

# 企業年金の運用環境の変化と今後の課題

(2025 年 12 月 12 日 企業年金連合会「企業年金シンポジウム」における基調講演)

株式会社大和総研  
理事長 中曽 宏

## (はじめに)

ご紹介いただいた中曽です。日本銀行（日銀）の担当者時代に机を並べた企業年金連合会の鮫島正大理事長、並びに資産運用立国分科会で一緒した中村明弘運用執行理事に今回のシンポジウムにご招待いただいたことを感謝します。さて、現在、世界は複数のメガトレンドが同時進行する大きなうねりの中にあります。メガトレンドとしては、MAGA (Make America Great Again) とそれに伴い進展する世界経済の分断と格差の拡大、地政学リスクの高まり、AI 等先端技術の急発展に伴う産業構造の転換、気候変動、プライベート市場の急拡大と NBFIs (Non-bank financial institutions) のプレゼンス拡大、世界的な財政赤字の拡大等を挙げることができます。これらメガトレンドが相互作用する中で、運用環境も変貌を遂げています。そこで、本日は、まず、運用環境の変化を概観した後、「資産運用立国実現プラン」の進捗状況を確認します。その上で、今後の年金運用の課題と思われる点を提起して、本日のシンポジウムの議論の材料を提供したいと思います。

## 1. 年金運用環境の変化

### (デフレの終焉)

〈図表 3〉<sup>1</sup>は日本の経済金融指標の長期時系列です。バブル崩壊後、長い経済停滞とデフレが続きましたが、左図にあるように株価はバブル期のピークを越え、AI 関連の投資拡大期待と円安にも支えられ、上昇基調を維持しています。また、右図に見るように、CPI 前年比は足元 3% と日銀の 2% の物価安定目標を 43 か月間連続で上回り、もはやデフレは過去のものになっています。これに伴い 10 年物金利も上昇し、金利のある世界が復活しています。

企業年金は、加入者が退職後の生活において、インフレの影響を受けることなく、より豊かな生活を送るための重要な制度です。年金は従業員に対する後払い賃金でもあるので、その運用リターンの向上は、将来の所得リスクを低減させ、消費の増加を通じて持続的経済成長にも寄

<sup>1</sup> 図表番号は、巻末添付した講演資料のページ番号に対応（以下同様）。なお、公開版作成にあたり、発言内容および講演資料を一部修正した。

与します。長く続いたデフレ下ではキャッシュを保有することが得策でしたが、その時代は終わり、資産運用の巧拙が問われる時代になりました。

### (Trump2.0 下の経済金融環境)

MAGA の象徴的産物は関税政策です。〈図表 4〉は、主要国に対する相互関税率の一覧です。日本は 15% で EU・韓国と並んで低い方から二番目のグループに属します。関税は、多角的自由貿易体制を柱とする国際経済秩序からの逸脱を意味し、貿易の流れの変化を通じて世界経済に広範な影響を与えます。

### (IMF 世界経済見通し)

世界経済全体への影響を、〈図表 5〉に掲げた、IMF が 10 月に公表した「世界経済見通し (WE0)」で点検したいと思います。WE0 によると、世界の GDP 成長率は 2025 年が 3.2%、26 年は 3.1% と予想されています。これは、過去 20 年間 (2000~2019 年) の平均成長率 3.7% に比べるとかなり低いです。しかし、右列の、Trump 関税政策の影響が織込まれていなかった今年 1 月時点の見通しと比較すると、2025 年の下方修正幅は -0.1%pt、26 年が -0.2%pt と、これまでのところ、負の影響は軽微にとどまっています。

国別に見ると、米国が、自らの関税政策の影響で 2025 年の下方修正幅が -0.7%pt と主要国の中では一番大きいです。今後は、関税政策に加え、移民規制の強化を背景とした労働供給制約が成長をどの程度下押しするかが注目されます。日本は、2025 年の成長率見通しは 1.1% と 1 月見通しから不変であり、結構持ちこたえています。中国は、米国関税政策によって最も大きな影響を受けるはずですが、2025 年成長率はむしろ +0.2%pt 上方修正されています。これは、米国関税政策の影響を見越した、主としてアジアや欧州向けの輸出の前倒しという一時的要因によるところが大きいと思います。なお、IMF は、つい先日まで行われた、中国政府とのいわゆる「4 条コンサルテーション」を踏まえ、追加的な景気対策が打たれることを前提に、2025 年の成長率を 5.0% に、2026 年の成長率見通しを 4.5% にそれぞれ上方修正しました。

以上のように、世界経済への影響はこれまでのところ限定的ですが、これは主として、駆け込み的な貿易や投資、在庫の積上げといった一時的な要因によるものと思われます。これらの要因が剥落するにつれ、景気減速の兆しが、労働市場の軟化、貿易の伸びの鈍化、米国での関税の物価転嫁などに現れてくると予想しています。構造的なリスクも高まっています。IMF は具体例として、各国財政の脆弱性の高まり、AI 活用による持続的な生産性向上が期待外れとなった場合の株価調整などを指摘しています。また、中央銀行の独立性を脅かす動きもマクロ経済を不安定化させる、と警鐘を鳴らしています。以上の諸点を踏まえ、IMF は、世界経済の先行きについて、全体としては「下振れリスクの方が大きい」と総括しています。

## （ESG 投資をめぐる風向き）

米トランプ政権の発足後、ESG 投資に対する風向きが逆風に変わり、大手のアセットマネージャーは共和党政権に付度して Net Zero Asset Managers initiative<sup>2</sup>から去りました。しかし、**〈図表 6〉**に表でハイライトして示すように、富裕層を多く擁する民主党寄りの Blue State に所在する公的年金の資産運用規模は 2.9 兆ドルと、共和党寄りの Red State 所在の公的年金の 1.4 兆ドルの約 2 倍です。資本市場のアジェンダ設定は Blue State の公的年金が主導しているもので、彼らの運用方針が変化しない限り、その委託を受けるアセットマネージャーの ESG 投資姿勢が 180 度転換するというわけでもないでしょう。

## （資金の流れの変化）

トランプ政権の発足を契機に、ドルの保有動機にも変化が起きているように見えます。**〈図表 7〉**の左図の外貨準備におけるシェアは米ドルが 41% と他の通貨を凌駕していますが、2018 年を境に趨勢的には低下しています。最近では、黄色で表示した金のウェイトが急上昇しており、ユーロと並んでいます。また、米国の関税が発動された、いわゆる「Liberation Day」直後の 4 月上旬、米株、米国債、米ドル為替相場は、あたかも「Minsky Moment<sup>3</sup>」が訪れたかのようなトリプル安に見舞われ、基軸通貨ドルに対する信認が揺らぐ場面がありました。この時期 4 月中に右図に示すように、日本へは株式と債券の合計で 8.2 兆円もの大規模な資金が流入しました。その後も、変動を伴いながらも日本への流入基調は続いているようにうかがえます。

こうした国際金融環境の変化以外にも、日本への資金流入が続くと予想できる理由がいくつかあると思います。**〈図表 8〉**に列挙したように、第一は、貯蓄から投資への動きが継続する中で、金融政策の正常化により、金利のある世界が復活していることが円建て資産の投資対象としての魅力を高めていること、第二に、コーポレートガバナンス面で「資本コストと株価を意識した経営」が浸透していること、そして、第三に、企業が事業ポートフォリオを見直す中で MBO を含む M&A 案件の増加に繋がる、との投資家の期待が醸成されていることです。日本取引所グループ（JPX）が目指す上場廃止基準の厳格化も、特にグロース市場での M&A を後押しすることになるだろうと予想しています。

## （ノンバンクの投資活動）

NBFI の投資活動の活発化も最近のメガトレンドのひとつで、日本市場も例外ではありません。**〈図表 9〉**に示すように、米国の投資ファンド、特に、緑の線で表示したヘッジファンドの日本向け投資がこのところ急拡大しています。日銀の 10 月「金融システムレポート」によると、これらヘッジファンドは日本国債市場で裁定取引を通じてロング、ショートの両建てでのポジショ

<sup>2</sup> 投資先企業の温室効果ガス排出量ネットゼロ達成を目指す、資産運用会社による自主的なイニシアティブ。

<sup>3</sup> 資産価格がスパイラル的に急落し金融市場が崩壊する転換点を指す。米国の経済学者ハイマン・ミンスキーが唱えた。

ンを拡大している模様です。

実際、**〈図表 10〉**の左図にあるように、ヘッジファンドを含む海外投資家の現物国債取引高におけるシェアは拡大しています。また、中央の図からわかるように、米系ヘッジファンドが大半を占めるとされるケイマン籍ファンドの国債取引回転率は際立って高くなっています。さらに、右図からは、裁定型取引の特徴を反映して、売り・買い両側で海外投資家による取引が拡大していることが見て取れます。

裁定取引の利幅は小さいので、これら海外ファンドは金融機関からの借入やレポ市場で資金調達を行い、レバレッジをかけてリターン向上を狙うことが多いようです。海外ファンドの裁定取引は、市場の価格発見機能向上に寄与する半面、何らかの異変を契機にデレバレッジが急速に進むような場合には、市場変動を増幅するリスクがあります。異変の原因は国内で発生するとは限りません。海外の大手ファンドは複数の国を跨いで投資を行っているため、海外で生じた市場変動がわが国に伝播しやすくなっていると考えられます。こうした新たなリスク波及経路も投資環境の変化として認識しておく必要があると思います。

全体を総括しますと、ドルの基軸通貨としての優位性が直ちに揺らぐことはないにしても、投資対象をドル建て資産から円を含む他の通貨や金への分散化を図る動きは、今後とも継続するだろうと予想しています。

## 2. 資産運用立国実現プランの進捗状況

### （家計金融資産の動向）

次に、岸田政権下で 2023 年に打ち出された「資産運用立国実現プラン」の進捗状況について概観します。本構想は、総額 2,200 兆円の家計金融資産のうち、約半分を占める現預金が投資に向かい企業価値を向上させ、その恩恵が家計に還元される好循環を創り出すことを目的としており、これまでインベストメントチェーンを構成する各主体への働きかけや改革が重ねられてきたところです。

まず、家計金融資産の全体の動きを見ると、株式の時価の上昇を勘案する必要がありますが、**〈図表 12〉**が示すように、家計金融資産残高が増加する中で、赤線で表したそれに占める株や投資信託等のリスク性資産の割合は上昇傾向にあり、2 割に接近しています。貯蓄から投資へというチャンネルは拓かれつつあると評価できます。

これを促進した要因のひとつが NISA（少額投資非課税制度）の抜本的拡充と恒久化です。**〈図表 13〉**の左のグラフに示すように、特に 2024 年の新 NISA 開始後、口座数、総買付額ともに拡大ペースが加速しています。また、右図で買付額の内訳を見ると、約 4 割が主として高配当の国内株に回っていることが見て取れます。全てが海外へ回っているわけではないことを、この図は示しています。

## （アセットオーナー・プリンシプルの受入れ動向）

次に、アセットオーナー・プリンシプルについてです。アセットオーナー・プリンシプルは、アセットオーナーが受益者の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任(Fiduciary Duty)を果たしていく上で有用と考えられる、5項目からなる共通の原則を定めたものです。2024年8月に策定された後、同プリンシプルの受入れを表明したアセットオーナーは、**〈図表 14〉**に示すように直近では313先に及んでいます。内訳を見ると、企業年金の数が増加している一方、大学のファンドや学校法人は伸び悩んでいます。今後は、より広い範囲のアセットオーナーに受入れを促すとともに、受け入れた先は、「comply or explain」の手法に沿って各原則の実施状況、または実施しない理由を述べて説明責任を果たしていくことが必要だと思います。

## （企業年金加入者のための運用等の見える化）

資産運用立国実現プランでは「年金加入者のための運用の見える化」も掲げられました。これは、企業年金の情報を一般公開することで、他社との比較や分析が可能となる環境を整え、受益者の最善の利益のために年金運営を改善できるようにすることが目的です。具体的には、企業年金事業者が年金の運営状況について厚生労働省（厚労省）に提出する報告書の内容のうち一定の事項を公開することが想定されており、現在、厚労省において、DB（確定給付企業年金）、DC（企業型確定拠出年金）それぞれについて開示対象・項目の検討が進められていると理解しています。

この間、企業年金連合会が、企業年金全体の資産構成や運用の状況を分析・公表しています。また、一部国内格付機関も主要企業年金を対象とした実態調査の中で、個別年金の積立比率や運用実績等を横並びで比較したデータを会員向けに開示しています。これらの分析やデータからは年金運用姿勢の変化や運用実績のバラツキ等について極めて有益な知見が得られることを私自身実感しています。

厚労省が見える化のために構築を進めている「企業年金総合情報管理システム」には、報告義務を負う全ての企業年金の情報が格納されるので、それを活用した見える化効果は極めて大きく意義深いと考えられます。今後準備が着実に進捗し、予定通り令和9年度中に新システムが稼働開始することを期待しています。

## （日本版 EMP－新興運用業者促進プログラム）

新興運用業者促進プログラム（日本版 EMP）については、「資産運用立国実現プラン」に沿って、日本投資顧問業協会が、**〈図表 15〉**に掲げた「エントリーリスト」を編纂しました。また、かんぽ生命が、**〈図表 16〉**に示したようなスキームの下で3社（2025年12月12日時点）の新興運用業者への投資を実行するなど、いくつか実例も生じています。EMPの普及を促進する観点から、東京国際金融機構（FinCity.Tokyo）では、国内新興運用業者との接点構築、海外アセット



オーナーとのマッチング、国内アセットオーナーに向けた情報発信の 3 つを柱として複数のプログラムを実施しているところです。

この一環として、2026 年 2 月には、国内外の関係者を対象に Tokyo Asset Management Forum の開催を予定しており、海外アセットオーナーによる EMP の事例を紹介するパネルのほか、例年通り「EM Showcase」と称して、特に斬新な運用を行っている運用業者を紹介するプログラムも計画しています。こうしたイベントの積み重ねを通じて EMP の普及に少しでも貢献できればと願っています。

### 3. 企業年金の今後の課題

以上述べてきたように、今後とも「実現プラン」を着実に推進していく必要がありますが、この間、資産運用立国を目指す上では、「実現プラン」には明記されていなかった新たな課題も見えてきたと思います。以下では、そうした課題のいくつかを取り上げます。

#### (目先の課題)

まず、目先の課題としては、外国投資家に対する課税の問題があります。グローバル投資家の対日投資意欲がかつてなく高まっているのは事実ですが、持続的な投資の実現のためには対処すべき問題があります。〈図表 18〉で示すのはその一例です。具体的には、日本に GP（無限責任でファンドの運営を行う組合員）がいるファンドに対して、海外投資家が LP（有限責任で投資を行う組合員）として出資する場合、現行制度の下では、LP は GP と国内の恒久的施設で共同事業を行うものとみなされ、LP は投資から得た分配金に対して所得税・法人税が課税されます。

ただ、表右下に列挙した、当該 LP が業務執行行為を行わない、組合財産に対する持分割合が 25%未満であること等の要件を全て満たす場合には、非課税とする特例があります。しかしながら、現在の特例の要件が厳格すぎ手続きも煩雑であることが海外 LP 投資家にとって対日投資の障壁となっているとの指摘があります。そこで、国内投資を促す観点から、適用要件の緩和や手続きの簡素化等の見直しを行うことが適当と考えられます。

#### (DB・DC の方向性)

次に、DB や DC の残された課題についてお話しします。まず、DB については、金利高など運用環境の変化を反映して、〈図表 19〉で示すように、積立比率は、足元では 100%近くまで上昇しています。こうした年金財務の改善は、リスク性資産への運用配分の増加や、キャッシュバランス制度における給付改善などへの途を拓くと思います。給付増額は、労使間の合意と厚労大臣の承認・認可といった規約変更にかかる手続きが必要ですが、インフレに耐える将来所得を確保するためにも取り組んでいくべき重要課題と考えます。

DC については、今後のあり方を検討する上で、豪州で老後の所得保障の充実を目的に 1992 年に導入された DC 型私的年金である Superannuation が参考になると思います。制度の概要は、**〈図表 20〉**の左側に示す通り、被用者を強制加入として雇用主に掛け金拠出を義務付けています。被用者は自身の職業や自らの投資選好に応じて右の表にある 5 種類のファンドからひとつを選び、各ファンドが設定する運用商品を購入します。また、左の表の下に記載したように、能動的に運用の意思決定を行わない加入者には、デフォルトファンドとして長期分散投資を实践できる仕組みである「MySuper」が設けられています。Superannuation は、豪州国民の老後を支える制度として広く普及し、今や家計金融資産の約半分を占めるに至っています。

Superannuation 制度が示唆する日本の私的年金改革の方向性として以下の 2 点を指摘できると思います。第一は、企業年金の導入割合が約 3 割と低い中小企業の従業員を念頭に、個人型確定拠出年金（iDeCo）を活用した資産形成制度の仕組みを検討してはどうか、という点です。例えば、加入する従業員に、雇用主が掛け金を追加で拠出するような仕組みは、中小企業が自ら企業年金を導入するよりも低コストで済むだけではなく、従業員の定着率の向上にも寄与すると思われます。

第二は、確定拠出年金制度のデフォルトファンド（指定運用方法）の見直しです。現在は加入者資産構成の約 4 割が元本確保型の商品ですが、投資環境の変化を踏まえ、これを Superannuation のように、分散投資を基本として一定のリスクを取った運用が可能となるよう制度を見直すことが必要だと考えます。

## （金融教育）

次に、やや長い目で見えた課題として「金融教育」の重要性を指摘しておきたいと思います。インベストメントチェーンを回していくという観点からは、アセットマネージャーや運用コンサルタント等の「人財」を社会に継続的に送り出していける教育の仕組みを整えていくことが必要です。

また、本日のテーマである企業年金では、受益者の最善の利益を実現していくためには、受益者、すなわち企業の従業員自身が意識を高め、アセットオーナーとのエンゲージメントを通じて運用方針や運用対象の決定に関与していく、「Make My Money Matter」という姿勢が重要だと思います。さらに、従業員の意思を反映して決まる企業年金の運営方針を、母体企業の経営方針が共有するようになると、単に運用リターンの改善だけでなく、従業員の問題意識を高め、社会課題の解決にも寄与する好循環を生み出すと考えられます。この意味で、「金融経済教育推進機構（J-FLEC）」が職域レベルでより大きな役割を果たしていくことを期待したいです。

## （システムレベル投資）

最後に、全く別の観点から、今後課題となりうる論点を紹介します。先日 COP30（国連気候変

動枠組条約第 30 回締約国会議) と back-to-back でブラジル・サンパウロにおいて開催された PRI in Person 2025 では、参加した日本の代表によると、責任投資の新たな軸として「システムレベル投資 (System-level Investment)」という考え方が中核テーマになったそうです。日本では未だ聞き慣れない「システムレベル投資」とは、銘柄選択や短期的超過リターン ( $\alpha$ ) に焦点を当てた「企業レベル (entity-level) 投資」ではなく、「市場全体の安定性 ( $\beta$ ) の改善こそが長期投資家の利益に直結する」という考え方に依拠する投資方針です。その背景として、気候変動、格差拡大といった構造リスクは、個別企業レベルでのリスク許容度やポートフォリオの管理だけでは制御できないとの認識が広がったことを指摘できると思います。

そうすると、長期投資家はシステムそのものに働きかける、例えば、市場の制度設計や社会の制度基盤整備そのものに関与していく投資アプローチが必要になります。サンパウロでの議論の盛り上がりを踏まえると、「システムレベル投資」は年金基金を含むアセットオーナー、アセットマネージャー、規制監督当局の共通課題として今後議論が深められていく可能性があると思います。責任投資の「次の 20 年」を方向付ける基軸概念となりうるだけに、日本の関係者としてもアンテナを高くし前広に対応していくことが必要ではないでしょうか。

## (結語)

岸田政権下で着手された資産運用立国構想は、石破政権を経て高市政権に引き継がれました。日本をめぐる経済金融環境の不確実性は高いものの、構想実現には追い風が吹いています。先月 (2025 年 11 月)、シンガポールで JPX が主催した「Japan-Southeast Asia Market Forum 2025<sup>4</sup>」に私も出席しましたが、アセットオーナー、機関投資家のほか、普段はあまり姿を見せないファミリーオフィス等の多様な約 500 名が集結し、対日投資の関心の高さがうかがわれました。これが持続的な投資として実現し、企業年金を含むアセットオーナーとアセットマネージャーを柱とする日本のインベストメントチェーンが機能を高め日本経済の成長に寄与していくことを祈念して、私の話を締めくくります。ご清聴に感謝します。

－ 以 上 －

<sup>4</sup> JPX/東京証券取引所が、独立行政法人日本貿易振興機構 (ジェトロ) と共催。



## 企業年金の運用環境の変化と今後の課題

株式会社大和総研  
理事長 中曽 宏

2025年12月12日

Daiwa Institute of Research

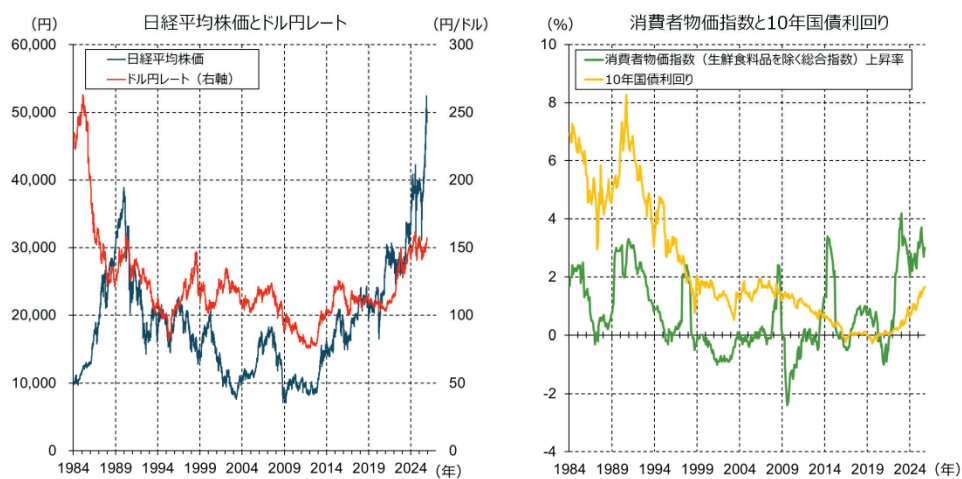
### 本日お話しする内容

1. 年金運用環境の変化
2. 資産運用立国実現プランの進捗状況
3. 企業年金の今後の課題

## 1. 年金運用環境の変化

- (1) デフレの終焉
- (2) Trump2.0下の経済金融環境
- (3) IMF世界経済見通し
- (4) ESG投資を巡る風向き
- (5) 資金の流れの変化
- (6) ノンバンクの投資活動

### 株価・為替（FX）・物価・金利の長期時系列

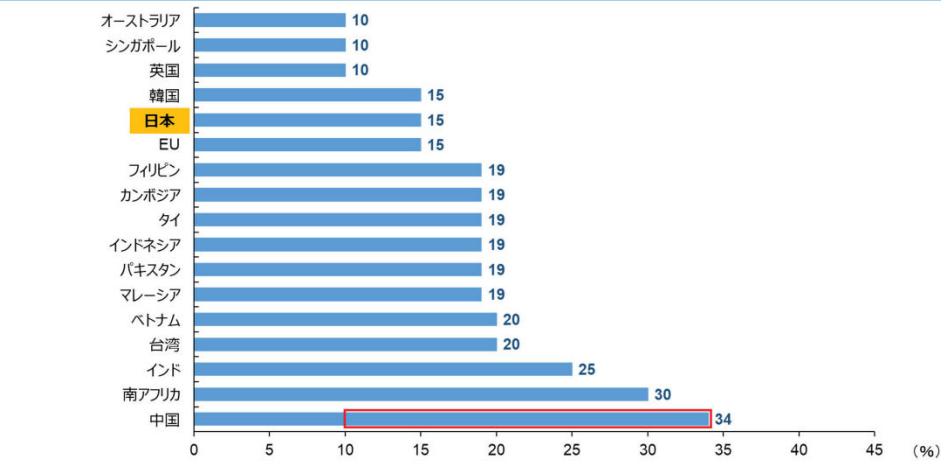


(注) 消費者物価指数 (生鮮食料品を除く総合指数) 上昇率は前年同月比の上昇率。

(出所) Bloomberg, LSEGより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

## 米国による主な国・地域に対する相互関税率（2025年7月31日公表）



(注1) 中国：相互関税率34%のうち、国・地域別関税率24%は2026年11月10日まで適用が停止されている。  
(注2) 日本：9月4日の大統領令で、一般税率が15%以上の場合は相互関税率0%、一般税率が15%以下の場合は相互関税率と一般税率の合計15%に修正。  
(注3) EU：日本（注2）と同じ相互関税率を適用。  
(注4) 第三国からの積み替え品に対する関税率は40%。  
(出所) ホワイトハウスより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

4

## IMFによる世界経済見通し（2025年10月版）

|           | 実績   | (%、%pt)  |      |              |      |
|-----------|------|----------|------|--------------|------|
|           |      | 予測       |      | 修正幅          |      |
|           |      | 25年10月時点 | 2026 | 25年1月→25年10月 | 2026 |
| 世界        | 3.3  | 3.2      | 3.1  | -0.1         | -0.2 |
| 先進国       | 1.8  | 1.6      | 1.6  | -0.3         | -0.2 |
| 米国        | 2.8  | 2.0      | 2.1  | -0.7         | 0.0  |
| ユーロ圏      | 0.9  | 1.2      | 1.1  | 0.2          | -0.3 |
| ドイツ       | -0.5 | 0.2      | 0.9  | -0.1         | -0.2 |
| 英国        | 1.1  | 1.3      | 1.3  | -0.3         | -0.2 |
| 日本        | 0.1  | 1.1      | 0.6  | 0.0          | -0.2 |
| 新興国       | 4.3  | 4.2      | 4.0  | 0.0          | -0.3 |
| サブサハラアフリカ | 4.1  | 4.1      | 4.4  | -0.1         | 0.2  |
| 新興欧州      | 3.5  | 1.8      | 2.2  | -0.4         | -0.2 |
| ロシア       | 4.3  | 0.6      | 1.0  | -0.8         | -0.2 |
| 新興アジア     | 5.3  | 5.2      | 4.7  | 0.1          | -0.4 |
| 中国        | 5.0  | 4.8      | 4.2  | 0.2          | -0.3 |
| インド       | 6.5  | 6.6      | 6.2  | 0.1          | -0.3 |
| 中東・中央アジア  | 2.6  | 3.5      | 3.8  | -0.1         | -0.1 |
| 中南米・カリブ   | 2.4  | 2.4      | 2.3  | -0.1         | -0.4 |
| ブラジル      | 3.4  | 2.4      | 1.9  | 0.2          | -0.3 |
| ASEAN-5   | 4.6  | 4.2      | 4.1  | -0.4         | -0.4 |

(注) ASEAN-5は、ASEAN（東南アジア諸国連合）の創設メンバー国である以下の5カ国で構成される：インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ。  
(出所) IMF "World Economic Outlook" より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

5

## 米国 Blue State 対 Red State

- 人口は両州でほぼ同じだが、
- 1人当たり所得は、Red州（共和党寄り）が、Blue州（民主党寄り）より平均で2割低い。
- その結果、Red州の年金基金の残高は、Blue州の約半分。

|                 | 人口計<br>(百万人) |      | 一人当たり<br>所得 (USD) |           | 公的年金<br>基金 AUM |      |
|-----------------|--------------|------|-------------------|-----------|----------------|------|
|                 |              | 割合   |                   | 全米平均=1.00 |                | 割合   |
| 全米              | 335          | 100% | 41,340            | 1.00      | 4.9兆ドル         | 100% |
| うち red state    | 134          | 40%  | 36,993            | 0.89      | 1.4兆ドル         | 29%  |
| うち blue state   | 153          | 46%  | 46,553            | 1.12      | 2.9兆ドル         | 59%  |
| うち purple state | 47           | 14%  | 39,273            | 0.95      | 0.5兆ドル         | 11%  |

- 資本市場のアジェンダ設定は、Blue州の公的年金基金が主導。
  - ✓ Red州には、化石燃料産業が集積しているため、共和党から気候変動対策への反発が起きた。
  - ✓ 不平等・格差の問題は、Red州に集積。
  - ✓ 不平等格差課題への対応は、Blue州（の公的年金基金）とRed州の実利が一致。

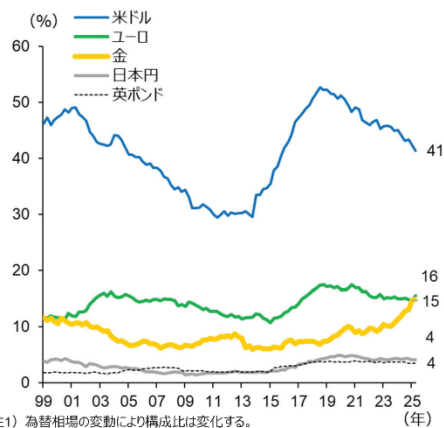
(出所) 木村 武「不平等・格差は金融経済リスク」(2025年11月)より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

6

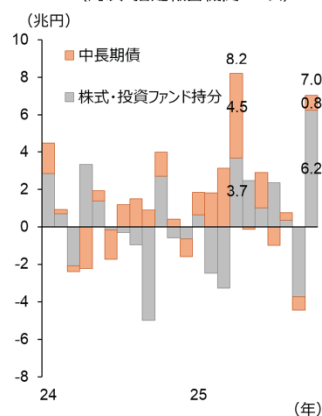
## 国際金融環境の変化

外貨準備の通貨別構成



Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

日本の対内証券売買契約等の状況  
(月次・指定報告機関ベース)

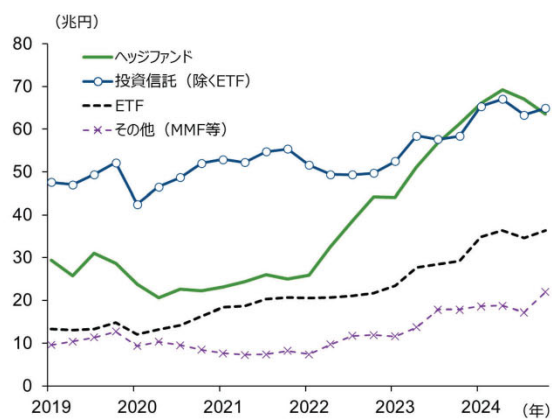


7

## 日本がさらなる資本流入を呼び込む可能性がある理由

- ・ 金利のある世界の復活による、円建て資産の投資対象としての魅力の高まり
- ・ 資本コストと株価を意識した経営の浸透
- ・ 事業ポートフォリオの見直しを受けたM&A（上場廃止基準の厳格化が後押し）

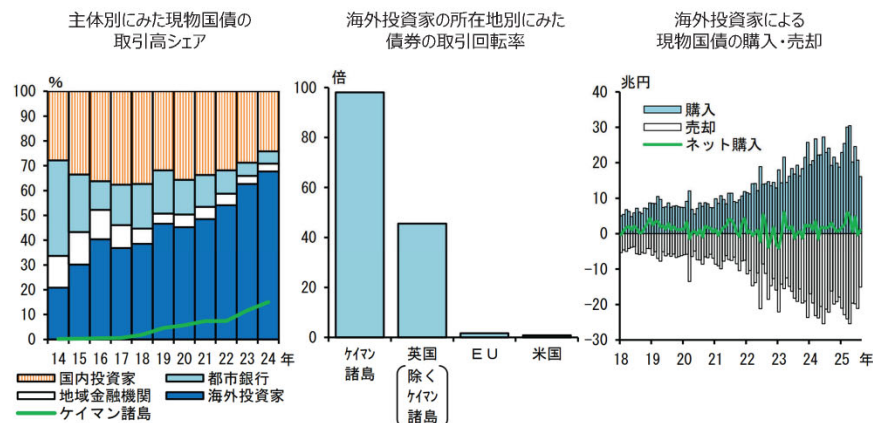
## 米国の投資ファンドによる日本向け投資額



(注) 「ヘッジファンド」の投資額は、デリバティブを勘案したグロースペースの総エクスポージャー。直近値は2024年第4四半期（10-12月期）末。  
 (出所) 米証券取引委員会（SEC）、Bloombergより大和総研作成



## 主体別にみた日本国債の取引動向



(原注) 左図の取引高は、現物国債のディーラー対顧客取引分（顧客別にみた購入＋売却、国庫短期証券は含まない）。「ケイマン諸島」の取引高は、債券取引高の国別シェアを用いて試算。  
 中図の取引回転率は、2024年中における債券取引高を2024年末の債券投資残高で割って算出。右図の直近は2025/8月。  
 (原出所) 日本証券業協会、日本銀行  
 (出所) 日本銀行「金融システムレポート 2025年10月」

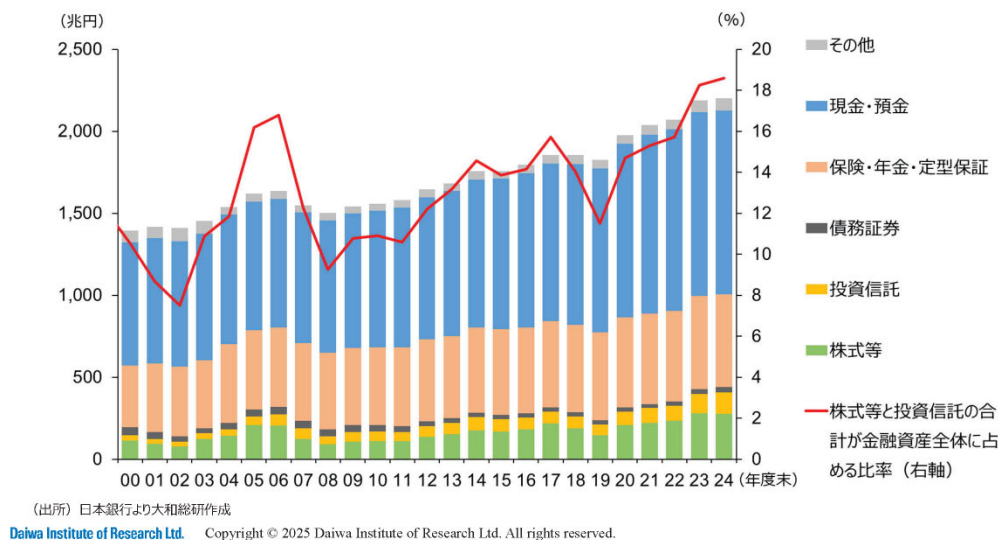
Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

10

## 2. 資産運用立国実現プランの進捗状況

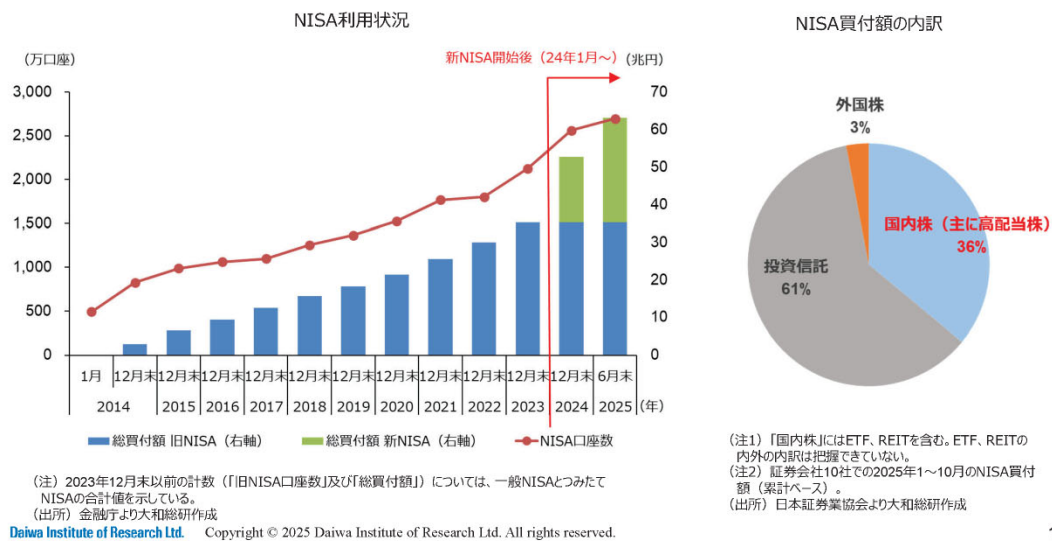
- (1) 家計金融資産の動向
- (2) アセットオーナー・プリンシプルの受入れ動向
- (3) 企業年金加入者のための運用等の見える化
- (4) Emerging Managers Program (EMP)

## 家計の金融資産



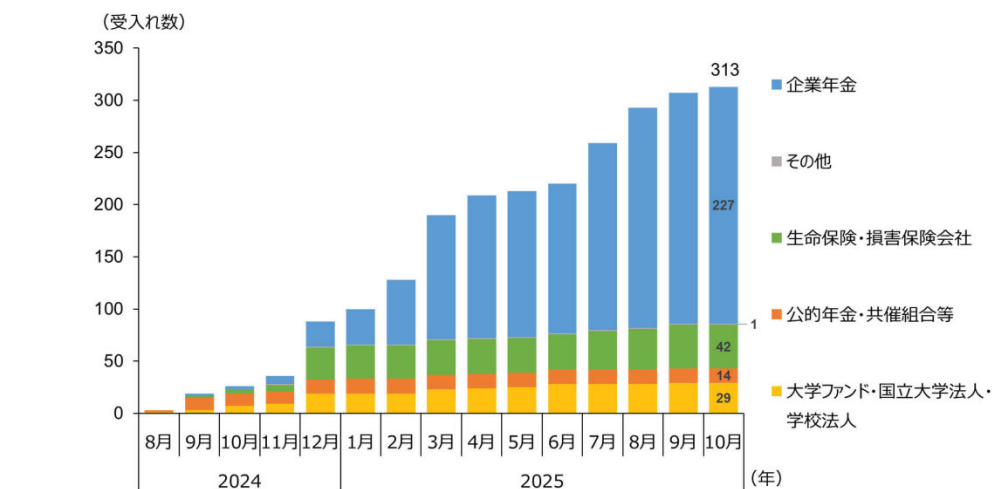
12

## NISA



13

## アセットオーナー・プリンシプル受入れ数の推移（累積）



Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

14

## 日本版EMPエントリーリスト <日本投資顧問業協会 公表分>

|    |  |    |                              |
|----|--|----|------------------------------|
| 1  | GIキャピタル・マネジメント株式会社                               | 15 | ヌカ・アト・バ・イ・ア・ス株式会社            |
| 2  | HOKU株式会社   | 16 | トライ・イ・ス・キャピタル株式会社            |
| 3  | LINE Investment Technologies株式会社                 | 17 | バーテックス・インベストメント・ソリューションズ株式会社 |
| 4  | M&G Investments Japan株式会社                        | 18 | 株式会社FOLIO                    |
| 5  | Monterey Capital Management Japan 株式会社           | 19 | 株式会社アセットリアルティ・マネジメント         |
| 6  | New York Life Investment Management Asia Limited | 20 | 株式会社お金のデザイン                  |
| 7  | TORANOTEC投信投資顧問株式会社                              | 21 | 株式会社サカイ・リアル・アセット・マネジメント      |
| 8  | アム・キャピタル・マネジメント株式会社                              | 22 | 株式会社スマートプラス                  |
| 9  | ありあけキャピタル株式会社                                    | 23 | 三井物産デジタル・アセット・マネジメント株式会社     |
| 10 | インベストメントLab株式会社                                  | 24 | 第一生命リアルティ・アセット・マネジメント株式会社    |
| 11 | オビ・ス・インベストメント株式会社                                | 25 | 東海東京証券株式会社                   |
| 12 | カティ・キャピタル・マネジメント株式会社                             | 26 | 日本橋バリュー・パートナーズ株式会社           |
| 13 | シバ・イ・キャピタル・インベストメント株式会社                          | 27 | 武土道アセット・マネジメント株式会社           |
| 14 | シル・キャピタル株式会社                                     |    |                              |

(注) 2025年11月26日時点。

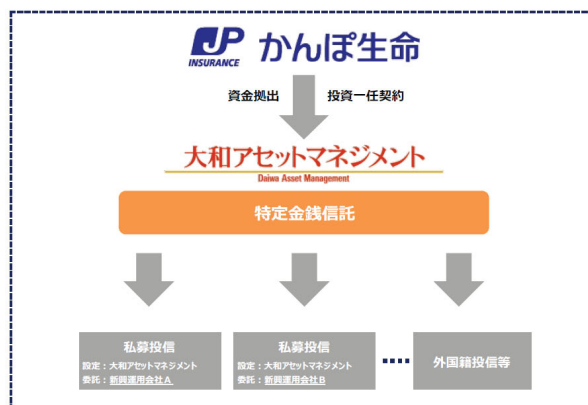
(出所) 一般社団法人日本投資顧問業協会より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

15

## 新興運用会社促進プログラム（EMP）の実例

プログラムのスキーム図（2025年3月21日公表）



（出所）株式会社かんぽ生命保険、株式会社大和証券グループ本社、大和アセットマネジメント株式会社より抜粋  
[https://www.daiwa-am.co.jp/company/press-release/20250321\\_03.pdf](https://www.daiwa-am.co.jp/company/press-release/20250321_03.pdf)

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

16

## 3. 企業年金の今後の課題

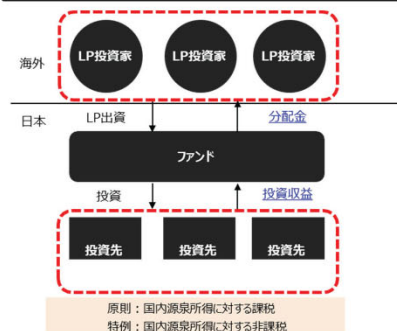
- (1) 目先の課題
- (2) DB・DCの方向性
- (3) 金融教育
- (4) システムレベル投資

## 外国組員に対する課税の特例（適用要件）の見直し〔経済産業省主担〕

### 【現状及び問題点】

- 日本にGP（無限責任でファンドの運営を行う組員）がいるファンドに対して、海外投資家がLP（有限責任で投資を行う組員）として出資する場合、LPはGPと、国内のPE（恒久的施設）を通じて、共同で事業を行うものとされ、原則、LPはファンドを通じて得た国内源泉所得に対して所得税・法人税が課税される。
- 他方で、当該LPが業務執行行為を行わないなどの一定の要件を満たす場合については、共同事業性が希薄であると考えられることから、国内源泉所得を非課税とする特例が措置されているところ、当該特例の要件の厳格さや手続きの煩雑さが、国内への投資の障壁となっているとの指摘がある。

### 【要望事項】 現行制度の適用要件の緩和や手続きの簡素化等を見直しを行うこと。



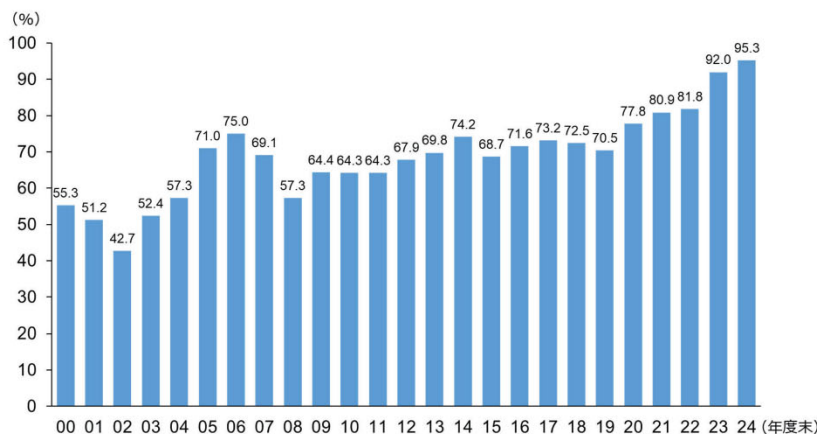
### 【適用要件】

- ・ 投資組合に出資する外国組員であること
- ・ 下記要件等の全てを組合契約締結の日から継続して満たしていること
  1. 有限責任組員であること
  2. 業務執行行為を行わないこと
  3. 組合財産に対する持分割合が25%未満であること
  4. 無限責任組員と特殊の関係がないこと
  5. 他に恒久的施設帰属所得を有しないこと

※本特例の適用を受けようとする外国LPは、特例適用申告書を提出する必要がある。

（出所）一般社団法人東京国際金融機構（FinCity.Tokyo）

## 確定給付企業年金（DB）における積立比率の推移



（注1） 積立比率は年金資産÷退職給付債務。なお、退職給付債務には年金給付以外に「退職一時金」が含まれ、年金資産には「退職給付信託（持合い株式等を拠出）」が含まれる。  
（注2） 対象企業は2025年8月15日時点で東証プライムに上場している3月期決算の一般事業会社（金融、証券、保険を除く）、且つ2025年8月15日までに日経NEEDSが2024年度末の退職給付債務を収録した、930社。  
（出所） R&I 年金情報978号（2025年9月15日発行）より大和総研作成



豪スーパーアニュエーション

| 制度概要  |  | ファンドタイプ別の特徴 |                               |                                 |                                      |                               |  |
|-------|--|-------------|-------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------|--|
| 項目    | 内容   | 規制当局        | 豪健全性規制庁（APRA）                 |                                 |                                      |                               | 豪国税局（ATO）                                    |
| 目的    | ・雇用主に強制拠出を義務付け、税方式による社会保障年金を補完して被用者の老後保障を図るもの  | ファンドタイプ     | 企業ファンド<br>(Corporate Fund)    | 職域ファンド<br>(Industry Fund)       | 公的部門<br>ファンド<br>(Public Sector Fund) | リテール<br>ファンド<br>(Retail Fund) | 自己運用ファンド<br>(Self-Managed Super Fund : SMSF) |
| 加入対象者 | ・18歳以上の被用者：強制加入<br>・自営業者：任意で加入、掛金拠出が可能   | 特徴          | 企業が自社の従業員向けに運営するファンド          | 一定の職域・業界を基礎として設立される非営利団体運営のファンド | 公務員対象のファンド                           | 銀行、運用会社が直接運用商品を提供する形態のファンド    | 従業員が自ら受託者の役割を担うファンド（単独OR数人で構成）               |
| 拠出    | ・雇用主は被用者給与の12%を強制拠出<br>・さらに、雇用主、被用者ともに、任意の追加拠出可能（年間30,000豪ドルまで税制優遇）                      | 運用          | 各ファンドが提供する金融商品（主に投資信託）を加入者が購入 |                                 |                                      |                               | 加入者が対象資産（投資信託、個別株式、不動産など）を自由に選択し設定           |
| 運用    | ・加入時に、加入者がスーパーアニュエーションファンドを指定し、金融商品を選択<br><br>※加入者の指定がない場合に運用されるデフォルトファンド（MySuper）の仕組みあり | ファンド（基金）数   | 5                             | 22                              | 28                                   | 57                            | 625,609                                      |
| 給付開始  | 原則として65歳到達時  |             |                               |                                 |                                      |                               |  |

（出所）オーストラリア健全性規制庁（APRA）、オーストラリア国税局（ATO）、企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料」（令和6年版）より大和総研作成