

Brookfield

資産配分の進化： トータル・ポートフォリオ・ アプローチ投資の台頭



著者



アルパー・ダルオール
マネージング・パートナー
インベストメント・ソリューションズ・
グループ統括



ライリー・オーニール
マネージング・ディレクター
インベストメント・ソリューションズ・
グループ



ガール・スルジョン
マネージング・ディレクター
インベストメント・ソリューションズ・
グループ



ポール・スティーブソン
ヴァイス・プレジデント
インベストメント・ソリューションズ・
グループ

コンテンツ

はじめに：市場構造の変化への対応	1
背景：資産配分枠組みの進化	2
TPA の台頭	5
TPA 導入における実務上の検討事項	7
TPA とリスク	8
TPA と流動性	11
マネージャー選定	13
まとめ	16

はじめに：市場構造の変化への対応

金融市場は、21世紀初頭と比べて大きく様変わりしています。特に顕著な変化の一つは、経済の広範な領域において、民間資本が資金供給や運営を担う割合が大幅に高まっていることです。財政難に直面する政府は、多くの重要なインフラやエネルギープロジェクトへの投資から手を引いています。一方で、世界金融危機後に規制強化が図られた銀行は、長期かつ複雑な融資を縮小しています。その結果、民間のオーナーやレンダーが、重要インフラの開発・運営や企業の成長・拡大を支える役割を担うようになっていきます。

そのほかにも、多くの企業が非上場のままで事業を継続したり、株式市場への上場を遅らせたりする傾向が強まっています。また、世界の株式と債券の相関性が高まったことで、従来型の分散投資の効果は低下し、追加的な分散源をポートフォリオに組み入れる必要性が高まっています。

こうした流れを背景に、プライベート市場は大きく拡大しています。機関投資家を中心として、オルタナティブ投資は、分散効果、インカム収益、長期的な成長を実現するための重要な手段に位置づけられるようになっていきます。そしてこれは、資産配分やポートフォリオ構築の枠組みにも影響を及ぼしています。

中でも、伝統的な戦略的資産配分（SAA）は複雑化しています。SAAにおいて、投資家は各資産クラスへの配分比率を定めてポートフォリオを管理しますが、多くのオルタナティブ投資は従来の資産クラス区分では十分に整理できず、その流動性の低さから、ベンチマーク配分へのリバランスも難しくなります。その結果、一部の投資家は、ポートフォリオ全体をより包括的に捉えるトータル・ポートフォリオ・アプローチ（TPA）のような新たな手法を模索し始めています。

本稿では、TPAがどのような背景から生まれたのか、その基本的な考え方、そして既存の運用枠組みへの導入を検討する投資家にとっての実務上の論点について整理します。TPAをどの程度採用するかは、投資家それぞれの目的、制約条件、ガバナンス体制、そしてリスク許容度によって異なります。

背景：資産配分枠組みの進化

1950年代初頭、経済学者のハリー・マーコウィッツ氏は、後に「モダン・ポートフォリオ理論」として知られる画期的な研究を発表しました。

マルコウィッツ氏は、資産クラス間におけるリスクとリターンのトレードオフに着目し、個別銘柄の選択ではなく、ポートフォリオ全体の構造に焦点を当てました。彼の研究は投資の世界を根本から変え、その後数十年にわたり機関投資家に採用されてきた戦略的資産配分（SAA）の枠組みの土台を築きました。

SAAでは、ガバナンス委員会を設置し、長期的な投資方針を策定するとともに、各資産クラスの目標配分、許容レンジ、リスク制限などを承認します。その上で、戦術的資産配分（TAA）により、短期的な調整を一定範囲で行います。リスクは主として資産クラス単位で定義・管理されます。これは、長期的なリスクプレミアムが比較的予測可能であること、相関関係やボラティリティが比較的安定していること、リバランスが低コストで実行可能であること、そして各資産クラスを独立して管理できることを前提としています。運用チームは通常、ポリシーポートフォリオのベンチマークに対する成果で評価されます。具体的には、各資産クラス内でどれだけ付加価値を創出できたか、あるいはTAAを通じてどれだけ超過収益を実現できたかが評価ポイントとなります。

マルコウィッツ氏の理論の本質的な要素、すなわち「ポートフォリオ全体におけるリスクとリターンのトレードオフを重視する」という考え方は、現在でも投資の基礎となっています。しかし、金融市場は当時と比べて大きく変化しています。多くの投資家にとってSAAは依然として有効な枠組みである一方、金融市場の構造変化を受け、一部ではポートフォリオ構築の枠組みを見直し、修正する動きが広がっています。

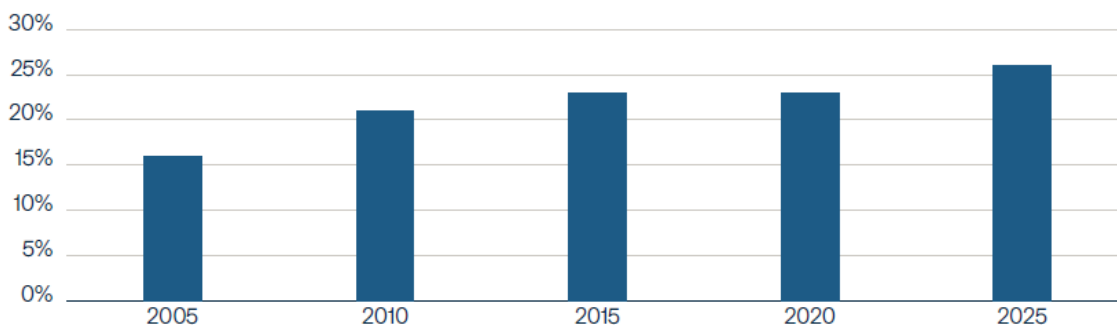


多くの投資家にとってSAAは依然として有効な枠組みである一方、金融市場の構造変化を受け、一部ではポートフォリオ構築の枠組みを見直し、修正する動きが広がっています。

特に顕著な変化の一つが、インフラストラクチャー（インフラ）、プライベート・クレジット、プライベート投資といった低流動性資産への配分拡大です（図表 1）。

図表 1：オルタナティブ投資の着実な拡大

オルタナティブ投資への配分比率（2005～2025 年、%）

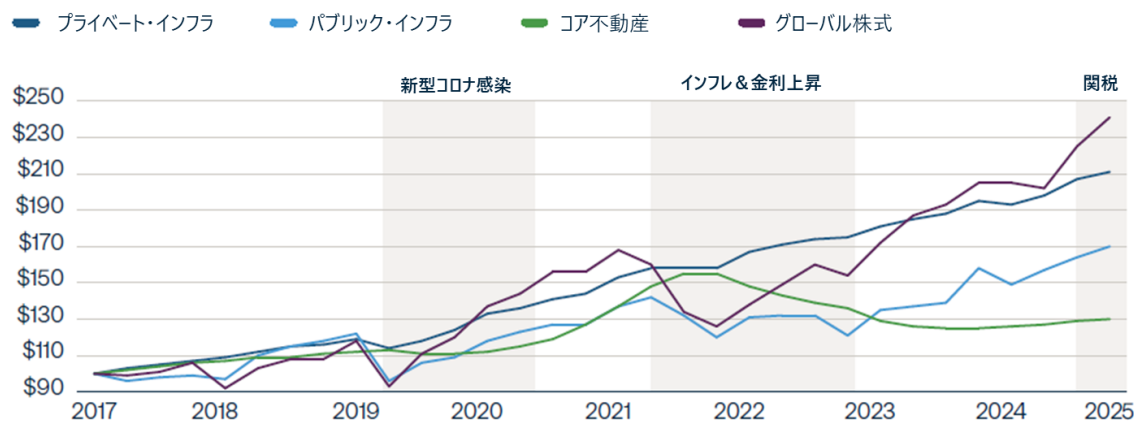


出所：モーニングスター、ピッチブック、2025 年 12 月時点。

SAA は通常、各資産クラスに設定された目標配分に向けた、低コストかつ頻繁なリバランスの実行を前提としています。しかし、流動性の低い資産は、固定的な資産クラス区分に収まりにくく、こうしたリバランスが困難になります。さらに、プライベート市場の評価額変動によって目標配分から大きく乖離すると、TAA のアクティブ・リスクバジェットの余力を圧迫してしまう可能性があります（図表 2）。

図表 2：相対バリュエーションの変化

投資 100 ドルの成長推移



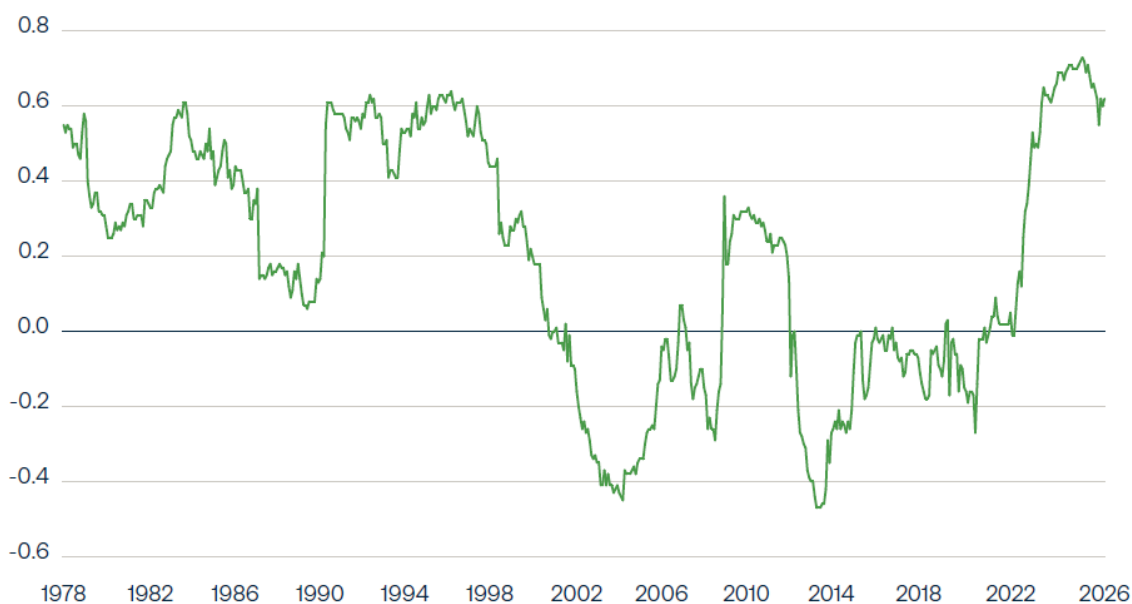
過去の運用実績は、将来の成果を保証するものではありません。プライベート・インフラはケンブリッジ・アソシエイツのプライベート・インフラストラクチャー・インデックス、パブリック・インフラは FTSE ラッセルの FTSE グローバル・コア・インフラストラクチャー-50/50 インデックス、コア不動産は NCREIF ファンド・インデックス-オープン・エンド・ダイバーシファイド・コア・エクイティ、グローバル株式は MSCI の MSCI ワールド・インデックスで示しています。

出所：ケンブリッジ・アソシエイツ、LSEG、MSCI、米国不動産投資受託者協会（NCREIF）、2025 年 9 月 30 日時点。

さらに近年では、マクロ経済環境がより頻繁に変化しており、長期的なリスクプレミアム、安定した資産クラス間の相関関係、ボラティリティを前提とした従来の考え方を揺るがしていることから、ポートフォリオ運用における機動性がより重要になっています。近年における株式と債券の相関変動（図表 3）を受けて、従来型の株式 60%、債券 40%のポートフォリオの分散効果が低下しています。

図表 3：変動する株式と債券の相関

3 年間ローリング月次リターンの相関（米国総合債券と S&P500）



出所：ブルームバーグ、S&P、ブラックフィールド、2025 年 12 月 31 日時点。

TPA の台頭

低流動性資産への配分拡大やより頻繁な経済環境の変化を背景に、2000 年代初頭に登場したのが TPA です。TPA は、投資家の資産を個別資産クラス配分の集合体としてではなく、単一かつ統合されたポートフォリオとして捉えるポートフォリオ構築・運用の枠組みです。あらかじめ定義された資産クラスを基準とするのではなく、ポートフォリオ全体のリスク、リターン、流動性を軸にポートフォリオ運用を捉え直す考え方です。

こうしたアプローチは、データ、モデリング、リスク分析の進展によって実行しやすくなっており、投資家は現在、個別企業、セクター、リスク要因など、資産クラスを横断する共通エクスポージャーをより的確に把握できるようになっています。また、資産クラス毎に個別に運用するのではなく、ポートフォリオ全体をより統合的に管理することが可能になっています。

機関投資家による TPA への関心は、ここ数年で高まっています。複数の年金基金や政府系ファンドでは、すでに TPA を導入し始めている、あるいは導入の検討がなされています。シンキング・アヘッド・インスティテュートによると、2024 年における自社の TPA 移行状況について、平均して「およそ半分程度まで進展している」と評価しているアセットオーナーは 16 社に上るほか、数多くの投資家が今後 5 年以内にさらなる導入拡大を目指しているとしています¹。

TPA の主な特徴

「単一のポートフォリオ」という考え方：TPA では、投資判断は、投資家全体の財務目標（目標リターン、負債対応ニーズ、リスク許容度、流動性ニーズなど）への貢献度に基づいて評価されます。この基盤にあるのが、「単一のポートフォリオ」として捉えるという考え方です。

柔軟な投資モデル：ポートフォリオ内での資本配分や追加投資の判断は、ポートフォリオ全体のリスク・リターンに与える影響に基づいて行われます。この柔軟性により、従来の資産クラス区分には必ずしも当てはまらない投資であっても、ファンドの目的達成に資するものであれば組み入れることが可能になります。

ダイナミックな運用：マクロ経済ショック、バリュエーションの歪み、流動性を活用できる機会などに応じた機動的な資産配分の変更が可能になります。上場・非上場、高流動性・低流動性資産を問わず、期待リターン、リスク、相関関係、機会コストの変化を継続的に評価し、固定的な目標配分への定期的なリバランスに縛られることなく運用を行います。

チーム統合と協働の重要性：統合された投資チーム間の協働が重視され、リスク管理、ポートフォリオ構築、投資判断の実行が一体的に運営されます。

ファンド目標とリスク要因のエクスポージャーを重視したリスク管理：リスク管理では、資産クラス別ベンチマークに対する相対的なボラティリティではなく、ファンド全体の目的達成や実質的なリスク要因へのエクスポージャーという観点から捉えます。

CIO 主導のガバナンスモデル：TPA を支えるガバナンスモデルでは、通常、取締役会や投資委員会が、投資目標、リスク許容度、各種制約条件といった大枠を設定します。これらはリファレンス・ポートフォリオなどの形で示されることが一般的です。その上で、実際の運用執行に関する広範な権限が CIO（最高投資責任者）や投資チームに委任されます。

ただし、重要なのは、SAA と TPA は二者択一の枠組みではないという点です。むしろ両者は、ポートフォリオ運用アプローチにおける両端の考え方として捉えることができます（図表 4）。





図表 4：SAA と TPA の位置づけ

	SAA ←	→ TPA
パフォーマンス評価基準	ベンチマーク	ファンド全体の目標
成果測定	相対的な超過収益	ファンドのトータルリターン
投資機会の定義	資産クラス	ポートフォリオ全体への貢献度
分散投資の軸	資産クラス	リスク要因
資産配分の決定主体	取締役会主導のプロセス	CIO 主導のプロセス
ポートフォリオ実行体制	資本配分を競い合う複数チーム	一元化された単一チーム

出所：ウィリス・タワーズ・ワトソン、「Total Portfolio Approach (TPA): A Global Asset Owner Study into Current and Future Asset Allocation Practices」、2019 年。

多くの場合、全面的に TPA へ移行するには既存の運用プロセスを抜本的に見直すとともに、ポートフォリオ全体のリスクを一貫して把握するために、投資チーム間でシームレスな連携を実現する必要があります。そのため、多くの投資家は、既存の SAA 枠組みに TPA の要素を取り入れるアプローチを採用しています。これにより、従来 SAA が持つ規律性（例えば長期的な運用方針）を維持しつつ、TPA が提供する包括的なリスク・リターン分析のメリットを享受できます。

従来型 SAA フレームワークを維持しつつ導入可能な TPA の要素

			
<p>流動性分析の高度化</p> <p>特にプライベート資産においては、流動性分析を活用することで、キャピタルコール、分配金、資金需要などが予測しやすくなり、資産の強制売却や投資機会の逸失リスク低減が可能になります。</p>	<p>明確なリスクバジェットの設定</p> <p>資産クラス配分だけでなく、各戦略やリスク要因に基づいたリスク配分を行うことができます。</p>	<p>オポチュニスティック・オーバーレイ</p> <p>オーバーレイ取引（通常は資産の売買ではなくデリバティブを活用）は、従来の戦術的資産配分よりも柔軟に市場の歪みに対応する手段となります。</p>	<p>資産クラス横断的な連携</p> <p>チーム間でデータや分析を共有し、レポートングを一元化することで、各投資チームが資産クラス別のマナデートに基づいた運用を継続する場合でも、意思決定の質を向上させることが可能です。</p>

さらに、機関投資家と言えど、その対象は年金基金、財団、保険会社など幅広く、それぞれ固有の運用目的、負債、ニーズ、リスク許容度を有しています。その結果、各機関投資家は、自らのガバナンス体制、流動性プロファイル、長期的な投資目標を踏まえ、それぞれのニーズに最も適したアプローチを採用しています。

TPA 導入における実務上の 検討事項

TPA の導入を検討する機関投資家にとって、主な実務上の論点は 3 つあると考えられます。すなわち、適切なリスク管理枠組みの選択、低流動性資産への配分拡大に伴う流動性管理、そして最適なマネージャーの選定です（**図表 5**）。

図表 5：TPA におけるリスク、流動性、マネージャー選定



リスク

リスク管理枠組みは、資産クラスのボラティリティやトラッキングエラーではなく、機関投資家の最終的な運用目標や負債特性に基づいて選定されます。



流動性

流動性の観点は、流動性の低い資産への配分規模や構成を決定する上で重要な役割を果たします。



マネージャー選定

マネージャーは、資産クラスごとの専門性だけでなく、ポートフォリオ全体の成果への貢献度を踏まえて選定されます。

TPA とリスク

TPA と SAA では、リスク管理アプローチに大きな違いがあります。SAA において、リスクは通常資産クラス単位で捉えられ、ボラティリティ、ポリシーベンチマークに対するトラッキングエラー、あるいは資産クラスごとのドローダウンといった指標を基準に管理されます。これとは対照的に、TPA では、機関投資家における全体の運用目標や負債特性を踏まえてリスクを定義・管理することを目指します。

TPA におけるリスク管理は、大きく 3 段階に分けられます：

1. **機関投資家固有のニーズを把握する。** 公的年金、大学基金、政府系ファンド、保険会社では、それぞれ投資期間、流動性ニーズ、短期的なボラティリティに対する許容度が異なります。例えば、短期負債が限定的な政府系ファンドであれば、長期成長を追求するために、株式市場の下落や流動性リスクを受け入れることが可能かもしれません。一方で、多額の給付支払いを抱える確定給付型年金では、インカム、流動性、ダウンサイド抑制をより重視する可能性があります。
2. **リファレンス・ポートフォリオを設定する。** TPA の重要な概念の一つがリファレンス・ポートフォリオです。これは通常、グローバルで分散された上場株および債券の組み合わせで構成されます。一部の TPA 投資家にとって、リファレンス・ポートフォリオは機会コスト・ベンチマークとして機能します。つまり、あらゆる資産配分、マネージャー採用、プライベート市場投資について、ポートフォリオ全体の成果向上に寄与するかどうかを評価する基準となります。一方で、TPA を採用する他の機関では、リファレンス・ポートフォリオは期待リスク・リターンを示す目安として位置づけられ、長期的な運用見通しの策定に活用されています。いずれの場合でも、リファレンス・ポートフォリオの導入は、固定的な資産配分比率から、動的なバリュー創出へと運用の焦点を移すことを意味し、純粋な SAA モデルから TPA またはハイブリッド型の枠組みへと移行する上で最も初期、かつ重要なステップの一つです。
3. **リスクバジェットをポートフォリオ目標の整合をとる。** TPA では、ファンド全体の目標達成を損なう可能性のあるリスクを管理することに重点が置かれます。リスクバジェットは、各基金の財務状況や運営体制に応じて、インカム創出、インフレ対応、資本保全にどの程度重点を置くかを基に設計されます。そのため、各基金の運用目標、リスク許容度、流動性ニーズに応じて異なります。リスクを分類・測定するための代表的なアプローチには、資産クラス別、バケツ方式、ファクター別の 3 つが一般的に用いられます。

資産クラス別：資産クラス別のアプローチでは、各資産クラス固有のリスクに着目します。このアプローチは通常 SAA で用いられますが、TPA に組み込むことも可能です。直感的で説明しやすい一方で、経済環境の変化の影響を受けやすいという側面があります。また、景気感応度が類似する資産でも異なるカテゴリに分類される場合があり、意図しない集中リスクにつながる可能性があります。さらに、非典型的またはハイブリッド型の投資は、既存の分類に当てはまりにくい場合があります。

バケツ方式：TPA での採用が広がっているバケツ方式は、「成長」「インカム創出」「ディフェンシブ」「インフレ対応」など、ポートフォリオ内で果たす役割に応じて資産を分類します（**図表 6**）。このアプローチは、投資成果との整合性を取りやすく、戦略の方向性を明確化しやすいという利点があります。一方で、複数の役割を持つ場合が多く、時間とともに変化する可能性もあるため、分類や測定が困難となる場合があります。

図表 6：TPA の枠組みにおけるリスクのバケツ

バケツ	一般的なエクスポージャー	リスク特性	TPA の視点
リターン追求／成長	<ul style="list-style-type: none"> 上場株式 プライベート・エクイティ バリューアッド／オポチュニスティック型実物資産 	<ul style="list-style-type: none"> 大きなドローダウンリスク 株式に類似したベータが支配的 	<ul style="list-style-type: none"> プライベート・エクイティは、「オルタナティブ投資」であることよりも、株式ベータを有する点からこの分類に位置づけられる
インカム／契約型リターン	<ul style="list-style-type: none"> プライベート・クレジット コアインフラ 長期リース型不動産 資産担保融資（ABF） 	<ul style="list-style-type: none"> 成長資産に対するベータが低い デフォルトリスクやインフレリスクが下方リスク要因 より高い利回りと一定の流動性制約のトレードオフ 	<ul style="list-style-type: none"> 伝統的な「債券」の役割に代わる、安定的かつ予見可能なキャッシュフローを提供
ディフェンシブ／資本保全	<ul style="list-style-type: none"> 国債／デュレーション資産 現金および流動性資産 ディフェンシブ・クレジット テールリスク・ヘッジ 	<ul style="list-style-type: none"> 低ボラティリティ 成長資産と低相関、または負の相関 	<ul style="list-style-type: none"> リターンの最大化ではなく、流動性と下方耐性が鍵
インフレ対応	<ul style="list-style-type: none"> CPI 連動収入のインフラ 賃料引き上げ条項付き不動産 コモディティ インフレ連動債 	<ul style="list-style-type: none"> インフレ局面の影響を受けやすい 資本集約型 インカム／成長バケツと重複する可能性がある 	<ul style="list-style-type: none"> 長期的に実質購買力を維持 他バケツと重複する資産もあるが、どのリスクを引き受けているかをより明確に整理できる
アルファ／オポチュニスティック	<ul style="list-style-type: none"> ディストレスト投資／スペシャル・シチュエーション 共同投資 市場混乱時の投資機会 	<ul style="list-style-type: none"> 戦略固有のリスク 投資機会が断続的 強固なガバナンスと適切なタイミング判断が必要 	<ul style="list-style-type: none"> 真のマネージャースキルが最も重要



ファクター別：ファクター別アプローチは、TPA と最も密接に結びついています。ポートフォリオを、経済成長、インフレ感応度、実質金利、デフォルトリスクやクレジット・スプレッド、スタイル・プレミアムなどのマクロ経済・金融要因に分解して捉えることを目指します。ファクター別アプローチの利点は、パブリック市場とプライベート市場を横断するエクスポージャーに影響を与える潜在リスクを、ポートフォリオ全体の観点から把握できる点にあります。一方で、そのトレードオフが複雑性です。ファクター・モデルは構築や解釈が難しい場合があり、効果的な導入にはガバナンスの質や分析ツールが大きく影響します²。

実務では、機関投資家の多くが、これら 3 つのアプローチを組み合わせ、それぞれのガバナンス体制や固有の運用目標・ニーズを反映したハイブリッド型の枠組みを採用しています

ファクター別アプローチは、TPA と最も密接に結びついています。ポートフォリオを、経済成長、インフレ感応度、実質金利、デフォルトリスクやクレジット・スプレッド、スタイル・プレミアムなどのマクロ経済・金融要因に分解して捉えることを目指します。

TPA と流動性

近年オルタナティブ投資が拡大している背景の一つに、投資家による流動性プレミアム（低流動性資産を保有するリスクに対する対価として得られる追加的なリターンや利回り）の追求があります（図表7）。こうしたリスクには、資金をあらかじめコミットした上で、時間をかけて段階的に投下されることや資金回収が不規則であること、保有資産・持分を途中で売却する際の困難さやコストなどが含まれます。

これらのリスクが存在するからこそ、投資家はより高いリターンを期待できる一方で、適切な管理が必要です。特に、低流動性資産が機関投資家ポートフォリオに占める割合が拡大する中で、その重要性が一段と高まっています。

厳格な SAA 目標を採用する機関投資家にとって、各資産クラスに流動性の低い投資が含まれる場合や、プライベート資産の評価額は緩やかに変動するのに対し、パブリック市場のバリュエーションが大きく変動する場合、ポートフォリオのリバランスがより難しくなります。その結果、最も不利なタイミングで資産売却を余儀なくされる可能性があります。一方で、資産配分の乖離を許容しすぎると、ポートフォリオ全体のアクティブ・リスクバジェットを過度に圧迫し、他の投資機会を追求する余地が制限される可能性もあります。

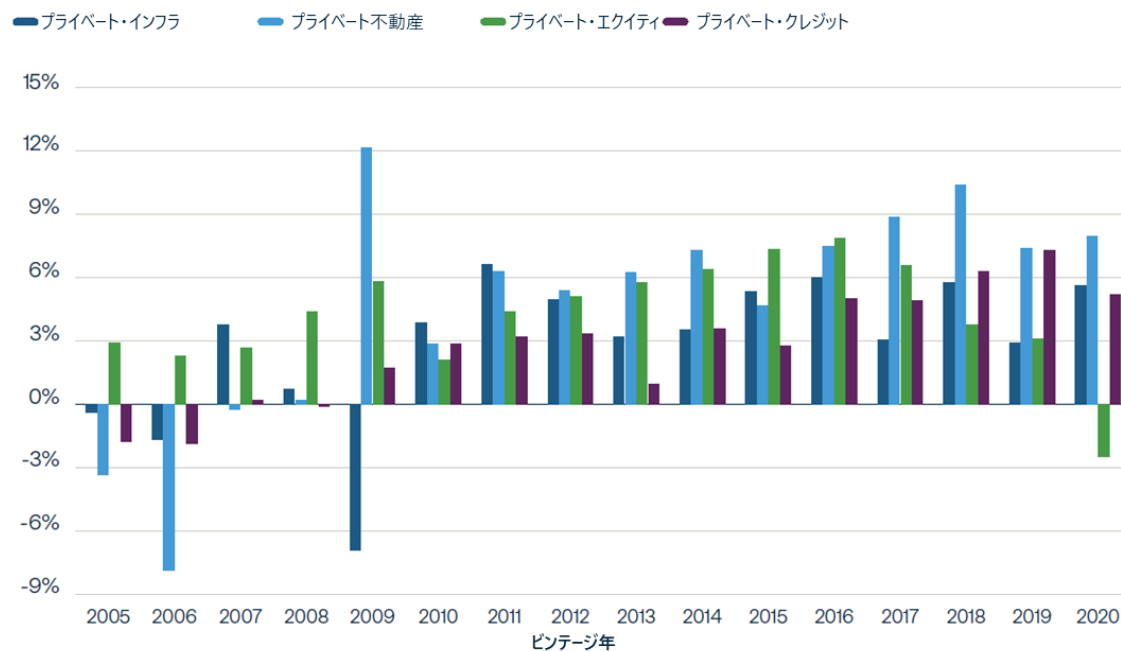
こうしたリスクを背景に、一部の機関投資家は、TPA の包括的な流動性リスク管理・モデリングのアプローチを採用するほか、SAA 枠組みにその考え方を取り入れ始めています。

投資家はまず、自らにとって適切な低流動性資産への配分規模を明確に把握する必要があります。その水準は、機関の種類やリスク許容度によって異なります。例えば、元本保全を重視する大学基金であれば、より高い配分が可能かもしれませんが、多額の短期支払い義務を抱え、規制上の自己資本要件にも拘束される保険会社は、より慎重な配分が求められるでしょう。



一般的に、オルタナティブ投資への配分を最も大きく取る傾向があるのは、長期かつ安定した資本基盤を持ち、市場下落局面においてもコミットメント資金を拠出できる十分な流動性を備え、資金拠出や回収タイミングのずれにも対応できる体制を有する投資家です。言い換えれば、こうした投資家は、市場ストレス時における強制的な売却リスクを回避しやすい立場にあります。

図表 7：プライベート市場指数と類似パブリック市場指数のリターンプレミアム比較



過去の運用実績は、将来の成果を保証するものではありません。プライベート・インフラはケンブリッジ・アソシエイツのプライベート・インフラストラクチャー・インデックス、プライベート不動産はケンブリッジ・アソシエイツのプライベート不動産インデックス、プライベート・エクイティはケンブリッジ・アソシエイツの米国・米国外プライベート・エクイティ・インデックス、プライベート・クレジットはケンブリッジ・アソシエイツの米国・米国外プライベート・クレジット・インデックス、

出所：ケンブリッジ・アソシエイツ、2023年12月31日時点。

次に重要となるのは、配分です。プライベート市場の各分野では、流動性の水準がそれぞれ異なります。例えば、高いキャッシュイールドを生み出す戦略もあれば、エバーグリーン型のストラクチャーはクローズドエンド型ファンドより高い流動性を提供する場合があります。また、戦略毎にファンド期間は異なり、ローンについても返済スケジュールに違いがあります。こうした違いを踏まえることは、ポートフォリオ全体の流動性プロファイルを最適化する上で重要です。

優れたマネージャーは、投資家の流動性ニーズに適合するよう、オルタナティブ資産配分の規模だけでなく、その構成についても適切に設計することができます。

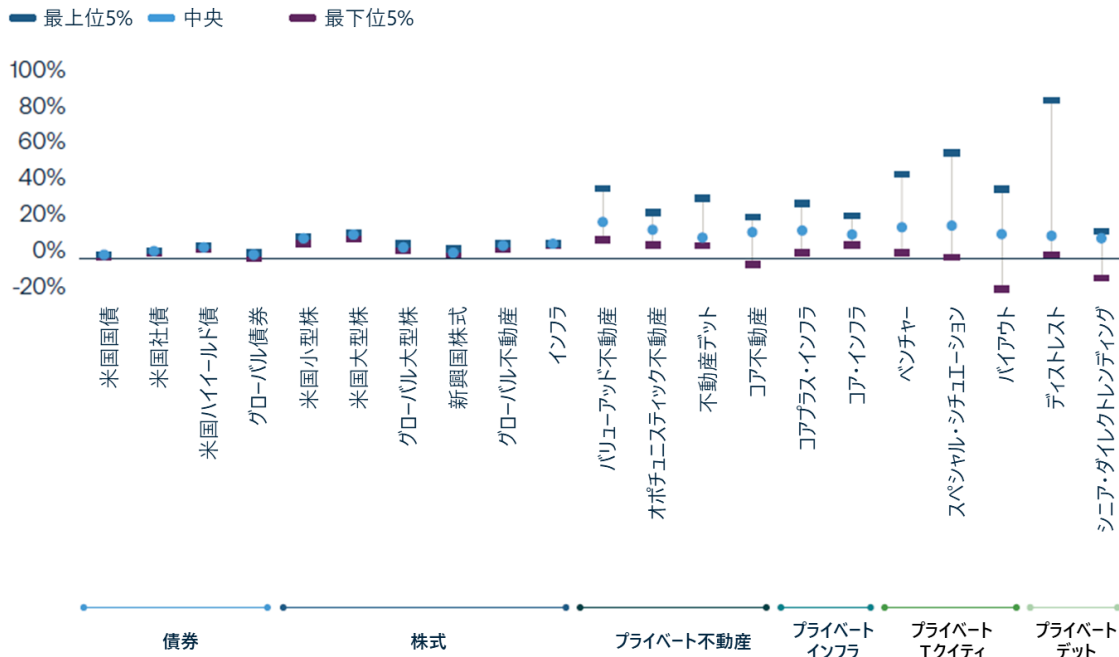
マネージャー選定

マネージャー選定は、SAA、TPA、あるいはそのハイブリッド型のいずれを採用する場合であっても、ポートフォリオ運用において中心的な要素となります。いずれのケースでも、投資家は、自らの長期的な投資目標を深く理解し、資産クラスごとの専門性に加え、ポートフォリオ全体の観点から戦略的なサポートを提供できるマネージャーから大きな恩恵を受けることができます。

特に重要なのは、プライベート資産のマネージャー間では、パブリック市場のマネージャー以上に運用能力のばらつきが大きいという点です（図表 8）。上場株式や債券では、アクティブ運用マネージャーの上位四分位と下位四分位のリターン格差は概ね 100~300bps 程度です。一方、プライベート市場では、図表 8 が示すとおり、その差は大きくなる場合があります。これは特にプライベート・エクイティやベンチャー・キャピタルにおいて、案件ソーシング力、運営能力、独自案件へのアクセス力などに違いがあることを反映しています。こうした乖離が大きいほど、優れたマネージャー選定によるリターン向上余地が拡大する一方で、不適切な選定によるコストも大きくなります。

図表 8：プライベート投資には専門性が必要

マネージャーのばらつき



過去の運用実績は、将来の成果を保証するものではありません。ここで示したデータは 15 年間の年率換算リターンを示しています。債券および株式は、それぞれモーニングスターの米国オープンエンド型ファンドのピアグループ（15 年のトラックレコードを有するもの）で示しています。プライベート不動産、プライベート・インフラ、プライベート・エクイティおよびプライベート・デットは、それぞれプレキンのピアグループで示しています。プライベート資産クラスのリターンは、プレキン上で、次の条件を満たす 2010 年~2015 年のピンテージのうち、清算済みのファンドを対象に、ネット IRR で算出されています（出資比率が最低 95% まで払込済みであり、かつ分配実績（DPI）が 0 超であること。）

出所：モーニングスター、プレキン。データは 2024 年 9 月 30 日時点。



マネージャーの評価に際しては、長期的な視点を持つべきでしょう。単年度やある時点での突出した実績よりも、複数の景気サイクルやビンテージ（ファンドが投資を開始する年）を通じた安定したパフォーマンスが重要です。優れたマネージャーは、リターンの源泉分析にも役立ちます。例えば、リターンにおけるマネージャーの運用能力の寄与度や流動性プレミアムの寄与度を把握することが可能になります。これは重要な点です。なぜなら、マネージャーの運用能力を過度に重視すると、流動性リスクが十分に認識されないまま、「高いリターンが流動性低下を補う」と考えて、流動性の低い戦略へ過大配分してしまう可能性があるためです。

TPA においては、マネージャーは、その戦略が機関投資家の運用目標、ファンドのエクスポージャー、そしてポートフォリオ全体のリスク水準とどの程度整合しているかという観点から評価されます。その結果、外部マネージャーは、単なる運用委託先ではなく、カスタマイズされたエクスポージャーや戦略を提供する社内の投資チームの延長線上の存在に位置づけられることが多くなります³。プライベート資産における共同投資プログラムは、この傾向を象徴しており、運用コストの効率化、透明性の向上、アセットオーナーとアセットマネージャー間における利害の一致の強化が期待されます。つまり、TPA は、マネージャー選定を「個別に優れた運用者を探す作業」から、「ポートフォリオ目標と整合する小規模なパートナー網を構築する戦略的プロセス」へと再定義するものと言えます。

例えば、オルタナティブ投資において単一の戦略的パートナーと協働することには、いくつかの利点があります。

ポートフォリオ全体のリスク・リターンとの整合性。戦略パートナーは、各マンドートを個別に評価するのではなく、顧客が目指すリファレンス・ポートフォリオの特性を理解した上で運用を行うことができます。その結果、投資判断は、個別資産クラスのパフォーマンスではなく、ポートフォリオ全体の運用目標への貢献という観点から行われます。

包括的なプライベート市場エクスポージャー。資産配分の考え方も、プライベート・エクイティ、プライベート・クレジット、実物資産といった個別投資の選択から、リファレンス・ポートフォリオのアウトパフォーマンスやその他投資機会よりも優れた成果を出すことを目的とした、より包括的なプライベート市場エクスポージャーの構築へと変化します。重視されるのは、資産クラスの名称ではなく、ポートフォリオ内で果たす成長、インカム、インフレ対応、分散効果などの役割であり、さらに、それらが異なる市場環境下でどのように相互作用するかという点です。

リスク管理の高度化。単一のオルタナティブ・マネージャーを活用することは、特に市場変動が大きい局面において、リスク管理の高度化につながります。多くの場合、こうした環境では、個別資産クラス内でのアウトパフォームよりも、ポートフォリオ全体の運用目標を継続的に達成することの方が重要になってきます。統合的なアプローチにより、コミットメントの規模や投資ペースをより適切に管理できるほか、意図しない集中リスクが生じる可能性の抑制することが可能です。

流動性の管理。単一の戦略パートナーは、流動性の管理においても付加価値を提供できる可能性があります。流動性をポートフォリオ全体の観点から捉えることで、コミットメントの規模や投資タイミングをより適切に計画できるほか、流動性の確保においては、ひとつの手段に依存するのではなく、複数の手段を活用しやすくなります。より長期では、この柔軟性が流動性プレミアムのより意図的な獲得を可能とします。例えば、流動性プレミアムが魅力的な局面では積極的に資本配分を行い、そうでない局面では慎重な姿勢を取るなどです。

従来型の SAA 枠組みを採用している場合でも、より統合的な TPA モデルへ移行する場合でも、優れた戦略パートナーは、洞察力、専門性、そしてポートフォリオ構築ソリューションを組み合わせながら、機関投資家が運用目標の達成に向けて前進できるよう支援することが求められます。

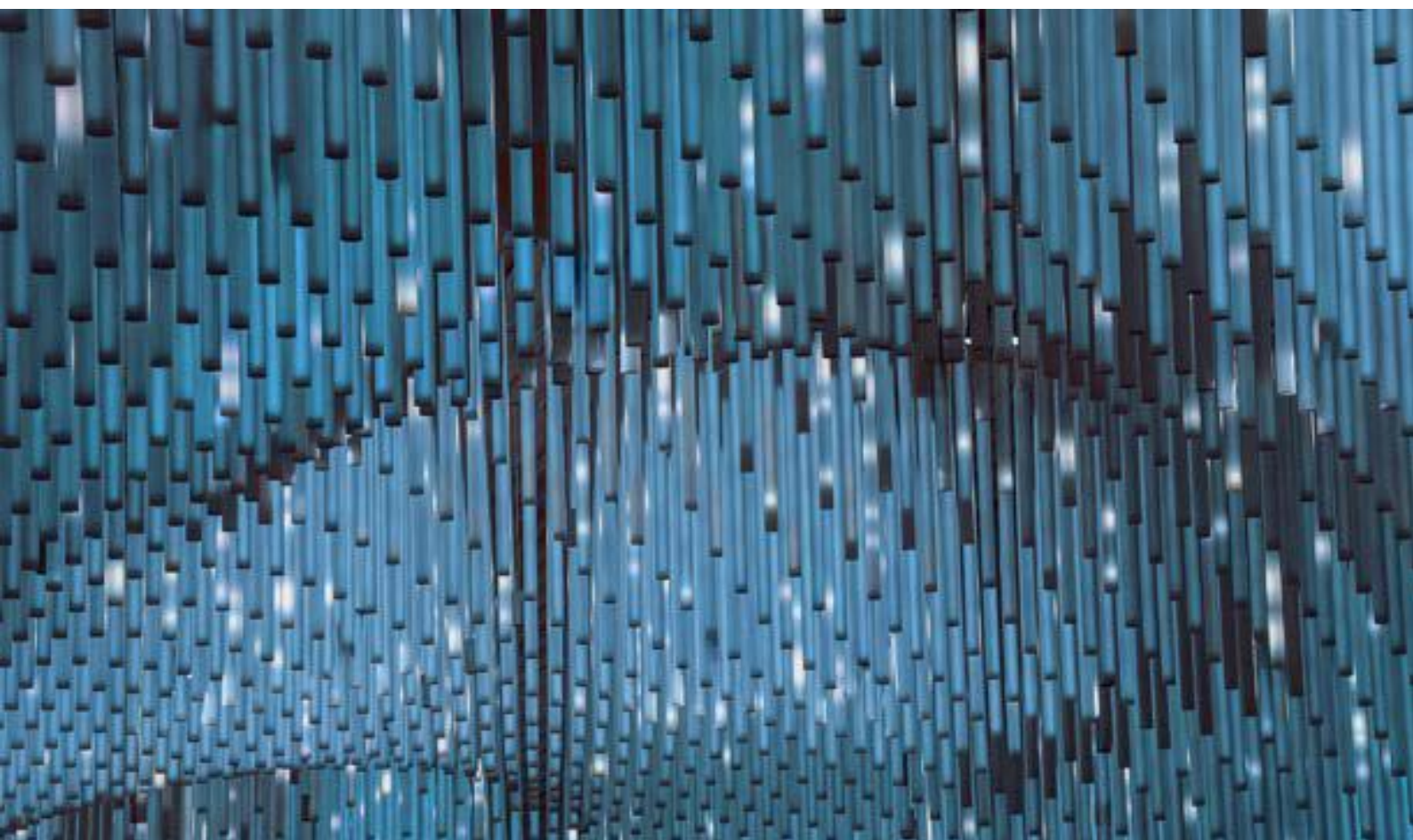


まとめ

今日の投資環境は、大きく様変わりしています。そうした変化を踏まえると、従来型のポートフォリオ構築手法を見直す必要性があるでしょう。

プライベート・エクイティ、プライベート・クレジット、実物資産、その他の低流動性戦略への配分が拡大する中で、それらのリスク・リターン特性や、ポートフォリオ全体との相互作用を理解する事がより重要になっています。また、流動性の管理、バリュエーションの不確実性、マネージャー間の運用能力格差、コミットメント投資のタイミング管理といった要素は、もはや副次的な論点ではなく、ポートフォリオ構築の中核的な要素となっています。

SAA と TPA はポートフォリオ運用アプローチの両極に位置しており、投資家が採用する手法はそれぞれ異なります。ブルックフィールドでは、どのアプローチを採用する場合であっても、それぞれの目標やニーズに応じて最適なソリューションを提供できる戦略パートナーと協働することが、投資家にとって有益であると考えています。



脚注

1. シンキング・アヘッド・インスティテュート、「The TPA Journey: A Practical Guide to Implementing Total Portfolio Approach」、2025年8月。
2. ロバート・バス、スコット・グラッドストーン、アンドリュー・アン、「Total Portfolio Factor, Not Just Asset, Allocation」、Journal of Portfolio Management 43 巻 5 号（2017年）、pp.38–53。
3. CAIA アソシエーション、シンキング・アヘッド・インスティテュート、「From Vision to Execution: How Investors Are Operationalizing the Total Portfolio Approach」、2025年。

開示事項

本資料および本資料に含まれる情報は、教育および情報提供のみを目的としたものであり、有価証券、関連金融商品、または投資顧問サービスの売付けの申込み、買付けの勧誘、または広告を構成するものではなく、そのように解釈されるべきものでもありません。本資料では、広範な市場・業界・セクター動向、その他一般的な経済・市場環境について記載しています。また、本資料は、ブラックフィールド・アセット・マネジメントおよびその関連会社（以下、総称して「ブラックフィールド」）が提供する商品に適用される条件の概要を説明することを目的としたものではありません。

本資料には、記載日時点における情報および見解が含まれており、これらは予告なく変更される場合があります。また、本資料に含まれる一部情報はブラックフィールドの内部調査に基づいて作成されており、一部はブラックフィールドが設定した各種前提条件に基づいていますが、それらの前提が誤っている可能性があります。ブラックフィールドは、本資料に含まれる情報（第三者から提供された情報を含みます）の正確性または完全性について検証していない場合があり、また、その検証義務を負うものでもありません。したがって、ブラックフィールドが当該情報を検証済みであることを前提に依拠すべきではありません。本資料に記載された内容は、ブラックフィールドの見解および考え方を反映したものです。

投資家は、ブラックフィールドがスポンサーとなるファンドまたはプログラムを含め、いかなるファンドや投資プログラムへの投資を行う前にも、自身のアドバイザーに相談すべきです。

Brookfield

© 2026 Brookfield

www.brookfield.com

00650