

国立研究開発法人科学技術振興機構

2023年度 業務概況書

－大学ファンドの運用状況等－

目 次

1 | はじめに p.3

- [1] 運用・監視委員会 委員長メッセージ
- [2] 理事長挨拶
- [3] 経済環境・金融市場の状況
- [4] 運用業務担当理事総括
- [5] 運用実績の概要

2 | 大学ファンドの概要 p. 8

- [1] 大学ファンド設置の背景
- [2] 運営・ガバナンス体制
- [3] 運用・監視委員会
- [4] 資金運用の体制

3 | 資金運用の概要 p. 15

- [1] 資金運用の基本的枠組み
- [2] 運用方針・スケジュール
- [3] リスク管理
- [4] 運用評価
- [5] その他運用方針
- [6] スチュワードシップ活動
- [7] 責任投資原則(PRI)への署名

4 | 運用実績 p. 24

- [1] 運用資産
- [2] 収益率・収益額
- [3] 運用受託機関等
- [4] その他

[1] 運用・監視委員会 委員長メッセージ



なかそ ひろし

中曾 宏

運用・監視委員会 委員長

3年目を迎え、大学ファンドは新たな成長段階へと進みます。

大学ファンドは、2022年3月の稼働開始から3年目に入りました。この間に投資環境は大きく変化しました。世界経済は全体としては緩やかな成長を続けていますが、地政学的リスクや、米国のインフレと金融政策の帰趨などの不確実性に直面しています。日本経済は約30年にわたった停滞から抜け出し、持続的成長の軌道に復帰する途上にあります。賃金と物価の好循環の強まりの下で、大規模な金融緩和政策の見直しも行われ、17年振りに政策金利が引上げられました。「金利のある世界」が戻ってきています。投資先としての日本に対する海外の注目もかつてなく高まっています。日本にとっては、潜在成長率の上昇につながる国内や海外からの投資を誘発する大きなチャンスがめぐってきているように思います。

2023年末には、資産運用立国実現プランが策定され、資産運用の高度化に向けた流れが加速しています。これは、大学ファンドにとっては運用受託機関の多様化を通じたリターン向上への道を拓きます。大学ファンドは、その運用益を世界最高水準の研究大学を起点に、強固な基礎研究基盤の構築や技術革新力の向上、

ひいては日本経済の成長力強化につなげていく、という点で、正に資産運用立国と科学技術立国が重なり合う領域における取組みといえるでしょう。

運用・監視委員会の役割は、執行部からの報告に基づき、重要事項の審議や意見交換を通じて、大学ファンドの運用実施状況を監視することです。大学ファンドは、運用初期段階として、運用対象や手法の拡充・多様化を進めてきました。専門人材の確保をはじめ体制の整備・充実も図ってきました。2024年度中に助成開始を目指す大学ファンドは、職員の高い専門性と使命感に支えられながら新たなフェーズに入っていきます。投資環境の不確実性は高いままですが、半面、これは運用力を発揮する機会が増すことを意味します。グローバル投資と収益源泉の多様化・高度化を推進し、資産運用のプロ集団としてさらに成長しながら、大学ファンドの使命—— 国際卓越研究大学等への長期的・安定的な支援を行うための財源の確保 —— を果たしていけるよう、一同力を合わせて邁進して参ります。

皆さまのご理解とご支援を引き続きよろしくお願い申し上げます。

中曾 宏

- ・2021年、JST運用・監視委員会委員長就任。
- ・2018年から大和総研理事長。それ以前は、日本銀行信用機構課長、金融市場局長、国際決済銀行(BIS)市場委員会議長、日本銀行理事、副総裁を歴任。
- ・東京大学経済学部卒業

[2] 理事長挨拶



はしもと かずひと
橋本 和仁

国立研究開発法人科学技術振興機構
理事長

世界トップに肩を並べる研究大学を作ること。それが目的です。

近年、大学は新たなイノベーションの源として期待されています。世界各国で大学の基礎研究を起点とするディープテックスタートアップが続々と誕生し、新しい産業が生まれています。しかし、日本では研究力の低下が指摘され、大学の国際ランキングも過去20年間で大きく順位を落としています。その原因の一つに貧弱な財務基盤が挙げられます。特に、世界のトップ大学との差は運用資金の多寡です。

例えば、2019年時点では、米国ハーバード大学は4.5兆円の基金を持ち、2,000億円の運用益を上げています。カリフォルニア大学バークレー校も5,000億円の基金で200億円近い運用益を、英国オックスフォード大学は8,000億円の基金で100億円程の運用益を上げています。一方、日本の大学も自己基金を増やすために寄付金集めに取り組んでいますが、東京大学でも200億円程度の運用基金で、運用益は数億円に留まっています。このままでは国際競争力の向上は困難です。

そこで、政府は財政投融資を主な財源とする10兆円基金を設立し、その運用益を国際卓越研究大学として認定された数校に分配することにしました。すなわちこの政策の目的は、日本に世界トップクラスの研究大学を数校作ることです。

大学関係者の中には、「巨額な資金を特定の大学に集中しても研究力は向上しない」、「運用益を科研費のように広く研究者個人に分配した方が研究力強化になる」という意見もあります。確かに「論文数を増やすこと」が目的ならその通りですが、本資金の目的は「世界のトップ大学に比肩する研究大学を作ること」です。そのためには、まとまった資金を集中的に投入することが必要です。

昨年、東北大学が最初の認定候補大学に選ばれました。今後、第2、第3の認定校選定が進みます。選定された大学の執行部や教員には、この政策の目的を理解し、世界のトップ研究大学を目指して大学の仕組みを抜本的に変革してほしいと願っています。

橋本 和仁

・2022年4月、JST理事長就任。それ以前は、国立研究開発法人物質・材料研究機構理事長を務める。
1989年東京大学工学部講師、1991年同助教授、1997年東京大学先端科学技術センター教授、
2004年同所長、2004年東京大学大学院工学系研究科教授
・東京大学大学院理学系研究科修士課程修了、東京大学理学博士

[3] 経済環境・金融市場の状況

2023(令和5)年度の経済環境・金融市場は、「インフレがピークアウトする中での米国経済の底堅さ」が主なテーマとなりました。グローバル株式(米ドル建て)は大きく上昇、グローバル債券(米ドル建て)は小幅に下落、円安が大幅に進行した1年となりました。

「株式」は、年度前半、米国の景気減速懸念が後退する中、小幅に上昇。年度後半、インフレのピークアウトに伴う利上げ停止観測や、堅調な経済指標の発表等を背景に、株価は大きく上昇し、米国の主要株価指数にて最高値を更新。世界的に株価が大きく上昇した1年となりました。

[2023(令和5)年度の主要指標]

資産	指標	ベース通貨	変化率/変化幅*1	年度末値
株式	グローバル株式*2	日本円	40.8%	-
		米ドル	23.8%	1,792.31pt
	S&P500	米ドル	27.9%	5,254.35pt
	Euro STOXX	ユーロ	13.8%	520.21pt
	TOPIX	日本円	38.2%	2,768.62pt
債券/金利	グローバル債券*2	日本円	12.8%	-
		米ドル	▲0.8%	857.39pt
	米国10年債利回り	-	+0.73%	4.20%
	ドイツ10年債利回り	-	+0.01%	2.30%
	日本10年債利回り	-	+0.38%	0.73%
為替	ドル/円	-	13.4%	151.41円
	ユーロ/円	-	12.0%	163.24円

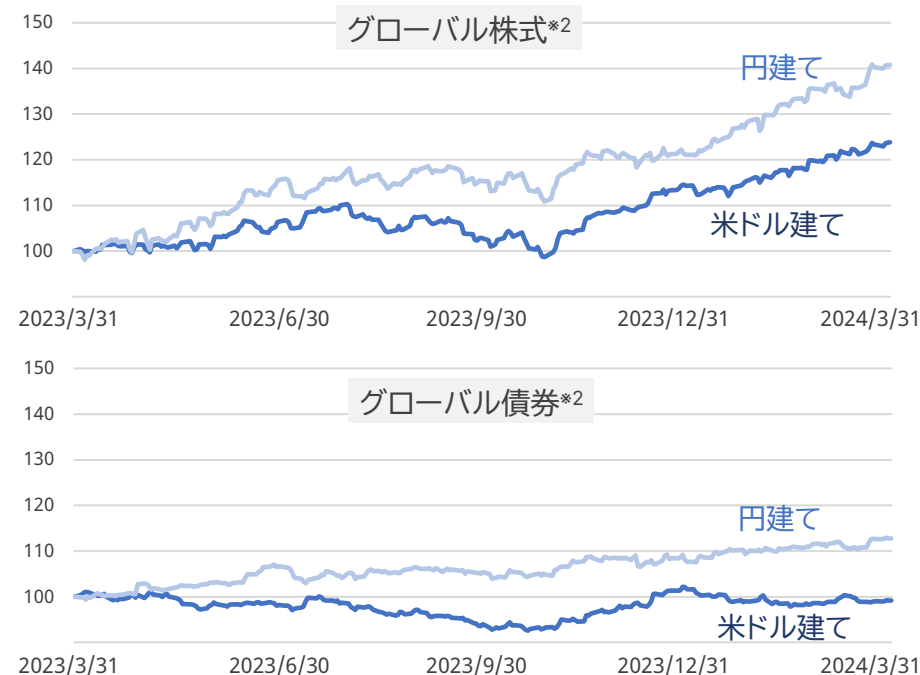
*1 債券/金利の利回りは2022(令和4)年度末値から2023(令和5)年度末値の変化幅、それ以外は2022(令和4)年度末値に対する2023(令和5)年度末値の変化率。

*2 グローバル株式はMSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックス(配当込み)、グローバル債券はFTSE世界国債インデックス。

「債券」は、年度前半、米国金融の引き締め長期化観測を背景に、金利は大幅に上昇(債券価格は下落)、10月中旬には米国10年金利が2007年以来となる5%を一時突破。その後、年末にかけて金利が低下したものの、年明け以降、堅調な経済指標の発表や、利下げ観測の後退から金利は上昇。世界的に金利が上昇した1年となりました。

「為替」は、年度前半、日米金利差の拡大を受け、円安ドル高が進行、10月にはドル/円が150円に到達。その後、年末にかけて円高が進行したものの、年明け以降、米国の利下げ観測の後退を受け、再び円安ドル高に転換。大幅に円安が進行した1年となりました。

[グローバル株式とグローバル債券の推移*1]



*1 2022(令和4)年度末を100とした場合の推移。

*2 グローバル株式はMSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックス(配当込み)、グローバル債券はFTSE世界国債インデックス。

[4] 運用業務担当理事総括

私からは、市場環境を踏まえた運用の状況および体制の構築状況、諸施策への取組状況について述べたいと思います。

経済・金融動向については、前頁にありますとおり、2023年度は終わってみれば米国を中心に金利上昇、株高、円安となったわけですが、特に上期においてはインフレ率の高止まり、雇用を中心とした堅調な米国経済の下で、引締めの金融政策が意識され、金利が上昇し債券価格が下落する一方、株価も大きくは上昇せず、平常時の逆相関関係が効きにくい環境が2022年度同様に継続しました。

当大学ファンドにおいては、2023年3月に政府による資金投入が完了し、10兆円規模で運用する初年度となりましたが、2022年度末に有していた預金等の短期資産2兆7千億円について、上期中は債券・株式とも段階的に投資を進めました。結果、2023年度末にはほぼフルインベストの状況となっています。

資産構成としては、運用初期の資本・負債構造を勘案して、高めのグローバル債券比率を維持するとともに、外貨エクスポージャーが有する為替リスクの約半分をヘッジする等、ダウンサイドリスクの抑制とリスクバランスを意識して、基本ポートフォリオ構築に向けた移行計画を踏まえつつ、レファレンス・ポートフォリオ対比でリスクを低めにコントロールいたしました。オルタナティブ投資については期間分散を心がけながら継続的なコミットメントを実施し、コミットメント残高は年度末時点で1兆円を超え、投資残高も3千億円超となりました。

こうした取組みの下、主に株価上昇と円安を背景として収益率で+10%、収益額で+9,934億円となり、大学等への資金拠出の原資となる当期純利益は+1,167億円を計上いたしました。

ポートフォリオマネジメントの観点からは、マクロ経済チーフ・エコノミストである鵜飼さんの下で金融経済動向を日々把握・分析しながら、市場局面分析も交えて資産配分と実際の運用を行っています(金融経済動向については、「経済を読む眼」をホームページにてテーマ配信)。リスク管理面でもストレスの展開を想定したシナリオ別インパクトと投資行動の考察等、深化を図ってきました。加えて、海外のソブリンウエルスファンド、年金基金および大学基金等の運用チームとも積極的にネットワークを構築、最新の投資動向把握を行っています。

また、人員では投資プロフェッショナルの採用を進め、資金運用本部(第1線)・運用リスク管理部(第2線)で合計69名まで増加し、体制面でも充実化を進めています。

投資家責任を果たす観点からは、2023年12月に初回となるスチュワードシップ活動報告を取りまとめ、運用受託機関等も適切にスチュワードシップ責任を果たすことを促しています。また、2023年8月には責任投資原則(PRI)の署名機関となりました。

以上、2023年度の取組みについて概要をまとめましたが、大学ファンドにとって運用初期と位置付けた2年間を終え、運用・監視委員会の監視の下で、今後もさらなる運用の高度化と、世界トップに肩を並べる研究大学の資金面での支援に向け、チーム一同まい進してまいります。



喜田 昌和 運用業務担当理事

- ・2021年6月、JST運用業務担当理事就任。それ以前は、農林中央金庫にて、審査部部長、オルタナティブ投資部長、常務執行役員等を歴任。
- ・京都大学経済学部卒業

[5] 運用実績の概要

- 2023(令和5)年度決算における「当期純利益」は**+1,167億円**^{*1} (前年度比**+424億円**)の黒字でした。「収益額(=総合収益額^{*2})」は**+9,934億円**、「収益率(=時間加重収益率^{*3})」は**+10.0%**、「運用資産額」は**10兆9,649億円**となりました。なお、保有資産の時価評価による評価差額(貸借対照表上の「其他有価証券評価差額金」)は**+7,361億円**でした。
- 国際卓越研究大学等への助成財源^{*4}となる額は、損益計算書上の当期純利益(1,167億円)に前年度の利益剰余金(681億円)を加えた額から、大学ファンドの財務状況等を踏まえ、別途決定されます。なお、毎年度の助成総額は、助成財源の範囲内で、助成の基本方針^{*5}に基づき政府の会議体で決定されます。

※ 本スライド内の一部数値は、2023(令和5)年度財務諸表における損益計算書および貸借対照表の金額を掲載しています。本業務概況書の公開時点では、財務諸表は文部科学大臣の承認前のため、財務諸表の確定値は上記から変更となる場合があります。財務諸表は文部科学大臣の承認が得られ次第、別途JSTのWebサイトにて公開いたします。

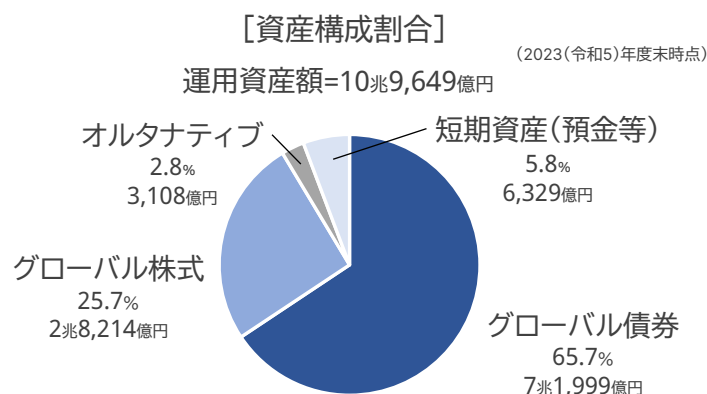
*1 独立行政法人会計における最終的な利益は、「当期純利益」に所定の項目(目的積立金取崩額等)を加減した「当期総利益」が相当します。大学ファンドにおいては、この加減する項目が存在せず、「当期純利益」と「当期総利益」は同値となります。そのため、ここでは企業会計において最終的な利益を示す「当期純利益」に合わせて、「当期総利益」ではなく「当期純利益」と表記しています。

*2 総合収益額は、実現収益額(簿価ベース)に評価損益額の増減等(時価ベース)を加味した収益額(運用手数料等控除前)です。

*3 時間加重収益率は、キャッシュフロー(運用元本等の流入)の影響を排除し、時価に基づき算出した収益率(運用手数料等控除前)です。JSTではそのひとつである日次評価法を使用しています。

*4 大学ファンドは、世界最高水準の研究大学の実現に向け、必要となる支援(助成業務)を長期的・安定的に行うための財源を確保することを目的としています。詳細は「2 | 大学ファンドの概要」をご参照ください。

*5 正式名称「国際卓越研究大学の研究及び研究成果の活用のための体制の強化の推進に関する基本的な方針(2022(令和4)年11月15日決定)」



- 2023(令和5)年度は、1年間を通して**許容リスクの範囲内での運用**を実施しました。

大学ファンドは、予め設定されたレファレンス・ポートフォリオ(リスクの管理に用いる資産構成割合)から算出される標準偏差(許容リスク)の範囲内で、可能な限り運用収益率を最大化することを目指して運用を行います。

右図のとおり、実際のポートフォリオのリスク量は着実にポートフォリオ構築を進める中で徐々に増加していますが、現在は、基本ポートフォリオ構築までの期間(運用立ち上げ期)のため、許容リスクのリスク量に対しては1年間を通して相当程度余裕のある状態にコントロールされました。

【収益額】 (2023(令和5)年度)		【収益率】 (2023(令和5)年度)	
資産	収益額 ^{*1}	資産	収益率 ^{*1}
資産全体	9,934 億円	資産全体	10.0 %
グローバル債券 ^{*2,*3}	1,902 億円	グローバル債券 ^{*2,*3}	2.5 %
グローバル株式 ^{*3}	7,749 億円	グローバル株式 ^{*3}	39.7 %
オルタナティブ	283 億円	オルタナティブ	19.3 %

*1 収益額は総合収益額(運用手数料等控除前)です。

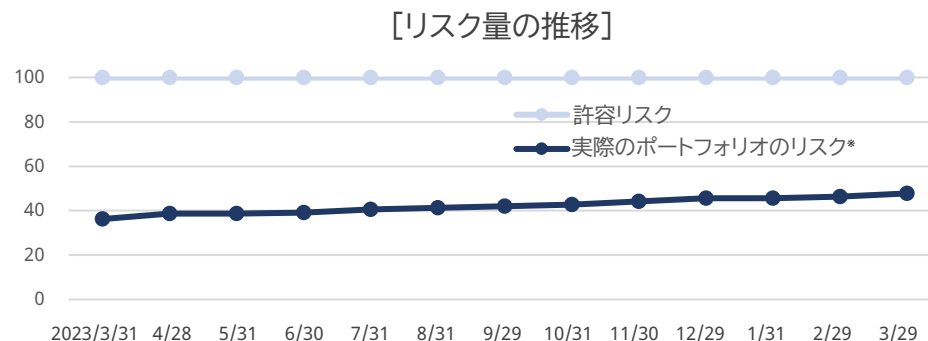
*2 グローバル債券は短期資産(預金等)を含みます。

*3 グローバル債券およびグローバル株式はそれぞれ国内債券および国内株式を含みます。

*1 収益率は時間加重収益率(運用手数料等控除前)です。

*2 グローバル債券は短期資産(預金等)を含みます。

*3 グローバル債券およびグローバル株式はそれぞれ国内債券および国内株式を含みます。

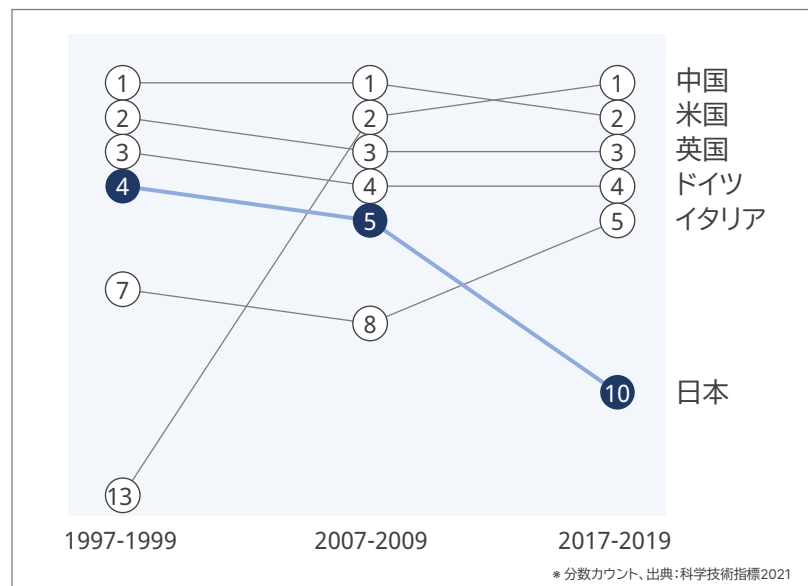


* 許容リスクのリスク量を100とした場合の実際のポートフォリオのリスク量の比率。

[1] 大学ファンド設置の背景

近年、我が国の大学は研究論文数等の面において長く停滞を続けており、このひとつの要因として財務基盤の問題があるとされています。欧米の主要大学が数兆円規模の独自基金の運用益を活用して、研究基盤や若手研究者への投資を充実させ、新たな学問領域やイノベーションの創出につなげていることに対し、我が国の大学は、運用できる資金の規模が小さく、また管理運用体制も十分に整っていないため、運用による資金の獲得が難しい状況です。

[Top10%論文数の各国順位]

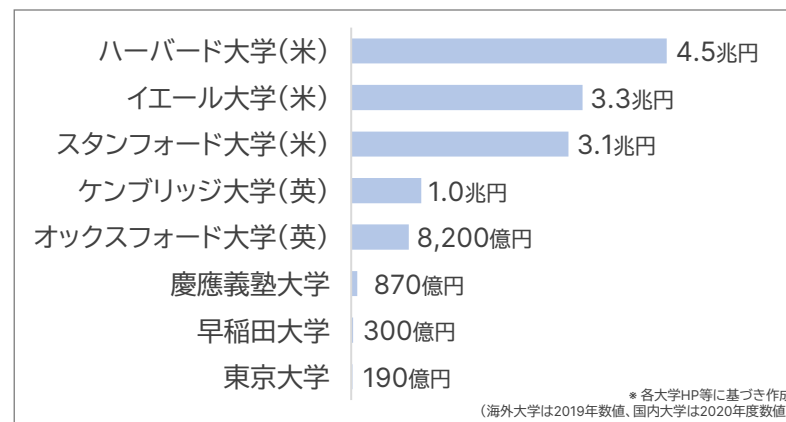


出所：文部科学省作成資料（JST一部編集）

このような資金力の差を、日本の各大学の力のみではなく、国の資金を活用した仕組みによって埋めるべく、「国民の命と暮らしを守る安心と希望のための総合経済対策（2020（令和2）年12月8日閣議決定）」において、「10兆円規模の大学ファンドを創設し、その運用益を活用することにより、世界に比肩するレベルの研究開発を行う大学の共用施設やデータ連携基盤の整備、博士課程学生などの若手人材育成等を推進することで、我が国のイノベーション・エコシステム*を構築する。」ことが示され、2021（令和3）年1月に「国立研究開発法人科学技術振興機構法の一部を改正する法律」が成立し、大学ファンドがJSTに設置されることとなりました。

* 生態系システムのように、それぞれのプレーヤーが相互に関連して、自立的にイノベーション創出を加速するシステム。

[大学基金規模]



出所：文部科学省作成資料（JST一部編集）

2021(令和3)年4月、政府の総合科学技術・イノベーション会議に「世界と伍する研究大学専門調査会/大学ファンド資金運用ワーキンググループ」が設置され、大学ファンドの在り方について検討が進められました。

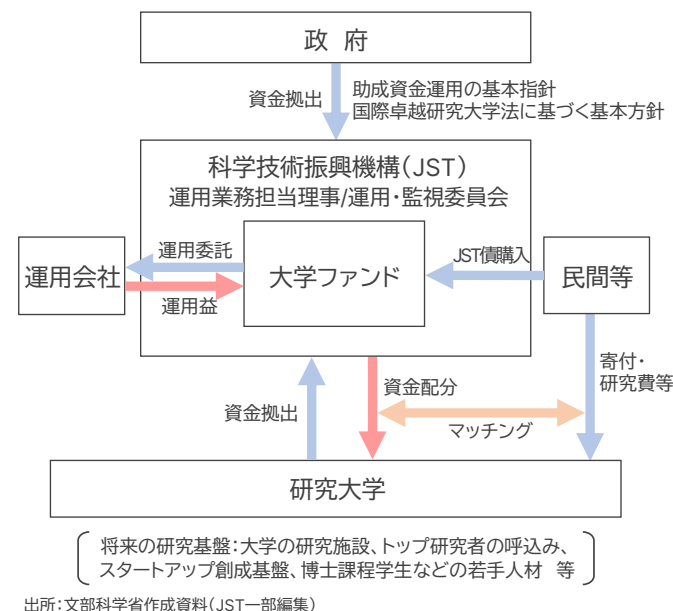
その議論の中で、世界と伍する研究大学の実現には、長期的な視点から年間3,000億円(実質)程度の支援額が必要であること等が示されるとともに、資金運用に関する基本的な考え方が専門的見地からとりまとめられ、2021(令和3)年8月に「世界と伍する研究大学の実現に向けた大学ファンドの資金運用の基本的な考え方(以下「大学ファンドの資金運用の基本的な考え方」)」が決定されました。

その内容を受け、2022(令和4)年1月に「助成資金運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針」(以下「助成資金運用の基本指針」)が文部科学大臣よりJSTに通知され、それを受けてJSTが作成した「助成資金運用の基本方針」が文部科学大臣により認可されました。

JSTは、上記の「助成資金運用の基本指針」および「助成資金運用の基本方針」に基づき、世界と伍する研究大学の実現に向け、必要となる支援を長期的・安定的に行うための財源を確保することを目的とし、2022(令和4)年3月に大学ファンドの運用を開始しました。

2022(令和4)年5月に「国際卓越研究大学の研究及び研究成果の活用のための体制の強化に関する法律」が成立し、2022(令和4)年11月には、文部科学大臣が同法に基づき制度の意義、大学ファンドの支援対象大学の認定等に関する基本的な事項を定める「国際卓越研究大学の研究及び研究成果の活用のための体制の強化の推進に関する基本的な方針」を決定しました。

〔大学ファンドのスキーム〕



国際的に卓越した研究の展開及び経済社会に変化をもたらす研究成果の活用が相当程度見込まれる大学を「国際卓越研究大学」として文部科学省が認定し、当該大学が作成する国際卓越研究大学研究等体制強化計画に対して、大学ファンドによる助成を実施することとしています。

2024(令和6)年度中の助成開始を目指し、国際卓越研究大学の認定等に関する審査が行われているところですが、詳細については文部科学省のWebサイト*をご参照ください。

* 文部科学省のWebサイト https://www.mext.go.jp/a_menu/kagaku/daigakukenkyuryoku/

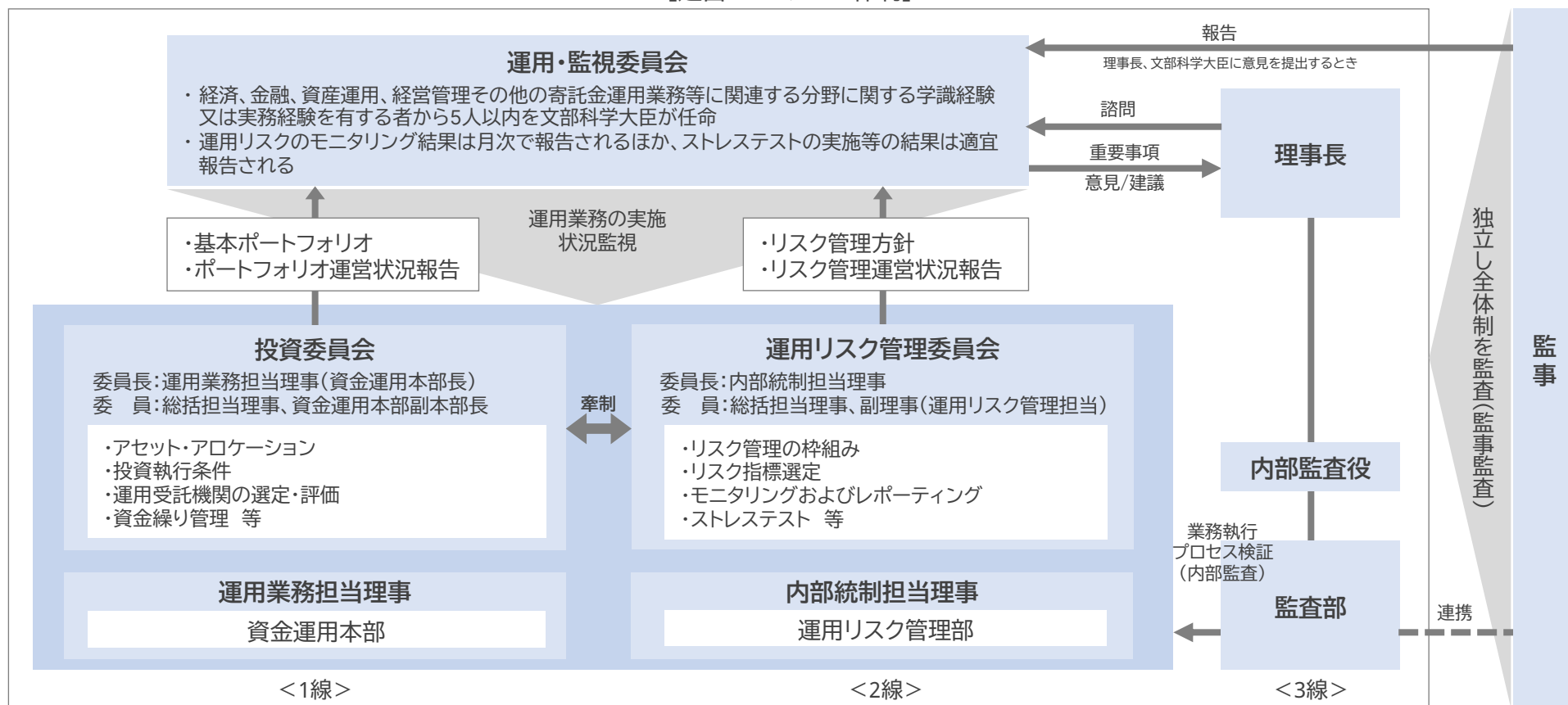
[2] 運営・ガバナンス体制

大学ファンドの創設にあたり、投資部門(1線)の「資金運用本部」、リスク管理部門(2線)の「運用リスク管理部」により業務運営上の牽制関係を構築し、監査部門(3線)の「監査部」がこれを監査する3線防衛によるガバナンス体制を構築しました。

「運用・監視委員会」は、文部科学大臣が任命する外部の有識者で構成される最上位の機関として、基本ポートフォリオ等の重要事項の審議、運用業務の実施状況の監視等を行うとともに、理事長の諮問に応じて重要事項について意見を述べ、必要に応じ理事長に建議します。

また、運用業務担当理事、内部統制を担当する理事等により構成される「投資委員会」、「運用リスク管理委員会」がそれぞれ資金運用、運用リスク管理に関する必要事項を審議するとともに、これを運用・監視委員会に報告することとしており、それらとは独立した監査部による業務執行プロセスの適正性等の検証(内部監査)を実施することで、前述の3線防衛の体制を強化しています。さらに、文部科学大臣が任命する監事が、理事長から独立した立場から、大学ファンドをはじめJST全体の業務を監査しています。

[運営・ガバナンス体制]



* 監事監査、内部監査と合わせて、会計監査人監査も実施(三様監査)。さらに会計検査も受検。

[3] 運用・監視委員会

運用・監視委員会は、経済、金融、資産運用、経営管理その他の寄託金運用業務等に関連する分野に関する学識経験又は実務経験を有する委員により構成されています。次ページに2023(令和5)年度の委員会の議事をまとめています。詳細はJSTのWebサイト*をご参照ください。

* JSTのWebサイト(大学ファンド) <https://www.jst.go.jp/fund/>

運用・監視委員会とは

運用・監視委員会は、国立研究開発法人科学技術振興機構法に基づき文部科学大臣により任命された委員で構成される委員会であり、法律上、以下のように位置付けられています。

[運用・監視委員会の権限]

運用・監視委員会は、寄託金運用業務等の適正な運営を図るため、寄託金運用業務等に関する事項等を審議するとともに寄託金運用業務等の実施状況を監視することとされています。

[運用・監視委員会の構成]

運用・監視委員会は、委員5人以内をもって組織されます。運用・監視委員は、経済、金融、資産運用、経営管理その他の寄託金運用業務等に関連する分野に関する学識経験又は実務経験を有する者のうちから、文部科学大臣が任命します。なお、委員の任期は2年です。

2023(令和5)年度末時点の運用・監視委員は以下のとおりです。

[運用・監視委員]



(左から、佐藤 久恵 委員、臼杵 政治 委員、中曽 宏 委員長、丸山 琢永 委員)

中曽 宏 委員長 株式会社大和総研 理事長

臼杵 政治 委員 名古屋市立大学 名誉教授

佐藤 久恵 委員 学校法人国際基督教大学 評議員

丸山 琢永 委員 PwC Japan 有限責任監査法人 上席執行役員 パートナー
兼 PwCビジネスアシュアランス合同会社 執行役員

任期：2023(令和5)年10月1日～2025(令和7)年9月30日

* 肩書きは2024(令和6)年4月1日時点

[運用・監視委員会 議事]

開催時期	議 事
第9回 2023(令和5)年 5月24日	【審議】グローバル債券アクティブ運用の投資形態について 【審議】業務方法書の改正(案) 【審議】自家運用ガイドライン(私募投資信託)(案) 【報告】債券アクティブ運用(米国ハイイールド社債)の運用受託機関 選定結果について 【報告】2022(令和4)年度1-3月期運用実施状況(速報) 【報告】2022(令和4)年度1-3月期運用リスク・モニタリング報告 【審議】2022(令和4)年度業務概況書の構成・内容について* 【報告】機構による助成資金運用の評価について * 最終案等について、2023(令和5)年6月8日～6月28日に電子メールによる審議が行われた。
第10回 2023(令和5)年 8月4日	【審議】運用受託機関等選定基準等の構成統一化について 【審議】グローバル株式アクティブ運用ガイドライン(案) 【報告】2023(令和5)年度4-6月期運用実施状況(速報) 【報告】2023(令和5)年度4-6月期運用リスク・モニタリング報告 【報告】2023(令和5)年度の不動産戦略別コミットメント配分について 【報告】PEセカンダリー及びPDの運用受託機関追加公募に係る選定結果 【報告】責任投資原則(PRI)について
第11回 2023(令和5)年 12月6日	【審議】業務方針(改定案)について 【審議】デリバティブ商品拡充等にかかる自家運用ガイドラインの制定及び改定 【審議】エージェントレバ取引の導入に伴う自家運用ガイドライン(グローバル債券)の改定(案)について 【報告・審議】資産複合型運用について 【審議】不動産・インフラおよびPE・PDの運用ガイドライン雛形の改定(案)について 【報告・審議】プライベート・エクイティ (PE) / プライベート・デット (PD) の自家運用の開始について 【報告】2023(令和5)年度7-9月期運用リスク・モニタリング報告 【報告】2023(令和5)年度7-9月期運用実施状況(速報) 【報告】スチュワードシップ活動の年次報告対応(外部公表)について

開催時期	議 事
第12回 2024(令和6)年 2月7日	【報告】債券アクティブ運用(新興国債券)の運用受託機関の選定結果 【報告】不動産分散型運用の運用受託機関の選定結果 【報告】資産複合型運用の外国籍投信提供者の選定結果 【報告】2023(令和5)年度10-12月期運用リスク・モニタリング報告 【報告】2023(令和5)年度10-12月期運用実施状況(速報)
第13回 2024(令和6)年 3月15日	【審議】2023(令和5)年度 年度計画変更(案)・2024(令和6)年度 年度計画(案)について 【審議】業務方針の改定(案)について 【審議】運用ガイドライン雛形の改定(案)及び資産管理ガイドライン雛形の改定(案)について 【審議】自家運用ガイドライン(統合)の制定(案)について 【報告】リスク計測モデルの見直しについて 【審議】基本ポートフォリオの検証について 【報告】資産配分方針(2024(令和6)年度)について 【報告】2024(令和6)年度資産配分方針に対するストレステストについて 【報告】プライベート・エクイティ(PE)・プライベート・デット(PD)の2024(令和6)年度コミットメント配分方針について 【報告】不動産・インフラの2024(令和6)年度コミットメント配分方針について 【報告】外部委託ファンドモニタリング(2023(令和5)年12月末基準) 【報告】運用リスク管理に係る各種枠組みの見直しについて

議事録および委員会資料(非公表情報を除く)は、7年後に公表いたします。

[4] 資金運用の体制

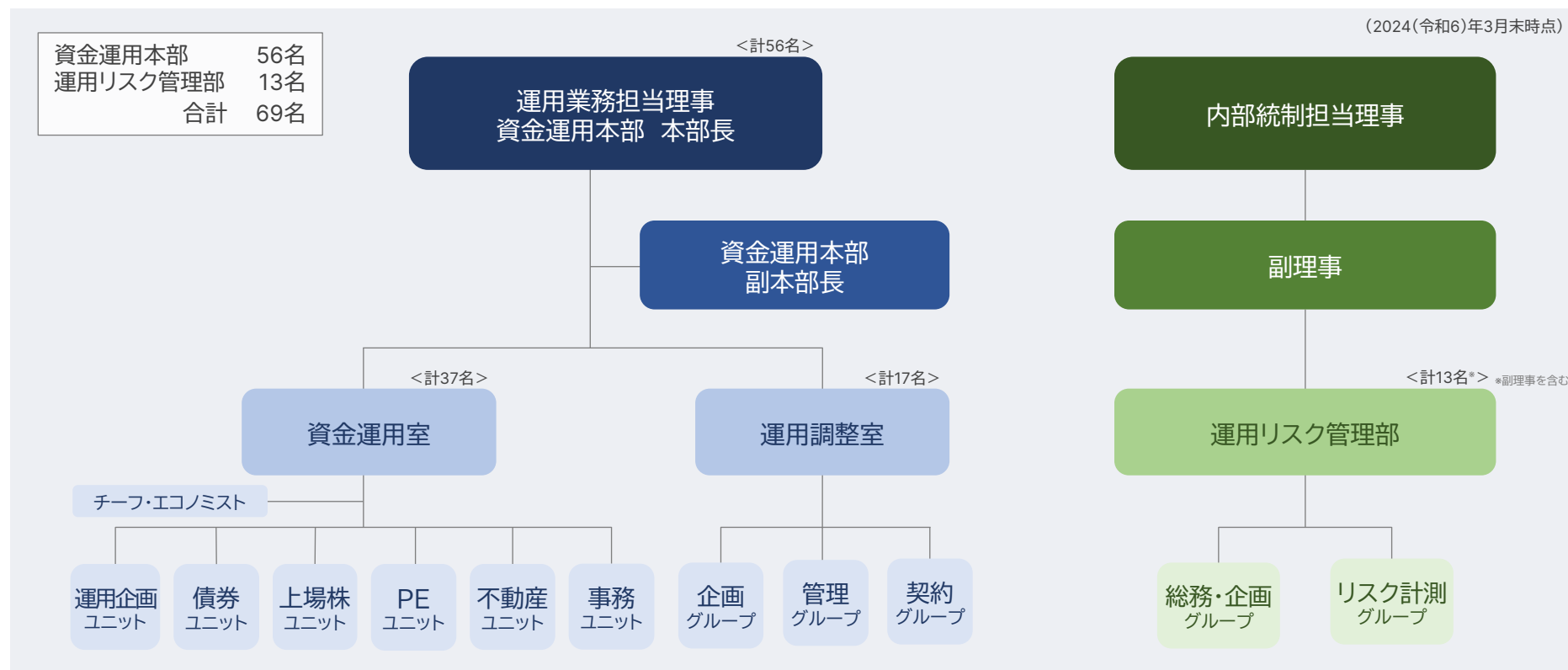
JSTでは、大学ファンドの創設に向けて、2021(令和3)年3月に「資金運用部」を新設し、その後、2021(令和3)年8月に「資金運用本部」と「運用リスク管理部」に改組しました。

資金運用本部資金運用室は、運用企画ユニット、債券ユニット、上場株ユニット、プライベート・エクイティ(PE)ユニット、不動産ユニット、事務ユニットを配し、ファンドの長期的・安定的な運用に向けて各分野に精通した人材により構成されています。また、同本部運用調整室は、企画グループ、管理グループ、契約グループで構成され、投資委員会の運営、対外調

整、予算・執行管理、広報・情報公開、契約業務等を通して、大学ファンドの円滑で効率的な運営を担っています。

運用リスク管理部は、総務・企画グループ、リスク計測グループで構成され、運用・監視委員会や運用リスク管理委員会等の運営、市場リスク・信用リスク・流動性リスク等の計測、パフォーマンス評価・分析、資金運用本部が締結する契約の点検・調査等を担当し、資金運用を適正に運営するためのリスク管理体制を構築しています。

[体制図]



資金運用の実務を担う資金運用室の各ユニットの概要は以下のとおりです。

〔各ユニットの概要〕

ユニット名	概要
運用企画ユニット	経済見通しの策定、基本ポートフォリオの検証・見直し、各資産への配分比率の調整
債券ユニット	グローバル債券・為替の自家運用(直接投資・ETF)および外部委託運用
上場株ユニット	グローバル株式の自家運用(ETF)および外部委託運用
PEユニット	プライベート・エクイティ等の外部委託運用
不動産ユニット	不動産・インフラストラクチャー等の外部委託運用
事務ユニット	運用方法指図や元本異動指図、ファンド開設等の運用に係る事務

資金運用室は多様な経験・スキルを有する専門家により構成されています。
室長、チーフ・エコノミスト、ユニット長の主な略歴等は以下のとおりです。

〔主な略歴等〕

①杉本 直也（資金運用本部副本部長、資金運用室長、マネージング・ディレクター）

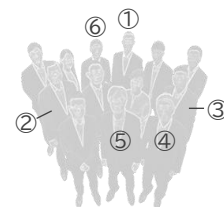
- ・2022年3月、JST入構。それ以前は、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントにて機関投資家向けのポートフォリオソリューション提供業務に従事。また、ビムコジャパンリミテッドでは執行役員として戦略企画部および経営企画部を統括し、運用ソリューション・ビジネスを指揮。米国PIMCO本社にてマルチアセットポートフォリオの運用モデル・リスク管理モデルの開発にも従事。その他、クレディ・スイス証券にてクオンツアナリスト、NTTデータにて暗号関連の研究開発、ビジネス誌「Forbes JAPAN」を運営するリンクタイズにて取締役CSO兼CFOにも従事。
- ・東京大学および東京大学大学院にて人工知能の研究に従事し、工学学士号および科学修士号を取得。
- ・CFA協会認定証券アナリスト、CAIA協会認定オルタナティブ投資アナリスト、GARP認定金融リスクマネージャー、日本証券アナリスト協会認定アナリスト等

②鶴岡 博史（チーフ・エコノミスト、マネージング・ディレクター）

- ・2022年9月、JST入構。それ以前は、約30年にわたり日本銀行に在籍し、企画局をはじめ枢要部局にて政策に関連する調査・企画を担当し、審議役まで務めた。その他、Financial Stability Boardに2009年の発足時から日本代表の一人として参画、一橋大学国際・公共政策大学院のアジア公共政策の特任教授も務めた。その後、JPMorgan証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト(マネージング・ディレクター)として金融経済および政策の調査分析を担当。
- ・主な著作:「日本金融の誤解と誤算」(著者兼共同編集者)、量的緩和政策の効果、日本の非伝統的金融政策の波及経路と経済厚生上の含意、日本のデフレ・金融システム問題、金融政策等、金融政策を中心に研究多数。
- ・東京大学経済学部卒業、シカゴ大学ビジネススクール、埼玉大学 博士(経済学)

③池田 雅一（運用企画ユニット長、マネージング・ディレクター、運用企画責任者）

- ・2022年1月、JST入構。それ以前は、野村アセットマネジメントに入社し、日本株の調査・運用およびニューヨーク駐在などを経て、国内外の機関投資家向けマルチアセットプロダクトの運用を担当。その後、損害保険ジャパンにて、絶対収益追求型ファンドの運用、外部委託ファンド投資、アセットアロケーション関連業務等に従事。
- ・東京大学経済学部卒業、ニューヨーク大学経営大学院修了(MBA)
- ・CFA協会認定証券アナリスト、日本証券アナリスト協会認定アナリスト



④小林 靖史（債券ユニット長、上場株ユニット長、マネージング・ディレクター、グローバルマーケット統括責任者）

- ・2022年5月、JST入構。それ以前は、三和銀行(現在の三菱UFJ銀行)に入行後、欧州金融市場部長、金融市場部長(特命)、市場営業部長(特命)、外貨資金証券部長(特命)を兼任(ロンドン駐在)し、投資運用部長、円貨資金証券部長、資金証券部長、シニアフェローを歴任。その後、セントラル短資顧問、セントラル東短証券取締役、三信顧問、セントラル東短証券代表取締役社長を歴任。
- ・慶應義塾大学経済学部卒業

⑤松尾 匡（PEユニット長、不動産ユニット長、マネージング・ディレクター、オルタナティブ投資統括責任者）

- ・2022年1月、JST入構。それ以前は、日本生命保険の調査部、ニッセイ基礎研究所を経て、国際金融部で海外ソブリン・ローン業務に従事した後、PwCフィナンシャル・アドバイザリー・サービスにて、保険会社の破綻処理、M&Aのアドバイザー業務、コンサルティング業務を多数経験。大同生命保険ではPE、インフラファンド、ヘッジファンド、海外クレジッドファンドの投資、リスク管理業務に従事。その後、PEのFoFs運営、ゲートキーパー・投資助言サービスを行うイー・アイ・キャピタル(AIC)へ副社長として出向しPE投資およびビジネス・ディベロップメント業務を統括。かんぽ生命保険では執行役員オルタナティブ投資室長として、オルタナティブ投資(PE、インフラファンド、不動産ファンド、ヘッジファンド)全般を統括、直近はハーバーベスト・パートナーズ・ジャパンのマネージング・ディレクター、共同代表としてPE FoFs業務を推進。
- ・東京大学経済学部卒業、デューク大学経営大学院修了(MBA)
- ・米国公認会計士(US CPA)試験合格

⑥小松 淳慈（事務ユニット長、マネージング・ディレクター、事務統括責任者）

- ・2023年8月、JST入構。それ以前は、郵政省(現在のかんぽ生命保険)に入省し、資産運用部門において、日本国債、地方債等の債券売買、決済業務を担当。以降、資産運用リスク計測モデルの開発・運営、資産運用計画の作成、ALMシミュレーションモデルの開発・運営等に従事。その後、経営企画部門を経て、オルタナティブ資産に関する運用プログラムの立ち上げ、同資産のミドル、バック業務のマネジメントを担当。また、資産運用に関するバック業務のマネジメントを行うとともに、金利スワップ、通貨スワップの導入における、バック業務フローの構築およびシステム開発を担当。
- ・同志社大学経済学部卒業、同大学院経済学研究科修了(経済学修士)

[1] 資金運用の基本的枠組み

助成資金運用は、基本ポートフォリオに基づく運用を基本とし、投資規律を遵守し、乖離許容幅の範囲でリバランス(実際の資産構成割合が年次の資産配分方針において意図したものになるよう行う資産の売買)を実行します。

基本ポートフォリオは、政府が設定したレファレンス・ポートフォリオの「許容リスク」の範囲内でJSTが定めるものです。

① レファレンス・ポートフォリオの概要

世界と伍する研究大学の実現には、長期的な視点から年間3,000億円(実質)程度の支援額が必要であることが、総合科学技術・イノベーション会議による「大学ファンドの資金運用の基本的な考え方」で示されました。同時に、長期的かつ安定的にこの支援を行うために大学ファンドが取り得るリスク(許容リスク)を求めるための資産構成割合として、グローバル株式:グローバル債券=65:35のレファレンス・ポートフォリオが示されました。

このレファレンス・ポートフォリオの設定にあたっては、以下の点について総合的に勘案されています。

運用収益率目標の観点

世界と伍する研究大学の実現に向けて、研究力強化に必要とされる助成資金を長期的に確保できること(支出目標率3%+長期の物価上昇率以上)。

リスクとリターンの観点

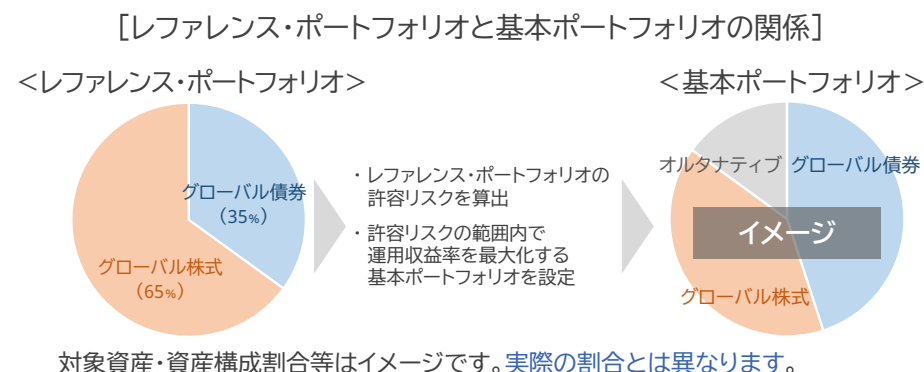
国内外の経済全体の成長を収益化すべくグローバル市場の投資環境を踏まえ長期的に期待できるリターンの水準とそのリスク。

財務健全性の観点

長期運用目標を達成するためのポートフォリオを構築するまでの一定の時間軸の下で、支援継続のためのバッファ確保を含む自己資本の拡充に十分配慮した財務基盤の形成。

② レファレンス・ポートフォリオと基本ポートフォリオの関係

前述のとおり、レファレンス・ポートフォリオ(グローバル株式:グローバル債券=65:35)は、「許容リスク」(標準偏差)を求めるために用いるものです。JSTはこの許容リスクの範囲内で、可能な限り運用収益率を最大化することを目指して、運用目標達成のための基本となる資産構成割合(基本ポートフォリオ)を定め、これに基づき管理および運用を行います。



「許容リスク」は、グローバル株式・グローバル債券の指標として、各国の株式・債券の価格の変動を示す指数(株式は、MSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックス(配当込み)、債券は、FTSE世界国債インデックス)の過去25年間の月次の市場データを用いて算出しています。

③ 基本ポートフォリオに基づく運用

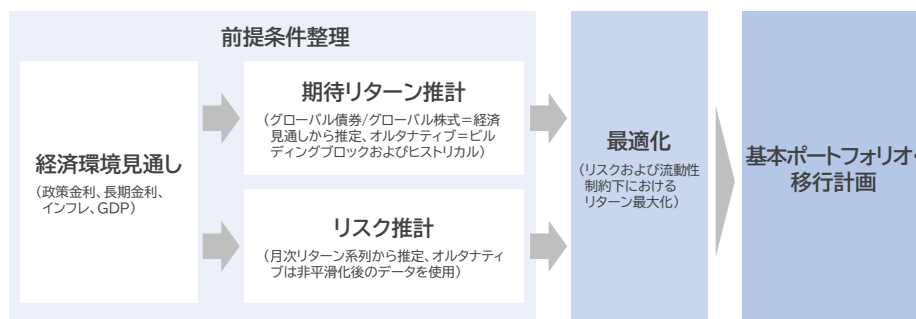
基本ポートフォリオは、資産の管理および運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向および市場動向を考慮して、合理的な将来予測に基づくリスク分析を踏まえて長期的な観点から策定することとされています。

また、その際、基本ポートフォリオの標準偏差が許容リスクの範囲内であることを確認するとともに、想定されるリスク等を用いて検証を行うこととされています。

JSTは2022(令和4)年3月、許容リスクの範囲内で可能な限り運用収益率の最大化を目指しつつ、円滑に流動性が確保できるよう構成資産の性質を考慮した上で、運用・監視委員会の審議を経て基本ポートフォリオの構成資産、資産構成割合および乖離許容幅を定めました。

基本ポートフォリオを定めるにあたっては、まずは前提条件(経済環境の見通し、各資産の期待リターン推計、リスク推計等)を整理し、それらを用いてポートフォリオの最適化を行っています。

[基本ポートフォリオ構築フロー]



乖離許容幅と市場急変時の対応

助成資金運用は、基本ポートフォリオに基づく運用を基本としていますが、投資規律を遵守しつつ機動的な運用を行うために乖離許容幅を定めています。

経済環境や市場環境の変化が激しい昨今の傾向を踏まえ、常に基本ポートフォリオと同じ割合で資産を保有するのではなく、乖離許容幅の範囲においてリバランス等を実行します。

また、市場急変時の対応に係る行動規範(クライシス・プレイブック)を、助成資金運用の開始前に運用・監視委員会で審議した上で定めており、市場急変時にはこの行動規範に基づき投資行動をとることとしています。

基本ポートフォリオの見直し

JSTは、基本ポートフォリオを年次で定期的に検証するとともに、レファレンス・ポートフォリオの変更や許容リスクの変動、経済動向および市場動向を踏まえたリスク分析等を行った結果、基本ポートフォリオの策定時に想定していた運用環境が現実から乖離している等必要と認めるときは、運用・監視委員会で審議した上で、見直しの検討を行います。

なお、基本ポートフォリオを変更する場合は必要に応じて適切な移行期間を設けます。

④ 運用立ち上げ期の留意事項

基本ポートフォリオ構築までの期間(運用立ち上げ期)においては、許容リスクを踏まえて適切にリスクを取るとともに、投資実行までに時間を要する資産の特性も考慮しつつ、**運用開始以降10年が経過する年度の年度末までの可能な限り早い段階で、基本ポートフォリオに沿った資産構成割合の実現を目指すことが助成資金運用の基本指針において定められています。**

これは、特に大学ファンドの運用元本の約9割が財政融資資金からの借り入れであり、自己資本比率が低い財務構造であることから、直ちに許容リスクと同水準のリスクを取ることで、財政融資資金の安定した償還や、国際卓越研究大学等への長期的かつ安定的な助成に影響を及ぼすことがないように定められたものです。

また、プライベート・エクイティや不動産といったオルタナティブ投資には相応の時間がかかることも考慮されています。

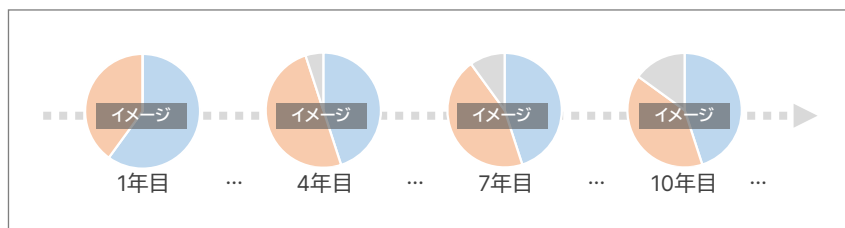
したがって、運用立ち上げ期においては、基本ポートフォリオの移行計画に基づき資産構成割合の計画的な移行を行いつつ自己資本を積み上げ、乖離許容幅も活用しながら可能な限り早く基本ポートフォリオに沿った資産構成割合を実現するように努めていきます。

⑤ 運用の手法

助成資金運用は、資産間の分散効果(投資資産、地域、セクター等の分散、複数の資産に横断的に投資するファンドへの投資等)を利用しつつ、長期的かつ安定的に国内外の経済全体の成長を運用益に結び付けていくため、グローバル投資(世界各国への投資)を積極的に推進します。

また、原則としてパッシブ運用(運用目標とするベンチマークに連動する運用成果を目指すもの)とアクティブ運用(運用目標とするベンチマークに対して超過収益の獲得を目指すもの)を併用するほか、伝統的な運用商品以外の投資対象や投資手法であるオルタナティブ投資についても、リスク分散や中長期的収益確保の観点から戦略的に推進します。

〔資産構成割合の移行イメージ〕



[2] 運用方針・スケジュール

① 運用方針

大学ファンドは、2021(令和3)～2023(令和5)年度を「運用初期」と位置づけ、運用・リスク管理体制の整備・充実に注力しました。

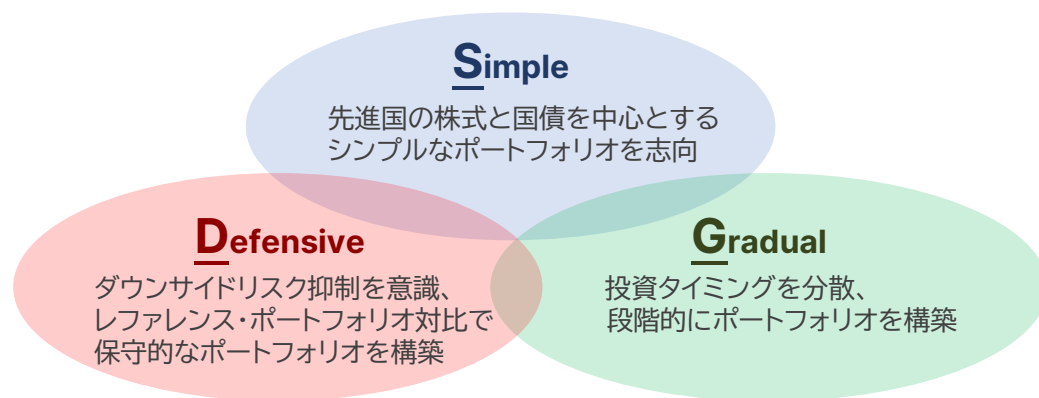
運用初期においては、右図の3点(SDG=Simple、Defensive、Gradual)を重視しました。レファレンス・ポートフォリオや、基本ポートフォリオへの移行計画を意識しつつも、大学ファンド内外の状況(体制整備状況や市場環境)を踏まえ、全体最適の観点から絶対収益やダウンサイドリスク抑制に配慮した運用を行いました。

今後は、引き続き、レファレンス・ポートフォリオや、基本ポートフォリオへの移行計画を意識しながら、資産間の分散効果等を勘案したグローバル投資と収益源泉の多様化を推進することで、“世界と伍する研究大学の実現に必要な研究基盤の構築への支援を長期的・安定的に行うための財源確保”に向けたポートフォリオ運用を行います。

② スケジュール

大学ファンドの当面のスケジュールは下図のとおりです。2026(令和8)年度末までの可能な限り早い段階で3,000億円の運用益を達成すること、2031(令和13)年度末までの可能な限り早い段階

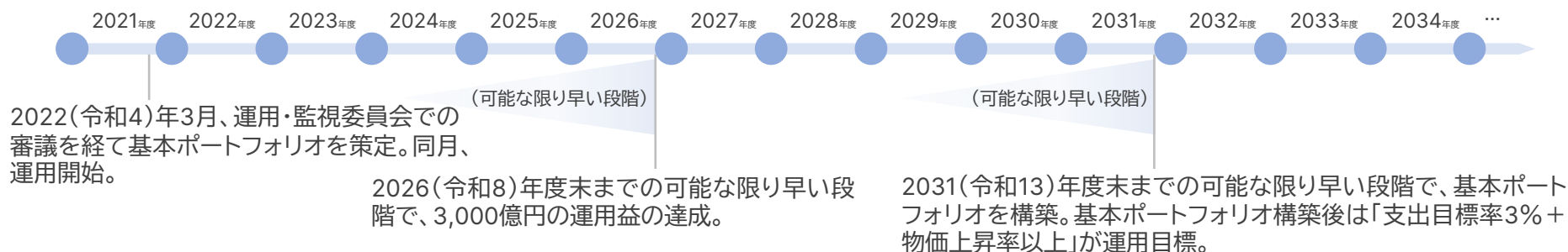
[運用初期の運用方針]



で基本ポートフォリオを構築することを目指します。なお、運用立ち上げ期は「支出目標率3%+物価上昇率以上」の運用目標は適用されません。

また、運用立ち上げ期においては、基本ポートフォリオの資産構成割合等の情報は非公開としています。運用立ち上げ期におけるポートフォリオの構築には時間を要するため、これらをあらかじめ公表することで市場に対して影響を及ぼすことがないように考慮したものです。今後、市場への影響等に十分留意し、その他の情報も含め開示内容を充実させることで運用の透明性確保に努めていきます。

[当面のスケジュール]



[3] リスク管理

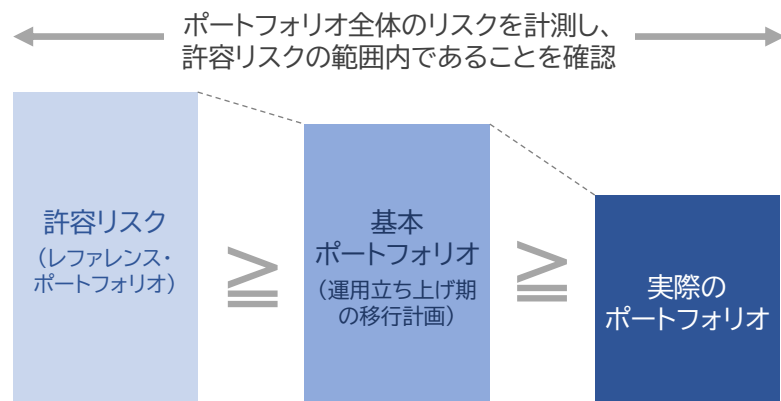
① リスク管理に係る基本方針

助成資金運用で考慮すべき重要なリスクは、世界と伍する研究大学の実現に必要な研究基盤の構築への支援を長期的・安定的に行うための財源を確保できず、必要な支出ができないリスクです。このため、財政融資資金の償還確実性を確保しつつ、こうしたリスクを適切に管理するための基本的な方針を、運用・監視委員会で審議した上で定めています。

② リスク管理の基本的な枠組み

ポートフォリオ運営に伴うリスクテイクを文部科学大臣から示される許容リスクを踏まえ適切に管理するために、運用目標達成に向けて受け入れるリスクの種類と量を定めます(リスク選好)。また、リスクがJSTの業務運営に及ぼす影響の大きさを把握し、JSTとして管理対象とすべきリスクを評価したうえで管理の手法を定めています(リスクの重要性評価)。これらに基づき、リスクをコントロールし(計量化・統合的管理)、またその状況を適時報告します(リスクに関する報告)。これらの枠組みおよびプロセスは文書化され、リスク管理システムを含め着実に運営される体制を整えています。

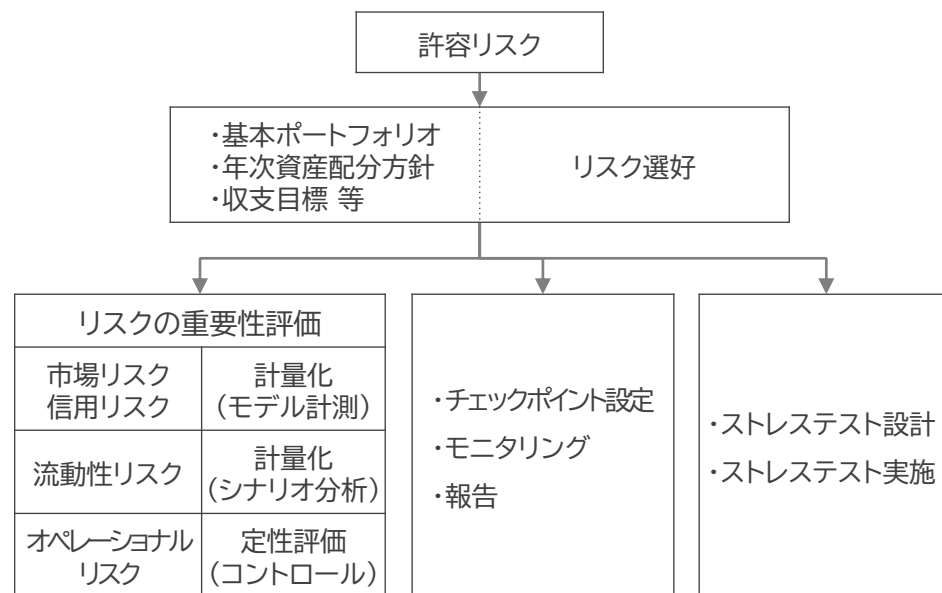
[リスク量コントロールのイメージ]



③ リスク管理に係る各種のプロセス

- ・ **リスク選好**: 許容リスクを踏まえて、運用目標達成に向け規律あるリスクテイクと、リスク・リターン之最適化につなげるために、どのリスクをどの程度リスクテイクするか定めます。
- ・ **リスクの重要性評価**: 直面するリスクを網羅的に把握し、リスクの重要性と特性に応じた対応方針を判断します。
- ・ **チェックポイント制度**: リスク選好に沿ったリスクテイクを適切に行うため、重要性評価による各リスクへの対応方針を踏まえ、標準偏差の水準や資産価値の状況等について、内外環境の確認や年度計画の見直し要否等を検討することが必要な水準を定めます。
- ・ **ストレステスト**: 計量化を中心とするリスク管理を補完するために、ポートフォリオの現状や計画を踏まえて留意すべきストレス状況を想定し、その際の財務状況等を確認します。

[リスク管理の基本的な枠組み]



④ リスク管理の運営

以上の枠組みに従い、リスク計測等のモニタリングを日次あるいは月次で実施しており、その結果を所定の委員会等に報告しています。当該モニタリングにおいて想定以上のリスクが確認された場合等には、投資規律を遵守しつつ、市場環境を踏まえて資産配分の見直しの要否を確認することとしています。なお、資産評価額の変動が一定の額に達した場合等*には、運用・監視委員会に報告するとともに必要に応じ対応を審議した上で文部科学大臣にも報告することとしています。

また、基本ポートフォリオの策定、検証および変更時並びに年次の資産配分方針の策定および変更時等には、ストレステスト等を実施し、市場環境の悪化に伴う資産価値下落からの回復に要する期間も考慮しつつ、運用目的が実現できないリスクを管理し、その結果を運用リスク管理委員会で確認するとともに、運用・監視委員会に報告します。

このほか、運用資産全体、資産種類や運用手法の視点から市場リスク、信用リスク、流動性リスク、オペレーショナルリスク等の各種リスクについて、リスク管理の基本的な方針やそれを踏まえた各種の枠組みを定め、それぞれのリスク特性に応じた複層的なモニタリングを通じ適切に管理しています。

* 短期的な資産評価額の変動が基本ポートフォリオの標準偏差およびその2倍の損に達した場合、資産評価額が財政融資資金の残高を下回る場合、またネットの実現損が資本金を上回る状態が生じた場合に文部科学大臣に報告がなされます。

⑤ 2023(令和5)年度リスク管理の状況

2023(令和5)年度は、世界的なインフレーションに対応した各国の金融政策の動向、ロシアによるウクライナ侵略の継続と中東情勢の悪化等、引き続き不確実性が非常に高い環境下で着実にポートフォリオ構築を継続してきた結果、実際のポートフォリオのリスク量は1年間を通して徐々に増加しています。

ただし、現在は、基本ポートフォリオ構築までの期間(運用立ち上げ期)のため、財務基盤の状況も踏まえ、許容リスクのリスク量に対しては相当程度余裕のある水準にコントロールしています。



板垣 雅(副理事、資金運用チーフリスクオフィサー(CRO)) 上記写真中央

- ・2023年4月、JST入構。それ以前は、農林中央金庫において海外を中心とする投融資業務を経験したのち統合的リスク管理およびグローバル銀行規制対応に長く従事。同金庫統合リスク管理部部長、協同住宅ローン(株)リスク管理担当常務取締役を経て、大学ファンド創設に際して総合調整を担った内閣府科学技術・イノベーション推進事務局において政策企画調査官、政策参与を務めた。
- ・北海道大学農学部卒業
- ・日本証券アナリスト協会認定アナリスト、国際公認投資アナリスト

[4] 運用評価

助成資金運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われているかについて毎年度評価を行い、運用・監視委員会に報告しています。

助成資金運用が長期的な観点から行うものであることに鑑み、運用目標の達成状況を単年度で評価するのではなく、一定期間(3年、5年、10年)の運用状況で評価することが基本とされています。

また、運用立ち上げ期においては、運用目標の達成状況だけでなく、資産構成割合の計画的な移行の状況を十分踏まえて運用の評価を行うこととされています。

2023(令和5)年度の運用評価については2024(令和6)年5月28日の運用・監視委員会で報告しました。

[5] その他運用方針

助成資金運用は、助成業務の財源を確保するためのものであるため、他事考慮(他の政策目的や施策実現のために資金を運用すること)は行いません。

また、助成資金運用が長期的な観点から行われるものであることから、株式市場や為替市場を含む市場の一時的な変動に過度にとらわれることなく、資産の長期保有および分散投資等の投資規律の遵守により、利子や配当収入を含め、長期的かつ安定的に国内外の経済全体の成長を運用益に結び付ける運用を行っています。

その際、大規模資金を運用する機関投資家であり投資行動が市場に与える影響が大きく、また、公的性格を有することから、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めることがないように十分留意しています。

[6] スチュワードシップ活動

JSTは、「アセットオーナー」として、日本版スチュワードシップ・コードにおけるスチュワードシップ責任を果たすための基本方針を定め(2022(令和4)年3月2日制定)、日本版スチュワードシップ・コードの各原則(指針を含む)を受け入れる旨を表明しました。スチュワードシップ活動原則、議決権行使原則等の詳細はJSTのWebサイト*をご参照ください。

* JSTのWebサイト(大学ファンド) <https://www.jst.go.jp/fund/>

スチュワードシップ責任を果たすための基本方針

[スチュワードシップ責任に対する考え方]

- JSTは、世界と伍する研究大学の実現に必要な研究基盤の構築への支援を長期的・安定的に行うための財源を確保すると運用目的の下、長期的な観点から適切にリスク管理を行いつつ運用目標を達成することを目指しています。
- JSTは、投資先企業の企業価値向上や投資先企業および市場全体の持続的成長を促すことによって長期的な投資リターンの拡大を図るため、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか、利益相反管理、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)、議決権の行使などのスチュワードシップ活動や運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)(以下「サステナビリティ」)を考慮した取組に積極的に取組みます。
- JSTは、長期にわたって投資リターンを獲得するために、以下のような取組み等を通じて、投資先企業および市場全体の持続的な成長に貢献していきます。
- JSTは、運用受託機関を通じて個別企業の株式に投資する形態をとっていることから、スチュワードシップ活動についても、個別企業との接触の機会が多く、企業経営に関する深い知見を有する運用受託機関がこれを行うことにより、効果的にスチュワードシップ責任を果たしていくことができると考えています。

JSTは、自らのスチュワードシップ責任を果たすため、運用受託機関の評価において、運用受託機関が実施するスチュワードシップ活動やサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)を考慮した取組についてその実施状況を把握・モニタリングし、運用受託機関と積極的に対話(エンゲージメント)を行い、運用受託機関が適切にスチュワードシップ責任を果たすことを促しています。

- JSTは、日本版スチュワードシップ・コードにおける「アセットオーナー」として、運用受託機関の評価において、運用受託機関が実施するスチュワードシップ活動やサステナビリティを考慮した取組についてその実施状況を把握・適切にモニタリングし、運用受託機関と積極的に対話(エンゲージメント)を行い、各年度の活動状況の概要を公表することを通じてJSTとして、自らのスチュワードシップ責任を果たします。

[運用受託機関の取組に関する方針]

- JSTは、運用受託機関に対して、「スチュワードシップ活動原則」及び「議決権行使原則」の遵守を求めます。ただし、運用資産の特性や運用スタイル等の個別事情に照らして実施することが適切でないと考えられる事項があれば、その「実施しない理由」の説明を求めます。
- 運用受託機関のスチュワードシップ活動(議決権を有する場合は議決権行使を含む。)の取組状況について、適切にモニタリングし、運用受託機関と積極的に対話(エンゲージメント)を行います。

「日本版スチュワードシップ・コードの各原則への対応」等はJSTのWebサイトをご参照ください。

JSTのWebサイト(大学ファンド) <https://www.jst.go.jp/fund/>

スチュワードシップ活動に関する実施内容等については、日本版スチュワードシップ・コードにおいて機関投資家に求められている以下の7原則に関する取組みを中心に「スチュワードシップ活動報告書」として取りまとめ、JSTのWebサイト*で公表しています。

* JSTのWebサイト(大学ファンド) <https://www.jst.go.jp/fund/>

- 原則1** 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- 原則2** 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- 原則3** 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
- 原則4** 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
- 原則5** 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
- 原則6** 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
- 原則7** 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

[7] 責任投資原則(PRI)への署名

JSTは、2023(令和5)年8月21日、責任投資原則(Principles for Responsible Investment、以下「PRI」)*の署名機関となりました。

PRIは、環境や社会全体に利益をもたらす持続可能な国際金融システムの達成を目指し、機関投資家等が環境(E: Environment)、社会(S: Society)、ガバナンス(G: Governance)を巡る課題を投資の意思決定プロセスに組み込むことを提唱する原則です。JSTは、大学ファンドの運用を行っており、PRIの署名機関として、ESGを考慮した取組みを適切に進めていきます。

* 国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP FI)及び国連グローバル・コンパクトと連携した投資家イニシアティブ

PRIの6つの原則

1. 私たちは、投資分析と意思決定のプロセスにESGの課題を組み込みます
2. 私たちは、活動的な所有者となり所有方針と所有習慣にESGの課題を組み入れます
3. 私たちは、投資対象の主体に対してESGの課題について適切な開示を求めます
4. 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ実行に移されるように働きかけを行います
5. 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために協働します
6. 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します

[1] 運用資産

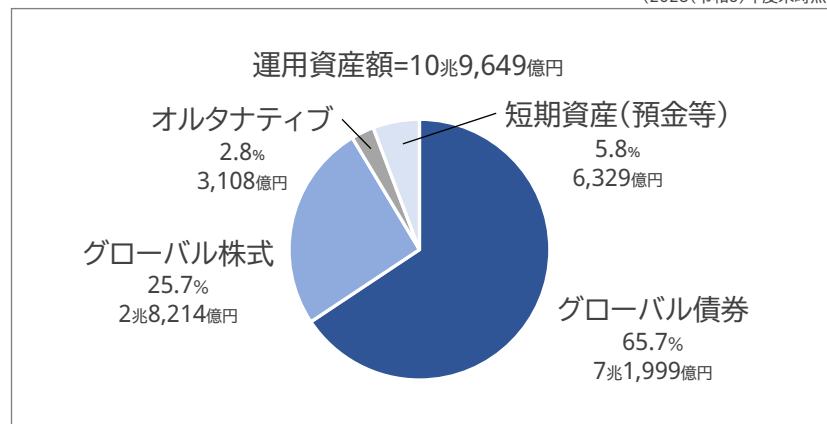
① 資産構成割合

2023(令和5)年度末の運用資産額は10兆9,649億円であり、その資産構成割合は下図のとおりです。グローバル債券が65.7%(7兆1,999億円)、グローバル株式が25.7%(2兆8,214億円)、オルタナティブが2.8%(3,108億円)、短期資産(預金等)が5.8%(6,329億円)でした。

リスク分散や中長期的収益確保の観点からオルタナティブ投資を戦略的に推進しています。2023(令和5)年度は、前年度から開始している「プライベート・エクイティ/プライベート・デット」に加え、「不動産」及び「インフラストラクチャー」分野への投資を開始しました。

〔資産構成割合〕

(2023(令和5)年度末時点)



② 運用手法別の運用資産額

2023(令和5)年度末の運用手法別の資産構成割合は下表のとおりです。グローバル債券のパッシブ運用が10.8%(1兆1,878億円)、同アクティブ運用が5.0%(5,462億円)、同自家運用が49.9%(5兆4,659億円)、グローバル株式(パッシブ運用)が25.7%(2兆8,214億円)、オルタナティブ(アクティブ運用)が2.8%(3,108億円)でした。

〔運用手法別の運用資産額〕

(2023(令和5)年度末時点、単位:億円)

資産・運用手法		時価総額	構成割合
資産全体		109,649	100.0%
グローバル債券*1	パッシブ運用*2	11,878	10.8%
	アクティブ運用	5,462	5.0%
	自家運用*3	54,659	49.9%
グローバル株式*1	パッシブ運用*2	28,214	25.7%
オルタナティブ	アクティブ運用	3,108	2.8%
短期資産(預金等)		6,329	5.8%

*1 グローバル債券およびグローバル株式はそれぞれ国内債券および国内株式を含みます。

*2 グローバル債券とグローバル株式の「パッシブ運用」はETFを含みます。

*3 資産特性・効率性を考慮し、一定の流動性を確保する観点等から資産管理機関を通して自ら行っている運用。

資産構成割合について

現在の資産構成割合は、グローバル債券の比率が高い構成になっています。オルタナティブ投資には相応の時間がかかることに加え、運用元本の約9割が財政融資資金からの借入れであり、自己資本比率が低い財務構造であることから、財政融資資金の償還や国際卓越研究大学等への長期的・安定的な助成に影響が出ないよう、リスクを低めにコントロールしたためです。

③ 国・地域別の運用資産額

2023(令和5)年度末における運用資産額の時価総額上位15カ国・地域は下表のとおりです。

〔国・地域別の運用資産額(時価総額順)〕

(2023(令和5)年度末時点、単位:億円)

順位	国・地域名	時価総額	資産別 ^{*1}	
			グローバル債券	グローバル株式
1	アメリカ合衆国	58,244	43,891	14,353
2	日本国	17,500	8,870	8,630
3	フランス共和国	6,553	5,958	595
4	オーストラリア連邦	4,169	3,788	381
5	スペイン王国	3,811	3,673	138
6	カナダ	3,101	2,458	644
7	英国 ^{*2}	1,898	1,177	721
8	ドイツ連邦共和国	1,612	1,149	463
9	欧州連合	1,157	1,157	0
10	スイス連邦	671	98	573
11	オランダ王国	503	110	393
12	アイルランド	502	141	362
13	オーストリア共和国	210	201	10
14	デンマーク王国	208	14	195
15	イタリア共和国	188	81	107

^{*1} 集計対象の資産はグローバル債券、グローバル株式。オルタナティブは運用開始間もないため対象外。
原則、グローバル債券は主に発行国又は発行体の所在地、グローバル株式は主に発行体の所在地を基準として集計しています。

^{*2} 英国＝グレートブリテンおよび北アイルランド連合王国

④ 各資産への配分・回収額

2023(令和5)年度の各資産への配分・回収額(配分額から回収額を引いた額)は下表のとおりです。グローバル債券が1兆3,069億円、グローバル株式が4,008億円、オルタナティブが2,170億円でした。

現在は運用立ち上げ期であり、2023(令和5)年度は昨年度に続いて各資産を段階的に購入しました。そのため、各資産への配分が主な資金の流れとなり、配分・回収額は全ての資産でプラスの値となりました。

〔各資産への配分・回収額〕

(2023(令和5)年度、単位:億円)

資産 ^{*1}	配分・回収額 ^{*2}
グローバル債券	13,069
グローバル株式	4,008
オルタナティブ	2,170

^{*1} 短期資産(預金等)は対象外。

^{*2} 各資産への配分・回収額は、配分額から回収額を引いた額で、各資産の購入・売却等による年度内の増減額(簿価ベース)を表します。

⑤ 保有銘柄

2023(令和5)年度末における保有銘柄のうち、資産別の時価総額上位の銘柄名等は下表のとおりです。(2023(令和5)年度末時点、単位:億円)

〔グローバル債券(時価総額上位20位)〕

順位	銘柄名	時価総額
1	UNITED STATES TREASURY 4% 20421115	4,727
2	UNITED STATES TREASURY 3.25% 20420515	2,221
3	FRANCE, REPUBLIC OF (GOVERNMENT) 0% 20320525	2,106
4	UNITED STATES TREASURY 3.875% 20430215	1,807
5	UNITED STATES TREASURY 3.5% 20330215	1,800
6	AUSTRALIA, COMMONWEALTH OF (GOVERNMENT) 1.25% 20320521	1,784
7	UNITED STATES TREASURY 1.875% 20320215	1,744
8	UNITED STATES TREASURY 2.875% 20320515	1,697
9	UNITED STATES TREASURY 3.375% 20420815	1,577
10	JAPAN (GOVERNMENT) 0.2% 20280320	1,271
11	UNITED STATES TREASURY 3.375% 20330515	1,135
12	UNITED STATES TREASURY 2.375% 20420215	1,131
13	FRANCE, REPUBLIC OF (GOVERNMENT) 3% 20330525	1,127
14	UNITED STATES TREASURY 4.25% 20310228	1,127
15	UNITED STATES TREASURY 4.5% 20331115	1,117
16	JAPAN (GOVERNMENT) 0.1% 20270920	1,095
17	CANADA HOUSING TRUST NO 1 3.55% 20320915	1,083
18	GOVERNMENT NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION 4.500% 20520901	1,061
19	GOVERNMENT NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION 4.500% 20521001	973
20	GOVERNMENT NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION 5.000% 20520801	971

〔グローバル株式(時価総額上位20位)〕

順位	銘柄名*	時価総額
1	MICROSOFT CORPORATION	951
2	APPLE INC	805
3	NVIDIA CORPORATION	714
4	AMAZON COM INC	536
5	トヨタ自動車	425
6	META PLATFORMS INC-A	345
7	ALPHABET INC-CL A	286
8	ALPHABET INC-CL C	251
9	ELI LILLY AND COMPANY	201
10	東京エレクトロン	194
11	BROADCOM INC	189
12	JPMORGAN CHASE & CO	185
13	三菱UFJフィナンシャル・グループ	185
14	BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B	177
15	ソニーグループ	174
16	TESLA INC	161
17	日本ビルファンド投資法人 投資証券	150
18	EXXON MOBIL CORPORATION	149
19	UNITEDHEALTH GROUP INC	146
20	キーエンス	142

* グローバル株式は運用受託機関との投資一任契約等を通じて間接的に保有しています。

〔オルタナティブ(時価総額順)〕

順位	分野	ファンド名*1	時価総額*2
1	プライベート・エクイティ/プライベート・デット	400025535 JUNI Trust M (USD)	770
2	プライベート・エクイティ/プライベート・デット	400025528 JUNI Trust S (USD)	560
3	プライベート・エクイティ/プライベート・デット	400025530 JUNI Trust N (USD)	559
4	インフラストラクチャー	400025544 Universitas Trust T (USD)	378
5	プライベート・エクイティ/プライベート・デット	400025529 JUNI Trust S (EUR)	227
6	プライベート・エクイティ/プライベート・デット	400025531 JUNI Trust N (EUR)	158
7	プライベート・エクイティ/プライベート・デット	400025549 JUNI Trust Nm (USD)	106
8	不動産	400025541 Universitas Trust Ao (EUR)	104
9	不動産	400025539 Universitas Trust U (EUR)	102
10	インフラストラクチャー	400025545 Universitas Trust T (EUR)	99
11	プライベート・エクイティ/プライベート・デット	400025560 JUNI Trust R (USD)	78
12	インフラストラクチャー	400025543 Universitas Trust Nm (EUR)	56
13	プライベート・エクイティ/プライベート・デット	400025527 JUNI Trust S (JPY)	54
14	不動産	400025538 Universitas Trust U (USD)	48
15	インフラストラクチャー	400025542 Universitas Trust Nm (USD)	25
16	不動産	400025540 Universitas Trust Ao (USD)	0.4

*1 2023(令和5)年度に運用実績のある特定金銭信託口座を掲載しています。

*2 特定金銭信託口座内の現預金等を含みます。

2023(令和5)年度末におけるオルタナティブ
のコミットメント額は下表のとおりです。

＜参考:オルタナティブのコミットメント額＞

(2023(令和5)年度末時点、単位:億円)

分野	コミットメント額*
プライベート・エクイティ/ プライベート・デット	8,743
不動産	1,708
インフラストラクチャー	1,246

* 各運用受託機関に対する委託金額の合計。

[2] 収益率・収益額

① 2023(令和5)年度の収益率・収益額

助成資金運用の収益率は10.0%、収益額は9,934億円となりました。その内訳は下表のとおりです。外国債券等の購入にあたり為替変動リスクを回避するため、一部の為替取引においてヘッジ取引を実施しました。ヘッジしたことによる損益は、グローバル債券に反映させています。

[収益率]		[収益額]	
(2023(令和5)年度)		(2023(令和5)年度)	
資産	収益率*1	資産	収益額*1
資産全体	10.0 %	資産全体	9,934 億円
グローバル債券*2,*3	2.5 %	グローバル債券*2,*3	1,902 億円
グローバル株式*3	39.7 %	グローバル株式*3	7,749 億円
オルタナティブ	19.3 %	オルタナティブ	283 億円

*1 収益率は時間加重収益率(運用手数料等控除前)です。
 *2 グローバル債券は短期資産(預金等)を含みます。
 *3 グローバル債券およびグローバル株式はそれぞれ国内債券および国内株式を含みます。

*1 収益額は総合収益額(運用手数料等控除前)です。
 *2 グローバル債券は短期資産(預金等)を含みます。
 *3 グローバル債券およびグローバル株式はそれぞれ国内債券および国内株式を含みます。

上記の収益率および収益額となった主な要因は、マイナス要因はグローバル債券の資産価格の下落、プラス要因はグローバル株式の資産価格の上昇および為替の寄与となります。

リスクのコントロールのために、外貨建て資産の取得に伴う為替リスクの一部について、為替予約取引等を活用してヘッジを行いました。このため、為替リスクを全くヘッジしなかった場合と比較し、円安局面における為替のプラス効果が一部相殺される結果となりました。

② 運用手数料等およびインカムゲイン

運用手数料等*は147億円であったため、運用手数料等控除後の収益率は9.8%となりました。また、2023(令和5)年度のインカムゲイン(資産全体)は2,561億円でした。

* 運用手数料等は、運用手数料のほか業務費や一般管理費、財政融資資金の支払利息等を含んでいます。

レファレンス・ポートフォリオとの関係

2023(令和5)年度は運用立ち上げ期であり、また自己資本比率が低い財務構造であることから、ダウンサイドリスクに留意し、レファレンス・ポートフォリオと比較して保守的なポートフォリオの構築を心がけました。その結果、助成資金運用の収益率はレファレンス・ポートフォリオの収益率よりも抑制されました。

<参考:レファレンス・ポートフォリオの収益率>

(2023(令和5)年度)	
	収益率
円建て	30.4%
円ヘッジ	10.5%

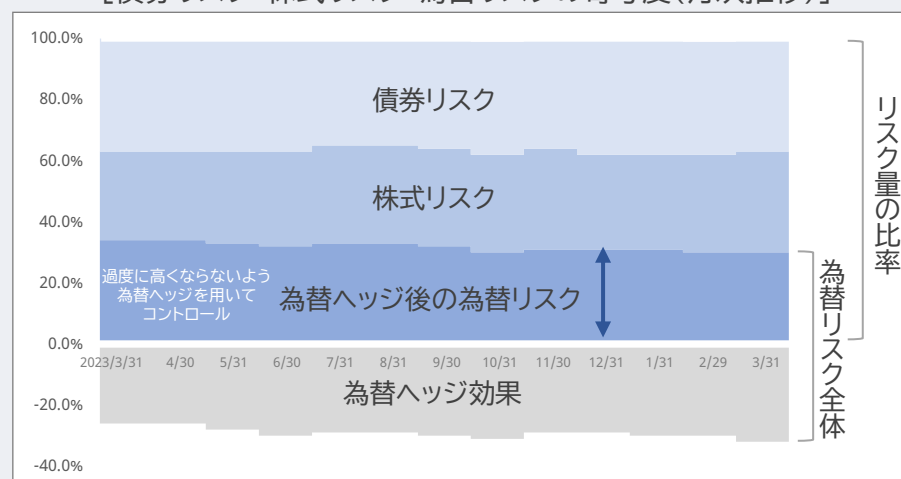
円建て: 以下の2つの指数のパフォーマンスをそれぞれ65:35で合成。
 ①MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス(円ベース、配当込み)
 ②FTSE世界国債インデックス(円ベース)

円ヘッジ: 以下の2つの指数のパフォーマンスをそれぞれ65:35で合成。
 ①MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス(円ベース、配当込み。ただし円ヘッジ)
 ②FTSE世界国債インデックス(円ベース。ただし円ヘッジ)

運用立ち上げ期における為替リスクおよびヘッジの考え方

2021(令和3)年度の運用開始時より、外貨建て資産の取得に伴う為替リスクの一部について、為替予約取引等を活用してヘッジを行っています。運用立ち上げ期においては、全体のリスクバランスを考慮し、個別のリスクが過度に高くないようにリスクをコントロールしています。

[債券リスク・株式リスク・為替リスクの寄与度(月次推移)]



※ リスクファクター(債券リスク・株式リスク・為替ヘッジ後の為替リスク)のリスク量の合計を100とした場合の各ファクターのリスク量の比率。

外貨建て資産の通貨別ヘッジ比率

外貨建て資産全体に対する為替のヘッジ比率は2023(令和5)年度末時点で49.1%でした。通貨別の時価総額およびヘッジ相当額、ヘッジ比率は以下のとおりです。

[外貨建て資産の通貨別ヘッジ比率]

(2023(令和5)年度末時点、単位:億円)

	時価総額	ヘッジ相当額	ヘッジ比率*
米ドル	65,827	-31,378	47.7%
ユーロ	14,385	-9,902	68.8%
その他	8,787	-2,439	27.8%
合計	88,999	-43,718	49.1%

* ヘッジ比率はヘッジ相当額÷時価総額

③ 当期純利益および保有資産の時価評価による評価差額

2023(令和5)年度の損益計算書上の「当期純利益」は1,167億円、保有資産の時価評価による評価差額(貸借対照表上の「その他有価証券評価差額金」)は7,361億円となりました。

これらの数値は、2024(令和6)年6月末に文部科学大臣へ提出した2023(令和5)年度財務諸表^{*1}における損益計算書および貸借対照表から一部抜粋したものです。本業務概況書の公開時点では、財務諸表は文部科学大臣の承認前のため、財務諸表の確定値は上述の値と異なる場合があります。財務諸表は文部科学大臣の承認が得られ次第、別途JSTのWebサイト^{*2}にて公開いたします。

^{*1} 財務諸表については、独立行政法人通則法および国立研究開発法人科学技術振興機構法に則り、監事および会計監査人の監査を受けた後、文部科学大臣の承認を得るプロセスとなっています。

^{*2} JSTのWebサイト(財務諸表) <https://www.jst.go.jp/announce/zaimu/zaimu.html>

資金運用の収益額と財務諸表上の当期純利益との関係

大学ファンドの会計において、利子や配当収入、保有資産の売却による実現損益等は損益計算書上の「当期純利益」(又は「当期純損失」)に計上され、保有資産の評価差損益は貸借対照表上の「その他有価証券評価差額金」に計上されます。これら財務諸表の金額と、資金運用の結果である収益額(=総合収益額)との関係は以下のとおりです。

収益額(=総合収益額) — 運用手数料等
 =「当期純利益」 + 当期の評価差額金変動額(当期末の「その他有価証券評価差額金」 — 前期末の「その他有価証券評価差額金」)

なお、独立行政法人会計における最終的な利益は、「当期純利益」に所定の項目(目的積立金取崩額等)を加減した「当期総利益」が相当しますが、ここでは企業会計において最終的な利益を示す「当期純利益」に合わせて、「当期総利益」ではなく「当期純利益」と表記しています。

④ 国際卓越研究大学等への助成について

大学ファンドは、世界最高水準の研究大学の実現に向け、必要となる支援(助成業務)を長期的・安定的に行うための財源を確保することを目的としています。

国際卓越研究大学等への助成財源となる額は、損益計算書上の当期純利益(1,167億円)に前年度の利益剰余金(681億円)を加えた額から、大学ファンドの財務状況等を踏まえ、別途決定されます。

なお、毎年度の助成総額は、助成の基本方針^{*1}に基づき、助成財源の範囲内で、関係府省が参加する会議体において、大学ファンドの運用益の状況や財務の健全性確保を考慮しつつ決定することとなっています。また、「毎年度の支援額を運用益で賄えない場合に備え、3,000億円×2年分のバッファを確保すること」とされています。このため、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ます。

国際卓越研究大学等への助成制度について、詳しくは、文部科学省のWebサイト^{*2}をご参照ください。

^{*1} 正式名称「国際卓越研究大学の研究及び研究成果の活用のための体制の強化の推進に関する基本的な方針(2022(令和4)年11月15日決定)」

^{*2} 文部科学省のWebサイト https://www.mext.go.jp/a_menu/kagaku/daigakukenkyuryoku/

[3] 運用受託機関等

① 運用受託機関別の運用資産額

2023(令和5)年度末における運用受託機関別の運用資産額は下表のとおりです。

[運用受託機関別の運用資産額]

(2023(令和5)年度末時点、単位:億円)

資産	運用受託機関名 ^{*1}	時価総額
グローバル債券 ^{*2}	アセットマネジメントOne	1,413
	インベスコ・アセット・マネジメント	913
	JPモルガン・アセット・マネジメント	603
	ニューバーガー・バーマン	923
	PGIMジャパン	613
	マニユライフ・インベストメント・マネジメント	498
	明治安田アセットマネジメント	498
	自家運用 ^{*3}	66,537
グローバル株式	野村アセットマネジメント	491
	ブラックロック・ジャパン	12,554
	三井住友信託銀行	1,435
	三菱UFJ信託銀行	12,531
	自家運用 ^{*3}	1,203
オルタナティブ	アセットマネジメントOne	102
	東京海上アセットマネジメント	477
	ニューバーガー・バーマン	718
	野村アセットマネジメント	187
	三井住友信託銀行	675
	三菱UFJ信託銀行	770
	UBSアセット・マネジメント	111
	りそな銀行	69
短期資産(預金等)		6,329

② 運用手数料額・運用手数料率

2023(令和5)年度における資産別の運用手数料額と運用手数料率は下表のとおりです。

[運用手数料額・運用手数料率]

(2023(令和5)年度、単位:百万円)

資産	運用手数料額	運用手数料率 [*]
資産全体	985	0.010%
グローバル債券	526	0.007%
グローバル株式	110	0.004%
オルタナティブ	349	0.051%

※ 運用手数料率は、運用手数料額を時価の平均残高で除した割合です。ただし、オルタナティブはコミットメント額(各運用受託機関に対する委託金額の合計)等、投資顧問料の算定方法に基づいた金額で除しています。

③ 資産管理機関名

2023(令和5)年度の資産管理機関は下表のとおりです。

[資産管理機関]

(2023(令和5)年度)

	資産管理機関名 [*]
資産管理	三井住友信託銀行
	三菱UFJ信託銀行

※ 資産管理機関名の並びは五十音順です。

※1 各資産内の運用受託機関名の並びは五十音順です。

※2 投資信託の運用者を含みます。

※3 グローバル債券の自家運用は一部ETFを含みます。グローバル株式の自家運用はETFです。

[4] その他

①運用元本について

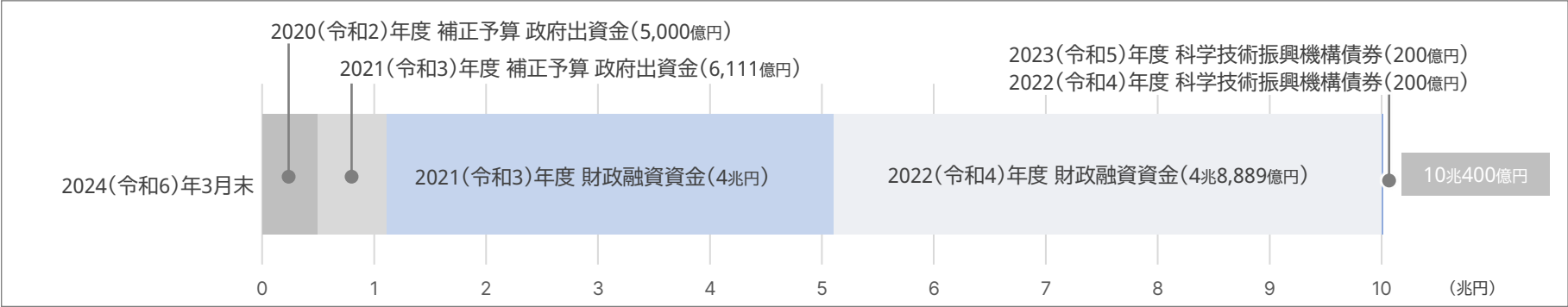
大学ファンドは政府出資金、財政融資資金が主な運用元本となっています。2021(令和3)年度までに約5.1兆円(政府出資金＝約1.1兆円、財政融資資金＝4兆円)、2022(令和4)年度に約4.9兆円(財政融資資金)、合計10兆円が措置されました。

② 2023(令和5)年度の資金調達について

2023(令和5)年度においては、財源確保の拡大を目的に、国立研究開発法人科学技術振興機構法第33条に基づき、昨年度に続き、科学技術振興機構債券を発行しました(発行日＝2024(令和6)年2月20日、発行額＝200億円)。詳細はJSTのWebサイト*をご参照ください。

* JSTのWebサイト(科学技術振興機構債券) <https://www.jst.go.jp/all/about/bond/index.html>

[資金調達の状況]



財政融資資金は、期間40年(うち据置期間20年)の長期借入で2041(令和23)年度以降、順次償還していきます。

財政融資資金の償還確実性の担保の観点から、償還期には過去の大きな市場変動にも耐えられる水準の安定的な財務基盤の形成を目指すこととしています。

また、財政融資資金の借入状況は右表のとおりです。借入利率は、財務省より毎月公表される財政融資資金貸付金利が適用され、5年経過ごとに見直されます。

[財政融資資金の借入状況]

借入月	借入額	利率
2022(令和4)年 3月	40,000 億円	0.05 %
2022(令和4)年10月	8,000 億円	0.09 %
2022(令和4)年11月	8,000 億円	0.20 %
2022(令和4)年12月	8,000 億円	0.08 %
2023(令和5)年 1月	8,000 億円	0.30 %
2023(令和5)年 2月	8,000 億円	0.20 %
2023(令和5)年 3月	8,889 億円	0.30 %
合計	88,889 億円	

③ 情報発信

JSTは、世界の経済や政策の動向を展望するのに資する分析・見解をレポート「経済を読む眼」としてまとめ、JSTのWebサイト*で公表しています。2023(令和5)年度は以下の14回分を公表しました。

* JSTのWebサイト(大学ファンド) <https://www.jst.go.jp/fund/>

〔経済を読む眼(タイトル)〕

第8回	「Fedが許容できる雇用のスラックはどの程度か？」 (2023(令和5)年4月14日公開)
第9回	「今回の米銀行危機を加速させた量的緩和・引き締め:日本への含意」 (2023(令和5)年4月27日公開)
第10回	「FedとECBはインフレ抑制と金融システム安定のジレンマに直面」 (2023(令和5)年5月25日公開)
第11回	「日本のCPIは本当に減速するのか?—見誤った米国との比較」 (2023(令和5)年6月7日公開)
第12回	「ニューヨーク、ワシントン出張の印象記」 (2023(令和5)年7月4日公開)
第13回	「日本銀行のイールドカーブ・コントロール修正・撤廃の課題と展望」 (2023(令和5)年7月21日公開)
第14回	「米国のソフトランディングシナリオ実現の難しさ」 (2023(令和5)年8月25日公開)
第15回	「米国のベバレッジ曲線からみたソフトランディングの可能性」 (2023(令和5)年9月20日公開)
第16回	「米国のr*はやはり上昇している」 (2023(令和5)年10月23日公開)
第17回	「日銀のYCC・マイナス金利政策解除後の金利を展望」 (2023(令和5)年11月24日公開)
第18回	「米国・カナダ出張の印象記」 (2023(令和5)年12月18日公開)
第19回	「米国で失業率の上昇を伴わないインフレの収束は達成できるか?」 (2024(令和6)年1月29日公開)
第20回	「日本のインフレ率はゼロよりもプラスが望ましい積極的な理由」 (2024(令和6)年2月29日公開)
第21回	「日銀が仮にbehind-the-curve姿勢を長く続ける場合の副作用」 (2024(令和6)年3月26日公開)

〔経済を読む眼(イメージ)〕



国立研究開発法人
科学技術振興機構
Japan Science and Technology Agency

経済を読む眼

日銀が仮に behind-the-curve 姿勢を長く続ける場合の副作用¹

2024年3月26日
JST 資金運用本部
チーフエコノミスト 齋藤博史
上席運用専門員 丸山泰斗
エコノミスト 関東享佑

要旨

1. 日銀は、3月会合でイールドカーブ・コントロールの枠組みとマイナス金利政策を撤廃した。日本経済は今後、2%以上のインフレが暫く続くと共に、年央以降に実質賃金がプラスに転じ、成長を持続すると展望される。同時に、日銀は当面、緩やかな金融環境を続ける姿勢を明示している。しかし、金利に実効下限制約がある中で金融緩和を前借りしてきたにも拘らず、政策正常化のスピードを極端に遅くすると、前借りを返せない。
2. 実際、様々な政策ルールで政策金利の現状をみると、日銀の金融政策はかなりの behind-the-curve になっており、日銀が緩和環境を長く継続するのであれば、この状況が長く続くことが含意される。
3. 日銀が仮に behind-the-curve の姿勢を長く続ける場合、日本では高圧経済が続くことになり、インフレ率が上振れても日銀が対処できるのかもしれないが、資産価格がバブル的に上昇するリスクは否めない。
4. さらに、米国で大幅な利下げまでは見込まれない一方、日本で正常化のスピードが相当遅くなると、円安に歯止めがかからないリスクもある。経済が完全雇用状態に至っても円安が続く場合、交易条件の悪化が消費を抑制するリスクがある。
5. 金利が存在する経済を数十年にもわたって経験していない日本企業の金利感応度には不確実性があるだけに、日銀が政策正常化を慎重に行うことは理解できる。しかし、それでも、世界経済にショックが来ないという想定の下では、ある程度コンスタントに、最終的には少なくとも1%を相応に超える水準まで利上げを行うことが適切であろう。
6. 日銀もイールドカーブ・コントロールの枠組みとマイナス金利政策の撤廃時に金利の過剰反応を防いだ後は、徐々にそうした姿勢に転換していくと想定されよう。

¹ 本稿は、2024年3月22日現在のデータに基づいている。

1 / 12

国立研究開発法人科学技術振興機構 2023年度 業務概況書

国立研究開発法人科学技術振興機構は、国立研究開発法人科学技術振興機構に関する省令第37条に基づき、2023(令和5)年度における助成資金運用の運用状況等に関する業務概況書を作成しましたので、公表します。

国立研究開発法人科学技術振興機構(JST)
資金運用本部運用調整室

〒102-8666
東京都千代田区四番町5-3
URL <https://www.jst.go.jp/fund/>