

2023/01/20 05:53

◎【円債投資ガイド】大学ファンドの課題＝日本総研・河村氏（２０日）

河村小百合・日本総合研究所調査部主席研究員＝日銀は去る１月１７～１８日に開催された決定会合で、金融政策運営方針の現状維持を決めた。市場からどれほど修正圧力が高まろうとも、それに対抗するため日銀による国債の買い入れがどれほど必要になろうとも、短期はマイナス金利、１０年国債金利もゼロ％±０．５０％というイールド・カーブ・コントロール（ＹＣＣ）政策を死守する構えだ。

すでに足掛け１０年近くに及ぶ量的・質的金融緩和（ＱＱＥ）や２０１６年に追加されたＹＣＣ政策の副作用・弊害はいろいろあるが、岸田政権の成長戦略の目玉とされている「大学ファンド」は紛れもなくその“副産物”だろう。

この大学ファンドは、国の一般会計から令和２年度補正予算で５，０００億円、さらに令和３年度補正予算で６，１１１億円、計１兆１，１１１億円を出資し、国が財政投融资債（財投債）の発行で調達した財政融資資金から令和３年度に４兆円、令和４年度に４兆８，８８９億円、計８兆８，８８９億円の融資を受け、合計で１０兆円のファンドを組成して運用し、その果実を、昨年末から、いわば“鳴り物入り”で公募が開始された「国際研究卓越大学」に配分する、というものだ。財投債は、私たち国民が納める租税で償還することを前提に発行される普通国債とは明らかに性質が異なるものながら、金融商品としては国債と一緒に形で、つまりごちゃまぜにして発行されている。要するに大学ファンドとは、“国民の血税”と“国の信用を背景とする市場からの借金”を元手に資金運用し、その運用益を、トップクラスの数大学の支援に充てる、というものだ。研究強化の資金は本来、国が税收を元手に配る交付金や、大学が企業から受け入れる寄付金といった“後で返済する必要がなく使える資金”で行うのが筋だろう。税收などで確保できる予算に限界があるからといって、国がなぜそうした“錬金術”のような手法にまで手を出して、成果が必ずしも約束されない資金を、研究強化目的で大学に配ろうとするのか、という思いを禁じ得ない。

その運用目標は当然ながら高い。基本ポートフォリオは令和１３年度までに、可能な限り早期に構築する、とされているが、その基本ポートフォリオ構築後の運用目標は「支出目標率３％＋物価上昇率以上」で、令和３年度に当てはめれば年４．３８％以上とされており、そのうち３％分、３，０００億円の運用益を令和６年度から大学への支援に充てることになっている。対象に選ばれる大学は数大学で、１大学当たり毎年数百億円の支援を受けられる、という想定だ。

この「１大学当たり毎年数百億円」がどれほど大きい規模であるかは、これまで、国が国立大学全体に対して支出してきた運営費交付金の総額が年度当たり約１兆円であったことから明らかだ。全国には８７の国立大学があり、その全部の合計で約１兆円だ。しかもその配分額は、大学ごとの偏りが大きく、令和４年度でいえば、例えば東京大学には８１８億円、京都大学には５５８億円が配分されているのに対し、地方の国立大学では数十億円単位のところも少なくない。ゆえに、この「１大学当たり毎年数百億円」というのは、大学側にとっては極めて魅力的な支援額で、私立大学にとってもまた然りだろう。だからこそ、この大学ファンドの支援大学に指定されることを目指して、東京医科歯科大学と東京工業大学が経営統合する、といった動きも出ている。

ところがこの大学ファンドは、昨年３月から運用を開始したものの、出だしから壁にぶつかっている。昨年９月までの半年間では、４．３８％とか、３％とかの運用益を稼げるどころか、運用利回りはなんと▲３．６７％で、１，８８１億円の損失を抱えるという厳しい結果になったことが明らかにされている。まさに“出鼻をくじかれた”形だ。

この半年間の大学ファンドの資金運用状況をみると、海外の国債等の債券が55%、海外の株式が4%、合わせて全体の実に6割を海外の国債や株で運用していた。わが国では日銀がYCC政策を実施して久しく、債券の利回りはあまねく“つぶされている”ような状態だ。資金運用は本来、分散投資の観点から国内と海外の債券投資と株式投資を組み合わせるところ、このような海外中心の構成にせざるを得なかったのはやむを得ないことと理解できる。しかも大学ファンドが運用を開始したのは昨年3月で、すでにウクライナ危機も起こっていたタイミングだ。おそらく、海外の国債等を運用の中心に据えたのだろう。しかし当時は欧米主要国経済が高インフレ局面に急転換し、ちょうど米連邦準備制度が金融引き締めを開始したタイミングで、米国の長期金利は3月の1%台後半から9月には3%台前半へと急上昇し、米国債価格は急落した。海外投資中心に打って出ざるを得なかった大学ファンドは、国際金融情勢の急転換の大波をまともにかぶった、ということだろう。

ちなみに年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の今年度上半期の運用実績も▲2.77%になっている。国内の民間金融機関もこの局面では外国の債券運用でかなり損失を出している模様で、決して大学ファンドだけではない。大学ファンドに限らず、こうした資金の運用成績は、短期的にはある程度の変動がつきもので、一喜一憂すべきではなく、長い目で評価するべきであることは論をまたない。

ただし、GPIFのマイナス幅は2.77%で、大学ファンドの3.67%より小さい。これは、GPIFの運用目標が、私たちの将来的に年金の給付を安定的に受け取れるのに最低限必要な運用利回りということで、「賃金上昇率+1.7%」と、大学ファンドよりは現実的には低めに設定されていることが大きいだろう。そのGPIFも近年は日本国内での運用が難しくなり、かつてよりは海外運用の割合を高めたりして本当に苦労しているようではあるが、大学ファンドほど高いリスクはとらなくても済むので、今回の局面でもダメージは相対的には小さくて済んだ、と言えるのではないかな。

そもそも、国の信用を裏付けとする借金を元手に運用して、その運用益を原資に大学に研究強化の支援金を配る、というこのスキーム自体、わが国でも他に例がない極めて異例のもので、かなり無理がある。大学ファンドが融資を受けた財政融資資金に関しては、20年間元本償還が据え置かれ、令和24年度から元金均等方式で償還を開始し、令和44年度までの20年間をかけて返済する計画だ。この間の金利は、借り入れ時点の5年金利見直し方式が適用され、当初5年間、据え置き期間5年超の貸付金利は昨年10月時点ではわずか0.09%で済んでいる。要するに、“ほとんどタダ同然”で財投から資金が借りられるからこそ可能になった、国が借金で資金運用するという“錬金術”のスキームなのだ。

日銀が黒田総裁体制のもとで、YCCを死守し続けている今は、この大学ファンドのスキームでも何とかなるかもしれない。しかしながら世界の金融・経済情勢は大きく変わった。5年経過後に大学ファンドが財投に支払わなければならない金利の水準は今のままでは済まないだろう。そもそも大学ファンドの運用目標の4.38%という目標設定は昨今の情勢からは高すぎ、国内外の債券と株の組み合わせのみではとても無理で、オルタナティブ投資等でも組み込まなければ達成は難しそうな水準だ。それは国民の負託を受けた国の資金運用でありながら、大きなリスクを抱え込むことを意味する。しかも、今後、国内でも物価が上昇すれば、大学ファンドはこの目標水準をさらに引き上げなければならないことになる。このままでは、「国際研究卓越大学」の選定をこれから進めて令和6年度から支援を開始しようにも、実際には見込み通りに運用益が稼げていません、という事態にもなりかねない。さらに長い目でみれば、この先、財政融資資金への元利の償還が危うく

なれば、国民負担ともなりかねない。

大学ファンドは、日銀が黒田総裁のもとでこれまで展開してきたＱＱＥやＹＣＣの紛れもない“副産物”だ。日銀がこの先、新総裁のもとで金融政策運営の軌道修正を余儀なくされていくとすれば、その余波は間違いなくこの“副産物”にも及び、その影響はわが国の将来を支えるはずの大学の世界にも及ぶことになるだろう。（了）

[/20230120NNN0014]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved