NOMURA
野村年金マネジメント研究会
年金ニュース解説
No.993（2026年11月9日号）

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
杉山 巧

# 市場の振り返り（2026年度第2四半期）

**2026年度第2四半期は、世界的に金利が上昇する中で、内外株式ともにバリュー優位となりました。ヘッジファンドは、マネージドフューチャーズやマクロが好調だった一方、株式ヘッジやイベントドリブンは苦戦しました。不動産市場では、アジア太平洋地域が引き続き全体を牽引しています。プライベートエクイティ市場では、幅広い地域・戦略でプラスのリターンとなったほか、米国では少数の超大型取引がエグジット総額を押し上げました。**

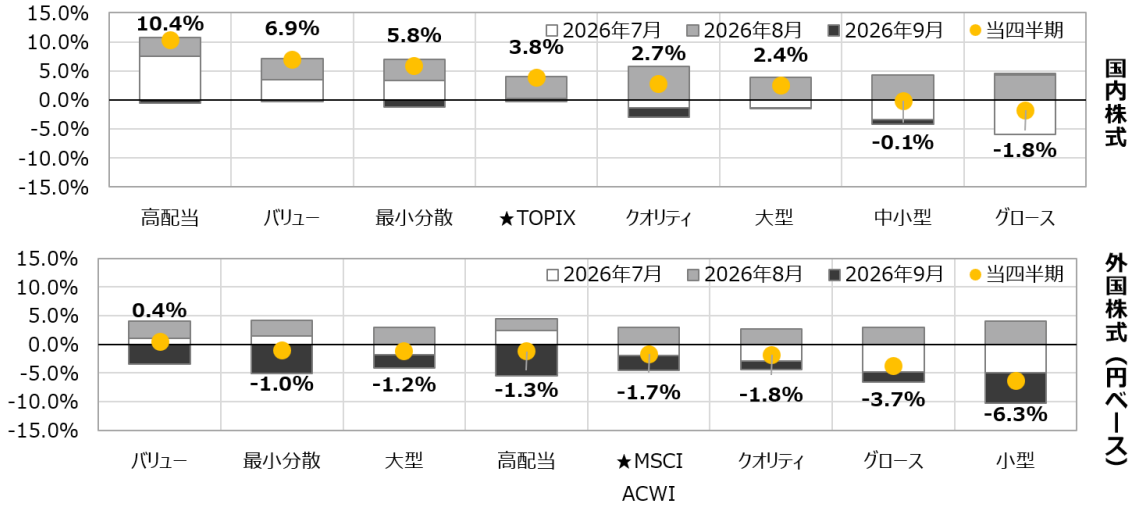
## レポート概要

年金ニュース解説No.991「企業年金の運用状況（2026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資産の状況について確認します。

## スタイル指数

2026年度第2四半期（2026年7～9月期）は、国内株式が上昇した一方、外国株式は下落しました。外国株式は現地通貨ベースでは小幅に上昇したものの、7月末の日米協調による円買い介入などを受けて円高が進行したため、円建てのリターンはマイナスとなりました。当四半期は内外

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。*

株式ともに、スタイル別ではバリューが優位、サイズ別では大型が優位となりました（図表1参照）。また、相場環境に左右されにくい性質を持つ最小分散指数は、四半期を通じて下落幅が限定的となり、他の指数と比べて良好なパフォーマンスとなりました。

7月は、内外株式ともに、AIへの過剰投資に対する懸念などから半導体・AI関連銘柄に売り圧力がかかり、グロース指数が大幅に下落しました。一方、原油高や金利上昇が意識される中、エネルギーセクターや金融セクターのウェイトが高いバリュー指数や高配当指数は、比較的堅調に推移しました。

8月は、主要企業の堅調な決算が下支えとなり、内外株式ともに、スタイルを問わず幅広く上昇しました。

9月は、世界的な長期金利の上昇や原油高が逆風となり、内外株式は総じて上値の重い展開となりました。

## ヘッジファンド

ヘッジファンドの当四半期における全体平均指数のリターンは－1.0%でした（円ヘッジベース）。マネージドフューチャーズやマクロが好調だった一方、株式ヘッジやイベントドリブンなどは苦戦しました。

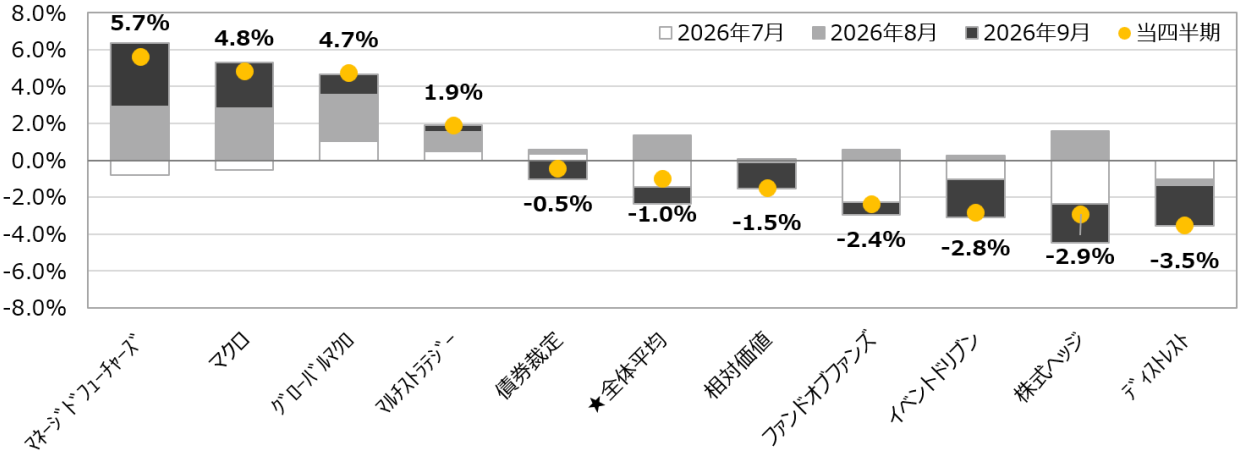
7月の全体平均指数のリターンは－1.4%と軟調でした。ハイテク株が下落に転じる中、前四半期に全体を牽引した株式ヘッジ戦略の下落が目立ちました。

8月は多くの戦略が堅調に推移し、全体平均指数のリターンは1.4%となりました。原油や穀物などの価格上昇が追い風となったマネージドフューチャーズや、各国の金融政策のばらつきなどに収益機会を見出したマクロが好調でした。

9月はヘッジファンドの戦略間で明暗が分かれ、全体平均指数のリターンは－0.9%と下落しました。ディレクショナル系の戦略は8月に続き堅調に推移しましたが、株式ヘッジやイベントドリブンなどが下落しました。

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345億ドル、全体の資産総額は5.6兆ドルとなりました（HFR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、Hedge Index（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。

2026年度第1四半期（2026年4～6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+1.2%となりました（図表3参照）。地域別では、2025年度第4四半期に続き、アジア太平洋地域が全体を牽引しました。

米国私募不動産の主要セクターは、2026年度第1四半期も引き続きプラスのリターンとなりましたが、セクター間でリターンに格差が見受けられます。（ドルベース、図表4参照）。一等地にあるショッピングセンターなどへの需要が旺盛な商業施設セクターは当四半期も全体を牽引した一方、案件の選別が進んだオフィスセクターは相対的に低いリターンとなりました。

国内私募不動産においては、2025年度第4四半期（2025年1～3月期）の全体リターンは+1.5%となり、主要セクターのトータルリターンは堅調に推移しました（図表5参照）。ホテルは当四半期も旺盛なインバウンド需要に支えられ、他のセクターより一段と高いリターン水準を維持しています。

図表３　グローバル私募不動産ファンドのリターン

| | 2026年度 Q1 | 2026年度 Q2 | 2026年度 Q3 | 2026年度 Q4 | 2026年度 通期 |
|---|---|---|---|---|---|
| **全体** | **1.2%** | - | - | - | **1.2%** |
| 米国 | 1.3% | - | - | - | **1.3%** |
| 欧州 | 0.7% | - | - | - | **0.7%** |
| アジア太平洋 | 2.3% | - | - | - | **2.3%** |

（注1）　現地通貨ベース、2026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

| | 2026年度 Q1 | 2026年度 Q2 | 2026年度 Q3 | 2026年度 Q4 | 2026年度 通期 |
|---|---|---|---|---|---|
| **全体** | **1.5%** | - | - | - | **1.5%** |
| オフィス | 0.8% | - | - | - | **0.8%** |
| 集合住宅 | 1.1% | - | - | - | **1.1%** |
| 産業施設 | 1.4% | - | - | - | **1.4%** |
| 商業施設 | 1.9% | - | - | - | **1.9%** |

（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、2026年6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%** | **1.4%** | **1.4%** | **1.5%** | **5.6%** |
| オフィス | 1.1% | 1.2% | 1.3% | 1.2% | **5.0%** |
| 住宅 | 1.3% | 1.4% | 1.4% | 1.4% | **5.6%** |
| 商業 | 1.3% | 1.3% | 1.4% | 1.4% | **5.6%** |
| ホテル | 1.9% | 2.3% | 2.5% | 3.0% | **10.1%** |
| 物流 | 1.1% | 1.2% | 1.2% | 1.3% | **4.9%** |

（注）　2026年3月末基準のトータルリターン（2026年1～3月が速報値）
（出所）ARES（ARES Japan Property Index）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。*

## プライベートエクイティ

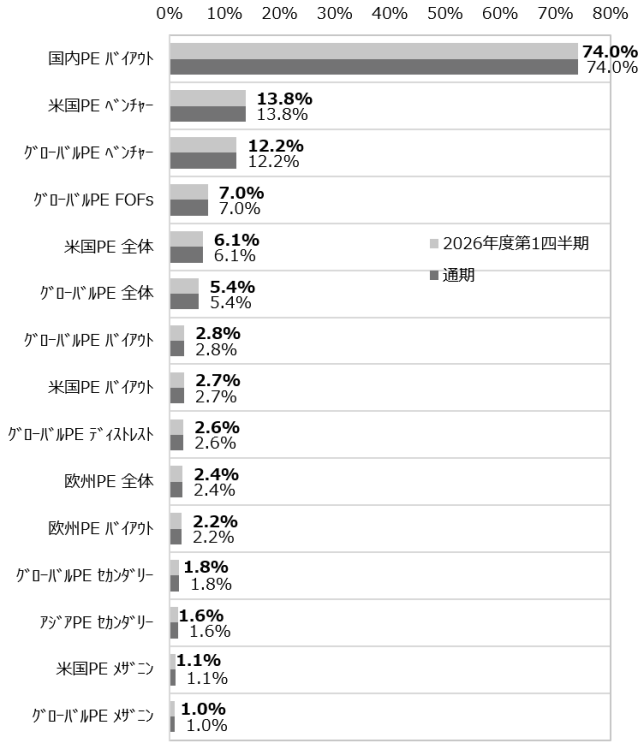
プライベートエクイティの投資戦略別内部収益率は上場市場と比べて公表が遅延するため、前四半期末（2026年度第1四半期）の数値を確認します。

2026年度第1四半期のプライベートエクイティ市場は幅広い戦略でプラスのリターンとなりました（図表6参照）。なお、国内バイアウトは74.0%と突出していますが、こちらは対象指数の組み入れファンド数が19と少ないことに加え、最上位ファンドの成績が極めて好調（＋239.3%）だったため、指数値が大幅に押し上げられたものとみられます。

足元の動向を確認すると、KPMGの調査では、2026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、1,709億ドルと推計されています（前四半期は2,274億ドル）。当四半期は米国やフランスなどでAI関連企業が数十億ドル規模の資金調達を行っており、投資総額は前四半期には劣るものの、依然として高い水準にあります[1]。

また、PitchBookの推計では、2026年7～9月期における米国プライベートエクイティのエグジット総額は1,655億ドル（前年同期比＋54.4%）となりました[2]。当四半期は金利上昇がマルチプルの下押し圧力となり、売り手と買い手の希望取引価格に隔たりが生じやすい環境下であったことから、エグジット件数の伸びは限定的でした（405件、前年同期比＋2.3%）。一方で、エグジット総額は少数の超大型取引を背景に、前年同期比で大幅に増加しました。

図表６　プライベートエクイティの投資戦略別内部




（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）、2026年6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 Q3 2026”より*

[2] *Pitchbook（2026）“US PE Breakdown Q3 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 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<br>もしくは年間報酬額(※) | 0.55%<br>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