2026 年 11 月 10 日　全 5 頁

GPIF の運用状況と韓国国民年金からの学び

試される国民の金融リテラシーと過度な自国偏重の危険性

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]

- 2026 年 7-9 月期の GPIF は、金利上昇と円高進行により運用収益率がマイナス 1.65%、運用損失が 5.2 兆円となった。一方、9 月末の資産構成は各 4 資産ともに、基本ポートフォリオの中心値である各 25%近傍に収まっている。Bloomberg 社の取材に対する GPIF 広報の回答なども併せて考えれば、目先の基本ポートフォリオ見直しの可能性は後退したといえよう。

- 一方、2026 年度上期の GPIF の収益率は、3 共済（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）を下回る状況が続いている。2020 年度に始まった第 4 期中期目標期間以降の運用スタイルの変化が、3 共済に運用パフォーマンスが劣後する主因だと考えている。

- 足元で AI や半導体関連株を中心に世界の株式市場は大幅に調整している。もしこの状況が続くのであれば、GPIF が大幅なマイナス収益を計上する可能性がある。ただし、価格変動がある金融資産に投資している以上、時には評価損失を計上することは避けられない。運用資産が 300 兆円を超える現在では、評価損失額も大きく膨らむ可能性があるが、金額規模よりも収益率を冷静に受け止めることが重要である。

- 韓国の国民年金を運用する NPS では、国内株式の上昇を背景にリバランスを一時猶予し、国内株式の目標比率も 14.9%から 20.8%へ引き上げた後に相場が急落したことから、その責任を追及する声が上がっている。今回の NPS の事例は、自国市場での存在感が大き過ぎるとリバランスが難しくなり、被保険者の利益を優先した運用に支障が生じる可能性があることを示している。日本においても学ぶべきことは少なくない。

株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウ ノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から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、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

2026 年 9 月末時点の GPIF の運用資産構成

2026 年 11 月 6 日に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）から「2026 年度第 2 四半期運用状況（速報）」[1]が公表された。2026 年 7-9 月期については、金利上昇や円高進行により、運用収益率は▲1.65%（5.2 兆円の運用損失）となった。運用損失の計上は、2025 年 1-3 月期以来、6 四半期ぶりのことである。

2026 年 9 月末時点の運用資産の構成は、年金特別会計で管理する積立金を除いたベースで、国内債券 25.23%、外国債券 24.46%、国内株式 25.22%、外国株式 25.09%と基本ポートフォリオの中心値である各資産の構成比 25%近傍の水準となっている（図表 1）。この程度の基本ポートフォリオからの乖離は誤差の範囲であり、過去の水準とも大差ない（図表 2）。

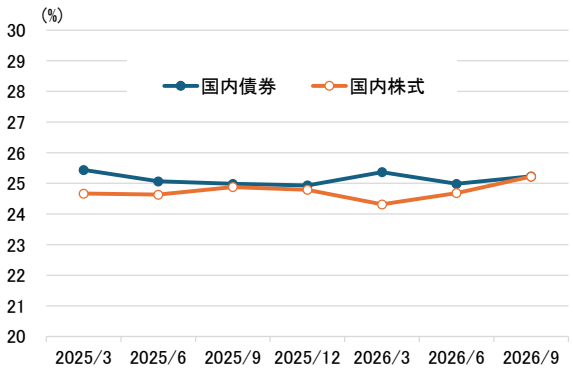
2026 年 7 月 10 日の閣議後会見で片山財務大臣が「GPIF をはじめとする年金基金により日本の金融資産にさらなる投資をしていただく方向で後押しをする方策を追求したい」[2]と発言したことを受けて、市場では GPIF の基本ポートフォリオ見直しの可能性が意識されてきたが、9 月末時点では、運用資産の構成に変化の兆しはないことが確認された。基本ポートフォリオの見直しなどの重要な意思決定を担う GPIF の経営委員会では、第 126 回経営委員会（8 月 21 日開催）で「基本ポートフォリオ検証等ＰＴにおける議論について」という議題が上程されて以降、第 127 回（9 月 28 日開催）、第 128 回（10 月 23 日開催）の経営委員会の議事次第からは、基本ポートフォリオに関する議論が行われていることは確認できない。

図表 1 GPIF 運用資産の構成（2026 年 9 月末）

	運用資産額（億円）		構成割合（%）	
		特会除く		特会除く
国内債券	847,132	793,132	26.49	25.23
外国債券	769,007	769,007	24.05	24.46
国内株式	792,902	792,902	24.80	25.22
外国株式	788,761	788,761	24.67	25.09
合計	3,197,802	3,143,802	100.00	100.00
年金特別会計	54,000			

（注）「特会を除く」は、国内債券に含まれる年金特別会計で管理される積立金を除いて計算
（出所）GPIF 資料より大和総研作成

図表 2 GPIF の国内債券・国内株式比率の推移



（注）年金特別会計で管理される積立金を除いて計算
（出所）GPIF 資料より大和総研作成

2026 年 10 月 6 日付の Bloomberg の記事[3]では、「GPIF の広報担当者は、基本ポートフォリオはプロジェクトチームで専門的見地から毎年度、適時適切に検証しており、8 月会合では『検

[1] GPIF ウェブサイト「2026 年度第 2 四半期運用状況（速報）」（2026 年 11 月 8 日アクセス）
[2] 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 11 月 8 日アクセス）
[3] Bloomberg「GPIF、9 月会合でポートフォリオ検証の議題なし－見直し観測後退（4）」（2026 年 10 月 6 日）

証結果を報告した』と説明。その上で『現在の運用環境は基本ポートフォリオが想定しているものから大きく乖離していない』と電子メールでコメントした。引き続き検証を行い、必要があれば見直しを検討することもあるとしている。」と報じている。これらを併せて考えれば、GPIF の基本ポートフォリオについては、少なくとも短期的には見直しの可能性は大きく後退したと考えるべきであろう。

他の公的年金との運用パフォーマンス比較では GPIF の苦戦続く

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厚生年金の運用を行う公的年金の 2020 年度以降の累積収益率は図表 3 の通りである。GPIF は、2026 年 7-9 月期については、国家公務員共済組合連合会（KKR）に次ぐ運用収益率となったものの、2026 年度上期（4-9 月期）では、3 共済（図表 3 参照）を下回る状況が続いている。

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 4-9 月期は 18.8 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。

既に拙稿「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）や「GPIF ガバナンス改革の功罪と課題解決の道」（2026 年 8 月 13 日、大和総研レポート）で指摘している通り、2020 年度からスタートした第 4 期中期目標期間から GPIF の運用哲学や運用スタイルは大きく変化しており、その変化が GPIF の運用が低迷している主因であると筆者は考えている。

図表 3 GPIF の第 4 期中期目標期間以降の 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*	6.42	4	7.89	1	6.73	3	7.52	2
累積収益率	105.05	4	117.25	2	106.42	3	118.56	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 4-9 月期のみ）の収益率のランキング

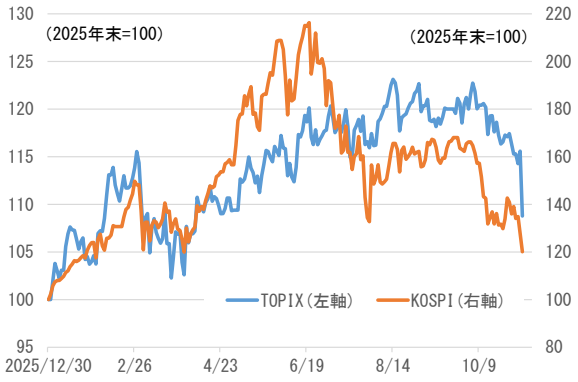
（出所）各年金基金の公表資料に基づき大和総研作成

久々の株価調整で問われる金融リテラシー

AI・半導体関連株が牽引してきた世界の株式市場は、不安定な相場が続いている。特に 11 月 3 日に実施された米国の中間選挙において、データセンターの建設を含めて AI 規制の強化に前向きな民主党が上下両院で多数派となることが確定したことで、AI・半導体関連株を中心に下げ幅を拡大する場面があった。半導体セクターのウエイトが高い韓国の KOSPI 指数は、これまでの上昇幅が大きい分だけ、調整も大きなものとなっており、いわゆる「山高ければ谷深し」という格言通りの様相となっている（図表 4）。

この状況が続けば、GPIF の運用収益は久しぶりに大幅なマイナスとなる可能性もあるが、価格変動のある金融資産に投資している以上、一時的に評価損失（期間損失）を計上することは、避けては通れない。過去に GPIF も大きな評価損失を計上し、マスメディア等から批判されたこともあったが、そこで運用をやめたり、運用方針を変えたりしていれば、年金積立金をここまで増やすことはできなかった。従来から GPIF の運用状況に関する報道では、収益金額の大きさがヘッドラインを飾ることが多いが、運用資産が 300 兆円を超える現在では、コロナ禍にあった 2019 年度第 4 四半期並みの▲10%の収益率は、四半期で 30 兆円超という巨額の評価損失を計上することを意味する。金額の大きさに惑わされることなく、冷静に収益率で捉えられるか、国民の金融リテラシーが問われることになろう。市場変動による期間損失と、前節で指摘したような GPIF の運用方針という能動的要因による収益低迷は、分けて考えるべきである。

図表 4 TOPIX と韓国 KOSPI の推移



（出所）Bloomberg より大和総研作成

図表 5 GPIF 四半期マイナス収益率・収益額

年度	四半期	運用収益率（%）	運用収益額（億円）
2019	第4四半期	-10.71	-177,071
2018	第3四半期	-9.06	-148,038
2015	第2四半期	-5.59	-78,899
2008	第3四半期	-4.68	-56,601
2016	第1四半期	-3.88	-52,342
2024	第2四半期	-3.57	-91,277
2015	第4四半期	-3.52	-47,990
2017	第4四半期	-3.49	-55,408
2024	第4四半期	-3.41	-88,152
2008	第2四半期	-3.37	-41,577

（注）2008 年度以降でマイナス収益率が大きい順
（出所）GPIF 資料より大和総研作成

韓国 NPS の窮状から日本が学ぶべきこと

AI・半導体関連株の大幅上昇により、韓国国民年金公団（National Pension Service：NPS）のポートフォリオ内の国内株式（韓国株式）比率が高まる中、2026 年 1 月 26 日に国民年金基金運用委員会（委員長：保健福祉部長官）は、国内株式の目標比率を 14.4%から 14.9%に引き上げるとともに、国内株式のリバランスを一時的に猶予することを決定した。同委員会は、基金規模の拡大によってリバランスが市場に与える影響が大きくなったことに加え、市場の変動

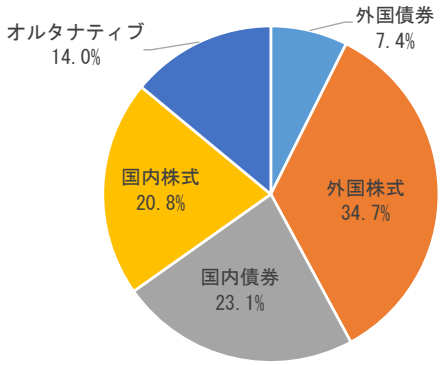
が大きい中でリバランスが続くと市場に過度な影響を与える恐れがあると説明している[4]。国内株式の比率が目標を大きく上回る中、同委員会は 5 月 28 日、2026 年の国内株式の目標比率を 14.9%から 20.8%に引き上げている[5]（図表 6）。

国内株式のリバランスを一時的に猶予し、国内株式の目標比率の引き上げ後に相場が急落したことで、NPS の運用損失が拡大したとし、韓国の野党「国民の力」は、政府や与党の責任を追及している。なお、韓国の大手金融情報会社である FnGuide が 10 月 18 日に明らかにした推計では、韓国 NPS が 5%以上保有する上場 287 社の評価額は、6 月末から 10 月 15 日までに約 182 兆ウォン（約 21.5 兆円[6]）減少したと報じられている[7]。

韓国 NPS と GPIF には類似点も多い。韓国 NPS の運用資産は 2026 年 8 月末時点で 1,684 兆ウォン[8]（約 198 兆円、換算レートは脚注 6 と同じ）と GPIF 同様に世界有数規模の年金基金であり、両国内の株式市場における存在感は極めて大きい（図表 7）。そのため、韓国では国内株式市場への需給インパクトを抑制するために、ポートフォリオ運用の基本動作ともいえるリバランスを一時猶予したことにより、損失拡大につながったと指摘されているのである。

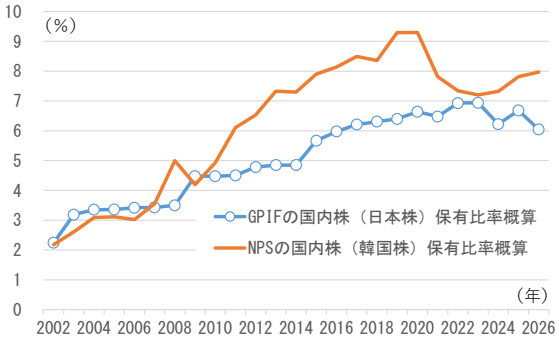
自国資産に対する年金基金の投資は、為替リスクがないことに加えて、自国の成長支援にもつながるという大きなメリットがある一方で、自国市場における存在感が大き過ぎるとリバランスの障害となる。まさに「池の中のクジラ」状態となると、「被保険者の利益」のための運用を追求することが難しくなる可能性があることを、韓国 NPS の今回の事例が示しており、このことから日本が学べることは少なくない。

図表 6 韓国 NPS の 2026 年目標ポートフォリオ



（注）2026 年 11 月 9 日現在
（出所）NPS より大和総研作成

図表 7 GPIF と NPS の国内株式保有比率（概算）



（注）GPIF（NPS）の国内株式投資額を TOPIX（KOSPI）構成銘柄の発行済株式時価総額合計で除して計算
（出所）各種資料より大和総研作成

[4] ChosunBiz English “Korea pension fund lifts domestic equity target, pauses automatic rebalancing”（2026 年 1 月 26 日）
[5] 保健福祉部報道資料「제 5 차 국민연금기금운용위원회 개최（第 5 回国民年金基金運用委員会 開催）」（2026 年 5 月 28 日、韓国語の資料タイトルは大和総研による仮訳）
[6] 1 ウォン 0.1177 円（10 月 15 日時点の為替レート）で大和総研にて日本円に換算
[7] 朝鮮日報 日本語版「韓国の国民年金、第 3 四半期 182 兆ウォン損失…半導体株急落響く」（2026 年 10 月 19 日）
[8] NPS のウェブサイト：https://fund.nps.or.kr/oprtprcn/ivsmprcn/getOHED0016M0.do?menuId=MN24001514