

資産運用業界の現状と 取り組むべき施策



目次

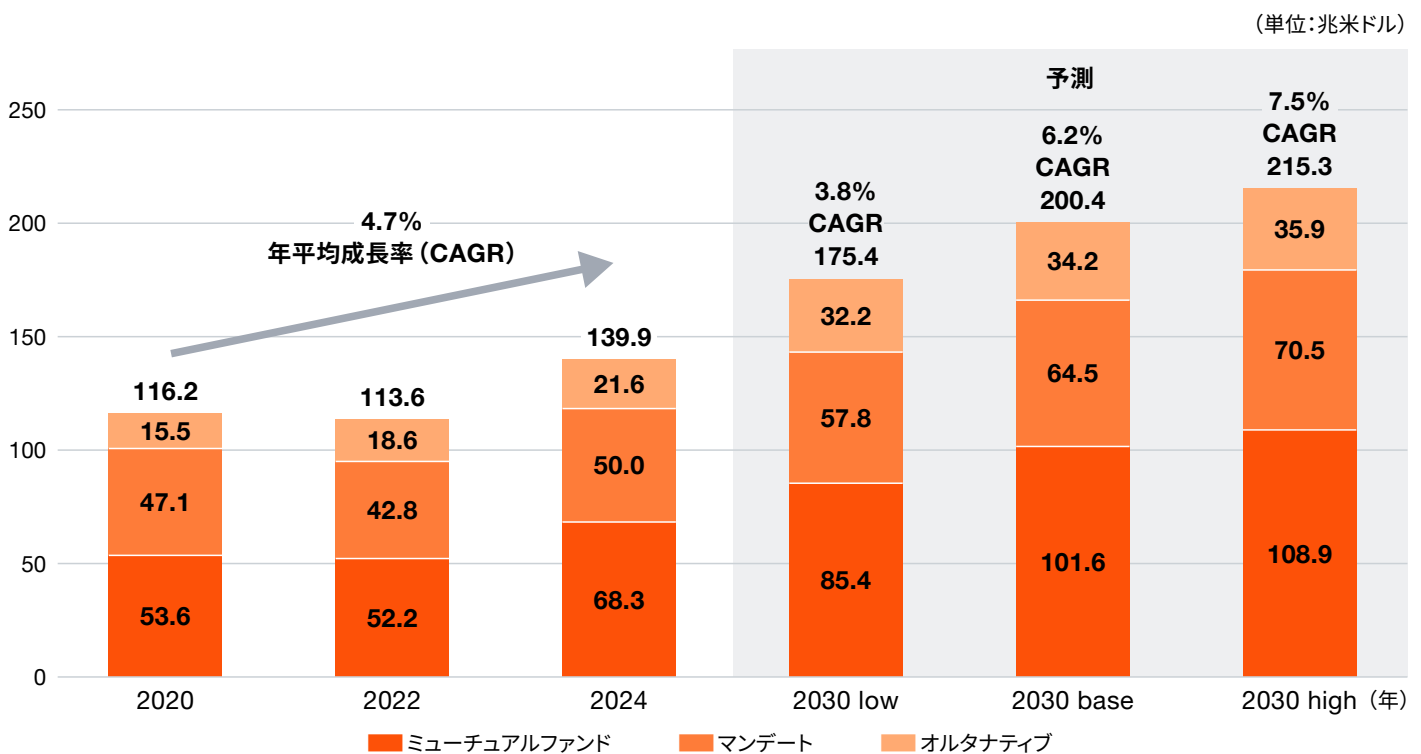
01	はじめに	3
	(1) 世界の動向	3
	(2) 日本の動向 (含む人材)	5
02	資産運用業界のバリューチェーン	6
03	資産運用業界の現状の課題	7
	(1) パブリック	7
	i. 投資対象の価値発見機能	7
	ii. 投資家に対する価値提供機能	9
	iii. サービスプロバイダー	10
	(2) プライベート	11
	i. 投資対象の価値発見機能	11
	ii. 投資家に対する価値提供機能	12
	iii. サービスプロバイダー	15
04	取り組むべき施策	16
	(1) 投資対象の価値発見機能	16
	(2) 投資家に対する価値提供機能	18
	(3) サービスプロバイダー	20
05	業界全体	21
	(1) 人材	21
	(2) 業界インフラ	21
06	まとめ	22
07	Appendix	23

はじめに

(1) 世界の動向

資産運用業界において収益構造の変化が加速している。PwCが2025年11月に公表したレポート¹では、2024年に139.9兆米ドルだった世界における運用資産残高(AUM)が、2030年のベースケースで200.4兆米ドルに増加する(年平均成長率(CAGR):6.2%)と予測している(図表1)。2020年から2024年までの年平均成長率4.7%に対して成長が加速する一方、資産運用会社の収益の伸びはAUMに対して劣後し、その結果、資産運用会社の利益率は悪化すると見通している。その主な要因はパッシブファンドの台頭である。

図表1：世界のAUMは2030年までに200兆米ドルに達する見通し

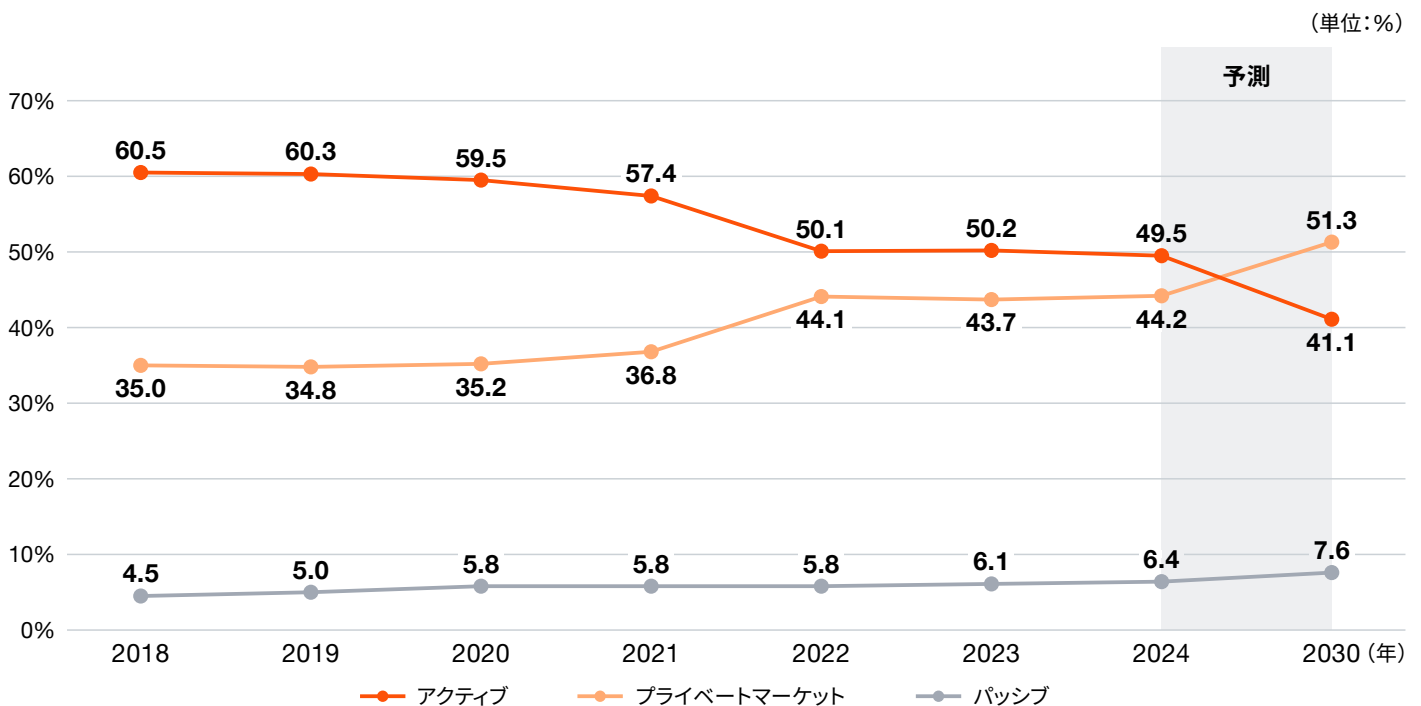


¹ PwC 'Asset and wealth management revolution 2025: The profitability paradox: Competing for relevance and returns'
<https://www.pwc.com/gx/en/issues/transformation/asset-and-wealth-management-revolution.html>
邦訳は以下を参照
<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/asset-and-wealth-management-revolution-2025.html>

パッシブファンドの台頭により、資産運用業界におけるパブリック資産とプライベート資産の位置づけは大きく変化している。資産運用業界の収益の内訳をパブリック資産のアクティブ運用とパッシブ運用、そしてプライベート資産に分類した場合、2018年にはアクティブ運用が60.5%、パッシブ運用が4.5%、プライベート資産が35.0%であった。この内訳は2024年にはそれぞれ49.5%、6.4%、44.2%へと変化している。すなわち、アクティブ運用からの収益が大きく減少し、その分をプライベート資産およびパッシブ運用が補う構図となっている。この傾向は2030年に向けてさらに強まるとPwCは予測している。具体的には、2030年における内訳は、アクティブ運用が41.1%、パッシブ運用が7.6%、プライベート資産が51.3%になる見通しである。こうした見通しを踏まえると、2030年までに資産運用業界の収益構造においてパブリック資産とプライベート資産が逆転すると考えられる(図表2)。パブリック資産の内部では、引き続きアクティブ運用からパッシブ運用へのシフトが進展するとみられる。

このような大きな環境変化が生じる中、資産運用業界には、将来の環境下においてもビジネスを成長させられるよう、自社に求められる価値を再検討することが求められている。また、資産運用業界全体のバリューチェーンの中で、販売会社やサービスプロバイダーにおいても、業界の変化に対応した新たな価値提供のあり方を検討する必要がある。本レポートでは、「パブリック資産」および「プライベート資産」という2つの切り口から、資産運用会社、販売会社およびサービスプロバイダーそれぞれの立場で求められる価値提供について考察する。

図表2：2030年までにプライベートマーケットは業界収益の半分以上を占める見通し



(2) 日本の動向(含む人材)

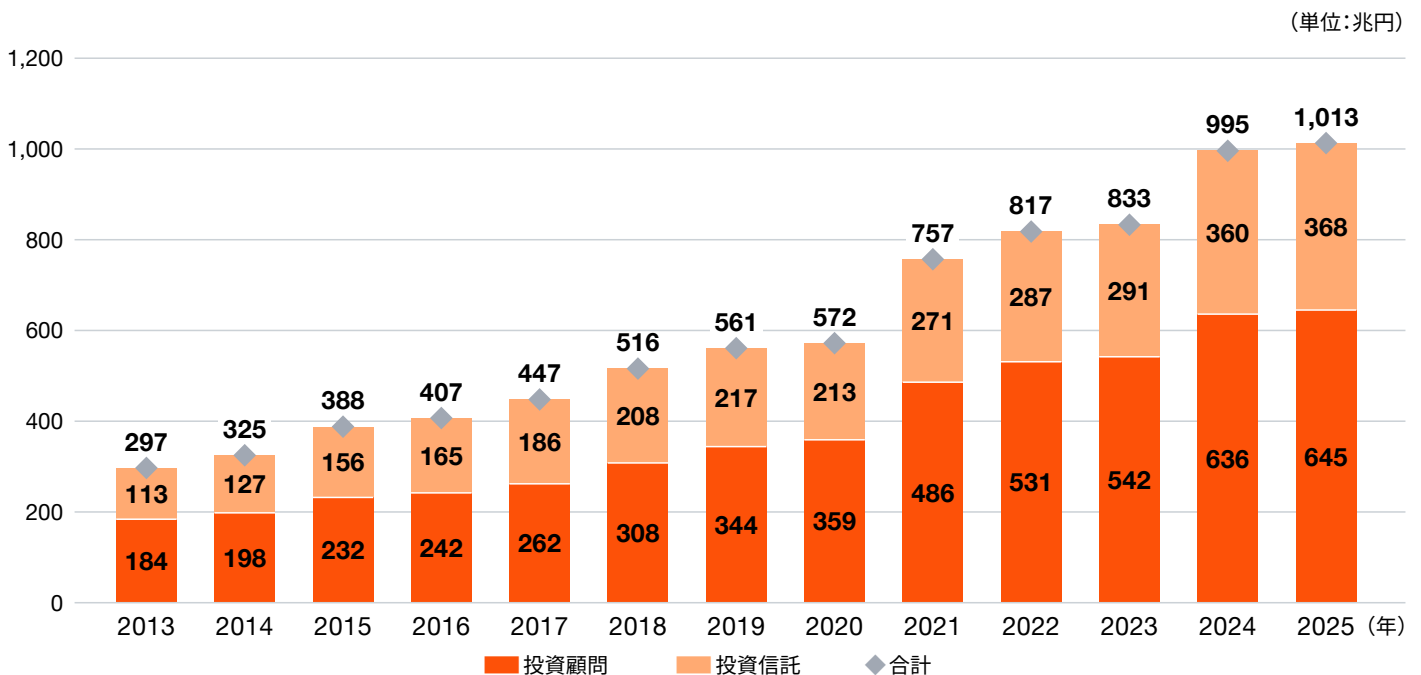
日本の資産運用業界のAMUは、アベノミクス開始を契機に2013年以降、順調に拡大している(図表3)。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の基本ポートフォリオ変更、金融緩和に伴う内外株式市場への資金流入、少額投資非課税制度(NISA)拡大による個人投資家資金の流入、国内金利・物価上昇に伴う運用ニーズの高まり(日本国債から株式、オルタナティブ資産へのシフト)など、複数の要因がその背景にある。さらに、海外投資家から国内市場への資金流入も増加しており、国内資産運用会社にとってはトップライン拡大の長期トレンドにあると言える。

一方で、パブリック資産における投資資金はパッシブ運用へのシフトが続き、運用報酬は低下傾向にある。各社にはパッシブ運用を前提とした戦略の再構築が求められる。

プライベート資産は米国に比べて発展が遅れているものの、上場企業数の減少、インフラをはじめとする政策起点の巨額資金需要、ポートフォリオ分散などを背景に、今後は資金流入の拡大が見込まれる。こうした資金需要に対して、自社のビジネスといかに整合させていくかが重要な戦略課題となる。

人材についても、本稿の重要な論点の一つである。2023年に政府が「資産運用立国」の実現に向けた取り組みを開始したことを契機として、国内資産運用業界における人材面への注目度は高まっている。人材流動性が高い業態であることから、報酬面での魅力付けが重要であることは言うまでもない。他方で、社員個人に委ねられる裁量、会社全体のビジネス戦略・運用方針への共感、ITインフラの充実といった要素も、人材マーケットにおける魅力向上および人材の定着を左右する重要なポイントである。

図表3：資産運用残高推移



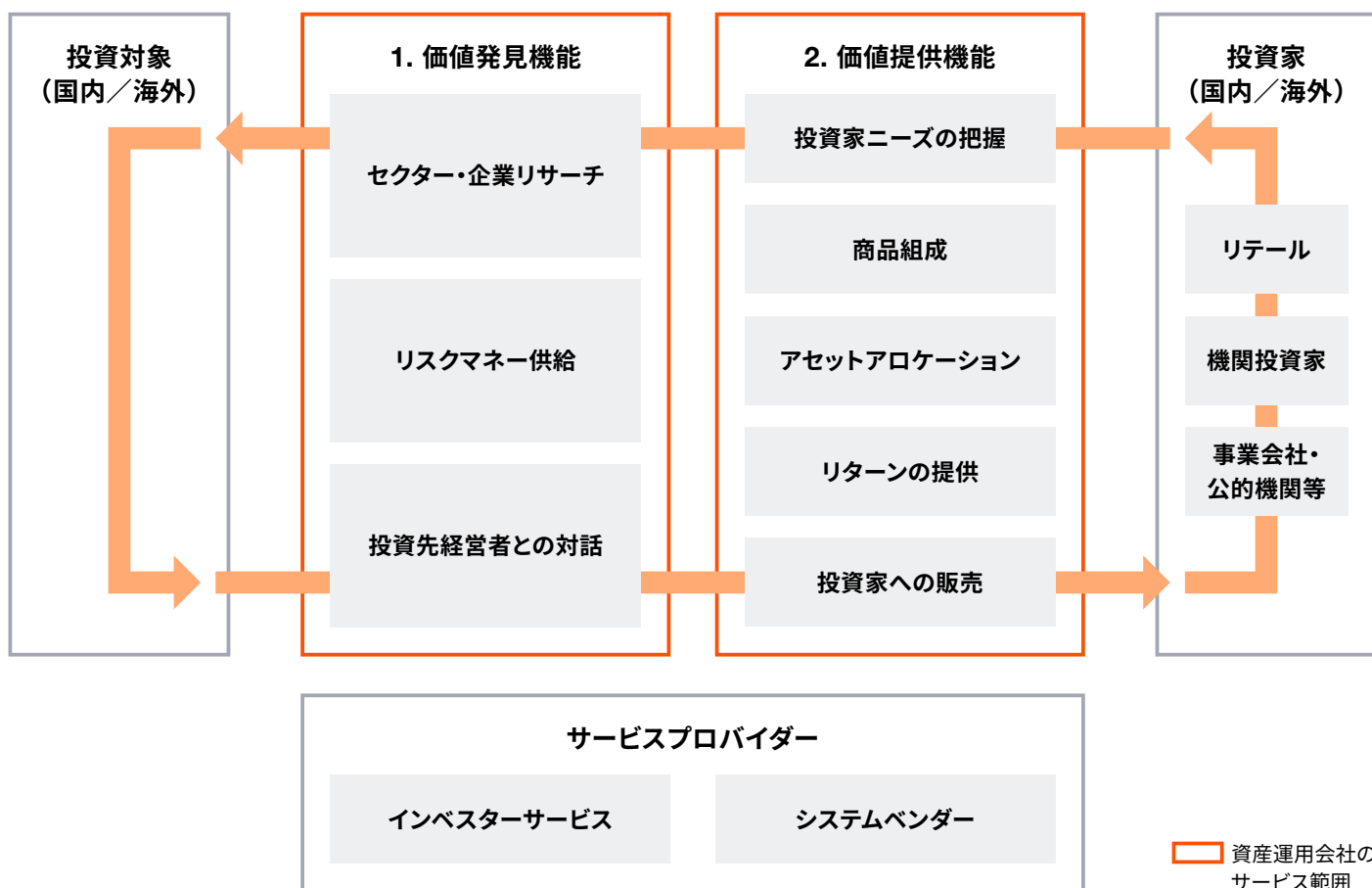
資産運用業界のバリューチェーン

資産運用ビジネスの全体像を捉えるため、資産運用会社のサービス機能を中央に、それ以外の関係主体を周辺に配置し、価値の流れを矢印で示すことで各主体間の関係を図示した（図表4）。

資産運用ビジネスが果たすべき機能は、大別すると、1.価値発見機能、2.価値提供機能の2つに分類できる。

1. 価値発見機能：主として投資対象に対して発揮される機能であり、投資対象の調査・選別、資金提供、投資先に対するガバナンスの実行などを含む。
2. 価値提供機能：投資対象と投資家の接点となる機能であり、投資家の資金を投資対象に配分し、そのリターンを投資家に還元する役割を担う。投資家に対する販売機能もこれに含める。

図表4：資産運用ビジネスの全体像





資産運用業界の現状の課題

第3章では、資産運用業界における現状の課題を、パブリック、プライベートのそれぞれについて「投資対象の価値発見機能」「投資家に対する価値提供機能」「販売機能」「サービスプロバイダー機能」の4つの観点から整理する。

(1) パブリック

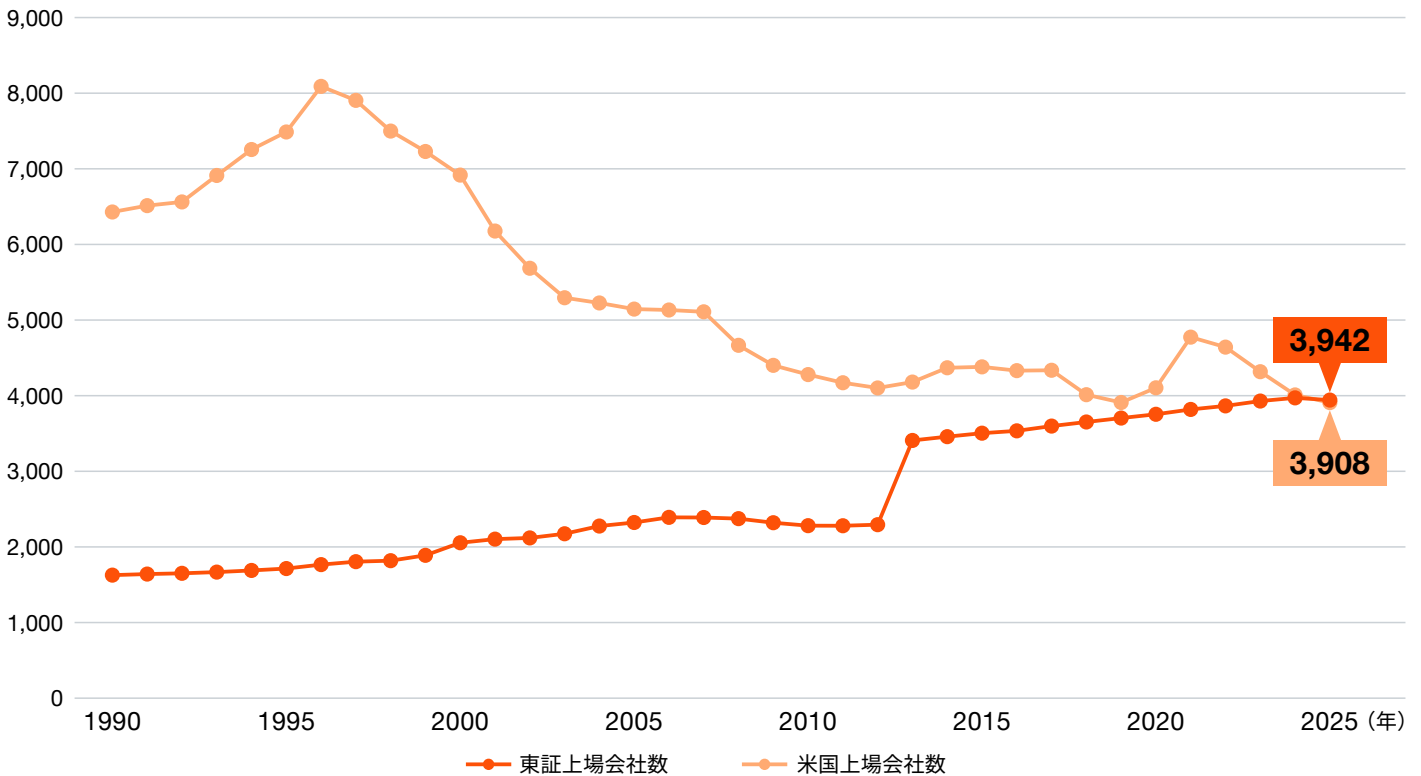
i. 投資対象の価値発見機能

投資対象の価値発見機能については、「セクター・企業リサーチ」「リスクマネー供給」「投資先経営者との対話」の3つの観点から、パブリック領域における課題を整理する。

まず、「セクター・企業リサーチ」機能においては、情報の非対称性が縮小し、アルファ(α)²を獲得しにくい市場環境となっている。現時点では国内市場には上場会社が多く、特に中小型株において α 獲得の余地がなお残されているものの(Appendix参照)、上場会社の淘汰が進むことで、海外市場と同様に α を獲得しにくい市場へ移行していくことが想定される(図表5)。また、海外市場へのリーチが十分ではなく、海外市場に対するリサーチ力・運用力が不足しているという課題もある。さらに、銀行、証券、保険会社を母体として発展してきた日本の資産運用会社においては、独自の人事・報酬制度が十分に整備されておらず、ファンドマネージャーをはじめとする運用人材の確保も大きな課題となっている。

2 アルファ(α)とは、投資ポートフォリオが市場全体の動きに対してどの程度上回った(または下回った)かを示す指標であり、運用者の投資判断に基づく付加価値を評価する際に用いられる概念である。

図表5：日本と米国における上場会社数の推移



出所：世界銀行

次に、「リスクマネー供給」機能においては、国債中心の運用が続き、中小型株への投資は一部のアクティブファンドに限られているなど、自治体を含む公的資金が十分にリスクを取られていない状況にある。資産運用会社の重要な役割であるリスクマネー供給機能が、現状では十分に果たされていないと言える。

さらに、「投資先経営者との対話」機能においては、投資対象の経営陣と積極的に対話を行い、ガバナンスや企業価値の向上に貢献することが求められている。他方で、インデックスに連動するパッシブファンドの台頭により対話の厚みが不足していること、投資先との対話に標準化された型がなくファンドマネージャー個人の力量に依存しやすいこと、日本では上場会社数が多く各投資先に割ける時間が限定されることなどが課題となっている。

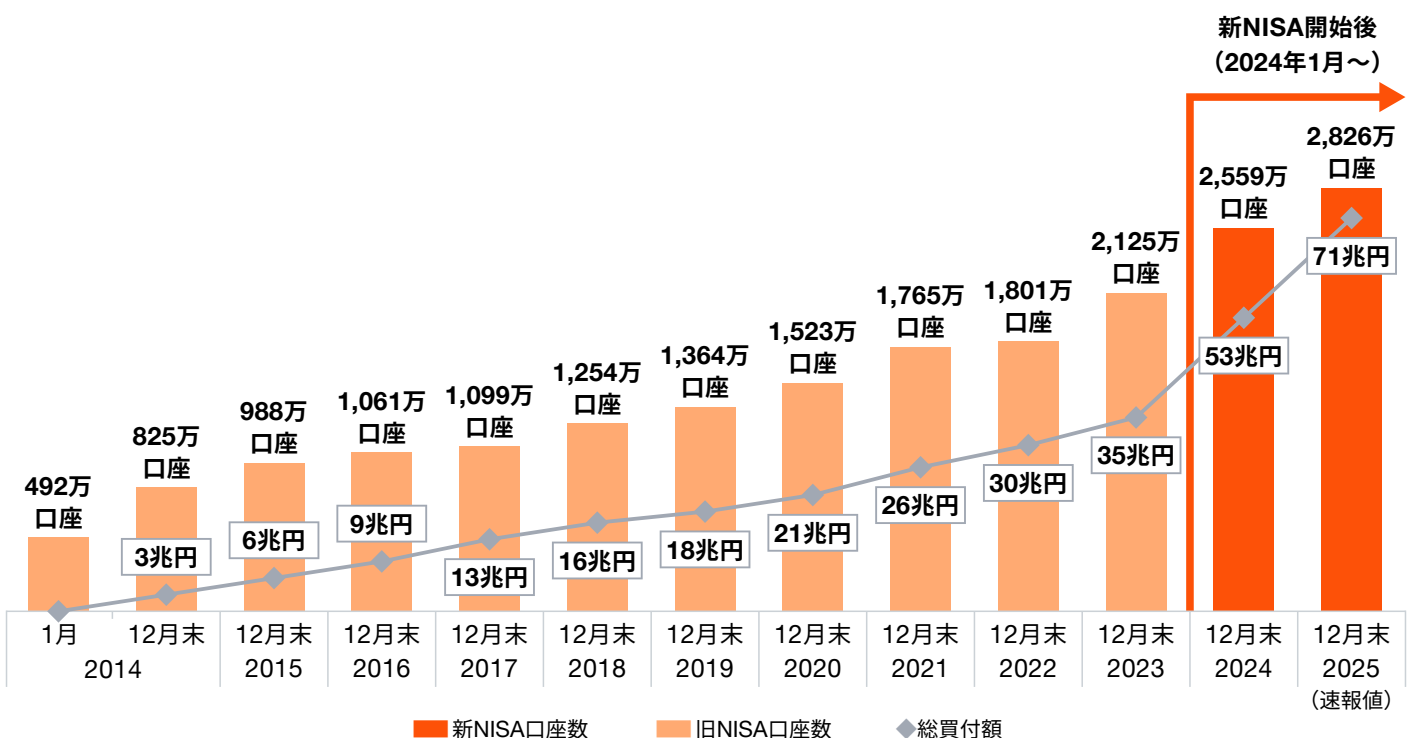
ii. 投資家に対する価値提供機能

投資家に対する価値提供機能については、「投資家ニーズの把握」「商品組成」「アセットアロケーション」「リターンの提供」の4つの観点から、パブリック領域における課題を整理する。

まず、「投資家ニーズの把握」機能においては、投資家ニーズが多層化・複雑化する中で、その把握が十分に行われていないことに加え、投資家属性やスキームごとの税務・会計・法務・規制対応、プロモーションの高度化が求められているという課題がある。日本ではNISAの浸透により投資家層の裾野が広がり、資産運用に関するリテラシーも相応に向上していると考えられる。また、少子高齢化に伴う年金不安などを背景として資産運用ニーズも高まっている。にもかかわらず、資産運用会社が投資家ニーズを十分に発掘できておらず、海外投資家の誘致に向けた各種規制対応やプロモーションも不十分であると考えられる。

次に、「商品組成」機能においては、パッシブファンドが台頭する中、報酬率の高いアクティブファンドを投資家に訴求するためには、 α の獲得が一層重要となっている（Appendix参照）。他方で、現状では類似するパッシブファンドが乱立し、差別化の中心が手数料に偏っている。また、小規模投資家（中小年金基金など）に対しては、採算面の制約から十分にカスタマイズされた商品を提供できていない。加えて、幅広い年代が投資を行うようになり、投資家ごとのリスク許容度や資産運用に期待するゴールも多様化している一方で、近年はNISAを通じた投資が外国株式に偏する傾向もみられる（図表6）。このため、投資家のリテラシー向上も踏まえつつ、アセットクラスの分散効果に着目した商品組成は十分とは言えない。

図表6：NISAの利用状況（速報値）



出所：金融庁 (https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20260218/2512nisa-graph_provisional.pdf)

※2023年12月末以前の計数（「旧NISA口座数」および「総買付額」）については、一般NISAとつみたてNISAの合計値を示している。

「アセットアロケーション」機能においては、従来型のアセットアロケーションでは資産配分が硬直化し、市場環境の変化に機動的に対応できていない状況にあると言える。また、リバランスのルールが不明確で、マーケットインパクト、取引・税コストが考慮されず、最適化されていない。加えて、短期パフォーマンスのプレッシャーにより、中長期的なアロケーションの最適化が阻害されているといった課題がある。

さらに、「リターンを提供」機能においては、ファクター投資のコモディティ化により超過収益の創出が難しくなっており、いわゆる α のベータ(β)³化が進行している。また、正規分布を前提とした従来型のリスク指標では捉えにくい極端な市場変動に対し、十分に即応できていないという課題もある。

リテール向けの販売機能においては、購入時手数料無料化(ノーロード化)や預かり資産残高ベースのフィーへのシフトにより、商品販売中心のビジネスモデルの持続性が低下している。政府・業界は方向性として「顧客本位の資産形成支援」をうたっているものの、現場ではなお販売起点の営業が残っている状況にある。

また、一部のトップ営業担当者は多様な顧客ニーズを捉えて行動しているものの、属人的な営業力に依存している。そのため、こうした行動様式を仕組み化することは難しく、全体的には、全国一律・画一的なサービス提供にとどまっており、顧客ニーズの多様化に対応できていないのが現状である。

さらに、分散投資、全体ポートフォリオ提案、継続対話・説明の高度化が十分に進んでおらず、付加価値提供モデルへの移行を担う人材基盤も弱い。人材不足を人海戦術だけで補うことは難しく、営業モデルそのものの見直しが求められている。加えて、内閣府の「資産所得倍増プラン」でも指摘されているとおり、資産形成に関する金融経済教育が国民の隅々まで行き届いておらず、投資家の一般的な金融リテラシーが諸外国に比して低いとの課題もある⁴。

iii. サービスプロバイダー

サービスプロバイダー機能については、「インベスターサービス」と「システムベンダー」の2つの観点から、パブリック領域における課題を整理する。現行の業務・システム基盤には、資産運用立国を支える市場インフラとして、なお分断的かつ非効率的な面が残っている。

「インベスターサービス」機能においては、カストディ単体では成長余地が限られるため、情報提供、分析、接続性を含む付加価値サービスへの展開が模索されている。しかし、現時点では一部のミドル・バックオフィス業務の受託などにとどまっており、運用会社にとって十分な付加価値となるインベスターサービスの拡大は、なお途上にある。セキュリティレンディングなど、保有アセットを活用した付加価値サービスについても、提供は限定的である。その結果、運用会社の収益拡大に資するインベスターサービスは十分に広がっていない。加えて、将来的なデジタルアセットの普及、トークン化、次世代流通インフラへの備えも十分とは言えない。

3 ベータ(β)とは、市場全体の変動に対する感応度を示す指標であり、投資ポートフォリオが市場全体の上昇局面および下降局面において、どの程度影響を受けるかを表す概念である。

4 <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/nipponseichosenryaku/kinyu/pdf/dabiplan2022.pdf>

次に、「システムベンダー」機能においては、日本の投資信託計理基準や業務要件が海外と異なる部分が多いことから、単純な海外パッケージ導入では対応しにくい面が多く、特定のシステムへの依存度が高い構造となっている。その結果として、価格・接続性・柔軟性の面で一定の制約が生じている側面もあると考えられる。一方で、日本固有の計理基準の影響を受けにくいフロント・ミドルシステムでは海外パッケージの利用が進んでいるものの、導入やカスタマイズのあり方によってはコスト負担が大きくなる場合がある。加えて、日本の運用会社の業務要件への適合という観点では、必ずしも十分に最適化されていない面もみられる。この点については、システムの標準化を進めすぎると、各社の差別化要因までコモディティ化し、競争優位性が失われる懸念があることから、運用会社それぞれでシステムやツール開発が行われていく可能性もある。このように、国内要件への適合を前提とした閉じた共通基盤への依存が進むことで、海外ベンダーや海外投資家との接続性に一定の制約が生じる場合があり、その結果として競争環境の広がりにも影響を及ぼす可能性がある。これは、業務効率やコスト面のみならず、日本の資産運用業界が国際的なプレイヤーと同一土俵で競争する上での制約要因の一つとなり得る。

(2) プライベート

i. 投資対象の価値発見機能

第2章で整理したとおり、資産運用会社が構造的な変化に対応するためには、「価値発見機能」と「価値提供機能」の双方を強化する必要がある。以下では、プライベート資産における投資対象の価値発見機能について、主要な論点を整理する。

まず、スタートアップ投資については、米国や欧州と比べて投資額が大きく不足しており、特にレイターステージにおける投資額の劣後が目立つ。その結果、出口確保の観点から比較的早い段階でのIPOが志向され、ユニコーンのような大規模な非上場企業を育成しにくい構造となっている。こうした状況を踏まえ、資産運用会社には、従来よりも大規模なファンドを組成し、スタートアップに継続的に投資できる流れをつくることが求められる。そのためには、国内の機関投資家に加え、海外の機関投資家や、場合によってはリテール資金も含めた資金調達基盤の拡充が課題となる。

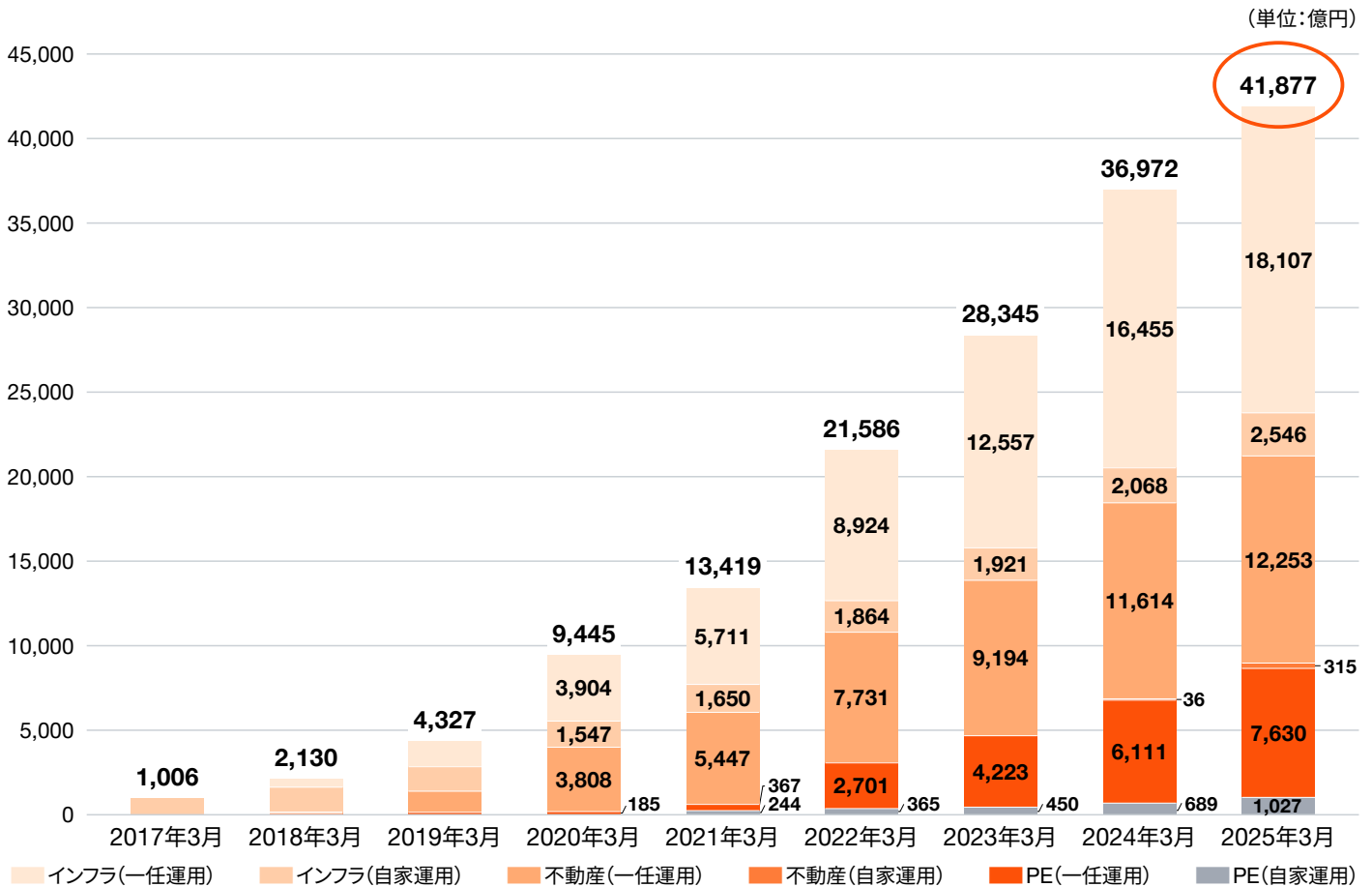
また、IPO後の企業の成長が鈍化し、株価の低迷にもつながる現象、いわゆる「上場ゴール」問題も指摘されている。上場後も資産運用会社が企業との対話を行ったり、適切なガバナンスの実効性を高めるよう働きかけたりすることで企業の持続的な成長に貢献することが期待される。

さらに、日本経済および世界経済の構造変化に伴い、産業側の資金需要や資金調達手段にも変化が生じている。例えば、日本ではこれまで、米国などの海外と比較して、プライベートクレジットファンドや太陽光発電施設など一部資産を除くインフラファンドに対するリスクマネー供給が限定的だった。継続的なインフレやそれに伴う金利上昇など、経済環境に変化がみられる中で、これまで実例の少なかったアセットクラスにも発展余地がないか検討を進めることが望まれる。また、コンテンツ産業など、今後日本で発展が見込まれる産業に対し、資産運用業界としていかに十分なリスクマネーを供給していくかも重要な課題である。

ii. 投資家に対する価値提供機能

次に、プライベート資産の領域における「投資家に対する価値提供機能」について整理する。日本では、これまで生命保険などのアセットオーナーが中心となってプライベート資産への投資を行ってきた。これは、生保資金の性質上、流動性制約のあるプライベート資産との親和性が比較的高いためである。近年は、GPIFに代表される年金資金や金融法人、さらに事業会社によるプライベート資産投資も拡大している。特にGPIFは2017年以降オルタナティブ資産への投資を大幅に拡大し、2025年3月時点で4兆円を超える投資を行っている(図表7)。

図表7：オルタナティブ資産の時価推移



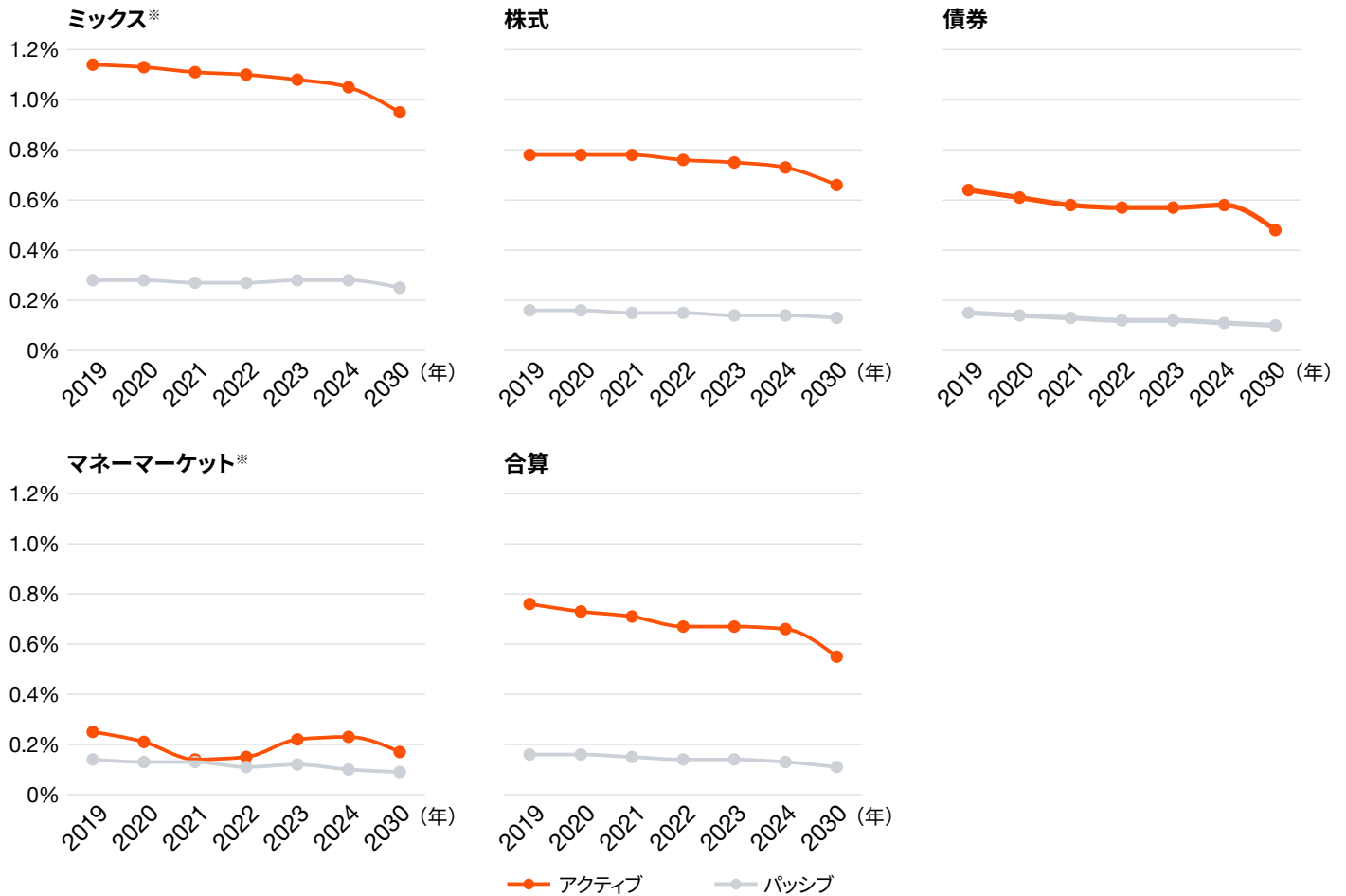
リテール投資家に関しては、米国では個人投資家がセミリキッドファンド⁵などを活用してプライベート資産に幅広く投資してきた。他方、日本では、日次で追加・解約が可能な投資信託や、取引所に上場する不動産投資信託(REIT)などが一般的な投資手段であり、REIT以外のプライベート資産への投資は限定的であった。もっとも、過去数年では、ケイマン籍の公募外国投信や国内投資信託を経由して、海外のセミリキッドファンドを通じた海外プライベートエクイティ、プライベートクレジット、不動産への投資が拡大している。一方で、現時点においても、リテール投資家の金融資産全体に占めるプライベート資産への投資比率は依然として低位にとどまっているとみられる。こうした状況を踏まえ、資産運用会社には、プライベート資産に関する商品の提供を強化して、投資家の資産分散や運用成果の向上に貢献することが求められる。特に、近年は投資信託への未公開株組入れを可能とする資産運用業協会の規制改正や、上場ベンチャーファンドに関する税制改正など、リテール投資家のプライベート資産投資機会の拡大を後押しする制度改正が進んでいる。これらの環境変化を踏まえ、従来十分に提供してこなかったアセットクラスの強化に取り組むことが課題である。また、パブリック資産と同様に、リテール投資家によるプライベート資産投資の大部分が海外資産運用会社による海外資産に集中している点にも留意が必要である。日本経済の発展に資する観点からは、国内スタートアップ企業への成長資金の供給、プライベートクレジットを通じたデット性資金の供給、インフラストラクチャーやコンテンツ産業などに対するリスクマネー供給の導管としての役割を果たしていくことも重要な課題である。

近年、パッシブファンドの台頭に伴う運用報酬率の低下傾向が顕著となる中で、プライベート資産は、運用会社が成功報酬も含め比較的高い報酬を確保できる分野として位置づけられている。この傾向自体は今後も継続すると考えられるが、プライベート資産の内部でみると、世界的には運用報酬率の低下傾向も確認されている(図表8)。その背景には、プライベート資産における運用会社間競争の激化に加え、プライベートクレジットやインフラストラクチャーなど、比較的報酬率の低いアセットクラスのアUMが拡大していることがあると考えられる。資産運用会社にとって、プライベート資産は引き続きパブリック資産対比で相対的に高い報酬を得られる分野であるものの、今後の報酬率低下も前提とした上で、業務効率化などを通じたコスト低減により利益を確保していくことが課題となる。

5 セミリキッドファンドとは、投資家の追加・解約が日次で可能ではないものの、四半期ごとなど一定の期間ごとに可能なファンドを指す。海外では四半期ごとにファンド運用資産の5%を限度として解約を受け付けるファンドなどの例がみられる。

図表8：アクティブおよびパッシブ戦略における手数料低下が業界の収益構造を再形成している

総経費率 (TERs)



注：データには、欧州、米国、中東・アフリカ、中南米で設定された投資信託およびETFが含まれます。TERは資産加重平均に基づいて算出されています。

※データには、米国で設定されたパッシブ型マネー・マーケット・ファンドおよび中南米で生成されたパッシブ型ミックスファンドは含まれていません。

出所：PwC Global AWM & ESG Research Centre、LSEG Lipper

また、特に機関投資家に対しては、個別商品の提案にとどまらず、ポートフォリオ全体を見据えたアセットアロケーションの助言を提供していくことが重要である。日本では、小規模な年金基金や地域金融機関など、十分な運用知見を内部に蓄積しにくい機関投資家も多く、こうした層に対する助言機能の強化が期待される。リテール投資家向けのアセットアロケーションに関する価値提供については、後述する。

次に、プライベート領域における販売機能について整理する。2010年代以降、金融庁が推進してきた「顧客本位の業務運営」などの影響により、投資信託の販売モデルの変革が進展している。販売会社の収益源が取引額ベースのコミッションから運用残高ベースのフィーへ移行する中で、伝統的資産と比べて残高ベースのフィーを確保しやすく、流動性制約ゆえに短期売買が難しいプライベート資産の重要性は高まっている。このため、大手販売会社が海外大手運用会社と提携し、国内投資家向けに商品を組成する事例も増えている。他方、リテール投資家においては、海外比でプライベート資産へのアロケーションが依然として低いことが課題である。販売会社には、流動性制約などパブリック資産とは大きく異なる商品性について投資家に丁寧に説明しつつ、アセットアロケーションの一部としてプライベート資産を定着させていくことが求められる。

iii. サービスプロバイダー

プライベート資産のファンドに対するファンドアドミニストレーターやシステムベンダーといったサービスプロバイダーの状況は、パブリック資産とは大きく異なる。日本のプライベート資産としては不動産と太陽光発電施設に代表されるインフラ投資が中心となっているが、これらの資産に投資するファンドのファンドアドミニストレーターは中小の会計事務所や信託銀行が中心となって中小の会計事務所や信託銀行が中心となって行っており、システム化や業務の標準化が進んでいない状況にある。



取り組むべき施策

本章では、現状課題を踏まえ、機能ごとに取り組むべき施策を整理する。近年はセミリキッドファンドの登場や投資信託において未公開株の投資が認められるなど、パブリックとプライベートの間の垣根が低くなってきている。また、投資家においても、機関投資家や富裕層を中心に自己のポートフォリオに一部プライベート資産を組み込む動きが浸透してきている。そのことから、本章ではパブリックとプライベートを併せて、資産運用業界に関係する各参加者が取り組むべき施策について論じる。

(1) 投資対象の価値発見機能

まず、「セクター・企業リサーチ」機能においては、AIを活用したリサーチ業務の高度化などの取り組みが重要になっている。例えば、パブリック投資の課題でもあげたように、日本の上場会社数はGDP比でみると世界的にも高い水準で中小型株も多いことから、比較的アクティブファンドが超過収益を生みやすいマーケットとなっている。一方で会社数が多いため、運用会社各社はAI活用やコアビジネスへのリソース再配置によってデジタルでは取れない情報収集や分析に運用担当者が集中できる環境を作る必要がある。プライベート投資の文脈では、日本ではいまだ大規模な投資マーケットが発達していない分野、具体的にはコンテンツ、太陽光発電施設以外のインフラ投資ないしはプライベートクレジットといった分野のうち、どこに注力すべきかを明確化することが、今後の課題となる。また、パブリック投資とプライベート投資の両方に言えることとして、オペレーティングモデルの再構築による人員配置の変更、ファンドマネージャーの人事・報酬制度の見直し（インセンティブ、専門化）などを進めていくことが今後ますます求められる。また、運用報酬率の低下を含む競争環境の激化を受け、規模の拡大や地域補完、プライベート資産運用などの機能拡充を目的とした買収・提携が海外で増えてきており、国内でも業界再編を含めて活性化する可能性がある。実際に、金融機関グループが公表する運用力向上・ガバナンス強化などの取り組みにおいてもインオーガニックによる成長が一つの柱となっており、その実現に向けては、目指すべき姿と現状とのギャップ、例えば海外における投資対象資産のソーシング力などを明確にした上で買収・提携の機会を追求することが肝要である。

次に、「リスクマネー供給」機能においては、公的資金の運用支援やジャパンファンドの設立、当局との連携などを進めていくことが考えられる。加えて、プライベート資産も含めた柔軟な運用支援も必要である。特に、年金基金や地方自治体では長らく日本国債をはじめとする債券運用が中心であったが、近年は運用の多様化に取り組んでおり、OCIO (Outsourced Chief Investment Officer) のような形で運用支援を行う事例も日本でみられるようになってきている。また、投資信託や私募ファンドなどを活用し、公的資金と民間資金の双方を呼び込む仕組みを整備することも有効である。

スタートアップ投資、特にレイターステージのスタートアップ企業に対する資金供給を強化していく観点からは、資産運用会社に期待される導管としての役割は大きい。従来、日本ではベンチャーキャピタルの規模が海外に比して小さかったが、一部ではアセットオーナーや機関投資家がベンチャーキャピタルへの投資を強化する動きや、金融機関などがレイターステージに着目した大規模ファンドのスポンサーとなる動きもみられる。こうした取り組みをさらに進めていくことが、市場拡大に向けて重要である。さらに、2024年には投資信託による未公開株への投資が一定の条件下で解禁されており、今後はアセットオーナーや機関投資家の資金のみならず、リテール資金もファンドを通じて日本経済の成長につなげていくことが重要である。

日本のファンドに海外資金を呼び込む観点では、ファンド運営実務をグローバルスタンダードに近づけていく必要がある。例えば、日本で組成されるプライベートエクイティファンドやベンチャーキャピタルでは、投資家向けレポートングにおいて投資先企業の公正価値評価が十分に行われていないことが多く、海外実務との大きな差異となっている。一般的に、海外投資家は自らの財務報告にあたって公正価値評価を必要とすると考えられ、通常、その評価はファンド運用会社からのレポートを基礎として行われる。そのため、ファンド側が公正価値評価に対応していないことは、投資判断上の大きな制約となる。

また、日本はグリーントランスフォーメーション(GX)、インフラ設備投資、コンテンツ(アニメ・映画)、データセンターなどの資金ニーズが国策と相まって長期にわたって増加することが見込まれる。このような資金ニーズに対して官民ファンド、民間ファンドを通じたマネー供給のためのファンド組成力(質とスピード)が必要である。例えば国内におけるコンテンツ制作時の資金提供は長らく製作委員会方式(資金提供者が製作に関与し、著作権を保有する方式)が主流であったが、近年は製作と資金提供(投資)を分離したファンドによる資金調達も増えつつある。ファンド組成には権利関係、製品評価、税制など難所が多いが、それゆえにビジネスの機会と言える。どのセクターでプレゼンスを確立するかという各社の戦略が求められる。

「投資先経営者との対話」機能については、まず、パッシブ投資において構成銘柄の企業と対話するフレームワークやカスタムインデックスの構築などを検討していく必要がある。加えて、海外投資家向けに対話を橋渡しするアドバイザリー機能を強化していくことが望ましい。

また、ファンドから投資先企業に対するガバナンスを強化していくことも重要である。近年、スタートアップによる会計不正が上場後に発覚する事例も生じている。ファンドが投資先のガバナンスに適切に関与するとともに、証券会社などと連携することで、経営者に対する適切なけん制機能を果たしていくことが大きな意味を持つ。

(2) 投資家に対する価値提供機能

「投資家ニーズの把握」機能においては、投資家が真に求めている中長期的なニーズを理解するため、投資家との対話の機会を積極的に作る必要がある。投資家ニーズの把握は商品組成に活かすことも可能である。また、海外投資家を誘致するための各種規制対応やプロモーションを強化するために、投資家所在国・スキーム別に「法務／会計／税務＋顧客確認(KYC)」をワンストップで支援していく必要がある。

情報が限られるプライベート資産においては、投資家への情報提供が極めて重要である。投資先から受領した情報の正確性の検証に加え、投資家ニーズに即した情報提供が肝要である。特に、機関投資家であれば、過去にどの投資家がどのような情報を求めたか、どのような投資案件に対してどの投資家に関心を示し、実行に至ったか(あるいは至らなかったか)といったトラックレコードの分析が有用となる。そのためには、投資対象(案件)と投資家の双方について、投資前から投資実行後までを含む時系列データを整備することが不可欠であり、蓄積されるデータが多いほど投資家ニーズの把握精度は高まる。プライベート資産には標準化されたデータフォーマットが存在しない一方で、投資対象や投資家、商品組成に必要な各種データモデルを設計することは可能である。登録すべきデータ(契約書、打合せ記録など)の蓄積や分析においては、生成AIの活用などを前提とした業務設計を進めることが望ましい。

次に、「商品組成」機能においては、投資家との対話を通じて把握した個々のニーズを踏まえ、投資家のゴールに直結する目標設定を行うアウトカム型商品や、全体ポートフォリオの最適化に資する商品など、個別ニーズに即した商品を開発していくことが求められる。加えて、小規模投資家に対しては、共同投資プラットフォームのような仕組みを整備し、大口投資家と同等水準のカスタマイズ商品へのアクセスを可能にすることが一つの方向性となる。

また、「アセットアロケーション」機能においては、インフレなどあらゆる市場環境下でも揺るぎない収益基盤を築くために、トータルポートフォリオアプローチによる柔軟なポートフォリオを設計していくことが重要である。加えて、閾値ベースなどのリバランスルールを明確化し、リバランスによる利益とコストを比較した上で、それを実施する仕組みを構築することも要となる。短期的な目標に左右されない中長期的な評価を組み込むことにより、アロケーションの最適化を図ることも視野に入れたい。先述のとおり、リテール投資家によるプライベート資産への投資比率は、現状では海外と比べて低位にとどまっており、投資対象も主として海外資産に偏っている。今後は、日本の金融機関がゲートキーパーとしての役割を果たすことで、海外のプライベート資産に対する投資機会を拡大するとともに、国内の投資対象を開発していくことも対処すべき課題となる。また、投資信託や投資法人に関する規制・税制の見直しにより、制度面ではリテール投資家の資金を日本の未公開企業へ呼び込む環境が整備されつつある。この動きを捉え、各金融機関が具体的なビジネスケースを開発していくことが求められる。

さらに、「リターンの提供」機能においては、AIやデータの活用などにより、アクティブ運用を進化させ、差別化を図っていくことが大きな意味を持つ。また、ポートフォリオリスクなどに関して、投資家への説明力の強化も必要である。



国内リテールにおいては富裕層のリスクマナーを呼び込むことが重要であり、セールスの人材育成や優秀な資産運用アドバイザー（IFA）とのリレーションが求められる。

投資家にとって、パブリック資産とプライベート資産の区別は本質的ではなく、いずれも投資資産として一体的に捉えられる。そのため、アセットアロケーションを担う資産運用会社には、パブリック資産とプライベート資産を横断したリスクファクターの分析や、ポートフォリオ戦略を可能とするデータ整備が求められる。そのため近い将来、プライベート資産であっても、データ整備の巧拙が各社の成否に強く影響する局面が到来すると考えられる。販売を担う人材が、データや販売支援テクノロジーを活用し、顧客のゴールやリスク選好を踏まえたポートフォリオを提案していくケパビリティを獲得することが重要である。その際、現状の日本においては、富裕層であっても流動性制約のあるプライベート資産への投資比率は海外より低い水準にあるとみられるため、ポートフォリオの一部としてプライベート資産を組み込む提案を進めていくことも必要であろう。

このように、パブリック資産、プライベート資産横断的な提案力を磨いて販売手数料への依存から脱却し、アドバイス・継続フォロー・資産形成支援を収益化するゴールベースモデルへ転換していくことが求められる。また、政府・業界の方向性としての「顧客本位の資産形成支援」を推進すべく、長期・積立・分散を前提とした伴走型アドバイザリーへ営業モデルの再設計を進めるべきである。

全国一律・画一的なサービス提供から脱却するため、顧客を資産水準、投資経験、ライフステージ、ニーズ別にセグメント化し、差別化したサービスの提供を検討するとともに、単品販売ではなく、ポートフォリオ全体の最適化とアウトカム起点の提案へシフトしていくことが望ましい。

人材育成に関しても、営業人材の育成、専門人材の活用、評価・報酬制度の見直しを通じて提案力を底上げするとともに、提案支援ツール、営業ナレッジ共有、AI活用などにより、属人化しない営業力の再現性向上をサポートするためのツールを利用していくことが有用である。また、AI活用やデジタル化を通じて、提案準備、顧客分析、説明、フォローの効率化・高度化を進めることも求められる。

(3) サービスプロバイダー

まず、「インベスターサービス」機能に関しては、受託・事務処理中心から、ファンドアドミニストレーションの高度化へ役割を拡張し、運用会社が本業に集中できるよう、ミドル・バックオフィス機能を高品質で外部提供する基盤を整備する必要がある。また、運用会社における他社との差別化の源泉ともなり得るセキュリティレンディングサービスを拡充させるために、少量多品種の業務を支えるプラットフォームを活用し、インベスターサービス側が少量多品種の業務でも遂行可能な態勢を構築することが重要である。

次に、「システムベンダー」機能に関しては、まず対象業務を、運用判断、顧客体験、営業ノウハウなどの他社との差別化が可能な競争領域と、バックオフィス業務などの非競争領域とに識別することが有効である。その上で、各領域に適したベンダーを活用し、特定ベンダーへの過度な依存を避ける体制を構築することが求められる。競争領域では、拡張性・柔軟性の高いパッケージを活用しつつ独自のビジネス要件を具備させることで、他社との差別化を図り、収益拡大につなげることが可能となる。また、競争力を高めるためには、日本固有の要件に対応しつつ、海外ベンダー、海外投資家、海外運用会社とも接続可能なアーキテクチャを採用することが重要である。一方、非競争領域では、標準化されたパッケージを活用することで業務効率化とコスト削減を図ることができる。あわせて、マニュアル依存の業務から脱却し、データ基準・フォーマットを標準化した情報連携基盤を整備を進めるべきである。サービスプロバイダー機能においては、収益拡大とコスト削減を両立しつつ、他社との差別化を実現できるアーキテクチャの構築が鍵となる。

プライベート資産に関するコアカストディ、ファンドアドミニストレーター、ミドルオフィス、パフォーマンス分析などの全てのサービスを提供することは、業務の難易度とコスト面から容易ではない。既存ビジネスの強みが活かせる業務範囲の識別、法律事務所や税理士事務所、ITベンダーなどの外部専門家との協業、ノウハウ蓄積のための戦略的価格設定（ペネトレーションプライシング）など、ビジネスケース策定が必須である。投資対象やスキームに依存しない根幹となる標準業務プロセスと、投資対象・スキームごとに異なる業務プロセスを定義し、一つひとつの業務処理に要するコストを試算した上で、想定顧客との対話を重ねながらビジネスケースの成立余地を探る作業が必要となる。



業界全体

(1) 人材

資産運用業にとって人材が競争力の源泉であることは言うまでもなく、昨今の人材獲得難の状況下において、価値ある人材の育成と確保を経営課題として捉える企業は多い。

これまで、銀行系・証券系・保険系のグループに属する資産運用会社(または部門)では、グループ全体の評価・報酬体系に沿った仕組みが一般的であった。これに対し近年は、資産運用会社(部門)独自に、競合に見劣りしないベース報酬や高い変動報酬を含む制度のあり方を検討する企業が増えている。各社の制度設計は、収益に直結する職種であるファンドマネージャーを主眼としており、成果報酬、セイムボート、譲渡制限付株式ユニット(RSU)など、ベース給与以外にも多様な設計が可能である。

優秀なファンドマネージャーの採用・定着において報酬が重要であることは言うまでもないが、論点はそれにとどまらない。企業が資産運用業を通じて実現したい社会的価値や投資哲学に社員自身が共感できるか、また、資産運用人材として業界で活躍するためのキャリアパスや育成体系、運用成果が透明性をもって評価される環境があるか、自身に委ねられる裁量が大きいかなどが帰属意識に影響する。加えて、ITインフラの重要性も見過ごせない。稼ぐことがミッションであるフロント部門が、「データ分析」ではなく「データ探し」や「データ登録」に時間を割く状況は、なお多くの企業に共通する課題である。ITインフラの未整備は、表面的には収益性の悪化として捉えられがちだが、人材の定着を阻害する要因にもなり得ると認識すべきである。

(2) 業界インフラ

投資信託業界では近年、基準価額の一者計算やマテリアリティポリシーなどの課題について、資産運用業協会を中心に、業界全体として指針やベストプラクティスを検討する動きがみられる。パブリック資産が報酬率の低下に伴う利益率悪化に直面する中、このような取り組みを通じて、業界全体の効率性を向上させていくことが重要である。

今後、資産運用業界がリテール投資家に対するプライベート資産の展開など新たな課題に対応していくためには、プライベート資産の評価、投資制限、流動性管理などの論点について、業界全体として指針を示していくことが重要である。こうした取り組みは、プライベート資産、ひいては業界全体に対する信頼感の醸成に資する。また、今後日本で暗号資産に投資するファンドが導入される可能性も踏まえ、暗号資産のカストディ方法を含めた一定の指針をあらかじめ示しておくことも望ましい。

業界インフラの整備においては、サービスプロバイダーの関与も重要である。例えば、プライベートクレジットにおいては、ローン取引に特化したシステムの提供や、資産運用会社・銀行などによる利用が進んでいる例もみられる。今後、日本においてプライベート資産の投資市場を拡大していくためには、それを支えるシステム面でも新たなケーパビリティの獲得が求められる。加えて、監査法人や会計系アドバイザリーファームがプライベート資産の時価評価をより効率的に実施できるケーパビリティを獲得していくことは、投資先としての日本の魅力向上の観点からも重要である。

まとめ

本レポートでみたとおり、資産運用業界は、パブリック資産におけるパッシブ化の進展と手数料率の低下、プライベート資産への資金シフト、人材獲得競争の激化、業界インフラ高度化の要請といった複数の構造変化に直面している。今後、国内資産運用会社、販売会社、サービスプロバイダーが持続的に競争力を高めていくためには、個別領域ごとの対応にとどまらず、投資対象の価値発見、投資家に対する価値提供、販売、人材、業界インフラを一体で見直していくことが必要である。

加えて、各社には明確なポジショニング戦略が求められる。先述のPwCが公表したレポートでは、今後資産運用会社を取り得るビジネスモデルを、1) フルスケール型プライベート・トゥ・パブリック・ハイパーマーケット、2) ソリューションプラットフォーム、3) 低コスト製造業者、4) ニッチチャンピオンの4つに分類している。資産運用会社はどのビジネスモデルを採用し、いかに競争優位を築くのかを検討することが求められる。商品組成においても、総花的に対応するのではなく、自社の重点領域に応じた時間・人員の配分戦略が重要となる。

以上を踏まえ、資産運用業界として優先的に取り組むべき具体的提言を以下に示す。

資産運用会社：

- パブリック資産では、AI活用や人員配置の見直しを通じてリサーチ機能を高度化し、アクティブ運用の差別化余地を明確化すること。
- 公的資金や年金資金の運用支援を強化し、ジャパンファンドや共同投資の仕組みを活用して、成長分野へのリスクマネー供給を拡大すること。
- 投資家ニーズの把握、商品組成、アセットアロケーション、リターン説明を一体で高度化し、ゴールベースかつアウトカム起点の価値提供モデルへ転換すること。
- プライベート資産では、スタートアップ、プライベートクレジット、GX・インフラ、コンテンツなどの重点領域を定め、資金調達基盤の拡充とファンド組成力の強化を進めること。
- 人材面では、報酬制度の見直しに加え、投資哲学への共感、キャリアパス、評価の透明性、ITインフラ整備を通じて、優秀な人材の採用・定着を促進すること。

販売会社：

- リテール投資家に対するプライベート資産の提供拡大に向け、商品性の丁寧な説明、販売人材の育成、IFAなどとの連携強化を進め、アセットアロケーションの一部としての定着を図ること。

サービスプロバイダー・業界団体：

- データ連携基盤、評価・流動性管理ルール、ファンド事務・システムの標準化、国際接続性の向上に向けた指針整備を進め、業界全体の信頼性と効率性を高めること。

外国株式・米国型(円ヘッジ)

		アクティブ・ファンド		インデックス・ファンド		純資産総額加重平均リターン		均等加重平均リターン		アクティブ勝率 (%)
		期初本数	存続率 (%)	期初本数	存続率 (%)	アクティブ (%)	インデックス (%)	アクティブ (%)	インデックス (%)	
期間別結果	1年	33	100.0	20	100.0	4.7	8.6	8.5	7.7	30.3
	3年	35	85.7	15	93.3	13.1	12.4	11.0	11.5	42.9
	5年	31	83.9	8	87.5	9.8	11.8	9.9	10.8	32.3
	10年	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	15年	-	-	-	-	-	-	-	-	-

外国株式・新興国型・グローバル

		アクティブ・ファンド		インデックス・ファンド		純資産総額加重平均リターン		均等加重平均リターン		アクティブ勝率 (%)
		期初本数	存続率 (%)	期初本数	存続率 (%)	アクティブ (%)	インデックス (%)	アクティブ (%)	インデックス (%)	
期間別結果	1年	39	97.4	23	100.0	3.2	4.4	2.1	3.8	28.2
	3年	37	83.8	21	100.0	12.7	11.2	9.8	11.0	29.7
	5年	51	60.8	21	100.0	12.8	13.1	11.5	13.0	15.7
	10年	53	32.1	9	88.9	6.4	6.1	4.6	6.1	7.5
	15年	39	30.8	6	83.3	6.7	6.7	5.9	6.9	2.6

外国株式・中国圏型

		アクティブ・ファンド		インデックス・ファンド		純資産総額加重平均リターン		均等加重平均リターン		アクティブ勝率 (%)
		期初本数	存続率 (%)	期初本数	存続率 (%)	アクティブ (%)	インデックス (%)	アクティブ (%)	インデックス (%)	
期間別結果	1年	33	81.8	7	100.0	8.8	9.4	7.3	9.4	36.4
	3年	35	77.1	7	100.0	-2.5	0.3	-3.3	0.1	11.4
	5年	39	64.1	7	71.4	1.4	7.6	1.7	6.7	7.7
	10年	61	36.1	6	50.0	2.6	1.9	2.1	1.6	14.8
	15年	58	36.2	5	60.0	6.9	6.1	6.2	5.6	19.0

国内債券・中長期型

		アクティブ・ファンド		インデックス・ファンド		純資産総額加重平均リターン		均等加重平均リターン		アクティブ勝率 (%)
		期初本数	存続率 (%)	期初本数	存続率 (%)	アクティブ (%)	インデックス (%)	アクティブ (%)	インデックス (%)	
期間別結果	1年	44	95.5	24	100.0	-1.0	-2.8	-1.1	-2.8	81.8
	3年	38	94.7	24	100.0	-1.4	-2.7	-1.4	-2.8	73.7
	5年	36	80.6	23	100.0	-1.2	-2.3	-1.2	-2.4	61.1
	10年	32	71.9	15	100.0	-0.3	-0.7	-0.2	-0.7	62.5
	15年	16	81.3	10	100.0	0.2	0.1	0.4	0.0	75.0

外国債券・世界型(除く日本)

		アクティブ・ファンド		インデックス・ファンド		純資産総額加重平均リターン		均等加重平均リターン		アクティブ勝率 (%)
		期初本数	存続率 (%)	期初本数	存続率 (%)	アクティブ (%)	インデックス (%)	アクティブ (%)	インデックス (%)	
期間別結果	1年	50	98.0	26	100.0	-4.7	-3.0	-3.7	-3.2	30.0
	3年	50	94.0	25	100.0	4.1	4.5	4.3	4.3	42.0
	5年	56	82.1	25	96.0	4.2	3.9	4.4	3.8	39.3
	10年	66	62.1	20	90.0	1.6	2.0	1.9	2.0	16.7
	15年	58	58.6	19	84.2	4.1	4.4	4.2	4.4	5.2

外国債券・世界型(除く日本、円ヘッジ)

[illegible]

外国債券・米国型

[illegible]

外国債券・米国型(円ヘッジ)

[illegible]

外国債券・新興国型・グローバル(現地通貨建て)

[illegible]

外国債券・新興国型・グローバル(円ヘッジ)

[illegible]

国内REIT

		アクティブ・ファンド		インデックス・ファンド		純資産総額加重平均リターン		均等加重平均リターン		アクティブ勝率 (%)
		期初本数	存続率 (%)	期初本数	存続率 (%)	アクティブ (%)	インデックス (%)	アクティブ (%)	インデックス (%)	
期間別 結果	1年	43	93.0	43	100.0	6.9	8.0	6.9	7.8	20.9
	3年	41	92.7	41	100.0	0.4	0.8	0.6	0.7	34.1
	5年	43	88.4	35	100.0	4.7	5.3	4.9	5.2	23.3
	10年	41	90.2	22	95.5	3.0	3.5	3.1	3.4	24.4
	15年	18	100.0	10	100.0	8.4	8.6	8.5	8.7	38.9

外国REIT・世界型

		アクティブ・ファンド		インデックス・ファンド		純資産総額加重平均リターン		均等加重平均リターン		アクティブ勝率 (%)
		期初本数	存続率 (%)	期初本数	存続率 (%)	アクティブ (%)	インデックス (%)	アクティブ (%)	インデックス (%)	
期間別 結果	1年	47	95.7	16	100.0	-0.7	-1.1	-0.7	-0.6	57.4
	3年	45	95.6	15	100.0	5.0	5.6	4.1	6.3	15.6
	5年	42	95.2	15	100.0	12.0	12.9	11.0	13.5	7.1
	10年	34	91.2	6	100.0	4.7	5.7	4.9	5.4	29.4
	15年	30	86.7	3	100.0	9.0	10.2	8.9	9.9	23.3

出所：Morningstar Japan アクティブ・バシブ・バロメーター日本版2025年レポート

©2026 Morningstar, Inc. All Rights Reserved. 本レポートに含まれる情報、データ、分析および意見は、(1) Morningstar、その関連会社および／またはコンテンツ提供者の機密かつ専有的な情報を含み、(2) 複製または再配布することはできず、(3) Morningstar が提供する投資助言を構成するものではなく、(4) 情報提供のみを目的として提供されるものであり、有価証券の売買の申込みまたは勧誘を構成せず、(5) 完全性、正確性または適時性について何ら保証されるものではありません。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。また、Morningstar、その関連会社またはコンテンツ提供者は、本情報、データ、分析または意見、またはそれらの利用もしくは配布に起因し、または関連して生じたいかなる投資判断、損害その他の損失についても、一切の責任を負わないものとします。





PwC Japanグループ

<https://www.pwc.com/jp/ja/contact.html>



www.pwc.com/jp

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社（PwC Japan有限責任監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む）の総称です。各法人は独立した別法人として事業を行っています。

複雑化・多様化する企業の経営課題に対し、PwC Japanグループでは、監査およびブローダーアシュアランスサービス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、そして法務における卓越した専門性を結集し、それらを有機的に協働させる体制を整えています。また、公認会計士、税理士、弁護士、その他専門スタッフ約13,500人を擁するプロフェッショナル・サービス・ネットワークとして、クライアントニーズにより的確に対応したサービスの提供に努めています。

PwCは、クライアントが複雑性を競争優位性へと転換できるよう、信頼の構築と変革を支援します。私たちは、テクノロジーを駆使し、人材を重視したネットワークとして、世界137の国と地域に364,000人以上のスタッフを擁しています。監査・保証、税務・法務、アドバイザリーサービスなど、多岐にわたる分野で、クライアントが変革の推進力を生み出し、加速し、維持できるよう支援します。

発行年月：2026年7月

管理番号：I202606-02

© 2026 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.