

2026 年 8 月 13 日 全 16 頁

GPIF ガバナンス改革の功罪と課題解決の道

目先の運用見直しの可能性は低いが、硬直的運用への対応が課題

調査本部 フェロー兼
エグゼクティブ・サステナビリティ・アドバイザー 塩村 賢史

[要約]

- 最近では、高市総理大臣や一部閣僚から年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）等の国内資産への投資拡大に対する期待が高まっている。しかし、現在の中期目標期間中に基本ポートフォリオの見直しが行われる可能性は低く、GPIF のこれまでの投資スタイルを考えると、執行部の判断により、乖離許容幅を活用した国内資産への投資比率拡大も考えにくい。
- 他の施策目的のために年金積立金を利用させないということは、法令上の要請であることに加えて、これまでの GPIF のガバナンス改革も抑止力として働いている。
- 一方で、他の公的年金対比で GPIF の運用パフォーマンスは低迷しており、追加的な収益機会を逸している可能性がある。GPIF 執行部は「複合ベンチマーク収益率の確保」という目標を重視し過ぎるあまり、トラッキングエラーの抑制が事実上の優先課題となり、長期的な運用収益向上に繋がることを期待して行うオルタナティブ投資の抑制や、昨年度の ESG 投資の大幅削減などにつながっている可能性がある。
- 巨額の運用益の計上により、GPIF に対する信頼が高まっている今だからこそ、長期的視野に立った運用見直しを議論できるチャンスである。GPIF の現状の硬直的で長期的な視点を十分に持たない運用を見直す策としては、①中期目標における「複合ベンチマーク収益率の確保」を以前のように運用目標からリスク管理の位置づけに戻すこと、②運用の柔軟性を高めるため、「ベビーファンド」の導入により、レファレンスポートフォリオという基本ポートフォリオに縛られない長期的リターン追求型の運用の検討などが考えられよう。
- GPIF の「他事考慮の禁止」という傘の下では、運用のあり方について、外部からの規律や比較検証が働きにくい環境にあることから、「日本成長戦略」でも示されている通り、他の公的年金運用主体との比較検証を行い、運用の改善につなげることが重要である。拙速な運用見直しの議論は避けつつ、長期的視点に立ち、真に被保険者の利益に資する改革議論が進むことを期待したい。

はじめに

2026 年 7 月 10 日に片山財務大臣が閣議後会見で、家計や年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) をはじめとする年金基金が日本の金融資産にさらなる投資をする方向で後押しする方策を追求したい、という趣旨の発言をしたことを受けて、GPIF の運用見直しに対する期待が一気に高まった。その後、GPIF を所管する上野厚生労働大臣が「GPIF の運用については、法律に基づいて、専ら被保険者の利益のために長期的な観点から市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ行うこととしていているところです。一方で、先ほど申し上げたオルタナティブ投資をはじめ、国内経済の成長にも寄与していく面があるかと考えています」¹と発言したことなどで、やや落ち着きを取り戻しつつあるものの、国内金利の上昇や円安進行への対策として、GPIF の運用見直しが行われるのではないかとこの見方は完全には払拭されていない。

この点について、筆者は、当面のところ（少なくとも次期中期目標期間の前に）、GPIF が国内投資を大きく拡大する可能性は低いと考えている。被保険者の利益だけを考えて、年金積立金の運用を行うことについては、法令上（厚生年金保険法、国民年金法）の要請であり、国内金利の上昇や円安進行対策に年金積立金を使えないことは自明のことである。もし GPIF の運用見直しを行うとしたら、国内投資を増やすことが経済合理性を持つのか、というただ一点に尽きるが、その合理的な説明は容易なことではない。むしろ、一連の運用見直しを巡る議論により、運用方針の変更求められる説明責任のハードルは一段と高まったと考えられる。

そもそも、国内債券への投資比率を多少増やしたとしても、金利上昇を抑制する効果としては一過性で限定的なものに終わる可能性があり²、国際分散投資という観点からも過度に国内投資に偏重することの問題は大きいと考えている。

しかし、その一方で、現在の GPIF の運用には大きな課題もある。本稿では、改めて GPIF の運用見直しの可能性とその是非について整理し、被保険者の利益をさらに追求する上で GPIF が抱える課題とその原因、課題解決策についても考察したい。

「アベノミクス」当時の GPIF 改革

被保険者の利益以外の施策目的の実現のために年金積立金の運用を行うことはできない（いわゆる「他事考慮の禁止」）という法令上の要請を頭で理解しつつも、安倍政権の経済政策「アベノミクス」により、GPIF は株式投資のウェイトを引き上げたではないか、「アベノミクス」で出来たのであれば、高市政権でも行えるはずであると考えても不思議ではない。

しかし、「アベノミクス」当時の GPIF 等の運用見直しは、必要な手順はしっかりと踏まれている。2013 年 6 月に閣議決定された「日本再興戦略」において、「公的・準公的資金について、各資金の規模・性格を踏まえ、運用（分散投資の促進等）、リスク管理体制等のガバナンス、

¹ 厚生労働省「上野大臣会見概要」（2026 年 7 月 14 日）

² GPIF は、国内債券に 2024 年度約 5.3 兆円、2025 年度約 14.8 兆円配分しているが、この期間の国内金利の上昇基調に特段の影響を与えているような印象はない。

株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、提言を得る。【本年秋までに結論】とされた。それを受けて、伊藤隆敏東京大学大学院教授（当時）を座長とする「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」（以下、「有識者会議」）が設置され、2013 年 11 月に報告書が取りまとめられた。

また、GPIF では、年金財政上必要な利回りを長期的に最低限のリスクで確保することを目標として、5 年に 1 度、基本ポートフォリオの見直しを行うが、ちょうど 2014 年が財政検証の年であったことも大きく影響している。財政検証の結果に基づき、厚生労働大臣は GPIF に年金財政上必要な利回りを示すことになる。また、財政検証のベースとなる経済前提は、GPIF が基本ポートフォリオを策定する上での分析の前提条件となる。実際、2014 年 6 月に公的年金の財政検証の結果が公表され、併せて、厚生労働大臣から GPIF に対して、基本ポートフォリオの見直しを前倒しで行うよう要請が行われた。それを受け、GPIF 内部で検討が進められ、2014 年 10 月に GPIF は基本ポートフォリオを変更し、国内債券比率をそれまでの 60%から 35%に引き下げ、国内株式比率を 12%から 25%へ引き上げたという流れである³。

かなり急いで GPIF の基本ポートフォリオの見直しが決まったように見えるが、それでも「日本再興戦略」の閣議決定から実際に基本ポートフォリオが見直されるまでに、1 年 4 ヶ月の時間を要している。公的年金の運用の見直しに関しては、更に遡ること 2008 年 5 月に伊藤隆敏教授らがメンバーである経済財政諮問会議のグローバル化改革専門調査会が「公的年金基金運用の改革に向けて」という報告書を取りまとめており、そこまで含めると当時の公的年金の運用改革は、非常に長い間温められてきたものであった⁴。

金利・為替対策としての GPIF の国内投資拡大の可能性

それでは、今回の高市政権の「サナエノミクス」における GPIF の基本ポートフォリオ見直しの可能性はどうかというと、次回の財政検証は 2029 年であり、「アベノミクス」当時のように基本ポートフォリオの定期見直しのタイミングには合っていない。

「アベノミクス」における GPIF 改革の検討の口火を切ったのが政府の成長戦略である「日本再興戦略」であったことを踏まえると、本年 7 月に閣議決定された「日本成長戦略」において、GPIF を含めた公的アセットオーナーの運用高度化についてどのように記されているかが、重要な意味を持つことになる（図表 1）。

³ GPIF の運用委員会、経営委員会の議事録は開催から 7 年後に公表されるため、この当時の運用委員会の議論は議事録で確認することができる。

⁴ 塩村賢史「公的年金の運用見直し議論を先読みする-GPIF 改革の鍵はガバナンス強化-」（大和証券レポート、2013 年 7 月 8 日）

図表 1 「日本成長戦略」で示された公的アセットオーナー関連の施策

iii) 国民が経済成長の成果を最大限享受するための環境整備

経済成長の成果をアセットオーナーの受益者や家計が最大限享受できるよう、公的アセットオーナー・企業年金・大学等の機能向上に向け、以下の施策等により受益者の最善の利益を追求した資産運用を促す¹⁰⁷。

- GPIFにおいて、オルタナティブ投資の上限（資産全体の5%）に向けて取組を進める。具体的には、リスク管理や運用の高度化を進めるほか、毎年度の自己評価を多角的な観点から行う。また、今後のポートフォリオの在り方を検討する¹⁰⁸。他の公的アセットオーナーにおいても、自らの状況等を踏まえつつ、上記の高度化・評価・検討を進める。
- 厚生年金に係る積立金の運用主体の状況¹⁰⁹の比較や定期的な検証を実施する。

<以下略>

¹⁰⁷ 結果として、企業の成長や市場の活性化、良質な金融商品の組成など金融機関における資産運用サービスの高度化につながっていくことも期待される。

¹⁰⁸ 投資確約金額が5%上限に近づくまでに検討する。

¹⁰⁹ 運用体制・基準・手法・状況等に係る重要な事項。ただし、比較や検証に当たっては、他と異なる先進的な試みや取組を阻害しないように留意する。

（出所）内閣官房「日本成長戦略」（2026年7月21日閣議決定）より抜粋

「日本成長戦略」の「今後のポートフォリオの在り方を検討する」という言葉に、少し引っかかるところではあるが、脚注で「投資確約金額が5%上限に近づくまでに検討する」と書かれており、第一義的にはオルタナティブ投資のことを指していると考えられる。巷で言われているような、国内金利の上昇や円安対策としての国内債券投資の増加を示唆するようなものではないと理解すべきであろう。

また、オルタナティブ投資の上限（資産全体の5%）を事実上の当面の目標値とすることは、既に「経済財政運営と改革の基本方針 2025（骨太の方針 2025）」などで示されていたことだが、未だに筆者は違和感を覚える。従来 GPIF は、オルタナティブ投資のみならず ESG 投資なども含めて、特定の投資対象への投資比率を引き上げる（投資額を増やす）こと自体を目的にはしてこなかった。どういうロジックで、オルタナティブ資産の積み上がり自体を目標値にしたのであろうか。「日本成長戦略」に「以下の施策等により受益者の最善の利益を追求した資産運用を促す」と記したことは、オルタナティブ投資を増やすこと自体が、受益者の最善の利益につながると所管官庁である厚生労働省と共に整理したようにも見える。

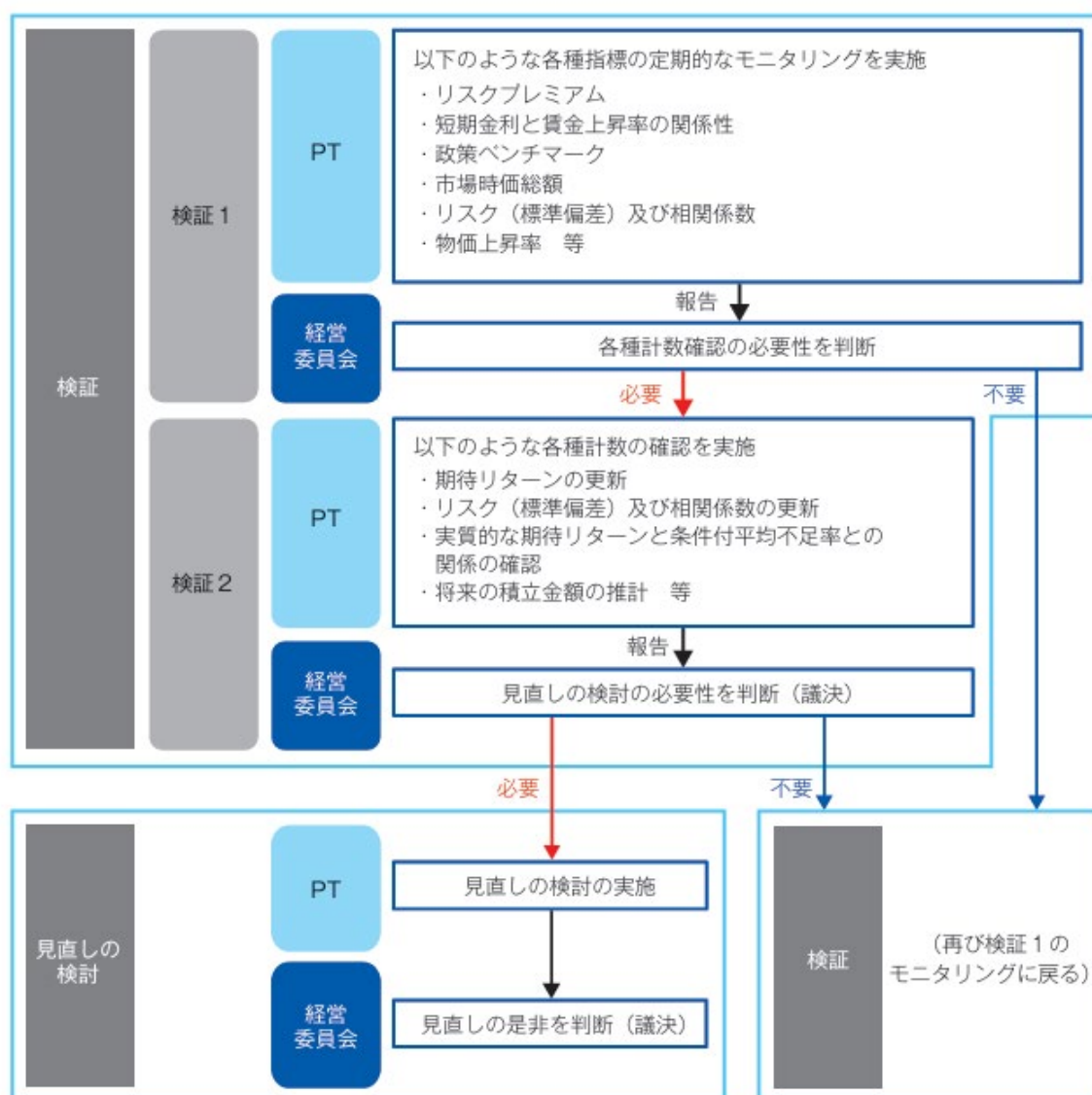
一方、「厚生年金に係る積立金の運用主体の状況の比較や定期的な検証を実施する」としたことは、運用の PDCA サイクルを回す仕組みとして大変期待している。

GPIF の経営委員会における基本ポートフォリオの検証と見直しの判断

5年に1度のタイミング以外にも、GPIFは基本ポートフォリオについて、策定時に想定した運用環境が大きく変化する可能性がないか等について毎年度検証を行い、市場環境が大きく変わった際には、経営委員会は基本ポートフォリオの変更を行うことができる仕組みになっている（図表2）。

2025年度においては、2026年3月6日開催の第119回経営委員会において、基本ポートフォリオ検証等PT（プロジェクトチーム）から、基本ポートフォリオの見直しの検討は必要ない旨の報告がなされている。したがって、その後の僅か5ヵ月余りで基本ポートフォリオの見直しが必要なほどの経済情勢の変化があったと整理することはかなり無理がある。

図表2 GPIF の基本ポートフォリオの検証と見直しのフロー



（出所）GPIF「2025年度業務概況書」（2026年7月3日）

GPIF の執行部判断における乖離許容幅の活用

GPIF の基本ポートフォリオには、乖離許容幅⁵が設けられており、GPIF の執行部はその範囲において、資産配分を変えることは認められている（図表 3）。そのため、執行部の判断により、乖離許容幅の上限まで国内債券のウェイトを高めた場合、制度上はポートフォリオの 31%まで国内債券を買うことができる。単純計算ではあるが、2026 年 3 月末の運用資産をベースに考えれば、追加で約 10.4 兆円程度の国内債券を購入することができる計算になる。

しかし、執行部の判断により、乖離許容幅の範囲内で国内債券の投資ウェイトを大幅に引き上げる可能性は極めて小さいと筆者は考えている。詳細については後述するが、2020 年度以降の GPIF の執行部は、基本ポートフォリオに則した運用を行うためにトラッキングエラーの抑制とリバランス手法の高度化に取り組んできた⁶。また、GPIF が厚生労働大臣から与えられる運用目標には、「資産全体の複合ベンチマーク収益率（各資産のベンチマーク収益率を基本ポートフォリオの割合で加重平均して算出したもの）を確保すること」が掲げられており、基本ポートフォリオから乖離させた結果、運用収益率が複合ベンチマーク収益率を下回ることになれば、その責任は GPIF 側にあることになる。政府の意向により、これまで注力してきた取り組みを 180 度転換するのであれば、その変節は外部から一目瞭然であり、被保険者からの強い批判を一身に受けることになる。それは GPIF の経営委員会も同様であり、被保険者の利益に反する意思決定がなされるとは考えにくい。これは、「アベノミクス」以降進められてきた GPIF のガバナンス改革の功罪のうちの「功」の部分と言えよう。

図表 3 GPIF の基本ポートフォリオと乖離許容幅

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
資産構成割合（％）	25	25	25	25
乖離許容幅（各資産）	±6	±5	±6	±5
乖離許容幅（債券・株式）	±9		±9	

（出所）GPIF「2025 年度業務概況書」（2026 年 7 月 3 日）

GPIF のポートフォリオは国内投資が過少なのか

そもそも、GPIF のポートフォリオは国内投資が少なすぎるのであろうか。基本ポートフォリオの各資産クラスの配分比率は、各資産のリスク・リターンや相関等で決まるものであるが、GPIF ほどの巨大なアセットオーナーの場合は、自国の資本市場の大きさ（流動性）なども考慮

⁵ 基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができるが、その際の見通しは、合理的な根拠を持つものでなければならないこととされている。

⁶ GPIF のウェブサイトにて 2026 年 7 月 22 日付で公表されている「外国株式の運用機関の公募について」及び「外国債券の運用機関の公募について」では、外国株式パッシブと外国債券パッシブと一体的に採用する可能性があり、一体的な採用においては、資産間リバランスへの対応力を評価する旨記載しており、GPIF が更なるリバランスの高度化を目指していることは明らかである。

する必要がある。GPIF は資本市場において「クジラ」と称されることがあるが、小さい池（水槽）では「クジラ」は泳ぐことができない。グローバル投資の代表的な指数である MSCI ACWI（MSCI All Country World Index、通称「オルカン」）では、2026 年 7 月末時点の日本株のウェイトは 5.05%である一方で、GPIF の基本ポートフォリオでは株式全体の 50%を日本株に配分しており、浮動株時価総額基準では日本株を 10 倍のウェイトで保有していることを意味している。世界の主要年金基金などのアセットオーナーと比べても、GPIF は自国資産への投資が多く、ホームカンントリーバイアスは、既に非常に高い。

年金積立金管理運用独立行政法人法（GPIF 法）では、「年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意」することを求めている。また、厚生労働大臣から GPIF に与えられる中期目標には、「年金積立金の運用に当たっては、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう、特に、資金の投入及び回収に当たって、特定の時期への集中を回避するとともに、市場規模を考慮し、自ら過大なマーケットインパクトを受けることがないよう、十分留意すること」と明記されている。

将来、年金給付に充てるために年金積立金を取り崩すタイミングが来た際には、GPIF による資産売却は国内株式・債券市場に対して需給面から下押し圧力をもたらす可能性がある。特に株式については、日銀が保有する ETF の出口戦略が極めて慎重に実行されていることから推察できる。

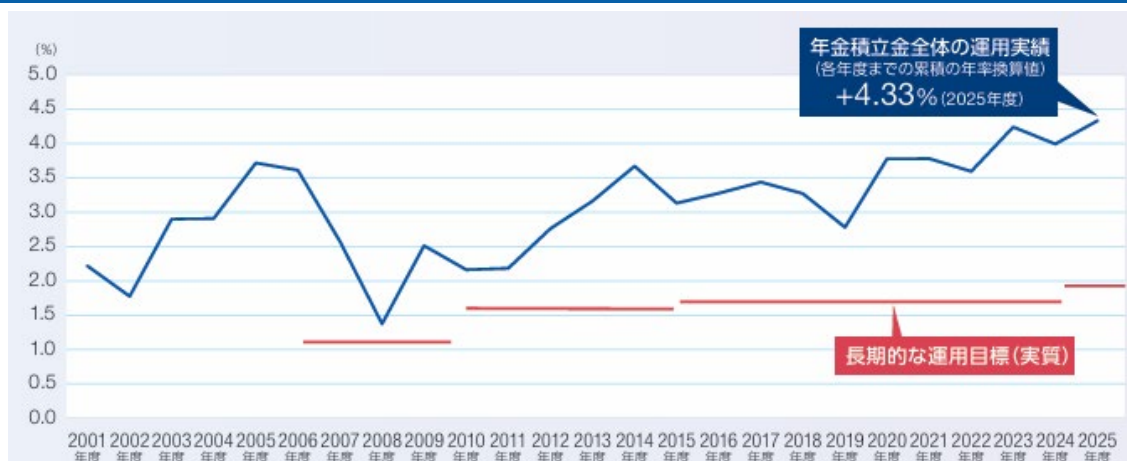
GPIF は年金財政の持続可能性向上に貢献しているが・・・

「アベノミクス」の下で進められた GPIF のガバナンス改革は、前述の通り、年金積立金の運用を政治的な圧力から守るという観点からは効果をもたらしている。また、基本ポートフォリオ見直し後の GPIF の運用パフォーマンスは、内外株式市場の長期的な上昇などの追い風もあり、年金財政上必要な利回りを継続して上回っており、年金財政の持続可能性向上に大きく貢献している（図表 4）。

しかし、伊藤隆敏座長の「有識者会議」が思い描いていたビジョンが、強固なガバナンスとリスク管理の下、高度な運用専門人材を競争力のある処遇で招き入れ、強化を図ることで、低流動性資産やアクティブ運用の拡大などの運用力強化を図ることで年金積立金の持続可能性を高めるということであったとすると、前段部分は達成できていることも多い一方で、後段部分は道半ばのことや、むしろ後退・逆行していることなどもある（図表 5）。

近年のような世界的な株式市場の上昇局面では、GPIF のような巨大なアセットオーナーの場合、目の前の巨額な運用収益（2025 年度通期は 41.4 兆円、2026 年 4-6 月期は 24.1 兆円の運用収益）に目を奪われがちであるが、そういう時こそ、実態を正しく評価し、課題を改善につなげていくことができるチャンスでもある。

図表 4 市場運用開始（2001 年度）からの年金積立金全体の実質的な運用利回り



(注) 運用目標は、2006～2009 年度は名目賃金上昇率+1.1%、2010～2014 年度は名目賃金上昇率+1.6%、2015～2024 年度は名目賃金上昇率+1.7%、2025 年度からは名目賃金上昇率+1.9%

(出所) GPIF「2025 年度業務概況書」（2026 年 7 月 3 日）

図表 5 「有識者会議」運用・管理等の見直しに係る工程表

	直ちに取り組むべき課題	1年を目途に取り組むべき課題	目指すべき姿
運用の見直し (分散投資の促進等)	- 現在の基本ポートフォリオの枠内での運用の見直し (かい離許容幅を利用した柔軟な運用や、アクティブ運用の見直しなど) - 収益目標・リスク許容度のあり方の検討 - パッシブ運用における新たなベンチマークの検討	- 財政検証の結果を踏まえた新たな基本ポートフォリオの決定 - 新たな運用対象(流動性の高いものや資産評価の容易なもの)の追加 - ベビーファンドの設置	新たな運用対象(流動性の低いものや時価評価を常時行うことが困難なものも含む)の追加
運用の見直しとリスク管理を含むガバナンス体制の見直しはセットで行う必要			
リスク管理の見直し	- 物価や金利の上昇に備えたリスク管理策の検討・実施 (物価連動国債への投資やリスクヘッジのためのデリバティブの利用など) - フォワード・ルッキングなリスク分析の検討	財政検証の結果を踏まえたフォワード・ルッキングなリスク分析に基づくポートフォリオの構築	新たな運用対象(流動性の低いものや時価評価を常時行うことが困難なものも含む)の追加に伴うリスク管理策の実施
ガバナンス体制の見直し	- 中長期的な運用成績に連動した受託機関報酬の導入 - 専門性の高い人材の確保策について検討を開始	人員数、給与水準及び経費等に係る制約の緩和を受けた運用委員会委員の常勤化、及び専門性の高い人材の採用	法人形態の変更による理事会の設置及び専門性の高い運用体制の整備

(出所) 内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議 報告書」（2013 年 11 月）

課題は「運用パフォーマンスの低迷」と「運用の硬直化と短期志向化」

近年 GPIF の運用パフォーマンスは低迷している。巨額の運用収益額が計上されていることから、そういった印象を持つ人は少ないと思われるが、最近この事実が徐々に表面化している⁷。

⁷ 日本経済新聞 電子版「公的ファンドの年金運用、25 年度は GPIF 超え 株式多めの配分で恩恵」（2026 年 7 月 29 日）

高市政権の成長戦略「日本成長戦略」の金融戦略分野の議論を行った「新戦略策定のための資産運用立国推進分科会」の第3回会合（2026年4月2日開催）において、内閣官房が提出した資料（資料1）には、被用者年金一元化により、積立金基本指針という同じ運用方針の下で運用を行う公的年金の運用体制や累積収益率などの比較表などが掲載されており、それらをベースに2025年度まで収益率のデータ等を更新した（図表6）。

図表6 国内公的年金の運用体制と運用パフォーマンス

	運用資産額 (億円)	運用業務に従事 する職員数(A)	(A)のうち 金融機関経験者	過去10年間（2016-2025年度）	
				累積収益率 (%)	アウトパフォーム 回数※
年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）	2,936,437	119	61	93.6	3
国家公務員共済組合連合会（KKR）	115,480	23	8	103.2	5
地方公務員共済組合連合会（地共連）	210,526	32	14	93.5	4
全国市町村職員共済組合連合会	83,381	22	9	90.6	6
公立学校共済組合	30,049	11	6	87.7	3
警察共済組合	25,727	13	5	90.1	5
東京都職員共済組合	3,228	4	3	92.4	5
地方職員共済組合	1,355	4	0	82.5	1
日本私立学校振興・共済事業団（私学事業団）	49,449	18	3	101.3	6

（注1）運用資産額は2026年3月末時点（共済は厚生年金保険給付積立金部分のみ）、職員数関連のデータは2025年12月末時点

（注2）運用業務に従事する職員数にはCIOを含む。金融機関経験者は中途採用した金融機関経験者及び金融機関からの出向者の合計

（注3）アウトパフォーム回数は、年間の運用成果（時間加重収益率）が複合ベンチマーク収益率（各政策ベンチマークを基本ポートフォリオのウェイトで加重平均したもの）を上回った回数

（出所）内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議 報告書」（2013年11月）及び各年金基金の公表資料に基づき大和総研作成

図表7 GPIFの第4期中期計画期間以降の3共済との運用パフォーマンス比較

	GPIF		KKR		地共連		私学事業団	
	収益率 (%)	順位	収益率 (%)	順位	収益率 (%)	順位	収益率 (%)	順位
2020年度	25.15	2	24.54	4	24.83	3	26.01	1
2021年度	5.42	3	6.19	1	5.30	4	5.79	2
2022年度	1.50	4	2.07	2	1.63	3	2.27	1
2023年度	22.67	3	23.81	2	22.63	4	24.12	1
2024年度	0.71	3	1.63	1	0.56	4	1.57	2
2025年度	16.47	4	18.55	1	17.40	3	18.27	2
2026年度*	8.20	4	9.49	2	8.85	3	9.52	1
累計収益率	108.48	4	120.47	2	110.52	3	122.62	1

（注1）GPIF：年金積立金管理運用独立行政法人、KKR：国家公務員共済組合連合会、地共連：地方公務員共済組合連合会、私学事業団：日本私立学校振興・共済事業団

（注2）3共済の収益率は、厚生年金保険給付積立金部分の収益率

（注3）順位は、GPIFと3共済の間での各期間（2026年度は4-6月期のみ）の収益率のランキング

（出所）各年金基金の公表資料に基づき大和総研作成

図表 7 は GPIF と 3 共済の 2026 年度（4-6 月期のみ）までの累計運用パフォーマンスを見たものである。GPIF は民間金融機関から有能な人材を積極的に採用しているにもかかわらず、長期にわたり運用パフォーマンスが 3 共済に劣後しており、この結果に驚いた方も多いただろう。例えば、GPIF と私学事業団の 2020 年度以降のパフォーマンス格差は累計で 10.59%pt であり、2020 年度末から GPIF の運用を私学事業団が行っていたとしたら、2026 年 6 月末の GPIF の運用資産額は概算⁸でさらに 21.3 兆円増加していたことになる。極めて大きな機会損失である。

中期目標の変更が巨額な機会損失の遠因となった可能性

GPIF の運用パフォーマンスが振るわない原因について、筆者は GPIF 職員の能力の問題ではなく、GPIF に与える目標設定及びその解釈とガバナンスが結果的に悪い方向に働いているからだと考えている。適切な目標設定とその優先順位付けがなされていないために、経営リソースの配分やリスクテイクが適切に行われていないこと、有能な人材の能力が発揮できていないことによるものであり、一連のガバナンス改革の功罪でいうところの「罪」の部分が顕在化した結果であると考えている⁹。

良くも悪くも GPIF の運用哲学や運用スタイルが大きく変化したのが、2020 年度からスタートした第 4 期中期目標期間であり、変化をもたらした最大の原因は、運用目標に「長期的に年金積立金の実質的な運用利回り（省略）1.7%を最低限のリスクで確保すること」に続く、「ベンチマーク収益率の確保」の欄に、資産全体のベンチマーク収益率（複合ベンチマーク収益率）の確保が「重要度高」の目標として加わったことにあるとみている（図表 8）。

図表 8 GPIF の中期目標「ベンチマーク収益率の確保」

	各年度	中期目標期間
第3期 (2015-2019年度)	各年度において、 <u>各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率を確保するよう努めること</u>	中期目標期間において、 <u>(各資産ごとに) 各々のベンチマーク収益率を確保すること</u>
第4期 (2020-2024年度)	各年度において、 <u>資産全体及び各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率を確保するよう努めること</u>	中期目標期間において、 <u>(資産全体及び各資産ごとに) 各々のベンチマーク収益率を確保すること</u>
第5期 (2025-2029年度)	各年度において、 <u>資産全体の複合ベンチマーク収益率及び各資産のベンチマーク収益率を確保するよう努めること</u>	中期目標期間において、 <u>資産全体の複合ベンチマーク収益率を確保すること</u>

(注) 各中期目標の「(2) ベンチマーク収益率の確保」に基づき抜粋、下線、太字、カッコ内は大和総研(出所) GPIF「中期目標（第3期、第4期、第5期）」に基づき大和総研作成

⁸ 2020 年度以降、キャッシュイン・キャッシュアウトがないという前提による概算

⁹ 3 共済については、基本ポートフォリオの策定などを助言する外部有識者からなる「資産運用委員会」（名称は組織によって若干異なる）があるものの、あくまで助言であり、決定権は理事長にある。

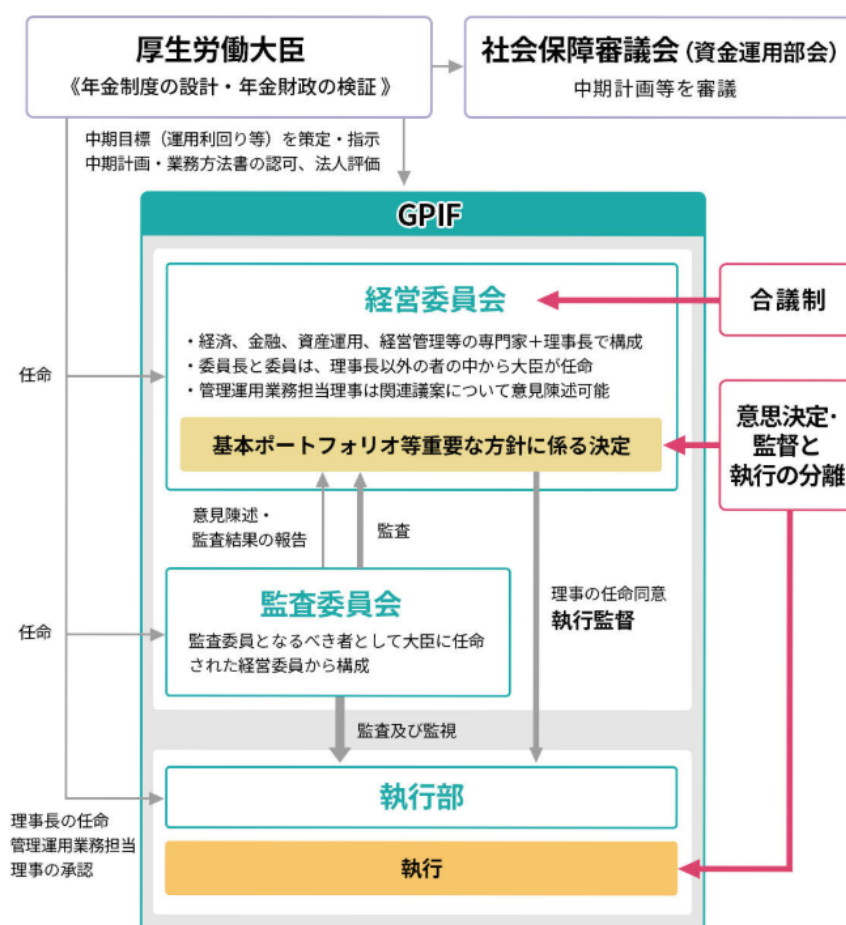
従来から、複合ベンチマーク収益率という言葉は、中期目標の中に記載があったが、リスク管理の方法としての位置づけであったものが、運用目標にも追加されたのである。この第4期中期目標の変更は、2015-2019年度の第3期中期目標期間に乖離許容幅の範囲内で基本ポートフォリオの中心値から離れた運用を行う場面があったことを受けて、不用意なリスクテイクを牽制するために、厚生労働省が新たに追加したのではないかと推察される。

この中期目標の小さな変更が、GPIFのガバナンス構造とも相まって、その後のGPIFの運用に大きな影響を及ぼし、結果的ではあるが、極めて巨額な機会損失につながったとみている。

GPIFのガバナンス体制

GPIFには、株式会社の取締役会に相当する経営委員会があり、学者、会計、法律の専門家、経済団体、労働団体の関係者と理事長で構成されている。株式会社になぞらえると、執行からは理事長のみ、独立社外が圧倒的な取締役会構成、取締役会議長に相当する経営委員長も社外の方が務めている。

図表9 GPIFのガバナンスの仕組み



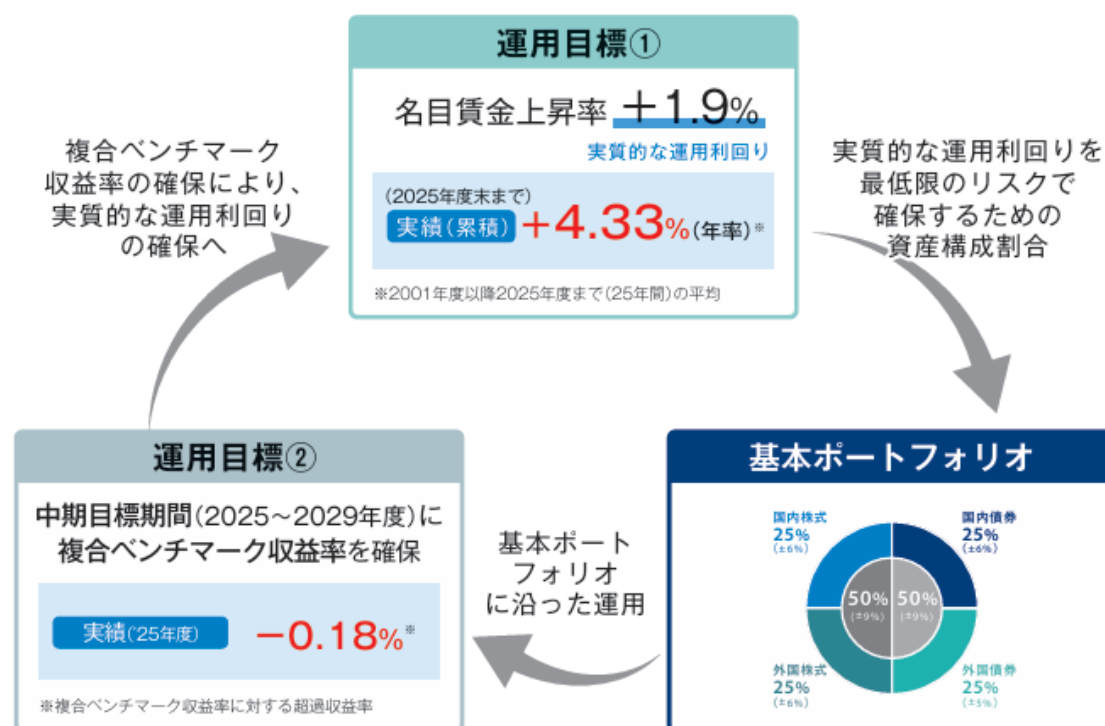
（出所）GPIFのウェブサイト

非常勤の非執行のメンバーが圧倒的でありながら、GPIF の経営委員会の役割は、純粋なモニタリング・ボード（監督）というわけではなく、意思決定も担う形になっている。経営委員会は、経営委員会が重要と判断する事項については、全て意思決定することができることになっているが、その代表的なものが基本ポートフォリオと政策ベンチマークの決定である。それら以外の日々のリバランスや運用会社の選定等を執行部が担うという役割分担になっている。

人的リソースが豊富な GPIF がなぜ 3 共済に勝てないのか

第 3 期中期目標期間である 2015 年度以降の GPIF の業務概況書からは、（運用目標①：絶対収益目標）「長期的に積立金の実質的な運用利回り 1.7%を最低限のリスクで確保する¹⁰」ために経営委員会が基本ポートフォリオを作成し、執行部が（運用目標②：相対収益目標）「資産全体の複合ベンチマーク収益率を確保する」ことで、実質的な運用利回りが確保されるという整理の下で運用を行っていることが示されている（図表 10）。

図表 10 GPIF の業務概況書で示された「運用目標①」と「運用目標②」



（出所）GPIF のウェブサイト

一見すると、極めて合理的で非の打ちどころのないような中期目標やガバナンスの仕組みであり、GPIF による整理も非常に論理的であるように見える。しかし、実はこれらが GPIF の運

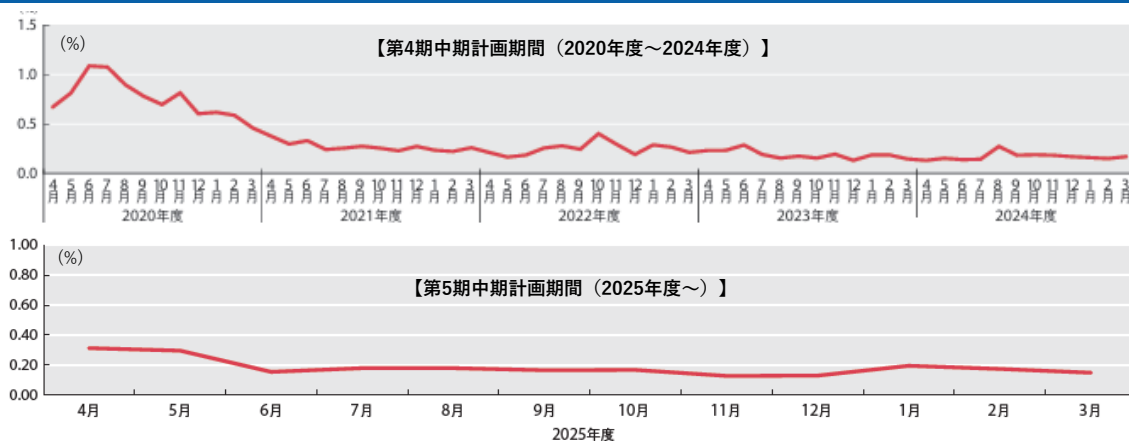
¹⁰ 第 5 期中期目標においては「実質的な運用利回り 1.9%を最低限のリスクで確保する」に変更されている。

用にネガティブな影響を与えていると筆者は考えている。

GPIF 執行部が「運用目標②：相対収益目標」の追求に専念すると何が起こるだろうか。[拙稿「GPIF のサステナブル投資はどこに向かうのか」\(2026 年 7 月 13 日、大和総研レポート\)](#)でも示した通り、「基本ポートフォリオに則した運用」を行うために、資産価格の変動により生じた基本ポートフォリオの資産構成からの乖離を即座に埋めようとし、頻繁にリバランスを行うことになる。さらに悪いことに、オルタナティブ投資や ESG 投資のような短期的には政策ベンチマークとは異なる値動きをするものを極力排除しようとするインセンティブが働くのである。オルタナティブ投資や ESG 投資などは、長期的に「運用目標①：絶対収益目標」に貢献することを目指すものであるが、基本ポートフォリオは、経営委員会が運用目標①を達成できるように策定したものである（仮に目標未達となっても経営委員会の責任）という整理の下では、執行部にとっては、複合ベンチマーク収益率の確保を危うくするノイズのように映ってしまっているのではないだろうか。

実際のところ「運用目標①：絶対収益目標」の達成は、短期的には資本市場（特に株式市場）の動きに大きく左右されることもあり、自らの行動次第で達成可能な「運用目標②：相対収益目標」に注力することは、この「ゲームのルール」の下での執行部の対応としては、最適行動と言える。「複合ベンチマーク収益率の確保」は、あくまで「確保」であり、「超過収益の獲得」ではないということも忘れてはいけない。すべての運用を政策ベンチマークと同じマネジャーベンチマークのパッシブ運用とし、リバランスのタイミングも複合ベンチマーク収益率の計測タイミングに合わせれば、相対リスク（トラッキングエラー）は限りなくゼロに近づき、複合ベンチマーク収益率を「確保」することも可能となる（図表 11）。

図表 11 GPIF の資産全体の推定トラッキングエラー



（注1）基本ポートフォリオをベンチマークとして、分散共分散法で、信頼水準は1σ、保有期間1年、観測期間は2年で算出しています。

（注2）各月の数値は、作成時点のリスク推定モデルを用いて算出した月中平均値です。

（注3）約定日ベースで算出しています。また、先物取引の想定元本等を加味しています。

（出所）GPIF「2024 年度業務概況書」、「2025 年度業務概況書」

このところの右肩上がりの相場では、リバランスの頻度を下げる方が、投資パフォーマンス

にはプラスに働くため、GPIF と 3 共済のパフォーマンスの格差は、単にリバランスの頻度の差であり、あくまで結果論であるという見方や、GPIF のような基本ポートフォリオの比率に厳密に合わせていく方がマニフェストに忠実であり、望ましい姿であるという考え方があるかもしれない。

しかし、結果論であるとしても、この傾向はここ 1、2 年の一時的なことではない。また、リバランスの頻度による運用パフォーマンスの違いは、超過収益率の要因分解においては、資産配分要因として計上されるが、GPIF と私学事業団の運用パフォーマンスの要因分解を見ると興味深い結果が示されている。確かに、両者では資産配分要因の違いも大きいが、近年はアクティブ運用の銘柄選択効果（ESG 投資の効果も含まれる）などが反映される個別資産要因でも違いが出てきている。GPIF は安定してゼロ近傍で推移しているが、私学事業団は多少のボラティリティはあるが、近年は大きくプラス寄与となっている¹¹。

トラッキングエラーの削減自体が目的化すると、前述の通り、オルタナティブ投資や ESG 投資のような短期的には政策ベンチマークとは異なる値動きをするものを極力排除しようというインセンティブが働き、将来の超過収益獲得の芽を摘んでしまうことにもなりかねない（図表 12）。

図表 12 GPIF と私学事業団の超過収益率の要因分解

< GPIF の超過収益率とその要因分解 >					< 私学事業団の超過収益率とその要因分解 >				
(年度)	超過収益率				(年度)	超過収益率			
		資産配分	個別資産	複合要因			資産配分	個別資産	複合要因
2020	0.32	0.15	0.20	-0.03	2020	-0.05	-0.42	0.46	-0.09
2021	-0.06	-0.05	-0.01	0.00	2021	-0.17	0.20	-0.24	-0.13
2022	-0.06	-0.06	0.00	0.00	2022	0.03	-0.04	0.08	-0.02
2023	0.04	-0.04	0.07	0.01	2023	0.88	1.00	-0.22	0.11
2024	0.09	0.05	0.03	0.01	2024	0.31	0.14	0.25	-0.08
2025	-0.18	-0.14	-0.06	0.02	2025	1.22	0.65	0.45	0.12

（出所）GPIF「2025 年度業務概況書」、私学事業団「業務概況書（厚生年金保険給付積立金）」より大和総研作成

Ph. D. や MBA など取得した非常に優秀な人材を大量採用し、精密機械のような精緻なリバランスを行い、長期の収益獲得や持続可能性向上に必要なリスクテイクをしない運用を国民や被保険者は望んでいるのであろうか。運用パフォーマンス面では全く問題がない ESG 投資をトラッキングエラーがやや高いことを理由に大幅に削減したのだとすれば、それを被保険者のみならず、投資先企業は支持するのであろうか。

¹¹ 本稿では詳述しないが、GPIF と私学事業団とは、政策ベンチマークの選択結果であるベンチマーク収益率の違いも大きい。運用パフォーマンス改善には、ベンチマークの選択や改善が重要である。

まとめ ～課題解決に向けて

「アベノミクス」における GPIF 改革から十数年が経過し、その功罪や課題などが明らかになってきた。特にガバナンス改革の結果、被保険者の利益以外の目的に年金積立金を利用しようという外部からの圧力に対する GPIF の防衛能力は高まったと言えるが、GPIF のガバナンスの仕組みを整備し、体制を強化した上で、運用力強化を目指すという当初の狙いからは、現状は大きく外れているように思われる。ガバナンス改革により、GPIF では「意思決定・監督」と「執行」の分離がなされたが、中期目標の変更なども相まって、思わぬ方向に GPIF の運用は独自の進化を遂げている。執行部にとって、勝ちやすい「ゲームのルール」の下で、「複合ベンチマーク収益率の確保」にまい進した結果、運用が硬直化・短期志向化し、肝心の年金財政への貢献という観点では大きな機会損失を生んでいる。

年金積立金を被保険者の利益以外の目的に活用することは明らかに法令違反であり、その防衛能力は維持した上で、GPIF の運用が抱える課題の解決に向けて、いくつか問題提起をしたい。

まずは、GPIF の中期目標の変更もしくは解釈の変更である。中期目標において、「長期的に積立金の実質的な運用利回り 1.7%を最低限のリスクで確保する」（運用目標①：絶対収益目標）と「複合ベンチマーク収益率の確保」（運用目標②：相対収益目標）が「重要度高」で同列に扱われていることについては、弊害が大きく、第 3 期中期目標の時のように、運用目標ではなく、あくまでリスク管理の方法という位置づけに変えるべきである。

その上で、より大きな課題としては、被保険者の利益以外の目的のために、年金積立金が利用されるのを防ぎながら、将来の年金財政の健全化により貢献できるような運用の仕組みにどう変えていくかということである。政府がオルタナティブ投資や伝統的資産のアクティブ投資への拡大を無理強いするのではなく、GPIF 自らが適切なリスクテイクを行う仕組みを整えることが大事である。無理強いした結果、運用がうまく行かなかった場合に誰が責任を取るのか、という問題に発展しかねない。

安倍政権時の「有識者会議」では、運用の柔軟性や機動性を高めるために「ベビーファンド」（一定の資金額を設定し、ある程度の独立性を持たせて柔軟な運用を行うもの）として特別に管理することも提言されていたが、実行されることはなかった。GPIF の運用の硬直化・短期志向化という課題を前に、今一度「ベビーファンド」の検討を進める価値はあるのではないか。

年金積立金の運用という同じ目的の下で、異なる目標を与えることについては、整理すべき点は少なくないと思われるが、例えば、政策ベンチマークをマネジャーベンチマークとするパッシブ運用のみで構成され、リバランスを機械的に実施するファンド（「基本ポートフォリオ」ファンド）と、基本ポートフォリオが内在するリスク量の中で、長期的なリターンを最大化を目指すファンド（「レファレンスポートフォリオ」ファンド）に分けることも考えられるのではないだろうか。

前者の「基本ポートフォリオ」ファンドについては、「基本ポートフォリオによるリスク・リターンの再現」、「スチュワードシップ活動による市場の持続可能性向上」、「低コストでの運

用」の実現を目指すものである。厳格なルールの下で行う運用であり、特定の資産への投資を増やさせようとしても完全に排除される仕組みである。

後者については、被保険者の利益以外の目的のために年金積立金が利用されることを防ぐために、運用成績が一定期間基本ポートフォリオを下回った場合には解任する仕組みが不可欠であり、運用成績に応じた報酬スキームも必要となろう。このリスク管理手法は、米国のカリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）、カナダ年金制度投資委員会（CPPIB）、シンガポールの政府系ファンド GIC など¹²でも採用されており、国内では、国立研究開発法人科学技術振興機構（JST）の「大学ファンド」でも参照ポートフォリオに基づくリスク管理が行われている。これから、「サナエノミクス」により国内資産の魅力が高まるのであれば、国内投資の増加も期待できる。

また、GPIF の「他事考慮の禁止」という傘の下では、運用のあり方について、外部からの規律や比較検証が働きにくい環境にある。その点では、「日本成長戦略」で「厚生年金に係る積立金の運用主体の状況の比較や定期的な検証を実施する」とされたことは大きい。他の運用主体との比較が行われ、その結果が組織や運用の改善につなげることが可能となる。

拙速な GPIF の運用見直しは避けるべきだが、巨額の運用益で公的年金の運用に対する被保険者の信頼が高まっている今こそ、長期的な視野に立ち、真に被保険者の利益に適う GPIF のガバナンスの在り方や運用方針等の議論を始めるタイミングだと考えている。

¹² 日本経済新聞 電子版「世界の年金が運用配分柔軟に 株・債券の関係変化、利益の上積み狙う」（2026 年 8 月 7 日）