

2025 年 7 月 16 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

2024 年度の引当資産の運用実績と今後の方針

要約

(2024 年度の運用実績)

本学基金の 2024 年度の収益率は、信託帳票ベースで+3.8%、ヘッジファンド等の期ずれ調整後で+2.8%の収益率となった¹。日銀の利上げをきっかけとした株式市場及びドル円相場の急落などがあったものの年度を通しての騰落率が概ね横ばいで推移したため、一桁台前半の収益率となった。当年度のインフレ率は 3.7%の上昇で、インフレ率を控除した実質収益率は 0.1%と目標の 4%を下回った。一方、過去 10 年間の年率収益率は名目で 7.1%、インフレ率 1.3%を控除した実質年率収益率は 5.8%と、基金の目標実質収益率を 2%弱超過している。

(今後の運用方針)

引き続き、長期的に物価上昇の影響を除いた株式の実質収益率は、基金の目標収益率を上回るとの判断から、基金の過半を内外株式に配分する。ただし、海外、特に米国の株式市場には割高感が強いことから、これまでと同様 PE 市場での運用を中心とする。国内株式市場は想定レンジ内にあり、配分を維持する。債券は、後述のように実質期待収益率が基金の運用目標を下回っており、基本資産配分の対象とはしていない。また、国内金利は上昇したものの未だに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い。その他の資産では、第 3 の収益源として Private Debt 等のクレジット関連商品への配分を継続する。為替については、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の。

1. 基金の概要（2025 年 3 月末）

（１）概要

簿価：455 億円

時価：702 億円

評価損益：248 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：組み入れまたは解約する商品及びその配分の決定は、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。運用状況は、原則として毎月開催される理事会に時価、収益率等を報告する。また、年度毎に運用の実績及び方針を可能な限り詳細に年度毎に開示し、“情報開示によるガバナンス”を目指す。なお、年度決算を踏まえ、コンサルタントによる評価も開示する。

基金担当理事アドバイザリーボード：市場動向、基金運用戦略の評価、個別商品の選定等について、基金担当理事に助言する。メンバーは以下の通り。（順不同）
石田 英和（元大阪ガス確定給付企業年金 インベストメントオフィサー/
システム2株式会社 代表取締役）
太田 賢一（ブリックレイヤー アセット マネジメント株式会社取締役 CIO）
木口 愛友（ISC アドバイザーズ合同会社代表）
佐藤 久恵（元日産自動車財務部主管チーフインベストメントオフィサー/
学校法人国際基督教大学評議員）
染野 幸司（第一生命保険株式会社 オルタナティブ投資部ラインマネジャー PE ファンド課長）

（２）財源

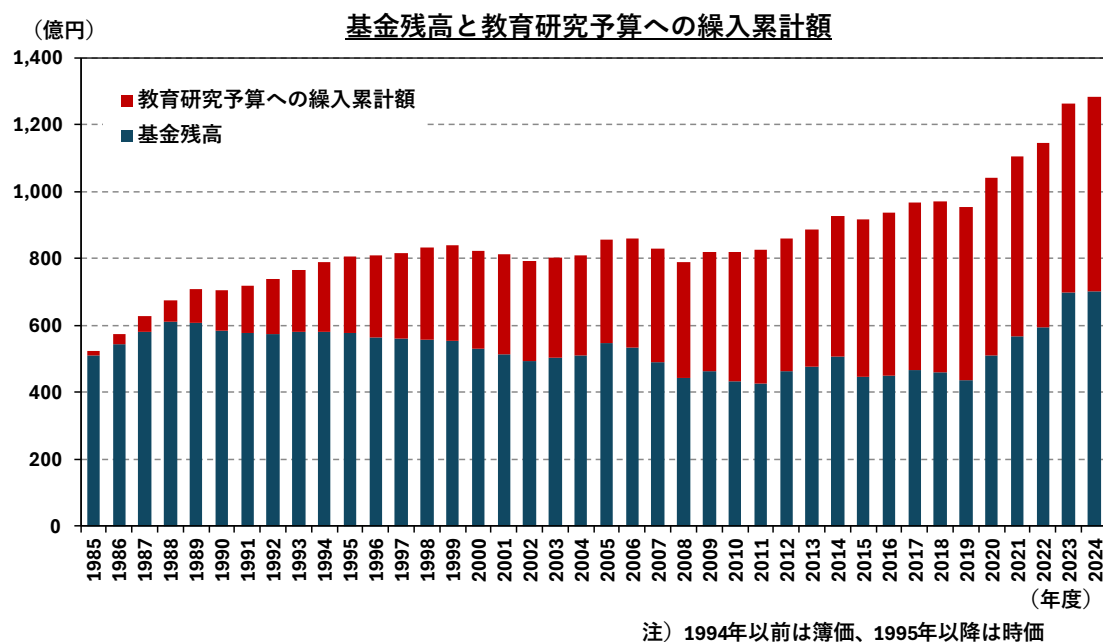
現在約 700 億円の基金の財源は、寄付金とその運用益である。具体的には、1970 年代にそれまでゴルフ場（献学当初は農地）として使用していた所有地を東京都に売却した際の売却代金（売却された土地は、現在は都立野川公園となっている）が主たる財源になっている。この土地は、本学の理念にご賛同いただいた日本全国の多くの方からの寄付金を原資にして献学時に購入されていた。従って、直接的には土地の売却代金であるが、元をたどれば献学時の寄付金である。また、現在は、奨学金の支給を目的とした運

用型寄付金を募集しており、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支援を目的に、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2024年度までの累計で582億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、年度ごとの繰り入れは、平均で基金残高の3%弱となっている。つまり、このままのペースで繰り入れが進むと仮定した場合、10年以内に繰り入れ予定の資産は基金全体の30%未満に留まり、70%以上の資産は10年以上の長期投資が可能ということになる。

本学のように、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ているが、このような財政構造の学校法人は国内では珍しい。しかし、海外では

米国の私立大学を中心に多くの大学で同様の財政運営が行われている。例えば、米国ハーバード大学は、約 8 兆円の運用資産を保有し、その運用益から約 3,900 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。

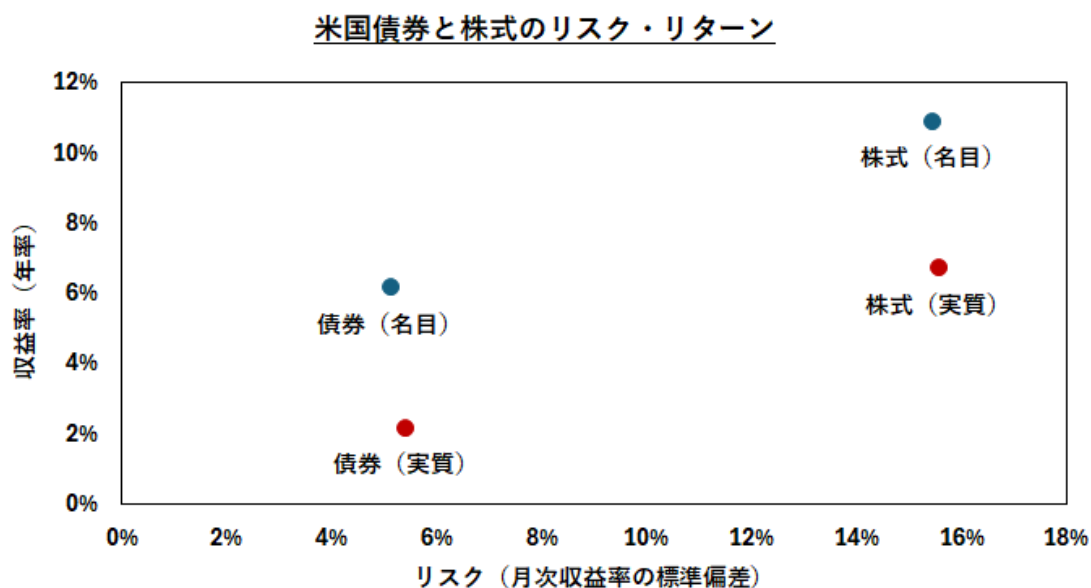
² “Harvard University Financial Report Fiscal Year 2024”

2. 運用の基本方針

(1) 資産配分

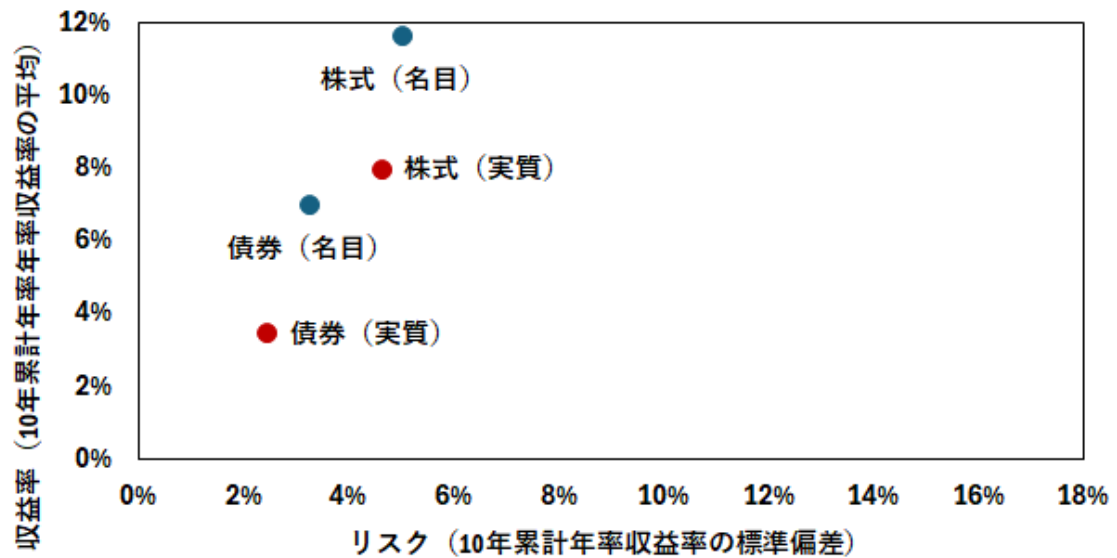
① 目標資産配分策定の基本的な考え方

一般に、資産運用において株式と債券への分散投資が推奨されているが、本学基金においては、債券は基本的な投資対象とはしていない。次図は、長期のデータが入手可能な米国市場における 1973 年からの株式と債券のリスク・リターンであるが、名目では債券は株式と比較してシャープレシオが高く、リスクも株式より大幅に低いことから魅力的である。しかし、物価上昇率を考慮した実質で見ると、この期間の実質収益率はわずか 2.2%と基金の目標の 4%を大幅に下回り、シャープレシオも僅かではあるが、株式を下回っている。



また、一般に基金の資産配分決定において採用されている平均・分散アプローチは、月次収益率の標準偏差の年率換算をリスクと定義しているが、長期投資という基金の性格に鑑み、同じデータを月次ではなく 10 年累計の収益率及びその標準偏差で分析したのが次図である。長期の収益率では、特に平均回帰（上昇の後に下落、下落の後に上昇）の傾向が強い株式において収益率の標準偏差が大きく低減し、債券とのシャープレシオの差も逆転している。

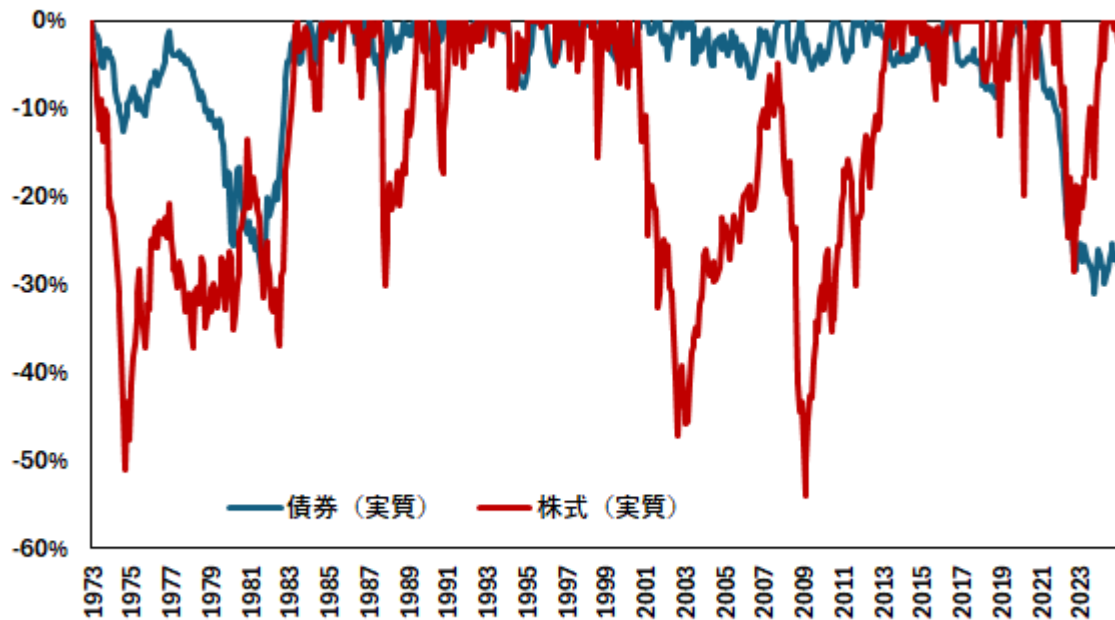
米国債券と株式のリスク・リターン



注) S&P500、Bloomberg Government Bond Index、1973年1月から、出所：LSEG

また、実質収益率の直近の高値からの下落率であるドローダウンを見ると次図のようになる。

ドローダウン



注) S&P500、Bloomberg Government Bond Index、1973年1月から、出所：LSEG

ドローダウンでは、最大下落率と期間がリスク指標となるが、債券もリスクが高く、最大ドローダウンが 30%を超える局面もあり、また、最長ドローダウンも株式が 152 か月に対し、債券は 138 か月とほとんど違いがない。

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 70%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の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。長期投資における資産配分の検討において債券を主要な投資対象とする意義は小さく、また月次収益率の標準偏差をリスク指標とする平均・分散アプローチも適切ではない。

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。前述のように、短期に価格下落リスクがある株式も、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、投資している有価証券が不測の事態により値下がりした場合、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。株式も債券も、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、売却時に損失確定を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 年にもわたって継続した。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、中長期的な財政見通しのもとに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を約 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を約 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）を推計し、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、投資する商品毎に推計される。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・割高度を適切に見定める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回復までに実に 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されているが、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

短期資産（市場急落時も概ね 5 年以内に元本の回復が見込まれるもの）：低リスクヘッジファンド、残存機関が 5 年未満の非流動性商品等。外貨建て資産は原則として円ヘッジ。

中期資産：（市場急落時も概ね 10 年以内に元本の回復が見込まれるもの）：中リスクヘッジファンド、不動産、各種クレジット戦略、残存期間が 10 年未満の Private Equity 等。外貨建て資産は原則として円ヘッジ。

長期資産：内外株式、残存期間が 10 年以上の非流動性資産。なお、内外株式は株価評価によっては、短期または中期資産に分類される可能性がある。

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。これにインフレによる基金の購買力の減少を考慮し、最終的な運用目標はインフレ率+4%とする。

（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投資対象となる運用商品を

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。

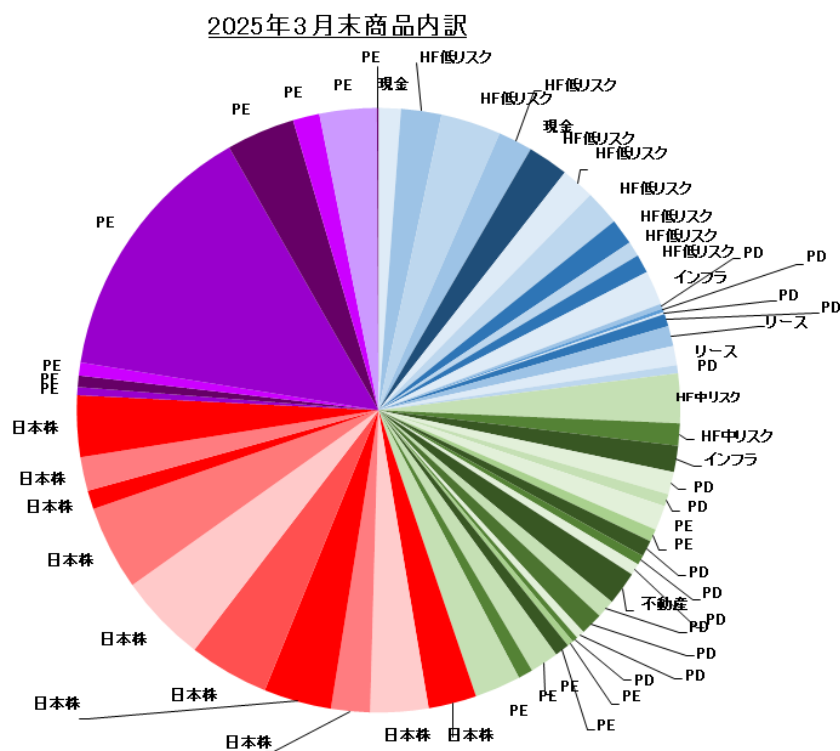
3. 資産配分とポートフォリオの特性

(1) 資産配分

次図は、前期末の資産配分である。紫及び赤が長期資産、緑が中期資産、青が短期資産であるが、長期資産が約 55% となっている。なお、HF は、Hedge Fund、PD は Private Debt、PE は Private Equity を表す。それぞれの帯がファンドを表している。

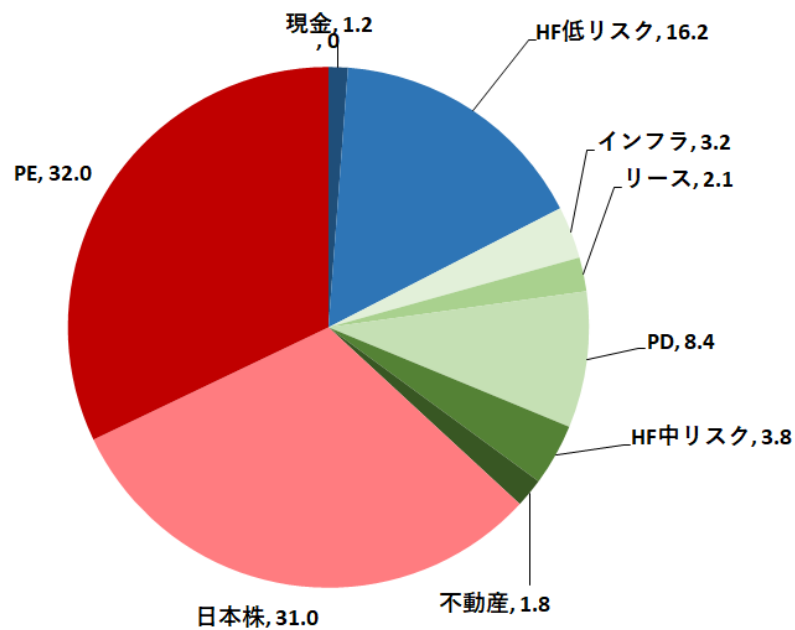
昨年度末で 58 ファンドに投資しているが、PE では SMA (Separately Managed Account) を 1 ファンドとして管理しているものや、FoFs (Fund of Funds) 形式のファンドに投資し、1 つのファンドから複数のファンドに投資しているものがあるため、最終投資先となるファンドの数は 80 を超える。このように広く分散投資していることから、1 ファンド当たりの投資金額は 5~10 億円程度となっている。

なお、PE で中期資産に分類されているものは、残存期間が 10 年を下回ったもの、PD で短期資産に分類されているものは、残存期間が 5 年を下回ったものである。



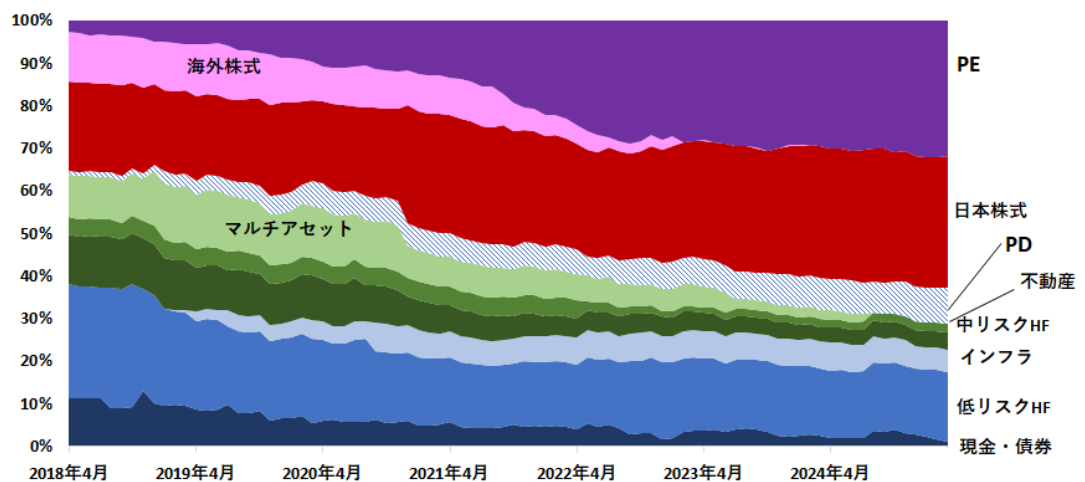
これを商品の種別でまとめたものが次図である。

運用商品類型別配分 (%)



資産別の構成比の推移は次図の通りである。PE、日本株、PD の比率が上昇している。

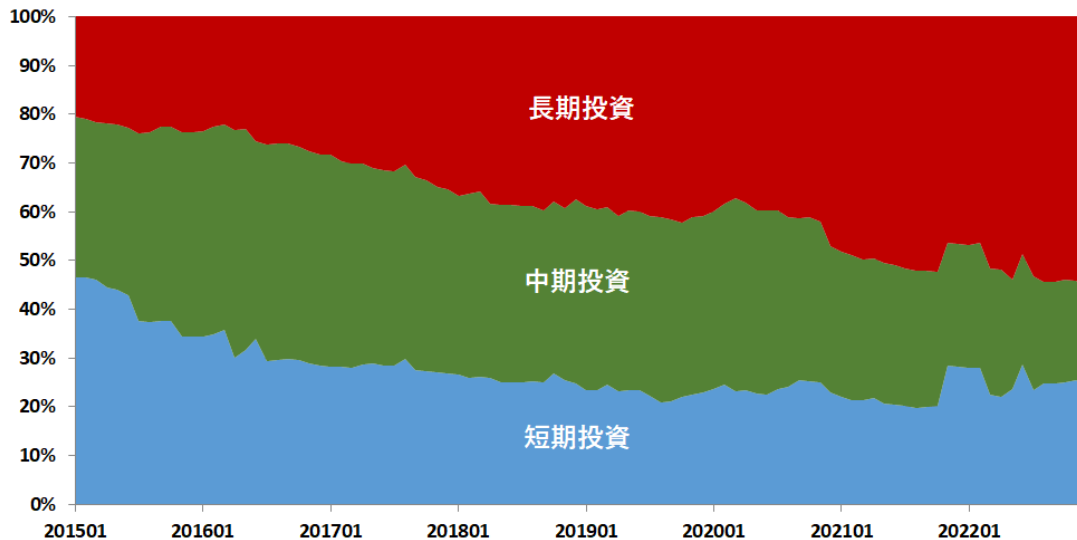
資産別構成比推移



これに伴い、短中長の資産構成比の次図の通りとなる³。長期資産の比率が拡大し 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。

³ クローズドエンドの金融商品は、延長の可能性を考慮した運用期間の終了までの期間により資産分類を変更している。そのため資産別構成比と必ずしも一致しない。

運用商品類型別時価残高構成比推移



(2) ポートフォリオの特性とリスク

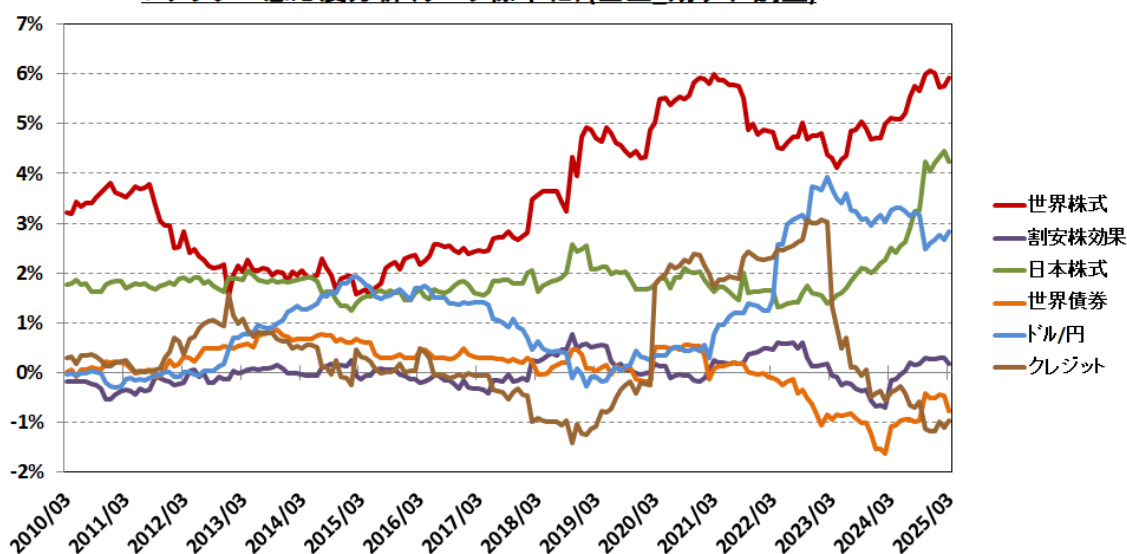
① ファクター感応度

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。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。

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

ファクター感応度分析(リスク標準化)(基金 期ずれ調整)

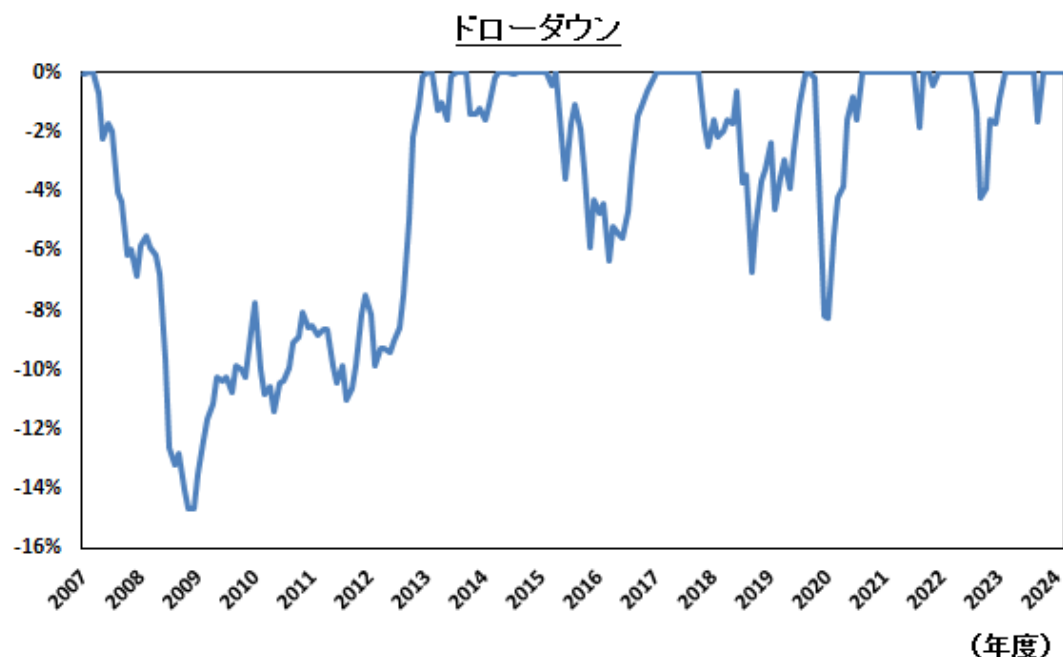


てきたが、ここ数年は高水準で横ばいとなっている。それでも、株式市場の変動は基金の最大のリスク要因であり、現状では6%弱、すなわち、世界株式の1標準偏差の変動（昨年度末時点でおおよそ15%）が基金の運用利回りに6%程度の変化をもたらす水準となっている。次に感応度が高いのは日本株式である。これは、基金のおおよそ3割を日本株式に配分していることが影響しており、また株価上昇に伴い基金での比率も上昇しているため、上昇傾向となっている。一方、外貨建て資産の比率も上昇しているが、2022年度から外貨建て資産の比率を30%程度に抑制するため為替ヘッジを開始したことからドル円に対する感応度は低下傾向にある。

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。



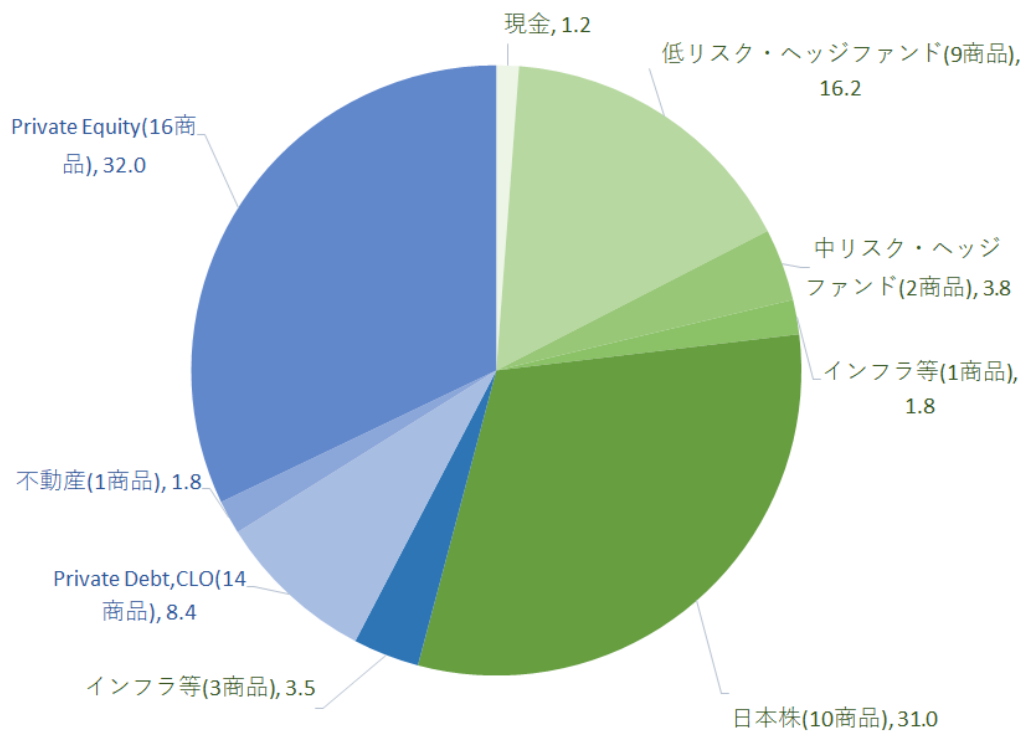
③ 流動性リスク

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繰り入れ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。つまり、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、中期の財政計画において基金からの教育研究予算への繰り入れは 4%以下で計画しており、かつ、学校法人財政の特徴からその額に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。

運用商品類型別配分（％）



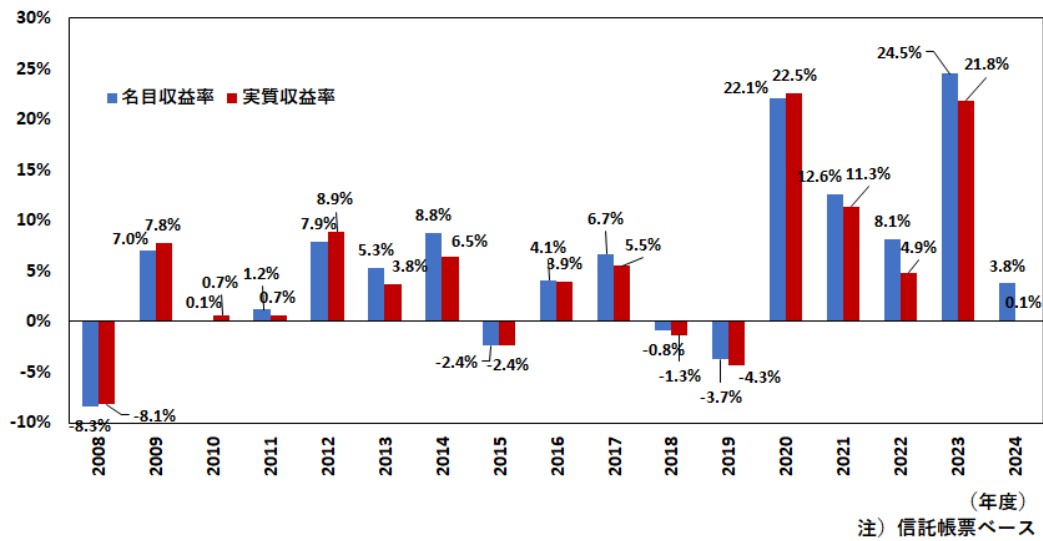
（３） パフォーマンス実績

① 総括

2024 年度の基金の運用実績は、信託帳票ベースで名目 3.8%、インフレ率を考慮した実質で 0.1%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。一昨年度まで株式市場の上昇と円安の進行という良好な市場環境により高い収益率を維持してきたが、2024 年度は、日銀の金融政策が利上げ方向に転換したことや、米国の政権交代による不透明感の増大等により、株価横ばい、円安トレンドの終焉という市場環境になった。

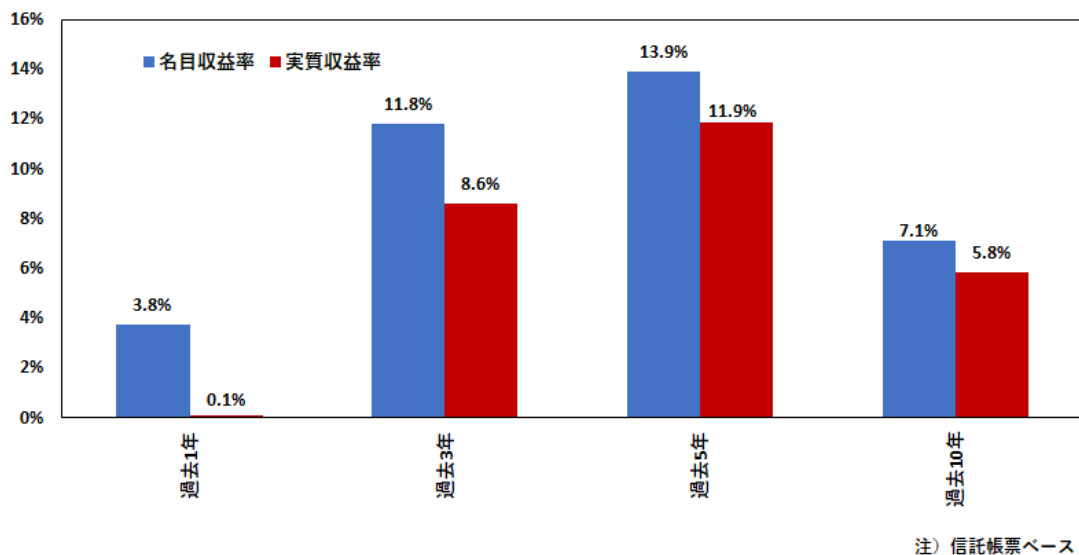
一方で、消費者物価指数は 3%を超える上昇と物価上昇の基調は維持されており、実質収益率はほぼ 0%と厳しい結果となった。

基金収益率



長期の収益率をみると、特に 2020 年度以降は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 248 億円の評価益であり、簿価に対しては約 35% の余裕がある。

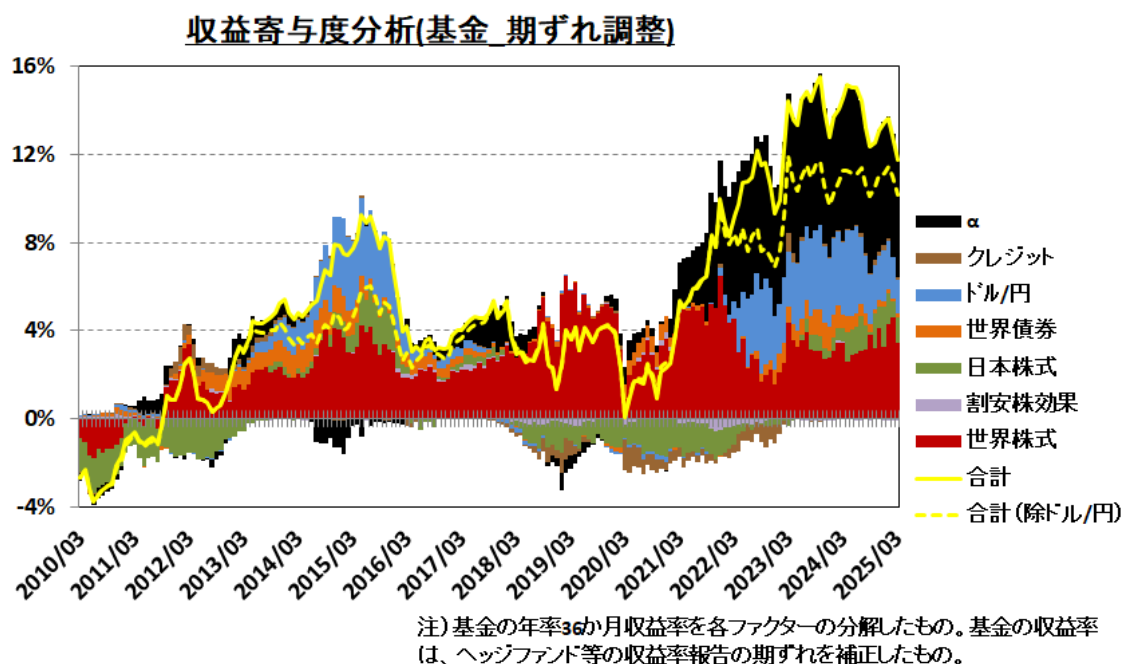
2024年度末までの累積収益率（年率）



② ファクター寄与度分析

次図は、過去 36 か月の各ファクターの収益率とそれに対する基金の感応度を元に、基金全体の過去 36 か月間の収益率を株式、金利、クレジットなどの各ファクタ

一の寄与度とその他（ α ）に分解したものである。



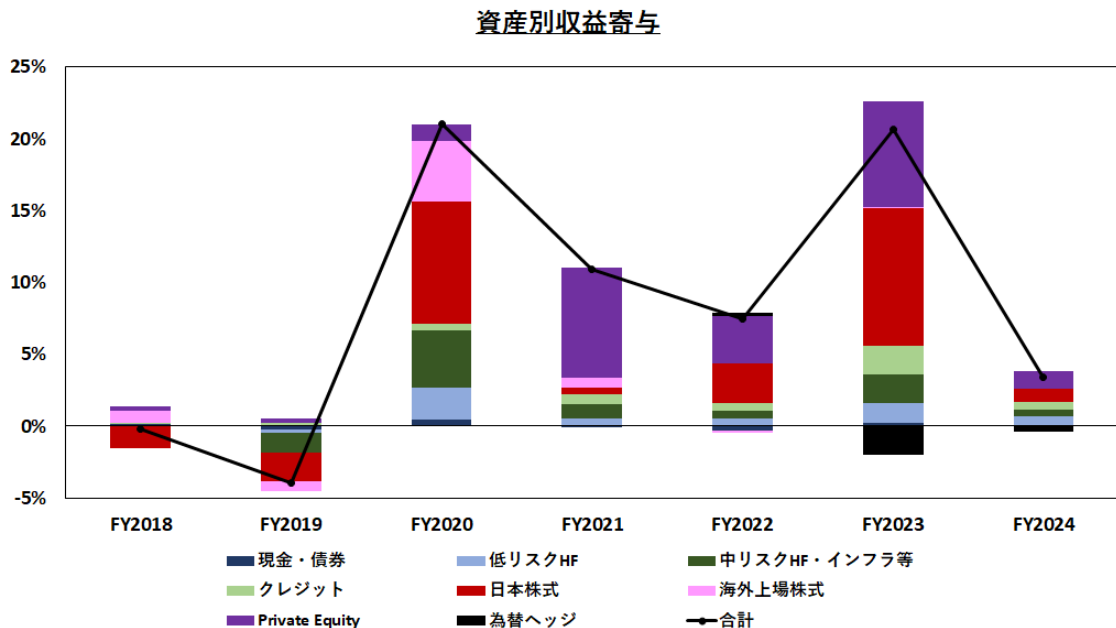
α は、全体の収益からファクターの寄与を除いた残差で、例えば、運用商品選定におけるカテゴリー選択効果（例：上場株式にするか PE にするか）や選定商品の市場平均に対する超過収益からの寄与などであり、基金運用の巧拙を測る指標の一つである。

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ている。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、クレジット等の配分が大きいことが貢献していると考えられる。なお、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。

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。



2024 年度の資産別の収益寄与では、特に大きくプラスにもマイナスにも貢献した資産クラスはない。長期で見ると、日本株式及び PE の貢献が大きい。

④ 資産別運用概況：PE

資産配分

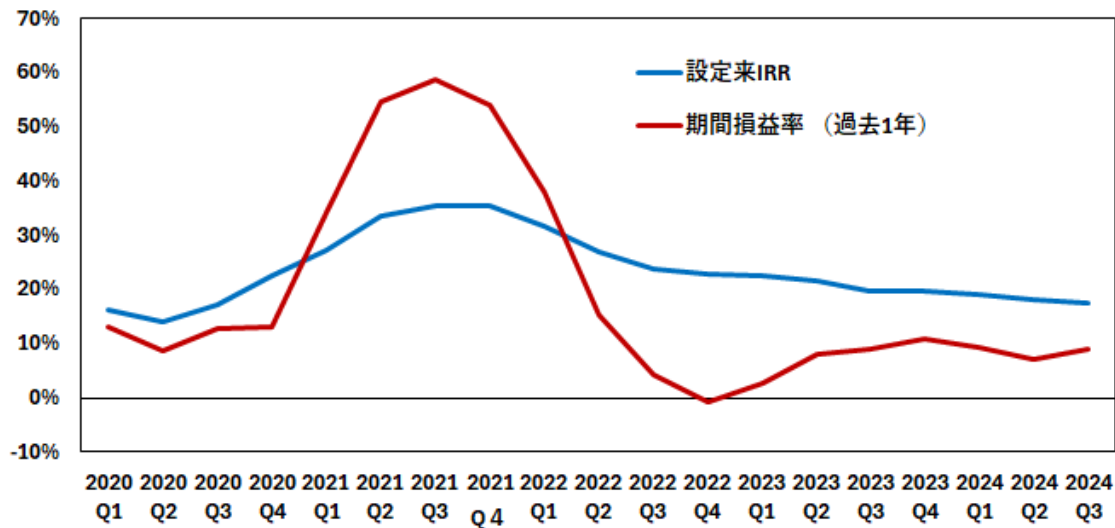
一般に、PE は上場株式とは異なり流動性制約があり、簡単に解約することができず、その見返りとして収益率が高くなる（流動性プレミアム）。この点において、もともと資金ニーズの変動が小さく、流動性制約が大きい商品への投資が可能な大学基金は、この流動性プレミアムを享受するのに適している。また、海外上場株式の割高感が強い中、GP（General Partner、PE の運用者）による経営改善効果により上場株式を上回る収益率が期待できるため、現在は長期資産の約半分（資産全体では約 3 割）の組み入れ比率となっている。

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設定来 IRR と期間損益を示す⁵。

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 2024 年 Q3 まで。

PEポートフォリオ：設定来IRRと期間損益率



2020 年度から 2022 年度にかけて絶好調であった PE は、2022 年度以降に上場株式市場の低迷の影響を受けて以降、期間収益が低下している⁶。2023 年度以降、回復の兆しはあるものの、ドルベースで 10%程度収益率に留まり、期待した流動性プレミアムによる高い収益率は実現できていない。設定来の IRR は高水準であるが 2021 年の好調の“遺産”を食いつぶしながら徐々に低下傾向にある。低水準の収益率が続いていることから、市場関係者の一部からは「過去 10 年間の好調は、上場市場の活況、それによる IPO 等の良好な Exit 環境、低金利という特殊な環境がもたらしたもので将来の持続性は疑問」との声も聞かれる。また、金利上昇により、投資先企業の EBITDA に占める利払い負担が 2-3 割程度から倍増しているとの指摘もある。GP からは、M&A や事業構造の改革などによる付加価値で金利負担の上昇は相殺できるとの声もあるが EXIT 時の株価評価の倍率も金利上昇の影響で低下傾向と言われている。Exit が低調な中、これまで新規コミットメントは抑制してきたが、当面は慎重なスタンスを継続する。

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

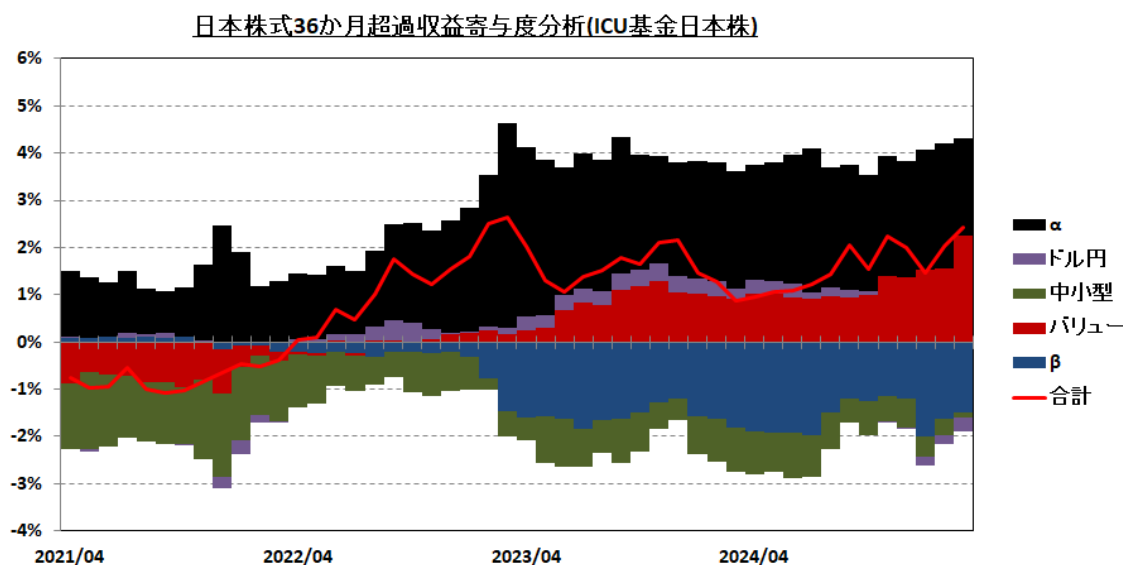
⁶ PE は、時価評価が四半期ベースで行われるため、上場株式と比較して変動は少ない。しかし、投資先企業の時価評価において上場している類似会社の株価評価を参照しているため、上場株式市場の変動の影響を間接的に受ける。

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(基金全体では約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、3.0%と東証株価指数の-1.6%を上回った。株式ポートフォリオは、小型株と割安株への投資にスタイルが偏っているが、2024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。



小型株と低 β （昨年度末で約0.9）バイアスによるマイナス寄与をバリューバイアスと 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。

⑥ 資産別運用概況：為替ヘッジ

資産配分

基金の高い運用目標に合致する運用商品は外貨建てのものが多く、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

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。

と負債のキャッシュフローを一致させるために外貨建て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、これを上回っている外貨建て資産の比率分だけ為替ヘッジを行っている。

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およそ 4%のコストが発生している。一方、ドル円のレートは年度を通して約 1%の円高となった。結果としてヘッジのトータル・リターンは 3%程度のマイナス、年度通期で基金全体に対して約 0.4%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・中リスク合計でポートフォリオ全体の 20%弱を配分している。流動性を重視する短期資金を中心にヘッジファンドを活用している。

収益寄与

2024 年度は、低リスクヘッジファンドで+4.1%、中リスクヘッジファンドで+13.4%の収益率となった。基金の収益率への寄与は、それぞれ 0.6%、0.4%であった。特に中リスクヘッジファンドで組み入れられている世界株式を対象とするマーケット・ニュートラルが好調であった。逆に、特に低リスクの領域で不振なファンドも散見され、商品別の収益率の格差が大きくなっている。

⑧ クレジット関連商品

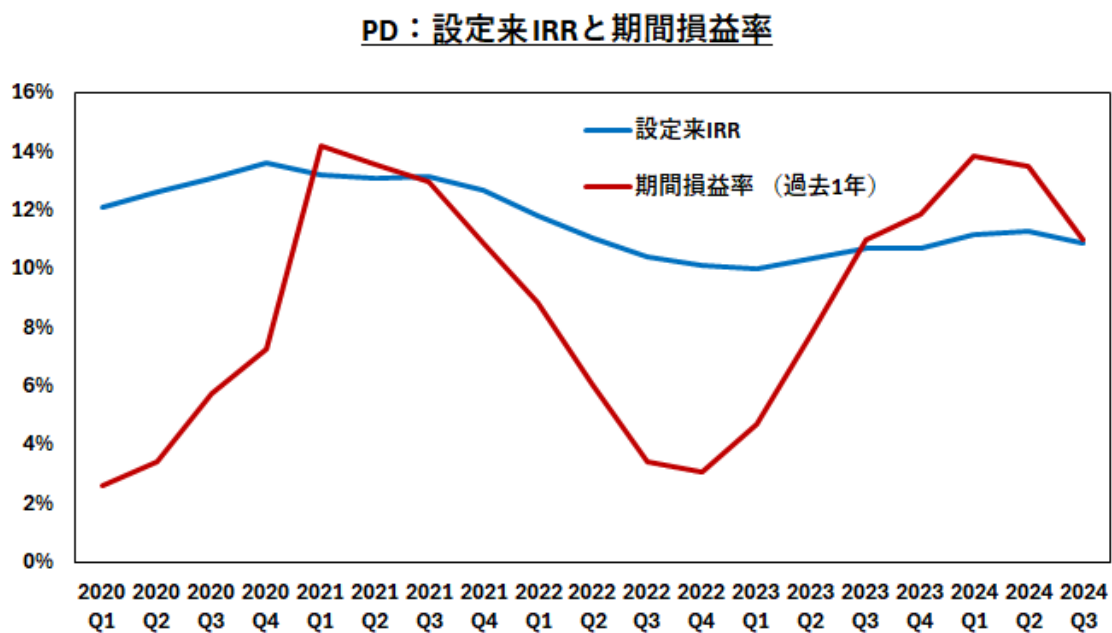
資産配分

本学の運用目標はインフレ+4%であるが、これに為替ヘッジコストを勘案すると 11%の収益率となる。この水準の収益率を目標としているオルタナティブ商品は、ヘッジファンドではあまりなく、中小型企业を対象にするカレバレッジを活用する Private Debt、同じくレバレッジを活用する航空機リース、CLO Equity などのクレジット関連商品が中心となる。これらの商品は、マクロ経済環境の急激な悪化に対しては脆弱性があるものの、収益の源泉がヘッジファンドのように運用担当者のスキルという曖昧なものではなく、借入の契約等であることからリターンの再現性が比較的高いと考えられる。

このような理由から、商品による収益率の格差が大きいヘッジファンドの配分を引き下げ、クレジット関連商品の配分を引き上げており、昨年度末で、基金全体のおよそ 10% 程度の配分となっている。

収益寄与

次図は、PD ポートフォリオのドルベースの収益率である⁸。



昨年度に残高が 50 億円を超え収益率が安定してきたが、現状で期間損益率も 11% 程度で安定してきている。昨年度は、基金全体に対しては 0.5% 程度の寄与となっている。

⁸ 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。データは 2024 年 Q3 まで。

4. 今後の運用計画

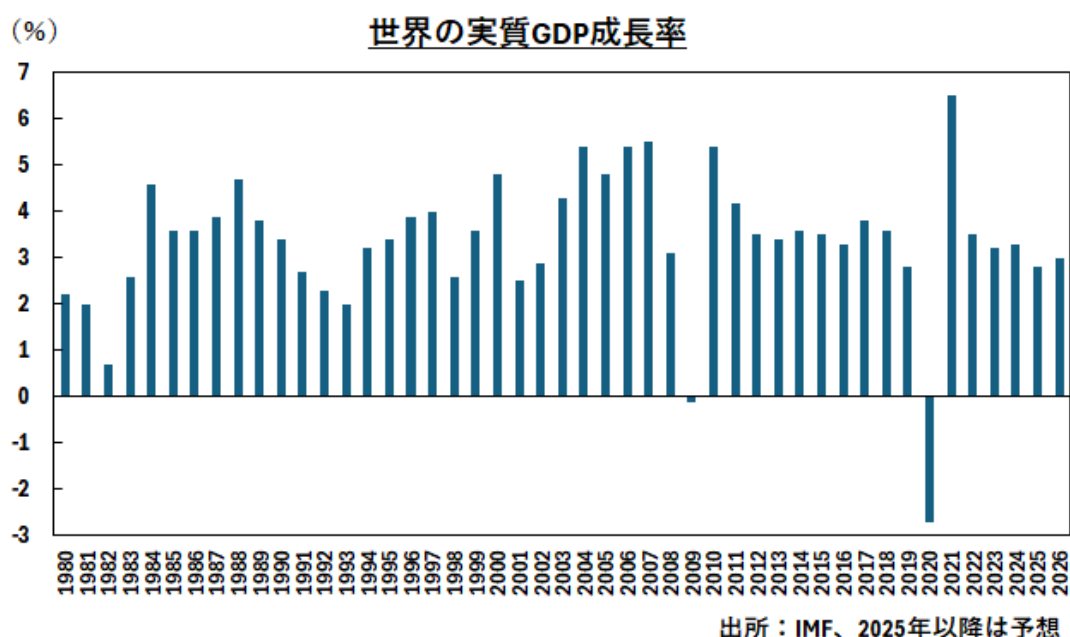
(1) 経済成長

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⁹。

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、第2次トランプ政権による貿易紛

⁹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。

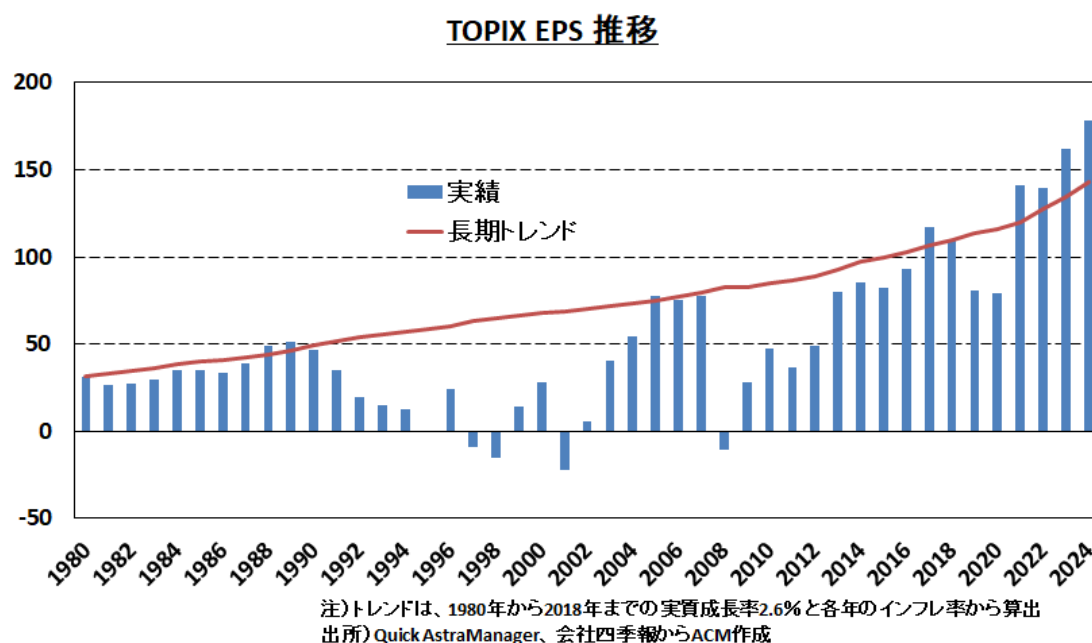
争の勃発など大きなマクロ経済環境の変動があった。しかし、振り返ってみればこの 45 年間で世界経済は年率 3.4%の実質成長率を達成し、短期的な変動はあっても趨勢として成長率の鈍化も見られていない。また、今後の成長率も IMF では引き続き 3%程度の成長を予想している。

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懸念材料は存在するが、長期の投資ホライズンに立ち運用される本学基金¹⁰にとって運用戦略の抜本的な変更が迫られるような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。

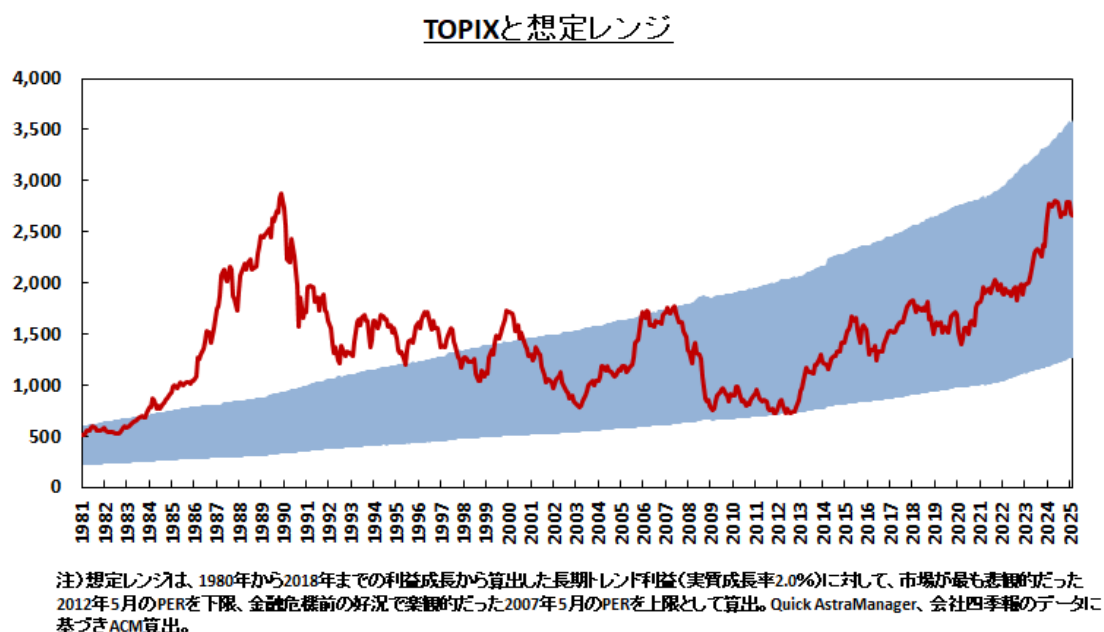


¹⁰ 2025 年度の基金から高校・大学の教育研究予算への繰り入れ予定額は約 20 億円である。これは、昨年度末の基金残高およそ 700 億円の 2.8%である。しかし、将来の給付型奨学金等の負担の増加などを保守的に勘案し、毎年基金残高の 4%の繰り入れを教育研究予算へ繰り入れるという前提で、基金の運用計画を策定している。これに基づく、基金の平均運用期間は 20 年を超えることになり、投資環境の検討についても超長期の視座で検討する必要がある。

ここ数年の好調な企業収益の背景には、世界的な新型コロナによる経済停滞からの回復、円安による輸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

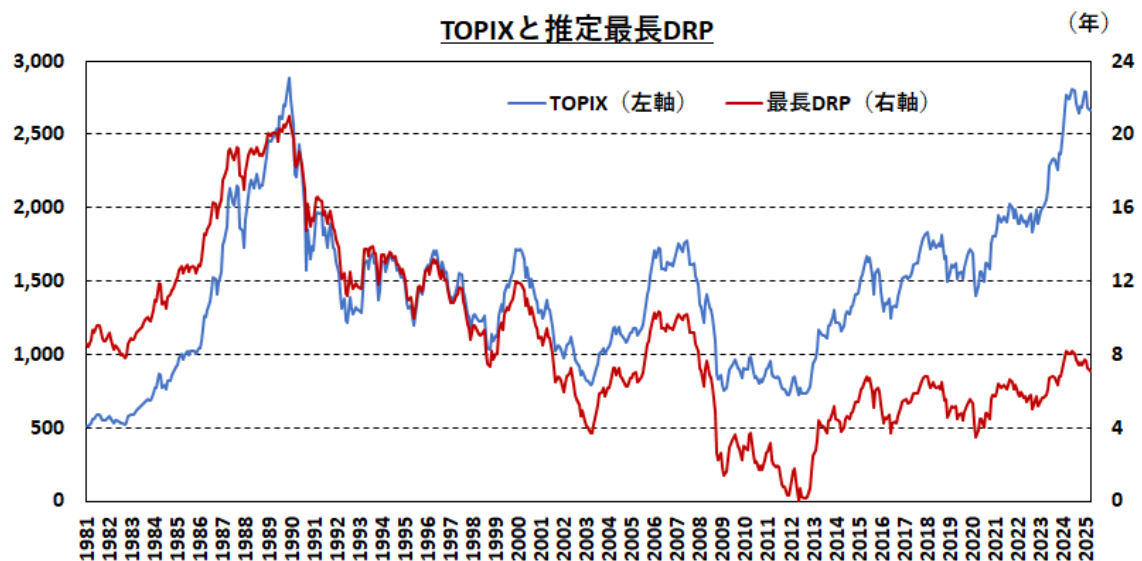
次図は、前述の TOPIX 採用企業の利益の長期トレンドを基に、TOPIX の想定レンジを算出したものである。



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。¹¹

¹¹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



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実質成長率 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

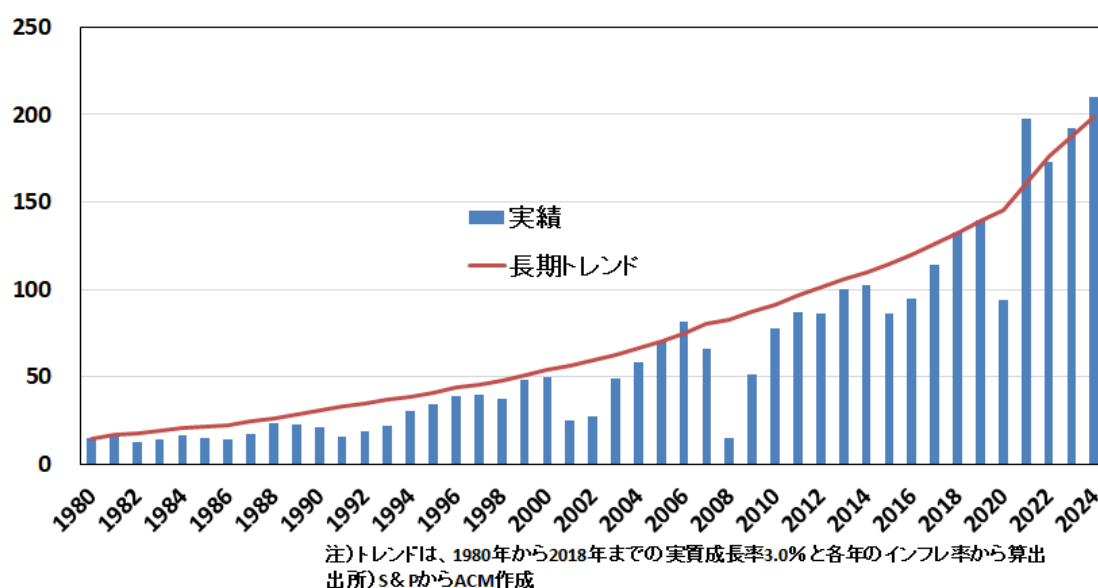
① 企業収益

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

前の 10 年間で 5 倍以上に上昇した反動でもある。

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は堅調に推移している。インフレ率が落ち着いてきたことにより、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。

S&P500 EPS 推移



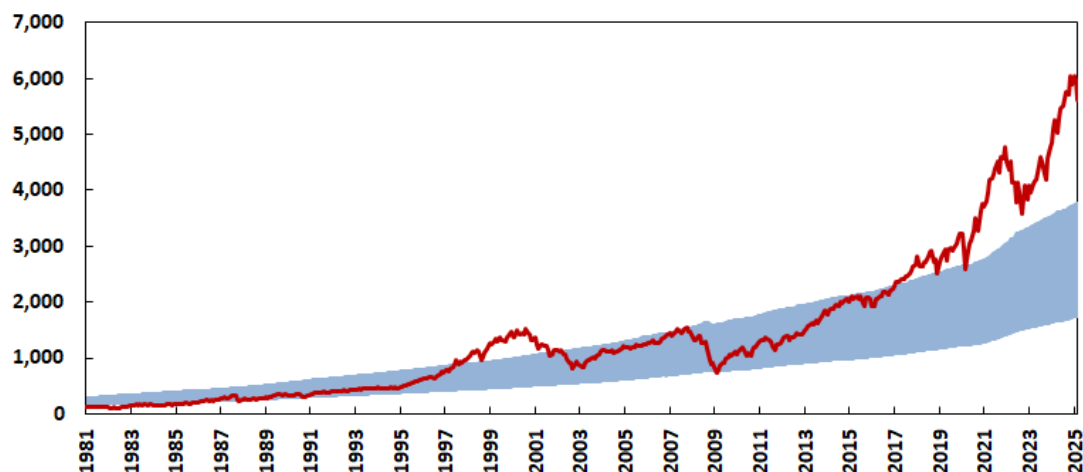
今後は、AI関連の主力銘柄であるNVIDIAの時価総額が500兆円に達するなど、市場の期待が高まっているAI及びネット関連銘柄で実際に高株価を支えるに足る長期かつ持続的な巨額の利益が生み出されるかが注目点であるが、上場企業全体の利益をここからさらに急加速させるほどの広範囲かつ高収益なビジネスモデルが確立されているとは言い難い。

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、株価が調整するか、の二つの可能性があるが、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

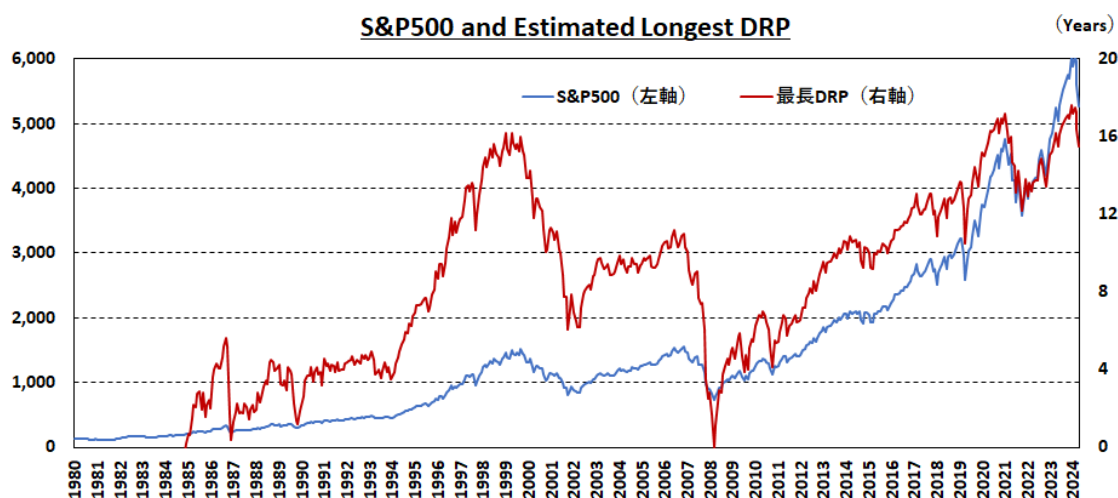
¹²。DRP は 10 年を越え、過去のレンジの上限に位置しており、何らかのショックにより株価の急落が起これば、回復まで長い期間が必要になる可能性が高い。

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2.5%)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2007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。2025年4月16日まで

S&P500 and Estimated Longest DRP



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

¹² 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。

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。ただし、PE 市場は、3 年前の上場市場の調整をきっかけに資金回収が低迷している。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）クレジット

前述のようにクレジット関連は他のオルタナティブ商品に比較して安定した収益を期待できると考えており、今後も配分を増やす。しかし、投資（融資）対象が脆弱な中小企業である場合が多く、ファンド当たりの投資額を抑制しポートフォリオの分散を図る。

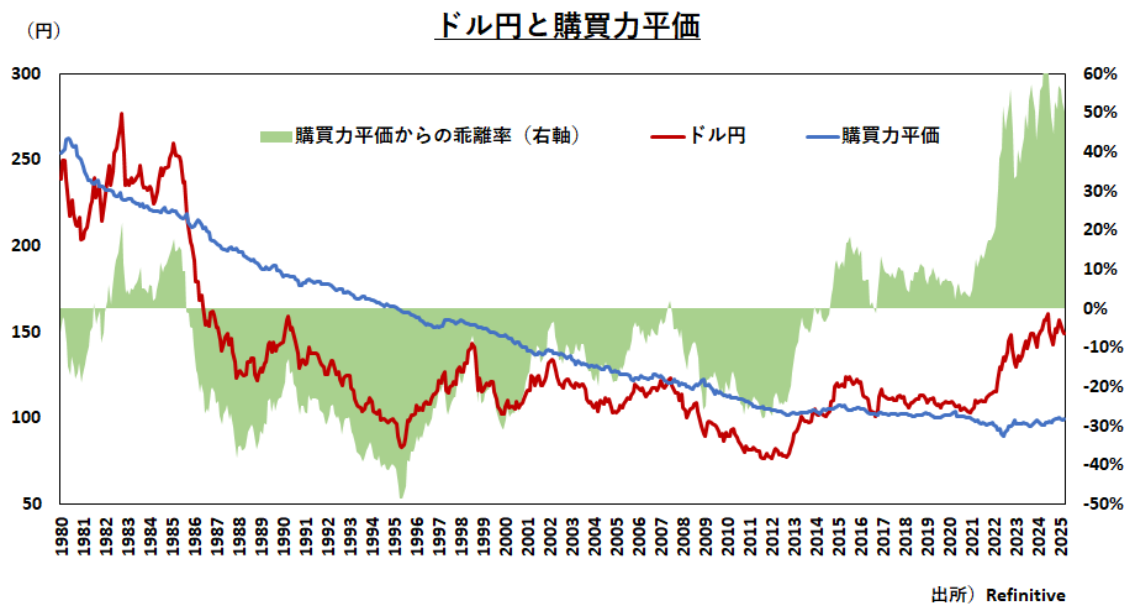
（５）ヘッジファンド

前述のクレジット商品と比較すると運用担当者のスキルへの依存が大きく、期待収益率達成に対する信頼度は他の商品と比較して相対的に低い。また、期待収益率そのものも低い。従って、配分は削減する。

（６）為替

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 (Purchasing Power Parity, PPP) がある。PPP は、2 国間の物価が均衡する為替レートで、例えば、ビックマックが、ニューヨークの価格が 5.69 ドル、東京での価格が 480 円の場合、両者が均衡する為替レートで、この場合、ビックマックの購買力平価は 84 円 36 銭となる。

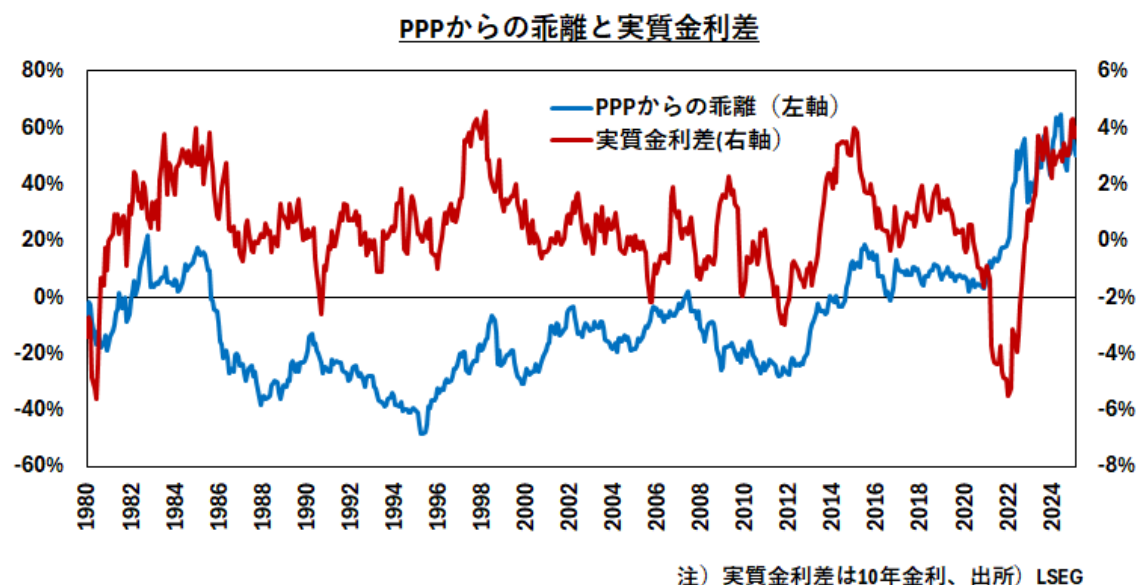
実際に為替市場の分析で用いられる PPP は、特定の品目ではなく広範な品目の価格に基づく物価指数から算出したものであるが、為替相場がこれから大きく円安に乖離すれば日本からの輸出が有利になり、輸出の増大し貿易収支の改善から円高方向、逆に円高に乖離すれば円安方向へ回帰する圧力が生じる。次図は、ドル円相場と PPP との関係を示したものである。



PPP は、必ずしもその時点の為替相場に対する説明力が高いわけではなく、金利差、貿易収支、景気、政治状況などの影響もあり時として上下に 50%程度の乖離がみられる。あくまでも長期的な指標であり、短期の市場変動を説明するものではないが、過去最高水準の PPP からの乖離は円高リスクを示唆する。

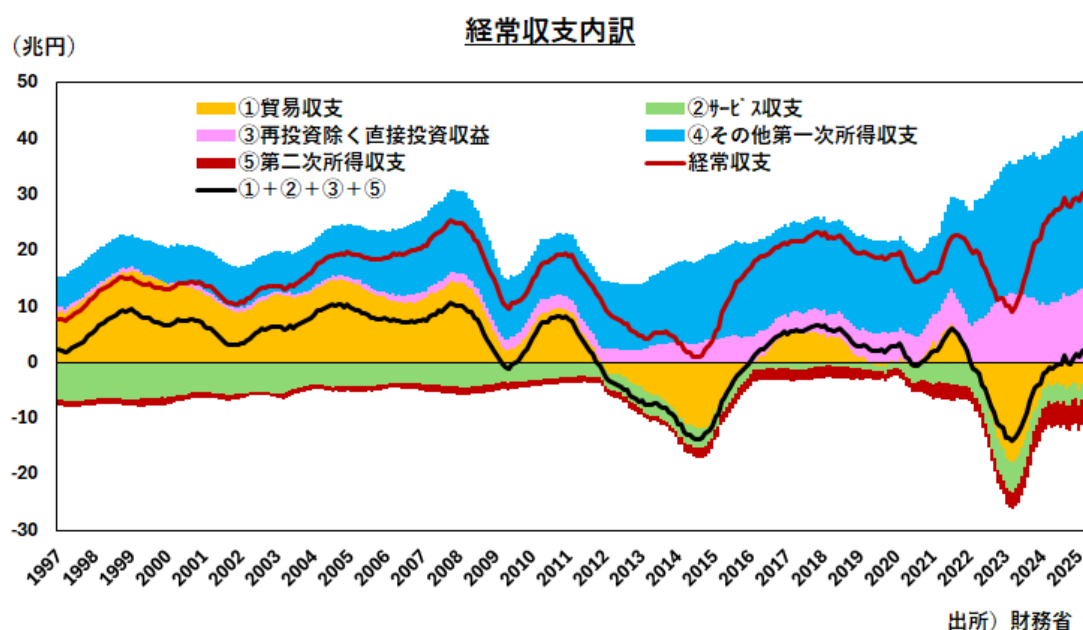
次に、為替市場に影響を与えるとされる実質金利差と PPP からの乖離を次図に示す。

金利差は高水準であるが、今後は日銀の金融政策正常化による日本の実質金利の上昇も予想され、これも円高リスクを示唆する。



PPP、金利と並んで為替市場に影響を与えるのが資金フローである。次図は、経常収支の内訳である。日本の経常収支は歴史的に高水準であるが、その多くが証券投資に伴

う金利収入や現地で再投資に回される直接投資収益であり、経常収支の黒字（図の赤線）は最早円高要因にはならないとの声も聞かれる。しかし、直接投資の収益のうち本邦に還流される配当金等を勘案すると、貿易・サービス・直接投資収益・第2次所得収支の合計（図の黒線）は黒字を回復している。資金フローでは、これ以外に NISA 導入に伴う海外証券投資等もあるが、一方でその他の第一次所得収支の中の利子・配当収入の一部は国内に還流している部分もあり、ここからも一方的な円安進行のシナリオは想起されない。



以上を総合的に勘案し、基金の外貨建て比率の 30%を維持する。

以上