

○ 吉富委員

皆さん思っているのは、こんなに積立金というのは要るのかしらというのが、この間から、ここの議論でも出ておりましたので、何でこんな積立金というのは残るようにしているのか、それはここに割合があつて、3～4%持っていた方がいいよとかという話になっているわけでしょうから、そういうところはきちんとした方が、積立金の運用のときに、ここでも最初から問題になる。何でこんなに残高が多いのという話になって、議論の出発点そのものが動揺している場合が、私大変多く見かけましたので、そこら辺をきちんと説明していただいた方がよろしいのではないのでしょうか。

○ 高橋総務課長

今のお話で、一般的なことを申し上げれば、積立金の規模というのは、どの表をご覧いただいてもいいのですけれども、142ページの表で申し上げれば、これは将来的にはキャッシュフローが要するに出入りがバランスしていないといけない、長期的には。途中期間、人口がでこぼこしていますが、結局最後は保険料収入、それに対して支出合計がありますが、そのバッファーが運用収入になっています。それは長期的にバランスするようなポイントで、運用収入に見合うだけに積立金を保有していればいいという格好になりますので、そういった意味で大きい小さいか別なんですけれども、そのバランスがとれるところで積立金の規模が決まっているという格好になっています。

それから、ご質問の最初の国民負担率という点から申し上げますと、142ページ、143ページをご覧いただいた方がいいのですが、保険料固定でございますから、保険料収入は、この142ページ、143ページ並べていただければ、これは2分の1と3分の1のケースでございますけれども、保険料収入は同じでございます。

したがいまして、支出の方はどうかといいますと、これは3分の1のケースの方が調整期間が長引きますので、支出としてはむしろ3分の1のケースが小さくなります。つまり、それだけ給付規模は小さくなるということで、社会保険負担としては、これは保険料固定ですから同じなんですけれども、給付費の方が小さくなってきますので、結局国庫から入ってくる分はより小さくなりますから、全体としての負担は3分の1のケースの方が小さくなっているという結果になっています。

○ 若杉分科会長

吉富委員、よろしいですか。

○ 米澤委員

一部、吉富委員とも関係しますが、今さら積立金の意義とかは整理されているので、あえ

てそこは問わないのですが、一応今までの方法に比べて保険料固定方式というのは、私は経済全体のリスクが大きくなって、それに対応していくために自然なこういう方法に移行せざるを得ないというような理解をしております。逆に今までのような格好ですと、そのリスクに対して何が対応してきたかという積立金で対応してきた。特に人口の構成だとか、そういうものに関して積立金が対応してきたという理解しています。

そうしますと、まず一つ、保険料固定方式、どの水準に固定するかにもよりますが、積立金の意義というのは少し前面から後ろに下がるのかなという感じがします。システム全体でリスクを割と吸収できるようなシステムですから、積立金が任務を少し弱まるというのでしょうか、というのがまず一つ認識にあるのではないかと思います。

といったときに、最終的に2030年とか40年とか60年とか、わからないことは多々あるわけですが、そのところである程度、例えば人口もフラットになるとしましたらば、そのときに最低どのぐらい積立度合いを持っていけばいいのかと言いながら、いくらポジティブでも予期せざるリスクがあるわけですから、そのところは持っていなくちゃいけないのかというのが出てくるわけですが、そこにスムーズに着陸するようなものを、全く残余で積立金が決まってくるのではなくて、そのところも使えるものを使えばもう少し保険料率も下げることができるかもしれないし、給付も上げることができるかもしれませんので、我々の言葉で言うと、モデルを全部やって最適化するという方法が一つあると思うんです。そのところを、ほかを全部決めて残余で積立金というのでなくて、積立金のあるべきところをやって、そこでどっちの方に少し余裕が出てくるのか、出てこないのかわかりませんが、普通我々はモデルの世界で考えるとそれはぜひ必要だと思っています。

最後はどの水準、仮に定常的になったときにどの水準に持っているか、その議論はあるかと思いますが、全く残余というのは、最適解を説いてないのではないかという感じがしました。

○ 若杉分科会長

福井委員、どうぞ。

○ 福井委員

この方式Ⅰ-1と方式Ⅱというのは、大きな公的年金を今後もずっと長く維持するという前提で、その中で発想転換の要素が入っているわけですが、もう一つの選択肢としては、公的年金は小さくして私的年金の世界を大きくする。この選択肢があってしかるべきで、これから自己責任原則の社会に移していくという観点からすれば、私はむしろその方が方向性に沿っていると思うのですけれども。私的年金のウエイトを大きくして、公的年金は小さ

いものにする場合の極端な姿は、公的年金というのは、将来の生活の最低保障ですから、それは全部公的負担とし、あとは全部私的年金というのが一番明確な割り切り方ですね。

そういう公私の年金の割り振りを変えていくというふうな発想での方式Ⅲというのがなぜ出ないのかなというのが疑問なんですけど。

○ 若杉分科会長

総務課長、お願いします。

○ 高橋総務課長

それは方式Ⅲというよりは、先ほど最初にご紹介しました、これで言いますと、左側の方の下制度体系論にどちらかという議論に近いのではないかと思いますけれども、特によくある議論は、1階の基礎年金だけに集中する。真ん中の提案でございますけれども、公的年金は、今、福井委員からお話あったように、公的年金としては基礎的な生活費を賄う水準の定額年金にしたらどうかと。この財源を100%税にするか、あるいは社会保険方式にするか、ここは議論あるところですけども、そういった提案はあるわけでございます。

それについては、これまでこの審議会の年金部会の方での議論、あるいは政治レベルでもいろんな議論をやっていますけれども、特にサラリーマンにとって現役時代と比べて老後の所得保障機能は非常に難しいのではないかと、どーんと下がり、かなり落差がありますので、それで本当にいいのかどうかという議論はかなり残っているということでございます。

それから、特にその場合の議論というのは2階の厚生年金を廃止するということになるわけでございますけれども、これは例えば廃止した場合に、これまでの分の負担とご自分の将来の負担、よく二重の負担論と言われておりますけれども、そこをどうするのかという議論は当然あるということでございます。あるいは今の2階建ての構造を保ちながら、報酬比例部分の方だけを下げていくという提案はあるかと思っておりますけれども、そこは特に例示をして議論はしておりません。

○ 若杉分科会長

ありがとうございました。ほかによろしいでしょうか。吉原委員、どうぞ。

○ 吉原委員

先ほどの積立金に関するご質問なんですけど、142ページの表などを見まして、これは全部現在価値、11年度価格の数字でしょう。例えば収入合計にしても、保険料にしても、支出にしても、そうですね。

○ 坂本数理課長

収入合計の部分、支出合計の部分、これはあくまで名目額でございます。

○ 吉原委員

名目額。

○ 坂本数理課長

はい。この経済前提のもとに、将来の名目額に直しました価格を表示しております。それで、積立金の右から二つ目の列ですが……。

○ 吉原委員

そうですか。年度末積立金と年度末積立金の11年度価格という数字が随分違いますよね。これが非常に誤解を私は生む原因になるのではないかと思うんですけれども、年度末積立金と11年度価格のやつが……年度末積立金が大体200兆とか300兆になると、こういうふうを考えますと、何か実体に合わないのではないかと。今の積立金が将来は300兆にもなると。何でそれだけ持たなくちゃいけないのかというふうにとられやすいと思いますけれども、それはどうなんでしょうか。積立度合いは4ぐらいなんですよね。しかし金額だけ見ると300兆にもなると。これは一体何だというふうに、非常に誤解を生みやすいと思うんです。どうして二つこうやって並べて書かなければいかんのですか。昔から書いているんですけど、どうして書かなくちゃいけないですか。

○ 坂本数理課長

一つは、今、委員がおっしゃいましたような、積立金の規模、名目額の絶対値を見ますとかなり大き過ぎるのではないかというふうな、感覚的につかみづらい面がございますので、今の給付に備える力としての相対的な大きさとして表示するとどれぐらいになるかというのを示しましたのが右から2列目になるのではないかと思います。例えば、これは2060年度でございますけれども、例えば昭和30年ぐらいの時点で、今の140兆の積立金の規模というのを想定しました場合には大き過ぎるのではないかというふうな、感覚的につかみづらい面があったのではないかと考えられるところでございますが、それと同じような意味で、名目額の表示と現在での積立金の給付に備える力というものを示していると、そういう趣旨でございます。

○ 若杉分科会長

よろしいでしょうか。

○ 吉富委員

これは割と簡単だと思いますけれども、実質に直しているだけで、一番見てもらいたいののは右側の積立割合ということだと思います。これがバッファの比率をあらわすだけじゃないんでしょうか。

○ 吉原委員

それはそうなんですけど、年度末積立金……。

○ 若杉分科会長

物価の上昇と高齢化両方で金額が膨らんでいる。

○ 吉原委員

右から2番目の数字が逆に要るんですか。どうなんだろう。わかりました。

○ 吉富委員

こういう計算のときには、恐らく数字としては余り大きく変わらないかもしれませんが、ここで議論しているように、運用利回りが実質賃金上昇率を2%上回るという想定で多くの場合議論してきたのでしょうけど、ここでは全体が全部1.25%上回るということになっているのでしょうか。なぜ、そう下げているとか、その結果、どのくらいの差が出てくるのか、そういうのは我々にとって非常に大事ではないかと思えますけれども。

○ 高梨委員

83ページのケースBのところ、実質利回りとして1.25%を使っているわけですが、前回の平成11年の財政再計算のときには実質利回りは1.5%を使っています。そのときの、なぜ1.5%を使ったかということについての説明なんですけど、一つは資金運用部への新規預託金利が過去の実績で賃金上昇率を1.5%程度上回っているという点。それから、国内債券収益率が過去の実績で短期金利を1.5%程度上回っていると、こういうことで、1.5%を使って、賃金上昇率が2.5%だから、2.5%と1.5%を足して名目運用利回りは4.0%と、前はそういうふうにしたんです。今回の1.25%についての根拠というものは、今段階では仮置きと、こういうことなのか、一応こんな根拠があると、こういうことなのか、その辺について教えていただきたいと思っています。

○ 若杉分科会長

数理課長、お願いします。

○ 坂本数理課長

結論から申し上げます。まず、今、高梨委員ご指摘のように、これはあくまで仮置きでございます。これから運用分科会あるいは年金部会でこの前提につきましてはご議論いただくことになるわけでございます。

今回どうしてこういう前提を置いたかということでございますが、まず高梨委員ご指摘のように、11年財政再計算では、この83ページのケースAの前提を置いたということでございます。それで新人口推計がことしの1月に公表になりまして、その年金制度への財政影響

を調べました試算を発表いたしましたときには、やはり11年再計算と比較できないといけないという前提から、同じ経済前提を使わせていただいたということがございます。

今回もいろんな試算をするに当たりまして、それとの比較をしないといけないということで、一つはケースAというのを置かせていただいたところでございます。同時にこのケースAにつきましては、実質運用利回りが1.5というのを見通しとしては甘いのではないというふうなご意見もございましたので、厳しいケースを設定するとどういうケースになるかというのを考えまして、その場合、実質賃金上昇率は0というのとは極端過ぎるということで、少なくとも1人当たりの生産性の向上が少しはあると。しかし一番ぎりぎりの低い状態でそういうものがあるということとしますと0.5あたりかなということで、ケースCにおきまして、実質賃金上昇率を0.5%という前提を置かせていただいたところでございます。

それと同時に、実質運用利回りにつきましては、1.5は甘いとしますと、何が一番厳しい見通しなのかというあたり、この辺はいろいろご議論があるかと思いますが、とりあえず現在非常に厳しい運用環境でございますけれども、一応長期金利の実質分は1%程度あるということから、ここで1%と置かせていただいたところでございます。そこで中間的なケースも計算しないといけないということで、中間的なケースとしてケースBを設定させていただいたというところでございます。

あくまで高梨委員ご指摘のように、これは暫定的にそういうふうに置かせていただいたというところでございます。

○ 若杉分科会長

ありがとうございました。どうぞ、小島委員。

○ 小島委員

すいません、最後にこの選択肢についての意見は、午後からの部会で述べますけれども、積立金と今回の最終保険料固定方式との関係だけについて、考え方を聞きたいと思います。今回の最終保険料を20%に固定して、そしてスライドで水準を調整していくことの結果として積立金が積み上がっていくのだというご説明でした。仮に積立金をこんなに持たなくてももう少し減らすということにしてみると、最終保険料は20%ではすまずに、もっと上がるのだという話に多分なる。

逆に積立金をもう少し多く持つという場合にはどうなるのか。保険料を早めに引き上げて、積立金をもっと多めに持ってしまえば、20%よりも低い保険料で済むということになる。そこはどのようなスパンで保険料率を上げていくかということにも関わってくるのだらうと思うんですけれども、そういうことでいいのでしょうか。

○ 坂本数理課長

今、小島委員がご指摘になりました点でございますけれども、積立金を少なく持つという場合には、確かに最終の固定する保険料をもう少し上げる、そういう選択肢も一つあるかと思えます。また、別の選択肢といたしましては、保険料は20%のままなんですけれども、所得代替率がさらに低くなると。基準ケースで中位推計の場合、52%という代替率になっておりましたが、積立金をもっと少なくいたしますと、その代替率が50とか40台に落ちると、そのような結果になろうかと思えます。

○ 若杉分科会長

ありがとうございました。次の議事もありますので、先に進みたいと思えますが、よろしいですね。どうもありがとうございました。

(2) 年金積立金の運用の在り方についての検討 (第4回)

○ 若杉分科会長

それでは、続いて、「年金積立金の運用の在り方について」、きょうは4回目ということになりますが、その検討を行いたいと思えます。

今回は「論点案」について、事務局より説明を受けた後、幅広く委員の皆様にご議論いただきたいと思えます。

それでは、まず、「論点案」について、事務局より説明をお願いします。運用指導課長お願いします。

○ 泉運用指導課長

それではご説明いたしたいと思えます。前回までのこの委員会で分散投資を行うことの意義をどう考えるかということについてご議論をいただいてまいりました。また、議論を進めていく前提として、積立金を持つことの意義、今日もお話が出ましたけれども、第9回分科会に資料をお出ししてご説明もしてまいりました。また前回の第11回分科会では、論点整理ペーパーということで、お手元のファイルに入っておりますけれども、リスク・リターンについて、分散投資の効果はどう考えるか。あるいは安全性と効率性と、こういうようなポイントについてご議論をいただいてまいったところでございます。

本日は前回までにご議論いただいたこうした点に加えまして、昨今の経済情勢といいますか、低成長あるいは一時的にはマイナス成長というような時期もあるという、こうした時期に株式投資、債券投資というものをどう考えていけばよいか、そういう角度からご議論をい

ただけないかということで、簡単なペーパーでございますが、「論点案」というものを出させていただいたところでございます。

一つ目でございますが、戦後の我が国の経済の動向というのは、高成長期、中成長、そして低成長というような経過をたどってきたわけでございますが、一方で年金資金の運用は非常に長期の運用ということでございます。そうしたことから過去の長期間のデータをとりまして、これに基づいてリスク・リターンというものを考えていくというようなアプローチが一般的なわけでございます。

ただ、しかしながら、そうした場合に過去の高成長の頃のデータも含めたデータで将来を考えていくということで本当によいのだろうか、期間のとり方をどう考えるのかということもございまして、そもそも今後の我が国の経済をどう見通すかという難しいところもございまして、低成長、比較的高成長ではない成長下であっても、賃金上昇率を上回るリターンを株式投資、債券投資、あるいはこれらを組み合わせた運用で得ることはできるのだろうか、こういうような論点があるかどうかということで、一つ目はそういうような趣旨で書かせていただいたものでございます。

それから、二つ目でございますけれども、これはむしろ一つ目のような長期というよりも、非常に短期といいますか、直近の状況、デフレが進んでいるというようなこともございます。そういうときに株式投資あるいは債券投資というものをどう考えるのかという論点があるのではないかとございまして、一定期間、物価が下落するデフレというのは、過去に我が国ではなかなか事例としては見られない状況かと思えます。外国を見てみましても、アメリカにおいて、いわゆる大恐慌の時期、その前後にデフレというのが観測される時期がございまして、いずれも1920年代あるいは30年代ということでございまして、近年にはそういう状況はないということでございまして、直近のデフレの下で賃金上昇率を上回るリターンを得るといふ年金の運用をどう考えていったらいいのか。これは期間をどう限るのか。デフレ下では別のことを考えるべきだということがもしあるとすれば、別の考え方による運用を行うということが果たしてあり得るのかどうか。あるいは仮にそういうことがあり得るとしても、そういう時期やタイミングを正確に図った運用ができるのかというような問題もあるかと思えますが、そういう点も含めてご議論いただけないだろうか、そういうような趣旨でございます。

3点目は、角度が別でございまして、我が国の株式市場の見方といいますか、そうするとちょっと広がってしまいますが、株式市場について、アメリカの株式市場などとは異なる部分なり背景があるのではないかと、かねてから、例えば個人投資家の比率が少

ないのではないかとかというような指摘もあるわけでございます。そもそも我が国の株式市場における株価、本来的には企業が利潤を上げているのであれば、それが株価に織り込まれるといたしますか、反映されるということだろうと思うんですけれども、そうした点についてどのように考えていくのかというような論点があるのではないかとということで書かせていただきました。

なお、これらは議論をしていただく手がかりといたしますか、そういうようなことで書かせていただいたということでございますので、このほかにもこういうポイントがあるのではないかと。あるいはこの中でも、ここを特に掘り下げて考えておく必要があるのではないかと、そういうようなことでのご討議をいただければありがたいと、そのように考えて出させていただきました。

説明は以上でございます。

○ 若杉分科会長

ありがとうございました。それでは、そういうことで、かなり広い漠然としたというか、論点になっていきますけれども、ご自由にご議論いただければと思います。いかがでしょうか。内海委員、どうぞ。

○ 内海委員

この問題提起の一つ一つにお答えするというのは難しいと思います。例えば第1にある高成長期、中成長期、低成長期それぞれについてのリスク・リターンについてどう考えるかといっても、私はここで検討しているのは長期運用です。従ってそういうところにないところから基本的ポートフォリオをつくるという発想はスタートしたし、また完結するのではないかと。10年、20年あるいは30年というようなオーダーで見ていく場合には、仮に成熟経済の場合でも、例えば米国は1980年代後半、沈み込んでいたアメリカ経済がその後の再び世界で光り輝く経済になるというようなこと、それがまた最近様子が変わってきているわけですが、日本経済といえども、今は陰にあるものですから、いつまでもこういう状態だとみんな思いがちですが、私は決していつまでもそういうことではないと思います。長期間の間には、低、中、高成長いずれもそこに入ってくるという前提で考えるべきだというのが第1点。

それとの関係で、デフレ下における株式投資と債券投資のリスクとリターンについてどう考えるかというご設問についても、最初に申し上げたとおり、長期的運用のときにデフレにおける云々ということで考えるべきではないので、最初我々は、基本的ポートフォリオというものを設定することの重要性をいろいろ教えていただいたわけですが、あれはある

意味では逆張り発想なんでしょう。下がったときには買う、上がったときにはシェアを減らすという、恐らく逆張り発想が基礎にあるわけなので、それがいいか悪いかという議論があるのだろう。私は基本的にそれを否定することはないというように思っています。

それから、3番目に申し上げたいことは、それではどういうポートフォリオを組むかというときに、我々のしてきた作業は、例えば株式市場について、日本の過去の実績でとりましたけれども、日本経済というのも成熟していく過程にあったわけで、その意味では既に成熟してからの株式市場の動きというのは、あるいは我々が過去30年、40年に持ったのとはちょっと違うのではないかということを見ると、日本における株価の実績がどうだったかという分析はもちろんベースになるとしても、それとの比較において、アメリカとか主要欧州諸国の株価の動きがどうだったかということも斟酌しながら、今後検討する場合にはある程度修正していく方がいいのではないか。

最後に日本の株式市場の現状、将来に関しては、今は過渡期なので、日本の株式市場、これはドイツなども同じですけれども、持ち合いという構造で会社の株式の最大の保有者がまたコーポレート・セクターという、そういう状況が徐々に持ち合い株式の解消という形で出て、株式市場を圧迫しているわけですが、そこに本来の個人の資産がどう入ってくるかということが、これからの日本の株式市場の鍵になると思いますし、また、そういうことでないと日本の市場の本当の意味での成長というのはないわけですから、これはいわばゾルレンの世界に関する発言になるのかもしれませんが、今までのものが変わってきて、これがどういう姿になるかというときに、それは基本的には個人とか年金、年金は基本的には個人の資産ですけれども、あるいは投資信託とか、そういういろんな格好での個人の資金がそこで主役を演ずるようになるという、アメリカ型とか英国型のものに育っていくような政策がとられていくと思いますし、また、そういうふうになっていくという前提で考えていいのではないかと思います。以上です。

○ 若杉分科会長

ありがとうございました。杉田委員、どうぞ。

○ 杉田委員

今の内海さんの意見と大分ダブってくると部分があると思うのですが、私も一般的には、年金債務の増加を賄っていくという点では、資産運用を債券に限定するというふうにしますと、なかなかそれは難しいのではないかと。今は物すごいデフレの時代に入っているわけですが、デフレの期間がどの程度あるかということ、いろいろ議論はあるかと思いますが、いずれこれを克服できるという前提に立ちますと、物価上昇の時期が来ると。年金が20年、30年

の運用だということを考えれば、一般論としましては、債券運用だけではこの給付を賄い切れないというのが多分常識なのだろうと私は思います。ですからポートフォリオで株式を一定の割合組み込むということは当然なのではないか。

国際比較で見ると、むしろアメリカの連邦政府の社会保障では確かに株は組み込んでおりませんが、その他の地域公的年金等では多分12%よりもっと高い比率、50%近い、あるいはその前後ぐらいの比率で組み込んでいる公的年金の方が多いのではないかと理解しているわけです。

それから、私も綿密にシミュレーションしたわけではないので責任持って言えない部分があるのですが、多分年福から受け継いだ損失と新しく発生した損失合わせて3兆円ちょっと損失があると思うんですが、日経平均で言いますと、今、8千円台なわけですが、これは小泉さんが政権をとられた時点ぐらいに株価を戻していただければ、多分ほとんど消えてしまうのではないかと。全部はまだ消えないかもしれないけれど、恐らく1万6,000円ぐらいになればほとんどこの損失は消えていくというようなものではなかろうか。

そうすると今後長期運用していく場合に、日本の株価が日経平均で見て1万円を超えることは不可能というふうに見れば、これは根本的に物の考え方を変えていかなければいけないと思うんですが、私はデフレの期間が3年なのか、あるいは長く見る人は5年、あるいはもっと見る人はいるかもしれないけれども、ある一定期間後には立ち直るという日本経済の将来を信頼するというふうに私は個人は思っておりますので、そういう前提に立ちますと、これはどこかで累積利差損を解消できるというふうに思っているわけです。

ただ、その累積を最小限にする方法はないのだろうかという気持ちはありますね。これは多分事務当局の論点案のご諮問の中に、デフレ下では何か考え方が違う方向はないのだろうかということをおっしゃっているのですが、一般論としてはそのとおりだけど、デフレの期間が1年で終わるということは、竹中さんも3年は覚悟しろとおっしゃっているようなので、1年で済むとは誰も見てないと。そうすると3年なり5年かかるというふうに見た場合に、その間の累積損を最小限にする方法はないのだろうか。

私も素人として、そういう方法がないのだろうか、私もきょうは専門の先生にお伺いしたいと思っていただけですね。この前、専門の皆さんにご意見をお伺いしたときに、デフレのときにTOPIXなり日経平均で見て株価が上昇することはありますか、と言ったら、ありません、と答えられました。それはないだろうと。デフレ下では日経平均あるいはTOPIXは上がらないのだということになりますと、その間に例えばある一定期間、12%を下げるということが暫定的に可能なのか、不可能なのか。下げた場合にどういう影響があるのか。例えば

投信の皆さんが、我々が12%という数字を出しているためにいろいろ長期組み込みをやっておられると思うんですね。そうするとそれが一定期間でも下がるということになると、多分猛烈な株の売りが出てくるのか、出てこないのか、この辺は私はマーケットの専門家でないのでよくわからないのですけれども、そうするとそれによってまた年金が損を出すと、こういうばかな結果になってしまいますから、その辺のところは、むしろご専門の皆さんにお伺いしたい、そういう方法があるのか、ないのか。

これはデフレ下の問題だけだと言えないと思いますが、今いろいろご報告をお伺いしますと、運用の方は専らパッシブ運用ということで、その基準になっているのはTOPIXを基準にやっておられるということですが、ご承知のようにTOPIXは全銘柄入っておりますので、言ってしまうえば、失礼だけど、ボロ株も入っているわけですね。収益率が極端に悪いのも全部入っている。そうするとそういうものもお買いになっているというようなことで大幅なマイナスが出ているというようなことであるならば、パッシブ運用だけではなくて、もう少しいい銘柄もあるわけでありますから、日本の株式の中には、そういう優良銘柄を中心にアクティブな運用をしていくという方法がないのだろうか。現にそういうことをきちんとやって収益率を出しているアクティブマネージャーもいるのではないか。そうすると少なくとも年金運用の一定割合については、一定割合というものが何%か、50%がいいのか、何%がいいのか、私にはよくわからないのですが、何割かはアクティブ運用で厳しい選択をしながら、アクティブマネージャーを選んでいくと、こういうようなことで、デフレ下の損失を最小限にしておくということが将来デフレを克服した後の利益をむしろ増大させるわけでありますから、そういうような二つの工夫がないかなど。この辺はむしろご専門の皆さんにお伺いしたいと思って今日参ったと、こういうことでもあります。

○ 若杉分科会長

福井委員、どうぞ。

○ 福井委員

この問題で議論の対象になるのは、日本経済の成長パターンの変化ということと、物価の動きを規定する基本的な背景の変化、この二つの変化が年金の運用対象として株式を組み入れること、引き続き是と考えるか、否と考えるか、組み入れるとして、組み入れ方を変える必要があるか、ないか、そこがポイントだろうと思いますが、私は株式を組み入れることを非とする考え方はやはり出てこないと思います。ただ、株式を組み入れていく場合のやり方は相当変えなければならぬ可能性を含んでいるというふうに思っています。

まず経済の成長パターンの変化ですけれども、これは非常に明らかなだと思っていて、