

運用手法の追加検討に係る 考え方について

内閣府

科学技術・イノベーション推進事務局

0. 大学ファンド運用にかかる現状認識（前提）

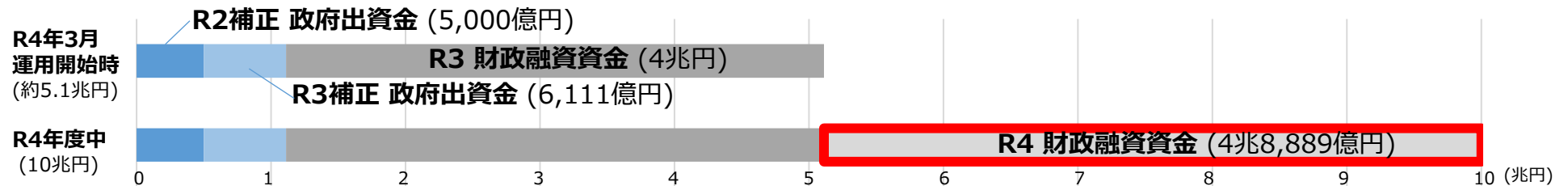
1. 運用元本（キャッシュイン）について

科学技術振興機構（JST）において、令和4年3月から約5.1兆円の運用を開始。

令和4年度後半に追加の約4.9兆円の借入を行い、運用元本となる10兆円が完成予定。

（運用開始当初は約11.1%という自己資本比率のリスクの範囲内で、慎重に運用を行っていく必要がある）

※順次、財投機関債の発行や大学からの資金拠出も実行予定



2. 運用目標や大学助成（キャッシュアウト）について

「支出目標率3% + 物価上昇率（※令和4年度は1.39%）以上」が運用目標。

運用開始5年以内の可能な限り早い段階で3,000億円（実質）の運用益の達成を目指す。

運用益から大学への助成を行うものであり、**令和6年度から助成を開始予定。**

（元本を切り崩しての助成はできないため、令和5年度末までに実現益を積み立て、安定的に助成を行っていく必要がある）

3. 財政融資資金の償還等について

財政融資資金は20年間元本償還が据え置かれ、令和24年度（20年後）から償還を開始。

（償還確実性を確保しながら運用する必要がある）

※20年後からの償還は元金均等償還。金利は借入時点の財政融資資金の貸付金利*が適用され、5年経過毎に見直される。

*元金均等償還の5年金利見直し貸付、当初5年間、措置期間5年超の貸付金利（令和4年3月時点で0.05%/年）

⇒ **世界的なインフレの進展やウクライナ情勢等で先行きの不透明感が強い市場環境の中、リスクを細やかにコントロールしつつグローバルに投資を行っていくためには、リスクヘッジ目的でのデリバティブ取引（運用手法）の速やかな手当が必要であり、今回検討を行うもの（詳細は次ページ以降）**

(参考) 現行JST法令上認められているデリバティブ取引

○JSTにおいて、現行もインハウス運用が認められているデリバティブ取引は以下のとおり。

参照商品	先物取引	オプション取引	スワップ取引
通貨	○ (法26条1項6号)	○ ※店頭取引に限る (法26条1項7号、令11条)	×
債券	○ (法26条1項1号)	△ ※国内に限る (法26条1項5号、令10条)	—
株式	○ ※指数取引に限る (法第26条1項8号、令12条)	×	—
金利	×	×	×
クレジット	—	—	×

○デリバティブ取引には、運用に係るリスク管理のために必要不可欠なものからリスクが非常に高い投機的なものまで様々なものがあるため、JST法においては、**全てのデリバティブ取引について、「運用に係る損失の危険の管理を目的として行うもの」に限定**しており、その上でJST法施行令において必要なデリバティブ取引を柔軟に規定することが可能となっている。

1. 現状を踏まえた検討の必要性

- JST法では、デリバティブは「ヘッジ目的」に限定したうえで、ごく限られた一部の商品のみが取扱い可能
 - デリバティブ取引は「投機的な利用はリスクが大きいため不適」であり、運用リスクの管理を目的とするものに限定。また、限定範囲については法改正当時は運用の具体的内容が未定であったこともあり先行事例であるGPIF法の定めと同様のものとなっている。
- 令和3年1月に法改正を行った直後であるが、足元の世界情勢を踏まえ実質的な運用開始初年度での見直しが適切
 - 一方、令和4年3月の運用開始以降、コロナ禍の継続と世界的なインフレの昂進やロシアによるウクライナ侵攻の中で、グローバルに大きな金利上昇や為替変動が観測される状況へと変化。
 - 最も財務が脆弱な運用当初に大きな市場変動が想定される中で、本来あるべきヘッジ手段が一部に限定されていることが運用の足枷に。

運用手法や具体的なポートフォリオの方向性が定まる中で、足元の投資環境変化や年度内の10兆円への規模拡大を見据え、速やかな手当（2023年3月末までの政令改正）が必要

2. 運用方針や手法に照らした論点（1） <ポートフォリオ全体管理・伝統資産>

- 基本ポートフォリオの構築を進める運用初期段階は特に慎重にポートフォリオ全体のボラティリティを抑制しつつ内部留保の蓄積（バッファの確保）に努める必要がある
 - 目標とするポートフォリオ構築に向け、ポートフォリオ全体のリスクを機動的にコントロールする手段を確保することが重要
 - ポートフォリオに国債等の債券が太宗を占める状態が中期的に継続
 - <検討すべき課題例>
 - 債券が内包する主なリスクである金利リスクを一定期間直接的にヘッジする金利スワップの取扱が不可欠
 - グローバル市場での分散投資を目指すなかで、本源的な投資資金は円貨のみ
 - <検討すべき課題例>
 - 為替リスクを一定期間ヘッジし外貨の安定調達に資する通貨スワップの取扱が不可欠

内部留保が蓄積されておらず財務が脆弱な運用初期段階において、市場変動の影響を抑制し財務の健全性を守る基本的なリスクコントロールの手段を拡充する余地がある

2. 運用方針や手法に照らした論点（2） <クレジット>

- 今後国際分散投資を進める中では、債券・株式の他にクレジット資産等への投資割合が増加する
 - こうした資産は、一定の時間をかけて徐々に積み増していく方針であるが、大きな市場ショックが発生した際には急速かつ大幅に資産価値が下落するとともに市場流動性が急激に低下する性質も。

<検討すべき課題例>

資産の特性を踏まえたリスクコントロール手段として、例えば市場の流動性が低下していく中で資産クラス全体を包括的にヘッジするクレジット・デリバティブ等の取扱いが不可欠

ポートフォリオ成熟に向けて分散投資を本格的に行うためには、取扱いを想定する（伝統資産以外の）資産のリスク特性を踏まえたコントロール手段を予め用意して進めることが妥当

参考：現状の問題と解決のために想定されるデリバティブ

運用上の問題	解決案となるデリバティブ
<ul style="list-style-type: none"> 長期投資の為替ヘッジができない 	通貨スワップ
<ul style="list-style-type: none"> 金利リスクのヘッジ手段が限定的 金利リスクにヘッジ会計が適用できない 	金利スワップ スワップション 債券オプション（海外上場/海外店頭取引）
<ul style="list-style-type: none"> 利上げ/利下げ織り込みの変動に伴う調達コストの変動リスクを、直接的にヘッジする手段が存在しない 	金利先物/オプション
<ul style="list-style-type: none"> 株式の価格変動リスクのヘッジ手段が限定的 	株式関連オプション （指数先物含む）
<ul style="list-style-type: none"> ソブリンやコーポレートのクレジットリスクを直接的にヘッジする手段が存在しない 	クレジットデフォルトスワップ(CDS) （指数・ソブリン含む）

2. 運用方針や手法に照らした論点（3） <リスク管理体制>

- デリバティブ商品には「ヘッジ目的」や「投機目的」といった商品性の違いは一切ない
 - デリバティブ商品はあくまでも投資する主体の目的・意図によって発揮される効果が異なるもの。ただし、目的に沿って活用した場合でも、その効果は必ずしも万能ではない。
 - 本来は、「投機目的」（過大なリスクテイクに繋がり危険） vs 「ヘッジ目的」（リスクを削減するため適切）、という二者択一で語られるものではない。資金運用においては適切な管理の下で実物資産投資の代替（買いヘッジ）として活用することも一般的。

<検討すべき課題例>

目的に沿った使用であることを確認するリスク管理態勢（モニタリング・レポート・是正対応の枠組み等）の構築と適切な運営が大前提。

ヘッジ目的でのデリバティブを正しく活用している実績を示したうえで、ポートフォリオの複雑化に応じた追加的な商品の取組や、運用高度化に向けた活用について検討していく

3. 拡充すべきデリバティブ取扱商品の検討 <基本的考え方>

- 今回の対象商品追加検討に際しての考え方

- ポートフォリオ運営上テイクすべき主なリスクを適切にコントロールするため（有効性の視点）
- 想定するポートフォリオ構築に向けて影響が大きい資産において（影響度の視点）
- 市場流動性が高く管理面でも的確な情報把握が容易な一般的ツールから（活用可能性の視点）
- 当面の運用方針に照らし最低限必要なもの（緊急度の視点）

を対象に取り扱うべき商品を検討する。

(参考) 今回拡充するデリバティブ商品および活用に係るイメージ

