

オルタナティブ資産～プライベート、不動産、暗号資産、金、インフラ、 ライフタイムインカム～を米国では(トランプ政権が)確定拠出年金に！ 非上場15%超クローズドエンド(インターバル)とセカンダリーも!!

三菱UFJアセットマネジメント株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治 (kenji-matsuo@am.mufg.jp)
窪田 真美 (mami-kubota@am.mufg.jp)

※三菱UFJアセットマネジメントがお届けする、内外の資産運用に関連する情報を発信するコラムです。

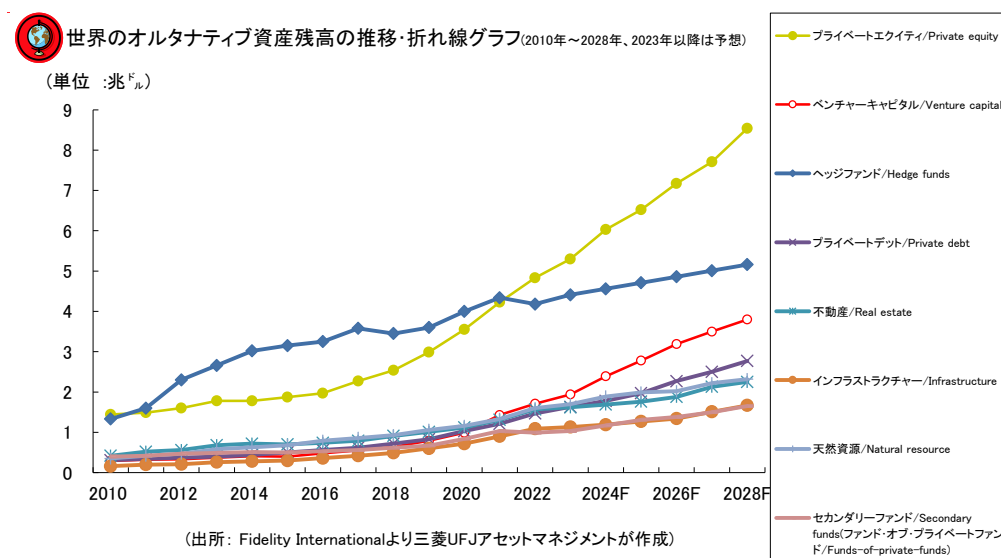
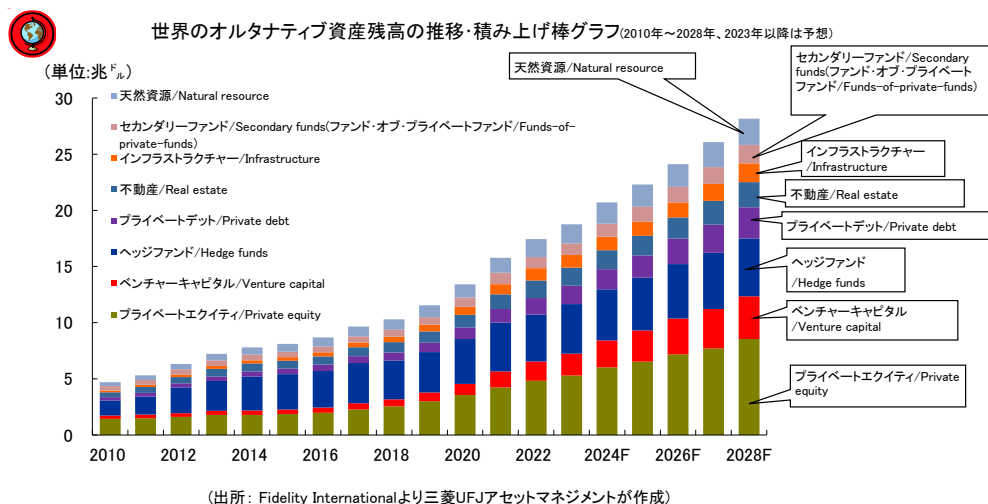
●世界のオルタナティブ資産残高は5年後に29兆ドル/約4,300兆円に!? 米国でオルタナティブ資産と確定拠出年金/DCの資産運用において大きな動き！

プライベートアセットへの投資意欲が拡大、世界のオルタナティブ資産残高は5年後に29兆ドル/約4,300兆円に
到達する見込みと言う(2024年12月2日付Fidelity International「Outlook 2025: The divergence dividend/Private Assets 2025: Time to diversify beyond public markets.」～

<https://www.fidelity.co.jp/pages/editorial/private-assets-2025-time-to-diversify-beyond-public-markets>、2024年12月3日野村ホールディングス「Nomura Investment Forum 2024 Reaching for Sustainable Growth～2030年に向けた変革は着実に進捗～」

https://www.nomuraholdings.com/jp/ir/ir/presentation/main/0110/asset/01/00/tableContents/00/multifund/2024/1203_prem.pdf)。 北米のオルタナティブ資産残高が世界の57%を占める(ヘッジファンドを考慮

すると63%～2025年4月3日付Preqin「Preqin publishes Alternatives in North America 2025 report」～ <https://institutionalassetmanager.co.uk/preqin-publishes-alternatives-in-north-america-2025-report/>)。



セカンダリーファンド/Secondary funds(ファンド・オブ・プライベートファンド/Funds-of-private-funds)・・・セカンダリー(流通)市場/Secondary Market でファンドを売買するファンド(後述)。
一方、年金基金やエンダウメント、財団・基金等からの新規資金調達を伴うのがプライマリー(発行)市場/Primary Market で新しいファンドが発行される。

世界のオルタナティブ資産残高の半分以上を占める米国でオルタナティブ資産と確定拠出年金/DCの資産運用において大きな動きが出ている。

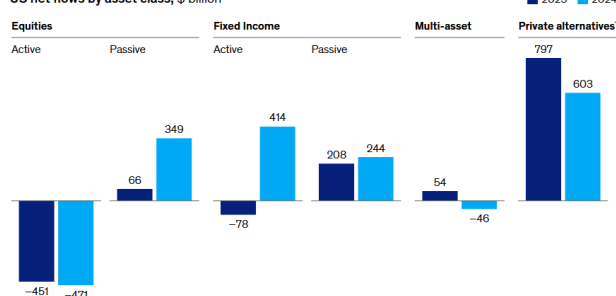
2025 年 9 月 18 日に米コンサルタント会社のマッキンゼー/McKinsey が出したレポート「アセットマネジメント 2025: グレートコンバージェンス(大いなる収斂)/Asset management 2025: The great convergence」の中で「米国のアセットクラス別純流入額/US net flows by asset class(10 億ドル)は 2023 年・2024 年ともアクティブ・エクイティ/Equities Active が大きな純流出で、プライベート・オルタナティブ/Private alternatives が大きな純流入。」、「伝統的なアセットマネジメントとオルタナティブなアセットマネジメントのグレートコンバージェンス(大いなる収斂)/The great convergence of traditional and alternative。」と出ている通りである(2025 年 9 月 18 日付 McKinsey「Asset management 2025: The great convergence」～ <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/asset-management-2025-the-great-convergence/>)



The barbell is evolving, with flows concentrated in active fixed income and passive equity.

We are in the early stages of a great convergence.

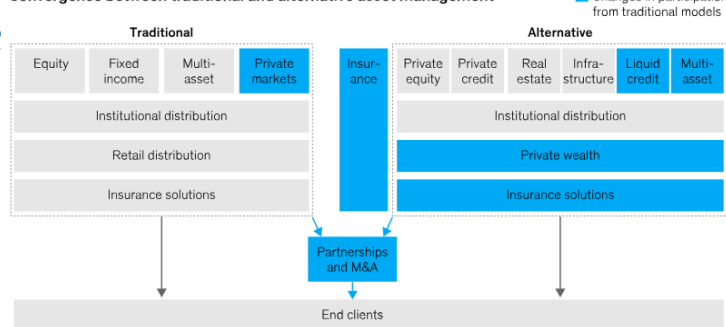
US net flows by asset class, \$ billion



*Private alternatives annual fundraising for North America.
Source: Preqin; McKinsey Performance Lens Global Growth Cube

McKinsey & Company

Convergence between traditional and alternative asset management



McKinsey & Company

(出所: 2025 年 9 月 18 日付 McKinsey「Asset management 2025: The great convergence」～ <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/asset-management-2025-the-great-convergence/>)

2025 年 9 月 4 日には米投資銀行のゴールドマン・サックス/Goldman Sachs が米資産運用会社のティー・ロウ・プライス/T. Rowe Price に最大 10 億ドル/約 1,500 億円を出資(持ち分最大 3.5%にし)、ゴールドマン・サックスはティー・ロウ・プライスの運用資産残高 1.7 兆ドル/約 250 兆円の 3 分の 2 を占める確定拠出年金/Defined Contribution/DC 等にオルタナティブのプライベートアセットファンドを投入する計画と言っている(2025 年 9 月 4 日付 Goldman Sachs「Goldman Sachs and T. Rowe Price Announce Strategic Collaboration to

Deliver Innovative Public-Private Investment Solutions」～ <https://www.goldmansachs.com/pressroom/press-releases/2025-announcement-04-september-2025>)

その他、「KKR、ブラックストーン/Blackstone、ブルー・アウル/Blue Owl などオルタナティブ運用会社は既に確定拠出年金 401(k)プランの運用会社と提携関係を築いている。…(略)…。ブラックストーンは 2025 年 7 月 24 日にプライベートクレジット/Private Credit がターゲットデート・ファンド/target-date funds/TDFs(*)の投資先になると予測、401(k)の運用会社であるウェリントン/Wellington と共同で両社初のプロダクトを申請したと言う。退職プラン管理会社のエンパワー/Empower は 2025 年 5 月にアポロ/Apollo やフランクリン・テンプルトン/Franklin Templeton など 7 社と提携しプライベートエクイティ、プライベートクレジット、不動産を提供する事を発表した。…(略)…。2025 年 7 月 23 日にジェフリーズ/Jefferies(*)は 2025 年上半期のプライベートマーケットのセカンダリー取引(*)が前年同期比+51%増の 1,030 億ドルと過去最高に達したと発表した。ブルックフィールド/Brookfield はプライベートエクイティセカンダリー/private equity secondaries(*)への積極的な投資を継続すると言う。」と報じられている(強調下線は当コラム筆者、*ターゲットデート・ファンド、ジェフリーズ、プライベートマーケットのセカンダリー

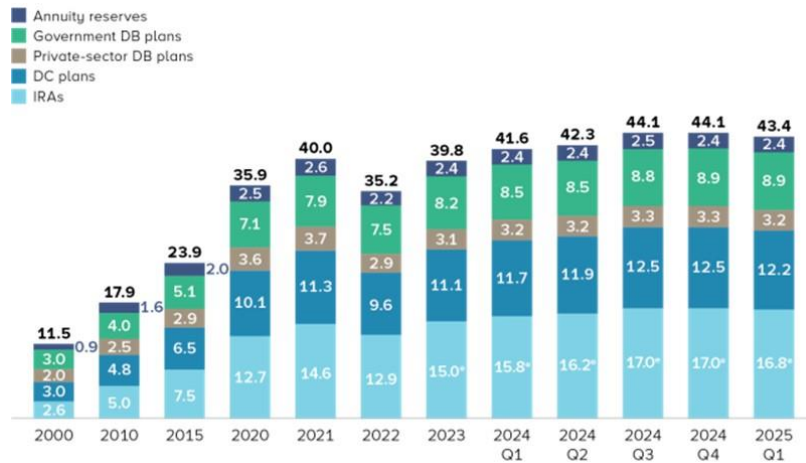
ー取引およびプライベートエクイティセカンダリーについては後述する、2025 年 7 月 25 日付 Bloomberg「Private Credit Wants a Share of US 401(k) Pot」～ <https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2025-07-25/private-credit-wants-a-share-of-us-401-k-pot>)

オルタナティブ運用会社が参入する DC(*)の一つある 401(k)プランは日本の企業型 DC のモデルで、残高が 2025 年 3 月末現在 8 兆 7,050 億ドル/約 1,305 兆円あり、DC 全残高約 12.2 兆ドル/約 1,830 兆円の 71.3%を占める

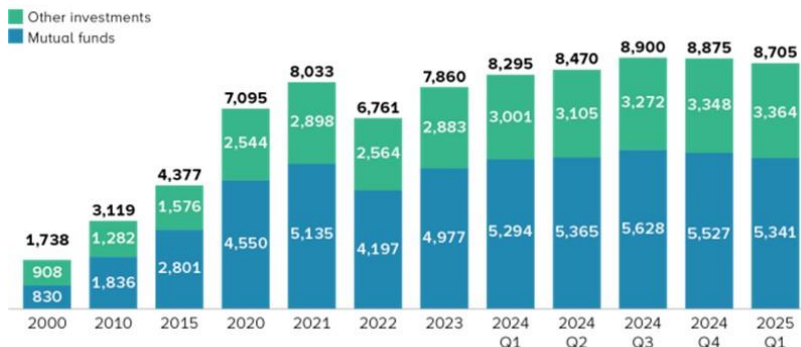
(*DC は企業型確定拠出年金を指しており、個人型確定拠出年金の IRA/Individual Retirement Accounts/個人退職勘定～日本の iDeCo/イデコのモデル～は含まない、DC には 401(k): 民間企業、403(b): 公立学校従業員・教会・病院等関係者、457(b): 公務員、Federal Thrift Savings Plan/TSP: 連邦公務員とあり、どれも基本的な仕組みは同じ)。



米国退職市場残高推移(単位: 兆円)～2025年3月末現在 401(k)プランなど確定拠出年金/Defined Contribution/DCプランは約 12.2 兆円/約 1,830 兆円～



米国 401(k)プラン残高推移(単位: 10 億ドル)～2025年3月末現在 401(k)プランは 8 兆 7,050 億ドル/約 1,305 兆円～



(出所: 2025年6月18日付 Investment Company Institute「Release: Quarterly Retirement Market Data, First Quarter 2025」～ https://www.ici.org/statistical-report/ret_25_q1)

ティール・ロウ・プライスの DC にプライベートアセットファンドを投入するゴールドマン・サックスは 2025 年 7 月 21 日に DC プラン向け「ゴールドマン・サックス・コレクティブ・トラスト - プライベート・クレジット・ファンド(GS プライベートクレジット CIT)/Goldman Sachs Collective Trust - Private Credit Fund」を発表している(2025 年 7 月 21 日付 Goldman Sachs Asset Management「Goldman Sachs to Launch Private Credit

Collective Investment Trust for the Defined Contribution Market」～ <https://am.gs.com/en-us/advisors/news/press-release/2025/private-credit-collective-investment-trust-launch>)。ゴールドマン・サックス・トラスト・カンパニー/Goldman Sachs Trust Company(信託会社)が設立、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント/Goldman Sachs Asset Management/GSAM が投資顧問、GSAM が設立した「ゴールドマン・サックス・インベストメント・ユニバーシティ/Goldman Sachs Investment University/GSIU」を使い、アドバイザーやプランスポンサーなど金融プロフェッショナルにオルタナティブ投資について教育をすると言うものだ(2025 年 5 月 15 日付 Goldman Sachs Asset Management「Goldman Sachs Asset Management Launches Digital Alternatives Education Platform」～

<https://am.gs.com/en-us/advisors/news/press-release/2025/alternatives-education-gsiu>、Goldman Sachs Investment University～ <https://am.gs.com/en-us/advisors/news/press-release/2025/alternatives-education-gsiu>、<https://www.goldmansachs.com/investments/university/>)。

上記の「CIT」が気になるが、合同運用信託/Collective Investment Trusts/CITs の事で、銀行や信託会社が管理する(個人投資家は 401k の様な特定の税制適格退職金制度を通じてのみ利用出来る)。ミューチュアルファンドと異なり、一般的に SEC/証券取引委員会の管理下になく、非流動性投資の制限や流動資産の最低水準もなく、レバレッジ制限や投資家への保有資産の定期報告および独立取締役会の要件もなく、米国のターゲットデート・ファンド/target-date funds/TDFs で急増している(2025 年 4 月 7 日付投信調査コラム

No.422「年金(DC・DB)資産の来日最新動向～米国でターゲットデート・ファンド/TDF から CIT へのシフトが進む中、日

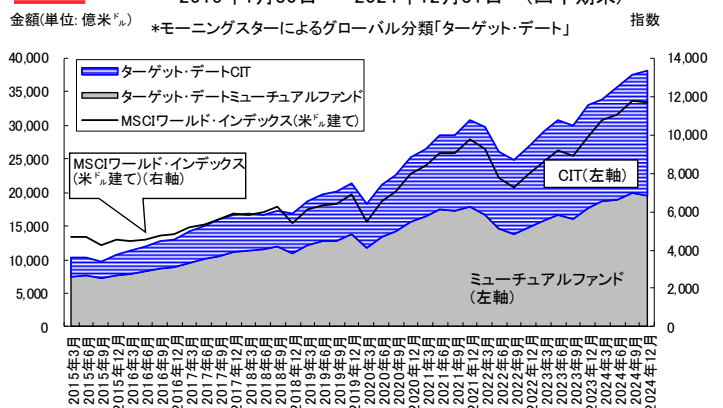
本では資産運用立国の推進分科会と議員連盟および金融問題研究会が米国を範とする年金改革を進める～」

https://www.am.mufg.jp/report/investigate/column_250407.pdf)。



米国籍ターゲット・デート投資ビークル別純資産推移

2015年1月30日～2024年12月31日(四半期末)



(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

●オルタナティブ資産～プライベート、不動産、暗号資産、金、インフラ、ライフタイムインカム～を米国では(トランプ政権が)確定拠出年金/DC に！

米国でオルタナティブ資産と確定拠出年金/DCの資産運用において大きな動きが出ているのは、トランプ政権による所が大きい。2025年8月7日にトランプ大統領が **401(k)プランおよびその他企業型確定拠出年金/Defined Contribution/DCプランでのオルタナティブ投資/alternative investments～プライベートマーケットや不動産、暗号資産ファンド・コモディティ(金/ゴールド等)を含む～を容易にする大統領令/executive orders/EO「401(K)投資家にオルタナティブ資産へのアクセス民主化/Democratizing Access to Alternative Assets for 401(K) Investors」**に署名したのである(2025年8月7日付 The White House「Democratizing Access to Alternative Assets for 401(K) Investors」～ <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/08/democratizing-access-to-alternative-assets-for-401k-investors/>、2025年7月15日付 WSJの「数日以内/in the coming days」ではなく23日後だったものの報道通りとなった…2025年7月22日付投信調査コラム No.429「日米暗号資産(ETF)動向～日本参院選の躍進政党も自民党も暗号資産を支持し、金融庁が暗号資産参事官ポスト新設！米国でステーブルコイン法成立、暗号資産等オルタナティブをDCに拡大する資産運用高度化改革が進む～」～ https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_230722.pdf)。この大統領令は難解な所もあり、かなり長く、当コラム p.13～15 に「参考」として掲載する。

2025年8月12日に米ホワイトハウス/White House は「米大統領経済諮問委員会/Council of Economic Advisers/CEA は『DCプランでの **プライベートエクイティ投資によりDCプラン加入者は全ての年代で(若い世代が特に)リスク調整後収益(シャープレシオ)/risk-adjusted return (Sharpe ratio)が向上**して退職後資産が増加するという恩恵を受けよう。ファンドマネージャーやプライベートカンパニーは大規模かつ安定成長資金アクセスという恩恵を受けよう。金融市場は流動性と価格発見向上の恩恵を受けよう。そして以上の恩恵により **GDPに最大350億ドル、GDPの0.12%向上**しよう。』

と言

う(強調下線は当コラム筆者、2025年8月12日付 The White House「Retail Access to Alternative Investments Via Defined Contribution Plans」～ <https://www.whitehouse.gov/research/2025/08/retail-access-to-alternative-investments-via-defined-contribution-plans/>)o

2025年8月18日に米国バロンズ/Barron's は「401(k)や同様の退職金制度をプライベートマーケットに開放する大統領令は退職貯蓄者にとって数十年前の**ターゲットデットファンド以来の変化の一つ**になろう。…(略)…。多くのプライベートアセット運用会社は、**オーストラリアの国家退職貯蓄計画/Australian national retirement savings planを成功例**として挙げている。多くのプライベートエクイティの経営者は、**プライベートアセットが最も重要な役割を果たすのはターゲットデットファンド**になると予想している。米国投資信託協会のICI/Investment Company Instituteによると、ターゲットデットファンドは401(k)プランの約40%を保有している。」と言っている(強調下線は当コラム筆者、2025年8月18日付 Barron's「Private Equity Will Never Be the Same. 401(k)s Are the Golden Goose」～ <https://www.barrons.com/articles/private-equity-401k-retirement-funds-86b6724>、ターゲットデットファンド…2024年3月11日付投信調査コラム No.398「DCのデフォルトファンドはターゲットデットか、バランスか、株式か？米国やオーストラリアの年金運用から学ぶ～DCのファンドには英投信評価「アセスメント・オブ・バリュー」～」～ https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_240311.pdf)o

オーストラリアではスーパーアニュエーション/Superannuation が「貯蓄から投資へ」を進め、家計金融資産を増やし、老後資金の不足問題を解決しており、そのほとんどは確定拠出年金/Defined Contribution/DC であって分散投資戦略をデフォルトとしている事から年金資産構成は株式割合が高く、そこにプライベートマーケットも含まれる。スーパーアニュエーションは8,000億米ドル/約117兆円近くを海外市場、うち4,000米億ドル近くを米国市場、今後10年で1兆米ドル超へ拡大する見通しで、そのうち2,400億米ドルをプライベートマーケットに向けると言う(2025年4月21日付投信調査コラム

No.423「米関税でオーストラリアが米中(インド)に代わる投資先？ 年金・投信・規制で先進国のDC/スーパーアニュエーション、ファンド業界、プロダクトガバナンス、暗号資産ETF！」～ https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_250421.pdf)o



豪スーパーアニュエーション/Superannuationのアセットアロケーションと
豪マイスーパーファンド/MySuper fundsデフォルトとなる低フィー&シンプルなバランスファンドまたはライフサイクルファンド)

□ …インフラストラクチャー/Infrastructure、プライベートデット/Private debt、非上場株式/Unlisted equity、オルタナティブ/Alternatives

Asset allocation (funds with more than six members)

Asset class	Amount (\$billion)	%
Cash	208	8
Australian fixed interest	352	13
International fixed interest	171	6
Australian listed shares	639	23
Listed property	72	3
Unlisted property	109	4
International listed shares	870	32
Infrastructure	226	8
Private debt	28	1
Unlisted equity	124	5
Alternatives	36	1
Total	2,737	100

Source: APRA Dec quarter 2024

Asset allocation and MySuper funds totals are affected by derivative holdings/liabilities.

(出所: ASFA「Superannuation Statistics July 2025」より三菱UFJアセットマネジメントが作成)

MySuper funds

Characteristics	Amount (\$billion)	%
Cash	44	4
Australian fixed interest	126	11
International fixed interest	54	5
Australian listed shares	252	23
Listed property	20	2
Unlisted property	60	5
International listed shares	379	34
Infrastructure	123	11
Unlisted equity	60	6
Private debt	16	1
Alternatives	12	1
Total	1,106	100

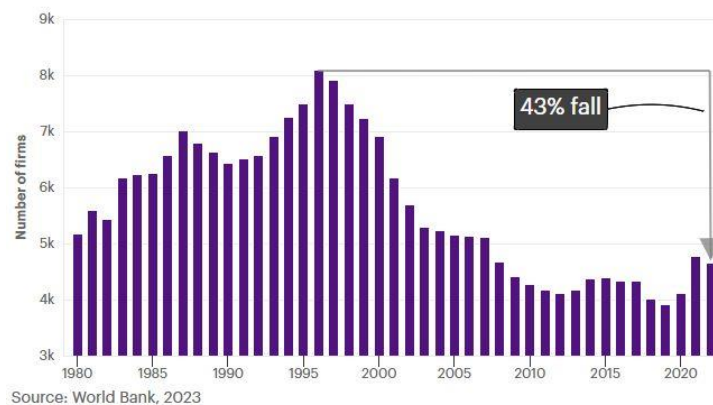
Source: APRA Dec quarter 2024

*Number of MySuper products: 56,25 lifecycle.

2025 年 9 月 4 日に米国バロンズは「約 7,000 万人の米国人が現在 401(k)プランに加入しているが、大半はパブリックマーケット投資のみを選択肢としている。過去 10 年、プライベートエクイティは『MSCI オール・カン트리・ワールド指数/MSCI ACWI Investable Market Index(世界のほぼ全ての公開株式を網羅)』より年約 3% 上回るパフォーマンスを示している。…(略)…。米国の上場企業数は 1996 年のピーク時 7,300 社超から現在約 4,300 社へ、約 40% の減少、パブリックマーケットにおける成長機会へのアクセスは劇的に縮小した。さらに、上場株式は集中化が進んでおり、CFA 協会によれば、米国株式市場は過去半世紀で最も集中していると言う。現在、僅か 7 社が S&P500 の総時価総額の約 3 分の 1 を占めており、これは株式を保有する米国人の 62% (多くは退職口座を通じて) にとって前例のないリスクを生み出している。…(略)…。プライベートアセット批判派は退職貯蓄に不必要なリスクをもたらし、流動性が低いと言うが、プライベートアセットも分散投資をすれば良い。プライベートマーケットの対象企業は今や 29 万 7,000 社以上と MSCI ACWI の約 2,500 社を大きく上回る。」とプライベートマーケットを DC に入れる意義を説明している(強調下線は当コラム筆者、2025 年 9 月 4 日付 Barron's「Private Markets Can Boost Retirement Savings. Diversification Is Key.」～ <https://www.barrons.com/articles/private-markets-retirement-401k-investments-14328e8>)



Figure 1: The number of firms on listed U.S. equity markets has plummeted since 2000



(出所: 2025 年 2 月 20 日付 Mondaq「The Shrinking Public Market: What Investors Need To Know」～ <https://www.mondaq.com/uk/corporate-and-company-law/1586640/the-shrinking-public-market-what-investors-need-to-know>)

米国の投資信託協会である ICI のエリック・パン/Eric Pan 最高経営責任者/CEO は 2025 年 8 月 7 日に「何百万人も米国人が既に機関投資家の年金基金を通じてプライベートマーケット投資の恩恵を受けている様に、退職プランでもファンドを通じプライベートマーケットにアクセスする機会が提供される事を ICI は支持する。退職貯蓄者は究極の長期投資家であり、プライベートアセット組み入れによる分散投資の恩恵を受けるであろう。ICI はホワイトハウス、議会、SEC、そして、労働省に協力する事を楽しみにしている。」と言っている(強調下線は当コラム筆者、2025 年 8 月 7 日付 Investment

Company Institute「ICI Applauds Executive Order To Increase Access To Private Markets for Everyday Americans」～ <https://www.ici.org/news-release/25-potus-private-markets-exec-order> ICI のエリック・パン/Eric Pan 氏は猛反対する事もある～2023 年 2 月 27 日付投信調査コラム No.375「世界のファンド(含む MMF)流動性管理 米国の投信改革案も英国の資産運用制度改革案も スウィング・プライシング! 非上場株/VC-PE 投資は流動性管理と共に」～ https://www.iam-fund.jp/next/colbase/230227_2.pdf) さらに

同 CEO は 2025 年 8 月 12 日に「退職金制度におけるオルタナティブ資産導入を抑制していた 2021 年補足声明を撤回する労働省の発表を歓迎する。退職プランを通じてプライベートマーケットが提供するプロダクトに参加する機会を何百万人も米国人退職者に提供する決意の表れであり、心強い兆候だ。」とも言っている(強調下線は当コラム筆者、

2025 年 8 月 12 日付 Investment Company Institute「ICI Applauds DOL Action On Including Alternatives In 401(k) Plans」～ <https://www.ici.org/news-release/25-dol-aks-401k-plans>)

政府およびプライベートアセット業界、投資信託協会は歓迎一色だが、メディアやシンクタンクは総じて中立もしくは否定的である(トランプ大統領が言う様に、否定的な専門家の意見を出している)。バロンズは 2025 年 9 月 4 日に「政府が 401(k)プランにプライベートアセット組み入れを促すかどうかを検討する中、懸念の一つはその投資価値を把握する事/knowing what those investments are worth。…(略)…。過去 10 年間で、プライベートアセットの運用会社は四半期ごとのポートフォリオ評価から、月次、さらには日次評価へと移行してきた。…(略)…。SEC の元チーフエコノミストでバンダービルト大学/Vanderbilt University のクレイグ・ルイス/Craig Lewis Vanderbilt University 教授は『プライベートアセットの評価は入手可能な情報が少ない為にパブリックマーケットに比べ精度が低い、パブリックマーケットの評価も絶対的なものではない。同じ債券でも違う価格になる事があるし、株式アナリストの目標株価もばらつきがある。』と言う。」と前向きに報じてはいた(強調下線は当コラム筆者、2025 年 9 月 4 日付 Barron's「Private Equity Says Its Fund Values Don't Come From Dartboards」～ <https://www.barrons.com/articles/private-equity-fund-values-1M54fd>)

だが、その1か月前の2025年8月7日にバロンズは「金の様な数千年にわたる歴史を持つ資産クラスでも401(k)プランでほとんど見られないのは、ボラティリティが高い事、**DCプランのフィデューシヤリー(受託者)が懸念している事**がある。…(略)…。ターゲットデットファンドなどの小さな一部として採用される可能性はあるが、採用は極めて限定的で、非常に緩やかなペースになろう。…(略)…。私の17年間の経験では、**401(k)でプライベートエクイティファンドを購入したいと言った顧客は一人もいない。**」と報じていたのである(強調下線は当コラム筆者、2025年8月7日付Barron's「Alternative Investments in 401(k)s: Why Advisors Have Mixed Feelings」～ <https://www.barrons.com/articles/alternative-investments-401k-private-equity-20250735>)。

2025年9月15日にトランプ大統領が自身のSNSで「**米国史上最悪の新聞の1つであり、急進左派・民主党の事実上の代弁者となっている**」/one of the worst and most

degenerate newspapers in the History of our Country, becoming a virtual “mouthpiece” for the Radical Left Democrat Party。」と言って**名誉毀損訴訟まで起こした米国ニューヨーク・タイムズ** /The New York Times は2025年8月9日に「**最大の懸念はプライベートアセットの売却が難しい事、実際の価値判断が困難である事。**」などと批判的に報じた(2025年8月9日付The

New York Times「Private Equity in Your 401(k). What Could Go Wrong?」～ <https://www.nytimes.com/2025/08/09/business/dealbook/401k-private-equity.html>、2025年9月16日に連邦地裁はトランプ氏の訴訟を「不適切で冗長」として棄却。



その他、米国ThinkAdvisorは2025年8月8日に「**相当量の教育が必要**になり、教育修了とテスト合格、継続教育が義務付けられるべきである」と言う意見がある。また、**アドバイザーがいるプランにのみ許可されるべき**であると言う意見がある。」(強調下線は当コラム筆者、2025年8月8日付ThinkAdvisor「Trump's 401(k) Order: What Advisors Should Know」～ <https://www.thinkadvisor.com/2025/08/08/trumps-401k-order-what-advisors-should-know/>)、英国フィナンシャル・タイムズ/Financial Times は2025年8月10日に「アポロとカーライルとブラックロック/Apollo, Carlyle and BlackRockの大規模なロビー活動/heavy lobbying effortがトランプ大統領を説得した。…(略)…。アポロの責任者マーク・ローワン/Marc Rowan氏は2025年2月に『少数のテクノロジー株が支配するインデックスファンドに401(k)が集中している。』と言う。」と報じていた(2025年8月10日付Financial Times「Donald Trump exposes US retirees to new world of risk with 401k order」～ <https://www.ft.com/content/5647ad13-0954-4257-8112-cb03e9515f6>)。

米金融サービス大手モーニングスターは中立かつ専門家らしい意見を述べている。米国Morningstarのグローバルリサーチヘッドであるハル・ラトナー/Hal Ratner氏は2025年8月7日に「DCプランにプライベートマーケット投資の組み入れを認める事は投資家にとって良い一歩となる可能性はある。…(略)…。しかし、DCプランのフィデューシヤリー(受託者)は複雑な手数料体系と2桁の経費率/complex fee structures and double-digit expense ratiosを理解しなければならず、資産運用会社とアドバイザーは**頻繁な拠出と引き出し、予測不可能なキャッシュフローへの対応**/frequent contributions and withdrawals, as well as the sometimes unpredictable cash flow needsに追われる。…(略)…。パブリック・ファンドなど適切な流動性を持つ事で流動性リスクを減らす事となるが、これは真のプライベートマーケットファンド/true private market fundでなく、マルチアセットクラスファンド/multi-asset-class playsであり、プライベートマーケットを念頭に置いたアドバイザーにとって課題となる。…(略)…。**解約率が高いと予想する場合、プライベートマーケットファンドは資産の大部分をETFなどにする可能性**がある。」と言っている(強調下線は当コラム筆者、2025年8月7日付Morningstar「Is Private Market Investing Coming to Your 401(k)? Here's What Trump's Executive Order Could Mean for Investors」～ <https://www.morningstar.com/retirement/private-market-investing-coming-your-401k-heres-what-trumps-executive-order-means-investors>)。

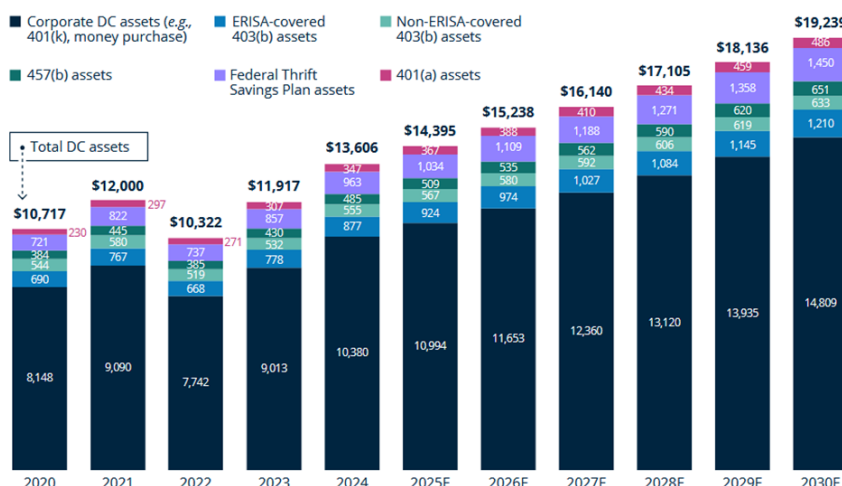
米国セラーリ・アソシエイツ/Cerulli Associatesと確定拠出年金オルタナティブ協会/Defined Contribution Alternatives Association/DCALTAが2025年9月17日に**レポート(ホワイトペーパー/white paper)「DCプランのプライベートデット投資の可能性を解放/Unlocking the Potential of Private Investments in Defined Contribution Plans」**を発行している。とても貴重な情報が
出ており、特に重要と思われる部分を次頁で引用・抄訳した(2025年9月17日付Cerulli Associates「Unlocking the Potential of Private Investments in Defined Contribution

Plans」～ <https://www.cerulli.com/resources/custom-research-unlocking-the-potential-of-private-investments-in-defined-contribution-plans>、ホワイトペーパー…2018年9月3日付投信調査コラムNo.235「米国で投信のコミッションやフィーの値下げ競争が勃発! ノーロードで経費率ゼロのミューチュアルファンドも誕生!」～『フリー・無料』からお金を生み出す新戦略!投信版のホワイトペーパー～」～ <https://www.am.mufc.jp/text/cobhraise.180903.pdf> および2019年7月1日付投信調査コラムNo.271「『老後2000万円不足』世界版? 日本は『女性を脅かす、長寿のリスク』老後の蓄え、20年分足りず!』と先進国で最も深刻 投資をしないと日本はこうなるリスクがある!』と試算～世界経済フォーラムのホワイトペーパー『我々の未来に(未来の為に)投資する事』～」～ <https://www.am.mufc.jp/text/cobhraise.190701.pdf>)。

米国セルリー・アソシエーツと確定拠出年金オルタナティブ協会によると、**確定拠出資産残高は 2024 年の 13.6 兆ドル/約 2,100 兆円から 2029 年までに 18.1 兆ドルまで成長**と言う。現在、**401(k)プラン拠出金のほぼ 3 分の 2 がターゲットデート・ファンド/target-date funds/TDFs に流入**、2030 年までに 6.5 兆ドルを保有、401(k)資産残高のほぼ半分を占めるとも言う。

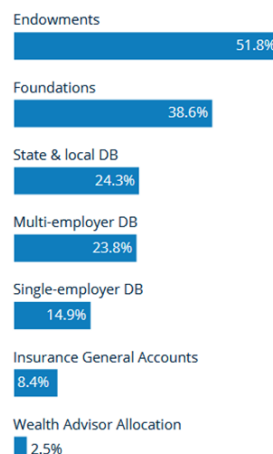
下記左の図表 1 は企業型確定拠出年金/DC 資産残高推移である(2020~2030 年予測、10 億ドル、*401(k): 民間企業、403(b): 公立学校従業員・教会・病院等関係者、457(b): 公務員、Federal Thrift Savings Plan/TSP: 連邦公務員(どれも基本的な仕組みは同じ)。また、下記右の図表 2 はプライベートマーケットの採用主体である(2023 年、*Endowment/エンダウメント: 大学ファンドで主な原資は日本の様な財政融資資金ではなく卒業生や企業等からの寄付金、Foundations: 財団・基金)。

Exhibit 1 | Total DC Assets by Segment, 2020-2030E (\$ billions)



Sources: Department of Labor, Federal Thrift Savings Plan Annual Reports, Investment Company Institute, S&P Capital IQ MMD, Pensions & Investments, PLANSPONSOR Magazine, J.P. Morgan, Cerulli Associates | Analyst Note: Previous asset totals were restated. Assets may be restated pending Federal Thrift Savings Plan financial statement.

Exhibit 2 | Percentage Allocation to Private Markets by U.S. Client Channel, 2023



Source: Cerulli Associates | Analyst Note: Data is sorted by total assets in category. Insurance general accounts, endowments, and foundations represent averages of each channel's sub-channels.

米国セルリー・アソシエーツと確定拠出年金オルタナティブ協会によると、401(k)プランが成長しているにもかかわらず、401(k)プランでプライベートマーケット採用が遅れていると言う。

401(k)プランでプライベートマーケット採用が遅れている理由の「4 つの神話/myth」は下記の通り。

2025 年 9 月 17 日付セルリー&確定拠出年金オルタナティブ協会/DCALTA

「Unlocking the Potential of Private Investments in Defined Contribution Plans」

～401(k)プランでプライベートマーケット採用が遅れている理由の 4 つの神話/myth～

神話 1: プラン加入者がプライベートマーケットに直接投資する

/Myth 1: Participants will invest directly in private markets via the plan menu

→調査結果: ターゲットデートファンド/target-date funds とマネージドアカウント/managed accounts など専門家による運用/professionally managed investment options を通じてのみ利用可能で直接の選択肢としては利用出来ない。

神話 2: プライベートマーケットは 401(k)プラン投資家にとってあまりにも流動性が低い

/Myth 2: Private markets are too illiquid for 401(k) investors.

→調査結果: プライベートマーケットの保有はターゲットデートファンドとマネージドアカウントのごく一部に過ぎず加入者の換金を可能にする。



神話 3: プライベートマーケットを含めるとプランのスポンサーに対する訴訟リスクが高まる

/Myth 3: Including private markets increases litigation risk for plan sponsors.

→調査結果: プランのスポンサーが慎重なプロセスに従い適切な監督を提供する場合、訴訟リスクは軽減され、最近の規制動向でもっと軽減される。

神話 4: プライベートマーケットは毎日評価できない為に 401(k)プランには不適當

/Myth 4: Private-market assets cannot be valued daily, making them unsuitable for 401(k) plans.

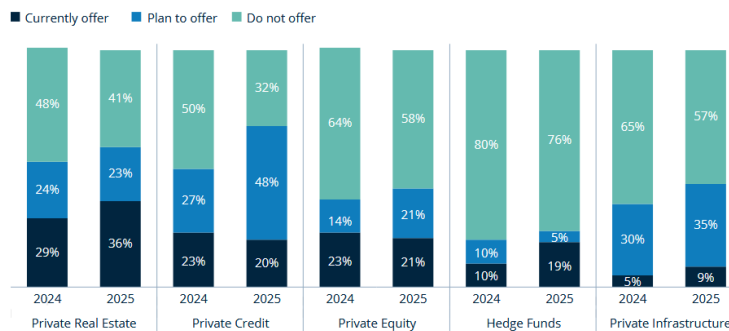
→調査結果: プロセスの進歩とサードパーティの評価エージェント/third-party valuation agents のおかげで、毎日の評価が実現可能/daily valuation is feasible。

その他、手数料/fees に関する懸念があるが、プライベートマーケットの戦略は高くなる可能性はあるものの 2023 年で 401(k)資産の 38%を占める投資信託の中で制限され慎重に管理されると予想されている。プランのスポンサーは低コストだけに焦点を当てるのではなく、多様化とリスク調整後リターンに対するコストを重視している。

(出所: 2025 年 9 月 17 日付 Cerulli Associates「Unlocking the Potential of Private Investments in Defined Contribution Plans」～ <https://www.cerulli.com/resource/custom-research-unlocking-the-potential-of-private-investments-in-defined-contribution-plans>)

下記の図表 3 は「提供しているプライベートマーケットの戦略である(2024 年 vs 2025 年)。2025 年、プライベート不動産/Private Real Estate が「提供中/Currently offer」で最も大きい、**「提供を計画/Plan to offer」では「プライベートクレジット/Private Credit」が最も大きく、次にプライベートインフラ/Private Infrastructure」が大きい。**

Exhibit 3 | Asset Managers: Strategies Managers Are Currently Offering and Planning to Offer to the DC Channel, 2024 vs. 2025



Sources: Cerulli Associates, in partnership with DCAITA | Analyst Note: Managers pursuing or planning to pursue the DC opportunity were asked which strategies they currently offer and plan to offer to the defined contribution (DC) channel in the next 12 months.

●非上場 15%超クローズドエンド(インターバル)ファンドとセカンダリーファンド(ファンド・オブ・プライベートファンド)も!!

大統領令に関し、2025 年 8 月 14 日に米国投資信託協会である ICI の顧問弁護士/General Counsel であるポール・セルピカ/Paul Cellupica 氏から政府へ要求が出ている(ICI 最高経営責任者/CEO 発言は前述)。それは「**大統領令が求めるオルタナティブ資産投資へのアクセス拡大を実現する最も迅速かつ直接的な方法は、上場商品への投資を促進する事で特に上場クローズドエンドファンド/listed closed-end funds/CEFs は効率的かつ透明性の高いプライベートマーケットへのアクセスを提供する。**ただし、大きな問題/major barrier が略奪的アクティビスト/predatory activist(物言う株主/投資家)であり、CEF の IPO 市場は事実上凍結状態/all but frozen にある。ここで、**上場クローズドエンド型ファンドの年次総会を任意としガバナンス規則をオープンエンド型ファンドと整合させる事で**アクティビストによる混乱を大幅に軽減し CEF の IPO 市場を再開させ大統領令を推進すると思われる。…(略)…。**SEC が最近、CEF によるプライベートファンド投資の非公式な 15%制限を撤廃した事/removal of the informal 15% limit on private fund investments by public closed-end funds は重要な一歩だが、TDF がストラクチャード・プライベートクレジット/structured private credit(*プライベートクレジット CLO/プライベートクレジットローン担保証券/private credit CLO の事と思われる)などに配分出来る様にファンドオブファンズ規制改正およびガイダンス発行をする事が重要である/**revising the fund-of-funds rule and/or issuing interpretive guidance。」と言うもの(強調下線および注釈*)

は当コラム筆者、2025 年 8 月 14 日付 Investment Company Institute「Implementing the Executive Order on Democratizing Access to Alternative Assets for 401(k) Investors」～ <https://www.ici.org/viewpoints/25-executive-order-democratizing-alternative-assets-401k>)

上場クローズドエンドファンド/closed-end funds/CEFs はアクティビスト(物言う株主/投資家)として行動するヘッジファンドに狙われやすい

(2025 年 2 月 25 日付投信調査コラム No.420「プライベートアセットのクロスオーバー投信と(ファンド・オブ・)クローズドエンドファンド投信！～米国のインターバルファンド、欧州のエバグリーンファンド、英国のインベスメントラストと LTAF～」～ https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_35025.pdf)。IPO の際に一部が個人投資家向けに販売され、その後は個人投資家やそのアドバイザーが主に流通市場で取引、規模が小さく取引量も少なく、市場が非効率となり、価格は本来価値から逸脱しやすい(2021 年 12 月 27 日付投信調査コラム No.348「プライベートはオープンよりクローズ?～世界で急成長するプライベート・マーケットへの投資はオープンエンド・ファンドよりクローズドエンドファンド/CEF? 米国では上場 PE ファンドの SPAC や機関投資家が関心を持つ CEF、英国ではインベスメントラストや LTAF(オープンエンド・ファンドだが CEF に近い)、EU ではクローズドエンド型 ELTIF～」～ https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase_21127_2.pdf)。○

ICI の顧問弁護士が「SEC が最近、CEF によるプライベートファンド投資の非公式な 15%制限を撤廃した事は重要な一歩」と言っていたが、これは 2025 年 8 月 15 日に米国証券取引委員会/Securities and Exchange Commission/SEC が 個人投資家向けに販売されるクローズドエンドファンド/closed-end funds/CEFs のプライベートファンド比率を純資産の 15%以下に制限するよう求めるガイダンスを撤回した事

(2025 年 8 月 15 日付 SEC.gov「ADI 2025-16 - Registered Closed-End Funds of Private Funds」～ <https://www.sec.gov/about/divisions-offices/division-investment-management/fund-disclosure-placements/accounting-disclosure-information/adi-2025-16-registered-closed-end-funds-private-funds>)。これまでプライベートファンド比率 15%超の CEF やインターバルファンドおよびテNDER オファーファンド/interval and tender offer funds は公認投資家/accredited investors または純資産が 100 万ドル以上もしくは年収が 20 万ドル以上の個人しか投資出来なかった(インターバルファンドは一定の間隔で解約を受け付け、テNDER オファーファンドは独自の裁量で株式公開買付をして解約を受け付ける…2021 年 12 月 27 日付投信調査コラム No.348「プライベートはオープンよりクローズ?～世界で急成長するプライベート・マーケットへの投資はオープンエンド・ファンドよりクローズドエンドファンド/CEF? 米国では上場 PE ファンドの SPAC や機関投資家が関心を持つ CEF、英国ではインベスメントラストや LTAF(オープンエンド・ファンドだが CEF に近い)、EU ではクローズドエンド型 ELTIF～」～ https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase_21127_2.pdf、公認投資家…2021 年 8 月 30 日付投信調査コラム No.340「投資ビッグバン! 欧米で長期の VC-PE 投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!」～英国の LTAF、EU の ELTIF(RAIF、SCSp)、米国の新型 CEF(DST、インターバル、エバグリーン)～」～ https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase_21030_2.pdf)。○

なお、9 月 21 日に SEC の投資家諮問(助言)委員会/Investor Advisory Committee/IAC は個人投資家のプライベートマーケット拡大に向けた提言で クローズドエンド・ファンド/closed-end investment companies、インターバルファンド/interval funds、テNDER オファーファンド/tender offer funds、ETF、ミューチュアルファンド/mutual funds など SEC に登録されたファンドを 通じた形を推奨している(2025 年 9 月 18 日付 SEC「Recommendations of the Investor as Owner and Market Structure Subcommittees of the SEC Investor Advisory Committee: RETAIL INVESTOR ACCESS TO PRIVATE MARKET ASSETS」～ <https://www.sec.gov/files/luc-private-markets-09125.pdf>、IAC は学者・規制当局者・ウォール街企業の代表者など…2023 年 10 月 10 日付投信調査コラム No.388「資産運用に関するタスクフォースと資産運用立国分科会(評価会社、EMP、未上場株投信、資産運用フォーラム、企業年金改革)～日米英の家計金融資産における投信と年金の調査・分析～」～ https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_231010.pdf、インターバルファンドは一定の間隔で解約を受け付け、テNDER オファーファンドは独自の裁量で株式公開買付をして解約を受け付ける…2021 年 12 月 27 日付投信調査コラム No.348「プライベートはオープンよりクローズ?～世界で急成長するプライベート・マーケットへの投資はオープンエンド・ファンドよりクローズドエンドファンド/CEF? 米国では上場 PE ファンドの SPAC や機関投資家が関心を持つ CEF、英国ではインベスメントラストや LTAF(オープンエンド・ファンドだが CEF に近い)、EU ではクローズドエンド型 ELTIF～」～ https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase_21127_2.pdf)。○



トランプ SEC vs バイデン SEC

✓2025 年のトランプ SEC がバイデン SEC まであったクローズドエンドファンドのプライベートファンド比率 15%以下のガイダンスを撤回

CEF のプライベートファンド比率 15%以下撤回について、米国 Morningstar は 2025 年 8 月 20 日にエクイティ・ストラテジストであるジャック・シャノン/Jack Shannon 氏が次の様に言っている。「CEF はプライベートアセットに好きだけ投資出来るが、流動性が低く、不透明であり、リスクが高く、高い手数料を課す可能性がある。…(略)…。(既存の) 複数のプライベートファンドに投資するセカンダリーファンド/secondary funds、ファンド・オブ・プライベートファンド/funds-of-private-funds は通常ディスカウントでファンドを買い(取引価額<基準価額をディスカウント、取引価額>基準価額をプレミアム)、セカンダリーファンドマネージャーは基準価額で評価する為、ディスカウント分のリターンが生まれ、会計トリック/accounting trick、幻のリターン/illusory returns を生み出す事がある。投資家は紙上の利益だけでなく、実現した利益を確認する必要がある。流動性不足も注意すべき。例えば、約 20%がプライベートファンドに投資されているインターバルファンド『ブルーロック・トータル・インカム + リアル・エステート・ファンド/Take Bluerock Total Income + Real Estate Fund』の例だ。解約増加で保有資産を安く売却せざるを得なくなる事を避ける為に インターバルファンドから上場クローズドエンドファンドへの転換を試みている。転換が承認された場合、基準価額で解約出来ると思っていた投資家は基準価額を大幅に下回る価格で取引しなければならない可能性が高い。」(強調下線および注釈は当コラム筆者、2025 年 8 月 20 日付 Morningstar「Funds of Private Funds for the Masses? What Investors Need to Know About the SEC's Latest Guidance」～ <https://www.morningstar.com/funds/funds-private-funds-masses-what-investors-need-know-about-sec-latest-guidance>)。○

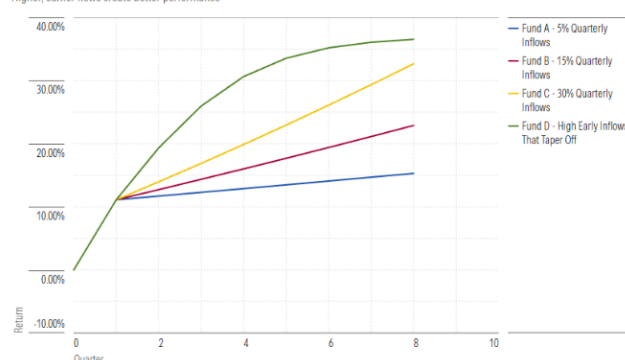
さらにジャック・シャノン氏は 2025 年 9 月 12 日にも「SEC はプライベートファンドに投資するインターバルファンドや
 テンダーオファーファンドと言うセミリキッドファンド/semiliquid funds にアクセスしやすくしている。この中には、運用期
 間が短いにもかかわらず、目を見張る成果(つまりパブリックマーケットを上回るリターン)を上げるものがある。特にセカンダリー
 ファンド(実質的にファンド・オブ・プライベートファンド)で顕著だ。しかしこのリターンは主に相対的に高い流入額(つまり流入額がファ
 ンドの総資産の大部分を占める場合)と会計トリック/accounting trick による所が大きい。…(略)…。セカンダリーファンドは通常デ
 ィスカウントで既存のプライベートファンドを買い(取引価額<基準価額をディスカウント、取引価額>基準価額をプレミアム)、セカンダ
 リーファンドマネージャーは基準価額で評価する為、ディスカウント分のリターンが生まれる。セカンダリーファンド
 への流入額が大きくプライベートファンドを買う事が多いとリターンはより高くなる。これは監査人/auditors も認める
 業界標準の慣行(the NAV markup practice as a fair value technique)である。…(略)…。セカンダリーファンドは運用開始当初
 はほぼ常に好調に見え、新しいセミリキッドファンドを一般投資家に販売するファンド会社にとって大きなビジネスチ
 ャンスを生み出す。…(略)…。これは時価で評価される従来の株式ミューチュアルファンドや ETF には発生しない。
 セカンダリーファンドのフロー誘導リターン現象はファンドが主観的評価に基づいて資産を評価出来る場合にのみ
 発生する/This flow-induced return phenomenon can only exist when

funds can immediately mark up holdings due to subjective valuations。

図表は架空の 10%ディスカウントのセカンダリーファンド
 で、ファンド A は 2 年間四半期ごとに 5%の資金流入、
 ファンド B は 15%の資金流入、ファンド C は 30%の資
 金流入、ファンド D は最初に 200%の資金流入となるが
 その後は每期資金流入額が半減するとしている。全く同
 じ戦略、同じファンド、同じ評価を用いたセカンダリーフ
 ァンド間でフローだけでパフォーマンスに大きな差が生じる
 可能性がある事を明確に示している。」と言っている(強調下

Hypothetical Secondary Fund Returns by Flow Scenario

Higher, earlier flows create better performance



Source: Author's Calculation. Data as of Aug. 31, 2025. Assumes inflows are invested immediately in funds purchased at a 10 percent discount to NAV and immediately marked back up to NAV. Valuations are assumed unchanged following the initial markup, and no distributions are assumed to be made. Download CSV

線および注釈*は当コラム筆者、2025 年 9 月 12 日付 Morningstar「The Alternate Reality of Secondary Funds」

Returns」～ <https://www.morningstar.com/funds/second-thought-alternate-reality-secondary-funds-returns>)

「(プライベート)クレジットセカンダリー市場/(private)credit secondaries market、特に(プライベートクレジット)継続ファンド/(private credit) continuation vehicles を推進する追い風の嵐は衰える兆しを見せない。…(略)…。急成長するクレジットセカンダリー市場に世界 5 番目の投資銀行ジェフリーズ・ファイナンシャル・グループ/Jefferies Financial Group は積極的に参入、新たな投資家を継続的に発掘している。」とも言われている(強調下線は当コラム筆者、2025 年 7 月 8 日付 Jefferies.com「A Dramatic Shift in The Credit Secondaries Market -

Continuation Vehicles Become Mainstream」～ <https://www.jeffries.com/insights/credit-secondaries-market-continuation-vehicles-become-mainstream/>、ジェフリーズは 2025 年 9 月 19 日に三井住友フィナンシャルグループが 1,200 億

円強を追加出資して 2027 年 1 月に SMBC 日興ジェフリーズ証券を

開業するとして会社～2025 年 9 月 19 日付三井住友フィナンシャル

グループ「米国総合証券会社 Jefferies とのホールセール日本株事

業の統合を核とする戦略的資本・業務提携の強化について」～

https://www.smfg.co.jp/news/pdf/j20250919_02.pdf、

「ジェフリーズは

プライベートエクイティ企業に特に偏っている/Jefferies has a

particular skew towards private equity firms。…(略)…。JP モル

ガン/JPMorgan、バンク・オブ・アメリカ/Bank of America、シティグ

ループ/Citigroup、モルガン・スタンレー/Morgan Stanley、ゴールド

マン・サックス/Goldman Sachs はウェルスマネジメントや預金など他

に大きな事業を運営しているが、ジェフリーズは投資銀行業務と取引

の会社/trading and dealmaking house である。」と報じられている

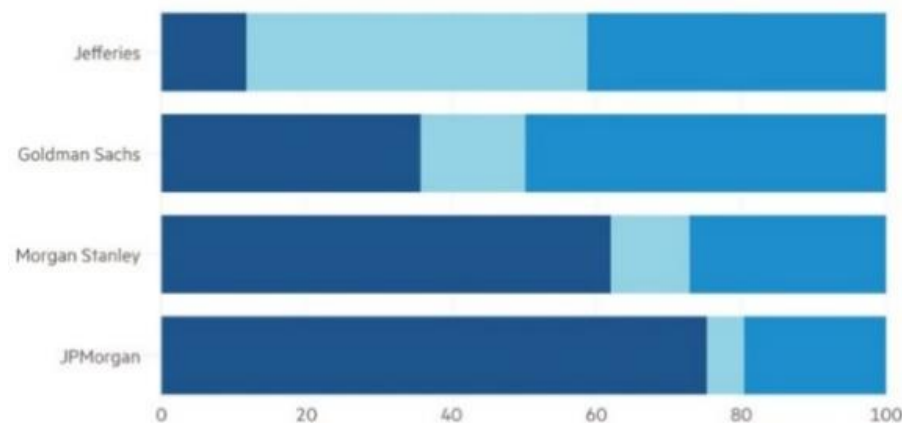
～2025 年 3 月 27 日付 Financial Times「Jefferies kicks off Wall

Street's surprisingly sombre spring」～ <https://www.ft.com/content/614af07-5d41-4b06-bd05-d73b0b0eac1>)

Jefferies is a dealmaking canary

Share of revenue in 2024, per cent

Other revenue Investment banking Trading



Source: Company filings

「(プライベートマーケット)継続ファンド/(private market) continuation vehicles」は、「(プライベートマーケット)セカンダリーファンド/secondary funds focused on private markets」の一つで、運用会社が主導し既存ファンド(の資産)を買い取るもの。セカンダリーファンドの買い手側にとって会計処理上の取り扱いが利点にもなり、基準価額からディスカウントされた取引価格(*取引価額<基準価額をディスカウント、取引価額>基準価額をプレミアム)で取得した資産を基準価額で再評価つまり取得資産の評価額引き上げが認められている/benefit for some buyers is the accounting treatment which allows them to mark up the acquisitions, bolstering the value of the assets(2025年8月17日付 Bloomberg「Lure of 'Free Money' in Secondaries Nears a Mania: Credit Weekly - Bloomberg」~ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-08-16/lure-of-free-money-in-secondaries-nears-a-mania-credit-weekly>、2025年8月17日付 Bloomberg「セカンダリーファンド需要、「熱狂状態」—プライベート資産市場」~ <https://www.bloomberg.com.jp/news/articles/2025-08-17/T13YGMGP495889>)o

これは「(既存の)複数のプライベートファンドに投資するセカンダリーファンド/secondary funds、ファンド・オブ・プライベートファンド/funds-of-private-funds」の事でもある。

2025年9月15日にロビンフッド・マーケットツ/Robinhood Markets は米国の公認投資家/accredited investors 以外の個人投資家にもプライベート(未公開/非上場)企業へのエクスポージャーを提供出来るクローズドエンドファンドのロビンフッド・ベンチャーズ DE/Robinhood Ventures DE(ロビンフッド・マーケットツ完全運用子会社)「ロビンフッド・ベンチャーズ・ファンド I/Robinhood Ventures Fund I」を発表した。ヴラド・テネフ/Vlad Tenev 最高経営責任者/CEO は「何十年もの間、富裕層や機関投資家はプライベート企業に投資してきたが、個人投資家は不当に締め出されてきた。ロビンフッド・ベンチャーズで個人投資家は、かつてはエリートに限られていた機会に投資出来る。」と言う。SEC 承認後、ニューヨーク証券取引所でティッカー「RVI」で取引される(強調下線は当コラム筆者、2025年9月15日付 Robinhood Markets「Introducing Robinhood Ventures - Robinhood Newsroom」~ <https://newsroom.aboutrobinhood.com/introducing-robinhood-ventures/>、Robinhood Markets「Robinhood Ventures: Back a future you believe in.」~ <https://robinhood.com/us/en/ventures/>)o

ただ、2025年9月15日に米国 Morningstar の ETF&パッシブ・ストラテジストであるブライアン・アーマー/Bryan Armour 氏は「ロビンフッド・ベンチャーズ・ファンド I」について「4,000 億ドルに成長しているセミリキッドファンドの代わりにロビンフッドは基準価額から遠く離れる可能性のある上場クローズドエンドファンド/CEFを申請した。同僚のジャック・シャノン は CEF のリスクを詳述した。」と言っている(強調下線および注釈*は当コラム筆者、2025年9月15日付 Morningstar「Robinhood's First Fund Could Spell Disaster for Investors」~ <https://www.morningstar.com/funds/robinhoods-first-fund-could-spell-disaster-investors>)o



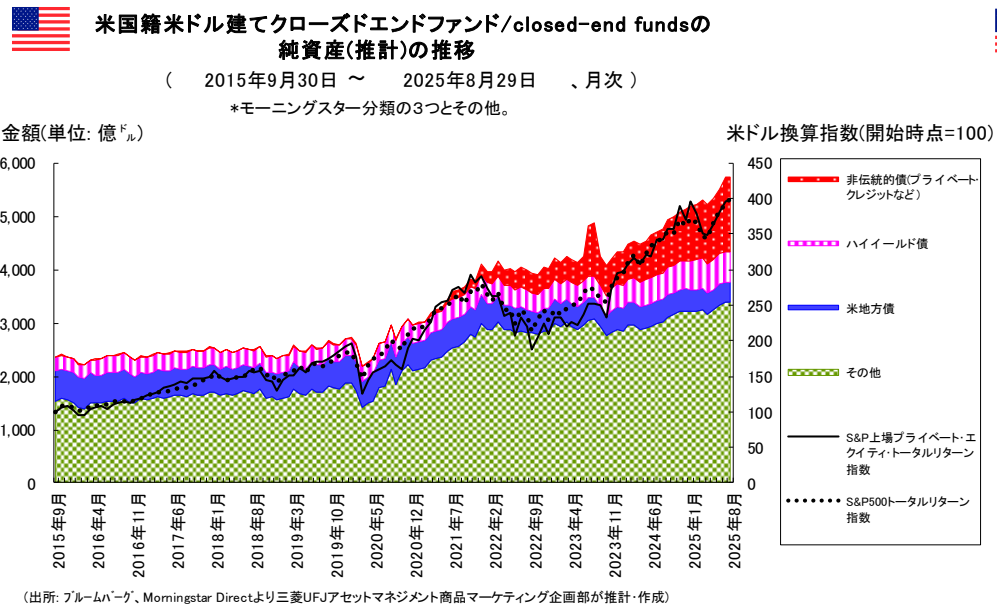
(出所: 2025年9月15日付 Robinhood Markets「Introducing Robinhood Ventures - Robinhood Newsroom」~ <https://newsroom.aboutrobinhood.com/introducing-robinhood-ventures/>)

●米国のクローズドエンド・ファンドの純資産と乖離率(ディスカウント/プレミアム)の推移

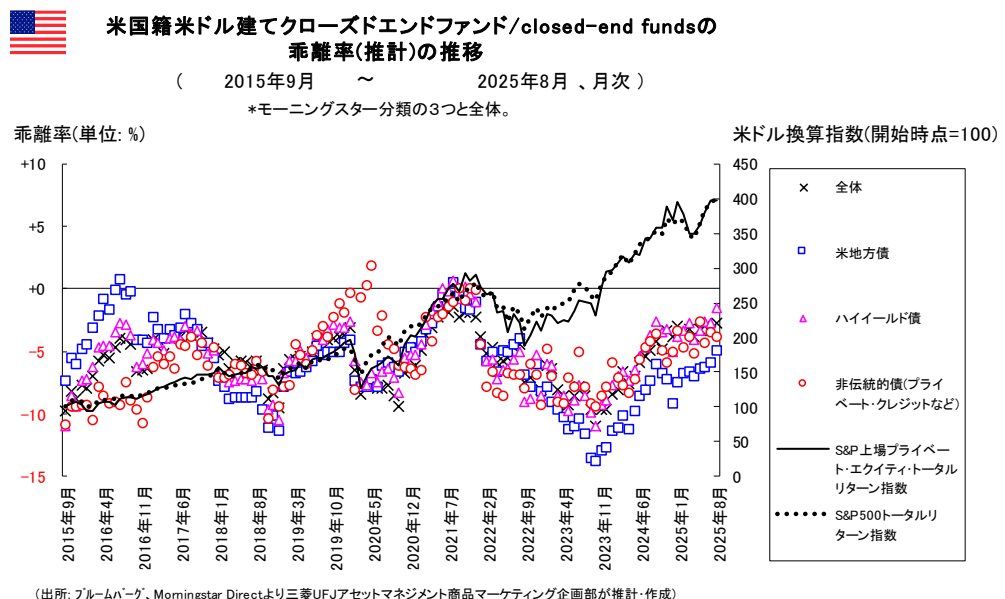
「大統領令が求めるオルタナティブ資産投資へのアクセス拡大を実現する最も迅速かつ直接的な方法で特に上場クローズドエンドファンド/listed closed-end funds/CEFs が効率的かつ透明性の高いプライベートマーケットへのアクセスを提供」と米国投資信託協会 ICI 弁護士が言う(前述)米国のクローズドエンド・ファンド/CEFs の純資産と乖離率(*取引価額<基準価額をディスカウント、取引価額>基準価額をプレミアム)の推移を見る(2022年7月25日付投信調査コラム No.361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日

本版 LTAF、日本版 VCT の道も～英国の LTAF(長期資産ファンド)と VCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)～」https://www.am.mufc.jp/text/whitewash_200725_2.pdf)o

まずは CEFs の純資産推移である。 全体的に拡大している事がわかるが、特に 2025 年 8 月末で純資産最大の非伝統的債(プライベート・クレジットなどの)拡大が大きい。



次に CEFs の乖離率(*取引価額<基準価額をディスカウント、取引価額>基準価額をプレミアム)の推移であるが、純資産最大の非伝統的債(プライベート・クレジットなどはディスカウントが5%前後まで小さくなっている(図表にないが小型株などはディスカウントが10%前後で小さくもなっていない)。もちろんディスカウントだからこそ、セカンダリーファンドの買い手側にとって会計処理上の取り扱いが利点にもなり、ディスカウント分のリターンが生まれ、流入額が大きくプライベートファンドを買う事が多いとリターンはより高くなるのは先述した通りである。



〈参考〉米大統領令「401(k)投資家にオルタナティブ資産へのアクセス民主化」

2025 年 8 月 7 日付米大統領令/executive orders(第 1 条～第 3 条、第 4 条: 一般規定は省略)

「401(k)投資家にオルタナティブ資産へのアクセス民主化/Democratizing Access to Alternative Assets for 401(K) Investors」



第 1 条: 目的

富裕層と公的年金プラン加入政府職員はオルタナティブ資産の成長と分散投資の機会を持ち、公的年金・確定給付型退職年金プラン/public pension and defined-benefit retirement plans ポートフォリオでますますオルタナティブ資産が大きな割合を占めて競争力のあるリターンと分散投資の機会/competitive returns along with diversification opportunities を提供している。その一方で、企業型確定拠出年金プラン/employer-sponsored defined-contribution plans 加入者 9,000 万人以上の大多数はオルタナティブ資産の成長と分散投資の機会を持っていない。労働省/Department of Labor のフィデューシャリー・デューティー(受託者責任)/fiduciary duties に関するガイダンス/guidance が機会を奪っている。過剰な規制と弁護士訴訟奨励で投資のイノベーションが抑制され、401(k)およびその他 DC プラン参加者は公的年金プランや機関投資家が得る長期純利益と同じリターンが得られていない。快適な退職生活を確保する為に必要な収益と資産の多様化を妨げる規制上の負担と訴訟のリスクを私は軽減する。

第 2 条: 政策

フィデューシャリーはリスク調整後リターン/net risk-adjusted returns を高める機会を提供出来ると判断した場合、オルタナティブ資産投資を含むファンドにアクセス出来る様にする必要。

第 3 条: オルタナティブ資産投資の民主化

- (a) “オルタナティブ資産/alternative assets”とは、以下のものを意味する。
- (i) プライベートマーケット投資/private market investments…非上場の株式や債券などへの直接または間接投資を含むほか、ファンドマネジャーが投資対象企業経営に積極的関与をするファンド。
 - (ii) 不動産への直接・間接投資…不動産の直接・間接の権利によって担保された債務を含む。
 - (iii) デジタル資産に投資するアクティブ運用ファンド/actively managed investment vehicles that are investing in digital assets
 - (iv) コモディティへの直接・間接投資/direct and indirect investments in commodities
 - (v) インフラ・プロジェクトへの直接・間接所有権/direct and indirect interests in projects financing infrastructure development
 - (vi) ライフタイムインカム投資戦略(含む長寿年金)/lifetime income investment strategies including longevity risk-sharing pools(下記※)
- (b) 労働長官は 180 日以内にフィデューシャリー・デューティー(受託者の義務)に関するガイダンス/guidance regarding a fiduciary's duties を再検討、労働省が 2021 年 12 月 21 日に発表した「プライベート・エクイティに関する補足声明/Supplemental Private Equity Statement」を撤回するかどうかを検討する(→2025 年 8 月 12 日に撤回…次頁参照)。
- (c) 労働長官は 180 日以内にオルタナティブ資産投資を含む資産配分ファンドに関連するフィデューシャリーの手続きを明確にするよう努める。潜在的に高くなるコスト/potentially higher expenses と長期リターンおよび分散/greater long-term net returns and broader diversification of investments を慎重にバランスさせる基準を特定する。労働長官はフィデューシャリーが負う義務の規則・規制・ガイダンスを提案し、セーフハーバー/safe harbors を含める事が出来、労働長官は訴訟を抑制する措置を優先する。
- (d) 労働長官は必要に応じ財務長官、証券取引委員会/Securities and Exchange Commission/SEC、その他当局と協議。
- (e) SEC は労働長官と協議、オルタナティブ資産投資を促進する方策を検討。

(出所: 強調下線は当コラム筆者、2025 年 8 月 7 日付 The White House「Democratizing Access to Alternative Assets for 401(K) Investors」～ <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/08/democratizing-access-to-alternative-assets-for-401k-investors/>)

※IRA や 401k 等年金には 73 歳からの最低引出義務/RMD があり(SECURE 2.0 Act で 2023 年から 73 歳へ引き上げ、現在の口座残高(公正市場価値)/Fair Market Value/FMV を本人と配偶者の年齢に応じ決まる給付期間で割った額を毎年引き出さなければならなくなる。ただ、21 万^{ドル}(2024 年は 20 万^{ドル})以下の保険料の遅延型年金/deferred income annuities の場合、遅くとも 85 歳に始まる給付開始まで、現在の口座残高から除外の出来る「適格長寿年金契約/Qualified Longevity Annuity

Contract/QLAC」となる(RMD…2020 年 3 月 16 日付投信調査コラム No.301「米バンガードが日本の毎月分配・目標払出型ファンド「マネージド・ベアアウト・ファンド(4%ルール)」から撤退! 米フィデリティは業界初の RMD ファンド、さらに取り崩し機

能付きロボアドへ!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200316.pdf、QLAC…2021 年 1 月 21 日付投信調査コラム No.325「『世界ウェルスマネジメント最新動向』～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210121.pdf)。 「年金保障付きター

ゲットデート/Target Dates With Guaranteed Income」もある(2025 年 6 月 9 日付 Morningstar「Target-Date Funds and Annuities: The Good and the Complicated」～ <https://www.morningstar.com/retirement/target-date-funds-simplify-the-complicated>)。

右図は長寿リスク顕在化/crystallised isデキュムレーション(資産の取り崩し)/decumulation で貯蓄が尽きる時/Savings exhausted(出所: 2025 年 11 月 ScienceDirect「Avoiding a

longevity catastrophe: Harnessing longevity indices to mitigate individual, institutional and systemic longevity risks」～ <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0167686725001801>)



前頁の 2025 年 8 月 7 日付米大統領令には「労働省が 2021 年 12 月 21 日に発表した「プライベート・エクイティに関する補足声明/Supplemental Private Equity Statement」を撤回するかどうかを検討する」とある(当コラム筆者より…労働省は 2021 年 1 月 20 日～2025 年 1 月 20 日のバイデン大統領率いる民主党政権)。これは 2021 年 12 月 21 日付労働省「確定拠出型年金制度の投資選択肢におけるプライベートエクイティに関する補足声明/Supplement Statement on Private Equity in Defined Contribution Plan Designated Investment Alternatives」の事で、プライベートエクイティ(PE)に関する 2020 年 6 月 3 日付インフォメーション・レター(通知書)/Information Letter(後述)を補足するものである(2021 年 12 月 21 日付 U.S. Department of Labor「U.S. Department of Labor Supplement Statement on Private Equity in Defined Contribution Plan Designated Investment Alternatives」～ <https://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/information-letters/06-03-2020-supplemental-statement>)。2025 年 8 月 7 日付米大統領令を受けて「プライベート・エクイティに関する補足声明」は 2025 年 8 月 12 日に撤回されたが、それは以下の通り。トランプ大統領の言う通り、401(k)およびその他 DC プランにおいてプライベートエクイティ投資をメニューに加える事は極めて難しかったと言える。

2021 年 12 月 21 日付労働省「確定拠出型年金制度の投資選択肢におけるプライベートエクイティに関する補足声明/Supplement Statement on Private Equity in Defined Contribution Plan Designated Investment Alternatives」

➤インフォメーション・レターはフィデューシャリー(受託者)が条件を満たして PE を含む資産配分ファンド /managed asset allocation fund を投資選択肢として提供する事はフィデューシャリー・デューティー/fiduciary's duties(受託者義務)に違反しないとしている。…(略)…しかし重要なのは、インフォメーション・レターは PE 投資を是認または推奨しておらず/did not endorse or recommend such investments、むしろ PE は伝統的な投資選択肢よりも複雑で、投資期間が長く、一般的に流動性が低く、異なる規制基準と開示規則の対象となる傾向があるとしており/PE investments tend to be more complicated, with longer time horizons, are typically less liquid, and are subject to different regulatory standards and disclosure rules than other more traditional individual account plan investment options、PE 投資の評価はより複雑で手数料も一般的に高いとしている/the valuation of PE investments is more complex and their fees are typically higher。

➤インフォメーション・レターはフィデューシャリーが個人口座のプランメニューへの投資を検討する際、投資の分散化と投資リターン向上期待ならびに PE に関連する複雑さを評価するプロセスに従い/process that evaluates anticipated opportunities for investment diversification and enhanced investment returns, as well as the complexities associated with the PE component、PE を含むファンドと含まないファンドと比較すべきで/should compare the fund with funds that do not include PE、投資を行う前に PE 投資とそれに伴うリスクを理解する為の十分な情報を確保する責任がある/responsible for securing sufficient information to understand the investment and its attendant risks, prior to making the investment。…(略)…。

➤証券取引委員会/Securities and Exchange Commission/SEC の「リスク・アラート/Risk Alert」は PE ファンドやヘッジファンドを運用する投資顧問業者/Registered Investment Advisers/RIA のコンプライアンス上の問題を指摘/"Risk Alert" issued by the Securities and Exchange Commission's Office of Compliance Inspections and Examinations shortly after the Information Letter was issued in June 2020 highlighted compliance issues in examinations of registered investment advisers that manage PE funds or hedge funds、利益相反、手数料と費用、重要な非公開情報に関する方針と手順の 3 つの分野を取り上げている/Risk Alert addressed three areas: conflicts of interest; fees and expenses; and policies and procedures relating to material non-public information。

➤SEC のリスクアラートと利害関係者の意見を慎重に検討した結果、PE が投資選択肢として一般的な 401(k)プランに概ね適切であると誤って解釈、プラン参加者と受益者を不当なリスクにさらす事が無いよう、インフォメーション・レターを補足する必要があった/Department concluded that it should supplement the Information Letter to ensure that plan fiduciaries do not expose plan participants and beneficiaries to unwarranted risks by misreading the letter as saying that PE—as a component of a designated investment alternative—is generally appropriate for a typical 401(k) plan。

(出所: 強調下線は当コラム筆者、2021 年 12 月 21 日付 U.S. Department of Labor「Supplement Statement on Private Equity in Defined Contribution Plan Designated Investment Alternatives」～ <https://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/information-letters/06-03-2020-supplemental-statement>)

2025 年 8 月 7 日付米大統領令により、労働省は 2021 年 12 月 21 日発表「プライベート・エクイティに関する補足声明/Supplemental Private Equity Statement」を撤回するかどうかを検討した(実際、2025 年 8 月 12 日に撤回された)。これは**プライベートエクイティ(PE)に関する 2020 年 6 月 3 日付インフォメーション・レター/Information Letter が復活**と言う事である。復活する 2020 年 6 月 3 日付意見書はパンテオン・ベンチャーズ社(米国)/Pantheon Ventures (US)とパートナーズ・グループ社(USA)/Partners Group (USA)が労働省(労働省は 2017 年 1 月 20 日～2021 年 1 月 20 日のトランプ大統領率いる共和党政権)に「**401(k)プランなどの投資選択肢におけるプライベートエクイティ投資の利用**」について質問した事に対し、労働省が 2020 年 6 月 3 日に返した意見書である(2020 年 6 月 3 日付 U.S. Department of Labor「Information Letter 06-03-2020」～ <https://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/information-letters/06-03-2020>)。要は、**プライベートエクイティ含むアセットアロケーションファンド等を採用しただけで受託者責任を問われる事はない**と言うものである(下記に詳細)。

2020 年 6 月 3 日付労働省「プライベートエクイティ(PE)に関するインフォメーション・レター/Information Letter」

➤プライベートエクイティはアセットアロケーションファンド/professionally managed asset allocation funds～ターゲット・デイト/target date、ターゲット・リスク/target risk、バランス・ファンド/balanced fund～の中で投資され、投資期間の長い加入者に上場証券のみに投資した場合よりも退職時成果/retirement outcomes を向上させる可能性がある。…(略)…。 

➤**アセットアロケーションファンドのプライベートエクイティ投資は、いかなる場合も、加入者が直接投資する事は出来ない。**…(略)…。プライベートマーケットはプランの加入者が直接アクセス出来ない様にすべきであり、ターゲットデイトファンドもしくはその他マネージド・ソリューションの一部としてプランに組み入れられる。…(略)…。

➤プライベート エクイティ投資は上場市場と連動しない投資機会を提供、多様化に貢献、ヘッジとなる可能性がある。…(略)…。プライベートエクイティのエクスポージャーは特定投資配分を超えない配分で、その残りは上場証券など流動性資産に投資され、十分な流動性を参加者に提供する。…(略)…。**プライベートエクイティは複雑な構造と投資戦略、長い投資期間、通常高い手数料を伴う傾向**がある。…(略)…。

➤DC プランのフィデューシャリー(受託者)は

(i) プライベートエクイティ含むアセットアロケーションファンドを追加する事による

手数料控除後期待収益率とリスク分散の提供、

(ii) 同ファンドの**監視**(必要に応じて第三者の投資専門家を使用)、

(iii) 同ファンドが**プライベートエクイティへの投資配分を特定割合を超えない様に制限**しているかどうか、

評価や流動性を提供出来るか(財務会計基準審議会会計基準編纂書/ASC820「公正価値測定および開示」を満たす合意された

評価手順に従って独立して評価されるようにする)/valuation procedures that satisfy the Financial Accounting Standards Board

Accounting Standards Codification (ASC) 820, “Fair Value Measurements and Disclosures.”。…(略)…。

➤DC プランのフィデューシャリー(受託者)はプラン参加者がファンドへの投資を行うか継続するかについて十分な情報に基づいた判断を下せるよう、**投資代替案の特性とリスクに関する十分な情報をプラン参加者に提供**するかどうかとも決定しなければなりません。…(略)…。

(出所: 強調下線は当コラム筆者、2020 年 6 月 3 日付 U.S. Department of Labor「Information Letter 06-03-2020」～ <https://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/information-letters/06-03-2020>)



トランプ労働省 vs バイデン労働省

✓2020 年のトランプ労働省意見書「手数料やリスクを慎重に検討する限り、ターゲットデイトファンドなどを通じてプライベートエクイティ投資を責任を持って提供出来る。」

✓2021 年のバイデン労働省補足声明「プライベートエクイティを支持しない推奨しない」

✓2025 年のトランプ労働省がバイデン労働省補足声明を撤回

以 上

三菱 UFJ アセットマネジメント【投信調査コラム(日本版 ISA の道)】バックナンバー：
「 <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/> 」。

三菱 UFJ アセットマネジメント株式会社 商品マーケティング企画部

松尾 健治(kenji-matsuo@am.mufg.jp)、

窪田 真美(mami1-kubota@am.mufg.jp)。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は内外の資産運用に関する情報提供のために、三菱 UFJ アセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 本資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。

本資料中で使用している指数について

S&P 上場プライベート・エクイティ・トータルリターン指数は、スタンダード&プアーズ ファイナンシャル サービスーズ エル エル シーの所有する登録商標です。

MSCI ワールドに対する著作権およびその他知的財産権はすべて MSCI Inc.に帰属します。



三菱UFJアセットマネジメント

三菱UFJアセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会