

市場の振り返り(2023年度第3四半期)

2023年度第3四半期の内外株式は米利上げサイクル局面の終了期待などから、ともにグロース優位な相場となりました。ヘッジファンドが幅広く上昇した中、イベントドリブンと株式ヘッジ戦略は大幅に反発した一方、マクロ戦略とマネジードフューチャーズは劣後しました。グローバル私募不動産とプライベートエクイティ市場には一部反発が見られたものの、資金調達状況が依然として低迷しています。

レポート概要

年金ニュース解説No.923「企業年金の運用状況(2023年度4月～12月)」では、株式、金利等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。

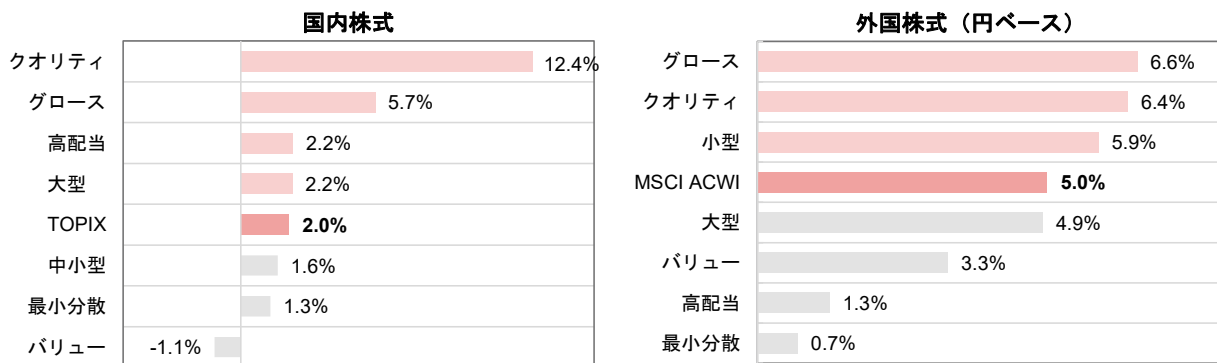
ファクター指数

2023年度第3四半期の内外株式は、主に11月以降のリスク選好姿勢が強まったことを受け、

前四半期のバリュー相場からグロース優位な相場に転じました。サイズ別では、国内株式は大型、外国株式は小型が優位となりました(図表1参照)。

月次のファクター動向を確認すると、10月の内外株式は欧米金融引き締め長期化懸念から幅広く下落しました。中でも市場と相関性の低い最小分散と、優良株の多いクオリティは下落幅を抑制できた一方、小型とバリューは苦戦しました。

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) JPX 総研、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。

内外株式はともに、小型より大型、バリューよりグロースが相対的に優位となりました。

11月の内外株式は、米利上げサイクルの終了期待が高まったことから大幅に反発しました。内外株式はともに、情報技術セクターの大幅高からグロースが優位となった一方、金融セクターの下落などからバリューが劣後しました。サイズ別では、大型と小型に大きな差がつかなかったことは内外株式で同様でした。

12月の国内株式では、クオリティとグロースが優位となった一方、円高進行を背景に自動車・輸送用機器などの下落寄与により、バリューが劣後しました。一方、外国株式では金融、資本財セクターなどの上昇からバリュー相場となりました。サイズ別では、国内株式ではほぼ同水準だった一方、外国株式では主に米国小型株の大幅反発から、小型が優勢となりました。

ヘッジファンド

当四半期のヘッジファンドは幅広く上昇し、全体平均(シングルヘッジファンド)は+2.1%となりました。主要戦略の中でイベントドリブンと株式ヘッジ戦略が全体を牽引し、マネージドフューチャ

ーズとマクロ戦略が劣後しました(図表2参照)。

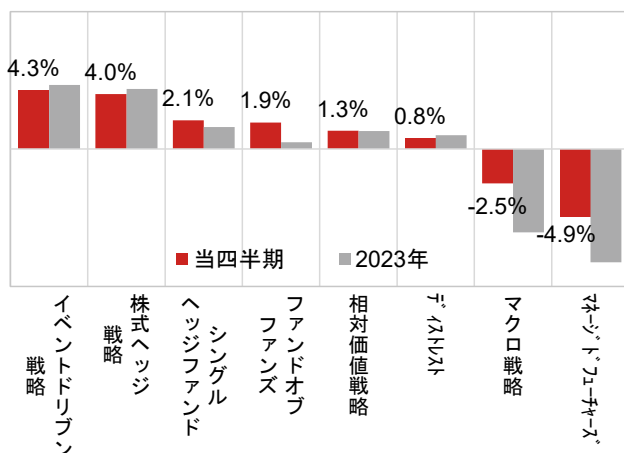
月次で確認すると、10月は市場ボラティリティが上昇した中で、ヘッジファンド全体平均は▲2.1%と軟調に推移しました。中でも、市場と相関性の低いマクロ戦略と相対価値戦略がマイナス幅を抑えられました。

ところが、11月以降、米利上げ局面が終了に近いとの見方から、ヘッジファンドは幅広く反発し、全体平均は11月+2.2%、12月+2.1%と2カ月連続で上昇しました。リスク選好の動きとM&A案件の増加を背景に、イベントドリブンと株式ヘッジ戦略は全体を牽引したのに対し、マクロ戦略などは市場上昇への追従が遅く、劣後しました。

こうして当四半期の反発局面を経て、金利上昇局面の2022年に最も劣後したイベントドリブンと株式ヘッジ戦略は、2023年に最も優位となった一方、2022年に唯一プラスを取れたマクロ戦略は2023年には最も劣後しました(図表2参照)。

なお、当四半期のヘッジファンド主要戦略からは245億ドルが純流出しました(ファンドオブファンズ除く、図表3参照)。一部好調だった戦略への流入があったものの、マクロ戦略などからの流出額が大きく、全体の純資産額が減少しました。

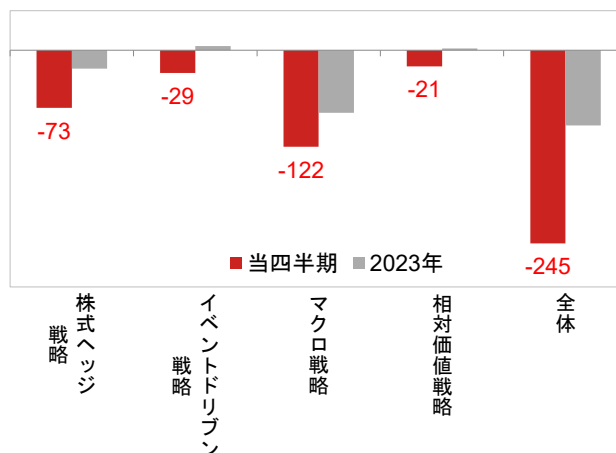
図表 2 ヘッジファンド主要戦略別リターン



(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



(注) 全体はファンドオブファンズを除く

(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。

不動産

私募不動産ファンドの収益率について、海外私募不動産は前四半期末、国内私募不動産は前々四半期末の数値を確認します。

海外私募不動産市場では主要国の金融引き締めなどを背景に、逆風が続いています。2023年度第2四半期(2023年7~9月期)のグローバル私募不動産ファンド全体のトータルリターンは▲1.4%と、5四半期連続のマイナスとなりました(現地通貨ベース、図表4参照)。全ての地域はマイナス圏で推移したものの、欧州以外の地域では前四半期比で下落幅を縮小し、特にアジア太平洋の反発が顕著となりました。

2023年度第2四半期の米国私募不動産をセクター別で見ると、オフィスは▲4.3%と、前四半期比で大きな反発が見られたものの、引き続き全体の足を引っ張りました(ドルベース、図表5参照)。商業施設はプラス圏に回復した一方、前四半期まで反発傾向にあった集合住宅と産業施設は再び下落に転じました。

一方、2023年度第1四半期の国内不動産全体は+1.1%と、引き続き安定的に推移しました(図表6参照)。ただし、キャピタルリターンに関しては、物流、住宅とホテルは堅調な一方、それ以外のセクターは小幅なマイナスとなりました。

なお、Preqinの調査¹によれば、足元2023年度第3四半期のグローバル新規私募不動産ファンドは、合計208億ドルの資金を調達し(前四半期比▲25%減)、コロナショック後の最低水準を更新しました。クローズしたファンド数は72(前四半期比▲12%)、私募不動産取引件数は946(前四半期比▲4%)、取引総額は242億ドル(前四半期比▲19%)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 グローバル私募不動産ファンドのリターン

	2023年度Q1	2023年度Q2	前四半期比
全体	▲1.8%	▲1.4%	0.5%
アジア太平洋	▲2.5%	▲1.0%	1.5%
欧州	▲0.5%	▲0.7%	▲0.2%
米国	▲2.7%	▲2.0%	0.7%

(注1) 現地通貨ベース、2023年9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

	2023年度Q1	2023年度Q2	前四半期比
オフィス	▲7.3%	▲4.3%	3.0%
集合住宅	▲1.1%	▲1.6%	▲0.5%
産業施設	0.1%	▲0.3%	▲0.4%
商業施設	▲0.8%	0.2%	1.0%

(注) ドルベース、2023年9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

2023年度Q1	トータルリターン	キャピタルリターン
全体	1.1%	0.1%
オフィス	0.7%	▲0.2%
住宅	1.4%	0.4%
商業	1.0%	▲0.1%
都市型商業	0.7%	▲0.2%
郊外型商業	1.2%	▲0.1%
ホテル	1.4%	0.3%
物流	1.7%	0.6%

(注) 2023年5-6月が速報値
(出所) ARES(ARES Japan Property Index)より NFRC作成

¹ Preqin (2024) "Real Estate Q4 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。

プライベートエクイティ

プライベートエクイティ投資戦略別の内部収益率は四半期ごとに推計されるため、前四半期末(2023年度第2四半期)の数値を確認します。

成熟期企業に投資するバイアウトとメザニンファンドは前四半期に続き堅調に推移し、中でも国内バイアウトは引き続き好調でした(図表7参照)。

これに対し、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厳しい状況が続き、バリュエーション低下などを背景に4四半期連続で軟調に推移しました。KPMGの調査²によると、AI関連スタートアップ企業への投資額が増加傾向にあるものの、2023年度第3四半期のグローバルベンチャーキャピタル全体による投資総額は749億ドル(前四半期▲12%)と、2022年以降の減少傾向が継続しました。

なお、Preqinによる調査³では、米国経済のソフトランディング期待や投資家心理改善などを受け、足元2023年度第3四半期のプライベートエクイティ市場には一部回復が見られ、バイアウトファンドのエグジット総額は1,118億ドル(前四半期比+71%)と大幅に反発しました。ただし、新規ファンドの資金調達状況は引き続き低迷しており、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1,399億ドル(前四半期比▲32%)、最終クローズをしたファンド数は153(前四半期比▲26%)と、いずれも低水準で推移しました。

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	5.7%
米国PE メザニン(トールベ-ス)	2.3%
グローバルPE メザニン(トールベ-ス)	1.8%
米国PE バイアウト(トールベ-ス)	0.8%
欧州PE バイアウト(ユーロベ-ス)	0.7%
欧州PE 全体(ユーロベ-ス)	0.7%
グローバルPE ティストリスト(トールベ-ス)	0.4%
米国PE 全体(トールベ-ス)	0.1%
グローバルPE バイアウト(トールベ-ス)	0.1%
グローバルPE セカンダリー(トールベ-ス)	-0.1%
アジアPE セカンダリー(トールベ-ス)	-0.2%
グローバルPE 全体(トールベ-ス)	-0.3%
グローバルPE FOFs(トールベ-ス)	-1.4%
グローバルPE ベンチャー(トールベ-ス)	-2.4%
米国PE ベンチャー(トールベ-ス)	-2.5%

(注) Pooled IRR(Net to LP)、2023年9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

2月26日(月)

発行予定です。

² KPMG(2024) “Venture Pulse Q4 2023: Global analysis of venture funding”より

³ Preqin(2024) “Private Equity Q4 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