

2026 年 7 月 8 日

学校法人国際基督教大学
総務担当常務理事・基金担当理事
新井亮一

2025 年度の引当資産の運用実績と今後の方針

要約

(2025 年度の運用実績)

本学基金の 2025 年度の収益率は、信託帳票ベースで+18.6%、ヘッジファンド等の期ずれ調整後で+18.9%の収益率となった¹。米国の関税政策やホルムズ海峡を巡る地政学リスクの顕在化など、年度を通じて市場のボラティリティは高かったものの、その後の関税政策の軟化、好調な企業業績、年度後半の高市政権発足に伴う積極財政への期待を背景に国内株式市場が大幅に上昇し、加えて円安基調の継続が外貨建て資産にプラスに寄与したことから、二桁台後半の高い収益率となった。当年度のインフレ率は 1.3%の上昇で、インフレ率を控除した実質収益率は 17.3%と目標の 4%を大きく上回った。また、過去 10 年間の年率収益率は名目で 8.5%、インフレ率を控除した実質年率収益率は 7.1%と、基金の目標実質収益率を約 3%超過している。

(今後の運用方針)

引き続き、基金の高い目標収益率を達成するために内外の株式を配分の基本とする。ただし、海外上場株式については、中心となる米国市場が割高との判断を維持しており、引き続き上場株式に代えて PE での運用を中心とする。また、国内株式市場についてはこれまで相対的に割安とみてきたが、株価の上昇が進み、長期の想定レンジの上限に接近している状況にあることから、配分の引き下げの方向で検討する。債券は、後述のように長期的な実質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。株式以外の資産では、Private Debt のうち、契約や担保に基づき株式に匹敵する高いリターンが期待できるアセットベースド・ファイナンス (ABF) 等のクレジット関連商品、インフラ関連などで為替ヘッジ後でも基金の目標利回りを大きく上回るオルタナティブ資産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、外貨配分は引き続き、下限とする 3 割程度を超える部分についてヘッジを維持する。

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（2026 年 3 月末）

（1）概要

簿価：474 億円

時価：813 億円

評価損益：339 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担当常務理事が承認する。

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開示し、“情報開示によるガバナンス”を目指す。さらに、ポートフォリオの期待収益率が基金の運用目標を下回っていないことを確認するコンサルタントによる評価も開示し、過度に保守的な運用になるリスクを回避する。

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、CIO 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

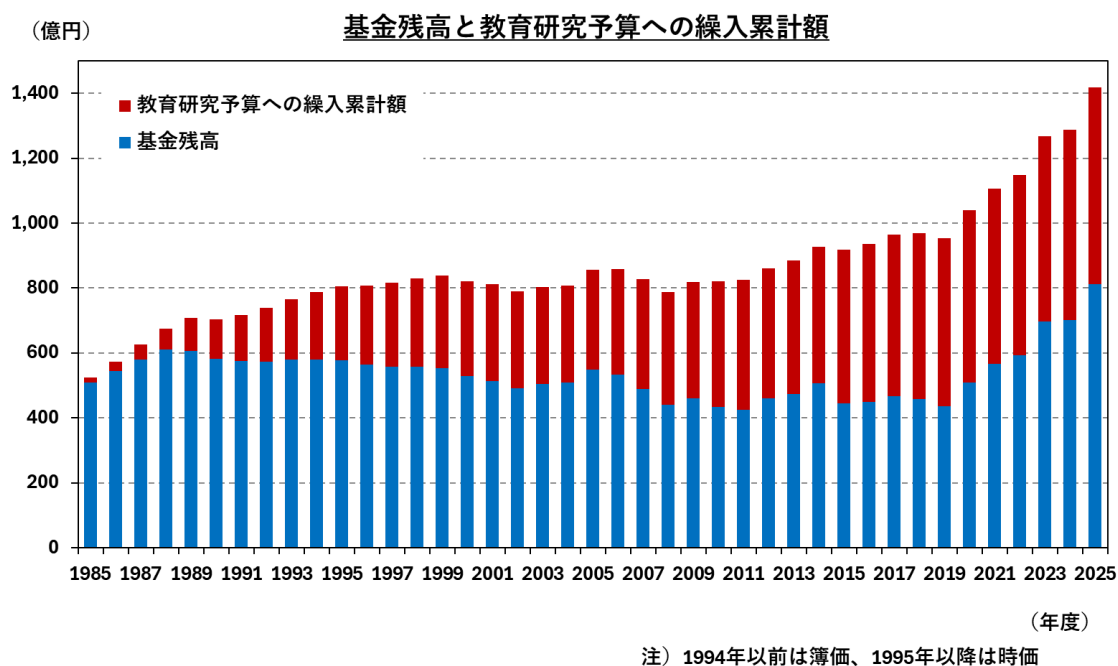
現在約 800 億円の基金の財源は、寄付金とその運用益である。具体的には、1970 年代にそれまで所有していた土地を東京都に売却した際の売却代金（売却された土地は、現在は都立野川公園となっている）が主たる財源になっている。この土地は、本学の理念にご賛同いただいた日本全国の多くの方からの寄付金を原資にして献学時に購入されていた。従って、直接的には土地の売却代金であるが、元をたどれば献学時の寄付金で

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全ての教育研究経費を賄うことができず、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。なお、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%を超える給付型奨学金を支給しているが、この財源は寄付金とその基金の運用益である。

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２０２５年度までの累計で６０４億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１８%に相当する。



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。

本学は、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

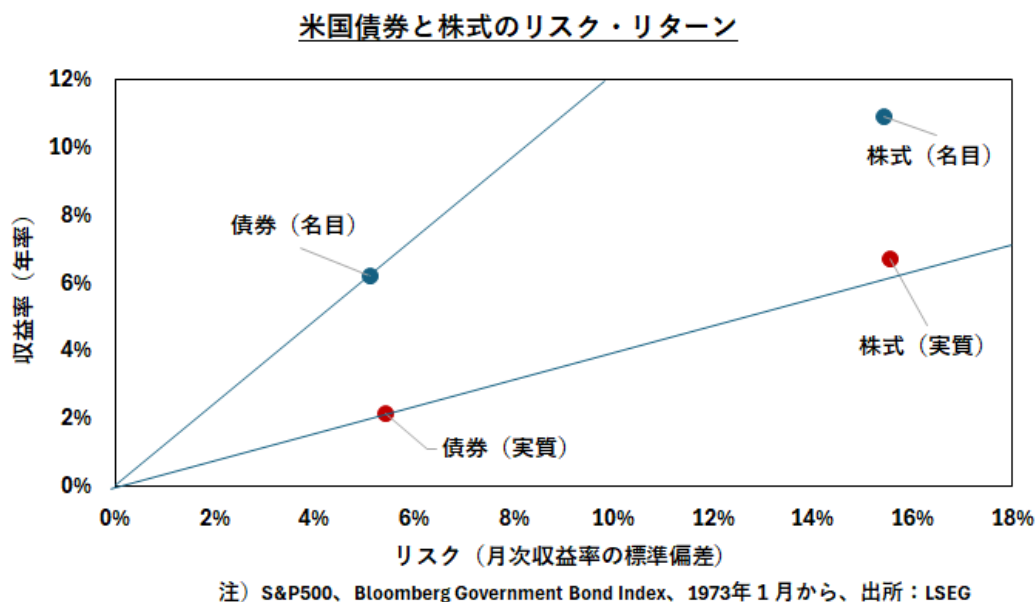
私立大学を中心に多くの大学で同様の財政運営が行われている。例えば、米国ハーバード大学は、約 10 兆円 (687 億ドル) の運用資産を保有し、その運用益から約 3,700 億円 (25 億ドル) の資金を教育研究に充当している。運営費の約 40% を基金の運用益が占めている²。

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

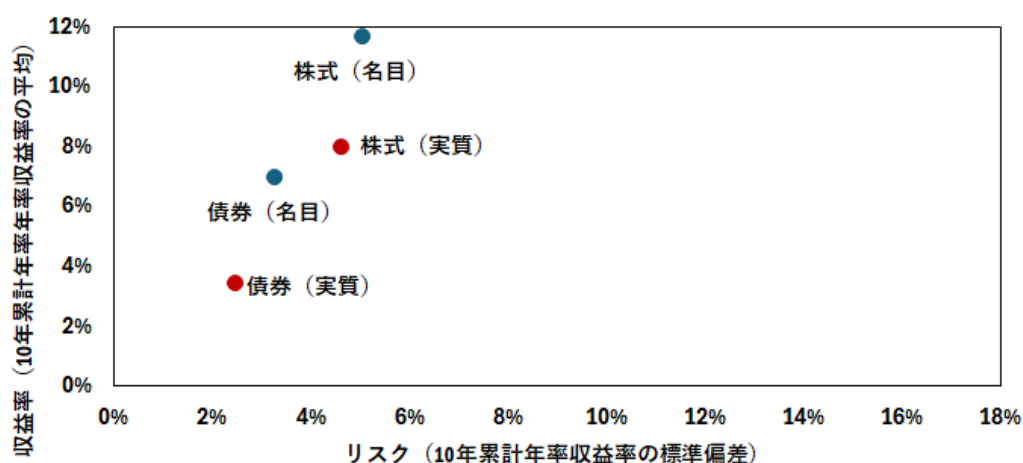
一般に、資産運用において株式と債券への分散投資が推奨されているが、目標収益率が高い本学基金においては、債券は基本的な投資対象とはしていない。次図は、長期のデータが入手可能な米国市場における 1973 年からの株式と債券のリスク・リターンである。債券は、名目値でみると、長期の収益率は 6% 程度となり、図の直線で示されるリスク量辺りの収益率であるシャープレシオが株式と比較して高い。しかし、物価上昇率を除いた実質収益率で見ると、わずか 2.2% と基金の目標の 4% を大幅に下回り、シャープレシオも僅かではあるが、株式を下回っている。



² “Harvard University Financial Report Fiscal Year 2025”

また、このように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、月次ではなく 10 年累計の収益率及びその標準偏差をリスクとして分析した結果が次図である。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、名目でも債券とのシャープレシオの差が逆転している。

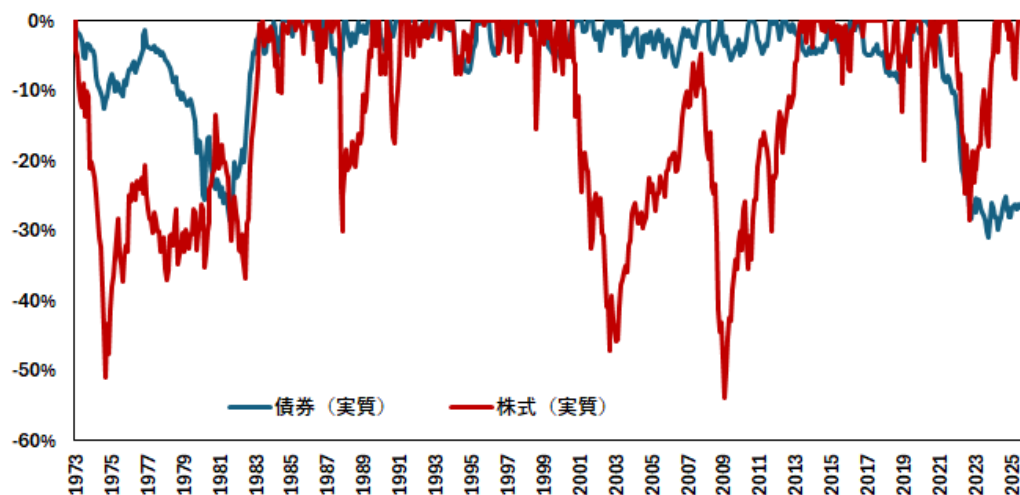
米国債券と株式のリスク・リターン



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

さらに、株式と債券の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

ドローダウンをリスク指標とすると、ここでも債券の魅力度は低下する。最大ドローダウンでは、株式の 50%には及ばないものの債券でも高インフレ期に 30%を超える局面もあった。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く、最早安全資産とは言えない。長期的な実質収益率極大化を運用目的とする大学基金においては、債券は投資対象とはならない。

一方、一般的な年金運用では債券が組み入れられている。これは、例えば企業年金では、母体企業の信用リスク管理の観点から、短期的な資産の変動率を抑制するのが目的である。しかし、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を抑制する必要は無く、短期の資産価値の変動はリスク指標とはせず、管理も抑制も行わない。

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、タイミングによっては元本割れでの売却で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 30 年以上を要した。しかし、そのような長期の値下がり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、むしろメディアのみならず専門家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、残存期間が 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する。

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する。

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、運用報告体制等を精査して投資対象となる運用商品

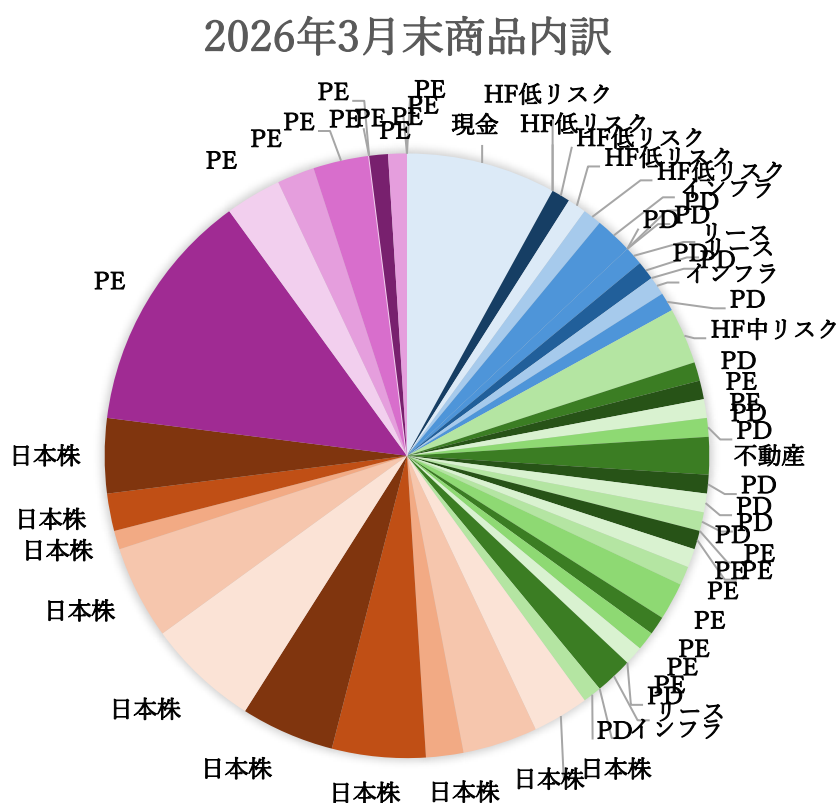
を提案し、財務担当常務理事が、外部運用コンサルタントの評価を確認して承認する。
なお、個別商品の組入れについては、以下を基本方針とする。

- 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

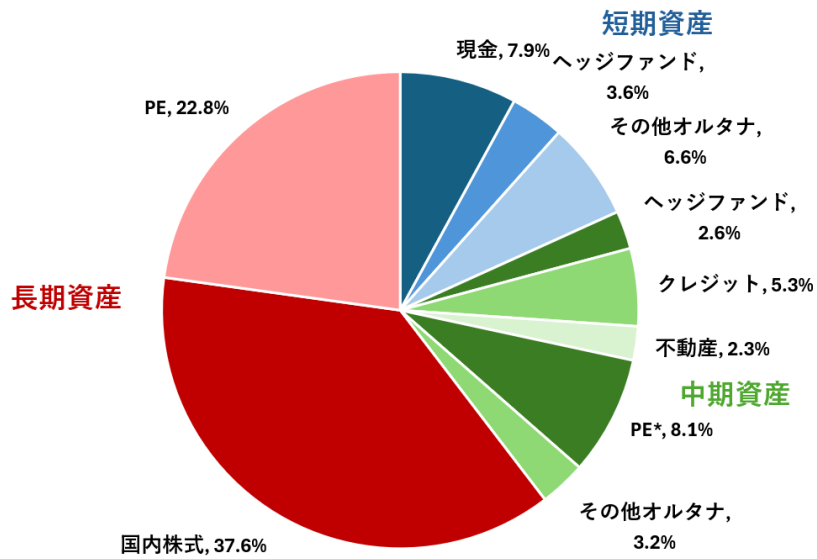
次図は、前期末の資産配分である。紫及び赤が長期資産、緑が中期資産、青が短期資産であるが、長期資産が約 60% となっている。なお、HF は、Hedge Fund、PD は Private Debt、PE は Private Equity を表す。それぞれの帯がファンドを表している。



2025 年度末で 59 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 年を下回ったもので、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。

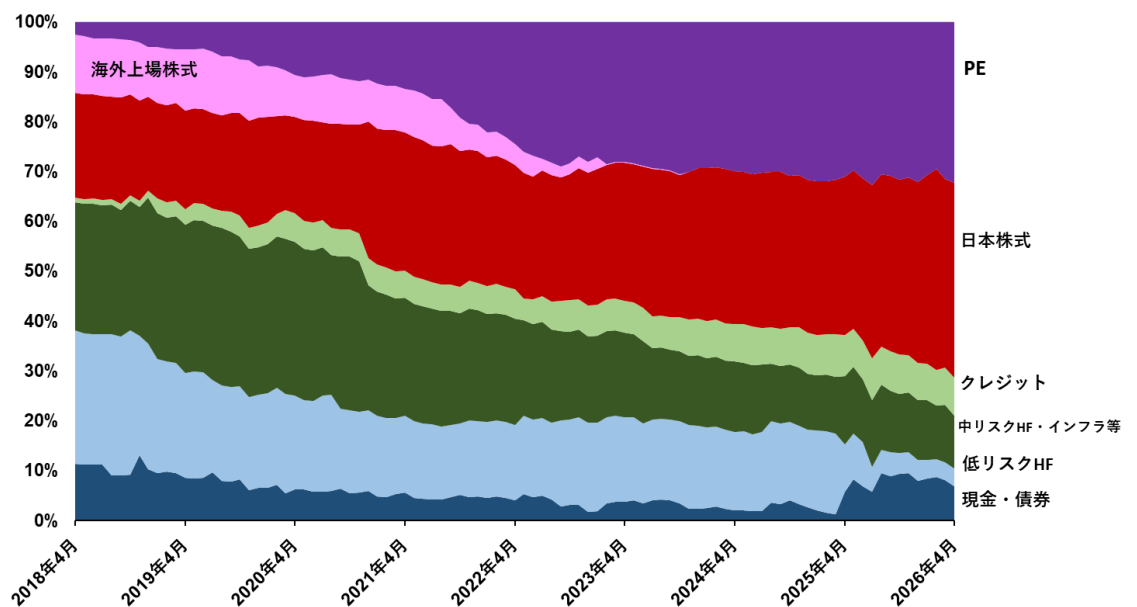
これを商品の種別でまとめたものが次図である。



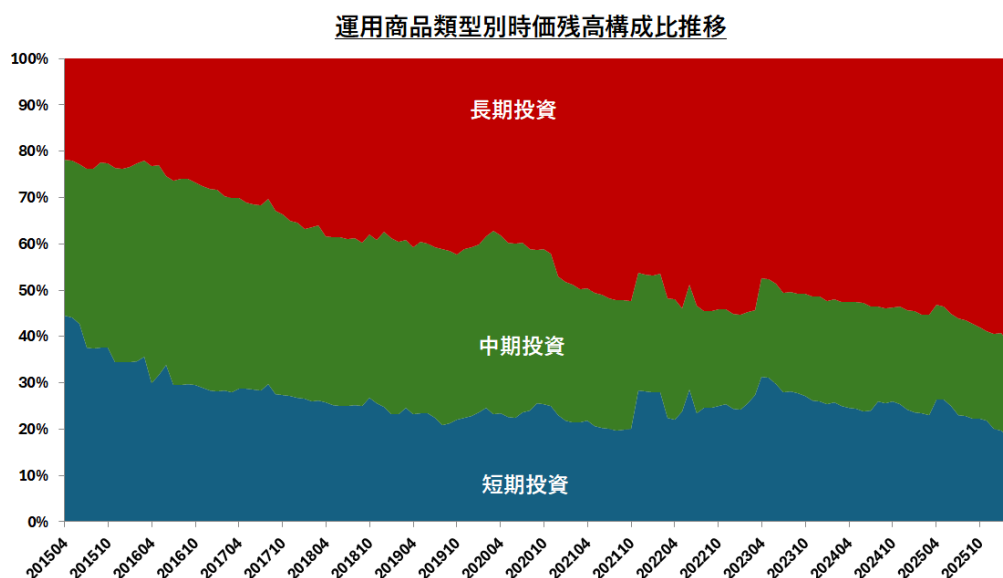
注) 中期資産のPEは、延長オプションを考慮しても運用期間が10年未満となったファンド

資産別の構成比の推移は次図の通りである。株式市場の上昇に伴い日本株式の比率が上昇し、PE、PD の比率も高水準で推移している。

資産別構成比推移



これに伴い、短中長の資産構成比は次図のとおりとなる³。株価上昇に伴う時価の増加を主因として長期資産の比率が拡大しているが、ほぼリスク許容度（60%以内）の範囲内で推移している。



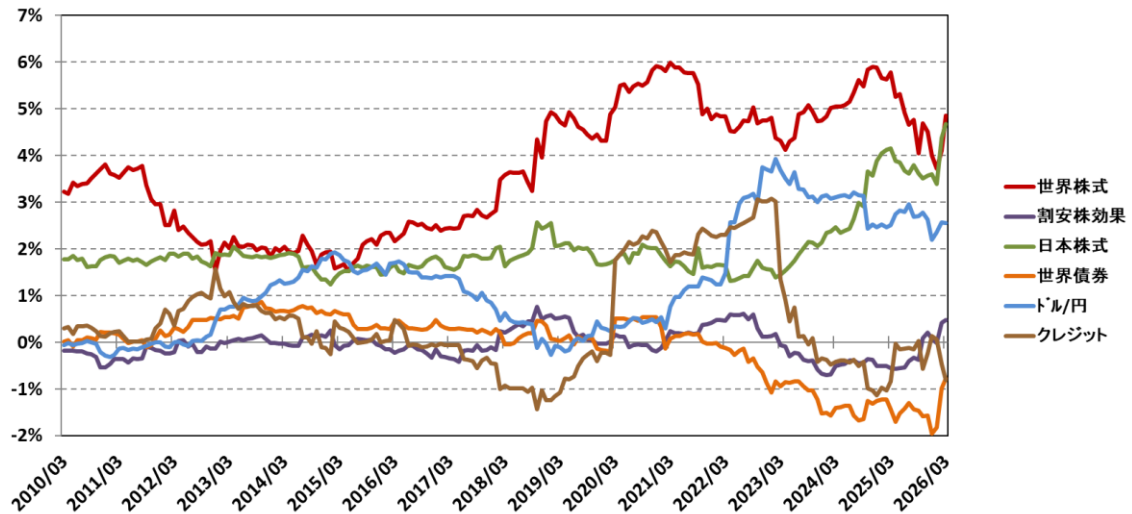
(2) ポートフォリオの特性とリスク

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。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 の収益率の差）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。

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。

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。なお、2020年以降にクレジットに対する感応度が高くなっているのは、新型コロナの発生後の一時的な市場の混乱でこの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。

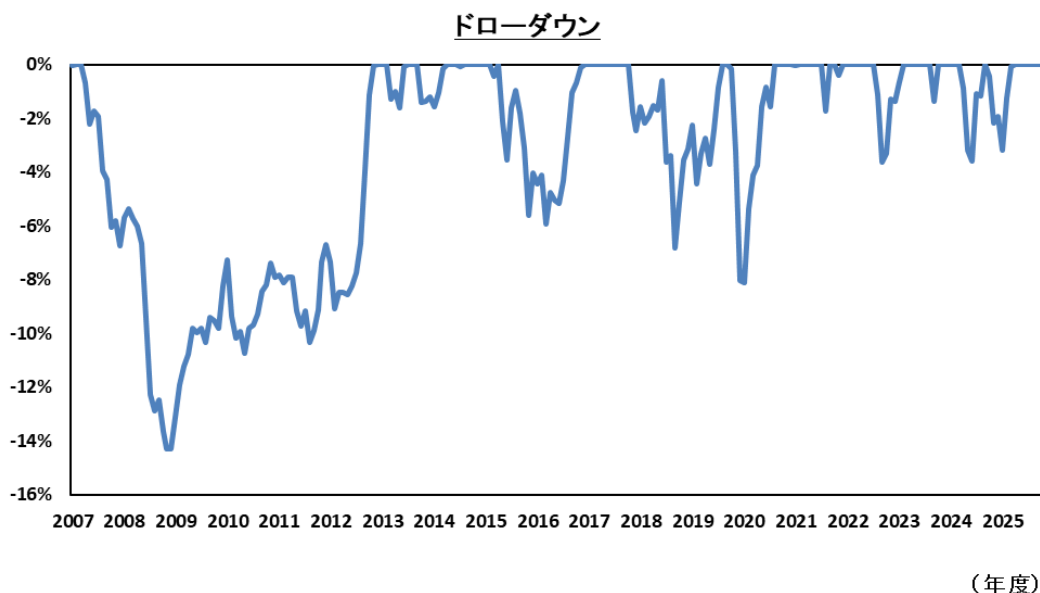
現在、感応度が一番高いのは世界株式である。2014年度以降、基金の収益率向上を目的に徐々に株式の比率を引き上げてきたことに伴い、株式市場に対する感応度が上昇してきたが、ここ数年は高水準で横ばいとなっている。それでも、株式市場の変動は基金の最大のリスク要因であり、現状では5%程度、すなわち、世界株式の1標準偏差の変動（昨年度末時点でおおよそ15%）が基金の運用利回りに5%程度の変化をもたらす水準となっている。同様に感応度が高いのは日本株式である。これは、株価上昇により現在では基金のおおよそ4割を日本株式が占めていることによる。一方、外貨建て資産の比率も上昇しているが、2022年度から外貨建て資産の比率を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やや低下傾向にある。

なお、PEは株式であることには変わりなく、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か月であり、最大損失率は約15%で

あった。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おり、当年度も良好な市場環境のもとで大きなドローダウンは発生していない。

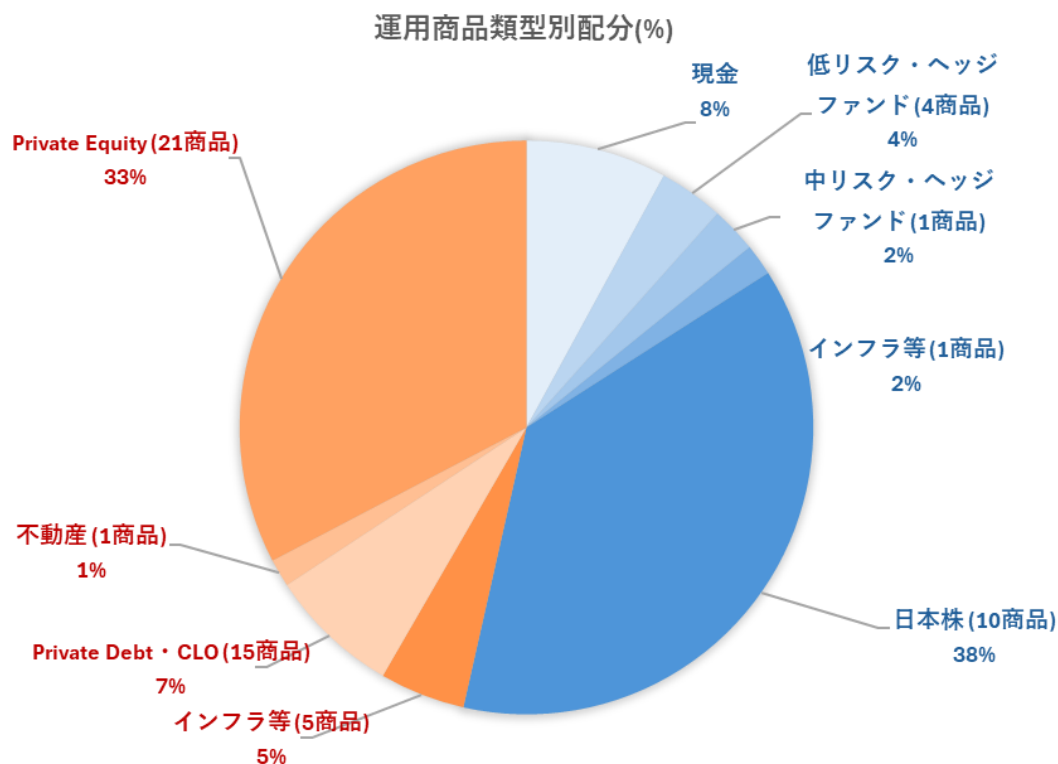


③ 流動性リスク

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、多くの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（青色）とクローズドエンド型の金融商品（オレンジ色）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、解約が制限され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。

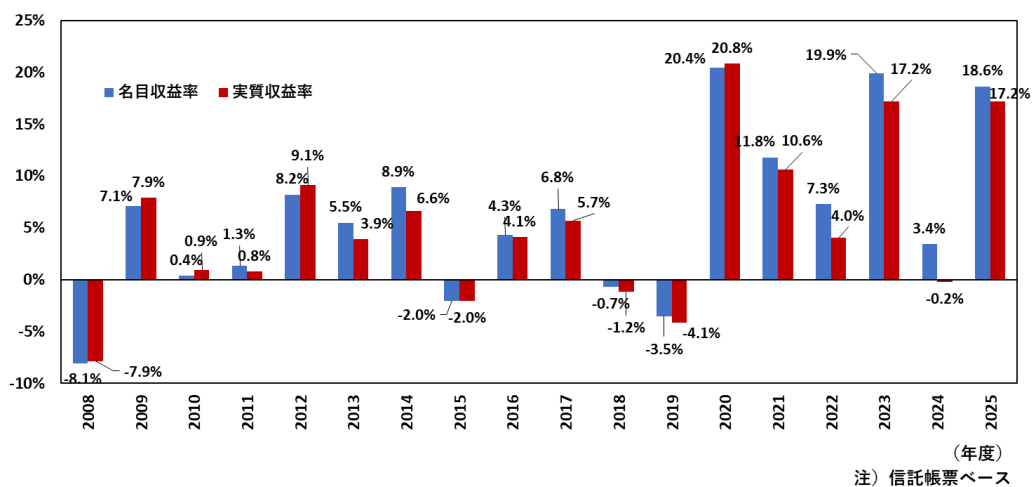


(3) パフォーマンス実績

① 総括

2025年度の基金の運用実績は、信託帳票ベースで名目18.6%、インフレ率を考慮した実質で17.3%のプラスとなった。次図に、2008年度以降の年度毎の収益率の推移を示す。当年度は、年度初めに米国の相互関税の発動を受けて株式市場が急落し、年度末には中東情勢の緊迫化を受けて再び大きく下落するなど、年間を通じてボラティリティの高い相場となった。しかしその間も、関税政策の軟化や企業業績の好調、年度後半の高市政権発足に伴う積極財政への期待を背景に国内株式市場は力強く上昇し、国内株式指数は前年度末比+34.6%の大幅上昇となった。本学基金は割安銘柄への投資を中心とした戦略でポートフォリオの4割を国内株式に配分しているため、この上昇相場の恩恵を享受でき、最大の収益貢献となった。

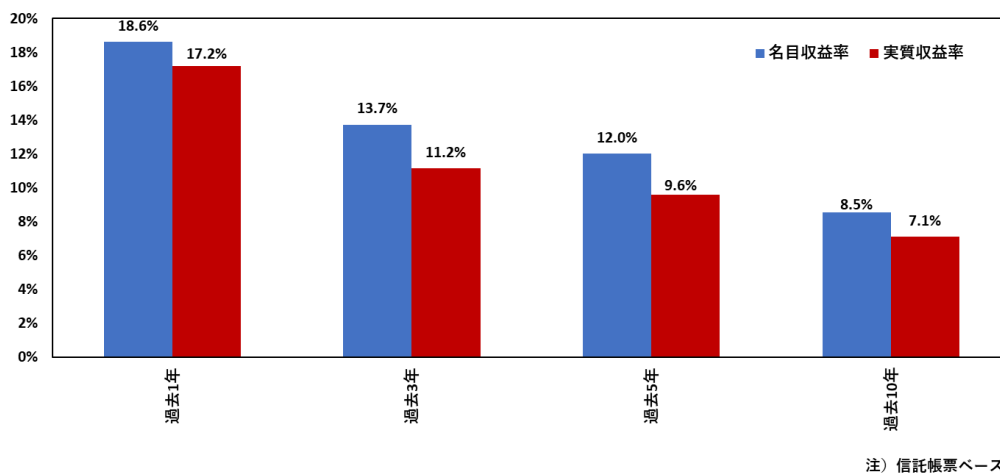
基金収益率



一方、消費者物価指数は1.3%の上昇とインフレの基調は維持されているものの落ち着きをみせており、結果として実質収益率も17%を超える高い水準となった。なお、外貨建て資産の為替変動リスクに備え、外貨比率がポートフォリオの約30%を超える部分について為替ヘッジを行っているが、2025年度は円安が継続し金利差によるヘッジコストも発生したため、通年でおおよそ0.6%のヘッジコストが基金全体で発生した。

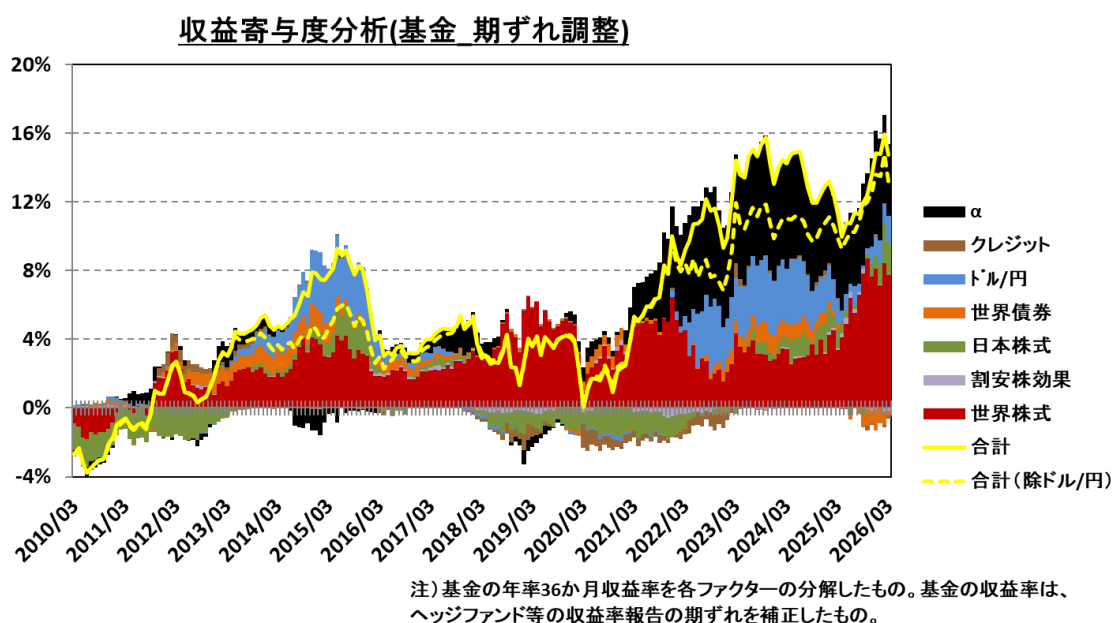
長期の収益率をみると、過去3年、5年、10年とも、インフレ率を控除した実質で4%の目標収益率を大きく上回る結果となっている(過去3年 実質11.2%、5年 実質9.6%、10年 実質7.1%)。なお、期末時点の評価損益は339.0億円の評価益であり、簿価に対しては約72%の余裕がある。

2025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ーの寄与度とその他（ 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。

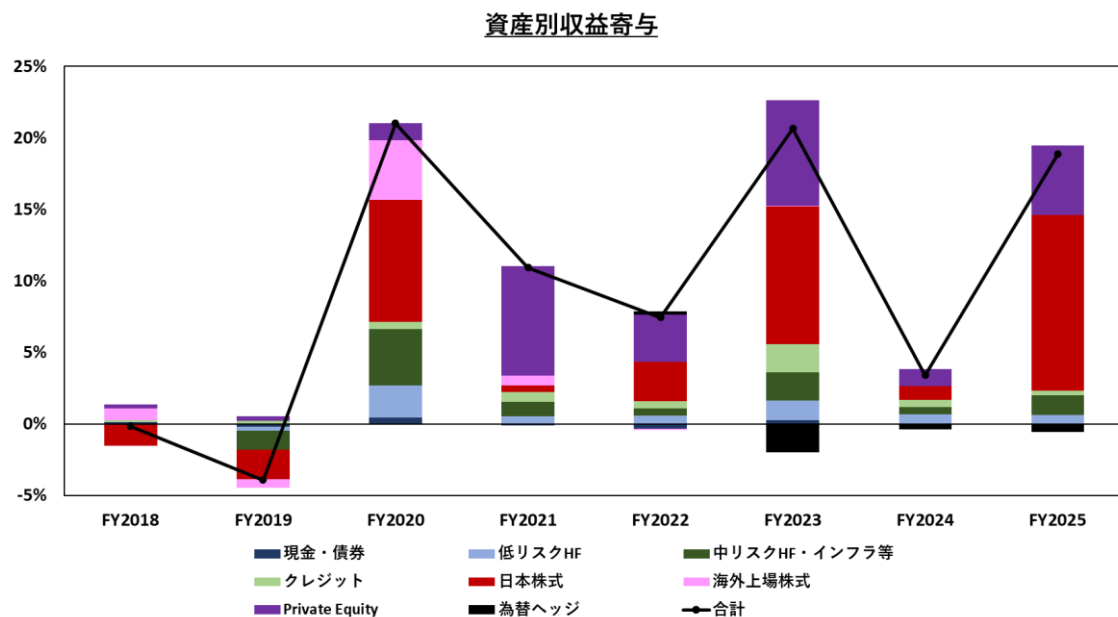


分析の結果をみると、引き続き直近の世界株式の寄与とドル円の寄与が高水準に推移している。また、これらのファクターに分解できない収益率である α が大きくなっているが、これは上場株式に比較して変動が少ない PE、同様に変動が少なくファクターの影響をあまり受けないヘッジファンド、インフラファンド、Private Debt 等の配分が大きいことが貢献していると考えられる。

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。2025 年度の資産別の収益寄与では、国内株式が最大の貢献となり、これに PE が続いた。長期で見ても、日本株式および PE の貢献が大きい。

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。



④ 資産別運用概況：PE

資産配分

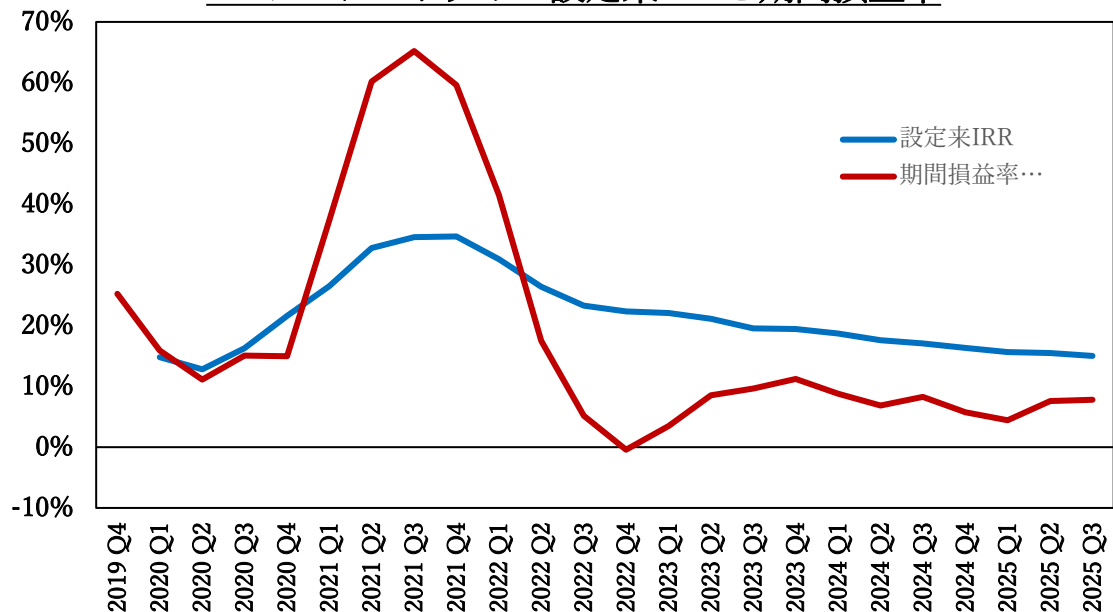
PEは上場株式とは異なり流動性制約があり、簡単に解約することができず、その見返りとして収益率が高くなると考えられている(流動性プレミアム)。この点において、もともと資金ニーズの変動が小さく、流動性制約が大きい商品への投資が可能な大学基金は、この流動性プレミアムを享受するのに適している。また、後述のように海外上場株式の割高感が強い中、GP (General Partner, PEの運用者) による経営改善効果により上場株式を上回る収益率が期待できるため、現在は長期資産の半分弱(資産全体では約3割)の組み入れ比率となっている。

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2025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、その後の金利上昇の影響を受けて期間収益が低下した。2023 年度以降は回復の兆しがみられるものの、2020 年から 2021 年の金融緩和局面で高い株価評価で投資された案件もあり、ドルベースで概ね 10%程度の収益率で推移している。当年度は、停滞していた Exit (投資回収) がやや持ち直してきたこと、また金利上昇が一服したことで、投資先企業の利払い負担の増加圧力が和らいだ。設定来 IRR は、2021 年の好調局面からは低下したものの、引き続き高い水準を維持している。なお、金利の先行きや Exit 時の株価評価倍率には引き続き留意が必要であり、Exit 環境も本格的な回復には至っておらず、15%から 20%程度の収益率を目標とする PE 以外の商品の紹介も増えてきていることから、PE への新規コミットメントは抑制的なスタンスを継続する。

⑤ 資産別運用概況：日本株式

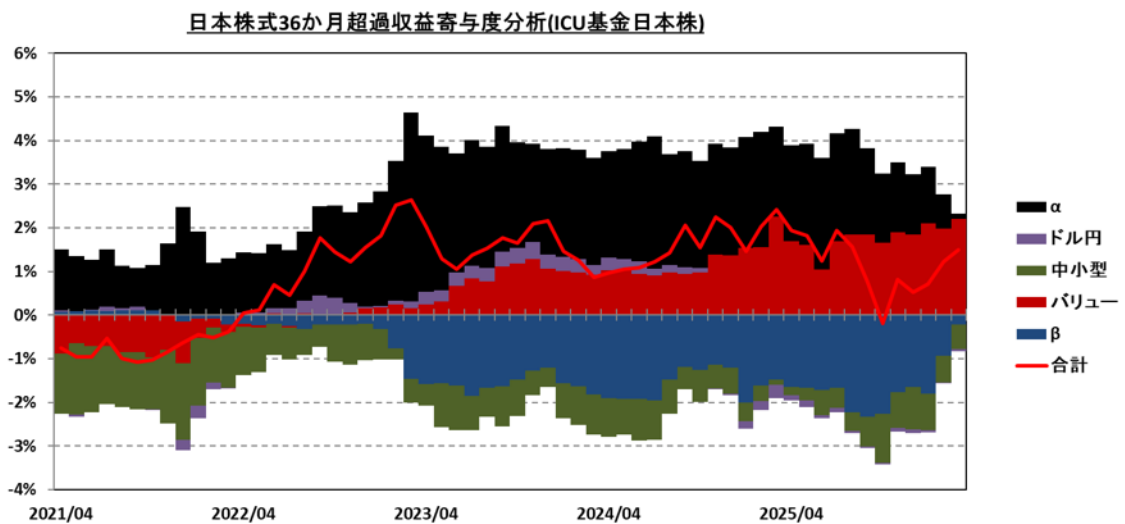
資産配分

後述のように足元では想定レンジの上限に来ているが、これまで概ね妥当な株価評価が続いていたこと、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⁶であることから、長期資金の半分強(基金全体では約 4 割)の配分をしている。

⁶ 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

収益寄与

次図は、日本株式ポートフォリオの36か月累計の対TOPIX超過収益をファクター別に分解したものである。期間を通じて、投資スタイルに依存しない α （銘柄選択効果等）が最大の寄与となっており、マネージャー選択が奏功しているものと考えられる。また、割安株比率を高めるファンドの比率を高く維持しており、割安株（バリュー）ファクターの寄与が高まっている。また、全体的には小型株の比率が高くなっているが、小型株は大型株主導の上昇相場には出遅れていた。結果として、小型株ファクターと β （市場感応度）ファクターはマイナスの寄与となっている。



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、資産と負債のキャッシュフローの通貨を一致させるとの考えから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にさらされており、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を対象に為替ヘッジを行っている。

収益寄与

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。

ドル円のヘッジは、日米金利差によりコストが発生している。当年度は円安基調が継続したことから、ヘッジは年度を通じてマイナスのトータル・リターンとなり、0.6%程度のヘッジコストが発生した。

⑦ 資産別運用概況：ヘッジファンド・その他のオルタナティブ商品

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

2025 年度は、ヘッジファンドをはじめとするオルタナティブ投資が、相場変動の影響を低位に抑えつつ安定した収益を確保した。また、為替市場が円安傾向で推移したことも寄与した。

⑧ クレジット関連商品

資産配分

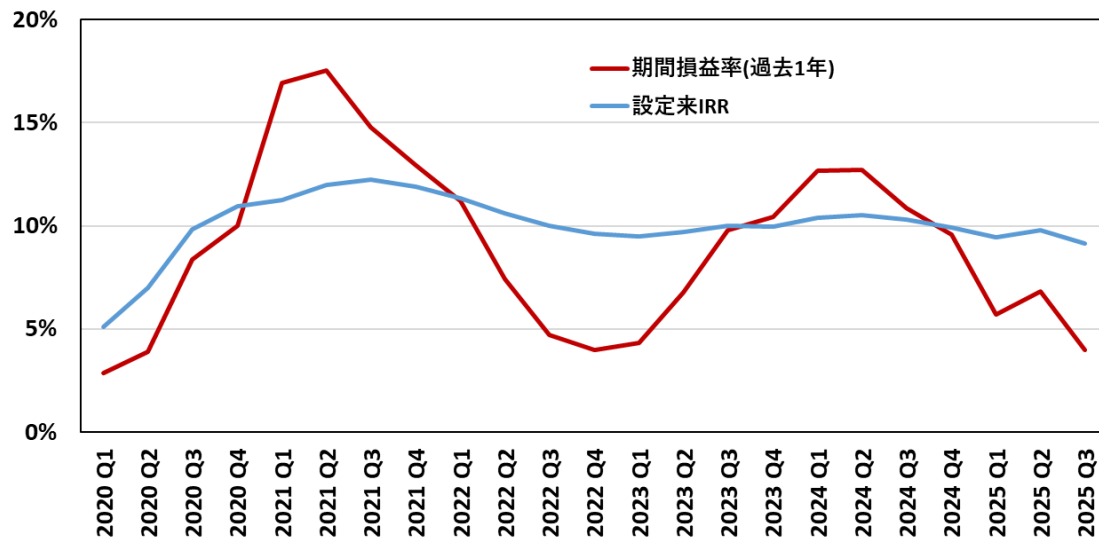
本学の運用目標はインフレ+4%であるが、これに為替ヘッジコストを勘案すると10%強の収益率となる。この水準の収益率を目標としているオルタナティブ商品は、ヘッジファンドでは少なく、選択肢は中小型企业を対象にするかレバレッジを活用する Private Debt (PD)、同じくレバレッジを活用する航空機リース、CLO Equity などのクレジット関連商品が中心となる。これらの商品は、マクロ経済環境の急激な悪化に対しては脆弱性があるものの、収益の源泉が運用担当者のスキルという曖昧なヘッジファンドと違い、借入の契約等であることからリターンの再現性が比較的高いと考えられる。このような理由から、クレジット関連商品の配分を引き上げており、2025 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⁷。

⁷ 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 2025 年 Q3 まで。

PD:設定来IRRと期間損益率



設定来 IRR は概ね 9～12%で安定的に推移する一方、過去 1 年の期間損益率は市場環境により変動し、足元では低下傾向にある。当年度の期間損益率の低下は、主に短期金利の低下と貸出スプレッドのタイト化による変動金利クーポンの縮小によるものである。加えて、償還が近い一部のファンドでは、個別投資先の貸倒損失に伴う実現損、クレジット市場が軟化したことによる評価価値の引き下げも押し下げ要因となった。もっとも、デフォルト率は全体としては低位で安定しており、構造的な収益基盤が損なわれたとは考えていない。期間損益率の振れには留意しつつ、長期の収益源としての位置づけは変えず、配分の引き上げ方針を維持する。

4. 今後の運用計画

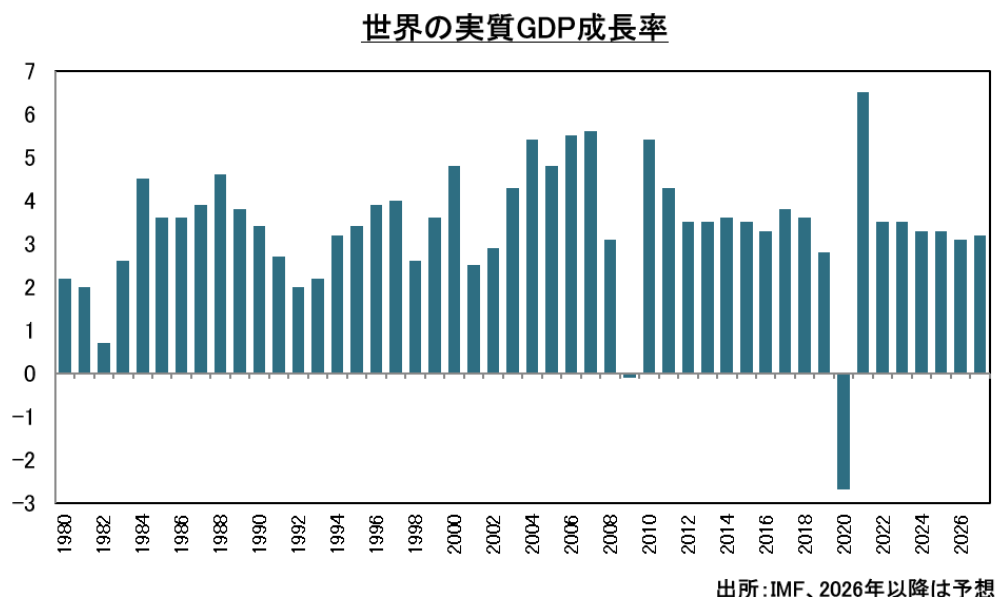
(1) 経済成長

インフレ率を除いた基金の実質収益源は、大きく分けて以下の4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 株式リスクプレミアム：リスク資産である株式への投資により得られる追加的収益率
- ③ クレジットリスクプレミアム：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
- ④ 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、②と④に分解され、PD は①と③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30%、②が30%、③が10%、④が30%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。



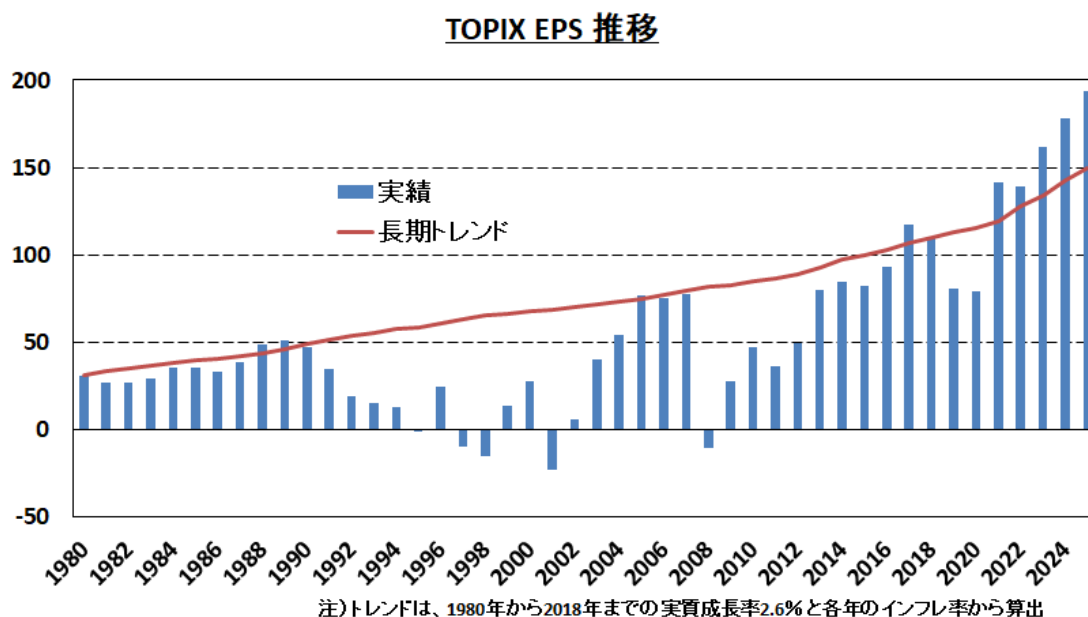
⁸あくまでも CIO の定性評価に基づく。①が大きいのは、株式及びクレジット関連商品、④が大きいのは PE 及び HF の影響である。③の大半は PD による。

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など、大きなマクロ環境の変動があり、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争の勃発、中東情勢の緊迫化などが世界経済を揺らしている。しかし、振り返ってみればこの45年あまりで世界経済は年率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おり、加えて足元では生成AIの急速な台頭が新たな成長の駆動要因として注目されている。AIは生産性の向上を通じて中長期的な成長を押し上げる可能性がある一方、既存の産業構造やビジネスモデルに大きな変革を迫る側面もあり、その動向を注視していく。

(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。



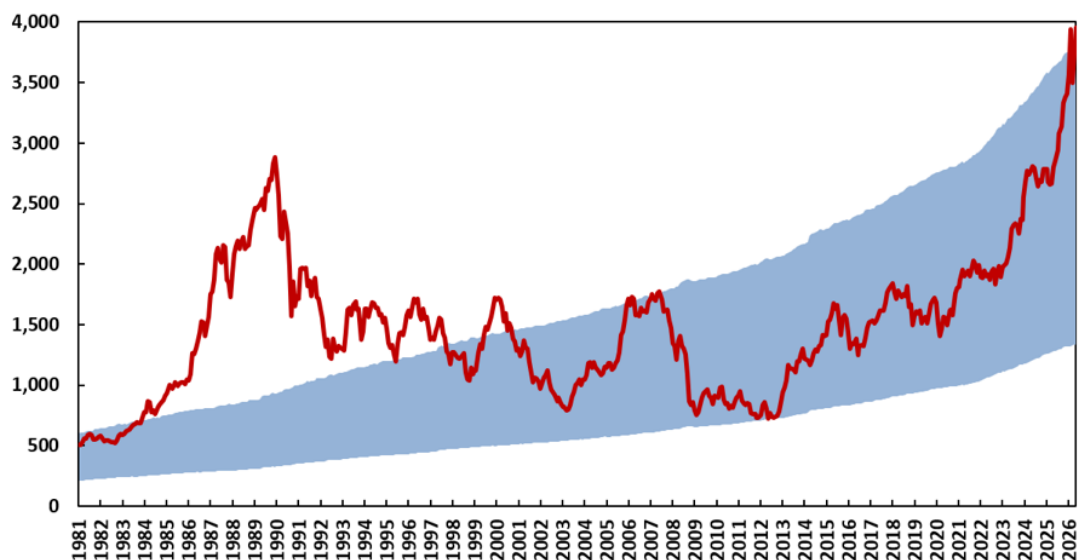
ここ数年の長期トレンドを上回る好調な企業収益の背景には、世界的な新型コロナによる経済停滞からの回復、円安による輸出採算の改善及び海外子会社の利益貢献の拡大などがある。ただし、後述のように、現在の円安が長期的に持続するとは考え難く、利益水準が長期のトレンド線に近づく形で調整する可能性は否定できない。

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。

TOPIXと想定レンジ

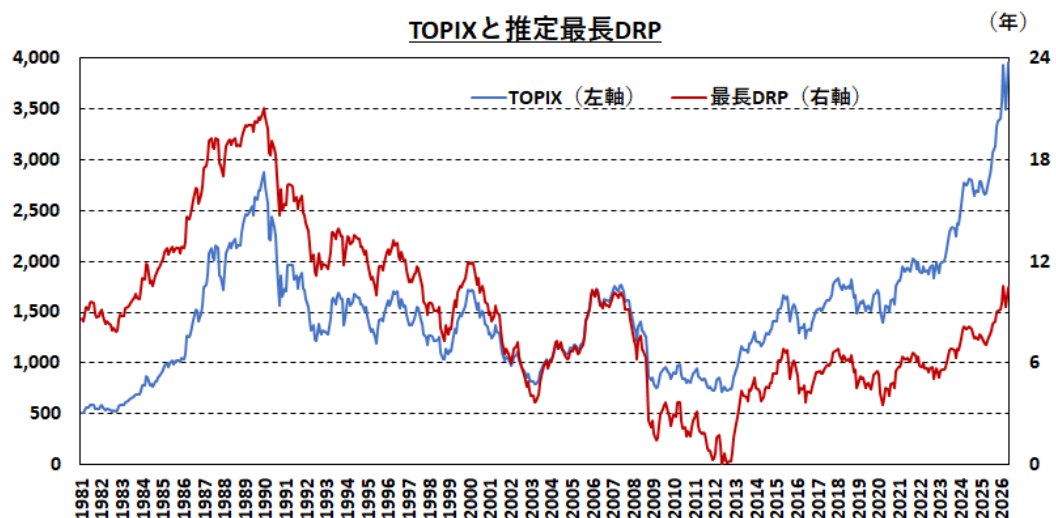


注) 想定レンジは、1980年から2018年までの利益成長から算出した長期トレンド利益(実質成長率2.0%)に対して、市場が最も悲観的だった2012年5月のPERを下限、金融危機前の好況で楽観的だった2007年5月のPERを上限として算出。Quick AstraManager、会社四季報のデータに基づきACM算出。

これまで国内株式の評価は想定レンジ内にあり適正水準とみてきたが、当年度の株価上昇により、足元では想定レンジの上限に接近し、一時はこれを上抜けてきている状況にある。また、この想定レンジをもとに算出したDRP（Drawdown Recovery Period）も、10年程度まで長期化してきている。⁹

こうした状況を踏まえ、現状の投資スタイルは維持しつつ、株価上昇に伴って高まった国内株式の配分を段階的に引き下げる方向でリバランスを行う。

⁹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か月（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。一方、想定レンジの上限は長期トレンド利益に対して 19 倍であり、これをベースとした実質期待収益率は、4.6%となり基金の目標収益率をわずかに上回る水準に留まる。

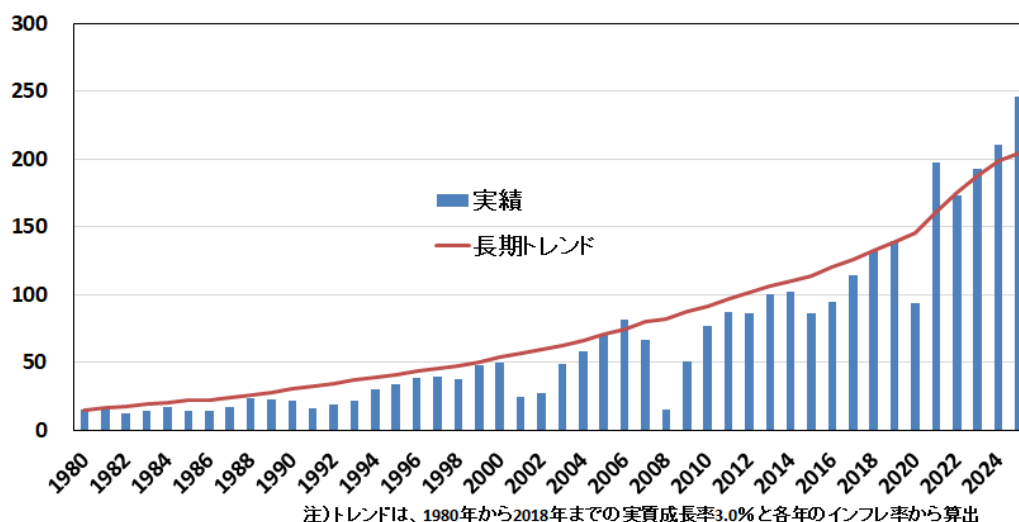
（３）米国株式市場

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、A I 関連事業の急拡大に支えられ、ハイテク企業の利益は堅調に推移している。イ

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



米国企業の収益をけん引しているAIについては、市場関係者の中には“第2次産業革命”として今後とも経済及び企業収益に対して大きな寄与を見込む者も多い。一方で、あまりにも高騰した株価を正当化するほどの収益をもたらすビジネスモデルは確立されていないとする識者もいる。現時点では、市場関係者の多数派は前者の楽観的な立場を取っていると思われる。

② 株価評価

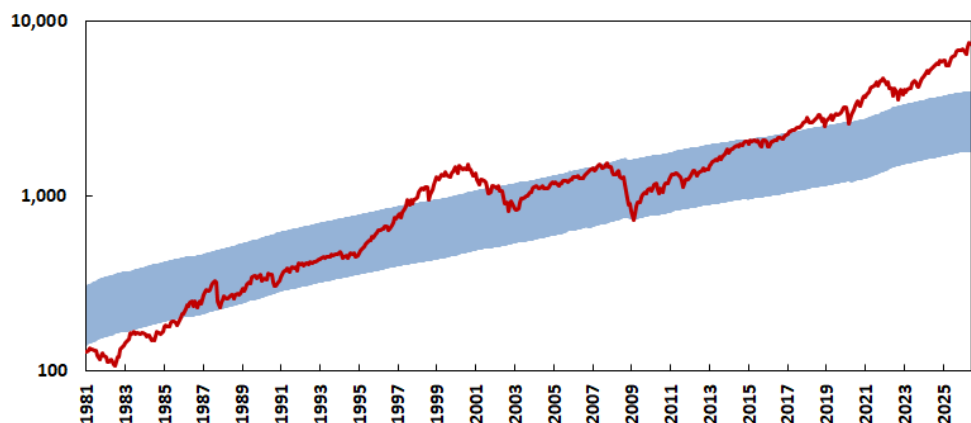
次図は、前述のS&P500採用企業の利益の長期トレンドを基に、S&P500の想定レンジを算出したものである。1980年代から1990年代前半にかけての長期低迷期を脱した後、2000年初頭のITバブルにかけて上昇し、その後の金融危機で大きく下落した。そして、現在は、金融危機以来の長期上昇期にあり、現在の水準は想定レンジを大きく上に突き抜け、その乖離率はITバブル時を上回る水準となっている（上限の1.9倍。グラフは対数表示となっていることに注意）。

また、この分析に基づき算出したDRPも示す¹⁰。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

¹⁰ 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。

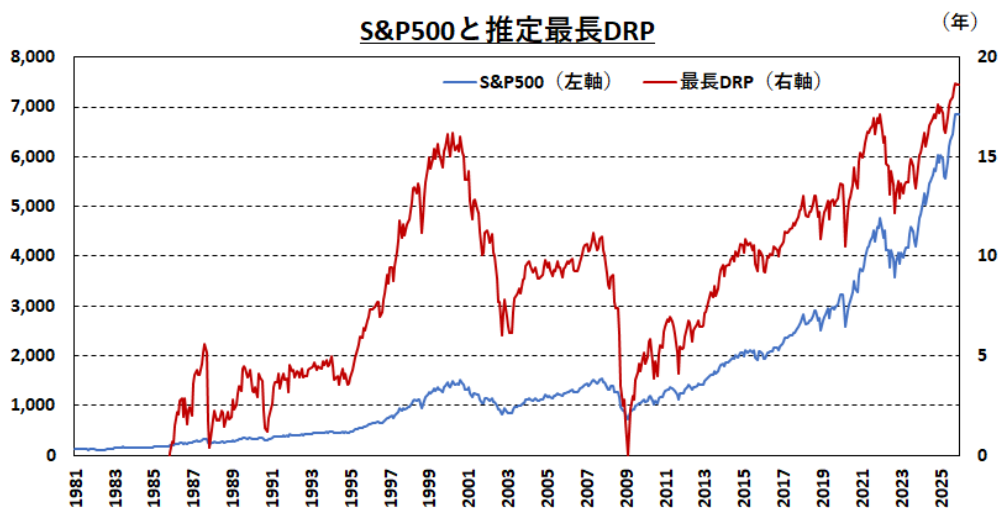
間が必要になる可能性が高い。

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。

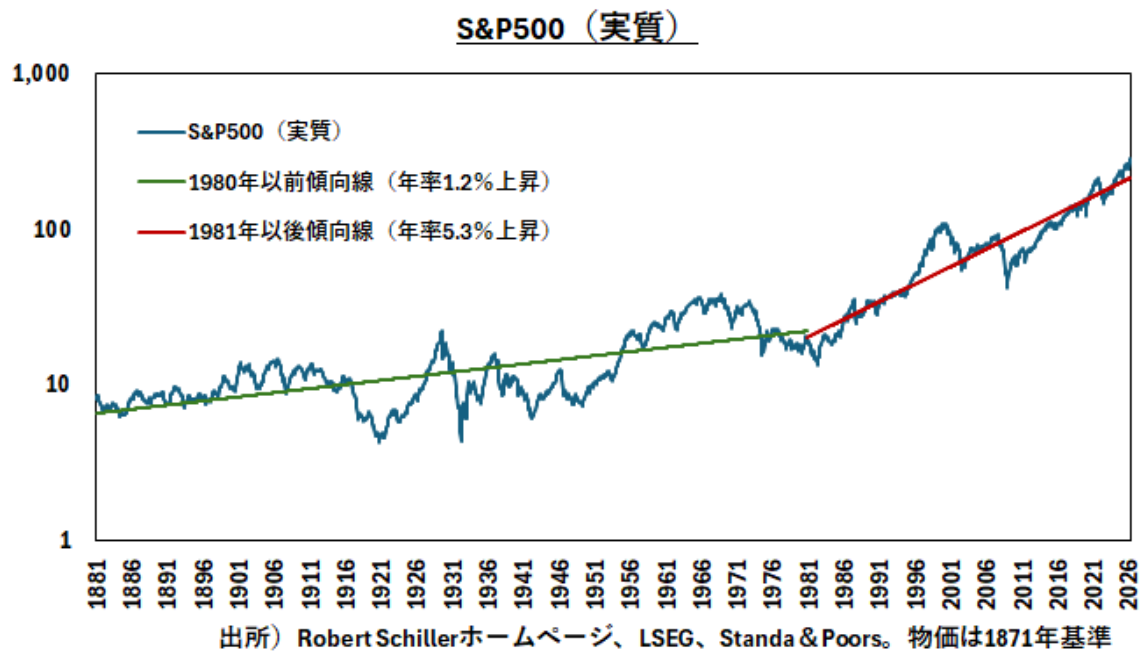
S&P500と推定最長DRP



注) Refinitiveをもとに筆者作成

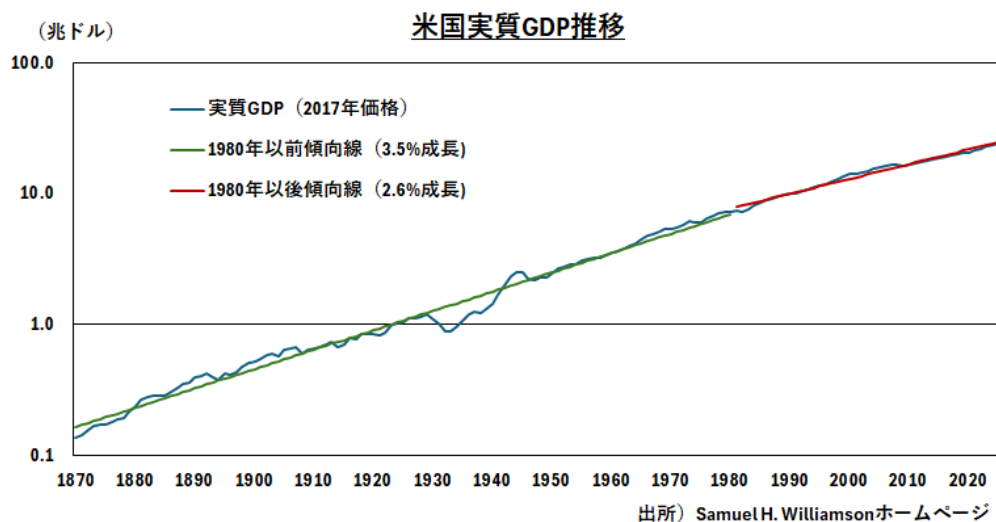
前述のように、現在の米国株式市場は想定レンジの上限を大きく上回っているが、多くの市場参加者が 80 年代以降に上昇相場が続いたことから、長期的な株式の収益率について未だに楽観的な見方をしている。そこで、より長期の米国の株式市場の動向について分析を行う。

次図は、1881 年以降の過去 145 年間の S&P500 指数を消費者物価指数で実質化したものである。1980 年以前と以降では指数近似した傾向線の上昇率は 1.2%から 5.3%へ加速している。1980 年頃を屈曲点として米国株式市場は長期の上昇トレンドに入っており、これが米国における株式市場に対する長期の楽観論の一つの根拠となっている。



株式市場が 1980 年以降の超長期の上昇サイクル入りしたとするならば、割高と判断するにはリスクがある。そこで、以下のとおり、この過去 50 年近くの上昇相場の背景について考察する。

まず、実質 GDP の推移を次図に示す。

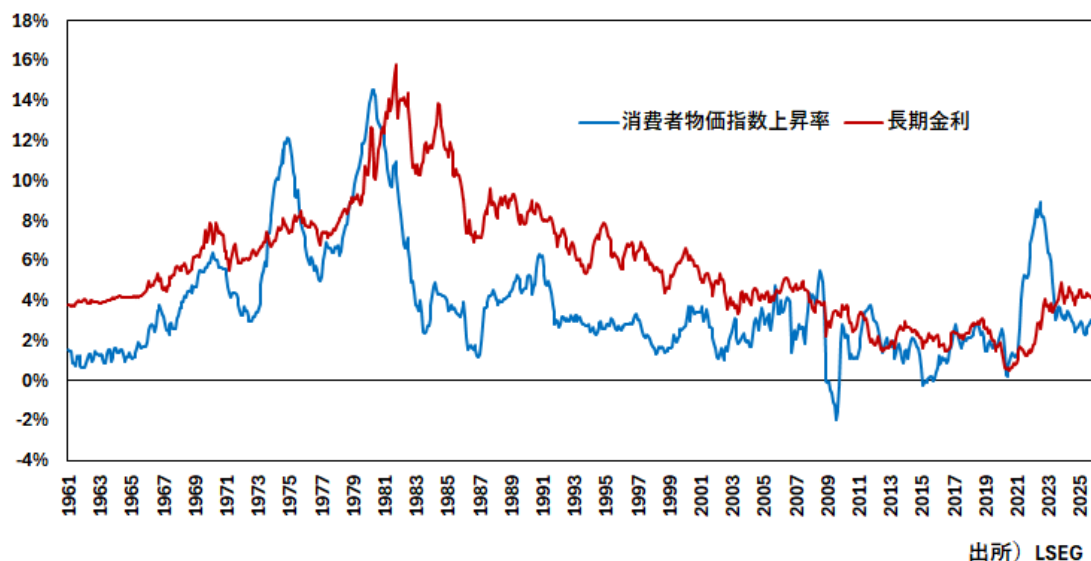


実質 GDP は、1980 年以降はむしろ伸び率は鈍化しており、株式市場の好調とは反対の動きになっている。この 50 年間の株式市場の好調の原因として情報通信技術の発達

による生産性の向上が挙げられることがあるが、少なくともマクロ経済全体として成長率が加速している訳ではない。

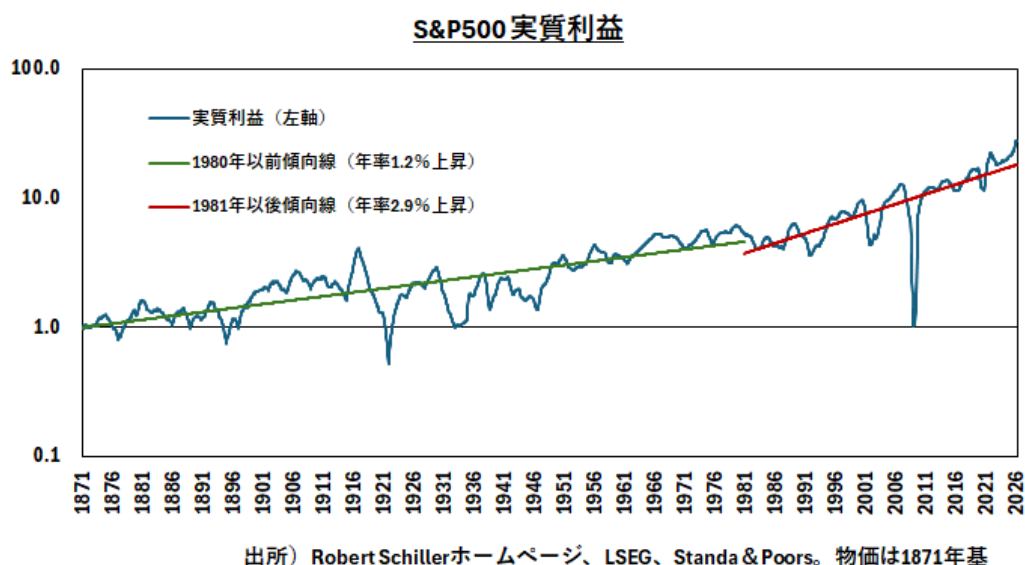
次に、株式市場に大きな影響を与える物価及び金利の動向であるが、1960 年代以降の推移は次図のとおりである。

米国消費者物価指数上昇率と 10 年債利回り



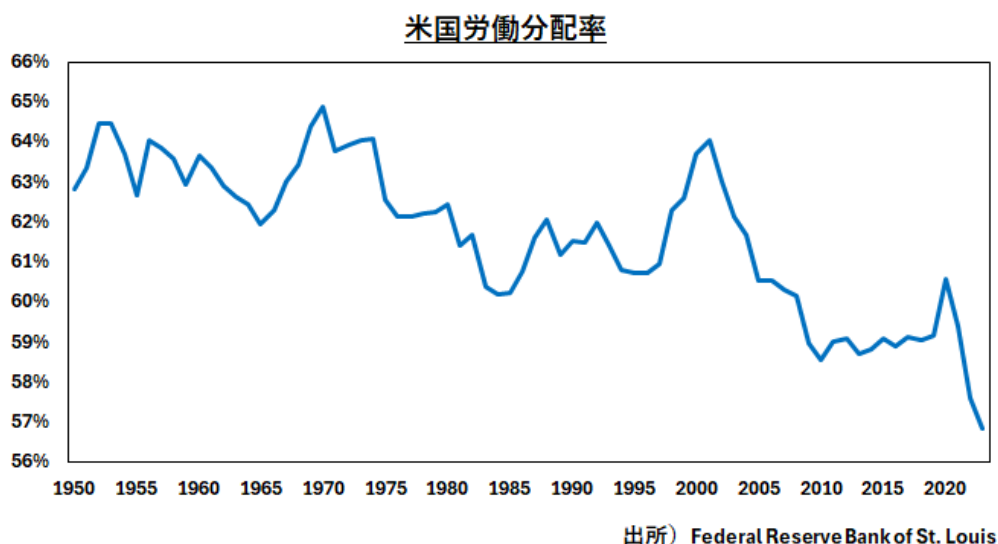
両者は概ね連動して推移しているが、1960 年代後半以降、ドルの金兌換停止を経て 1970 年代に高騰し、その後 1980 年代初頭にピークを付けてその後 2010 年代末まで下落に転じている。インフレ率の鎮静化とそれに伴う金利の低下は、株式市場にとっては好材料であり、1980 年代以降の株式市場の好調の理由の一つである。ただし、既に低インフレの時代は終焉を迎えており、今後は趨勢的な金利低下は見込みづらい。金利低下による株式市場の底上げは終焉したと考えるべきであろう。

次に上場企業の実質利益の推移を示す。



上場企業の利益は、株価ほどではないがやはり 1980 年以降に上昇率が高まっている。少なくとも株価上昇の一部は、企業の利益成長率の加速によるものであろう。

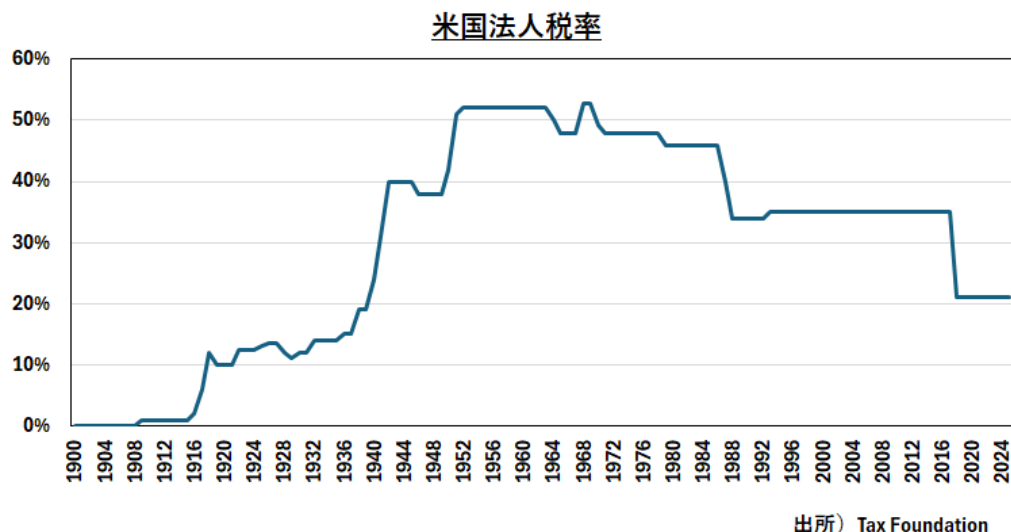
経済成長率の加速が見られないにも関わらず企業の利益成長率が加速している背景として労働分配率の低下が考えられるが、次図がその推移である。



確かに労働分配率は 1970 年以降低下傾向にあり、とくに 2020 年代に入り大きく低下している。この間、労働分配率は 1 割程度下落しており、これが利益成長の原因の一つと考えられる。しかし、労働者の賃金が抑制される中、その結果により株価の上昇が続くことは格差の拡大という政治問題の深刻化をもたらしており、移民の制限などと相ま

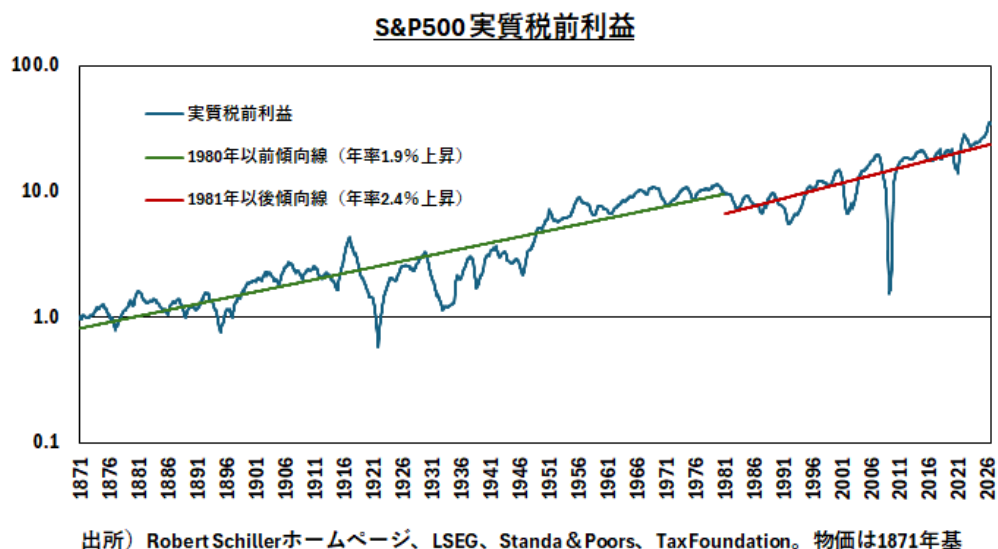
って今後も労働分配率の低下が続くとは想定し難い。

次に、もう一つの大きな利益変動要因である法人税率の推移を次図に示す。



法人税は1909年に導入され（当初は法人特許税として導入。正式には1913年の憲法修正により導入）段階的に引き上げられていったが、1960年代にピークを付けた。その後、とくに1980年代末及び2018年に大幅な引き下げが行われ、現在の税率はピーク時の半分以下となっている。結果として、税負担の軽減が1980年以降の利益成長の大きな要因となっている。

次図は、この法人税率と企業の実質利益から、税前の実質利益を逆算したものである。



税前実質利益でみると、1980年以前の利益成長率が税引き後の1.2%から1.9%に高

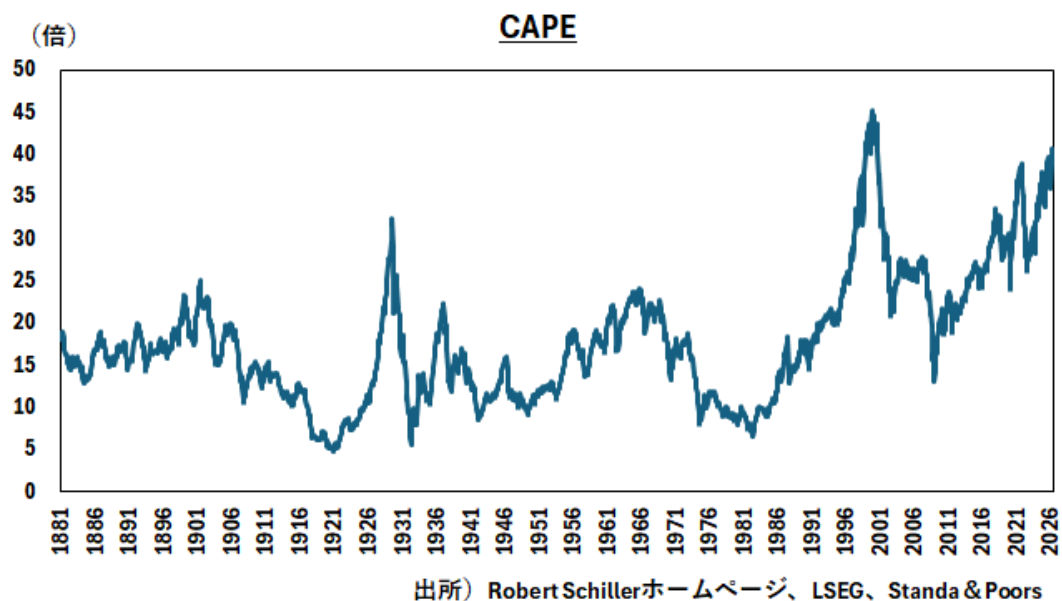
まり、1980 年以降は逆に 2.9%から 2.4%に低くなり、1980 年前後の成長率の屈曲の度が小さくなる。このように過去 45 年間の成長率の上昇には法人税の減税が大きく影響しているが、現在の税率は 20%台と既に低水準となっておりこれ以上の低下を見込むことは難しい。

以上見てきたように、1980 年以降の株式市場の好調は、金利、法人税率、労働分配率の低下により支えられた面が強いが、どれも既に下限に近く今後も株価の上昇要因となるとは考え難い。その他の 1980 年以降の株式市場の上昇の要因としては、少数株主利益の保護を主眼とする企業統治に対する意識の高まり¹¹、自社株買いの解禁等も考えられる。しかし、これも、現在の水準からさらに株価を押し上げる要因となり続けるとは考え難い。

残る米国市場への楽観論は、A I 関連銘柄に対する成長期待である。実際、A I に関連した企業の利益成長は著しく、“石炭から石油・電力への転換、自動車の普及などがあつた 1920 年代に匹敵する技術の普及による株式市場の上昇”を期待する声もある。しかし、前掲の実質税前利益の推移で見ると、1920 年代は技術革新が急速に進んだものの企業利益の成長は緩慢であつた。また、株価の上昇も 1910 年代の低迷の反動の側面が強い。

次図は、景気の短期変動の影響を除去した株価評価である過去 10 年間の実質利益に対する株価の比率、Cycle Adjusted Price to Earnings Ratio (CAPE) の推移を示したものであるが、現在は 2000 年の IT バブル時に匹敵する高水準となっている。確かに A I が利益の高成長をもたらす可能性はあるが、それも既に現在の株価に相当程度織り込まれている。

¹¹ 米国における企業統治議論の草分け的存在である Michael C. Jensen と William H. Meckling の “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” Journal of Financial Economics 3(1976)が発表されたのが 1976 年である。



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、クローズド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とそんな色ない期待収益率を掲げるクレジット関連商品等の紹介も活発になってきており、新規のコミットメントには慎重を期す。

(4) クレジット

前述のようにクレジット関連は、契約や担保に裏付けられた収益が中心であるため、他のオルタナティブ商品に比較してリターン再現性が高く、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。特に、株式の期待収益率が低下するなかで、その代替となり得る高い収益が期待できるアセットベースド・ファイナンス(ABF)など、株式に近いリターンを狙える商品への配分を検討している。一方で、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

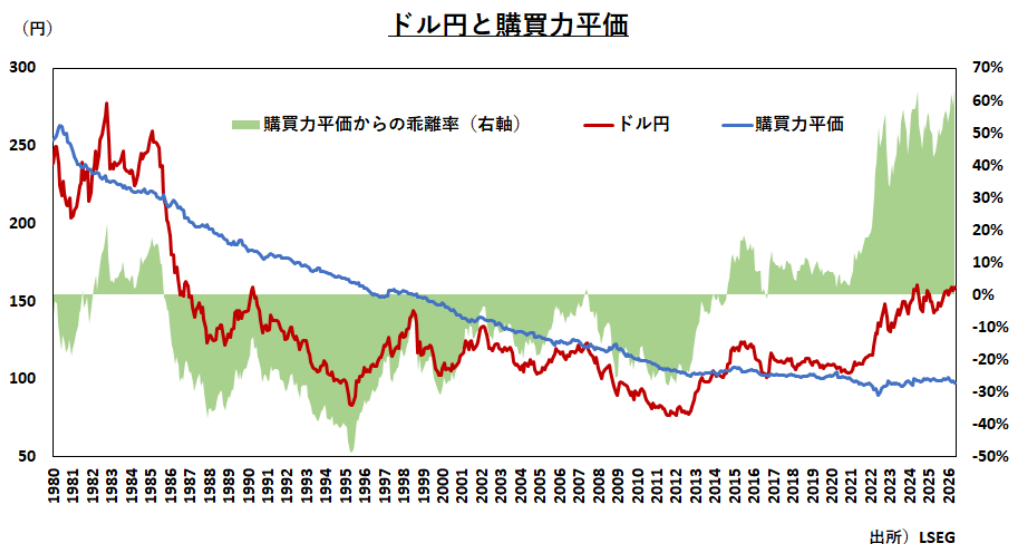
前述のクレジット商品と比較すると運用担当者のスキルへの依存が大きく、円ヘッジ後の期待収益率も本学の運用目標に見劣りする商品が多いことから、当年度も引き続き

配分を引き下げた。しかしながら、株価上昇により単純なロングオンリーの株式投資の期待収益率が低下し、かつ市場のボラティリティが高い局面では、市場の方向に依存せず絶対収益を狙えるヘッジファンドの価値は相対的に高まる。今後は、リスク対比のリターンや再現性に優れた商品を厳選し、株式以上の高い期待収益率を狙える商品については維持あるいは一部積み増しも検討する。

（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、ビッグマックの価格がニューヨークで5.69ドル、東京で480円の場合、両者が均衡する為替レートはPPPで84円36銭となる。

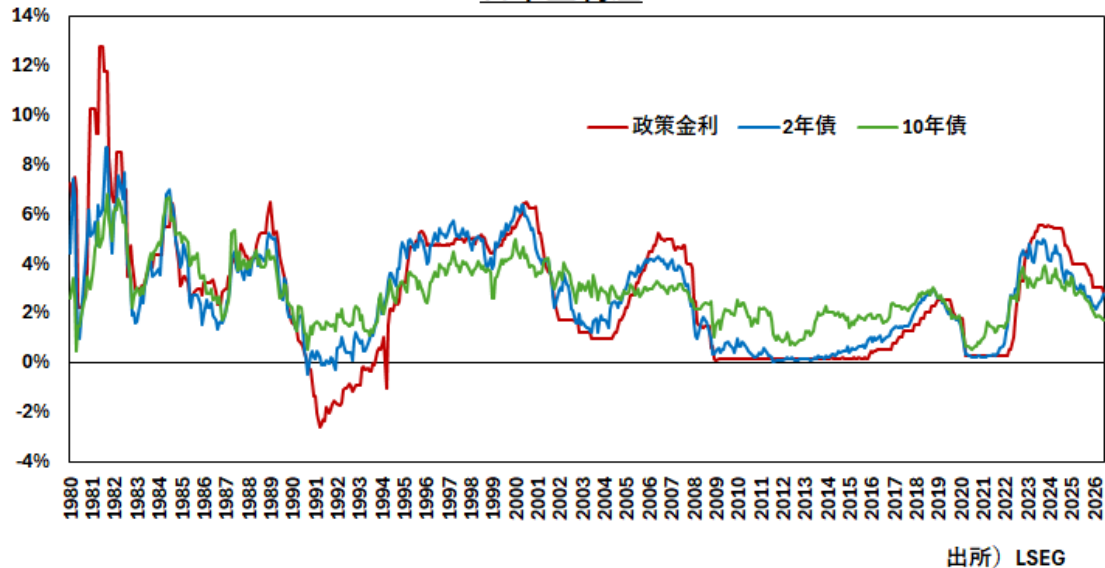
実際に為替市場の分析で用いられるPPPは、特定の品目ではなく広範な品目の価格に基づく物価指数から算出したものであるが、為替相場がこのPPPから大きく円安に乖離すれば日本からの輸出が有利になり、海外からの旅行需要も増大し経常収支の改善から円高方向、逆に円高に乖離すれば円安方向へ回帰する圧力が生じる。次図は、ドル円相場とPPPとの関係を示したものである。



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。

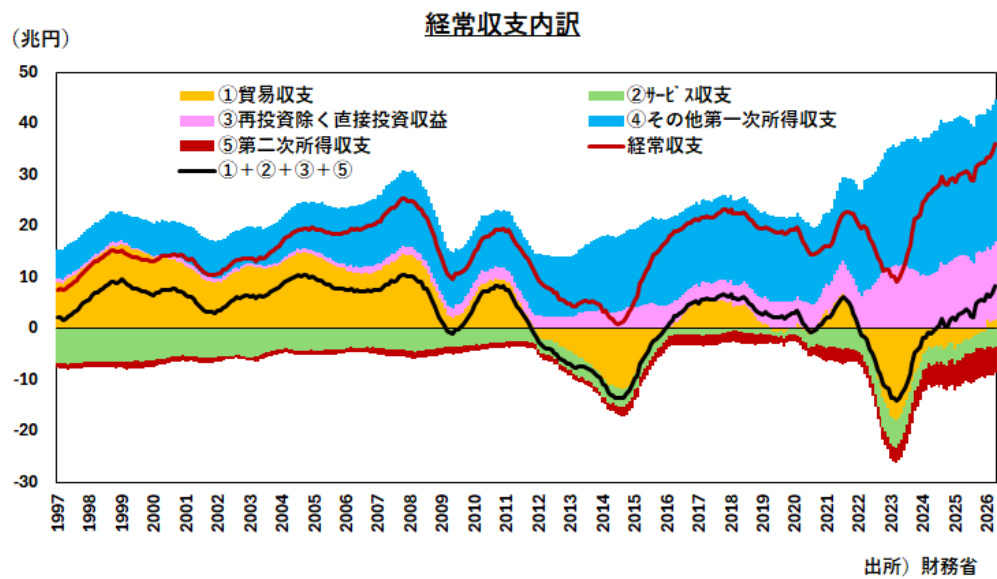
次に、ドル円相場に影響を与えるとされる日米の金利差を次図に示す。

日米金利差



一時は政策金利で6%を超え大幅な円安の要因となっていた日米の金利差は、米国の利下げと日本の利上げで縮小してきている。金利差からは、

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、ここからも一方向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