

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(2024年度第1四半期)

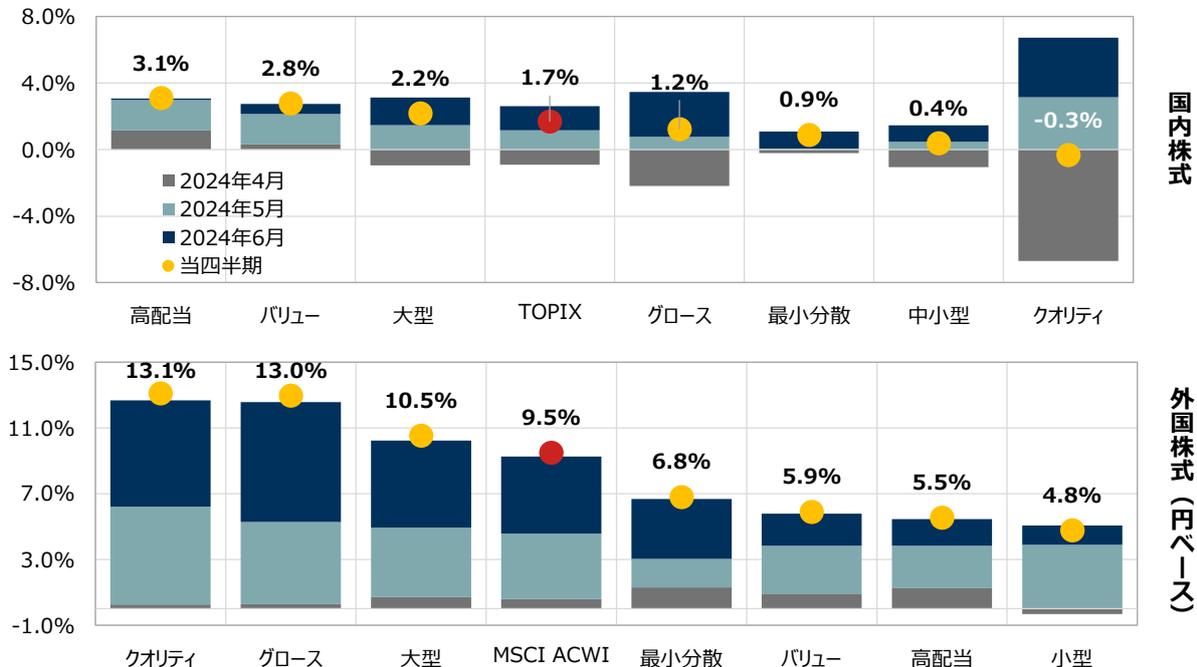
2024年度第1四半期は円安進行と米利下げ期待などを背景に、国内株式市場では大型バリュー優位、外国株式市場では大型グロース優位な相場が継続しました。ヘッジファンドの主要戦略はまちまちな結果となり、マルチストラテジー戦略などが全体を牽引しました。低流動性資産においては、グローバル私募不動産とプライベートエクイティ市場における投資総額の回復が見られました。

#### レポート概要

年金ニュース解説No.935「企業年金の運用状況(2024年度第1四半期)」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製、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**

2024年度第1四半期(2024年4~6月期)の内外株式市場は、米利下げ期待と円安進行などを背景に、前四半期と同様な傾向が継続しました。国内株式はバリュー優位、外国株式はグロース優位が続き、両方とも大型がアウトパフォームしました(図表1参照)。

国内株式は当四半期、円安進行や金利先高観などを受け金融株などが買われ、高配当(+3.1%)、バリュー(+2.8%)と大型(+2.2%)が全体を牽引しました。一方、グロース(+1.2%)は、6月に内外金利低下から優位となったものの、4月の下落が足を引っ張り、当四半期は最小分散(+0.9%)、中小型(+0.4%)、クオリティ(▲0.3%)とともに劣後しました。

外国株式は、米インフレ鈍化や半導体大手の好決算などが好感されハイテク株主導で上昇し、クオリティ(+13.1%)、グロース(+13.0%)と大型(+10.5%)が好調でした。これに対し、最小分散(+6.8%)、バリュー(+5.9%)と高配当(+5.5%)は、4月に米利下げ観測が後退した中で堅調だったものの、5月以降のリスクオン局面では上昇幅が相対的に小さく、当四半期は劣後しました。

**ヘッジファンド**

当四半期のヘッジファンド全体平均は▲0.8%で着地しました(シングルヘッジファンド、円ヘッジベース)。主要戦略の中で、マルチストラテジー(+1.0%)、債券裁定(+0.8%)などが全体を牽引しました(図表2参照)。

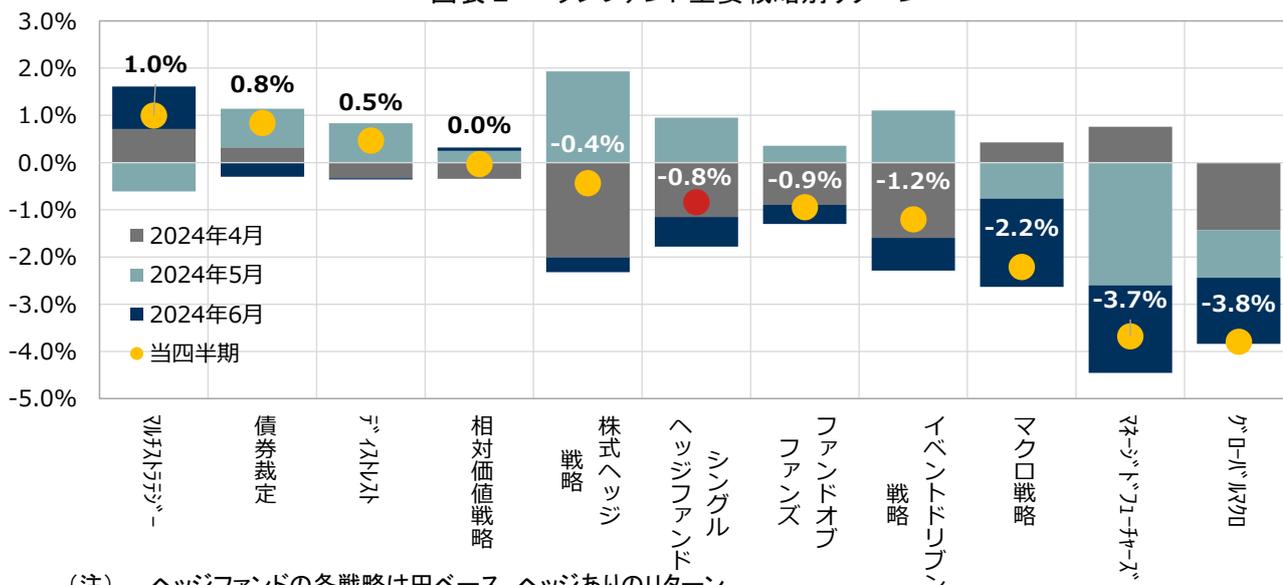
4月、米国株安を背景にマクロなどが堅調だった一方、株式ヘッジなどが足を引っ張り、全体平均は▲1.2%と軟調でした。

5月には、株式市場の反発を受け株式ヘッジやイベントドリブンなどの戦略が全体を牽引し、全体平均は+1.9%と持ち直しました。

一方、6月には主要中銀による利下げ期待や欧米選挙を巡る政治的懸念などが高まった中、マクロやマネージドフューチャーズなどをはじめ下落に転じた戦略が多く、全体平均は▲0.3%と小幅安となりました。

なお、運用残高からヘッジファンド全体の動向を確認すると、当四半期、全体から94億ドルの純流出がありました(HFRによる推計、ファンド・オブ・ファンズを除く)。4月の不調などにより、株式ヘッジからの資金流出が主因と見られます。

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

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。

**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、主要国のインフレ鈍化と金利低下を背景に、反発が見られました。2023年度第4四半期(2024年1~3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▲0.9%と、下落幅が前四半期から縮小しました(現地通貨ベース、図表3参照)。ただし、過去1年間で全体は▲7.0%と軟調に推移し、特に米国は▲11.3%と大幅に下落しました。

次に、米国私募不動産を確認すると、第4四半期の各セクターはすべて前四半期から改善しましたが、オフィスの反発幅が+0.4%と最も弱く、引き続き全体の足を引っ張りました(ドルベース、図表4参照)。これに対して商業施設はプラスに戻り、堅調な雇用統計や個人消費などのファンダメンタルズに後押しされています。

国内不動産は堅調なパフォーマンスを維持し、2023年度第3四半期(2023年10~12月期)は全体+1.1%と安定的にリターンを積み上げています。インバウンド需要拡大期待などから、ホテルや商業などが全体を牽引しており、オフィスが劣後している傾向がみられます(図表5参照)。

なお、Preqinの統計によれば、2024年上半年期(1~6月)の私募不動産取引件数は1,878と前年同期比で▲14%減少したものの、取引総額は864億ドルと前年同期比で+35%と上昇しました。大手運用会社による大規模な取引が全体を牽引したと見られます。

図表3 グローバル私募不動産ファンドのリターン

	全体	アジア太平洋	欧州	米国
2023年度リターン	▲7.0%	▲6.5%	▲3.0%	▲11.3%
Q1	-1.8%	-2.5%	-0.5%	-2.7%
Q2	-1.4%	-1.0%	-0.6%	-1.9%
Q3	-3.0%	-1.4%	-1.9%	-4.8%
Q4	-0.9%	-1.8%	0.0%	-2.4%

- (注1) 現地通貨ベース、2024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たファンドを指す
- (出所) NCREIF(Global Real Estate Funds Index)より NFRC 作成

図表4 米国不動産セクター別リターン

	オフィス	集合住宅	産業施設	商業施設
2023年度リターン	▲21.3%	▲7.4%	▲2.4%	▲1.1%
Q1	-7.3%	-1.1%	0.1%	-0.8%
Q2	-4.3%	-1.6%	-0.3%	0.2%
Q3	-6.0%	-3.9%	-2.2%	-1.2%
Q4	-5.6%	-1.1%	-0.1%	0.7%

- (注) ドルベース、2024年3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5 国内不動産セクター別リターン

	2023年度Q3	通期
全体	1.1%	3.3%
オフィス	0.8%	2.1%
住宅	1.2%	4.0%
商業	1.2%	3.2%
都市型商業	1.2%	2.7%
郊外型商業	1.2%	3.7%
ホテル	1.8%	5.4%
物流	1.1%	4.2%

- (注) 2023年10-12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**

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4四半期)の数値を確認します(図表6参照)。

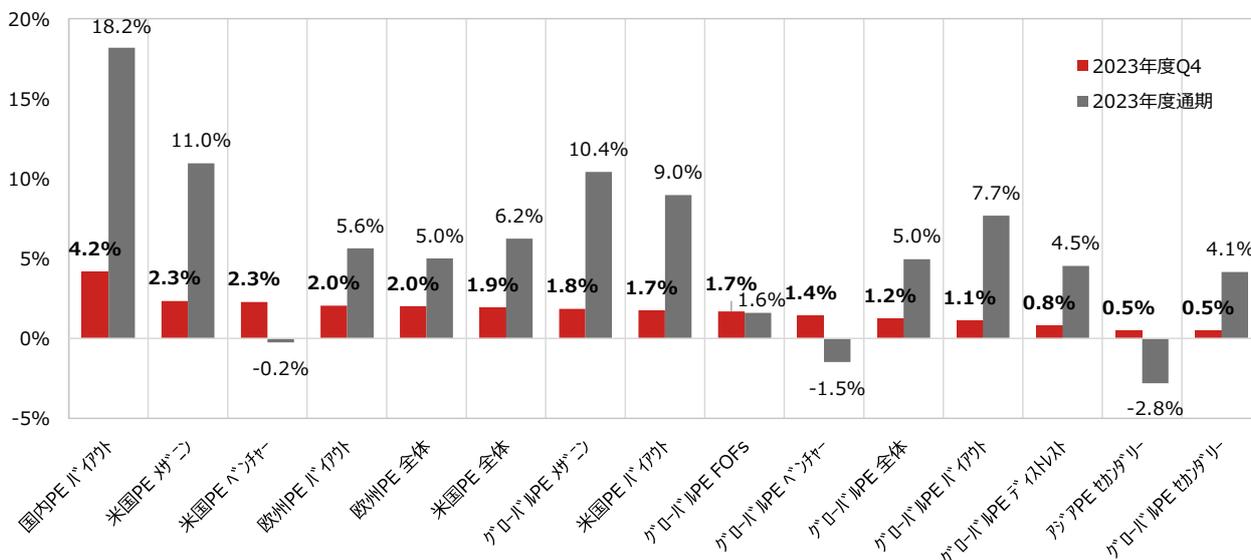
2023年度第4四半期の金利低下などを背景に、主要戦略の内部収益率はすべてプラスとなりました。過去1年間で見ると、成熟期企業に投資するバイアウトとメザニンファンドは好調なパフォーマンスを獲得し、中でも国内バイアウト(+18.2%、円ベース)、米国PEメザニン(+11.0%、ドルベース)などが全体を牽引しました。

一方、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第4四半期に回復したものの、これまでのバリュエーション低下が大きく、通期リターンは低調でした(米国ベンチャー▲0.2%、グローバルベンチャー▲1.5%、ドルベース)。

なお、足元2024年度第1四半期においても投資家心理の改善が見られました。S&Pによれば<sup>1</sup>、グローバルプライベートエクイティとベンチャーキャピタルによる第1四半期の取引総額は1,757億ドル(前四半期比+42%)と大幅に反発しました。KPMGの調査においても<sup>2</sup>、AI関連の大規模な投資案件などのため、ベンチャーキャピタル全体の投資総額は943億ドル(前四半期比+25%)と5四半期ぶりに増加しました。

ただし、主要国の金融政策転換を巡る金利の変動が予想され、低流動性資産の回復傾向が今後続くかを注視する必要があります。

図表 6 プライベートエクイティの投資戦略別内部収益率



(注1) 国内PEバイアウトは円ベース、欧州PE全体と欧州PEバイアウトはユーロベース、それ以外はすべてドルベースの収益率

(注2) Pooled IRR(Net to LP)、2024年3月末基準

(出所) Cambridge Associates より NFRC 作成

<sup>1</sup> S&P Global (2024) "Private equity deal value rises in Q2 2024 as firms deploy dry powder"より

<sup>2</sup> KPMG(2024) "Venture Pulse Q1 2024:Global analysis of venture funding"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)