

2026 年 7 月 13 日 全 12 頁

GPIF のサステナブル投資はどこに向かうのか

ESG 投資の大幅削減の裏側には GPIF が抱える根本的な課題あり

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 の 2025 年度の運用収益額は 41.4 兆円と、2023 年度に次ぐ歴代 2 番目の大きさとなった。基本ポートフォリオに近づけるためのリバランス等に伴い、国内株式から 10 兆 6932 億円、外国株式から 4 兆 2013 億円を回収し、国内債券などに大きく資金を配分した。国内株式からの回収額は、GPIF だけでプライム市場上場企業全体の株式取得（自己株取得）に相当する規模である。
- 国内株式の回収元を推計すると、ESG 指数パッシブファンドから 5 兆円近くが回収され、特に MSCI 日本株 ESG セレクト・リーダーズ指数など、トラッキングエラーが相対的に大きい「選別型」の指数への投資が大幅に削減されたと推計される。
- GPIF は「ESG 指数投資額の最適化」と説明しているが、何を目的に配分や残高を見直し、何を以て適正と判断しているのかは明らかになっていない。市場への影響や投資先企業へのメッセージを含め、より丁寧な説明が求められる。
- 筆者は、ESG 指数投資の大幅削減の背景には、相対リスク（トラッキングエラー）を過度に重視する運用管理上の問題があるとみている。基本ポートフォリオや政策ベンチマークからの乖離を極力抑える姿勢は、ESG 投資やオルタナティブ投資のような長期的なリスク・リターン改善を狙う投資とは相性が悪く相容れない。
- GPIF のサステナビリティ投資の大幅削減は、企業の行動変容を促し、市場全体の持続可能性を高めるという好循環を逆回転させかねない。GPIF は「ESG 指数投資額の最適化」の意味と目的を明確に示し、長期的な年金財政の安定に資するサステナビリティ投資のあり方を再提示すべきである。

2025 年度の GPIF の運用収益額は 41.4 兆円、年金財政の安定に貢献

2026 年 7 月 3 日に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、2025 年度の運用結果を公表し、年度通期で 41.4 兆円の運用収益額となったことを明らかにした。それは、2023 年度（45.4 兆円）に次ぐ歴代 2 番目の大きさである。7 月 7 日の上野厚生労働大臣の閣議後会見では、「2001 年度の自主運用開始から 2025 年度までの累積の利回りでみた場合、名目賃金上昇率プラス 4.33%と運用目標を上回っており、年金財政に好影響を与えている」とし、様々な前提条件や仮定の下ではあるものの、2025 年度の運用収益により、「約 4%年金受給額が増加するという計算も成り立ち得る」という極めてポジティブな評価がなされている。所管大臣である厚生労働大臣が、GPIF の運用収益の増加により、具体的にどの程度年金受給額に影響するのかについてコメントしたこと¹は、筆者の記憶にはない。

この運用成果を過小評価する必要はないが、これだけの運用成果が挙げられたのは、GPIF に神のような凄腕の投資家がいるわけでも、秘密の打ち出の小槌を持っているからでもない。運用成果の 99%以上が、2025 年度の歴史的な内外株式市場の上昇と円安進行などによりもたらされたものであり、市場動向次第では、逆の結果になっても全く不思議ではない。運用収益額の大きさに目を奪われていると、GPIF が抱える問題などに気づくことができない。

本稿では、GPIF に加えて、国内株式、国内債券、外国株式、外国債券の 4 資産に 25%ずつという同じ基本ポートフォリオの下で運用を行っている 3 つの公的年金（三共済）が公表した 2025 年度業務概況書の内容などを交えながら、GPIF のサステナビリティ投資の現状を紹介し、その問題とさらに背後にある根本的な課題について言及したい。

GPIF は 10 兆円超を国内株式から回収

内外株式市場の上昇、円安進行、国内金利の上昇などを受け、2025 年度に GPIF は、国内株式から 10 兆 6932 億円、外国株式から 4 兆 2013 億円を回収し、国内債券に 14 兆 7532 億円、外国債券に 2 兆 6530 億円配分した。これは、各資産 25%ずつ基本ポートフォリオのウェイトに近づけるための売買（いわゆる「リバランス」）に基づくものであり、その結果、2025 年度末には各資産のウェイトは概ね 25%前後の値に着地している。冒頭に 2025 年度の運用収益額が 41.4 兆円という桁違いの金額を紹介したこともあり、国内株式から 10 兆円以上も回収したことについては、それほど驚きはないかもしれない。しかし、日本取引所グループが公表している投資部門別売買状況のデータと並べてみると、GPIF という資本市場の「クジラ」が国内株式市場という「池」の中で、極めて窮屈に泳いでいることがよくわかる。

資本コストや株価を意識した経営の浸透やアクティビストからのプレッシャーの高まりなどを反映し、2025 年度の上場企業の自己株取得は過去最高を記録した。日本取引所グループが公

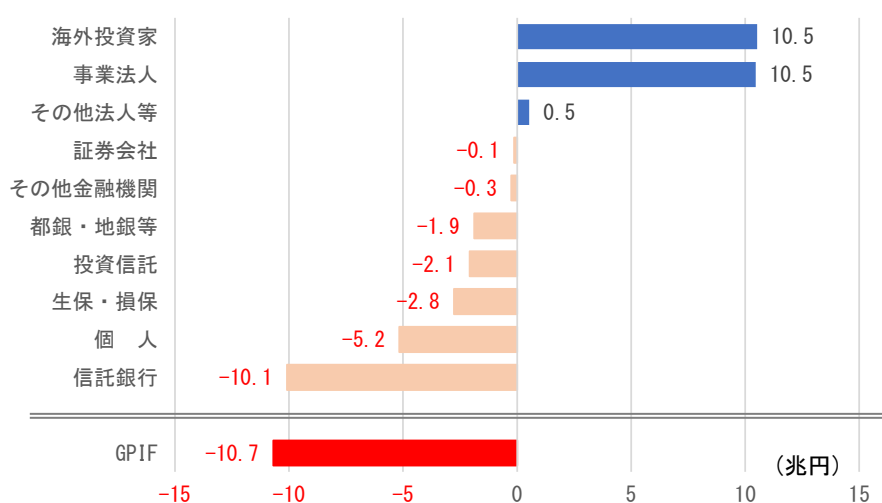
¹ 世界の株式市場の大幅調整などにより、短期的にマイナスの収益が発生した場面でも、これからは年金財政に与える影響について、回答を求められることが予想される。

表している投資部門別売買状況のデータでは、東証プライム市場に上場する事業法人全体の国内株式の売買差額は、海外投資家と並ぶ 10.5 兆円に達しており、企業の自己株取得がこの時期の日本株上昇に大きく貢献したことがわかる。東証プライム市場上場 1570 社（2026 年 3 月時点）の自己株取得に相当する規模で、反対側の売り手（回収主体）となっていたのが GPIF である。

リバランスに伴う売りは、株式市場が上昇しているから発生するものであり、それ自体が相場を崩壊させるようなことにはならない（下落に転じたら逆に買い手になる）。しかし、相場の流れを変えるきっかけになり得るものであり、無視はできない。

GPIF や三共済では、株式ポートフォリオの 50% を日本株で運用しているが、世界の主要株式指数のなかでの日本株のウェイトは僅か 5%² である。年金自体が日本円で支払われることから、円建て資産を多く保有することは正当化できるものの、ホームカンントリーバイアスがあまりに大きすぎて、公的年金の売買が国内株式市場の需給に大きな影響を与える市場は、健全とは言えないだろう。急激な変化は市場に混乱をもたらすことになるため慎重に対応する必要があるが、次期基本ポートフォリオ策定に向けて、検討しておくべき大きな課題である。

図表 1 2025 年度の投資部門別売買差額（東証プライム）と GPIF の国内株式配分・回収額



（出所）日本取引所グループ「投資部門別売買状況」、GPIF「2025 年度業務概況書」より大和総研作成

GPIF の ESG 投資からの回収は 5 兆円近くに達した可能性

GPIF の業務概況書では、各年度末時点の個々のファンドの運用資産額は開示されているものの、期中の配分・回収については、ファンド別には開示されていない。国内株式からの 10 兆円超の回収元を探るために、2024 年度末及び 2025 年度末の各ファンドの運用資産額と 2025 年度のファンドの時間加重平均収益率を使って推計を行った。なお、当推計では、配分・回収（キ

² 2026 年 6 月末時点の MSCI All Country World Index における日本株のウェイトは 5%

キャッシュフロー）は期中に均等ペースで発生したと仮定した概算値であることに留意されたい。

その結果が図表 2 であるが、目を疑うような衝撃的な結果となっている。株式市場や個別銘柄の需給にインパクトをなるべく与えないように投資資金の配分・回収を行うには、浮動株時価総額加重指数である TOPIX パッシブを活用することが普通であろう。また、TOPIX パッシブの場合は、先物を活用できるため機動性も高い。一旦、ESG 指数パッシブから TOPIX パッシブファンドに現物移管をしたり、トランジションマネジャーを活用したり、何らかの対応はしていると思われるものの、どうしても TOPIX から乖離している分については売買が発生する。ESG 指数組入れ銘柄にはネガティブな需給インパクトをもたらした可能性は否定できない。

図表 2 2025 年度の GPIF の国内株式配分・回収額の内訳（推計）

	2025年度末 (a、億円)	2024年度末 (b、億円)	差分 (a-b、億円)	配分・回収額 推計（億円）
TOPIXパッシブ	554,936	440,435	114,501	-32,614
ESG指数パッシブ全体	75,605	97,951	-22,346	-47,951
FTSE JPX Blossom Japan Index 選別型	7,509	14,953	-7,444	-11,038
FTSE JPX Blossom Japan Sector Relative Index 選別型	15,787	13,980	1,807	-2,701
MSCI 日本株ESGセレクト・リーダーズ指数 選別型	8,968	29,393	-20,425	-26,037
MSCI 日本株女性活躍指数（WIN） 選別型	4,902	9,600	-4,698	-6,738
S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数 ティルト型	25,982	22,737	3,245	-3,698
Morningstar 日本株式ジェンダー・ダイバーシティ・ティルト指数（除くREIT） ティルト型	12,457	7,288	5,169	2,260
リスク調整用GPIFカスタマイズ*	23,193	39,766	-16,573	-25,444
ベータ・balancer等**	17,226	12,695	4,531	-10
アクティブ全体	30,601	22,535	8,066	-485

（注1） 配分・回収額推計は、2025 年度中に配分・回収（キャッシュフロー）が均等に発生したと仮定し、キャッシュフローと時間加重収益率を用いて計算

（注2） 「選別型」は親指数から ESG 評価が高い銘柄を選別して構築した ESG 指数、「ティルト型」は親指数に組み入れられた銘柄を原則全て組入れ、ESG 評価により構成ウェイトを調整した指数。一般に「選別型」の方がトラッキングエラー（相対リスク）は大きい傾向がある

（注3） *は政策ベンチマークと ESG 指数の親指数の差を管理・抑制するパッシブファンド

（注4） **はアクティブファンド群の投資ユニバース（運用対象となる銘柄の範囲）と政策ベンチマークの構成銘柄の差が大きくなりすぎないようにリスクを調整・補完するためのパッシブファンド

（出所） GPIF「2024 年度業務概況書」及び GPIF「2025 年度業務概況書」に基づき大和総研作成

国内株式の ESG 指数パッシブファンドの配分・回収額を見ると、そのほとんどが、親指数から ESG 評価が高い銘柄を選別して構築した「選別型³」の ESG 指数パッシブファンドから回収されている。なかで最も大規模に回収されたのが、MSCI 日本株 ESG セレクト・リーダーズ指数であり、この一つのファンドだけで 2.6 兆円程度も回収された可能性がある。当社では、詳細な指数データは取得できないため、MSCI 社のウェブサイトで公表されている 2025 年 6 月時点の構成銘柄とウェイトに基づき、TOPIX 対比でのアクティブウェイトを計算した。その上位 30 銘柄に時価総額ウェイトで投資した場合の株価パフォーマンスは、図表 3 の通りである。

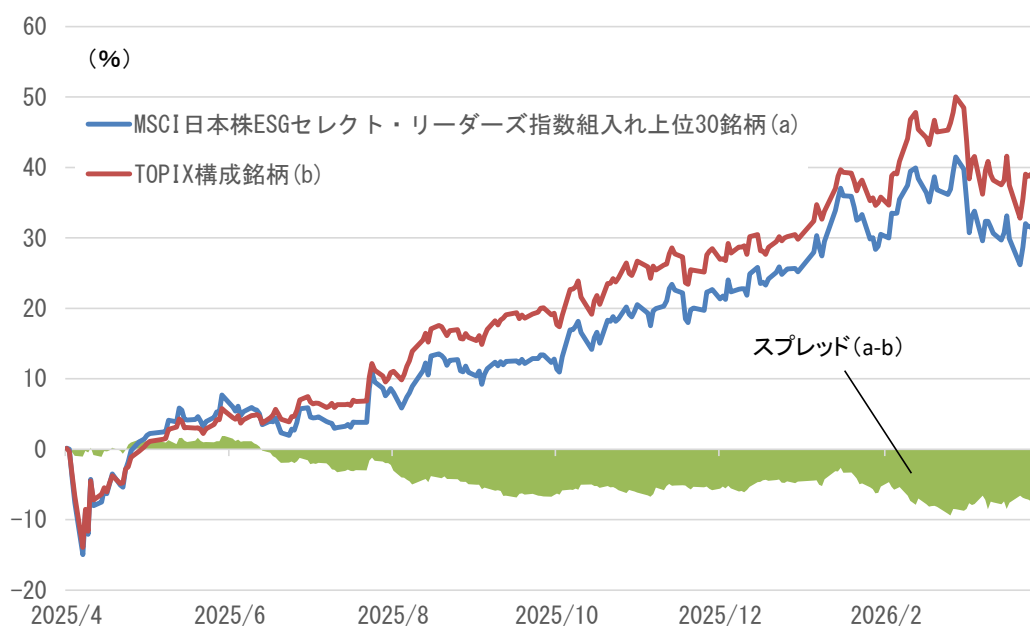
株価に影響を与える要因は多様であり、同じく大幅に削減された FTSE JPX Blossom Japan

³ 選別型はティルト型と比べて、一般にトラッキングエラー（TOPIX 等からの乖離リスク）が大きい。

Index は 2025 年度も株価パフォーマンスは好調である。図表 3 に示された銘柄群の株価パフォーマンスだけで、ESG 指数投資削減の影響とすることはできないが、GPIF はその影響について、客観的なデータに基づいて、検証を行う義務がある。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。

GPIF 執行部の運用リスク管理部門や内部監査部門のみならず、監査委員会においてもその妥当性について、客観的な評価を行うべきである。その結果については、投資先企業を中心に経済界も注目することになるだろう。

図表 3 MSCI 日本株 ESG セレクト・リーダーズ指数組入れ上位 30 銘柄の株価パフォーマンス



(注1) MSCI 日本株 ESG セレクト・リーダーズ指数組入れ上位 30 銘柄は、2025 年 6 月時点の同指数組入れ銘柄のうち、対 TOPIX のアクティブウェイトが上位 30 銘柄に入っている銘柄。グラフはそれらの銘柄に時価総額加重ウェイトで投資した場合の株価パフォーマンス

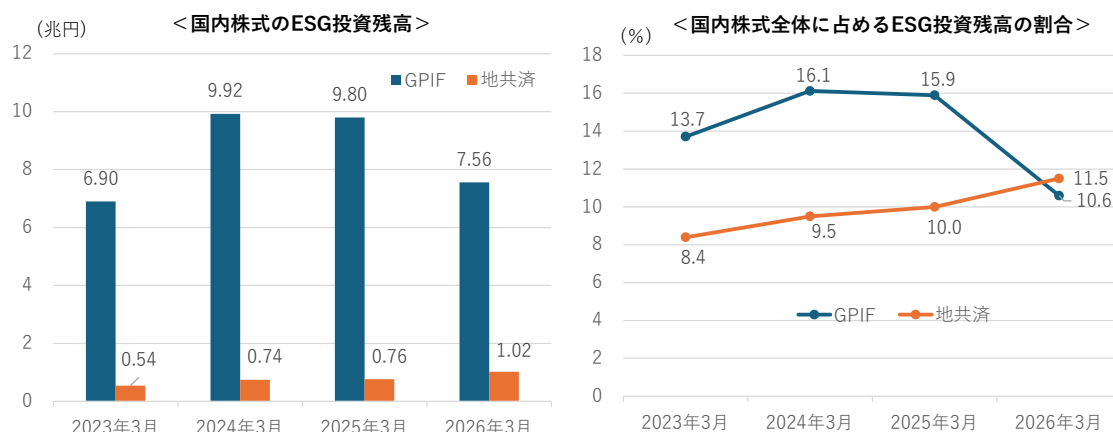
(出所) MSCI 等より大和総研作成

国内株式に占める ESG 投資の割合は地共済が GPIF を逆転

GPIF が ESG 指数投資を急激に削減する一方、三共済の中では、地方公務員共済（地共済）が ESG 投資を着実に拡大している。GPIF とは運用資産規模が大きく異なるため、地共済の ESG 投資の額は 2026 年 3 月末時点で 1 兆円程度ではあるが、国内株式に占める ESG 投資の割合は 11.5% となり、GPIF を逆転している（図表 4）。

また、国内株式、国内債券、外国株式、外国債券の4資産に25%ずつという同じ基本ポートフォリオの下で運用を行っている3つの公的年金（三共済）とGPIFの運用資産全体のパフォーマンスを比較すると、2025年度に関しては収益率、超過収益率ともにGPIFは三共済に劣後していることがわかる。地共済の実績を踏まえれば、ESG投資と運用パフォーマンスの両立は可能ということであろう。

図表4 GPIFと地共済の国内株式ESG投資の推移



(注) GPIFは国内株式ESG指数パッシブの投資残高

(出所) GPIF及び地共済の2022-2025年度「業務概況書」より大和総研作成

図表5 GPIFと三共済の2025年度運用パフォーマンスの比較

	収益率 (a、%)	複合ベンチ マーク収益率 (b、%)	超過収益率 (a-b、%)	超過収益率(a-b)の寄与度分解 (%pt)			収益額 (兆円)	運用資産額 (兆円)
				資産配 要因	個別資産 要因	その他		
GPIF	16.47	16.64	-0.18	-0.14	-0.06	0.02	41.40	293.64
地共済	17.69	16.68	1.02	0.37	0.53	0.12	5.26	35.53
KKR	18.55	16.68	1.87	1.35	0.76	-0.25	1.80	11.55
私学事業団	18.27	17.05	1.22	0.65	0.45	0.12	0.73	4.94

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

(注2) 地共済、KKR、私学事業団は、厚生年金保険給付調整積立金部分

(注3) 複合ベンチマーク収益率とは、各資産の政策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たもの

(注4) GPIFの個別資産要因はベンチマーク要因とファンド要因の合計

(出所) GPIF及び各共済の「2025年度業務概況書」より大和総研作成

GPIFはなぜESG指数投資を急減させたのか

筆者は、拙稿『GPIFのESG指数投資削減に求められる説明責任』（2025年10月16日 大和総研レポート）において、「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、2024年度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」とし、「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⁴がそのきっかけとなるのか、注目したい。」と指摘している。

「なぜ、ESG 指数投資を急減させたのか」、「何をもって ESG 指数投資額の最適化というのか」、「何を目指しているのか」について、説明の機会となり得るのは、2025 年度業務概況書及びその発表当日の理事長会見、例年 8 月に公表される「サステナビリティ投資報告」（旧 ESG 活動報告）、ESG 指数・ESG ファンドの選定時のリリース等が考えられるが、この度公表された 2025 年度業務概況書の「ESG 指数の最適化」という節では、「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、サステナビリティ投資方針等を策定し、2025 年度から国内株式および外国株式の 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り、各 ESG 指数への配分額を見直すとともに、各指数間の配分バランスおよび ESG 指数投資全体の残高を適正化しました。この見直しは国内株式から先行して実施し、2025 年度には外国株式についても実施しました。」と記されている。

未だに「ESG 指数投資額の最適化」が何を意味しているのかについては説明がなく、何を目的に ESG 指数の配分や残高を見直し、何をもって適正と考えるのかについて直接説明がなされている記述は見つからない。そのヒントを得るために、2025 年度業務概況書の吉澤祐介理事（管理運用業務担当）兼 CIO のコラムである「2025 年度の運用を振り返って」を見ると、以下のようにコメントされている。

「内外株式 ESG 指数投資においては、超過収益獲得が難しい 1 年となりました。2025 年 3 月末にサステナビリティ投資方針を策定し、同投資方針に基づき、ESG 指数投資の最適化、具体的には、内外 ESG 指数投資の残高調整を進めましたが、年度ではマイナスの超過収益となりました。特に、外国株式 ESG 指数投資は年度を通してマイナスの超過収益となり、現在、新たな指数及びファンドの追加選定によるポートフォリオの改善に着手しています。また、国内株式 ESG 指数投資ポートフォリオにおいても、更なる最適化に着手する予定です。引き続き、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、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てまいります。」（下線は大和総研）ということで、超過収益について言及はあるものの、最適化が何を意味しており、市場の持続可能性向上やポートフォリオ全体の長期的なパフォーマンス向上をどう評価しているのかについては、言及はない。もしかしたら、下線部で示しているように、ESG 指数投資の最適化が意味することは、内外 ESG 指数投資の残高調整であるという

⁴ 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>)

ことを伝えたかったのかもしれない。そうであるとすれば削減自体が目的化している可能性があるだろう。

ちなみにマイナスの超過収益が強調されているが、ESG 指数投資全体で TOPIX 対比 0.3%pt 程度のアンダーパフォームであり、過去 3 年などで見ればプラスの超過収益を確保している（図表 6）。むしろ、長期間で TOPIX をアウトパフォームしている FTSE JPX Blossom Japan Index など大幅に削減するなど、「ESG 指数投資の最適化」と称して行った ESG 指数投資の配分見直し・残高削減については、超過収益の獲得という観点からも疑問が残る。

また、毎年 GPIF が行っている上場企業向けアンケートでは、FTSE JPX Blossom Japan Index など選別型の指数へ組み入れられることを望んでいる企業が多いことが示されており、ESG 指数を通じたエンゲージメント効果という観点でも大きく残高を削減したことは疑問である。さらに、GPIF の ESG 指数投資が企業の行動変容につながった可能性があるという点については、GPIF がサステナビリティ投資方針を公表した際に、同時に公表した『サステナビリティ投資に関する取組みについて』などでも言及されている。

図表 6 GPIF が採用する ESG 指数・ESG 指数パッシブのパフォーマンス比較

	時価総額 (億円)	配分・回収 額推計 (億円)	過去3年（2023-2025年度）		2025年度	
			時間加重 収益率(%)	ベンチマーク 収益率(%)	時間加重 収益率(%)	ベンチマーク 収益率(%)
TOPIXパッシブ	554,936	-32,614	23.29	23.28	34.69	34.65
ESG指数パッシブ全体	75,605	-47,951	-	-	34.35	34.36
FTSE JPX Blossom Japan Index	7,509	-11,038	26.07	26.09	38.10	38.10
FTSE JPX Blossom Japan Sector Relative Index	15,787	-2,701	-	-	35.69	35.69
MSCI 日本株ESGセレクト・リーダーズ指数	8,968	-26,037	24.33	24.39	33.24	33.24
MSCI 日本株女性活躍指数（WIN）	4,902	-6,738	25.21	25.26	34.27	34.32
S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数	25,982	-3,698	22.98	22.99	32.74	32.74
Morningstar 日本株式ジェンダー・ダイバーシティ指数*	12,457	2,260	23.83	23.86	34.55	34.61

（注1） 配分・回収額推計は、2025 年度中に配分・回収（キャッシュフロー）が均等に発生したと仮定し、キャッシュフローと時間加重収益率を用いて計算

（注2） TOPIX パッシブの各収益率は、TOPIX をベンチマークとする 6 つのパッシブファンドの 2025 年度末時価総額で加重平均したもの

（注3） *は Morningstar 日本株式ジェンダー・ダイバーシティ・ティルト指数（除く REIT）の略称

（出所） GPIF「2025 年度業務概況書」より大和総研作成

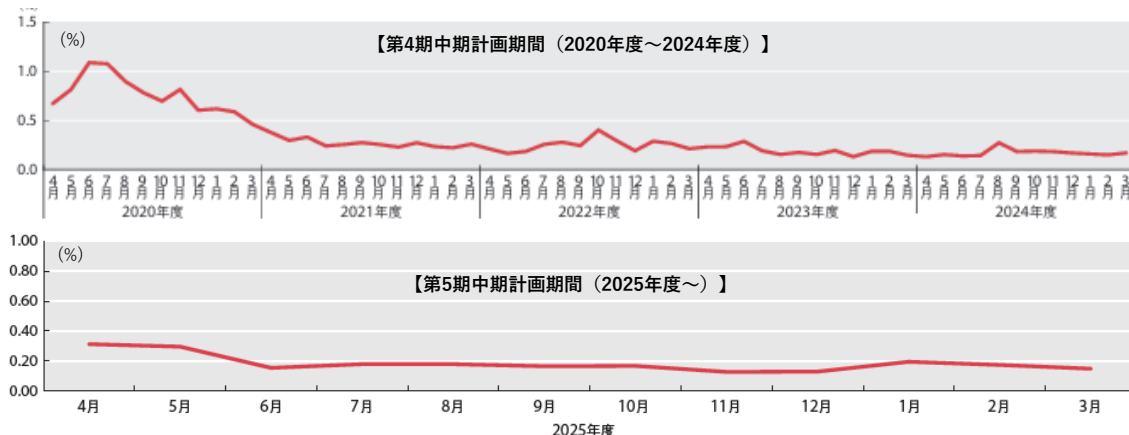
ESG 指数投資大幅削減の背景にある根本的な課題（筆者の見解）

ここまで、GPIF の業務概況書などの公表資料から、「なぜ、ESG 指数投資を急減させたのか」、「何をもって ESG 指数投資額の最適化というのか」、「何を目指しているのか」について探ろうとしたが、直接それらを説明している箇所を見つけることはできなかった。

最後に、それらの問いに対する筆者なりの考えを述べたい。GPIF は、相対リスク（トラッキングエラー）を過度に重視する傾向があるというのが、その答えである。相対リスクというの

は、一般企業の取締役会に相当する経営委員会が定めた基本ポートフォリオやそのベースとなる政策ベンチマークから乖離することで発生するリスクである。実際に GPIF の資産全体の推定トラッキングエラーは 0 にかなり近い水準で推移している（図表 7）。

図表 7 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」

それは、基本ポートフォリオにいかに近づけるか、緻密なリバランス、意図せざるリスクの削減にまい進してきた成果であり、それ自体は称賛すべきことである。しかし、どれだけ追求してもトラッキングエラーは完全に 0 にはならず、極限まで 0 に近い姿というのは、資産全てを 4 資産の政策ベンチマークをマネジャーベンチマークにしたパッシブファンドにして、リバランスを厳格に行う世界ということになる。それは、GPIF の経営委員会と執行部の役割と責任を明確に切り分けた世界では、極めて忠実な業務執行とみることもできる。

しかし、トラッキングエラーが 0 の世界は、究極的には超過収益も 0 の世界である。言葉を変えると「フリーランチはない」ということであり、それは、ファイナンスの世界で、過去長きにわたって証明されてきた真理である。実際に GPIF では、これまでトラッキングエラーの抑制に努めてきたことで、超過収益の振れ幅は低位で安定している印象があるが、安定的にプラスの超過収益を獲得できるようにはなっていない（図表 8 の左図）。

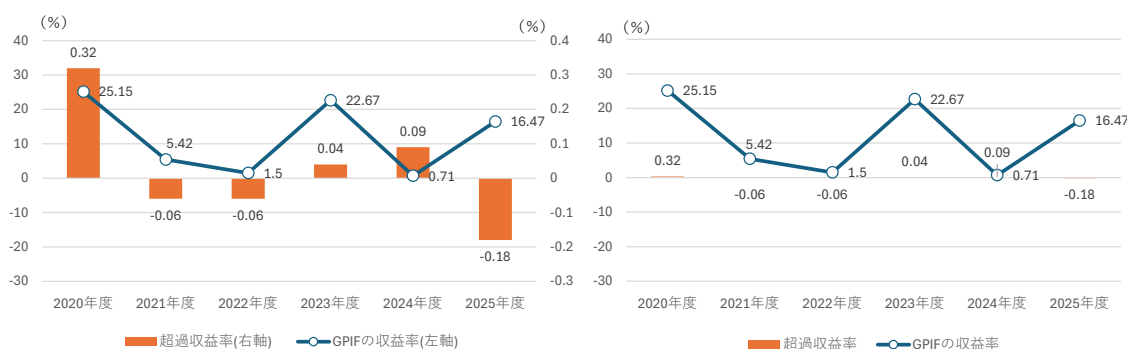
図表 8 の左図は、超過収益の変動を目視できるように右軸を 100 倍にしているが、同じスケールで表現すると右図のようになる。本稿の冒頭で「運用成果の 99% 以上が、2025 年度の歴史的な内外株式市場の上昇と円安進行などによりもたらされたもの」と指摘したことは、このデータに基づいている。

このトラッキングエラー重視の世界で「迫害」を受ける投資が 2 つある。その最たるものが ESG 指数に基づくパッシブ運用であり、それに続くのがオルタナティブ投資である。ESG 指数に基づくパッシブ運用は、市場平均である TOPIX には十分反映されていない超長期の ESG リスク

を投資ウェイトや銘柄選定に反映する投資であり、毎年毎年 TOPIX をアウトパフォームするような投資ではない。そもそもの ESG 指数投資を始めた動機は、ESG 指数への組入れを意識して企業の行動変容を促す、市場全体の持続可能性を高めるというところにあり、今ではそれをベータアクティビズムと呼ぶ研究者や市場関係者もいる。基本ポートフォリオの設計においては、将来のサステナビリティリスクは考慮されておらず、それを考慮した投資を行うこと自体が相対リスクの削減が優先される世界では、不要なリスクテイクとされてしまうのである。

本稿では主題ではないので、深くは議論しないが、流動性が低いオルタナティブ資産への投資についても、トラッキングエラー重視のリスク管理との相性は非常に悪い。そもそもオルタナティブ投資は、流動性リスクに対する報酬としての流動性リスクプレミアムを取る投資であるため、リアルタイムで時価評価することはできない。リアルタイムで基本ポートフォリオからのズレを評価したい人にとって、そのような資産への投資はノイズでしかない。本来は、長期的な資金を運用する年金運用に相応しい資産クラスであるが、基本ポートフォリオの設計に含まれておらず、長期的な収益獲得を重視しないのであれば、ノイズはできるだけ少ない方がよいということである。

図表 8 GPIF の収益率と超過収益率の推移



(出所) GPIF「2024 年度業務概況書」、GPIF「2025 年度業務概況書」より大和総研作成

最後に

ここまで、GPIF は「なぜ、ESG 指数投資を急減させたのか」という問いに対して、筆者なりの見解を述べてきた。仮に「基本ポートフォリオは、運用目標である賃金上昇率+1.9%を最低限のリスクで達成できるように経営委員会が決めたものであり、それを着実に実行することが業務執行者の責務である。基本ポートフォリオに沿った運用を行うことが最も大事であり、そのために最も重視すべきことは相対リスク（トラッキングエラー）の管理である。それで、もし目標達成ができないのであれば、それは基本ポートフォリオの問題であり、責任は経営委員会にある」という考えで、運用を行っているとしたら、最終受益者の期待に添っていると言えるだろうか。この責任と役割の分担は、GPIF のガバナンス改革で生まれたものであるが、ガバナンス改革の負の側面かもしれない。

年金積立金の運用の究極の目的は、長期的に運用収益を積み重ねること、年金財政の安定に貢献するということである。相対リスク（トラッキングエラー）の管理は、その目的を達成するための「規律」という位置づけである。もし、足元の行き過ぎたリスク管理が、長期の目標達成のために、本来リスクテイクすべきものまで削減し、年金積立金の成長の芽を摘んでいる⁵のであれば、まさにステークホルダーと運用担当者との間でコンフリクトが生じているということである。そのコンフリクトを解消する義務を負っているのは、民間企業の取締役会に相当する経営委員会である。

現在 GPIF の執行部は、投資という形で ESG やサステナビリティにコミットしなくても、運用会社のエンゲージメント活動や議決権行使などのスチュワードシップ活動により、企業行動に影響を与えて、市場の持続可能性を高めることができると考えているのかもしれない。しかし、被保険者や投資先企業が GPIF に期待しているのは、超長期投資家としてのコミットメントであり、その投資行動を通じて、サステナビリティに関する取組みが正しく企業価値に反映されるような資本市場の形成に貢献することであろう。それが長期的には年金財政の健全化につながるというのが、ESG 投資を始めた動機であった。図表 9 は ESG 指数を選定した 2016 年度から 2024 年度の業務概況書に掲載されていたものであるが 2025 年度版からは消えている。それは ESG 投資の縮小が図で示している好循環が既に逆回転し始めていることを想起させたくないから、と受け止められても不思議ではないだろう示したくないからかもしれない。

日本の東証プライム市場上場企業は、2027 年 3 月期から段階的に有価証券報告書において、SSBJ 基準に沿った情報開示が義務化される見通しである。サステナビリティ情報を開示したもの、情報の使い手である投資家が不在ということであれば、社会的な資源の無駄遣いである。GPIF は「ESG 指数投資額の最適化」が何を意味し、何を目指しているのかを早々に明らかにすべきである。再度コミットメントを強め、再度好循環に変えることが、市場の持続可能性向上を通じて、長期的な年金財政の安定化に資すると筆者は考えている。

⁵ 企業の長期成長のために成長投資が必要な場合においても、株主還元が重視され過ぎているのではないかという「成長投資ガイダンス」の問題意識と相通じるところもあろう。資本コストも相対リスクも「規律」をもたらすものとして大変重要であるが、評価軸が長期でなければ、将来の成長の芽を摘む可能性がある。

図表 9 GPIF の「ESG で期待される好循環」の図



(注) 同じ図は 2016 年度から 2024 年度の業務概況書に毎年度掲載

(出所) GPIF「2024 年度業務概況書」