

野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング
フィデューシャリー・マネジメント部
孫 悦

市場の振り返り(2025年度第4四半期)

2025年度第4四半期は、内外株式ともにイラン情勢の緊迫化を背景にエネルギー関連銘柄などが上昇し、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3月に下落したものの、2025年度を通じては総じて好調に推移し、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上昇基調を維持している一方で、足元では米国の利下げ期待の後退や地政学リスクの高まりなどの逆風に直面しています。

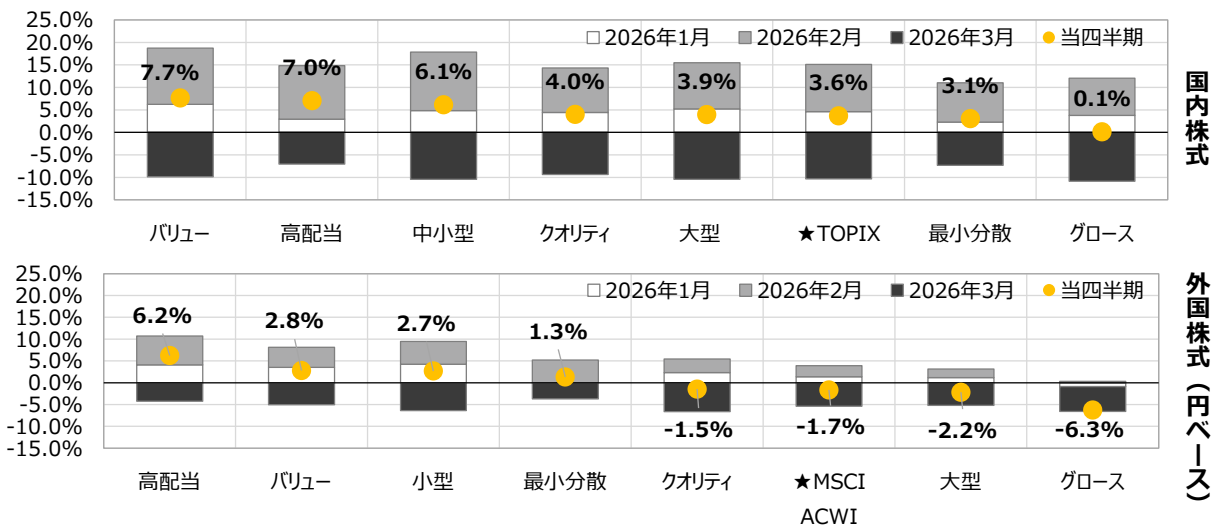
レポート概要

年金ニュース解説No.977「企業年金の運用状況(2025年度)」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4四半期(2026年1~3月期)は、内外株式ともに2月にかけて上昇したものの、3月にイラン情勢の長期化懸念を背景に下落しました。内外株式は当四半期を通じて同様の傾向を示し、スタイル別ではバリューが優位、サイズ

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製、転送または再配布することはご遠慮ください。

別では小型が優位となりました(図表1参照)。

国内株式のスタイル指数は2月にかけて幅広く上昇し、バリューと中小型が主導しました。国内の金利先高観やベネズエラ情勢を受け、金融や石油関連株などが上昇し、バリューが大幅に上昇しました。一方、ソフトウェア企業がAIによって代替されるとの懸念から、情報技術セクターが下落し、グロースは全体から劣後しました。3月以降は、イラン紛争などを受けて国内株式全体が軟調に推移し、その中で高配当と最小分散は相対的に下落幅を抑えました。

外国株式でも、イラン情勢の緊迫化やAI普及への懸念などを受け、エネルギー関連銘柄を中心に上昇した一方、ハイテク関連銘柄は下落しました。こうした中で高配当やバリューが優位となり、グロースは大幅に劣後しました。

また、2025年度通期においては、国内株式ではバリューが顕著に優位となり、バリューの年度リターンは+46.0%とTOPIXを+11.3%上回りました。一方、外国株式ではグロース優位の相場となり、グロースの年度リターンは+29.3%とMSCI ACWIを+3.1%上回りました。2025年度の上昇局面では、内外株式ともに最小分散が最も劣後しました。

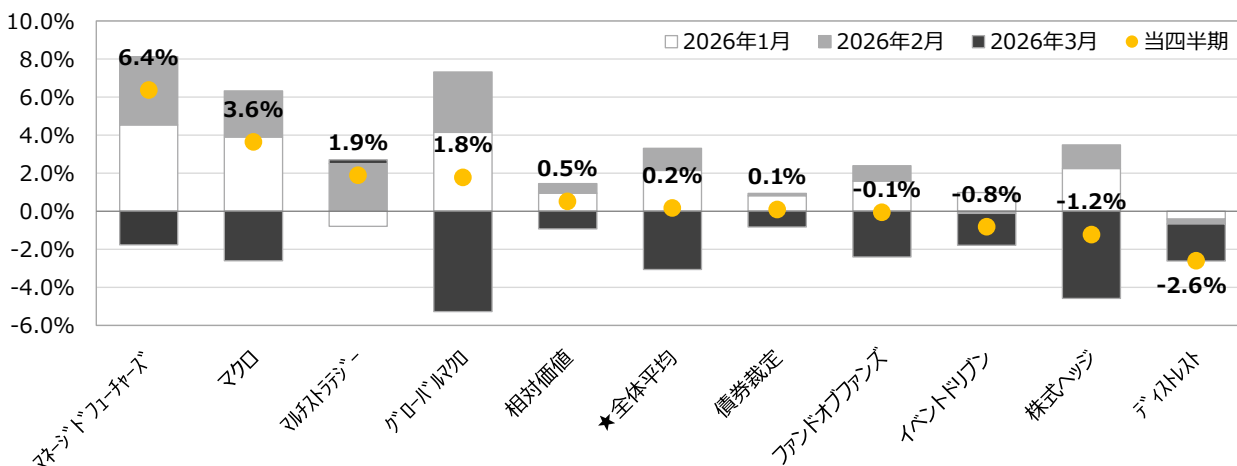
ヘッジファンド

ヘッジファンドの当四半期の全体平均リターンは円ヘッジベースで+0.2%となりました。原油高やインフレ加速観測を背景に、マネージド・フューチャーズやマクロが主導した一方、株式ヘッジやディストレストなどは劣後しました(図表2参照)。

月次で確認すると、ヘッジファンドの全体平均リターンは、1月と2月にそれぞれ+2.1%、+1.2%と好調でした。イランやベネズエラにおける地政学リスクの高まりや原油価格の上昇などを背景に、マクロやトレンド・フォロー型のマネージド・フューチャーズが全体を牽引しました。一方、3月は主要戦略が幅広く下落し、全体平均は▲3.1%と大幅に悪化しました。イラン紛争を受けた市場ボラティリティの高まりや米国の利下げ期待の後退を背景に、株式ヘッジ戦略全体はコロナ禍以降で最大の月次下落を記録し、マクロも相対的に大きな下落となりました。

ヘッジファンドの2025年度における全体平均リターンは+9.6%と非常に好調でした。主要戦略の資産総額は増加傾向にあり、2026年3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445億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。

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。

主要国における利下げ期待や投資家心理の改善を背景に、海外私募不動産市場は回復基調を維持しています。2025年度第3四半期(2025年10~12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+1.1%となりました。各主要地域はいずれも上昇基調を維持しており、アジア太平洋地域(主にオーストラリア、日本等)が全体を牽引しました(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が2025年度第3四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)。商業施設が全体を牽引し、コロナ後の回復が遅れているオフィスも、インカムリターンの上昇により相対的に好調となりました。一方、前四半期に好調だった集合住宅は、キャピタルリターンの伸びが前四半期から鈍化しています。

国内私募不動産においては、2025年度第2四半期(2025年7~9月期)の全体リターンは+1.3%と前四半期と同水準となり、主要セクターのトータルリターンは安定的に推移しました(図表5参照)。ホテルは引き続き全体を牽引し、インバウンド需要の拡大によりインカム・キャピタルリターンともに上昇傾向にあります。

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%	1.1%	-	3.1%
米国	0.8%	0.5%	0.7%	-	2.0%
欧州	1.0%	1.1%	1.2%	-	3.3%
アジア太平洋	2.4%	1.4%	1.9%	-	5.7%

(注1) 現地通貨ベース、2025年12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%	0.9%	-	2.7%
オフィス	0.5%	0.5%	1.1%	-	2.1%
集合住宅	1.5%	1.4%	0.8%	-	3.7%
産業施設	0.9%	0.7%	0.9%	-	2.6%
商業施設	2.1%	1.3%	1.7%	-	5.1%

(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12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%	-	-	2.6%
オフィス	1.1%	1.2%	-	-	2.4%
住宅	1.3%	1.4%	-	-	2.7%
商業	1.3%	1.3%	-	-	2.6%
ホテル	1.9%	2.2%	-	-	4.1%
物流	1.1%	1.2%	-	-	2.3%

(注) 2025年9月基準のトータルリターン(2025年8~9月が速報値)

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

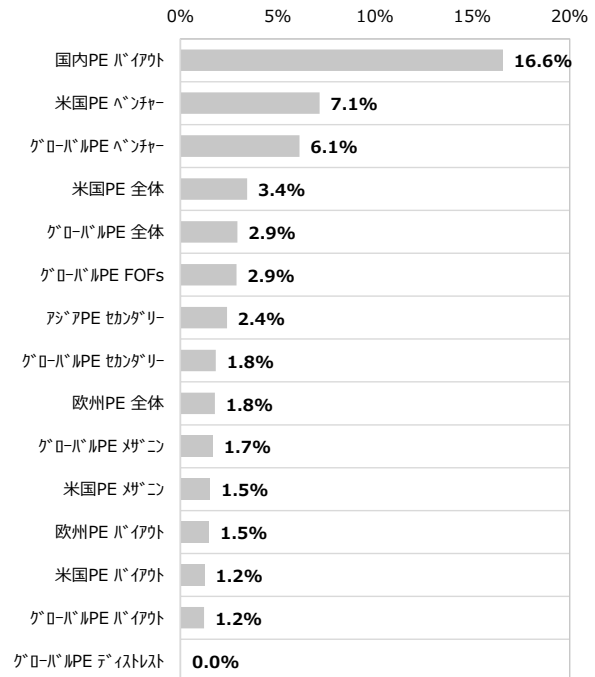
プライベートエクイティ

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3四半期)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3四半期も引き続き堅調に推移しました。第2四半期と同様に、内外株式の上昇や米国の利下げ期待などを背景に、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。一方で、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)。地域別では、国内バイアウトが好調な株式市場や海外からの資金流入を背景に、引き続き好調なパフォーマンスを示しました。

足元の動向を確認すると、KPMGの調査では、2026年1~3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1,286億ドルから3,309億ドルへ大幅に増加したと推計されています¹。これは、主にOpenAIの3月末における大型資金調達(1,220億ドル)や投資家心理の改善などが背景にあります。一方、3月以降のイラン情勢や米国の利下げ期待の後退などを受け、PitchBookの推計では、2026年1~3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1,444億ドル(前年同期比▲35%)となりました²。プライベートエクイティ市場は、AI関連テーマに牽引される一方で、地政学リスクを巡る逆風にも直面しています。

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12月末基準(一部は速報ベース)
(出所) Cambridge Associates より NFRC 作成

¹ KPMG (2026) “Venture Pulse Q1 2026”より

² Pitchbook (2026) “US PE Breakdown Q1 2026”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。

《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 資産運用業協会 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