

### 市場の振り返り(2022年度第2四半期)

2022年度第2四半期の資本市場は、前半までは金利低下によるリスクオン相場となったものの、後半はインフレ率の上昇、世界経済の減速、各国中銀の積極的な利上げ実施などが相場の重しとなりました。そのなか、非時価総額指数はまちまちの動きとなりました。オルタナティブ資産への逆風も強まり、不動産市場とプライベートエクイティ市場では前四半期に続き、資金調達の減速が顕著となっています。ヘッジファンドのパフォーマンスは8月中旬以降、金利の急上昇と世界株式の急落を受け、対米国株式で劣後しました。

#### レポート概要

年金ニュース解説 No.894「企業年金の運用状況(2022年度上半期)」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。

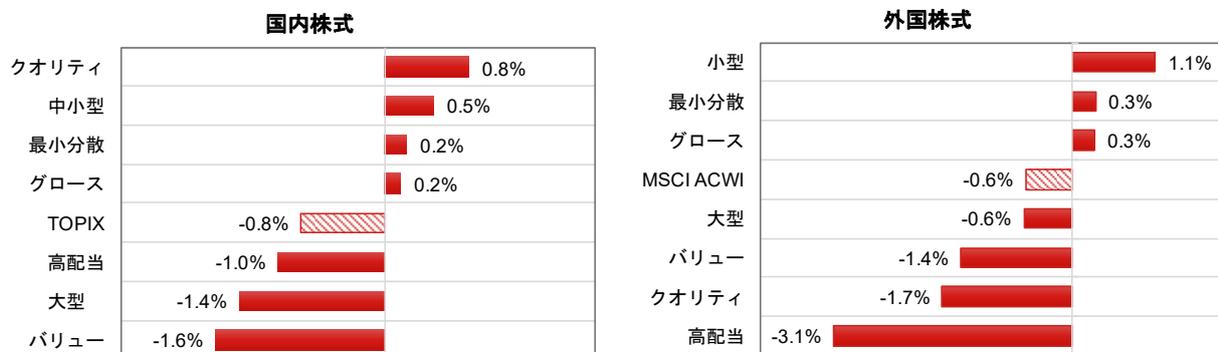
#### 非時価総額指数

2022年度第2四半期(2022年7-9月)の株式市場は、前半は米国長期金利の低下から急上

昇したものの、8月中旬以降は各国中央銀行による利上げの実施、景気後退懸念の高まりから反落に転じ、TOPIXは▲0.8%、MSCI ACWI(円ベース)は▲0.6%と小幅な下落で着地しました。

このようなマーケットの中、国内外株式ファクター指数のパフォーマンスはまちまちとなりました(図表1参照)。国内株式において、クオリティ、中小型、最小分散とグロース指数は、7月のリスクオン相場による上昇幅が9月の下落幅よりも大きかったため、TOPIX(▲0.8%)に対して優位な相

図表1 内外株式のファクターリターン(2022年第2四半期)



(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。

場となりました。一方、高配当、大型とバリュー指数は、7月のリスク選好相場に追随しにくい中で9月の下落を受け、パフォーマンスはTOPIXに対して劣後しました。

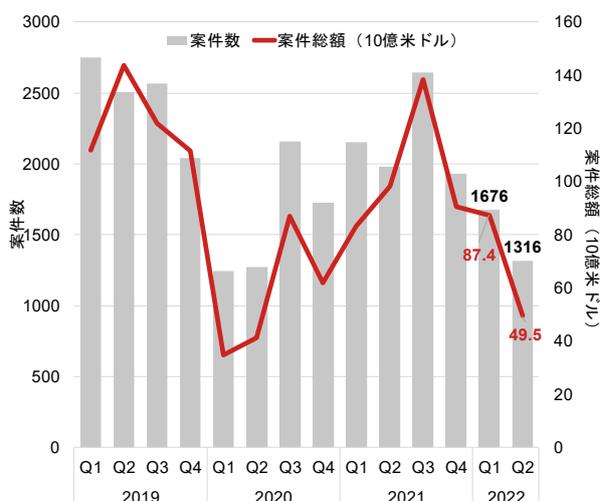
外国株式においても、国内株式指数と同様の傾向が見られます。リスク選好相場に追随しやすい小型、最小分散、グロース指数はMSCI ACWI(▲0.6%)を上回り、プラスのリターンとなりました。ただし、クオリティは、8月の下落幅も大きかった影響でマイナスリターンとなり、国内と異なった動きでした。

### 不動産

金利の急上昇と景気後退懸念が重しとなり、さらに資金調達コストも上昇するなか、不動産市場での新規資金調達への逆風が強まっています。2022年度第2四半期の不動産市場の新規案件状況を見ると、案件数は1,316件で前四半期比で21%減、前年同期比で34%減となりました。案件総額は49.5億ドルと前四半期比で43%減、前年同期比で50%減となり、2021年度第4四半期(2022年1-3月期)から資金調達金額の伸びの鈍化がさらに顕著となりました(図表2参照)。

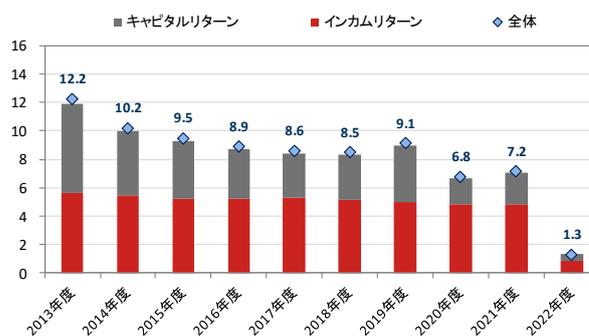
一方、不動産市場のパフォーマンスは足元で依然として上昇傾向にあります。指数ベースで見ると、国内私募REITの2021年度(2021年4月-2022年3月)のトータルリターンは7.2%と前年度より小幅に回復しました(2022年5月末基準)。インカムリターンは4.8%と前年度と同水準を維持しましたが、キャピタルリターンは3.4%と物流・住宅などのセクターのけん引により前年度比で小幅に上昇しました(図表3参照)。ただし、足元2022年度のトータルリターンは2か月間(4-5月)の実績を表しているため、1.3%ほど低くなっておりますが、引き続き注視が必要です。

図表2 不動産市場案件数と案件総額の推移



(出所) Preqin より NFRC 作成

図表3 国内私募REIT年度別リターン要因分解の推移



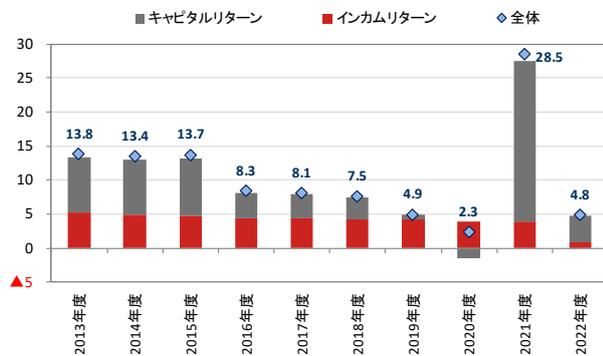
(注) 当四半期末の4か月前を基準月として表示

(出所) ARES より NFRC 作成

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。

米国不動産は、2021年度のトータルリターンは28.5%と非常に好調でした。インカムリターンは例年並みの4.0%であったのに対し、キャピタルリターンは物流・集合住宅セクターの好況により、23.5%と大幅に上昇しました(図表4参照)。足元2022年度(2022年4-6月期)のインカム水準はデータ期間が短いため、0.9%と低くなっています。一方で、キャピタルリターンは3.9%と、前年度比で上昇ペースが緩やかになったものの、引き続きパフォーマンスをけん引しました。

図表4 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

ヘッジファンド

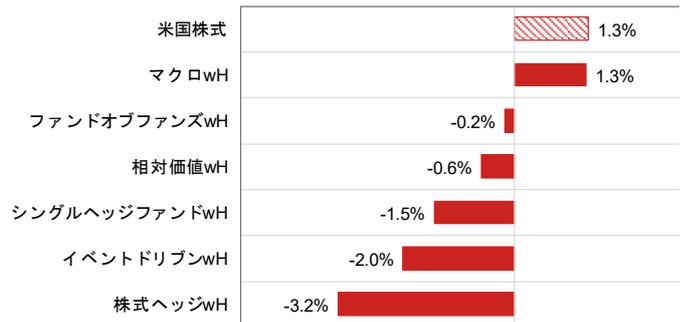
株式・債券市場が7月に大幅に上昇した後、8-9月に急落したことを受け、2022年度第2四半期のヘッジファンドは前四半期に続き苦戦しました。

主要戦略の収益率(ヘッジあり、円ベース)を見ると、マクロ戦略は株式や債券などのボラティリティの上昇を追い風に、米国株式と同水準のプラスリターンとなり、引き続きヘッジファンドのパフォーマンスをけん引しました(図表5参照)。他の戦略を取るヘッジファンドはすべてマイナスで終わりましたが、ファンドオブファンズと相対価値は小幅な下落にとどまりました。一方、イベントドリブンと株式ヘッジ(ロング・ショート)は株式市場の急落を受け、9月の下落幅が▲4%超と、2022年

度第2四半期でヘッジファンド全体の足を引っ張りました。

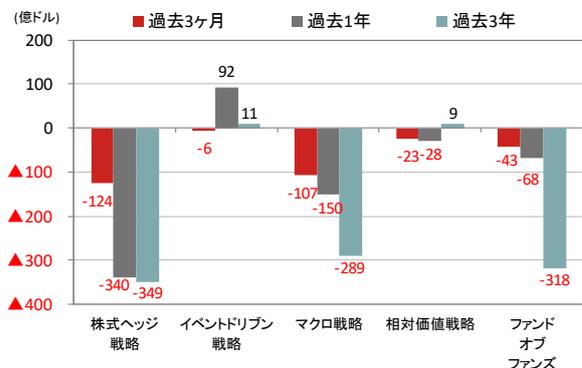
また、HFRの推計によると、2022年度第2四半期においてヘッジファンド市場全体からは合計260億ドルの資金が純流出しました(ファンド・オブ・ファンドを除く)。年初来▲15.21%と下落した株式ヘッジ戦略ファンドは、同期間の純流出が124億ドルと最も大きく、全体流出額の半分近くを占めています(図表6参照)。一方、年初来+9.16%と上昇したマクロ戦略からも、107億ドルが流出しました。すなわち、足元インフレの高騰、景気後退懸念の高まりなどが投資家心理を圧迫し、ヘッジファンドからは全体的に資金が引き出された動きが窺えます。

図表5 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)。ヘッジファンドの各戦略はヘッジあり、円ベースのリターン。  
(出所) HFR より NFRC 作成

図表6 主要戦略別の純資産流出入額



(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。

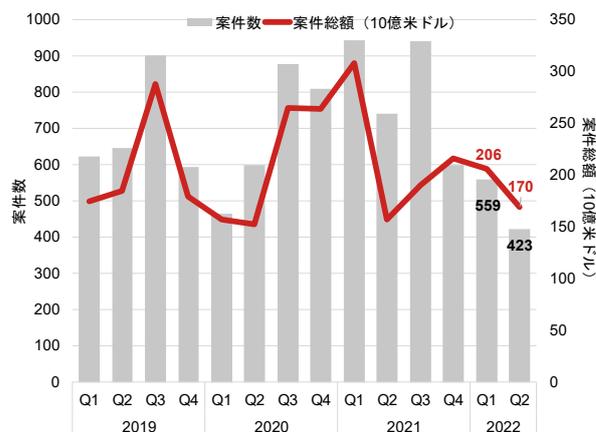
## プライベートエクイティ

金利上昇、景気後退懸念と投資家心理悪化を背景に、2022年度第2四半期のプライベートエクイティ市場でも不動産市場と同様に減速がみられました。Preqinによると、資金調達コストが上昇し、バリュエーションも低迷する中、同期間のグローバルプライベートエクイティ市場の資金調達規模は1,196億ドルとなり、前四半期比で17.5%減少しました。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142で、過去5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。

また、2022年度第2四半期に完了したプライベートエクイティのグローバル案件は423件で、前四半期比で24%減、案件総額は1,700億米ドルで、前四半期比で18%減となっています(図表7参照)。地域で見ると、北米、欧州とアジアの案件完了件数はいずれも前四半期より減少しました。

ただし、資金調達は減速しているものの、プライベートエクイティ市場全体は依然として拡大傾向にあります。2022年度第2四半期末時点のファンド数は前四半期末比で14%増加し、過去最多の3,294となっています。これらのファンドの合計目標資本は1.24兆ドルと、前四半期末比で12%増加し、過去最大となっています。

図表7 プライベートエクイティ案件数と案件総額の推移



(出所) Preqin より NFRC 作成

— 次号のお知らせ —

次号は

**12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)