

2024 年 7 月 18 日

学校法人国際基督教大学
理事長特別補佐・基金担当理事
新井亮一

2023 年度の引当資産の運用実績と今後の方針

要約

（2023 年度の運用実績）

本学基金の 2023 年度の収益率は、信託帳票ベースで+24.5%、ヘッジファンド等の期ずれ調整後で+23.7%の収益率となった¹。およそ 3 割を配分している国内株式が、昨年度に引き続き好調に推移したことが大きく寄与した。また、現地通貨ベースの時価の上昇は上場株式に比較して緩やかであったものの円安が寄与した Private Equity（以下 PE）の寄与も大きかった。その他の資産も概ねプラスの寄与となり、唯一外貨配分を 30%程度に抑制するために行っていた為替ヘッジの寄与がマイナスとなった。

当年度のインフレ率は 2.7%の上昇で、インフレ率を控除した実質収益率は 21.8%となった。また、過去 10 年間の年率収益率は名目で 7.6%、インフレ率 1.1%を控除した実質年率収益率は 6.5%と、基金の目標実質収益率の 4%を超過している。

（今後の運用方針）

株式は、内外市場が堅調に推移しているが、海外上場株式には割高感が強いことから、引き続き PE 市場での運用を中心とする。国内上場株式は割高感がないため、従来同様の運用を継続する。

債券は、国内金利はインフレ率を下回っており、金利が上昇した海外もヘッジ後では魅力がなく投資は控える。代わりに Private Debt（以下 PD）等のクレジット商品及びヘッジファンドの組み入れを継続する。

為替については、悪化する貿易・サービス収支には構造問題も指摘されているが購買力平価からの乖離が大きく、引き続き外貨配分を 3 割程度に抑制するためのヘッジを維持する。

¹期ずれ調整とは、会計報告のタイミングの遅れから信託帳票上の収益率計算は 1 か月前の収益率を使っているヘッジファンド等の運用商品の収益率を当月のものに置き換えたもの。

1. 基金の概要（2024 年 3 月末）

（１）概要

簿価：454 億円

時価：697 億円

評価損益：243 億円

運用担当者：新井亮一基金担当理事、チーフ・インベストメント・オフィサー（以下 CIO）

コンサルタント：野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
フィデューシャリー・マネジメント部

意思決定：組み入れ・解約商品及びその配分は、理事会が任命した CIO が起案し、運用コンサルタントの助言を参考に財務理事が承認する。

ガバナンス：理事会の下部組織である基金委員会に年度決算及び計画を報告。原則として毎月開催される理事会に時価、収益率等の運用状況を報告。

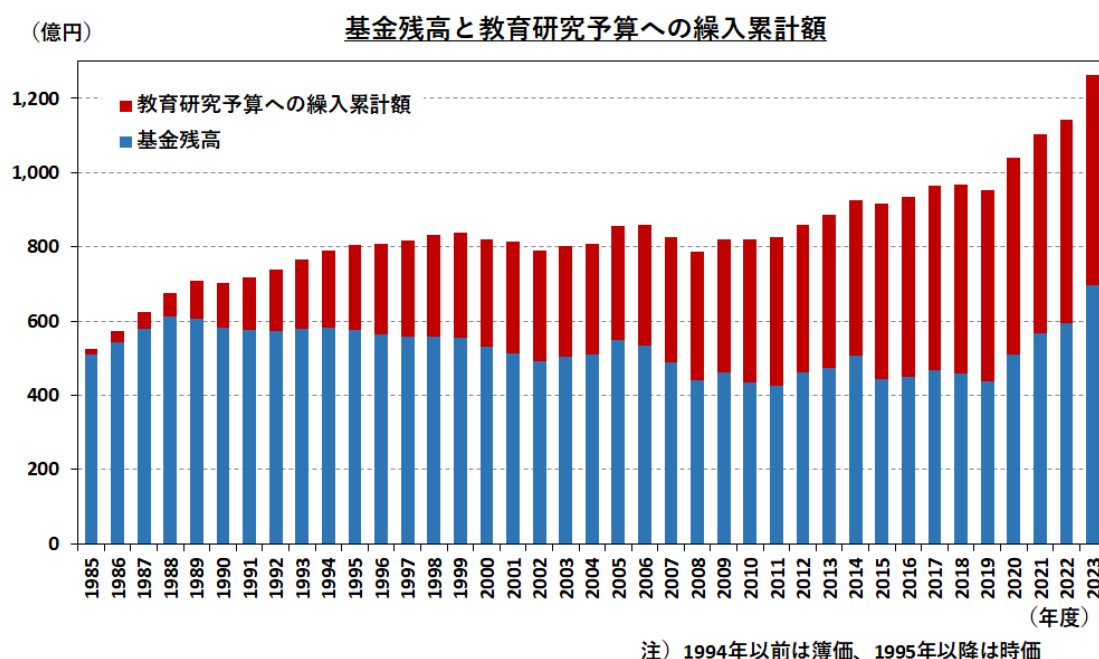
（２）財源

本学は、献学間もない時期から、将来の教育研究予算の拡充のため、寄付金を原資として株式を始めとする有価証券投資を行っている。現在 700 億円の基金の主たる財源は、1970 年代にそれまでゴルフ場（献学当初は農地）として使用していた所有地を東京都に売却した際の売却代金である（売却された土地は、現在は野川公園となっている）。この土地は、本学の理念にご賛同いただいた日本全国の多くの寄付者から頂いた寄付金を原資にして献学時に購入されていた。従って、直接的には土地の売却代金であるが、元をたどれば献学時の寄付金である。また、現在は、奨学金の支給を目的とした運用型寄付金を受け入れており、この寄付金も基金に組み込まれる。

（３）目的

本学は、教員一人当たりの学生数・生徒数が少ない少人数教育を特長としている。そのため、授業料及び補助金等の収入では教育研究経費を全て賄うことができず、大学部門では、学生一人当たり卒業までの 4 年間の平均で 200 万円ほど（学費が低く抑えられていた 80 年代は 300 万円ほど）、高校は生徒一人当たり卒業までの 3 年間で 50 万円弱の不足が発生している。基金の運用益は、この支出超過の補填に供されている。また、大学部門では経済的に恵まれない学生のため、授業料収入の 10%程度にあたる給付型奨学金を支給しているが、これも基金の運用益から拠出している。

次図は、1985 年度以降の基金残高と基金から教育研究予算への繰り入れの累計額である。1985 年度から 2023 年度までの累計で 567 億円の資金が基金から教育研究予算に充当されており、これは同期間の法人全体の収入のおよそ 17%に相当する。この間、基金の残高は概ね横ばいで維持されており、ほぼ基金の運用益の全額が教育研究予算に繰り入れられたことになる。



なお、寄付金を原資とした基金を運用し、その利益により教育研究活動を充実させるという学校法人は、国内ではあまり見られないが、海外では米国の私立大学を中心に多くの大学で採用されている。例えば、米国ハーバード大学は、約 9 兆円の運用資産を保有し、その運用益から年間約 3,700 億円の資金を教育研究に充当している。総事業収入の約 40%を基金の運用益が占めている²。

² “Harvard University Financial Report Fiscal Year 2023”

2. 運用の基本方針

(1) 資産配分

① 目標資産配分策定の基本的な考え方

資産運用における資産配分の決定においては、一般に、いわゆる平均・分散アプローチが採用される。これは、内外株式・債券等の資産別の期待収益率、リスク（月次収益率の標準偏差）、資産間の相関係数を元に、月次収益率の標準偏差で定義される基金のリスク許容度を制約条件として、期待収益率を最大化する資産配分を求めるものである。この月次という短期的な基金の時価変動の抑制を制約条件とする運用は、例えば年金基金等においては、母体企業の信用リスクの軽減、ステークホルダーである年金受給者、負債の借入先、株主の視点からも合理的である。

一方、本学は、保有有価証券の評価差益も考慮した時価ベースの自己資本比率が80%を超え、また、純資産も投資家からの出資ではなく、主に本学の教育理念に賛同した寄付者からの献学時から寄付金により形成されている。従って、基金運用において、短期的な資産の時価変動リスクの抑制の優先度は低い。

代わってリスク管理の基準となるのが、長期的な元本棄損リスクである。一般に、短期に価格下落リスクがある有価証券も、長期で保有する限りいずれは価格の上昇・回復が見込まれ、元本割れのリスクは小さくなる。しかし、本学基金は、教育研究予算への繰り入れ資金捻出のため、定期的に一定の運用資産の取り崩しが必要であり、それに伴い保有有価証券の売却も行われる。従って、投資している証券が不測の事態により値下がりのした場合、その後の元本回復に長い期間を要すると、元本割れでの損失確定を迫られる可能性がある。特に株式は、タイミングによっては損失の回復に要する期間が非常に長くなり、売却時に損失確定が迫られる可能性がある。例えば、80年代末を起点とした日本株式の低迷は実に30年にもわたって続いた。従って、近い将来に取り崩す予定がある資金では、このような資産に投資することはできない。そこで、まず、中期財政見通しに基づき、施設整備等の非経常的な資金需要を含めて長期の資金需要、すなわち基金の取り崩しスケジュールを推計し、それに基づき基金の資産を以下の3つの資産区分に分類した上で、それぞれに適合する金融商品を当てはめることにより資産配分を決定する。

短期資産：5年以内に取り崩される資金

中期資産：6年後から10年後以内に取り崩される資金

長期資産：10年以上取り崩しの予定がない資金

現時点での中期財政見通しでは、今後5年以内に教育研究予算に繰り入れる予定の短期資金が約20%、6年後から10年以内に教育研究予算に繰り入れる予定の中期資金

が約 20%としている。従って、目標資産配分は、短期資産の下限が 20%、中期資産も目標が 20%、長期資産の上限が 60%となる。

なお、投資する運用商品については、「金融危機やバブル崩壊などの最悪の事態が発生した場合に」時価の回復に必要となる期間（Drawdown Recovery Period, 以下 DRP）を算定し、参考にする。DRP は、過去の値動き、金利水準、株価評価（企業業績との相対評価）等を参考に、投資する商品毎に決定される。この商品別の評価を基礎として、実際の資産配分では、投資する運用商品と基金の取り崩しスケジュールを合わせ、短期資産は DRP が 5 年以内、中期資産は DRP が 6 年から 10 年、長期資産は DRP が 10 年以上の運用商品に投資する。

② 個別資産の評価

株式を中心としたリスク資産は、価格変動が大きく、低迷が超長期にわたることもあることから、その割安度・割高度を適切に行うことが極めて重要である。例えば、2000 年の IT バブル崩壊を起点とする米国株の低迷は 10 年以上続き、1989 年末を起点とする日本株の低迷は実に 30 年以上を要した。資産運用の一般的理論では、リスク資産は短期では値下がりリスクがあるが、長期に継続保有すれば利益を出せると言われるが、本学基金のような長期運用においてですら許容できないほどのリスクが発生する可能性もある。しかし、そのようなリスクが発生している状態、すなわち株価が本来あるべき水準から大きく上方に乖離した状態は、2000 年の米国の IT バブル、1989 年の日本株のバブルを思い起こしても、むしろ専門家のみならずメディアも含めほとんど全ての市場参加者が強気になっていたことからもたらされている。従って、各資産の評価においては、市場のコンセンサスや短期的な見通しに惑わされることなく、長期的な視点からの冷静に評価することが極めて重要である。

③ 運用商品の資産区分

商品別の資産区分は、以下のとおりである。

	短期資産	中期資産	長期資産
資産配分目標	概ね 5 年以内に教育研究予算へ繰り入れ相当額以上	概ね 6 年目以降から 10 年目以内に教育研究予算へ繰り入れ相当額。なお、短期資産の配分目標が優先する	10 年目以降に教育研究予算へ繰り入れ相当額以下
組入れ対象となる商品のリスク特性 ^(注)	市場環境が悪化した場合でも概ね 5 年以内に投資元本の回復が見込める商品	市場環境が悪化した場合でも概ね 10 年以内に投資元本の回復が見込める商品	市場環境によっては、元本の回復に 10 年以上かかる可能性がある商品
対象となる商品例	低リスク・ヘッジファンド HF（株式マーケット・ニュートラル MN、債券レラティブ・バリュー RV、その他ベータ非依存型ヘッジファンド HF）、低リスクマルチアセット、運用期間が 5 年未満の各種 Private 戦略等	中リスク・ヘッジファンド HF（株式ロング・ショート LS、マクロヘッジ HF、企業合併裁定）、内外債券、マルチアセット、私募・上場 REIT、上場 REIT、不動産、低格付けハイ・イールド社債、インフラ航空機リース、各種クレジット戦略、運用期間が 10 年未満の各種 Private 戦略	内外株式（アクティブ及びパッシブ、新興国を含む）、Private Equity PE（Primary、Secondary、共同投資等を含む）、その他運用期間が 10 年以上の Private 戦略

注）HF：ヘッジファンド、RV：レラティブ・バリュー、MN：マーケット・ニュートラル、LS：ロング・ショート

④ 目標収益率

今後の教育研究予算への繰り入れ、施設整備計画等を勘案すると、基金全体で達成する必要がある実質収益率は、+4%である。これにインフレを考慮した名目収益率の運

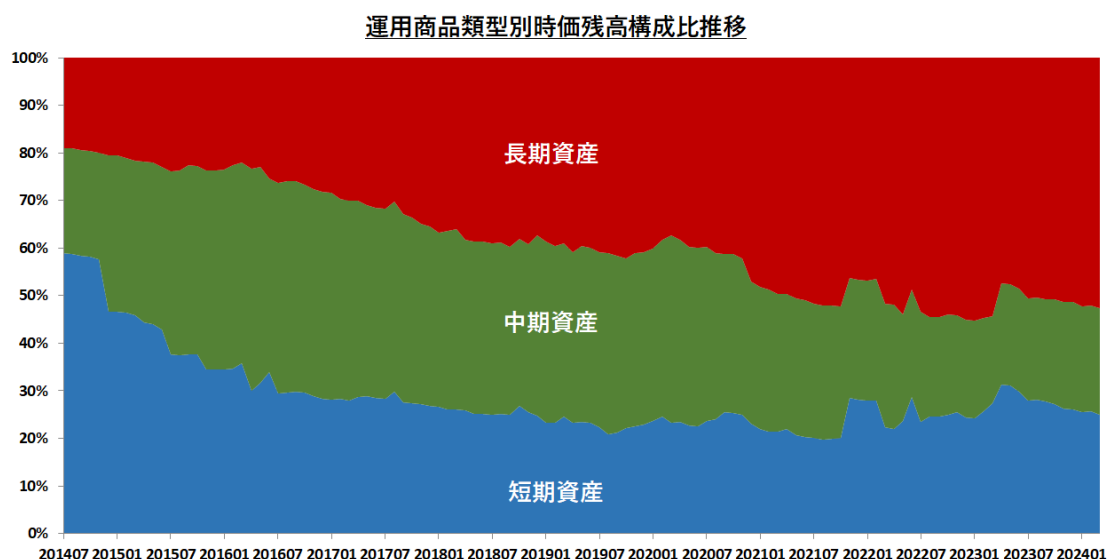
用目標は、インフレ率+4%となり、前述の資産配分の制約を満たした上で、この目標収益率を達成することとなる。なお、目標収益率を「インフレ+」としていることは、インフレに対するヘッジ（インフレになってもその分だけ基金の残高を増加させ購買力を維持する）も基金の運用目標となっていることを意味する。

（２） 個別商品の選定

基金運用の歴史が長い本学基金には、内外の運用会社から多くの商品が紹介されている。その中から、上記資産配分の方針に則り、組み入れ対象商品を選定する。選定に当たっては、CIO が、DRP の算出・推定を含む運用報酬控除後の収益率の分析、運用プロセスの検討、運用担当者との面談、運用報告体制を精査して提案し、財務担当常務理事が、外部運用コンサルタントの評価を確認して承認する。なお、個別商品の組み入れについては、以下を基本方針とする。

- 原則として、信託銀行の金銭信託による運用とし、証券会社等を通じた直接投資は行わない。その必要が生じた場合は、財務担当常務理事の承認を得る。
- 可能な限り小口の投資を行い、極力分散投資を心掛ける。
- 可能な限り相関の低い多様な商品に投資し、収益の源泉とリスクの分散を図る

大し 50%を超えているが、リスク許容度（60%以内）の範囲内となっている。

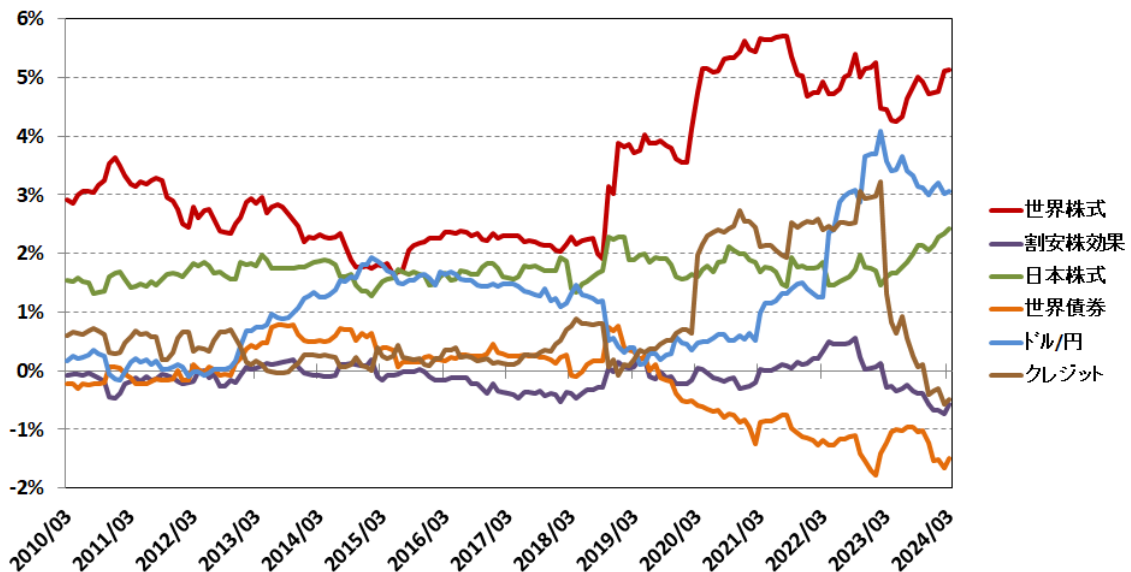


(2) ポートフォリオの特性とリスク

① ファクター感応度

基金の収益率の、株価、金利、クレジット・リスクなどとの連動度を計測することにより、基金がどのようなファクター・リスクを取っているかを知ることができる。ここでファクターとは、基金の収益率に影響する変動要因で、ここでは、世界株式 (MSCI 世界株式指数)、世界株式の中で割安株の成長株に対する超過収益率 (MSCI Value 指数と Growth 指数の収益率の差、割安株効果と言われ通常は景況感と連動する)、日本株式の世界株式に対する超過収益 (TOPIX と MSCI 世界株式指数の差)、世界債券 (World Government Bond Index)、ドル円、クレジット (米国投資適格債 ETF と中期国債 ETF の収益率) の 6 種類のファクターに対する基金の感応度を 36 か月の累計収益率で計測している。結果を次図に示す。

ファクター感応度分析(リスク標準化)(基金 期ずれ調整)

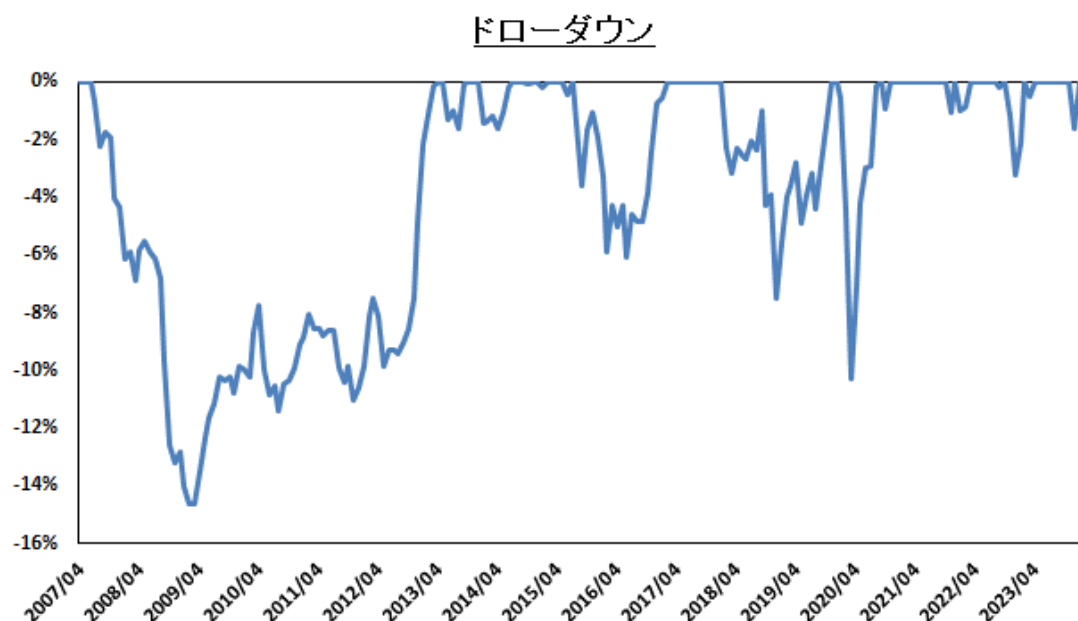


ここでの感応度は、各ファクターが 1 標準偏差だけ変動したときに基金の収益率がどの程度変動するかを表している（リスク標準化）。従って、ポートフォリオに変化が無くても、ファクターの変動率が上昇しただけで感応度が上昇する。新型コロナの発生後、株式とクレジットに対する感応度が高くなっているのは、当時の一時的な市場の混乱で両ファクターの変動率が上昇したためで、2020 年 3 月のコロナショックが 36 か月の分析期間から抜けた後は元に戻っている。

現在、感応度が一番高いのは世界株式である。2014 年度以降、基金の収益率向上を目的に徐々に株式の比率を引き上げてきたことに伴い、株式市場に対する感応度が上昇してきたが、ここ数年は高水準で横ばいとなっている。それでも、株式市場の変動は基金の最大のリスク要因であり、現状では 5%弱、すなわち、世界株式の 1 標準偏差の変動（昨年度末時点でおおよそ 16%）が基金の運用利回りに 5%程度の変化をもたらす水準となっている。次に感応度が高いのはドル円である。これは、基金のおおよそ 3 割が外貨建てであることが影響している。ただし、2022 年度から外貨建て資産の比率を 30%程度に抑制するため為替ヘッジを開始したことから感応度は低下傾向にある。また、株価上昇に伴い基金での比率も上昇している日本株式に対する感応度も上昇傾向となっている。なお、PE は株式であることは変わりなく、上場株と本質的なリスクの差は小さいと考えられるが、その価格は、クローズドエンド型商品の特性から四半期毎にしか変動せず、その変動率も上場株に比較して極めて小さい。従って、PE に約 3 割を投資している本学基金の場合、株式ファクター由来のリスクが過小評価されている可能性がある。

② ドローダウン

次図に 2007 年度以降の基金のドローダウンの推移を示す。最大ドローダウンは、2007 年 7 月から金融危機を挟み、2013 年 3 月までの 69 か月であった。また、最大損失率は約 15%である。その後は、コロナ発生直後に比較的大きな損失が発生したものの、短期に収束している。

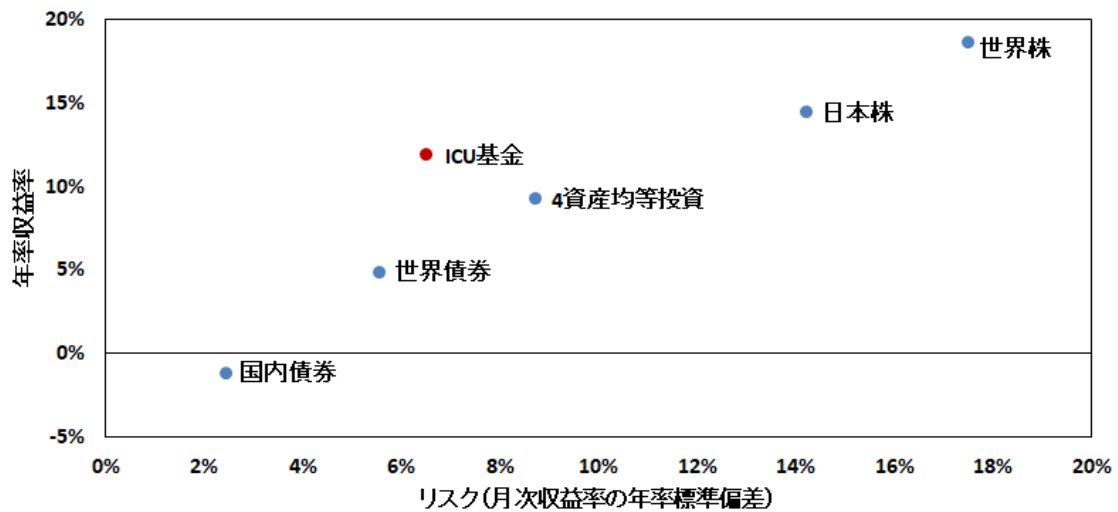


因みに金融危機時は、2009 年 3 月までの累計で、世界株式が 46%、日本株式が 60%の下落を記録するなど厳しい市場環境となっていたが、現在のポートフォリオで同様の事態が発生した場合の損失率は、前述のファクター感応度からの推計で 14%程度になるものと推計される。基金のポートフォリオは、金融危機時に比較してリスク資産の比率が高まっているにもかかわらず、当時と同様の損失率に留まると推計されるのは、時価評価の変動が小さい PE、PD 等のクローズエンドのファンドの組み入れが高まっていることによる。

③ 月次収益率の標準偏差

前述の通り、本学基金は一般の年金運用等に用いられる所謂平均・分散アプローチは採用していないが、次図に主要 4 資産とその 4 資産に均等投資した仮想ポートフォリオ、及び本学基金の過去 5 年間の月次収益率の標準偏差をリスク指標としたリターンとリスクを示す。この期間は、高まるインフレ懸念が相場の大きなテーマとなっていたため株式と債券の逆相関が消滅し、本来は高い分散効果が期待できるはずの 4 資産均等投資ポートフォリオのリスク低減効果が小さかった。その中で本学基金の位置は 4 資産均等投資に比較してリスクが 2.2%下回るものの逆にリターンは 2.6%高くなっており投資効率が高くなっている。ただし、これも時価変動が小さいクローズエンド商品の配分の影響も大きいと考えられる。

過去5年間のリスクとリターン(2023年3月現在)



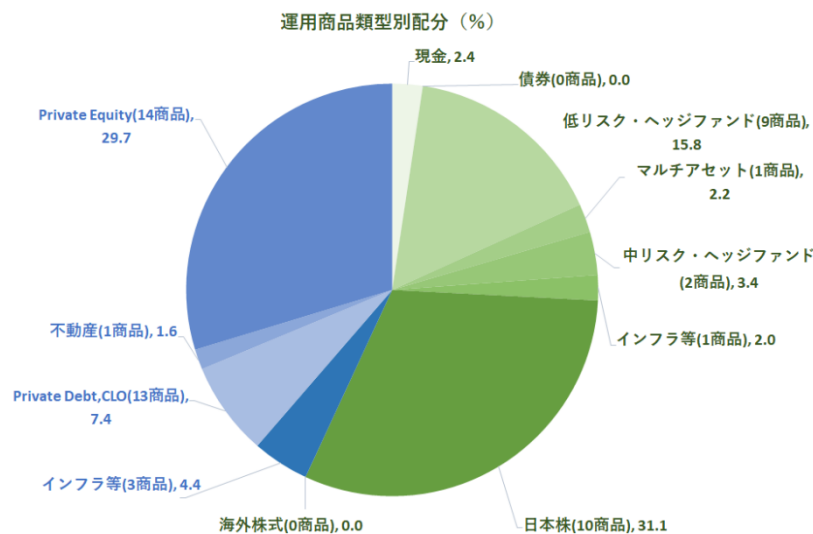
注) 国内債券:野村BPI、世界債券:Bloomberg Global Aggregate、日本株:TOPIX配当込、世界株:MSCIAC、出

④ 流動性リスク

大学基金では、将来のキャッシュアウトフローである基金からの教育研究予算への拠出の予見可能性が極めて高いため流動性リスクの許容度が高い。現に、米国の大学基金においては、流動性制約のある途中解約が不可能な PE、PD 等のクローズドエンド型の金融商品が多く組み込まれている。

次図に本学基金における途中解約が可能なオープンエンドのファンド型の金融商品（緑色）とクローズドエンド型の金融商品（青色）の配分を示す。クローズドエンド型の配分が4割を超えている。つまり、基金の4割はすぐに解約して現金化することはできない。また、オープンエンド型の金融商品の一部も金融市場の混乱が発生した場合、解約に制限が加わる可能性があるものもある。これは、年金などの一般的な基金運用に比較すると大きな流動性リスクを取っていると言える。

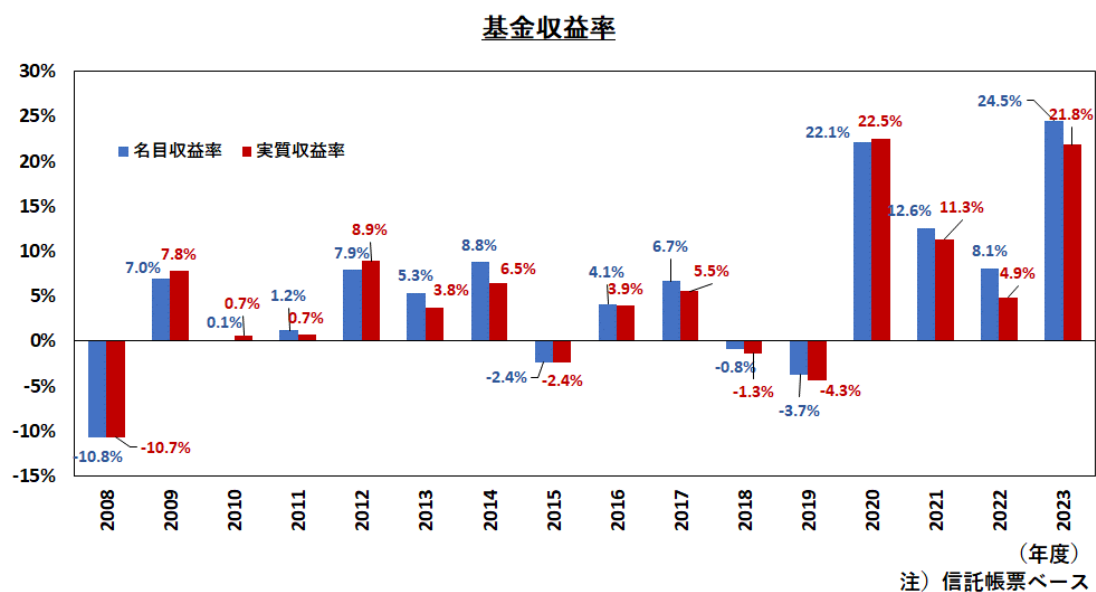
ただし、本学基金で見込まれている基金からの教育研究予算への繰り入れは年率で4%以下、最大でも30億円以下と見積もられており、かつ、突発的な変動が発生する可能性は極めて小さい。従って、流動性リスクの許容度は米国大学基金同様に極めて大きく、現状のクローズドエンド型商品の比率は特に問題ないと認識している。



(2) パフォーマンス実績

① 総括

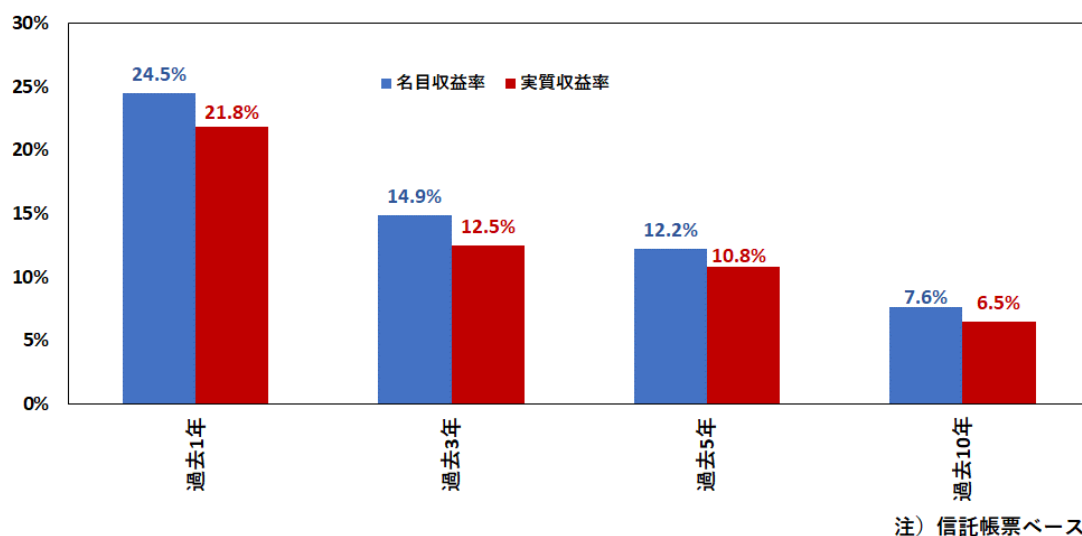
2023 年度の基金の運用実績は、信託帳票ベースで名目 24.5%、実質 21.8%のプラスとなった。次図に、2008 年度以降の暦年の収益率の推移を示す。好調な収益率の背景は、前年度は軟調に推移した海外株式市場の回復、株式市場の中では出遅れていた日本株市場の上昇加速、円安の継続による外貨建て資産の時価増大がある。



また、長期の収益率をみると特に 2020 年度以降、概ね良好な市場環境が続いたため、過去 3 年、5 年、10 年ともインフレ率を控除した実質で 4%の目標収益率を上回る結

果となっている。なお、期末時点の評価損益は 243 億円の評価益であり、簿価に対しては約 35%の余裕がある。

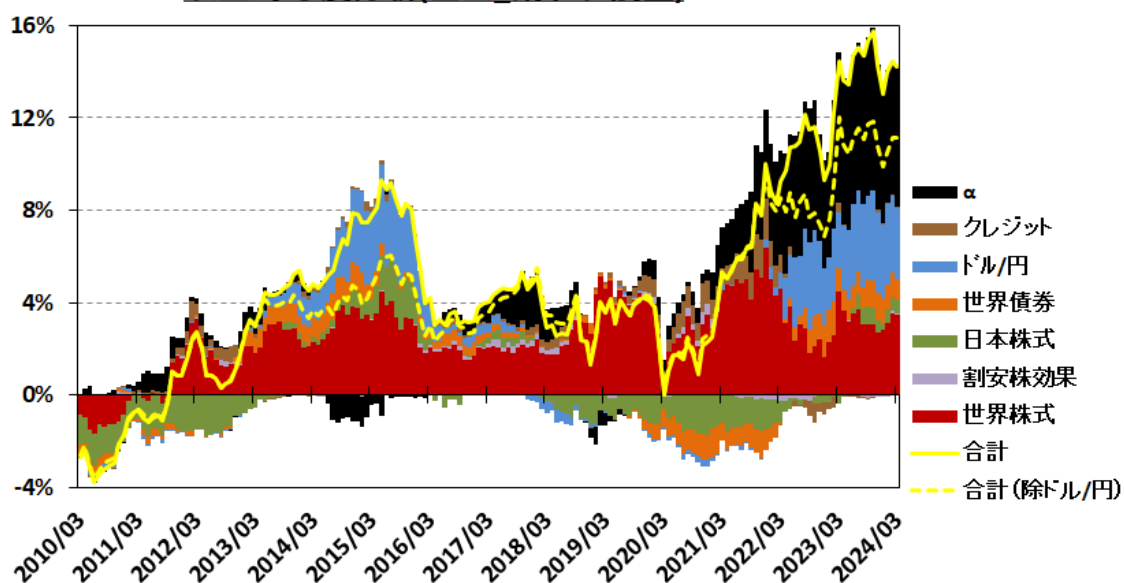
2022年度末までの累積収益率（年率）



② ファクター寄与度分析

下図は、前述の基金の各ファクターに対する感応度と各ファクターの収益率を元に、基金全体の過去 36 か月間の収益率を株式、金利、クレジットなどのファクターの寄与度とその他（ α ）に分解したものである。

収益寄与度分析(基金 期ずれ調整)

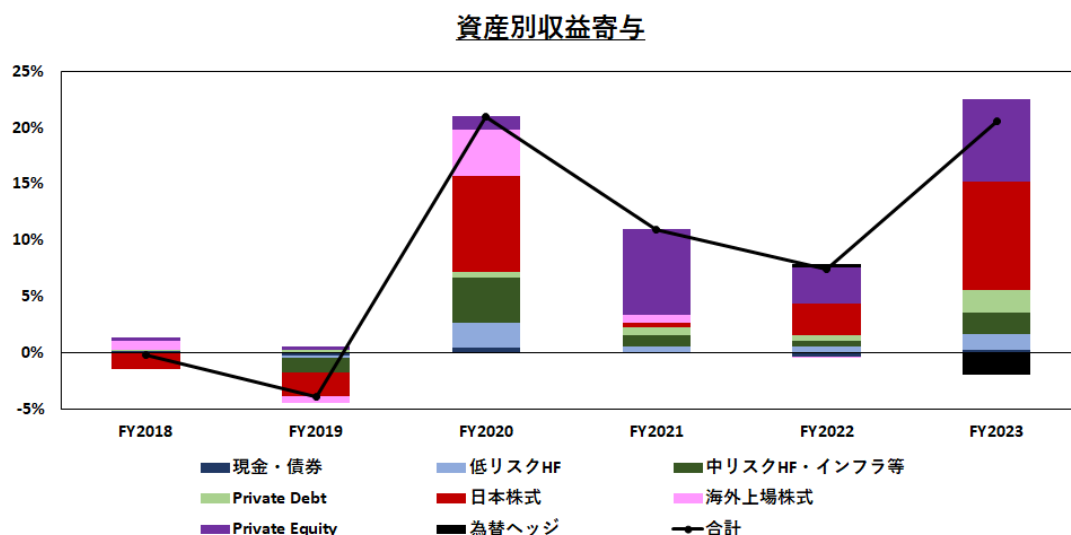


α は、ファクターの寄与を除いた残差で、例えば、運用商品選定におけるカテゴリ一選択効果（例：上場株式にするか PE にするか）、及び選定商品の市場平均に対する超過収益からの寄与などであり、基金運用の巧拙を測る指標の一つである。

分析の結果をみると、引き続き直近の世界株式の寄与とドル円の寄与が高水準に推移した。また、これらのファクターに分解できない収益率である α が大きくなっているが、これは上場株式に比較して変動が少ない PE、同様に変動が少なくファクターの影響をあまり受けないヘッジファンド、インフラファンド、PD 等の配分が大きいことが貢献していると考えられる。また、債券の保有を抑制していたため、世界的な金利上昇の影響は限定的であった。

③ 資産別収益寄与内訳

次図は、資産別の収益寄与の内訳⁴である。



資産別の収益寄与では、インデックスが 40%上昇した日本株式の貢献が大きかった。また、昨年度に引き続き円安の恩恵があった PE も大きく貢献した。その他の資産も概ねプラスの寄与となったが、マイナスの寄与となった為替ヘッジコストを相殺すると小幅の寄与に留まった。

④ 資産別運用概況：PE

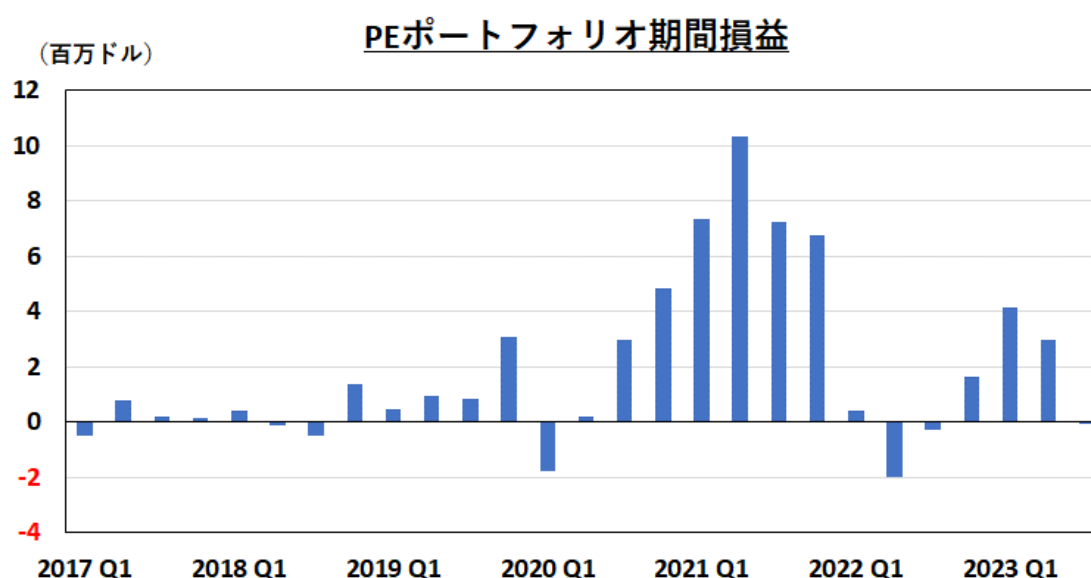
資産配分

⁴ 組み入れ商品の月次の時価残高と収益率から推計しているため、月中の売買等の影響は反映しない、概算値である

一般に、PE は上場株式とは異なり流動性制約があり、簡単に解約することができず、その見返りとして収益率が高くなる（流動性プレミアム）。この点において、もともと資金ニーズの変動が小さく、流動性制約が大きい商品への投資の制約が小さい大学基金は、この流動性プレミアムを享受するのに適している。また、海外上場株式の割高感が強い中、GP（PE の運用者）による経営改善効果により上場株式を上回る収益率が期待できるため、現在は長期資産の半分（資産全体では約 3 割）の組み入れ比率となっている。

収益寄与

次図に四半期毎のドルベースの PE ポートフォリオ全体の期間損益を示す⁵。



2020 年度から 2021 年度にかけて好調であった PE は、2022 年度から上場株式の調整をきっかけに低調な展開となっている⁶。2023 年度に入り上場株式市場は回復しており PE にも多少の回復が見られるものの、上場市場の回復が一部のハイテク関連銘柄に偏っており、PE ポートフォリオ全体として力強い回復とはなっていない。ただし、円安が進展したため、円ベースでは比較的大きな寄与となった。

⁵ 期間損益は、純資産価格の変化に分配額を加え拠出額を引いたもの。SMA 内の現金の寄与は除く。データは 2023 年 Q3 まで。

⁶ PE は、時価評価が四半期ベースで行われるため、上場株式と比較して変動は少ない。しかし、投資先企業の時価評価において上場している類似会社の株価評価を参照しているため、上場株式市場の変動の影響を間接的に受ける。

⑤ 資産別運用概況：日本株式

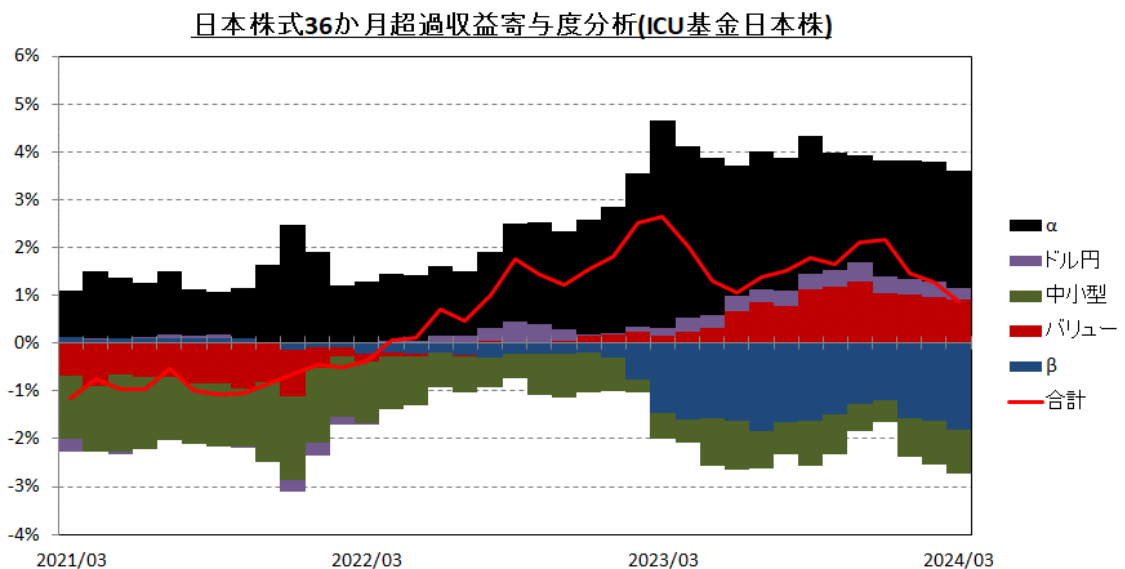
資産配分

後述のように引き続き妥当な株価評価となっていること、長期的には円のインフレリスクに対するヘッジ手段として有効⁷であることから、長期資金の半分(全体資産では約3割)の配分を維持した。

収益寄与

当年度の基金の日本株式ポートフォリオの収益率は、38.0%と東証株価指数の41.3%を下回った。株式ポートフォリオは、小型株と割安株に偏っているが、2023年度は、小型株の不調が割安株の寄与を相殺した。

次図は、36 か月累計の超過収益の要因分解である。



小型株バイアスと低 β （昨年度末で約 0.9）によるマイナス寄与をバリューと α が相殺している。特に、投資スタイルに依存しない α が大きく寄与しており、マネージャー選択が奏功していると考ええる。

⁷ 長期的には、企業収益はインフレ率と連動すると考えられるため自国株式はインフレに対するヘッジ手段として有効である。インフレになると購買力平価が通貨安の方向に動くため外貨建て資産もインフレヘッジの機能のある程度持つとも考えられるが、購買力平価と為替相場の関係は安定していない。

⑥ 資産別運用概況：為替ヘッジ

資産配分

基金の運用目的である将来の教育研究予算への繰り入れは円ベースであることから、本来は、資産と負債のキャッシュフローを一致させるために外貨で保有している金融商品の為替リスクはヘッジすべきである。しかし、日本は大規模自然災害のリスクに常時さらされており、30%程度の外貨保有は維持するべきと考えている。そこで、昨年度からこの30%の目標を上回る外貨配分のヘッジを開始した。

収益寄与

ドル円のヘッジは、日米金利差が拡大していることから年率で5%超のコストが発生している。また、年度を通して約13%の円安が進行したため、実現損及び評価損も発生している。年度通期で約2%のマイナスの収益寄与が発生した。

⑦ 資産別運用概況：ヘッジファンド

資産配分

低リスク・中リスク合計で20%弱の配分を行っている。今年度は、大きな配分の変更は行わなかった。投資している商品は、マルチマネージャー、債券レラティブ・バリュー、株式マーケット・ニュートラル、株式ロング・ショート、合併採点、マルチストラテジー、ABS戦略等である。

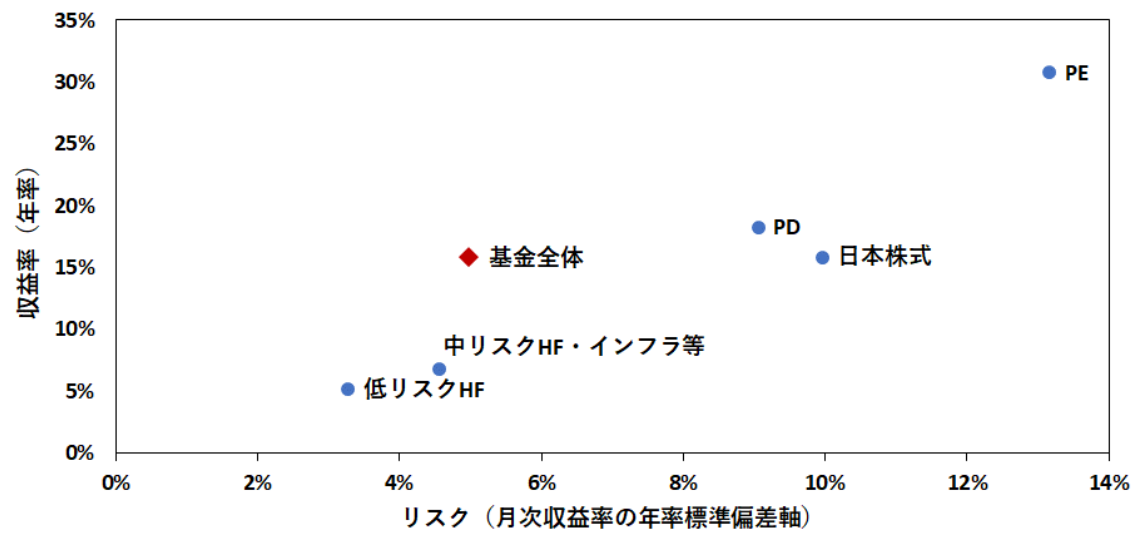
収益寄与

一部のドル建て商品のヘッジコスト考慮後で、ヘッジファンドポートフォリオ全体の収益率は6.2%、基金全体への収益寄与は1%強となった。過去3年間の実績では、収益率3.3%、リスクは2.9%、シャープレシオは1.14となっている。8割ほどが短期資産に分類されるヘッジファンドとしてはリスクを抑えながらインフレ率を上回る収益率の達成ができている。

⑧ 資産別リスク・リターン比較

最後に過去3年の資産別リスク・リターンを次図に示す。

過去3年間の資産別リスク・リターン



4. 今後の運用計画

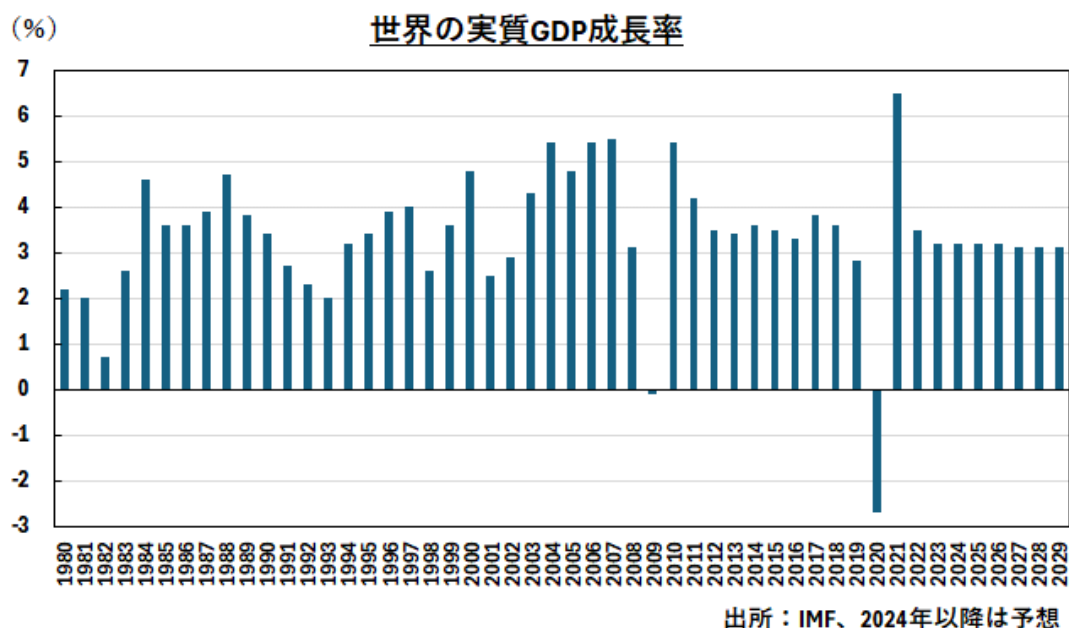
(1) 経済成長

基金の収益源は、大きく分けて以下の3つである。

- ① 経済成長：株式投資や債券投資で得られる基礎的な収益
- ② クレジット：PD やリース等の投資で得られる信用リスクの対価としての収益
- ③ 運用者の付加価値（ α ）：株式のアクティブ運用や PE における株価指数を上回る収益、市場リスクを取らないヘッジファンド等の収益

投資している各運用商品の期待収益率もこれらの要素に分解することができる。例えば、PE の収益は、①と③に分解され、PD は①と②に分解することができる。現在の基金の期待収益率は、①が 50%、②が 10%、③が 40%程度とイメージしている⁸。

1980 年以降の世界の GDP 成長率を次図に示す。



この間、日本のバブル崩壊、アジア通貨危機、東西冷戦終結とその後の新興国の台頭、IT バブル崩壊、中国経済の高成長、金融危機、新型コロナによる経済停滞とその後の回復及びインフレ高進、ロシアによるウクライナ侵攻など大きなマクロ経済環境

⁸あくまでも CIO の定性評価に基づく。①が大きいのは、株式及びクレジット関連商品、③が大きいのは PE 及び HF の影響である。②の大半は PD による。

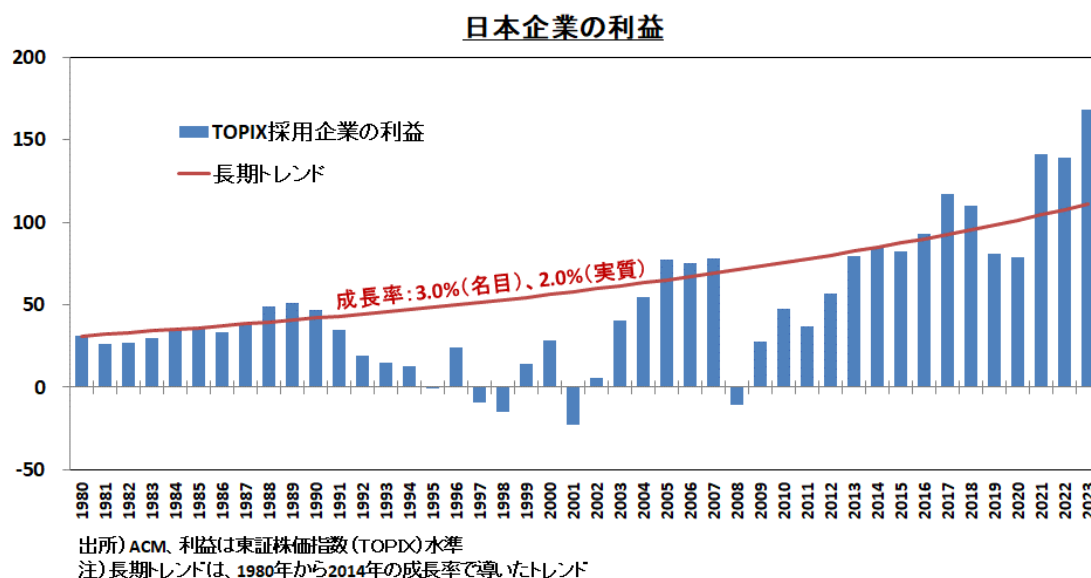
の変動があった。しかし、振り返ってみればこの 44 年間で世界経済は年率 3.4%の実質成長率を達成し、短期的な変動はあっても趨勢として成長率の鈍化も見られない。また、今後の成長率も IMF では引き続き 3%強の成長を予想している。

今後も短期的には、地政学リスクの顕在化、政治の混乱などが市場に動揺を与えることもあると考えられるが、長期の投資ホライズンに立ち運用される本学基金⁹にとってマクロ経済環境に大きな構造変化が発生しているとは考えていない。従って、引き続き世界の経済成長の果実を取り込むべく高い株式の比率を維持する。

(2) 国内株式市場

① 企業収益

次図に示すように、TOPIX 採用企業の利益は、順調に拡大している。



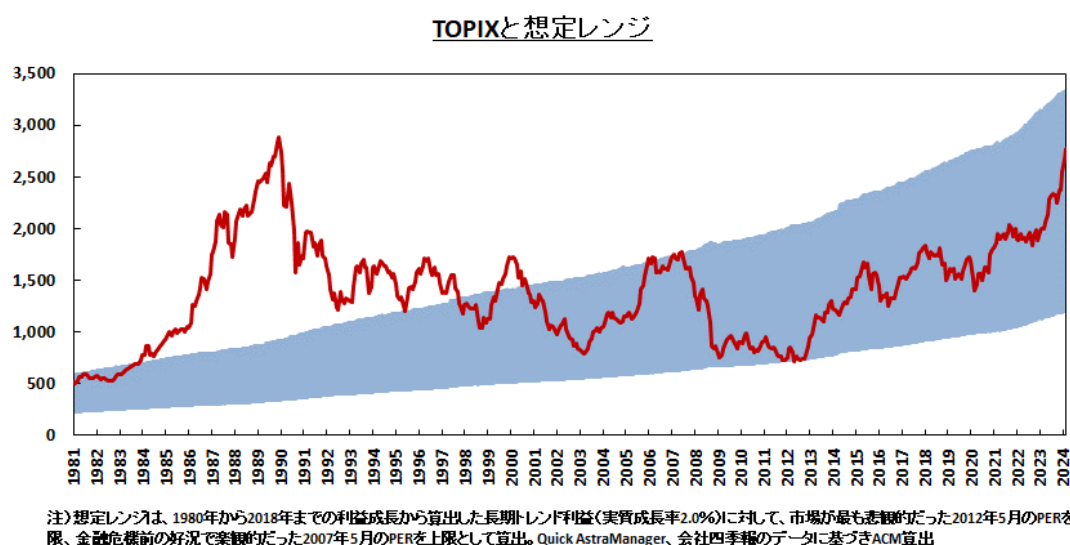
好調な企業収益の背景には、新型コロナによる経済停滞からの回復、円安による輸

⁹ 2024 年度の基金から高校・大学の教育研究予算への繰り入れ予定額は 20 億円である。これは、昨年度末の基金残高およそ 700 億円の 2.8%である。しかし、将来の給付型奨学金等の負担農増加などを保守的に勘案し、毎年基金残高の 4%の繰り入れを教育研究予算へ繰り入れるという前提で、基金の運用計画を策定している。これに基づくと、基金の平均運用期間は 20 年を超えることになり、投資環境の検討についても超長期の視座で検討する必要がある。

出採算の改善及び海外子会社の利益貢献の拡大などがある。ただし、後述のように、現在の円安が長期的に持続するとは考え難く、利益水準が長期のトレンド線に近づく形で調整する可能性は否定できない。

② 株価評価

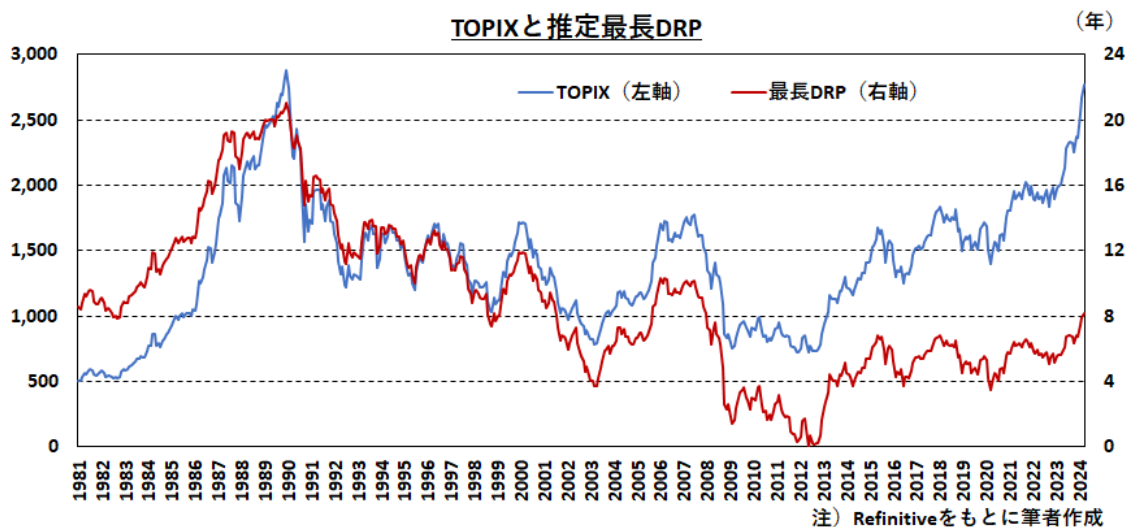
次図は、前述の TOPIX 採用企業の利益の長期トレンドを基に、TOPIX の想定レンジを算出したものである。



想定レンジ算出の前提となる長期トレンドは、現在の利益水準からは保守的である。ここ数年、株価の上昇が続いているが、その保守的な想定レンジ内にあり割高感はない。

また、この想定レンジをもとに次頁の方法に基づき算出した DRP (Drawdown Recovery Period) は、次図の通り昨年度末で 8 年程度と本学基金のカテゴリーでは長期ではなく中期資産に入る水準である。¹⁰

¹⁰超長期の月次収益率が入手可能な米国の S&P500 指数では、過去 250 年間で指数の騰落率からインフレ率を控除した実質収益率ベースでの DRP が 10 年 (120 か月) を超えたのは、1972 年 12 月から 1983 年 5 月までの 10 年 5 か月と 2000 年 8 月から 2013 年 4 月までの 152 か月の 2 例だけで、それ以外は全て 10 年以内に回復している。一方、1977 年以降の東証株価指数でみると、配当込の実質収益率ベースでの最長の DRP は、1989 年 12 月から 2023 年 5 月までの 33 年 5 カ月 (401 か月) である。日本株の 80 年代バブル崩壊後の低迷は、米国の 200 年超の歴史にも見られない長期間のものであったが、これはその前の 10 年間で 5 倍以上に上昇した反動でもある。



なお、DRPの算出方法は以下のとおりである。

- ① 株価が、何らかの悪材料により瞬時に想定レンジの下限まで瞬時に下落したと仮定
- ② そこから、株価がレンジの下限で推移（利益の長期トレンドの実質成長率＋インフレ率だけ上昇する）
- ③ 配当性向を50%と仮定した配当収入
- ④ ②と③の合計をトータル・リターンとする
- ⑤ ④のトータル・リターンで①の下落を相殺するのにかかる年数をDRPとする

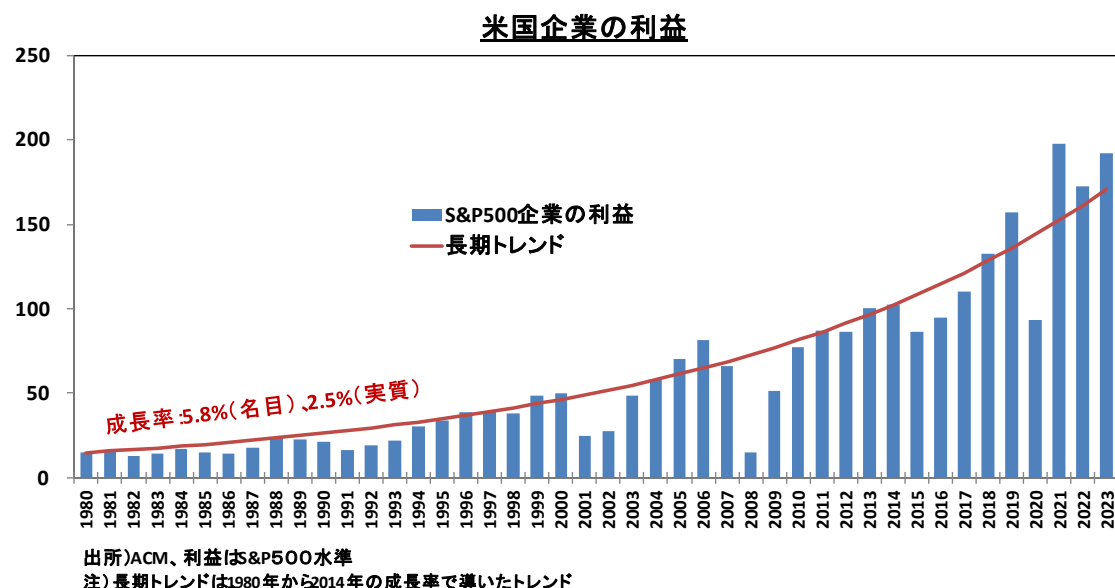
国内株式の場合、想定レンジの下限は長期トレンド利益に対して7.9倍の水準となり、そこから配当性向50%で計算される配当利回りは年率で6.3%、これに長期トレンド利益の成長率2.0%を加えた8.3%が実質のトータル・リターンとなる。つまり、国内株式市場が想定レンジの下限まで下落した場合は、実質期待収益率が8.3%になることを意味する。また、特に割安感が強い小型株は、期待収益率がさらに高くなる。

（3）米国株式市場

① 企業収益

次図に示すように、日本と同様、米国の上場企業の利益も堅調に推移している。中でも新型コロナ感染拡大による巣ごもり需要の一巡を補って余りあるAI関連事業の拡大に支えられハイテク企業の利益が堅調に推移している。インフレ率が落ち着いたことにより、原料や人件費の増加も一巡してきていることも長期トレンドを上回る利益水準を維持している要因である。

今後は、主力銘柄である NVIDIA の時価総額が 500 兆円に達するなど市場の期待が高まっている AI 関連事業で実際に高株価を支えるに足る長期かつ持続的な巨額の利益が生み出されるかが注目点であるが、上場企業全体の利益をここからさらに急加速させるほどの広範囲かつ高収益なビジネスモデルが確立されているとは言い難い。



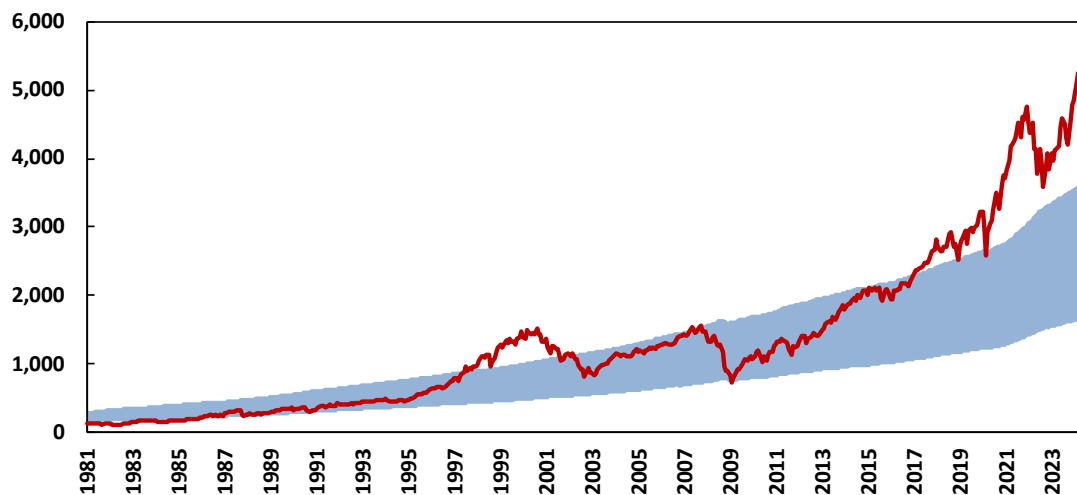
② 株価評価

次図は、前述の S&P500 採用企業の利益の長期トレンドを基に、S&P500 の想定レンジを算出したものである。1980 年代から 1990 年代前半にかけての長期低迷期を脱した後、2020 年初頭の IT バブルにかけて上昇し、その後の金融危機で大きく下落した。そして、現在は、金融危機を脱した後の 15 年に渡る長期の上昇期にある。上昇相場が長引いたことから、2017 年ごろに想定レンジの上限を逸脱し、割高の状況が続いている。この割高感が解消されるには、企業収益がこれまでの長期トレンドから大きく上方に乖離して成長するか、株価が調整する、の二つの可能性があるが、前述のように市場参加者から期待の大きい AI もまだ十分に収益化する道筋は見ておらず、利益成長の加速よりは、株価調整または長期低迷の可能性が高いと考える。また、この分析に基づき算出した DRP も示す¹¹。DRP は 10 年を越え、過去のレンジの上限に位置しており、何らかのショックにより株価の急落が起これば、回復まで長い期間が必要に

¹¹ 米国株式市場の DRP は 80 年代初期にマイナスとなっている。これは、想定レンジの下限を長期トレンド利益に対し金融危機時の PER と仮定して算出しているためである。実際には、80 年代初頭は、双子の赤字（経常収支と財政収支）、高止まりするインフレーションなど、悪材料が多く米国株式市場は極端な割安水準まで売り込まれていた。

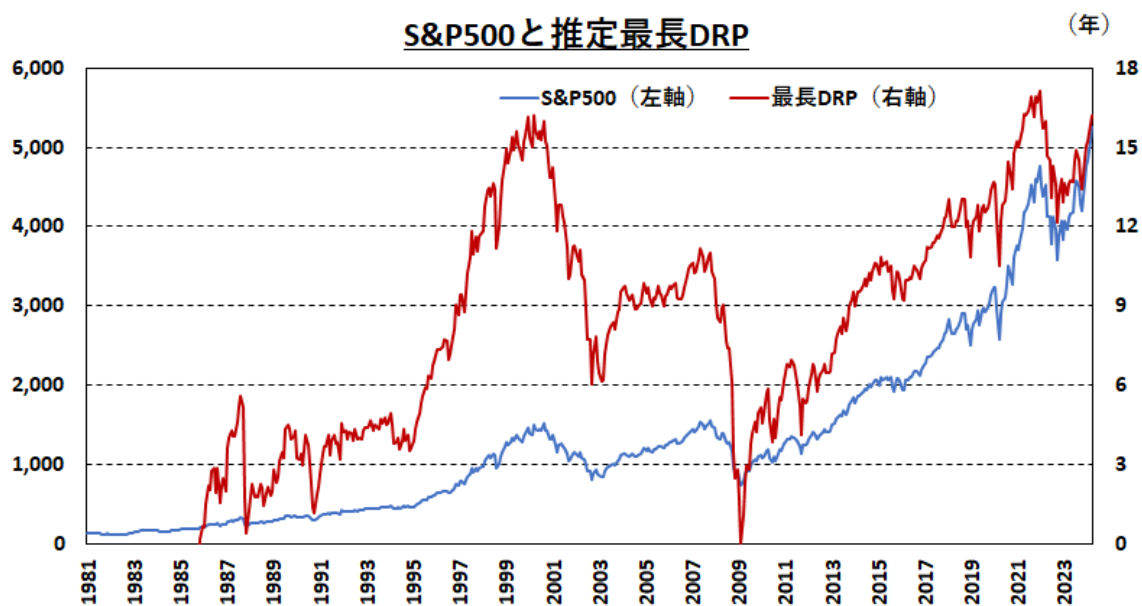
なる可能性が高い。

S&P500指数と想定レンジ



注) 想定レンジは1980年から2014年までの利益成長から算出した長期トレンド利益(実質成長率)に対して、市場が最も悲観的だった2009年2月のPERを下限、金融危機前の好況で楽観的だった07年12月のPERを上限として算出(Refinitiveのデータに基づきACM算出)

S&P500と推定最長DRP



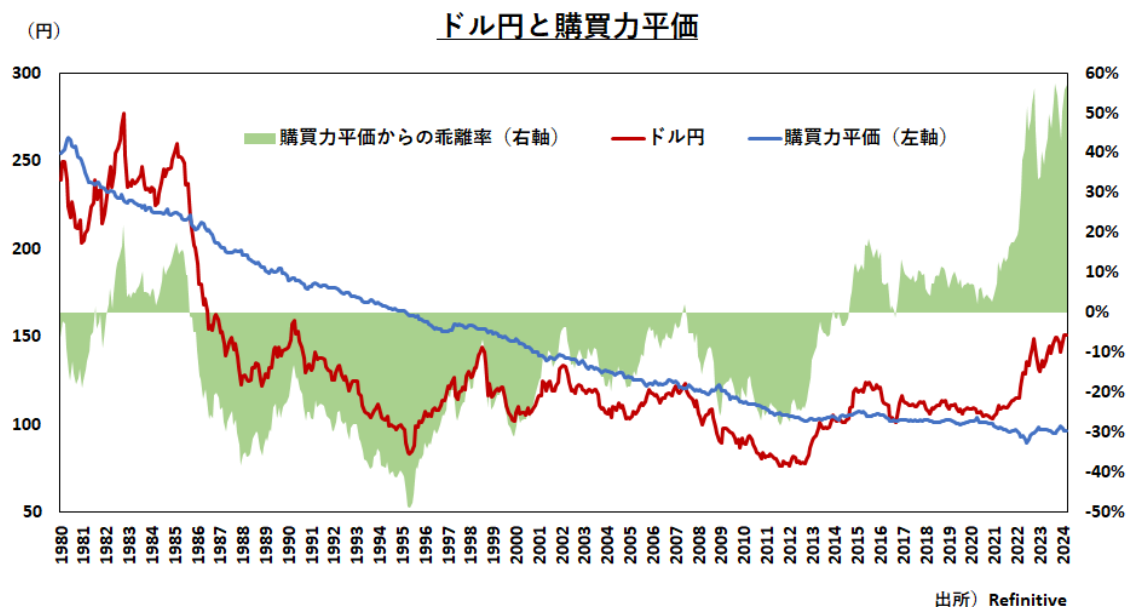
注) Refinitiveをもとに筆者作成

以上の評価に基づき、引き続き米国の比重が高い海外の上場株式については投資を控える。ただし、海外株式投資は収益源の分散の観点から重要であり、上場株式に代わり PE への投資を維持する。上場株の調整が起これば、PE の評価も影響を受けるが、GP による経営改革による付加価値、クローズエンドファンドが中心で解約が制限される見返りとしての流動性プレミアムが期待でき、上場株式よりは相対的に魅力度が高いと判断する。なお、PE 市場は、一昨年の上場市場の調整をきっかけに資金回収が低

迷っている。従って、新規のコミットメントは縮小し、残高が想定以上に高まらないように慎重に対応する。

（４）為替市場

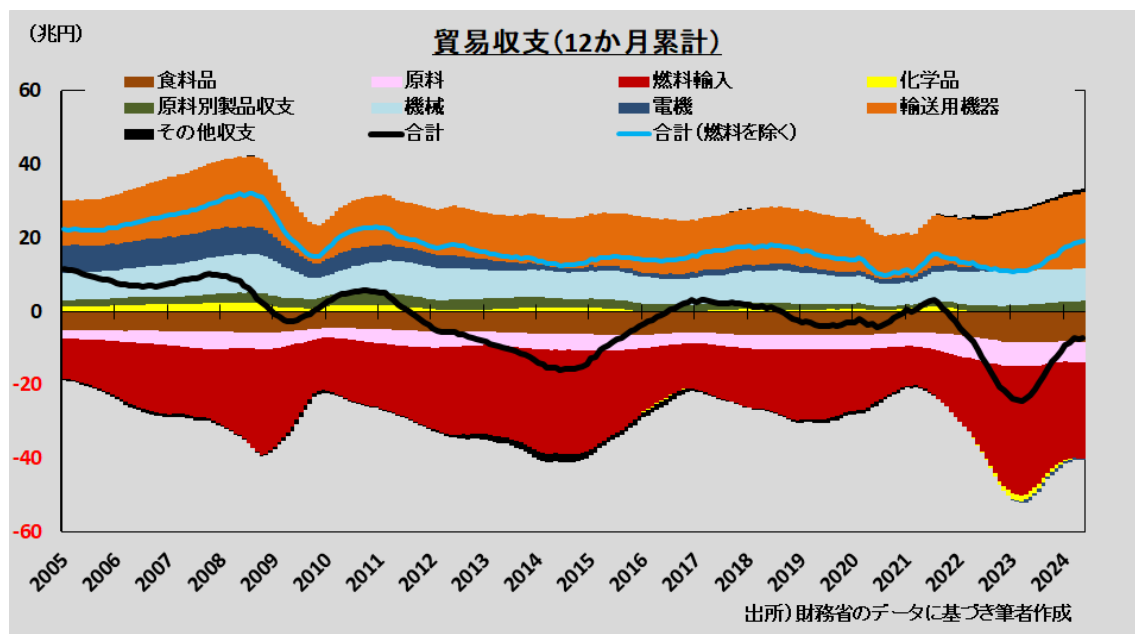
株式や債券と違い、為替相場には理論価格のようなものは存在しない。ただ、長期的な目安として、購買力平価がある。購買力平価は、2 国間の物価が均衡する為替レートで、例えば、ビックマックは、ニューヨークの価格が 5.69 ドル、東京での価格が 480 円で、両者が均衡する為替レート、即ちビックマックの購買力平価は 84 円 36 銭である。現在のドル円相場は、この購買力平価の倍になっており、理論的には日本でビックマックを買ってニューヨークで売れば大きな利益を得ることができ、日本から輸出が増えて円高に修正される、というのが購買力平価の理論である。実際に為替市場の分析で用いられる購買力平価は、特定の品目ではなく広範な品目の価格に基づく物価指数から算出したものであるが、為替相場がこれから大きく円安に乖離すれば日本からの輸出が有利になり、輸出の増大し貿易収支の改善から円高方向、逆に円高に乖離すれば円安方向へ回帰する圧力が生じる。次図は、ドル円相場とその購買力平価との関係を示したものである。



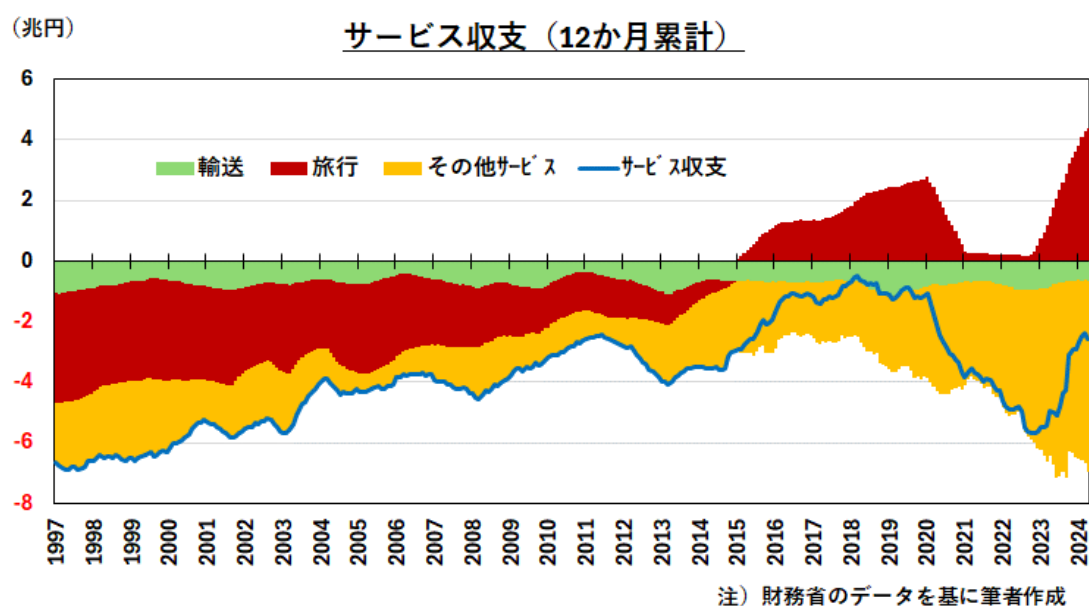
ドル円相場は、アベノミクス前は、長らく購買力平価より円高で推移してきたが、ここ 10 年は円安方向に転換、特にこの 2 年間は著しく円安に乖離している。現在の購買力平価は 96 円程度で、今の為替相場は大きく円安方向に乖離しており、その乖離幅は歴史的な高水準である。この大幅な乖離は、主に、①5%超に達する日米の金利差、②日本の赤字基調が定着した貿易・サービス収支、③NISA を初めとする日本からの対

外証券投資の活発化、④日本のデフレ脱却の可能性、などが要因と考えられる。

次図は、貿易収支の推移であるが、赤字基調が定着している。主な要因は、エネルギー価格の上昇と原発稼働停止による燃料輸入の増大、電機製品の輸入増加、その他海外生産拡大による輸出伸び悩み等が挙げられる。ただ、円安で輸出採算が大幅に改善している。輸出が大幅に拡大するには、国内の生産体制増強が必要でそれには時間がかかると思われるが、長期的には、貿易収支は改善方向と予想される。



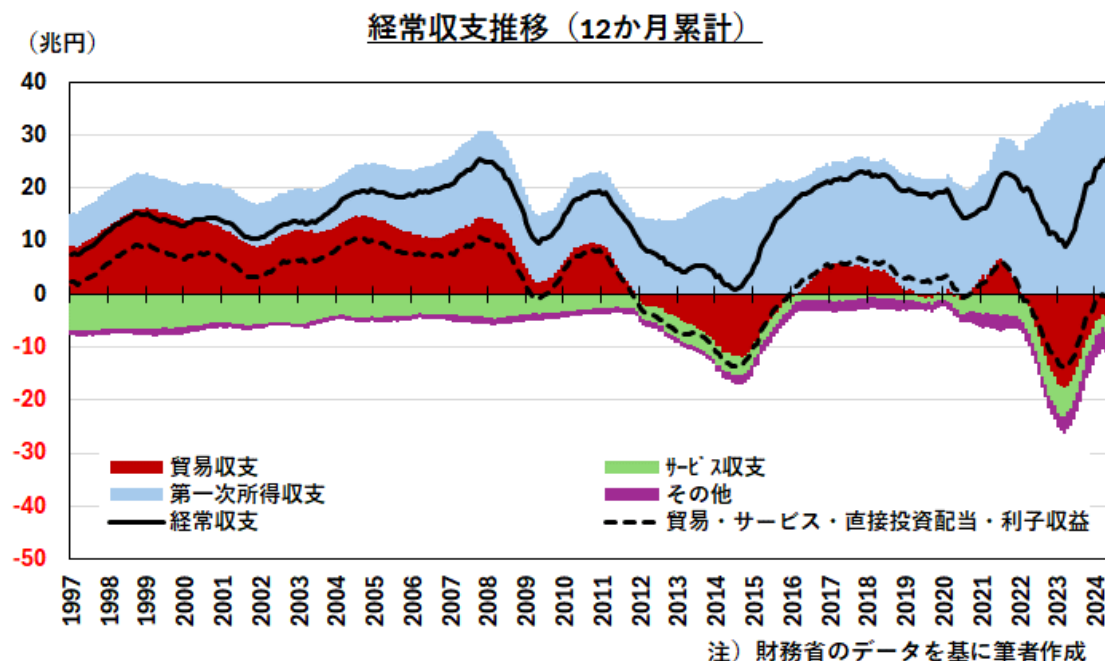
次図は、サービス収支の推移であるが、こちらは赤字基調から脱していない。



新型コロナの収束後、旅行収支の黒字が急速に拡大しているが（前述の為替相場の

購買力平価からの乖離がその背景）所謂“デジタル赤字”によるその他サービス収支の赤字の拡大が相殺している。

一方、国全体の収支である経常収支を、次図に示す。貿易収支は赤字に転落したが、高水準の所得収支により経常収支は膨大な黒字になっている。

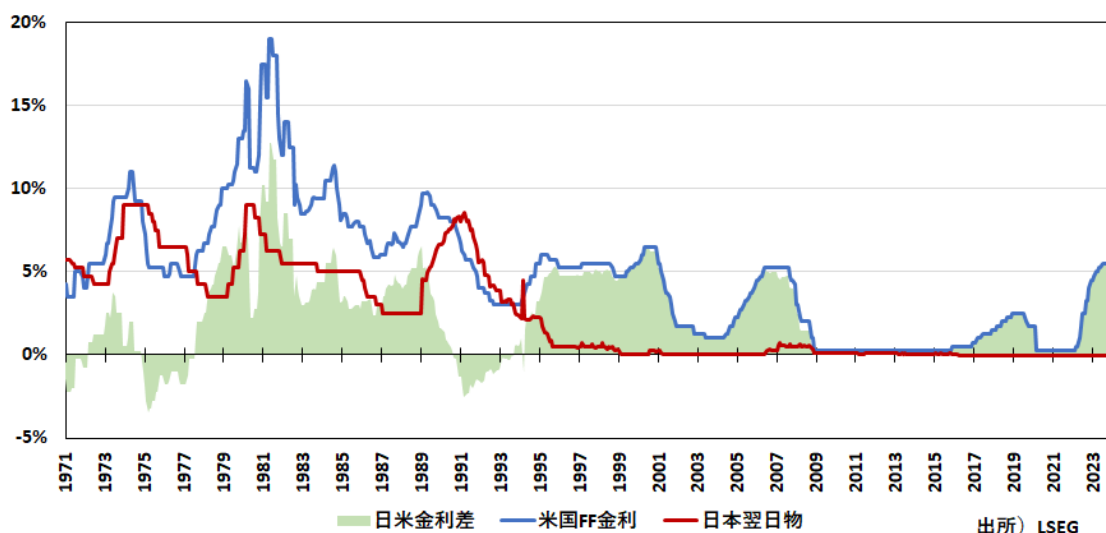


所得収支は、およそ 3 分の 2 が日本企業の海外への直接投資による収益、3 分の 1 が証券投資収益である。さらに直接投資収益の半分は海外で再投資される。また、証券投資の収益も多くが海外に再投資されている推察される。従って、この所得収支のうち、実際に円買いの実需となるのは直接投資収益のうち再投資分を除いた配当・利子収益と考えられる。そこで、貿易収支とサービス収支にこの直接投資配当・利子収益を加えた収支（図の破線）をみると漸く大幅な赤字を脱した水準となっていて、所得収支の多くが再投資されるとしても、国際収支は改善傾向にある。

次図は、過去 50 年超の日米の金利差の推移である。米国が高インフレに悩まされていた 70 年代を除けば、現在の 5%を超える金利差は過去のレンジの中では高水準である。この高い金利差の背景に、日米のインフレ率の差がある。過去 30 年の平均では、米国のインフレ率が 2.5%であったのに対し、日本は 0.4%とおおよそ 2%下回る水準であった。このインフレ率の差については諸説あるが、雇用形態が終身雇用型で流動性が低く、賃上げのサイクルが春闘の年 1 回の場合が多い日本においては、賃金の物価連動度が低いこと、主にアジア新興国の労働者がグローバル経済に組み込まれ日本の労働者の賃金に対する下方圧力が生じてきたこと、といった理由が考えられる。今後を考えると、硬直的な日本の賃金決定の構造が短期間で大きく変化することは考え難いものの、人口減少による労働者不足による賃金上昇圧力の発生、新興国も一部では

労働者の高齢化が進み労働者不足が顕在化し始めていること等を勘案すると、今後は日本においてもデフレではなくインフレ圧力が継続する可能性が高い。従って、日米のインフレ率の差が縮小し、結果として金利差も縮小方向に向かうものとする。

日米の短期金利



以上見てきたように、購買力平価からの大幅な円安方向への乖離による採算の改善による輸出増、国際収支の改善、日米金利差の縮小など、長期的には過度の円安が修正される可能性が高いと考える。

ヘッジファンド、PD、インフラファンド等の本学基金が投資する代替金融商品は、ドル建てのものが多く、また、多くが短期金利に連動するためドルベースの収益率が高い。しかし、基金の負債である将来の教育研究予算への拠出は円ベースであり、資産と負債のバランスという観点からは、過度なドル建ての資産の保有は好ましくない。現在の金利差では、為替ヘッジには 5%を超えるコストを伴うが、前述の長期的な相場見通しにも鑑み、為替ヘッジにより外貨建て資産の比率を概ね 30%に維持する。なお、日本、特に関東圏において大規模自然災害が発生した場合、円資産の流動性低下及び円の下落が見込まれ、学校施設の災害復旧のための資金調達には外貨資産の売却が必要になる可能性があり、30%程度の外貨保有比率は維持する。ただし、今後、さらに円安が進んだ場合には、ヘッジ比率の引き上げも検討する。

(5) 資産配分方針・見通し・リスク

以上の市場環境見通しに鑑み、資産配分目標を達成している現状の資産配分（3割を日本株、3割をPE、残りをヘッジファンド等の代替投資資産）を維持する。

日本株は、出遅れている小型株の反転に期待し、現在のポートフォリオを維持する。

海外株式は、引き続き割高感の強い上場株式を避け PE を中心としたポートフォリオを維持する。ただし、分配が低調なため、配分の過度な増加を避けるため新規のコミットメントは抑制する。また、共同投資、セカンダリーを中心に分散されたポートフォリオを維持する。一方、株式以外の外貨建て資産、特に中期資産の新規投資は、高止まりする為替ヘッジコストを考慮しても円ベースの目標収益率を達成することが見込まれる商品に限定する。具体的には、中小型企業向け及びレバレッジ有りの PD、その他ニッチのクレジット関連商品等が対象となる。また、主に短期資産に組み込まれるヘッジファンドは、運用戦略に特色のある商品を中心に分散したポートフォリオを維持する。

今後の短期・中期的な下落リスクは海外株式と円高である。仮に前回の金融危機と同じような相場下落が発生し、日米の株式市場が前述の想定レンジの下限まで下落、また、ドル円相場が購買力平価まで下落した場合、日本株が 60%、米国株式が現地通貨ベースで 70%、さらにドル円が 30%程度下落となる。これだけで、基金全体では 40%程度下落要因となる。また、ここまでの下落とはならずとも、現下の割高な株価評価、円安修正のリスクを考慮すれば、今後基金の収益率が低迷する可能性はある。

ただし、世界の金融当局は前回の金融危機から多くを学んでおり、同様の事態が発生する可能性は極めて低く、あくまでも確率の低いテールリスクである。また、本学基金は、上場株式の代替として PE に配分し、株式以外の外貨建て資産は為替ヘッジをする、代替資産を中心に株式以外の収益源の拡大などの対応をしている。さらに、仮に金融危機が再発し株式市場が暴落しても、株価下落により日米の株式とも期待収益率が 10%を上回る水準まで上昇し（米国株式の長期トレンド利益に対する PER は 9 倍で益利回り 11%、国内株式の PER は 7 倍で益利回りは 14%）、DRP も著しく短期化する。円高リスクも後退する。このような市場の混乱が発生した場合には、むしろ、株式の配分を引き上げる可能性がある。

以上