

市場の振り返り(2025年度第2四半期)

2025年度第2四半期は、国内株式はバリューが優位、外国株式はグロースが優位な相場となりました。ヘッジファンド市場全体は前四半期に続いて幅広く上昇し、株式ヘッジ戦略などが全体を牽引しました。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、金利低下や米国の貿易政策に関する不透明感の後退を受け、足元のパフォーマンスは好調でした。

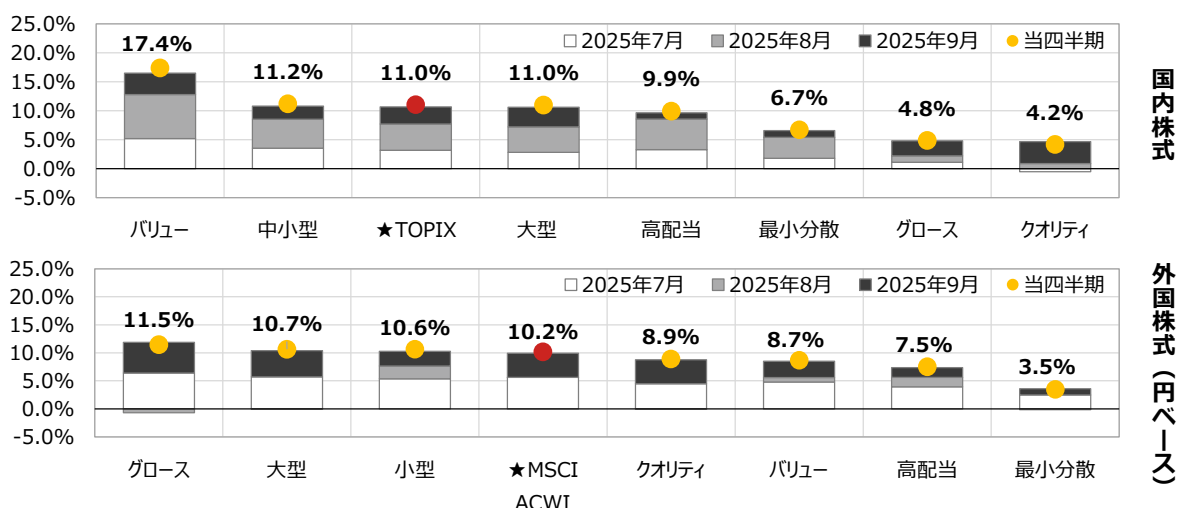
レポート概要

年金ニュース解説No.965「企業年金の運用状況(2025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2四半期(2025年7～9月期)の内外株式は、国内次期政権の拡張的な財政政策への期待や米FRBの利下げ継続姿勢などを受け、ともに大幅高となりました。スタイル別では、国内株式はバリュー優位、外国株式はグロース

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。

優位となりました。内外株式はいずれも、サイズ別では大きな差は見られませんでした(図表1参照)。

国内株式は当四半期、主要指数が3ヵ月連続で過去最高値を更新した中、各スタイル指数は幅広く上昇しました。7~8月は日米間の関税交渉合意や国内金利の上昇などを受け、自動車関連株や銀行株などの組入比率が高いバリューと高配当が非常に好調となりました。これに対し、米中の半導体競争への懸念からAI関連銘柄の利益確定売りが出たことなどを背景に、半導体関連株の組入比率が高いグロースとクオリティが劣後しました。9月は、次期政権による財政政策への期待などを背景に、各スタイル指数はいずれも上昇しました。

外国株式は7月、米半導体関連企業の好決算などを受け、ハイテク株の比率が高いグロースが大幅高となりました。8月はAI関連銘柄の利益確定売りなどを背景に、相対的に割安感がある小型に資金が流入し、グロースは劣後しました。9月は米FRBの利下げ実施や一部ハイテク株の好業績を受け、グロースが再び相場を牽引しました。総じてグロースが優位となり、マーケットに追随しにくい最小分散は劣後しました。

ヘッジファンド

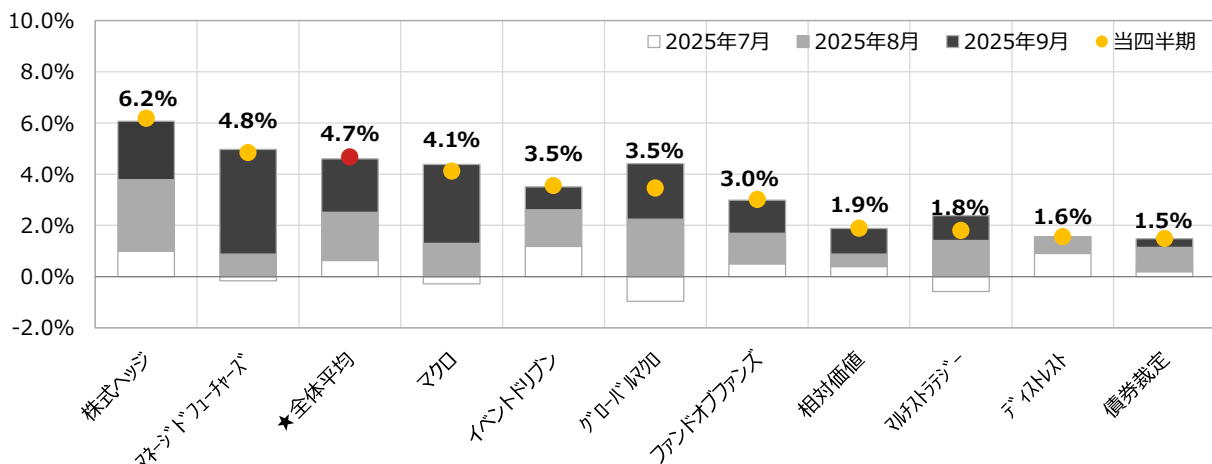
ヘッジファンド全体平均は3ヵ月連続で上昇し、当四半期リターンは+4.7%となりました(円ヘッジベース)。株式ヘッジとマネージドフューチャーズが全体を牽引し、債券裁定などが劣後しました(図表2参照)。

ヘッジファンド全体平均は7月に+0.6%、8月に+1.9%と上昇しました。株式市場の上昇や米利下げ期待の高まりなどを背景に、株式ヘッジは2ヵ月連続で主導しました。また、AI投資に注力する企業のM&A活動が加速したことを受け、イベントドリブンも好調に推移しました。マルチストラテジーやマネージドフューチャーズは相対的に劣後しました。

9月、全体平均は+2.1%と続伸しました。米長期金利の低下やコモディティ価格の上昇を受け、マクロ戦略(+3.1%)とマネージドフューチャーズ(+4.1%)が大幅に上昇しました。

良好なパフォーマンスを背景に、世界のヘッジファンド業界の資産総額は8四半期連続で増加し、2025年9月末時点で過去最高の4.98兆ドルに達しました(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製、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の実施や金利低下などを受け、海外私募不動産市場は上昇基調を維持しています。2025年度第1四半期(2025年4～6月期)のグローバル私募不動産ファンド全体は+1.1%と上昇し、主要地域のトータル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)。

米国私募不動産においても、2025年度第1四半期のトータルリターンは上昇し、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)。商業施設は高い稼働率が維持されているため、リターンが安定的に推移しました。一方、オフィスはキャピタルリターンが改善傾向にあるものの、空室率の高止まりを背景に回復が遅れています。

国内私募不動産においては、2024年度第4四半期(2025年1～3月期)の全体リターンは+1.2%、2024年度通期は+5.0%と堅調に推移しました(図表5参照)。通期ではインカムリターン(+4.1%)が主な上昇要因であり、キャピタルリターン(+0.9%)もプラス寄与しました。セクター別では、ホテルはインバウンド需要の高まりから通期で+8.8%と全体を牽引し、インカムリターン(+5.5%)とキャピタルリターン(+3.3%)がともに好調でした。これに対し、オフィスは通期で+4.1%と全体平均から劣後しました。アフターコロナへの転換に伴い、オフィスの需要が回復しつつあると見られるものの、キャピタルリターンの上昇幅(+0.2%)は他のセクターより限定的でした。

図表 3 グローバル私募不動産ファンドのリターン

	2025年度 Q1	2025年度 Q2	2025年度 Q3	2025年度 Q4	2025年度 通期
全体	1.1%	-	-	-	1.1%
米国	0.8%	-	-	-	0.8%
欧州	1.0%	-	-	-	1.0%
アジア太平洋	2.3%	-	-	-	2.3%

(注 1) 現地通貨ベース、2025 年 6 月末基準のトータルリターン。Q1～Q4 は各年度の第 1～4 四半期(以下同様)

(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コアファンドを指す

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

図表 4 米国私募不動産のセクター別リターン

	2025年度 Q1	2025年度 Q2	2025年度 Q3	2025年度 Q4	2025年度 通期
全体	1.0%	-	-	-	1.0%
オフィス	0.6%	-	-	-	0.6%
集合住宅	1.5%	-	-	-	1.5%
産業施設	0.9%	-	-	-	0.9%
商業施設	2.1%	-	-	-	2.1%

(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%	1.2%	5.0%
オフィス	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	4.1%
住宅	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	4.9%
商業	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	6.0%
ホテル	2.8%	1.8%	1.9%	2.0%	8.8%
物流	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	4.7%

(注) トータルリターン、2025 年 2～3 月が速報値

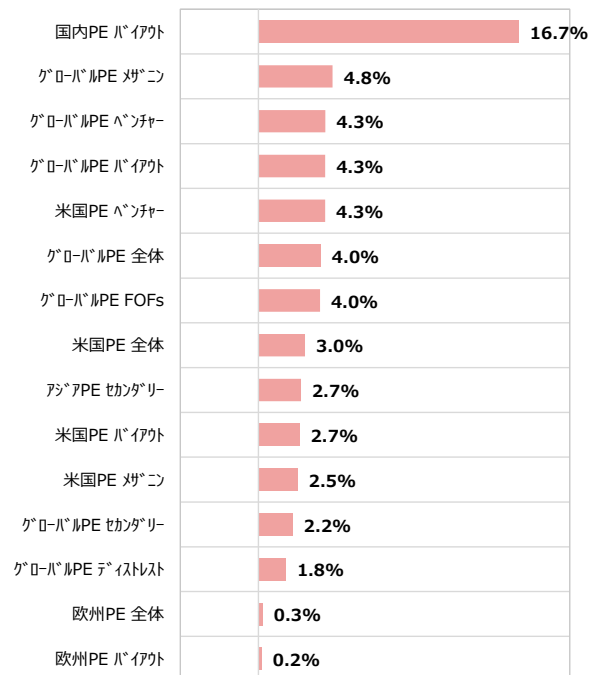
(出所) ARES (ARES Japan Property Index) より NFRC 作成

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(2025年度第1四半期)の数値を確認します。プライベートエクイティ市場は当四半期、全体的に好調なりターンを獲得しました。創業期の企業を投資対象とするベンチャーキャピタル、企業の劣後ローン等に投資するメザニン、成熟期企業を投資対象とするバイアウトは、ともに上位となりました(図表6参照)。地域別で見ると、国内は株高や海外の資金流入などが追い風となり、非常に好調なりターンを獲得しました。一方、欧州市場は相対的に劣後しました。

足元の動向を確認すると、2025年7～9月期におけるプライベートエクイティ業界の取引総額は3,311億ドル(前年同期比+38%)、取引件数は2,347件(前年同期比+3.7%)と見込まれます¹(Pitchbook推計)。KPMGの調査でも、2025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前四半期の1,120億ドルから1,207億ドルに堅調に成長していると推計されています²。プライベートエクイティの取引増加やベンチャーキャピタルの投資増加から、イグジット環境や投資家心理が改善していることが示唆されます。

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) 国内と欧州は現地通貨ベース、それ以外はドルベースの四半期収益率(Pooled IRR, Net to LP)、2025年3月末基準

(出所) Cambridge Associates より NFRC 作成

¹ Pitchbook(2025) “US PE Breakdown (2025 Q2)”より

² KPMG(2025) “Venture Pulse Q3 2025”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