

GPIF 執行部の投資の現状と課題

(概要)

年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF と略）は年金積立金の管理・運用を行う執行機関であり、2025 年 3 月末現在、約 250 兆円の残高を持つ世界有数の規模を誇る機関投資家でもある。2025 年 3 月末までの 10 年間、投資目標である「名目賃金上昇率+1.7%」という目標を大きく上回る「名目賃金上昇率+4.45%」というリターンを達成した。執行機関として賃金上昇率に連動する給付と掛金のアンバランスを調整するバッファーフアンドとして十分な役割を果たしたと評価ができる。

一方、基本ポートフォリオからの超過リターンは前半 5 年間でマイナス、後半 5 年間はプラスと前後半で差が生じた。前半 5 年間の目標未達成は、中期目標に基本ポートフォリオからの超過リターンの達成が明示的に示されなかったことも理由の一つだが、後半 5 年間は、中期目標を忠実に達成するために様々な投資プロセスの改善が行われたことがプラスの超過リターンを獲得できた大きな理由だと考えられる。

GPIF は名目賃金上昇率+1.7%の投資目標を最低限のリスクで達成するという、海外の年金基金とは異なる特殊な目標を与えられている。そのため基本ポートフォリオ以上のリスクを取ることは好ましくなく、資産配分・ベンチマーク選定・運用会社選定等において細心の注意を払った投資プロセスを構築している。具体的には、資産構成比率をコントロールするためのリバランスプロセス（株式指数先物等を使った迅速なリバランスプロセスを含む）、様々なリスク量をコントロールするためのマネジャーベンチマークの選別、投資スタイルの調整を行うためのベータ・バランサーパッシブファンドの活用など様々な工夫が施されている。

オルタナティブ資産への投資は独立した資産クラスではなく、伝統的資産クラスの枠内で管理をする必要があるため、伝統的資産対比のリターン測定やリスク管理など、運用管理上の課題を解決していくことが不可欠になる。

過去 10 年間、GPIF において積極的な ESG 投資が行われてきた実績があるが、今後とも中期目標に鑑み、運用の基本方針を遵守していることを担保しつつ、長期的な収益確保がなされているかについての投資成果を検証しつつ、投資を進めていく必要がある。2025 年 3 月末に定められたサステナビリティ投資方針に沿って、ESG 投資は残高調整や新規選定を含めて適正化が図られていくものと考えられる。

目次

1. GPIF の概要
2. 投資成果
3. GPIF 特有のリスク管理
4. 投資目標達成のための投資プロセス
5. オルタナティブ資産への投資
6. ESG 投資
7. これまでの評価と今後の課題

2025 年 7 月 10 日

堀江貞之

(公益財団法人日本証券経済研究所 特任研究員)

1. GPIFの概要

年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF^(注1)と略）は厚生年金保険及び国民年金の積立金の管理・運用を行う執行機関であり、2025年3月末で約250兆円の資産残高を持つ、世界有数の機関投資家である^(注2)。日本の公的年金は、現役世代の保険料で高齢者世代の年金給付を賄う「賦課方式」と呼ばれる年金財政方式を採用している。一方、賦課方式では少子高齢化の進展により年金給付財源が不足するため、その不足分を補うことを目的としてGPIFが運用する年金積立金を活用する仕組みとなっている。保険の掛金と給付の間のアンバランスを調整するという意味で「バッファーフアンド」^(注3)とも呼ばれており、日本の公的年金制度の財政安定化のため重要な役割を果たしている。

GPIFは法律^(注3)に基づき、「積立金の運用は、もっぱら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うこと」が求められている。また厚生労働大臣が財政再検証の時期に合わせ5年に一度定める「中期目標」において、「財政の現況及び見通し並びに年金積立金の運用において将来合理的に法人（GPIF）に期待できる運用利回りの水準を踏まえ、長期的に年金積立金の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%^(注4)を最低限のリスクで確保すること」が求められている。GPIFの投資目標が賃金上昇率に連動した数値として定められているのは、公的年金の給付額が概ね賃金上昇率に連動するためである。

GPIFはこれらの要請を受け、5年に一度「中期計画」を定めている。その中で、分散投資を基本として長期的な観点からの資産構成割合（基本ポートフォリオと呼ぶ）を決め、これに基づき年金積立金の管理運用を行っている。ちなみにGPIFの現在の基本ポートフォリオは、国内債券25%、外国債券25%、国内株式25%、外国株式25%である。また各資産クラスのベンチマークを「政策ベンチマーク^(注5)」と呼び、政策ベンチマークの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を「複合ベンチマークリターン」と呼んでいる。

(注1) Government Pension Investment Fund の略。

(注2) 資産残高の第1位はNorges Bank Investment Managementで、2025年7月9日現在の資産残高は約284兆円である。

(注3) GPIFの投資に関わる主な法律として、厚生年金保険法、国民年金法、GPIF法等がある。

(注4) 2015年度～24年度は「1.7%」であり、2025年度からの5年間の目標として「1.9%」が設定されている。

(注5) 2015年4月～25年3月の10年間の4つの資産クラス毎に示された政策ベンチマークは、国内債券「NOMURA-BPI 総合（ABS 除く）」、国内株式「TOPIX（配当込み）」、外国債券「FTSE 世界国債インデックス（除く日本、ヘッジなし・円ベース）」、外国株式「MSCI ACWI（除く日本、円ベース、配当込み）」である。なお2025年4月からの政策ベンチマークは、外国株式が「MSCI ACWI（除く日本、除く中国A株、円ベース、配当込み、GPIFの配当課税要因考慮後）」に変更されている。

GPIFは2014年10月末に基本ポートフォリオの株式比率をそれまでの24%（日本株・外国株それぞれ12%）から50%（日本株・外国株それぞれ25%）に引き上げ、現在（2025年7月）も株式比率は50%を維持している。また基本ポートフォリオの決定につき、それまでGPIFの理事長が決定権限を有していたところ、2014年10月末の決定は実質的に運用委員会、2020年3月末以降の決定は経営委員会が行うという権限の変更を行っている。

このように、2014年11月以降は継続して株式比率50%が維持されていること、また基本ポートフォリオの決定権限がGPIFの理事長から監督機関に移るという投資の意思決定に関するガバナンス変更が行われているという点で投資の継続性が見られる。

本稿では、第3期及び第4期^(注6)中期目標が示された、2015年4月～25年3月の10年間のGPIFの執行部の投資の現状について、業務概況書（上場企業のアニュアルレポートに相当）等^(注7)に基づいて説明する。またこの期間の一部でGPIFの意思決定の一部に参画した者として^(注8)、今後の投資の課題について個人的な意見を述べてみたい。

基本ポートフォリオは執行部ではなく経営委員会の決定事項であり、本稿では基本ポートフォリオの決定方法については触れない^(注9)。なお2017年10月からGPIFに経営委員会が設置されるというガバナンス上の大きな変化が発生しているが、GPIFのガバナンスについては数多くの論点がある重要なテーマであり、別の機会に稿を改めて論じてみたい。なお言うまでもないことであるが、本論文の見解は全て執筆者個人のものであり、GPIFの公式見解ではないことを断っておきたい。

2. 投資成果

GPIFの過去10年間の投資成果はどうだったのか。「絶対リターン」と基本ポートフォリオ通りに無コストで運用していた場合の複合ベンチマークリターンとの「相対リターン」、この2つの指標で投資成果を測ってみたい。

(1) 絶対リターン

次頁の図表1に過去10年間のGPIFの投資リターンと、名目賃金上昇率との差である実質的な運用利回りを掲載した。公的年金の給付額が概ね賃金上昇率に連動することから、バッファーフアンドとしてGPIFの最重要のリターンがこの「実質的な運用利回り」

(注6) 第3期は2015年4月～20年3月、第4期は2020年4月～25年3月である。

(注7) GPIFが運用委託している運用会社等にもインタビューを行った。なお言うまでもないことだが、筆者がGPIF在籍中に入手した情報等は一切含まれていない。

(注8) 筆者は2014年4月～16年4月に運用委員会委員長代理として、また2017年10月～22年8月に常勤の監査委員兼経営委員としてGPIFの意思決定の一部に参画した。

(注9) もちろん基本ポートフォリオの策定プロセスにおいて執行部の投資責任者も議論に参加し経営委員会と執行部が二人三脚で作り上げていることも事実だが、執行部のガバナンスも含めて、別の機会に稿を改めて論じてみたい。

である。

10年間の実質的な運用利回りは年率で+4.45%であった。前半5年間は+0.33%、後半5年間は+8.73%と前後半で大きな差があるが、長期で見るとこの間の投資目標である「+1.7%」を大幅に(+2.75%)上回っている。この間、資本市場はおしなべて好調な時期が継続し為替も円安方向に動いたため、2014年10月末に株式比率を50%に引き上げそのまま比率を維持し、さらに外貨建て資産の割合も2020年4月から50%に上昇させたことが功を奏したと言えるだろう。最も重要な投資目標である絶対リターンは目標を十分達成したと評価できる。

図表1. 収益率(年率換算)推移と実質的な運用利回り

投資期間	GPIF収益率	名目賃金上昇率	実質的な運用利回り(注)
(参考)10年4月～15年3月	6.57%	0.36%	5.79%
前半15年4月～20年3月	0.93%	0.52%	0.33%
後半20年4月～25年3月	10.59%	1.29%	8.73%
通期15年4月～25年3月	5.65%	0.90%	4.45%

(注)実質的な運用利回りは、年金積立金全体の運用実績を基準に計算しているため、GPIFの収益率から名目賃金上昇率を引いた数値とは一致しない

(出所)GPIF業務概況書(2015年度～24年度)のデータを基に筆者が作成

(2) 相対リターン(対基本ポートフォリオ)

では、基本ポートフォリオ通りに運用したと仮定した場合に達成できる複合ベンチマークとの差である、相対リターンはどうか。GPIFは「名目賃金上昇率+1.7%」の絶対リターンを最低限のリスクで確保することを目的として基本ポートフォリオを設定しており、基本ポートフォリオよりも高いリターンが獲得できれば年金積立金が目標よりさらに積み増しされることになる。従って、相対リターンをプラスにすることはGPIF執行部の存在意義の一つでもある。

次頁の図表2は、過去10年間の相対リターンを示したものである。10年間の基本ポートフォリオに対する超過リターンは、-0.11%とマイナスの値になっている。この内訳をみると前半5年間は-0.27%、後半5年間は+0.07%とプラスに転じており、前半5年間は相対リターンがプラスにならず、後半5年間は目標が達成されたことになる(注10)。

図表2には超過収益率の右に超過収益率の構成要素の一つである「資産配分要因」を示しているが、前半5年間では超過収益率とほぼ同じ数値となっていることが分かる。これは、前半5年間では超過収益率のほとんどが、基本ポートフォリオと実際のポートフォリオの資産配分比率の差に起因していることを示している。アクティブ運用会社等を採用したことからもたらされる「個別資産効果」などよりも圧倒的に大きな数値であることは明らかだ。特に株式投資はベンチマークからの超過リターンを狙うアクティブ運用でGPIF

(注10) ちなみに2015年度～19年度と2020年度～24年度の執行部の経営陣(理事長、CIO、総務・企画等担当理事の3名)は全員違うメンバーとなっている。

の投資のような巨額の資金を運用することは流動性の観点から難しく、自ずとアクティブ比率は低くなり、個別資産効果は小さくなる。巨額の積立金を運用する GPIF にとって、資産配分効果の重要性が高くなるのはある意味避けられないことだと考えられる。

図表2. 収益率(年率換算)推移と要因分解

投資期間	GPIF収益率(A)	複合ベンチマーク収益率(B)	超過収益率(C)=(A)-(B)	(C)のうち資産配分要因
(参考)10年4月～15年3月	6.57%	6.52%	0.06%	0.06%
前半15年4月～20年3月	0.93%	1.21%	-0.27%	-0.28%
後半20年4月～25年3月	10.59%	10.53%	0.07%	0.01%
通期15年4月～25年3月	5.65%	5.77%	-0.11%	-0.13%

(出所) GPIF業務概況書(2015年度～24年度)のデータを基に筆者が作成

ただし後半5年間では資産配分要因がほぼ0% (正確には0.01%) となっており、後述するように資産配分要因を中立化しつつ、超過リターンの源泉を多様化したことが伺える。

基本ポートフォリオに対して超過リターンを獲得することは現在の GPIF 執行部の存在意義の根幹だが、超過リターンの獲得を GPIF の執行部が目標としてどのように意識していたかは、中期目標が前半5年間と後半5年間で異なるため注意が必要だ。具体的には中期目標では図表3のように表現されている。

図表3. 中期目標における「ベンチマーク収益率の確保」に関する規定(一部抜粋)

第3期中期目標 (2015年4月～20年3月)	各年度において、各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率(市場平均収益率)を確保するよう努めるとともに、中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を確保すること。
第4期中期目標 (2020年4月～25年3月)	各年度において、 資産全体及び各資産ごとに 、各々のベンチマーク収益率(市場平均収益率)を確保するよう努めるとともに、中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を確保すること。
(参考)第5期中期目標 (2025年4月～30年3月)	市場平均収益率の確保の観点から、中期目標期間において、 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。

(注)太字は筆者が記入。

(出所)厚生労働大臣、「第3期～第5期GPIF中期目標」、2015年3月、2020年3月、2025年3月

2015年4月からの5年間、第3期中期計画期間中、「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」が求められており、明示的には資産全体のベンチマーク、つまり基本ポートフォリオ通りの配分比率で達成される複合ベンチマークリターンは投資目標とはされていない。当時の執行部が基本ポートフォリオ(資産全体)からの超過リターン獲得よりも、中期目標で示された各資産の対ベンチマーク超過リターンの獲得をより意識していたとも考えられるのである^(注11)。

(注11) 2019年度業務概況書において「厚生労働大臣が定める中期目標では「目標」とは位置付けられていないもの

(3) 相対リターン（各資産クラス別）

ではこの第3期中期目標で示された、各資産のベンチマークとの相対リターンはどうだったのか。図表4に2015年4月～20年3月の中期目標期間中の各資産の各年のベンチマークからの超過リターンを示した。図表4から分かるように、各年で資産別にプラスマイナスが混在している。5年間通してみても、国内債券と外国株式はプラス、外国債券と国内株式はマイナスとなっており、この5年間は、資産別のベンチマーク収益率との対比で常に超過リターンが出ていたわけではないことが分かる。

図表4. 各資産別の対ベンチマーク超過リターン

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	5年間(年率)
国内債券	-0.21%	+0.05%	+0.06%	+0.05%	+0.13%	+0.02%
外国債券	-2.74%	+2.19%	-0.52%	+0.24%	-0.82%	-0.34%
国内株式	+0.02%	+0.20%	-0.21%	-0.05%	-0.20%	-0.05%
外国株式	+0.03%	-0.41%	+0.46%	-0.09%	+0.32%	+0.06%

(出所) GPIF業務概況書(2015年度～19年度)のデータを基に筆者が作成

2020年以降は、2019年度までの5年間と同様、「各資産毎のベンチマーク収益率を確保すること」という目標が示されている他、「資産全体のベンチマーク収益率を確保すること」が明示されており、基本ポートフォリオ通りの収益率確保が投資目標として追加されている。図表5に2020年度から24年度までの5年間の各資産別の対ベンチマーク超過リターンを示した。この5年間も各年で資産別の超過リターンはプラスマイナスが混在^(注12)、5年間で見ても債券はプラスの一方、株式はマイナスという結果になっている(なお、この中には、オルタナティブ資産の結果も含まれている)。

図表5. 各資産別の対ベンチマーク超過リターン

	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	5年間(年率)
国内債券	+0.02%	+0.23%	-0.09%	+0.20%	+0.26%	+0.12%
外国債券	+1.63%	+0.41%	+0.44%	+0.51%	+0.09%	+0.61%
国内株式	-0.59%	+0.13%	-0.27%	+0.07%	+0.09%	-0.11%
外国株式	-0.79%	-0.90%	-0.05%	-0.57%	-0.26%	-0.51%

(出所) GPIF業務概況書(2020年度～24年度)のデータを基に筆者が作成

(4) 投資目標の変更

前述したように、過去10年間のGPIFの最も大事な目標は、「名目賃金上昇率+1.7%」という絶対リターンを長期に亘り達成することであり、そのために基本ポートフォリオが

の、5年間を通じた運用資産全体の収益率とベンチマーク収益率とを比較すると、国内債券の時価構成割合がベンチマークに比べて低めになっていたこと等から、マイナス(-0.27%)となりました。」と記述されている。

(注12) ただし外国債券だけは5年間継続してプラスの超過リターンを獲得している。一方、外国株式は5年間継続してマイナスの超過リターンとなっており、好対照の結果となっている。

設定されている。基本ポートフォリオ通りに運用することで、目標とする絶対リターンが達成され、さらに超過リターンが獲得できれば、それに上乗せしたリターンを獲得できことになる。2020年4月から25年3月の5年間で年率+0.07%の超過リターンを獲得できているが、この数値は決して小さくない。この5年間の平均残高216兆円^(注13)で金額換算すると、この超過リターンの獲得で約7,600億円も残高が上振れたことになり、国民から見て大きな投資効果が得られていることが分かる。

一方、図表3で確認したように2015年4月からの10年間は中期目標に、「各年度において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」が挙げられていた。この目標と対基本ポートフォリオで超過リターンを獲得するというより重要な投資目標との間に必ずしも明確なつながりがあるわけではない。むしろ、年度毎に各資産で超過リターンを獲得することを達成しようとするあまり、対基本ポートフォリオの超過リターン達成を妨げることにも繋がりがかねない。例えば外債でアクティブマネジャーが超過リターンを獲得しようとして投資格付の相対的に低い債券等のポジションを増加させ大きな信用リスクをとり、外国株のアクティブマネジャーでも別の理由から超過リターンを狙う投資行動が同様のリスクを高めることが同時に発生しうる。各資産で超過リターンを獲得するため過度な信用リスク・カントリーリスク・為替リスク等を取ることに繋がりがかねず、基本ポートフォリオからポートフォリオ全体のリスクが大きく偏ってバランスを崩すこともあり得る。つまり部分最適を図るあまり全体最適が妨げられる可能性もあるわけで、基本ポートフォリオからの超過リターンを獲得する観点からは資産別の対ベンチマーク相対リターンを獲得することに強く拘ることは必ずしも好ましいことではない。

このような課題もあり、2025年4月からはこれまでの中期目標で示されていた「各年度において各々のベンチマーク収益率を確保すること」が削除され、「中期目標期間において資産全体の複合ベンチマーク収益率を確保すること」のみが示されたと考えられる。GPIFの最も重要な投資目標である絶対リターンを確保するという目標に向かって執行部の投資行動を長期の観点から正しく動機づけるものであり、適切な目標変更であったと評価できるのではないか。

3. GPIF 特有のリスク管理

中期目標に「実質的な運用利回りを最低限のリスクで確保すること」が明記されていることはGPIFの投資活動を特徴付ける重要な点である。海外の公的年金基金の投資目標の多くは、基本となるリスクを定めた上で投資リターンを最大化することとなっている。例えばカナダのCPPIB^(注14)は「グローバル株式60%・カナダ国債40%で定義したポートフォリオに対して損失の過度なリスクを取ることなくリターンを最大化すること」が投資

(注13) 2021年3月末から5年間の年度末の残高を平均した数値。

(注14) Canada Pension Plan Investment Board の略。

目標になっている。

さらに GPIF は制度上、株式については自ら投資は出来ず、運用会社に運用委託することが義務付けられている^(注15)。世界の公的年金基金は自らが投資を行うインハウス運用の比率が高い場合が多いが、GPIF は外部委託を主とする巨大なファンズオブファンズ (FoFs) のような存在にならざるを得ない。実際、2025 年 3 月末現在、インハウス運用は伝統的資産において約 22 兆 5 千億円と、全体資産の約 9% に留まっており、GPIF は 9 割以上の資産を運用会社に委託しファンドに投資をしている。

このように目標利回りを最低限のリスクで確保することやインハウス運用を制限されるといった世界でも稀な投資目標や制約条件を課された GPIF にとって、他の機関投資家とは異なるリスク管理の難しさが発生する。ここでどのようなリスク管理が行われているのかを確認しておきたい。

(1) 対基本ポートフォリオ相対リスク管理指標

GPIF は「実質的な運用利回り目標を最低限のリスクで確保する」ために基本ポートフォリオを設定している。基本ポートフォリオ通りに投資をすることは、この目標達成を担保するための必要条件と見なすことができる。別の言い方をすると GPIF は基本ポートフォリオ以上にあまり大きな市場リスクや為替リスク等を取ることは許されていないと考えてよい。従って基本ポートフォリオから実際のポートフォリオがどの程度乖離しているかをモニタリングすることはリスク管理上、極めて重要である。

基本ポートフォリオに対して資産配分比率、為替配分比率、国別配分比率、信用リスクなど、乖離度合いを測定するための管理指標は多数存在する。ただしこれらの指標はポートフォリオの乖離度合いをある特定の観点から捉えたもので、ポートフォリオ全体で基本ポートフォリオからの乖離リスクを一つの数値で測定するものではない。そのような乖離リスクを一つの値で測定するものとして、「トラッキングエラー」、「VaR レシオ^(注16)」という 2 つのリスク管理指標を挙げることができる。実際、GPIF ではこの 2 つの指標がモニタリングされている。次頁の図表 6 は過去 10 年間の基本ポートフォリオからの相対リスクをこの 2 つの指標で確認したものである。

推定トラッキングエラー (TE) は実際のポートフォリオが基本ポートフォリオとどの程度、リターンの差が生じるのかを 1 標準偏差で示したものである^(注17)。より重要な管理指標は VaR レシオである。TE だけの観測では基本ポートフォリオよりもリスクが大きいのか小さいのか判別できないが、VaR レシオは基本ポートフォリオに対する相対リスクを測

(注15) GPIF 法において株式以外の (金融商品取引法上の) 有価証券の売買は認められている。従って債券はインハウス運用が可能であり、実際、国内債についてはインハウス運用が行われている。

(注16) Value at Risk レシオの略。この数値は 2019 年度業務概況書から開示されている。

(注17) 例えば、トラッキングエラー 1% とは、ある時点における 1 年後の超過収益率の変動幅が 1 標準偏差で 1% 程度、すなわち約 68% の確率で ±1% 以内の変動幅になることが見込まれることを指す。

定可能で大小関係を確認できるからである。この数値は、実際のポートフォリオが基本ポートフォリオ以上に大きなリスクを取っていないかを確認するためのリスク指標であり、中期目標の趣旨からは、「1」程度に維持することが望ましいと言える。

図表6を見ると、時間の経過と共に両指標とも数値が小さくなっていることが確認できる。最近になるほど、基本ポートフォリオを意識するリスク管理が徹底されていることが分かり、執行部のリスク管理は中期目標で示された「実質的な運用利回りを最低限のリスクで確保する」という目的と極めて整合的であると言える。

図表6. 対基本ポートフォリオのトラッキングエラーとVaRレシオ

リスク観測時点及び期間	推定トラッキングエラー	VaRレシオ (注1)
2015年3月末	1.9%	
2016年3月末	1.5%	
2017年3月末	1.0%	
2018年3月末	0.5%	
2019年3月末	0.5%	1.09(注2)
2020年3月末	0.7%	1.05
2021年3月末	0.5%	1.04
2022年4月～2023年3月	0.16% – 0.44%	1.00 – 1.04
2023年4月～2024年3月	0.13% – 0.29%	1.00 – 1.02
2024年4月～2025年3月	0.13% – 0.27%	0.98 – 1.01

(注1) VaRレシオは、実際のポートフォリオのVaRを基本ポートフォリオのVaRで割って算出したもの

(注2) 年度通期の数値であり3月末の値ではない

(出所) GPIF業務概況書(2014年度～24年度)を基に筆者が作成

(2) 運用会社の外部委託に伴うリスク管理

前述したように、GPIFは制度上、株式については自ら投資は出来ず、運用会社に運用委託することが義務付けられている。債券等はインハウス運用が認められているが、投資スタッフの人員不足等の課題もあり、現在のインハウス運用は主に国内債券の一部の資産に留まっている。つまりGPIFが投資目標を達成するには、外部委託をしている運用会社を適切に管理する必要がある。

資産配分比率の管理、為替リスクのコントロール、国別配分比率の調整、金利リスクの管理、超過リターンの獲得等、運用委託目的は多岐に亘る。ただし超過リターンを獲得するためのアクティブ運用に関しては中期目標において、「原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用すること。その上で、アクティブ運用に取り組むことにより超過収益の獲得を目指すものとする。ただし、アクティブ運用については、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行うこと。」とされており、アクティブ運用を外部委託する際は、将来超過リターンを獲得できる十分な能力を持つとの裏付けを持った上で運用会社を採用することが義務付けられている。現在、内外株式・債券の4つの資産及びオルタナティブ資産でアクティブ運用を運用

会社に外部委託している。

上記のような様々な目的を持って運用会社に外部委託をしている結果、2025年3月末時点で41の運用会社を採用、委託している投資戦略数（口座数）は216に達する。運用会社に対し提示している投資目標、いわゆるマネジャーベンチマークは合計で72^(注18)に上る。次節で運用会社の外部委託に伴い、どのようなベンチマーク管理が行われているのか説明してみたい。

4. 投資目標達成のための投資プロセス

これまで投資成果や GPIF 特有のリスク管理を説明したが、本節ではその投資成果やリスク管理がどのような投資プロセスによって実行されてきたのか説明してみたい。GPIF では、基本ポートフォリオからの超過リターンの要因分解を、「資産配分要因」、「ベンチマーク要因」、「ファンド要因」の3つに分けているが、本稿でもこの3つに区分して投資プロセスを説明する。

(1) リバランス等の資産配分比率のコントロール（資産配分要因）

GPIF にとってリスク管理上、最も重要な点は4つの資産の配分比率コントロールである。実際の配分比率を基本ポートフォリオで定められた比率に戻す投資行動を「リバランス」と呼んでいる。第2節で説明したとおり、2015年4月～20年3月までの5年間では対基本ポートフォリオの超過リターンと資産配分効果はほぼ同じ値であり、超過リターンに占める資産配分比率コントロールの影響は極めて大きかった。配分比率が1%乖離しただけでも超過リターンに大きな影響が出るのである。

特に重要なのは、株式と外貨資産の配分比率のコントロールである。現在の GPIF の基本ポートフォリオのリスク構成比^(注19)は株式リスクが約8割、為替リスクが約2割、他の債券リスク等のごく僅かな割合に留まっており、GPIF のリターンの振れは、ほぼ株式市場と為替市場の変動によってもたらされていると言っても過言ではない。株式リスクと為替リスクがリターン変動のほぼ全てを占めるのは、リターンの振れの大きな株式を50%保有していること、さらにリターンの振れが大きい為替リスクに晒される外国資産を50%保有しているからである。

短期的な資本市場の見通しに応じて、資産配分比率を基本ポートフォリオから意図的に乖離させる戦術的資産配分戦略も可能であり、執行部にはその戦略を採用し実行する裁量権もある。そのような意図した資産配分戦略が採用されていたかどうかは不明だが、前半5年間では基本ポートフォリオと実際の資産配分比率の差^(注20)が平均で3%以上あつ

(注18) 内訳は、国内債券3、国内株式23、外国債券13、外国株式33。

(注19) リスク構成比とは、ポートフォリオ全体の価格変動（100%）がどのリスクからもたらされたのかを各リスクの合計値が100%となるようにリスク寄与度分析によって筆者が計算したもの。

(注20) 4資産の基本ポートフォリオと実際のポートフォリオの配分比率の差の絶対値を取り、平均した値として計算。

た。しかし結果としては、そのような資産配分比率の管理方法が功を奏さなかったことは図表3で示した「年率—0.28%」という投資結果から明らかである。一方、後半5年間は、第3節で説明したように VaR レシオやトラッキングエラーが縮小しており、基本ポートフォリオとの資産配分比率の差も1%程度に縮小している。

後半5年間、基本ポートフォリオの配分比率に近づける投資プロセスに変更したことは業務概況書における CIO^(注21)の説明でも明らかである。例えば「値下がりしたリスク資産への資金配分の実施(2020年度)」、「株価指数先物の利用による資産間リバランスの迅速化(21年度)」、「基本ポートフォリオに沿った運用(23年度)」、「リバランスの精緻化(24年度)」など基本ポートフォリオの資産配分比率に忠実に合わせようとする意図が読み取れ、そのオペレーションに様々な改善を施したことが分かる。

250兆円もの巨額の資金を運用する GPIF にとって、資産配分比率を基本ポートフォリオに合わせるオペレーションはかなり難度の高い投資行動である。株式、債券市場ともに近年は価格変動性が高まっており、1日で1%以上価格が動くことも少なくない。特に日本株は他の3資産に比べ流動性が相対的に低く、短期間に大規模なリバランス行動を取ると、市場でその投資行動を察知されて先回りの投資行動を誘発し、自らの投資行動によって大事な国民の資産を毀損することにも繋がりがかねない。中期目標においても「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に、十分留意すること。」とされており、日々の資本市場の動向を見極めながら、市場に影響が出ないような繊細な投資行動を実行する必要がある。GPIF のリバランス行動は外部委託した運用会社に GPIF の投資の投資行動の意図を正確に伝えると共に彼らとの連携を含む極めて繊細な投資プロセスが求められるのである。

2020年度～24年度の投資成果(資産配分効果は年率+0.01%)及びリスク管理指標(VaR レシオ)を見る限り、このオペレーションを GPIF が適切に行っていると評価することができるのではないかと。

(2) マネジャーベンチマーク等の選択(ベンチマーク要因)

前述したように GPIF は制度上の制約もあり、株式を含む資産への投資を行う際、運用会社に外部委託を行う必要がある。外部委託する際、彼らの能力を効果的に引き出す方法を確立することが目標達成には不可欠だ。資産クラス間のリバランスからアクティブ運用まで、運用会社に運用委託する目的は様々で、その目的に応じて適切なマネジャーベンチマークを選定し彼らに能力を発揮してもらうことが重要である。

資産クラスのリバランス目的で運用会社を利用する場合、運用会社にはパッシブ運用を委託するケースが多い。パッシブ運用を委託する場合、マネジャーベンチマークは政策ベンチマークと同等の指数を指定する、もしくはリバランスの柔軟性を考慮して地域別指数等

(注21) Chief Investment Officer の略で正確には理事(管理運用業務担当)兼 CIO。

のサブカテゴリーの指数^(注22)を指定する場合が多い。例えば株式のパッシブ運用では政策ベンチマークと同じベンチマークを指定することで政策ベンチマークと同等のリスク・リターン特性を持った株式指数先物等が活用でき、大きな金額のバスケット取引も可能で流動性が相対的に高く迅速な執行が行える。なお外国株式では後述するように、アクティブ運用で超過リターンの獲得を目指して、地域特化型のマネジャーベンチマークが数多く設定されているが、アクティブ運用採用に伴う国別配分や投資スタイルの調整を行うため、政策ベンチマークと異なる多くのマネジャーベンチマークがパッシブ運用でも指定されている。一方、外国債券では政策ベンチマークと同じ指数以外に、為替リスクや金利（デュレーション）リスクを精緻に調整するために政策ベンチマークのサブカテゴリーとなる地域別ベンチマークや償還年限を限定したマネジャーベンチマークも設定されている。

このようにパッシブ運用においては、政策ベンチマークとは異なる多様なマネジャーベンチマークが設定されているのである。なお GPIF のパッシブ運用比率が高いのは、アクティブ運用で巨額の資金を運用委託できないことが一番の理由だが、もう一つ重要な理由として、資産クラス間のリバランスを迅速かつ正確に行うことが重要である点も指摘できる。

リスク管理目的ではなく超過リターンを獲得することが運用会社の外部委託の目的となる場合、マネジャーベンチマークを選択する理由は資産により様々である。例えば、外国債券の場合、政策ベンチマークは「FTSE 世界国債インデックス（除く日本、除く中国、ヘッジなし・円ベース）」であり、社債等の信用リスクを含む債券はベンチマークに含まれていない。長期投資家にとって信用リスクを取ることで国債に比べより高いリターンを獲得できる可能性が高いことはよく知られている。従って、信用リスクスプレッドなどの指標を観測しつつ投資適格社債やハイイールド債^(注23)を投資対象とするマネジャーベンチマークを設定しそのポジションを適切に管理することができれば長期間での超過リターンを獲得する効果があると考えられる。2025年3月末時点では残高がほとんどないが、以前はブルームバーググローバル総合指数のような、社債だけでなく証券化商品や新興国市場にも投資をするベンチマークがアクティブ運用の主たるマネジャーベンチマークであった時期もある。

2024年度の業務概況書において、外国債券のベンチマーク管理が従前とは変化していることについて CIO は以下のように述べている。

「総合型アクティブファンドを通じた形ではクレジットリスクの総量管理が困難になったこと等を踏まえ、第4期中期目標期間を通じて外国債券運用全体のファンド構成や選定方

(注22) 例えば外国債券の政策ベンチマークは FTSE 世界国債インデックス（除く日本・中国、ヘッジなし・円ベース）だがサブカテゴリーの指数として、FTSE 米国国債インデックス（ヘッジなし・円ベース）や FTSE 世界国債インデックス（除く日本、米国、EMU、中国、ヘッジなし・円ベース）を挙げることができる。

(注23) ハイイールド債とは一般的に投資適格債券よりも信用格付の低い債券を指す。

法を見直した。クレジット型パッシブファンドの採用や WGBI（世界国債インデックス）を細分化した地域別パッシブファンドの拡大など、パッシブファンドを多様化することにより、GPIF が外国債券運用における主要なリスクを管理する体制を構築した上で、2024 年度初には 7 つのアクティブファンド及び金利変動リスク（デュレーション）調整用パッシブファンドで構成する米国投資適格社債ポートフォリオの運用を開始した。」

この記述は、外国債券の主たるリスクを GPIF 自らがコントロールするようになったことを示している。2020 年 3 月以前はアクティブ運用会社に様々なリスクを取ることで超過リターンの獲得を促していたところ、2020 年 4 月以降は、信用リスクを含めたりスク量を GPIF 自らがコントロールする運用体制に変化し、その変化に伴い、ベンチマーク選定やアクティブマネジャーの役割も変化したことになる。

一方外国株式では、外国債券のように異なるマネジャーベンチマークのパッシブ運用を組み合わせることで信用リスクを取り、超過リターンの獲得を目指すことが難しいため、異なるアプローチでマネジャーベンチマークの選択が行われている。つまり各マネジャーが超過リターンを獲得できる可能性の高い、得意な投資スタイルに合わせたマネジャーベンチマークを指定し、それらを組み合わせることのできる限り安定的に超過リターンを獲得しようとしているのである。

この際、異なるマネジャーベンチマークの集合体が、政策ベンチマークと乖離することで発生する投資スタイルの偏りを是正する目的で、ベータ・バランサーと呼ばれるパッシブファンドを採用している^(注24)。このため、このベータ・バランサーに対しては様々なスタイルベンチマークが指定されている。例えば 2022 年度の業務概況書の中で、CIO は北米株式のアクティブマネジャーを選定したことに関連して「当該ファンドが構築するポートフォリオのスタイルリスク等の調整のために新しいインデックスを複数採用し、パッシブファンドとして約 1 兆円を投資した。」と述べている。なお北米株式のアクティブマネジャーが採用されたのは、超過リターンを獲得できる投資戦略が多く存在する地域だからである。

(3) アクティブマネジャー選択（ファンド要因）

アクティブ運用で基本ポートフォリオに対して超過リターンを獲得することは極めて重要だ。GPIF も過去様々な選定方法でマネジャーベンチマークに対して超過リターンを獲得できると考えられる運用会社を見極めようとしてきた。次頁の図表 7 はそのようなアクティブマネジャーを採用した結果としての、過去 10 年間の資産別及び資産全体のアクティブ運用比率^(注25)の推移を示したものである。

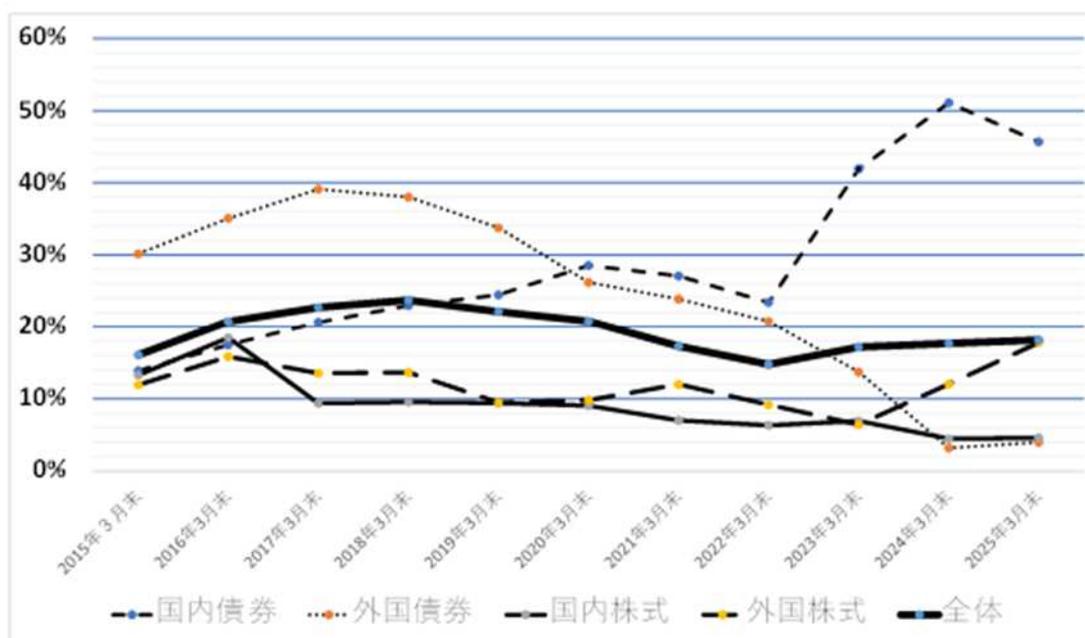
資産全体ではアクティブ比率は 20% 付近を前後しているが、資産別に見ると大きな差があり、さらに時間の経過と共にその比率が大きく変化していることが分かる。特に債券で

(注24) 詳細については、2023 年度業務概況書の 53 頁を参照のこと。

(注25) アクティブ運用の定義については、2024 年度業務概況書の 60 頁を参照のこと。

アクティブ比率の変化が顕著である。例えば国内債券ではアクティブ比率が 2022 年以降大きく上昇し 2024 年 3 月末には 50% を越える水準に達した。もっともこのアクティブ比率の上昇はインハウス運用が 37%（25 年 3 月末は 33%）と大きく拡大したことが主たる理由であり、外部委託しているアクティブ運用の比率は 11% 弱と 10 年前の数値（約 14%）と大きな差はない。

図表7. 資産別アクティブ運用比率の推移



（出所） GPIF業務概況書（2014年度～24年度）のデータを基に筆者が作成

一方、外国債券はアクティブ比率が、10 年前の約 30%、8 年前の約 40% という高い水準から、2024 年 3 月末には 3% と 10 分の 1 に減少している。この変化の背景には、前述したように外債のリスク管理方法を GPIF が大きく変更したことが影響している。例えば 2021 年の業務概況書において CIO は以下のように述べている。

「2020 年度は、外国債券での社債等比率を高めたが、2021 年度末には外国債券の約 5% 程度まで低下させた。特に、ハイイールド債の保有額については、運用ガイドラインの変更やファンドの解約により、2021 年度末にはピーク時の 5 分の 1 以下にまで減少させた。」

当時の各運用会社への委託額から、この過程でブルームバーググローバル総合指数をマネジャーベンチマークとしていたアクティブマネジャーの多くが解約され、別のマネジャーベンチマークを指定されたパッシブ運用に入れ替えられていることが分かる。

株式は国内株も外国株もアクティブ比率は 10% 前後を上下しているが、アクティブマネジャーの選定方法は、2022 年秋に大きな変更があった。2021 年度、22 年度の業務概況書の中でアクティブマネジャー選考で新たな手法を試みようとしていることが CIO レターの中で述べられていた。さらに 23 年度の業務概況書では具体的な採用手順を「運用受託機

関の定量評価に最新のデータサイエンスに基づく分析を取り入れる手法を研究し、2022年度下半期より株式アクティブファンド選定を積極的に展開することとした。」と述べている。

この説明の中で「北米株市場で19のアクティブファンドに3兆円を投じた（パッシブマネジャーへの投資額を含む金額）」との記述があるが、各アクティブマネジャーの投資戦略や保有銘柄等のデータを分析することで、各マネジャーの銘柄選択能力をこれまでよりも正確に判定することが出来るとも説明している。各マネジャーのマネジャーベンチマークの集合体と政策ベンチマークとの乖離は、ベータ・バランサーと呼ばれるパッシブファンドを採用することで埋め、超過リターンを安定的に得ようとしているのである。

ただしこの管理方法も道半ばのようであり、2024年度の業務概況書では「銘柄の値動きが想定以上に大きく、ベータ・バランサーを通じてその値動きを十分に捕捉することができなかった」と述べており、アクティブマネジャーのポジション変化をベータ・バランサーが十分に捕捉できず、スタイル調整が不完全で超過リターンが減少したことが伺える。

5. オルタナティブ資産への投資

GPIFは2025年3月末現在、約4兆2千億円（コミットメント額は約7兆4千億円）、全体の1.6%（コミットメント額基準では2.9%）のオルタナティブ資産への投資を行っている。上限比率は5%であり、外形的にはまだ大きな投資余地があると思われるが、GPIFにとってオルタナティブ資産は他の機関投資家とは異なる難しい取扱をする必要がある点に注意が必要である。それはGPIFではオルタナティブ資産は独立した資産として扱わず、伝統的4資産の組み合わせとして管理していることに起因している。

具体的には、インフラ・不動産は投資対象が国内であれば国内債券50%・国内株式50%、外国資産であれば外国債券50%・外国株式50%とし、プライベート株式も投資対象に基づき、国内株式100%もしくは外国株式100%として取り扱っている^(注26)。オルタナティブ資産は伝統的4資産とは異なるリスク・リターン特性を持っているため、このようなプロキシ比率を使った管理では基本ポートフォリオとの乖離が発生、その乖離をコントロールしにくいという投資上の課題が発生するのである。

例えば2023年度のGPIFの基本ポートフォリオに対する超過リターンは+0.04%だが、その内訳を示すと、伝統資産+プライベート・エクイティが+25BP^(注27)（うち、プライベート・エクイティの個別資産要因の寄与度は-5BP）、インフラストラクチャー+不動産がその為替ヘッジも含め-21BPとなっている。ポートフォリオ全体の超過収益率が小幅にとどまった主な原因は、当時わずか1.2%にも満たないオルタナティブ資産の影響が大きかったことが分かる。オルタナティブ資産の時価評価がGPIFのポートフォリオに反映さ

(注26) この比率をプロキシ比率と呼んでいる。

(注27) 1BPは0.01%を指す。

れる時期が伝統的資産よりも遅れること、株式・債券 50%というプロキシ比率を使っており半分の収益率の高い株式との超過収益率比較を行っているためと GPIF は分析している。

リターンへの影響だけでなく、リスク管理上の取扱も簡単ではない。投資先の為替リスクに合わせた為替ヘッジを自ら実行したり、時価変動要因を資金拠出・資金回収・報酬費用等・時価変動・為替変動に細かく分けた要因分解を行うなど、GPIF はきめ細かなリスク管理を実施しているが、オルタナティブ投資に特有の評価期のズレやプロキシ比率の採用などの固有要因は避けて通ることが出来ず、今後もオルタナティブ資産のリスク管理は難しい対応をしなければならないと推察される。

6. ESG 投資

次に GPIF の ESG 投資の現状をデータで確認しておきたい。まず GPIF の ESG 投資は、ESG 指数への投資がほとんどである。ESG 指数に連動する株式投資は、2025 年 3 月末時点で約 18 兆 2 千億円と、株式投資全体の 14.8%を占める。そもそも中期目標の中で、ESG 投資はどのような位置付けにあるのか、図表 8 に示しておく。

図表8. 中期目標におけるESG投資の位置付け

第3期中期目標 (2015年4月～20年3月)	株式運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のため、非財務的要素であるESG(環境、社会、ガバナンス)を考慮することについて、検討すること。
第4期中期目標 (2020年4月～25年3月)	年金積立金運用において投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、非財務的要素であるESGを考慮した投資を推進すること。その際、被保険者の利益のために長期的な収益確保を図る目的で行われるものである等といった年金積立金の管理及び運用の基本的な方針に留意しつつ、取組を進めること。併せて、ESG投資が法人の運用に求められる基本的な考え方にのっとって行われているかについて継続的に検証すること。
(参考)第5期中期目標 (2025年4月～30年3月)	年金積立金運用において投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、非財務的要素であるESGを考慮した投資を推進すること。その際、被保険者の利益のために長期的な収益確保を図る目的で行われるものである等といった「年金積立金の管理及び運用の基本的な方針」に留意しつつ、サステナビリティを考慮した投資に関する基本的な方針を策定するとともに、PDCAサイクルを適切に回す観点から、ESGを考慮した投資について継続的に検証し、検証結果についても検討した上で取組を進めること。

(出所)厚生労働大臣、「第3期～第5期GPIF中期目標」、2015年3月、2020年3月、2025年3月

図表 8 で確認できるように、後半 5 年間は、「ESG を考慮した投資を推進すること」と初めて投資の推進が記されているが、前半 5 年間は、「ESG の考慮を検討すること」とされているだけで、投資の推進は求められていない。にもかかわらず、前半 5 年間で既に ESG 指数に連動する投資が株式投資全体の約 8 % (5 兆 7 千億円) まで行われていたこと

はある意味驚くべきことだと言える。確かにこの間、海外の一部のアセットオーナーから GPIF が ESG 投資を積極的に行っていることに賞賛の声が寄せられ、GPIF の社会的なステータスが上がったことは事実だ^(注28)。一方で、「検討する」とだけ記述された中期目標に対して執行部における投資進捗が急速に進んだことに対して経営委員会が監督機能をしっかり果たしていたのかについて疑問の声があることも事実である^(注29)。筆者は第3期中期目標期間の途中である2018年10月から常勤の監査委員兼経営委員を務めていたこともあり、そのような意見については反省すべき点もあったのではないかと考えている。

一方、ESG 投資は ESG 指数に連動する運用が柱となっていることに鑑み、GPIF が他事考慮の禁止が原則とされている^(注30)等を考慮して、2020年9月18日開催の第46回経営委員会において、「ESG 指数選定における実務指針」が制定され ESG 投資の基本的考え方が整理されたことにも言及しておきたい。

かいつまんで言うと、この実務指針は ESG 投資において、投資一任原則の遵守、他事考慮の禁止の原則の遵守、レピュテーションリスクの厳密な回避を徹底することを求めると共に、ネガティブスクリーニングの手法を含む指数（特定の業種・企業等がユニバースから除外された指数）を選定する場合は、上記の原則に反しないようにするために、選定の根拠が専ら経済合理性に立脚したものであること、無用の憶測をまねかないこと、選定プロセスが合理的かつ透明なものであること等を満たした上で、慎重かつ保守的に対応することを求めるものとなっている。

市販の ESG 指数のほとんどが、ネガティブスクリーニングの手法を含む状況であり、そのためネガティブスクリーニングの手法を含まない指数に選定対象を限定することは、選択肢を大幅に絞ることになり、かえって被保険者の利益にならない可能性があることに鑑み、採用する指数について極力ネガティブスクリーニングの手法を使わないことを基本としつつ、どのようなものであれば使えるのかを明確化したのである。

ESG 投資の資産別の政策ベンチマークに対する定量的な効果（超過リターン）は、2023年度の業務概況書において、当時、投資開始から6年以上が経過したこともあり簡単な説明があるが、若干プラスの効果があったとしている。一方、2024年度の業務概況書の CIO レターでは「ESG 指数投資は、投資開始から7年が経過しており、これまでの振り返り等を踏まえながら、既存指数の投資額の調整、新規指数の選定等、ポートフォリオの最適化に取り組んでいく」との記述がある。また2025年3月末に「サステナビリティ投資方針」が公表されたが ESG 指数投資もサステナビリティ投資の一つである。ESG 指数

(注28) 筆者は GPIF に所属していた際、知り合いの海外の年金ファンドからそのようなポジティブな評価を何度も受けたことを記憶している。

(注29) 筆者が GPIF 退任後にそのような意見を頂いた。

(注30) 中期目標では一貫して、「専ら被保険者の利益のため」という目的を離れて他の政策目的や施策実現のために年金積立金の運用を行うこと（他事考慮）はできない仕組みとなっている」との記述がある。

投資もこの投資方針に基づいて、「サステナビリティに関するリスク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投資を推進すると CIO が 2024 年度の業務概況書で述べている。2025 年度以降は ESG 投資の効果検証結果に基づき、慎重に投資が進められていくのではないかと推察される^(注31)。

7. これまでの評価と今後の課題

ここまで簡単に GPIF の投資の現状を、業務概況書のデータや記述を基に説明したが、過去 10 年間の取組及び現状をどのように評価でき、また今後どのような課題があるのかを個人的な意見として述べておきたい。

(1) 達成された投資目標と達成されなかった投資目標

第 2 節の投資成果で示したように、GPIF は最も重要な投資目標である実質的な運用利回りは「+4.45%」となっており、10 年間の目標である「+1.7%」を大幅に上回った。GPIF は中期目標を達成するための執行機関であり、その役割を十分果たしていると評価できるだろう。

一方、基本ポートフォリオに対する超過リターンは前半 5 年間はマイナス、後半はプラスと前半と後半で好対照の結果となった。前半 5 年間、中期目標に基本ポートフォリオに対する超過リターンという評価指標が明示的に示されていなかったことは既に述べたが、後半 5 年間の投資プロセスの高度化は特筆すべきものと思われる。これまで述べたとおり、基本ポートフォリオを忠実に再現するため運用会社も巻き込んだ精緻なリバランスプロセスの構築、株式指数先物の利用によるリバランスの迅速化、データ分析を駆使した新たなアクティブ運用会社選定プロセスの開発、信用リスク量の主体的コントロールプロセスの構築、為替ヘッジ付米国債の迅速な削減、オルタナティブ資産のリスク管理の精緻化等、5 年間で実施された投資プロセスの高度化の事例は枚挙にいとまがない。

筆者は 2017 年 10 月から 2022 年 8 月まで監査委員兼経営委員として執行部を監督する立場にあったが、2020 年 4 月以降の、上記のような施策を講じたことによる投資プロセスの改善は著しく現在もその投資プロセスを改善する方向で努力していることに対して、高い評価をすることが出来ると考えている。中期目標を達成することに強い使命感を持った経営陣が、引き続き強いリーダーシップで執行部を引っばっていつてもらえることを今後も期待したい。

(2) 大きく変更された投資プロセス

一方で、過去 10 年間の前半（第 3 期中期計画期間）と後半（第 4 期中期計画期間）で執行部の投資プロセスが大きく変化したことに関して、外部委託を受ける運用会社からは戸惑いの声が聞かれることも事実である。前半と後半で、外国債券の比率が 15%から

(注31) ちなみに 2025 年 6 月に GPIF は「ESG 要素と企業価値に関する効果検証報告書」を公表している。

25%に引き上げられ、国内債券の比率が逆に 35%から 25%に引き下げられた他は、国内株式・外国株式の配分比率は変わらず、配分比率の乖離許容幅にも大きな変化はない。

にも関わらずリバランスの方法、アクティブ運用会社の選定方法、アクティブ運用会社への投資ガイドラインの見直し等、運用会社から見て様々な変更があったと推察される。特にパッシブマネジャーは、リバランスプロセスが精緻化したため、従前より頻繁、迅速、精緻なリバランスプロセスが求められており、作業量が増加したことは間違いない。また運用委託されるアクティブ運用額が少額化したり、投資ガイドラインが変更されたりと対応に苦労したとの声も聞く。

しかし、これまでも述べたとおり、そのような変化は、GPIF 執行部が投資プロセスの高度化を図り、自らコントロールすべきリスクを拡大させてきたことに起因することは明らかだ。2024 年度の業務概況書で CIO が述べているように、これまでの取組をさらに推し進めると宣言されており、その流れは不可逆的だ。

一方、GPIF と運用会社の間には大きな変化が見られる。以前はインタビューを含めその対応に GPIF・運用会社双方が多く作業を行う必要があった。求められるレポート類も GPIF 向けのカスタマイズされたものを準備する必要があり、GPIF への対応は非常に手間の掛かる作業であったと推察される。ところが特に 2023 年以降は両者の関係に大きな変化が見られ、例えばリターンが悪化した場合にのみ詳細な報告が求められるようになったようだ。さらに GPIF は改善要望に関する運用会社の声を聞き、対応を行っている。

例えば、ある運用会社の投資スタッフは「GPIF の対応に手間が掛かるというのは以前の話であって現在は当てはまらない。リターンが良好な時はリターンとポジションデータを送付し簡単な運用報告をするだけだ。リターンが悪い時は詳細な説明を求められるが、それは当然のこと。運用会社の要望を聞き入れ、レポートングプロセスの簡素化等も行ってきており、運用会社からみて意見交換できる信頼できるパートナーになった印象だ。」との意見を述べている。

(3) GPIF の存在意義と今後の課題

海外の同規模の年金基金やソブリンウェルスファンドに比べ、GPIF は投資スタッフ数が相対的に少なく、給与水準もあまり高くないことは事実である。制度上の制約もあり、株式のインハウス運用ができないため、大部分のポートフォリオについてファンドオブファンズ形式を取らざるを得ない。このような制約条件を前提とした上で、今後どのような執行機関を目指すべきなのか。

GPIF の存在意義は基本ポートフォリオに対して超過リターンを達成することだと筆者は考えている。なぜなら、基本ポートフォリオを経営委員会及び厚生労働省が決定した後、基本ポートフォリオ通りのリターンを達成するだけなから、GPIF は最小限の人数でよく、ほとんど全てを運用会社に委託することも可能だからである。GPIF 執行部は厚生労働省が常にこの代替案を持っていることを忘れてはならない。GPIF の存在意義は、

2025年4月から始まった第5期中期期間の目標に正しく定められた通り、「中期目標期間において、資産全体の複合ベンチマーク収益率を確保すること」であり、様々な投資上の工夫を施し、基本ポートフォリオを最低限確保し、さらにそれを上回るリターンを獲得することが求められるのではないかと。

250兆円もの巨額の資金を預かる GPIF にとってその目標が簡単ではないことは事実である。しかし 2020年4月以降の投資プロセスの高度化の進展を見る限り、GPIF にはその目標を達成する能力が十分にあると筆者は考えている。今後も、国民の一人として、その能力が発揮されることを期待し、投資プロセスの動向を見守っていきたい。

なお本稿で触れなかったが、GPIF の組織体制、運用基盤の高度化、日本株で実施中のエンゲージメント付パッシブ運用、運用会社に対する運用報酬の考え方、再開された外国株での貸株プロセスなど、数多くの残された重要な論点も存在する。これらの点についてはまた別の稿で改めて論じてみたい。

(参考文献)

GPIF、「業務概況書（2014年度～2024年度）」、2015年～25年

GPIF、「第46回経営委員会議事概要」、2020年9月18日