

野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング  
フィデューシャリー・マネジメント部  
朴 祉暉

### 市場の振り返り(2022年度第1四半期)

2022年度第1四半期において、インフレ懸念や金利上昇の影響を受け、多くの非時価総額指数でマイナスのパフォーマンスとなりました。またオルタナティブ資産に関しても、その影響は小さくはなく、不動産市場とプライベートエクイティ市場で資金調達額の減少が見られています。ヘッジファンドは、伝統資産が苦しむ中で厳しい結果となりましたが、対米国株でのアウトパフォーマンスは続きました。

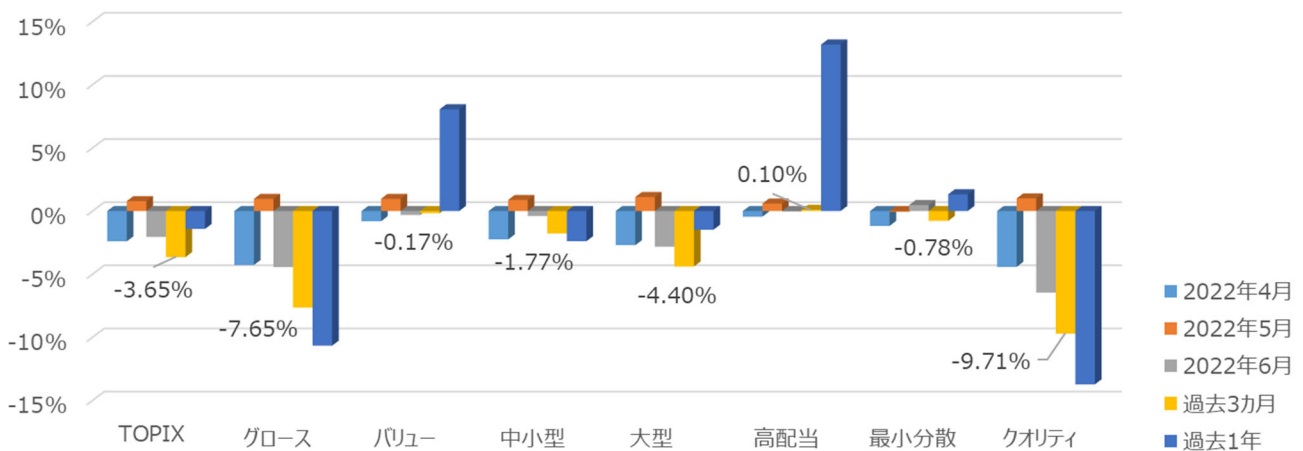
#### レポート概要

年金ニュース解説 No.888「企業年金の運用状況(2022年度第1四半期)」では、株式市場、金利、為替の動向をまとめましたが、補足として、非時価総額指数とオルタナティブの状況について確認します。今後も、「企業年金の運用状況」の補足として定期発行していく予定です。

#### 非時価総額指数

2022年第1四半期(2022年4月-6月)は、インフレと金利上昇やウクライナ紛争とロシアへの経済制裁など、様々なリスク要因の高まりから、リスクオフの動きが強まりました。その結果、国内株式は多くの指数でマイナスのパフォーマンスでありました。図表1は、国内株式ファクター指数のパフォーマンス推移です。最もパフォーマンスが良かったのは、高配当指数で、0.1%と唯一のP

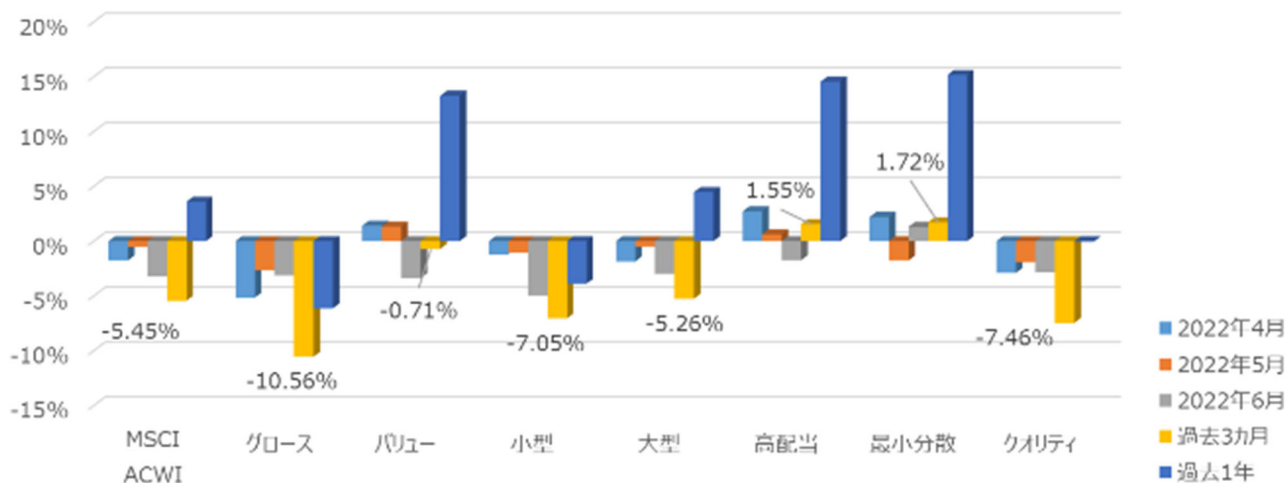
図表 1 国内株式指数のパフォーマンス推移



(出所) 東京証券取引所、野村証券、MSCI より NFRC 作成

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

図表 2 外国株式指数のパフォーマンス推移



(出所) MSCI より NFRC 作成

ラスのパフォーマンスとなっています。2022年4-6月期で最もパフォーマンスが悪かったのは、クオリティ指数(▲9.71%)、続いて、グロース指数(▲7.65%)となりました。

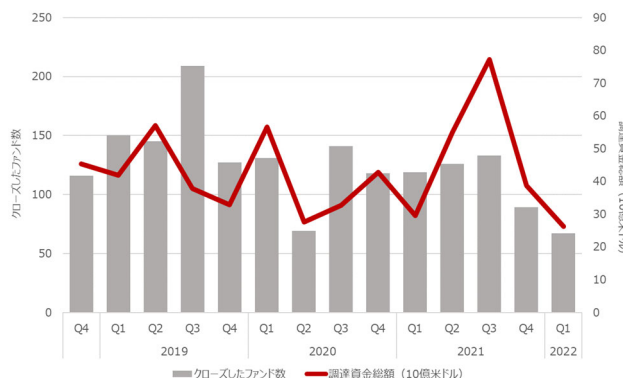
また、図表2の外国株式ファクター指数のパフォーマンス推移を見てみると、4-6月期は、マイナスのパフォーマンスが多い結果となりました。最小分散指数(1.72%)が最も好調で、続いて高配当指数(1.55%)となりました。最も悪かったのは、グロース指数(▲10.56%)、続いてクオリティ指数(▲7.46%)となっており、国内株式指数と同様の傾向が見られます。

**不動産**

パンデミック以前の水準に多くが戻ろうしている中、金利上昇がその回復に歯止めをかけようとしています。金利上昇は、不動産価格を下落させるだけでなく、不動産取得に利用される負債の調達コストも上昇させ、市場に対しての向かい風となります。

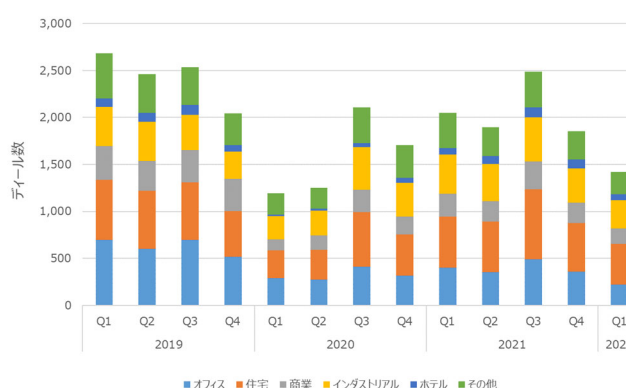
2022年4-6月期の資金調達状況を見てみると、調達資金総額は262億米ドルで、前四半期比で32%減、前年同期比で11%減となりました(図表3参照)。

図表 3 資金調達額の推移



(出所) Preqin より NFRC 作成

図表 4 セクター別のディール数の推移



(出所) Preqin より NFRC 作成

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

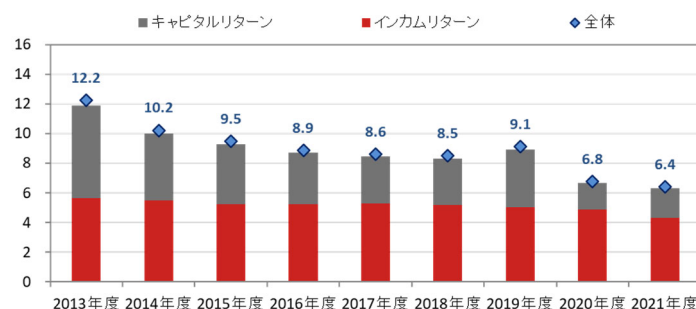
2022年の不動産市場のディール件数においても減少がみられました。2022年4-6月期のディール総数は、前四半期比23%減、前年同期比で31%減となっています(図表4参照)。セクター別で見ると、オフィスセクターの減少が著しく、4-6月期のディール数は前年同期比45%減となっています。

パフォーマンスを指数ベースで見ると、国内私募REITの2021年度(2021年4月-2022年3月)のトータルリターンは6.4%となっています。インカムリターンは、4.3%と前年度比で下落、一方でキャピタルリターンは、2.0%と前年度比で上昇しています(図表5参照)。米国不動産は、2021年度のトータルリターンは、▲1.4%となっており、前年比で大きく下落しました。インカムリターンは、例年並み(3.8%)であったのに対し、キャピタルリターンが(▲5.0%)大きく下落しました(図表6参照)。

### ヘッジファンド

2022年4-6月期は、金利上昇や景気後退懸念などのリスク要因により、株式市場も債券市場も厳しい結果となりました。そのような市場環境でヘッジファンドも苦戦しましたが、四半期を通じて

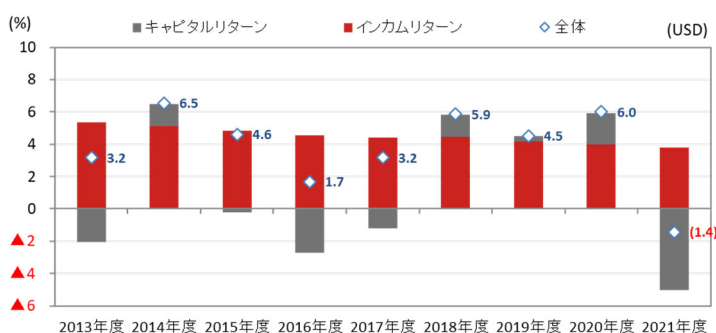
図表5 国内私募REIT 年度別リターン要因分解の推移



(注) 当四半期末の4か月前を基準月として表示。

(出所) ARES より NFRC 作成

図表6 米国不動産 年度別リターン要因分解の推移



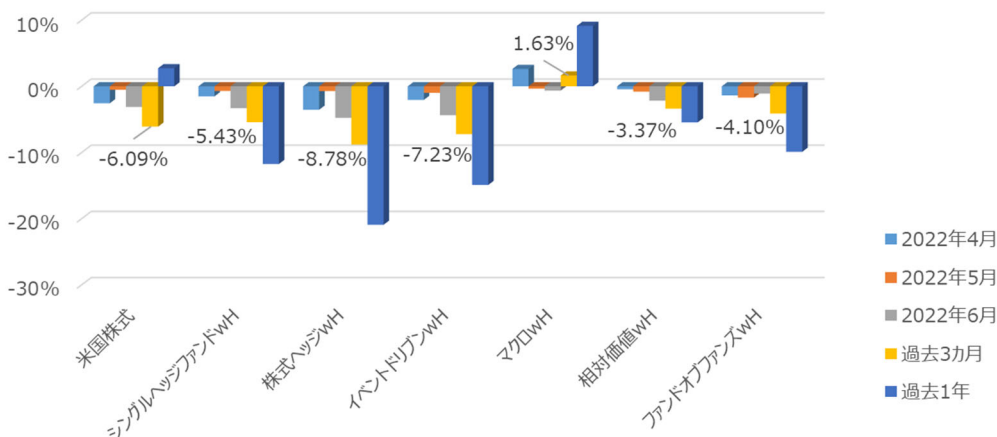
(注) 前四半期末を基準月として表示。

(出所) NCREIF より NFRC 作成

マクロ戦略がパフォーマンスを牽引し、対米国株でのアウトパフォーマンスは続きました。

4月は、インフレや金利上昇、ロシアのウクライナ侵攻などによって市場のボラティリティが上昇

図表7 ヘッジファンド戦略別のパフォーマンス推移



(注) 米国株式は、S&P500トータルリターン(円換算)

(出所) HFR より NFRC 作成

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

したことが背景となり、マクロ戦略wHのリターンは2.64%でヘッジファンド指数全体のパフォーマンスを牽引しました。

5月は、多くの投資家が、長引くインフレから米国経済が景気後退に入るとしてポジション調整を行ったため、株価が下落し、株式、債券、コモディティでボラティリティが上昇しました。シングルヘッジファンド指数wHは、▲0.69%となり、マクロ戦略指数は、年初来で高パフォーマンスとなるものの、イベントドリブン指数wHのリターンは▲0.97%でヘッジファンド指数全体の足を引っ張る形となりました。

6月は、1-6月の株式市場のパフォーマンスが過去50年間で最も悪く、ヘッジファンド指数も大きく下落しました。シングルヘッジファンド指数wHは、▲-3.30%となっています(図表7参照)。

### プライベートエクイティ

2022年第1四半期(2022年4-6月期)プライベートエクイティ市場では減速がみられました。2022年1-3月期に最終クローズをしたプライベートエクイティファンドの数は減少しており、これは過去10年間で四半期のクローズドファンド数として最低の数字となっています。資金調達額は、4-6月は、1190億米ドルにとどまり低水準が続いています。これはパンデミックで市況の混乱がピークであった2020年上半期の水準と同程度で、マクロ経済や地政学的な懸念を背景にパンデミック以降の資金調達の急増に一服感が見られています。(図表8参照)。

また、2022年に入り、テクノロジー関連企業の株価が大幅に調整されるなどの影響を受けて、投資活動にも停滞がみられています。4-6月期に完了したバイアウト案件は、1702件で前年同期比で21%減、ディール金額総額は1310億米ドルで前年同期比で44%減となっています(図表9参照)。北米と欧州のディール完了件数が前年同期比で大幅に減少している一方、アジアのディー

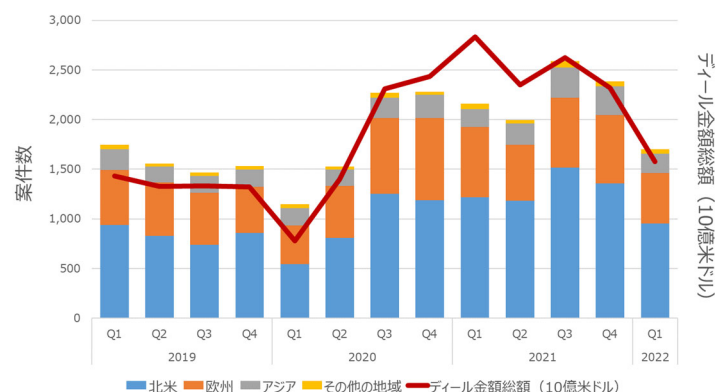
ル完了件数は前年同期比で7%上昇し、バイアウト案件数に占めるアジアのシェアは、3ポイント増の11.4%となりました。一方、マクロ経済や地政学的背景のもと、欧州のシェアは3ポイント減の30%となっています。

図表8 資金調達額の推移



(出所) Preqin より NFRC 作成

図表9 地域別・プライベートエクイティによるバイアウト案件



(出所) Preqin より NFRC 作成

— 次号のお知らせ —

次号は

**9月12日(月)**

発行予定です。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

### 《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

### 《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

### 《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 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  
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号  
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)  
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 <sup>(※)</sup>	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

<sup>(※)</sup> 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URL にてご登録をお願い致します。

<https://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 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  
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F  
TEL: 03 6703 3991 Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)