

市場の振り返り(2025年度第1四半期)

2025年度第1四半期の内外株式はリスク選好の動きの中でともにグロース優位な相場となりました。ヘッジファンド市場は好調なリターンを獲得し、株式ヘッジ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においては、金利低下によるバリュエーションの改善を背景に、2024年度通期は堅調なパフォーマンスとなりましたが、足元は米貿易政策の不確実性などにより逆風が強まっています。

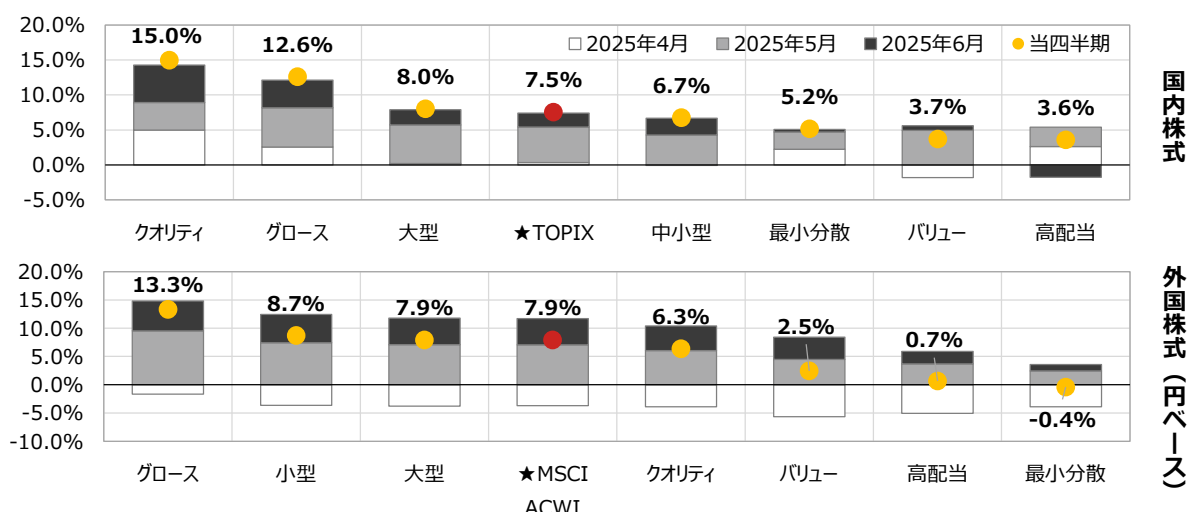
レポート概要

年金ニュース解説No.959「企業年金の運用状況(2025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、本稿では内外株式のスタイル指数とオルタナティブの状況について確認します。

スタイル指数

2025年度第1四半期(2025年4～6月期)の内外株式は4月上旬、米関税政策に対する報復合戦により急落する場面もあったものの、その後関税発動延期や合意などを受け大幅上昇しました。リスクオン局面でグロース、クオリティが全体を牽

図表 1 内外株式のスタイル指数リターン



(注) 国内株式バリュー、大型、中小型はそれぞれ Russell/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)。外国株式スタイル指数は 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。

引したのに対し、最小分散、バリューと高配当が劣後しました。サイズ別では、国内株式は大型、外国株式はやや小型が優位となりました(図表1参照)。

4月、国内株式の各スタイル指数は概ね上昇し、クオリティ(+5.0%)が全体を牽引しました。これに対し、関税政策による景気減速懸念で日銀の利上げが後ずれするとの観測から金融セクターが軟調となり、バリューが下落しました(▲1.8%)。外国株式の各スタイル指数は現地通貨ベースで概ね上昇したものの、円高効果から円ベースでの下落幅が拡大し、相対的に優勢だったグロースもマイナスとなりました(▲1.7%)。

5月、米中間の相互関税引き下げ合意が好感されたこと、6月も米半導体株の上昇を背景に、内外株式は2ヵ月連続で上昇しました。情報技術とコミュニケーションサービスの組入比率が高いクオリティ、グロースが全体を牽引しました。一方、生活必需品の組入比率が高い最小分散と高配当は劣後しました。

ヘッジファンド

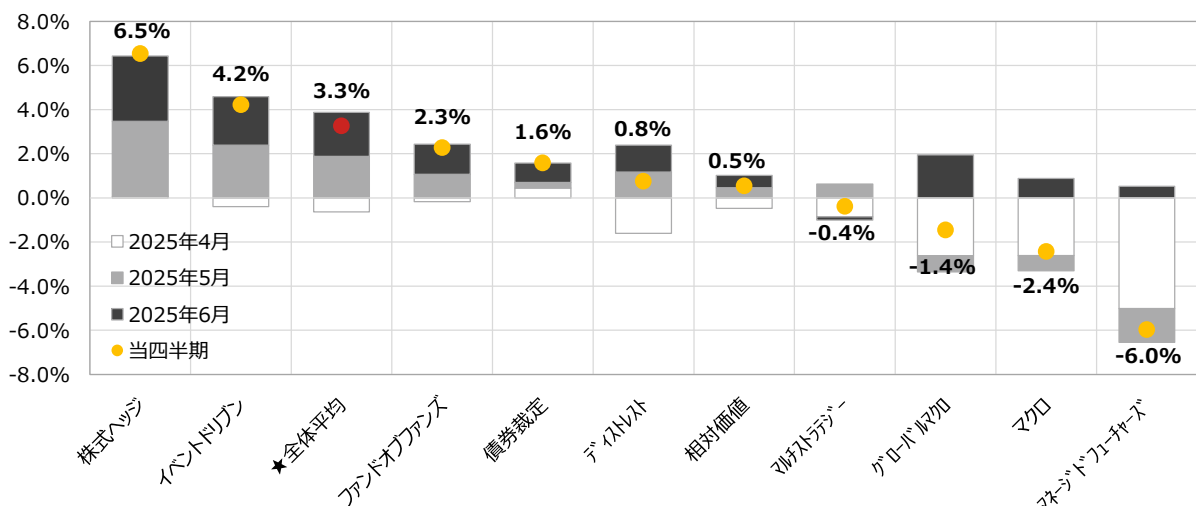
ヘッジファンド全体平均の当四半期リターンは+3.3%と好調でした(円ヘッジベース)。株式ヘッジとイベントドリブンが全体を牽引し、マクロとマネージドフューチャーズなどが劣後しました(図表2参照)。

4月、マーケットのボラティリティが急増した中、ヘッジファンド全体平均は▲0.6%と下落しました。株式市場の回復、ヘルスケア・テクノロジーセクターに投資する戦略の上昇を受け、株式ヘッジは全体を牽引しました(+0.1%)。一方、相場のトレンド転換やエネルギーの大幅安などを背景に、マクロ(▲2.6%)、マネージドフューチャーズ(▲5.0%)は苦戦しました。

その後、ヘッジファンド全体平均は5月に+1.9%、6月に+2.0%と好調に推移しました。地政学的不確実性の低下、経済見通しの改善などにより、イベントドリブン、株式ヘッジなどが大幅に上昇しました。

なお、当四半期においてヘッジファンド主要戦略への純流入額は370億ドルとなり、全体の資産総額は4.7兆ドルと過去最高を記録しました(HFR推計、ファンド・オブ・ファンズ除く)。

図表2 ヘッジファンドの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、円ヘッジありのリターン

(出所) HFR, HedgeIndex(旧 Credit Suisse Hedge Fund 指数)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、野村證券、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。

主要国による利下げ観測などから、海外私募不動産市場のバリュエーション改善が継続しています。2024年度第4四半期(2025年1～3月期)のグローバル私募不動産ファンド全体は+0.9%と上昇し、主要地域のリターンは軒並みプラスとなりました(現地通貨ベース、図表3参照)。2024年度通期で見ると、利下げを続ける欧州は堅調に推移(+3.9%)した一方、アジア太平洋(主にオーストラリア)は軟調でした(▲2.5%)。

2024年度第4四半期の米国私募不動産においては、オフィスを含む主要セクターはプラスで着地しました(ドルベース、図表4参照)。2024年度通期で見ると、商業施設が最も好調な一方(+6.9%)、オフィスが全体の足を引っ張っている(▲3.2%)という傾向は継続しており、セクター間の格差が大きくなっています。

国内私募不動産においては、2024年度第3四半期(2024年10～12月期)の全体リターンは+1.2%と安定的に推移しています(図表5参照)。インカムリターン(+1.0%)が主な上昇要因であり、キャピタルリターン(+0.2%)も小幅にプラス寄与しました。セクター別では、ホテルが好調、オフィスがやや劣後するという傾向が続いています。ホテルと商業はキャピタルリターンが最も上昇しているセクターとなっています。

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	2024年度 Q3	2024年度 Q4	2024年度 通期
全体	▲0.3%	0.4%	0.8%	0.9%	1.8%
米国	▲0.6%	0.1%	1.1%	0.9%	1.4%
欧州	0.9%	0.6%	1.3%	1.0%	3.9%
アジア太平洋	▲2.8%	0.9%	▲1.4%	0.9%	▲2.5%

(注1) 現地通貨ベース、2025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(コア・ノンコアを含む)を指す

(出所) NCREIF(Global Real Estate Funds Index)より NFRC 作成

図表 4 米国私募不動産のセクター別リターン

	2024年度 Q1	2024年度 Q2	2024年度 Q3	2024年度 Q4	2024年度 通期
全体	▲0.4%	0.2%	1.2%	1.1%	2.0%
オフィス	▲2.5%	▲1.2%	▲0.3%	0.7%	▲3.2%
集合住宅	0.4%	1.3%	1.0%	1.3%	4.1%
産業施設	0.4%	1.0%	1.1%	1.4%	4.0%
商業施設	1.0%	2.0%	1.7%	2.0%	6.9%

(注1) 米国におけるオープンエンド型のコアファンドが対象
(注2) ドルベース、2025年3月末基準のトータルリターン

(出所) NCREIF(NCREIF Fund Index - Open End Diversified Core Equity)より NFRC 作成

図表 5 国内私募不動産のセクター別リターン

	2024年度 Q1	2024年度 Q2	2024年度 Q3	2024年度 Q4	2024年度 通期
全体	1.3%	1.2%	1.2%	-	3.7%
オフィス	1.0%	1.0%	1.0%	-	3.0%
住宅	1.2%	1.2%	1.2%	-	3.6%
商業	1.5%	1.4%	1.5%	-	4.5%
ホテル	2.8%	1.8%	1.9%	-	6.7%
物流	1.2%	1.2%	1.2%	-	3.6%

(注) トータルリターン、2024年11～12月が速報値

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

プライベートエクイティ

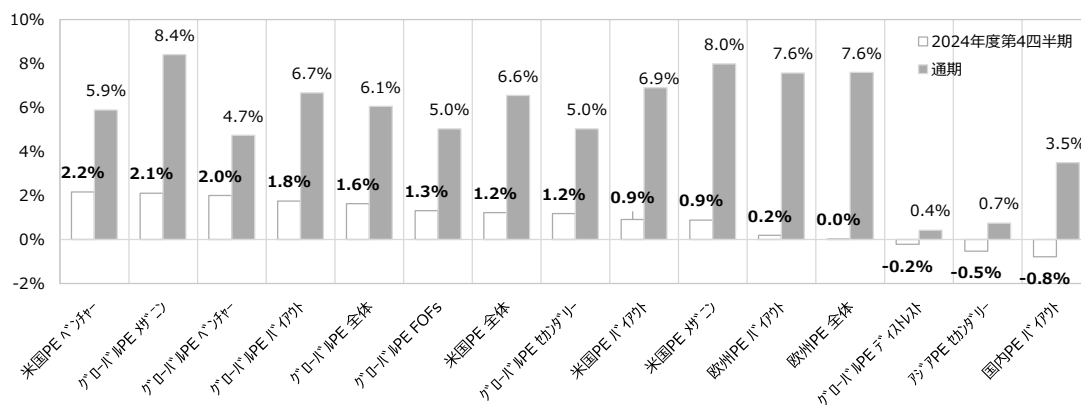
プライベートエクイティの投資戦略別内部収益率は上場市場と比べて公表が遅延するため、前四半期末(2024年度第4四半期)の数値を確認します。第3四半期に続きプライベートエクイティ市場は概ね安定的にリターンを獲得し、創業期の企業を投資対象とするベンチャーキャピタルファンドのリターンが上位となりました(図表6参照)。一方、通期で見ると、企業の劣後ローン等に投資するメザニン(約+8%)、成熟期企業を投資対象とするバイアウト(約+7%)は好調な一方、ベンチャー(約+5~6%)は相対的に劣後しました。

足元の動向を確認すると、2025年4~6月期に

クローズしたプライベートエクイティのファンド数は212まで減少し、バイアウトの取引総額は1,041億ドル、件数は1,760と前四半期からの減速が見られました(Preqin推計、図表7参照)。

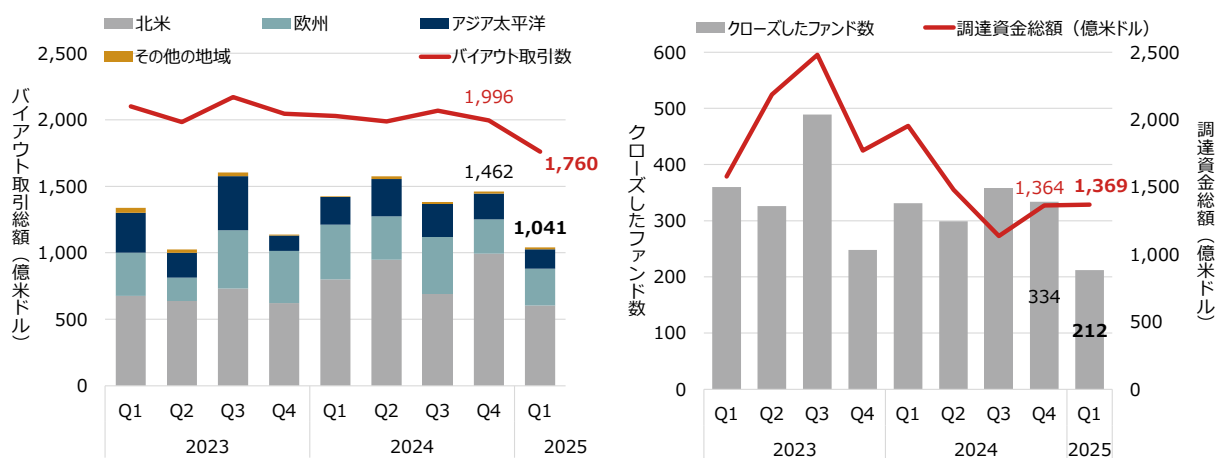
KPMGの「Venture Pulse Q1 2025」調査でも、2025年4~6月期のグローバルベンチャーキャピタル全体の投資総額は前四半期の1,284億ドルから1,010億ドルに減少したと推計されています。プライベートエクイティ市場は逆風に直面し、特に4月の米関税措置を受け投資家は慎重な姿勢を強めているようです。ただし、AI関連企業や、関税の影響が比較的小さい企業への需要が強く、4~6月期においても取引が活発でした。

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) 国内と欧州は現地通貨ベース、それ以外はドルベースの収益率(Pooled IRR, Net to LP)、2025年3月末基準
(出所) Cambridge Associates より NFRC 作成

図表7 グローバルプライベートエクイティ市場の動向



(出所) Preqin 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。

《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