

2026 年 7 月 28 日

GPIF の基本ポートフォリオを再検証する

～国内債券比率引き上げの可能性～

政策調査部 主席研究員 奥田 宏二

(要旨)

- GPIF の基本ポートフォリオを巡り、政府要人の発言が相次いでいる。片山さつき財務相は「全く不磨の大典でも何でもなし」と述べ、高市早苗首相も「日本の金融資産へのさらなる投資を後押しする方策を追求する」ことは重要だと答弁した。本稿では、国内債券のリスク・リターン特性が変化した場合に、現在の 4 資産均等ポートフォリオを見直す余地があるかを検討する。
- GPIF の基本ポートフォリオは 2020 年に国内債券比率を 35%から現在の水準である 25%へ引き下げた。背景には、国内債券の実質的なリターンが▲1.6%まで低下し、外国債券との格差が拡大したことがあった。国内金利の上昇によって国内債券の期待リターンが改善した局面で、国内債券の構成割合を改めて検討することには一定の合理性がある。
- GPIF が現在の基本ポートフォリオの期待リターンを示す際に用いた条件（パターン A）では、国内債券の実質的なリターンは四つの経済シナリオで▲0.8%となっている。他の 3 資産の実質的なリターンを固定した簡易試算では、これが▲0.6%程度まで改善すれば国内債券 30%型は運用目標 1.9%を満たし、約▲0.4%まで改善すれば国内債券 35%型も運用目標をほぼ満たす。複数の経済前提の下で 4 資産の期待リターン、リスク、相関係数を整合的に更新し、国内債券比率 30～35%も検討する価値はあるだろう。
- GPIF の運用資産 294 兆円（2025 年度末）を基準に機械的に計算すると、国内債券 30%型への移行は約 15 兆円、35%型への移行は約 29 兆円の外貨売り・円買いに相当する。ただし、この規模で国内債券比率を引き上げる場合、国内債券市場の規模や流動性も考慮する必要がある。

1. はじめに

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の基本ポートフォリオを巡り、政府要人の発言が相次いでいる。高市早苗首相は 2026 年 7 月 17 日の参議院予算委員会で、家計やGPIFをはじめとする年金基金による「日本の金融資産へのさらなる投資を後押しする方策を追求する」ことは重要

だと答弁した（注1）。これに先立ち、片山さつき財務相は7月14日の閣議後記者会見で、基本ポートフォリオは「全く不磨の大典でも何でもない」と述べ、運用環境が変化すれば適切な検証や見直しはあり得るとの認識を示した（注2）。GPIFを所管する上野賢一郎厚生労働相も同日、現在の運用環境が基本ポートフォリオの想定から大きく乖離しているとは考えていないとしつつ、必要があれば見直しの検討を進めると述べている（注3）。

ここには二つの論点が含まれる。一つは、国内の成長分野への資金供給を拡大する観点から、GPIFを含む機関投資家の資金を国内資産へ向かわせる政策論だ。もう一つは、金利、物価、賃金、為替などの運用環境が変化したとき、基本ポートフォリオの算定の前提も更新すべきではないかという資産運用上の論点であり、本稿ではこちらの観点を扱う。国内資産への投資拡大そのものを目的とする基本ポートフォリオの変更は、専ら被保険者の利益のために運用するというGPIFの目的との間に緊張を生むが、運用環境の変化を算定の前提に反映することは、その目的と矛盾しない。

本稿では、まず現在の基本ポートフォリオが4資産均等となった経緯を確認する。次に、2020年に国内債券の構成割合が35%から25%へ引き下げられた背景を整理する。そのうえで、GPIFが2025年の基本ポートフォリオ検討で示した三つの期待リターンの設定方法を確認し、国内債券を30%または35%とするポートフォリオが選択肢になり得るかを検討する。

2. 4資産均等ポートフォリオの背景

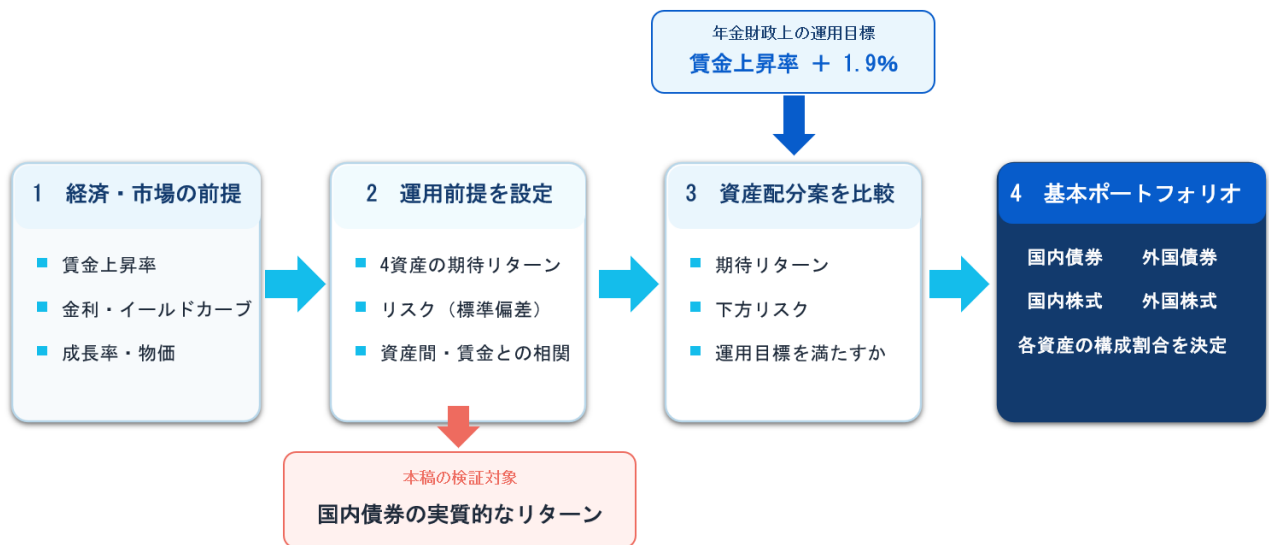
GPIFの基本ポートフォリオは、2014年10月に国内債券35%、外国債券15%、国内株式25%、外国株式25%へ変更され、2020年4月に4資産均等へ移行した。2025年度からの第5期中期目標期間では、この4資産均等が維持されている。

基本ポートフォリオに求められる運用目標は、名目運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いた「実質的な運用利回り」で1.9%を確保することだ。

各資産の名目期待リターンから名目賃金上昇率を差し引いた値を、GPIFは「実質的なリターン」と呼んでいる。ここでの「実質」は、物価ではなく賃金を基準にしたものだ。公的年金の給付は賃金や物価に応じて改定され、前述の運用目標も賃金を基準に定められているため、運用の成否を測る物差しは、名目リターンの絶対水準ではなく、賃金上昇率をどれだけ上回るかとなる。名目リターンが高い経済シナリオでも、賃金がそれ以上に伸びれば、年金財政にとっての収益力は高まらない。

GPIFの基本ポートフォリオに至る検証の手順は、おおむね次の通りとなる（資料1）。まず、厚生労働省の財政検証が示す四つの経済シナリオを前提に、賃金、物価、金利の長期的な想定を置く。次に、その想定を踏まえて各資産の期待リターン（見込まれる収益率）を推計する。リスク（収益率や賃金上昇率のぶれ幅）と相関係数（資産同士や賃金との連動の度合い）は、各資産の市場指数や賃金の過去データから推計する。そのうえで、運用目標の1.9%を満たし、運用利回りが賃金上昇率を下回る確率が全額を国内債券で運用した場合より小さいポートフォリオの中から、賃金上昇率を下回ったときの不足分が最も小さい構成を探す。

資料 1 基本ポートフォリオ策定の主な流れ



（出所）GPIF「第 5 期中期目標期間における基本ポートフォリオについて～詳細～」(2025 年)を基に第一ライフ資産運用経済研究所作成

こうして得られた結果が、4 資産均等だった（注 4）。さらにGPIFは、期待リターンの設定方法を変えた複数のパターンを用意し、いずれのパターンでも運用目標を満たすか確認している。

この検証について、GPIF調査数理部の竹内光氏が論文で解説している（注 5）。GPIFが基本ポートフォリオの期待リターンやリスクを示す際に用いた条件（パターンA）の実質的なリターンは次の通りとなっている。

資料 2 4 資産の実質的なリターン（パターンA）

資産	実質的なリターン
国内債券	▲0.8%
外国債券	0.9%
国内株式	3.5%
外国株式	4.1%

（注）パターンAでは、各資産の実質的なリターンは四つの経済シナリオで同じとなる。

（出所）GPIF「第 5 期中期目標期間における基本ポートフォリオについて～詳細～」(2025 年)より第一ライフ資産運用経済研究所作成

4 資産均等の実質的なリターンを構成割合で加重平均すると 1.925%となり、GPIFが示す 1.9%と整合する。GPIFはこのほか、収益のぶれ幅を示す標準偏差を 10.34%、運用利回りが名目賃金上昇率を下回る下方確率を 42.3%、運用利回りが名目賃金上昇率を下回った場合の不足幅の平均を示す条件付平均不足率を 7.2%と公表している。

竹内氏は、前回より運用目標が引き上げられた一方、近年の金利上昇を受けて債券の期待リターンが相対的に上昇したことなど、資産構成割合を異なる方向へ動かす複数の要因が働いた結果、基本ポートフォリオが変わらなかったと説明している。4 資産均等は 2025 年の経済前提と資本市場前提を置き、一定の制約の下で最適化した結果として導かれた。この前提が変われば、同じ計算方法を用いても異なる結果となる可能性がある。

3. 国内債券はなぜ 35%から 25%に引き下げられたのか

GPIFの現在の基本ポートフォリオの源流は 2014 年の運用改革にある。このとき、国内債券 35%、外国債券 15%、国内株式 25%、外国株式 25%の基本ポートフォリオを採用した。2020 年 4 月には国内債券を 25%へ引き下げる一方、外国債券を 25%へ引き上げ、4 資産均等へ移行した。2014 年から 2020 年にかけて国内債券の実質的なリターンは大きく低下した（資料 3）。

資料 3 2014 年と 2020 年の基本ポートフォリオ策定時の実質的なリターン

策定時	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
2014年・経済中位ケース	▲0.2%	0.9%	3.2%	3.6%
2014年・市場基準ケース	▲0.1%	1.4%	3.1%	4.1%
2020年	▲1.6%	0.3%	3.3%	4.9%

(注)実質的なリターンは、名目期待リターンから名目賃金上昇率を差し引いたもの。

(出所) GPIF「基本ポートフォリオの変更について」(2014 年 10 月)、同「第 4 期中期目標期間 基本ポートフォリオの変更について(詳細)」(2020 年 3 月)より第一ライフ資産運用経済研究所作成

2014 年に▲0.2～▲0.1%だった国内債券の実質的なリターンは、2020 年には▲1.6%まで低下した。外国債券との実質的なリターンの格差も、2014 年の 1.1～1.5%から 2020 年には 1.9%へ拡大した（注 6、注 7）。

GPIFは 2020 年の基本ポートフォリオ変更について、国内金利の低下に伴って国内債券の割合が減少し、相対的に金利の高い外国債券の割合が増加したと説明している（注 7）。国内債券と外国債券の期待リターンの差が、構成割合の変更に影響したことが分かる。

GPIFが公表する国内債券の実質的なリターンは、2020 年の▲1.6%から 2025 年のパターンAで▲0.8%となった。外国債券は+0.9%で、両者の格差は 1.9%から 1.7%へ縮小した。2025 年は国内債券の期待リターンの推計方法が、債券運用シミュレーションからビルディングブロック法へ変わっている。近年のイールドカーブの変動が大きく、日本銀行の政策転換期にあって適切なシナリオを置くことが難しいと判断されたためだ（注 5）。この点で単純比較はできないものの、金利が上昇した現在、国内債券の期待リターンを改めて推計し、構成割合を検討することに不自然

さはない。

4. 国内債券の実質的なリターンの妥当性

GPIFは 2025 年の基本ポートフォリオ策定に当たり、財政検証で示された四つの経済シナリオについて、期待リターンを三つの方法で設定した。パターンAに加え、賃金と金利の関係を変えたパターンB、実質賃金の変化を資産ごとの上乗せ分にも反映したパターンCを検討した。

各資産の期待リターンは、共通の土台となる期待短期金利に、資産ごとの上乗せ分を加えて推計する。国内債券の上乗せ分は小さく、株式は大きい。期待短期金利を高く置けば、国内債券だけでなく、4 資産すべての期待リターンが押し上げられる。

パターンAとBは、物価と実質賃金の変化を期待短期金利に反映する点では共通する。両者の違いは、賃金と短期金利の関係の置き方にある。パターンCは、物価の変化を期待短期金利に、実質賃金の変化を資産ごとの上乗せ分に反映する。

(1) 三つのパターンと 4 資産均等ポートフォリオ

GPIFは三つの設定方法について、現在の 4 資産均等ポートフォリオが確保する実質的なリターンを次のように示している。

資料 4 4 資産均等ポートフォリオの実質的なリターン(2025 年)

経済シナリオ	パターンA	パターンB	パターンC
高成長実現	1.9%	3.5%	1.9%
成長型経済移行・継続	1.9%	1.9%	1.9%
過去30年投影	1.9%	1.9%	1.9%
1人当たりゼロ成長	1.9%	2.1%	1.9%

(注)国内債券、外国債券、国内株式、外国株式を各 25%とする基本ポートフォリオの実質的なリターン。パターンBで高成長実現ケースと 1 人当たりゼロ成長ケースの値がパターンAと異なるのは、前者に経済が好調だった時期の賃金と短期金利の関係を、後者に過去の最低水準の短期金利を、それぞれ適用しているため。

(出所) GPIF「第 5 期中期目標期間における基本ポートフォリオについて～詳細～」(2025 年)より第一ライフ資産運用経済研究所作成

GPIFは、いずれの設定方法でも 4 資産均等ポートフォリオが運用目標 1.9%を満たすことを確認している。ただし、パターンB・Cについては資産別の内訳を確認できない。以下では、4 資産それぞれの数値が確認できるパターンAに即して、国内債券をみていく。

(2) パターンA

パターンAにおける国内債券の名目期待リターンと名目賃金上昇率の関係は次の通りだ。

資料5 パターンAにおける賃金上昇率と国内債券の期待リターン(2025年)

経済シナリオ	名目賃金上昇率	期待短期金利	国内債券の名目期待リターン	実質的なリターン (注)
高成長実現	4.0%	2.9%	3.2%	▲0.8%
成長型経済移行・継続	3.5%	2.4%	2.7%	▲0.8%
過去30年投影	1.3%	0.2%	0.5%	▲0.8%
1人当たりゼ口成長	0.5%	▲0.6%	▲0.3%	▲0.8%

(注)実質的なリターンは、国内債券の名目期待リターンから名目賃金上昇率を差し引いたもの。

(出所) GPIF「第5期中期目標期間における基本ポートフォリオについて～詳細～」(2025年)より第一ライフ資産運用経済研究所作成

GPIFは、いずれのパターンでも「過去30年投影ケース」を出発点にしている。同ケースの期待短期金利は、過去30年間の1年金利の平均から0.2%と設定された。パターンごとに異なるのは、ここから他の三つの経済シナリオへ調整する方法だ。パターンAでは、過去30年投影ケースとの名目賃金上昇率の差だけ期待短期金利を調整している。

この設定では、名目賃金上昇率が1%変化すると期待短期金利も1%変化する。期待短期金利と名目賃金上昇率の差が各シナリオで一定となるため、国内債券の実質的なリターンも一律▲0.8%となる。したがって、▲0.8%は、四つの経済シナリオごとに国内債券の収益力を独立して推計した結果というより、賃金と短期金利を一対一で動かす設定から生じた値だ。

(3) パターンB・C

竹内氏は、名目賃金上昇率と期待短期金利が常に一対一で動くとは限らず、資産ごとの上乗せ分(リスクプレミアム)も変化する可能性があると説明している。パターンBは、経済シナリオに応じて、過去の異なる時期の賃金と短期金利の関係や短期金利の水準を用いる。パターンCは、資産ごとの上乗せ分を実質賃金の変化に応じて調整する。こうした設定では、国内債券の実質的なリターンも▲0.8%から変わり得る。

竹内氏の説明を踏まえると、2025年の策定では、債券の期待リターンの相対的な上昇という債券比率を高める方向の要因と、株式と賃金の相関の高まりや運用目標の1.9%への引き上げという株式比率を高める方向の要因が拮抗し、その結果として4資産均等が維持された。裏を返せば、国内債券の実質的なリターンがさらに改善するなど、債券側の要因がもう一段強まれば、同じ計

算方法から国内債券比率の高いポートフォリオになる可能性がある。

2024 年 12 月の経営委員会では、現行の資産配分に加えて債券を引き上げる案や株式を引き上げる案といった複数案を暫定的に試算したことが報告されており（注 8）、策定の過程では代替案との比較が行われていたとみられる。ただし、各案の資産構成や期待リターンなどの詳細は確認できない。

5. 国内債券比率引き上げが選択肢となる条件とは？

以下では、パターンAの▲0.8%を出発点に、国内債券の実質的なリターンが他の資産に対して相対的に改善した場合、国内債券 30%型と 35%型が運用目標を満たす水準を逆算する。比較するのは、次の三つのポートフォリオだ。

資料 6 簡易試算する三つのポートフォリオ

ポートフォリオ	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
現行型	25%	25%	25%	25%
国内債券30%型	30%	25%	20%	25%
国内債券35%型	35%	25%	15%	25%

（注）国内債券 30%型と 35%型は、国内株式と外国株式を各 25%に維持したまま、外国債券から国内債券へそれぞれ 5%、10%を移したもの。国内資産比率は現行型が 50%、国内債券 30%型が 55%、同 35%型が 60%となる。

（出所）第一ライフ資産運用経済研究所作成

国内債券 35%型は 2014 年 10 月から 2020 年 3 月までの基本ポートフォリオと同じ構成だ。外国債券、国内株式、外国株式の実質的なリターンをそれぞれパターンAの値で固定し、国内債券だけを変化させると、ポートフォリオ全体の実質的なリターンは次のようになる。

資料 7 国内債券の実質的なリターン別にみたポートフォリオ全体の実質的なリターン（簡易試算）

国内債券の実質的なリターン	現行型	国内債券30%型	国内債券35%型
▲0.8%	1.93%	1.84%	1.76%
▲0.4%	2.03%	1.96%	1.90%
0%	2.13%	2.08%	2.04%
0.4%	2.23%	2.20%	2.18%
0.8%	2.33%	2.32%	2.32%

（注）外国債券、国内株式、外国株式の実質的なリターンをそれぞれ+0.9%、+3.5%、+4.1%に固定し、国内債券の実質的な

ターンのみを変化させ、各資産の実質的なリターンを構成割合で加重平均した簡易試算。GPIFが公表した丸め後の数値を使用。表中の数値は小数第3位を四捨五入している。

(出所) GPIF「第5期中期目標期間における基本ポートフォリオについて～詳細～」(2025年)を基に第一ライフ資産運用経済研究所作成

▲0.8%はパターンAの設定、▲0.4%は国内債券の相対的な収益力が部分的に改善する場合、0%は国内債券の名目期待リターンが名目賃金上昇率と同程度になる場合を表している。本試算のように他の3資産を固定して国内債券だけを相対的に改善させるには、国内債券の上乗せ分を高める必要がある。パターンAの公表値では、この上乗せ分は0.3%（期待短期金利0.2%、国内債券の名目期待リターン0.5%）となる。▲0.4%は、これが約0.7%へ高まる状態にあたる。+0.4%と+0.8%は、国内債券の実質的なリターンがプラスとなる場合を確認するための感応度分析上の設定だ。

▲0.8%を前提とすると、国内債券30%型と35%型は運用目標1.9%を満たさない。国内債券30%型が1.9%を満たすために必要な国内債券の実質的なリターンは▲0.6%となる。

国内債券35%型の場合、公表された期待リターンを用いた単純計算では、国内債券の実質的なリターンが約▲0.39%まで改善すれば1.9%を満たす。▲0.4%の場合の1.895%は、1.9%に近似する水準だ。0%まで改善すれば、30%型、35%型ともに運用目標を上回る。

国内債券30%は、現在の基本ポートフォリオと国内債券比率を35%とする2014年のポートフォリオの中間に位置する。基本ポートフォリオは、運用目標を満たすポートフォリオの中から条件付平均不足率を最小にする構成を選ぶ方法で策定されている。国内債券は標準偏差が2.60%と4資産で最も小さく、外国債券（同9.72%）から国内債券への振替はポートフォリオ全体のリスクを引き下げる方向に働く。GPIFが公表したリスクと相関係数を用いると、30%型の標準偏差は10.03%となり、現行型の10.34%を下回る。

国内債券の実質的なリターンが▲0.6%まで改善した場合、30%型は運用目標1.9%を満たす。下方確率は42.1%で、同じ▲0.6%を前提に試算した全額国内債券運用の58.3%を下回る。条件付平均不足率も6.9%と、同じ前提で試算した現行型の7.2%を下回る（注9）。本試算の範囲では、30%型は現行型より低い標準偏差と条件付平均不足率で運用目標を満たす比較対象となる。

ただし、この試算は国内債券の実質的なリターンだけを変更し、他の3資産の実質的なリターン、リスク、相関係数を固定した簡易なものだ。30%型と35%型が運用目標を満たす分岐点を示すもので、最適化を再計算したものでも、▲0.6%や▲0.4%を妥当な長期予測として示したものでもない。金利や賃金的前提が変われば、外国債券や株式の期待リターン、資産間の相関も変化する可能性がある。基本ポートフォリオの見直しには、経済シナリオごとにすべての前提を整合的に更新したうえでの再計算が必要となる。

それでも、国内債券の実質的なリターンが▲0.8%から▲0.6%程度へ改善すれば国内債券30%型が、約▲0.4%まで改善すれば2014年型の35%型が、運用目標をほぼ満たすと考えられる点は見逃せない。国内債券30～35%は、現在の基本ポートフォリオを検証する際の比較対象になり得るだろう。

6. おわりに

現在の基本ポートフォリオに至る過程で、2020年に国内債券は35%から25%へ引き下げられた。その大きな背景には、国内債券の実質的なリターンが▲1.6%まで低下し、外国債券との格差が拡大したことがあった。2025年には、パターンAにおける国内債券の実質的なリターンが▲0.8%へ改善した。

この点を踏まえれば、国内債券の実質的なリターンが相対的に高まる場合にも、4資産均等が最も効率的なポートフォリオであり続けるのかを検証する余地がある。

簡易試算では、国内債券の実質的なリターンが▲0.6%程度まで改善すれば、国内債券30%、外国債券20%、国内株式25%、外国株式25%のポートフォリオが運用目標1.9%を満たす。約▲0.4%まで改善すれば、国内債券35%の2014年型ポートフォリオも運用目標をほぼ満たす。

国内債券を30%または35%へ引き上げ、その分だけ外国債券を減らせば、現行50%の国内資産比率はそれぞれ55%、60%となる。2025年度末の運用資産を基準に資産区分を単純化して捉えれば、30%型で約15兆円、35%型で約29兆円の外貨売り・円買いに相当する（注10）。公的年金の給付は円建てであり、外国債券から国内債券への振替は、国内株式と外国株式を各25%に維持しつつ、ポートフォリオ全体の為替変動リスクを抑制する方向に働く。一方、債券部分の国際分散は縮小するため、この影響の検証は欠かせない。

基本ポートフォリオを見直す場合、国内金利の上昇や政府の成長戦略によって国内資産のリスク・リターン特性が変化したのであれば、その変化を運用前提に反映し、年金財政上必要なリターンをより小さいリスクで確保できるかを確認する作業が必要だ。国内債券の収益力の改善が続くのであれば、国内債券比率の引き上げは検討に値する選択肢となる。本稿の簡易試算では、その可能性が示唆された。

ただし、収益力の改善だけで結論が決まるわけではない。GPIFの運用資産は2025年度末時点で294兆円に上る。現在の基本ポートフォリオの策定過程では、GPIFの経営委員会で積立金の伸びが国内市場の成長を上回る場合には、市場規模や流動性の面から海外資産の比率を高めざるを得ないとの議論があった（注11）。運用資産の拡大が続くなかで国内債券の比率を高めれば、国内債券市場に与える影響もそれだけ大きくなる。国内債券比率の引き上げは、期待リターンとリスクに加えて、国内債券市場の規模や流動性との見合いで検討する必要がある。

以 上

【注釈】

- 1) 参議院インターネット審議中継「参議院予算委員会（2026年7月17日）」における高市首相の答弁
- 2) 財務省「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（2026年7月14日）」
- 3) 厚生労働省「上野大臣会見概要（令和8年7月14日）」
- 4) GPIF「第5期中期目標期間における基本ポートフォリオについて～詳細～」(2025年)

-
- 5) 竹内光「基本ポートフォリオの変更について」『月刊資本市場』2025年6月号。竹内氏の所属は GPIF調査数理部調査数理課。
 - 6) GPIF「基本ポートフォリオの変更について」(2014年)
 - 7) GPIF「第4期中期目標期間 基本ポートフォリオの変更について(詳細)」(2020年3月)。国内債券と外国債券の構成割合の変更に関する説明は、同「基本ポートフォリオの考え方」(GPIFウェブサイト、第4期中期目標期間に関する記述)による。
 - 8) GPIF「基本ポートフォリオ策定に係る経営委員会議事概要」第102回経営委員会(2024年12月20日開催)
 - 9) ポートフォリオの標準偏差は、GPIFが公表した4資産のリスク・相関係数を用いた筆者試算。下方確率と条件付平均不足率は、これに賃金上昇率の標準偏差および各資産との相関を加え、正規分布を前提に試算した。国内債券の実質的なリターンを▲0.6%とした場合、30%型の下方確率は42.1%、条件付平均不足率は6.9%、全額国内債券運用の下方確率は58.3%、現行型の条件付平均不足率は7.2%となる。なお、パターンAの▲0.8%を用いて現行型を試算すると、標準偏差10.34%、下方確率42.2%、条件付平均不足率7.2%となり、GPIFの公表値とほぼ一致する。
 - 10) 約15兆円、約29兆円は、基本ポートフォリオの中心値の差を2025年度末のGPIF運用資産に当てはめた機械計算。実際の為替取引額と時期は、移行時点の資産構成、資金流入、為替ヘッジの利用、移行期間によって異なる。
 - 11) GPIF「基本ポートフォリオ策定に係る経営委員会議事概要」第98回経営委員会(2024年7月26日開催)