

市場の振り返り(2022年度第4四半期)

2022年度第4四半期の株式市場は、米国利上げ停止期待や金融システム不安の後退などを背景に上昇しました。リスク選好姿勢が強まった中、内外株式のファクター指数はともにグロース優位な相場となりました。ヘッジファンドにおいては株式ヘッジ戦略が全体をけん引し、マクロ戦略が劣後しました。グローバル不動産市場の減速が一層顕著となり、特に米国不動産市場では全セクターのキャピタルリターンが大幅に下落しました。プライベートエクイティ市場では、バリュエーションの低下とシリコンバレーバンクの経営破綻などが逆風となり、資金調達とエグジットが過去最低の水準となりました。

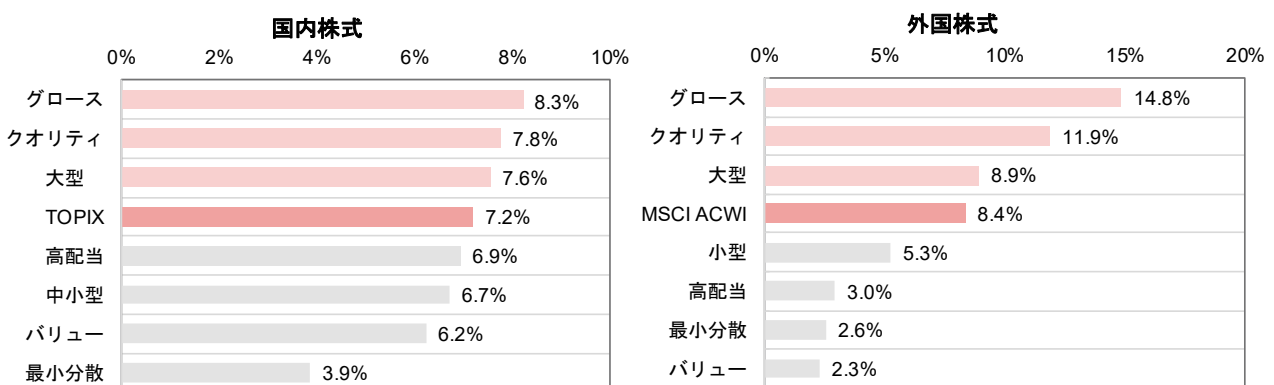
レポート概要

年金ニュース解説 No.905「企業年金の運用状況(2022年度)」では、株式市場、金利、為替の動向をまとめましたが、本稿ではファクター指数とオルタナティブの状況について確認します。

ファクター指数

図表1は2022年度第4四半期内外株式のファクター指数のリターンです。当四半期、国内株式TOPIX(配当込み)は+7.2%、外国株式MSCI ACWI(配当込み、円ベース)は+8.4%と好調でした。グロース・クオリティ・大型は当四半期で優位

図表 1 2022 年度第 4 四半期内外株式のファクター指数リターン



(注) 国内株式バリュー、大型、中小型はそれぞれ Russell/Nomura バリュー、ラージ、ミッドスモール指数(すべて配当込み)、その他は MSCI Japan 高配当、最小分散、クオリティ指数(すべて配当込み)。外国株式ファクター指数は MSCI ACWI/バリュー、グロース、大型、小型、高配当、最小分散、クオリティ指数(すべて配当込み、円ベース)
(出所) 東京証券取引所、MSCI より NFRC 作成

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

な一方、バリュー・高配当・最小分散・小型は劣後したという傾向は内外株式で見られています。

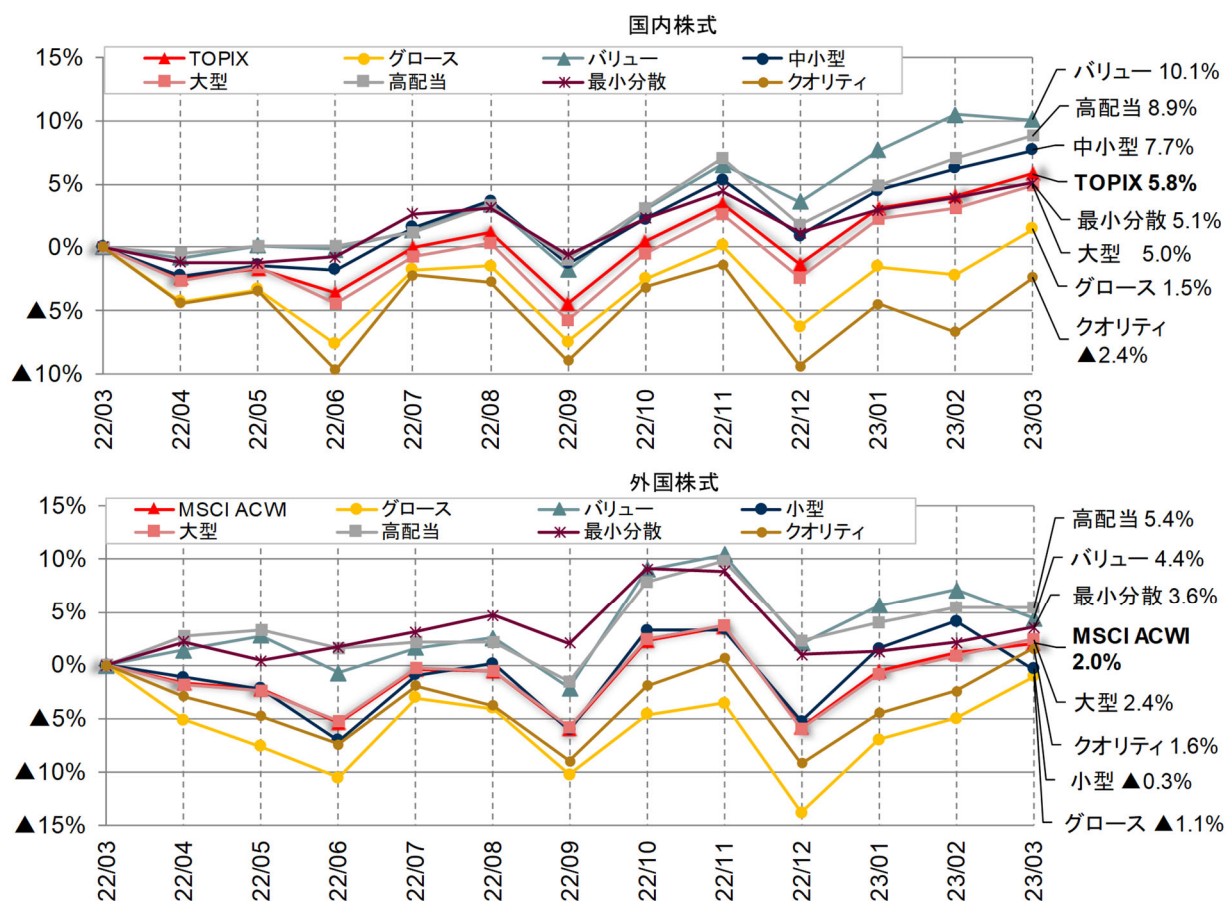
月次で確認すると、2023年1月には主要国景気後退懸念の緩和ですべてのファクター指数が上昇し、中でも利上げサイクルの終了が期待されたことなどから、グロースの上昇幅が最も大きく、最小分散や高配当などの追従が遅れました。2月には主要国の利上げ継続観測の中、国内株式ではグロースとクオリティが小幅に下落しました。一方、外国株式では円安の効果によりすべてのファクター指数は上昇しました。3月にはシリコンバレーバンクの破綻などをきっかけに欧米の金融システム不安が発生し、市場は乱高下しま

した。金融セクターが下落したため、バリュー株が下落し、質への逃避からクオリティ、金利の低下によりグロース株が上昇しました。

図表2は2022年度通期における内外株式のファクター指数のリターンの推移です。2022年度の内外株式はともにプラス圏で着地し、TOPIX(配当込み)の2022年度リターンは+5.8%と好調であり、MSCI ACWI(配当込み、円ベース)は円安の進行を受け+2.0%の小幅高となりました。

通期の内外株式ファクター指数は、概ねプラスで着地しました。第4四半期の傾向とは反対に、通期ではバリュー・高配当が優位となり、グロース・クオリティなどが劣後しました。これは、主要

図表 2 2022 年度内外株式のファクター指数リターン



(注) 国内株式バリュー、大型、中小型はそれぞれ Russel/Nomura バリュー、ラージ、ミッドスモール指数(すべて配当込み)、その他は MSCI Japan 高配当、最小分散、クオリティ指数(すべて配当込み)。外国株式ファクター指数は MSCI ACWI バリュー、グロース、大型、小型、高配当、最小分散、クオリティ指数(すべて配当込み、円ベース)

(出所) 東京証券取引所、MSCI より NFRC 作成

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、野村グループ各社から直接提供する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。本資料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、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

国の利上げ継続を受け景気後退懸念が強まった2022年度では、業績成長が懸念されるグロースなどが売られた一方、金利上昇の恩恵を受ける銀行セクターの構成比率が高いバリューは堅調でした。

ヘッジファンド

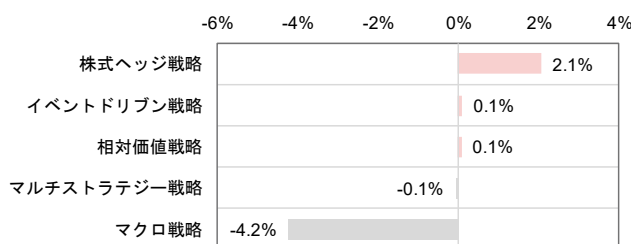
図表3-1は当四半期ヘッジファンド主要戦略のリターン(円ベース、ヘッジあり)です。株式ヘッジ戦略は優位となった一方、マクロ戦略は大幅に下落し、それ以外は0%付近で着地しました。これに対し、図表3-2の通期リターンでは、ヘッジファンドの主要戦略は主要国金融引き締め長期化と円安進行などを受け、いずれもマイナスで終わり、中でも株式ヘッジ戦略が最も劣後しました。

個別に見ると、相対価値戦略とマルチストラテジー戦略の2022年度リターンはともに▲3.8%と全体をけん引しました。FRBの連続利上げとボラティリティ上昇の中で、資産価格の乱高下を取引対象とする相対価値戦略は比較的マイナス幅を抑え、多様な運用戦略に分散投資するマルチストラテジー戦略も分散効果が効き優位となりました。

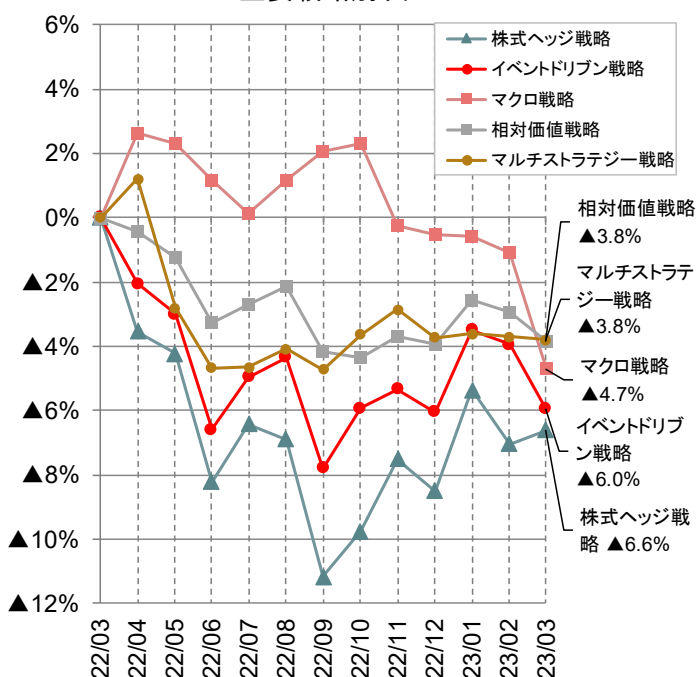
マクロ戦略の2022年度リターンは▲4.7%となりました。市場と相関が低いマクロ戦略は、2022年4月～2023年2月に比較的堅調に推移し、全体をけん引しました。一方、2023年3月には金融システム不安による金利の乱高下により、ファンド間のパフォーマンス格差が拡大し、全体としてはマイナスとなりました。

企業の合併や再編に注目するイベントドリブン戦略の2022年度リターンは▲6.0%でした。景気後退懸念の中でM&A案件の減少や株式の弱気相場などを受け、通期はマイナス圏で推移しました。2023年1月にはリスクオン相場で急反発したものの、3月には信用不安を受け下落し、1月のプラス分をほぼ相殺しました。

図表 3-1 2022 年度第 4 四半期
ヘッジファンド主要戦略別リターン



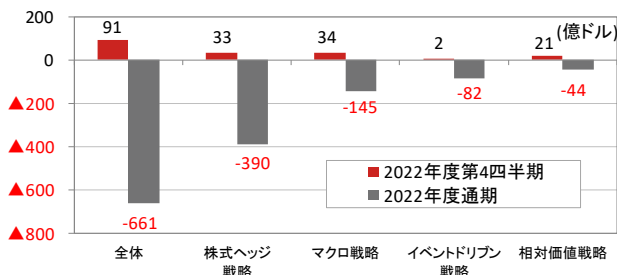
図表 3-2 2022 年度ヘッジファンド
主要戦略別リターン



(注) ヘッジファンドの各戦略は円ベース、ヘッジありのリターン

(出所) HFR、Credit Suisse より NFRC 作成

図表 4 主要戦略別の純資産流出入額



(出所) HFR より NFRC 作成

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料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。

株式ヘッジ戦略(株式ロング・ショート)は▲6.6%の年度リターンで着地しました。2022年度前半は下落傾向となった一方、後半はインフレ圧力と金利上昇の緩和期待を受け大幅に反発した局面もありました。2023年3月にはS&P500が上昇したことなどから、全体のパフォーマンスをけん引しました。

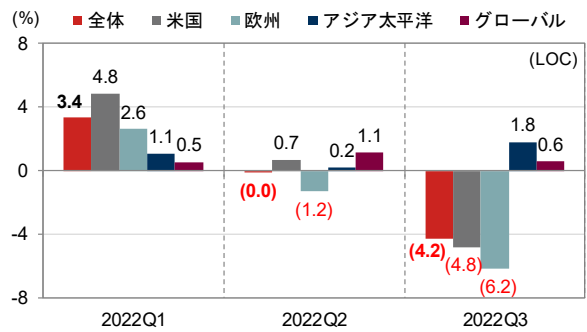
図表4はHFRが推計したヘッジファンド主要戦略の純資産流出入額です。2022年度第4四半期において、ヘッジファンド市場全体へは合計91億ドルの純流入額がありました(ファンド・オブ・ファンズを除く)。3四半期連続の純流出がついに一服しましたが、2022年度においてファンド全体からは合計661億ドルが純流出しました。中でも前述したパフォーマンスが劣化した株式ヘッジ戦略ファンドからの流出額が390億ドルと最も大きく、次はマクロ戦略で145億ドル流出しました。

不動産

図表5はグローバル非上場不動産ファンドのリターンの推移です(現地通貨ベース、トータルリターン、2022年12月末基準)。2022年度第1四半期では非上場不動産ファンド全体が+3.4%と上昇したものの、第2四半期ではマイナスに転じ、第3四半期では▲4.2%とマイナス幅を拡大しました。第3四半期の内訳をみると、欧州は▲6.2%、米国は▲4.8%とともに急落した一方、アジア太平洋は+1.8%と全体をけん引し、グローバルファンドは+0.6%と堅調でした。欧米金利上昇による借入コストの高騰や景気後退懸念などが非上場不動産市場へのマイナス影響は第3四半期で一層顕著となりました。

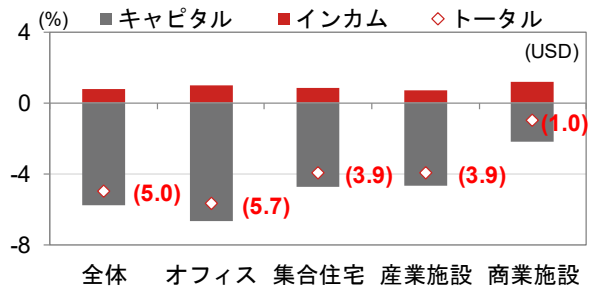
図表6は2022年度第3四半期の米国不動産セクター別リターンで、全体は▲5.0%と下落しました。中でもオフィスのキャピタルリターンのマイナス幅が最も大きくなった一方、商業施設(リテール)は比較的抑えられました。インフレによる賃料の上昇と勤務形態の変化を背景に、米国でオ

図表5 グローバル非上場不動産ファンドのリターン



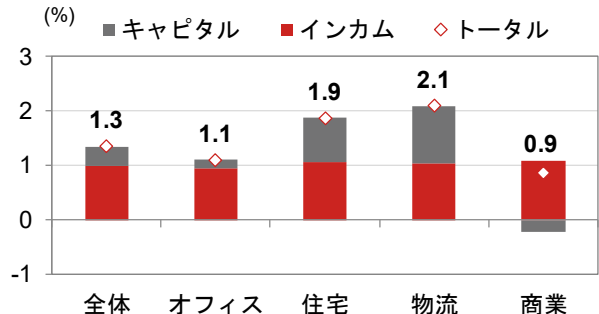
- (注1) 現地通貨ベース、2022年12月末基準のトータルリターン
- (注2) 米国・欧州・アジア太平洋は、それぞれの地域にある非上場不動産を主な投資対象とし、グローバルは世界各国における非上場不動産を投資対象としたファンドを指す
- (出所) NCREIF (Global Real Estate Funds Index) より NFRC 作成

図表6 2022年度第3四半期
米国不動産セクター別リターン



- (注) ドルベース、2022年12月末時点
- (出所) NCREIF (NFI ODCE Index) より NFRC 作成

図表7 2022年度第2四半期
国内不動産セクター別リターン



- (注) 2022年8-9月が速報値
- (出所) ARES (ARES Japan Property Index) より NFRC 作成

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料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。

フィスの需要回復は依然として遅い一方、消費の回復期待で商業施設への需要が比較的堅調であることが窺えます。

図表7は2022年度第2四半期国内不動産セクター別リターンです。前四半期に続き、日銀による金融緩和政策の維持で国内の借入コストの低さや、円安の影響で海外投資家の不動産売買も活発だったことなどから、全セクターは上昇傾向にあり、全体は+1.3%と小幅高でした。中でもオフィスと商業はキャピタルリターンの上昇幅が小さく、回復が相対的に遅れました。

なお、Preqinのレポートで2022年度第4四半期の私募不動産の動向を確認すると、当四半期の私募不動産取引件数は933件、取引総額は279億ドルと過去5年間最低の水準となりました。新規私募不動産ファンドの調達資金総額は206億ドル、クローズしたファンド数が78と、いずれも過去最低水準を記録しました。資金調達コストの上昇、景気の先行き不透明感に加え、3月に金融システム不安を背景に銀行の貸出態度の厳格化懸念も高まり、私募不動産市場の低迷が浮き彫りになりました。

プライベートエクイティ

図表8は2022年度第3四半期におけるプライベートエクイティファンドの投資戦略別のパフォーマンスです(内部収益率)。地域別で見ると、欧州全体と米国全体が当四半期で小幅に下落し、グローバル全体が小幅なプラスとなりました。戦略別ではバイアウトとメザニンが概ね上位にある一方、ベンチャーが下位という傾向が見られています。中でも国内バイアウトは全体をけん引したのに対し、米国ベンチャーの下落が目立ちました。

なお、Preqinで2022年度第4四半期のプライベートエクイティ市場の資金調達動向を確認すると、当四半期に最終クローズをした新規プライベートエクイティファンドの資金調達規模は1,463億ドルで前年同期と同水準だったものの、最終クロー

ーズをしたファンド数は140と過去5年間で最低となりました。

エグジットはさらに困難な時期を迎え、当四半期のエグジット総額が206億ドルと過去最低の水準を記録し、前年同期比▲84%減となりました。金利上昇による資金調達コストの上昇とバリュエーションの低下が重しとなり、さらに3月にシリコンバレーバンクの破綻を受けベンチャー投資環境が悪化し、プライベートエクイティ市場への逆風が強まっていることが窺えます。

図表8 2022年第3四半期

プライベートエクイティの投資戦略別内部収益

国内PE バイアウト	6.8%
グローバルPE バイアウト(ドルベース)	4.2%
グローバルPE メザニン(ドルベース)	4.0%
米国PE バイアウト(ドルベース)	2.2%
米国PE メザニン(ドルベース)	2.2%
グローバルPE デイストレスト(ドルベース)	2.1%
アジアPE セクター(ドルベース)	1.1%
グローバルPE セクター(ドルベース)	0.6%
グローバルPE 全体(ドルベース)	0.5%
欧州PE バイアウト(ユーロベース)	0.4%
欧州PE 全体(ユーロベース)	-0.6%
米国PE 全体(ドルベース)	-1.0%
グローバルPE ベンチャー(ドルベース)	-5.8%
米国PE ベンチャー(ドルベース)	-6.9%

(注) Pooled IRR(Net to LP)、2022年12月末基準の速報値

(出所) Cambridge Associates より NFRC 作成

— 次号のお知らせ —

次号は

5月29日(月)

発行予定です。

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料の全部もしくは一部を複写、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 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

^(※) 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