

## トータルポートフォリオアプローチ導入を決めたカルパース

カルパースの理事会は11月17日、トータルポートフォリオアプローチ(TPA)の導入を承認しました。TPAはグローバルで採用が広がっている手法ですが、米国ではカルパースがTPAを採用する最初の年金基金になります。

### トータルポートフォリオアプローチの承認

CalPERS(カルパース、カリフォルニア州職員退職年金基金)の運用資産残高は2025年10月末時点で5,895億ドル(約91兆円)であり、米国最大規模の年金基金です。CalPERSは4年ごとにALM(資産負債管理)を実施して長期資産配分(SAA)を策定してきましたが、今回のALMでは理事会は新しい投資の枠組みとしてTPAの導入を承認し、リファレンスポートフォリオ(RP)およびアクティブリスク限度(ARL)を決定しました。TPAの実際の導入は2026年7月1日を予定しています。

CalPERS理事会はRPとARLにより、ポートフォリオ全体のリスク水準を設定します。RPは株式と債券の2資産で構成されるリスク目標を表すポートフォリオであり、ARLはそのRPに対するアクティブリスクの許容範囲になります。これらは従来のSAAに代わる、CalPERSの資産運用における最も重要な意思決定といえます。

TPAの導入により、CalPERSの運用チームはARLの範囲内で市場の変動に迅速に適応するための投資判断の裁量を持つことになります。

今回の見直し前後のCalPERSの期待リターン、リスクを図表1に示します。

図表 1 期待リターンとリスク

RPの株式/債券比率	現在のSAA (72/28相当)	RP 75/25
リターン	6.8%	6.9%
リスク	12.0%	12.7%
テールリスク(95%)	-25.0%	-25.8%

(注) リファレンスポートフォリオ(RP)のリターンは3%のアクティブリスクをとった場合のトータルポートフォリオの期待値。

(出所) CalPERSの開示資料より NFRC 作成

現在のSAAは株式72%、債券28%相当のリスク水準であるのに対し、新しいポートフォリオは株式75%、債券25%相当となり、より高いリターンを追求するために全体的なリスク水準を引き上げています(期待リターンの6.9%はRPのリターンに加えてアクティブリターンも含まれます)。一方で、割引率は現在の6.8%のまま変更はありませんでした。

### リファレンスポートフォリオ(RP)

CalPERSはグローバル株式75%、米国債25%のRPを採用しました。このRPはCalPERS理事会が表明するトータルポートフォリオのリス

ク水準を示すとともに、運用チームが構築するポートフォリオのパフォーマンス評価の基準となります。

### アクティブリスク限度(ARL)

ARLはRPからのアクティブリスクの上限を示す数値で、4%に設定されました。ARLにより、CalPERSのトータルポートフォリオにおけるアクティブリスク制約が1つの指標に統合されます。CalPERSでは実際のアクティブリスク水準を2.5%～3.5%と想定しており、中心値の3%のアクティブリスクに対して0.6%のアクティブリターンを見込んでいます。このアクティブリターンは図表1の期待リターンに含まれます。

### 大手基金に広がるTPA

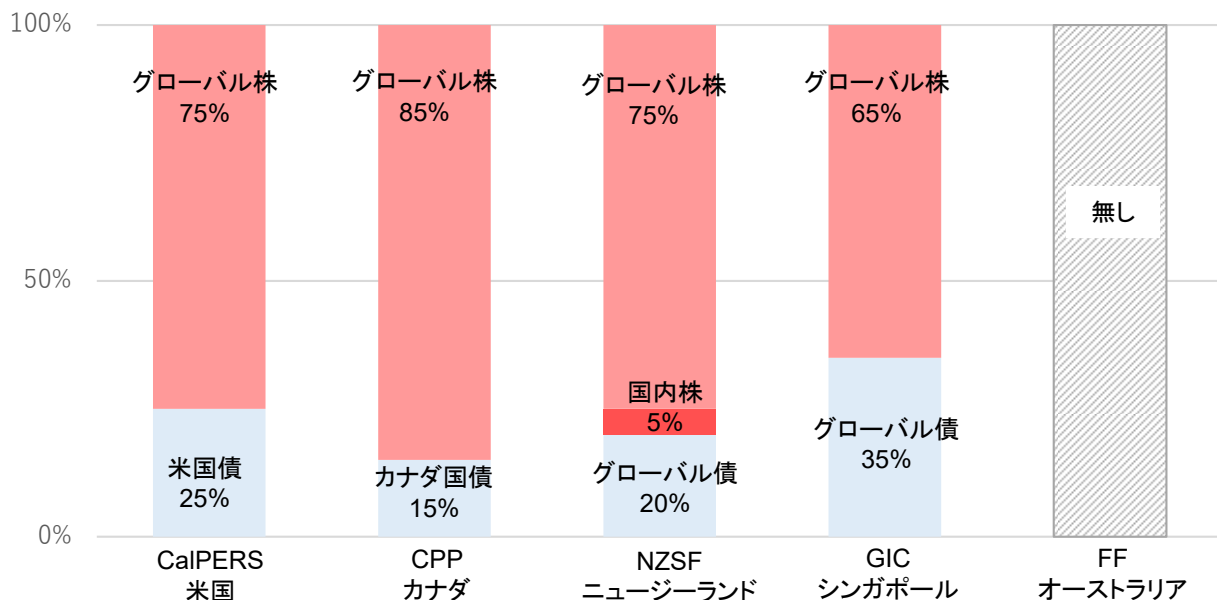
TPAの採用は米国ではCalPERSが初めてですが、カナダのCPP、シンガポールのGIC、オー

ストラリアのフューチャー・ファンド(FF)、ニュージーランドのNZSFなど、多くの大手基金が既に導入しており、パフォーマンスも良好です。

TPAを導入している主要基金のRPを比較したのが図表2です。RPは基金の運用目標やリスク許容度によって異なります。資産構成においては、CalPERSとCPPの債券が自国の国債であるのに対し、NZSFとGICはグローバル債券を採用しています。また、NZSFのRPは3資産で構成され、為替は100%ヘッジされています。

FFはTPAを導入しているものの、市場環境に応じて動的に株式エクスポージャーを調整するため、RPを設定していません。RPはわかりやすいシンプルな資産構成でリスク目標を示す利点がありますが、市場環境の変化によって目標とするリスク水準が変わり得るという面もあります。そのため、TPAを導入する基金の中にはRPを設定しないケースもあります。

図表 2 TPA を導入している主要基金のリファレンスポートフォリオ



（注） 2025 年 11 月時点の情報をもとに作成。CPP は「Base CPP」を表示。NZSF は外国通貨 100%ヘッジ。FF（フューチャー・ファンド）はリスク水準をリファレンスポートフォリオではなく、EEE (Equivalent Equity Exposure) で設定。EEE は市場環境により動的に設定される。現在の EEE は 65 で、株式比率 65%相当のリスク水準。

（出所） 各基金の開示資料より NFRC 作成

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、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、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、野村グループ各社から直接提供する方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

**TPAの定義は？**

TPAは世界的に採用が広がっていますが、導入の形態は基金ごとに異なり、定まった手法はありません。昨年7月にCalPERSのCIOに就任したスティーブン・ギルモア氏は、NZSFのCIOやFFのChief Investment Strategistなどを歴任し、TPAの推進に深く関わってきました。同氏が今年発表した論文<sup>1</sup>では、TPAの要点を以下のようにまとめています。

- 個々の投資は、各資産のベンチマークに対する超過リターンではなく、長期目標への貢献度(トータルポートフォリオのリスク・リターンなど)に基づいて評価される。
- 個々の投資を比較し投資判断するための共通尺度の重要性。
- ポートフォリオは資産配分ではなく、主にリスクファクターのエクスポージャーに着目して構築される。
- サイロ化した資産クラス別の運用チームではなく、資産クラスを横断して協働する「ワンチーム」アプローチを採る。

近年、低流動性資産の組み入れ拡大や市場環境の変化への対応が求められ、従来の長期固定の資産配分(SAA)の限界が見え始めているという指摘もあります。こうした状況を受け、より柔軟でリスク意識の高いアプローチとしてTPAが注目されています。TPAを導入する際は、各基金の運用目標や制約、運用体制を踏まえて個別に検討し、段階的に実装していくことが現実的と考えられます。

---

<sup>1</sup> Stephen Gilmore and Joseph Simonian, "Some Practical Considerations for the Total Portfolio Approach to Pension Fund Management" 31 August 2025 - Journal of Portfolio Management

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、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、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

#### 《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

#### 《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

#### 《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号  
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)  
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 <sup>(※)</sup>	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

<sup>(※)</sup> 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URL にてご登録をお願い致します。

<https://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F  
TEL: 03 6703 3991 Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)