

市場の振り返り(2023年度第2四半期)

2023年度第2四半期のファクター指数は、主要中銀が高金利政策の維持を示唆したことなどを受け、金融株の上昇から内外株式はともにバリュー優位な相場となりました。ヘッジファンドにおいては、マルチストラテジーとマネージドフューチャーズなどが全体を牽引した一方、株式ヘッジが劣後しました。低流動性資産に関しては、前四半期は回復の兆しが見えたものの、当四半期は金融引き締め継続観測の中で、グローバル私募不動産とプライベートエクイティ市場の資金調達状況が低迷しています。

レポート概要

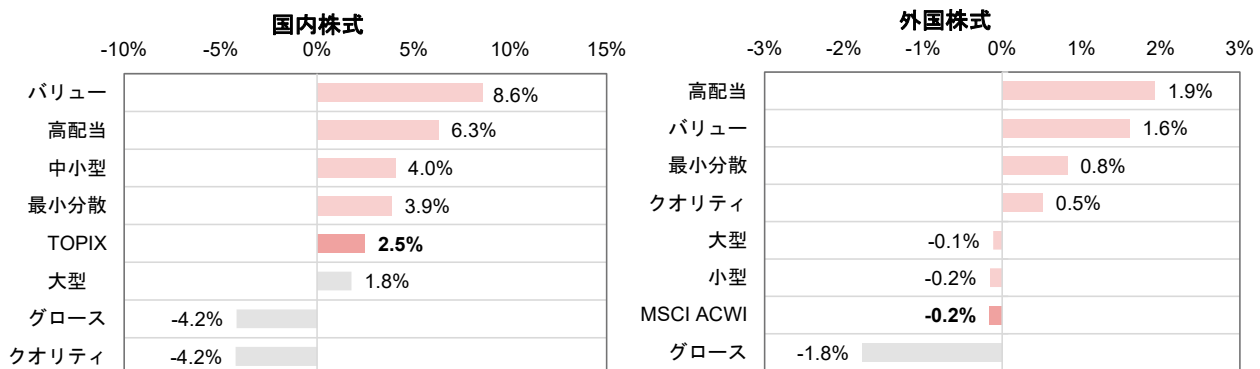
年金ニュース解説No.917「企業年金の運用状況(2023年度上半期)」では、株式、金利、為替の動向をまとめましたが、本稿ではファクター指数とオルタナティブの状況について確認します。

ファクター指数

図表1は2023年度第2四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、国内株式のTOPIX(配当込み)は+2.5%と底堅く推移した一方、外国株式のMSCI ACWI(配当込み、円ベース)は▲0.2%と前四半期から反落しました。スタイル別で見ると、内外株式はともにバリュー優位な相場となりました。サイズ別では、国内株式は中小型がアウトパフォームした一方、外国株式はほぼ優劣がつかない状況となりました。

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。

月次で確認すると、7月の国内株式では日銀による長短金利操作(YCC)の見直しを受け、銀行株が上昇したことなどから、バリューがグロースに対して優位となりました。また、海外投資家の買越しが中小型にも波及したとみられ、中小型が大型をアウトパフォームしました。外国株式でも、金利上昇の中で小型バリューが優位となりました。

8月において、国内では7月に続き、YCCの柔軟化を受けた国内金利の先高観から、銀行セクターの好調さにより、バリュー優位な傾向が見られました。一方、外国ではFRBの金融引き締め長期化を背景に、質への逃避が起きてクオリティが全体を牽引しました。下旬に米半導体大手の好調な決算と欧米金利の低下を受け、ハイテク株の上昇からグロースと大型がアウトパフォームしました。

9月には、日銀による政策修正への思惑と米政策金利の高止まり長期化観測などを受け、内外株式はともにハイテク株を中心に売られた一方、銀行業などのバリュー株が引き続き堅調となり、他にも市場連動性が比較的低い高配当と最小分散が優位となりました。

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、為替ヘッジ付き)です。ヘッジファンドの戦略別ではまちまちな結果となりましたが、マルチストラテジーが全体を牽引しました。

月次で確認すると、7月のヘッジファンドは幅広く上昇し、全体平均は+1.3%と高パフォーマンスとなりました。戦略別では、生成AI関連、テクノロジーなどに重点を置いた戦略の上昇により株式ヘッジ(ロング・ショート)は好調となり、多様な戦略に投資するマルチストラテジーも全体を牽引しました。

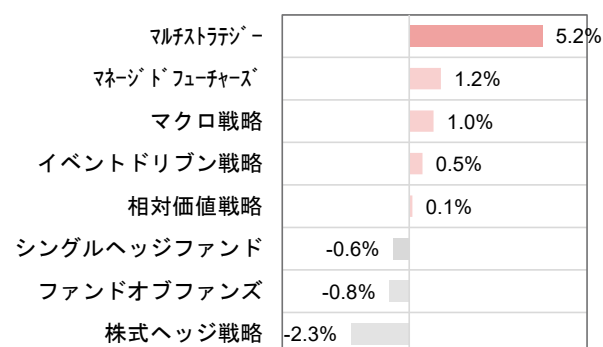
8月にはFRBが年内追加利上げの可能性を示したことから、金利上昇と株安を背景に各戦略が

まちまちな結果となり、全体は▲1.2%で着地しました。戦略別ではイベントドリブンと相対価値は堅調な一方、株式ヘッジはテクノロジー株の下落などによって劣後しました。

9月には、米金融引き締め長期化観測を受け株式と債券がともに下落した中で、市場の方向性にベットするマクロ戦略とマネージドフューチャーズが全体を牽引した一方、株式ヘッジはロングポジションのマイナスにより2カ月連続で下落しました。

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。当四半期、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23億ドルの純流入額があり、前四半期から小幅

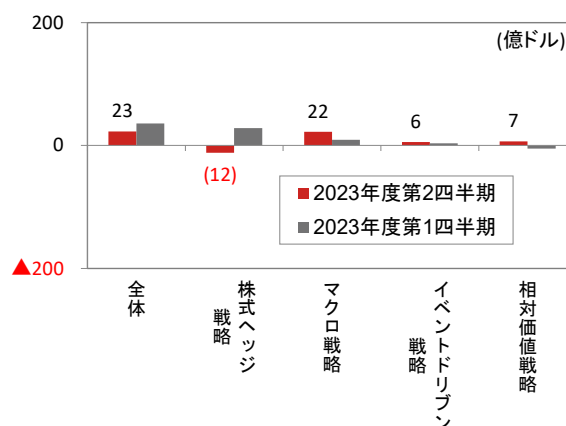
図表2 当四半期ヘッジファンド主要戦略別リターン



(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

図表3 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。

に減速しました。戦略別ではマクロ戦略に22億ドル純流入した一方、当四半期軟調だった株式ヘッジから12億ドル純流出しました。

不動産

不動産市場では金利上昇を背景に調整局面が続いています。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6月末基準)。2023年度第1四半期における全体のトータルリターンは、前四半期と同水準の▲1.8%と、4四半期連続のマイナスとなりました。

地域別でみると、全ての地域がマイナス圏で推移しました。アジア太平洋に特化したファンドは下落が顕著な一方、欧州と米国ファンドは前四半期から小幅な改善がみられました。

図表5は2023年度第1四半期の米国不動産セクター別リターンです。オフィスは引き続き全体の足を引っ張り、▲7.3%と大幅に下落しました。集合住宅と産業施設は回復傾向を維持した一方、2022年度に比較的堅調であった商業施設は前四半期から下落幅を拡大しました。

図表6は2022年度第4四半期国内不動産セクター別リターンです。全体は安定的にリターンを積み上げており、前四半期と同水準の+1.2%で着地し、2022年度は+5.4%で1年間を終えました。セクター別ではマンション需要の堅調さにより、住宅は最も好調で+8%上昇した一方、都市型商業は回復が遅く+2.6%にとどまりました。他のセクターは概ね+4%付近で着地しました。

なお、Preqinの調査¹によると、2023年度第2四半期において政策金利の高止まりに伴う投資家のリスク回避姿勢が強まり、グローバル新規私募不動産ファンドの調達資金総額は182億ドル(前四半期比▲71%減)と、コロナショック後の最低水準となりました。クローズしたファンド数は

61(前四半期比▲48%)、私募不動産取引件数は887(前四半期比▲12%)、取引総額は269億ドル(前四半期比▲16%)と、いずれも2022年以降の減少傾向が継続しています。

図表4 グローバル非上場不動産ファンドのリターン

	2022年度 Q1	2022年度 Q2	2022年度 Q3	2022年度 Q4	2023年度 Q1
全体	3.5%	▲0.0%	▲4.2%	▲1.8%	▲1.8%
アジア太平洋	1.1%	0.2%	1.7%	0.3%	▲2.5%
欧州	2.9%	▲1.1%	▲5.8%	▲1.2%	▲0.5%
米国	4.8%	0.7%	▲4.8%	▲3.0%	▲2.7%

(注1) 現地通貨ベース、2023年6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たファンドを指す
(出所) NCREIF(Global Real Estate Funds Index)より NFRC 作成

図表5 米国不動産セクター別リターン

	2022年度 Q1	2022年度 Q2	2022年度 Q3	2022年度 Q4	2023年度 Q1
オフィス	0.7%	▲0.8%	▲5.7%	▲5.1%	▲7.3%
集合住宅	4.2%	0.4%	▲3.9%	▲2.2%	▲1.1%
産業施設	6.2%	1.0%	▲3.9%	▲1.1%	0.1%
商業施設	1.6%	0.6%	▲1.0%	▲0.1%	▲0.8%

(注) ドルベース、2023年6月末基準のトータルリターン
(出所) NCREIF(NFI ODCE Index)より NFRC 作成

図表6 国内不動産セクター別リターン

	2022年度 Q1	2022年度 Q2	2022年度 Q3	2022年度 Q4	2022年度
全体	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	5.4%
オフィス	1.4%	1.1%	0.9%	0.8%	4.2%
住宅	1.9%	2.0%	2.1%	1.7%	8.0%
商業	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	3.7%
都市型商業	0.8%	0.7%	0.7%	0.5%	2.6%
郊外型商業	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	4.6%
ホテル	0.9%	1.1%	1.1%	1.3%	4.5%
物流	2.1%	1.9%	1.7%	1.7%	7.7%

(注) 2023年2-3月が速報値
(出所) ARES(ARES Japan Property Index)より NFRC 作成

¹ Preqin (2023) "Real Estate Q3 2023: Preqin Quarterly Update"より

プライベートエクイティ

図表7は2023年度第2四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(内部収益率)です。地域別で見ると、米国、欧州とグローバル全体はともに1.5%付近で着地しました。戦略別では、成熟した企業に投資する国内バイアウトは、2023年上期の国内M&A件数と金額規模がリーマンショック後の最多を記録したことなどを背景に、前四半期に続き非常に好調でした(+11.3%)。

一方で、アジアセカンダリーは中国PE市場の低迷などの影響でマイナスが大きく▲3.7%で着地しました。また、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、バリュエーション低下とエグジット機会の欠如に対する投資家の懸念が続き、3四半期連続で軟調でした。グローバルベンチャーキャピタルによる投資総額は770億ドル(前四半期▲5%)と7四半期連続で減少してきたものの、減速ペースが緩やかになったとKPMGの調査²が示しました。

プライベートエクイティ全体の環境をPreqinの調査で確認すると³、足元の2023年度第2四半期では、バイアウトファンドのエグジット総額は909億ドル(前四半期比▲8%)と引き続き減少傾向にあります。資金調達状況を見ても、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1,453億ドル(前四半期比▲11%)、最終クローズをしたファンド数は155(前四半期比▲31%)と、いずれも低水準で推移しています。

図表 7 2023 年度第 2 四半期

プライベートエクイティの投資戦略別内部収益率

国内PE バイアウト	11.3%
グローバルPE マジック(トールベース)	3.2%
米国PE マジック(トールベース)	3.0%
米国PE バイアウト(トールベース)	3.0%
グローバルPE バイアウト(トールベース)	2.6%
米国PE 全体(トールベース)	1.8%
欧州PE バイアウト(ユーロベース)	1.6%
グローバルPE 全体(トールベース)	1.5%
欧州PE 全体(ユーロベース)	1.4%
グローバルPE ティストリスト(トールベース)	1.2%
グローバルPE セカンダリー(トールベース)	0.2%
米国PE ベンチャー(トールベース)	-0.5%
グローバルPE ベンチャー(トールベース)	-0.7%
グローバルPE FOFs(トールベース)	-0.8%
アジアPE セカンダリー(トールベース)	-3.7%

(注) Pooled IRR (Net to LP)、2023年6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

11月27日(月)

発行予定です。

² KPMG(2023) “Venture Pulse Q2 2023: Global analysis of venture funding”より

³ Preqin(2023) “Private Equity Q3 2023: Preqin Quarterly Update”より

《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