

2025 年 10 月 16 日 全 6 頁

GPIF の ESG 指数投資削減に求められる説明責任

投資先企業の信任を失えば「市場の持続可能性向上」は実現不可能

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]

- GPIF は 2024 年度業務概況書等で、ESG 指数投資額の最適化に向けた取組を進めており、2025 年 3 月末時点で国内株式の 15.9% を占める ESG 指数投資の割合を同年 5 月末までに約 13% まで低下させたことを明らかにしている。これは、僅か 2 ヶ月間で、ESG 株式指数に連動する運用を約 9.8 兆円から約 8.4 兆円¹に 1.8 兆円程度削減した可能性があることを意味する。
- なぜ、短期間で ESG 指数投資を大幅に削減したのかについては、業務概況書のコラム「ESG 指数投資額の最適化に向けた取組」で解説をしているが、そこからはその真意を読み解くことは難しい。
- ESG 指数投資は、企業の ESG 対応強化のインセンティブとなり、企業の行動変容を促すことで市場の持続可能性を高めるというベータ・アクティビズムの観点でも、市場平均収益率の確保という観点でも、ESG 指数投資を始めた当初からの期待を大きく損なっているように見えない。
- GPIF の運用資金は、被保険者に対する高い説明責任を負っていることは言うまでもないことであるが、殊、ESG 指数投資においては、企業に ESG に関する取組の強化を促し、市場全体の持続可能性を高めるということも目的にしている。
- GPIF による ESG 投資への強いコミットメントが、日本企業の ESG 投資のスタンスを変えてきたことを考えれば、GPIF のスタンスの変化は、日本のサステナブルファイナンスの行方に大きな影響を及ぼす可能性がある。現在行われている ESG 指数・ESG ファンドの選定とその後の GPIF のメッセージには注目したい。

¹ 2025 年 5 月末時点の GPIF の国内株 ESG 指数投資額 8.4 兆円 ÷ (2025 年 3 月末時点の GPIF の国内株投資額 61.6 兆円) × (TOPIX の 2025 年 3 月末から同年 5 月末の騰落率 1.05) × (同年 5 月末時点の国内株式に占める ESG 指数投資の割合 13%)

GPIF がコラムで示した ESG 指数投資削減の理由

GPIF は、2024 年度業務概況書のコラム²「ESG 指数投資額の最適化に向けた取組」（図表 1）（以下、コラム）で、ESG 指数投資額の最適化に向けた取組を進めていることを明らかにしている。この取組は、2025 年 3 月末時点で国内株式の 15.9%を占める ESG 指数投資の割合を同年 5 月末までに約 13%まで低下させ、ESG 株式指数に連動する運用を約 9.8 兆円から約 8.4 兆円に、僅か 2 ヶ月間で 1.8 兆円程度削減した可能性があることを意味している。

図表 1 （コラム）E S G 指数投資額の最適化に向けた取組

GPIF の ESG 指数投資については、これまで、GPIF が同指数を通じて保有する各銘柄の持分に影響を与えないことを念頭に置き、ESG 指数投資をリバランスの対象外としてきました。しかしながら、株価の上昇が続いてきた中で ESG 指数投資以外をリバランスの対象としたことで、国内株式・外国株式ポートフォリオに占める ESG 指数投資残高の構成割合が高まり（図 1）、各資産内における相対的な規模も他の投資と比べて大きくなっています（図 2）。このため、基本ポートフォリオに即した管理運用を将来的にも円滑に行っていく観点から、国内株式及び外国株式の ESG 指数投資をリバランスの対象としました。

あわせて、市場環境等を勘案しつつ ESG 指数投資額の最適化を図ることとし、各 ESG 指数への配分額を見直しました。現在採用している ESG 指数は ESG 評価の優れた企業のみを選ぶ「ベストインクラス型」と、ESG 評価の優れた企業の構成比率を上げつつ、全ての親指数構成企業を ESG 指数に含める「ティルト型」に大別されますが、多くの場合「ベストインクラス型」は「ティルト型」よりも企業への働きかけ効果が期待される一方、政策ベンチマーク（基本ポートフォリオに用いるベンチマーク指数）からの乖離リスクが大きい傾向にあります。このような「ベストインクラス型」や「ティルト型」の特性を考慮し、各指数への配分バランスを見直すことで、全体の残高の最適化を進めました。

上記に基づいた各指数の配分バランスと全体の残高の見直しを実施する中で、国内株式に占める ESG 指数投資の割合は 2025 年 5 月末時点で概ね 13%まで低下しています。

図 1 ESG 指数投資残高の構成割合

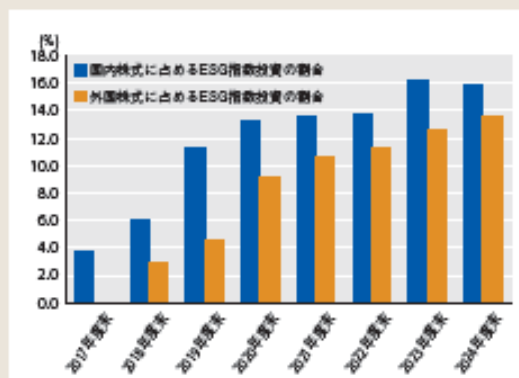
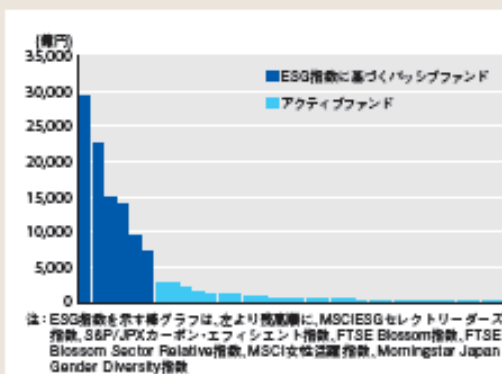


図 2 国内株式のファンド残高比較 (2025 年 3 月末時点)



（出所）GPIF「2024 年度 業務概況書」（P. 85、2025 年 7 月）

「基本ポートフォリオに即した運用を行うため」に削減？

コラムでは、「基本ポートフォリオに即した管理運用を将来的にも円滑に行っていく観点から、国内株式及び外国株式の ESG 指数投資をリバランスの対象としました」としている。確か

² GPIF 2024 年度サステナビリティ投資報告「ESG 指数投資額の最適化と今後の展望」（P. 25-26）でも、ほぼ同内容の記載がある。

に、株式の方が債券よりも収益率が高い状況下では、基本ポートフォリオのウエイト（国内株式 25%、国内債券 25%、外国株式 25%、外国株式 25%）からは、株式がオーバーウエイトになりやすく、基本ポートフォリオに近づけるために、株式を売って、債券を買うという売買行動が多くなりがちである。その場合、売却対象から ESG 指数投資を除外したままでは、ESG 指数投資のウエイトが徐々に高まっていくことは事実であり、意図せざる ESG 指数投資のウエイト拡大を回避するという点において、ESG 指数投資についてもリバランスの対象に含めることの合理性はある。

しかし、現状において、ESG 指数投資のウエイトが高すぎるものが障害となって、リバランスが円滑に行えない状況に陥っているとは考えにくい。4 つのアセットクラスの価格変動に伴うリバランスの際には、機動性や流動性の観点から、株価指数先物がある TOPIX パッシブファンドを中心に売買が行われることが想定されるが、TOPIX パッシブファンドが国内株に占める割合は 2025 年 3 月末時点で約 71.5%、金額にして約 44 兆円もある。仮に一気に国内株のウエイトを 2%pt 引き下げようとした場合、約 5 兆円の国内株式の売却が必要となるが、現在の TOPIX パッシブファンドの売りで十分に賄える規模である。むしろ、リバランスの際に制約となるのは、株式市場や株価指数先物市場の流動性であり、ESG 指数投資が多すぎることや TOPIX パッシブが少なすぎることはないだろう。「基本ポートフォリオに即した運用を行うため」に、僅か 2 ヶ月間で約 1.8 兆円もの ESG 指数投資を削減する理由としては、納得感がない。

また、「国内株式ファンド残高比較」で各 ESG 指数パッシブファンドの残高と個々のアクティブファンドの残高の比較をグラフで示しているが、本来はリスク量で評価すべきものであり、低トラッキングエラーのパッシブファンドと高トラッキングエラーのアクティブファンドの残高を比較してもファンドのリスク管理の観点では特に重要な意味を持たない。

「ベストインクラス型」や「ティルト型」の特性を考慮して最適化？

また、コラムでは、ESG 指数は、ESG 評価の優れた企業のみを選ぶ「ベストインクラス型」と、ESG 評価の優れた企業の構成比率を上げつつ、全ての親指数構成企業を ESG 指数に含める「ティルト型」に大別されることを説明し、それぞれのメリット・デメリットを改めて示した上で、各指数への配分バランスを見直すことで、全体の残高の最適化を進めたとしている。しかし、その「ベストインクラス型」と「ティルト型」の相反する特徴については、GPIF は従前から同様の説明をしており、今般なぜ見直しにつながったのかはコラムから読み解くことはできない。そもそも、最適化は、問題意識と目的（目的関数）があって、初めて実行可能なものであるが、「企業への働きかけ効果」と「政策ベンチマークからの乖離リスク」という全く次元の異なる 2 つのものをどう評価したのかについての説明はない。

ESG 指数投資による企業への働きかけの効果については、2023-2024 年度に GPIF において実施された効果測定プロジェクトの内の一つの分析テーマであった。今年 3 月末に GPIF が公表した「サステナビリティ投資に関する取組みについて」において「GPIF は、2024 年度末までに、

統計的因果推論の手法により、ESG 指数への採用を意識した企業行動の変化が ESG パフォーマンスや企業価値の向上をもたらしたのかという点について、多様な指標を用いた検証（ESG 指数投資の効果検証）を実施しました。投資開始から 7 年を経過した国内株式 ESG 指数投資について、その検証結果を見ると、ESG 指数への初めての組入タイミングの前後で『ESG 指数組入銘柄』と『非組入銘柄』の間で、ESG 評価のみならず、企業価値指標に差が生まれたことが示唆されるなど、ESG 指数投資の効果が確認されました」と公表している。4 つの効果検証プロジェクトの中で、このプロジェクトのみ最終結果が公表されていないことも謎であるが、GPIF は、ESG 指数投資がポジティブな影響を示したと結論づけているなかで、何を目的に見直しを行ったのか、明らかではない。

ESG 指数投資のパフォーマンスが冴えないからなのか？

2025 年 3 月に定められた「サステナビリティ投資方針」では、ESG 指数投資を含むサステナビリティ投資については、『サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性の向上』と『市場平均収益率の確保』の両立を図ることで、GPIF のポートフォリオ全体の長期的なパフォーマンス向上に貢献することを目指します。」と示している。したがって、もし ESG 指数投資が市場平均収益率を確保できていないのであれば、見直しの対象となることは当然である。

しかし、運用開始来の国内株式 ESG 指数のパフォーマンスを見る限り、「市場平均収益率の確保」が出来ていないようには、開示されているデータからは見えない（図表 2）。

図表 2 国内株式 ESG 指数のパフォーマンス

	運用開始日	収益率(%) 当該指数	超過収益率(%)	
			親指数	TOPIX
① FTSE Blossom	2017年6月	10.89	1.25	1.42
② MSCI ESG セレクトリーダーズ*	2017年6月	10.43	0.78	0.96
③ MSCI WIN	2017年6月	9.72	0.03	0.25
④ S&P/JPX Carbon	2018年9月	9.25	-0.04	-0.04
⑤ FTSE Blossom SR	2022年3月	16.86	1.00	0.63
⑥ Morningstar GenDi	2023年3月	21.17	0.75	0.91

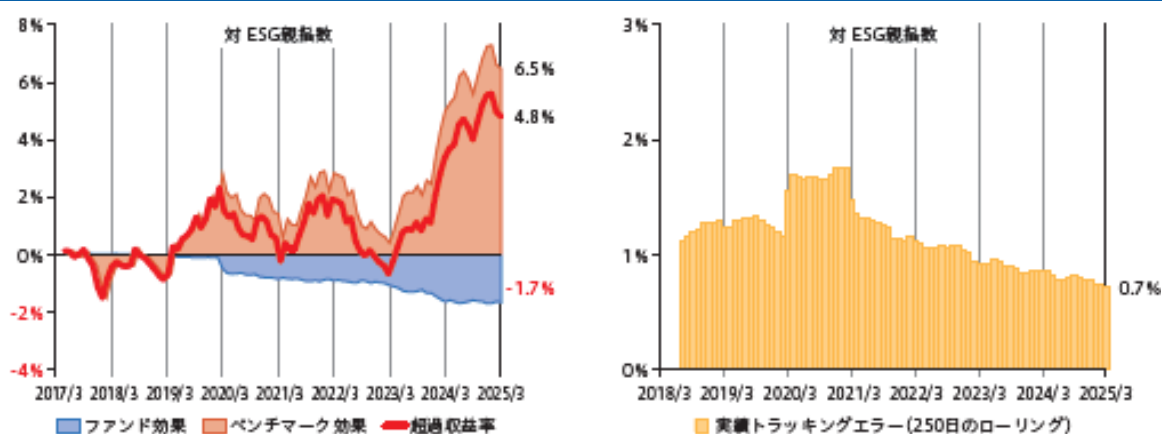
（注1）収益率はいずれも配当込みの収益率 （注2）親指数は下記の通り

- ① FTSE JAPAN ALL CAP (2020 年 12 月まで FTSE JAPAN)
 ② MSCI 日本株 IMI ③ MSCI JAPAN IMI TOP700 (2019 年 11 月まで MSCI JAPAN IMI TOP500)
 ④ TOPIX ⑤ FTSE JAPAN ALL CAP ⑥ Morningstar Japan (除く REIT)
 （注3）*は、2024 年 2 月 7 日までは MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数、それ以降は MSCI 日本株 ESG セレクト・リーダーズ指数
 （出所）GPIF「2024 年度 サステナビリティ投資報告」（P. 44、2025 年 8 月）より大和総研作成

超過収益の獲得を目指すアクティブファンドでも市場ベンチマーク（TOPIX）を上回るパフォーマンスを残すことが困難な状況下において、国内株の ESG 指数は 6 本中 5 本で TOPIX 及び親指数をアウトパフォームしている。残りの 1 つの ESG 指数についても、ほぼ TOPIX 並みのパフォーマンスである。

ESG 指数投資をまとめて、一つのポートフォリオとしてみたときのパフォーマンスについても GPIF はベンチマーク効果とファンド効果に分解するかたちで開示している（図表 3）。アクティブファンドの場合は、ファンドの銘柄選択能力などを評価する上では、ファンド効果に注目することが多いが、ESG 指数投資では、ESG 評価による銘柄選択能力などは ESG 指数と TOPIX との乖離というかたちで示されるために、ESG 指数を評価する上ではベンチマーク効果がより重要であり、その観点でも比較的良好なパフォーマンスを残している。また、実績トラッキングエラーについても徐々に低下しており、政策ベンチマークである TOPIX からの乖離リスクは抑制されている。これらは、あくまで過去の実績であり、将来を見据えて投資を見直すことは全く否定されるものではないが、そのことについての説明はない。

図表 3 国内株式 ESG パッシブファンドのパフォーマンスと実績トラッキングエラー



(注 1) 親指数のリターンについては、各親指数の日次リターンを各 ESG パッシブファンドの純資産総額にて加重平均したリターンを使用

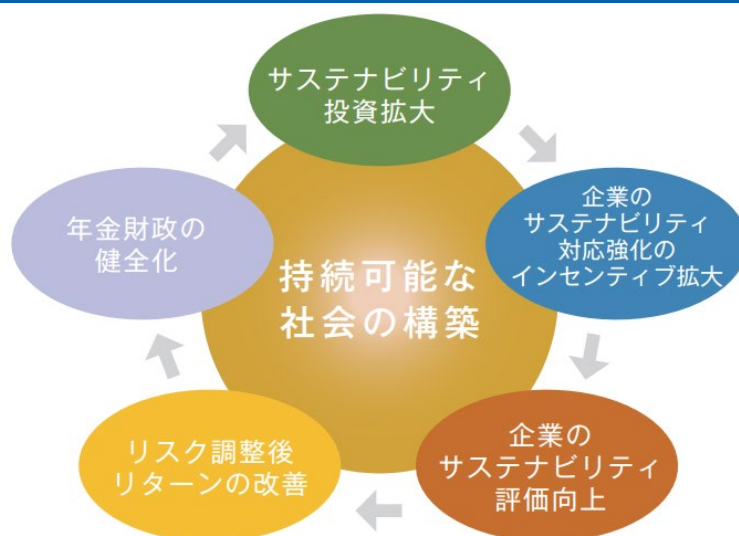
(注 2) 「ベンチマーク効果」については、ESG 指数と ESG 親指数のリターンの差、「ファンド効果」については、ESG パッシブファンドと ESG 指数のリターンの差で定義

(出所) GPIF「2024 年度 サステナビリティ投資報告」(P. 44、2025 年 8 月)

「市場の持続可能性向上」を実現するためには、説明責任を尽くす必要

GPIF は、サステナビリティ投資（ESG 指数投資）を拡大することで、企業のサステナビリティ対応強化のインセンティブを高め、企業のサステナビリティ評価向上を促してきた。GPIF の ESG 指数への組入れを意識して、企業がサステナビリティを重視した企業経営を行うようになることが、市場の持続可能性を高め、GPIF のポートフォリオ全体のリスク調整後のリターンの改善につながるという考え方である（図表 4）。

図表 4 サステナビリティ投資で期待される好循環



(出所) GPIF「2024 年度 業務概況書」(P. 81、2025 年 7 月)

GPIF のサステナビリティ投資 (ESG 指数投資) に対する強いコミットメントが、企業のサステナビリティ向上に向けた取組を後押ししてきたが、そのコミットメントが揺らぐのであれば、これまでの好循環が逆回転しかねない。それは、日本のサステナブルファイナンスの行方にも大きな影響を及ぼす可能性がある。そのコミットメントが揺らいでいないのであれば、GPIF は投資先企業の理解を得られるように丁寧に説明を尽くすことに加えて、投資態度でも示すことが必要であろう。現在行われている ESG 指数・ESG ファンドの選定³がそのきっかけとなるのか、注目したい。

³ GPIF 国内及び外国株式 ESG 指数・ESG ファンドの募集について (<https://www.gpif.go.jp/esg-stw/esginvestments/esg/esg-indexes-and-funds.html>)