

2026 年 9 月 25 日 全 4 頁

GPIF 資産配分見直しを巡る重要日程と注目点

議事次第の公表と 9 月末時点の GPIF のポジションに注目

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]

- 米 FOMC、日銀金融政策決定会合という重要イベントを終え、足元の為替市場は再び円安トレンドに回帰しつつあることもあり、市場の関心は再び GPIF の基本ポートフォリオ見直しに向かう可能性がある。
- 過去の傾向では、経営委員会の開催後 6 営業日程度で議事次第が公表されている。9 月中に経営委員会が開催された場合は、遅くとも 10 月上旬には、基本ポートフォリオの見直しに関する議論が行われたのか否かが議事次第により明らかになるだろう。
- 続いて、11 月 6 日に公表予定の「2026 年度 第 2 四半期運用状況」にも注目したい。9 月末時点で既に現行の基本ポートフォリオからポジションが明確に乖離しているのであれば、基本ポートフォリオの見直しを前提としたリバランスを進めている可能性がある。
- もし大幅に基本ポートフォリオを見直すのであれば、モデルポートフォリオの変更は必須である（ただし、基本ポートフォリオの小幅な変更でもモデルポートフォリオを変更する可能性もある）。
- GPIF の基本ポートフォリオ見直し、特に国内債券への配分増加に対する市場の期待は高い。しかし、GPIF の運用目標は「実質的な運用利回り」であり、賃金上昇により（名目）目標リターンは引き上がっている。単純に名目金利が上昇していることにより、日本国債への投資妙味が高まっているとは、いえないだろう。
- また、市場への影響を極力出さないようにポートフォリオを移行する GPIF と、逆にマーケットインパクトを出すことが目的の為替介入とは全く性質が異なるものである。仮に基本ポートフォリオが変更されたとしても、一般論として、需給インパクトは一過性のものであると考えておくべきであろう。

再び GPIF の基本ポートフォリオ見直しが市場で材料視される可能性

9 月後半の資本市場では、インフレ圧力の高まりなどを受け、日米中央銀行の金融政策の動向が注目されていたが、それらの重要イベントを通過し、多くの市場参加者は、次の材料探しを始めている。足元の為替市場では、再び円安トレンドに回帰しつつある中で、GPIF の基本ポートフォリオ見直しに関心が高まる可能性があるとみている。

7 月 10 日の閣議後会見で片山財務大臣が「GPIF をはじめとする年金基金により日本の金融資産にさらなる投資をしていただく方向で後押しをする方策を追求したい」¹と発言したことを受けて、市場では GPIF の基本ポートフォリオ見直しの可能性が意識された。そのような中、GPIF の経営委員会の議事次第が 8 月 31 日に公表された。経営委員会が 8 月 21 日に開催され、「基本ポートフォリオ検証等 PT における議論について」という議題が上程されていたことが明らかになり、為替市場などで材料視された。その後は特段の追加情報もなく、市場の関心は金融政策の動向などのファンダメンタルズに移っていった。

このテーマに関して、次の注目イベントは 9 月の経営委員会の議事次第の公表である。ちなみに経営委員会は原則毎月開催されており、2017 年 10 月に GPIF の経営委員会が発足して以降、夏季休暇シーズンの 8 月を除いて、月に 1 度も経営委員会が開催されなかったことはない。実際に 9 月に経営委員会が開催されたのか、これから開催されるのか、定かではないが、過去の傾向からは、経営委員会は月末近くに開催されることが比較的多く、開催された概ね 6 営業日後に議事次第は公表されている（図表 1、図表 2）。

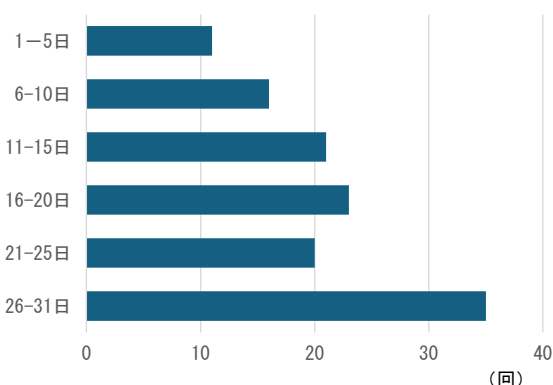
図表 1 経営委員会開催日から議事次第・議事概要公表までの日数

		公表までの日数		
		最短	平均	最長
資料 (議事次第)	歴日	8	9.0	11
	営業日	6	6.1	7
議事概要	歴日	74	113.8	150
	営業日	49	76.6	100

(注) 集計対象は、2026 年 9 月 24 日時点で GPIF のウェブサイトの「NEWS」(新着情報)欄に掲載されている第 106 回から第 126 回の経営委員会の資料公表日、第 103 回から第 122 回の経営委員会の議事概要公表日

(出所) GPIF ウェブサイトより大和総研作成

図表 2 過去の経営委員会の開催日の分布



(注) 集計対象は、第 1 回から第 126 回の経営委員会 (出所) GPIF ウェブサイトより大和総研作成

したがって、遅くとも 10 月上旬までには、議事次第が明らかになり、基本ポートフォリオの見直しの議論の進捗が明らかになる可能性が高い。もし議決事項として、基本ポートフォリオの検証や見直しの議題が上程されていたのであれば、基本ポートフォリオの変更に向けて、大

¹ 財務省ウェブサイト「[片山財務大臣兼内閣府特命担当大臣閣議後記者会見の概要\(令和 8 年 7 月 10 日\(金曜日\)\)](#)」(2026 年 9 月 25 日アクセス)

きく前進していることを意味する。ちなみに、議事概要については、3 ヶ月程度経った後に公表されるケースが多い。そもそも基本ポートフォリオの見直しなど市場への影響が大きな議論に関しては、当面公表が見送られ、実際に基本ポートフォリオが変更された後に公表されることが一般的である。

その次のチェックポイントは、11月6日に予定されている「2026年度 第2四半期運用状況」の公表である。9月末時点の GPIF のポートフォリオ（各資産クラスのウエイト）が、年金特別会計で管理する積立金を除いたベースで、各 25%から明確に乖離している状況であれば、基本ポートフォリオの変更は事実上確定したと捉えるべきであろう。現在の GPIF の運用は、基本ポートフォリオのウエイトからの乖離をどれだけ抑えるかに力を注いでおり、執行部の判断で能動的に基本ポートフォリオからの乖離リスクを取るとは考えにくいからである。

モデルポートフォリオと基本ポートフォリオの関係

GPIF の経営委員会は、基本ポートフォリオの変更を議決²することができるが、GPIF と同様に厚生年金の積立金を運用している 3 つの共済年金（国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団）と共同で定めているモデルポートフォリオの中心値範囲内に、基本ポートフォリオの中心値を定める必要がある。つまり、現行のモデルポートフォリオの中心値範囲を超えて、大幅に基本ポートフォリオを見直すのであれば、モデルポートフォリオの変更が前提となり、それは 3 つの共済年金との調整が必要となる。例えば、国内債券のウエイトを 30%まで引き上げることにについては、GPIF 単独で決めることができるが、35%まで引き上げるのであれば、3 つの共済の合意を経て、モデルポートフォリオを変更する必要がある。

図表 3 現行のモデルポートフォリオと GPIF の基本ポートフォリオ

■ モデルポートフォリオ

資産	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
ウエイト	25%	25%	25%	25%
中心値範囲	上記±6%	上記±5%	上記±6%	上記±6%



■ GPIFの基本ポートフォリオ

資産	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
ウエイト	25%	25%	25%	25%
乖離許容幅（各資産）	±6%	±5%	±6%	±6%
乖離許容幅（債券・株式）	±9%		±9%	

（出所）GPIF のウェブサイトより大和総研作成

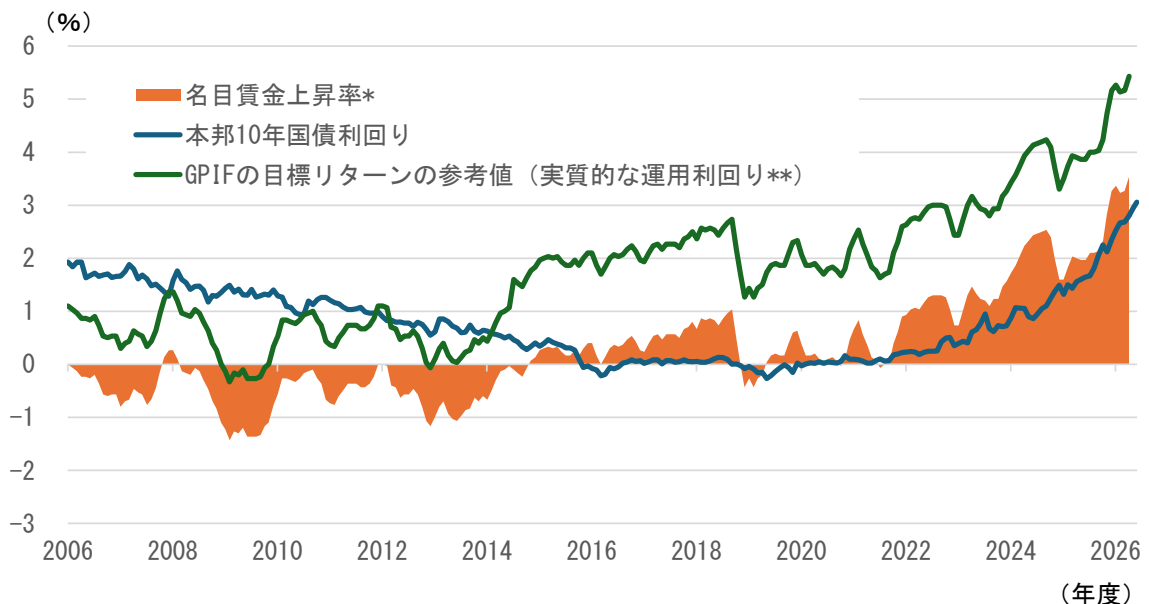
² 基本ポートフォリオは、GPIF の中期計画に含まれているため、基本ポートフォリオを変更するには経営委員会の議決の後に、厚生労働大臣から中期計画の変更の認可を得ることが必要となる。

金利上昇が直ちに国内債券のウェイト引き上げを意味しないことも

このところのGPIFの基本ポートフォリオ見直しに対する期待の高まりは、前述の片山財務大臣の発言が発端であったことに加えて、足元の金利上昇もあり、国内資産、特に国内債券のウェイト引き上げを期待する声が多い。確かに名目金利は大きく上昇しており、例えば10年国債利回りは3%を超える水準で推移する場面が増えている。しかし、GPIFの運用目標は、名目リターンではなく、「実質的な運用利回り」であり、2025年4月にスタートした現行の[中期計画](#)では「実質的な運用利回り（年金積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）1.9%を最低限のリスクで確保すること」とされている。足元では、名目金利と共に名目賃金も上昇しており、GPIFの運用目標の下では、必ずしも日本国債への投資が、相対的に投資妙味を増しているわけではない点には留意すべきであろう。

冒頭で述べた通り、今後市場参加者のGPIFの基本ポートフォリオの見直しに対する関心が高まる可能性がある。仮に基本ポートフォリオの見直しが行われたとしても、市場への影響を極力抑えるかたちで新しいポートフォリオへの移行を目指すGPIFと、マーケットインパクトを与えて、為替相場のトレンドを変えること自体が目的の為替介入とでは、仮に同じ額の国債を購入したとしても、そのインパクトは異なると考えるべきであろう。そもそも、一般論として、需給インパクトは一過性のものであると考えておくべきだろう。

図表4 「GPIFの目標リターンの参考値」と10年国債利回りの推移



(注1) 名目賃金上昇率*は、所定内給与（事業所規模5人以上、調査産業計）の前年比の3ヵ月移動平均

(注2) 実質的な運用利回り**については、2006/4-2014/9 は名目賃金上昇率*+1.1%、2014/10-2025/3 は名目賃金上昇率*+1.7%、2025/4以降は名目賃金上昇率*+1.9%で概算

(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、Bloombergより大和総研作成