

2025年度のGPIFの運用実績と取り組み

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の2025年度の収益率は+16.47%、ベンチマークに対する超過収益率は▲0.18%となりました。今回のニュース解説では、GPIFの2025年度業務概況書より、同年度の運用状況を解説します。

2025年度の運用実績

現在、GPIFでは国内債券、外国債券、国内株式、外国株式の4資産に25%ずつ配分する基本ポートフォリオをもとに運用を行っています。2025年度は、国内外の株式が好調だったことや、為替相場が円安が進んだため外国債券の収益率も高水準となったことで、資産全体の収益率は+16.47%となりました。GPIFの運用目標の一つは名目賃金上昇率+1.9%を中長期的に達成することですが、2001年度以降の25年平均での実質（対名目賃金上昇率）収益率は+4.33%であり、

長期的な運用目標を上回っています。運用資産額を確認すると、約294兆円（2025年度末時点）となり、昨年度末から約41兆円増加しました。

ベンチマークに対する超過収益率については、資産全体で▲0.18%とマイナスになっています。資産クラス別に超過収益率を確認すると、国内債券や外国債券がプラスとなる一方、国内株式は小幅なマイナス、外国株式は▲0.60%となっています。超過収益の要因については、次項以降で詳しく見ていきます。

図表 1 GPIF 2025 年度収益率

資産クラス	実績収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
国内債券	▲ 5.11%	▲ 5.37%	+0.26%
外国債券	12.33%	12.16%	+0.17%
国内株式	34.62%	34.65%	▲ 0.03%
外国株式	27.16%	27.76%	▲ 0.60%
資産全体	16.47%	16.64%	▲ 0.18%

（出所）GPIF「2025 年度 業務概況書」をもとに NFRC 作成

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて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。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

図表2 「伝統資産+PE ポートフォリオ」の超過収益の要因分解

資産クラス	資産配分要因	ベンチマーク要因	ファンド要因	その他	合計
国内債券	▲0.01%	▲0.00%	+0.02%	+0.02%	+0.03%
外国債券	▲0.01%	+0.02%	▲0.00%	+0.00%	+0.02%
国内株式	▲0.07%	▲0.01% うちPE:0.00%	+0.03% うちPE:▲0.00%	▲0.00%	▲0.06%
外国株式	+0.01%	+0.00% うちPE:+0.00%	▲0.07% うちPE:▲0.04%	+0.00%	▲0.06%
伝統資産+PE全体	▲0.08%	+0.01%	▲0.03%	+0.02%	▲0.07%

(出所) GPIF「2025 年度 業務概況書」をもとに NFRC 作成

図表3 「インフラ+不動産ポートフォリオ」の超過収益の要因分解

資産クラス	インフラ	不動産	為替調整	短期資産	合計
インフラ+不動産	▲0.02%	▲0.02%	▲0.06%	▲0.00%	▲0.11%

(注) インフラ・不動産は円通貨で運用されるファンドは国内債券 50%:国内株式 50%、外貨建てで運用されるファンドは外国債券 50%:外国株式 50%として区分される。「為替調整」は基本ポートフォリオからの乖離を抑制するための為替取引による要因。「短期資産」はキャピタルコール対応のための外貨建ての短期資産による要因。

(出所) GPIF「2025 年度 業務概況書」をもとに NFRC 作成

超過収益の要因分解

GPIFでは、伝統4資産以外にもオルタナティブ資産(PE、インフラ、不動産)に投資を行っています。オルタナティブ資産のうち、インフラと不動産については資産特性を踏まえて、2023年度以降、他の資産と区別して管理・運用されています。

図表2、3は、「伝統資産+PE」、「不動産+インフラ」のそれぞれについて超過収益を要因分解したものです。超過収益のうち、「資産配分要因」は実際の資産構成割合と基本ポートフォリオの資産構成割合の差に起因するもの、「ベンチマーク要因」はファンドのマネジャー・ベンチマークと各資産の政策ベンチマークの差に起因するもの、「ファンド要因」はファンドとマネジャー・ベンチマークの差に起因するものです。

「伝統資産+PE」ポートフォリオについて確認すると、国内株式の超過収益がマイナスとなっている主要因は資産配分要因であり、外国株式に

ついてはファンド要因(特にPE)が主であることが読み取れます。

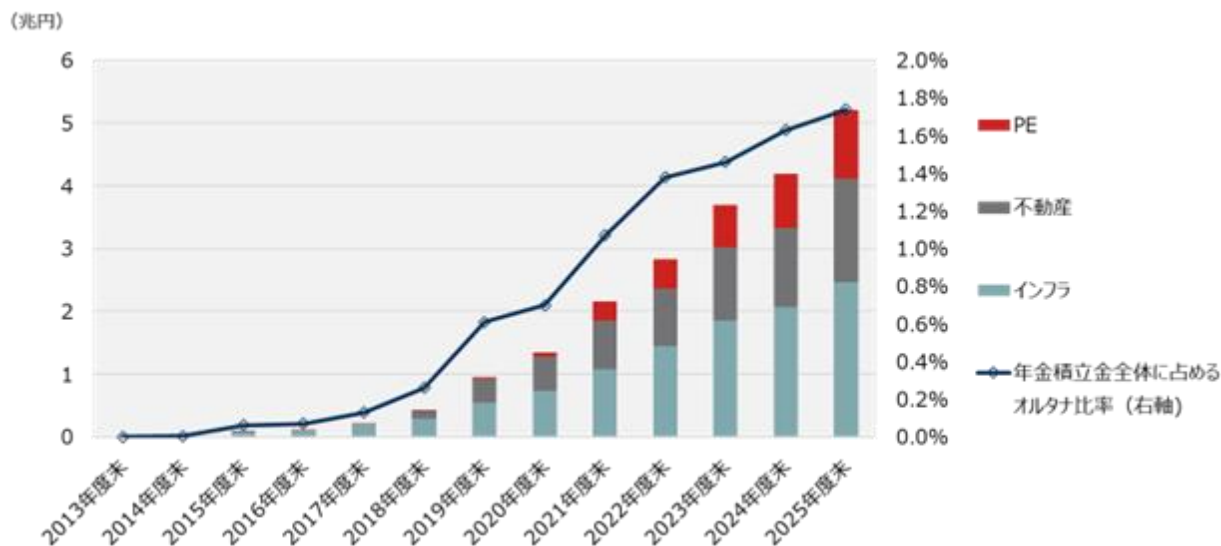
また、「インフラ+不動産」ポートフォリオの超過収益寄与は▲0.11%となっており、資産全体の超過収益▲0.18%の半分以上がインフラ・不動産に起因することが読み取れます。2025年度は上場株式が収益率が非常に高かったため、プライベート資産は上場株式対比で超過収益を獲得することが難しかったと言えるでしょう。

オルタナティブ投資の推進

現在、GPIFではオルタナティブ資産をリスク・リターン特性に応じて国内債券、外国債券、国内株式、外国株式に区分し、資産全体の5%を上限に運用を行うこととされています。2025年度末時点では、オルタナティブ資産の時価総額は5.2兆円となり、資産全体の1.7%ほどを占めます(図表4)。

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて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。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

図表 4 オルタナティブ資産の投資残高



(出所) GPIF「2025 年度 業務概況書」をもとに NFRC 作成

図表 5 オルタナティブ資産の運用状況

	全体	インフラ	不動産	PE
コミットメント額 (億円)	78,536	36,520	24,510	17,506
時価総額 (億円)	52,067	24,643	16,523	10,901
投資開始来のIRR(円建)	10.8%	10.8%	8.9%	15.2%
うち国内資産(円建)	7.3%	3.8%	8.0%	11.3%
うち海外資産(ドル建)	5.3%	5.6%	2.9%	8.3%
うち海外資産(ユーロ建)	4.5%	4.7%	10.0%	3.7%

(出所) GPIF「2025 年度 業務概況書」をもとに NFRC 作成

2025年度は、年金積立金の自家運用において、LPS(リミテッドパートナーシップ)と類似の特性を持つ匿名組合を通じた投資を可能とする政令の改正が行われました。匿名組合を通じた投資は国内の不動産投資等において一般的に使われている手法であり、GPIFの投資機会へのアクセスが広がりました。その他にも、オルタナティブ投資部においてデータ分析チームが設置されたほか、運用の高度化に向けたオルタナティブ資産に係るデータベース構築が開始されています。

2025年度末時点のオルタナティブ資産の運用状況は図表5の通りです。全体のコミットメント額は約7.9兆円となっており、昨年度の約7.4兆円から5,000億円ほど増えています。2025年6月に内閣府から発表された日本成長戦略(案)では、「GPIFにおいて、オルタナティブ投資の上限(資産全体の5%)に向けて取組を進める。」との記述があり、GPIFでは今後もオルタナティブ投資を推進していくものと思われます。

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて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。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

基本ポートフォリオの検証

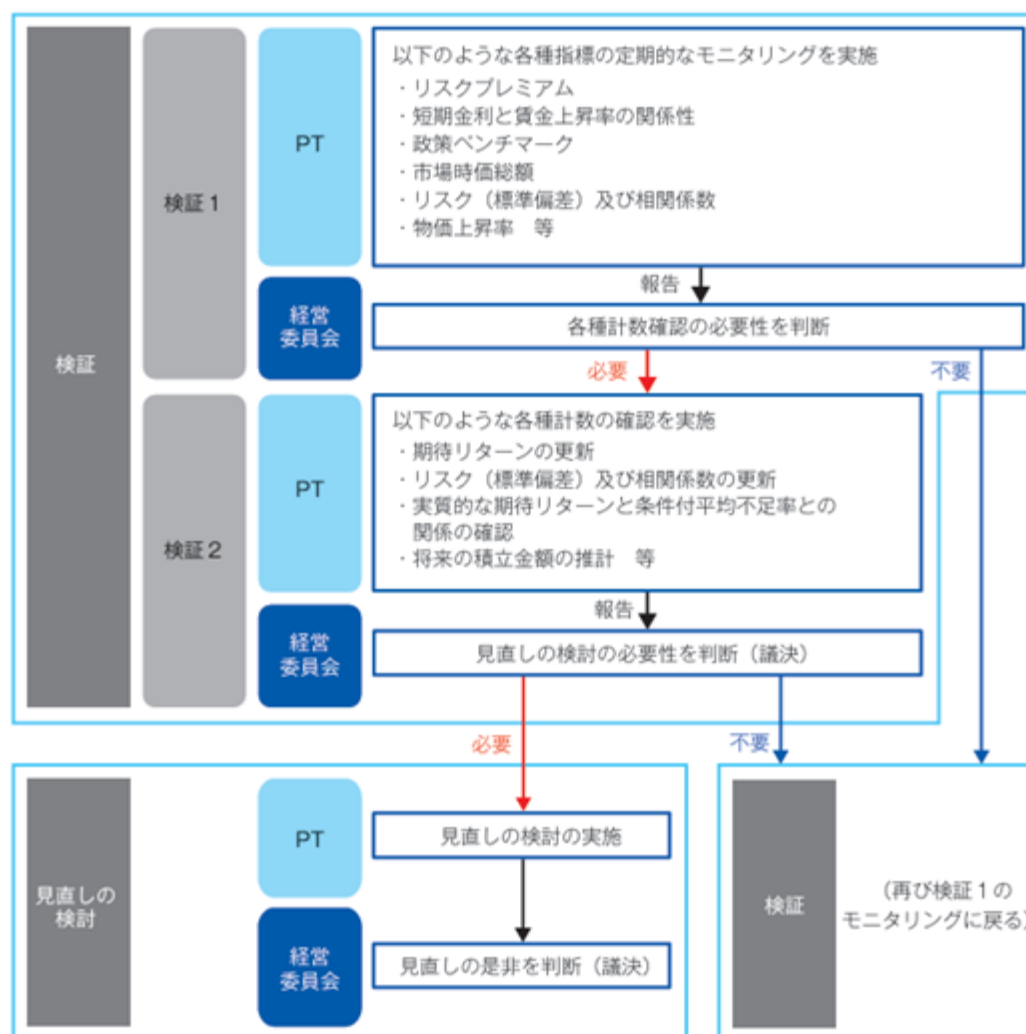
GPIFでは、基本ポートフォリオ策定時に想定した運用環境が大きく変化する可能性がないかなどについて、毎年度適時適切に検証を行うこととしています。

検証の手法は2段階に分かれており、まずは検証1において、各資産クラスのリスクプレミアムや、リスク相関、短期金利と賃金上昇率の関係性などについて、策定時の想定から大きく変化していないか確認が行われます。検証1において、

想定から大きく変化している可能性が指摘された場合には、検証2に進み、期待リターンやリスク相関、将来の積立金額の推計などの更新が行われ、基本ポートフォリオ見直し検討の必要性が判断されることとなっています。

2025年度においては、検証1を実施した結果、運用環境は策定時の想定から必ずしも大きく変化している訳ではないとの検証結果が得られ、検証2は行われず、基本ポートフォリオの見直しは必要ないものと判断されました。

図表 6 基本ポートフォリオ検証の枠組み



（出所）GPIF「2025年度 業務概況書」

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて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。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ・コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第451号
加入協会： 一般社団法人 資産運用業協会 会員番号(第011-00961号)
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

(※) 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<https://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1日本橋浜町Fタワー16F
TEL: 03 6703 3991 Email: nenkin@jp.nomura.com