

### 市場の振り返り(2024年度第2四半期)

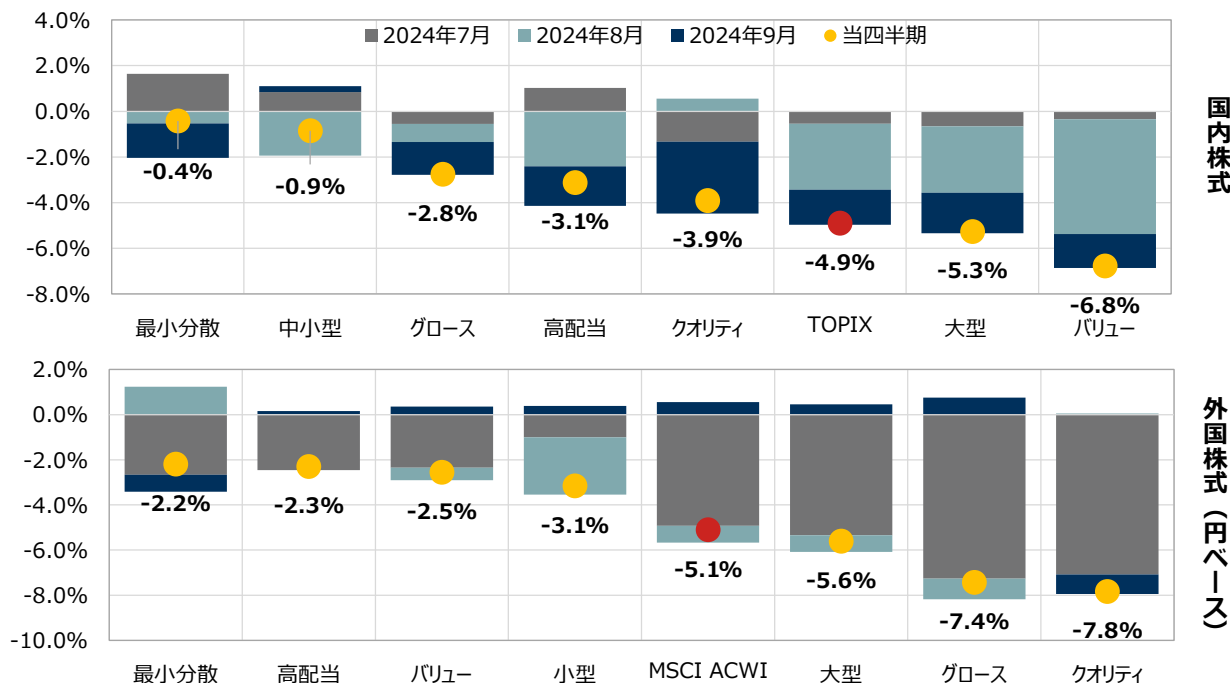
2024年度第2四半期は円高進行や米金融緩和局面入りなどを背景に、国内株式はグロース優位、外国株式はバリュー優位な相場に転じました。ヘッジファンドの主要戦略は概ね上昇し、イベントドリブンなどが全体を牽引した一方、マクロなどが大幅に劣後しました。グローバル私募不動産では、米国をはじめバリュエーションの改善が見られたものの、プライベートエクイティ市場では、ベンチャーキャピタルをはじめ資金調達活動が停滞しています。

#### レポート概要

年金ニュース解説No.942「企業年金の運用状況(2024年度上半期)」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) 国内株式バリュエーション、大型、中小型はそれぞれ Russel/Nomura バリュエーション、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 バリュエーション、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2四半期(2024年7~9月期)の国内株式はグロース優位、外国株式はバリュー優位に転じ、両方とも小型がアウトパフォームしました(図表1参照)。

国内株式が大幅安となった中、コミュニケーションサービスや生活必需品などのセクターが相対的に底堅く、最小分散(▲0.4%)、中小型(▲0.9%)とグロース(▲2.8%)が比較的マイナス幅を抑えられました。一方、日米金利低下や円高の進展などを受け、金融・一般消費財などの下落幅が大きく、大型(▲5.3%)とバリュー(▲6.8%)はともにTOPIXから劣後しました。

外国株式は現地通貨ベースで上昇したものの、円ベースでは円高進行より大きなマイナスで着地しました。8月初旬、米国景気後退懸念の中ハイテク関連株が大幅下落し、その後の回復も遅れたため、当四半期はクオリティ(▲7.8%)、グロース(▲7.6%)と大型(▲5.6%)が劣後しました。これに対し、公益・生活必需品などディフェンシブなセクターが底堅く推移し、最小分散(▲2.2%)、高配当(▲2.3%)とバリュー(▲2.5%)などは相対的にマイナス幅を抑えられました。

ヘッジファンド

当四半期のヘッジファンド全体平均は+1.5%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)。イベントドリブン、株式ヘッジなどが全体を牽引した一方、マクロ、マネージドフューチャーズなどが劣後しました(図表2参照)。

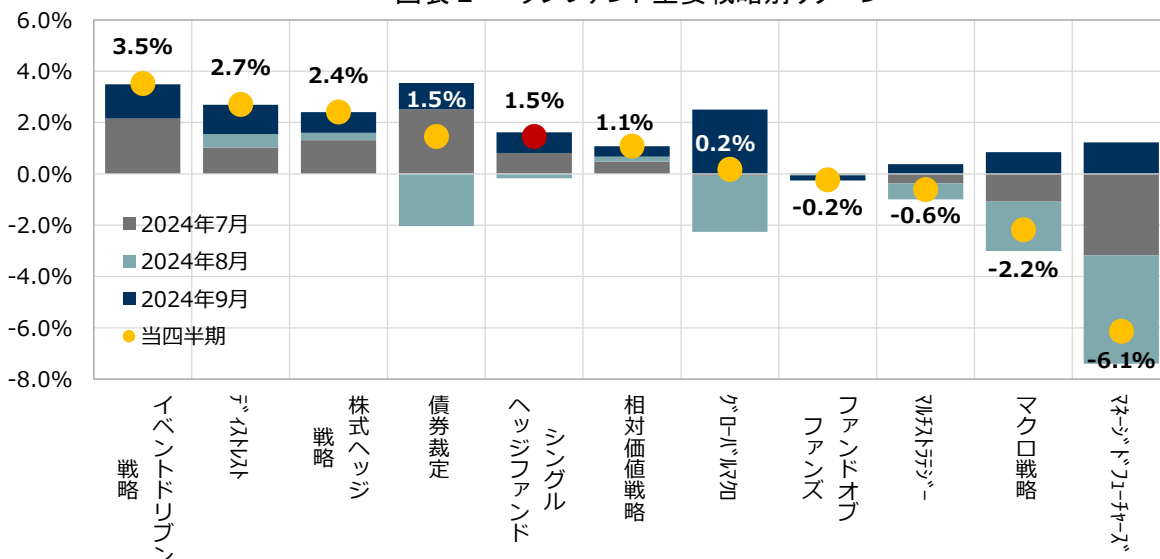
7月、欧米における利下げ期待が高まり、M&Aの活発化への期待から、イベントドリブンなどが全体を牽引し、全体平均は+0.8%と上昇しました。

8月においてボラティリティが急上昇した中、全体平均は▲0.2%と小幅安になりました。株式ヘッジ、ディストレストなどは堅調だった一方、マネージドフューチャーズはトレンドフォロー型戦略の大幅安により、8月は▲4%ほど下落しました。

9月はFRBの利下げ実施と金利低下を背景に、ヘッジファンドは幅広く上昇し、全体平均は+0.8%と着地しました。イベントドリブン、ディストレストなどが引き続き全体を牽引し、7~8月に下落が大きかったマクロ、マネージドフューチャーズも大きく反発しました。

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、当四半期において株式ヘッジ、相

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。

対価値をはじめ、全体へは159億ドルの純流入がありました(HFRによる推計、ファンド・オブ・ファンズを除く)。

### 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。

主要国による利下げ期待などから、米国と欧州の私募不動産市場では回復傾向が見られず。2024年度第1四半期(2024年4~6月期)、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▲0.2%と、下落幅が2四半期連続で縮小しました(現地通貨ベース、図表3参照)。

米国私募不動産のバリュエーションの反発が最も大きく、オフィス以外の主要セクターはすべてプラスに転じました(ドルベース、図表4参照)。商業施設が全体を牽引する一方、オフィスが軟調というセクター間の差が継続しています。

国内不動産においては、全体リターンは2023年度第4四半期(2024年1~3月期)で+1.2%、2023年度通期で+4.6%と着地しました。全体のインカム水準(通期+4.1%)は安定的に推移しており、キャピタルリターン(通期+0.5%)も上昇傾向を維持しました。ホテル(通期+8.6%)はインバウンド需要の拡大から最も好調なセクターとなった一方、オフィス(通期+3.0%)はキャピタルリターンの下落から劣後しました(図表5参照)。

図表3 グローバル私募不動産ファンドのリターン

	2023年度 Q4	2024年度 Q1	前四半期比
全体	▲0.9%	▲0.2%	0.7%
アジア太平洋	▲1.8%	▲3.5%	▲1.7%
欧州	0.0%	1.0%	1.0%
米国	▲2.4%	▲0.4%	1.9%

(注1) 現地通貨ベース、2024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4 米国不動産セクター別リターン

	2023年度 Q4	2024年度 Q1	前四半期比
オフィス	▲5.6%	▲2.5%	3.1%
集合住宅	▲1.1%	0.4%	1.5%
産業施設	▲0.1%	0.4%	0.5%
商業施設	0.7%	1.0%	0.3%

(注) ドルベース、2024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5 国内不動産セクター別リターン

	2023年度Q4	2023年度通期
<b>全体</b>	<b>1.2%</b>	<b>4.6%</b>
オフィス	0.9%	3.0%
住宅	1.2%	5.2%
商業	1.5%	4.7%
都市型商業	1.5%	4.2%
郊外型商業	1.5%	5.2%
ホテル	<b>3.0%</b>	<b>8.6%</b>
物流	1.2%	5.5%

(注) トータルリターン、2024年2-3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。

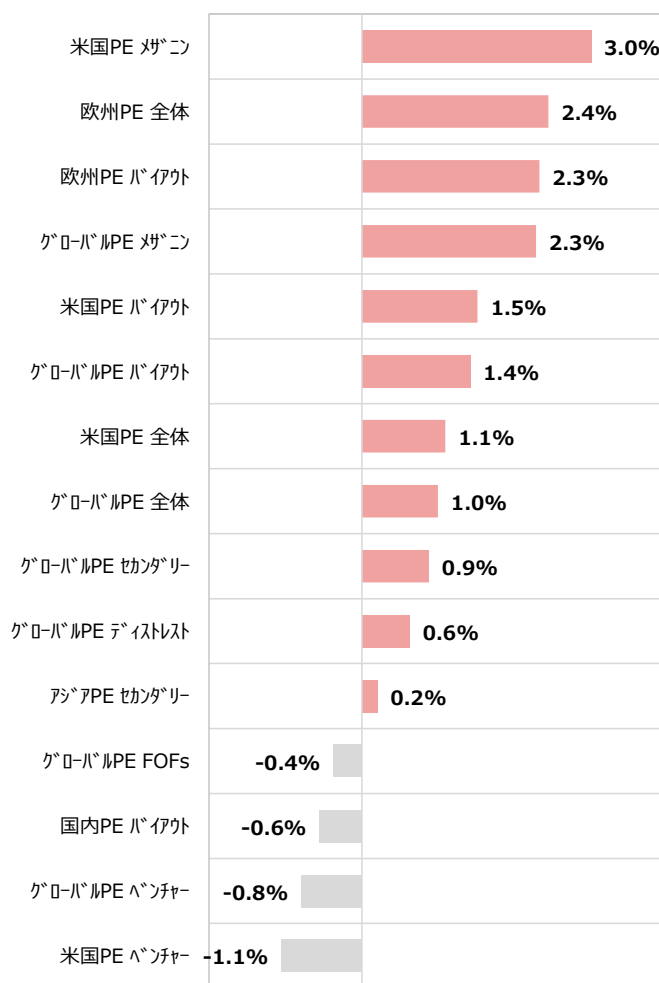
## プライベートエクイティ

プライベートエクイティ投資戦略別の内部収益率は上場市場と比べて公表が遅延するため、前四半期末(2024年度第1四半期)の数値を確認します(図表6参照)。成熟期企業に投資するバイアウトとメザニンが引き続き好調であるものの、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マイナスリターンに転じました。

プライベートエクイティの資金調達状況については、前四半期に改善が見られたものの、足元は再び逆風が強まっています。Preqinによる調査<sup>1</sup>では、2024年7～9月期における新規ファンドの資金調達状況は低迷しており、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1,346億ドル(前四半期比▲22%)と減少しました。

KPMGの調査でも、2024年7～9月期のグローバルベンチャーキャピタル全体の投資総額は701億ドルと、過去7年間で最も低い水準となりました(前四半期比▲254億ドル)。米大統領選を控え、米国の政治・経済政策などを巡る不透明感が増す中、一部の投資家は大規模な投資を抑制していることが減速の一因とみられます<sup>2</sup>。

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6月末基準

(出所) Cambridge Associates より NFRC 作成

<sup>1</sup> Preqin(2024) “Private Equity Q3 2024: Preqin Quarterly Update”より

<sup>2</sup> KPMG(2024) “Venture Pulse Q3 2024: Global analysis of venture funding”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 <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)