

2023/08/10 06:56

◎〔円債投資ガイド〕大学ファンドと年金積立金、明暗分かれた理由＝日本総研・河村氏

河村小百合・日本総合研究所調査部主席研究員＝去る7月7日、くしくも同日に、大学ファンドと年金積立金（GPIF）の、2022年度の運用実績が公表された。同じ1年間の国内外の金融環境の下での運用だったはずでありながら、大学ファンドは604億円の赤字、GPIFは2.9兆円の黒字と、大きく明暗が分かれる結果となった。

ただし、そもそも運用している資産の規模自体に差があり、大学ファンドは10兆円弱だが、年金積立金はその20倍の200兆円だ。ゆえに、運用利回りで評価する方がフェアであろうが、22年度の収益率は、大学ファンドは▲2.2%だったのに対し、年金積立金は+1.5%。両者の運用成績の差はやはり際立つ。

ちなみに、22年度の上半期時点での収益率は、大学ファンドが▲3.67%、年金積立金は▲2.77%だった。運用環境が好転した下半期を経て、大学ファンドの方も上半期のマイナスをある程度は取り返したが、プラスにまではもっていけなかった、ということだろう。

大学ファンドの年金積立金とで、なぜ、運用実績の明暗がこれほどまでに分かれたのか。その理由は各ファンドの資産、すなわちポートフォリオの構成による。これは、各ファンドがどの程度の運用利回りを稼ぐことを目標にするかで違ってくる。

年金積立金も、かつては安定志向で国内の債券・株式への投資が中心だったが、日銀が異次元緩和を始めた13年以降は、国内の債券にほとんど利回りが期待できなくなったこともあり、海外のウエートを上げて、今では、国内の債券と株式、海外の債券と株式がそれぞれ4分の1ずつ、という資産構成になっている。

これに対して、大学ファンドは年金のように「国内と海外」という分け方をせず、「グローバル株式」に全体の65%、「グローバル債券」に全体の35%を最終的に投資する、という考え方を採っている。そのなかには日本の株式や日本の国債も入ってはいるが、事実上主力は海外の株式と債券、ということだろう。ただし、22年度は運用初年度のため、「グローバル株式」への投資はこれから株式市況の推移をみながら着実に進めていこう、という考え方で、あまり増やさず、全体の17%にとどめられた。これに対して、全体の約55%は「グローバル債券」に投資された。

22年度の金融環境を簡単に振り返ると、海外中心に高インフレが進み、それを何とか抑制しようと主要中央銀行が急激な金融引き締めを進め、長期金利は大幅に上昇し、裏を返せば債券の価格は大きく下落した。一方、株式市況は海外ではやや厳しくなったが、日本だけは、世界でも日銀だけが金融引き締めを転じることなく、緩和を続けていることが好感されて日本株は絶好調であり、超金融緩和をまだ引き延ばそうとしている日銀がバブルを助長しているようにすら見えなくもない。

このように、22年度は、確かに債券の運用は厳しかったが、年金の場合は、資産構成が4分の1ずつで、海外債券で損失を出した分を、日本株の好調で取り返すことができ、お釣りも出て、プラスの収益率に持ち込めた、ということだろう。

これに対して、大学ファンドの場合は、「グローバル債券」での運用が中心で、海外の債券市況が大崩れした波をもろにかぶり、マイナスの収益率から脱却できなかった。

ではなぜ、大学ファンドは、年金積立金のような、バランスのとれた資産の構成にしなかったのか？その答えは、ひとえに、大学ファンドには年4.38%という、わが国の超低金利環境からすれば法外と言っても過言ではないほど高水準の運用目標が課せられていたことによる。その最たる理由は、3000億円という巨額の資金を毎年、選ばれた大学に配りたい、という発想からこの構想がスタートしている点にある。背景として、日本の大学の国際的な研究力が近年顕著に低下しているのは国が大学に配れる予算に限りがあるからだ、

という意見がとくに大学関係者の間で依然根強いことがある。しかも、年金積立金が私たちの年金掛け金を元手に運用しているのに対して、大学ファンドはそもそも運用の“元手”が借金である。国の信用で財投債を発行してもらい、市場から9兆円強借りてきて、一般会計からの出資と合わせて10兆円にして運用し、年間3000億円稼ぎ出そう、という構想だ。そのためには、最低でも3%の運用利回りが必要になるだけでなく、ファンドの運用コストや国に対して財投債の利息を払い、いずれ元本を返済する分のコストを上乗せして、4.38%という、非現実的ともいえる高い運用利回り目標になった、ということだろう。株式と債券だけでは、とても継続的にはとれそうにない利回りだ。ゆえに大学ファンドは、資産構成も、高いリスクをとって高いリターンを狙う、ということにせざるを得ず、「中長期的収益確保の観点からオルタナティブ投資を積極的に推進する」という姿勢も明確にしている。22年度は実質的な運用初年度ゆえ、オルタナティブ投資は全体の0.6%にとどめられたが、それでも海外中心の運用にせざるを得ず、それが結果としてこうした運用成績につながった。

半面、年金積立金の運用目標は、私たち国民への年金の支給を今後中長期的に円滑にできる水準、ということで「賃金上昇率+1.7%」と、そこまで高くはない。だからこそ、先述のようなバランスのとれたポートフォリオを構築できていた。言うまでもないことながら、資金運用の際のリターンとリスクは相反するトレード・オフの関係にある。今回の大学ファンドと年金積立金の明暗は、まさにこの点を改めて世の中に見せつける結果となった。

大学が企業や卒業生等からの寄付金等を原資に資金を積極運用して研究の原資に充てようというのは、世界の有力大学に共通する潮流でもある。わが国でも遅まきながらそうした動きがみられはじめており、大学の自主財源獲得強化という方向性は評価できる。懸念されるのはその運用内容だ。例えば東大は今般、運用目標を3.5%から5%に引き上げるのに際して、資産の構成を、債券60%、株式20%、オルタナティブ20%としていたのを、債券・株式はともに20%とし、代わりにオルタナティブ投資を60%に引き上げることにしたと報じられている（23年3月31日付日本経済新聞朝刊）。こうした動きは、東大に限らず、他の国立大学でもみられるようだ。不動産や未公開株式等のオルタナティブ投資は、うまくいけば高リターンが期待できる半面、下手をすれば大損を被る可能性も紙一重である。GPIFも超低金利環境の長期化を受けて近年、オルタナティブ投資を取り入れつつあるものの、その残高は最大で5%までにとどめるとしており、慎重な姿勢を崩していない。オルタナティブ投資は、10~20年間といった長期で運用成績を評価できる時間的な余裕があるのであればよいが、そうでなければ、研究原資を追加で確保するどころか、大学の経営に打撃を及ぼす結果になりかねないことが懸念される。

そして最大の問題は、すでにこの大学ファンドから支援を受けることになる「国際卓越研究大学」の選定作業が進んでいるが、これをどうするか、という点だ。文部科学省が公募した国際卓越研究大学には、10大学が応募して選考が進められた結果、すでに東大、京大、東北大の3大学に絞られ、7月18、19、21日にはこの3大学に対する有識者会議（アドバイザリーボード）による現地調査が行われたことが文部科学省のホームページで公表されている。

ちなみに、この国際卓越研究大学への助成に際しては、本事業を実施しているJST（国立研究開発法人科学技術振興機構）によれば「毎年度の支援額を運用益で賄えない場合に備え、3000億円×2年分のバッファを確保すること」、「毎年度の助成総額は、バッファが上限に達するまでは当該年度の助成可能額（バッファ+運用益）の1/3程度とすること」とされている。ところが、大学ファンドにはプラスの運用益も、1円のバッファもない。これが、運用1年目が終了した時点での現実だ。

わが国でも、1980年代末から90年代にかけてのバブル期には、「財テク」がはやったことをご記憶の方も少なくないのではないかと。不動産価格は必ず上がるから、借金してでも投資すれば必ず利益が出る、借金をしてでも投資しなければ損だ、などと言われたが、結果的にはバブル崩壊で、多くの投資家が損失を被った。

大学ファンドは「国が借金して手に入れた資金を運用して得た収益で大学に資金を配る」という話で、政府

がまさにこの「財テク」をやっているような話だ。このまま大学ファンドの高リスクの運用を続けて、数年単位の時間軸でリターンが回復する保証はない。それどころか、日銀の金融政策運営と国の財政運営が大きなリスクを抱える中、この先、わが国の金融情勢は予断を許さない状況になりつつある。大学ファンドも予定通りの運用益を稼げなければ、大学への資金の交付などできなくなるし、それどころか、財投から借りたお金を運用して元本割れになれば、その分を税金で穴埋めせざるを得なくなる可能性もある。まだ傷の浅い今のうちに、こうした構想からの勇気ある撤退を検討することが望まれる。（了）

[/20230810NNN0027]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved