

市場の振り返り(2023年度第4四半期)

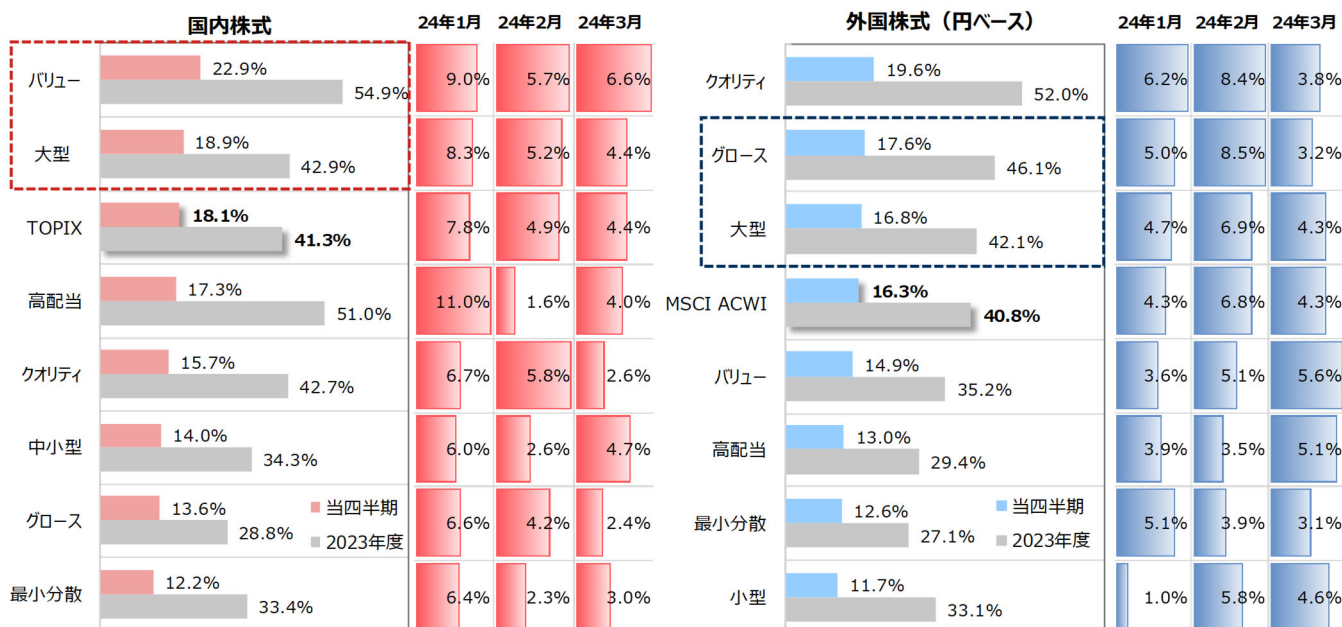
2023年度第4四半期の国内株式は大型バリュー優位、外国株式は大型グロース優位な相場となり、2023年度の1年間も同様な傾向で終わりました。ヘッジファンドの主要戦略は当四半期幅広く上昇し、2023年度もすべてプラスで着地し、中ではマネジードフューチャーズと株式ヘッジ戦略などが全体を牽引しました。一方、低流動性資産投資に対する投資家の慎重な姿勢が強まっており、グローバル私募不動産とプライベートエクイティ市場における資金調達活動が依然として鈍化しています。

レポート概要

年金ニュース解説No.929「企業年金の運用状況(2023年度)」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。

図表 1 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、ミッドスマール指数(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。

ファクター指数

2023年度第4四半期(2024年1~3月期)の内
外株式は3ヶ月連続で上昇した中、国内株式は
バリュースが優位だった一方、外国株式はグロ
ース優位な相場で終わりました。サイズ別では、内
外株式はともに大型がアウトパフォームしました。
2023年度通期でも同様な傾向が見られます(図
表1参照)。

国内株式は当四半期、円安進行や日銀の金
融緩和継続姿勢の維持などを背景に、半導体、
自動車や金融株などが買われ、バリュース
(+22.9%)と大型(+18.9%)は非常に好調でした。
これに対して、中小型(+14.0%)、グロース
(+13.6%)と最小分散(+12.2%)は劣後しました。
当四半期も海外からの買い越しが続き、海外投
資家に選好されやすいファクターが優位となりま
した。

一方、外国株式は当四半期、生成AI関連の半
導体需要拡大への期待などからテクノロジー株
が買われ、クオリティ(+19.6%)、グロース
(+17.6%)と大型(+16.8%)は好調でした。3月
において、米景気減速懸念と米金利低下などから
バリュースと小型は大きく上昇したものの、1~2月

の上昇幅が相対的に小さかったため今四半期は
劣後しました(バリュース+14.9%、小型+11.7%)。

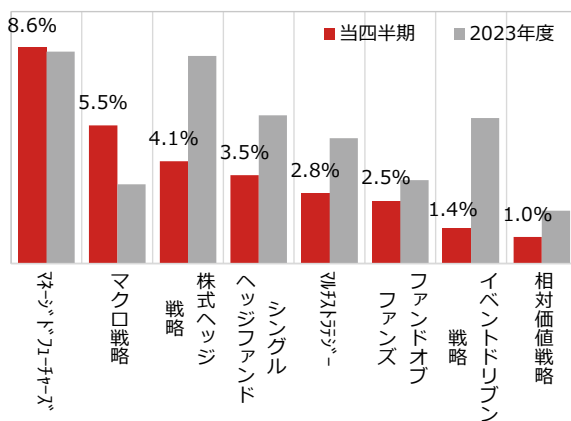
ヘッジファンド

当四半期のヘッジファンド全体平均(シングル
ヘッジファンド、円ヘッジベース)は+3.5%と約2
年ぶりの好調なパフォーマンスとなりました。主
要戦略の中でマネージドフューチャーズ(+8.6%)、
マクロ(+5.5%)と株式ヘッジ戦略(+4.1%)が全
体を牽引しました(図表2参照)。

1月のヘッジファンド全体平均は▲0.3%とやや
軟調に推移しました。一方、2月以降、AI関連株
の急上昇、金利低下の期待などにより、ヘッジフ
ァンドは幅広く上昇し、全体平均は2月+1.7%、3
月+2.0%と2ヶ月連続で上昇しました。中でも、年
初来軟調だったマクロ戦略とマネージドフュー
チャーズは大幅に反発し、テクノロジーやヘルスケ
アセクターの上昇などで株式ヘッジ戦略も大きく
上昇しました。

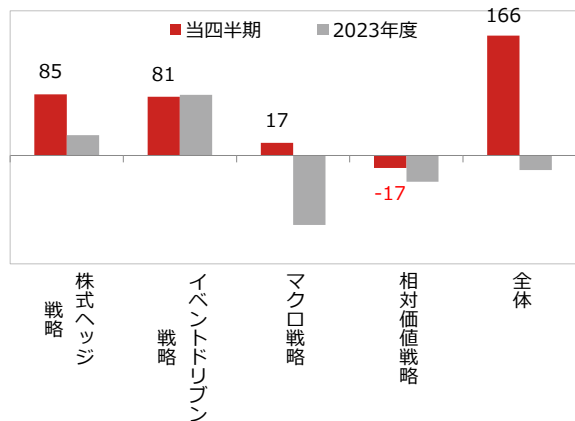
2023年度通期で見ると、ヘッジファンド主要戦
略はいずれもプラスで着地し、中でも2023年度
下半期で上昇幅が大きかった株式ヘッジとマネ
ージドフューチャーズなどは最も好調でした。

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。

なお、前四半期の純流出が一服し、当四半期において株式ヘッジ戦略をはじめとした主要戦略へは166億ドルの純流入がありました(ファンドオブファンズ除く、図表3参照)。ただし、前四半期までの純流出額が大きく、2023年度において全体の純資産額が小幅に減少しました。

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投資家の消極的な姿勢が強まり、資産価格の下落が続いています。2023年度第3四半期(2023年10~12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▲3.0%と、6四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、さらに前四半期比で下落幅を拡大しました。

2023年度第3四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▲6.0%と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)。前四半期唯一プラスだった商業施設もマイナスに戻り、集合住宅と産業施設も下落幅を拡大しました。

一方、2023年度第2四半期(2023年7~9月期)の国内不動産全体は+1.0%と、引き続き安定的に推移しました。ホテル、物流と住宅が全体を牽引しており、オフィスと都市型商業が劣後している傾向がみられます(図表6参照)。

なお、Preqinの調査¹によれば、足元2023年度第4四半期のグローバル新規私募不動産ファンドは、合計285億ドルの資金を調達し(前四半期比▲7%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59(前四半期比▲49%)、私募不動産取引件数は838(前四

半期比▲21%)、取引総額は231億ドル(前四半期比▲20%)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	2023年度Q3	前四半期比
全体	▲1.8%	▲1.4%	▲3.0%	▲1.7%
アジア太平洋	▲2.5%	▲1.0%	▲1.5%	▲0.4%
欧州	▲0.5%	▲0.6%	▲1.7%	▲1.1%
米国	▲2.7%	▲1.9%	▲4.8%	▲2.9%

(注1) 現地通貨ベース、2023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	2023年度Q3	前四半期比
オフィス	▲7.3%	▲4.3%	▲6.0%	▲1.7%
集合住宅	▲1.1%	▲1.6%	▲3.9%	▲2.3%
産業施設	0.1%	▲0.3%	▲2.2%	▲1.9%
商業施設	▲0.8%	0.2%	▲1.2%	▲1.5%

(注) ドルベース、2023年12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Q2	通期
全体	1.0%	2.2%
オフィス	0.6%	1.3%
住宅	1.3%	2.7%
商業	1.0%	1.9%
都市型商業	0.7%	1.3%
郊外型商業	1.2%	2.4%
ホテル	1.7%	3.6%
物流	1.4%	3.1%

(注) 2023年8-9月が速報値

(出所) ARES(ARES Japan Property Index)よりNFRC作成

¹ Preqin (2024) "Real Estate Q1 2024: 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写、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

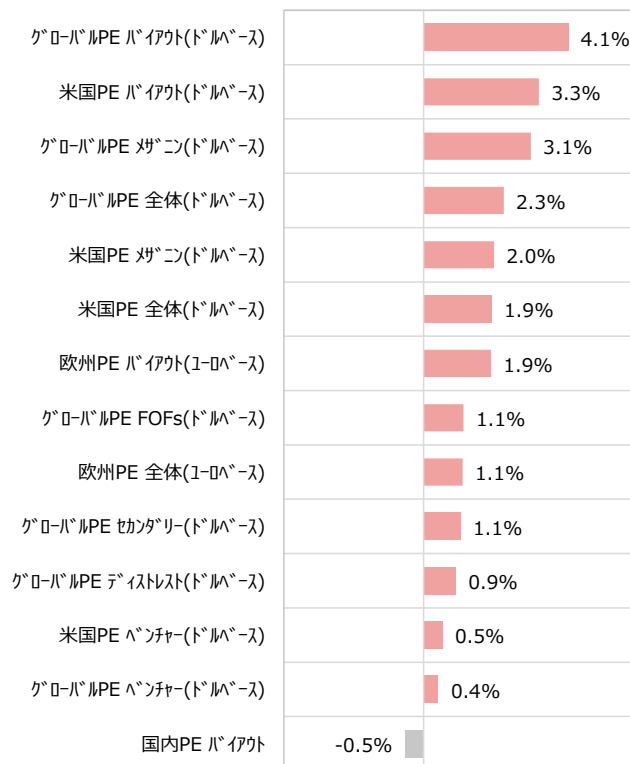
プライベートエクイティ投資戦略別の内部収益率は四半期ごとに推計されるため、前四半期末(2023年度第3四半期)の数値を確認します。成熟期企業に投資するバイアウトとメザニンファンドは概ね堅調に推移し、中でもグローバルバイアウト(+4.1%)と米国バイアウト(+3.3%)が好調でした。創業期の企業を投資対象としたベンチャーキャピタルも利下げ期待などを背景に、改善が見られました(米国ベンチャー+0.5%、グローバルベンチャー+0.4%)。(図表7参照)。

一方、KPMGの調査²によると、イグジット機会の欠如、金利の高止まりや地政学リスクなどを背景に、投資家はAI関連のテクノロジーセクターなどに興味を示しつつ、全体的に慎重な姿勢を維持しています。足元2023年度第4四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759億ドル(前四半期▲9%)と、2022年以降の減少傾向が続いています。

Preqinによる調査³でも、バイアウトファンドのエグジット総額は95億ドル(前四半期比▲55%)と前四半期の反発から大幅に減少しました。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1,668億ドル(前四半期比▲16%)、最終クローズをしたファンド数は150(前四半期比▲35%)と、いずれも低水準で推移しました。

図表7 2023年度第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



(注) Pooled IRR(Net to LP)、2023年12月末基準の速報値

(出所) Cambridge Associates より NFRC 作成

² KPMG(2024) "Venture Pulse Q1 2024: Global analysis of venture funding"より

³ Preqin(2024) "Private Equity Q1 2024: 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