

トータル・ポートフォリオ・アプローチ (TPA)

THEMA

Asset Management
Research Center Insights

■ TPA とは？

半年あまり前から「トータル・ポートフォリオ・アプローチ (TPA)」という言葉をよく聞くようになりました。カリフォルニア州公務員退職年金基金 (CalPERS) による導入がきっかけだったと思います。TPA 自体は、カナダの公的年金であるカナダ年金制度投資委員会 (CPPIB) やニュージーランドの公的年金 (NZSuper)、シンガポールのソブリンウェルスファンドである GIC、オーストラリアのフューチャー・ファンドなどが 10 年以上前から導入していることもあって、それほど目新しい話ではありませんが、米国の巨大年金基金による採用はインパクトが大きかったのでしょう。

その報道を聞きながら、TPA という馴染みのない漠とした言葉に戸惑いました。TPA について調べてみると、様々な説明に遭遇します。「ポートフォリオ全体にとって最も魅力的な選択肢を探るという手法」とか「ポートフォリオ全体の目的達成のための統合的なアプローチ」といったあまり説明になっていないものはまだしも、「トータルリターンに焦点を当てたアプローチ」だという、おそらく誤った説明をしているものもあります (これを完全に誤りだと証明することは難しいのですが・・・)。

かなり前に読んだ TPA に関する記事には、専門家の中にすら TPA は特定のモデルに特定の目的を持つものではなく、多様なアプローチの対象であると述べている人がいたり、「心の持ちよう (state of mind の筆者訳)」と呼んでいる人がいたり、「TPA は単一のルールセットではなく、考え方の変化 (TPA is not a single set of rules, but a shift in mindset)」と書いている論文^{*1} があつたりすることが紹介されていました。

また、年金シニアプラン総合研究機構の 2022 年度の研究報告書「海外年金資金等のアセットアロケーションに関する調査研究」^{*2} では、採用している機関の実例を含めてかなり詳しく解説されていますが、該当箇所の冒頭に「トータル・ポートフォリオ・マネジメント (TPM) などとも呼ばれ必ずしも名称は定着しておらず、また、採用する機関投資家によってポートフォリオ構築手法の細部は異なることも多い」という注釈が付けられています。

そうこうするうちに、たまたま開いたアンドリュー・アング著『Asset Management (邦題：資産運用の本質)』^{*3} という本に 1 か所だけトータル・ポートフォリオ・アプローチのことが書かれた部分を見つけました。そこでは、ファクター投資の事例としてカナダの公的年金運用機関である CPP Investments (正式名は Canada Pension Plan Investment Board : CPPIB) の運用手法が紹介されていて、「CPPIB 流のファクター投資 (トータル・ポートフォリオ・アプローチと呼ばれる)」と書かれていました。つまり、TPA をファクター投資の一形態と位置付けているわけです。そう言われただけで、TPA が急に身近なものに感じられるから不思議です。

■ CPPIB の TPA

CPPIB の TPA についてはその年次報告書^{*4} にかかなり詳しく書かれています。そのプロセスを解釈すれば、①市場リスクの最低水準を設定し、それをもとに②各年度のリスク目標を決定し (最低 3 年ごとに見直し)、③各リスクファクターへのエクスポージャーを決定し、④戦略目標を決定し、⑤投資対象を選定する、ということになります。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆しない保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書 (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。

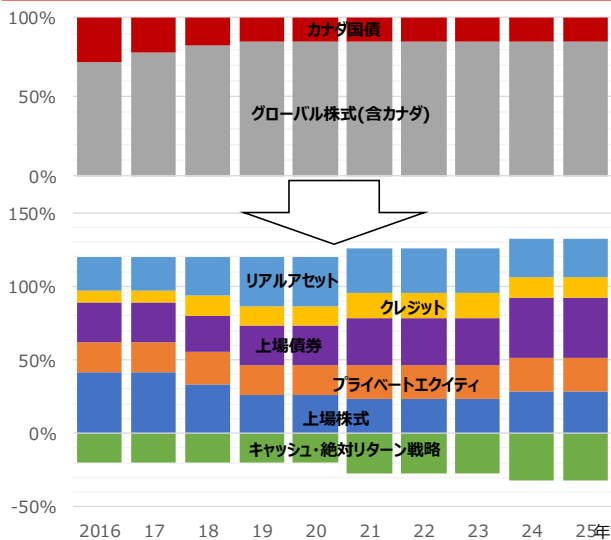
中長期の投資ポートフォリオを決定する一般的な手法として戦略的アセットアロケーション (SAA) が伝統的に用いられてきましたが、それは資産クラスをベースとしたものです。いくつかの投資対象資産クラスを事前に決めて、そのベンチマークの期待リターン、リスク、各資産クラスの相関などを踏まえて何らかの最適化を行ってそれらのウェイトが決められていきます。それに対して TPA は、まずリスク目標を設定し、そのリスク水準に対して運用者が最適だと考える投資対象を選んでいくこととなります。

なっています。これを戦略ポートフォリオにマッピングするわけですが、図 1 は、直近 10 年の参照ポートフォリオと戦略ポートフォリオを示したものです。レバレッジを使ったりプライベートエクイティ、リアルアセット、クレジットに投資したりと、かなり自由度が高いことがわかります。

■ TPA の自由度と責任

TPA 導入の背景には伝統的 SAA などの手法の限界があるのではないかと推察されます。資産クラスごとに一度ウェイトを決めれば、それを大きく変更することは容易ではありません。新たな資産クラスを追加することも難しそうです。そもそも、期待リターンの推定に対する感度が高すぎて役に立たないという人すらいます。その中で比較的推定が安定しているリスクのみをシステムティックに組み込み、期待リターンに関する部分は運用者のスキルに委ねるといふ TPA はたしかに現実的な手法なのかもしれません。ただ運用者の裁量が大きければ、責任も重くなるのは当然でしょう。その責任を負えるだけの能力が運用チームにあるのかどうか TPA を導入するかどうかの判断にとって重要です。さきほどの『Asset Management』という本には、CPPIB の CEO だったデビッド・デニソンの次の言葉が紹介されていました。(K5)

図 1 CPPIB の参照/戦略ポートフォリオ



(出所) CPPIB 年次報告書(2025)より筆者作成

リスク目標を設定する際に用いられるのが参照ポートフォリオで、現在はグローバル株式とカナダ国債で構成されます。2015 年までは、株式をカナダ株式とそれを除くグローバル株式、G7 国債、カナダ国債の 4 資産クラスでしたが、現在は 2 資産クラスのシンプルな形になっています。このグローバル株式とカナダ国債の比率で目標リスクを設定しますが、2019 年以降それが 85% : 15%と

我々の責任のもとで参照ポートフォリオから乖離するという判断を下している。もし不動産投資チームを創設したいのなら、我々はそれに伴うコストを埋め合わせる必要がある。我々は本当にそのような追加のコストを負担したいのかを自問自答する。カナダの公的年金に対してコスト控除後での追加的なリターンをもたらすことができるという確信がなければならない。

*1 https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5259355

*2 <https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/R04-03.pdf>

*3 Ang, A. (2014), *Asset Management: A Systematic Approach to Factor Investing*, Oxford University Press.

*4 <https://www.cppinvestments.com/wp-content/uploads/attachments/Cpp-Investments-F2025-Annual-Report-English.pdf>

野村アセットマネジメントからのお知らせ

■ ご注意

下記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

■ 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

■ 投資信託に係る費用について

以下の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

2026年6月現在

ご購入時手数料 《上限 3.85%（税込み）》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用（信託報酬） 《上限 2.222%（税込み）》	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 * 一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 * ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 《上限 0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡りする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。