

市場の振り返り(2024年度第3四半期)

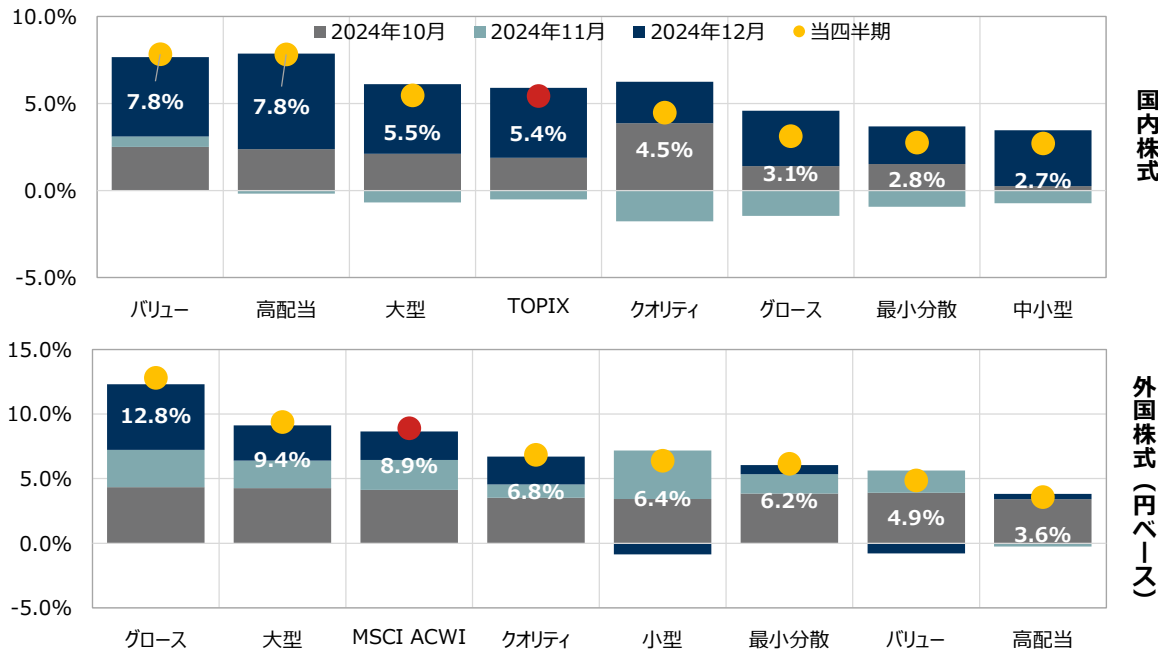
2024年度第3四半期は米次期政権による経済政策への期待感や円安進行などを背景に、国内株式はバリュー優位、外国株式はグロース優位な相場に転じました。ヘッジファンドの主要戦略はまちまちな結果となり、相対価値などが全体を牽引した一方、マクロなどが劣後しました。グローバル私募不動産とプライベートエクイティ市場では、バリュエーションと投資家心理の改善が見られました。

レポート概要

年金ニュース解説No.948「企業年金の運用状況(2024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。

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、ミッドモジュール指数(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

2024年度第3四半期(2024年10~12月期)の国内株式はバリュー優位、外国株式はグロース優位に転じ、両方とも大型がアウトパフォーマンスしました(図表1参照)。

国内株式は、金利先高観や自動車業界再編への期待感などを背景に、金融・自動車関連銘柄の割合が大きいバリュー(+7.8%)、高配当(+7.8%)と大型(+5.5%)が全体を牽引しました。一方、最小分散(+2.8%)と中小型(+2.7%)は追従しにくく、相対的に劣後しました。

外国株式は、堅調な米経済指標や米大統領選の結果などを受けたリスク選好の動きから、米ハイテク株を中心に上昇し、グロース(+12.8%)、大型(+9.4%)が全体を牽引しました。これに対し、バリュー(+4.9%)と高配当(+3.6%)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+0.5%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)。相対価値、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)。

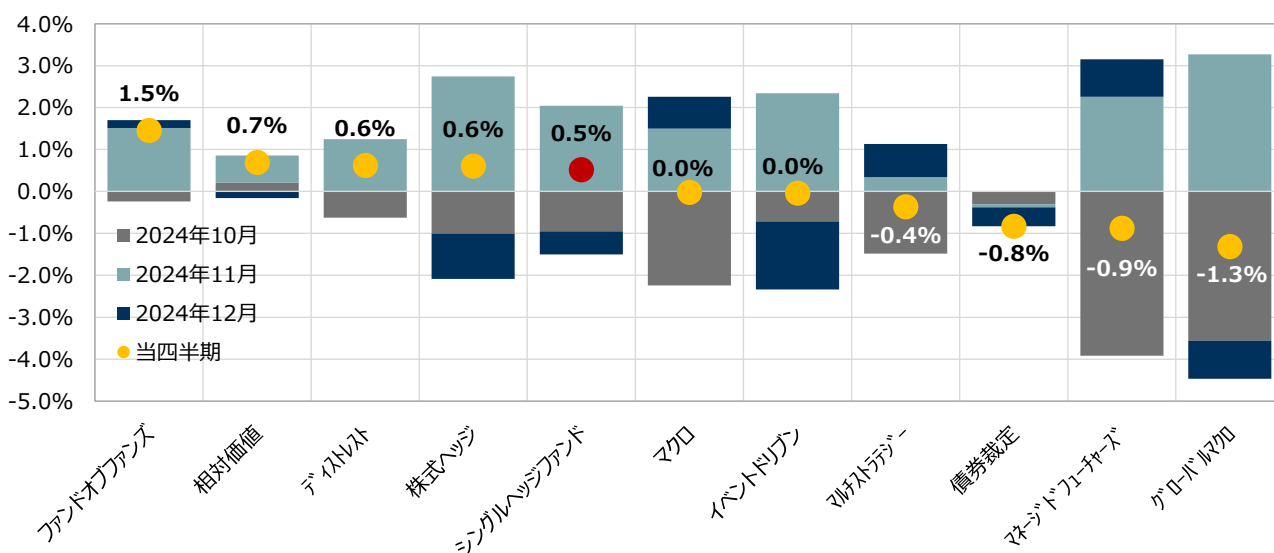
10月、米大統領選を控え不透明感が高まった中、各戦略はまちまちの結果となり、全体平均は▲0.95%と下落しました。金利上昇などを受け、相対価値が全体をけん引した一方、マクロとマネージドフューチャーズが劣後しました。

11月のヘッジファンドは幅広く上昇し、全体平均は+2.0%で着地しました。トランプ次期政権による経済政策への期待から、株式ヘッジ、イベントドリブンが大幅に反発しました。

一方、12月には米インフレ再燃と米利下げ期待の後退が重しとなり、全体平均は▲0.55%と反落しました。株式ヘッジ、イベントドリブン等が下落した一方、マネージドフューチャーズなどが大幅に反発しました。

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、当四半期は株式ヘッジとマクロ戦略をはじめ、全体からは126億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)。

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をご遠慮ください。

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。

インフレ鈍化や長期金利低下などを背景に、世界私募不動産市場では概ね下げ止まり、回復しつつあります。2024年度第2四半期(2024年7～9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+0.8%と上昇し、各地域のトータルリターンもプラスに転じました(現地通貨ベース、図表3参照)。

米国私募不動産では、オフィスを含め、主要セクターは回復基調にあります(ドルベース、図表4参照)。オフィスは依然として全体の足を引っ張っているものの、底を打ちつつあるとの見方が増えています。

国内不動産においては、2024年度第1四半期(2024年4～6月期)の全体リターンは+1.3%と安定的に推移しており、キャピタルリターン(+0.3%)も上昇傾向にあります。ホテルがインバウンド需要から好調な一方、オフィスがやや劣後するという傾向が継続しています(図表5参照)。

なお、Preqinの調査¹によれば、足元2024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100億ドルの資金を調達し(前四半期比▲52%減)、過去5年間の最低水準となりました。一方、私募不動産の取引が回復しており、当四半期の取引総額は474億ドル(前四半期比+27%)と大幅に反発しました。

図表3 グローバル私募不動産ファンドのリターン

	2024年度 Q1	2024年度 Q2	前四半期比
全体	▲0.2%	0.8%	1.1%
アジア太平洋	▲3.5%	0.9%	4.4%
欧州	1.0%	0.7%	▲0.3%
米国	▲0.4%	0.2%	0.7%

(注1) 現地通貨ベース、2024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4 米国不動産セクター別リターン

	2024年度 Q1	2024年度 Q2	前四半期比
オフィス	▲2.5%	▲1.1%	1.4%
集合住宅	0.4%	1.3%	0.9%
産業施設	0.4%	1.0%	0.6%
商業施設	1.0%	2.0%	1.0%

(注) ドルベース、2024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5 国内不動産セクター別リターン

	2024年度Q1
全体	1.3%
オフィス	1.0%
住宅	1.2%
商業	1.5%
都市型商業	1.5%
郊外型商業	1.5%
ホテル	2.9%
物流	1.2%

(注) トータルリターン、2024年5～6月が速報値

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

¹ Preqin(2025) "Real Estate Q4 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

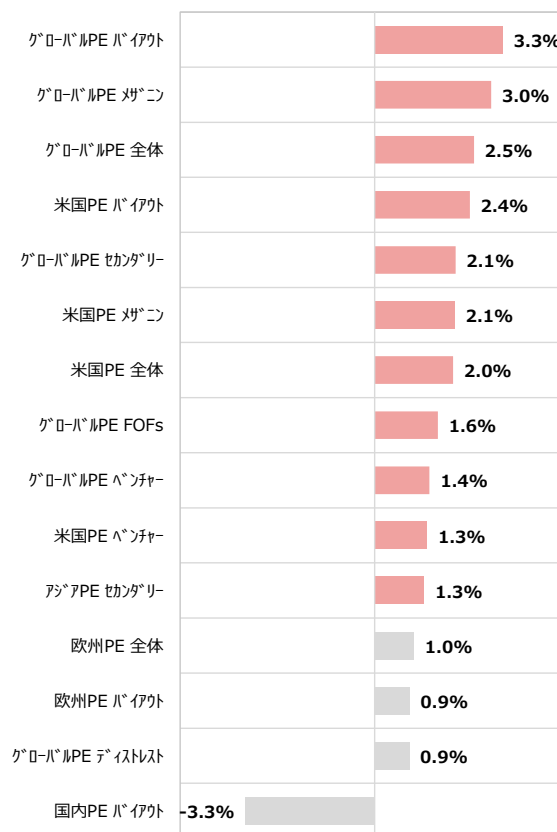
プライベートエクイティ投資戦略別の内部収益率は上場市場と比べて公表が遅延するため、前四半期末(2024年度第2四半期)の数値を確認します。

前四半期末の金利低下や好調な上場株式市場などを背景に、プライベートエクイティ市場全体のバリュエーションが改善しました。成熟期企業に投資するバイアウトは全体を牽引しており、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回復しました。一方、国内バイアウトは日銀の利上げに伴う株価下落などの影響を受け、内部収益率がマイナスとなりました(図表6参照)。

プライベートエクイティの資金調達状況を確認すると、Preqinによる調査²では、2024年における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5,116億ドルとなり、2023年の年間調達金額から+7%上昇しました。

KPMGの調査でも、2024年10~12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米国AI関連の大規模案件にけん引され、1,086億ドルまで大幅に上昇しました(前四半期比+241億ドル)。米大統領選を巡る不透明感が後退し、2025年に向けて資金調達とエグジジット環境が改善する期待が高まっています³。

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9月末基準
(出所) Cambridge Associates より NFRC 作成

² Preqin(2025)“Private Equity Q4 2024:Preqin Quarterly Update”より

³ KPMG(2025)“Venture Pulse Q4 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 ^(※)	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