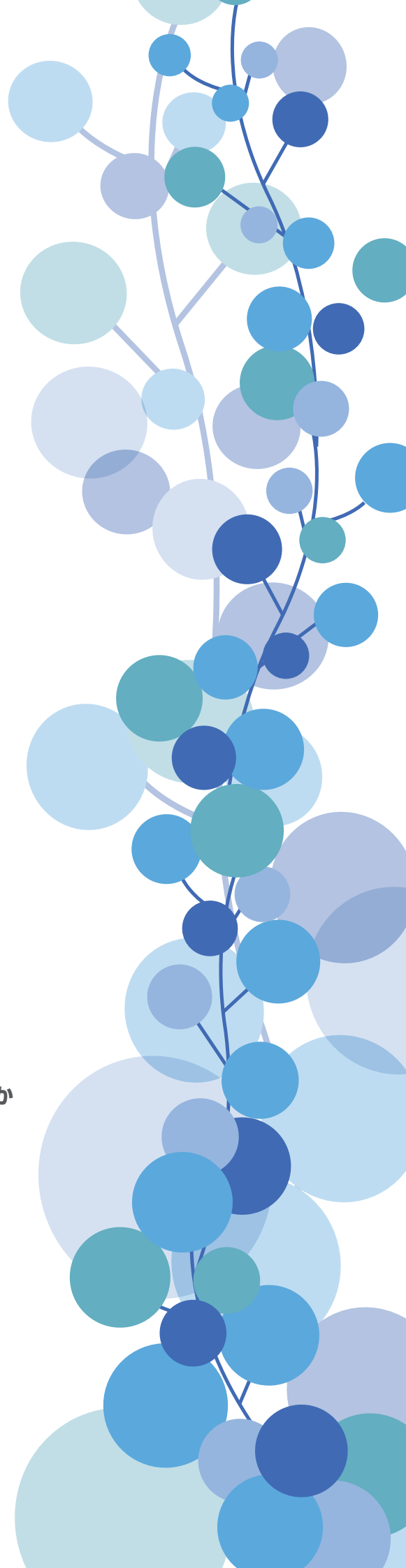


日本の 資産運用 ビジネス

2025
Japan's
Asset Management
Business
26

- 第1章 DC制度改革はビジネスをどう変えるか
 - 第2章 高度化するアセットオーナー向けの運用サービスとは何か
 - 第3章 DC市場におけるプライベート資産投信の展望
 - 第4章 欧州資産運用業の変革と日本への示唆
 - 第5章 国内暗号資産ETFの実現可能性と課題
- 定点観測編 データが示す資産運用ビジネスの実像



巻頭言

日本の資産運用業界は歴史的な転換点にある。「資産所得倍増プラン」と「資産運用立国実現プラン」の2つの政策は、NISAの拡充・恒久化やiDeCoの改革を通じて家計のマネーフローを実際に変えつつある。また「アセットオーナー・プリンシプル」も、受け入れ表明は着実に増えており、年金などの長期性の資本を持つアセットオーナーの態度を変えようとしている。現下で30年ぶりのインフレが進行していることも、重すぎるほどの通奏低音となって資産運用ニーズを喚起することになっている。

こうした業界への追い風がありながらも、マネジメントの顔色は決して明るくない。この矛盾の原因は、事業環境の変化にいかに対応すべきかや、自社のケイパビリティに対して確信を持っていないことに起因するのではないだろうか。

さて、「日本の資産運用ビジネス」は今回が20回目の年次レポートである。そこで従来の誌面の構成を見直し、前半は「提言編」として各リサーチャーによる論考を、後半は「定点観測編」として直近動向を掲載した。つまり「これからどうなるか・どうするか」を考えるための材料を前半に、「これまでではこうだった」という記述を後半に収める形にした。

「提言編」テーマには、5年後の日本の資産運用ビジネスを想定したときにインプリケーションのある以下の5つを選んだ。

- DC制度改革が作る巨大市場の潜在性と、そこで求められるプロダクトおよびサービス（金子論文）
- 日本のアセットオーナー改革による運用の高度化に、運用会社がどう対峙しないし伴走していくべきか（浦壁論文）
- DC市場でのプライベート資産投資の受容可能性とビジネス機会（國見論文）
- 欧州における貯蓄投資同盟（SIU）と運用会社再編のインプリケーション（箕輪論文）
- 暗号資産ETFの現状と日本での実現に向けた議論（福井論文）

また「定点観測編」では、運用会社の収益動向や資金フローの状況などを、図表を中心に端的に整理した。データは常に過去の話であるが、そこに変化の萌芽を見て取れるかもしれない。

「日本の資産運用ビジネス2025/2026」が、読者の皆さまの業務に少しでもお役に立てば幸いである。

2025年11月吉日

株式会社野村総合研究所
金融イノベーション研究部
「日本の資産運用ビジネス2025/2026」総括責任者

浦壁 厚郎

DC制度改革は ビジネスをどう変えるか

確定拠出年金の制度改革は市場を今後10年で60兆円規模へと押し上げる。個人の拠出余地が大きく広がり、運営管理機関の競争が激化する中、資産運用会社には、資産形成から活用までを支える商品戦略、運営管理機関の提案力を専門的知見で支援するBtoBソリューションの再構築が必要となる。

1 着実に存在感を増す 確定拠出年金

確定拠出年金（以下、DC）が日本に導入されたのは2001年10月、24年前のことである。この間、加入者数、資産規模の爆発的な拡大こそないものの、着実に増加を続け、企業年金と個人年金（以下、私的年金）において存在感を増してきている。2005年3月には1.2兆円に過ぎなかった資産額は20年後の2025年3月には30兆円を超えている。より顕著なのは、加入者数の推移で、企業型DC（2025年3月現在862万人）は確定給付型企業年金（同899万人）に追いつきつつある。近年では個人型DC（以下、iDeCo、同363万人）も急速に増えている。

このような状況下で、政府は本年6月に成立した年金制度改革法により、DCの拡大のペースを一層加速させようとしている。この改革は、単なる制度の微修正ではない。職場の年金制度を中心とした私的年金制度の基本的枠組みを変更し、DC関連ビジネスにも構造的な変革を迫る、大きな転換点となりうる。そこで本稿では、今般決まったDCの制度改革の内容を解説し、資産運用業界にとっての意義について論じてみたい。

2 DC制度改革の要点

今回の年金制度改革および令和7年度税制改正大綱に盛り込まれたDC制度の見直しは、「働き方の多様化」と

「高齢化社会」に対応し、国民の自主的な資産形成を強力に後押しするものである。この改革は、拠出限度額の拡大、iDeCo加入可能年齢の引き上げ、そして運用の「見える化」を三つの柱としている（図表1参照）。

資金流入を促進する 「拠出限度額の抜本的見直し」

まず、拠出限度額については、働き方による有利・不利を是正し、私的年金全体で公平な拠出機会を提供することを目的として大きく見直される。具体的には、第2号被保険者（会社員・公務員）の拠出限度額を、企業型DCとiDeCoを合わせて月額6.2万円の共通枠として設定する（現行の拠出限度額は、企業型DCの場合：月額5.5万円、iDeCoの場合：月額2.0万円又は2.3万円）。この枠内で、確定給付企業年金（DB）の掛金相当額や企業型DCの事業主掛金を控除した残額が、実際にiDeCoに拠出できる上限となる。また、企業型DCのマッチング拠出における「事業主掛金の額を超えられない」という制限は撤廃され、加入者はより柔軟に拠出額を決定できるようになる。あわせて、第1号被保険者（自営業者等）のiDeCo・国民年金基金の共通拠出限度額も月額7.5万円（現行：6.8万円）に引き上げられる。これは、これまでリーチが難しかった個人の拠出余力を、DC市場へ本格的に取り込むための門戸が大きく開かれることを意味する。

図表1 確定拠出年金の主な見直し

項目	見直し内容
拠出限度額の引き上げ	iDeCo <ul style="list-style-type: none"> 第1号被保険者は国民年金基金と合わせた拠出上限を月額7.5万円に^(注1) 第2号被保険者に対するiDeCo独自の拠出限度額を廃し、企業年金と合わせた上限を月額6.2万円に^(注1)
	企業型DC <ul style="list-style-type: none"> DBと合わせた拠出上限を月額6.2万円に^(注1) マッチング拠出に対する事業主拠出以下とする拠出制限を廃止^(注2)
iDeCo加入可能年齢の引き上げ	DCの継続利用者を対象に加入可能年齢の上限を70歳未満に引き上げる ^(注1)
加入者のための企業年金の運用の見える化	DCについては事業主報告書等に含まれる報告項目（今後新たに追加する項目も含める）を一般に公開する。提出のオンライン化を行う。

(注1) iDeCo・企業型DCの拠出限度額の引き上げ及びiDeCo加入可能年齢の引き上げは、2027年1月の拠出分より実施を目指している

(注2) マッチング拠出に対する事業主拠出以下とする拠出制限の廃止は2026年4月より実施

(出所)「年金制度改革法に関する広報について」(社会保障審議会年金部会、2025年6月30日)などを基に野村総合研究所作成

顧客生涯価値を高める 「iDeCo加入年齢の70歳への引き上げ」

次に、iDeCoの加入可能年齢は、高齢期の就労長期化という社会実態に対応するため、その上限が現行の65歳未満から70歳未満へと引き上げられる。この措置の対象となるのは、①老齢基礎年金やiDeCoの老齢給付金を受給していない者でかつ、②これまでにiDeCo加入者であった者や企業型DC等の資産をiDeCoに移換する者である。その拠出限度額を月額6.2万円とする。これにより、金融機関にとっては、顧客との関係が定年後も継続し、高齢期の資産形成・活用という新たなニーズに応えるビジネス機会が生まれる。これは単にiDeCoの口座管理期間が延長されるだけでなく、iDeCoを接点として、退職後の生活設計や資産承継といった、より包括的な金融サービスを提供する機会の創出につながる。結果として、顧客一人ひとりとの関係を深化・長期化させ、その顧客生涯価値(LTV)を最大化する戦略的な布石となる。

サービス競争を加速させる 「運用の『見える化』」

さらに、運用の透明性向上を目的とした「見える化」も重要な改革点である。これは、制度運営のガバナンスを強化するとともに、加入者の適切な意思決定を支援する狙いを持つ。企業型DCの運用状況を事業主・規約別に公開することで他社との比較を可能とし、事業主側の運営改善を促す。加えて、運営管理機関に対しては、ウェブサイト上で信託報酬や運用実績といった商品情報を横並びで比較できるよう改善を求め、加入者がより合理的な商品選択を行える環境を整備するのである。これは、商品ラインナップや情報提供の質が、運営管理機関の優劣を

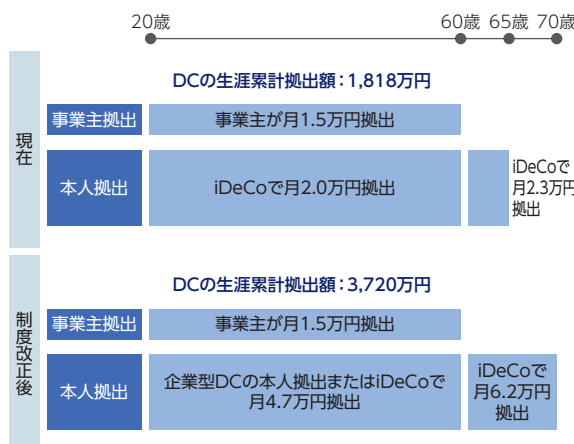
判断する上でより重視され、サービス品質をめぐる競争を一層促すことになるだろう。

3 拡大するDC市場： 10年で60兆円規模へ

DC制度改革の関連ビジネスにとっての重要性という観点から、今後予想されるDC市場の3つの変化を取り上げる。その一つが、加入者の生涯累計拠出額が増大することだ。

現在、DCにおける拠出限度額は、加入者本人の意向に関わらず、制度上少額に抑えられている。例えば、企業年金はDCのみで、事業主掛金が平均的な水準(月額1.5万円)の企業に20歳で就職し、定年(60歳)後は再雇用で働く会社員を想定すると、現行制度下での生涯累計拠出額は最大1,818万円となる(図表2参照)。これが、制度改革後は、本人の意思で拠出できる金額が大幅に増える。60歳までであれば、企業型DCのマッチング拠出または

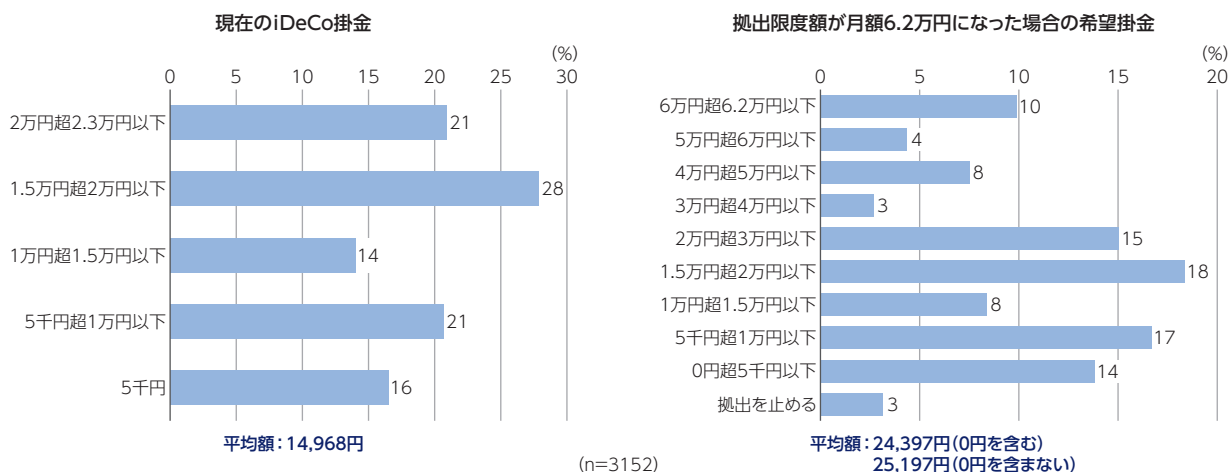
図表2 大幅に拡大するDCの生涯累計拠出額



(注) 企業型DCのある(DBはない)企業で、定年(60歳)後は再雇用で働く会社員を想定。事業主拠出は月額1.5万円(現状の平均値)と仮定

(出所) 野村総合研究所

図表3 iDeCo拠出限度額の変更の影響



(注) 25～64歳、「仕事上の立場」を「正社員」、「iDeCoに加入している」と回答した人を対象
(出所) 野村総合研究所「企業型DCアンケート202503」(2025年3月に実施したインターネットアンケート)

iDeCoで月4.7万円拠出できる(この例では事業主拠出を月1.5万円と想定している)ので、制度上の拠出限度額月6.2万円との差額4.7万円まで、個人が拠出できることになる)。60歳以降も70歳までの10年間、月額6.2万円の拠出が可能であり、生涯累計拠出額は最大3,720万円(事業主拠出も含む)まで、2倍以上増加する。

実際には、図表2の想定ほど、資力のある会社員は多くなく、制度改革によりiDeCo加入者の場合、平均掛金額は現在の月額1.5万円から同2.5万円程度の増加に留まるとと思われる(図表3参照)。それでも、DC制度への資金流入額は年間2.0兆円から2.4兆円へ、1.2倍に増加すると試算される。給付による資金流出を考慮しても、年間資金純流入は、1.7兆円(現在1.3兆円)となる。これは、DC制度創設以来の平均投資収益率(年率2.7%¹⁾)が続くという仮定のもとで、10年後の2035年には資産残高が現在の2倍にあたる60兆円近くに達することを意味しており、資産運用業界にとっては無視できない巨大な資金プールが出現することになる。

4 投信残高拡大のドライバーとなる投資教育

DC制度改革は、特に企業型DCにおいて制度運営の要とも言える運営管理機関の収益に構造的な影響を与える可能性がある。現在、運営管理機関の収益の柱は、企業から得られる運営管理業務委託手数料である。また、商品提供機関を兼ねる場合には、投資信託の信託報酬の一部

も収益源となる。後者は自社が商品を提供している投資信託の取り扱い残高に比例して増加する。

今まで、運営管理機関が契約企業のDCプランの投信残高を拡大させるためには、加入者に対して投資信託への投資を促すことが中心であった。加入者に拠出額の増額を働きかけることも可能であったが、事業主掛金額を越えられないというマッチング拠出の制約上、その効果は限定的であった。これがDC制度改革により、加入者自身の拠出可能額が増えるため、運営管理機関は加入者に適切な拠出を促すことができるようになる。つまり、これまでは収益への直接的な貢献が見えにくかった投資教育が、投信の運用残高を増大させるための、重要なビジネス上のドライバーとなるのである。

わが国のDC制度の手本とされた米国の401(k)では、もともと加入者本人による拠出が主であり、運営管理機関は投資教育の中で「加入者に適切な拠出と投資を促し、拠出率の向上や長期的な投資継続を働きかける」等を行ってきたことが、結果的にAUMの増加と安定化につながっていると言われている。わが国においても、加入者の拠出意欲と投資リテラシーを高める質の高いサービス(教育コンテンツ、シミュレーションツール等)を提供することが、運営管理機関の成長に直結するだろう。

5 「選ばれるDCプラン」を目指し運営管理機関の競争が始まる

金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する

法律により、金融事業者が顧客に対して負うのと同様の誠実公正義務を、企業年金関係者は年金加入者に対して負うことが明確にされた（2024年11月施行）。これは、加入者の利益を最大化するというフィデューシャリー・デューティーの観点から、プランの質が厳しく問われることを意味する。これらの結果、例えば、加入者の最善の利益を勘案した商品の入れ替えを運営管理機関も事業主も求められることになる。

特に、運営管理機関は、当局が求める「制度運営のガバナンスを強化」以外にも、企業におけるDCプランの魅力向上に積極的になる理由がある。それは、iDeCoの運営管理機関との競争が激化するためだ。DC制度においては、第2号被保険者が自己の資金の拠出を希望する場合、企業型DCにおけるマッチング拠出か、iDeCoのいずれか一つを選択する必要がある。今までは、前者には「事業主掛金額が上限」、後者には「月額2万円が上限」（勤務先に企業型DC等の企業年金がある場合）という異なる制限があった。これにより加入者は、事業主拠出額や自身の拠出希望額を踏まえ、どちらが有利な選択肢となるか、判断を求められていた。運営管理機関の視点から見れば、拠出可能額の多寡が事業主掛金という自社ではコントロールできない要因で規定されてしまうため、企業型DCとiDeCo、それぞれの運営管理機関がサービス品質を訴求して加入者の拠出先を獲得しようと競い合うインセンティブが働きにくい構造にあったと言える。それが双方の制限が撤廃され、拠出可能な額は同じになる。このため、企業型DCの運営管理業務に強い大手金融機関と、ネット証券などiDeCoの運営管理業務で実績のある金融機関との間で、加入者を巡る競争が激化する可能性がある。

このことは、企業型DCの運営管理機関が事業主にDCプランの改善のための働きかけを強めていく、強い動機づけとなる。

6 資産運用会社の経営に求められる3つの戦略的視点

本稿で論じてきたように、今回のDC制度改革は、資産運用業界のビジネスに対し、大きな影響を及ぼす構造的な変化となる。年間2.4兆円規模への資金流入の増加は、10年後には60兆円規模の巨大市場を生み出す可能性を

秘めている。この好機を捉えるため、資産運用会社の経営には以下の3つの戦略的視点が求められる。

第一に、「プロダクト戦略の再構築」である。拠出額の増大と加入者層の高齢化に対応し、長期の資産形成から資産活用（取り崩し）期までをシームレスに支える商品・サービスの開発が必要となる。長期化する高齢期のインフレリスクに対応し、実質的な資産価値の維持を目指すことが重要なテーマとなる。インフレヘッジ資産を組み込んだリスクコントロール型のファンドや、計画的な取り崩しをサポートするソリューション商品などが求められる。

第二に、「エンゲージメント戦略の深化」である。投資教育が運用資産の増大に直結する時代において、運営管理機関のパートナーとして、加入者の拠出・投資行動を喚起するために必要とする投資情報や教育コンテンツを、資産運用の専門的知見をもって提供・監修する役割を担うことの重要性が増している。これは、自社ファンドの採用に直結するとは限らないが、運営管理機関やその先の加入者との長期的な信頼関係を築く上での礎となる。具体的には、ライフプランと連動した拠出額の最適化シミュレーターや、退職後の資産活用をテーマにした動画コンテンツなどが有効だろう。

第三に、「BtoBソリューションの強化」である。プラン間の競争が激化する中で、運営管理機関が事業主に対し、プラン全体の価値向上につながる最適な提案（商品ラインナップの見直し、ガバナンス強化等）を行えるよう、データ分析や専門情報を提供して支えるソリューション提供力が、選ばれるパートナーとなるための鍵を握る。例えば、運営管理機関と協力し加入者の投資行動の分析を行い、プランに最適な商品ラインナップを事業主に提案するコンサルティングや、他社プランとの比較ベンチマークレポートの提供などが求められる。

今回のDC制度改革が、資産運用ビジネスにも相当な影響を与えることはもはや疑いの余地はない。この変化にどう対応し、着実に事業機会として捉えるか。各社の戦略的な準備と実行が、今後のDCビジネスにおける競争力を決定づけることになる。

1) DC制度の運用資産額（元本確保型商品と投資信託）及び代表的な元本確保型商品の利回りとDC専用投信の投資収益率から20年間の制度全体の投資収益率（年率換算）を推計。

高度化するアセットオーナー向けの運用サービスとは何か

アセットオーナー・プリンシプルの受け入れ表明が広がっており、政策課題である「資産運用力の向上」に向けた取り組みが始まっている。運用会社にはアセットオーナーの投資判断や説明責任の履行をいかに支援、代替できるかという観点から提供サービスを見直すことが求められる。

アセットオーナー・プリンシプルをどう理解すべきか

目下でアセットオーナー改革の契機となっているのが「アセットオーナー・プリンシプル」(以下、AOP)だ。

2023年12月に策定された「資産運用立国実現プラン」では、「アセットオーナーがそれぞれの運用目的・目標を達成し、受益者等に適切な運用の成果をもたらす等の責任を果たす観点から、アセットオーナーに共通して求められる役割がある」とされた。AOPはそれを受ける形で、2024年8月に内閣官房において策定された。

このAOPはおそらく世界的に類のないアセットオーナー向けの原則(プリンシプル)で、その内容は、組織の法人格や根拠法、所管官庁に囚われないものとなっている。また、包摂性が高く、既に一定以上の洗練度を有しているアセットオーナーも、そうでない組織も等しく受け入れ可能な内容ともなっている。具体的には、5つの原則と15の補充原則を通じて、受託者責任の認識と履行、運用目標の設定、ガバナンスと専門性の具備、利益相反を排した委託先選定とリスク管理の実践、受益者等への説明責任やスチュワードシップ責任の履行を求めている。

AOPは強制力のある法令等ではないため、どのくらいのアセットオーナーが受け入れるかが当初から注目されていた。これまでの受け入れ表明の状況を示したのが図表4である。共済を含む公的年金と主要生命保険会社、大学ファンド(国立研究開発法人科学技術振興機構、以下、JST)等は2024年中に受け入れ表明を済ませており、

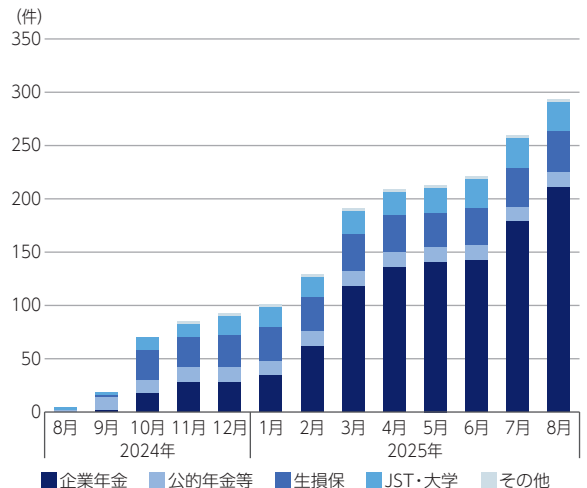
2025年に入ってから企業年金の受け入れ表明が増えている状況にある。

しかし、AOPに対するアセットオーナーの態度は、必ずしも前向きなものばかりとはいえないだろう。あえて類型化すると、次の3派に分けられる。

- (A) プリンシプルに謳われているアセットオーナー像に共鳴し、賛同するアセットオーナー
- (B) AOPを一種の規制対応のように見なし、受動的に受け入れ表明するアセットオーナー
- (C) 関心がない、必要性を感じないといった理由から、受け入れ表明をしないアセットオーナー

これらのうち、(A)派は当面必要な改革を自ら進めるだろうが、政策当局から見れば本当に改革が必要なのは(B)派や(C)派である。受け入れ表明をしているかどうか

図表4 アセットオーナー・プリンシプルの受け入れ状況



(出所) 内閣官房資料を基に野村総合研究所作成

かにかかわらず、実態として「運用力の向上」が遅れていると見なされるようになれば、受け入れ表明を済ませた(B)派にはより具体的でルールベースの色彩を強めた「AOP2.0」が策定されるかもしれない。また、受け入れ表明をしない(C)派には別の経路、つまり何らかのインセンティブを与えて(B)派に誘導したり、各法人の根拠法や政省令などの改定を通じて、より踏み込んだ実務の変更を求める可能性もある。

例えば、6月13日に閣議決定された内閣官房の「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2025年改訂版」では、国公立大学や私学の法人について、「国際卓越研究大学の認可における体制整備の判断に際しては、今後、アセットオーナー・プリンシプルの受入れを要件に盛り込む」とされた。つまり、少なくとも(B)派として受け入れ表明をしなければ国際卓越研究大学とは認められず、JSTからの助成を獲得できる可能性はないということだ。

現時点ではアセットオーナー自身が(A)派となり、自らのリーダーシップによって自己検証と自己改革することが期待されているのは間違いない。しかしその裏側では、より強制力のある形で現状変更が求められることも想定できるわけだ。国というレベルでインベストメント・チェーンを機能させるというマクロな政策としてのアセットオーナー改革は、こうした両面から進められようとしていると考えるべきだろう。

以下では、AOPが対象とするアセットオーナーのうち企業年金(確定給付年金(以下、DB))と公的年金の現状を確認し、資産運用ビジネスへの示唆を整理する。

DB:AOPはスポンサーがDBの価値を見直す契機に

受託者責任という概念自体、もともと確定給付型の企業年金で議論・精緻化され、実践されてきたものだ。日本では90年代の厚生年金基金の運用自由化以後、ガバナンスの強化や制度運営上の課題の解決に資するような法令やガイドラインの策定、その他の環境整備が続けられている。これらに則った運営をしている限り、DBがAOPの受け入れ表明をするハードルは高くないはずだ。

ただ、AOPが求める「運用力の向上」については、これまでかなりの部分が運用担当者の自発的な意欲に頼った

図表5 運用コンサルティング会社との契約割合

資産規模	2016年	2023年	変化
1000億円以上	61.3%	66.3%	+5.0%
500～1000億円	62.7%	60.6%	-2.1%
300～500億円	39.4%	43.2%	+3.8%
200～300億円	25.7%	39.0%	+13.3%
100～200億円	19.2%	28.7%	+9.5%
50～100億円	8.8%	18.1%	+9.3%
30～50億円	2.4%	5.6%	+3.2%
30億円未満	0.0%	5.7%	+5.7%

(出所) 企業年金連合会資料を基に野村総合研究所作成

ものだったし、それは今後も変わらないだろう。企業年金連合会の提供する研修や資料、運用機関とのコミュニケーション、様々なセミナーへの参加、他のDBとの接触を通じて情報を得るのが普通である。受託者責任をより良く果たそうとする熱心な担当者は、情報収集と試行錯誤を重ねながら、資産運用に対する理解と知見を獲得してきた。

コンサルタントを活用するケースも多かった。特に近年は、中小規模のDBでコンサルティング会社の採用が広がっている。図表5は資産規模別のコンサルティング会社の採用率を、データを利用できる2016年と直近で比較したものだ。大手ほど採用率が高い状況に変化はないが、50～300億円規模のDBでは10%ポイントほど採用率が上昇している。投資環境の不透明感の高まりや、オルタナティブ投資など運用の選択肢が増える中、中小規模の年金であっても、外部の知見を取り入れてガバナンスを補完・強化したり、専門性の高いアドバイスに基づく投資判断やモニタリングを実践したいといったニーズが表れたものと考えられる。

こうした中で、AOPの受け入れを表明したのはどのようなDBで、直近までにどの程度浸透したと言えるのだろうか。受け入れ表明をしたアセットオーナーのリストを見ると、新しい加入者を受け付けない閉鎖型も少数含まれるものの、多くは新規加入者のあるオープンなDBであり、両者の合計は200を超えた。これに対して、日本で100億円を超える規模のDB(資産運用委員会の設置が義務付けられている)は基金型、規約型を合わせて600程度存在すると考えられる。受け入れ表明をしたDBは必ずしも100億円を超える規模のものばかりではないとはいえ、「主要なDBの概ね3分の1が受け入れ表明

図表6 近年のGPIFにおける運用の高度化の主な内容

領域	取り組み内容
アセットアロケーション	・内外の株式先物を用いた精緻・機動的なリバランスを開始。リバランス専門部署を設置し、週次以上の頻度でのモニタリングを実施。
株式	・マネジャー選択の精度・再現性向上のため、Applied Academics社の定量評価手法を導入。高頻度の投資行動のデータからマネジャーの能力を推定。 ・「ベータ・balancer」を導入して株式ポートフォリオのスタイルリスクを抑制。
債券	・国内債券でBPI運動のインハウスのパッシブ運用を開始。 ・外国債券パッシブではマネジャー・ベンチマークを細分化し、通貨、デュレーション、セクターにわたるトップダウンでの配分を開始。アクティブのマンダートは総合型からクレジット戦略に変更して、インハウス/外部委託の機能をそれぞれ明確化。
オルタナティブ投資	・国内PE戦略を追加。 ・LPSによるインハウスでの投資を開始。
運用報酬体系	・アクティブのマンダートで「実績連動報酬制」（超過収益を獲得できない場合はパッシブ運用並みの運用報酬となる）を導入。

(出所) GPIF資料を参考に野村総合研究所作成

をした」と言えるのではないか。個別の顔ぶれを見ても、先の(A)派か(B)派かはわからないとはいえ、大手からは一定以上の支持を得られているといえるだろう。今後中小のDBにまで広がるかは、年金のコミュニティの中でさらに問題意識を広く共有し、その解決に向かう機運を醸成できるか次第である。

重要なのは、AOPの受け入れ表明は、ほとんどのケースでスポンサー（母体企業）との合意があって行われていると考えられることだ²⁾。スポンサーの状況は様々だが、優れた人材の獲得やそのリテンション、既存の従業員のファイナンシャル・ウェルネスの改善を通じたエンゲージメント向上といった人事戦略の責任を担っており、DB制度がその重要な一要素となっていることも多い。スポンサーが改めて自社のDB制度のあり方を再検討するきっかけをAOPが作ったといえるかもしれない。

特に単体・連合型のDBでは、AOPの受け入れによってスポンサーに対する様々な要求をしやすくなったという話が聞かれる。自社のDB制度を戦略的に重要なものと位置づけるスポンサーならば、その運営を盤石なものにするために一定の人的・経済的リソースを割り当てることが期待される。

また、5年後までには個別のDBの「見える化」(情報開示)も予定されている³⁾。これによってスポンサーは自社のDBを他のDBと比較できるようになり、その制度設計や運用を見直そうとする動きが広がる可能性もある。

公的年金：3共済はそれぞれが運用高度化を指向

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）や共済組合は、2024年中にAOPの受け入れ表明を完了している。資

産運用立国実現プランをはじめとする一連の議論の過程において高度化すべき主体として意識されていたのは共済組合だ。

GPIFについては2013年の「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」以後、様々な改革が進められた。図表6は主に2020年度以降の第4期中期計画期間に行われた取り組みの一部をまとめたものである。

各共済が高度化に取り組む上で、こうしたGPIFの取り組みは以前からかなりよく参照されてきた。主要3共済は既に、従来なかった運用担当責任者（CIO）のポジションを設置し、内部から経験者を任命している。また、リスク管理部門を運用部門から分離して牽制をより有効に機能させるといった、組織内のガバナンス強化も図っている。

今後はスタッフの量的な充実や専門性の向上、それに向けた予算の拡充が必要になろう。現在、共済の資金運用の関連部署には運用機関からの出向者が多く在籍しているが、長期的には専門性の高い人材を外部から採用したり、組織内で専門知識を蓄積・継承して高度な人材を育成したりする取り組みも、積極化していくものと考えられる。

資産運用ビジネスへの示唆

近年DBが運用機関に支払っている運用報酬は、年間およそ2,000億円である。公的年金については、成功報酬制のために年によって変動があるものの、概ね700～900億円だ。公募投信の運用報酬がおおよそ6,000億円程度であるのと比較しても、これらは無視できないセグメントである。

アセットオーナーの中で運用の高度化という不可逆的な潮流が広がる中で、運用機関にはどのような変化が迫られるのだろうか。プロダクトの運用パフォーマンスやコストに対する要求水準が高まるのは当然として、アセットオーナーが抱える高度化への要請を踏まえたサービス提供も求められるようになる。運用機関には、アセットオーナーの投資判断そのものや、ステークホルダーに対する説明責任の履行を、自社の運用能力を活用してどう支援ないし代替できるかという視点から、付加価値の提供の仕方を検討する必要がある。

特にDB向けにAOPが求めているのは5つの原則の前に「自己点検」であり⁴⁾、アセットオーナー自身がガバナンスの現状や専門的知見の充実度を評価することだ。そして、不足があるのならば、それを補う方法を検討すべきとされている（原則2）。

ここで挙げられたのがCIOアウトソーシング（以下、OCIO）である。これはもともと米国の閉鎖・凍結型のDB向けにCIOの機能そのものを代替できるマルチアセット型の運用サービスとして拡大した⁵⁾。しかし、閉鎖型でない日本のDBの場合、例えば資産配分の変更やマネジャーの入れ替えのような執行までも含む権限を委譲し、運用機関に代替させることには抵抗を感じる担当者も多いだろう。むしろ、政策アセットミックスの決定など上位の投資判断にあたっては、様々な選択肢を提示してもらい、比較検討するステップを踏む方が知識移転の機会になるし、ステークホルダーへの説明責任の履行という観点からも受け入れやすいのではないだろうか。

そのようなDBにとっては、運用資産の一部を切り出してOCIOのマネジャーに運用させ（全体を委託するフルマンドートに対し、パーシャルマンドートと呼ばれる）、そのパフォーマンスを他の部分の運用のベンチマークにしたり、OCIOの運用プロセスでなされた投資判断を他の部分の運用の参考にするといった活用法の方が受け入れられる可能性が高い。複数のパーシャルなOCIOマンドートを組み合わせさせて競わせることも可能だろう。

DBの担う機能のうち、DB自身が今後も強化に取り組んでいく意向のある部分については運用機関として持つ専門性を活かして支援を提供し、DB自身で執行するには非効率だったり、不可能な部分は権限委譲を受けてその機能を代替するという切り分けが必要だ。運用機関は、

こうした顧客ごとのニーズを汲み取ったカスタマイズと、ビジネスとしての採算性やスケラビリティを両立する方法を検討すべきだ。

高度化が迫られるアセットオーナーからは、運用機関は戦略的パートナーとしてその高度化を支援することが期待されている。アセットオーナーの運用の高度化のニーズを汲み取ったサービスが求められる。

- 2) 企業年金の受け入れ表明が2、3月や7、8月に急増しているのは、基金型DBが代議員会（代議員の半数はスポンサーが指名した者から構成される）での決議・了承を得た上で行ったためと考えられる。規約型も、社内のしかるべき決裁を経て受け入れ表明をしているだろう。
- 3) 2025年6月20日公布の「社会経済の変化を踏まえた年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する等の法律」による。施行は「公布から5年以内の政令で定める日」で、厚生労働省「企業年金の加入者のための運用等の見える化等に関する懇談会」において具体的な開示項目の議論が始まっている。
- 4) 「背景及び目的」の3に「受益者等の最善の利益を追求するための備えがあることを自ら点検し、それぞれのステークホルダーあるいは対外的に示すことで理解や対話、協働につなげ、運用力の向上を図っていくという形で、このプリンシプルを活用していくことが期待される」とある。
- 5) このため資産全体の運用をアウトソースの対象とし、投資判断から執行までの幅広い権限を委譲することが多い。また、運用受託した資産を再びアセットオーナーによる運用に戻すことは、あまり想定されていない。日本におけるOCIOへのニーズは、「代替」というよりも「補完」の必要性によるものだ。

DC市場における プライベート資産投信の展望

英米では、プライベート資産を組み入れた投資信託の確定拠出年金（DC）への提供を巡って、官民ともに動きが活発化している。こうした投信は年金加入者にメリットもあるが、コストが高いこともあり、我が国のDC市場で定着するには時間がかかりそうだ。運用会社は、長期的価値を訴えるなど、息の長い取り組みが求められる。

1 1 なぜDCでプライベート資産に投資するのか

近年、プライベート資産に投資するファンド（資産の一部にプライベート資産を組み入れたものを含む。以下、プライベート資産投信）が、富裕層を中心に世界の個人投資家に提供されるようになってきた。そうした中、英米ではプライベート資産の確定拠出年金（以下、DC）への提供を巡る官民の動きが注目を集めている。本稿では、英米の議論を踏まえ、我が国におけるDCへのプライベート資産投信の提供の将来を展望したい。

世界的に進むプライベート資産の民主化

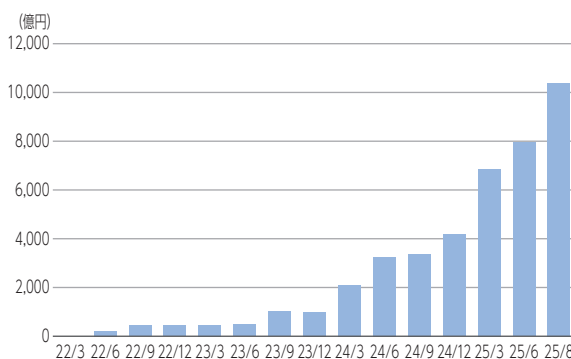
プライベート資産には、プライベートエクイティ（未公開株式、以下、PE）、プライベートデット（銀行以外の主体が提供する企業融資）、不動産、インフラが含まれる。プライベート資産は最低投資額が大きく流動性がほとんど

ない投資事業有限責任組合（LPS）の形で機関投資家やファミリーオフィスなどに提供されることが多い。従来、個人投資家の投資機会は、価格が純資産価値（NAV）から乖離しやすい上場投信（英国のインベストメントトラストなど）や、上場株式のポートフォリオに未公開株式が一部含まれるクロスオーバー投信などに限られていた。

しかし近年、富裕層の個人投資家をターゲットにした「セミリキッド型」（通常の投信のように日次ではないが、たとえば四半期に1度解約可能）の公募投信が世界的に拡大している。2024年末における欧米のセミリキッド型ファンドの残高は3,490億ドル（約52兆円、1ドル150円換算）で、3年前と比較して1.8倍となった（うち9割は米国）⁶。

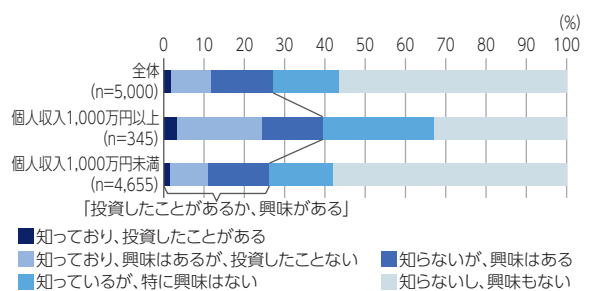
我が国でもプライベート資産投信への注目が高まっている。今年8月末のセミリキッド型投信の純資産残高は1兆円を超え（外国籍、国内籍の合計、図表7）、クロスオーバー投信も820億円に上る。個人投資家への調査によれば

図表7 日本のプライベート資産投信(セミリキッド型)の残高



(注) 外国籍、国内籍の合計
(出所) ファンド情報、日本証券業協会などを基に野村総合研究所作成

図表8 個人投資家のプライベート資産に投資する投資信託への興味



(注) 18歳以上の有価証券保有者5,000人を対象とした2025年4月に実施したインターネット調査の結果
(出所) 日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査（調査結果概要）」（2025年7月）を基に野村総合研究所作成

ば、年収1,000万円以上の層では4割、1,000万円未満の層でも4人に1人が、すでに投資しているか興味を示している(図表8)。DCでプライベート資産を組み入れた投信が提供されれば、高所得者でない人でも一定の興味を示す可能性がある。

プライベート資産投信の メリットとデメリット

では、DCの加入者がプライベート資産を組み入れた投信に投資するメリットやデメリットは何か。

メリットとしては、プライベート資産がもたらす低流動性プレミアムによる高いリターンへの投資機会や、資産分散の効果を加入者に提供できることが挙げられる。

たとえば、8月に公表された米大統領諮問委員会(CEA)の報告書⁷⁾は、過去の学術研究で未公開株式のリターンが上場株式を上回る傾向が示されたと指摘している。債券と上場株式からなるポートフォリオに、上場株式の代わりに一定程度PEを加えることで、シャープレシオが上昇するシミュレーションも示された。また別のレポートでは、「ターゲットデート戦略に適切にプライベート資産を組み入れると、年間リターンを50bp引上げ、40年後の退職資産を15%増加させることが可能⁸⁾と加入者の利益をわかりやすく示したりしている。

一方、デメリットとしては、プライベート資産は流動性が低いため、商品設計によっては投信の解約が制限されるリスクがある。また、プライベート資産は市場価格が存在しないため、資産価格の評価に不透明性が残る。さらに、プライベート資産投信は上場資産に投資する投信より信託報酬が高くなる上、通常の投信にはないパフォーマンス手数料が含まれるなどコストを把握しづらい。

一般に、DCの投資家は退職貯蓄を目的とする長期投資家である。高いリターンが見込めるのであれば流動性が低い商品でも投資するメリットは大きい。一方でDCでは加入者に日次でスイッチング機会を提供しているため、日次での取引が難しい商品は導入しにくい。

こうした点から、DCでプライベート資産を提供する場合、プライベート資産を一部(例えば10%程度)組み入れたターゲットデートファンド(以下、TDF)やバランスファンドがメインとなりそうだ。換金を制限されるセミリキッド型商品は馴染みにくい可能性がある。

2 注目される英米の動きの ポイント

英米では、DCでのプライベート資産投信の提供促進に向けて官民で目立った動きがみられる。ここでは注目すべき動きや課題を英米それぞれ三つ指摘したい。

英国：政府は国内成長企業への 長期投資に期待

英国については、第一に、政府が2010年代後半から、DCによるプライベート資産への投資を促す広範な改革を積極的に進めてきたことが挙げられる。

プライベート資産への投資に関するガイダンスをDCを運営するトラスティ向けに公表したり、デフォルトファンドの手数料上限規制(0.75%)からパフォーマンス手数料を除外可能にしたり、DCのデフォルトファンドへの組み入れを念頭に低流動資産に投資するセミリキッド型投信(LTAF)制度を導入したりしている。

背景には、英政府がDCの国内のスタートアップ企業やインフラへの長期資金の出し手としてのポテンシャルに強く期待していることがある。英財務省は2016年から17年にかけて、革新的な成長企業が長期資本を獲得する場としての英国の競争力をどう高めるか調査した(Patient Capital Review)。その中で、DCの加入者は確定給付年金(DB)と比べて若く、そうした成長企業への長期投資は魅力的なはず、と指摘。DCの投資を阻害している要因を指摘し、その後の改革の道筋を示した。

第二は、英政府が、DCのプライベート資産への投資の促進に必要なDC市場の構造的な改革も進めてきたことだ。

その一つは、DCがコストを過度に重視せず、包括的な長期価値を重視するための仕組みの導入を進めてきたことである。プライベート資産を組み入れたファンドはコストが高いため、こうした商品が選ばれるには、パフォーマンスを含む包括的な価値を評価する必要がある。もう一つは、十分な価値を提供できていないDCの集約化である。統合によって資産規模を拡大し、プライベート資産への投資を促進することが期待されている。今年6月に議会に提出された年金改革法案にはこれらのテーマを更に進展させる項目が盛り込まれている⁹⁾。

第三に、有力DC業者がプライベート資産への投資比率の目標に関する合意に自主的に署名し、業界も政府の改革と歩調を合わせていることだ。

2023年には有力11業者が2030年までにデフォルトファンドの最低5%を非上場株式に投資することを目標とする合意に署名(マンションハウス・コンパクト)。今年5月には17業者がデフォルトファンドの最低10%をプライベート資産に投資すること(国内資産に5%投資)を目標とする合意に署名した(マンションハウス・アコード)¹⁰。後者では、「目標達成には政府が国内の投資機会を提供するなど環境を整えることが必要」としている。

以上のように、英国では政府の強力なイニシアチブと業界の協調が両輪となっている点が特徴となっている。

米国：大統領令で 政府の対応スタンスが明確に

一方、米国については、第一に、今年8月の大統領令で、政府がDCでプライベート資産を提供することを積極的に支持し、必要な規制環境を整備する姿勢を明確に示したことがポイントとして挙げられる。大統領令では、180日以内にオルタナ資産(プライベート資産や暗号資産など)を含む「資産配分ファンド」提供の適切な受託者手続きを明確化するよう労働省に要求。必要に応じて、セーフハーバーを設ける規則やガイダンスの提案も求めた。

これまで、米国では政権交代のたびにスタンスが変わり、プランスポンサーが安心してプライベート資産投信を提供できる環境とは言い難かった。たとえば、第一次トランプ政権下の2020年には、労働省が情報書簡で、401(k)プランでPEを含む資産配分ファンドを提供する際に受託者が考慮すべきポイントを説明し、前向きなメッセージと捉えられた。ところが翌2021年には、バイデン政権が補足文書で、前年の情報書簡は401(k)プランでのPEを組み入れたファンドの提供を支持したり推奨するものではなく、PEが一般に401(k)プランに適切と考えるのは誤解だ、と受託者に慎重な対応を求めた(この補足文書は今回の大統領令公表後撤回された)。

第二に、米国では訴訟リスクの存在がDCでのプライベート資産投信の提供を強く抑制してきたことである。

DCの手数料やパフォーマンスに関する訴訟は、年間平均50件を超える¹¹。スポンサーがプライベート資産を

組み入れたTDFを提供して従業員から受託者責任の違反で訴えられた事件では、スポンサーが勝訴したが(インテル社401(k)プラン訴訟の控訴審判決(2025年5月))、訴訟リスクへの懸念は依然として大きい。

第三に、トランプ政権になって、DC向け商品を開発する運用会社や、年金サービス会社の動きが活発化していることである。これらの有力業者による、プライベート資産を組み入れたTDFや個別一任運用口座向け商品の開発の公表が相次いでいる。

以上のように、米国では、訴訟リスクへの懸念は消えないが、政府のスタンスが明確になり官民の動きが活発になっている。

3 我が国の現状と展望、 資産運用業界への示唆

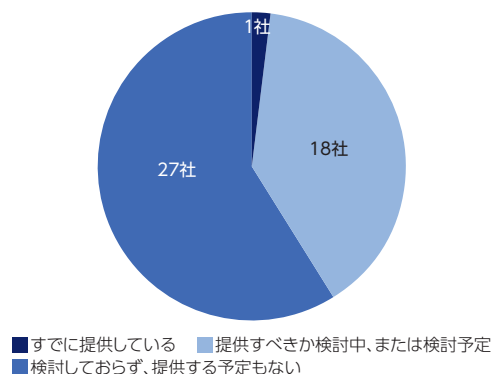
それでは、我が国の現状と将来展望はどのようなものだろうか。上述の米英の動きから資産運用会社にどのような示唆が得られるだろうか。

現状では運用会社は検討段階

現時点では、DCへのプライベート資産投信の提供について、運用会社は検討段階にあるとみられる¹²。

野村総合研究所が今年8月に実施した運用会社へのアンケート調査では、DCへのプライベート資産投信の提供について「すでに提供している」「商品開発を進めている」と回答した会社はそれぞれ1社、0社だった。しかし、「検討中または検討予定」と回答した会社は18社(全体

図表9 運用会社によるDC向けプライベート資産商品の検討状況



(注) 有効回答数46。「提供を計画しており商品開発を進めている」、「検討した結果、提供しない方針」と回答した運用会社はなかった
(出所) 野村総合研究所

の4割) あった (図表9)。運用残高5兆円以上の運用会社では約6割が「検討中または検討予定」と回答した。

DC市場への定着には 時間がかかる可能性が高い

次に、近い将来を展望すると、DCの加入者にとってプライベート資産投信 (特にTDFやバランスファンド) は大きなメリットが見込める商品だが、我が国で定着するには時間がかかる可能性が高いと思われる。

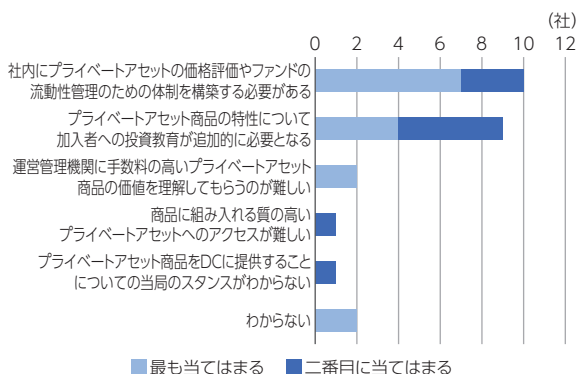
その理由は、第一に、プライベート資産投信の組成と提供に必要な体制の構築には時間を要すると考えられるからである。先述のアンケート調査で、プライベート資産投信の提供を検討している運用会社にこうした商品を提供するハードルを尋ねたところ、約半数が「プライベート資産の価格評価や流動性管理のための体制構築」と「プライベート資産商品の特性についての加入者への投資教育」と回答した (図表10)。

第二に、近年、DCにおける加入者の投資先は元本確保型商品から投信にシフトしつつあるが、コストが低くわかりやすいパッシブ型投信が主流となっており、アクティブ型は敬遠される傾向があるからである。コストが高く商品性が複雑なプライベート資産商品がその価値を加入者に理解してもらうには、投資商品に対する価値観の転換が必要で、時間がかかるだろう。

運用会社は長期的な視点で 取り組むことが重要

最後に、米英の経験を踏まえて、日本の運用業界への

図表10 DCにプライベート資産商品を提供する際のハードル



(注) DCにプライベート資産商品を「提供している」、「提供を検討中・検討する予定」と回答した運用会社19社の回答
(出所) 野村総合研究所

示唆を2つ挙げたい。

第一に、プライベート資産投信はDC市場での定着に時間がかかることが予想されるため、運用会社は、長期的な視点で商品開発に取り組むことが求められる。プライベート資産を組み入れたTDFでは、プライベート資産への配分比率は大きくないが、長期投資のDC投資家の退職資産に与える影響は必ずしも小さくない。厳格なプロダクトガバナンスを通じて、ファンドが提供する長期的価値を訴えていくことが重要だ。

第二に、DC市場でのプライベート資産投信の定着には、運用会社個社でなく業界や政府の取り組みも必要となるだろう。プライベート資産を組み入れたTDFやバランスファンドは、デフォルト商品としても有力な候補となり得ると考えられ、重要性が高い。こうした商品のメリット・デメリットを整理した上で、政府がDCへのプライベート資産投信の提供についてスタンスを明確にすることは後押しにつながるのではないかと。我が国では米国ほど訴訟リスクは強く意識されていないものの、スポンサーが提供に当たって注意すべき点などをガイダンスなどで提供したりすることも有益かもしれない。

英国では、政府が国内企業への長期資金の供給源としてDCに強く期待している。我が国でも今後、政府にこうした期待が出てくれば、運用会社にとってはDC市場でのプライベート資産投信拡大の好機となるだろう。

- 6) Fox et al., "Semi-liquid funds: A US\$4 trillion opportunity for traditional and alternative investment managers" (Deloitte Center for Financial Services, 2025年9月11日)
- 7) The Council of Economic Advisers, 2025, "Retail access to alternative investments via defined contribution plans"
- 8) Crothers et al., 2025, "Unlocking the benefits of private assets in defined contribution plans" (BlackRock)
- 9) 前者については、DCがコスト、パフォーマンス、サービスに関する共通の指標を他の基金と比較して価値評価を行い結果を開示すること (バリュフォーマナー・フレームワーク)、後者については、複数事業主制度が2030年までに250億ポンド以上のデフォルトファンドを最低1つ保有すること、を求めている。
- 10) ただし、年金改革法案に盛り込まれた、政府が必要に応じてデフォルトファンドのプライベート資産 (国内資産かどうか) への投資配分比率の最低基準を設定できる条項については、業界は懸念を示し反対している。
- 11) Aronowitz, "2025 Excessive fee litigation webinar" (Encore Fiduciary, 2025年1月28日)
- 12) 上場しているPE運用会社の株式などに投資する投信の提供例はある。

欧州資産運用業の変革と日本への示唆

欧州では、資産運用会社の利益率が低下する中、競争力強化が課題となっている。これに対応するため、政策面では「貯蓄投資同盟」が提案され、業界内でも再編・統合の動きが活発化している。欧州と同様に競争力強化が課題となる日本の資産運用業においても、統合を通じた規模拡大など欧州の動向は参考となるだろう。

1 欧州貯蓄投資同盟、域内投資の促進

III 欧州貯蓄投資同盟

欧州連合 (EU) では欧州委員会 (EC) が、政策面での新たな動きとして、「貯蓄投資同盟 (SIU : Savings and Investment Union)」を提案している。SIUは、2024年9月に公表された「ドラギレポート」の分析、戦略を基盤とした、「貯蓄から投資」を促す戦略的な政策パッケージだ。ドラギレポートでは、米国と比較したEUの経済成長及び生産性の停滞や、ロシアのウクライナ侵攻をはじめとする地政学的な不安定性の増大などを指摘している。SIUは、家計の預貯金を欧州域内の投資に振り向けることで、企業の競争力強化や防衛費増加への対応を図るとともに、家計により高いリターンを提供することを目指すものだ。

また、EUは日本と同様に、米国と比較して個人金融資産が預貯金に偏重しており、個人金融資産をいかに投資へ誘導していくかが課題となっている。EUでは2030年までに、①イノベーションの促進、②脱炭素化・競争力強化、③安全保障の強化・域外依存の軽減のため、年間7,500億～8,000億ユーロの追加投資を必要とし、仮に、EUの家計が米国並みに投資を行った場合、年間約3,500億ユーロの資金が新たに投資に振り向けられると推定している。

SIUを実現するため、ECは2025年3月に4つの作業分野とともに、各施策の工程表を公表した (図表11)。資産

図表11 貯蓄投資同盟の4つの作業分野

1 市民と貯蓄：個人における貯蓄から投資の拡大	貯蓄投資口座の欧州モデルの創設、金融リテラシー向上、補完的な年金制度の拡充
2 投資と資金調達：戦略的重要分野への投資拡大	機関投資家による株式やオルタナ投資の促進、税制など国境を超える投資の障害除去、証券化市場の活性化
3 統合と規模の拡大：市場の断片化による非効率性を削減し、企業の規模拡大を促進	市場インフラ、資産運用業、ファンド流通の国境を越えた運営に関する規制上または監督上の障壁の除去
4 単一市場における効率的な監督：調和の取れた監督により、市場の統合を促進	EUレベルでの直接監督への移管など、EUレベルと国レベルの監督責任の新たなバランスを検討

(出所) European Commission, Savings and investments union strategy to enhance financial opportunities for EU citizens and businesses (2025年3月) を基に野村総合研究所作成

運用業へも大きな影響が見込まれる。家計によるリスク資産への投資拡大はビジネスチャンスの拡大に直結し、また、規制・監督の簡素化・一元化は、業務運営の効率化を促進することで、業界の競争力向上が期待される。

個人向け施策である「市民と貯蓄」について、ECは2025年9月に、「金融リテラシー戦略」と「貯蓄投資口座 (SIAs : Savings and Investment Accounts)」に関する具体案を公表した。「金融リテラシー戦略」では、金融知識の不足が預金偏重につながる可能性を指摘し、加盟国のベストプラクティスの共有や啓発キャンペーンの実施などを推進する方針を示している。「SIAs」については、SIAsを個人投資家の投資を促す包括的な政策枠組みと定義し、加盟国にその導入を勧告している。具体的には、日本のNISAをはじめ欧州内外のベストプラクティスを参考に、簡素な税務プロセスといった「簡索性」、多数の金融機関の利用が可能、幅広い資産への投資が可能

といった「柔軟性」、さらに「税制上の優遇措置」などをSIAの重要な特徴と位置付けている。なお、SIAの導入は各国の判断に委ねられており、ECは、今後、加盟国の取り組み状況を継続してフォローしていく予定である。

英国における自国投資優先の動き

英国では、域内投資の裾野から更に踏み込み、直接的に自国への投資を義務付けようとする動きも見られる。

2025年5月に、英国の17の大手年金基金が、確定拠出年金（以下、DC）のデフォルト商品のうち、10%以上をプライベートアセット（非上場資産）に割り当て、そのうち5%以上を英国向け資産に割り当てると表明した（マンションハウスアコード）。このアコード自体は民間における自主的な意思表示だ。一方で、2025年6月に英国政府が議会に提出した年金制度法案では、プライベートアセット及び英国内への投資が十分に進まない場合、「最終手段（last resort）」として、政府に義務的な投資目標を設定する権限を与えるとしており、法案はアコードの実効性確保を目指す動きと言える。

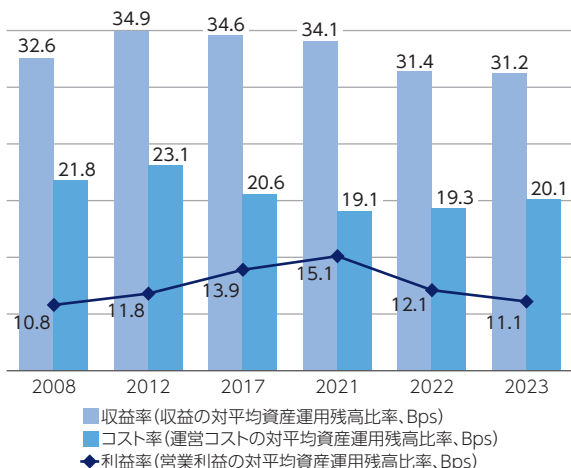
こうした特定の資産及び自国資産への投資を義務付ける施策に対しては、業界団体等から懸念が表明されており、「加入者利益の最大化（受託者責任）との整合性」「市場における適切な資産配分の歪み」「プライベート資産のリスクの高さ（低流動性、透明性の問題）」「年金基金の運用能力の問題」等が指摘されている。

EUのSIUは、税制上の優遇措置やクロスボーダーの規制・監督の簡素化等を通じた域内投資の促進を目的としており、域内投資を義務付けるものではない。一方、これまで米国に投資が集中する流れがグローバルに継続する中、域外への投資を抑制し、自国の成長機会に対する投資を促すべきといった主張は欧州や他の先進国においても見られ、今後、同様の動きが英国以外にも拡大するか注目される。

2 利益率の低迷に直面する 欧州資産運用会社

SIUの進展は将来的に欧州の資産運用ビジネスを強力に後押しする可能性がある一方で、欧州の資産運用会社は、継続的な利益率の低下に直面している。業界全体の

図表12 欧州資産運用会社の収支の推移

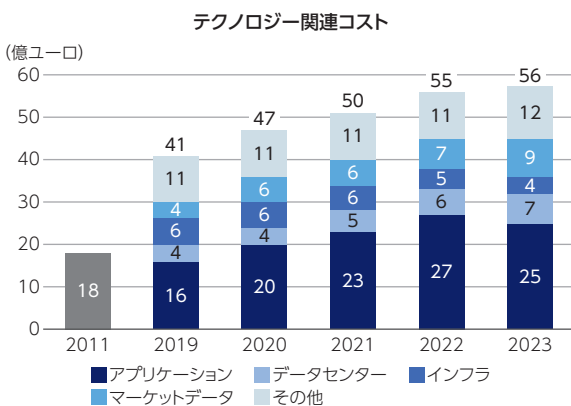
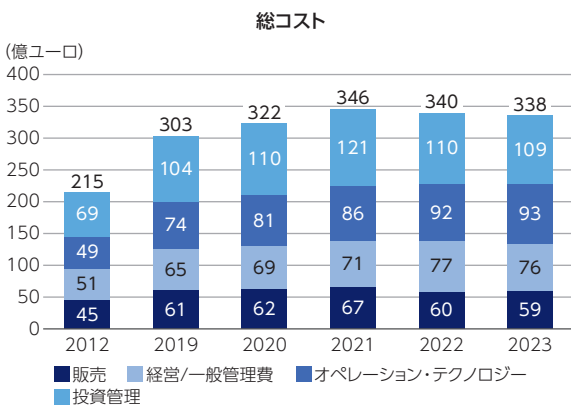


(出所) EFAMA, Asset Management Report 2024 (2024年12月) を基に野村総合研究所作成

2023年の営業利益率（対資産運用残高）は、ファンド手数料収入への継続的な低下圧力、競争力維持に必要なテクノロジー投資の増加、規制対応コストの上昇などを受け、2008年の金融危機以来の低水準となっている（図表12）。

コスト構造を見ると、オペレーション・テクノロジー

図表13 欧州資産運用会社のコスト推移



(出所) EFAMA, Asset Management Report 2024 (2024年12月) を基に野村総合研究所作成

費用の増加がコスト増の大きな要因となっている（図表13上図）。特に、競争力維持に不可欠なテクノロジー関連費用が利益を圧迫する構造となっており、資産運用会社はアプリケーション開発、マーケットデータへのアクセス料をはじめ、新しいハード・ソフトウェア、データへの投資を積極的に増やしている（図表13下図）。今後もIT関連投資の高止まりとともに、規制当局からの手数料に係る透明性向上の要請及びパッシブ運用の増加による手数料収入の低下圧力が継続する中、欧州の資産運用会社の利益率は引き続き低迷すると予想される。

欧州の資産運用ビジネスでは、米国系資産運用会社がシェアを拡大する一方、欧州系資産運用会社は、規模及び収益性において米国系に劣後する傾向がみられる。このため、統合を通じた規模拡大など、競争力強化に向けた構造改革が求められている。

3 欧州における大型の業界再編

こうした事業環境を受け、欧州の資産運用会社において、再編・統合による規模拡大を通じ、効率化、投資余力の確保、運用商品の多様化・高度化、販売チャネルの拡大などを目指す動きが見られる（図表14）。

また、SIUの取り組みも業界再編を一層促す可能性がある。家計によるリスク資産への投資が拡大した場合、運用会社には多様な商品・サービスの提供、運用能力の強化、システム対応等が求められ、相応の規模・投資が必要となる。加えて、域内の規制・監督の簡素化・一元化が進むことも、域内における再編・統合のハードルを下げると考えられる。

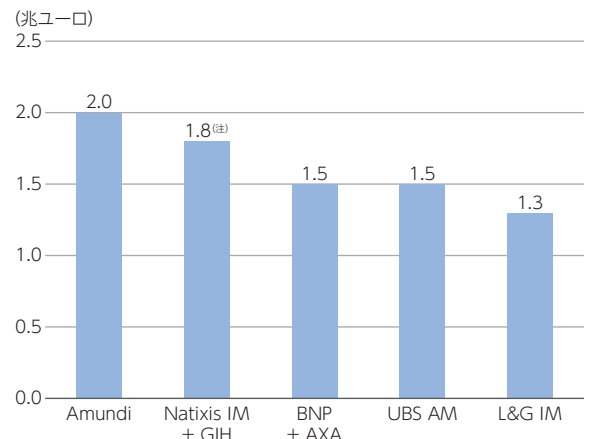
具体的な再編事例として、まず、仏金融大手BNPパリ

図表14 欧州資産運用業界の買収・合併の事例

	統合時期	統合後のAUM
BNPパリバ（仏・銀行グループ）によるAXA（仏・保険グループ）の資産運用部門（AXA IM）の買収	2025年7月：買収完了	1.5兆ユーロ
ゼネラル（伊・保険グループ）とBPCE（仏・銀行グループ）各社の資産運用部門の合併	2025年1月：発表（株主・政府関係者等との調整が継続）	1.8兆ユーロ
UBSによるクレディスイスの資産運用部門の買収	2023年6月：親会社の買収完了。その後、各国の資産運用事業も段階的に統合	1.5兆ユーロ

（出所）各社公表資料等を基に野村総合研究所作成

図表15 欧州資産運用会社（上位5社）の資産運用残高（2023年末）



（注）2024年9月現在では1.9兆ユーロ
（出所）ゼネラル公表資料を基に野村総合研究所作成

バ・グループによる、仏保険大手アクサが保有する運用会社アクサ・インベストメント・マネージャーズ（AXA IM）の買収が挙げられる。2024年8月、BNPパリバ・グループは、AXA IMの買収に向けた独占交渉に入ったと発表し、その後、当局による審査等を経て、2025年7月に買収を完了した。

買収の結果、BNPパリバ・グループとして、資産運用残高は約1.5兆ユーロの規模となる（買収前AUM：AXA IM 8,500億ユーロ、BNPパリバ・グループ 6,500億ユーロ）。

BNPパリバは、買収の目的として、プライベートアセット及び保険・年金基金に強みを持つAXA IMを傘下に収めることによる、同資産に関する運用能力の強化や、規模拡大による幅広い商品提供、グローバルな販売網の拡大などを挙げている。

一方、アクサとしては、資産運用業界は急速に統合が進み、競争が激化していることから、AXA IMは単体で生き残るには十分な規模ではないとの強い危機感があった。AXA IMを売却し、アセットマネジメント事業から撤退するとともに、買収資金を活用し、コアビジネスである保険事業を強化するとしている。なお、アクサが保険本体として手掛けていた運用に関しても、合併後、BNPパリバに委託することが見込まれている。

次に、2025年1月、伊保険大手ゼネラルと仏金融大手グループBPCEは、各社の資産運用事業部門である、ゼネラル・インベストメント・ホールディング（GIH）とナティクス・インベストメント・マネージャーズ（ナティク

シス IM) を統合し、合併会社を設立する意向であることを発表した。

両社による発表後、関係者との調整が行われている状況だが、統合が実現した場合、資産運用残高は約1.9兆ユーロとなり、欧州系資産運用会社としてはアムンディに次ぐ規模となる（買収前AUM：ナティクシスIM 1.3兆ユーロ、GIH 6,000億ユーロ）（図表15）。なお、新たな合併会社は、2社が50%ずつの株式を保有し、共同ガバナンス構造の下で運営される予定だ。

現状、一部の株主や伊政府が反対の意向を示し交渉は難航しているとの報道もあり、統合が実現するか不透明だ¹³⁾。しかし、そうした統合への反対意見を意識して、ゼネラルは統合に関する情報を提供する特設ホームページ上で、統合の目的について詳細に説明している。それによれば、米国の大手資産運用会社と比較して規模で劣る欧州の資産運用会社は、イノベーション等への投資余力を確保するため統合が不可欠とし、更には、小規模な資産運用会社は、ローカルな役割を担うか、他社に買収される運命にあるとまで言及している。

その他の統合事例として、2023年にUBSがクレディスイスを救済買収したことに伴い、両社の資産運用部門も統合され、統合後の資産運用事業として1.5兆ユーロの資産運用残高を持つに至っている。

業界再編の事例をみると、「規模拡大が競争力の向上に不可欠」との認識は共通する一方で、資産運用会社の親会社によって異なる経営判断が見られる。①買収・合併によって資産運用ビジネスの成長を加速させる方針を採る企業（BNPパリバ、BPCE、ゼネラル）もあれば、②資産運用事業から撤退しコアビジネスへの注力を決断する企業（アクサ）もある。

4 日本資産運用業界への示唆

第一に、ECが提案するSIUは、「貯蓄から投資への流れ」を促進し、家計資産の増加と経済成長の双方を目指す点で、日本の政策とも重なる部分が多い。とりわけ、個人投資家向けの施策については、今後EU加盟国で具体化される施策や、その効果・影響分析が、日本における今後の政策立案の参考となるだろう。制度の枠組みにおけ

る「簡索性」「柔軟性」「税制優遇」など、成功の鍵となる原則の堅持や、金融リテラシー向上への取り組みは、日本においても重要な観点だ。

一方、英年金法案のような政府による自国資産への投資を義務付ける施策は、受託者責任や市場機能の観点から、慎重な検討が必要だろう。ECの分析においても、日本を含む最も成功している投資口座では、地理的な投資制限がないことが制度の魅力を高めていることが示唆されている。持続的な企業及び経済の成長を促し、個人の運用利益を確保する観点からは、企業自身の魅力を高める努力とともに、有望な企業に適切に資金供給が行われるよう政府が環境整備を進めるといった、インベストメントチェーン全体に働きかける取り組みが不可欠だ。

第二に、資産運用会社の再編・統合について、日本の大手資産運用会社は、欧州と同様に、受託残高増加に対して利益率の低迷が続いている。また、米系資産運用会社との規模の差は、欧州よりも一層拡大している。

政府の方針として、「世界の資産運用会社と質・量ともに伍していけるプレイヤーの育成を目指す」とされ、大手金融グループは、資産運用業を成長産業として位置付け、資産運用ビジネスを強化している。今後、従来とは異なる非連続的な成長を目指すのであれば、イノベーション投資や人材強化に向けて、統合を通じた規模拡大も有力な選択肢となろう。

現状、日本の大手金融グループによる資産運用業関連の再編・統合では、オルタナティブ投資など特定領域の運用力強化や海外ネットワークの拡大などを目的に、海外資産運用会社のM&Aが多い。これは、日本の大手資産運用会社の場合、国内同士の統合では補完関係によるシナジー効果は薄いことなどが背景にあると思われる。

一方、国内事業者同士であっても、規模拡大を通じて成長のための投資余力の確保・効率性の向上を目指すことも考えられる。また、必ずしもトップティアではない資産運用ビジネスから撤退しグループ内のコアビジネスに注力するといった選択と集中の戦略を模索することも考えられる。その際、独立系資産運用会社よりも金融グループに所属する運用会社のプレゼンスが大きい欧州の事例は、日本にも馴染みがあり参考となるだろう。

13) 2025年10月時点。ゼネラルの声明文によれば、2025年12月31日まで交渉を継続するとしている。

国内暗号資産ETFの 実現可能性と課題

暗号資産ETFは、米国においては伝統的な資産運用会社による提供を契機として急速に拡大した。日本においても暗号資産制度に関する議論が本格化しており、暗号資産ETFの実現が近づいている。しかし、サイバー流出リスクへの対応など課題は多く、運用会社には制度変化などを踏まえた慎重な対応が求められる。

1 米国で急速に拡大する 暗号資産現物ETF

米証券取引委員会（以下、SEC）は2024年1月、暗号資産の運用を専門とするGrayscale Investments（以下、Grayscale）の申請を受け、ビットコイン現物に投資するクローズドエンド投資信託Grayscale Bitcoin Trust（以下、GBTC）の現物ETF転換を認めた。同時に、資産運用会社大手のBlackRockによるiShares Bitcoin Trust（以下、IBIT）の新規設定など、GBTCとあわせて11のビットコイン現物ETFを承認した。

ビットコインという単一の暗号資産を主な投資先とする現物ETFは、運用会社が競い合う中で急速に規模が拡大している。その大きな理由としてBlackRockやFidelityなど伝統的な運用会社による商品化が考えられる。米国の投資家によるビットコインへの投資手段は、従前、暗号資産交換業者を通じた購入、先物投資、先物ETF投資のみであった。例えばProSharesが21年10月に、ビットコイン先物ETFであるProShares Bitcoin ETF（以下、BITO）の提供を開始している。しかし、ProSharesはレバレッジ型やインバース型などの短期的な投資を好む投資家向けのETFに強みを持つ運用会社であったため、それほど大きな注目を集めることはなかった。そうした中、BlackRockやFidelityなどの伝統的な運用会社がビットコイン現物ETFの提供を開始したことが、投資家の多くにとって暗号資産が投資対象として位置付けられるようになったのではないだろうか。

運用資産1億ドル以上の機関投資家がSECに提出する保有株式報告書のForm 13Fによれば、ミシガン州年金基金やハーバード大学基金など一部の基金が、投資額やポートフォリオに占める割合は小さいものの、暗号資産現物ETFへ投資を行っている。

2 承認に10年の時間を要した 暗号資産現物ETF

米国で暗号資産現物ETFが実現するまでには10年以上の長い時間を要した。SECに、暗号資産現物ETFを最初に申請したのは、米国の大手暗号資産交換事業者Gemini創業者のウィングルボス兄弟の2013年とされている。その後、BitwiseやVanEckなどの運用会社が申請するも、「詐欺や価格操作のリスク、不十分な監視体制」を理由に、SECは一貫して認めてこなかった。

転機は、23年8月のGrayscaleのビットコインETF転換訴訟の判決である。13年からGrayscaleは一部の適格投資家向けにGBTCを提供してきた。しかし、競合商品となる先物ETFの上場が承認されたことや、GBTCは自由に解約できないことから、市場価格は基準価額よりも30%以上ディスカウントになっていた¹⁴⁾。これを解消するためにGrayscaleは21年10月にGBTCをETFへ転換する申請を行ったが、SECは従来と同様「詐欺や価格操作のリスク、不十分な監視体制」を理由に認めなかった。これを不服として、GrayscaleはSECを提訴した。そして、裁判所は23年8月に、「SECはビットコイン先

物ETFを承認したにもかかわらず（21年10月にSECはProSharesのBITOを承認）、類似するビットコイン現物ETFを非承認としたのは、合理性や一貫性に欠ける」としてSECによる非承認決定を無効とする判決を下した¹⁵。この判決が契機となり、24年1月にビットコイン現物ETFが上場することとなった。

しかしながら、当時のSECのゲンスラー委員長は、ビットコイン現物ETFを承認する声明の中で、「ビットコインそのものを承認したわけでも、推奨したわけでもない。ビットコインや暗号資産に関連する商品には引き続き注意を払うべき」として、SECがお墨付きを与えた訳ではないと釘を刺している¹⁶。もっとも、トランプ政権への移行後、各種の暗号資産プロジェクトは急速に進展し、更に25年9月には暗号資産ETFの承認プロセスが簡素化されたため、暗号資産ETFは今後さらに増える可能性がある。

3 本格化する日本における暗号資産制度を巡る議論

日本においても、暗号資産ETFの実現に向けて議論が進展している。暗号資産ETFが初めて言及されたのは、自由民主党が2024年5月に公表した「web3ホワイトペーパー 2024～新たなテクノロジーが社会基盤となる時代へ～」である。その中で、日本における暗号資産ETF組成に向けて暗号資産交換業者だけでなく、証券会社、運用会社、信託銀行など関連する業界において、暗号資産を投資対象とすることの妥当性や是非、必要な法改正に関する論点整理を行うことが提言された。

上記を受けて、24年10月には、証券会社や運用会社、信託銀行、暗号資産交換業者などが参加する国内暗号資産ETF勉強会が「国内における暗号資産ETF等の組成等に向けた提言」を公表、投資信託及び投資法人に関する法律（以下、投信法）や金融機関の信託業務の兼営等に関する法律（以下、信託兼営法）、税制など暗号資産ETFの実現に向けて関連する法制度の整備を提言した。25年4月には、同じく証券会社や運用会社、暗号資産交換業者などが参加する暗号資産ベンチマーク研究会が、「国産暗号資産ベンチマークがもたらすエコシステム構築と波及効果」を公表、国内における円建て暗号資産ベンチマーク開発の必要性に言及した。

また、金融庁が25年4月に、ディスカッション・ペーパー「暗号資産に関する制度のあり方等の検証」を公表。従来、資金決済に関する法律（以下、資金決済法）で規制してきた暗号資産が国内外で投資対象と位置付けられる状況に変化する中で、伝統的に金融商品取引法（以下、金商法）が対処してきた問題と親和性が高いとして、金商法で暗号資産を規制する枠組みの方向性を示し、パブリックコメントを募集した。

そして、25年6月には、金融審議会総会で、暗号資産制度に関するワーキング・グループ（以下、暗号資産制度WG）の設置が決定され、議論が進められている。同WGでは、暗号資産を金商法で規制することについて多くの委員が賛同を示しており、実現に向けて整理が進んでいる。なお、一部の委員からは過去の暗号資産流出事件や暗号資産に関連する投資詐欺の増加を理由に、金商法の枠組みで規制することがお墨付きとならないようにすべき¹⁷といった懸念も示されており、今後も綿密な議論が進められるとみられる。

また、税制に関しても、金融庁は25年8月の「令和8年度税制改正要望について」において、暗号資産の分離課税の導入を含めた暗号資産取引等に係る課税の見直しを要望事項に挙げている。昨年と比べ、より踏み込んだ要望となっている。

4 現物以外の暗号資産ETFのスキームも存在

暗号資産制度WGではこれまで、暗号資産そのものに関する議論が続いており、暗号資産ETFにまでは踏み込んでいない。しかし、暗号資産が金商法で規制されるようになると、暗号資産ETFの組成に一步近づくことだろう。また、前述の「国内における暗号資産ETF等の組成等に向けた提言」の内容を見ると、産業政策的な理由から暗号資産現物を投資対象とするETFの組成を前提としている。さらに、図表16に示すように、暗号資産ETFを組成するためのスキームは複数存在するとみられる。①は投信法に基づく投資信託であり、投資対象を暗号資産現物としたもの。②は同じく投信法に基づく投資信託であり、投資対象を暗号資産先物としたもの。③は同じく投信法に基づく投資信託であり、ファンド・オブ・ファ

図表16 日本における暗号資産ETF等の組成・販売スキーム

#	根拠法	スキーム	投資対象	概要	主な制約
①	投信法	投資信託(含むETF)の組成	暗号資産現物	ビットコインなどの暗号資産現物へ投資、暗号資産の秘密鍵を管理	投信法の特定資産に暗号資産が定義されていない
②			暗号資産先物	CMEなどで取引される暗号資産先物へ投資	投信法の特定資産に暗号資産デリバティブが定義されていない
③			海外の暗号資産ETF	海外の暗号資産ETF (IBITやBITOなど) へ投資、暗号資産の秘密鍵はETF側で管理	監督指針において、「実質的に非特定資産と同等の性質を有する特定資産」に該当するとして、国内で組成、販売を認めていない
④	信託法	受益証券発行信託のスキームによるETF(上場信託)の組成	暗号資産現物	ビットコインなどの暗号資産現物へ投資、暗号資産の秘密鍵を管理	信託兼営法において、管理型信託業でのみ、信託銀行が暗号資産現物を信託財産として管理することが認められている
⑤			暗号資産先物	CMEなどで取引される暗号資産先物へ投資	信託兼営法では、信託銀行が暗号資産デリバティブを信託財産として管理することが認められていない
⑥	金商法、投信法	海外の暗号資産ETFを証券会社で取り扱う	暗号資産現物、暗号資産先物	IBITやBITOなどの海外の暗号資産ETFを日本の証券会社が取り扱い、投資家が購入できるようにする	監督指針において、「実質的に非特定資産と同等の性質を有する特定資産」に該当するとして、国内で組成、販売を認めていない
⑦		海外の暗号資産ETFの東京証券取引所への重複上場	暗号資産現物、暗号資産先物	IBITやBITOなどの海外の暗号資産ETFを東京証券取引所の重複上場する	

(出所) 各種資料を基に野村総合研究所作成

ンズとして海外の暗号資産ETFを組み入れるもの。また、信託法に基づくETFの組成も可能である(この場合、上場投資信託ではなく、上場信託となる)。例えば、④は金などの貴金属ETFや不動産セキュリティトークンなどで利用されている信託法に基づく受益証券発行信託のスキームによるものであり、投資対象を暗号資産現物とするもの。⑤は同じスキームを用い、投資対象を暗号資産先物とするもの。⑥はIBITやBITOなどの海外の暗号資産ETFを日本の証券会社が投資家に販売するものである。⑦はIBITやBITOなどの海外の暗号資産ETFを東京証券取引所に重複上場することで、同じく、証券会社を通して日本の投資家による投資を可能とするものだ。

しかしながら、いずれのスキームにもこれまでのところ、現行法上の制約がある。具体的には、①～③の投信法に基づく投資信託の場合は、特定資産に暗号資産や暗号資産デリバティブ取引が定義されていない。また、投資対象を海外の暗号資産ETFとする場合は金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針において、海外の暗号資産ETFを「実質的に非特定資産と同等の性質を有する特定資産」に該当するとして、国内における組成、販売は認められていない¹⁸⁾。また、④と⑤の信託法による受益証券発行信託のスキームを活用する場合は、信託兼営法で、銀行が暗号資産を信託財産とすることが認められるのは管理型信託業に限られること、暗号資産デリバティブに至っては、受託することそのものが認められていない¹⁹⁾。また、①～⑦のいずれについても、前述の監督指針にお

いて、国内での暗号資産ETFの組成・販売は認められていない。

ただし、⑥と⑦については暗号資産ETF以外であれば海外のETFの実績は豊富にあるため、金商法やガイドライン等の改正後、IBITなどの海外暗号資産ETFの取り扱いや東京証券取引所への重複上場が速やかに実現される可能性がある。この場合、国内で組成される暗号資産ETFが出遅れることになるため、日本の資産運用業界にとっては注意が必要であろう。

5 サイバー攻撃による流出リスクへの対応がETF実現の鍵を握る

暗号資産交換業者においてこれまで、Mt. Gox事件(14年2月、当時のレートで約470億円のビットコインが流出)、Coincheck事件(18年1月、同約590億円相当のNEMが流出)、DMMビットコイン事件(24年5月、同約482億円相当のビットコインが流出)、Bybit事件²⁰⁾(25年2月、同約2,300億円相当のイーサリアムが流出)など、サイバー攻撃に伴う暗号資産の流出事件が国内外で数多く発生してきた。暗号資産ETFを実現するうえで、投資対象を暗号資産現物とする場合は、同様に、サイバー流出リスク(以下、流出リスク)への対応が鍵となる。

例えば、IBITは、米国の投資信託やETFで一般的に利用される投資家保護を目的とし、受託者責任や資産の分別管理など運用会社の行為を厳格に規制する1940年

投資会社法ではなく、投資家への情報開示を義務付ける1933年証券法とデラウェア州の法定信託を組み合わせた柔軟なスキームで設計されている。目論見書には流出リスクについて、「スポンサー（運用会社）はビットコインの損失について、重大な過失や悪意がない限り責任を負わない」としており、事実上、投資家のリスクとしているのである。

他方、日本では、Coincheck事件やDMMビットコイン事件等において、暗号資産交換業者やその親会社が、投資家に被害額を全額補償してきた事実を踏まえると、米国の事例のように、流出リスク（の一部）を負うことは日本の投資家には受け入れられない可能性が高い。また、金融庁も「顧客本位の業務運営に関する原則」を示すなど、投資家保護を重視する中で、流出リスクを投資家に負担させるスキームに対し慎重な姿勢を示すのではないかと見られる。

6 暗号資産ETF実現に向けて 慎重な対応が求められる

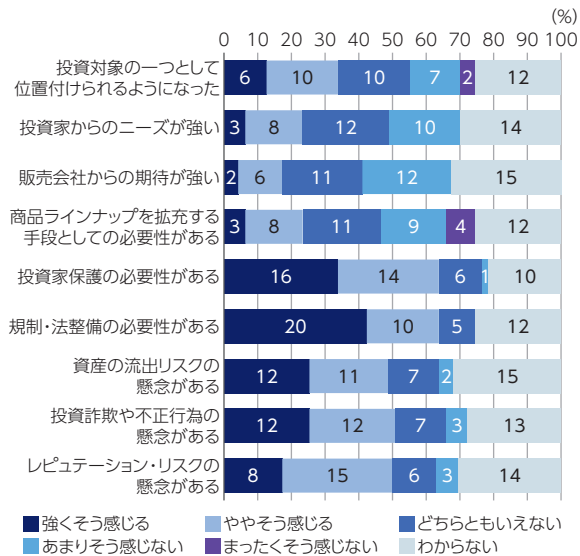
2025年8月にNRIが実施した資産運用会社を対象とするアンケート調査の結果を見ると、金融機関グループ系²¹⁾の運用会社12社のうち10社が、暗号資産ETF等を「組成するべきか否か」、「検討中」、「検討予定」²²⁾としており、積極的な姿勢が伺える。また、回答会社47社のうち16社が「暗号資産が投資対象の一つとして位置付けられるようになった」という考えに「強く同意」または「やや同意する」と回答しており、運用会社として暗号資産を投資対象とみなす考えが見え始めている。一方で、暗号資産そのものへの懸念も依然として見られ、規制・法整備や投資家保護の必要性を感じる運用会社は多い。

暗号資産現物ETFを検討する際には、暗号資産の流出リスクへの対応が大きな判断要素となる。ひとたび流出が発生すれば、運用会社個社の経営だけでなく、政府が掲げる「資産運用立国」の実現に水を差すことになりかねない。従って、暗号資産制度WGで議論されている制度整備と並行し、運用会社や信託銀行などにも、暗号資産の保管・管理態勢の整備をすることが求められる。従来の制度改正の時間軸を踏まえると、暗号資産ETFの組成・販売が可能になるのは最短で2027年4月と予想され、準備期間は長くはない。BlackRock²³⁾やFidelity²⁴⁾

は暗号資産現物ETFの実現に必要な技術の獲得には相当の期間をかけてきた。

他方、米国においても流出リスクがない暗号資産先物ETFが商品化で先行したことを踏まえると、日本においても暗号資産先物ETFから始めることが現実的かつ実務的な選択肢の一つとなるのではないだろうか。

図表17 暗号資産へ投資するETF等のニーズやリスクへの考え方



(注) グラフ中の数字は回答社数。また、設問によって回答者数の合計は異なり、n=46もしくはn=47

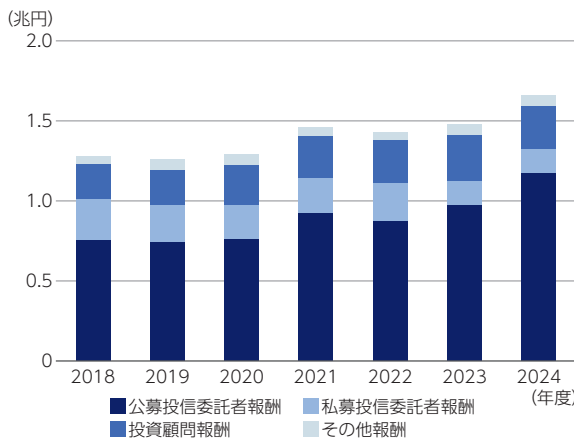
(出所)野村総合研究所「資産運用会社の経営に関するアンケート2025」

- 14) "Q&A: What Converting GBTC to an ETF Would Mean", Grayscale, Apr. 22, 2022.
- 15) "Grayscale Investments, LLC v. Securities and Exchange Commission", United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit, Aug. 29, 2023.
- 16) "Statement on the Approval of Spot Bitcoin Exchange-Traded Products", SEC, Jan. 10, 2024
- 17) 「金融審議会 第3回 暗号資産制度に関するワーキング・グループ資料4 事務局説明資料」(金融庁、2025年9月29日)。
- 18) 「コメントの概要及び金融庁の考え方」(金融庁、2019年12月27日)。
- 19) 「金融機関の信託業務の兼営等に関する法律施行規則等の一部を改正する内閣府令(案)」に係るコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(金融庁、2022年10月19日)。
- 20) Bybitは2018年にシンガポールで設立され、現在はドバイに本社を置く海外の大手暗号資産交換所。
- 21) 地域金融機関系の運用会社は除く。
- 22) 外資系は20社のうち3社、独立系は7社のうち0社だった。
- 23) 2018年に暗号資産などの作業部会を組織、IBITやトークン化ファンドBUIDL (BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund) の提供などデジタル資産に力を入れている。
- 24) 2014年にブロックチェーン技術の研究を開始。2018年にFidelity Digital Assetsを設立、自社ETFの暗号資産カスタディアンを担う。

データが示す 資産運用ビジネスの実像

運用会社収益・運用資産データ

図表18 資産運用会社の営業収益推移

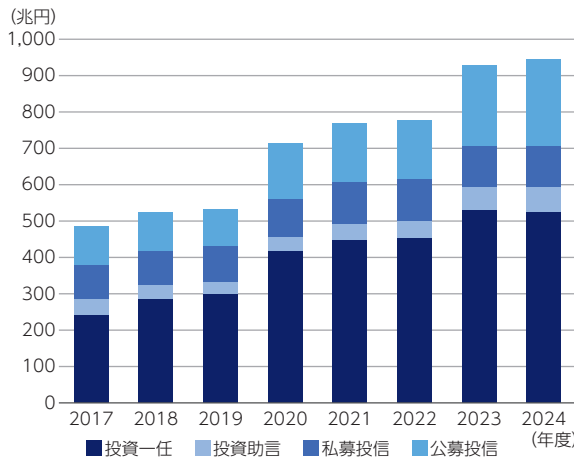


(注) 公募投信の委託会社のみを対象に集計。決算月が3月以外の会社は3月前の直近期の数値を集計
(出所) 公募投信の有価証券報告書、NRI Fundmarkデータを基に野村総合研究所作成

公募投信を運用する委託会社の2024年度の営業収益(投信の代行報酬を含む)は1兆6,500億円(対前年度比+12.3%)を超え、過去最高となった。その増収額のほとんどが公募投信の委託者報酬(+1,900億円)によるものであり、私募投信や投資顧問の報酬は横ばいで推移した。

なお、図表18の集計対象には、投信委託会社でも私募専門の会社や、投資顧問専門の会社は含まれていない。

図表19 資産運用会社の運用資産額の推移

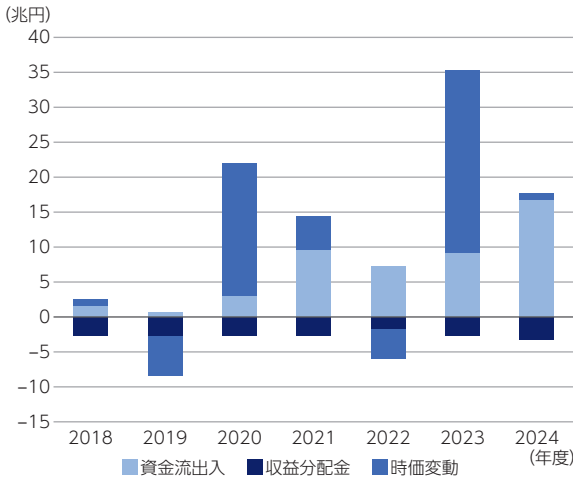


(注) 決算月が3月以外の会社は3月前の直近期の数値を集計
(出所) 公募投信の有価証券報告書、NRI Fundmarkデータを基に野村総合研究所作成

資産運用会社の運用資産額(投信の純資産額、投資一任契約残高、投資助言契約残高の合計)は2024年度末に949兆円(対前年度比+1.3%)となり、過去最高となった。増加額の寄与が最も大きかったのは公募投信の+9.3兆円である。

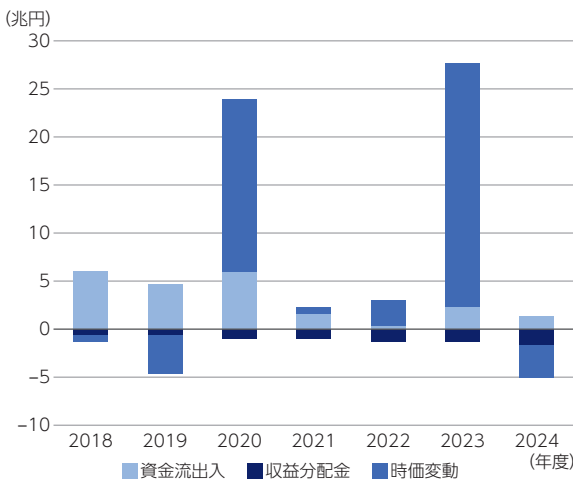
なお、2024年度の運用資産額の変化は図表18の収益の変化に比べて小さくなっている。これは収益が主に平均残高の変化によって決まるのに対し、図表19の運用資産額は年度末時点のものであることによる。

図表20 追加型株式投資信託(ETF除く)の運用残高変動要因



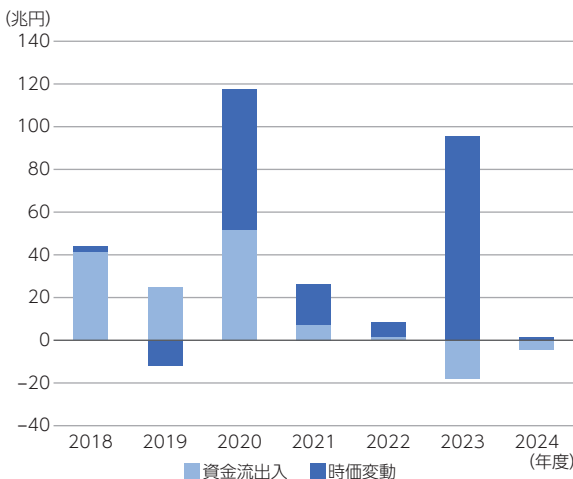
(出所) 投資信託協会資料を基に野村総合研究所作成

図表21 ETFの残高変動要因



(出所) 投資信託協会資料を基に野村総合研究所作成

図表22 投資一任契約資産の残高変動要因



(出所) 日本投資顧問業協会資料を基に野村総合研究所作成

ETFを除く追加型株式投信の2024年度末の残高は135.0兆円と、前年度比で14.2兆円増加した。増減の内訳は資金フローが+16.7兆円、収益分配金が-3.3兆円、時価変動が+0.8兆円である。

近年は旺盛な資金流入が続いており、2024年1月に開始した新しいNISA制度がそれに拍車をかけた。2024年度の流入額は2006年度の+13.5兆円を上回り過去最高となっている。収益分配金は2015年度をピーク(6.0兆円)に減少傾向に転じ、2022年度には1.8兆円にまで減少したものの、再び増加傾向にある。

ETFの2024年度末の純資産残高は85.8兆円である。日本銀行がTOPIX連動型等のETFの買い入れを継続してきたことを要因に2020年度までは5兆円前後の資金流入が続き、現在までにETFの残高の太宗を日銀が保有する構造になった。

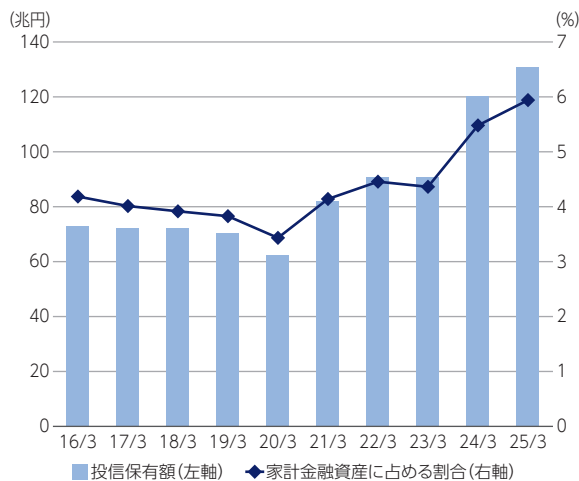
2021年度以降は買い入れが低調になり、2024年3月には新規の買い入れを終了した。2025年9月に金融政策決定会合でETFの処分の方針を決定し、簿価で37.1兆円保有するETFを3,300億円/年程度ずつ売却する方針とした。

投資一任契約資産の2024年度末の残高は528.1兆円である。

一任契約の資金フローは様々な要因で生じる。近年は、金融グループ内の契約関係の変更(年金信託契約に基づく信託銀行の受託資産の再委託のための系列運用会社との一任契約など)、大手信託銀行の日本投資顧問業協会への加入やグローバル(外資系)運用会社の加入などが流入要因となっていたのに対し、インハウス運用を行う公的年金の国内債券へのリバランスが流出要因となっていた。2024年度の資金フローは低調だった。

公募投信市場 (NISA、DC含む)

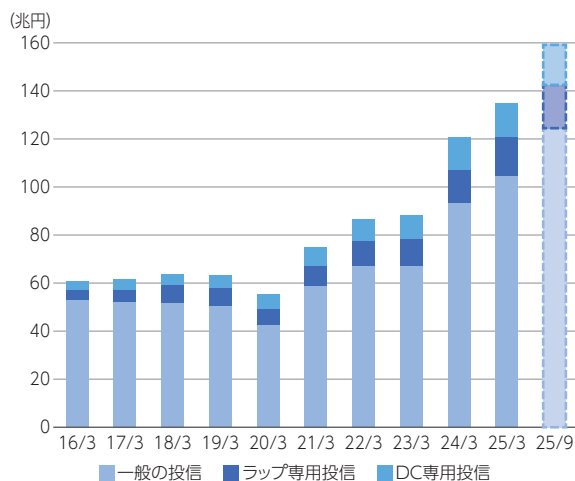
図表23 家計による投資信託の保有額



(出所) 日本銀行「資金循環統計」を基に野村総合研究所作成

家計（個人）による投資信託の保有が急速に拡大している。2025年3月末時点の保有額は130.7兆円に達し、家計金融資産全体に占める割合も過去最高の5.9%となった。2020年3月末の保有額は62.7兆円であったことから、この5年間で2倍以上に膨らんだ計算になる。特に2023年3月末から2024年3月末にかけての1年間で約30兆円増加するなど、直近の伸びは著しい。世界的な株価の上昇が残高を押し上げたことに加え、少額投資非課税制度（NISA）の拡充などを背景に、個人の資産形成手段として投資信託が広く浸透してきたことがうかがえる。家計の「貯蓄から投資へ」の流れは着実に進展している。

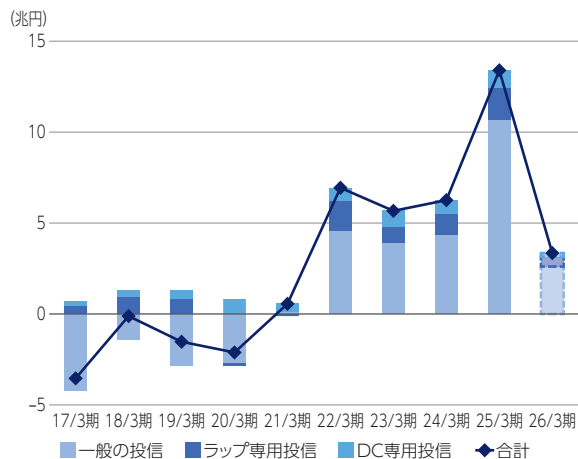
図表24 追加型株式投信（除くETF）の残高



(出所) 野村総合研究所

追加型株式投信の残高は、販売経路を問わず拡大基調が鮮明である。「一般の投信」は市場全体の成長を牽引しており、その残高は2025年9月末には124.5兆円に達した。これは、2020年3月末の42.7兆円から約3倍に増加した規模である。また、確定拠出年金（DC）向けの「DC専用投信」は同期間で5.7兆円から16.7兆円へ、富裕層向けサービスで主に利用される「ラップ専用投信」も7.1兆円から18.0兆円へと、それぞれ着実な成長を遂げている。個人の資産形成意識の高まりを背景に、NISAなどを通じた一般的な投資に加え、年金や資産運用の一任サービスといった多様な経路で投信の活用が広がっている状況が見て取れる。

図表25 追加型株式投信（除くETF）の資金流出入

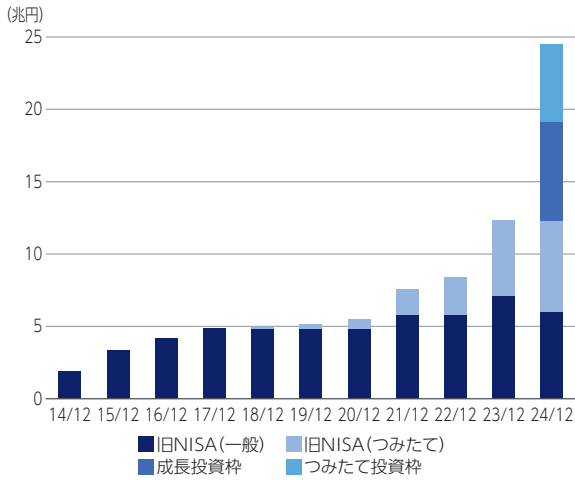


(注) 資金流出入は「設定-解約償還-分配」、26/3期は半年分（非年率換算）

(出所) 野村総合研究所

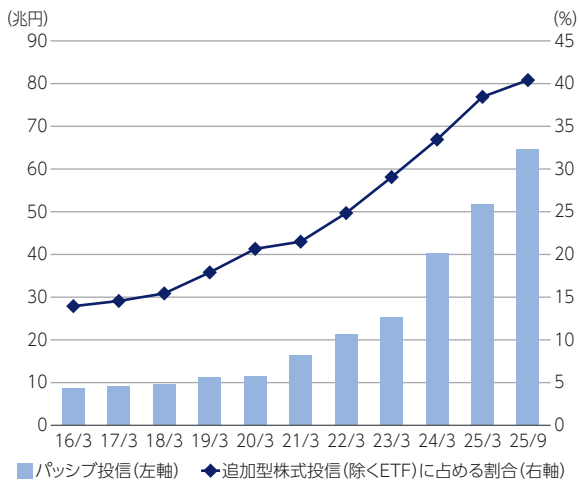
追加型株式投信への資金フローは、2021年3月期を境に大きく好転し、流入基調が定着している。長らく資金流出が続いていた「一般の投信」は2021年3月期に流入超過へ転じると、その後は流入額が拡大。特に2025年3月期には、年間で10.7兆円という過去最大の資金が流入した。これは、2024年に開始された新NISA制度を背景に、個人投資家の投資意欲が大きく高まったことを示している。「DC専用投信」や「ラップ専用投信」からも安定的な資金流入が続いており、市場全体として投資家からの資金受け入れが継続している。2026年3月期は9月末時点で3.3兆円の流入となっており、ペースは落ち着いたものの流入基調は維持されている。

図表26 NISA制度における投信残高



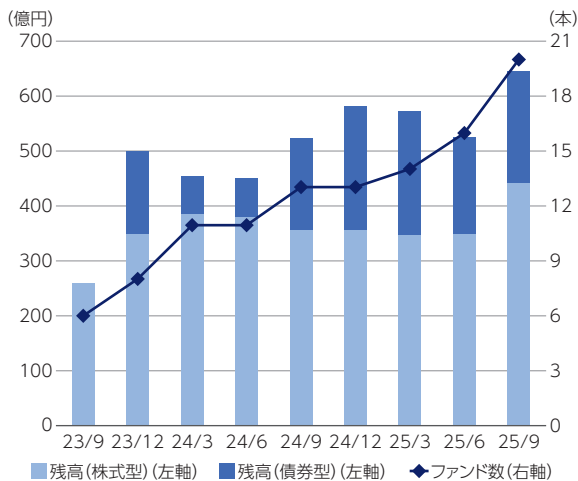
(出所) 金融庁公表資料を基に野村総合研究所作成

図表27 パッシブ投信の残高



(出所) 野村総合研究所

図表28 アクティブ運用型ETFの残高とファンド数の推移



(出所) 野村総合研究所

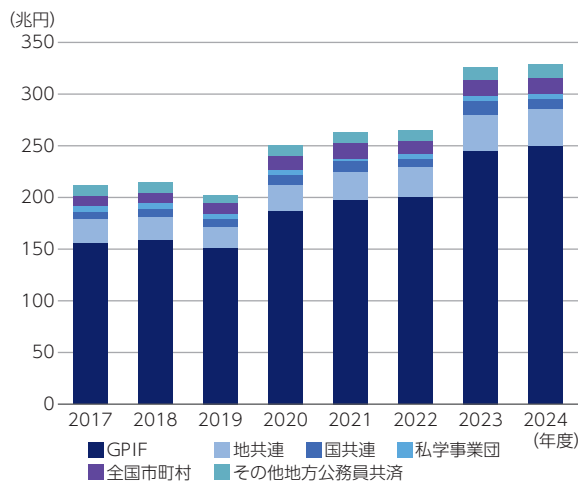
NISA制度を利用した投資信託の保有が、個人の資産形成における中核的な役割を担いつつある。特に2024年1月に開始された新NISAが、その流れを決定づけた。2024年12月末時点における新NISA経由の投信保有額は、「成長投資枠」が6.8兆円、「つみたて投資枠」が5.4兆円と、制度開始からわずか1年で合計12.3兆円に達した。これにより、旧制度による保有分を含めると、NISA口座で保有される投信の合計額は、追加型株式投信(除くETF)全体の17.5%を占めるに至っている。旧制度下でも「つみたてNISA」を中心に利用は着実に拡大していたが、新NISAの導入が個人の投信保有を新たなステージへと押し上げた格好である。

投資信託市場において、特定の指数への連動を目指すパッシブ投信の存在感が急速に高まっている。2025年9月末時点のパッシブ投信の純資産残高は64.3兆円に達し、追加型株式投信(除くETF)全体に占める割合は初めて4割を超え、40.4%となった。この割合は、2016年3月末時点の13.9%から大幅に上昇しており、投資家の間で低コストのインデックス運用を志向する動きが主流になっていることを示している。特に、国内外の株式市場が堅調に推移した2021年以降、残高・シェアともに拡大ペースが加速している。NISA制度の普及が、長期・積立投資に適したパッシブ投信への資金流入を力強く後押ししていると考えられる。

2023年9月に解禁されたアクティブ運用型ETFは、新たな運用商品として期待を集めているが、残高の伸びは緩やかである。商品ラインアップは着実に拡充しており、ファンド数は解禁から約2年が経過した2025年9月末時点で20本まで増加した。しかし、純資産残高に目を向けると、株式型と債券型を合計しても約648億円にとどまっており、安定的な拡大基調には至っていない。これは、市場関係者が当初抱いていた高い期待には及んでいない水準であり、投資家への浸透が今後の大きな課題であることを示している。アクティブ運用型ETF市場が本格的な成長軌道に乗るには、まだ時間を要する状況といえる。

年金(顧問)、私募投信市場

図表29 公的年金積立金の残高推移

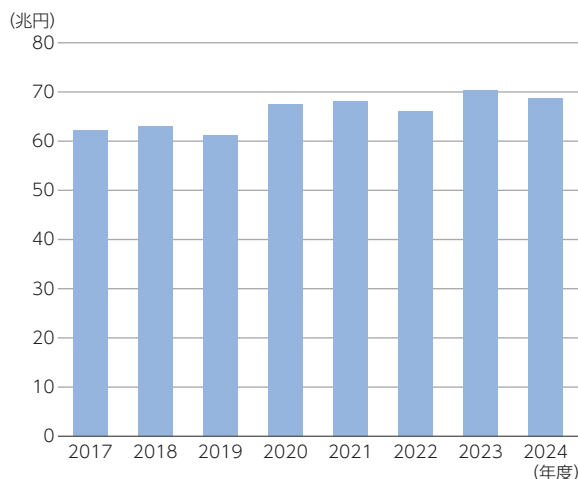


(出所) 公的年金積立金の各管理運用主体資料を基に野村総合研究所作成

公的年金積立金の2024年度末の残高は328兆円(対前年度比で+3.4兆円、1.1%の増加)となり、過去最大となった。

積立金の管理運用主体(GPIF、地共連、国共連、私学事業団)はそれぞれに基本ポートフォリオを策定するが、それらは共通のモデルポートフォリオを元としている。2025年度から2029年度の5年間は、その前の5年間と同じ「内外の株式、債券を25%ずつ均等」であり、それに従った運用が開始されている。

図表30 確定給付企業年金の運用資産残高の推移

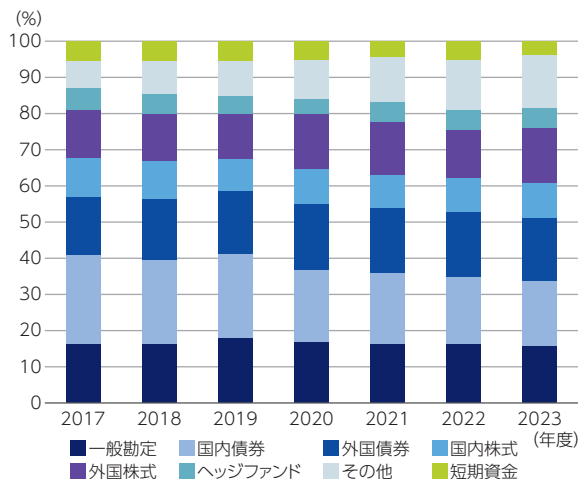


(出所) 信託協会資料を基に野村総合研究所作成

確定給付企業年金(DB)の2024年度末の残高は68.8兆円(対前年度比で-1.5兆円、2.2%の減少)となった。

DB制度は成熟度の高まりとともに給付が増加しており、制度全体の収支差はマイナスとなっている。また事業会社において退職給付制度を見直す動きもあり、制度数、加入者数ともに減少傾向にある。

図表31 確定給付企業年金のアセット・アロケーション

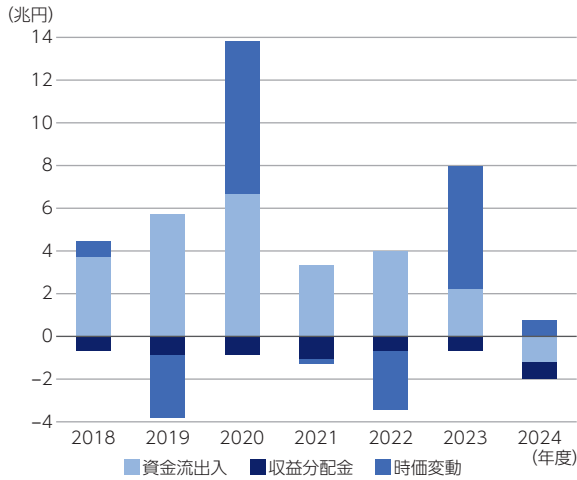


(出所) 企業年金連合会資料を基に野村総合研究所作成

DBでは、20年以上の長期にわたって予定利率の引き下げと運用リスクの削減(デリスキング)が続いてきた。既に株式から債券や一般勘定を中心とするアセット・アロケーションへの転換が済んでいる。

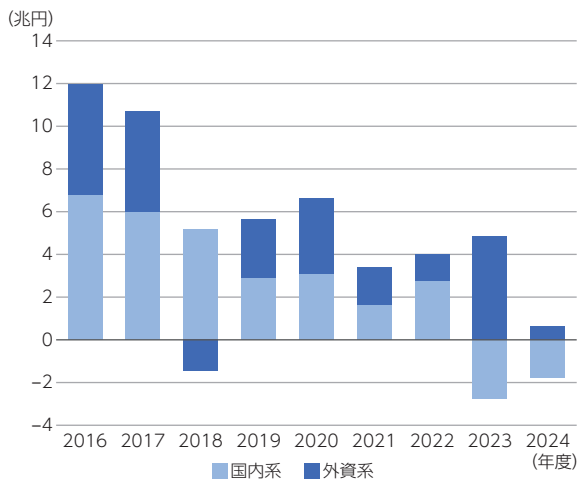
近年はマイナス金利政策下で国内債券の割合が低下しており、その代わりに上昇しているのが「その他」の割合である。これには流動性の低いオルタナティブ投資が多く含まれるとみられる。具体的な内容は様々だが、不動産、インフラ、プライベート・デットなど流動性の低い投資対象が典型である。

図表32 私募投信の残高変動要因



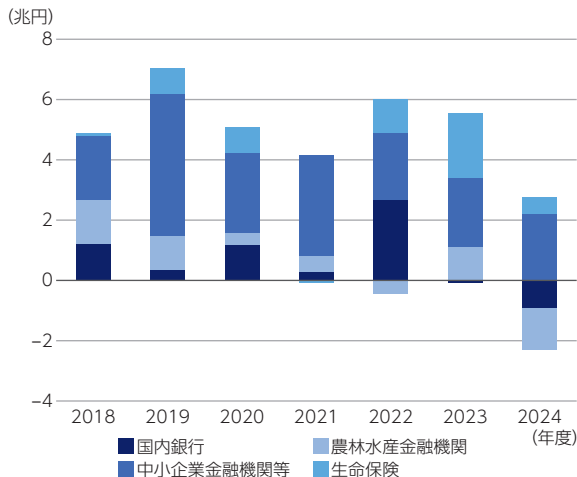
(出所) 投資信託協会資料を基に野村総合研究所作成

図表33 私募投信の資金流入の推移



(出所) 投資信託協会資料を基に野村総合研究所作成

図表34 金融機関が保有する投資信託受益権のフロー



(出所) 日本銀行「資金循環統計」を基に野村総合研究所作成

私募投信の2024年度末の純資産残高は115.4兆円となった。

日本銀行が2016年にマイナス金利政策を導入して以後、金融法人による私募投信を用いた運用委託は2023年度まで一貫して増加してきたが、長期金利が上昇し始めた2021年度以降は解約が増加している。2024年度はネットの資金フローは減少に転じた。5年前の2019年度には1,000本程度あった新規設定も、2024年度は700本ほどと推定され、減少傾向にある。

私募投信の資金流入を運用会社の資本タイプ（国内系、外資系）別に見ると、国内系は2023年度以降で流出に転じているのに対し、外資系は流入超を維持した。

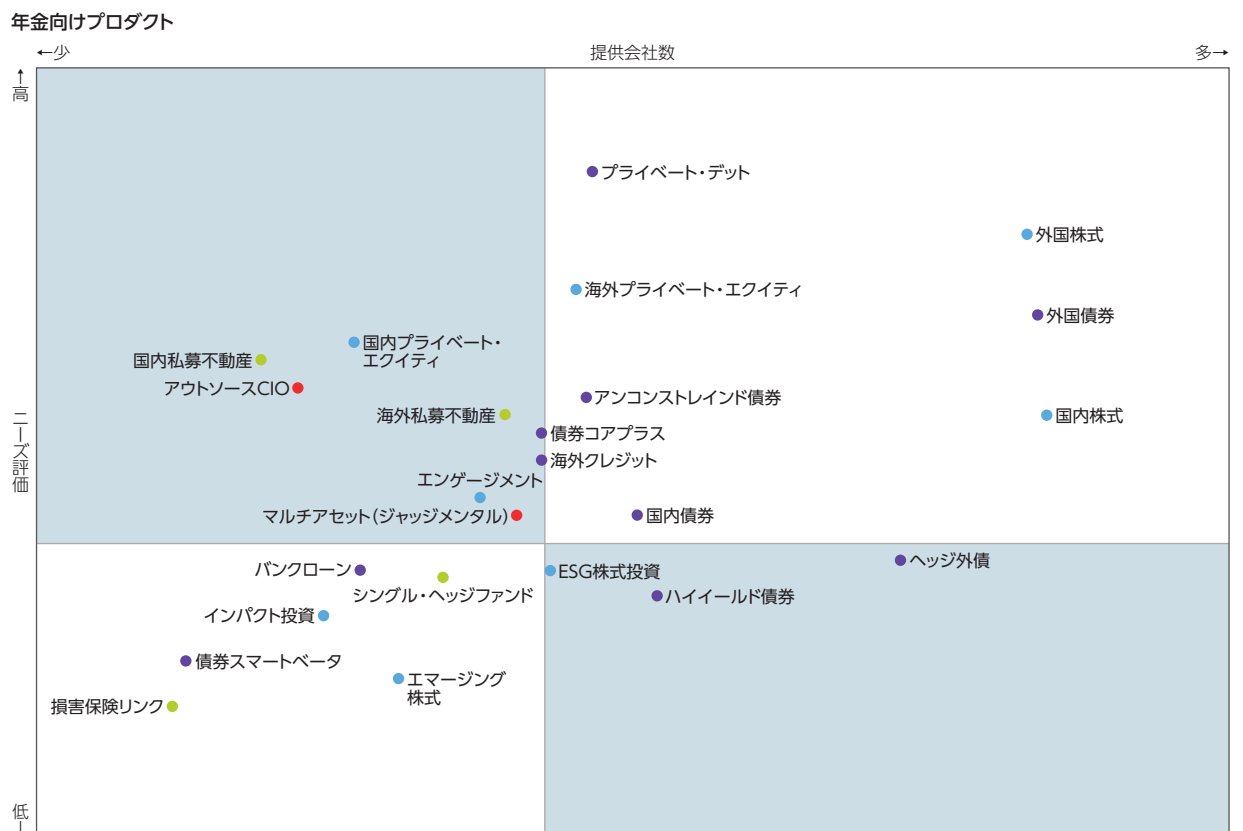
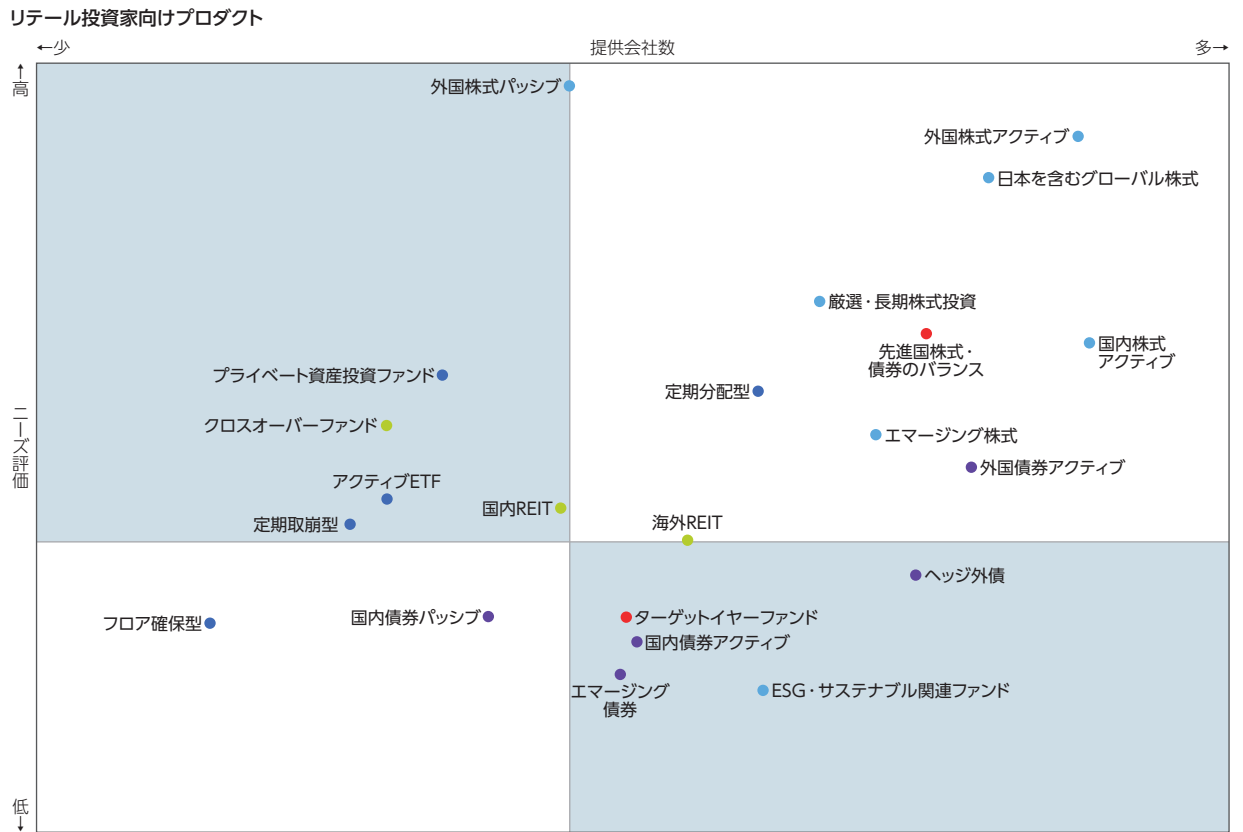
変額年金向け、ファンド・オブ・ファンズ向けを除くと、国内系は海外ソブリン債等で運用するファンドが多いのに対し、外資系は海外クレジット（米国、欧州の投資適格債、ハイイールド債、レバレッジド・ローン、地方債など）で運用するファンドが中心となっている。

銀行および生命保険会社が保有する、資金循環統計上の投資信託受益権のフローは、2024年度は低調であり、国内銀行と農林水産金融機関等（農林中央金庫や農業協同組合、漁協などが含まれる）はそれぞれ0.9兆円、1.4兆円のマイナスだった。

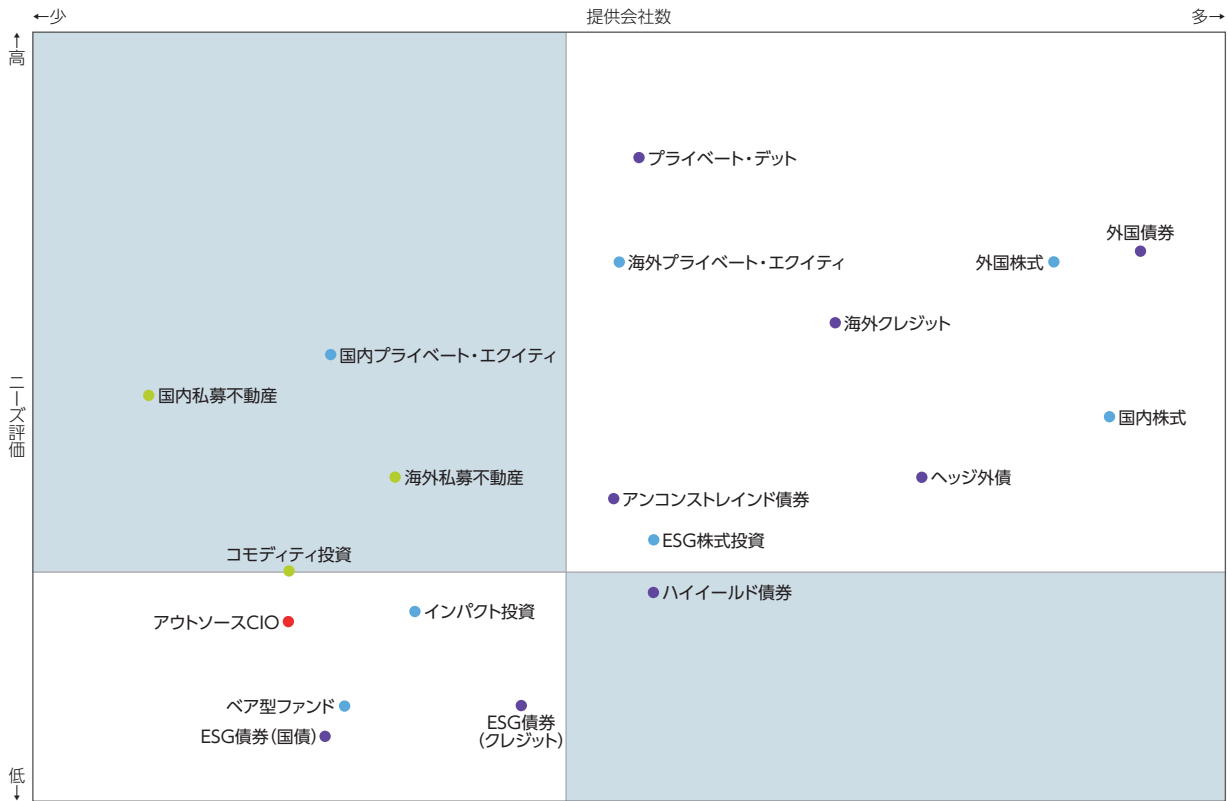
中小企業金融機関等（信金・信組、ろうきん、ゆうちょ銀行が含まれる）には、2024年度も+2.2兆円と引き続きコンスタントなフローがあった。

投資家セグメント別・運用商品市場動向

図表35 顧客別のプロダクト・オポチュニティ・マップ



金融法人向けプロダクト



(注) 縦軸は顧客からの需要の強さを指数化して集計したもの(運用会社の判断による需要の強さである)。横軸は提供会社数を同様に集計したもの(商品を扱っている運用会社の数であり、金額の規模ではない)
 (出所)「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」を基に野村総合研究所作成

プロダクト・オポチュニティ・マップは、野村総合研究所が毎年実施している「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」の結果を基に、投資家層(リテール、年金、金融法人)ごとの運用商品のタイプ別のニーズの強さ(運用会社からの評価による。縦軸)と、現在の提供状況(提供会社数による評価。横軸)を対比したものである。有望な運用商品(ニーズが強く、かつ提供会社数は少ないもの。左上領域)や、競争状況の厳しい商品(ニーズが弱く、かつ提供会社数も多いもの。図表の右下領域)を確認できる。

3つのマップで共通しているのは、前年と比べると、①債券に比べて株式のニーズが相対的に上昇したこと、②ESG投資関連のニーズが低下したこと、③オルタナティブ投資のニーズが引き続き高く、提供社数が少ないことである。株式運用へのニーズの上昇は、世界的なインフレと金利環境の正常化を踏まえた投資家ニーズの変化を

反映したものと考えられる。

まずリテール投資家のマップを見ると、外国株式や日本を含むグローバル株式へのニーズが高く、この傾向は例年変わらない。ただし、ESG・サステナブル関連ファンドは、ニーズ評価が昨年と比較して大きく低下している。

株式に次いでニーズが高い商品群は、オルタナティブ投資のファンド(上場株と非上場株を組み入れるクロスオーバーファンドや、インフラなど非上場資産に投資するプライベート資産投資ファンド)、毎月分配型などの定期分配型ファンドである。

債券については、国内金利の上昇が意識されたためか、昨年と比較して国内債券のニーズ評価が上昇し、ヘッジ外債と同程度になっている。

積立投資のニーズを意識してか、伝統的なバランスファンドのニーズも高い。他方で、ターゲットイヤーファンドのニーズは相対的に低位に留まったままである。

次に、年金のプロダクト・オポチュニティ・マップについてみると、近年はヘッジ外債を含む外国債券が相対的に低下し、国内株式が上昇している。外国株式のニーズ評価が高い状況は変わらず、国内債券も依然として低いままである。国内債券のニーズ評価が低いままなのは、マイナス金利政策下で進めてきた伝統資産中心のポートフォリオからオルタナティブ投資を含むマルチアセットへの分散が逆回転する可能性は低いということを示唆している可能性がある。

オルタナティブ投資については、プライベート・デット、国内外のプライベート・エクイティ、国内不動産のニーズが高い。プライベート・エクイティについては今回から国内と海外を分けたが、国内は依然として運用商品の提供が少ない割に、ニーズ評価が高い有望領域にある。

アウトソースCIO (OCIO) のニーズ評価が急速に高まったことも注目に値する。OCIOは、運用機能のみに着目すればマルチアセット運用商品とも言えるが、商品としてのマルチアセット(ジャッジメンタル)よりもニーズ評価が高く、提供社数も少ない。

金融法人のプロダクト・オポチュニティ・マップでは、海外クレジットやプライベート・デットを中心に債券系の運用商品のニーズ評価が高い傾向がある。株式・債券のESG投資やインパクト投資、株式のベア型ファンドは、ニーズ評価が大きく低下した。

これに対し、ニーズ評価が上昇したのは伝統的な外国株式、コモディティ、ハイイールド債券である。国内外の不動産やプライベート・エクイティへのニーズ評価も引き続き高かった。

著者紹介



金子 久

Hisashi Kaneko

金融イノベーション研究部
チーフリサーチャー
focus@nri.co.jp

専門は、個人金融マーケット調査
担当：第1章、定点観測編



浦壁 厚郎

Atsuo Urakabe

金融イノベーション研究部
エキスパートリサーチャー
focus@nri.co.jp

専門は、資産運用
担当：第2章、定点観測編



箕輪 哲治

Tetsuharu Minowa

金融イノベーション研究部
エキスパートリサーチャー
focus@nri.co.jp

専門は、内外金融規制動向
担当：第4章



福井 豊

Yutaka Fukui

金融イノベーション研究部
シニアリサーチャー
focus@nri.co.jp

専門は、リテール金融の調査・企画
担当：第5章



國見 和史

Kazushi Kunimi

金融イノベーション研究部
契約研究員
focus@nri.co.jp

専門は、海外金融規制調査
担当：第3章

日本の資産運用ビジネス 2025/2026

発行日	2025年11月14日
発行	株式会社野村総合研究所 〒100-0004 東京都千代田区大手町1-9-2 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ https://www.nri.com/jp
発行人	武田 則幸
編集人	竹端 克利
編集	金融イノベーション研究部
デザイン	株式会社ベネクスマーケティング
印刷・製本	NRIフィナンシャル・グラフィックス株式会社
問い合わせ先	金融イノベーション研究部 focus@nri.co.jp

本レポートのいかなる部分も、その著作権、知的財産権その他一切の権利は、株式会社野村総合研究所又はその許諾者に帰属しております。本レポートの一部または全部を、いかなる目的であれ、電子的、機械的、光学的、その他のいかなる手段によっても、弊社の書面による同意なしに、無断で複製・転載または翻訳することを禁止いたします。株式会社野村総合研究所は、本情報の正確性、完全性についてその原因のいかなるものも問わず一切責任を負いません。