

○吉野委員長 それでは皆さまお揃いですので、ただいまから「第 17 回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。本日もお忙しい中、お集まりいただきましてありがとうございます。本日は、全ての委員が御出席となっておりますので、報告させていただきます。それでは議事に入らせていただきたいと思いますと思いますが、恐縮ですが、カメラの方は、ここで退席をお願いしたいと思います。

(報道関係者退室)

まず事務局から今日の資料につきまして、森参事官、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(関連資料)」

資料 2「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(検討結果の報告)(修正案)」

参考資料 1「検討作業班における議論について」

参考資料 2「年金財政における経済前提のあり方について」

資料 3「日本再興戦略-JAPAN is back-」

参考資料 4「(参考)賃金上昇率を上回る運用利回りについて」

それと、席上に西沢委員から御提出いただきました「利潤率と実質長期金利」が配布されています。皆さま、お手元にごございますでしょうか。

○吉野委員長 それでは議事に入りたいと思います。前回の専門委員会におきまして、いくつか残された点がありましたので、本日はその議論の続きをさせていただきたいと思っております。まず最初に報告書案の修正につきまして、山崎数理課長、森参事官から説明をお願いいたします。

○山崎数理課長 数理課長の山崎です。お手元の資料 1 ですが、前回出した資料 1 と基本的に同じで、若干細部の表現を変えたところがありますが、これに沿って 20 ページです。前回議題となりました利潤率と長期金利の相関を見る期間についてです。右下にあります、平成 21 年の財政検証で対象とした期間、これは過去 25 年、20 年、15 年ということですが、前回説明しましたように実質長期金利と利潤率の相関を考える場合に 1978 年の金利自由化以後のデータしか使えないということで、平成 21 年の財政検証のときは、そういう意味では過去 29 年分しか使えるデータがなかったということで、このような形で整理したところです。今回それから 5 年経ったので、過去 30 年のデータも使えるようになり、相関係数を見ますと、過去 30 年、25 年、この期間はかなり高い相関係数があります。過去 20 年になると相関係数が下がって、過去 15 年では、ほとんど相関が見られないというような状況になっている中で、今まで議論いただき、今回は相関をとる期間を長期の期間、過去

30 年、25 年、20 年にするというのを整理しました。そのうえで、TFP が 1983 年～2009 年の平均である 1.0%以上と、ある意味で正常な値に回復すると見込むケース、ケース A～F につきましては利潤率との相関関係に基づく手法、これが賃金上昇率と整合的に推計できる方法ということでこれを用いるということです。一方で TFP が 0.7%とか 0.5%と低いままと見込むケース、G、H につきましては、利潤率との相関が弱くなった最近の経済環境を反映して市場のイールドカーブに基づく手法、これが今回新たに取り入れる手法ですが、これをそれぞれ適用するということで、今回数字を準備したところです。この辺の検討の経緯を振り返るために参考資料 1 です。昨年 11 月 1 日に検討作業班における議論をとりまとめて、当専門委員会に報告されたペーパーです。この 5 ページです。長期の運用利回りの設定についてですが、長期金利と利潤率の関係についてということで、これまでの財政検証における将来の実質長期金利の設定は、過去における実質長期金利の長期間(15～25 年)の平均の実績値に、過去の利潤率とマクロ経済に関する推計で得られた将来の利潤率の比率を乗じることによって推計されてきたということです。6 ページで、利潤率と実質長期金利について過去の実績値をみると、バブル崩壊前後で利潤率、実質長期金利ともに水準に変化が見られる。このため、バブル崩壊前後を含む十分長い期間(25～30 年)をとると利潤率と実質長期金利の相関係数が高くなり、1990 年代以降の期間のみをとると相関係数が低くなる。したがって、両者を関連させて推計する際の過去の平均値はバブル崩壊前の期間を含む長期間にわたってとる必要があると考えられるという整理で報告いただいたところです。

これを受けて参考資料 2 です。昨年 12 月に当専門委員会における議論の経過を年金部会に報告したときの経過報告ですが、5 ページの下 4 の(1)運用利回りの設定については、以下の項目について検討したというところの(ア)です。実質長期金利と利潤率とは、経済学的に関係が深いことから、平成 21 年財政検証のとき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を利用できるのではないかと。ただし、実質長期金利と利潤率の相関関係は、バブル崩壊前後を含む長期間を取った場合に高くなることに留意し、実質長期金利を利潤率と関連させて推計する際の過去の平均値は長期間にわたってとる必要があると考えられる。こういう形で報告させていただき、併せて 6 ページです。(イ)として、長期金利については、実際の金融市場では長期的な動向がどう予想されているかといった情報も参考になると考えられるという整理をいただき、今回 TFP が 1 以上の場合には(ア)の考え方、TFP が 1 まで回復しないケースにつきましては(イ)の考え方を援用するというところで整理したところです。

以上を踏まえ、資料 2 の検討結果の報告(修正案)です。前回からの修正点につきまして、第 1 部の修正点について説明申し上げます。まず 1 ページの中程、これはテクニカルなものです。会合の回数が 3 月までの間に 16 回となっていたものを、今回を含めて 17 回の会合を開催したということで直しております。続いて 3 ページの(4)の一番上の行ですが、「成長経済学の分野で長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際に

用いられる」の長期間というところです。前回の案では20～30年という例示があったわけですが、20～30年というのは将来の推計の平均値をとる期間を20年、25年、30年と対応するものとして書かれていたわけで、今申し上げました過去の利潤率と相関を見る期間とは別の概念ですが、20～30年という例示は必ずしも必要ないだろうということでしたので、これを削除して、単に「長期間における」と変えております。同様に8ページです。(9)の最初の行、これも同じ表現がありましたので、単に、「長期間における」と直しております。次に10ページです。(3)の3行目で、「内閣府試算に準拠して内閣府経済再生ケース、内閣府参考ケースの2通りを設定する」ということで、あくまで参考ケースというのは内閣府の呼び名なのだということが分かるように少し修正を加えております。その関係で11ページですが、表の上のケースの名前に、「内閣府経済再生ケース」、下の表には、「内閣府参考ケース」と、内閣府という文字を入れております。12ページですが、左側の表側のところ、以前はやはり「経済再生ケース」、「参考ケース」と書いてありましたが、「内閣府」を補いますと共に、前はケースの名前と経済再生ケース、参考ケースの接続がひっくり返っていたのですが、ケースA～Hまでが並列であるということがよく分かるように位置を変えて、一番左にケースの名前を出すということで並列であるということが視覚的にもよく分かるように整理しております。次に13ページ以下、3ページにわたって「内閣府『中長期の経済財政に関する試算』について」で、内閣府資料より抜粋したものを参考として掲げております。併せて、本日参考資料3として日本再興戦略、ちょっと大部のものです、これを一式付けております。第1部の関係は以上です。

○森大臣官房参事官 第2部「年金積立金運用のあり方について」の修文です。「1 運用利回りの示し方等について」の17ページです。名目賃金上昇率がプラス1.7%につきまして、もっと丁寧な説明ということですので、修文しました。読み上げます。「今回の財政検証では経済前提についてTFP上昇率を複数設定し、それぞれのケースについて実質賃金上昇率及び実質長期金利を一定の幅をもって算出している。その際、GDPに連動する実質賃金上昇率と利潤率に連動する実質長期金利でTFP上昇率に対する感応度が違うことから、実質的な運用利回り(α)はTFP上昇率が高いほど低く算出されることとなった。具体的には労働市場への参加が進むケースとして、TFP上昇率が1.8%のケースAからTFP上昇率が1.0%のケースEについては、実質的な運用利回り(α)は中央値が1.1%から1.7%と推移している。また労働市場への参加が進まないケースとして、TFP上昇率が1.0%のケースFから、TFP上昇率が0.5%のケースHについては、実質的な運用利回り(α)は中央値が1.5%から0.9%と推移している。ただし、ケースG及びHについては、実質長期金利を市場のイールドカーブを基に算出しているためTFP上昇率が低くても実質的な運用利回り(α)は高くなっていない。これらを踏まえると、全てのケースに対応できる実質的な運用利回り(α)として1.7%が示される。実質的な運用利回り(α)1.7%で運用した場合、TFP上昇率が高いケースが実現した場合であっても実質的な運用利回り(α)を上回る運用収益は年金財政にプラスに寄与することとなる。ただし、ポートフォリオについて、TFP上昇率の変化に応じた複数のシナ

リオによる検証を行うなど、より慎重なリスク管理が必要と考えられる」ということです。あと、20 ページの「4 運用手法等の具体的な検討の在り方について」の 2 つ目の○です。駒村委員から御意見をいただきましたが、「本専門委員会や」の後に「拋出者の立場から」ということで、労使代表の役割を明確にしたということの修文。続いて、23 ページですが、「7 アクティブ運用等について」の 4 つ目の○ですが、「伝統的な時価総額型インデックスのみならず」の後、以前は「企業収益」となっていたが、「ROE など企業収益等に着目したファンダメンタル・インデックスの活用等を検討すべきである」という形に修文しております。以上です。

○吉野委員長 森参事官、ありがとうございました。ただいまの修正も含めまして皆様から順番に御意見を聞かせていただきますが、最初、植田委員からよろしいですか。

○植田委員 特にありません。

○吉野委員長 小塩委員、前回、御欠席でしたので、それも含めてお願いしたいと思います。

○小塩委員 前回、欠席して大変失礼いたしました。修正案を説明していただきまして非常によく分かりました。ありがとうございます。ちょっとお聞きしたいのですが、資料 2 の 17 ページです。前回議論があったところを、今回直していただいたということで非常によく理解できたのですが、2 つ目の○の最後の行に、「すべてのケースに対応できる実質的な運用利回り(α)として 1.7%が示される」とあります。ここは私もまだ十分理解できていないのです。全ての場合においてできるだけ高い運用利回りを目指すというのはよく分かります。全ての場合において最も高い運用利回りを目指すのですが、その最も高い値が 1.7%です。だからそれを目指しましょうというのもよく分かるのですが、そういう理解でよろしいですか。そうでなくて、どんなケースでも α については 1.7%を想定しますということなののでしょうか。それだったら問題かなと思いますが、どうでしょうか。これはあくまでも運用の目標ですという理解でよろしいのでしょうか。

○吉野委員長 森参事官、すぐにお答えできますか。

○森大臣官房参事官 今、御指摘いただいた前者のほうの GPIF に対する目標ということです。

○小塩委員 もう一度確認のためお尋ねしますが、そうすると、年金財政の見通しを考えると、 α は 1.7%と置くということではないのですね。いろいろな場合を考えるということでもよろしいですね。

○森大臣官房参事官 そのとおりです。

○吉野委員長 小塩委員、それでよろしいでしょうか。では、小野委員、どうぞ。

○小野委員 私は経済学を専門としていませんので、今まで経済前提の中での経済モデル等々の話については、基本的に発言はある程度抑えさせていただくというつもりでやってきました。今日はそういう意味で、素人的な話になるかもしれませんが、3 点ほど申し上げたいと思います。今までの御議論を伺っていますと、1 つは、大きな論点としてモデルの

妥当性に関する議論があるのではないかと考えています。今までの議論の中で、現在のモデルをベースにするとか、いろいろな改善点を探っていくことをやっていましたので、モデルはこのとおりでいいのではないかと考えています。

併せて、例えば市場のイールドカーブを用いて将来を推計する方法が提示されていましたが、私が 1 つ懸念しているのは、このモデルを想定する場合に、利潤と調達コストの関係が大きく乖離する問題が出てくるのではないかと考えています。その意味で前回、植田委員が御指摘のとおり、現在の市場の状況というのは、このような将来前提を想定しているということではないだろうと私は考えています。もしこのあたりが議論になれば、モデルの妥当性からもう 1 回議論しなければいけないと考えています。

2 つ目は、TFP に関する議論です。基本的に TFP は前々から申し上げているとおり、ある種、この段階になってくると肌感覚の問題なのではないかと私は考えています。これもこの委員会の議論の中で十分広い範囲を取るという合意がありました。ですから、1.8 というのもかなり高い水準かもしれませんが、逆に足元の 0.5 でずっといくというのも非常に厳しい前提だと思っています。その意味で今回、表記のほうも修正していただいたように並列的にお示しするというので、よろしいのではないかと考えています。

それから、 (α) の 1.7% の問題ですが、私の理解はノミナルカリアルかは別として、基本的に国債並みのリスクという方針で、そのリスクの前提でその分散投資効果を計測しているということだったと思います。ですから、これを対賃金に直した場合に、結果的に E のケースが一番高くなるということですが、これをしてリスクの大きいアセットミックスに持っていくということではないと理解していますので、ここも 1.7% というのはそれほど違和感のない問題かなと思います。

総じて、こういった年金の将来シミュレーションというのは、将来が予測できない中で年金の議論を適度な緊張感を持って議論していただくためにも、私はこの報告書に対して異論を申し上げる点はないと考えています。以上です。

○吉野委員長 最初の利潤と調達コストで、調達コストのほうは銀行からの借入れのという意味でしょうか。社債発行とか。

○小野委員 それは金利ということで考えた場合です。

○吉野委員長 企業が調達するときの金利ですね。

○小野委員 そうです。

○吉野委員長 そうすると、最近の数年間で、フライ・トゥ・クオリティ (Flight To Quality) と言いますか、国債に対する需要がすごく増えて企業のリスクプレミアムが上がっているとすると、後で西沢委員から御議論があると思いますが、その乖離が出てくるのは当然ではないかと思っています。ですから調達コストと利潤の間の差が出てきている可能性もありますし、もう 1 つは銀行行動がリスク性や何かで安全資産にすごく偏っていると、国債と利潤率のところは差が出てくると思いますので、また後で議論になると思います。ですから、最初のところもここの中でいいような気がします。

○小野委員 ありがとうございます。

○吉野委員長 川北委員、どうぞ。

○川北委員 確認ということで2点ほど喋りたいと思います。1点は、資料2の13～15ページです。内閣府資料の抜粋が付いていますが、これは内閣府のTFPなどに依拠した試算をしているということで、では内閣府がどういう経済の姿を描いているのか。それを示すために付けられたと理解していいのかどうか。それを確認したいのと、もう1点は、同じ資料の17ページですが、3つ目の○に「ただし、ポートフォリオについて、TFP上昇率の変化に応じた複数のシナリオによる検証を行うなど、より慎重なリスク管理が必要と考えられる」ということで、これは実際にポートフォリオを組む上でGPIFがリスク管理をやらないといけないという意味と、同時に、将来、運用をやっていった経済の姿がどういふふうに変化していくのかも見つ、実際のポートフォリオを組んでいく必要があるという意味合いが込められているのかどうか。その2点を確認したいと思っています。

○吉野委員長 まず最初の内閣府の資料について、それから17ページのところ、お願いいたします。

○山崎数理課長 第1点に関しては、委員お見込みのとおり、これは内閣府がどういうふうに考えているかというのを、参考のために付けさせていただいたものです。

○森大臣官房参事官 第2点に関しても委員お見込みのとおりで、まずポートフォリオ作成の段階でTFP上昇率についてシナリオを書いていただく。また景気が良くなってTFPが上がっているだろうという、そういう運用段階でもリスク管理をきちんとやっていただくという趣旨です。

○吉野委員長 駒村委員、どうぞ。

○駒村委員 2点ほどあります。1つ目は、この委員会は100年後の経済を予測するというよりは、5年おきに修正をしていく経済前提をどういうふうに作っていくのかと、その手法やデータ、モデルについて、最新の知見で議論する性格のものだったと思います。前回も議論があった植田委員の資料の(2)で、貯蓄率が減少する方向は妥当そうだけれども、企業貯蓄の今後も含めて、その幅についてどう見直していくのかという指摘がありました。これは前回の経済前提委員会ですね、このセッションではなく、その前のときも実は同じ議論が行われていて、家計貯蓄は下がっているけれども、それを企業貯蓄がキャンセルアウトしているようにも見える。今後、これをどう考えるのかという議論がその時にありました。研究の分野では、ちょっと古い研究のようだけれどもデニソンの法則というのがあるようで、家計貯蓄と企業貯蓄は代替的に動いていて、そこの理論はいろいろ間に過程があるようですけれども、この結果、どういうふうに動いていくのかというのは、なかなか貯蓄が見えにくいところであるわけです。

今回は、資料1の12ページで、総貯蓄の動向はこの幅の中で見ていくのだと、この委員会は言っているわけです。これが結局、金利利潤率に影響を大きく与えていくのだろうと思いますので、この貯蓄率について、5年に一度の経済前提委員会は技術、ツールを様々開

発しながら、この部分も注目していかないと、これは非常に影響が大きいということをコメントしておきたいと思います。

2つ目は、これは実質的な質問ですけれども、今日の資料2の17ページで質問の内容は小塩委員とほとんど同じ質問になるわけですが、前回の資料の14ページを見ると「妥当だ」と書き込んでいました。妥当だと書かれてしまうと、今後の年金財政検証が一体どういう意味を持ってくるのか、ちょっとよく分からなかったわけです。将来の見通しに基づいて50%の代替率を将来的に割らないケースはどのケースであり、そのために必要な賃金上昇率 $+\alpha$ は最低限どこなのだという議論を、年金部会のほうで財政検証として行っていき、なおかつ、それで不十分な場合は然るべき政策を行わなければいけない。そのシミュレーションを行うということになるわけですが、今回の表現ぶりと前回の「妥当だ」という表現ぶりの違いによって、年金財政検証を行っていく年金部会に対して、この $+\alpha$ 1.7%が所与として与えられて議論しろということなのか。この表現ぶりが変わることによって意味がどう違ってきたか、その辺を御説明いただきたいと思います。

○森大臣官房参事官 先ほど小塩委員に差し上げた説明と同じですが、1.7%についてはあくまでTFPがどうなるか分からない中、GPIFに対する目標であり、財政検証については場合分けされた数値で実施すると考えています。

○駒村委員 これまでの進め方と若干、進め方が違うような感じがあって、財政検証が終わってからGPIFに数字を見せていたような気がしたのですが、この辺は進め方を変えたのか。GPIFの目標値の設定の進め方、財政検証の進め方も含めて何か考え方を変えたのか。それともそういうことではないのか、順番ですね、変わったように見えるのですが、その辺を確認させていただきたいと思います。

○森大臣官房参事官 前回も11月の段階で、経済前提についての検討会が終わった段階で、アセットサイドについては、GPIFの運用委員会のほうでポートフォリオの検討に本格的に着手していただいたということです。ただ、当然、ライアビリティと申しますか、予定年金積立額とかには出入りがありますので、ここら辺についてのデータというのは財政検証が終わらないと分からないわけです。GPIFがポートフォリオを作る場合には、そういったデータも踏まえて検討されることになるかと存じています。

○吉野委員長 武田委員、どうぞ。

○武田委員 私の質問は小塩委員と駒村委員からの御質問と同じ箇所でしたので、今のご回答で理解いたしました。

○吉野委員長 西沢委員、今日、資料を用意していただきましたので、お願いいたします。

○西沢委員 吉野委員長と事務局の皆様、資料の配付を直前にお願いし、御配慮いただきましてありがとうございました。前回申し上げた中で利潤率と実質長期金利の関係で、これは単に、2004年の財政再計算と2009年と今回、これはケースEに相当するものですが、それを並べてみたものです。西沢和彦委員提出資料というA3の紙です。これを見ますと、2004年のときは将来の利潤率が6.5%、これを過去の利潤率、期間によって違いますけれ

ども、11.2%、10.6%、9.9%で割ったものが将来利潤率倍率で、これに過去の実質長期金利を掛けると将来の実質長期金利が出てきます。2004 年のときは、将来利潤率倍率が期間によって異なりますが、0.6 から 0.7 弱ぐらいの間で、将来の利潤率が過去に比べて低下していくという見込みを立てていました。

2009 年のときは、将来の利潤率がいずれのケースも 9.7%で、これも過去と比べて将来利潤率倍率を見ますと、0.99、1.03、1.13 ですから、大体過去の実績か、ちょっと持ち上がるぐらいかなという将来利潤率倍率を予想していたわけです。ただ、このときも 2004 年に比べますと、将来利潤率倍率差が高くなったことが、運用利回りが 2004 年に比べて高くなった大きな要因であるということです。

今回、これは経済再生シナリオの TFP1%で、私の資料の図表 3 が投資 α のケースですけれども、投資 α というのは貯蓄率と投資率が近くなっていくというケースで、今回、新たに設定したものです。これですと将来の利潤率が 9.2%、9.1%、9.0%で、将来利潤率倍率が 1.126、1.161、1.224 ですので、2009 年のときに比べると上がっていく見通しを立てているわけです。

図表 4 が投資 β です。これはこれまでどおり投資率を外挿したケースですけれども、将来の利潤率は 9.7%、9.6%、9.4%で、将来利潤率倍率が 1.187、1.224、1.279 で、やはり将来の利潤率を上げていくという想定を置いているわけです。この将来利潤率のところは TFP も関係ありますけれども、それ以外に総投資率、資本減耗率、資本分配率という、この委員会と与えている外生変数が影響してきます。

もう 1 つ期間について見ますと、例えば投資 β の図表 4 で、過去 25 年で見ると将来の実質長期金利は、対物価ですけれども 2.64、過去 30 年で見ると 3.12 というように、0.48 変わってしまいますので、確かに真摯な議論の下に過去 30 年という期間選択を我々はしたわけですが、結果がここまで違ってしまふ。かつ、この相関係数が近年になって低下してきているという中で、これを実際の政策に用いるとすると影響が大きいなという感じがしています。ですから将来利潤率倍率に関しては、この結果を見ながら投資に与えている外生変数について、もう 1 回、我々はシナリオを確認して、期間の選択についても影響の大きさを考えると、もう 1 回、検証してみるといいのではないかなというのが前回の趣旨でした。以上です。

○吉野委員長 ありがとうございます。山田委員、いかがでしょうか。

○山田委員 既に小塩委員をはじめとしてコメントされた、特に資料 2 の 17 ページについては趣旨がよく分かる改訂になりました。ただ、どのケースにでも対応できる実質的な運用利回り 1.7%と、あと財政検証に用いる維持可能性をチェックするところの利回りというのが、どうしても混同される可能性がありますので、ここら辺は対外的にも丁寧な説明をして変な誤解を与えないようにしていただければというのが、私からのコメントです。以上です。

○吉野委員長 ありがとうございます。米澤委員、お願いいたします。

○米澤委員 基本的には、前回いただいた説明とか、今日の追加的な説明に異論はありません。以前、私はある所で、前回の財政検証のときに 4.1 とかで多少関わったので、計測期間を、バブル崩壊後の直近のほうに合わせてやるべきだと言った記憶があるのですが、最近の急速な経済の回復などを見ると、直近のほうが皆に対する説明はしやすいのかもしれませんが、そこに偏るとというのは非常に危険で、マイオピックになってしまうというリスクがあるかと思いますから、分からないときはなるべくたくさんのデータを取ってやるというのが、ひとつの知恵かと思っています。

それから、1.7 の目標は説明を受けて理解しました。あるケースでは実際に GPIF のほうで、それが与えられたときには、結構、大変なときも出てくるかと思いますが、例えばケース A などの場合は、元になっているデータだとリスクプレミアムもあまり変わっていないようですが、多分、このときはもう少し株式のリスクプレミアムなども高くなるかと思っていますので、その点は先ほど、どなたか「くれぐれも、だからといって運用のほうとして無理しないように」と言いましたけれども、それはいい意味で工夫をしていただいて、いろいろ新しい理論もありますので、そのときは適当に工夫されたいかと思います。今までの説明にもありましたように、財政検証をするときには、そこで無理するわけではないという理解や説明を受けていますので、そういう扱いでよろしいのではないかと考えています。以上です。

○吉野委員長 ありがとうございます。事務局から何かコメントがあれば、よろしいですか。今日の御議論で、最終的には資料 2 の 17 ページの下から 4 行目が、皆さんが一番気になったところです。ここが GPIF の目標であり、財政検証に用いる数字にはなっていないというのは、必ず記者会見のときにしっかり説明をお願いしたいというのが、多分、全委員の合意だと思います。是非、ここの文章を御説明いただくときには、注意して詳しく説明していただきたいと思います。

もう 1 つのところが、西沢委員から御提出の利潤率と利子率をどう見るか。それをどの期間で計測を見るか。それは最近が異常なのか、それとも最近のようなのがしばらく続くかどうか、そういう議論だと思います。これはどんな計量分析でも必ず付きまとう問題で、構造変化があるような長い期間を取っていいのかどうかというのと、今の米澤委員のように、ある程度長い期間取らなければいけないのではないかとということ。それから最近のところで、私に言わせると国債バブルと言いますか、フライ・トゥ・クオリティで国債のほうに行き過ぎているという意味で、利潤率と長期金利はすごく離れていることはそうだけれども、これが少しずつ経済が回復する中で戻ってくるのか、それともこの状況がやや続くのかというのは、またいろいろ議論があると思います。そういう意味では西沢委員のように、期間の取り方によって違うのだということは我々は認識していて、その中で今回のこのケースでは、こう考えたというふうに、記者会見のときにも是非言っていただければと思います。そうすれば多分、皆さんの合意で、西沢委員もこれがあれば「私はこっちのほうを持っていたんだよ」と言っていただけます。ただ、経済が回復すると、ひょっと

すると長期的な関係になるかもしれませんので、そこはちょっと分かりにくくなるかもしれませんが、西沢委員の御異論もそのとおりだと思いますので、どうもありがとうございます。ほかにございますか。植田委員、どうぞ。

○上田委員 先ほどから出ていることで、特に駒村委員がおっしゃった点ですけれども、 $(\alpha)1.7$ がそのまま出てくるのはケースEでしたか。ケースEの経済前提で $(\alpha)1.7$ で財政計算をやって、年金財政は保たないと出た場合は1.7を目標にするわけにはいかないわけです。もう少し高い目標でないと回らない。もちろん、回るというように出るのではないかと推察されますけれども、その点はいかがですか。

○山崎数理課長 これから計算してみないと分からないのですが、例えばケースEのところでは $(\alpha)1.7$ として、この1.7で計算したもののでも、例えば将来の所得代替率が不十分なものになったというときに、もうちょっと運用の目標を高くしてというのはもちろん考えられるのですが、ただ、その場合はリスクも上がりますので、目標を高くしたからといって必ずそうなるというものではなく、むしろ下回るリスクのほうも増えてしまうということです。

一方で私どもは、いわゆるオプション試算も行うということで、それは制度のほうをこう変えたら、将来の年金財政がどう変わるかというものについても、またこれから年金部会で御議論いただき、そういうものもお示しすることになっています。正にそこで運用のほうに走るのか、それとも制度改正を議論するのか、両睨みで議論できるように様々なケースについて財政試算はお出ししたいと考えているところです。

○吉野委員長 ありがとうございます。ほかにございますか。山田委員、どうぞ。

○山田委員 オプション試算については、この会の範疇を離れますけれども、私、第2次ベビーブーマーとして心配しているのは、現役人口で一番多いところが既に働き盛りに差し掛かっているわけです。ですから、制度改革が必要であれば、長期を見通してなるべく早め早め、堅め堅めにその道を示していただければと思っています。これは私の希望ですけれども、よろしくお願いいたします。

○吉野委員長 ほかにいかがでしょうか。よろしいでしょうか。

○植田委員 西沢委員がおっしゃっている点について、私もこの数字でいいかどうかという点についてはいろいろあるのですが、ただ結論的には、貯蓄率についてああいう前提を置いたということと、これも駒村委員がおっしゃったと思いますが、貯蓄率がすごく効くようなモデルを使っているところで、かなり勝負はついてしまっているかなと思うのです。ですから、また5年後にこういう計算をするのであれば、そのところは今回のやり方でよかったのかどうかというのが、次の大きな反省点だと思います。これも何回か前に私が申し上げたと思いますが、利潤率と、例えば国債のような安全資産の利回りの差がリスクプレミアムと考えると、これが一定と考えるのはかなりいろいろな研究結果から無理があって、ただ、そこをどういうふうなモデルにするか、どういう変数に依存して考えるのかというのは重要ですが、うまい解が見つかっていないという点で、これも次回の宿

題ということで認識していただけたらと思います。

○吉野委員長 ありがとうございます。これも先ほどの西沢委員の議論と全く同じで、利潤率と国債の利回りの差が、いろいろなショックが起こるとすごく増えて、ノーマルになってくるとだんだん近づくわけですから、これは皆さんが同意ですけれども、これがどういうふうに変わっていくかというのはきちんと計量するべきですし、この次のときに含めて期間もまたいろいろ考えられると思います。我々学者も、難しいでしょうけれども、リスクプレミアムがどういう要因で発生するかというのを、きちんと見ていくことが必要だと思います。ありがとうございました。

それでは、ほぼ皆様から御意見をいただきましたので、17 ページの下から 4 行目は説明のときに十分注意してお願いしたい。行間のところにある部分も含めていただきたいと思いますし、先ほどの利潤率と長期金利、それから貯蓄のところも家計貯蓄と企業貯蓄を今後、きちんと見ていかなければいけないと思います。皆様、御意見をありがとうございました。大体、いただきました案で、この報告書を年金部会のほうに私から報告させていただきたいと思っています。もしほかに御議論がないようでしたら、今後の審議の方向というか順番について、事務局から何かあれば御説明をお願いします。よろしいですか。

○森大臣官房参事官 本日は、報告書を御検討いただきまして、ありがとうございました。今後、また審議していただくことが生じた場合には追って事務局より連絡させていただきたいと存じます。

○吉野委員長 それでは、ちょっと早いですが、今日もお集まりいただきましてどうもありがとうございます。また西沢委員には詳しい資料、どうもありがとうございました。これで終了させていただきたいと思います。