

何も今後日本は低成長だと決めつける必要はないのですけれども、過去50年近くエンジョイしたような高成長のパターン、その高成長を支えた経済の仕組み、特に企業の収益の上げ方というのは、相当変わっていく。高成長の時代は株価も高かったというふうなことになっているのですけれども、実は企業の収益の上げ方を例えばROEでみると、これは一貫して非常に低かったのです。労働分配率を趨勢的に引き上げながらROEは低くして、そして借金でレバレッジを効かせてボリュームで稼いだ、こういう経済のパターンですが、今後将来に向かってはそういうパターンはもう通じなくなっている。総人口が減っていく経済であるとか、それこそ経済が成熟化した段階にあつては、新しい分野を切り開きながら差別化によってROEを上げていく。つまり労働分配率は生産性に見合ったところにきちんとセットされていかなければならないし、それからRとEですから株式の発行自体も企業としては経営戦略の中に入ってくるので、Eを減らしながらRを増やしなうらということになっていくわけですから、株式は基本的にはそういう形でROEを高くしていく。つまり株価を上げていく方向に今後ともあるということは間違いないのではないだろうかと思ひます。

ただ、問題はそういうふうな付加価値の創出というところで本当に力を発揮してける企業とそうでない企業との差が非常についてくるということですし、ある時期、非常に付加価値創出に成功してROEを上げた企業であっても少しさぼるとだめになる。つまり企業の寿命というものは従来よりもひよっとしたら短くなるかもしれない。もうちょっと上品に言うと、新陳代謝が非常に激しい経済になると。多分そういうことであつて、基本的にはROEの高いターゲットをねらっていく経営になり、株価を全面的にネガティブに考える理由はないということだと思ひます。

もう一つは、物価動向を規定する基本的な背景の変化、今、デフレ、デフレという物の言い方がされていますけれども、長い目で見れば、従来のように、どちらかというとは基本的にはインフレというものを前提にした経済の動きというよりは、もっとインフレもデフレもともないという、何ていうのでしょうか、物価の大きな変動を余り前提にしない経済の動きになっていくのではないだろうか。今、中国のように7%を超える高成長を続けていても、物価がマイナスになってくるというふうな状況で、そこに典型的にあらわれていると思ひますけれども、グローバル化、情報通信革命の進展がもたらすところは非常に大きくて、国境を超えて物や資本が自由に移動する、人まで移動する。つまりリソースが全部移動する。情報まで移動するということになりますと、世界の経済の中のどこかにスラックがあれば、その影響は全体的に及ぶということですから、従来に比べるとインフレが起こりにくい経済になってきた。そうするとデフレを防いでいく考え方というのも、これから経済の中にビルト

インされていくだろう。こういうふうを考えますと、物価についてはある種の落ちつきを前提にした経済になっていくというふうなことだと思います。その場合に企業が収益を上げにくくなるというふうには必ずしも直結しないとは思いますが、一つ注意を要するのは、借金を非常に多く抱えて、つまり将来のキャッシュフローでなければ返せない借金を非常に大きくして、レバレッジを効かせて投資をしていく企業の場合には、リスク度が従来に比べてうんと増しているということとは言えると思います。

したがって、株式を組み入れることに対してネガティブに考える必要は全くないけれども、組み入れ方については、大きな括りで、TOPIXとか日経平均とかというふうな括りで本当はいいのか。もう少し別にアグレッシブ運用に転化するわけではないのですが、個別銘柄ごとの選択肢、特に借金の多い企業に対するリスク度感覚とか、そんなようなことは必要になってくるような気がしています。株価全体の運動法則についても、そういうふうに成長パターンとか物価の変動のパターンが過去とがらっと変わる、大きなターニングポイントを迎えたということであれば、過去のヒストリカルデータによるシミュレーションというのは余り当てにならない、そこは重要な点だと思います。

○ 若杉分科会長

ありがとうございました。米澤委員、どうぞ。

○ 米澤委員

今、福井委員の御意見は非常に参考になりました。それに関して多少私の考え方を補足をさせていただきますと、今までやってきたのは過去のデータだったわけで、それに関して多少違った構造変化があるのか、ないのかも含めて、フォワードルッキングで少しそこにつけ加えられるのかどうかということ考えていくのが一つ必要かなと。何のデータかとなったときに一つROA、ROEではないかと思っています。

前回ニッセイ基礎研さんの方からROAのデータが出ていて、大ざっぱに言うと戦後からいくと右下がりなんです。ROAは普通我々は経済やっていくのは資本に対するリターンだと考えればいいわけで、これは多分主要先進国はレーパーが余り増えませんが、キャピタルは結構貯蓄で増えますから、レーパー・キャピタル・レシオでリターンが下がっていくというのは必然になるわけです。それを上回るテクニカル・プログレスがあればいいわけですが、ああいう格好で必然だとも思うわけです。

前回見ますと、直近はちょっとわかりませんが、ROAは2%はあるのです。それは非常に重要なポイントで、では何で株式市場だめなのかというと、恐らく金利が仮にROAが2%だと実質の金利負担がそれより高いのではないかと思うんです。普通我々はレバレッジ

をかけてROEが高くなるというので、ROAの方が金利よりかも高いという大前提の下で、そこにレバレッジをかければ、さらなるハイリスクになりますけど、ハイリターンになりますよ、ROEが生まれますよ、となっているんですが、恐らく今現在はROAの方が低い状況で、それはマクロショック等があって低くなっているの、決して定常的だとは思わないのですが、非常に低くなっていると思っています。

もう一つ、それが今が正常な状況でないということと同じメッセージなんですが、よく最近では違った面から、株式のリスクプレミアムはなくなった、ないしはマイナスになったといったときに、リスクプレミアムの根拠は我々投資家がリスク回避的だから少しオンしてくれないと買わないよというのが一番正しい理解だと思うんですが、もう一つは、ROE=株式のリターンでは必ずしもありません。ありませんが、一つの重要なベンチマークだとすると、企業は金利よりも低いROAでもって企業を長期的に操業できるわけない。借りてきた金利よりも自分のリターンが低ければ企業は存在価値がないわけですね。ただ、今現在は日本経済はそういうところに陥っているということで、これはどんなばかな経営者だって、これは改善せざるを得ないわけです。そもそも企業の存在基盤で。このところで企業の存在基盤があるということは、ROAの方が普通のノーマルな金利よりも高く、かつそこでレバレッジを効かせればROEが高くなりますよということで、要するに理論的には長期的に企業はちゃんとやっていけばROEがROAよりも高くなる。さらに金利よりも高くなるということは、裏でもリスクプレミアムがつくということは保障されていると思っています。そうでなかったら会社は成り立たないということですね。

そうなったときに、今現在、日本の企業を振り返ってみますと、要するにやらなくてはいけないのは、労働分配率を下げるということです。高止まりになっている労働分配率は、90年以降5%ぐらい上がっているのではないですか。それを下げることによってROAを上げて、それで少なくとも、さっき言った金利との逆ざやみたいのを解消するということによって、それが早晩解消されれば、確かにこれから高レバレッジというのは非常に危ない感じになります。レバレッジが高ければ、もしROAが低かったらうんと赤字になってしまうわけです。ROAが高いからうまくレバレッジが働くわけですが、低くなったときには逆レバレッジが働きますから、ということで、非常にリスクが高いのですが、そのところのリストラが改善された場合には、再び株式のリターンというものはほぼ正常な水準に戻ってくるといって、裏ではそれを今必死になってやっているというような理解だと思います。

ですから短期的には株式の需給の問題とかいろいろありますが、一つ幸か不幸か年金は長期の運用ですから、企業のそのところの根幹のファンダメンタルズが戻って見ていくのが

一番重要で、それが今言ったプレイヤーで、フォワードルッキングで、その情報と過去の情報をうまく合わせて、あり得べきリターンを探っていくというのが一つの方法ではないかと思っています。

そうは言っても、いくつか出てきましたけれども、すべてのオールド・エコノミーの企業がうまく労働分配率を下げて、ないしはテクニカル・プログレスを上げれるかどうかというのは甚だ怪しい点もあって、むしろマクロ全体のダイナミクスは、オールド・エコノミーいくら新しい経済に移っているとしますと、ありていに言うとTOPIXからもっと違うマーケットに移っているのかもしれないと。そのところを我々はうまくフォローしていく必要があるのではないかと思っています。

最後にちょっと戻りますけれども、デフレ感とかは一つは実質で今見ますと、我々は金利はそう低くもないし、株式もインフレ分だけオンしてくださいということで、これはプラスなのかわかりませんが、そういう世界ですね。そのところで実質で全部我々合理的に考えられますよというのであれば、デフレもインフレも株価にはニュートラルです。企業の業績は変わらないという下では、デフレとかインフレ自体は株価に対してはニュートラルです。ただ、債券に関しては、途中からデフレになったりインフレになったりすると、これはクーポンは追っかけていけませんので、そこはちょっとディスティーションが起きると思っています。

まとめますと、ROAをねらっていく、2%とか回復すれば3%になっていく、ROAをねらっていくということは、大ざっぱに言いますと、日本の資本をそのままポートフォリオとして持つというようなイメージで、そうしますと株式も当然一部として持つというのが多額の金額の運用としては重要ではないか。そうしますと少なくとも裏では、でき上がりの全体としては2%ぐらいはリアルのところから抑えられていくのではないかという感じがしています。

少し長くなりましたけれども、以上です。

○ 若杉分科会長

ありがとうございました。それでは、吉富委員、どうぞ。

○ 吉富委員

きょうお配りいただいている、この大きな資料、上の方に載っている中の第10回資料4というのでしょうか、平成13年度云々かんぬん報告年月日はことしの10月と。資料4の14ページ、15ページを見てちょっとご質問したいと思うのですが、非常に抽象的に、今のように高成長、中成長、デフレ云々かんぬんという議論もほかのセミナーでやれば私はいいのではない

いかと思いますけれども、ここで議論にいつもなるのは名目賃金の上昇率と名目運用利回りの差ですね。それでよろしいですね。14ページ、15ページの計算がそういうものを正確にあらわしているかどうかは知りませんが、概念上の議論をしますと、ここに例えば厚生年金だけを見ると、平成10年～13年度の平均というのが下から2段目にあります。そこで実質運用利回り、これは $B \div C$ ですけれども、3.30%、基本的には名目運用利回りを名目賃金上昇率で割ったり、あるいは両者を引けばよろしいわけですね。平成10年～13年度というのはまさにデフレそのものの時期です、日本の場合には。それ以外は余り物価は下がっておりませんから。

そうするとこのデフレの時期を見ても、実質運用利回りというのは3.30%あったと。先ほど議論して、デフレになると1.25%ぐらいのが適当じゃないかという議論がありましたけれども、デフレのとき、こういう数字が出てきているというのを我々はどう見たらいいかということ議論した方が、絶対水準でROEが高いとか低いとかというよりも、我々が普通こういうことをやる時には経済変数というのは全部内生化されていきますから、デフレのときには賃金も下がっちゃうんですね。企業率も下がります。

まさに先ほど米澤さんがおっしゃったように、株価が上がらないときには相対的に金利の方が実質的に上がりますので、すると我々のポートフォリオというのは債券が十分に入っているわけですから、そこでオフセットされているわけですね。そういう組み合わせ方をしているわけです。もともと基本的なポートフォリオの組み方は。したがって株だけを取り出しただけでも意味がない。賃金にどういう影響があるかを見なくちゃいけない。利回りにどういう影響があるか見なければいけない。普通ですとこういうモデルを頭に置いて全体が解けているわけです。我々はそれを内生化されているというんですけれども、内生化されているときに余り変なことは経済に起きないわけで、そういうものの結果として、ここに実質利回りは3.3%、デフレのときに達成されていたよというふうに読んでいいのか。

そうすると何か今まで議論している株価のリターンが少ないから、えらい心配だというのは非常に部分均衡的な見方であって、全体を見てないのではないかという気がするのですが、どうなんでしょうか。

○ 若杉分科会長

ありがとうございます。数理課長、何か。

○ 坂本数理課長

この14ページの実質運用利回りの点でございますが、平成12年度までは財投預託が義務づけられておりましたので、すべて財投金利であると。それから、13年度は一部運用の部分が

ありますが、まだ財投預託の部分がかなり残っておりますので、そこから来ているものがございまして、一般的に自由な資本市場での運用という形にはなっていないということでございます。

○ 吉富委員

それはどっちにバイアスがかかっているんですか。金利としては下の方にかかっているんですか、上の方にかかっているんですか。

○ 坂本数理課長

財投預託の方は上の方にかかっていると思います。

○ 吉富委員

何%ぐらいですか。

○ 若杉分科会長

何%ぐらいか、具体的に。預託金利の数字を言っていたらいいんじゃないですか、過去の。

○ 吉富委員

いいです。そういう読み方ですよ、計算根拠とか、それがわかればいい。2%を切ると思う。

○ 坂本数理課長

同じ資料の29ページを見ていただきますと、参考4の表の一番右側に新規の預託金利というものが載っております。それから、この預託によりまして、上がった収益でございますが、これが厚生年金、国民年金別に12年度までのものが掲載されていると、こういうデータになってございます。

○ 若杉分科会長

ありがとうございました。総務課長、どうぞ。

○ 高橋総務課長

吉富委員、ご指摘の先ほどの表は、財政投融资の部分はかなりウエイト、相当大きいウエイトのあれですから、財政投融资、資金運用部から返ってくる金利については、元本の運用評価益を全くカウントしていない数字になっているということでございます。ですから金利低下局面での債券運用という、資金運用部の預託を一種の債券運用だと考えれば、バイ・アンド・ホールドというのを考えれば、金利低下局面で、評価益入れていない利子だけの運用ですから、ここの10年～13年は金利低下局面ですから、むしろ市場運用よりも低い数字がちょっと見えているということになるのではないかと思いますけれども。

○ 吉富委員

反対ですか。だから困る。

○ 高橋総務課長

低い方です。

○ 若杉分科会長

債券価格の値上がりを考えれば利回りはもっと高いと。

○ 吉富委員

だからマーク・トゥ・マーケットの計算をしているか、していないとか、全体がはっきりしていないと、せっかく利回りというのは50ベイシスポイント違ってても違うわけですから、そういうのが大事なんですね、恐らく。3%ぐらいしか実質利回りは出ない。しかし、3%あるということは大変なことですから、先ほどの1.25%の2.5倍もあるわけですから、物すごいことをやっていると思えるのか。しかし、この数字はこういう理由で特殊な要因が入っているから、簡単には将来に延長できませんとか、そういうことがわからないと、この運用部会は非常に議論がしにくいですね。

○ 若杉分科会長

わかりました。その点、この次まできちんとするようにいたしますので。

○ 吉富委員

今のような概念の調整が必要ですね。キャピタルゲイン、ロスを入れているのか、入れないとか、それは金利だけで図っているのか、図っていないのかというのは非常に重要なコンセプトじゃないでしょうか。

○ 若杉分科会長

これまで、バイ・アンド・ホールドだということで、そういうことを考えないというか、今のようなやり方でいいだろうかということでやってきましたけれども、改めてこの分科会でも議論したいと思いますが、そういうことでよろしいでしょうか。

○ 吉富委員

バイ・アンド・ホールドで、例えば7年間で持っていて、毎年締め切っていくことが、マーク・トゥ・マーケットですから、キャピタルゲインが出るわけですね。

○ 若杉分科会長

そうです。大和委員。

○ 大和委員

前にもちょっと申し上げましたけれども、30年とか超長期で考えるとどうしても過去の実

績に引っ張られてしまって、福井委員が言われましたように、私自身も全く違う局面に日本の経済が今入っていて、それを過去の延長とかでいろいろと議論してはまずいように思いますので、そういう意味で、とりあえずは10年間ぐらいの見通しを立てて、それが実質経済成長率との関連で整合的かどうかという観点と、それから現在のスタート時点の相場が割高にあるのか、割安にあるのかというような観点も調整して見た方がいいと思うんですけれども……。しかし、10年ぐらいをとりあえず推定するとしましても、はっきりとわかることは何もなくて、先行きはどうなるかわからない。例えばデフレでスタートして、数年ぐらいデフレであったとしても、デフレのときは株が悪いかもしれませんが、デフレを直そうとして一生懸命通貨供給をしていけば、どこかでハイパーインフレになって、今度は債券が一番リスクが大きいというふうに変わるわけですから、基本的には従来と同じ考え方で、分散投資をするという以外に解決策はないと思います。その分散投資をするときに、国内だけではなくて、国内の株がかなりリスクが高いということであれば、海外をもっと考慮に入れるべきでありますし、国内の株につきましても、皆さんがおっしゃっておられるように、何でもパッシブということではなくて、アクティブなりいろいろな考え方を入れた方がいいということになるでしょうし、そういう意味で、これから10年ぐらいを見通して、私はかなり悲観的な見通し、低成長ないしはゼロ成長ぐらいを考えた方がいいと思っておりますけれども、そういう条件であっても、分散投資で国内株はある程度は入れた方がいいということになるのだと思います。

その入れ方をどうするかは推定の仕方が悲観的な推定から多少楽観的な推計までいろいろとあると思いますから、その中で常識的に余りリスクをとらない、あるいはリスクを無理したリターンを追求しないというやり方で考えればいいことであって、それはもう少し具体的な議論をした方がいいというふうに思います。

それから、そのリスクのとり方を考えるときに、結局は実質運用利回りの目標をどうするかで決める。それは年金財政でどの程度の実質運用利回りを想定してもらうかということに関連するわけですが、それは今のような低成長であっても、債券の利回りが基本的には実質運用利回り目標のもとになる。というのは大部分債券を結局は入れざるを得ませんので、債券で大体決まるわけですが、そうやって考えても、1.0%とか1.25%というのはそんなにおかしくない数字であるように思いますけれども……。そのリスクのとり方いかんで、もう少し株をうんと入れるのかとか、あるいは海外の証券を多く入れるのかということは出てくるわけで、それも結局は基本ポートフォリオのもう少し具体的な議論のときに考えればいいことのように思います。

以上は、一番最初の前提の積立金は2050年ぐらいまではずっと大量にあるという前提での話ですが、そもそも年金財政、年金制度の考え方次第でたびたびここで議論になっておりますように、積立金の考え方というのはいろんな考え方がありますから、そのときにはまた別の調整が必要かもしれませんけど、一応そういう前提での考え方ということです。

○ 若杉分科会長

ありがとうございました。時間が大分過ぎたのですが、この次も引き続きこの議論したいと思いますが、先ほど内海委員、挙手されていましたが、ご発言になりますか。

○ 内海委員

吉富さんの言われることが私よくわからなかったのですが、財投に預託していたものについて、マーク・トゥ・マーケットを含めて分析しろと言われてもちょっと無理じゃないかと思うのですが。

○ 井口審議官

補足申し上げますが、基本的には預託金利でございますので、債券を持っているわけではございません。定期預金をしているようなものでございますから、その部分については資産価値の変動というのはございませぬので、単純にそれをドッキングをいたしまして、あと市場運用部分については、先生がおっしゃられたような問題が起こりますので、それを合計したものが先ほどの数字ということでご理解をいただけたらと思っております。

○ 吉富委員

だから、こういう特別の財投運用していたときの影響がどのくらいあったか。見たいのは、要するに、先ほどからの賃金上昇率とリターンの比較ですから、日本経済が全く違う局面に入ったときに株価が上がらないという議論しているわけではなくて、株のリターンと債券のリターンと賃金の上昇率というのは相対的にどう決まるのかという議論をしているわけで、賃金上昇率が何%になるのですか、実質金利が何%になるんですか、株のリターンが何%、そういう絶対的な水準の話をしているわけではないんですね。相対関係というのは、先ほど申し上げましたように内生化されちゃいますので、先ほどのように、財投運用の場合を除いても仮に2%で回ってれば、回る可能性もあるかもしれないというような議論を早くした方が意味が出てくるのではないかと思います。

○ 若杉分科会長

ありがとうございます。ごく簡潔に、高梨委員から。

○ 高梨委員

そもそもの出発点は、株式を含む分散投資の是非と、こういうところから出発しているの

だと思えます。そういう意味からすれば、株式は債券よりもリスクが大きいわけですから、期待収益も大きいという考え方は普通だと思えます。もしそうでなければ、誰も株に投資をしないと、こういうことになってしまっていて、株式市場は日本でも成立しないどころか、世界の各国で、今ロシアでも中国でもあるのですが、そういうものすら成立しない、こういうことになるのだと思えます。

また、マクロ経済の資金供給という面から見ますと、株式市場を通じて、政府ではなく企業に対して資金が供給されると、こういうことになるわけです。企業活動の血流になると、こういう意義もあるということで、株式を含む分散投資ということが必要だと、こういうふうに思います。

ただ、若干それと離れるのですが、先ほどの議論の中で、パッシブかアクティブかという議論がなされているのですが、それはまた別の議論の場でしないといけないのではないかと思います。そもそも基本方針をどういうふうに見るのか、あるいは変えるのか、変えないのか。それから、また移行ポートフォリオを変えるのか、変えないのか。来年度の設定に当たってどう考えるかという場において議論をすればいいのであって、今現在は年福から引き継いだものについてはアクティブが多いんですね。それをパッシブの方に持っていくと、よりシフトしていこうと、こういう動きの中だと思いますので、パッシブかアクティブかという議論はまた別の場で検討した方がいいと思います。

○ 若杉分科会長

ありがとうございました。それでは小島委員、お願いします。

○ 小島委員

この年金積立金については、最終的にはその性格に戻りますが、これまで何度も主張していますように、そんなに積立金は持つ必要がない。現在の積立金は、安全・安定運用でいくべきで、だから債券中心でいいのだということを言ってきました。そういう前提に立って、基礎年金を税方式にすれば積立金の額自体も大きく変わってくると思っています。そうは言っても、今日の論点ペーパーの二つ目の「○」にありますデフレ下における株式投資ということはどう考えるかということです。このデフレ下というのが基本ポートフォリオに移行するまさに移行期間に当たるわけです。これも何度も言っていますけれども、基本ポートフォリオでの国内株式の比率を12%に持っていくということで、新規投入分では20%近いものが今株式運用に回っていますので、その比率を落とすということがあってもいいと思います。移行ポートフォリオも幅を持っていますので、少し幅を持たせるということが現実的な問題としてはあるのではないかと思います。以上です。

○ 若杉分科会長

どうもありがとうございました。皆さんからいろいろ貴重なご意見を出していただきました。今日最初にお話しましたように、年金積立金の運用の在り方については、今日を含めて4回ご議論いただいたわけですが、後から後からいろんなご意見がわいてきておりまして、いかに問題が深いかということだと思っておりますが、引き続きこの後も議論をしていきたいと思っております。今日いただいた意見につきましては、事務局の方でまとめていただいて、この次、整理して出していただくことにしたいと思います。そういうことで、今日はあえて議論というよりもご意見を伺うということを進めさせていただきました。

先ほど申しましたように、年が明けてからも引き続き検討を行っていきたいと思っておりますので、今後とも委員の皆様のご協力をよろしくお願いいたします。

それでは、お約束の時間も大分過ぎてしまいましたので、今回はこれまでにしたいと思います。

最後に次回以降の日程について、事務局に確認していただきたいと思っております。運用指導課長をお願いします。

○ 泉運用指導課長

次回の日程でございますが、今、座長からもございましたけれども、年明け1月にとっております。具体的な日時は、また追って別途ご連絡させていただければというふうに思います。

○ 若杉分科会長

そういうことだとそうですので、よろしくお願いします。

それでは、本日はこれで終了いたします。どうもありがとうございました。