、ほどよい設備投資の伸びをもっていくということで高利潤が獲得でき、齊藤誠さんが言うような、設備だけどんどん増やしていくのではなくてというようにところに対応していると想定できます。以上です。

○吉野委員長 ありがとうございます。ほかにありますでしょうか。よろしいでしょうか。それでは、山崎数理課長、幾つか文面も含めてあったと思うのですけれども。

○山崎数理課長 それでは、御答弁漏れているところありましたら、また御指摘いただくということで、今、とりあえずお返しできる部分のところだけお返ししたいと存じますが、まず、西沢先生からのお話ございまして、20～30年、私ども20～30年と書かせていただきましたのは、必ずしも定まった教科書があって、経済の長期推計は20～30年だと書いてあるわけではないのですが、幾つかの書物とか、実際に長期推計が行われているところが出されているのを見ますと、通常、経済予測を短期・中期・長期と区分した場合に短期は2年ぐらいまで、中期が大体10年ぐらいまでで、10年を越えて30年ぐらいまでが長期。ところによっては、20～50年ぐらいを長期推計と呼んでいるところもあるので、最大公約数的に見れば20～30年ぐらいを長期と呼んでいいのではないかとということで書かせていただいたところですが、必ずしもこれでないとどうしても困るというものではございませんので、その辺のところはまた修正していただければと存じます。

それから、18ページのところのお話で、一番右側の被用者年金被保険者の平均労働時間の伸び率のところ、途中からずっとマイナスで時短で進んでいるのが伸びがゼロになっているということで、根拠はJILPTの試算かということですが、こちらは「労働力需給推

計の概要」という参考資料1でございますけれども、これをめくっていただきました「労働力供給ブロック」の(5)のところでございます。一番上の「○」のところに、長時間労働の抑制や年次有給休暇取得率の向上により、フルタイム・短時間雇用者の平均労働時間は、2030年までにかけて減少する。その中のフルタイム労働者は、2030年に172時間まで減少するというので、2030年のところまでJILPTでこの減少を見込んでいる。それから先は数値ございませんので、その状態でとめているということで、こちらが根拠ということでございます。

それから、金利と利潤率の関連の話がございまして、こちらは資料1の20ページの右下でございますが、平成21年財政検証で対象とした期間、これが1982~2006までの間、おおよそ25年、過去25年、20年、15年ということで、これで算定した。今回はこれを過去30年、25年、20年ということで用いていて、これを前と同じように、25年、20年、15年で用いてはどうかという御提案でございますが、実のところ、利潤率と実質長期金利の関連を見るという考え方で見るときの実質長期金利は、金利が自由化された以降のものでないと、規制金利ですと、そもそもこういう関係出てまいりませんので、そういう意味では1978年以降、そのデータしか基本的に使えないということで、21年のときにはそういう意味では最大過去29年しか用いることができないということで、安定性から考えますと、2点だけでは心もとないので、過去15年のところは相関が低くて使いにくいのですけれども、あえて安定性を重視して、この3点をとったということでございまして、今回は5年時点が経過いたしましたので、1983年以降ということで、過去30年もとることができるところをとるのが適切ということで、そういう意味では30年と25年、相関係数は低いということではございますが、前回15年のところを低いものを取りましたので、安定性を重視して、この20年もとるということで考えたところでございます。25年、20年、15年をとるということでは、非常に相関の低いところのほうが主にとられることになりまますので、これは利潤率との相関を考えるという考え方とは反したものになってしまうのではないかと考えているところでございます。

それから、川北先生からの御指摘でございまして、過去の利潤率の低下というのが、資本ストックが積み上がっていったことだけに帰するのは少し乱暴で、現実には日本経済の競争力低下という要素があるのではないかと。まさにおっしゃるとおりでございまして、そういう意味では資本ストックが積み上がっていき、それだけ投資をして、それに対応して競争力が増えていけば、本来GDPももっと上がっているはずでございまして、そうすると資本係数がこんなに上がらなかったはずですが、現実にはそこがTFPも低く、競争力が低下したことによって、ある意味、その結果として資本係数が上がっていつている、そういう状況があることかと存じます。

将来に向けて、これが改善されていくということであれば、これは自動的にこうなるということではなくて、それなりの戦略があって、そういうことでTFPが上がっていくとい

うことでないということで、これはまさに日本再興戦略全体がそのための戦略だということとございまして、そういう意味では、厚生労働省もある意味、健康づくりとか、そちらのほうでは一翼を担っているわけとございしますが、こちらの日本再興戦略というものが基礎にあって、その上での TFP 上昇なのだということをしかり強調しないとイケないというのはおっしゃるとおりかと存じます。

それから、駒村先生からの御指摘で、「参考」という言い方をすると、ケース間でかなり比重の重さが違いがあるのではないかと受け取られるのではないかとということで、7 ページとございしますが、こちらで見ていただきまして、内閣府試算に準拠している期間につきましては、オリジナルの内閣府の何をとっているかということがわかるようにということで申しますと、これは経済再生ケース準拠、参考ケース準拠と言わざるを得ないということですが、右側のほうで、それを延長しているケースにつきましては、フラットにケース A～ケース H までということで、名称は並べるとということで、私どももその辺のところは、ケース間にある意味軽重がないような形でフラットに並べさせていただくということで、名称について、それなりの配慮を払ったということでございまして。

植田先生に関しましては、今ほど森参事官からお答え申し上げましたように、感応度の違いというようなことで整理させていただきたいと存じます。

全部答えきれたどうかかわからないのですが、とりあえず私のほうでお答えできるところにつきまして、お答えさせていただきました。

○吉野委員長 また、見つかると思えますけれども、先に「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について」、報告書案について、森参事官から。西沢委員、どうぞ。

○西沢委員 今、15、20、25 で切ることについて、例えば短期だと相関が薄れている、だから長めにとっているというのは、これは学校でも教えていることなのですか。例えば足下で相関が薄れてきたのであれば、むしろ小塩先生の言うような、9 番、10 番、この相関が薄れてきているのであれば、今の理論を留保して、小塩先生が言うように、今度別の方法で、今の理論の足らざるところを補うという方向に進むべきであって、相関が薄れて長いのをとるとするのはおかしい話ですね。皆さんがそういうふうな学校で教えているならばいいですけれども、そうでなければ、小塩先生の 9、10 のところをむしろ重視する方向に行くべきだと思いますし、米澤先生が強引に解釈すればとおっしゃった。これは資本がなくても日本の企業はもうかるということだったかと思うのですけれども、我々の経済シナリオというのは強引に解釈したシナリオではなくて、普通に考えてこうなるという経済シナリオでないとなら誰も説明できないはずであって、強引に解釈してはイケないと思う。こうなりますよと、みんな子どもでもそうなるのだろうなといったシナリオにしないと、政府も日本再興戦略、私、詳細に記憶してないのですけれども、設備投資を活発にとか言っていると、おかしいですね。ですから、それはもう一回、日本再興戦略をきちんとみんなで見直しして、自然なシナリオを描かないとイケないと思います。

○吉野委員長 ありがとうございます。いかがでしょうか。これは最終報告と、そこにま

た行くところにも関係しますので、先に森参事官から、これを説明していただいて、もう一度戻るといふ形にさせていただきたいと思ひます。

○森大臣官房参事官 山崎数理課長から、説明いたします。

○山崎数理課長 それでは、資料2の検討結果の報告ということでごさいます、まだ、いろいろと御議論あるところでごさいます、ざっとこちらを説明させていただきます、また御議論続けていただければと存じますが、資料2あけていただきます、報告書案の構成でごさいます、第1部として「平成26年財政検証における経済前提の範囲について」ということを掲げてございまして、1のところ「財政検証に用いる経済前提の基本的な考え方」ということで、これば(2)の下にごさいますように、forecast というよりも、projection という、複数ケースの前提を設定し、結果についても幅を持って解釈する必要あるということ掲げてございまして。

めくっていただきます3ページでごさいます、これは手法につきまして、上から3行目のあたり、今回も基本的には前回の財政検証と同様の手法を用いることとする。ただ、改良の余地が残されている点については、可能な限りの改善手法をとる考え方でございまして。

次に4ページでごさいます、「経済モデルの建て方とパラメータの設定について」ということで、コブ・ダグラスの式を書きまして、(2)で、今回はパラメータごとに幅を持った設定を行うことと、あと、その組み合わせに関しては、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るべきであるという点を書いてございまして。

次の5ページでごさいます、TFP 上昇率については内閣府の試算を踏まえつつ、その試算のみにとらわれない幅広い設定を考へるといふことで、こちらでケースAからケースGまでの8ケースについて書かせていただいております、(4)が資本分配率、資本減耗率の設定の考へ方、(5)が総投資率の設定についての考へ方といふことでございまして。

7ページでごさいます、労働投入量についてといふことで、21年で改良いたしましたマンアワーベースを用いるといふことで、労働力需給の推計を用いて行ふ。(7)がパラメータの組み合わせの考へ方といふことで、TFP が高いもの、低いもので組み合わせの仕方を合理的に考へるといふあたりが書いてございまして、(8)で需要側の要素を考へるといふことで、潜在GDPの使用といふあたりが書いてございまして。(9)が経済モデルを用いる期間といふことで、これは20年、25年、30年、少し御議論のあったところですが、この期間について、平均値を算出したといふあたりが書いてございまして。

次の9ページでごさいます、「経済前提の設定に係る他の論点について」といふことで、これは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といふ考へ方で、過去20~30年の平均の実質長期金利に将来の利潤率の過去の利潤率に対する比率を乗じるといふ考へ方といふあたり。TFP が1よりも低く設定するケースについては相関関係が低いので、相関関係で設定する方法はとらないといふことで、それにかわる方法として、(イ)にごさいますように、金融市場のイールドカーブに基づく設定を行うといふあたりを書かせ



ていただいております。(ウ)で分散投資効果について実質的な期待リターンから算出して分散投資効果は0.4%前後の数値ということでございます。

(2)が物価上昇率の設定、(3)が足下の経済前提を内閣府に準拠すること、(4)変動を織り込む場合の経済前提の設定ということでございます。

最後に、11ページ、12ページでございますが、11ページか内閣府に準拠した足下の経済前提の設定、12ページが、全体のケースAからケースHでの経済前提の範囲の数値、右側に参考として、実質経済成長率を書かせていただいております。第1部はざっとこういう構成でございます。

○森大臣官房参事官 引き続き第2部でございます。第2部につきましては、平成22年12月の「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報告書」、もしくは内閣官房の「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」の御提言を踏まえて整理を行っていただいたところでございます。

年金給付につきましては、賃金上昇率に連動して増加するというところでございまして、恐縮ですが、先ほど植田先生に御示唆いただいた参考資料3の賃金上昇率を上回る運用利回りについてですが、ポンチ絵風に示しておりますけれども、年金給付費につきましては、1ページ目でございますけれども、新規裁定者の年金額が賃金上昇率により上昇していくことにより、年金給付費全体が賃金上昇率に連動していくということにつきまして、わかりやすく説明しております。

ということで、運用目標としましては、名目値がひとり歩きすると、議論が混乱した御経験もございまして、名目賃金上昇率を上回る $\alpha$ で設定する。これは先程小塩先生にも御指摘いただいた次第でございます。

今回の財政検証におきましては、複数のケースを幅広く示すということで、年金積立金の運用の目的は年金財政の安定化ということでございまして、今回皆様方に合理的に設定していただいたケースに十分に対応する必要があると考えております。先ほどの参考資料3の2ページの「TFPの各ケースにおける賃金上昇率を上回る実質的な運用利回り( $\alpha$ )」、1行目の「○」は御指摘いただいたように逆相関というのは書き過ぎなのでございますけれども、見ていただいたように、ケースAからケースEは、経済再生ケースに接続するもの、参考は参考ケースに接続するものがケースFからケースHでございますが、これにつきまして、実質的な運用利回りを見ていただくと、名目運用利回りが一番高いはずのケースAが実質運用利回りが低く、ケースEで実質的な運用利回りが最大になっております。この点からしますと、ケースEの中間値1.7%をとれば、皆様が想定していただいたケースに幅広く対応できるということで、これを採用することは妥当ではないかと考えております。

その場合におきまして、経済前提の各ケースでTFPが高めに出る。これは事前には予測できないのですけれども、そういうケースもございまして、経済が好調な場合にはより慎重なリスク管理が考えられるということでございます。

お手元の資料には TFP 上昇率と実質的な運用利回りが逆相関にあることを書いてございますが、ここは先ほどの植田先生の御指摘を踏まえまして、例えば「経済前提の各ケースも踏まえ」という形で表現を改めさせていただきたいと存じます。

15 ページにつきましては、「リスクの示し方等について」で、これは前回御説明したとおりですが、今回新しい追加のリスク指標としましては、下振れリスクが重要ということでございまして、これはリスク性資産が多くなれば下振れリスクは多くなるのですが、他方、名目賃金上昇率といいますと、いわゆるタンス預金では通常の経済では名目賃金上昇率から必ず下振れしてしまうということでございますので、1つの指標として全額国内債券運用における下振れリスクを超えないことを新たなポートフォリオの指標とするということを追加しております。

16 ページは「基本ポートフォリオの設定期間等について」でございまして、17 ページは「運用手法等の具体的な検討の在り方について」、これにつきましては、3つ目の「○」ですが、前回、駒村委員から御指摘いただきまして、国民に対する説明責任、これは年金財政の影響も踏まえることは重要だろうということでございますので、前回のものに「年金財政に対する影響等も踏まえつつ」ということを追加させていただいています。

18 ページについては、「全額国債運用・国内債券中心の運用について」、19 ページは「運用対象資産の多様化等について」、20 ページは「アクティブ運用等について」、21 ページは「成長分野投資、社会的投資（ESG 投資を含む。）について」でございまして、基本は具体的な運用手法につきましては、専門的な GPIF に任せるということございまして、ただ、ガバナンスの基本はステークホルダーによるところの関与でございますので、適宜年金部会なり、このような場において議論していただくという形でございます。以上でございます。

○吉野委員長 山崎課長、どうぞ。

○山崎数理課長 済みません、1点補足といいますか、植田先生の御提出の資料で、先ほど中ほどの(2)と書いてある式で、 $s$ 分の $\beta$ 、これが2ぐらいの数字と1より大きいので、 $\varepsilon$ にかかっている部分が1より大きいということで、そういう意味では賃金上昇率が $\varepsilon$ なので、 $\varepsilon$ が大きくなると間差は拡大するはずではないか。これは確かにそのとおりなのですが、ここにある $r$ は利潤率でございまして、そういう意味では、こちらの推計で言うと9~10%になるような高い数字で、実際の実質利率はそれに0.3ぐらいがかかった数字、相関がかかっておりますので、そういう意味では2がかかっているものに0.3掛けますと0.6とか、そういう感じになりますので、そういう意味では感応係数が縮小されて、逆相関とまでは申しませんが、TFP に対する感応度は賃金よりも弱くなると、そういうメカニズムかと存じますので、そういう御説明を追加させていただきます。失礼いたしました。

○吉野委員長 ありがとうございます。それでは、いかがでしょうか。米澤委員。

○米澤委員 基本的に運用のあり方は、今、説明していただいたことで私も賛成ですというか、私の理解が正しいとすればということで、年金財政、財政検証に資するときはポー

トフォリオのリスクは、今までと同じように全額国債で運用したときのリスクを踏襲しようということに読んだので、それは前回の財政検証と基本的に同じ格好で少しポートフォリオ効果を図っているということで、それは私も非常にいいと思います。もしそれが正しいとすれば、財政検証ですから、そのところを高いようなバラ色なところで運用利回りをやるよりはかために置いておいたほうがいいと思います。

他方、公的年金運用のほうで、いろいろ指摘も受けてございますので、今後、デフレ脱却してインフレ、ここでいうと賃金の上昇率は高まって、先ほど植田先生も少し御懸念したような状況になったとすると、それでいいかどうかというのは、その問題に関しては基本的には、先ほどの考え方ですけれども、少し自由度は GPIF のほうに与えて、何かというと、根幹としては、新しくショートフォール確率みたいなものを考えて、それが全額債券で運用した場合よりは下がらないというような基本であれば、GPIF においては必ずしも全額債券運用並みのリスクというのはこだわらなくていいと読めているのですが、そうであるとすれば、そのところの二分法というのはいまい工夫かと思っています。

あくまでも目標としては、そんなに高い目標を与えてはないのですけれども、年金財政上の視点から見れば、例えばもう少しリスクをとってもいいような場合にはとる余地が残されているという格好で運用するのが現実的かと思っておりますので、私がそのように読んだのですけれども、そのような格好で書かれたとすれば、いいのではないだろうかと思えます。

ただ、2～3、細かい点なのですから、少し違和感があったのですが、13 ページの下から2つ目の「○」で、「より高い収益を求めアクティブ運用を認めるという既存の方針」、このところに「アクティブ運用」という言葉が違和感あるのですが、アクティブ運用というのは広い意味で全部含めればいいのでしょうかけれども、ここでは私の見方としてはアクティブ運用ではなくて、「基本ポートフォリオからの乖離」という表現がいいのではないかと、そういう趣旨で書かれているのであれば、そういう格好で、もし、そうでなければ改めて教えていただきたい。

それから、20 ページのところですが、ベンチマークについては、今度はファンダメンタル・インデックスみたいなのが入ってきて、公的なほうで述べていた、例えば「ROE」という言葉が抜けているのですけれども、それは入れておいたほうがいいのではないのでしょうか。企業もこれから ROE を目指すような誘引をもたらすためにも、先ほどの川北委員とか、少しでも実現性を高める意味でも、そういうところに残しておいていただいたほうがいいのではないかと感じがします。以上です。

○吉野委員長 ありがとうございます。ほかに御意見だけ先に伺ったほうがいいと思うのですが、駒村委員、どうぞ。

○駒村委員 先ほどの質問に対して、参考ケースというのは内閣府のつくる過程の意味での参考ケースであって、委員会として、これが参考ケース扱いにするわけではなくて、全てのケースがイーブンに扱っているということは確認していただいたのでそこは結構だと

思います。

後半の運用のあり方についてなのですけれども、2点ほどありまして、13ページの下から2つ目の「○」で、「拠出者代表を含む」とこう書いてあるわけですが、それはそのとおりなのですが、文言で加えていただきたいのは、17ページの上から2つ目の「年金積立金は」というところなのですけれども、現在運用の議論になっている年金積立金のほとんどが厚生年金であって、いわゆる普通の税財源で集めた公的資金とまた性格が違うわけですね。したがって、できましたら、本委員会の後の労使の代表のところを、先ほどの「拠出者」という言葉を使って、「保険料の拠出者である労使代表等も」と、より資金の性格が年金保険料であることを念押しをするような、どういう立場で労使がここで意見を言えるのかということを確認できるような文言が入っていたほうがいいのではないかと思います。

それから、もう一点は、これは単に説明があったのかもしれませんが、私が忘れてしまっただけなのかもしれません。16ページ一番上の「○」の「会計検査院から求められている定期的な検証の際等機動的に行うこととする。」、このところ説明をいただけますでしょうか。前回説明があったのかどうか、記憶が定かではありませんので、ここが何を意味しているのか、解説をお願いいたします。

○吉野委員長 ほかにいかがでしょうか。お願いいたします。

○小野委員 ありがとうございます。まず、第1部ですが、私も駒村先生と同じで、この8つのシナリオ、今までの議論の中では、将来予測はプロジェクションであるとか、基本的に将来は予測できないという前提のもとに議論した結果、幅をもって設定することということになった、これを受けての8通りのシナリオということだと思いますので、どれがメインだということなく、並列的にどれも強調せずに表示していただきたい。今後の話も含めて、これはお願いになります。

その中で2点質問なのですけれども、これは経済前提については8通りということになりますけれども、これに加えて、人口のシナリオというのがあったかと思うのですね。前回ですと、出生低位・中位・高位という3通りがあったかと思うのですが、これについてはどう御対応をされるかという話が1点です。

もう一つ、最後にデフレ等を考慮した場合の4年周期でプラスマイナス幾つというようなことでシミュレーションを行うということだったのですけれども、この具体的な見せ方がいま一つわからない。4年毎に波を打って、それでシミュレーションをするのかどうかというようなあたり、イメージがあればお伺いしたいという点です。

第2部ですけれども、前回、時間がなくてコメントも差し上げられなかったのですけれども、基本的にリスク・リターンのベースになる数字は年金部会なりで御議論を受けて十分 GPIF と連携した上で進めていくのがいいと思いますけれども、そこから先のある種、有効フロンティアを上方にシフトするようないろんな投資対象であるとか、投資の戦略であるとか、こういったものはある程度 GPIF にお任せするというような話になっていくというのが常識的といえれば常識的かと思います。ただ、例の有識者会議の報告について、少し御

指摘申し上げたが、受託者責任がやや ERISA（エリサ）法的な民間年金基金に寄ったような表現が少しあるかという印象を持っています。国全体の資金ということなので、例えば債券、比率を下げるということで買い手は誰になるのですかという話になって、これが日本国内で閉じた世界とすると、結局年金はいいけれども、日本国内全体見たらそんなに変わらないのではないかと思います。その意味では、受託者責任を考える上で日本全体の投資ということを考えて少し違った論点があると思います。

前々回、年金数理部会のお話をさせていただいたのですが、私は GPIF で下方リスクなどを評価するときに、年金数理部会で毎年の財政決算の評価のようなことをやっていらっしゃると思いますが、そのことを踏まえると、毎年毎年の債務の評価の中で、その年以降のキャッシュフローを、足下の賃金上昇率に連動する部分と、足下の物価上昇率に連動する部分が区別できると思いますので、そういったものも考慮しながらダウンサイドリスクのようなものを計測することができればよりよいリスク管理になっていくのではないかと思います。以上です。

○吉野委員長 小野委員、ありがとうございます。ほかにございますでしょうか。武田委員、どうぞ。

○武田委員 コメントを2点させていただきたいと思います。1点目は小塩先生が出されている資料にあった点が、幾つか鋭い御指摘かと思う点がございまして、後半の、先ほど西沢委員からもございましたけれども、例えば並列で市場のイールドカーブを使うケースを単に当てはめたらどうかというあたりですとか、それから、最後に合理的に想定された各ケースにおいて必要とされる実質的な運用利回り（ $\alpha$ ）に十分対応できるケースは、（ケースE）の中央値1.7%というところが、いま一つ、最終的にどうして、これにするのか、そのあたりをある程度きちんと納得性ある形で御説明いただいたほうが納得性は得られるのではないかと感じておりますので、小塩先生の質問と同じになるかもしれませんけれども、その点が1つでございます。

それから、2点目といたしまして、今回これだけシナリオに幅を持たせて、皆で慎重なケースはどういうケースか、高いケースはどういうケースかということで大分議論してきたわけで、幅を持たせた意味がどこにあるかというところに立ち返りますと、最終的に運用目標利回りは1つになってしまうのかもしれないのですけれども、幅を持たせた意味は、慎重な経済状況、要するにももちろん経済再生ケースは私も望んではいますけれども、仮に比較的慎重なケースで日本経済が推移してしまった場合でも、年金財政が補完・形成を維持できるように将来必要な制度改革を行っていくことがそれにつながる形になる。つまり年金財政の慎重シナリオの姿を明らかにすることによって、今後の改革につなげていくことが恐らくあったかと思っておりますので、そのあたりは一言どこかに言及していただいてもいいのではないかと。そうでないと、何のためにこれだけ幅を持ったシナリオで年金財政を相当労力かけて幅広く数字を用意したのかということが我々の意図がなかなか伝わりにくいのではないかと感じました。以上です。

○吉野委員長 ありがとうございます。ほかにいかがでしょうか。西沢委員、どうぞ。

○西沢委員 2つありまして、先ほどと重複を避けまして、4ページ目、(2)で、「平成21年財政検証では3通りの設定を行い」ということで、このときはTFP0.7%、1.3%で幅が0.6%だったのですね。今回、0.5%から1.8%ということ、1.3%まで広げているわけで、やはりここについて、単に内閣府で出したからというだけでなく、合理的な説明ができないのであれば、くどいですがけれども、私は1.8%は要らないと思います。何で前回0.6%で今回1.8%から0.5%まで、1.3%も幅を拡大するのですか。ここの文脈から読むと不確実性が増しているということになりますから、ここはあくまで有識者の会議なので合理性を追求して文章をつくっていくべきだと思います。

あと、14ページ目で、これは2つ目ですがけれども、これは第2部のケースEをなぜ選ぶかというのも、私も合理的理由がわかりません。ケース分けしてみると、ケースEの $\alpha$ 1.7%が一番高いのですね。ほかのところはそれを下回っているわけであって、公的年金が確実に運用収益を得るように $\alpha$ を確保できるようにするとすれば、もっと下のほうをねらってもいいかもしれないわけであって、なぜ $\alpha$ の1.7%の最も高いケースEを選ぶのか、何で一番チャレンジするのか。確かに過去2.幾つ確保しているから1.7%ぐらいだったらできますというなら、そういうふうには選べばいいわけであって、それはこの理論から導くのではなく、あくまでポリシーなわけですから、少し違ったロジックが入ってこの1.7%、ケースEが選択されているのではないかという気が私はします。以上です。

○吉野委員長 どうもありがとうございます。ほかにいかがでしょうか。よろしいですか。では、山崎数理課長、あるいは森参事官から、お願いします。

○森大臣官房参事官 運用の関係の御指摘につきまして、私から御説明させていただきます。

米澤先生から、専ら債券並みのリスクについて御指摘ございました。分散投資効果につきましては定義でございまして、国内債券全額からどれだけ分散させたらプラスアルファみたいな形で目標を設定しておるところでございまして、そこで書かれたリターンからある程度候補を選んでいき、その中でライアビリティを検証するという、それにつきましては年金財政全部の積立金のバリュアットリスクがございまして、今回は先生御専門でございましてけれども、リスクとリターンの非常に効率がよいところショートフォール確率が少ないということでございまして、そこを1つの基準として選ぶということで、GPIFにとってはある程度幅広く選択できるかと存じています。

アクティブにつきましては、御指摘いただいた箇所につきましては、現在パッシブとアクティブ運用を併用し、より高い収益を求めアクティブ運用も認めるというのが既存の方針でございまして、ポートフォリオ全体については、別途16ページの基本ポートフォリオのところをございまして、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で、機動的な運用ができるよう明確化する。そういうことになると、乖離許容幅の設定の仕方がある程度考えていくという問題だと考えております。

あと、インデックスにおきまして、ROE を入れたほうがいいのではないかと。今、企業収益と書いてございますが、皆様方は企業収益よりも ROE がいいということでしたら、それを変えることについてはやぶさかではないと考えております。

駒村先生から御指摘いただきました保険料拠出者である労使の代表、この性格性を明確にすることについても、皆様方の御意見、そのとおりでございましたら、入れることについてはやぶさかでないと考えております。

会計検査院の御指摘につきまして、説明が漏れて恐縮でございます。GPIF につきましては、ポートフォリオについて、5年に1回、経済検証に合わせて変えておるところでございますが、会計検査院からその間定期的に検証することを求められておりました、昨年の6月にはその検証に合わせましてポートフォリオの変更も行ったところでございますので、時期は毎年とか、そこは言われていませんで、定期的にと言われていますが、その定期的な検証を5年の財政検証期間の中でも実施して、構造的な変更があれば、ポートフォリオの見直しを行っていくと、そういうものでございます。

小野先生のダウンサイドリスクにつきましての御指摘、これは非常に重要だと考えています。

武田先生から、1.7%の説明につきまして御指摘いただきました。まさに政策的といえますか、申し上げましたように年金積立金の運用目的は、年金財政の安定化ということでございまして、今回幅広いケースに対応するという事で設定させていただいたということ。武田先生のお言葉に一番 TFP が低いケースにも対応する robust なという話もございましたが、仮に TFP が低い場合で実質的な運用利回りが求められる場合でも robust に対応できるということで考え方を、先ほど西沢先生からございましたが、今のところ、自主運用開始以来、実質的な運用利回りにつきましては、24年度まで2.8%、23年度まででも2.18%でございますので、実績から見てもそれほどチャレンジングではないと見ております。私からは以上でございます。

○吉野委員長 山崎数理課長、お願いいたします。

○山崎数理課長 まず、小野委員からの御質問でございますが、これは経済前提につきまして、AからHまでの8通りで、一方で人口についてのシナリオがどうなるのかということでございますが、これは従来から出生率につきまして低位・中位・高位ということでやらせていただいております、前は経済前提も3通りでございましたので3×3の9通りというようなことで結果をお示ししてございますが、今回そのままやりますと、3×8の24通り、もちろん計算自体はできるのでございますが、お示しするときに、そこまで全部お示しするのが見やすいか、それとも中位のところでは全ケースをお示しして、低位や高位につきましては何点かポイントになるところをお示しして、間はその間でしょうという形を見ていただくという方法もあろうかと思っておりますので、これは実際に試算作業をやりました上で、最終的なプレゼンテーションが余りに煩雑にならないようなことで目的を達するようにということで考えさせていただきたいと存じます。

それから、変動がある場合のイメージということでございますが、例えば物価の上昇率が平均値として 1.2%というようなケース E とかケース F で一応置いているわけですが、これで申しますと、周期 4 年で変動の幅がたまたま 1.2% と同じ数値を置いておきますので、例えばある年について 1.2% というところでまいりますと、まず、マイナスのほうからいきますと、1.2% の翌年が  $1.2 - 1.2$  で 0 です。それから、もとに戻って 1.2 になって、今度は上方にシフトして  $1.2 + 1.2$  で 2.4 となる、それから、また 1.2 に戻ると、これでちょうど 4 年周期になりますので、以後はそれを繰り返すと、そんなようなイメージということでございます。賃金上昇率はそれと平行に変動する。実質賃金上昇率は変わらない。こういう形で使用してはどうかと考えているところでございます。

それから、御意見にわたる部分のところもあるのですが、武田委員からのシナリオに幅を持たせている意味ということで、慎重な見方のものを幅広く置いているというのは、そういう状況のもとでも頑健性を保てるような制度改革につながることを意図して、こういうケースを置いているということをはっきり言及してはどうかという御提言ということでございますが、ある意味、委員の先生方の総意としてどう考えるかということでございますが、一方で年金部会から、こちらの経済前提の専門委員会に対してマンドートと申しますか、それは専門的・技術的事項についての検討という形でのマンドートでございまして、ある意味政策的な部分の入ることをどのくらいまで盛り込むことが適切かという点につきましては、その辺との関係もあろうかと思っておりますので、その辺の御判断が要るのではないかと感じているところでございます。

あと、西沢先生から TFP の幅、前が 0.7% ~ 1.3% で狭かったのを今回広げている。それは不確実性が広がったということなのか、その辺の合理的理由がないのだったら、上のほうはカットすべきではないか。これは御意見でございまして、委員の先生方皆様で御議論いただければということでございますが、私ども事務局といたしましては、1 つは、内閣府で出ているものをある程度踏まえるべきだという、従来からの、踏まえつつ、とらわれずということで作業をさせていただいているのと、前回、TFP の幅が狭かったこともあり、経済前提の幅が少し狭いのではないかと、それもありまして真ん中ばかり注目されて、必ずこれになるといった見方をされたということで、今回はその反省から幅広くということで、下のほうもかなり低いものを置くということで、そういう意味では上のほうをあえてカットするという意図的に行うのが適切かどうかは、委員の皆様方で御判断いただければと感じているところでございます。とりあえず以上でございます。

○吉野委員長 山田委員、どうぞ。

○山田委員 済みません、先ほどから慎重シナリオとかいろいろ出ていますけれども、結局ここまで見て、慎重シナリオでも足下期間については TFP などは内閣府の試算に従うということで、たまたま今日資料 1、関連資料の 30 ページに TFP 上昇率を、要するに足下が 0.5% と置くことを機械的にやっていますけれども、実際の経済前提、本体についてはこうしたことは行わないということで、かなりそういった縛りはあるということですね。



あと、労働投入に関しても、JILPT のシナリオに従うということで、労働市場への参加が進むケースと進まないケースというのがあって、私もどうして進むケースも進まないケースものマンパワーの推移がそんなに変わらないのかというのをいろいろと考えたところ、1つ気になったのは、参考資料1の労働力供給ブロック、ページが振られていませんけれども、めくった2枚目のところに、(5)の「ワーク・ライフ・バランス関連施策など」が出ています。ここでは、労働市場への参加が進むケースと進まないケースで、(5)を入れる、入れない、ということをやっているわけですがけれども、労働市場の参加が進むケースの場合には平均労働時間も短くなるし、短時間雇用比率も上がる。一方で労働市場への参加が進まないケースについてはこの部分がきかないと。

ただ、現実には少し気になるのは、要は非正規比率がだんだん上がってくると、労働力率はそんなに変わらないのだけれども、非常に二極化してしまうというパターンも考えられる。そういった場合にシナリオというのは、一応 JILPT の場合には捨象はされてしまっているということで、ごめんなさい、コメントにはなるのですけれども、こちらの部分で縛られて自由度ということに関してはかなり我々が内閣府の試算であれ JILPT の試算であれ縛られるということで、その部分を果たして、今後の中長期的な課題としてどう考えるのかというのがあるのかなという気はいたしました。これはコメントです。

○吉野委員長 どうもありがとうございます。いろいろほかのところから持ってきたデータとか、そういう制約がありますけれども、今日大分いただきました御議論の書き方の例えばケースEとか、1.7%とか、こういうのは少し今日の御議論を踏まえまして書き直させていただくつもりでございます。それで、皆様にもう一度、それぞれ個別に御意見いただいた方には御相談させていただいて、これを修文させていただきまして、できれば年金部会に報告させていただきたいと思いますが、山田委員、どうぞ。

○山田委員 この部会の今日の結論でわからなかったのは、皆さんに小塩メモというのが大変参照され、今日は御欠席なのでございますけれども、御出席されたような形での議論につながっていたと思うのですけれども、コメントの10番をどうするかということですね。これをこの専門委員会として、金利の問題が前回も議論されていたのですけれども、これをどうするのかというのが少し気になっていますので、その部分だけお願いいたします。

○吉野委員長 米澤委員、どうぞ。

○米澤委員 確かにこれで見るということはあるのですけれども、我々は片一方は賃金上昇率、1つ重要な変数ですね。このマーケットのイールドカーブは賃金上昇率がいろんなケースに対して必ずしも対応しているわけではなくて、要するにセットになってないわけです、マーケットのほうは。利潤率のほうから説明したのはフィットの問題はあるにしろ、一応コブ・ダグラス生産関数を通して全体の中からセットで出てきたので、私は少し捨てがたいという感じがします。もしやるとすれば、マーケットにもものも参考として書いておくぐらいはサービスがあってもいいかと思うので、実際に採用するのは今までの方法でいいのではないかと考えています。賃金上昇率とセットになって出てきたウェーゼンタル

レシオみたいな格好で出てきているわけですので、そのところは大事にしていきたいという感じがします。以上です。

○吉野委員長 植田委員、それから、川北委員。

○植田委員 今のことですけれども、恐らく現在のマーケットに織り込まれているのは、どちらかといえは、ケースAからケースHの中で下のほうのケースだと思うのですね。これが上のほうのケースになってきて、物価上昇率も 2.0%に近づいてくる。さらに実質成長率も高めであるというときにはマーケットの居どころは大分違ってくると思いますので、現在のマーケットのデータを使って、そちらのケースに当てはめるとするのはやや無理があるような気が、もっと違うやり方があれば別だと思うのですが。

○吉野委員長 川北委員、どうぞ。

○川北委員 簡単に3点だけありまして、1つは、資料2の20ページの「企業収益等に着目した」というところですが、企業収益というと、利益の水準みたいな感じも受けますので、「ROE等企業収益に着目した」とか、そんな感じでいいのかと思います。

それともう一点、同じ資料の14ページのTFPの上昇率をもっとも低位であったということで、中央値1.7%を採用しているのですけれども、なぜケースDの1.6%とか、ケースFの1.5%を採用しないのかというのが、何となくクリアでないので、御説明を少しつけ加えられたほうが良いと思います。

もう一点は、イールドカーブを使ってということなのですが、これは今、植田先生がおっしゃったとおりだと私は思います。以上です。

○西沢委員 私は、吉野委員長、修文とおっしゃいましたが、やはり15、20、25にこだわりますが、何で今回20から30にしているのかというのに合理的な説明がない限りにおいて、15、20、25の計算をもう一回やって、それとセットで議論すべきだと思いますし、やはりデータを眺めても、足下2012年の利潤率は6.7、これがなぜ9から10の範囲に上がっていくのかについて、これは我々が責任負っているわけですね。総投資率、資本減耗率、資本分配率について、それを時間がなかったからというのではなくて、きちんと我々一人ひとりが説明できるような状況にしておかない限りだめだと思うのですね。

あと、TFPの0.5から1.8を採用するというのも、我々の意思決定なのであって、西沢、おまえ、1.8要らないというけれども、「皆さんで議論」と言っていましたので、皆さんが私に対してノーと言わなければ、この1.8を採用するというのは総意になるわけであって、ここはきちんと採用するか、しないか、皆さんに聞いてほしいのです。

○吉野委員長 先ほどの皆さん御議論の利潤率と国債のイールドカーブ、国債のほうをいつも見えていますけれども、今の国債の市場というのは、需要がすごく日銀も含めて増えて、その前が金融機関からの圧力を受けていて、利潤率と全然違った形で動いていますので、そういう意味では直近のほうをとればとるほど相関係数が低くなるというのは当然で、だから、これがある程度企業の動きが戻ってきて、日本の金融機関の行動が戻ってくれば必ず相関はまた戻ってくると思いますので、現在面が少しおかしいような状況ということは

あると思います。

それで、今、西沢委員から御議論がありました 1.8、利潤率のところ、これがずっと上がっていくというようなケースについて、皆様いかがでしょうか。この計算が最終的には我々みんなの責任ということになるというのは西沢委員のおっしゃるとおりでして、その中でこういうケースだとかうなるということとは言えると思うのですけれども、それをどういうふうに考えるかということで、もし皆様から何かあれば、一番よくなりそうなシナリオケースも一応入れておいて、そこはこういうケースもあり得るとするような形で幅を見るというやり方もあると思いますけれども、ほかにいかがでしょうか。駒村委員、どうぞ。

○駒村委員 ケースもそうなのですから、先ほど川北先生からもお話があった、資料 2 の 14 ページの 1.7 の導出の説明としての資料 3 の 2 ページの説明のところはもう少し説明を加えたほうがいいのではないかと。これはそうしないと、小塩委員の質問に答えていないことになってしまいますので、ここは丁寧に説明をして、1.7 の導出プロセスはとても重要だと思います。

○吉野委員長 いかがでしょうか、この説明、特に 14 ページのところは本当に考えないといけないですね。「妥当と考える」という言葉遣いもいかどうか、それから、ケース E というのをどう考えるか、ここは非常に重要だと思いますので。植田委員、どうぞ。

○植田委員 西沢先生がおっしゃった点ですけれども、1 つは計算の期間をどこまでとるかということですが、もちろん結果へのインプリケーションという意味では短めにとると長めにとるので全然違うということでは非常に大事だということはそのとおりだと思います。私も利潤率がやや高く出過ぎているような直感を持ちますので、どうかなどは見ているのですが、一方で、ステディステート短いところまで計算してそれから見るというような観点からしますと、いろんな計算している数値が安定化しているところまで出してみようということになるでしょうから、大ざっぱに見ている限りでは少し長めのところ、この先、まだ計算したらどうなるかということ次第ではありますけれども、長めのところまでの計算をというのは一応ある程度の根拠はあるように思います。

それから、1.8 のところを入れるかどうかですが、個人的な予想から言えば、その実現可能性は非常に低いと思うのですけれども、別に計算して出しておいて、それに対して非常にウェイトをおいて考えているのでは必ずしもないという姿勢がにじみ出ていれば、それはそれでいいような気も私はしますけれども、以上です。

○吉野委員長 ありがとうございます。西沢委員、いかがでしょうか。

○西沢委員 1.8 を採用するかどうか、少しいじわるな私からの問いかけでしたけれども、全体的に奥歯に物が挟まったような感じになってはいけないと思うのです。何で 1.8 ですか、いや、内閣府に言われましたからというふうになってはいけなし、ケース E の  $\alpha$  1.7 というのも、少し上がった見方をしますと、前回 2009 年の  $\alpha$  が 1.6 で今回 1.7、有識者会議からリスク運用の拡大も言われているし、1.7 はいいところねらったねと一切思われてはいけない。我々のやっている作業はあくまで基本は前回と同じ計算をしましたと。

合理性のあるところは、例えば期間についても変更をしましたと。その結果たまたまケースEの $\alpha$ が1.7と出ましたね。前は1.6、今回0.1高いけれども、全くの偶然です、と断言できるペーパーでない限り、私としては責任持ってこれを出すことはできないと思うのです。何でこんなにこだわるかといいますと、結局これで数字を0.1、0.2変えることで、年金の財政の計算で何兆円も多分現在価値にすれば、もっと何十兆円、何百兆円でしょうか、変わってくるはずであって、結局債務の計算の基礎となることを我々はやっているのです。どうしても今日終わりたいのかもしれませんが、もう一回議論して、確信が持てる場所へ持って行ってから、自信を持って世に送り出したほうが、私はいいと思うので、植田先生のおっしゃった直感のほうをもう少し議論して、それは国民の直感に合うものに我々としてもしたりといった作業が必要ではないかと私は思っているわけです。

○吉野委員長 いかがでしょうか、今の西沢委員の御意見に対して、もう一度やって、それでまとめるという御意見のほうが多ければ、もう一度、最終的にやって、それで書き直した部分でやるというやり方と、それから、あとは今日の御意見を踏まえて、私に一任させていただいて、それで皆様と個別にお答えをします。どちらがよろしいでしょうか、どちらでも結構ですけれども、我々委員のほうでよろしいと思いますので、いかがでしょうか。どなたか御発言いただかないと、川北委員、それから、米澤委員。

○川北委員 同じような論点のところ、各委員が多分議論されているのだと思いますので、修正されたものをもう一回議論していただくのが合理的ではないのかと私は思います。

○吉野委員長 米澤委員、どうぞ。

○米澤委員 私は手を挙げてありませんでしたけれども、今の川北委員の方法で、それが一番いいかなと思っています。

○吉野委員長 大体先生方皆様の合意ですので、事務局のト書きどおりはいきませんけれども、重要な計算ですので、特にこういうケース、どこからどこまで、特に上のほうの上振れというのがあると思いますから、時間かかって申し訳ありません、12時過ぎましたけれども、もう一度、事務局の方々、先生方には御負担をおかけしますけれども、今日の御議論を踏まえて早急にこれをまた少し改善させていただいて、今日の詰められなかったところまでなるべく詰めて、もう一回御議論させていただくという方向にさせていただきたいと思います。済みません、最後ですけれども、よろしく願いいたします。

申し訳ないですけれども、もう一回、今日のところを踏まえてということになると思いますので、日程、修正に関しては、事務局と私のほうでもう一度考えさせていただいて、それから最終回というふうにさせていただければと思いますが、いかがでしょうか。それでよろしいでしょうか。

○森大臣官房参事官 委員会でございますので、事務局としては仰せのとおりさせていただきたいと思います。

○吉野委員長 今日活発な御議論どうもありがとうございました。今日の御議論を踏まえて、なるべくそれが入るような形で書き直させていただきたいと思います。どうもあり

ありがとうございました。