

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  
孫 悦

### 市場の振り返り(2023年度第1四半期)

2023年度第1四半期のファクター指数は、国内株式では大型バリュー、外国株式では大型グロースが優位な相場となりました。ヘッジファンドにおいては、6月のリスクオン相場などを背景に上昇した戦略が多く、中でも株式ヘッジ戦略が全体をけん引しました。低流動性資産に関しては、金利上昇による調達コストの高騰とバリュエーションの低下が続いているものの、グローバル私募不動産ではキャピタルリターンと資金調達総額の反発がみられ、プライベートエクイティ市場でもエグジットの回復が見られました。

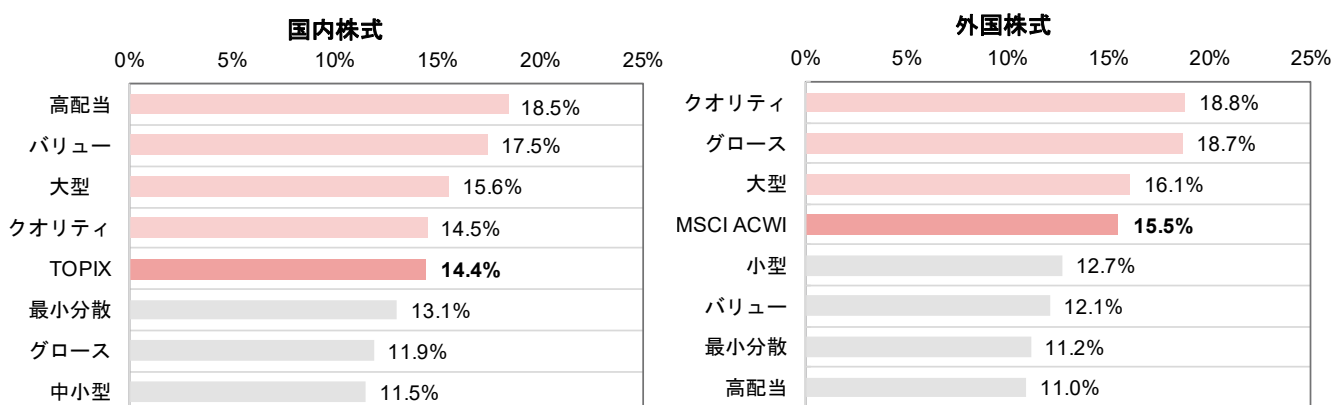
#### レポート概要

年金ニュース解説 No.911「企業年金の運用状況(2023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、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2023年度第1四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、内外株式は3か月間続伸し、国内株式のTOPIX(配当込み)は+14.4%、外国株式のMSCI ACWI(配当込み、円ベース)は+15.5%と大幅高でした。

図表 1 当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 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をご遠慮ください。

スタイル別では、国内株式はバリュー優位な一方、外国株式はグロース優位な相場で着地しました。サイズ別では、内外株式がともに小型に対して大型の優位となりました。

月次で確認すると、4月の国内株式では米著名投資家ウォーレン・バフェット氏による日本株式への強気な発言などから大型株主導となり、またバリューと高配当も優位となりました。外国株式では米地銀の破綻不安と景気後退懸念を背景に、ディフェンシブセクターが主に上昇し、最小分散、高配当とバリューが優位な傾向がみられました。

5月において、国内では円安進行と一部企業の堅調な業績見通しなどを好感し海外投資家の買いが強まり、大型グロースが優勢となりました。外国では、生成AIへの期待により半導体関連銘柄の上昇が目立ち、クオリティ、グロースと大型が全体をけん引しました。

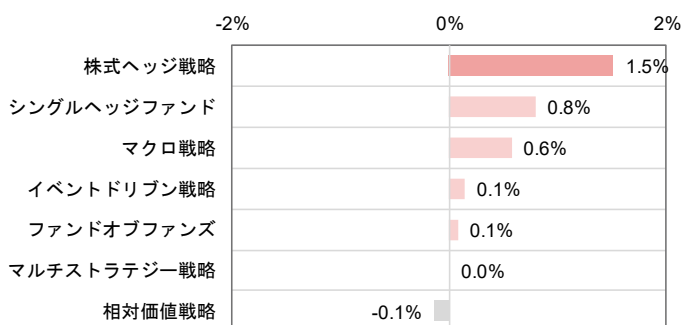
6月の国内株式では金融緩和策維持への好感と、バフェット氏による商社株買い増しの公表などから、大型バリューと高配当が優位となりました。外国株式では5月の金融不安や債務上限問題懸念の後退からリスク選好姿勢が高まり、多様な業種が上昇しました。中でも高配当と最小分散が劣後した以外、概ね+9%付近で着地しました。

## ヘッジファンド

図表2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。内外金利差の拡大によりヘッジコストが増加したものの、ヘッジファンド全体はプラスで着地した戦略が多く、中で株式ヘッジ戦略は全体をけん引しました。

月次で確認すると、4月には銀行業界の混乱でボラティリティが上昇した中で、ヘッジファンド全体は概ね下落しました。中でも市場との相関性の低いマクロ戦略と、資産価格の乱高下を取引対象とする相対価値戦略が相対的に堅調でし

図表2 当四半期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

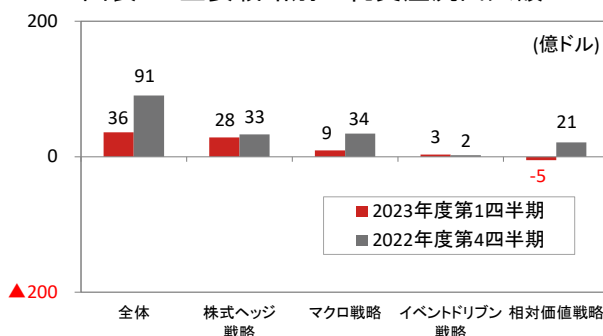
(出所) HFR、Credit Suisse より NFRC 作成

た。

5月には金融不安と債務上限問題などを背景にすべての戦略が下落し、中でもベータの低い相対価値戦略とマルチストラテジー戦略が相対的に優位となりました。

一方で6月には、FRBの利上げ停止とAI関連株の上昇に後押しされ、すべての戦略が上昇し、中で反発が最も大きかった株式ヘッジ戦略などが全体をけん引しました。

図表3 主要戦略別の純資産流出入額



(出所) HFR より NFRC 作成

図表3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。2023年度第1四半期において、ヘッジファンド市場全体(ファンド・オブ・ファンズを除く)へは合計36億ドルの純流入額があったものの、前四半期の大幅な反発から減速しました。年初来好調だった株式ヘッジ戦略への流入額が28億ドルと最も大きく、次はマクロ戦略で9億ドル流入しました。

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。

## 不動産

図表4はグローバル非上場不動産ファンドのリターンです(現地通貨ベース、トータルリターン、2023年3月末基準)。2022年度の市場全体を振り返ると、第1四半期は好調だったものの、第2～3四半期は金利上昇と景気後退懸念のマイナス影響が反映され、リーマンショック以降最大のドロダウンを記録しました。直近の第4四半期では全体は下落幅を縮小したものの、依然としてマイナス圏の▲1.8%で着地しました。

地域別で見ると、第4四半期においてグローバルとアジア太平洋に特化したファンドは、相対的に低い資金調達コストなどにより底堅く推移しました。欧州ファンドは、主にイギリスと産業施設などの上昇により、前四半期からの反発が最も顕著で▲1.0%で終わりました。

図表5は2022年度第4四半期の米国不動産セクター別リターンです。各セクターのキャピタルリターンは前四半期から上昇したものの、トータルリターンはいずれもマイナスにとどまり、全体としては▲3.2%と下落しました。中でも、オフィスは在宅勤務の定着化を背景に最も軟調な一方、商業施設はショッピングセンターの強い需要状況から比較的堅調という傾向が続いています。

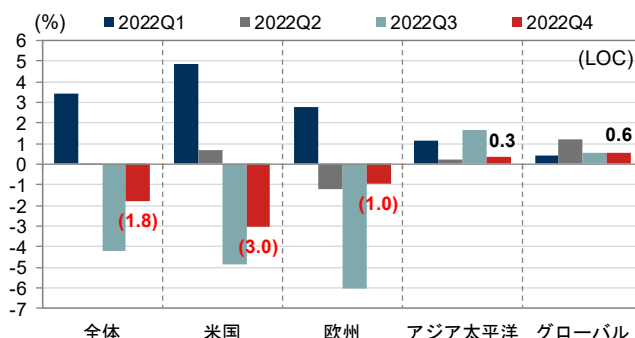
図表6は2022年度第3四半期国内不動産セクター別リターンです。欧米とは対照的に、金融緩和政策の継続による資金調達コストの低さと、コロナからの回復期待などから、全セクターは引き続き上昇し、全体は+1.3%と前四半期と同水準です。ただし、オフィスと商業のキャピタルリターンは2四半期連続で軟調でした。

なお、Preqinの調査<sup>1</sup>によれば、2023年度第1四半期の米国私募不動産では一部回復が見られ、新規私募不動産ファンドの当四半期調達資金総額は570億ドルと、前四半期の227億ドルから大幅に反発しました。一方で、資金調達コスト

<sup>1</sup> Preqin (2023) "Real Estate Q1 2023: Preqin Quarterly Update"より

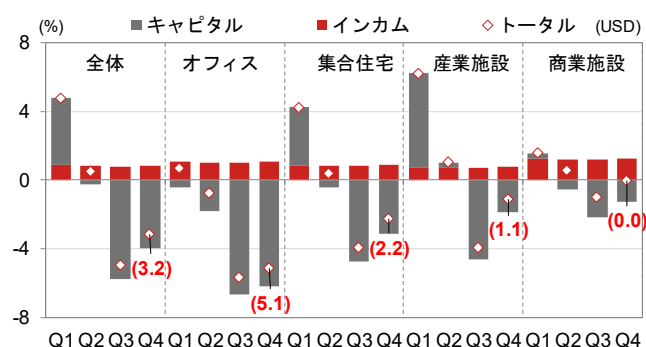
の高止まりや、金融不安による銀行の貸出抑制姿勢などを受け、クローズしたファンド数、私募不動産取引件数と取引総額は、6四半期連続で減少の一途をたどりました。

図表4 グローバル非上場不動産ファンドのリターン



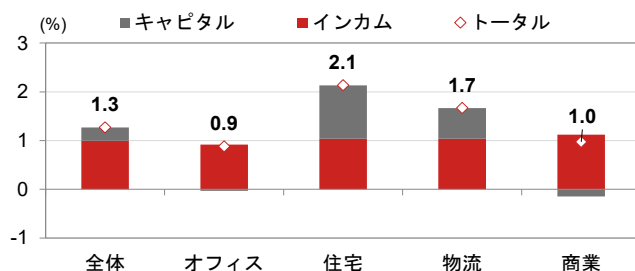
(注1) 現地通貨ベース、2023年3月末基準のトータルリターン  
(注2) 米国・欧州・アジア太平洋は、それぞれの地域にある非上場不動産を主な投資対象とし、グローバルは世界各国における非上場不動産を投資対象としたファンドを指す  
(出所) NCREIF (Global Real Estate Funds Index) より NFRC 作成

図表5 2022年度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6 2022年度Q3国内不動産セクター別リターン



(注) 2022年11-12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。

## プライベートエクイティ

図表7は2022年度第4四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はともに前四半期から反発し、グローバル全体とほぼ同水準で着地しました。戦略別では、概ねすべてがプラスで着地し、特に成熟企業を投資対象とした国内バイアウト(+6.8%)は、1~3月期のIPOとM&Aの回復を背景に優位となりました。

一方で、創業期の企業を投資対象としたベンチャーキャピタルは、景気の不透明感やJカーブ効果などから、2四半期連続で軟調でした。さらに、地政学リスク・金利上昇や銀行システムの混乱などを受け、世界いずれの地域においてもベンチャーキャピタルによる投資額が減少傾向にあり、米国では3四半期連続、欧州では4四半期連続で減少したと、KPMGの調査<sup>2</sup>が示しました。

プライベートエクイティ全体の環境を確認すると、足元の2023年度第1四半期ではエグジットの回復がみられ、当四半期のエグジット総額(999億ドル)は前四半期の2.65倍まで上昇しました。一方で資金調達状況を見ると、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(1,067億ドル、前年同期比▲35%)と最終クローズをしたファンド数(166、前年同期比▲53%)はいずれも過去5年間の最低水準を更新したと、Preqinの調査<sup>3</sup>が示しました。このように、プライベートエクイティにとっては依然として困難な時期が続いています。

図表7 2022年度第4四半期  
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(トルベース)	3.5%
グローバルPEメザン(トルベース)	3.5%
米国PEメザン(トルベース)	3.2%
米国PEバイアウト(トルベース)	3.1%
欧州PEバイアウト(ユーロベース)	2.9%
欧州PE全体(ユーロベース)	2.2%
グローバルPE全体(トルベース)	2.0%
米国PE全体(トルベース)	1.7%
グローバルPE FOFs(トルベース)	1.6%
グローバルPEデリスト(トルベース)	1.6%
アジアPEセカンダリー(トルベース)	1.3%
グローバルPEベンチャー(トルベース)	-0.7%
米国PEベンチャー(トルベース)	-0.8%

(注) Pooled IRR (Net to LP)、2023年3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  
**8月21日(月)**  
発行予定です。

<sup>2</sup> KPMG(2023) “Venture Pulse Q1 2023: Global analysis of venture funding”より

<sup>3</sup> Preqin(2023) “Private Equity Q1 2023: Preqin Quarterly Update”より

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。

### 《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)