

市場の振り返り(2025年度第3四半期)

2025年度第3四半期は、内外株式ともにAI関連株の過熱感が警戒されたことなどを背景に、バリュー優位の相場となりました。ヘッジファンド市場全体は2025年に好調なパフォーマンスを示し、過去最高の資産総額を更新しました。グローバル私募不動産およびプライベートエクイティ市場は、米FRBによる利下げ期待の高まりや資金調達コストの低下などが追い風となり、上昇基調を維持しています。

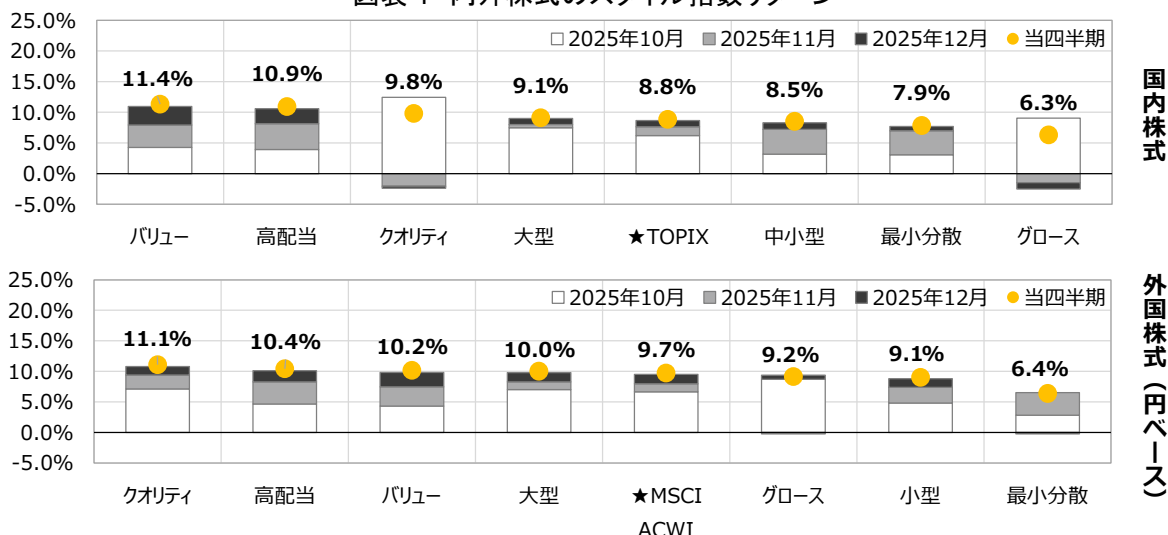
レポート概要

年金ニュース解説No.970「企業年金の運用状況（2025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3四半期（2025年10～12月期）には、高市政権の積極的な財政政策や米FRBによる利下げへの期待を背景に、内外株式はともに大幅に上昇しました。内外株式では同様の傾向が見られ、スタイル別ではバリューが優位、サイ

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、ミッドスマール指数(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。

ズ別では大型がやや優位となりました（図表1参照）。

国内株式は当四半期、主要指数が3ヶ月連続で過去最高値を更新しました。10月は高市政権による経済政策への期待や米国ハイテク株の上昇などを受け、スタイル指数は幅広く上昇しました。AI関連株が買われたことから、情報技術セクターの組入比率が高いクオリティ、グロースと大型が大幅高となり、中小型や最小分散が全体から劣後しました。一方、11月以降は日中関係の悪化への懸念や高騰したAI関連株への警戒感などから、グロースとクオリティが2ヶ月連続で軟調に推移しました。これに対して、円安進行や金利先高観を背景に、一般消費財や金融セクターの比率が高い高配当、バリューと最小分散が相対的に主導しました。

外国株式は10月、FRBによる利下げ観測の高まりや半導体関連株への期待を背景に、ハイテク株の比率が高いグロースが全体を牽引しました。一方で、11月以降はAI関連株の過熱感が警戒される中で、グロースと大型が軟調に推移しました。ヘルスケアや生活必需品セクターは一部の好調な企業業績などを受けて堅調に推移し、これらのセクターの比率が高い最小分散、高配当とバリューが全体を牽引しました。

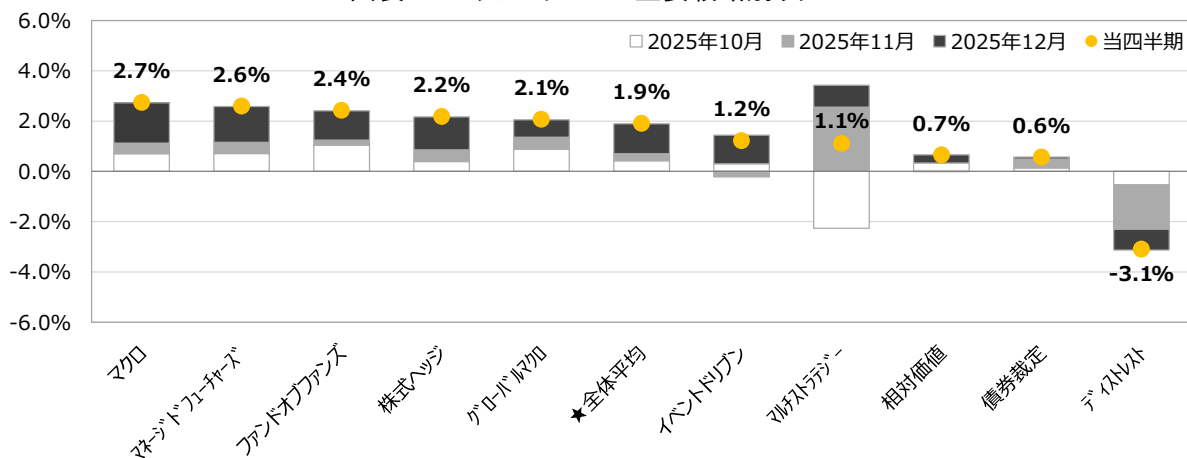
ヘッジファンド

ヘッジファンドは3ヶ月連続で好調に推移し、当四半期の全体平均リターンは円ヘッジベースで+1.9%となりました。マクロ、マネージド・フューチャーズと株式ヘッジが主導した一方で、ディストレストなどは劣後しました（図表2参照）。

ヘッジファンドの全体平均は10月に+0.4%となりました。米利下げ期待の高まりや金属価格の上昇などを背景に、マクロとマネージド・フューチャーズが全体を牽引しました。11月の全体平均は+0.3%となり、マルチストラテジーの大幅高に牽引されました。また、ヘルスケアなどのセクターに特化した戦略のアウトパフォームを受け、株式ヘッジも優位となりました。12月の全体平均は+1.2%と続伸し、マクロと株式ヘッジが引き続き主導しました。

ヘッジファンドの全体平均の年間リターン（2025年1～12月）は+8.3%となり、2009年以来で最も好調な年間パフォーマンスとなりました。主要戦略の資産総額は増加傾向にあり、2025年12月末時点で過去最高の5.2兆ドルに達しました。また、当四半期には約448億ドルの純流入がありました（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期待の高まりなどを背景に、海外私募不動産市場の回復基調が継続しています。2025年度第2四半期(2025年7～9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現地通貨ベースで+0.9%となり、各主要地域はいずれも上昇基調を維持しました。ただし、欧州以外の地域では上昇率が前四半期に比べてやや鈍化しています(図表3参照)。

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2025年度第2四半期も引き続き堅調に推移しました(ドルベース、図表4参照)。集合住宅が全体を牽引した一方、オフィスは空室率の高止まりにより依然として回復が相対的に遅れています。また、商業施設のキャピタルリターンの上昇がやや減速しています。

国内私募不動産においては、2025年度第1四半期(2025年4～6月期)の全体リターンは+1.3%となりました(図表5参照)。いずれのセクターもインカムリターンの獲得により安定的に推移しました。特にホテルはインバウンド需要の拡大によりキャピタルリターンの上昇幅が相対的に大きく、トータルリターンは+1.9%と全体を牽引しました。

図表 3 グローバル私募不動産ファンドのリターン

	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%	0.9%	-	-	2.0%
米国	0.8%	0.5%	-	-	1.3%
欧州	1.0%	1.1%	-	-	2.1%
アジア太平洋	2.4%	1.4%	-	-	3.8%

(注 1) 現地通貨ベース、2025年9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%	0.7%	-	-	1.8%
オフィス	0.5%	0.5%	-	-	1.0%
集合住宅	1.5%	1.4%	-	-	2.9%
産業施設	0.9%	0.7%	-	-	1.6%
商業施設	2.1%	1.3%	-	-	3.4%

(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9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

	2025年度 Q1	2025年度 Q2	2025年度 Q3	2025年度 Q4	2025年度 通期
全体	1.3%	-	-	-	1.3%
オフィス	1.1%	-	-	-	1.1%
住宅	1.3%	-	-	-	1.3%
商業	1.3%	-	-	-	1.3%
ホテル	1.9%	-	-	-	1.9%
物流	1.1%	-	-	-	1.1%

(注) 2025年6月基準のトータルリターン(2025年5～6月が速報値)

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

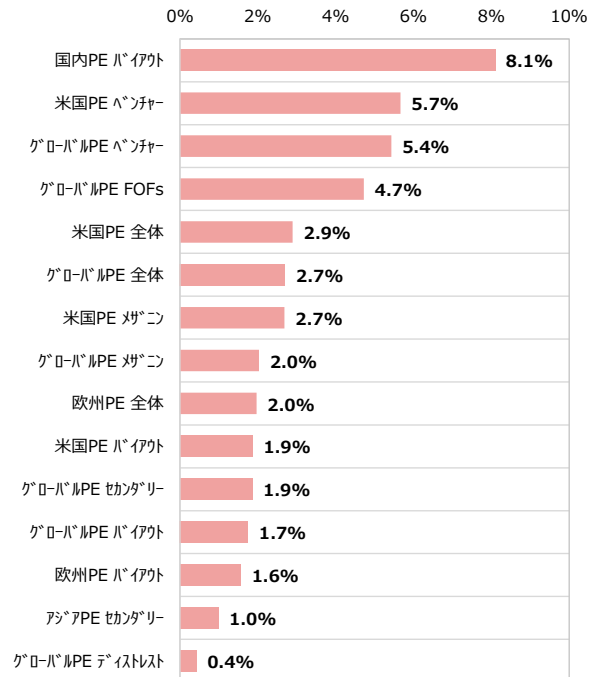
プライベートエクイティ

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2四半期)の数値を確認します。

プライベートエクイティ市場は2025年度第2四半期に全体として好調に推移しました。株価上昇などリスク選好の動きの中で、創業期の企業を投資対象とするベンチャーキャピタルが上位となりました。一方、企業の劣後ローン等に投資するメザニンや、成熟期企業を投資対象とするバイアウトは相対的に劣後しました(図表6参照)。地域別で見ると、国内バイアウトは堅調な株式市場や海外の資金流入などを背景に好調なリターンを獲得しました。一方、アジア市場は相対的に劣後しました。

足元の動向を確認すると、KPMGの調査では2025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前四半期の1,207億ドルから1,381億ドルに成長していると推計されています¹。イグジット環境も改善しており、Pitchbookの推計によると、2025年10～12月期におけるプライベートエクイティのイグジット総額は大規模案件に牽引され、2,292億ドル(前年同期比+103%)となりました²。プライベートエクイティ市場では、投資家心理のさらなる改善とバリュエーションの上昇が期待されます。

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9月末基準

(出所) Cambridge Associates より NFRC 作成

¹ KPMG (2026) “Venture Pulse Q4 2025”より

² Pitchbook (2026) “US PE Breakdown (2025)”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。

《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