

平成26年3月〇日

# 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)

社会保障審議会年金部会 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

## 報告の主旨

- 厚生年金及び国民年金においては、法律の規定により、少なくとも 5 年に一度、「財政の現況と見通し」を公表する、いわゆる財政検証を行うこととされており、平成 26(2014)年に検証結果をとりまとめることになっている。財政検証において用いられる経済前提※について、社会保障審議会年金部会における討議に資するため、専門的・技術的な事項について検討を行う場が必要である。

※ 年金財政における経済前提とは具体的には、(1)物価上昇率、(2)賃金上昇率、および(3)運用利回りのことを指す。

- 一方、年金積立金の運用について、平成 21 年 11 月から開催された「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」(以下「在り方検討会」という。)において平成 22 年 12 月に報告書がとりまとめられ、「年金積立金の運用は年金制度・財政と密接に関わるものであり、今後、運用目標について検討を行う場合には、年金財政の長期見通しに用いる経済前提を議論する早期の段階から、例えば、かつて厚生労働省に設置されていた社会保障審議会年金資金運用分科会のように、年金制度・財政と運用を一体的に議論する場を国に設ける必要がある。」との指摘がされた。

- このため、平成 23(2011)年 10 月に本専門委員会が設置され、平成 26(2014)年 3 月までの間に 17 回の会合を開催し、年金財政における経済前提と年金積立金の運用のあり方など専門的・技術的な事項について、鋭意検討を行った。

※ この間、経済前提の設定にあたっての基礎となる内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(平成 26 年 1 月 20 日)や労働力需給推計(平成 26 年 2 月)が公表されておりこれらに基づいて議論を行っている。

また、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に関する有識者会議」(以下「有識者会議」という。)においても、公的・準公的資金の運用等に関する横断的な課題について検討が行われ、平成 25 年 11 月に提言がとりまとめられた。

- このたび、本専門委員会として、平成 26 年財政検証に用いる経済前提、および、年金積立金の運用のあり方の 2 つの事項について、その検討結果をとりまとめたので、報告するものである。

# 第 I 部 平成26年財政検証における経済前提の範囲について

## 1 財政検証に用いる経済前提の基本的な考え方

(1) 平成16年改正では、少子高齢化が急速に進展する中、将来の現役世代の負担を過重なものとしないうために、最終的な保険料水準を法律で定め、その負担の範囲内で給付を行うことを基本に、給付水準を自動的に調整する仕組み(いわゆるマクロ経済スライド)が導入された。財政検証は、このような給付と負担の均衡を自動的に図る仕組みの下で、厚生年金及び国民年金の長期的な財政の健全性を定期的に検証するものである。

(2) 財政検証の結果は人口や経済の長期的な前提に依存するが、これらの前提については財政検証を行う時点において使用可能なデータを用い、最善の努力を払って長期の平均的な姿として妥当なものを設定する必要がある。しかし、人口や経済の長期的な見直しには限界があり、時間が経つにつれて新たなデータが蓄積されると、実績との乖離も生じてくる。このため、少なくとも5年ごとに最新のデータを用いて諸前提を設定し直した上で、現実の軌道を出発点として新たな財政検証を行うことが法律で定められている。

そもそも、財政検証の結果は、人口や経済を含めた将来の状況を正確に見通す予測(forecast)というよりも、人口や経済等に関して現時点で得られるデータの将来の年金財政への投影(projection)という性格のものであることに留意が必要である。このため、財政検証にあたっては、複数ケースの前提を設定し、その結果についても幅を持って解釈する必要があるものである。

(3) 長期の経済成長率等の前提を設定するにあたり、平成 21 年財政検証および平成 16 年財政再計算において長期の経済前提を設定する際に用いられてきたマクロ経済に関する試算に基づく設定方法は、諸外国における経済前提の設定方法と比べても工夫されたものとなっていることから、今回も基本的には同様の手法を用いることとする。ただし、これまでの設定方法全般において、改良の余地が残されていると考えられる点については可能な限りの改善手法を採ることとした。

具体的には、①需要側の要素を考慮するという論点について、「稼働率」に着目し、マクロ経済に関する試算の初期値として用いる足下の GDP を潜在 GDP に置き換えることで間接的に組み込む、②海外経済との関係を考慮するという論点について、「総貯蓄率」と「総投資率」の関係性に着目して総投資率の設定を行うという改善を図った。

(4) マクロ経済に関する試算とは、具体的には、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標準的な生産関数(コブ・ダグラス型生産関数)を用いて、過去の実績を基礎としつつ、日本経済の潜在的な成長力の見通しや労働力需給の見通しを踏まえたパラメータを設定し、経済成長率等の推計を行うものである。

経済モデルとしてコブ・ダグラス型生産関数を用いることから、供給側の状況のみを考慮したモデルとなっているのではないかという指摘が考えられる。これに対しては、供給されたものの全てが自ずと需要されるという仮定に立脚するのではなく、裏付けとなる需要があるという想定(シナリオ)の下で統合的なパラメータを設定するとともに、需要との関係性が深い稼働率の要素を考慮することにより、需要側の状況もある程度考慮したモデルと考えられるのではないかと検討したところである。

## 2 経済モデルの建て方とパラメータの設定について

- (1) マクロ経済に関する試算の枠組み(経済モデルの建て方)は、平成 21 年財政検証や平成 16 年財政再計算で用いられた枠組みと同様、以下の式によるものを探ることとする。

$$\begin{aligned} \text{経済成長率(実質 GDP 成長率)} &= \text{資本成長率} \times \text{資本分配率} + \text{労働成長率} \times \text{労働分配率} + \text{全要素生産性(TFP)上昇率} \\ \text{ここで、資本成長率} &= \text{総投資率} \times \text{GDP} / \text{資本ストック} - \text{資本減耗率} \\ \text{利潤率} &= \text{資本分配率} \times \text{GDP} / \text{資本ストック} - \text{資本減耗率} \end{aligned}$$

これらの式を用いると、全要素生産性(TFP)上昇率、資本分配率、資本減耗率、総投資率および労働投入量のパラメータを設定すれば、マクロ経済の観点から整合性のとれた、経済成長率(実質 GDP 成長率)および利潤率の値を推計できる。

※ 経済モデルの枠組みとしては、最近の計量経済モデルの一例として世代重複モデル(OLG モデル)についても検討した。世代重複モデルとは、生存期間が有限である個人が每期複数人存在することを想定し、世代毎のライフサイクルにおいて個人の効用に基づいて最適化された消費貯蓄行動を試算するモデルである。個人の行動のほか、資本蓄積、労働供給、人口動態が内生され、様々な政策を比較する際には有用であると考えられるものの、効用の前提に恣意性があることや、利子率などの収束計算の労力が非常にかかることなどから、これまでの財政検証に用いられてきたモデルが諸外国と比べてもかなり工夫されたものとなっていることと考えると、これに代替することは困難であると考えた。

- (2) 平成 21 年財政検証での長期の経済前提の設定においては、将来に対する不確実性がとりわけ大きいと考えられる全要素生産性(TFP)上昇率について3通りの設定を行い、幅を持たせた経済前提の設定が行われた。

将来に対する不確実性という観点で考えれば、全要素生産性(TFP)上昇率だけでなく、その他のパラメータも不確実性を伴うものであることから、今回の財政検証においては、それぞれのパラメータ毎に幅を持った設定を行うという方法を探ることとした。

幅を持ったパラメータを設定するにあたっては、現時点で得られるデータの将来への投影(projection)という観点で、長期的に妥当と考えられるシナリオを想定した上で、どの程度の幅に入るかを検討する必要がある。その際、パラメータに応じたシナリオの設定に留意する必要があるため、パラメータ毎に幅を持たせる場合、それぞれをどのように組み合わせるかという課題が生じることになる。全ての組み合わせに即した経済前提を設定するのは適切ではなく、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べきである。したがって、パラメータ毎に幅を持たせるとしても、結果として設定すべき経済前提の数は限られたものになると考えた。

(3) 経済成長の原動力となる全要素生産性(TFP)上昇率については、1970～1980年代は経済成長率のうちTFPの寄与が2%台と高かったが、1990年代に大幅に減速し、2000年代は1%弱の成長寄与と若干回復しているところであるとの分析がある。また、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(平成26年1月20日、経済財政諮問会議提出、以下「内閣府試算」という)では、全要素生産性(TFP)上昇率について、経済再生ケースでは「足元の低い水準(0.5%程度)から2020年代初頭にかけて1.8%程度※<sub>1</sub>まで上昇」、(参考ケース)では「足元の低い水準から2020年代初頭にかけて1.0%程度※<sub>2</sub>にまで上昇」との前提が置かれている。これらを踏まえつつ、上記試算のみに捉われない幅広い設定を考えることとした。

具体的には、内閣府試算の対象期間である平成35(2023)年度までは内閣府試算に準拠した設定として、足元の0.5%から経済再生ケースでは1.8%まで、参考ケースでは1.0%までそれぞれ上昇する設定とした。平成36(2024)年度以降については、平成35(2023)年度までにおける経済再生ケースと参考ケースそれぞれとの接続を考慮して以下のとおりの設定とした。

- ・経済再生ケースに接続するものとしては、平成36(2024)年度以降も1.8%で推移するケース(ケースA)のほか、内閣府試算に捉われずこれよりも下方に設定するケースとして、1.6%で推移するケース(ケースB)、1.4%で推移するケース(ケースC)、1.2%で推移するケース(ケースD)、および参考ケースの平成35(2023)年度と同じ水準である1.0%で推移するケース(ケースE)をそれぞれ設けることとした。
- ・参考ケースに接続するものとしては、平成36(2024)年度以降も1.0%で推移するケース(ケースF)のほか、内閣府試算に捉われずこれよりも下方に幅を設定するケースとして、0.7%で推移するケース(ケースG)、および足元の低い水準に戻って0.5%で推移するケース(ケースH)をそれぞれ設けることとした。

※1 景気循環の第10循環から第11循環である昭和58(1983)年2月から平成5(1993)年10月の平均。

※2 景気循環の第10循環から第14循環である昭和58(1983)年2月から平成21(2009)年3月の平均。

(4) 資本分配率および資本減耗率については、これまでの財政検証(財政再計算)においてはそれぞれ直近の過去10年間における実績値で一定と設定されてきた。

資本分配率については、労働分配率の推移と賃金の動向との関係性に留意しながら設定する必要がある。過去の実績をみると、2000年代に入り、賃金が低下する時期に資本分配率が上昇している。このため機械的に直近の過去10年平均である42.8%(平成15(2003)年から平成24(2012)年の平均)をとる場合だけでなく、長期的な動向という観点から過去30年※<sub>3</sub>平均である40.8%(昭和58(1983)年から平成24(2012)年の平均)をとる場合も設けた。

資本減耗率については、過去の実績は緩やかな減少傾向にあるが、資本分配率と同様に幅をもった設定とすることを考慮し、機械的に直近の過去 10 年平均である 7.1%をとる場合だけでなく、長期的な動向という観点から過去 30 年平均である 7.5%をとる場合も設けた。

資本分配率と資本減耗率の組み合わせについては、ともに過去 30 年平均を用いる(資ーア)のケース(資本分配率 40.8%、資本減耗率 7.5%の組み合わせ)、およびともに過去 10 年平均を用いる(資ーイ)のケース(資本分配率 42.8%、資本減耗率 7.1%)を設けることとした。

※3 景気循環の第 10 循環の谷(昭和 58(1983)年 2 月)から平成 24(2012)年までがちょうど過去 30 年間にあたる。

(5) 総投資率の設定については、海外経済との関係を考慮する観点から、「総貯蓄率」と「総投資率」の関係性に注目することとした。これは、政府部門を含めた一国全体の貯蓄と投資の差がおおむね海外経済とのやりとりによるものと考えられるためである。

過去の実績をみると、総貯蓄率は総投資率よりも高く、総貯蓄率から経常収支対名目 GDP 比を控除するとおおむね総投資率の水準となる。これまでのマクロ経済に関する試算での総投資率は、長期的に低下している傾向を外挿して設定していたが、このことは一定の経常収支対名目 GDP 比が勘案されているものと考えられる。経常収支の先行きについては、赤字化する、黒字が継続するなど様々な見方がある。したがって、今回の総投資率を設定するにあたっては、過去からの傾向を単に外挿するものだけでなく、総貯蓄率の傾向を外挿したものも勘案した設定も行い、幅をもった設定とすることとした。

具体的には、総投資率、総貯蓄率それぞれ過去からの傾向を対数正規曲線により外挿したものを基礎として、以下のように設定を行った。

- ・総投資率の過去からの傾向を外挿したものから、総貯蓄率の過去からの傾向を外挿したものへ 30 年間かけて緩やかに遷移するように設定したものを(投ー $\alpha$ )ケースとし、
- ・従来の方法と同様に総投資率の過去からの傾向を外挿したものを(投ー $\beta$ )ケースとした。

(6) 労働投入量については、平成21年財政検証では、雇用の非正規化が進む中で、頭数ではなく、延べ労働時間でどのように推移するかを捉える必要があることから、従来のマンベース(労働力人口)ではなくマンアワーベース(総労働時間)を推計し設定した。これは、国立社会保障・人口問題研究所の「日本の将来推計人口」を基軸とした上で、独立行政法人労働政策研究・研修機構の「労働力需給の推計」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ものである。今回も「日本再興戦略(平成25年6月)」を踏まえ平成26年2月にとりまとめられた新たな「労働力需給の推計」を用いて、基本的に同様の手法を採ることとした。平成24(2012)年から平成42(2030)年にかけて、労働市場への参加が進むケースでは総労働時間が年平均0.3%の減少、労働市場への参加が進まないケースでは総労働時間が年平均0.8%の減少となる。

※ 労働投入量が総労働時間であるため、コブ・ダグラス型生産関数から得られる結果は「単位労働時間あたり実質経済成長率」となる。年金財政に用いる「被用者年金被保険者1人あたり実質賃金上昇率」は、上記に「被用者年金被保険者の平均労働時間の変化率」を加えたものとする。このため、厚生年金の被保険者数及びその平均労働時間の変化についても、ここでの労働投入量の設定と整合的になるように推計を行った。

(7) それぞれ幅を持っている各パラメータをどのように組み合わせるかについては、全要素生産性(TFP)上昇率の設定(ケースA~H)を基軸として具体的に以下のとおり考えることとする。

- ・資本分配率と資本減耗率は、全要素生産性(TFP)上昇率を高く設定する場合には、賃金が低下ないし横ばいの状態にある足下に比べて労働分配率が高く(資本分配率が低く)なり、企業の設備投資が活発化すると考えられることから資本減耗率が高いケースを組み合わせる。具体的には平成36(2024)年度以降の全要素生産性(TFP)上昇率を1.0%以上と設定する場合に(資-ア)ケース、1.0%より低く設定する場合に(資-イ)ケースを組み合わせる。
- ・総投資率については、経常収支の先行きに様々な見方があることから、(投- $\alpha$ )、(投- $\beta$ )両方それぞれ組み合わせる幅のあるものとする。ただし、(投- $\alpha$ )、(投- $\beta$ )をそれぞれ用いるケースを別のケースとして取り扱うのではなく、ケースA~Hのそれぞれについて、(投- $\alpha$ )および(投- $\beta$ )を用いて得られる両方の結果を幅で示すこととした。
- ・労働投入量については、内閣府試算の設定に準拠し、経済再生ケースに接続するもの(ケースA~E)には労働市場への参加が進むケースを、参考ケースに接続するもの(ケースF~H)には労働市場への参加が進まないケースを組み合わせることとした。



(8) 需要側の要素を考慮するという論点について、潜在 GDP を算出するための潜在資本投入量を推計する際に用いられている「稼働率」に着目した。ただし、一国経済における稼働率に関する統計が完全には整備されていないことや、稼働率を乗じる対象となる資本ストックが「粗資本ストック」(除却のみを考慮)である一方、マクロ経済に関する試算に用いられている資本ストックは「純資本ストック」(除却と減価償却を考慮した市場価値に相当するもの)であることもあり、稼働率を直接的に組み込むことは困難であると考えた。

そこで、マクロ経済に関する試算の初期値として用いる足下の GDP を「(景気循環の中で)平均的な稼働率で生産要素を使用したときに達成できる潜在GDP」に置き換えることで、稼働率の要素を間接的に組み込むこととした。具体的には、平成 24(2012)年度のGDPギャップを▲3%として実績の名目GDPを潜在GDPに機械的に置き換えた。

(9) 経済モデルを用いる期間については、コブ・ダグラス型生産関数が長期間における経済成長の見込み等について推計を行う際に用いられることを踏まえて、平成 36(2024)年度から、(a)平成 55(2043)年度までの 20 年間、(b)平成 60(2048)年度までの 25 年間、(c)平成 65(2053)年度までの 30 年間と複数の場合で行い、それぞれの期間における実質経済成長率および利潤率の平均値を算出した。

### 3 経済前提の設定に係る他の論点について

(1) 運用利回りの設定については、平成 21 年財政検証では、長期間の平均としての実質長期金利(国内債券の運用利回り)を日本経済の長期的な見通しと整合性をとって設定した上で、それに対し内外の株式等による分散投資でどのくらい上積みできるかという考え方で設定した。今回の財政検証における長期の運用利回りの設定にあたっては、前回と同様の考え方に立つこととし、長期間の平均としての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こととした。

(ア) 実質長期金利については、実質長期金利と利潤率とは、経済学的に関係が深いものであるため、平成 21 年財政検証の時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することとした。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平成 21 年財政検証の時よりも長期間にわたってとった。具体的には、過去 20~30 年間の平均の実質長期金利(10 年国債応募者利回りー消費者物価上昇率)の水準(1.9%~2.6%程度)に、マクロ経済に関する試算から得られる将来(平成 36(2024)年度からの 20~30 年間)の利潤率の過去の利潤率に対する比率を乗じることにより、将来の実質長期金利を設定した。

ただし、全要素生産性(TFP)上昇率(平成 36(2024)年度以降)を 1.0%よりも低く設定するケース(ケースG、H)における長期金利については、低成長経済の下で利潤率と実質長期金利の相関関係は著しく低いと考えられるため、利潤率との相関関係で設定する方法は採らないこととした。

(イ) 全要素生産性(TFP)上昇率(平成 36(2024)年度以降)を 1.0%よりも低く設定するケース(ケースG、H)における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を参考に設定することとした。具体的には、長期債のイールドカーブを観察し、市場関係者がフォワードレートをどの程度の水準で見ているかを検討し、ケースGについては名目長期金利を 2.6%~3.0%<sup>※4</sup>の範囲に、ケースHについては名目長期金利を 1.5%~2.2%<sup>※5</sup>の範囲となるように設定した。

※4 平成 24(2012)年 12 月末のイールドカーブから導かれる 10 年後から 30 年後におけるフォワードレートの範囲。

※5 平成 25(2013)年 4 月 4 日(日本銀行「量的・質的金融緩和」の公表日)のイールドカーブから導かれる 10 年後から 30 年後におけるフォワードレートの範囲。

(ウ) 分散投資効果については、経済前提のケースA～Hごとに名目賃金上昇率を基準として示す方式により算出した(本報告書第Ⅱ部 16 頁 運用利回りの示し方)。具体的には、各資産(国内債券、国内株式、外国債券、外国株式、短期資産)の実質的な期待リターン(名目期待リターンから名目賃金上昇率を差し引いたもの)及び過去の各資産の実質的なリターン(名目リターンから名目賃金上昇率を差し引いたもの)の実績から算出されるリスクと相関係数を用いて有効フロンティアを導出し、国内債券並みのリスク水準における国内債券の期待リターンからの上積み分として分散投資効果を算出した。その結果、どのケースにおいても分散投資効果はおおむね 0.4%前後の数値となった。

(2) 物価上昇率の設定について、これまでの財政検証では、日本銀行の見解、過去の実績の平均値、内閣府による試算などを参考にして設定されてきた。今般の物価を巡る動向をみると、日本銀行は「物価安定の目標」を新たに導入し、消費者物価の前年比上昇率で2%とすることとされている。また、内閣府試算では 2020 年前後の物価上昇率は経済再生ケースで 2.0%、参考ケースで 1.2%となっている。さらに、これらの上に捉われず下方に幅を設定するケースとして、過去 30 年間の実績値の平均 0.6%も考慮することとした。

具体的には、経済再生ケースに接続するもの(ケースA～E)については 1.2%から 2.0%の幅、参考ケースに接続するもの(ケースF～H)については 0.6%から 1.2%の幅で設定するものとし、経済成長率(実質)が高くなるほど物価上昇率も高くなるという関係になるように各ケースにおける長期の物価上昇率を設定した。

(3) 足下の経済前提の設定について、平成 21 年財政検証では平成 27(2015)年度以前の経済前提を内閣府「経済財政の中長期方針と 10 年展望比較試算」(平成 21 年 1 月)に準拠して設定していた。今回も、平成 35(2023)年度までの足下の経済前提については、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通りを設定することとする。

(4) 長期的な経済前提を設定するだけでなく、変動を織り込む場合の経済前提についても設定が必要であると考えた。これは、平均的には同水準の経済前提であっても、変動がない場合と変動が大きい場合でマクロ経済スライドによる調整の効き方が異なることから、変動を織り込んだ場合における経済前提も別途設定してはどうかと考えたものである。変動の周期については、これまでの景気循環の平均的な長さが4年程度であることを参考に4年周期とする。また変動の幅については過去 30 年間の物価上昇率の標準偏差である 1.2%を用いることとする。また、賃金上昇率については実質賃金上昇率(対物価上昇率)には変動を与えず、物価上昇率の変動に応じて名目賃金上昇率も同様に変動するような設定とする。

#### 4 具体的な経済前提の設定について

(1) 平成 35(2023)年度までの足下の経済前提については、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。

##### ○ 内閣府 経済再生ケースに準拠する経済前提

	平成26 (2014)	平成27 (2015)	平成28 (2016)	平成29 (2017)	平成30 (2018)	平成31 (2019)	平成32 (2020)	平成33 (2021)	平成34 (2022)	平成35 (2023)
物価上昇率(暦年※1)	2.6 %	2.7 %	2.7 %	2.2 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %
実質賃金上昇率 (対物価上昇率)	▲1.6 %	▲0.2 %	▲0.2 %	1.4 %	1.7 %	1.8 %	1.9 %	1.9 %	2.2 %	2.1 %
名目賃金上昇率	1.0 %	2.5 %	2.5 %	3.6 %	3.7 %	3.8 %	3.9 %	3.9 %	4.2 %	4.1 %
実質運用利回り (対物価上昇率)(※2)	▲1.3 %	▲0.8 %	▲0.5 %	0.4 %	1.1 %	1.6 %	2.0 %	2.3 %	2.6 %	2.9 %
名目運用利回り(※2)	1.3 %	1.9 %	2.2 %	2.6 %	3.1 %	3.6 %	4.0 %	4.3 %	4.6 %	4.9 %

##### ○ 内閣府 参考ケースに準拠する経済前提

	平成26 (2014)	平成27 (2015)	平成28 (2016)	平成29 (2017)	平成30 (2018)	平成31 (2019)	平成32 (2020)	平成33 (2021)	平成34 (2022)	平成35 (2023)
物価上昇率(暦年※1)	2.6 %	2.3 %	2.0 %	1.4 %	1.2 %	1.2 %	1.2 %	1.2 %	1.2 %	1.2 %
実質賃金上昇率 (対物価上昇率)	▲1.6 %	▲0.7 %	0.3 %	1.5 %	1.6 %	1.5 %	1.4 %	1.3 %	1.5 %	1.5 %
名目賃金上昇率	1.0 %	1.6 %	2.3 %	2.9 %	2.8 %	2.7 %	2.6 %	2.5 %	2.7 %	2.7 %
実質運用利回り (対物価上昇率)(※2)	▲1.3 %	▲0.7 %	▲0.1 %	0.7 %	1.2 %	1.5 %	1.7 %	1.9 %	2.0 %	2.2 %
名目運用利回り(※2)	1.3 %	1.6 %	1.9 %	2.1 %	2.4 %	2.7 %	2.9 %	3.1 %	3.2 %	3.4 %

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

(※2) 名目運用利回りの設定は、長期金利に内外の株式等による分散投資でどのくらい上積みできるか(分散投資効果)を0.4%(平成36(2024)年度以降の長期の経済前提における設定を参考)として、これを加味して設定。また、平成21年財政検証における設定と同様、長期金利上昇による国内債券への影響を考慮して設定。

(2) 平成 36(2024)年度以降の長期の経済前提については、マクロ経済に関する試算等を参考に、以下に示す範囲を設定。

		前提		経済前提の範囲				(参考)
		労働力に関する設定	全要素生産性(TFP)上昇率(2024年度～)	物価上昇率	実質賃金上昇率(対物価上昇率)	実質運用利回り(対物価上昇率)	実質的な運用利回り(対賃金上昇率)	実質経済成長率(対物価上昇率、一国経済、2024年度以降20～30年)
ケースA	内閣府 経済 再生 ケース に接続 する もの	労働市場 への 参加が 進む ケース	1.8 %	2.0 %	2.2 % ~ 2.5 %	2.9 % ~ 4.0 %	0.5 % ~ 1.7 %	1.3 % ~ 1.5 %
ケースB			1.6 %	1.8 %	2.0 % ~ 2.2 %	2.8 % ~ 3.9 %	0.7 % ~ 1.8 %	1.0 % ~ 1.2 %
ケースC			1.4 %	1.6 %	1.7 % ~ 1.9 %	2.7 % ~ 3.8 %	0.9 % ~ 1.9 %	0.8 % ~ 1.0 %
ケースD			1.2 %	1.4 %	1.5 % ~ 1.7 %	2.6 % ~ 3.7 %	1.1 % ~ 2.1 %	0.5 % ~ 0.7 %
ケースE			1.0 %	1.2 %	1.2 % ~ 1.4 %	2.6 % ~ 3.5 %	1.2 % ~ 2.2 %	0.3 % ~ 0.5 %
ケースF	内閣府 参考 ケース に接続 する もの	労働市場 への 参加が 進まない ケース	1.0 %	1.2 %	1.2 % ~ 1.4 %	2.3 % ~ 3.3 %	1.0 % ~ 2.0 %	0.0 % ~ 0.2 %
ケースG			0.7 %	0.9 %	1.0 % ~ 1.1 %	2.0 % ~ 2.5 %	1.0 % ~ 1.5 %	▲0.3% ~ ▲0.1%
ケースH			0.5 %	0.6 %	0.7 % ~ 0.8 %	1.3 % ~ 2.1 %	0.5 % ~ 1.3 %	▲0.5% ~ ▲0.3%

## (参考)内閣府「中長期の経済財政に関する試算」について ～ 内閣府資料より抜粋 ～

### (1) 概要

- 平成26年1月20日の経済財政諮問会議に提出。
- 本試算は、経済財政諮問会議の審議のための参考として、内閣府が作成し、提出するものである。
- 経済・財政・社会保障を一体的にモデル化した内閣府の計量モデル(「経済財政モデル」)を基礎としている。したがって、成長率、物価及び金利などはモデルから試算されるものであり、あらかじめ設定したものではない。  
試算の内容は、種々の不確実性を伴うため相当な幅を持って理解される必要がある。
- 各年度の税収については、現行法に沿った増収に相当する額を織り込んでいる。  
「消費税率及び地方消費税率の引上げとそれに伴う対応について」(平成25年10月1日閣議決定)において、平成26年4月1日に消費税率(国・地方)を5%から8%へ引き上げることを確認した。  
その後の消費税率の引上げについては、税制抜本改革法附則第18条にのっとり、経済状況等を総合的に勘案して、判断を行う。  
今後、現行法の内容と異なる判断が行われた場合には、本試算も判断の内容に沿って見直す。
- 経済に関するシナリオとしては、
  - ・ 世界経済が堅調に推移する下で、日本経済再生に向けた、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略(「日本再興戦略」)の「三本の矢」の効果が着実に発現。今後10年(2013～2022年度)の平均成長率は実質2%程度、名目3%程度となる(経済再生ケース)。  
消費者物価上昇率(消費税率引上げの影響を除く)は、概ね2年程度で前年比2%程度まで高まり、中期的にも2%近傍で安定的に推移。
  - ・ 参考として、内外経済がより緩やかな成長経路となる場合についての試算も行った。この場合には、今後10年(2013～2022年度)の平均成長率は実質1%程度、名目2%程度となる(参考ケース)。
- 財政面における主要な想定としては、
  - ・ 2015年度については、「中期財政計画」を踏まえ、基礎的財政収支の改善努力が行われることを想定。
  - ・ 社会保障・税一体改革関連法等を踏まえ、消費税率(国・地方)が2014年4月1日より8%へ、2015年10月1日より10%へ段階的に引き上げられること及び社会保障制度改革の実施などにより一定の歳出増が段階的に生じることを想定。
  - ・ 「復興財源確保法」等を踏まえ、復旧・復興対策の実施、復興特別税の実施、復興債の発行を想定。

- 試算の期間は平成35(2023)年度までの11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・地方の財政の姿：基礎的財政収支、財政収支、公債等残高等
  - ・ 国の一般会計の姿：基礎的財政収支対象経費、国債費、税金、その他収入等

## (2) マクロ経済に関する主要な前提

	経済再生ケース	(参考ケース)
生産性 (TFP) 上昇率	<p>足元の低い水準(平成25(2013)年度第3四半期:0.5%程度)で平成26(2014)年度まで推移した後、2020年代初頭にかけて1.8%程度*まで上昇。</p> <p>〔※第10循環から第11循環(昭和58(1983)年2月から平成5(1993)年10月)の平均〕</p>	<p>足元の低い水準(平成25(2013)年度第3四半期:0.5%程度)で平成26(2014)年度まで推移した後、2020年代初頭にかけて、過去の平均程度の1.0%程度*にまで上昇。</p> <p>〔※景気循環(第10循環から第14循環(昭和58(1983)年2月から平成21(2009)年3月まで))を考慮した過去の平均〕</p>
労働力	「日本再興戦略」で掲げられている政策により女性、高齢者を中心に性別年齢階層別労働参加率が上昇。	性別年齢階層別労働参加率が足元の水準で横ばい。
世界経済	平成27(2015)年度から平成30(2018)年度の間は、IMF世界経済見通し(2013年秋)に基づく成長率(年率4.8~5.0%程度)で推移し、それ以降は4.9%程度で横ばい。	平成27(2015)年度から平成30(2018)年度の間は、IMF世界経済見通し(2013年秋)に基づく成長率(年率4.8~5.0%程度)を年率0.7%pt程度下回る成長率(年率4.1~4.3%程度)で推移し、それ以降は4.2%程度で横ばい。

- 平成26(2014)年度までの経済成長率及び物価上昇率等は、平成24年度国民経済計算確報(17年基準改定値)及び平成26年度政府経済見通し等による。

(3) マクロ経済に関する主な試算結果

経済再生ケース

(%程度)

年度	2012 (平成24)	2013 (平成25)	2014 (平成26)	2015 (平成27)	2016 (平成28)	2017 (平成29)	2020 (平成32)	2022 (平成34)	2023 (平成35)
実質成長率	0.7	2.6	1.4	1.7	1.8	2.0	2.3	2.4	2.4
名目成長率	▲0.2	2.5	3.3	3.4	3.8	3.4	3.6	3.7	3.7
消費者物価上昇率	▲0.3	0.7	3.2	2.6	2.8	2.0	2.0	2.0	2.0
完全失業率	4.3	3.9	3.7	3.6	3.5	3.4	3.2	3.3	3.3
名目長期金利	0.8	0.7	1.0	2.1	2.4	2.8	4.0	4.6	4.8

(参考ケース)

(%程度)

年度	2012 (平成24)	2013 (平成25)	2014 (平成26)	2015 (平成27)	2016 (平成28)	2017 (平成29)	2020 (平成32)	2022 (平成34)	2023 (平成35)
実質成長率	0.7	2.6	1.4	0.9	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3
名目成長率	▲0.2	2.5	3.3	2.0	2.2	1.7	1.8	1.8	1.8
消費者物価上昇率	▲0.3	0.7	3.2	1.9	2.0	1.2	1.2	1.2	1.2
完全失業率	4.3	3.9	3.7	3.7	3.7	3.6	3.5	3.4	3.4
名目長期金利	0.8	0.7	1.0	1.5	1.9	2.1	2.7	3.0	3.1



## 第Ⅱ部 年金積立金運用のあり方について

### 1 運用利回りの示し方等について

- 年金積立金の運用は、年金財政の安定化を目的としており、適合性原則等から、運用利回りについては、従前通り、名目賃金上昇率 $+\alpha$ で設定する。
- 名目値による運用利回りがひとり歩きして運用目標に関する議論が混乱したとの意見があり、運用目標としては、名目賃金上昇率を上回る運用利回り( $\alpha$ )のみを数値で設定(名目賃金上昇率は数値を示さない)するよう運用利回りの示し方を変更する。
- 長期金利を基準として運用利回りをとらえる考え方については、従来から運用利回り算定(長期金利 $+$ 分散投資効果)の際利用してきたが、経済見通しを踏まえた運用利回りの算定という要請から、今後とも維持する。
- 拠出者代表を含む年金部会での「国内債券並みのリスクの維持」等の意見に鑑みれば、長期金利に、分散投資により得られる超過収益(分散投資効果)を加える現行の算定方式を維持すべき。なお、収益最大化の努力が年金財政の強化に貢献するとの考え方に立てば、確たる根拠のある場合には、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を維持するとともに、そのためのたゆまぬ検討を明示的に求める。
- 分散投資効果については、運用利回りについて名目賃金上昇率を基準として示す方式と整合的に、賃金上昇率を基準としてリターン、リスク等を算定し、算出する方式に変更する。

- 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( $\alpha$ )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( $\alpha$ )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( $\alpha$ )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( $\alpha$ )は高くなっていない。  
これらを踏まえると、すべてのケースに対応できる実質的な運用利回り( $\alpha$ )として 1.7%が示される。
- 実質的な運用利回り( $\alpha$ )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( $\alpha$ )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。

## 2 リスクの示し方等について

- 基本ポートフォリオの策定においては、従前より、候補となるポートフォリオにより長期間運用した場合をシミュレートし、予定された給付の減少につながる「予定積立金額を下まわる可能性の大きさ」を確率論的に評価しているが、専門的・技術的でわかりやすさに欠ける面がある。このため、運用目標等からの下振れリスクが一定程度超えないことを新たにポートフォリオ策定の際の「許容度」として採用する。
  
- その際、全額国内債券で運用しても年金給付の伸びである名目賃金上昇率を下まわるリスクが存在することから、「国内債券並みのリスク」というご意見にも照らし、全額国内債券運用において名目賃金上昇率から下振れするリスクを超えないことをリスク許容度として示す。  
また、検証に当たっては、リスク当たりリターンの効率性のほか、株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合があることも十分に考慮することとする。
  
- また、年金積立金運用は、年金財政の安定化のために実施しており、ALM の観点からも、予定積立金額からの下振れリスクの検証は依然重要である。従来、年金積立金管理運用独立行政法人(以下「GPIF」という。)において、予定積立金額を下回る確率や損失額(下回る額)の平均額について、シミュレーション ALM による検証を行ってきており、この検証の実施も、リスクに対する考え方として示す。
  
- フォワードルッキングなリスク分析に基づくポートフォリオの構築が求められており、従来から GPIF で実施しているリスクシナリオ等による検証について、より踏み込んだ複数のシナリオで実施するなど、一層の充実を求める。

### 3 基本ポートフォリオの設定期間等について

- 基本ポートフォリオに関しては、年金資金の性格や安定的なアセットアロケーションの維持を説く現代投資理論等に沿い、従前通り、長期的な観点から設定することとする。  
その見直しについては、5年に一度の財政検証に伴い実施するとともに、市場の構造的な変化に対応するよう、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。
- 経済環境や市場環境の変化が激しい最近の傾向を踏まえれば、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で、市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができる旨明確にする。また、その際のフォワードルッキングは、決して投機的なものであってはならず、確度の高いものであるべきことを明示する。
- ポートフォリオ管理において、経済環境や市場環境の的確な把握を重視するならば、経済情勢等の調査・分析等の GPIF の調査能力を向上させるべきである。

#### 4 運用手法等の具体的な検討の在り方について

- GPIF については、運用の専門組織として設立されていること等を踏まえ、運用目的・目標等に沿った具体的な運用手法等については、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的には、運用の専門家である GPIF に委ねるのが適当である。
- なお、年金積立金は、被保険者から徴収された保険料の一部であり、その運用は、年金財政・制度と密接に関係することから今後とも、財政検証の際等必要に応じ、本専門委員会や拠出者の立場から労使代表も参画する年金部会のような場で審議することが適当である。
- また、国民に対する説明責任を果たすため、新たな運用対象を追加する場合を始め年金積立金の運用手法等については運用及び年金財政に対する影響等も踏まえつつ、国民に対する説明を一層工夫・充実させるべきである。
- 新たな運用対象の追加等にも応じ、運用の専門組織としてふさわしく、高度な専門性を持った質の高い人材を確保・育成していくべきではないか。また、今後とも、年金積立金運用の信頼確保のため、コンプライアンス等の確保に努めるべきである。

## 5 全額国債運用・国内債券中心の運用について

- 年金積立金の運用目的は、年金財政の安定化等であり、それに則した資産構成割合とすべきである。
- 安全かつ効率的な運用を行うためには、年金財政上必要な利回りを最小限のリスクで運用すべきであり、具体的な運用手法については、前述の通り、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的に GPIF において検討すべきである。
- 従前のデフレ下では「国内債券中心の運用」が安全かつ効率的な運用であったが、デフレ脱却を図り、適度なインフレ環境に移行しつつある我が国経済の環境においては、あらかじめ「国内債券中心」を示す必要はなく、GPIF において、フォワードルッキングの視点も踏まえ、運用目的・運用目標に則したポートフォリオを検討すべきである。

## 6 運用対象資産の多様化等について

- 今後とも、市場性等が確保されたこれまでの運用対象資産が基本となると考えられるが、新たな運用対象についても、被保険者の利益に資することを前提に、物価連動国債や安定的な事業収入が見込まれる REIT 等を始め、年金資金運用の観点から幅広く検討を行う。
- 具体的な運用対象資産の多様化については、前述の通り、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的に GPIF において検討すべきである。
- その際、非伝統的資産は、市場性や収益性、個別性、取引コストや情報開示の状況など、従来の伝統的資産とはリスク等が異なる点も多く、運用側の能力向上等のみでは対応できないことから、各資産の確かな収益力の向上や流通市場の整備等、市場環境の整備を十分踏まえた対応が必要である。
- また、GPIF の体制強化が重要であることは言うまでもなく、それを補う上で、経験豊富で同じくスポンサーとして損失責任を負う他の運用機関等との共同投資等も考えられる。

## 7 アクティブ運用等について

- 現代ポートフォリオ理論から見るとパッシブ運用は合理的だが、市場の歪みの存在等、現代ポートフォリオ理論が常に妥当するとは限らない。このため、収益最大化の努力が年金財政の強化に貢献するとの考え方に立てば、前述の通り、確たる根拠のある場合には、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を維持するとともに、そのためのたゆまぬ検討を明示的に求める。
- 具体的なアクティブ運用の在り方については、前述の通り、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的に GPIF において検討すべきであり、あらかじめ「パッシブ運用中心」を示す必要はない。
- なお、アクティブ比率の向上のためには、運用資産の多様化の議論同様、超過収益率が獲得できる新たな手法や優れたアクティブマネージャーの輩出等運用環境の整備が図られることが重要である。
- ベンチマークについては、運用収益向上の観点から、伝統的な時価総額型インデックスのみならず、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。
- GPIF は、外部運用機関の優れたノウハウ等を活用する委託運用を中心に行っており、運用受託機関の選定・管理・監督が重要な業務であるが、運用コストの低減や運用に関する知識・経験等の蓄積も期待できることから、インハウス運用の活用も検討すべきである。



## 8 成長分野投資、社会的投資(ESG 投資を含む。)について

- 「専ら被保険者の利益のため」との法規定や受託者責任原則に則し、他事考慮せず、専ら被保険者の利益のために行う運用が、結果的に日本経済等に貢献するという「好循環」を目指すべきである。
- グロース運用として成長性に着目することは既にアクティブ運用の確立した一つの手法であるが、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や、収益確保のため ESG 等を含めた非財務的情報に着目することの是非も、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的に GPIF において検討すべきである。
- 議決権行使のあり方については、「市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ」運用するとの法規定に則しつつ、機関投資家一般の行動原則として公表された「責任ある機関投資家」の諸原則(日本版スチュワードシップ・コード)を踏まえた方針の策定・公表等を検討すべきである。  
また、この検討は、GPIF において、労使推薦の委員を含め構成される運用委員会の意見に基づき、行われるべきである。

## (参考1)年金積立金の運用に関する法律上の主な規定

### ◇ 厚生年金保険法及び国民年金法

○ 積立金の運用は、次の方法により将来にわたった年金事業の運営の安定を目的として行う。

- ① 専ら被保険者の利益のために運用(他事考慮の禁止等)
- ② 長期的観点から運用
- ③ 安全かつ効率的に運用
- ④ 積立金が被保険者から徴収された保険料の一部であること、将来の給付の貴重な財源となるものであることに特に留意

○ 厚生労働大臣が、この目的に沿った運用による納付金の納付を目的として GPIF に寄託して実施

### ◇ 年金積立金管理運用独立行政法人法

- ① 資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮
- ② 年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意
- ③ 安全かつ確実を基本とし、年金積立金の運用が特定の方法に集中しない。

## (参考2) 在り方検討会(報告書)及び有識者会議提言と本専門委員会での主な意見(対照表)

### 運用利回りの示し方等に関する主な意見

#### 在り方検討会(報告書)

- 名目運用利回り4.1%は高すぎるのではないかと。
- 運用利回りの具体的な示し方としては、「年金財政の安定に必要な利回りとして賃金上昇率を一定程度上回る利回りの確保」のほか、市場の運用環境を考慮し、「長期金利を一定程度上回る利回りの確保」との示し方もあり得る。

#### 【専門委員会での主な意見】

- ・ 運用目標4.1%は混乱を与えている。
- ・ マーケットは常に変動しているため、目標値を絶対値で予め定めておいて、結果を対比するのは難しい。
- ・ 年金財政からみると、年金の受給額が賃金上昇率と連動しているため賃金上昇率+ $\alpha$ という目標は自然。
- ・ 長期的には伝統的資産のリターンと賃金上昇率にはある程度の相関がみられることから、賃金上昇率+ $\alpha$ という運用利回りの目標と整合的な基本ポートフォリオの構築は可能。
- ・ 運用利回りの設定等には、市場とかけ離れた運用となっていないか、金利水準が年金財政に影響しないかという点から、長期金利を見なくてよいとは言い切れない。
- ・ 年金財政上必要な利回りを考える上で、リスク許容度の範囲であることと資本市場の現実と一致したものであることが必要である。
- ・ 賃金上昇率+ $\alpha$ を目標とすると、名目賃金上昇率を基準としてリスクを計測する考えもある。
- ・ 国内債券並みのリスクを基本とすべきではないか(第18回年金部会)

#### (参考) 有識者会議提言

- 一部の資金では、名目賃金上昇率や物価上昇率に連動して給付を行っていることから、これに合わせて、「名目賃金上昇率や物価上昇率をある一定比率上回る」という形で収益目標を定めることに合理性はあるものの、その結果、これまでのデフレ経済下では当該目標が著しく低い水準になっていた可能性がある。一方で、デフレ脱却を見据えれば、今後は、当該目標が現在より高い水準となる可能性もあり、こうした点を踏まえて、適切に収益目標を設定する必要がある。

収益目標については、資産と負債の関係を考慮して設定する必要があるとあり、当該目標を達成するためのポートフォリオの構築が、「安全かつ効率的な運用」につながるようになる。こうした中、投資の期待収益率とリスクの関係を示す有効フロンティアを投資対象の分散等により上方シフトさせることを含め、収益を最大化する努力を十分に行うべきである。

## リスクの示し方等についての主な意見

### 在り方検討会(報告書)

- ・ 運用利回りだけでなくリスクについての考え方も併せて示す必要がある。
- ・ 運用目標を下回った場合には、国民の負担増加に直結する重い課題であることを前提として運用に何を求めるかを考える必要がある。
- ・ 年金積立金の運用について議論する際の「リスク」については、運用目標を大幅に下回ったことによる損失という意味に限定せず、年金財政上予定された収益を下回ることにより将来の保険料の引上げや給付の引下げを招くという視点を踏まえて議論する必要がある。



### 【専門委員会等での主な意見】

- ・ 一定期間において、運用収益率が物価上昇率等を下回る確率を10%から20%にするといった下振れリスクの目安の提示もできるのではないかと。
- ・ 賃金上昇率+ $\alpha$ を目標とすると、目標自体が賃金上昇率の変動に伴って動くので、名目賃金上昇率に対する実質的なリターンのばらつき等をリスクとする考えもある。ただし、個別資産の市場リスクという観点からは、株式のリスクが過小評価されるおそれもある。
- ・ 国内債券並みのリスクを基本とすべきではないか(第18回年金部会)
- ・ キャッシュアウトの安定的な確保を含め今後の年金財政を踏まえた対応を求めることが必要。
- ・ デュレーションマッチングやキャッシュフローマッチングは、一つのALM的な手法であるが、将来のキャッシュフローが固定せず、インフレ率や賃金上昇率に複雑に依存する賦課方式では簡単ではないし、金利上昇も考慮すると他の方法を考えるべき。
- ・ 経済見通しに関してシナリオを立てて議論する必要があるのではないかと。
- ・ 外れることも想定する必要があるとあり、1本のシナリオで将来を描くことは難しい。

### (参考) 有識者会議提言

- 適切に収益目標を設定する必要があるほか、収益目標と表裏の関係にあるリスク許容度(注1)の在り方についても検討すべきである。  
(注1) リスク許容度については、過去の損失データに基づくリターンの振れ幅をベースに設定した上で、一定のモデルを用いたリスク計測や、シナリオ分析などにより、フォワード・ルッキングな(先行きを見据えた)検証を実施することが望ましい。
- 公的年金では、ポートフォリオの構築に当たって、過去のデータに依存したリスク分析を行うだけでは不十分であり、今後の経済状況(金利・インフレ等のマクロ変数)の見通しを踏まえ、資産・負債の両面に係るフォワードルッキングな(先行きを見据えた)リスク分析を行う必要がある。

## ポートフォリオの設定期間等に関する主な意見

### 在り方検討会（報告書）

- 基本ポートフォリオは長期的なものであり、短期的な市場の変動を受けて直ちに変更すべきものではないが、これが最適なものであるか否かについては、常に検証しつつ、経済が大きく変わるような場合には、これを見直す必要があるか検討するプロセスが必要である。
- 乖離許容幅の範囲内での資産構成割合の見直しについては、① 裁量的な積極見直し、② 市場環境の変動に伴う適切なリバランスの両論があった。

### 【専門委員会での主な意見】

- ・ 超長期運用という観点では、5年ごとに見直すのもマイナス。
- ・ 年金財政に即し100年の目標を立てるけれども、5年ごとに見直していくことに意味があるのではないか。
- ・ 国民のリスク許容度や、それほど長くないタイムホライズンを考えると、想定利回りを5年程度で見直すという現行の仕組みは適当なのではないか。
- ・ 世界経済が非常に停滞していると考えたときに長期のポートフォリオの想定と乖離した少し低めの運用を行うことにも合理性があるのではないか。
- ・ 経済変動が一時的なものであって、構造的なものでなければ、ポートフォリオを見直す必要はないのではないか。
- ・ 経済見直しに関してシナリオを立てて議論する必要があるのではないか（再掲）。
- ・ 外れることも想定する必要があり、1本のシナリオで将来を描くことは難しい（再掲）。

### （参考）有識者会議提言

- 各資金のポートフォリオについては、長期的な運用の実施により効率化が図られるほか、リバランスの実施により金融市場の過度な変動が抑えられる面もあるものの、経済環境や市場環境の変化が激しい最近の傾向を踏まえれば、適宜点検し、必要に応じて見直すことが重要である。このため、各資金の規模・性格を踏まえつつ、ヘッジ方針等を含めポートフォリオのより機動的な見直しについて検討すべきである。
- 国内債券を中心とする現在の各資金のポートフォリオについては、デフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境へと移行しつつある我が国の経済の状況を踏まえれば、収益率を向上させ、金利リスクを抑制する観点から、見直しが必要である。その際、各資金の負債特性に応じ、積立金の取り崩しが当面見込まれる部分以外については、長期的な視点でポートフォリオを構築すべきものと考えられる。

## 運用手法等の具体的な検討の在り方についての主な意見

### 在り方検討会(報告書)

- ・ 年金積立金の運用は年金制度・財政と密接に関わるものであり、今後、運用目標について検討を行う場合には、年金制度・財政と運用を一体的に議論する場を国に設ける必要がある。
- ・ 基本ポートフォリオの内容については、運用環境の変化に応じた機動的な対応ができるよう、運用対象資産の内容や構成割合等について一定の弾力性を持たせた定め方にしてよいのではないかと意見がある一方、国民に納付が義務づけられた保険料を運用しているという観点からは、GPIFの裁量の幅を広げるべきではないとの意見があった。



### 【専門委員会等での主な意見】

- ・ 運用手法は、基本的に想定利回りや基本ポートフォリオを決めた先の問題で、GPIFに任せる問題であり、ポリシーとして与えることにはならないのではないかと。
- ・ 公的年金は、国民や企業の負担する保険料をもとにして運用しており、被保険者の利益を重視して運用することが大前提(第18回年金部会)。
- ・ 現在のGPIFは情報開示が世界でもっとも行われている組織だと思いが、マーケット当事者は常に眺めていて、GPIFが次にどう動くかということが予想がついているということになるので、結果的に運用面でマイナスになることもあるので、工夫が必要。
- ・ GPIFは人員面、予算面で大きな制約があり、非伝統的資産に踏み出す場合に、現在、伝統的資産に対して行っているように細かく管理することは難しい。
- ・ GPIFは、外部委託が中心であり、運用の専門家ではなく、運用管理の専門家が重要なのではないかと。

### (参考) 有識者会議提言等

- 各運用機関においては、担当大臣が資金運用の最終責任を負う形になっている場合があるが、そうした体制が運用機関の自主性や創意工夫を損なわないよう留意する必要がある。特に、公的年金においては、担当大臣が、運用機関の所管大臣としての立場に加えて、保険者としての立場にもある場合があるが、こうした場合であっても、大臣は理事長等の任命責任を負い、当該運用機関は大臣に受託者責任を負うという前提の下、自主性や創意工夫を十分に発揮し得る体制とすべきである。
- 公的年金については、保険料拠出者である労使の意思が働くガバナンス体制が求められるが、「被保険者」には様々な世代や立場の人たちが含まれるほか、社会保障としての年金制度を維持するための税金を含む国民負担の在り方に関わることから、専任された者は、被保険者をはじめとする国民全体の利害を考慮して行動することが求められる。
- 新たな運用対象を追加する場合には、資金の性格を踏まえた上で、国民の理解を得るため、説明責任を果たすことが求められる。
- 今回の独立行政法人改革の目的は、独立行政法人制度を導入した本来の趣旨に則り、大臣から与えられた明確なミッションの下で、法人の長のリーダーシップに基づく自主的・戦略的な運営、適切なガバナンスにより、国民に対する説明責任を果たしつつ、法人の政策実施機能の最大化を図る(後略)。(独立行政法人改革等に関する基本的な方針(平成25年12月24日閣議決定))

## 全額国債運用・国内債券中心の運用について

### 在り方検討会(報告書)

- ・ 市場への政治の介入を排除するといった問題意識から年金積立金の運用は全額国債での運用とすべきである。年金積立金の運用に外債や株式などによる運用に伴う不確実性を挟むべきではない。
- ・ 年金制度は保険料と給付額が決まっており、リスクは取りにくい。安全運用の観点から、基本的には国債を中心とした運用に徹し、リスクを最小限にするべきである。
- ・ 全額国債で運用することは、短期国債で運用するのでない限りリスクが伴うものであり、国債運用だからと言って安全であるとは言えない。
- ・ 年金財政が期待する収益を国債だけで賄えない場合には、どこまで運用に期待し、どのようなリスクをどこまで取るかについて、合意形成が必要である。

### 【専門委員会での議論】

- ・ 国債のみの運用は、一般的にはリスクを抑えた運用と考えられているようであるが、一つの資産への集中というのは、リスク管理の大原則である分散投資ができていないという意味では、リスクが非常に大きい運用である。
- ・ 債券あるいは国債のみの投資については、将来にわたり本当に物価上昇率あるいは賃金上昇率を十分に確保できるのか疑問が残る。  
確かに過去を見れば、日本の大きな流れはデフレ・低金利であったので、債券あるいは国債を買っていれば問題なかったと言える。しかし、このようなデフレ・低金利がこの先ますます続くと考え難い。もし将来物価や賃金が増えれば、払う年金額はそれに連動して増えるが、金利の上昇は債券の価格下落をもたらすので、結果的に損失を被る可能性が高いと思う。

### (参考) 有識者会議提言

- 国内債券を中心とするポートフォリオについては、デフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境へと移行しつつある我が国の経済の状況を踏まえれば、収益率を向上させ、金利リスクを抑制する観点から、見直しが必要である。

## 運用対象資産の多様化等に関する主な意見

### 在り方検討会(報告書)

- 流動性の確保等に留意しつつ、ポートフォリオの効率化を図る観点から、リスク分散を図ることが重要
- 具体的な運用対象資産について
  - ・ 不動産投資、プライベート・エクイティ投資、インフラ投資などを含めるべき
  - ・ 年金積立金は国民から預かっている年金給付の財源であるので、安全資産を基本とすべき

### 【専門委員会での議論】

- ・ 日本債券、日本株式、外国債券、外国株式の4資産という構成は、GPIFのような大きな基金の投資対象として非常に順当な考え方であり、米国、カナダの例をみても債券と株式で国内外というのが一般的である。
- ・ 世界の株式市場の国別の時価総額を見ると、米国を中心にイギリス、日本、カナダ、オーストラリアといったところに続き、中国、韓国、ブラジル、台湾といった新興国も大きくなっている。こうした国の位置付けが上がっているということも考えながら、資産運用を考えることが必要。
- ・ 例えば、インフラやREIT・不動産の中で、安定したキャッシュフローが得られるミドルリスク・ミドルリターン資産を新たに運用するとの考え方に基づき、株式のみに限られているリスク資産運用の分散も図ることとすれば、広く理解が得られるのではないかと(第18回年金部会)。
- ・ GPIFがインフラ投資との報道があり、驚いている(第18回年金部会)。

### (参考) 有識者会議提言

- GPIF等については、年金財政における給付と負担の長期的な見通しの下で、内外の先進的な公的年金資金運用機関を参考にして、市場環境の整備状況を踏まえつつ、後述するリスク管理体制の構築(Ⅲ2②参照)を図った上で、新たな運用対象(例えば、REIT・不動産投資、インフラ投資、ベンチャー・キャピタル投資、プライベート・エクイティ投資、コモディティ投資など)を追加することにより、運用対象の多様化を図り、分散投資を進めることを検討すべきである。  
なお、新たな運用対象を追加する場合には、資金の性格を踏まえた上で、国民の理解を得るため、説明責任を果たすことが求められる。
- 例えば、最近発行が再開された物価連動国債を運用対象とすることについても検討すべきものと考えられる。
- 運用の機動性・柔軟性を高めつつ、リスク管理を効率的に実施する観点から、運用対象の多様化の一環として、アクティブ運用の一部をベビーファンドとして特別に管理することも考えられる。
- 海外資産運用比率を高めることは、分散投資を進める効果があるほか、積立金の取崩し時に国内市場への影響が小さいというメリットがある反面、国内運用資産の減少が国内経済に影響を与える可能性があることから、各資金において適切に判断する必要がある。



## アクティブ運用等についての主な議論

### 在り方検討会(報告書)

- ・ パッシブ運用は費用が低廉で透明性も高く合理的であるという点について意見が一致した。
- ・ 一方、アクティブ運用の評価については、両論があった。
- ・ GPIFの規模からアクティブ運用の余地は限られること等から、アクティブ運用の比率を下げるべき
- ・ アクティブ運用は市場における資金配分を効率化するという観点から経済的に非常に意味がある。

### 【専門委員会での議論】

- ・ アクティブ、パッシブは併用することに落ち着くと思う。ベンチマークを上回るマネジャーは希であるが、だからといってアクティブをやめたところはないというのが現実である。
- ・ アクティブ運用は、大勝ちしても大負けしても、差し引きで勝っていればいいという言われ方もするが、取ったリスクに対して運用結果を評価する方が妥当性が高いのではないか。
- ・ GPIFの規模では、運用の大部分はパッシブ運用が原則とならざるを得ないが、ベンチマークについては工夫の余地があるのではないか。

### (参考) 有識者会議提言

- 各資金とも、現状では、ポートフォリオにおけるアクティブ運用の比率は総じて低くなっている(例えば、GPIFの国内株式運用で約2割)が、各資金の規模・性格に応じて、アクティブ運用の比率を高めることについて検討を行うべきである<sup>(注3)</sup>。なお、アクティブ運用においては、取引手数料、運用報酬等のコストが上昇し、パッシブ運用に比べてネットのリターンが必ずしも増加するかどうか明らかでない場合もある。ただし、規模の大きい運用機関であれば、必要な人員の確保や体制の整備に相応の時間を要するものの、自家運用により委託運用と比較してコストを抑えられる可能性がある。
  - (注3) アクティブ運用比率を高めることは、市場の効率性の向上にも資するものと考えられる。
  - (注4) 運用方法については、アクティブかパッシブかという観点のほか、自家運用か委託運用かという観点もある。各資金とも、現状では、資金運用の大部分を外部機関に委託しているが、自家運用を通じ、運用に関する知識・経験や市場情報の蓄積も期待できる。
- ベンチマークについては、その選択に工夫を凝らすこと等によりリターンの向上を目指すことが望ましい。各運用機関は、株式のパッシブ運用のベンチマークについて、東証1部上場全銘柄を対象とするTOPIXを忠実にトラックしている場合が多いが、その対象先の中には、十分な収益性等が認められない先も含まれることから、インデックスからのかい離を許容したり、より効率的な運用が可能となる指数を利用したりするなどの改善策について検討すべきである

## 成長分野投資、社会的投資(ESG投資を含む。)についての主な意見

### 在り方検討会(報告書)

○成長分野への投資については、次の両論があった。

- ・ 将来の経済成長、雇用創出、国民生活に不可欠な技術、産業の育成等へ貢献しつつ収益確保を考えるべき
- ・ 市場はすでに将来の成長をある程度織り込んだ値付けをしているため、リターンを得るのが困難であることから、低リスクの資産による運用を第一に考えるべき

○社会的投資については、次のような意見があった。

- ・ 国民の将来の生活基盤である地球環境や社会・経済の在り方を考慮して、年金積立金の運用を考えるべきで、受託者責任との関係についても議論をすべき
- ・ 社会的責任投資は安全かつ効率的という運用の行動基準と対立する面があることから、公的年金の積立金運用においては対象としない方がよい、
- ・ 先進的に取り組む企業は長期的な持続性、成長性から見て、純粋な投資対象として魅力があるという観点から考える必要



### 【専門委員会での議論】

○ 成長分野への投資について

＜第9回に、デフレ脱却の可能性、アベノミクスの評価など今後の日本経済の今後の動向についてヒアリングを行った。＞

○ 社会的投資について

- ・ 調査機関のデータを直接使う場合はパフォーマンスがプラスになるが、データがいったんファンドマネージャーに渡り、ファンドマネージャーが自らの評価基準も入れて投資対象企業を選択した場合、パフォーマンスが良くない。ファンドマネージャーの選択が良くないのではないかと思う。
- ・ ESG指標の作り方も国によって違うし、ウェイトの使い方も違うと思う、そのような作り方も工夫しないといけないかと思う。

### (参考) 有識者会議提言

- ・ 被保険者の利益を優先する運用は、結果的に、日本経済に貢献することとなり、また、各資金は、資金運用により経済成長の果実を教授する立場にもあることから、経済成長と資金運用との好循環が期待できる。
- ・ 各資金において、金融庁で行われている日本版ステュワードシップ・コードに係る検討の結果等を踏まえた方針の策定・公表を行い、運用受託機関に対して当該方針にのっとった対応を求めるべきであるが、その一方で、各運用機関本体による過度な経営への関与や、一律の方針設定に基づく形式的な議決権行使が行われないよう、留意が必要である。そうした観点から、必要に応じて、投資先企業との良好な関係に基づく対話により持続的な企業価値の向上を目指す運用受託機関への委託なども考えられる。なお、財務的な要素に加えて、非財務的要素である「ESG(環境、社会、ガバナンス)」を考慮すべきとの意見もあり、各資金において個別に検討すべきものと考えられる。

## (別添) GPIF の組織・ガバナンスの議論について

- 本専門委員会では、「在り方検討会」に引き続き、GPIF の組織・ガバナンスに関して議論を行った。
- 他方、政府の行政改革推進会議において、各方面で成果を上げている一方、様々な問題点が指摘されている独立行政法人改革の議論が並行して行われ、その中で、GPIF については本専門委員会等での議論も踏まえ議論された。独立行政法人制度について、制度導入の本来の趣旨に則り、一律・硬直的な運用は見直し、多種多様な各法人の特性を踏まえた制度・運用とするなど、これまでの改革の集大成としての改革を検討。
- 有識者会議においても、資金運用の観点から、従前の硬直的な独立行政法人のままでは、経費、職員数、給与水準の制約や運用組織における合議制の導入に支障があるとの指摘。
- 「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」(平成 25 年 12 月 24 日閣議決定)では、組織・運営における自主性・自律性やインセンティブを最大限機能させる等の観点から、独立行政法人制度を見直すとともに、GPIF 関連では、以下の通り、閣議決定。

### 【年金積立金管理運用独立行政法人】

- 中期目標管理型の法人とする。
- 運用委員会について、複数の常勤委員を配置し、資金運用の重要な方針等について実質的に決定できる体制を整備する。
- 高度で専門的な人材確保ができるよう、職員数や給与水準の弾力化に加え、任期制・年俸制の導入を検討する。
- なお、資金運用の観点から行う公的・準公的資金の運用の見直しやリスク管理体制等のガバナンスの見直し等に係る有識者会議の提言については、それを踏まえ、今後厚生労働省において、当該資金の規模・性格に即して、長期的な健全性の確保に留意しつつ、主たる事務所の所在に関することも含め必要な施策を迅速かつ着実に実施すべく所要の対応を行う。

## 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(委員名簿)

植田 和男	東京大学大学院経済学研究科・経済学部教授
小塩 隆士	一橋大学経済研究所教授
小野 正昭	みずほ年金研究所研究理事
川北 英隆	京都大学大学院経営管理研究部教授
駒村 康平	慶應義塾大学経済学部教授
武田 洋子	(株)三菱総合研究所政策・経済研究センター主席研究員・チーフエコノミスト
西沢 和彦	(株)日本総合研究所調査部上席主任研究員
山田 篤裕	慶應義塾大学経済学部教授
委員長 吉野 直行	慶應義塾大学経済学部教授
米澤 康博	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

(五十音順、敬称略)

## 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 開催状況

### 第1回 平成23年10月14日

- 21年財政検証における経済前提の設定等について
- 年金積立金の運用の現状について

### 第2回 平成23年11月21日

- 年金積立金管理運用独立行政法人からヒアリング
- 経済前提の設定に用いる経済モデルについて

### 第3回 平成23年12月19日

- 市場関係者や機関投資家などの有識者等からのヒアリング
- 経済前提の設定に用いる経済モデルについて

### 第4回 平成24年2月2日

- 新しい人口推計の結果について
- 最近の経済の動向について
- 年金積立金の運用について

### 第5回 平成24年3月30日

- 最近の経済の動向について
- 積立金運用について

### 第6回 平成24年5月25日

- 経済前提の設定に用いる経済モデルについて
- 年金積立金運用について

### 第7回 平成24年7月27日

- 諸外国の公的年金の将来見通しに用いる経済前提について
- 諸外国の積立金の運用組織について

### 第8回 平成24年10月30日

- 最近の計量経済モデルの一例について
- 労働力需給推計について
- 社会責任投資について

### 第9回 平成25年1月21日

- 内外の投資環境の見通しとそれに基づく内外投資の考え方に関する有識者からのヒアリング
- 労働力需給推計について

### 第10回 平成25年4月16日

- 日本経済の成長力等に関する有識者ヒアリング
- 労働力需給推計について

### 第11回 平成25年7月5日

- 経済前提の設定に関する主な意見の整理
- 年金積立金管理運用独立行政法人の中期計画の変更(基本ポートフォリオの変更)について
- 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について

### 第12回 平成25年7月29日

- 経済前提の設定に用いる経済モデル等について
- 被用者年金一元化後の運用について

### 第1回検討作業班 平成25年9月5日

### 第2回検討作業班 平成25年9月25日

### 第3回検討作業班 平成25年10月16日

- 経済前提の設定に用いる経済モデル等について(定量的な議論を進めるために詰めが必要な点)

### 第13回 平成25年11月1日

- 検討作業班における議論について

### 第14回 平成25年12月4日

- 年金財政における経済前提のあり方について(年金部会への議論の経過報告について)
- 積立金運用のあり方について

### 第15回 平成26年2月13日

- 経済前提の設定に用いる経済モデル等について
- 積立金運用のあり方について

### 第16回 平成26年3月6日

- 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

### 第17回 平成26年3月10日

- 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