

市場の振り返り(2022年度第3四半期)

2022年度第3四半期の株式市場は、10-11月に過度な景気減速懸念の後退から上昇後、12月に主要中央銀行のタカ派的姿勢を受け上昇幅を縮小させました。そのなか、内外株式のファクター指数はともにバリュー優位な相場に戻りました。ヘッジファンドはマクロ戦略以外、概ね米国株式をアウトパフォームしました。不動産市場は前四半期に続き減速傾向にあり、米国不動産市場全体ではキャピタルリターンの上昇が一服しました。プライベートエクイティ市場においても厳しい状況が続いたものの、上場株式市場の上昇などを受け一部回復が見られました。

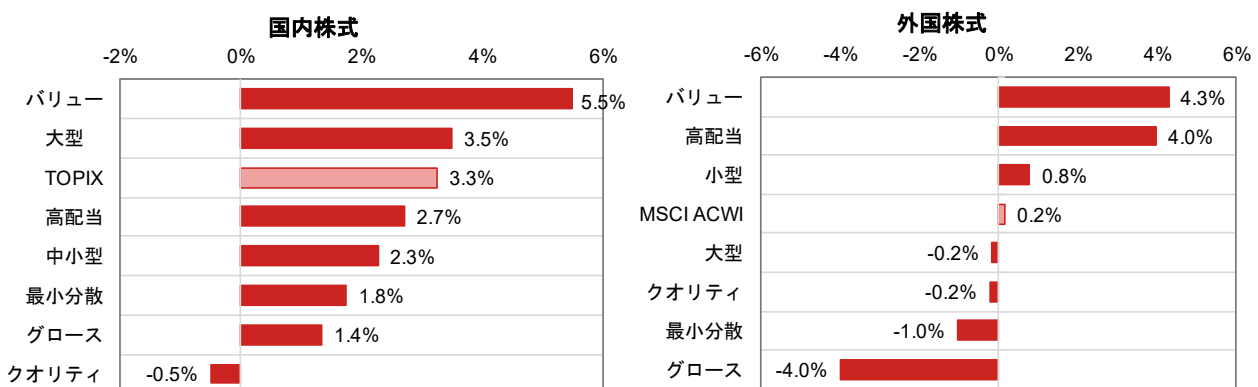
レポート概要

年金ニュース解説 No.900「企業年金の運用状況(2022年度4月～12月)」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、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

2022年度第3四半期(2022年10-12月)の株式市場は、10月に主要国による金融引き締め継続への警戒感が和らぎ、11月にかけて上昇しました。12月にFRBの利上げ長期化懸念の再燃と、日銀による国内金利変動幅の拡大決定などを受

図表 1 内外株式のファクター指数リターン(2022 年第 3 四半期)



(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、ミッドスマール指数(配当込み)、その他は MSCI Japan 高配当、最小分散、クオリティ指数(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(配当込み、円ベース)を使用。

(出所) 東京証券取引所、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。

け急落し、10-11月の上昇幅を一部相殺した結果、TOPIX(配当込み)は+3.3%、MSCI ACWI(配当込み、円ベース)は+0.2%と、いずれもプラスで着地しました。

ファクター指数をみると、バリューが優位、グロース、クオリティと最小分散が劣後したという傾向は国内外株式で見られています(図表1参照)。

国内株式のファクター指数は概ねプラスで着地したものの、バリューのみがTOPIX(+3.3%)を大きくアウトパフォームしました。これは、12月に日銀の金融政策修正を受けた国内金利の急上昇局面で、代表的なバリュー銘柄である金融株や資源関連株の下落幅が比較的小幅だったからです。これに対し、唯一マイナスで着地したクオリティは、円高進行による輸出関連銘柄の下落からの影響を大きく受けました。

外国株式においては、バリューと高配当は10-11月にマーケット並みに大きく上昇した一方で、景気後退懸念が高まった12月の下落幅が比較的小さかったため、MSCI ACWI(+0.2%)を大きくアウトパフォームしました。一方で、グロース

株が12月に入り割高感が嫌気され▲10.7%と大きく下落したことが響き、MSCI ACWIから大幅に劣後しました。

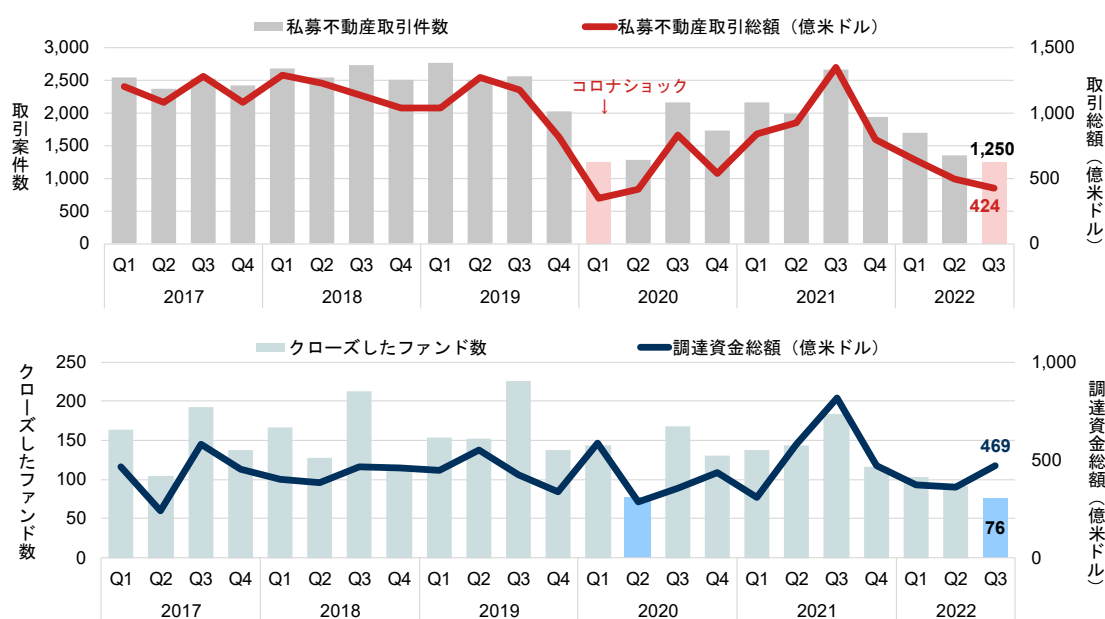
不動産

2022年初来の金利上昇を背景に、グローバル不動産市場は2021年度に続いた上昇が一服後、足元ではコロナショックを経験した2020年度の停滞に近づいています。

まず、グローバル私募不動産市場の動向を確認すると、2022年度第3四半期(2022年10-12月)の私募不動産取引件数は1,250件と前年同期比で▲53%、取引総額は424億ドルと前年同期比で▲69%減少し、いずれも過去5年においてコロナショックを受けた2020年第1四半期に次ぐ低い水準となりました(図表2参照)。

私募不動産市場の資金調達状況を見ても、調達資金総額は469億ドルと前四半期から回復したものの、クローズしたファンド数が76と前年同期比で▲59%、過去5年最も低い水準でした。これは、金利上昇による資金調達コストの増加に

図表2 グローバル私募不動産市場の推移(2022年第3四半期)



(出所) Preqin より NFRC 作成

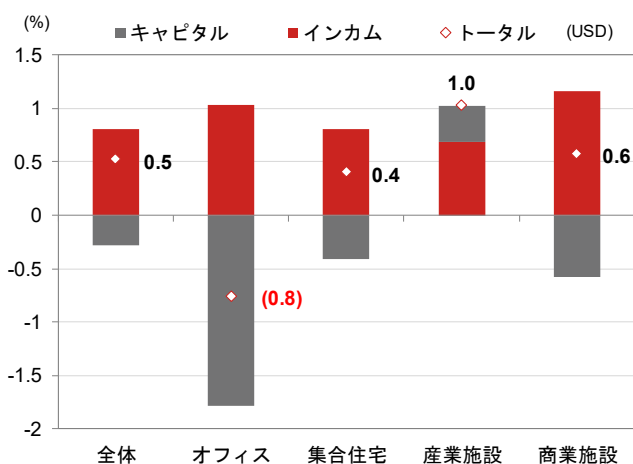
当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサル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

加え、投資者心理悪化の中でオーバーハング（供給過剰）が見られ、大手運用会社へ資金が集中する傾向が強まったためだと考えられます。

次に、期ずれで反映される不動産市場指数を用いて地域別のパフォーマンスを確認すると、2022年7-9月期の米国不動産市場全体では、金利上昇と景気減速の影響が出始め、キャピタルリターンが下落に転じました（図表3参照）。一方、インカムリターンが安定的に推移したため、トータルリターンは+0.5%とプラス圏を維持しました。セクター別で見ると、全体パフォーマンスをけん引した産業施設以外のセクターではすべてキャピタルリターンが下落し、中でもオフィスが最も軟調でトータルリターンも▲0.8%とマイナスに転じました。

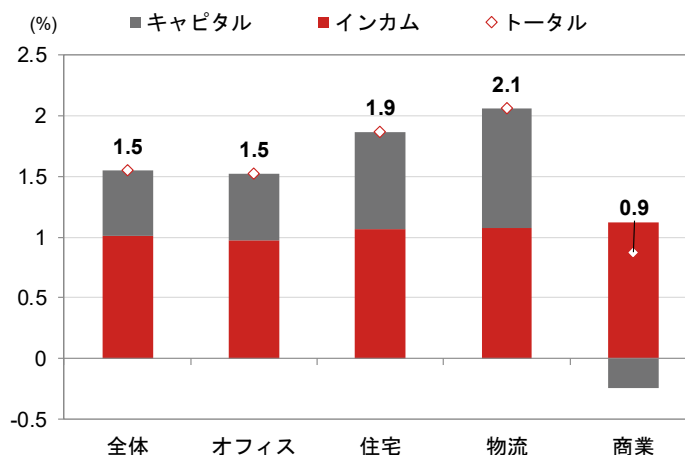
一方、2022年4-6月期の国内不動産市場では、米国ほど金利上昇せず、さらに円安の影響で海外投資家の不動産売買も活発だったことなどから、トータルリターンが+1.5%と上昇し、オフィスを含むすべてのセクターが回復傾向にありました（図表4参照）。中でも物流と住宅セクターは全体パフォーマンスをけん引したのに対し、商業セクターはキャピタルリターンのマイナスが続いたため小幅に劣後しました。

図表3 米国不動産セクター別リターン
(2022年7-9月期、ドルベース)



(出所) NCREIF、ARES より NFRC 作成

図表4 国内不動産セクター別リターン
(2022年4-6月期)



(注) 国内不動産では2022年5-6月が速報値
(出所) NCREIF、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。

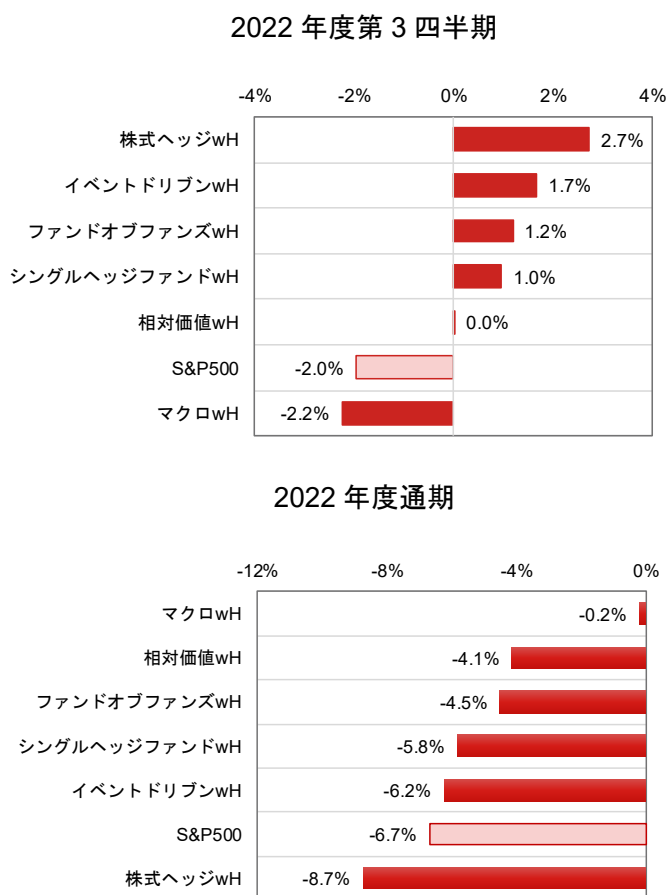
ヘッジファンド

ヘッジファンド全体では2022年度第3四半期前半の株式上昇の恩恵を享受したこともあり、マクロ戦略以外の戦略が概ねプラスになるなど前四半期から反発しました(図表5参照)。戦略別にみると、株式ヘッジ、イベントドリブン戦略は、2022年10-11月の株式上昇局面で上昇幅が大きかったため、それぞれ+2.7%と+1.7%で着地しました。ファンド・オブ・ファンズとシングルヘッジファンドは、2022年度第3四半期の反発局面では優劣がそれほどつけられないものの、下落局面が多い通期ではファンド・オブ・ファンズはシングルヘッジファンドより1.3%ポイント下落幅が小さくなりました。

2022年初来から優位が続いたマクロ戦略は、11月の下落幅が▲2.1%と大きく、今四半期ではS&P500(トータルリターン、円換算)を下回り、全体の足を引っ張りました。一方、2022年4-9月期のプラスリターンにより、通期では▲0.2%にとどまるなど最も優位な戦略となりました。ほかの戦略は2022年度第3四半期に反発したものの、いずれも通期で▲4%を超えるマイナスで着地しました。

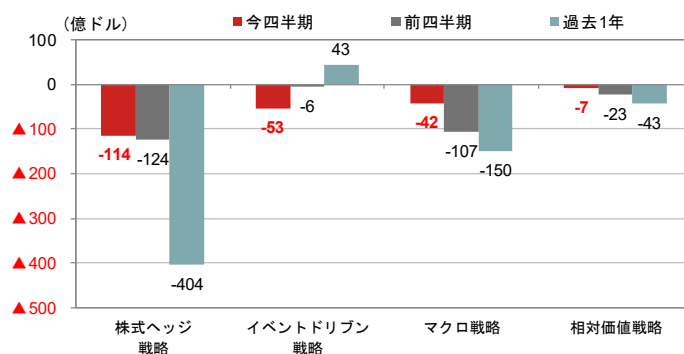
また、HFRの推計によると、2022年度第3四半期においてヘッジファンド市場全体からは合計216億ドルの資金が純流出しましたが、前四半期比では流出額が減少しています(ファンド・オブ・ファンズを除く、図表6参照)。流出額が最も大きい株式ヘッジ戦略ファンドを含め、マクロ戦略と相対価値戦略ファンドからの流出額が前四半期比で減少し、特にマクロ戦略の流出額減少が顕著でした(前四半期比64億ドル縮小)。一方、2022年初来▲7.7%下落したイベントドリブン戦略からの流出額が増加しました。

図表5 ヘッジファンド主要戦略別リターン



(注) S&P500 はトータルリターン(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

2022年度第3四半期における上場株式の回復がプライベートエクイティ市場にプラスの影響を与え、資金調達などでは一部改善が見られています。2022年度第3四半期では、グローバルバイアウト取引件数が2022年初来から減少が続いたものの、バイアウト取引総額が1,882億ドルと前四半期から+82%と急反発しました(図表7参照)。中でも北米のバイアウト取引金額は1,012億ドルと前四半期から+64%と増加したのに加え、アジアの取引金額も中国と日本において規模の大きい案件が多くあったことなどにより580億ドルに増加しました。

また、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1,384億ドルと、前四半期比で+9%の反発が見られました。ただし、最終クローズをしたプライベートエクイティファンドは過去5年間で最低水準を記録し、不動産市場と同様に資金が少数のファンドへと流れる傾向がみられま

す。

Preqinの推計によると、プライベートエクイティの市場規模は引き続き拡大傾向にあり、2022年6月末時点で全体の運用残高は5兆ドルと、2021年末から+9%増加しました(ベンチャーキャピタルとセカンダリー投資を除く)。一方で、ドライパウダー(待機資金)が過去最大の1.4兆ドルまで増加しました。資金調達が好調な時期に投資家がプライベートエクイティファンドに多額の資金をコミットしたものの、ファンドマネージャーにとって魅力的な投資先が少なくなっている状況が窺えます。

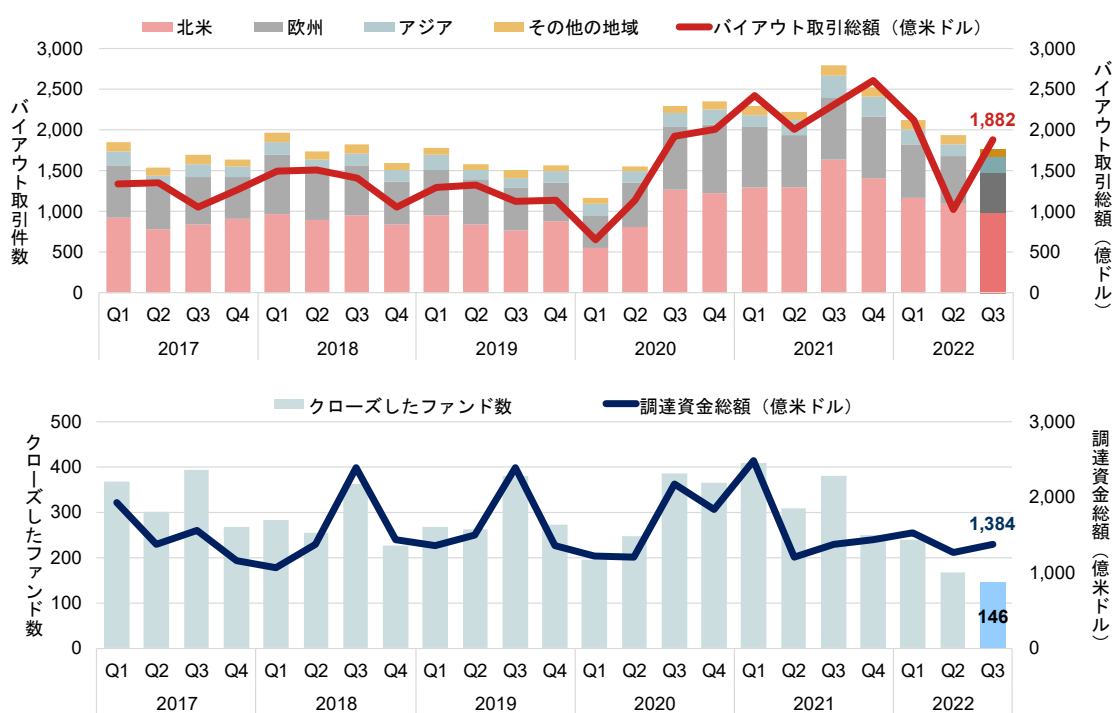
— 次号のお知らせ —

次号は

2月27日(月)

発行予定です。

図表7 グローバルプライベートエクイティ市場の推移(2022年第3四半期)



(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