



ALLIANCEBERNSTEIN®

2026年2月

総合芸術作品としてのポートフォリオ設計： トータル・ポートフォリオ・アプローチ

トータル・ポートフォリオ・アプローチ(TPA)の導入が広がりつつある。その理由として、一連のマクロ環境の変化、すなわちリターンや分散効果の低下を示唆する新たな投資レジーム(局面)への対応が挙げられるが、それだけではない。このような投資家側のニーズとは別に、資金調達方法の変化によってプライベート市場の役割が構造的に拡大しているという背景もある。

TPAとは、本質的に、総合的な資産配分手法であり、資産クラスありきで資産配分を考慮することや、パブリック資産とプライベート資産を区別する従来の手法を否定するものである。TPAでは、アセット・アロケーターの役割は「リターン源泉のキュレーター」として再定義される。

一方で、導入には大きなハードルもあり、ガバナンスの変更、組織の刷新、TPAへの移行による運用者のキャリア・リスクを伴う。

本稿では、こうした状況が投資の実務にどう関係するのかについて説明する。理論的に純粋な形での導入は難しいと思われるため、投資上の制約(特に流動性)を出発点としてリターン源泉の魅力的な組み合わせを考える手法についても検討する。また、魅力的な配分をシミュレーションによって探し出す手法の例も紹介する。

TPAにより、低流動性資産、ファクター、さらにはアルファなどのリターン源泉を幅広く組み合わせた運用が可能になる。

イニゴ・フレイザー・ジェンキンス

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド(英国)
機関投資家向けソリューション 共同責任者

アラ・ハームズワース

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド(英国)
機関投資家向けソリューション 共同責任者

共同執筆者：

ロベルト・スタチカス*、モーリーン・ヒューズ**

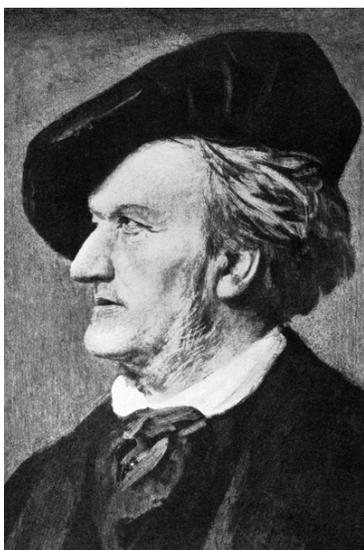
資産クラスありきで資産配分を考えない

アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)が世界各地で顧客と対話していると、しばしば同じような質問を受ける。時には、プレゼン資料に記載がなく、発表者のテーマとは異なる話題について質問が出ることもあり、非常に興味深い。そうした話題の1つが、トータル・ポートフォリオ・アプローチ(TPA)である。TPAに関しては、日本、中東、北米、欧州での投資家との面談で質問が出たことがある。TPAという発想は新しいものではなく、10年前にも顧客との間で話題になり、その後も時折話題となってきた。ABは長年にわたってこの手法の価値を認めてきたが、注意が必要であることも理解している。投資家によってはTPAが適さない場合もあり、TPAの効果や、少なくともその必要性はマクロ環境によっても異なる。こうした中で、TPAは投資家が話し合いたいと思うテーマとして再び浮上している。重要な点は、TPAを支持する投資家が増え、より多くの資産がこの手法で運用されるようになったことである。

TPAを導入するということは、投資の真の目的は実体経済における資金ニーズを賄うことであり、インフレ率をベンチマークとすべきである、という考え方を受け入れることでもある。各資産のベンチマークの収益率を加重平均した複合ベンチマークを採用するのであれば、TPAの導入が検討されることはないだろうし、導入すべきでもない。しかし、そうしたベンチマークは実態を反映していないことが多い。この主張は思慮が浅いと思われるかもしれないが、核心はそこにある。TPAを導入すべきかどうかという議論は、少なくとも暗黙のうちに「投資運用の目的は何か」という問題の核心に触れている。

本稿では、TPAが意味することを詳細に説明するが、マニフェスト的に言うなら、TPAは基本的に、資産クラスありきで資産構成を考える従来の手法を否定することである。そもそもTPAでは、資産クラスを単純にひとつの「もの」としては見えていない。TPAは、総合的な資産配分手法であるという点で、まさに投資のゲザムトクンストヴェルク(総合芸術作品)にほかならない。「パルジファル」(ワーグナー後期の楽劇)を語る時のような言い回しを資産配分といった世俗的な事柄に用いるのはおこがましいが、TPAの没入性(少なくとも理想的な形態では没入的である)と統合的な投資アプローチの必要性を考えると、その比喩は的外れではないであろう。ワーグナーが総合芸術作品を実現しようと試みたのと同様、TPAによって資産配分を行うことは、投資が達成し得る最大の成果に近づこうとする試みである。

図表 1: ゲザムトクンストヴェルク(総合芸術作品)のコンセプトを投資に適用することはできるか:
リヒャルト・ワーグナーの肖像画



出所: ゲットイイメージズ

本稿では、TPAとは何か、TPAが再び話題に上り、重要性が高まりつつあるのはなぜか、その(複数の)理由を説明する。また、TPAへの移行が資産配分上どのような意味を持つのか、どのような問題があるのかについて、例を挙げて解説する。多くの投資家にとって、TPAを全面的に採用するハードルは高いと思われるため、その一部の要素を取り入れた手法も紹介する。この手法はTPAの利点をすべて活かせるわけではないが、その方が採用しやすいと感じる投資家もいるだろう。

TPA とは何か？それが必要な理由とは？

TPA とは、本質的に、ポートフォリオのリスクと投資エクスポージャーを総合的に管理するアプローチである。つまり、パブリック資産とプライベート資産、アルファとベータ、さらには資産クラスの垣根を越えた配分を行う。一方、伝統的な資産配分手法では、各資産クラスへの配分を切り分けて検討し、複数の資産クラスに共通するファクター・リスクを明示的に考慮しないことも多い。

要するに、TPA では、資産配分から資産クラスごとのサイロ化(縦割り構造)を排除する。また、リスクを評価する基準も異なる。TPA において適切なリスク評価の基準は、ポートフォリオ全体のボラティリティと流動性の水準である。対照的に、従来の資産配分手法では、アクティブ・リスクや各資産クラスの「パッシブ」なベンチマークからの乖離(このような乖離はいかなる「アクティブ」な資産配分からも生じる)が重視される。最も純粋な形態の TPA では、アクティブ・リスクは重要ではなく、アクティブとパッシブの違いを意識する必要もない。

純粋な TPA では、アルファとベータの境界線はダイナミックで固定的ではないものと認識されるか、少なくともそれが許容される。実際、TPA では、最もアクティブな運用から最もパッシブな運用までさまざまなアプローチがあり(その中間にあるさまざまなファクター戦略を含む)、アクティブとパッシブの間に切れ目はないと考えられている。

投資をこのように捉えると、理論上、運用の柔軟性は高まる。そのため、低リターンと分散効果の低下というマクロ環境の下で(AB は当面、そのような環境を予想している)、TPA は投資家がリスクを効率的に区分し、配分するための手段となる。TPA を導入する際には、資産クラス、パブリック資産とプライベート資産、パッシブ配分とアクティブ配分といった枠を越えてリスクを評価する能力が必要となる。それには実務上の課題が伴うが、リスクをより効率的に活用できることのメリットは大きい。

また、分散効果を高める手段の 1 つとして、TPA では投資期間の分散が容易になるということを指摘したい。これは、相関性の低いリターン源泉の組み合わせを探すという従来の考え方とは異なり、アルファの効果の持続期間が異なる投資を組み合わせることで分散を実現する、という考え方である¹。

TPA では、アセット・アロケーターは「リターン源泉のキュレーター」となる。この言葉は特定のリターン源泉を最優先するという意味を持たないため、適切であろう。実際には、投資可能な規模や流動性は資産によって大きく異なるが、その点は流動性要件などの制約を定めることで対応することになる。

信条(クレド)

TPA にはその根拠となる暗黙の信念あるいは考え方があり、こうした前提を理解することは TPA の導入に役立つ。これは資産配分の根底に関わる問題であるため、「信念」という形で説明しなければならない。ニケーア公会議でキリスト教の信条がまとめられたことに倣って TPA の信念をまとめるなら、以下のようになる。

- アセット・アロケーターの本質的な役割は、主に運用業界で考案された資産クラス(資産タイプ)の区分にとらわれずにさまざまなリターン源泉を組み合わせることだと考える。
- 各資産のベンチマークの収益率を加重平均した複合ベンチマークは採用しない(そして理想的には、リスクフリー資産という概念を持たないこと。ただし厳密には、そのことは TPA において必須ではない)。
- プライベート資産への投資に多面的な根拠があることを認める。すなわち、資金調達方法の構造的変化、従来とは異なるリターンと分散の源泉を確保する必要性、パブリックとプライベートの線引きは流動的である(幻想ですらあり得る)という考え方を認める。
- ファクターは資産配分において一定の役割を担っており、資産クラスと同等のレベルに位置づけるべきだと考える。
- ウェイト付けに関する問題は根本的な検討が必要であり、過去 40 年の経験則やピア・グループ分析に従った結果とはならないかもしれないと考える。金融資産のウェイト付けの方法については、別のところで論じている²。

¹ Global Quantitative Strategy - Time horizons in Finance: Bayesian trees for market allocation, 2016年2月16日

² Too Much Certainty is a Terrible Thing: Benchmarks and the Meaning of Risk

なぜ今、TPA が注目されるのか？

このように、TPA の理論的根拠は十分に妥当なものであるが、なぜ今、再び TPA に注目が集まっているのだろうか。TPA を、分散投資先を広げ、アクティブ運用(ロング・ショート運用を含む)への配分を増やすことだと解釈するならば、1980 年以降のパフォーマンスは単純な 60:40(株式に 60%、債券に 40%を配分)のポートフォリオに劣っていたはずである。AB は必要以上に複雑な説明は望ましくないと考えているが(いわゆる「オッカムの剃刀」を大切にしている)、最近のパフォーマンスが振るわなかった(かなり悪いものだったのかもしれない)にもかかわらず、この複雑な投資手法がなぜ今になって受け入れられつつあるのか、簡単に説明しておく必要があるだろう。

TPA がこれまで以上に必要とされている背景には、大きく異なる 2 つの要因がある。1 つは投資家関連の要因で、もう 1 つはよりマクロ的な要因である。

- 新たな投資パラダイムの下では、一定水準の実質リターンの確保と分散効果の実現が難しくなっているという認識。
- 現代の経済における資金調達方法の変化。上場株式及びクレジットは特権的地位を失っており、リスク、エクスポージャー、アロケーションの検討では、パブリック市場とプライベート市場の両方に目を向ける必要がある。

本稿の目的はリターンの長期的な低下が予想される理由を説明することではないが(それについては「[不安定化する世界: 債務、インフレ、そして AI が投資に与える影響](#)」を参照されたい)、ここで簡単にまとめておくと、さまざまな資産クラスにおける高いバリュエーション、成長率の低下(AI の効果は、人口動態と脱グローバル化の影響を完全には相殺できない)、インフレ率の上昇(債務、脱グローバル化、気候変動に起因する)により、リターンは低下していくことが見込まれる。また、資金調達方法の構造的変化により、パブリック市場と銀行融資の特権的地位は失われ、プライベート資産が果たす役割はますます拡大している。自社株買いが禁止されたり、新規株式公開が容易になったり、銀行が取れるリスクが格段に増加したりしない限り、この動きは続くと思われる。しかし、そうする間も企業は資金調達を行う必要があり、こうしたニーズを満たすためにプライベート市場への配分が増えることは自然な流れと言える。

こうしたマクロ的な要因に加えて、従来の投資決定プロセスに関する問題点もある。債務、人口動態、気候変動/エネルギー転換、AI など、今日の市場環境を形成している要因は、資産クラスの枠組みやパブリック市場とプライベートの境界を超越している。そのため、さまざまなチーム間の対話と調整が必要になるが、投資プロセスが資産クラスごとにサイロ化されている場合は対処が難しい。

これらの変化は、資産運用業界の 2 つの長期的なトレンドによって生じている面もあり、場合によっては促進されている。1 つ目のトレンドは、スマート・ベータ ETF の運用資産残高の急増である。スマート・ベータ ETF は低コストで流動性が高く、ファクター・エクスポージャーを容易に追加できるほか、ファクターのリスク評価と管理も容易である。2 つ目のトレンドは、投資テクノロジーの進歩と幅広い普及であり、先進的なリスク管理ツール、流動性予測、マクロ経済シナリオの高度なモデリング、機械学習などの AI ツールが既に導入されている。

TPA を全面的に導入することは難しいため(以下で説明する)、実際には部分的導入や半分程度の導入にとどまるケースが大半を占めるだろう。一例として、ウィリス・タワーズ・ワトソン(WTW)とシンキング・アヘッド・インスティテュートは、TPA を画一的なアプローチとして定義するのではなく、一定の幅を持ったものとして扱っている。両社は、ガバナンス、投資、人材、リスク、サステナビリティを 5 つの主要な柱とする分類法を提唱している³。この 5 つの柱の下には 16 のカテゴリー項目が設けられており、それぞれの項目について、純粋な戦略的資産配分(SAA)の「0」から純粋な TPA の「5」までのスコアが用意されている。これらのカテゴリーのほとんどで 5 のスコアを得る組織はかなり少ないため、この分類法は TPA の全面的な採用に向けたロードマップと捉えることができる。TPA を導入する組織はそれぞれの柱について、個々の運用体制やニーズに応じてどの程度 TPA の原則を導入するかを選ぶことができる。WTW によると、TPA 導入の望ましいスコア水準は 3.6 であるが、2024 年の調査対象組織のスコアは 2.5 であった⁴。

WTW は、SAA と TPA の違いについて、純粋な SAA では資産クラスごとにサイロ化されていること、ベンチマークを重視した運用を行っていること、投資先の変更頻度が低いこと、投資プロセスにおける流動性の検討が基本レベルにとどまっていることを挙げている。対照的に、TPA は目標志向であり、ファンド全体の運用成果が強く意識されている。投資においてはポートフォリオ全体の成果への貢献が重視され、ポートフォリオはリアルタイムでモニタリングされ、資産配分は柔軟に変更される。低流動性資産と高流動性資産は全面的に統合され、テール・リスクは明示的に評価される。

³ 詳細については「[FROM VISION TO EXECUTION: How Investors Are Operationalizing the Total Portfolio Approach](#)」(英語、外部サイト)をご覧ください。

⁴ 同上

TPA の歴史に関する概要

トータル・ポートフォリオ・アプローチ(TPA)は、これまで学術研究で盛んに取り上げられてきたテーマではない。つい最近まで、その導入に関する情報は、カナダ、オーストラリア、オランダなど、TPA を早期に提唱、導入してきたアセット・オーナーが作成したホワイト・ペーパーや投資戦略関連文書の中で見られる程度であった(ATP、2021 年などを参照)。TPA の原則を最も包括的に論じた学術論文はおそらく Redouane 及び Lee(2025 年)であろう。両者は、グラハムからマーコウィッツ、シャープ、スウェンセンへと連なる SAA の知的系譜を詳述した上で、資産クラスごとに分断された静的なポートフォリオ・モデルが市場レジームの変化(市場の複雑化、レジーム転換の高頻度化、プライベート市場の拡大による流動性制約、経路依存リスクによって特徴づけられる)にますます対応できなくなっていることを明らかにしている。両者は TPA を、あらかじめ定められた規範的な配分手法ではなく、以下の 4 つの原則から成る「準備の心構え(mindset of preparedness)」と定義している。

- **計画ではなく準備** — エクスポージャーを固定せず、世界情勢に関して複数のシナリオを想定する。
- **ポートフォリオの総合的管理** — 各投資を、資産クラス内でのパフォーマンスではなく、ポートフォリオ全体への寄与度で評価する。
- **異なる時点間のヘッジ** — リスク・プレミアムやマクロ経済情勢の変化に応じてポートフォリオのポジションを調整する。
- **ダイナミックなトレードオフ** — 選択肢を確保し、低流動性資産を管理し、プライベート資産のポートフォリオの変化に応じて流動性エクスポージャーを調整する。

この定義を踏まえ、Redouane 及び Lee は、ガバナンスを固定的な資産配分目標からリスク・エクスポージャーに基づく許容範囲へと移行すべきであり、投資チームには一定のリスクの限度内で投資判断を行う裁量を与える必要があると主張する。さらに、TPA の目的を十分に捕捉できる単一のベンチマークは存在しないため、パフォーマンス評価は多面的に行うべきだとしている。インセンティブはファンド全体の成果への貢献に紐づけるべきであり、各資産チーム間の協力と責任共有の文化が醸成されなければならない。この論文の最後では、TPA を運用する上で必要となる詳細な分析ツール・キットも提示されている。具体的には、ファクターに基づくポートフォリオ構築、逆最適化手法、レジームを考慮した資産配分、流動性を考慮したリバランス・モデルなどであり、いずれも SAA の手法とは対照的である。

Stephen Gilmore 及び Joseph Simonian(2025 年)も、Redouane 及び Lee(2025 年)が示した主要な原則と同様に、資産クラスによるサイロ化を打破すること、ポートフォリオを「ワン・チーム」アプローチに基づいて包括的に捉えること、インセンティブをファンド全体の成果に連動させること、統合的なテクノロジー・インフラを構築し、リスク評価とモデリング基準の一貫性や知識の共有を図ることが重要であると論じている。さらに、この論文独自の貢献として、TPA の導入によって階層的な目標設定アプローチが可能になることを実践面から考察し、例を挙げて説明している点が挙げられる。すなわち、望ましいリスク・リターン目標の設定に加え、ポートフォリオ全体の流動性の検討、テール・リスクと最大ドローダウンの管理、サステナビリティ目標との一致が可能になると説明されている。また、著者は、TPA はファクター・ベースのポートフォリオ構築と自然に適合するものであると述べている。そして、エラスティック・ネット正則化(ラッソ回帰とリッジ回帰の利点を融合した回帰手法)や機械学習を用いて経済的重要性が大きいファクターの組み合わせを最小限に絞り込む際の実務上の留意点について、説明を行っている。

一方、初期の学術論文の中には、リスク・モデリングや投資の枠組みなど、TPA の一部の側面のみ重点を置いたものもある。例えば Anson(2024 年)は、資産クラスごとにサイロ化された配分では ESG の実践が困難であることや、その成功にはポートフォリオ全体を一体として捉え、目標との一致を図る必要があることを示している。その手段として、各投資を主要な経済ドライバーに分解し、ポートフォリオ全体のリスクとリターンに対する各投資の全般的な影響を評価することを提唱している。また、Bass、Gladstone 及び Ang(2017 年)は、ポートフォリオを資産クラス別の配分ではなく、ファクター・エクスポージャーの観点から捉える枠組みを示した。

学術研究以外では、WTW インスティテュートと CAIA 協会が、SAA の進化と TPA 導入の進捗状況を何年にもわたって追跡し、アセット・オーナーの CIO と協力してリサーチ概要を定期的に作成している。その最新の研究成果である *From Vision to Execution: How Investors Are Operationalizing the Total Portfolio Approach* は、大手機関投資家が SAA から TPA に移行する過程を、大手資産運用会社 12 社の聞き取り調査と情報提供に基づいて詳細に考察している。また、TPA の理論的根拠について論じる一方で、実際に確認された組織運営の手法、TPA 導入に向けた課題、ポートフォリオに対する測定可能な効果についても示している。著者らは、ガバナンスと組織文化が TPA の重要な基盤であることを強調し、明示的な権限移譲、責任の再定義、目標とリスク管理に関する組織内の共通認識が必要であると述べている。また、TPA 導入の進捗を Activation(アクティベーション)、Starter TPA(TPA 始動)、Becoming More Prescriptive(規範化)、One Fund integration(ファンド全体での統合)の各段階に分けて示し、それぞれに対応した詳細な分類を提示している(これについては後半で詳しく解説する)。このレポートは最後に、TPA 導入の主な動機となるパフォーマンスの向上に関して証拠を示しており、TPA を導入した組織のパフォーマンスは、SAA を利用する組織のパフォーマンスを年間平均 1.3%上回っているという。

さまざまな研究論文に共通して見られる点として、規範的ルールを持った画一的な TPA というものはない、という考え方がある。TPA にはさまざまな導入の形があり、TPA とは 1 つの考え方だと言ってもよい。それは、導入する組織が独自のニーズに合わせて調整していくものである。

TPA の課題

TPA の利点は十分に賞賛に値する。TPA の理論的な根拠、投資家が現在直面しているマクロ環境、パブリック市場とプライベート市場の枠を越えた思考の必要性は、すべて TPA を導入する理由となる。ただし、TPA の導入には難しい課題もあり、ガバナンス、組織、リスクの定義が主に問題となる。

純粋な形態の TPA においては、リスクの取り方は主にポートフォリオ設計で決まる。具体的には、幅広いリターン源泉を組み入れ、全体として魅力的なリスク・リターン特性となるように設計することになるが、その結果として、従来型の配分とはリターン源泉が大きく異なる場合もあれば、配分比率が異なる場合もある。こうした重大な変更は運用担当者にとってキャリア・リスクとなる。

TPA の重要な点は、従来のベンチマークと「アクティブ・リスク」の定義を否定する（少なくとも重要視しない）ことである。その結果、TPA では、リターンがベンチマークから大幅に乖離する可能性がある。ということは、望ましくない乖離が生じた場合、乖離が小さいファンドと比較されて運用会社の投資判断能力が疑問視されてしまう可能性がある。

また、TPA の導入には組織上の難しい問題もある。伝統的な投資手法を用いる投資会社の多くは、投資チームを資産クラス別に編成する傾向があり、「オルタナティブ」投資のチームは「伝統的」資産の投資チームとは別になっていると考えられる。しかし、TPA で投資チームを編成する際には、これは決して最善であるとは言えない。投資を分類する方法はいろいろ考えられる。例えば、株式、債券、プライベート資産の区分にとらわれず、ファンダメンタルズに基づくアクティブな投資をひとつのグループにまとめることもできる。

このような組織上の課題に取り組もうとした場合、次に、どのような人材スキルが必要となるかという問題が生じる。TPA で必要となる人材や経験は、従来の投資手法で求められてきたものとは大きく異なる可能性があり、組織内での調整がスムーズにいかないことも考えられる。

資産配分手法の変更を試みた過去の事例として、2010 年代には、資産横断的なリスク・プレミアムの獲得を目指す動きが広がった。しかし、時価総額加重型指数との連動を目指すパッシブ運用が高いリターンを上げたことや、インフレ率が低かったことを背景に、成果は上がらなかった。この考え方は理論的には魅力的であったが、結局、パフォーマンスはより単純な従来型アプローチを下回った。このような資産配分の移行には、期待されていたメリットを発揮できずに終わるリスクが常につきまとう。しかし AB は、低リターンと分散効果の低下が見込まれるというシナリオには十分な根拠があると考えている。さらに、資金調達パターンの変化を踏まえると、プライベート資産とパブリック資産を効率的に組み合わせて運用する必要性は今後高まるだろう。

結局のところ、TPA を導入する上で最も大きな課題は、それがガバナンスの変更を伴う点にある。ガバナンスの変更はエージェンシー・リスクを伴うため、最終的なアセット・オーナーとその運用会社との明確な（かつ長期的な）連携が不可欠となる。

TPA の課題に関するセクションの締めくくりとして、TPA には課題もあるが、従来型の投資手法に固執することにもリスクがあるという点を指摘したい。将来的にリターンが抑制される可能性があることはあらゆる証拠が示しており、長期債が株式のリスクヘッジとしての役割を果たせなくなる可能性があることは 2022 年の経験が如実に物語っている。さらに、プライベート資産への投資を拡大する必要性は明らかに高まっている。これらはすべて、従来型の手法に固執すること自体がガバナンスの問題につながることを示唆している。

TPA 導入に向けて

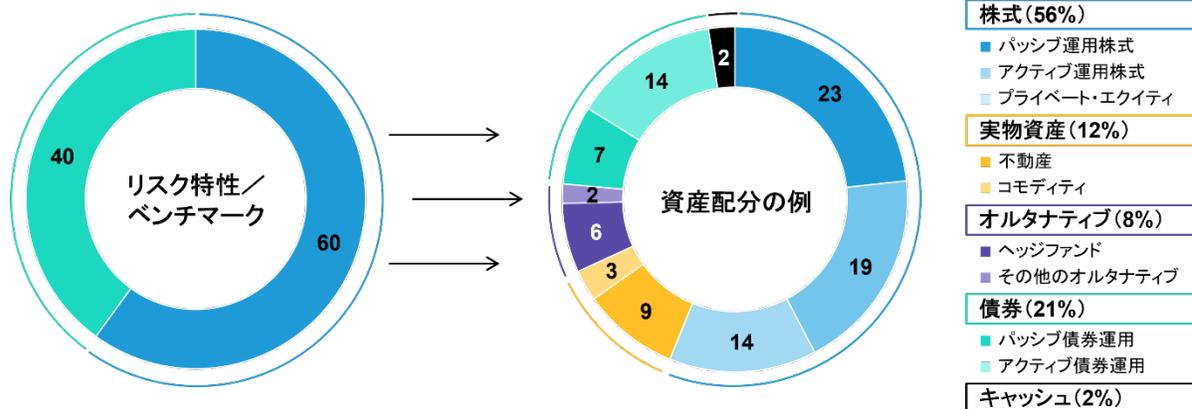
こうした状況は、投資の実務にどう関係するのだろうか。理論上、TPA の導入プロセスにおける出発点は、制約条件の明確化である。おそらく流動性が第一の制約になるだろうが、それ以外にも制約は考えられる。例えば、共分散行列で表現された分散だけでなく、どのリターンの発生要因(リスク・プレミアム、平均回帰、アクティブ運用スキルなど)を用いて分散させるのかも制約となり得る。そのほかにも運用キャパシティに関する制約や「端点解(一部の資産にしか投資しない)」を回避するといった制約も考えられる。ただし、各資産クラスのウェイトを事前に決めてしまうような制約は、TPA では設定しない。一連の包括的な制約とリターン、分散、共分散に関する信念が決まれば、理論上残された作業は最適化のみということになる。以上が、ポートフォリオ・マネジャーの究極的な役割はリターン源泉のキュレーターであるという精神に最も忠実な導入方法であり、リターン源泉が資産クラスか、ファクターか、アクティブ戦略かという問題は二次的な問題となる。

しかし、実際にこれを実行するのは難しい。少なくとも、著者はリターンとリスクをどの程度正確に予測できるのか確信が持てないため、以前からオプティマイザーによる最適化をあまり信用してこなかった。過去 40 年間、おそらくは過去 80 年間とは異なる新たなマクロ環境が生じている現在の環境では、なおさらである。さらに、歴史の浅い資産クラスやリターン源泉がオプティマイザーに組み込まれていることや、それらが過去に例のない環境下でどう互いに作用するのか不明確であることを考えれば、確信度はますます低下する。

すると、より現実的なアプローチとして、一連の制約を明確化した後に、どのエクスポージャーが望ましいかについて想定することが考えられる。これは「リターン源泉のキュレーター」モデルの精神に沿ったものであり、パブリック市場とプライベート市場の区別は意識せず(流動性の制約には従う)、さまざまなアルファ、ベータ、ファクターに広く配分することでリターン源泉の分散を図ることを意味する。このような想定によって基準となるポジションが決まれば、部分的に類似したポートフォリオをいくつもシミュレートし、その中でどれが最も適切であるかを判断することができる。

資産運用業界で実際に使用されている現在の資産配分は、そのようなポジションを考える際の出発点となり、少なくとも比較対象としての役割を果たす。ただし現実には、組織のタイプ、目標、流動性などに大きく左右される。ここでは便宜上、米国の公的年金基金の資産配分を出発点とする(図表 2)。

図表 2: 年金基金の典型的な資産配分 (%)



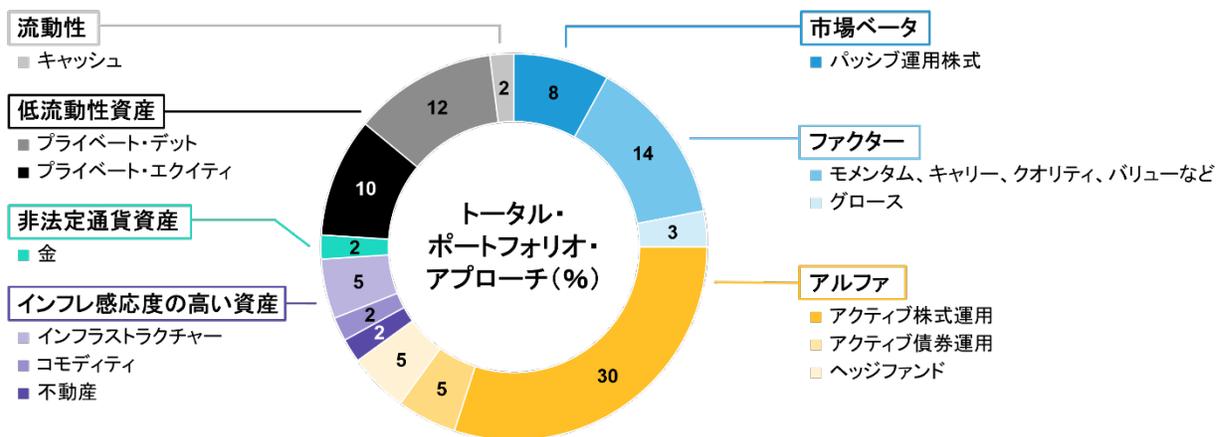
現在の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 数値は四捨五入のため合計が一致しない場合があります。
 2025年12月31日現在
 出所: AB

少なくとも、TPA への移行の最初の段階では、過去に採用されていたものと著しく異なる資産配分へと即座に移行することは、年金基金の管理者にとっておそらく難しいであろう。さらに、現行のポートフォリオには、流動性などの過去の制約条件が反映されていると思われる(ただし、TPA に移行すれば、投資家は必要な流動性の水準についての前提をいずれ見直すようになると AB は見ている)。

暫定的な TPA ポートフォリオの例を示す上で、アクティブ・リターン、ファクター・リターン、そして幅広い「オルタナティブ」リターンの源泉にも明示的にウェイトを与えるようにした(非法定通貨資産への明示的配分など)。これは TPA の手法を部分的に反映したもののだが(TPA に移行する投資家にとっては不可欠な要素と考えられる)、インフレ率上昇や各資産クラスのリターン低下といった AB の選択や見通しも反映している。具体的には、ファクター配分の導入を容易にするためにロング・オンリーの株式ファクター(例えば MSCI のファクター定義に基づく)を使用し、プライベート・エクイティとプライベート・デットについては一般的な前提を置いた(それぞれ主に大規模 LBO 案件とダイレクト・レンディングを想定している)。アルファへの配分では、グローバル株式及び債券では運用成績上位 25% のマネジャーを採用し、ヘッジファンドでも同様に株式マーケット・ニュートラル戦略の上位 25% のマネジャーを採用した。

これで出発点となるポジションができあがったため、次に、このポジションからさまざまな形で乖離した配分について、多数のシミュレーションを行う。ここで資本市場のリターンとリスクに関する AB 独自の想定を適用し、事前に定めた制約を考慮に入れると、どのような配分が最も魅力的であるか明らかになる。これはオプティマイザーを使った手法とは異なるが、ポートフォリオを TPA に移行する暫定的な方法として、多くの投資家が実行しやすいものであろう。

図表 3: トータル・ポートフォリオ・アプローチでは資産配分はどのように変わるか



現在の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

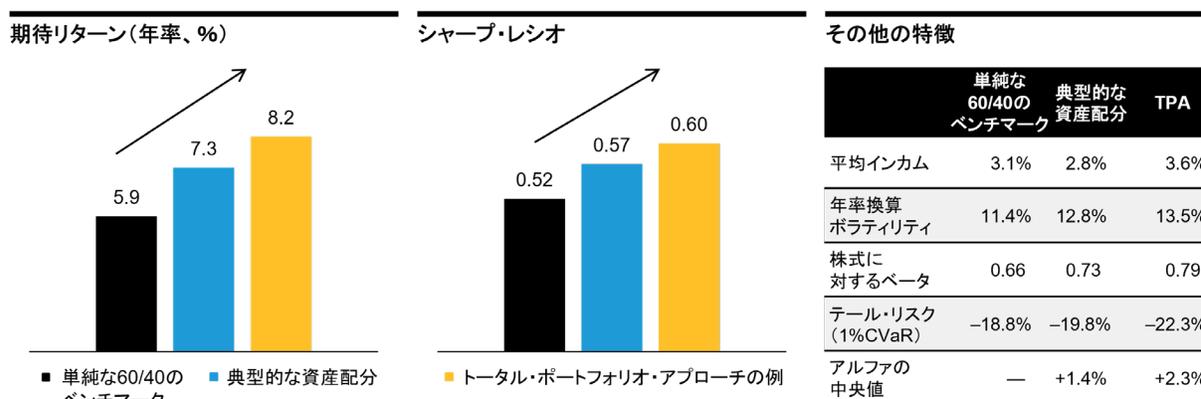
数値は四捨五入のため合計が一致しない場合があります。

2025年12月31日現在

出所: AB

このような移行には、どのようなメリットがあるのだろうか。図表 4 は、資本市場に関する想定を先ほどの配分に適用したものである。米国の典型的な公的年金基金の配分や単純な 60:40 のアプローチと比較してみると、TPA では期待リターンとシャープレシオが大きく改善していることが分かる。

図表 4: 期待されるリスク・リターンの改善



上記は例示のみを目的としています。データは過去の実績を表すものではなく、実際のリターンや将来の結果の範囲を約束するものではありません。

CVaR: 条件付バリュー・アット・リスク。将来の予想は20年の期間を対象としています。上記のリターンは米ドルベースであり、すべてヘッジを行っています。予想は、運用成績が上位のアクティブ・マネジャーを選別できるという前提に基づいています。プライベート市場のリターンに関する想定は上述のとおりです。パブリック市場のリターン予想は、AB Capital Markets Engine による予想です。

2025年6月30日現在

出所: AB

TPA に移行する手法はこれだけではない。資本市場に関する想定に調整の余地があることはもちろんだが、それ以外のさまざまな想定や制約も個別の状況に合わせて調整することができる。

TPA への移行が今なぜ重要かと言えば、実質リターンの低下という時代の潮流に合致しているからである。言うまでもなく、この見方が間違っている可能性もある。デフレ圧力が再び強まり、ソブリン・リスクが価格に十分織り込まれず、株式のリターンが十分に確保できるのであれば、TPA への移行でリスク調整後リターンの優位性を示せたとしても、移行に伴う組織的な負担を正当化できないであろう。

TPA 導入に向けた移行ステップ

多くの読者にとって TPA の完全な導入が難しいことは、AB も承知している。新たな投資レジームが始まっているという認識が受け入れられていないこともその理由の1つと考えられるが、より多くの投資家に当てはまる理由は、ガバナンスや組織の変更が難しく、少なくとも相当の時間がかかることであろう。そのため、妥協策あるいは「折衷案」を採用する投資家が増えることが予想される。その中には、既に広く採用されているものもあり、TPA への移行ステップと言い切れないものも含まれている。

- SAA にファクター戦略を組み入れる。例えば、ロング・オンリー運用の場合は株式の配分から、ロング・ショート運用の場合には「オルタナティブ」または分散戦略の配分から一部を振り向ける。
- リスクの評価にパブリック資産とプライベート資産を明示的に組み入れる。ポートフォリオの一部をプライベート資産に割り当てるだけのその場しのぎの手法ではなく、少なくともパブリック資産とプライベート資産の全体にわたってリスク・エクスポージャーを評価し、その評価を積極的に活用して資産配分を決定する。
- SAA の一部としてアルファに明示的に配分する(このアルファは、ファクターへの明示的配分によるリターンとは別の固有のアルファであることが理想)。
- 望ましいベンチマークは市場指数を組み合わせただけのものではなく、インフレ率であることを認識する。

- リスクとは、特定のベンチマークからの乖離(アクティブ・リスク)ではなく、購買力を失うことだと考える(その一方で、ポートフォリオ全体のリスクと流動性も考慮する)。
- AI、人口動態、エネルギー・トランジションなど、資産クラスの枠を越えてポートフォリオ全体に影響を与える戦略上重要な研究テーマについて、チーム間の協働の取り組みを促進する。
- ポートフォリオの組み入れ資産を拡大し、保険リンク証券、ボラティリティ・リンク戦略、非法定通貨資産、ニッチなヘッジファンド、プライベート・デット投資など、よりエキゾチックでニッチな戦略を導入する。これに伴い、多くの場合、低流動性に対する許容度も高まる。なぜなら、ポートフォリオを統合的に捉えることで、必要なキャッシュフロー特性をより適切にモデル化し、ドローダウンのリスクや経済的エクスポージャーをより正確に推定できるようになるためである。例えば、キャッシュフローに対するニーズは、キャッシュやパブリック債券への配分のみならず、プライベート・エクイティの一部をプライベート・デットやプライベート・インフラストラクチャーへの配分で置き換えることにより対処できる可能性がある。
- TPA 導入のスピードや規模は組織によって異なり、抜本的な発想の転換を好む組織もあれば、時間をかけて段階的にボトムアップを進めることを望む組織もある。上述した WTW のレポートでは、組織が TPA に移行するさまざまな方法についていくつか例示されている⁵。例として取り上げられている TCorp(豪の New South Wales Treasury Corporation)は、資産クラスによるサイロ化を打破することから始め、移行の早い段階で参照ポートフォリオを導入して資産クラスのベンチマークを置き換えた。一方、より段階的なステップを踏んだ組織の事例として、PSP(加の Public Sector Pension Investments)、SWIB(米の State of Wisconsin Investment Board)、CPPIB(加の Canada Pension Plan Investment Board)の取り組みが紹介されている。これらのステップには、ダイナミック・アセット・アロケーションの導入、共同リサーチの推進、リスク・バジェットの導入、投資チーム体制の統一が含まれる。

TPA への移行を部分的に実施した場合の SAA 全体への影響

TPA に移行する必要性がマクロ経済の見通しと資金調達方法の変化の両面から裏付けられているとすれば、導入は徐々に広がっていくと推察される。では、個々の投資家による事例とは別に、TPA の導入による SAA 全体への影響を考えた場合、どのような影響が生じ得るだろうか。

- プライベート資産や低流動性資産のほか、近年の資産配分の枠組みではうまく整理できない資産への配分が増加する。これは、非法定通貨資産への配分といったマクロ的なものから、ニッチ資産(例えば、所有権、契約に基づくインカム収入、トークン化された実物資産)のアクティブ戦略のようなミクロ的なものまで、多岐にわたる可能性がある。
- 単一ベンチマークに対するアルファよりも、固有の(idiosyncratic)アルファが重視されるようになり、制約条件としてのアクティブ・リスクの重要度が低下し、トラッキング・エラーに対する許容度が拡大する。その結果、理論的にはアクティブ運用への配分が受け入れられやすくなる可能性がある。しかし、株式投資に代表されるようなアクティブ運用からパッシブ運用への移行は金融市場における潮流の 1 つであるため、各資産クラスの時価総額に占めるアクティブ運用の割合が今後高まるとまでは、言うつもりはない(そもそも、資産クラスの枠組みに基づく資産配分は TPA とは相容れないものである)。一方で、トラッキング・エラーに対する許容が高まれば、資産クラスの枠を越えたアルファへの明示的な配分が拡大する余地がある。このような配分拡大は、適切な SAA の決定(パッシブな SAA はそもそもあり得ない)や、パブリック市場とプライベート市場の垣根を越えた投資機会の追求という形で現れる可能性がある。
- ファクター戦略の利用が増える。これは、説明を要しない当然の結果であろう。
- TPA の導入により、名目長期国債への配分は縮小すると考えられる。いずれにしても、このような転換は起きることになると AB は考えている。AB の過去のリサーチでは、株式のリスクヘッジ手段としての債券の有効性は低下していることを示した。公的債務が積み上がる中で、インフレは上振れリスクを警戒すべきであり、実際にそのリスクは高まっているため、国債が何らかの意味で「リスクフリー」であるという考えは的外れであるように思える(地政学的な分断による影響を考慮すれば、なおさらそうである)。しかも、TPA の導入によってこのような転換は加速する可能性が高い。というのも、TPA を導入する投資家は、新しいレジームで分散効果を高めるために幅広い資産への配分が必要であると考えていたり、低流動性資産の配分を増やすことを許容していたり、購買力の低下を重大なリスクと捉えていたりするからである。

⁵ 同上

注目すべき点として、TPA では、株式のバリュエーション・ファクターなどに着目した長期投資が容易になる可能性がある。だが、このような投資戦略はベンチマークを何年もアンダーパフォームする可能性があり、そうなると、運用担当者が大きなキャリア上のリスクに直面するため、不適切としか言えないタイミングでポジションが売却される可能性が高まる。一方で、本来の TPA のアプローチでは、投資はポートフォリオ全体に対する長期的な貢献度を基準として評価される。また、ポートフォリオ全体の流動性特性をより適切に把握できるようになるため、市場のストレス時にプライベート資産や低流動性資産を投げ売りするリスクが低下し、長期的に非流動性プレミアムや期待リターンを確保できる可能性が高まる。

図表 5: TPA への移行が広がることで需要が“増える資産”と“減る資産”

TPA の下で需要の増大が見込まれる資産	TPA の下で需要の減少が見込まれる資産
低流動性資産	名目長期債 (TPA では効果的な分散手段がほかにも存在する)
非法定通貨資産、契約に基づくインカムなど、従来の資産クラス区分ではうまく整理できない資産	
ファクター戦略 (ロング・オンリーとロング・ショート)	
アクティブ戦略 (ロング・オンリーとロング・ショート)	

現在の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026 年 1 月 26 日現在

出所: AB

結論

本稿を締めくくるにあたり、一旦立ち止まって、投資の目的は何なのかと考えてみることは有益である。答えは人それぞれ千差万別だろうが、結局のところ、退職後の生活、医療、現物投資といった実体経済活動における資金ニーズ(「債務」と呼ばれることもある)を満たすことであるはずだ。これこそが投資の目的であると率直に受け入れるのであれば、目標やベンチマークは市場の指数を組み合わせたものではなく、必然的に何らかの形でインフレと連動したものになるだろう。

また、1980 年から 2020 年までの期間が異例であったことも認識しておく必要がある。人口ボーナス期、グローバル経済の幕開け、企業に極めて有利な規制と税制(少なくとも米国では)などを背景に、成長は広範囲にわたって加速した。さらに、インフレ率も低下した。このような環境はおそらく、グローバル化、自動化、そして(ひょっとすると)中央銀行の独立性の高まりによって形成されたものとも言える。同時に、多くの投資家は地球環境を考慮すべきとは考えていなかったし、大きな戦争もなかった。またこの期間は、少なくとも最初の頃は、企業が銀行融資以外で資金を調達するための選択肢はパブリック市場の株式と債券が中心であり、それが投資配分の大半を占めていた。まさにこのような背景の下で、金融業界で現在広く採用されている SAA の土台が形成されたのである。資産クラスという限られた選択肢の中で分散を考えるという発想は、当時は合理的であった。しかし、世界が常にそうであるとは限らない。事実、こうした要因は今やまったく当てはまらない。ただの 1 つも、である。

一連のマクロ経済面の懸念事項、戦後秩序の崩壊、行き過ぎた資産のバリュエーションから、先行きには慎重になるべきだと考えるのは容易だろう。しかし、その結論は間違っており、単に投資が難しくなったただけだと AB は考える。伝統的な資産配分手法では、投資家が利用できるリスクとリターンの組み合わせの「幅」は縮小している。こうした状況下で、運用の柔軟性を高め、最終的な投資目標を重視する TPA は、今後数年間にますます導入が広がるだろう。

当資料は、2026年2月現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン(AB)が作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様にご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用：投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用...申込手数料 上限 3.3% (税抜 3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用...信託財産留保金 上限 0.5% です。
- 有期間に間接的にご負担いただく費用...信託報酬 上限 2.068% (税抜 1.880%)です。

その他費用：上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収する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。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって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。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会