



For All Generations

2025年度

サステナビリティ投資報告

年金積立金管理運用独立行政法人
Government Pension Investment Fund

For All Generations

GPIFは現世代のみならず、次世代の被保険者の皆様にも必要な積立金を確保するため、受託者責任を果たしてまいります。

GPIFが長期に亘って安定した投資リターンを獲得するために、投資先企業の価値が長期的に高まり、ひいては資本市場全体及び経済全体が持続的・安定的に成長することが重要と考えています。その際、環境問題や社会問題が資本市場に与える負の影響を減らすことが不可欠です。こうした考え方のもとGPIFはサステナビリティ投資を推進しています。

P3 第一章 GPIFのサステナビリティ投資とは

- P.5 数値で見るGPIF
- P.7 理事長インタビュー
- P.11 GPIFのサステナビリティ投資とは
- P.17 GPIFのサステナビリティ投資に関する取組みの沿革
- P.19 サステナビリティ投資に関するガバナンス及び組織・体制
- P.21 GPIF組織内部のサステナビリティに関する取組み

P23 第二章 ESGやインパクトを考慮した投資

- P.25 GPIFのESG指数投資について
- P.27 ESG投資の再構築
- P.29 ESG指数ファンドのパフォーマンス
- P.31 ESG指数投資の効果検証
- P.32 株式・債券の委託運用におけるサステナビリティ
- P.33 オルタナティブ投資におけるサステナビリティ
- P.35 インパクト投資に関する調査研究

P37 第三章 スチュワードシップ活動

- P.39 GPIFのスチュワードシップ活動について
- P.41 運用会社との対話
- P.47 運用会社のエンゲージメントに対する企業の評価
- P.49 指数会社やESG評価会社との対話

読者の皆様

今回の「サステナビリティ投資報告」は、「サステナビリティ投資方針」の策定（2025年3月）後の取組実績を公表する初めての報告書であり、公表に当たって構成を大きく見直しました。ご覧いただく際には、以下の「知りたい」項目をご参考になさってください。

GPIFのサステナビリティ投資の基本的な考え方や全体像、今年の活動ハイライトについて知りたい



第一章（P3）
終わりに（P85）

GPIFのサステナビリティ投資について深く知りたい

ESG投資の取組み、パフォーマンスや、インパクト投資の調査研究について知りたい



第二章（P23）

スチュワードシップ活動の方針や本年度の主な取組みについて知りたい



第三章（P37）

GHG排出量の計測、Climate VaR分析などのサステナビリティに関するリスク分析について知りたい



第四章（P51）

本年度の情報発信や国内外のアセットオーナー、イニシアティブ等との対話・協働について知りたい



第五章（P73）

P51 第四章 サステナビリティに関するリスク分析

- P.53 ポートフォリオのESG評価・ESG評価の国別ランキング・ESG評価間の相関
- P.57 気候関連財務情報開示への対応
- P.59 ポートフォリオの温室効果ガス排出量等の分析～GPIFポートフォリオの特徴～
- P.61 ポートフォリオの温室効果ガス排出量等の分析～カーボンフットプリント・カーボンインテンシティ～
- P.65 財務インパクト～Climate VaR分析（株式）～
- P.70 環境・気候へのインパクト～気温上昇ポテンシャル分析～

P73 第五章 サステナビリティに関する情報発信／関係団体等との対話・協働

- P.75 GPIFの情報発信
- P.77 GPIFの株式運用会社が選ぶ「優れたサステナビリティ開示」
- P.79 企業から見た投資家のサステナビリティ情報開示の関心と活用
- P.81 企業向けアンケート10周年
- P.83 関係団体等との対話・協働

P85 終わりに

- P.85 CIOメッセージ

第一章

GPIFのサステナビリティ投資とは

GPIFは、専ら被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から、サステナビリティ投資を推進しています。第一章では、GPIFのサステナビリティ投資に関する基本的な考え方、全体像、沿革などに加えて、組織・体制の構築、持続的な成長を実現する職場づくりなどの組織内部の取組みなどを中心にご紹介します。



P.5 数値で見るGPIF

P.7 理事長インタビュー

P.11 GPIFのサステナビリティ投資とは

P.17 GPIFのサステナビリティ投資に関する取組みの沿革

P.19 サステナビリティ投資に関するガバナンス及び組織・体制

P.21 GPIF組織内部のサステナビリティに関する取組み

数値で見るGPIF

市場運用開始以降の
運用実績



累計収益額

196.9兆円



収益率（年率）

4.67%

GPIFのポートフォリオ 2026年3月末時点



国内株式

23.81%
25%(±6%)

国内債券

26.91%
25%(±6%)

資産構成
割合

外国株式

24.80%
25%(±6%)

外国債券

24.48%
25%(±5%)

パッシブファンド及びアクティブファンドの割合

その他 1.09%

パッシブファンド 79.77%

アクティブ
ファンド
19.13%

ユニバーサル・オーナー

運用資産額

293.64兆円

サステナビリティ投資

サステナビリティの考慮
(全資産)

293.64兆円

世代をまたぐ投資家

考慮する期間

100年間

保有銘柄数

株式

5,756 銘柄

債券

15,155 銘柄

長期運用実績

累計収益額

196.9 兆円
(2001年度～2025年度)

収益率

4.67% (年率)
(2001年度～2025年度)

外部評価

PRIによる
評価¹責任投資をリードしていく
投資家ランキング
(RAAI)³

Leaders

職員数⁴

職 員

217人

専門人材⁵

証券アナリスト

69人

MBAなど

19人

弁護士

4人

公認会計士

3人

不動産鑑定士

1人

Ph.D.など

9人

1 PRIによる評価：全項目で★4つを獲得

2 直近のアセスメントは2023年度

3 米国のシンクタンクであるNew Americaが、フレッチャー法律外交大学院と共同開発したResponsible Asset Allocator Initiative (RAAI) インデックスに基づき、ソブリン・ウェルス・ファンド及び年金基金の責任投資における取組みを2年おきに評価

4 常勤職員数：2026年4月1日時点

5 専門人材：2026年4月1日時点（人数は重複あり）

**サステナビリティ投資を推進することは、
GPIFの重要な使命です。
運用の高度化やスチュワードシップ活動を通じて
「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
両立を図り、ポートフォリオ全体の
長期的なパフォーマンス向上を目指します。**

年金積立金管理運用独立行政法人

理事長

内田和人

Q 理事長就任後の初年度として、また、
ESG投資を進化させたサステナビ
リティ投資方針策定後の初年度を振り返って、
GPIFのサステナビリティ投資について、進捗
状況をお聞かせください。

サステナビリティ投資方針を策定した昨年を振り返りますと、GPIFとしてサステナビリティ投資の目的や考え方を明確に整理し、具体的な取組みとともに、それまでのESG投資を進化させる一歩を踏み出すことができた重要な1年であったと考えています。

GPIFは、2015年9月に国連が提唱するPRI（責任投資原則）に署名し、その趣旨であるESG投資を推進してきました。これは、気候変動などの環境リスク（E）や人権問題などの社会問題（S）、法令遵守や企業ガバナンス（G）を考慮した投資を推進することで長期的な投資リスクを削減し、投資リターンを改善させる目的がありました。近年においては、財務情報だけでなくESGなど非財務要素を考慮するESG投資が広がり、ESGは企業経営においても持続可能な成長のための重要な戦略として位置づけられています。そうした中で、GPIFはESG投資を、より

広範な概念であるサステナビリティ投資へ進化させる形で昨年にサステナビリティ投資方針を策定しました。サステナビリティ投資はESGやインパクトを考慮した投資などを含む、より包括的な上位概念であります。こうした再定義とともに、「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す」ことを投資方針とし、全資産を対象としました。

この1年間は、その方針に基づき、サステナビリティ投資をより実効的なものとするための取組みを進めました。例えば、ESG指数投資について改めて評価・検証を行い、安定的に市場平均収益率を確保するという観点から、ESG指数投資をリバランスの対象とするとともに、投資額の最適化を実施しました。また、新たなESG指数及びESGファンドの募集を開始し、市場平均収益率を確保しつつ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に資する投資手法の拡充を図っています。その際、GPIFは、ESGを考慮した投資の規模を拡大することを目指すのではなく、長期的な投資収益の向上という観



点から、それぞれの投資手法の有効性を検証しながら取組みを進めていきます。

スチュワードシップ活動の高度化も重要なテーマでした。GPIFでは従来から、運用会社に対して実質的なエンゲージメントを行うよう求めてきましたが、2025年に第5期中期目標期間の重点事項を定めました。具体的には、東京証券取引所の「資本コストや株価を意識した経営」の要請を後押しする形で、将来キャッシュフローにつながる「経営資源の適切な配分」を通じた中長期的な企業価値向上の重要性をより明確に示しました。サステナビリティへの対応についても、それ自体を目的とするのではなく、企業価値向上とのつながり、すなわちマテリアリティを意識した取組みが重要であると考えています。そして、これらを継続的に実行するためには、実効的なガバナンスが必要と考えています。そうした考え方に基づいて運用会社へのインタビューやアンケートを含めた対話を行い、より実効性の高いスチュワードシップ活動の推進に取り組んできました。

また、サステナビリティ投資方針において示した「インパクトを考慮した投資」についても委託調査研究を進めました。GPIFは、社会課題の解決そのもの

を投資目的とするわけではありませんが、投資先企業の事業活動が社会や環境に与える影響が、長期的には企業価値や市場全体の持続可能性を通じて投資リターンに影響を及ぼす可能性があると考えています。そのため、調査研究では、委託先に広範な文献調査に加え、海外の年金基金へのインタビューなども行ってもらい、多角的な情報収集を行いました。

さらに、インベストメントチェーンの好循環促進の観点から、サステナビリティ投資に対するGPIFの考え方を市場参加者と共有することにも力を入れてきました。私自身も、アセットオーナーとして国内外のイベントへの登壇や市場関係者との対話を重ねる中で、GPIFがなぜサステナビリティを重視するのか、またサステナビリティ投資をどのように長期的な投資リターンの向上につなげていこうとしているのかについて意見発信してきました。市場全体の持続可能性の向上が、GPIFの長期的な利益につながるという考え方について、一定の理解が広がってきていることを実感すると同時に、GPIFに対する期待も大きいと感じています。

Q 今後のサステナビリティ投資の方向性 やアセットオーナーとして取り組んでい きたいことを教えてください。

GPIFのサステナビリティ投資の目的は、あくまでも被保険者の皆様の利益のために、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です。そのための「サステナビリティリスクの低減や市場の持続可能性の向上」は、長期的な企業価値の向上につながることで重要であると考えています。本年から「マテリアリティに基づく」サステナビリティの取組み・開示を強調している背景には、こうした考え方があります。

サステナビリティ投資方針が策定される前のGPIFの「ESGを考慮した投資」では、2017年度に開始したESG指数投資が中心的な役割を担ってきました。この10年弱の間に、企業のESG活動が進み、ESG評価が全体として改善傾向にあるなど、当初のねらいは一定程度達成されたものと考えています。こうしたこれまでの取組みをベースとして、今後は、企業価値向上につながるサステナビリティ経営に企業の皆様が注力されることを後押しするような、機関投資家によるエンゲージメントが一層重要になると考えています。

その際、GPIFとして重視したいのは、インベストメントチェーンの好循環の促進です。その意図は、運用会社から投資先企業、指数会社に至るシステム全体、すなわちインベストメントチェーン全体に働きかけることで、投資先企業及び市場全体の持続的な成長に貢献し、アセットオーナーとしての責任を果たしていくことです。

そのため、GPIFのサステナビリティ投資の考え方や取組みについて、積極的に発信していくとともに、運用会社との対話や、企業、関係団体、他のアセットオーナー等のステークホルダーの皆様との意見交換・情報交換を進めていきます。なお、GPIFは巨額の年金運用資産を世界中に分散投資するユニバーサルオーナーであり、こうしたサステナビリティ投資の

取組みは国内のみならず、海外に向けても推進していきたいと思っています。

Q これまで「GPIFの運用機関が選ぶ優れた開示シリーズ（「優れた統合報告書」や「優れたTCFD開示」など）」を続けてきましたが、昨年度は「マテリアリティの観点から『優れたサステナビリティ開示』」に一本化されましたね。この背景やねらいは何でしょうか。

委託先の運用会社ご協力のもと実施してきた「優れた統合報告書」や「優れたTCFD開示」などの取組みは、それぞれ企業の開示の質の向上に貢献してきたと考えています。一方で、近年はサステナビリティ関連の開示制度やフレームワークが急速に発展し、企業に求められる開示も多様化しています。

GPIFは、スチュワードシップ活動においてフィナンシャル・マテリアリティを重視しています。サステナビリティそのものを目的とするのではなく、それが企業の中長期的な企業価値や将来キャッシュフローにどのような影響を与えるのかという観点が重要であると考えています。そこで昨年度は、これまでの優れた開示シリーズを一本化し、「マテリアリティの観点から『優れたサステナビリティ開示』」として公表しました。これは、個別の開示フレームワークへの対応状況ではなく、企業価値向上につながる重要課題が経営戦略の中にどのように位置づけられ、それが投資家に分かりやすく説明されているかを重視するというメッセージでもあります。

また、我が国ではサステナビリティ開示基準の導入が段階的に進められています。GPIFとしては、このタイミングを一つの契機として、アセットオーナーの立場から、企業がマテリアリティと経営戦略を統合し、それを投資家に分かりやすく説明することを後押ししたいと考えています。こうした開示が広がることで、企業と投資家の対話の質が向上し、インベストメントチェーンの好循環促進につながることを期待し

ています。そして、その結果として企業の中長期的な価値創造が促進され、GPIFの長期的な投資リターンの上昇につながる好循環を実現していきたいと考えています。

Q GPIF自身のサステナビリティについては、どのようにお考えでしょうか。

GPIF自身のサステナビリティについて考える際、まず重要なのは、GPIFの使命そのものが被保険者の利益、特に将来世代の利益のために年金積立金を安定的に運用し、長期的な運用収益を確保することにあるという点です。その意味で、GPIFにとってのサステナビリティとは、組織として持続的にその使命を果たし続けることにほかなりません。

特に重要なのは人材と考えており、2026年1月に

人事部を新設しました。運用環境やサステナビリティを巡る課題が複雑化する中で、高度な専門性を持つ人材を確保・育成し、その知見を組織として蓄積していくことが不可欠です。また、多様なバックグラウンドや専門性を持つ職員が活躍できる環境を整えることで、より質の高い意思決定につなげていきたいと考えています（P.21～22）。

GPIFの役職員には「GPIF WAY」というメッセージを伝えています。GPIFは多種多様なキャリアと人生を歩まれた同志が集まり、公的な使命感の下に金融・運用のプロフェッショナル集団として進化しています。資産運用・金融の世界で、誰もやったことのない、成し遂げたことのない、歴史的な偉業にチャレンジ（未知への挑戦）しているという大きなビジョンと大志を持って、GPIFの役職員一同が同じ船に乗り、前進していきたいと思います。





GPIFのサステナビリティ投資とは

● GPIFのサステナビリティ投資とは

GPIFは、2025年3月、政府の「アセットオーナー・プリンシプル¹」の趣旨に沿った「サステナビリティ投資方針」を策定し、持続可能性を考慮した投資（以下「サステナビリティ投資」という。）を推進しています。GPIFは、長期に亘って安定した投資リターンを獲得するために、投資先企業の価値が長期的に高まり、ひいては資本市場全体及び経済全体が持続的・安定

的に成長することが重要と考えています。そうした考えに基づき、GPIFは、これまでのESGを考慮した投資を進化させ、「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」の両立を図り、ポートフォリオ全体の長期的な投資リターン向上を目指す「サステナビリティ投資方針」を策定しました。

● なぜGPIFがサステナビリティ投資を推進するのか

GPIFが資本市場全体及び経済全体が持続的・安定的に成長することが重要と考える理由は、GPIFが「世代をまたぐ投資家」と「ユニバーサル・オーナー」という特性を持つためです。

GPIFは、「将来の現役世代」の年金保険料負担が大きくなりすぎないように、「現在の現役世代」が納付した年金保険料の一部を積立金として管理・運用しています。GPIFが運用する年金積立金は、将来の年金給付財源として活用されます。このためGPIFは、現役世代のみならず、将来世代のために、年金財政の安定化の一端を担う「世代をまたぐ投資家」として、100年先を見据えて運用をしています。

GPIFが管理・運用する年金積立金は約300兆円にのびります。このような巨額の積立金を運用するGPIFが安定的な運用成果を目指すために、世界の資本市場全体に幅広く分散投資しています。GPIFの投資リターンは、資本市場全体（経済全体）のパフォーマンスに強く依存しています。こうした投資家は、「ユニバーサル・オーナー」と呼ばれます。

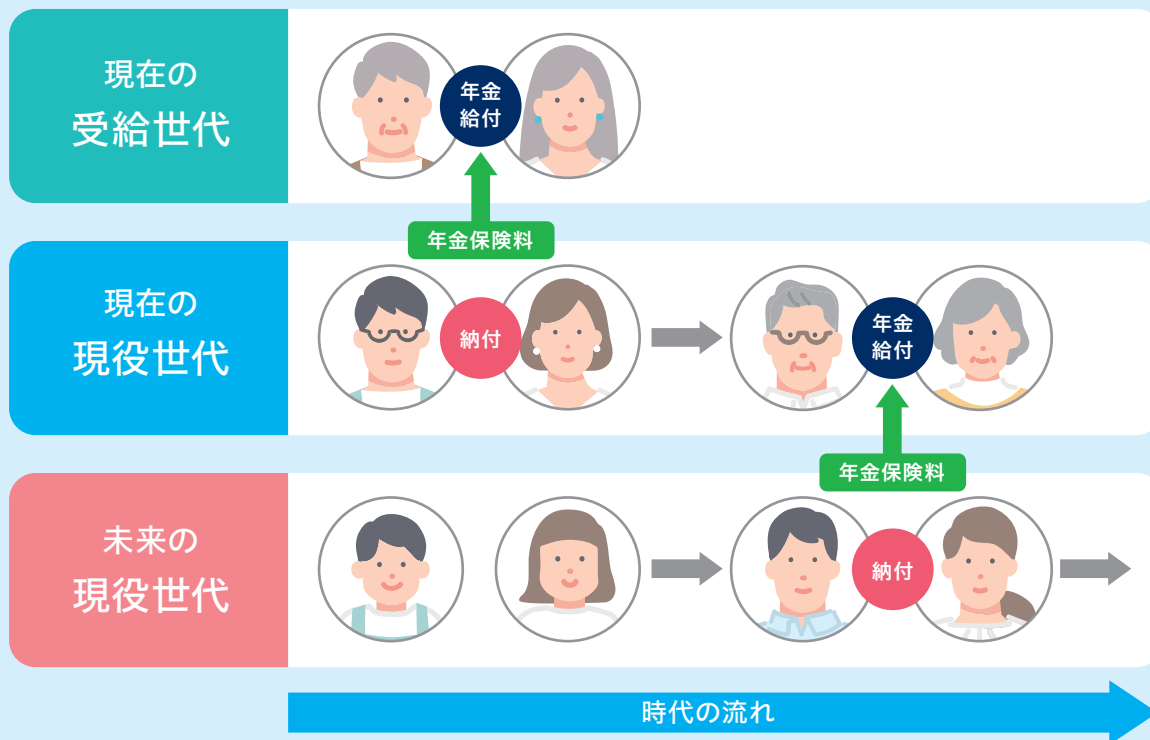
前述の通り、GPIFは、長期に亘って安定した投資リターンを獲得するために、資本市場全体及び経済全体が持続的・安定的に成長することが重要であると考えています。その際、資本市場は、長期で見ると環境問題や社会問題などのサステナビリティに関するリスクから逃れられません。サステナビリティに関する問題による資本市場への負の影響が低減することは、GPIFがポートフォリオ全体で投資リターンを長期で追求する上では不可欠となります。

こうした考えに基づき、GPIFでは被保険者の利益のために長期的な投資リターンを確保する観点から、「市場平均収益率を確保」することに加えて、「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」を両立するというサステナビリティ投資を推進します。

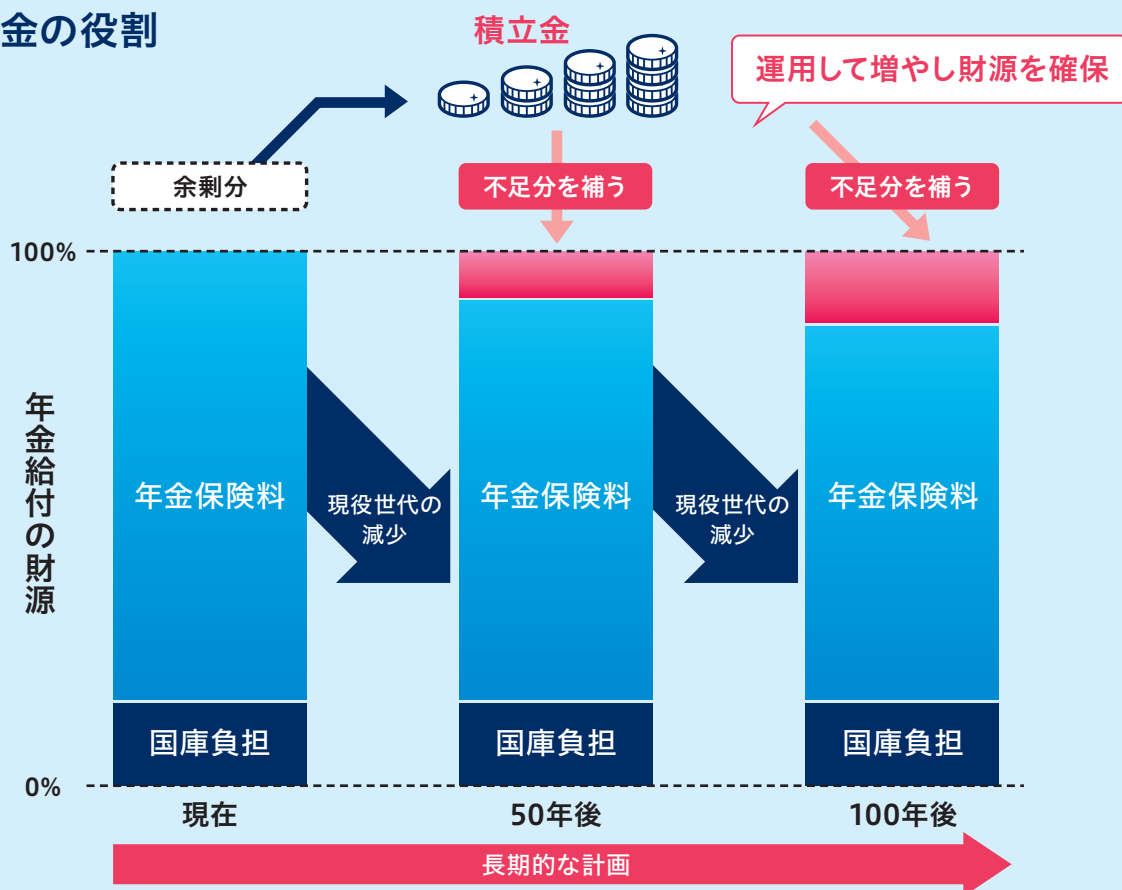
このことは、年金積立金の運用を「専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」という、厚生年金保険法及び国民年金法の趣旨にかなうものです。

1 「アセットオーナー・プリンシプル」では、サステナビリティ投資について「投資先企業の成長を促し、経済全体の持続的な成長・発展を実現することで、アセットオーナーとして、長期的な運用収益の拡大を図っていくことが考えられる。」としています

日本では、高齢者の生活を現役世代が「支える」年金制度を採用

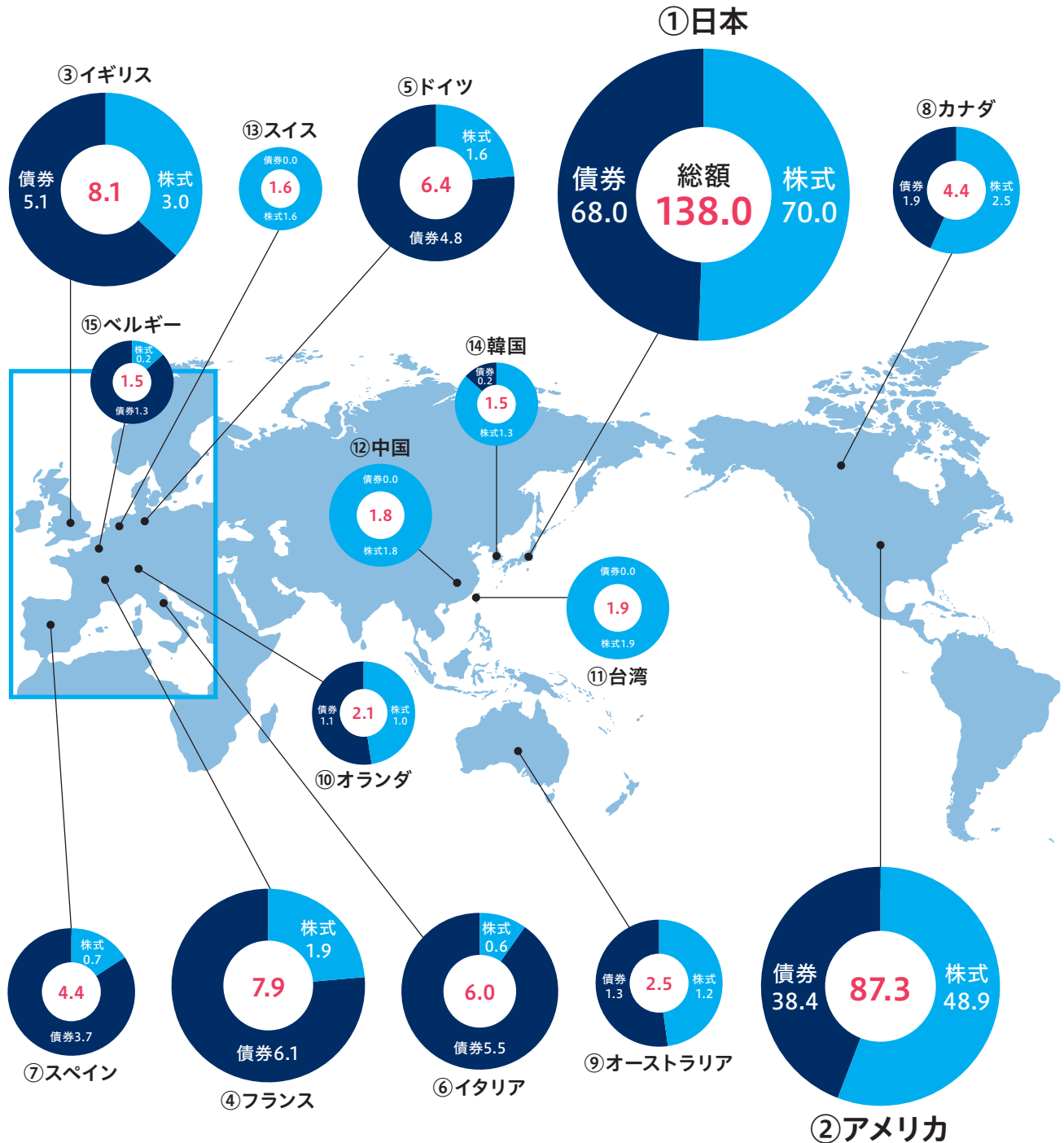


積立金の役割



国・地域別に分類した投資額（兆円）

2026年3月末時点の投資額上位15の国・地域は、以下の通りとなっています。



(注1) 原則、株式は主に発行体の設立国または銘柄の主な上場先である国基準（MSCIインデックスの国分類）、債券は主に発行体または発行体の親会社の本社所在国基準（ブルームバーグインデックスの国分類）を使用して集計しています

(注2) ファンド内に一時的に残るキャッシュやMMF（マネー・マーケット・ファンド）等は除いて集計しています

(注3) オルタナティブ資産を含めて集計しています。なお、インフラストラクチャー及びプライベート・エクイティは「投資先企業が主に事業を行っている国」、不動産は「投資先不動産が登録されている国」に分類し、集計しています

(注4) 四捨五入のため、各数値の合算は合計の値と必ずしも一致しません

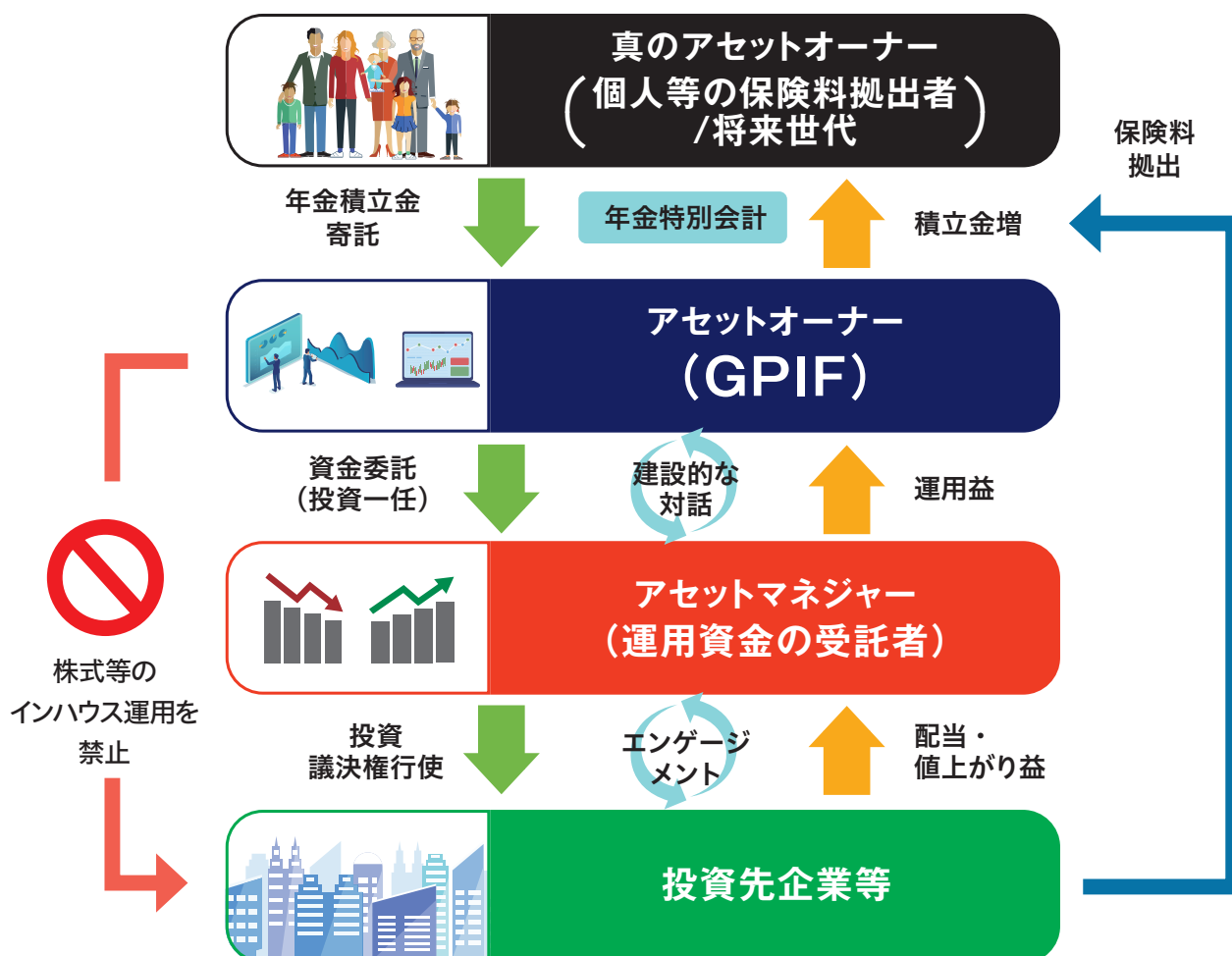
● インベストメントチェーンの好循環に向けて

GPIFがサステナビリティ投資の目的を果たすために重要となる考え方が「インベストメントチェーン」(投資の連鎖)です。インベストメントチェーンとは、一方では投資家(受益者)から資金を必要とする投資先へと資金が投資され、もう一方では投資先から投資家へと利益が還元されるといった、一連の循環構造を指します。具体的には、年金積立金の原資である年金保険料を納付する「真のアセットオーナー」である被保険者(個人等)、真のアセットオーナーの年金積立金を管理・運用する「アセットオーナー」であるGPIF、GPIFが選定した「アセットマネジャー」(運用会社)を経て、上場企業等の投資先へと年金積立金が投資されます¹。投資後には、投資先からアセットマネジャーに対して配当や値上がり益といった形で

利益が還元され、アセットマネジャーからアセットオーナーであるGPIFに対しては運用収益がもたらされ、最終的に真のアセットオーナーである被保険者の年金積立金に反映されることになります。

このような構造に基づく、GPIFの長期的な投資リターンの拡大には、インベストメントチェーンの好循環が重要です。アセットオーナー・プリンシプルにおいても「アセットオーナーは、インベストメントチェーンの中で、直接的または間接的に、金融資本市場を通じて企業・経済の成長の果実を受益者等にもたらす重要な役割を担っている」とされており、GPIFにはアセットオーナーとしてインベストメントチェーンの好循環を促進するために果たすべき役割があります。

一般的なインベストメントチェーンにおけるGPIFの立ち位置



¹ GPIFは、保有資産の一部を除き、委託先の運用会社を通じて日々の売買を行っています。また、株式におけるすべての議決権行使を委託しています

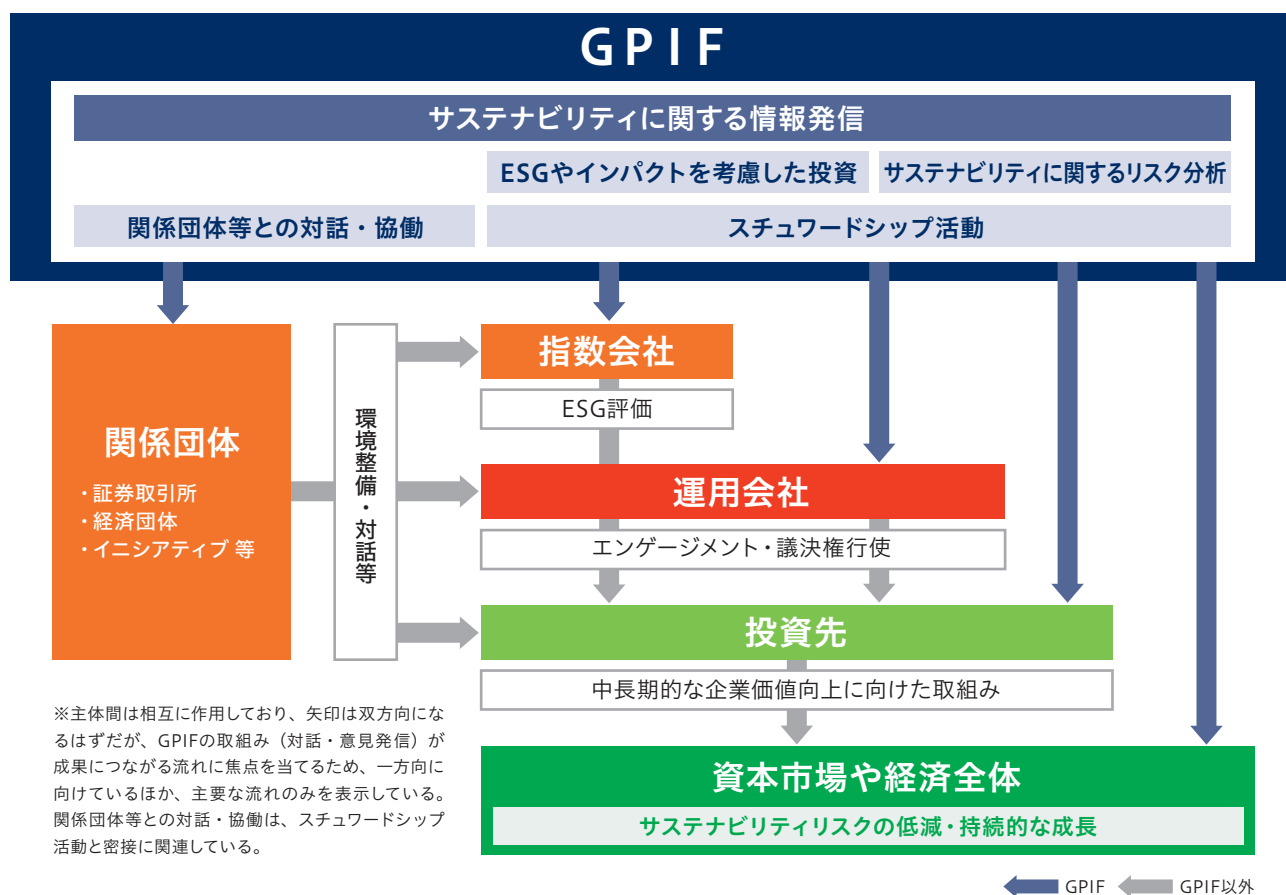
● サステナビリティ投資における主な取組み

GPIFのサステナビリティ投資の主な取組みとして、5つが挙げられます。具体的には、①ESGやインパクトを考慮した投資、②スチュワードシップ活動、③サステナビリティに関するリスク分析、④関係団体等との対話・協働、⑤サステナビリティに関する情報発信——の5つです²。サステナビリティ投資には、ESG指数投資・ESGファンド投資のような資金投下のみならず、GPIFのスチュワードシップ活動、サステナビリティに関するリスク分析、関係団体等との対話・協働、サステナビリティに関する情報発信など、長期的な企業価値の向上や市場の持続的な成長等に貢献する様々な活動が含まれています³。

GPIFは、インベストメントチェーンにかかわる主体をより広く捉えるとともに、これらの取組みを組み合

わせ、運用会社から投資先企業、指数会社に至るシステム全体に働きかけることで、投資先企業及び市場全体の持続的な成長に貢献するよう努めています。例えば、「ESGやインパクトを考慮した投資」や「スチュワードシップ活動」などにより、指数会社等による企業へのESG評価や運用会社による企業へのエンゲージメント等を通じて、気候変動対策等によるサステナビリティに関するリスクの低減など、長期的な企業価値向上に資する行動変容を企業に促します。その結果、資本市場や経済全体の持続的な成長につながることで、GPIFの長期的な投資リターン向上、ひいては真のアセットオーナーの利益拡大を目指しています。

GPIFのサステナビリティ投資が資本市場や経済全体の持続的な成長につながるまでの概念図



2 サステナビリティ投資方針においては、主な取組みとして、A) ESGインテグレーション B) エンゲージメント・議決権行使 C) ESG指数投資・ESGアクティブファンド投資 D) インパクトを考慮した投資 E) サステナビリティに関するリスク分析(気候変動等) F) 関係団体等との協働等を例示しています。同方針では、これに加え、サステナビリティ投資の情報開示を行うことを定めています。ここでは、これらの取組内容を5つにまとめお示しています

3 例えば、サステナビリティ投資の一部であるGPIFのスチュワードシップ活動においては、長期的な企業価値向上につながる重要事項の一つとして、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する取組みを取り上げています

① ESGやインパクトを考慮した投資

GPIFは、ESGを考慮した投資として、ESG指数に基づく運用（ESG指数投資）と、運用会社を通じたESGインテグレーションに取り組んできました。そのうち、ESG指数投資は、指数会社によるESG評価等を反映した「ESG指数」に対してGPIFが資金配分を行い、指数を構成する企業に対して、運用会社が投資を行うものです。2025年度からは、新たなESG指数に加えて、初めてESGファンドの募集も開始しました。ESG指数投資・ESGファンド投資では、市場全体に広く投資をすることで企業に対してESGへの取組み強化を促し、それが結果として長期的な企業価値の向上や資本市場全体の持続可能性の向上、最終的にはGPIFの中長期的な投資収益の向上につながることを期待しています。

このほか、社会・環境的効果（インパクト）を含む非財務的要素を考慮する「インパクトを考慮した投資」も、ESGの考慮と同様、中長期的な投資収益の向上につながると考えています。

② スチュワードシップ活動

GPIFは保有資産の一部を除き、委託先の運用会社を通じて日々の売買を行っており、株式におけるすべての議決権行使を委託しています。そのため、運用会社に対して、投資先との間で、財務的要素に加えて、非財務要素であるESGなどのサステナビリティも考慮に入れた建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を実施するように促しています。2025年度からは、企業による資本コストや株価を意識した経営、マテリアリティに基づくサステナビリティ経営・開示、それらを実現するための実効的なコーポレート・ガバナンスの構築を重点事項としています。運用会社によるエンゲージメントが投資先企業の行動変容につながることで、長期的な企業価値向上、ひいては市場全体の持続可能性が向上すると考えています。

③ サステナビリティに関するリスク分析

GPIFは気候変動をはじめとするサステナビリティに関するリスクについて分析し、結果を「サステナビリティ投資報告」で公表しています。このうち、

気候変動に関するリスクの分析は、2019年度から毎年度実施し、高度化を図ってきました。分析を通して、GPIFのポートフォリオへの将来的な影響を主体的に把握することが、市場全体のリスクの低減に向けた取組みの基礎になると考えています。このため、リスク分析はGPIFのサステナビリティ投資のうち、①や②の推進にも関連しています。

④ 関係団体等との対話・協働

GPIFはアセットオーナーとしてインベストメントチェーン全体の好循環を促進するため、インベストメントチェーンを広く俯瞰し、国内外の様々なイニシアティブや団体と協働しています。こうした関係団体は、運用会社、指数会社、投資先企業に対して働きかけたり、各主体と対話したりしています。GPIFが協働していくことは、サステナビリティ投資を推進する上で効果的であると考えています。

⑤ サステナビリティに関する情報発信

①～④に関する取組みを、毎年度発行している「サステナビリティ投資報告」や「スチュワードシップ活動報告」などで発信しています。投資先企業を含めたインベストメントチェーン全体にGPIFのサステナビリティ投資の考え方や取組内容を発信し、浸透を促すことで、GPIFのサステナビリティ投資の効果がより拡大することを目指しています。資産運用に関する業界の関係者、企業関係者、学識経験者のみならず、幅広い層へと情報を届けるため、近年はX、YouTube、InstagramなどのSNSも活用しています。

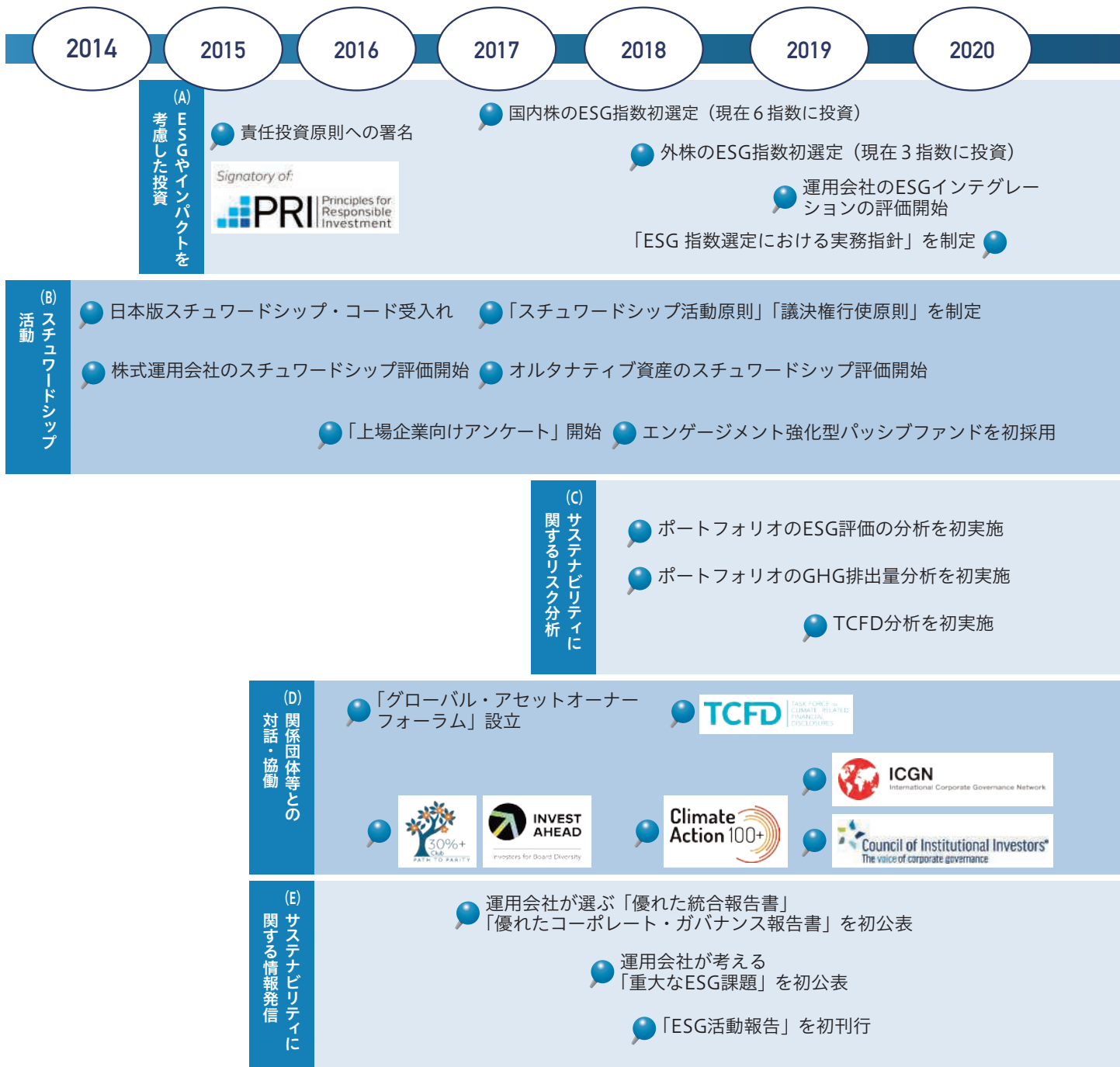
サステナビリティ投資方針においては、サステナビリティ投資を推進するにあたって、PDCAサイクルを回すことを明確にしました。サステナビリティ投資は長期的な視点に立つ投資であり、その評価は長期的なスタンスで行います。随時検証を行い、投資開始時に期待した投資の効果（サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性の向上、市場平均収益率の確保）が、将来的に期待通りに発現しない可能性が高いと判断される場合には、果断に見直しを行います。



GPIFのサステナビリティ投資に関する取組みの沿革

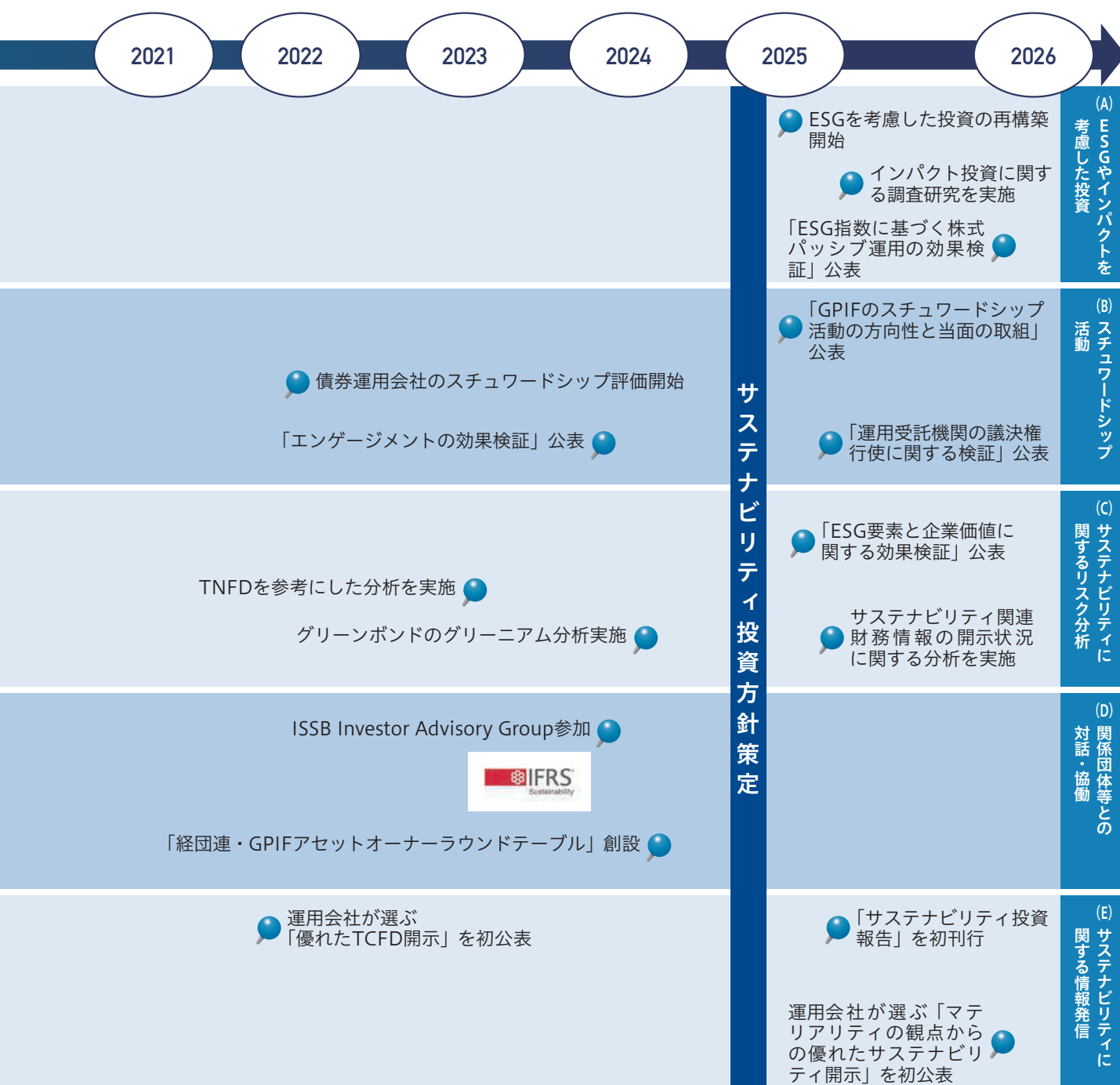
GPIFは2024年度末に「サステナビリティ投資方針」を策定し「サステナビリティ投資」を標ぼうする以前から、ESG指数の採用、スチュワードシップ活動の推進、関係団体との協働など、現在のサステナビリティ投資につながる多岐にわたる取組みを行ってきました。また、そのための組織体制も構築してきました。こうした取組みの源流には、2014年度の「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れや、2015年度の「責任投資原則」(PRI)への署名など、サステナビリティ投資に関係する内外のイニシアティブ・枠組みへの賛同や、

【図表】 GPIFのサステナビリティに関する取組みのあゆみ



関連する基本的な方針の整備などの積み重ねがあります。

サステナビリティ投資では、新たにサステナビリティ投資方針で定めた考え方に基づいて、各取組みを適切に組み合わせることで、より効果的なアプローチを追求していきます。下表に、これまでGPIFが策定してきたサステナビリティ投資に関する方針と取組みをまとめました。





サステナビリティ投資に関する ガバナンス及び組織・体制

経営委員会では、GPIFにおけるサステナビリティ投資のあり方について議論と監督を行っています。執行部では、ESG・スチュワードシップ推進部を中心に資産運用に関わる各部が連携してサステナビリティ投資への取組みを進めており、その取組みについて、経営委員会に報告しています。

● 経営委員会における議論

GPIFでは、2017年10月に設置された経営委員会が合議によって、基本ポートフォリオ・中期計画の策定等の重要事項について意思決定を行うとともに、執行部の業務執行を監督しています。

2025年度には合計14回の経営委員会が開催され、うち4回でサステナビリティ投資に関する案件が議題

となりました。経営委員会では、GPIFにおけるサステナビリティ投資のあり方やその推進について議論と監督を行っています。なお、経営委員会の議論の内容は、一定期間を経た後に議事概要としてGPIFのホームページに掲載されます。

経営委員会において議決・報告されたサステナビリティ投資関連の案件

回号	開催時期	議 題
第109回	2025年 5月	報告事項 2024年度サステナビリティ投資報告 骨子について
第110回	2025年 6月	報告事項 ESG指数投資に係る取組と今後の対応について
第113回	2025年 9月	報告事項 2024年度サステナビリティ投資報告
第116回	2025年12月	議決事項 スチュワードシップ責任を果たすための方針の変更について
第116回	2025年12月	報告事項 スチュワードシップ活動原則の変更について

経営委員会の構成等について

<https://www.gpif.go.jp/about/board.html>



経営委員会の状況

<https://www.gpif.go.jp/operation/board/>



● サステナビリティ投資に関する執行体制

執行部ではESG・スチュワードシップ推進部、投資運用部、オルタナティブ投資部など運用に関わる各部署が連携してサステナビリティ投資に関する取組みを進めています。サステナビリティ投資に関する取組みも含めて、管理運用業務に係る投資決定についてはCIO（最高投資責任者）を委員長とする投資委員会で議論し、意思決定を行っています。特に重要な事項に関し

ては、投資委員会での議論を経て、経営委員会での審議等を行っています。また、サステナビリティ投資に関しては、投資委員会における運用状況の日常的な確認に加えて、リスク管理の観点では、毎月開催される運用リスク管理委員会においてもモニタリングしています。

サステナビリティ投資を担当する主な部署

ESG・スチュワードシップ推進部

主な業務	サステナビリティ投資、 スチュワードシップ責任並びに 株主議決権行使の分析及び評価 等
------	---

ESG指数・ESGファンドの選定（投資運用部と連携）や委託先運用会社のスチュワードシップ評価などに加えて、法人全体のサステナビリティ投資（スチュワードシップ関連の取組み含む）を推進しています。

投資運用部

主な業務	投資戦略の策定、 株式・債券の委託先運用会社の選定・評価、 運用の高度化に関する業務 等
------	--

ESG指数・ESGファンド投資（ESG・スチュワードシップ推進部と連携）に加えて、委託先運用会社の運用評価の一環としてESGインテグレーションを評価しています。

オルタナティブ投資部

主な業務	オルタナティブ資産の 委託先運用会社の選定・評価 等
------	-------------------------------

オルタナティブ資産の委託先運用会社の選定・評価にサステナビリティの視点を組み入れています。





GPIF組織内部のサステナビリティに関する取組み

サステナビリティを考慮した投資を推進するGPIFでは、組織内部においても、サステナビリティを意識した取組みや課題の分析などを実施しています。職場づくりや勉強会などのGPIFの取組みを紹介します。

● 持続的な成長を実現する職場づくりの取組み

年金制度の財政の安定に貢献するという高い使命を担っているGPIFにとって、人材の確保・育成・定着は最重要課題です。運用の多様化やリスク管理の高度化、デジタル技術の進展に伴い、GPIFでは多様な知識や経験を持つ人材が増えています。すべての役職員が相互に尊重・協同し合い、組織の存在意義や目指す姿を共有することを通じて、組織全体の価値を向上させ、持続的な成長を実現する職場づくりが不可欠です。

GPIFでは、人材の確保・育成・定着に関する取組みを、組織的かつ継続的に推進するため、2026年1月に人事部を新設しました。求められる人材像や専門領域、キャリアパスを明確化し、計画的な採用を推進するとともに、職員との面談や体系的な研修、資格取得支援等を通じて、職員の希望や特性に即した専門性と実務遂行能力の向上を図っています。

また、女性活躍の推進、育児・介護との両立支援、障害者雇用の促進、柔軟な勤務環境の整備に努めるとともに、人材の多様性を新たな価値創造（イノベーション）やリスク管理に活かしていくため、職員一人ひとりの状況に応じた必要な成果機会を適切に提供することで、多様な人材がその能力を最大限に発揮できる職場づくりを進めています。

さらに、組織的な課題を改善していくため、職員による組織の理念や戦略への共感度や納得度、仕事への誇りや経営陣への信頼度、組織風土や職場環境に対する認識などを定量的かつ定期的に把握し、適時適切に対応していくことにより、従業員エンゲージメント（各職員がGPIFの社会的意義や役割を理解し、そのために自発的に行動する意欲を高めること）の向上を目指しています。

● GPIFにおける女性の登用等の状況

GPIFでは、2024年度と同様に、GPIFにおける男女の賃金の差異（図表1の⑥）及びその要因について分析しました。2025年度のGPIFにおける男女の賃金の差異は、男性職員の賃金を100%とした場合、女性職員は67.1%となりました。▲32.9%の差異が生じた要因（年齢、学歴、職種等）について、東京大学エコノミックコンサルティング株式会社が開発したGEM App（男女賃金格差診断ツール）を使って、経済学の知見に基づく統計的な処理による調整を行い、同一属性の男女間で賃金を比較しました（図表2）。その推定結果によれば、GPIFでは相対的に若年層の

女性職員が多いことや、相対的に給与水準が高い「運用専門職」に女性職員が少ないことなどが主な要因となっていることが示唆されています。GPIFにおける男女の賃金の差異をはじめとする女性の採用や登用に関する課題は、資産運用業界共通の課題とも考えられますが、GPIFの組織内部の取組みについても引き続き改善の余地があると言えます。

今後とも、GPIFの職場環境に関する課題の分析や、課題の改善に効果があると考えられる取組みを一層強化し、組織のサステナビリティの向上に努めてまいります。

【図表1】 GPIFにおける女性の登用等の状況

	GPIF
① 新規採用者に占める女性比率	30.6%
② 従業員に占める女性比率	25.6%
③ 男性と女性の平均雇用年数の違い*	-44.1%
④ 管理職における女性比率	12.4%
⑤ 取締役会における女性比率**	16.7%
⑥ 男女の賃金の差異（単純平均）***	-32.9%
【参考】男性労働者の育児休業取得率****	50.0%

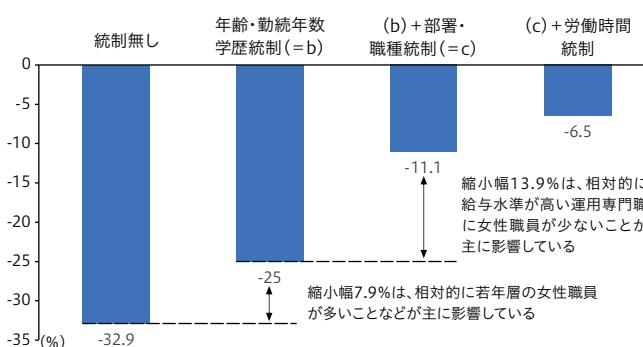
(注1) データの時点は、①⑥及び男性労働者の育児休業取得率は2025年度実績、②③④⑤は2026年3月31日時点

(注2) データは、①は正規職員から運用専門職員へ転換した者を含み、継続雇用職員、出向職員、臨時職員、派遣職員は除く。②は正規職員、運用専門職員、継続雇用職員、出向職員、臨時職員、派遣職員を含み、役員、非常勤職員は含まない。③は正規職員のみで、継続雇用職員、出向職員は除く。④は正規職員、運用専門職員、継続雇用職員、出向職員を含む。⑤は役員、期中入退職者、継続雇用職員、出向職員、出向受入職員、臨時職員、派遣職員、休職者は除く

(注3) ③男性と女性の平均雇用年数の違い* = (女性の平均雇用年数 - 男性の平均雇用年数) / 男性の平均雇用年数 ⑤取締役会（役員）における女性比率**は、GPIFにおいては年金積立金管理運用独立行政法人法第六条に規定する役員 ⑥男女の賃金の差異*** = (女性職員の賃金 - 男性職員の賃金) / 男性職員の賃金。使用した年間総支給額は、基本給、超過労働に対する報酬、賞与等を含み、通勤手当は除く

【参考】男性労働者の育児休業取得率**** = 育児休業等をした男性労働者の数 / 配偶者が出産した男性労働者の数（ただし、GPIFの場合、職員数が少ないため、年度による変動が大きい）

【図表2】 男女の賃金差異の要因分解



(注) 各統制項目の定義は、以下に記載の通り

- ・統制無し：分析対象160名全体の男女の賃金の差異
- ・年齢・勤続年数・学歴統制(=b)：統計処理により、同じ年齢、同じ勤続年数、同じ学歴の男女間の比較となるよう統制した男女賃金差
- ・(b) + 部署・職種統制(=c)：(b)に加えて、同じ部署と同じ職種の男女間の比較となるよう統制した男女賃金差
- ・(c) + 労働時間統制：(c)に加えて、同じ労働時間の男女間で統制した場合の男女賃金差

(出所) 東京大学エコノミックコンサルティング株式会社GEM Appを用いて、GPIF作成

● サステナビリティに関する法人内勉強会等

GPIFは「行動規範」において、「コミュニケーションとチームワークを大切にし、一人ひとりが個性と能力を発揮して、GPIFの使命達成のために努力」すること等を定めています。GPIF自身が、サステナビリティを意識した組織の価値を高める取組みを進めるため、全職員を対象にサステナビリティに関する勉強会等を行っています。2025年度は、外部の有識者を招いてインパクトを考慮した投資や自然資本情報開示をめぐる

最新の動向等を理解するための勉強会を行いました。また、管理職を対象に、女性活躍推進にとどまらずDE&I（Diversity, Equity & Inclusion、多様性と公平性と包摂性）推進を実現していくために必要な知識や考え方を学び、グループワーク等を通じて論議する研修を実施しました。

引き続き女性活躍推進研修の継続やさらなる拡充に努めてまいります。

【図表3】 2025年度 サステナビリティ関連の法人内勉強会等

2025年 8月	タイトル：「「インパクトを考慮した投資」とは何か」 講師：水口剛 氏（高崎経済大学学長）
2025年11月	タイトル：「ISSBアップデート」 講師：小森博司 氏（国際サステナビリティ基準審議会 理事）
2026年 2月	タイトル：「管理職研修（女性活躍推進から組織力向上へ 一部課長層に求められる次の1歩）」 講師：川嶋治子 氏（ウーマンズリーダーシップインスティテュート株式会社 代表取締役）

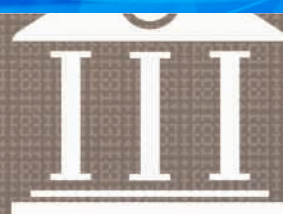
(注) 講師の肩書は勉強会等実施時のもの

第二章

ESGやインパクトを 考慮した投資

GPIFは、ESGを考慮した投資を行うにあたって、「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」の両面で効果が出ているかを継続的に検証し、取組みの改善に努めています。第二章では、こうした検証を含めた取組みに加えて、新たに実施した「インパクト投資に関する調査研究」の分析結果についてもご紹介します。

ESG



P.25 GPIFのESG指数投資について

P.27 ESG投資の再構築

P.29 ESG指数ファンドのパフォーマンス

P.31 ESG指数投資の効果検証

P.32 株式・債券の委託運用におけるサステナビリティ

P.33 オルタナティブ投資におけるサステナビリティ

P.35 インパクト投資に関する調査研究



GPIFのESG指数投資について

GPIFは、サステナビリティ投資の一環として、ESG指数に基づく株式運用（ESG指数投資）を行っています。2017年以降、ESG指数の採用を進め、国内外で9指数を選定し、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て運用を行っています。

● ESG指数投資

ESG指数投資は、ESG評価の高い企業の組入比率を高めることで、ポートフォリオ全体のESG特性を改善しつつ、市場全体への幅広い分散投資を維持できる点に特徴があります。加えて、ESG評価を反映した投資が行われることで、企業に対してESGへの取り組み強化を促し、結果として長期的な企業価値の向上や資本市場全体の持続可能性の向上につながることを期待されます。GPIFはユニバーサル・オーナーとして市場全体に広く投資しているため、市場全体の質の向上を通じてリターンを確保するアプローチが重要であり、ESG指数投資はその有効な手段の一つであると考えています。

GPIFのESG指数投資は、2017年度にESG全般を考慮した「総合型」指数2つ¹と女性活躍に着目した「テーマ型」指数1つ²の計3つの国内株式ESG指数を選定し、指数に基づくパッシブファンドの運用を開始しました。2018年度には、年々深刻化する気候変動問題に関連して、企業の炭素効率性（売上高当たりの温室効果ガス排出量）を評価した環境株式指数（国内株式1つ、外国株式1つ）³を選定・採用しました。

2019年度にはインデックスに関する情報を常時受け付ける「インデックス・ポスティング」を開始し、運用の高度化を図りました。2020年度にはESG指数を選定する上での基本的な方針を定めた「ESG指数選定における実務指針」を定め、インデックス・ポスティングを通じて新たに2つの外国株式ESG指数⁴の運用を開始しました。その後も新たな指数⁵を順次追加し（2025年度末時点で9つ）、ESG指数の親指数の変更や、コンサルテーションを通じたメソドロロジーの改善など、既存指数の質的向上にも継続的に取り組んできました。

2024年度末には、「サステナビリティ投資方針」の策定に合わせて「サステナビリティ投資に関する取組みについて」を公表し、ESG指数投資をリバランスの対象とすることで、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えるよう体制を整えました。詳細はP.27「ESG投資の再構築」をご参照ください。なお、2025年度末時点でのESG指数に基づく運用資産額は約12.4兆円となりました。

1 MSCIジャパンセレクト・リーダーズ指数（2024年2月8日以降は、MSCI日本株セレクト・リーダーズ指数）、FTSE JPX Blossom Japan Index
 2 MSCI日本株女性活躍指数
 3 S&P/JPXカーボン・エフィシエント指数、S&Pグローバル（除く日本）大中型株カーボン・エフィシエント指数
 4 MSCI ACWI ESGユニバーサル指数（除く日本、除く中国A株）、Morningstar 先進国（除く日本）ジェンダー・ダイバーシティ指数
 5 FTSE JPX Blossom Japan Sector Relative Index、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）

国内株式：ESG総合指数

	 FTSE JPX Blossom Japan Index	 FTSE JPX Blossom Japan Sector Relative Index	 MSCI日本株 ESGセレクト・リーダーズ指数 MSCI日本株 ESGセレクト・リーダーズ指数
指数の コンセプト ・特徴	- 世界でも有数の歴史を持つFTSE RussellのESG指数シリーズ。FTSE4Good Japan IndexのESG評価スキームを用いて評価。 - ESG評価の絶対評価が高い銘柄をスクリーニングし、最後に業種ウェイトをIndustryレベルで中立化したESG総合型指数。	- FTSE JPX Blossom Japan Indexと同じFTSE RussellのESG評価をベースに、一部のカーボンインテンシティ（売上高あたり温室効果ガス排出量）が高い企業については、企業の気候変動リスク・機会に対する経営姿勢も評価に反映。 - 業種内でESG評価が相対的に高い銘柄を組み入れ、最後に業種ウェイトで中立化。	- 世界で1,000社以上が利用するMSCIのESGリサーチに基づいて構築し、様々なESGリスクを包括的に市場ポートフォリオに反映したESG総合型指数。 - 業種内でESG評価が相対的に高い銘柄を組み入れ。
指数構築	選別型（ベストインクラス）	選別型（ベストインクラス）	選別型（ベストインクラス）
指数組入候補（親指数）	FTSE JAPAN ALL CAP INDEX [1,368銘柄]	FTSE JAPAN ALL CAP INDEX [1,368銘柄]	MSCI 日本株 IMI [918銘柄]
指数構成銘柄数	406	662	454
運用資産額（億円）	7,509	15,787	8,968

国内株式：ESGテーマ指数（女性活躍/気候変動）

	 MSCI日本株女性活躍指数 (愛称「WIN」) MSCI日本株 女性活躍指数 [WIN]	 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) (愛称「GenDi J」) MORNINGSTAR GenDi J	 S&P/JPX カーボン・ エフィシエント指数
指数の コンセプト ・特徴	- 女性活躍推進法により開示される女性雇用に関するデータに基づき、多面的に性別多様性スコアを算出、各業種から同スコアの高い企業を選別して指数を構築。 - 当該分野で多面的な評価を行った初の指数。	- Equileapジェンダー・スコアカードによる企業のジェンダー間の平等に対する取組みの評価等に基づき投資ウェイトを決定する国内株式指数。 - 評価は①リーダーシップ及び従業員の男女均衡度、②賃金の平等とワークライフ・バランス、③ジェンダー間の平等を推進するためのポリシー、④コミットメント・透明性・説明責任の4カテゴリーで実施。	- 環境評価のパイオニア的存在であるTrucostによる炭素排出量データをもとに、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスが指数を構築。 - 同業種内で炭素効率性が高い（温室効果ガス排出量/売上高が低い）企業、温室効果ガス排出に関する情報開示を行っている企業の投資ウェイトを高めた指数。
指数構築	選別型（ベストインクラス）	ティルト型	ティルト型
指数組入候補（親指数）	MSCI JAPAN IMI TOP 700 [693銘柄]	Morningstar日本株式指数(除くREIT) [828銘柄]	TOPIX [1,654銘柄]
指数構成銘柄数	344	828	1,610
運用資産額（億円）	4,902	12,457	25,982

外国株式：ESG総合指数及びESGテーマ指数（女性活躍/気候変動）

	 MSCI ACWI ESGユニバーサル 指数 (除く日本、除く中国A株) MSCI ACWI ESG ユニバーサル指数	 Morningstar先進国 (除く日本) ジェンダー・ダイバーシティ指数 (愛称「GenDi」) MORNINGSTAR GenDi	 S&Pグローバル (除く日本) 大中型株 カーボン・ エフィシエント指数
指数の コンセプト ・特徴	- MSCIのESG旗艦指数の一つ。ESG格付けとESGトレンドをもとにしたウェイト調整を主眼として指数全体のESG評価を高めた総合型指数。 - 親指数と同様の投資機会及びリスクエクスポージャーを維持しつつESGインテグレーションを行うことを目指す大規模投資家向けに開発された指数。	- Equileapジェンダー・スコアカードによる企業のジェンダー間の平等に対する取組みの評価等に基づき投資ウェイトを決定する外国株式指数。 - 評価は①リーダーシップ及び従業員の男女均衡度、②賃金の平等とワークライフ・バランス、③ジェンダー間の平等を推進するためのポリシー、④コミットメント・透明性・説明責任の4カテゴリーで実施。	- 環境評価のパイオニア的存在であるTrucostによる炭素排出量データをもとに、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスが指数を構築。 - 同業種内で炭素効率性が高い（温室効果ガス排出量/売上高が低い）企業、温室効果ガス排出に関する情報開示を行っている企業の投資ウェイトを高めた指数。
指数構築	ティルト型	ティルト型	ティルト型
指数組入候補（親指数）	MSCI ACWI (除く日本・除く中国A株) [1,928銘柄]	Morningstar先進国 (除く日本) 大中型株指数 [1,638銘柄]	S&P Global ex-Japan LargeMidCap [3,634銘柄]
指数構成銘柄数	1,866	1,635	2,369
運用資産額（億円）	14,687	10,911	23,028

(注) データは2026年3月末時点
(出所) FACTSET等よりGPIF作成



ESG投資の再構築

GPIFは、2024年度末に、新たに策定した「サステナビリティ投資方針」において、「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」の両立により、ポートフォリオ全体の長期的なパフォーマンス向上を目指すことを明記しました。同方針のもと、リバランスの対象外としていたESG指数投資の最適化をする中で、配分の見直しと残高の調整を行うとともに、新しいESG指数とESGファンドの募集を開始しました。

● ESG指数投資の最適化

GPIFは、サステナビリティ投資に関する基本姿勢を明確にするために、2024年度末に「サステナビリティ投資方針」を策定し、「サステナビリティ投資に関する取組みについて」を別途定めました。GPIFのサステナビリティ投資では、ESG指数投資を含め、「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」のみならず、「市場平均収益率の確保」が期待されています。

従来の運用では、各銘柄の持分に影響を与えないようESG指数投資をリバランスの対象外としてきましたが、その結果、株式ポートフォリオ全体に占めるESG指数投資の構成割合が大幅に高まるという課題が生じていました。将来にわたって基本ポートフォリオに即した円滑な管理運用を継続する観点から、2025年度より、国内株式及び外国株式の双方においてESG指数投資をリバランスの対象とすることにいたしました。

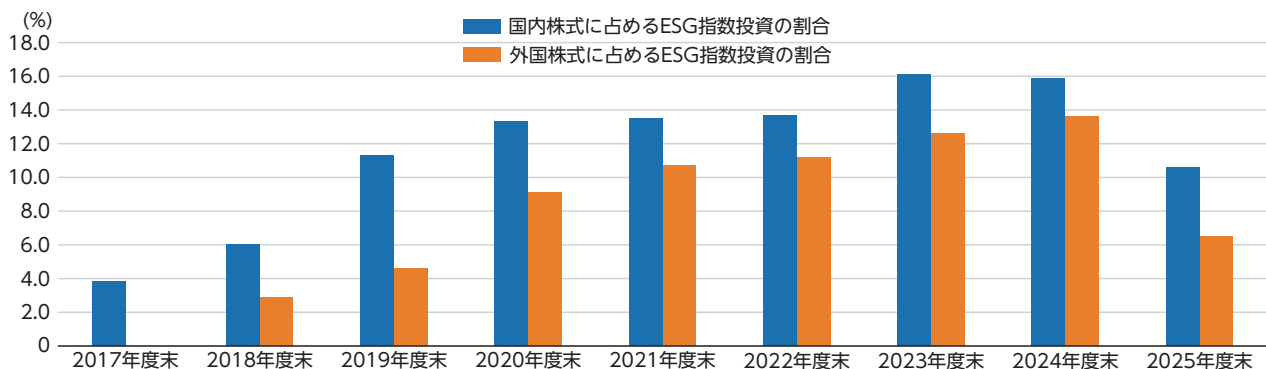
この方針にあわせ、安定的に「市場平均収益率を確保」すべく投資額の最適化を図っています。具体的には、

各ESG指数への配分額を見直すとともに、指数間のバランス及び投資残高全体を調整しました。この見直しは国内株式から先行して着手し、外国株式についても2025年度中に実施しています。

これら一連の最適化の結果、2026年3月末時点におけるESG指数投資の割合は、国内株式で10.6%、外国株式で6.5%まで低下しました。

また、投資方針の策定に加えて、GPIFでは、これまでのESG指数投資の振り返りを実施するとともに、採用指数のメソドロジーを点検しました。ESG指数投資の振り返りでは、これまでの指数投資導入の目的や経緯を改めて確認しました。また、採用指数のメソドロジーを点検する中で、一部の指数についてリスク（政策ベンチマークに対するトラッキングエラー）の低減を図る見直しなどを行いました。このように、2025年度は、配分や残高の調整を行うと同時に、既存指数の見直しも行ってきました。

【図表】株式投資に占めるESG指数投資の割合



● ESG投資の今後の展望

さらに、GPIFは、2025年3月に「サステナビリティ投資方針」と同時に公表した「サステナビリティ投資に関する取組みについて」を踏まえて、中長期的なリスク・リターンの改善等に資する新しいESG投資へ再構築しました。

具体的には、サステナビリティ投資方針等に基づき、2025年7月より、インデックス・ポスティングを通じて、「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」の両立が期待できる、新しい国内及び外国株式ESG指数の募集を開始しました。同時に、ESG指数と同じ趣旨で、マネジャー・エントリーを通じて、国内及び外国株式ESGファンドの募集を開始しました。募集にあたっては、以下の要件を求めています。

- 当該指数・ファンドへの投資によって、気候変動リスクや社会課題への対応力など、サステナビリティに関するリスクの低減効果が期待できること
- その効果を定量的かつ継続的に把握・測定するため、ESGの各要素に関する具体的な評価指標（KPI）を設定すること
- 安定的に市場平均収益率の確保が期待できること

このうち新しく募集するESGファンドについては、サステナビリティ投資の実効性向上の観点から、運用

会社による投資先企業に対するエンゲージメントを通じて「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」が実現することを期待するものです。

ESG指数投資・ESGファンド投資は、長期的な視点に立つ投資であり、その評価も長期的なスタンスで行います。また、サステナビリティ投資で期待する「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」の効果については、サステナビリティに関する様々なKPIの計測、ESGファクターのリターン寄与度分析¹、ESGファンドの運用会社によるKPIに関連したエンゲージメントの実効性評価など、多面的な検証を継続的に実施していきます。

一方で、個々の戦略についても、PDCAサイクルを継続的かつ着実に実行することが重要です。年次評価を含め、随時検証を行い、投資開始時に期待した投資の効果（「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」、「市場平均収益率の確保」）が、将来的にも期待通りに発現しない可能性が高いと判断される場合には、指数・ファンドの採用や投資手法の見直しを含めた対応を果敢に行います。

GPIFは、こうしたPDCAサイクルや指数会社・ESG評価会社・運用会社との対話を通じて、ESG指数投資・ESGファンド投資の実効性を高め、長期的な運用成績の向上に努めてまいります。

1 ESG指数やESGファンドの銘柄選定やウェイト決定に用いるESG要素が、投資パフォーマンスに与える影響を定量化する手法



ESG指数ファンドのパフォーマンス

GPIFが選定したESG指数に基づくパッシブファンドのパフォーマンスについては、取引コスト等の「ファンド効果」を含めた上で、ESG指数とその親指数を比較する形で評価を行っています。パフォーマンスの推移を各ファンドの運用開始から2026年3月までの期間で見ると、ESG指数の親指数に対する超過収益率の振れ幅が大きいものとなっています。ESG指数投資等のパフォーマンスについては、これからも継続的に評価・検証を続けてまいります。

● ESG指数ファンドのパフォーマンスの要因分析

GPIFが選定した国内株式及び外国株式のESG指数に基づくパッシブファンド（以下、ESGパッシブファンド）のパフォーマンスを、図表1¹の通り、国内株式については、運用を開始した2017年6月から2026年3月まで、外国株式については、2018年9月から2026年3月までのESG指数の親指数²（以下、親指数）に対する超過収益率について、それぞれ「ベンチマーク効果」と「ファンド効果」に分解して図示しました。ESGパッシブファンド全体のパフォーマンス評価に当たっては、運用開始日が各ファンドにより異なるため、合成したリターンを計算する必要があります。合成したリターンの計算には、各ESGパッシブファンドの日次リターンを純資産総額にて加重平均したリターンを使用しています。

図表1の通り、国内株式ESGパッシブファンドの親指数に対する累積超過収益率は約5.5%となりました。「ベンチマーク効果」については、2023年3月以降、上昇基調となっています。「ファンド効果」については、2020年3月にファンドへの資金配分等の影響でマイナスとなりましたが、その後は取引コスト等の影響で緩やかなマイナス基調となっています。

外国株式ESGパッシブファンドの累積超過収益率は約-4.4%となりました。「ベンチマーク効果」につい

ては、2025年度に入りマイナス圏で推移しています。「ファンド効果」については、運用開始日以降、取引コスト等の影響でマイナス基調となっています。

また図表1では、ESGパッシブファンドの日次の超過収益率を使って、親指数に対する実績トラッキングエラー（各月末時点から250営業日の期間）を計算しています。2026年3月末時点で、国内株式ESGパッシブファンドの実績トラッキングエラーは0.7%程度、外国株式ESGパッシブファンドは0.6%程度の水準となっています。

参考として、GPIFが選定した各ESG指数について、運用開始から2026年3月までの期間及び2025年4月から2026年3月までの1年間の収益率を、「ファンド効果」を含まないベースで、親指数及び政策ベンチマークと比較して示したものが図表2³です。運用開始日以来の累積で見ると、国内株式及び外国株式のESG指数全体で、親指数を上回る指数が5指数、下回る指数が4指数となっています。2025年度については、6指数が親指数の収益率を下回りました。

GPIFでは、PDCAサイクルの一環として、ESG指数投資・ESGファンド投資のパフォーマンスを継続的に評価・検証していきます。

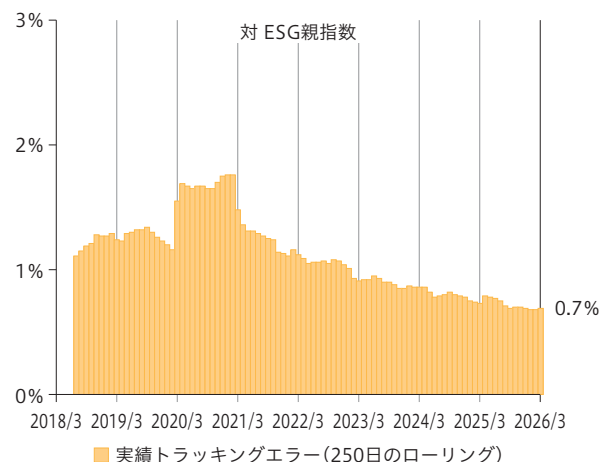
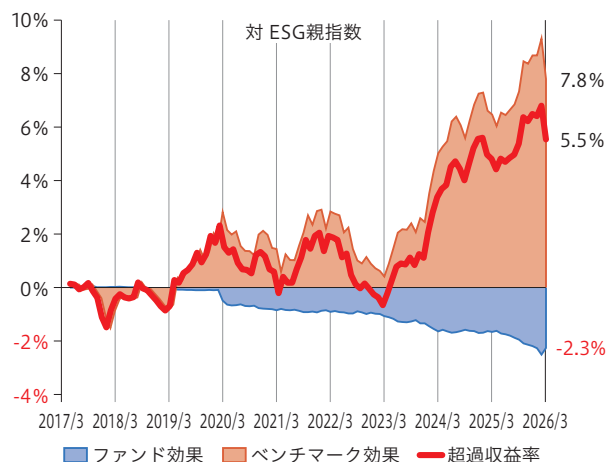
1 図表1は、各ファンドへのキャッシュフロー等の投資タイミングを考慮に入れた実際の運用パフォーマンス

2 GPIFでは、国内株式のESGパッシブファンドについて、各親指数と政策ベンチマークに生じている差異を埋めることを目的として2024年度より「リスク調整ファンド」を設定しているため、対親指数に対する超過収益率を図示しています

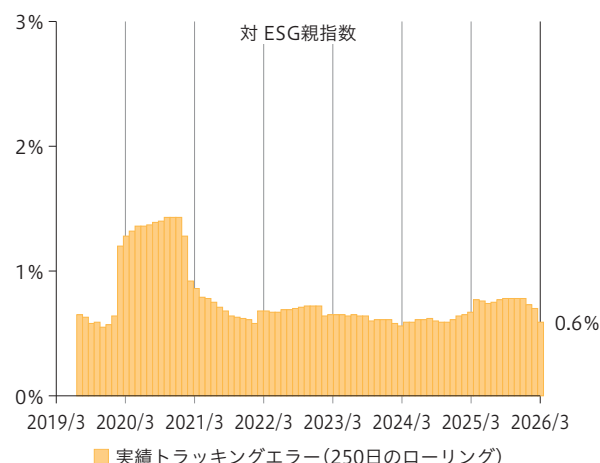
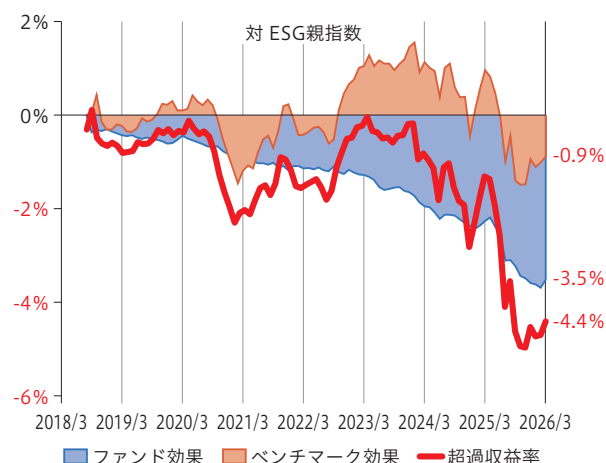
3 図表2の超過収益率は、図表1と異なり、各ESG指数の対親指数または対政策ベンチマークの収益率を「ファンド効果」を含まないベースで示すものです

【図表1】国内株式及び外国株式ESGパッシブファンドの超過収益率及び実績トラッキングエラーの推移

<国内株式>



<外国株式>



(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及びFactSetデータよりGPIF作成

【図表2】GPIFが選定したESG9指数の収益率

	運用開始日	運用開始日～2026年3月（年率換算後）			（参考）2025年4月～2026年3月		
		収益率	超過収益率		収益率	超過収益率	
		当該指数	親指数	TOPIX	当該指数	親指数	TOPIX
① FTSE Blossom	2017年6月	13.81%	1.42%	1.63%	38.10%	2.93%	3.45%
② MSCI ESG セレクトリーダーズ（※）	2017年6月	13.02%	0.63%	0.84%	34.32%	-0.81%	-0.33%
③ MSCI WIN	2017年6月	12.22%	-0.18%	0.04%	32.74%	-2.17%	-1.91%
④ S&P/JPX Carbon	2018年9月	12.28%	-0.20%	-0.20%	33.24%	-1.41%	-1.41%
⑤ FTSE BlossomSR	2022年3月	21.48%	0.90%	0.73%	35.69%	0.51%	1.04%
⑥ Morningstar GenDiJ	2023年3月	25.78%	0.34%	0.62%	34.61%	-0.59%	-0.04%
		当該指数	親指数	MSCI ACWI (除く日本・除く中国A株)	当該指数	親指数	MSCI ACWI (除く日本・除く中国A株)
⑦ S&P Global Carbon	2018年9月	16.10%	-0.05%	-0.00%	26.59%	-1.31%	-1.17%
⑧ MSCI ESGユニバーサル	2020年11月	19.95%	0.17%	0.16%	27.86%	0.10%	0.10%
⑨ Morningstar GenDi	2020年12月	19.73%	-0.52%	0.22%	25.04%	-1.87%	-2.72%

(注1) 指数収益率は配当込みの収益率

(注2) ①～⑨の親指数（指数組入候補）

①⑤ FTSE JAPAN ALL CAP（⑤は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

⑥ Morningstar Japan（除くREIT）

⑦ S&P Global Large Mid（除く日本）

⑧ MSCI ACWI（除く日本・除く中国A株）

⑨ Morningstar Developed Markets（除く日本）Large-Mid

（※）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、2024年2月8日以降はMSCI日本株ESGセレクト・リーダーズ指数

(出所) FactSetデータよりGPIF作成



ESG指数投資の効果検証

GPIFでは、スチュワードシップ活動や非財務情報であるESG要素を考慮した投資を通じ、金融市場の持続可能性向上とリスク調整後のリターン向上に取り組んでいます。こうした取組みの実効性を測定するため、2023年度より一連の効果検証プロジェクトを開始しました。本報告は、その検証のうち「ESG指数投資」に焦点を当ててまとめたものです。なお、本プロジェクトにおける定量分析及び報告書¹の作成は、東京大学エコノミックコンサルティング株式会社（UTEcon）との協働により実施しました。

● 分析アプローチ

本分析は、2017年以降に採用された3つのESG指数²を対象に、指数への組み入れが企業行動や市場評価に与えた因果効果を定量的に検証するものです。

ESG指数への組み入れというイベントは、2つの段階に分けて捉えることができます。第一は、企業がESGに関する取組みを強化し、指数への採用を目指す段階です。第二は、採用後にそのステータスを

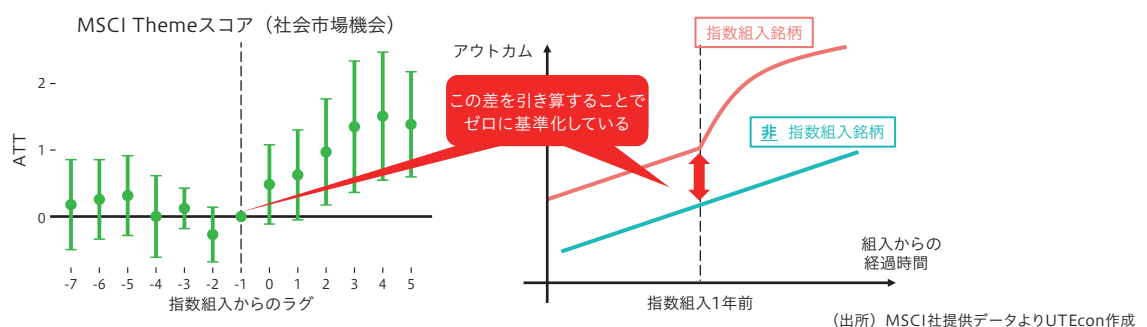
維持するため、ESG活動の水準をさらに改善・維持しようとする段階です。

本調査では、まず各銘柄の「組入前」における活動推移を分析しました。その結果を踏まえ、指数への組み入れが「組入後」の活動をさらに活発化させる効果（因果効果）を持っていたかどうかについて、計量経済学的手法を用いて検証を行いました。

【図表1】本報告書で検証する仮説のイメージ図



【図表2】イベントスタディの解釈イメージ



● 分析結果の概要

分析の結果、指数への組み入れに向けて企業のESG関連活動が事前に活発化している傾向が一部で確認されました。これは、ESG指数の存在が企業活動を促進する役割を果たしていることを示唆する一方で、指標によっては明確な傾向が見られないものもあり、効果は一様ではないことも明らかになりました。

また、組入後において高いステータスを維持し、継続的にESG活動を促進させる効果についても、肯

定的な傾向が示唆されるものと、十分な効果が確認できないものの双方が見られました。このように、ESG指数やその評価が企業行動に与える影響については、一部に促進効果が認められるものの、全体としては限定的な結果も含まれています。

以上のことから、ESG指数投資が市場全体に与える影響について、今後も多角的な視点から精緻な検証を継続していく必要があると考えています。

¹ 「ESG 指数に基づく株式バッシュ運用の効果検証」報告書を公表しました (https://www.gpif.go.jp/esg-stw/project_report/esg_index.html)
² MSCI 日本株 ESG セレクト・リーダーズ指数、MSCI日本株女性活躍指数、FTSE Blossom Japan Indexの3指数



株式・債券の委託運用におけるサステナビリティ

GPIFは、株式・債券の運用を委託する運用会社の運用評価において、ESGインテグレーションなどについても評価しています。また、債券投資においては、グリーンボンドをはじめとするESG債に投資しています。

● 株式・債券の委託運用におけるサステナビリティ

GPIFでは、運用資産の大部分について国内外の運用会社に運用を委託しています。投資運用部とESG・スチュワードシップ推進部は、協働して運用会社の選定・評価等を行っています。運用評価では、運用会社の投資方針や運用プロセス、組織・人材等を評価のポイントとしており、そのうち運用プロセスの評価の要素としてESGインテグレーションも重視しています。

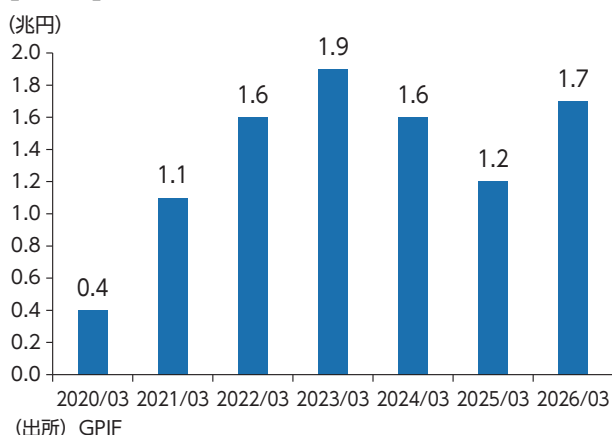
2018年度にはPRI（Principles for Responsible Investment、責任投資原則）署名機関として、PRIの定義に基づき、ESGインテグレーションを「ESGを投資分析及び投資決定に明示的かつ体系的に組み込むこと」と定義しました。

2019年度からは、上記の定義に基づきESGインテグレーションの評価基準を策定し、新評価基準による運用会社の総合評価を開始しました。GPIFが採用している既存の委託先運用会社の評価に加え、新規の委託先運用会社の選定時にも新基準による評価を行っています。

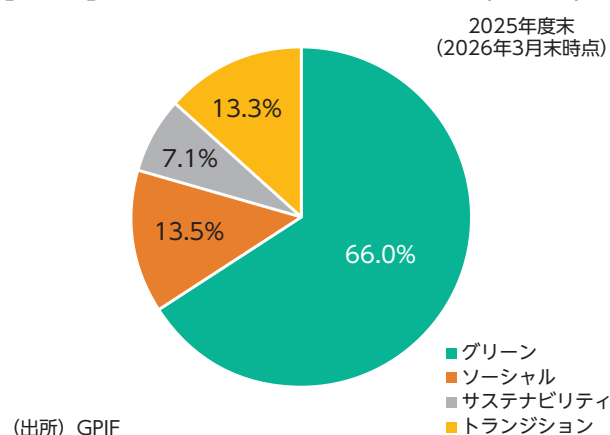
2025年3月に公表したサステナビリティ投資方針では、ESGインテグレーションを今後の「主な取組内容」の一つとして掲げており、同年7月からは、ESGインテグレーションの手法を取り入れたESGファンドの募集も行っています。

債券投資においては、グリーンボンドなどのESG債への投資額は2025年度末時点で1.7兆円となり、2024年度末対比で約0.4兆円¹増加しました（図表1、図表2）。これは国内債券及び外国債券ポートフォリオの運用資産残高の増加に加え、ベンチマークであるNOMURA-BPI「除くABS」及びFTSE世界国債インデックス（除く日本、中国、円ベース）におけるESG債のウエイト上昇などの影響によるものです。なお、ESG債への投資実績には、日本政府が発行するGX移行経済債「クライメート・トランジション利付国債」への投資も含まれています。

【図表1】 ESG債への投資額の推移



【図表2】 GPIFが保有するESG債の内訳（種類別）



1 図表1のデータは小数点以下第2位を四捨五入しています



オルタナティブ投資におけるサステナビリティ

GPIFでは、オルタナティブ資産の運用会社の選定や選定後のモニタリングにおいて、サステナビリティを適切に考慮するための取組みを進めています。国内インフラ投資については、再生可能エネルギー案件におけるGHG削減貢献量の計測も行っています。

● オルタナティブ資産におけるサステナビリティ

オルタナティブ資産（インフラストラクチャー、不動産、プライベート・エクイティ）の運用では、一般的に資産の保有開始から売却までの期間が長く、また運用会社自身が投資先の企業経営や事業運営に関わることもあります。そのため、運用会社は保有期間中に直面するリスクの把握だけではなく、資産価値の持続的成長や企業価値向上の機会を発見するために、運用プロセスの中でESGなどのサステナビリティを考慮することが重要視されており、特に海外ではその傾向が顕著です。

一言でオルタナティブ資産の運用と言っても、資産や事業の特性によってESG要素やその影響は異なり、運用戦略によっても取組みに違いがあります。アセットオーナーであるGPIFはそれらの違いを理解した上で、運用会社のサステナビリティの評価や運用状況のモニタリングを行います。

運用会社選定時のサステナビリティ評価

GPIFでは、2017年4月にマルチ・マネジャー戦略を行うオルタナティブ運用会社の選定を開始して以降、運用会社のサステナビリティへの取組みを評価項

目に加えています。運用会社全体のサステナビリティへの取組み方針、運用プロセスにおけるESGインテグレーション、投資実行後の監督体制や投資家への報告体制等について、質問票による調査、サステナビリティ推進に関わる担当者との面談など複数の角度から審査しています。

運用開始後のモニタリング

すべてのオルタナティブ資産に適用できる標準的なサステナビリティに対する評価基準と呼べるものはまだ存在していません。そこで各運用会社は投資対象資産の特性や投資ファンドの投資戦略に応じて、独自の評価基準やスコアリング手法等を設定し、サステナビリティを評価しています。GPIFは、運用会社のサステナビリティの取組み態勢の変化や、運用会社が分散投資した投資ファンドのPRIへの署名の有無やサステナビリティへの取組み状況などについて、モニタリングを行っています。各運用会社が発行するサステナビリティに関する報告書や運用会社との面談を通じてポートフォリオのサステナビリティに関する状況把握とエンゲージメントに努めています。

● GRESB（Global Real Estate Sustainability Benchmark）¹の活用

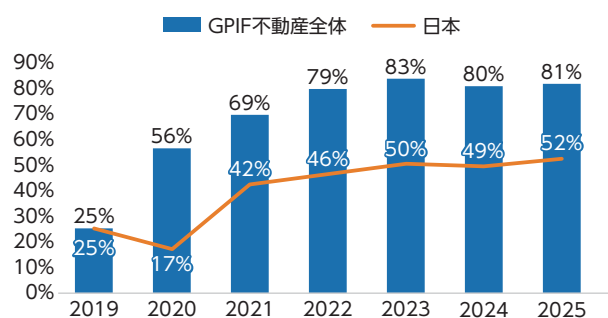
GPIFが投資している不動産ファンドの2025年度GRESB年次評価への参加率は81%（各年、前年12月末時点の時価総額加重平均）となり、参加率は昨年度から1ポイント上昇し、参加ファンド数も昨年度から7ファンド増加しました。不動産ポートフォリオの気候変動リスクに関して、GRESB参加ファンドのうち

ネットゼロ（温室効果ガスの排出量と吸収・除去量とを差し引き、実質的に排出量をゼロとする）に沿った排出量削減目標設定（ネットゼロ目標設定）を行っているファンドの割合は87%（各年、前年12月末時点の時価総額加重平均）となり、昨年度から11ポイント上昇しました。また、そのうち、オーナー管理部分

だけでなく、テナント専用部分における活動に基づく排出量（スコープ3）まで含めてネットゼロ目標設定を行っているファンドの割合も年々上昇しており、2025年度については51%となりました。この結果は気候変動問題に対して積極的に取り組むため、テナン

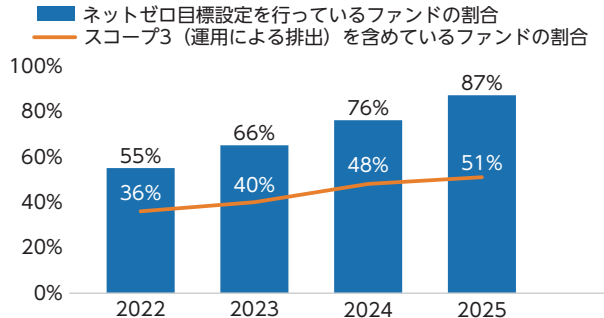
ト専用部分のエネルギー効率の改善やテナントへのエンゲージメント等を通じて、建物全体から生じる温室効果ガスの排出量削減を推進する運用会社が増加していることを示しています。

【図表1】GRESB参加率の推移



1: GRESBは欧州の年金基金を中心に設立されたイニシアティブで、不動産及びインフラストラクチャー投資におけるESG評価基準を提供しています。GPIFは不動産分野の投資家メンバーとして2019年度に加盟し、2022年度には日本初のインフラストラクチャー分野の投資家メンバーとして加盟しました

【図表2】ネットゼロ目標設定割合の推移



Climate VaRを用いたプライベート・エクイティの分析

今年度の気候関連財務情報開示では、昨年度に続きオルタナティブ資産のプライベート・エクイティ（以下、PE）を対象に気候変動リスクの分析を実施しました。具体的には、PEポートフォリオのClimate Value-at-Risk（以下、CVaR）を算出し、外国株式ポートフォリオと比較しています。このCVaRは、気候変動が将来のコストや低炭素技術による収益機会を通じて、企業や証券の価値に与える影響を測定するものです。

分析の結果、PEと外国株式ポートフォリオのCVaRは概ね同様の傾向を示しましたが、脱炭素政策の影響が大きいシナリオでは、PEポートフォリオは情報技術やヘルスケア等の低排出セクターの構成比率が高いことから、CVaRのマイナス幅は外国株式ポートフォリオを下回りました。一方、CVaRを構成する物理的リスクについては、PEポートフォリオのマイナスの影響がやや大きい結果となりました。詳細はP.67をご参照ください。

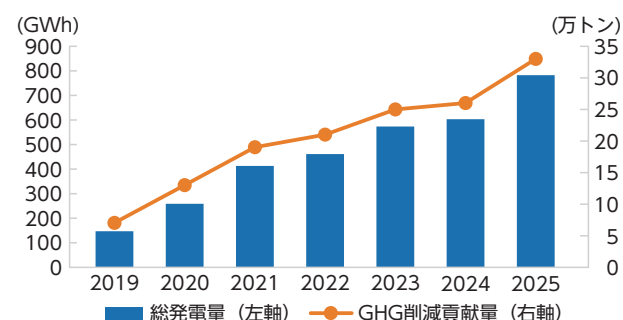
国内インフラ投資の再生可能エネルギー案件におけるGHG削減貢献量の分析

GPIFが投資している国内インフラ事業のうち再生可能エネルギー事業を対象に、温室効果ガス（以下、GHG）削減貢献量について分析を継続しています。

GPIFがインフラファンド等を通じて投資している国内の再生可能エネルギー事業の総発電量は、前年から30%増加し、2025年は約782GWhとなりました。主に太陽光施設への投資が進んだことを背景に、昨年より発電量が増加しています。再エネ発電に置き換えられることで削減されるであろうGHG排出量は、発電量をもとに太陽光発電協会（JPEA）のガイドラインや電力会社の公表するGHG排出係数などを利用して算出すると2025年は前年比24%増加し約33万ト

ンとなりました。これは1世帯当たりの電力由来による年間排出量の約19.0万世帯分（前年比25%増加）に相当します。

【図表3】GPIFの保有する国内再エネ案件の総発電量及びGHG削減貢献量



（注）総発電量及びGHG削減貢献量は最終投資先のGPIFの持分比率に応じて算出しています



インパクト投資に関する調査研究

GPIFでは、令和7年度計画に掲げた「インパクトを考慮した投資の検討」の第一段階として、インパクト投資の実態把握を目的とした調査研究を実施し¹、その結果を当法人ウェブサイトにて公表いたしました。本調査では、広範な文献調査に加え、海外の年金基金へのインタビューなども行い、多角的な情報収集を行いました。その主な内容をご紹介します。

● インパクト投資の概念等

国際団体のグローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN：Global Impact Investing Network）は、インパクト投資を「財務的リターンと並行して、ポジティブで測定可能な社会・環境的インパクトを同時に生み出すことを意図する投資」と定義し、2019年には実務的な指針となる「4つの中核的特徴」を公表しています（図表1）。

本調査では、インパクト投資の根幹となる「投資家の意図」を、その目的やスタンスから「手段的」、「ユニバーサル・オーナー的」、「目的的」という3類型に整理しました（図表2）²。そのうえで、アセットオーナーと運用会社それぞれの意図の差異や、その多様な組み合わせについても考察しています。

【図表1】GIINのインパクト投資の中核的特徴

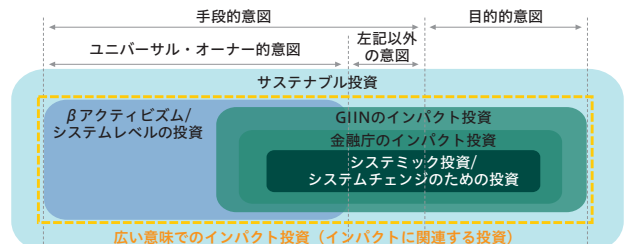
意図	インパクト投資は、測定可能な社会・環境的利益への貢献を意図的に目指す投資であることを特徴とする
投資設計におけるエビデンスとインパクトデータの活用	インパクト投資は、利用可能なエビデンスやデータを活用して、賢明な投資設計を推進する必要がある
インパクト・パフォーマンスの管理	インパクト投資には特定の意図が伴い、その意図に沿って投資を管理することが求められる
業界の成長への貢献	インパクト投資家は、可能な限り学びを共有し、自らの経験から他者が学べるように努める

（出所）GIIN（2019）“Core Characteristics of Impact Investing”をもとに作成。図表1～6はすべてニッセイアセットマネジメント株式会社による「インパクト投資に関する調査研究」報告書に掲載

また、インパクト投資で重要視され、追加性（Additionality）とも称される投資家の貢献については、投資先企業との対話（エンゲージメント）や他の投資家との協力、資金ギャップが存在する領域への資金供給を通じた市場形成、さらには政策への働きかけといった活動の重要性が明らかになりました³。

一方、投資リターンに関する既存研究の結果は一樣ではありませんでした。従来投資と「遜色ない」とする見解と「劣後する可能性」を指摘する見解が併存しており、明確な結論を導き出すには、さらなる実証研究の蓄積が必要です。

【図表2】意図概念と投資概念の整理



（注）βアクティビズムやシステムレベルの投資などの詳細については、調査研究報告書をご参照ください

（出所）ニッセイアセットマネジメント株式会社

● インパクト投資の市場・業界団体・諸外国の政策・規制等

市場動向の分析では、インパクト投資が世界的に拡大している中で、特に年金基金が重要な資金供給主体となっている点がわかりました（図表3、4）。また、投資領域や資産クラスには地域差が見られ、海外では

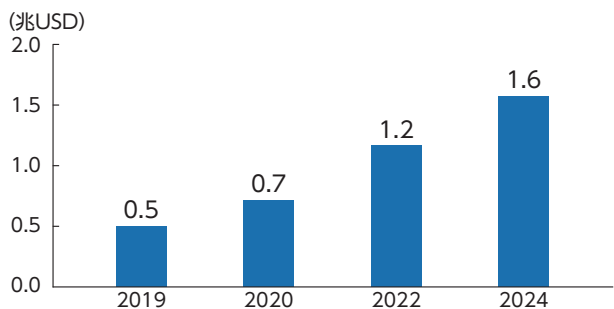
金融、エネルギー、農業・食料など幅広いセクターに投資が分散している一方、日本では気候変動関連の比重が高いほか、融資や債券の比率が極めて高いという特徴が確認されました（図表5、6）。

1 本調査研究は、ニッセイアセットマネジメント株式会社に委託して実施しました

2 「手段的意図」がインパクト創出を投資リターン実現の「手段」と位置づけるのに対し、「目的的意図」はインパクト創出自体を投資の「究極的な目標」と捉えます（リターンの確保と並行する目標である場合も含まれます）。また、前者の「手段的意図」には、ユニバーサル・オーナーとしてポートフォリオ全体の価値を維持・向上させるためにインパクト創出を図る「ユニバーサル・オーナー的意図」という考え方も含まれています

3 インパクト投資において、インパクトを創出する主体は一義的には企業であり、企業の貢献（企業活動によるインパクト）と投資家の貢献（投資家が関与することによるインパクト）は区別して捉えられることが一般的です

【図表3】インパクト投資の残高推移（世界）



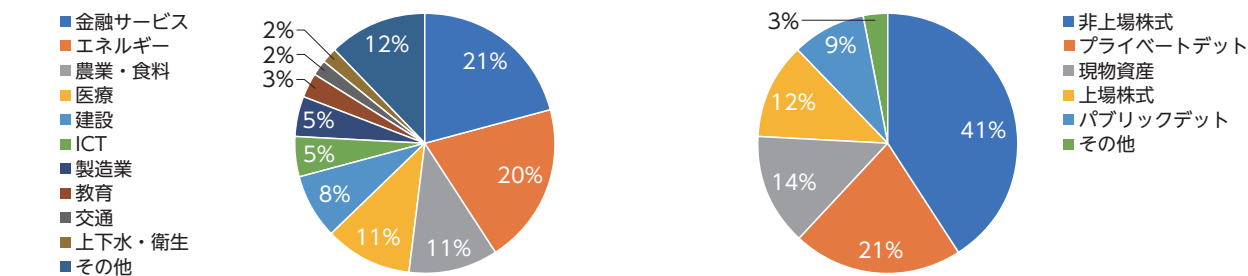
(出所) GIIN (2019, 2022, 2024) "Sizing the Impact Investing Market", GIIN (2020) "Annual Impact Investor Survey 2020" をもとに作成

【図表4】資金供給主体の構成比（2024年）

資金供給主体	構成比
年金基金	35%
銀行	14%
保険会社	12%
政府・国際機関	11%
ファミリーオフィス	8%
財団	3%
その他	17%

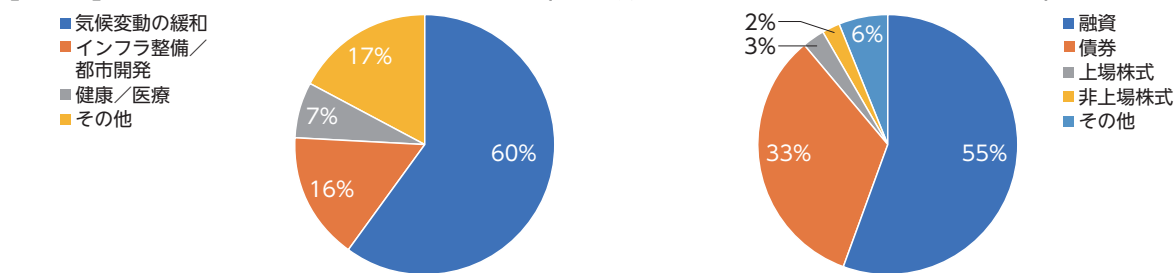
(出所) GIIN (2025) "State of the Market 2025: Trends, Performance and Allocations" をもとに作成

【図表5】世界のインパクト投資の残高構成比（左：領域別、右：資産クラス別、2024年）



(出所) GIIN (2025) "State of the Market 2025: Trends, Performance and Allocations" をもとに作成

【図表6】日本のインパクト投資の残高構成比（左：領域別、右：資産クラス別、2024年）



(出所) GSG Impact JAPAN National Partner (2025) 「日本における社会的インパクト投資の現状」 をもとに作成

● 海外年金基金の取組み事例調査

海外年金基金へのインタビュー調査では、「インパクト投資」という用語の定義や投資の位置づけは各基金で様ではなく、その背景には前述の3つの「意図」に対する考え方の相違が見られました。一方で、いずれの基金においても、受託者責任の観点から「リスク・

リターンの確保」を最重視している点は共通しています。また、ポートフォリオ全体でのインパクト測定や明確な数値目標の設定は現時点で限定的であるものの、一部基金では、投資を通じた地域社会や自国への貢献を可視化する先進的な取組みも見られました。

● GPIFの今後の取組み

インパクト投資は、その概念から実務に至るまで、ダイナミックに進化を続けている領域です。今後、さらなる実証研究の蓄積や手法の高度化が進むことで、投資リターンと社会的なインパクトの両立について、より一層理解が深まっていくことが期待されます。

GPIFは、年金給付のためのお金の一部を、将来世代の負担が大きくなりすぎないために運用しており、長期的な収益確保を最優先に考えております。そのうえで、市場平均収益率を確保しながら、投資先企業

が持続的に成長し続けるための重要な非財務的要素の一つとして、企業の事業内容がもたらす社会・環境的効果（インパクト）をどう評価し、投資に反映すべきか検討を行っています。

今回の調査研究は、そのための第一歩です。ここで得られた知見を最大限に活用しつつ、当法人の「サステナビリティ投資方針」に沿って、GPIFが行うインパクトを考慮した投資の定義や意義、具体的な取組内容・進め方について、検討を進めていきます。

第三章

スチュワードシップ活動

GPIFは、アセットオーナー・プリンシプルを受け入れており、アセットオーナーとして、サステナビリティ投資の一環で、専ら被保険者の利益のために長期的な投資収益の拡大を図る観点から、スチュワードシップ責任を果たすための活動（スチュワードシップ活動）を実施しています。第三章では、GPIFのスチュワードシップ活動の方向性と2025年度の主な取組みを中心にご紹介します。



P.39 GPIFのステewardシップ活動について

P.41 運用会社との対話

P.47 運用会社のエンゲージメントに対する企業の評価

P.49 指数会社やESG評価会社との対話

GPIFのステュワードシップ活動について

GPIFは、アセットオーナーとして、投資先の長期的な企業価値の向上や投資先及び市場全体の持続的成長を通じて、被保険者の利益のために長期的な投資収益を確保する観点から、ステュワードシップ責任¹を果たすための活動を実施しています。

ステュワードシップ活動の目的・意義及び主な取組み

ステュワードシップ活動とは、機関投資家が、顧客や受益者の利益のために、投資先の企業価値向上や持続的な成長を促す取組みです。代表的な取組みとして、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）や、株主総会において会社提案などに対して株主として賛否を示す「議決権行使」があります。

GPIFは、保有資産の一部を除き、委託先の運用会社を通じて日々の売買を行っています。また、GPIF自身は投資先企業に対して個々の経営の見直しを促すことを目的とした直接的なエンゲージメントを行っておらず、株式におけるすべての議決権行使を委託してい

ます。

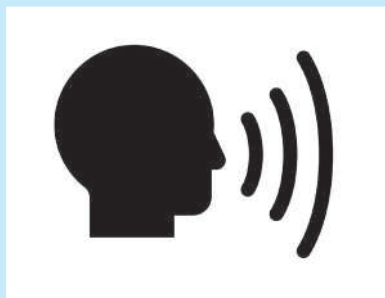
このため、GPIFのステュワードシップ活動においては、運用会社に対して、投資先企業や発行体との間で、非財務要素であるESGなどのサステナビリティも考慮に入れたエンゲージメントと適切な議決権行使の実施を促しています。GPIFは、運用会社によるエンゲージメント等により「長期的な企業価値が向上」し、それが「資本市場や経済全体の持続的な成長²」につながることで、最終的に「長期的な投資リターン²の拡大」につながるというインベストメントチェーンの好循環の促進を目指して、ステュワードシップ責任を果たしていきます。

ステュワードシップ活動の主な取組みについて、GPIFは、アセットオーナーとして、

- ① 運用会社の運用戦略に応じたステュワードシップ活動を評価すること等を通じて運用会社との双方向の対話を行います。



- ② 運用会社との対話等を踏まえて、アセットオーナーとしての考え方・取組みを積極的に発信します。



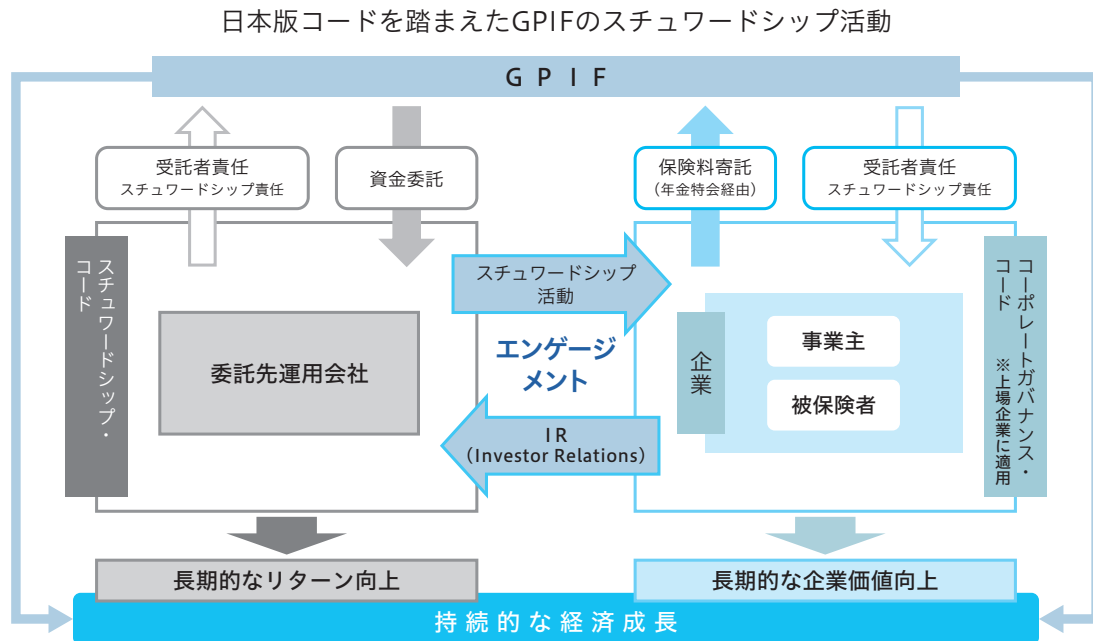
- ③ 企業、関係団体、他のアセットオーナー等のステークホルダーとの意見交換・情報交換を行います。



1 ステュワードシップ責任とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか、運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、中長期的な投資リターン²の拡大を図る責任のことです
2 これは、サステナビリティ投資方針で掲げた「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」ともつながります

● スチュワードシップ責任を果たすための方針・原則

GPIFは、スチュワードシップ活動を、2014年5月の日本版スチュワードシップ・コード（以下、日本版コード）の受入れから本格的に開始しました。



GPIFは、日本版コードの受入れに合わせて、スチュワードシップ責任を果たすための方針を制定し、当該方針に則って、スチュワードシップ活動を行っています。また、2017年には、スチュワードシップ責任を果たすための方針を基に、運用会社への要請事項として、スチュワードシップ活動原則及び議決権行使原則を制定しました。

日本版コードは、2017年、2020年、2025年と3回改訂されています。GPIFは、日本版コードの改訂に合わせてスチュワードシップ責任を果たすための方針等を改訂し、スチュワードシップ活動を拡大させています。

i スチュワードシップ責任を果たすための方針

スチュワードシップ責任を果たすための方針では、GPIFのスチュワードシップ責任に対する考え方やスチュワードシップ活動の取組みに関する方針などの基本方針と、日本版コードの各原則への対応を示しています。

ii スチュワードシップ活動原則・議決権行使原則

スチュワードシップ活動原則と議決権行使原則は、超長期のアセットオーナーの責任として、委託先運用会社に対して、議決権行使を含む、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確にしたものです。

このうち、スチュワードシップ活動原則は、(1) 委託先運用会社におけるコーポレート・ガバナンス体制、(2) 委託先運用会社における利益相反管理、(3) エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動方針、(4) 投資におけるESGなどサステナビリティの考慮、(5) 議決権行使の5つの項目から成っています。

GPIFは、委託先運用会社に対してはスチュワードシップ活動原則と議決権行使原則の遵守を求め、委託先運用会社の個別事情に照らして実施することが適切でないと考えられる場合には実施しない理由の説明を求めています。

運用会社との対話

GPIFのスチュワードシップ活動においては、委託先運用会社が投資先の企業に対して行うエンゲージメント・議決権行使等のスチュワードシップ活動が大きな役割を果たしています。その実効性の向上に向け、GPIFは、委託先運用会社との双方向の対話を行っています。

● 委託先運用会社との対話の概要

GPIFの委託先運用会社との対話においては、まず、GPIFのスチュワードシップ責任に対する考え方を提示しています。具体的には、GPIFのスチュワードシップ責任を果たすための方針や委託先運用会社への

要請事項であるスチュワードシップ活動原則及び議決権行使原則¹を示すとともに、毎年、委託先運用会社への期待を公表することで、GPIFが何を重視し、評価するかを伝えるようにしています。

GPIFの委託先運用会社への期待

■ エンゲージメントの高度化

- ✓ 企業価値向上につながるエンゲージメントの枠組みの構築
 - エンゲージメント目標の設定、マイルストーン管理、効果的なエスカレーション戦略の実施
 - エンゲージメント実績データの整備と効果検証（取組みが進んでいる委託先運用会社においては、対話のステージ管理に留まらず、企業行動変化の確認・KPI計測・統計手法等によるエンゲージメント成果のアウトカムベースでの把握・分析）
- ✓ 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けたエンゲージメント
- ✓ マテリアリティを考慮したサステナビリティ課題についてのエンゲージメント（新たなサステナビリティ課題への対応を含む）
- ✓ エンゲージメント結果を踏まえた議決権行使、サステナビリティ課題の議決権行使への反映

■ 運用とスチュワードシップ活動の融合

- ✓ 運用及びスチュワードシップ担当間での連携強化
- ✓ スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデルの定着と深化
- ✓ 債券投資におけるスチュワードシップ責任に係る取組み
- ✓ 投資スタイルに合わせたESGインテグレーションの実践

■ 投資家としての情報発信、投資先へのメッセージ

- ✓ 情報開示や投資先企業との対話を通じて、以下を積極的に発信
 - スチュワードシップ活動の方針・考え方（サステナビリティ関連含む）、議決権行使方針・行使結果
 - ISSB基準等のグローバル・スタンダードに沿ったサステナビリティ開示
 - 日本の資本市場の持続的成長に向けた、投資家としての意見発信、内外投資家間の意見交換

1 「GPIFのスチュワードシップ活動について」（P.40）をご参照ください

そのうえで、GPIFは、双方向のコミュニケーションを重視しており、年に一回の委託先運用会社の総合評価の一環として、スチュワードシップ活動を評価しているほか²、委託先運用会社とは、その時々テーマや必要に応じて、ミーティングやアンケートを都度実施しています。

例えば、株式の委託先運用会社のスチュワードシップ評価においては、パッシブ運用は投資先企業の長期的な企業価値向上や特に市場の持続的な成長に資するか、アクティブ運用は投資先の長期的な株主価値増大に資するかという観点で評価を行っています。

評価ウェイト	株式パッシブ	株式アクティブ
投資方針・運用プロセス 組織・人材他	70%	90%
スチュワードシップ責任	30%	10%
スチュワードシップ評価の観点	市場の持続的な成長に資するか	投資先の長期的な株主価値増大に資するか
同評価のベース	(共通) スチュワードシップ・コード、GPIFのスチュワードシップ活動原則、議決権行使原則	

具体的には、以下のポイントを評価しています。

- 体制面（組織、利益相反管理）
- 日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ状況、責任投資原則（PRI）署名の有無及び対応状況
- スチュワードシップ活動（方針、取組状況、エンゲージメント状況）
- 委託先運用会社が示した重大なESG課題への対応を含むESG課題への取組状況
- 議決権行使状況（トピックス、委託先運用会社内で判断の分かれたケース、株主提案等における行使判断決定プロセス等）
- 個別の議決権行使結果公表状況等、当法人のスチュワードシップ活動原則及び議決権行使原則への対応状況

また、委託先運用会社との個別のミーティングに加え、委託先運用会社向けの説明会も毎年実施しています。説明会においては、当法人の目標や取組み、その背景や考え方等、GPIFの問題意識を含め十分に説明し、質疑応答やその後のフォローアップを通じて、意見交換、フィードバックを行うよう双方向のコミュニケーションに努めています。

委託先運用会社のスチュワードシップ活動については、これまでGPIFの委託先ではなかった主に海外の委託先運用会社（特に比較的規模の小さい委託先運用会社）が増えてきた結果、委託先運用会社によるスチュワードシップ活動の水準にばらつきが見られます。このため、GPIFでは、引き続き、「スチュワードシップ活動原則」、「議決権行使原則」の委託先運用

会社における浸透を図っていきます。

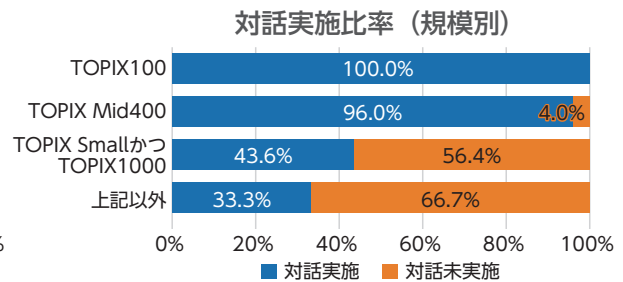
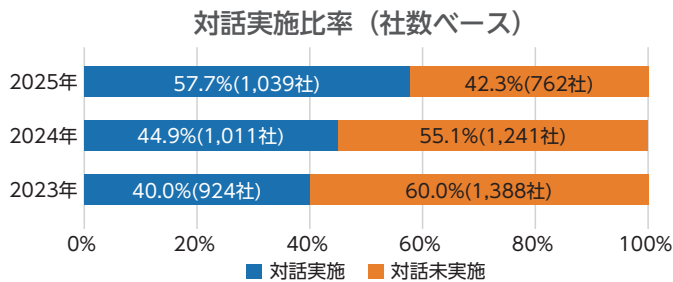
一方で、既存の委託先運用会社においては、スチュワードシップ活動の体制強化を通じて、組織だった取組みが深化してきました。また、スチュワードシップ活動の水準が高い委託先運用会社においては、マイルストーン管理（個々のエンゲージメントの達成目標を設定し、目標達成に至る対話や企業の対応についての進捗状況を幾つかの段階に分けて管理すること）を通じてエンゲージメントの実効性の向上を図る取組みが広がっています。GPIFでは、委託先運用会社のスチュワードシップ活動全般の進展度合いに応じて、スチュワードシップ評価等を通じて委託先運用会社の取組みを確認していきます。

² 2014年にスチュワードシップ・コードを受け入れた当初は株式投資のスチュワードシップ評価から開始しましたが、2017年度からはオルタナティブ投資、2022年度から債券投資においてもスチュワードシップ評価を行っています。オルタナティブ投資、債券投資のスチュワードシップ評価については、「2025/2026年 スチュワードシップ活動報告」のP.14～P.16をご参照ください

● 国内株式の委託先運用会社によるエンゲージメント状況

GPIFの国内株式の委託先運用会社によって実施された2025年1月～12月の日本株のエンゲージメントの対象社数は合計で1,039社に上ります。社数ベースでは、保有している企業数の58%とエンゲージメントを実施、時価総額ベースでは、97%に相当する企業

とエンゲージメントを行っています。TOPIX構成銘柄の見直しにより、保有企業数はこの一年で減少している一方、対話実施企業数は昨年と比べ若干増えており、社数ベースでの対話比率は13%ポイント増加しています。



● エンゲージメント強化型パッシブファンド

GPIFは、スチュワードシップを重視したパッシブ委託運用モデルの一つとして2018年度から「エンゲージメント強化型パッシブ」ファンドを採用しています（2025年度は、アセットマネジメントOne株式会社、フィデリティ投信株式会社、三井住友トラストアセットマネジメント株式会社、りそなアセットマネジメント株式会社に委託）。

採用ファンドについては、エンゲージメント計画におけるKPIの達成状況、翌年度のマイルストーンの確認・評価を行っており、委託先運用会社が通常のパッシブファンド以上に、高度に、深く、投資先企業とエンゲージメントを継続的に実施することを目指しています。

● ESGファンド

GPIFは、2025年7月に、ESG指数の募集に合わせて、新たに国内株式及び外国株式についてESGファンド（運用会社がESG要素に基づきポートフォリオ構築を行うファンド（必ずしもESG指数に基づかないもの））の募集を行うことを公表しました。ESG指数と同様に、ESGファンドについても、サステナビリティに関するリスクの低減等の効果が期待できることや、ESG要素に関するKPIを設定することなどを求めています³。

今後採用するESG指数・ESGファンドにおいては、KPIの推移を把握することを通じてESG指数・ESGファンドのポートフォリオ構成企業がサステナビリティリスクを経時的に低減しているかどうかをモニタリングしていきます。また、ESGファンドについては、そのための投資先企業に対する委託先運用会社によるエンゲージメント等の状況について、スチュワードシップ評価の一環で評価していきます。

● 株主議決権行使

厚生労働大臣が定めた「中期目標」では、GPIFは、「企業経営等に与える影響を十分に考慮しつつ、株主議決権の行使等についての適切な対応を行う」ことと

されています。これを踏まえ、GPIFの「中期計画」では、「企業経営等に直接影響を与えることを避ける趣旨から、株主議決権の行使は直接行わず、運用受

3 ESG指数・ESGファンドの募集の詳細については、「ESG投資の再構築」（P.27）をご参照ください

託機関の判断に委ねる。」ただし、GPIFとしてのスチュワードシップ活動を一層推進する観点から、「運用受託機関への委託に当たっては、長期的な投資収益の向上につながるESG（環境、社会、ガバナンス）要素を含むサステナビリティの重要性を踏まえ、効果的なエンゲージメントを行う。その際、運用受託機関による議決権行使を含むスチュワードシップ活動が、専ら被保険者の長期的な投資収益の向上を目指すものであることを明確化する」こととしています。

具体的には、GPIFは、委託先運用会社から議決権行使ガイドラインの提出を受け、毎年度、株主議決権

の行使状況について報告を受け、ミーティングを実施しています。株主議決権行使の取組みについては、GPIFが行う各委託先運用会社の総合評価におけるスチュワードシップ責任に係る取組みの一項目に位置づけ、「ガイドラインの整備状況」、「行使体制」、「行使状況」の点から評価を行うこととしています。

2025年4月から6月までの議決権行使状況についての報告を受け、ミーティングを実施しました。その結果、株主議決権行使の取組みは、概ね良好であることを確認しています。

国内株式の委託先運用会社の対応状況（2025年4月～2026年3月）

株主議決権を行使した運用会社数 70ファンド
株主議決権を行使しなかった運用会社数 0ファンド

（単位：議案数、割合）

議案		会社機関に関する議案					役員報酬等に関する議案				資本政策に関する議案 (定款変更に関する議案を除く)			定款 変更に関する 議案	買収防衛策 (ライツプラン)		その他 議案	合 計
		取締役 の選任	うち 社外 取締役	監査役 の選任	うち 社外 監査役	会計監 査人の 選任	役員 報酬	役員 賞与	退任役員 の退職 慰労金 の贈呈	ストック オプション の付与	剰余金 の 配当	自己 株式 取得	合併・営業譲渡・ 譲受、会 社分割等		事前 警告型	信託型		
行 使 総件数		239,988	110,188	15,805	10,481	553	10,270	1,153	466	619	18,556	490	638	10,247	547	0	517	299,849
会社 提案	計	238,990 (100.0%)	109,446 (100.0%)	15,784 (100.0%)	10,460 (100.0%)	553 (100.0%)	9,988 (100.0%)	1,153 (100.0%)	466 (100.0%)	583 (100.0%)	18,047 (100.0%)	1 (100.0%)	638 (100.0%)	5,739 (100.0%)	547 (100.0%)	0 (0.0%)	442 (100.0%)	292,931 (100.0%)
	賛成	213,064 (89.2%)	98,929 (90.4%)	14,706 (93.2%)	9,437 (90.2%)	547 (98.9%)	9,639 (96.5%)	1,063 (92.2%)	9 (1.9%)	456 (78.2%)	17,720 (98.2%)	0 (0.0%)	627 (98.3%)	5,653 (98.5%)	23 (4.2%)	0 (0.0%)	380 (86.0%)	263,887 (90.1%)
	反対	25,926 (10.8%)	10,517 (9.6%)	1,078 (6.8%)	1,023 (9.8%)	6 (1.1%)	349 (3.5%)	90 (7.8%)	457 (98.1%)	127 (21.8%)	327 (1.8%)	1 (100.0%)	11 (1.7%)	86 (1.5%)	524 (95.8%)	0 (0.0%)	62 (14.0%)	29,044 (9.9%)
	計	998 (100.0%)	742 (100.0%)	21 (100.0%)	21 (100.0%)	0 (0.0%)	282 (100.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	36 (100.0%)	509 (100.0%)	489 (100.0%)	0 (0.0%)	4,508 (100.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	75 (100.0%)	6,918 (100.0%)
株主 提案	賛成	19 (1.9%)	19 (2.6%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	17 (6.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	89 (17.5%)	59 (12.1%)	0 (0.0%)	279 (6.2%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	20 (26.7%)	483 (7.0%)
	反対	979 (98.1%)	723 (97.4%)	21 (100.0%)	21 (100.0%)	0 (0.0%)	265 (94.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	36 (82.5%)	420 (87.9%)	430 (0.0%)	0 (93.8%)	4,229 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	55 (73.3%)	6,435 (93.0%)

(注1) 1議案中に複数の行使案件が存在する場合は、それぞれの行使件数を記載しています。

(注2) () 内は各議案の計に対する割合です。

(注3) 反対には、棄権5件を含みます。

外国株式の委託先運用会社の対応状況（2025年4月～2026年3月）

株主議決権を行使した運用会社数 106ファンド
株主議決権を行使しなかった運用会社数 0ファンド

（単位：議案数、割合）

議案		会社機関に関する議案			役員報酬等に関する議案				資本政策に関する議案 (定款変更に関する議案を除く)			定款 変更に関する 議案	事前 警告型 買収 防衛策	その他議案		合 計
		取締役 の選任	監査役 の選任	会計監 査人の 選任	役員 報酬	役員 賞与	退任役員 の退職 慰労金 の贈呈	ストック オプション の付与	剰余金 の配当	自己株 式取得	合併・営 業譲渡・ 譲受、会 社分割等			財務諸表・ 法定報告書 の承認	その他 の議案	
行 使 総件数		201,664	9,155	20,337	41,929	660	244	8,692	14,194	9,114	15,638	14,034	284	17,168	85,846	438,959
会社 提案	計	199,994	8,708	20,318	41,551	657	155	8,652	14,173	9,073	15,507	12,630	266	17,138	74,719	423,541
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	170,188	8,273	18,019	32,813	577	147	6,663	14,007	8,738	13,090	11,474	234	16,718	65,874	366,815
		(85.1%)	(95.0%)	(88.7%)	(79.0%)	(87.8%)	(94.8%)	(77.0%)	(98.8%)	(96.3%)	(84.4%)	(90.8%)	(88.0%)	(97.5%)	(88.2%)	(86.6%)
	反対	29,806	435	2,299	8,738	80	8	1,989	166	335	2,417	1,156	32	420	8,845	56,726
		(14.9%)	(5.0%)	(11.3%)	(21.0%)	(12.2%)	(5.2%)	(23.0%)	(1.2%)	(3.7%)	(15.6%)	(9.2%)	(12.0%)	(2.5%)	(11.8%)	(13.4%)
株主 提案	計	1,670	447	19	378	3	89	40	21	41	131	1,404	18	30	11,127	15,418
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	888	284	8	65	3	2	25	21	0	125	563	11	20	3,872	5,887
		(53.2%)	(63.5%)	(42.1%)	(17.2%)	(100.0%)	(2.2%)	(62.5%)	(100.0%)	(0.0%)	(95.4%)	(40.1%)	(61.1%)	(66.7%)	(34.8%)	(38.2%)
	反対	782	163	11	313	0	87	15	0	41	6	841	7	10	7,255	9,531
		(46.8%)	(36.5%)	(57.9%)	(82.8%)	(0.0%)	(97.8%)	(37.5%)	(0.0%)	(100.0%)	(4.6%)	(59.9%)	(38.9%)	(33.3%)	(65.2%)	(61.8%)

(注1) 行使総件数は、不行使の件数を含みません。

(注2) 1議案中に複数の行使案件が存在する場合は、それぞれの行使件数を記載しています。

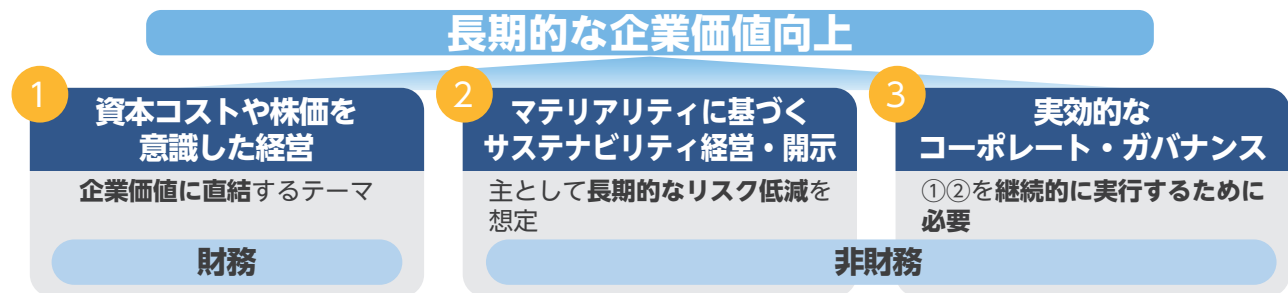
(注3) () 内は各議案の計に対する割合です。

(注4) 反対には、棄権7,030件を含みます。

● 「GPIFのステュワードシップ活動の方向性と当面の取組み」における3つの重点事項

GPIFは、第5期中期目標期間（2025-2029年度）の開始に当たり、「GPIFのステュワードシップ活動の方向性と当面の取組み」を公表しました。この「取組み」においては、第5期中期目標期間における重点事項として、企業による①資本コストや株価を意識し

た経営の実現に向けた対応、②マテリアリティに基づくサステナビリティ経営・開示、③実効的なコーポレート・ガバナンスを、委託先運用会社によるエンゲージメント等を通じて推進することを掲げています。



この3つの重点事項に関して、2025年度は以下の取組みを実施しました。

「資本コストや株価を意識した経営」のエンゲージメントインタビュー

2025年度は、国内株式の委託先である運用会社複数社と「資本コストや株価を意識した経営」のテーマに限定して、実際のエンゲージメント事例を中心としたインタビューを個別に実施しました。

今回のインタビューを通じて、この2～3年でこのテーマに対する企業側の問題意識や受け止め方が大きく変化し、委託先運用会社による対話が進めやすくなったことが確認されました。成功事例として取り上げられた企業で比較的多く観測された変化は、株主還元方針の見直し、政策保有株式の縮減、バランスシートに対する考え方の明示、ROE・ROIC・資本コストに関する開示の改善でした。

他方で、実際の対話は、その一段先に進んでいることも確認されました。委託先運用会社は、還元や開示の改善にとどまらず、投資規律、事業ポートフォリオ、資本配分の優先順位、取締役会でのモニタリングといった、将来キャッシュフローを左右する経営の質そのものを論点としていました。

こうした対話を実質的なものにするために、委託先運用会社は様々な工夫を行っていることが確認されました。結論を押しつけるのではなく、企業が主体的に取り組むことを促すような論点や質問を設計すること、

企業が社内で共有できる資料や分析を用意すること、他社事例を用いて現在地を相対化し目線を引き上げること、さらにCFO、社長、社外取締役、取締役会といった社内の議論や経営判断が行われる場に議論を届けることに努めていました。また、中期経営計画、株主総会前後など、企業側の節目を見ながら対話を組み立てていました。

インタビューを通じて、変化が出やすい企業と出にくい企業の違いも見えてきました。変化が出やすい企業では、財務基盤に一定の余力があり、経営トップが問題意識を持っていることが多く挙げられました。

GPIFとして今後特に重視したいのは、情報開示や市場評価のディスカウント解消に関する対話にとどまらず、事業戦略や資本配分といった、将来キャッシュフローにより直接つながる論点について、実質的な対話が行われていくことです。こうした対話は長期間にわたって行われるものであることから、GPIFとしては、実質的な対話が着実に行われるよう、現場で起きていることを丁寧に把握し、その実務や工夫を広く共有することを通じて、インベストメントチェーンの好循環を引き続き促進していきます。

「マテリアリティの観点から『優れたサステナビリティ開示』」の公表

GPIFでは、これまで、企業の情報開示に関して委託先運用会社に対するアンケートを行い、「優れた統合報告書」など優れた開示シリーズとして公表してきました。2025年には、GPIFのサステナビリティ投資

方針や、統合報告書をはじめとしたサステナビリティ開示を取り巻く環境変化を踏まえて、優れた開示シリーズを「マテリアリティの観点から『優れたサステナビリティ開示』」に一本化しました⁴。

4 詳細は、P.77をご参照ください

その結果、日本企業と海外企業では、選定された開示書類（制度開示か任意開示か）の割合が大きく異なることが分かりました。海外企業の事例は、サステナビリティ基準委員会（SSBJ）の開示基準による開示が段階的に始まる日本企業にとって、今後、制度開

示と任意開示をどのように戦略的に使い分けて開示していくかという観点で参考になると考えています。一方で、委託先運用会社には、企業が開示するサステナビリティ情報をどのように活用しているかについて、企業に対して説明いただくことを期待しています。

日本のコーポレートガバナンス改革に関する国内委託先運用会社との対話

2025年度は、コーポレートガバナンス・コードの改訂に向けた議論が行われていたことを契機に、GPIFは、国内委託先運用会社とコーポレートガバナンス改革に関する対話を実施しました。

具体的には、コーポレートガバナンス・コード改訂で主な検討項目とされていた①コーポレートガバナンス・コードのスリム化・プリンシプル化、②成長投資の促進（経営資源の適切な配分）、③有価証券報告書の定時株主総会前の開示、④取締役会事務局の機能強化等について、複数の委託先運用会社の意見を聴取しました。

対話先の委託先運用会社からは、①コーポレートガバナンス・コードのスリム化・プリンシプル化、②成長投資の促進（経営資源の適切な配分）については、コード改訂の趣旨・方向性に対して概ね賛同する意見が多く聞かれました。一方で、③有価証券報告書の定時株主総会前の開示については、あるべき姿として、総会前に開示すべき（実務的には、総会の開催

を後ろ倒しすべき）との意見があった一方で、現状でも総会に対応できている、3週間前でないとい総会には使えないとの意見がありました。また、④取締役会事務局の機能強化に関しては、取締役会の監督機能の実効性を重視する観点から、社外取締役の果たす役割への期待が大きいとの意見が多くありました。取締役事務局に対しては、投資家と社外取締役との対話を含め、社外取締役のサポート役を期待する意見が聞かれました。

このほか、委託先運用会社の中には、当局や経済団体と意見交換を実施している先があることが確認できました。GPIFは、コーポレートガバナンス改革について、機関投資家が積極的に意見発信を行うことが重要と認識しています。

GPIFでは、今後、コード改訂を踏まえたコーポレートガバナンスに関するエンゲージメント・議決権行使のあり方等について、引き続き、委託先運用会社等と対話を行っていく予定です。

2026年度の委託先運用会社との対話

GPIFでは、委託先運用会社数（再委託先数含む）の増加に伴いスチュワードシップ活動の水準にばらつきが見られることも踏まえ、引き続き、GPIFの「スチュワードシップ活動原則」、「議決権行使原則」の委託先運用会社における浸透を図ります。

また、「委託先運用会社への期待」（P.41をご参照ください）を踏まえたスチュワードシップ評価を実施していきます。その際、PDCAの観点から、運用戦略・投資スタイルに応じて企業価値向上につながるエン

ゲージメントができているかを評価することとしています。具体的なエンゲージメントテーマとしては、3つの重点事項（「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」「マテリアリティに基づくサステナビリティ経営・開示」「実効的なコーポレート・ガバナンス」）を重視しています。

委託先運用会社との対話においては、委託先運用会社からGPIFに対する意見・要望を聞くことを含めた双方向の対話を行うよう努めます。

エンゲージメントの効果検証

GPIFでは、2023年度から2024年度にかけて、スチュワードシップ活動やESG投資の効果について、統計的因果推論等の手法を用いた検証プロジェクトを実施してきました。このプロジェクトでは、委託先の外部コンサルタント等と協働し、スチュワードシップ関

係では、これまでに「エンゲージメントの効果検証」「運用受託機関の議決権行使に関する検証」について分析を実施、公表してきました。

GPIFでは、引き続き、PDCAの観点からエンゲージメントの効果検証に取り組んでいきます。



運用会社のエンゲージメントに対する企業の評価

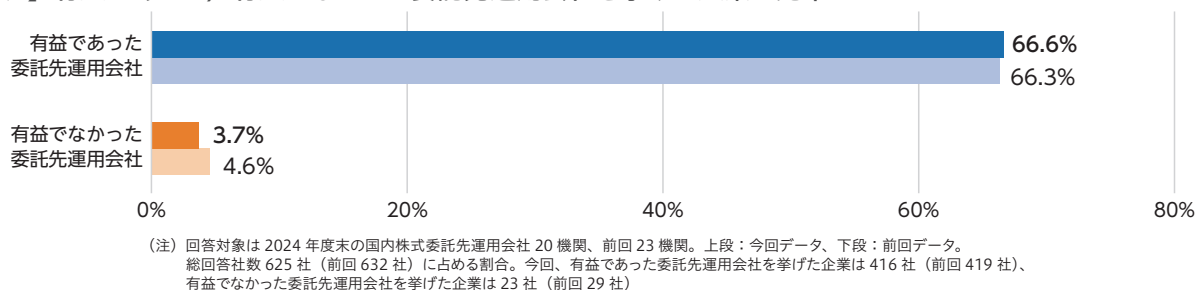
GPIFでは、委託先運用会社のスチュワードシップ活動に対する企業からの評価や、GPIFの取組みに対する評価、企業のサステナビリティへの取組み等を把握し、GPIFのスチュワードシップ活動のPDCAに活用することを目的として、毎年、企業向けアンケートを実施しています。2025年度に実施した「第11回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート」では、TOPIX構成企業を対象に、時価総額ベースで約70%に相当する625社から回答を得ました。

● 運用会社とのエンゲージメントに対する企業の評価

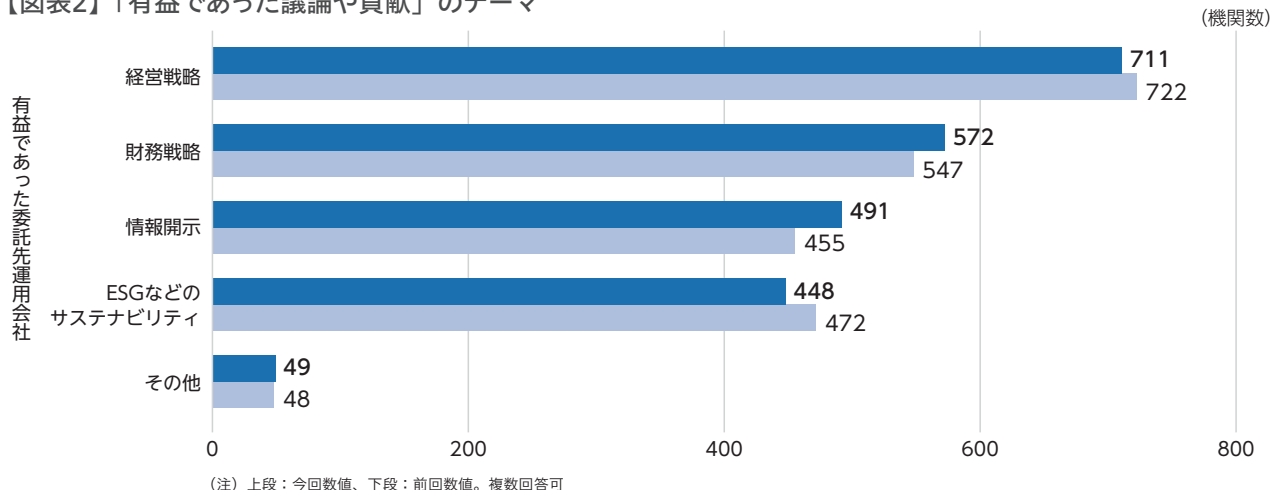
GPIFは、国内株式の委託先運用会社について、企業と「有益な議論や貢献」（例えば、その後の企業の取組みにつながった場合など）を行った機関とそうでない機関について、アンケートで確認しています。6割以上の企業が、「有益な議論や貢献をした機関」を挙げました。また、テーマ別では、「経営戦略」における有益な議論や貢献が最も多く挙げられましたが、

「財務戦略」「情報開示」も前回より増加し、幅広い内容でのエンゲージメントが行われていることが確認できました。企業から得た具体例の公表を通じて、委託先運用会社のベストプラクティスや適切なフィードバックにつなげ、実効性の高いエンゲージメントが行われることを推進しています。

【図表1】 有益であった／有益でなかった委託先運用会社を挙げた企業の比率



【図表2】 「有益であった議論や貢献」のテーマ



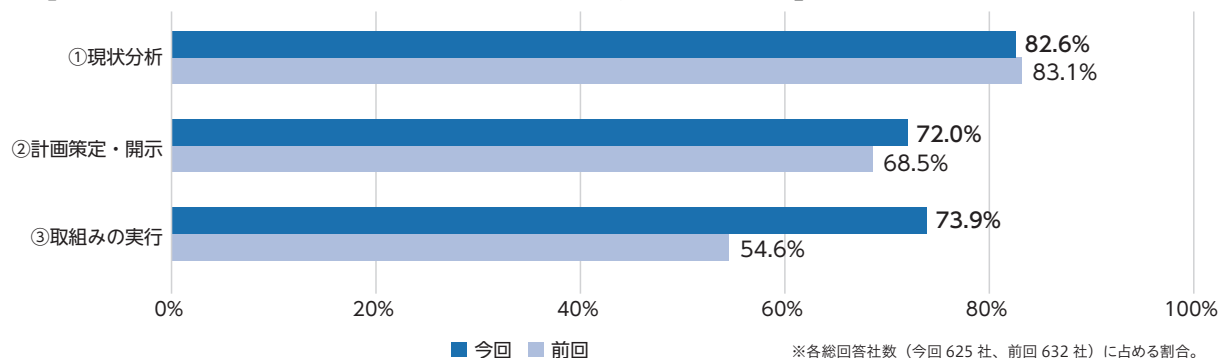
● 「資本コストや株価を意識した経営」に関する企業の取組状況

GPIFの重点事項の一つである「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に対する企業の一連の対応（「①現状分析」、「②計画策定・開示」、「③取組みの実行」のサイクル）について、確認しました。8割以上が「①現状分析」を実施済みと回答した一方で、特に「③取組みの実行」については、前回比19.3%ポイント増と大幅に増加しており、企業の取組みが進展している様子が見られました。

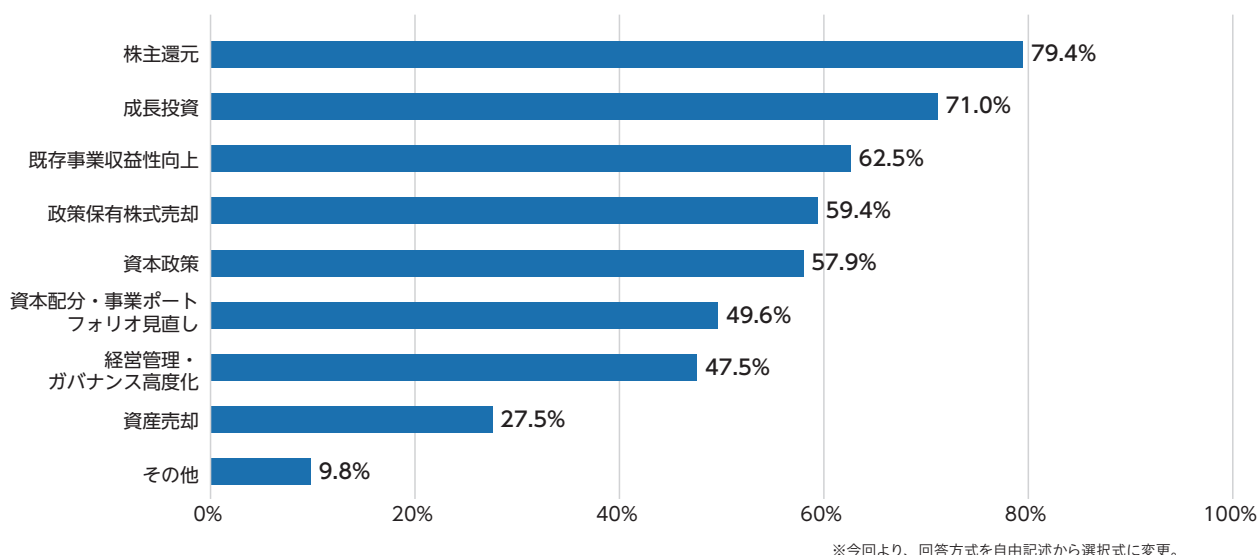
「③取組みの実行」の具体的な内容も併せて質問し

たところ、「株主還元」に次いで、「成長投資」「既存事業収益性向上」など、企業の将来キャッシュフローに直結する回答が挙げられました。さらに、取組みに際し企業が直面している課題についても確認したところ、成長投資と株主還元の両立に向けた資本配分のあり方や、社内での意識醸成について取り上げた企業が多く、一時的な資本効率の改善に向けた取組みにとどまらず、より長期的で高度化した課題に向き合っていることが示唆されました。

【図表3】 東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請以降の取組事項について



【図表4】 「③取組みの実行」の具体的な内容について



GPIFは、「資本コストや株価を意識した経営」について、投資先企業の長期的な企業価値向上、ひいてはGPIFの長期的な投資リターン拡大にとって重要と認識し、第5期中期目標期間におけるスチュワードシップ活動の重点事項の一つとして位置づけていま

す。運用会社には、情報開示等を通じた市場評価のディスカウント解消などに加え、事業戦略や資本配分といった、将来キャッシュフローにより直接つながる論点について、実質的なエンゲージメントが行われるよう要請していきます。



指数会社やESG評価会社との対話

GPIFでは2017年に国内株式を対象としたESG指数を選定して以降、指数会社・ESG評価会社との対話を継続的に行っています。また、GPIFが採用しているESG指数の指数会社・ESG評価会社にはESG指数・評価のメソドロジーや評価内容について企業との積極的な対話を求めている、上場企業向けアンケートでも毎年、指数会社・ESG評価会社と企業との対話状況を確認しています。

● 指数会社・ESG評価会社との対話・評価

GPIFは、ESG指数の選定の際に、指数やESGの評価はもとより、指数会社の組織やガバナンス体制に加え、ESG評価の透明性や企業とのコミュニケーションを重視し評価を行っているほか、採用後も継続的に対話を行っています。これは、しっかりとしたガバナンス体制を確立し、投資家の立場に立った意思決定を行うことが、インベストメントチェーンの中で、年々存在感を高めているインデックス会社の責務であると考えているためです。また、ESG評価の精度向上には、企業側のESG情報開示の促進が必要である一方で、企業がESG課題や開示の改善に効率的かつ的確に取り組むにはESG評価がどのようなになっているか、現状どのような評価がされているかといった指数

会社・ESG評価会社側、つまり評価する側の透明性も重要になります。

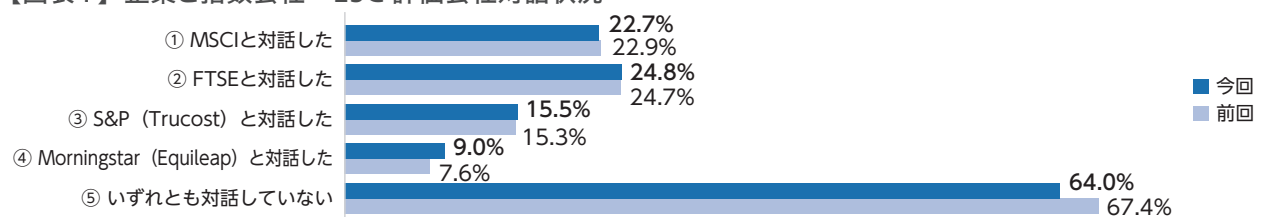
金融庁でも2022年12月に開催された第15回サステナブルファイナンス有識者会議で「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範」が報告、公表されました。金融庁は、ESG評価・データ提供機関に対して、行動規範の受入れとともに、受け入れた場合にはその旨を自らのウェブサイトで公表するとともに金融庁への通知を行うよう呼び掛けており、2023年7月に「『ESG評価・データ提供機関に係る行動規範』の受け入れを表明した評価機関等リスト」を初めて公表しました。2025年6月時点では29機関が受け入れを表明しています。

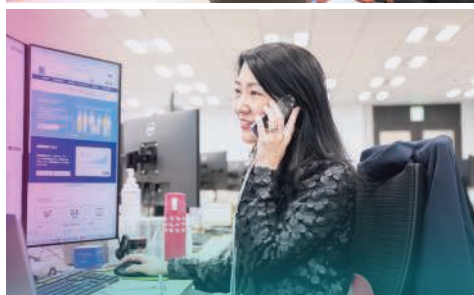
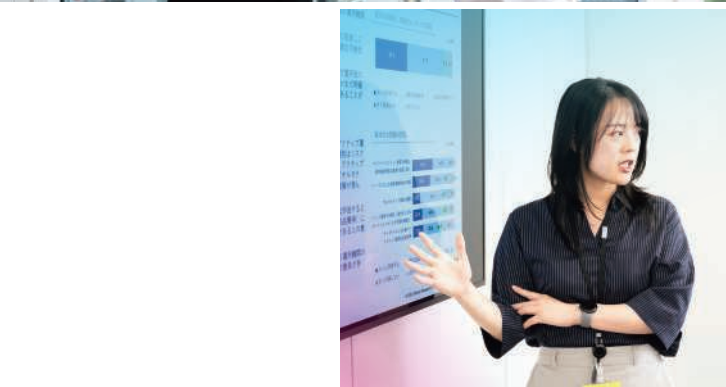
● 企業と指数会社・ESG評価会社との対話

2025年度に実施した「第11回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート」において、GPIFが採用しているESG指数の指数会社・ESG評価会社との対話状況を確認しました。いわゆるESG総合型指数のMSCI社、FTSE社との対話比率が多くなっており、テーマ型指数のS&P社とMorningstar社の対話企業数が限られている背景には、ESG評価項目が当該テーマに絞られていることが

考えられます。指数会社に対する意見としては、メソドロジーや評価内容の明確化、照会への対応スピード、企業の取組改善につながる情報開示などの回答が多くありました。また、経団連・GPIFアセットオーナーラウンドテーブルにおいても、企業の指数会社・ESG評価会社への関心が高かったこともあり、引き続き、企業と指数会社・ESG評価会社との対話促進を図る取組みを行ってまいります。

【図表1】 企業と指数会社・ESG評価会社対話状況





第四章

サステナビリティに関するリスク分析

GPIFは、2018年に「気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）」への賛同を表明して以降、毎年、サステナビリティ投資報告においてサステナビリティに関するリスク分析を行い、高度化を図っています。第四章では、温室効果ガス（GHG）排出量の計測、気候変動に関するリスクと機会がポートフォリオに与える財務的な影響などの分析についてご紹介します。



P.53 ポートフォリオのESG評価・ESG評価の国別ランキング・
ESG評価間の相関

P.57 気候関連財務情報開示への対応

P.59 ポートフォリオの温室効果ガス排出量等の分析
～GPIFポートフォリオの特徴～

P.61 ポートフォリオの温室効果ガス排出量等の分析
～カーボンフットプリント・カーボンインテンシティ～

P.65 財務インパクト～Climate VaR分析（株式）～

P.70 環境・気候へのインパクト～気温上昇ポテンシャル分析～



ポートフォリオのESG評価・ESG評価の 国別ランキング・ESG評価間の相関

GPIFでは、ESG投資などの効果を多面的に評価するために、保有している株式ポートフォリオのESG評価、国別のESG評価の平均値や改善度、ESG評価会社間のESG評価の相関を、2017年度のESG活動報告より毎年計測し、定点観測を行っています。

● ポートフォリオのESG評価

図表1～2は、GPIFの株式ポートフォリオの各ESGスコアの推移と2026年3月末時点の政策ベンチマークの各ESGスコアを比較したものです。GPIFの株式ポートフォリオのESG評価は、2017年度の定点観測以来、国内株式、外国株式ともにESG評価の改善が見られます。

FTSE社のESG評価スコアに関しては、直近1年間では国内株式、外国株式ともに上昇しました。ESGのサブスコアについては、国内株式では各ESGスコアが上昇し、外国株式ではGスコアを除いて上昇していることが確認されました。

MSCI社のESG評価スコアに関しては、直近1年間

では国内株式、外国株式ともに上昇しました。ESGのサブスコアについては、国内株式、外国株式ともにSスコアを除いて上昇していることが確認されました。

また、国内株式、外国株式のそれぞれの政策ベンチマークであるTOPIX及びMSCI ACWI（除く日本、除く中国A株、管理運用法人の配当課税要因考慮後）について、2026年3月末時点のESG評価を算出し、GPIFの株式ポートフォリオのESG評価と比較しました。その結果、僅かではありますが、国内株式、外国株式ともにベンチマークを上回っていることが分かります。

【図表1】FTSE社のESG評価（2017年及び直近5年間）

	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
GPIF（国内株式）				GPIF（外国株式）				
2017/3	2.43	0.86	0.77	0.80	3.03	0.88	0.95	1.20
2022/3	3.11	0.96	1.09	1.06	3.26	0.91	1.11	1.24
2023/3	3.29	1.09	1.11	1.09	3.42	1.06	1.12	1.25
2024/3	3.58	1.20	1.21	1.17	3.48	1.11	1.13	1.25
2025/3	3.69	1.22	1.27	1.21	3.44	1.09	1.10	1.25
2026/3	3.83	1.29	1.30	1.24	3.57	1.18	1.14	1.25
スコア変化（GPIFポートフォリオ）				スコア変化（GPIFポートフォリオ）				
過去9年	+1.40	+0.43	+0.53	+0.44	+0.53	+0.30	+0.20	+0.05
直近1年	+0.14	+0.07	+0.03	+0.03	+0.12	+0.09	+0.04	-0.00
TOPIX				MSCI ACWI ex Japan ex China A Special Tax				
2026/3	3.82	1.29	1.29	1.23	3.56	1.18	1.14	1.25
超過スコア	+0.02	+0.00	+0.01	+0.01	+0.00	+0.00	+0.00	+0.00

（注1） GPIFが株式を保有する企業のうち、FTSE社がESG評価を行っている企業について分析

（注2） ESG評価は、GPIFの保有時価総額を加重平均して算出した時価総額加重平均スコア（ESG未評価銘柄を除く）

（出所） FTSE社提供データよりGPIF作成。FTSE Russell.

【図表2】MSCI社のESG評価（2017年及び直近5年間）

	ESG	E	S	G	業種内調整	ESG	E	S	G	業種内調整
GPIF（国内株式）						GPIF（外国株式）				
2017/3	5.29	1.56	2.19	1.02	0.52	5.31	1.40	1.91	1.44	0.56
2022/3	6.37	1.22	2.18	1.79	1.18	6.47	1.17	2.19	1.87	1.24
2023/3	6.93	1.26	2.19	2.11	1.37	6.80	1.21	2.16	2.13	1.29
2024/3	7.07	1.26	2.17	2.14	1.51	6.78	1.19	2.13	2.16	1.30
2025/3	7.22	1.20	2.24	2.27	1.51	6.67	1.14	2.16	2.11	1.25
2026/3	7.33	1.27	2.08	2.41	1.58	6.79	1.17	2.09	2.22	1.32
スコア変化（GPIFポートフォリオ）						スコア変化（GPIFポートフォリオ）				
過去9年	+2.05	-0.29	-0.11	+1.38	+1.06	+1.47	-0.24	+0.18	+0.77	+0.76
直近1年	+0.11	+0.07	-0.16	+0.14	+0.07	+0.12	+0.03	-0.07	+0.10	+0.06
TOPIX						MSCI ACWI ex Japan ex China A Special Tax				
2026/3	7.30	1.27	2.08	2.40	1.56	6.78	1.17	2.08	2.22	1.31
超過スコア	+0.04	+0.00	+0.00	+0.01	+0.02	+0.01	-0.01	+0.01	-0.00	+0.01

（注1） GPIFが株式を保有する企業のうち、MSCI社がESG評価を行っている企業について分析

（注2） ESG評価は、GPIFの保有時価総額を加重平均して算出した時価総額加重平均スコア（ESG未評価銘柄を除く）

（注3） 業種内調整：最終スコア算出の過程で、各社の環境（E）・社会（S）・ガバナンス（G）加重平均スコアを業種内調整するときに発生する最終スコアとの差（出所）MSCI社提供データよりGPIF作成。Reproduced by permission of MSCI Solutions (UK) Limited ©2026.

ESG評価の国別ランキング

図表3は、FTSE社及びMSCI社の主要なインデックスに採用されている9つの代表的な国の企業を対象に算出したESG評価国別ランキングの推移です。日本

企業のESG評価の順位は2017年度以降上昇傾向であることが分かります。

【図表3】FTSE社とMSCI社のESG評価国別ランキング（2017年及び直近5年間）

FTSE社						
2017年3月	2022年3月	2023年3月	2024年3月	2025年3月	2026年3月	直近値
						3.87
						3.82
						3.39
						3.37
						3.30
						3.29
						3.23
						3.16
						2.31

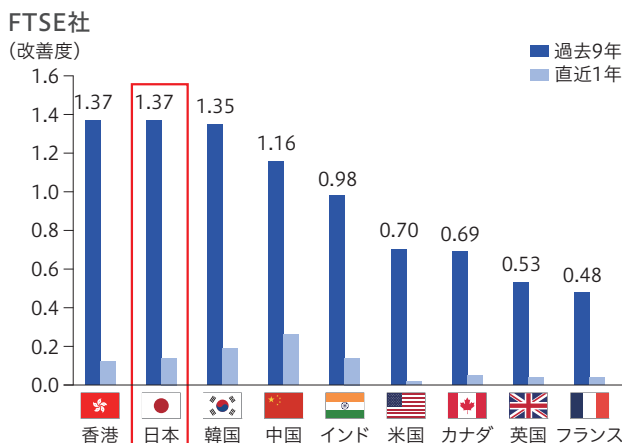
MSCI社						
2017年3月	2022年3月	2023年3月	2024年3月	2025年3月	2026年3月	直近値
						8.09
						7.37
						7.34
						7.19
						6.73
						6.64
						5.99
						4.67
						4.51

(注1) 2017年3月末から2026年3月末までの過去9年間の変化及び直近1年間の変化を示した
(注2) 各国構成銘柄のスコアは、単純平均して算出

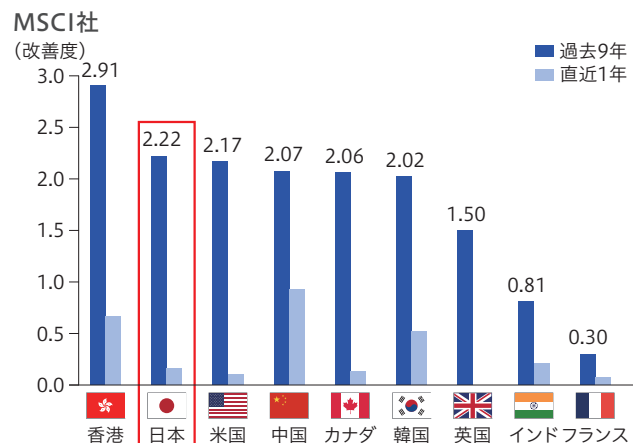
図表4は、分析対象国のESG評価の改善度を示しています。日本の評価について、FTSE社の評価とMSCI社の評価いずれにおいても直近1年は僅かな改

善ではあるものの、過去9年間では分析対象国の中で上位の水準にあることが分かります。

【図表4】 FTSE社とMSCI社のESG評価 国別改善度



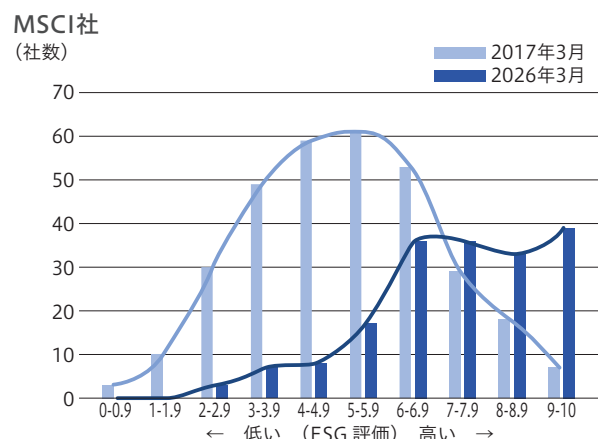
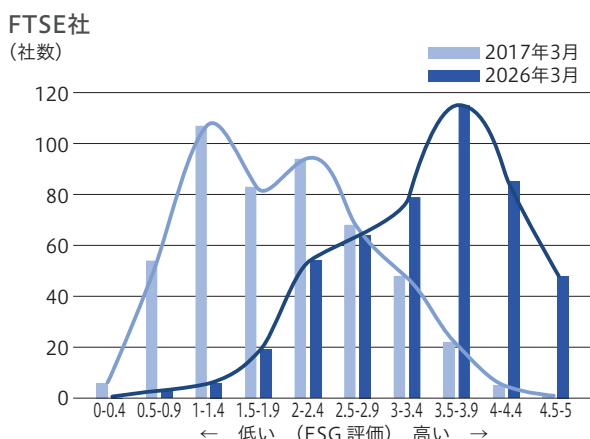
(注1) 2017年3月末から2026年3月末までの過去9年間の変化及び直近1年間の変化を示した
(注2) 各国構成銘柄のスコアは、単純平均して算出



図表5は、分析対象を日本企業に絞って、FTSE社とMSCI社の2017年3月末時点及び2026年3月末時点のESG評価の分布を比較しています。分布は右にシ

フトしており、日本企業の評価が全体的に改善していることが分かります。

【図表5】 FTSE社とMSCI社のESG評価分布（日本企業のみ）



(注) 図表3～5は、FTSE社による"FTSE All World Index"及びMSCI社による"MSCI All Country World Index"に採用されている企業のうち、ESG評価が付与されている企業を対象とした(出所) FTSE社及びMSCI社提供データによりGPIF作成。FTSE Russell. Reproduced by permission of MSCI Solutions (UK) Limited ©2026.

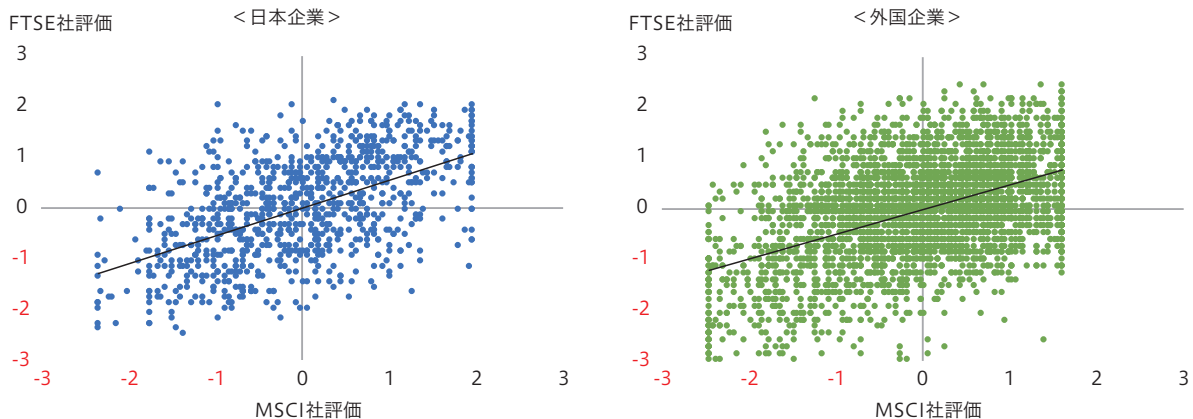
ESG評価間の相関

ESG評価は、財務分析とは異なり多様な非財務情報を扱うことから、その評価手法については現時点で標準的なものは確立されておらず、評価会社間でばらつきがあるのが現状です。

図表6は、縦軸にFTSE社、横軸にMSCI社のESG

スコアをとり、同一企業に対する2026年3月末時点の各ESGスコアを示した散布図で、日本企業及び外国企業ともに、ばらつきはあるものの、ある程度の正の相関が確認されました。

【図表6】FTSE社とMSCI社のESGスコア散布図（2026年3月末）



(注) FTSE社及びMSCI社のESG評価がある銘柄を対象に、平均0、分散1に標準化しプロット
(出所) FTSE社及びMSCI社提供データよりGPIF作成。FTSE Russell. Reproduced by permission of MSCI Solutions (UK) Limited ©2026.

図表7は、FTSE社とMSCI社のESGスコアの相関関係の推移を時系列で示したものです。日本企業の相関係数は外国企業と比較して過去は低い水準でし

たが、直近では日本企業の水準が外国企業の水準を上回っていることが確認できます。

【図表7】FTSE社とMSCI社のESG評価の相関係数の推移（2017年及び直近5年間）

<日本企業>						<外国企業>					
	ESG	E	S	G			ESG	E	S	G	
相関係数						相関係数					
2017/3 (a)	0.37	0.47	0.11	0.04		2017/3 (a)	0.48	0.37	0.20	0.26	
2022/3 (b)	0.51	0.49	0.12	0.14		2022/3 (b)	0.59	0.44	0.27	0.37	
2023/3 (c)	0.53	0.45	0.07	0.15		2023/3 (c)	0.63	0.35	0.26	0.42	
2024/3 (d)	0.54	0.41	0.07	0.19		2024/3 (d)	0.59	0.33	0.24	0.42	
2025/3 (e)	0.54	0.40	0.09	0.27		2025/3 (e)	0.54	0.33	0.22	0.39	
2026/3 (f)	0.54	0.38	0.15	0.30		2026/3 (f)	0.49	0.33	0.22	0.33	
相関係数の変化						相関係数の変化					
直近1年(f-e)	+0.00	-0.03	+0.05	+0.04		直近1年(f-e)	-0.05	-0.00	-0.01	-0.06	
過去9年(f-a)	+0.17	-0.09	+0.03	+0.26		過去9年(f-a)	+0.01	-0.05	+0.02	+0.07	

(注) FTSE社及びMSCI社のESG評価がある銘柄を対象
(出所) FTSE社及びMSCI社提供データよりGPIF作成。FTSE Russell. Reproduced by permission of MSCI Solutions (UK) Limited ©2026.



気候関連財務情報開示への対応

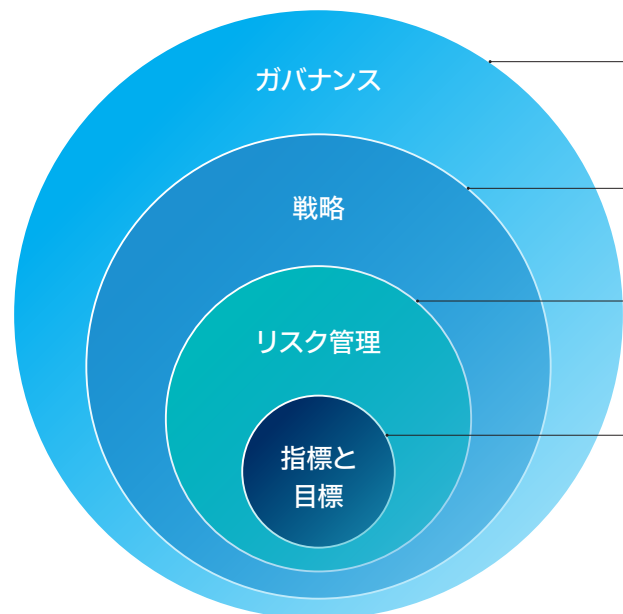
GPIFは、気候変動に伴うリスクを、分散投資により完全に消すことは困難であり、かつ、長期的には顕在化する可能性が極めて高いリスクと考えています。このため、気候変動リスクをアセットオーナーとして主体的に取り組む課題として位置づけ、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言に沿った情報開示を継続的に行っています。

TCFDを踏まえた気候関連財務情報開示

気候変動に伴うリスクは、投資家にとって、全ての資産クラス・銘柄に同時に生じるものであり、分散投資を行うことで完全に消すことができないリスクです。また、少なくとも長期的には顕在化する可能性が極めて高いリスクと考えられるため、GPIFではアセットオーナーとして主体的に取り組む課題として位置づけています。そのような考え方にに基づき、GPIFは2018年12月に「気候関連財務情報開示タスクフォース」(Task Force on Climate-related Financial Disclosures: TCFD)¹への賛同を表明し、翌年度に発行した『2018年度ESG活動報告』にてTCFDの提言に沿った情報開示を初めて行いました。

2024年1月のIFRSサステナビリティ開示基準（S1号及びS2号）の発効に先立ち、2023年10月にTCFDは解散しました。IFRSサステナビリティ開示基準はTCFD提言の4つの原則（(1) ガバナンス、(2) 戦略、(3) リスク管理、(4) 指標と目標）を継承する形で投資家等の投資判断（リソースの提供）に資する情報を企業に公開するよう求めています。ただし、IFRSサステナビリティ開示基準には、TCFDの金融セクター向け補足ガイダンスに相当する独立した機関投資家向けの開示フレームワークが存在しないため、GPIFは気候変動リスクに焦点を当てた投資や活動を含めたサステナビリティ投資に関する活動全般について、従来通りTCFD提言に沿った情報開示を行います。

GPIFは、サステナビリティ投資方針²において、サステナビリティに関するリスクの低減を図ることを掲げて



おり、そのための主な取組みの一つとして、サステナビリティに関するリスク分析を位置づけています。この分析は、サステナビリティに関するリスクの低減に向けたPDCAサイクルに基づく継続的な改善を図るために行うものであり、定点観測や現状分析にとどまらず、経年変化の分析も実施することで、その変化をもたらす要因についても検証しています。これらの分析結果を活用しながら、委託先運用会社を通じた投資先企業とのエンゲージメントや、市場関係者との対話・協働を進めることで、投資先企業及び市場全体の持続的な成長を通じた長期的な投資収益の拡大につながるインベストメントチェーンの好循環の実現を目指してまいります。

¹ TCFDは2015年12月に金融安定理事会（FSB）によって設立され、2017年6月に企業等が気候変動リスク及び機会についてより良い情報開示を行うための提言を公表しています
² GPIF「サステナビリティ投資方針」（https://www.gpif.go.jp/esg-stw/policy_sustainability.html）

ガバナンス 気候・自然関連のリスク及び機会に係る組織のガバナンスを開示する。

- GPIFでは投資原則、サステナビリティ投資方針やスチュワードシップ活動原則において、気候変動を含むESGなどのサステナビリティの要素を考慮した投資を推進することを明記しており、積極的に取り組んでいます。
- GPIF執行部の監督等を担う経営委員会では、執行部からサステナビリティに関連する報告を随時受けています（P.19）。
- GPIF執行部では、投資委員会において気候変動を含むサステナビリティに関する取組みについて意思決定を行っており、そうした取組みを実施する体制を整備しています（P.20）。

戦略 気候・自然関連のリスク及び機会がもたらす組織のビジネス・戦略・財務計画への実際の及び潜在的な影響を、そのような情報が重要な場合は、開示する。

- GPIFでは、全資産クラスの投資において、積極的にESGなどのサステナビリティを考慮しています。株式投資では、ESG指数に基づく運用のほか、委託先運用会社のサステナビリティへの取組みを評価に組み込んでいます（P.25～26）。国内債券のインハウス運用及び委託先運用会社を通じて、ESG債に投資をしています（P.32）。また、オルタナティブ投資でもESGインテグレーションを推進しています（P.33～34）。
- 特に環境（E）については、株式投資で企業の炭素効率性に着目した指数等を採用している（P.25～26）ほか、債券投資ではグリーンボンドやトランジションボンドなどのESG債への投資を行っています（P.32）。
- GPIFは保有するポートフォリオのカーボンフットプリントの計測（P.61～64）に加え、様々な気候シナリオにおける物理的リスク・移行リスクと機会を評価し、投資収益に与える影響を推計しています。

リスク管理 気候関連リスクについて、組織がどのように識別・評価・管理しているかについて開示する。

- GPIFは保有するポートフォリオ全体のほか、運用を委託しているそれぞれのファンドの温室効果ガス排出量等（カーボンフットプリント及びカーボンインテンシティ）をモニタリングすることが可能な体制を整えています。
- 毎月開催される運用リスク管理委員会では、ESG指数等の運用リスク管理状況の確認を行っています（P.20）。重大なESG課題について、委託先運用会社に企業との積極的なエンゲージメントを求めているほか、GPIFが採用するESG指数のメソッドロジーについて、評価手法の改善に向けて指数会社にエンゲージメントを行っています（P.27）。

指標と目標 気候関連のリスク及び機会を評価・管理する際に使用する指標と目標を、そのような情報が重要な場合は、開示する。

- 委託先運用会社との対話やESGを考慮した投資等を通じて、経済全体の温室効果ガス排出量の抑制に貢献することで、保有資産のリスク抑制や収益機会の獲得を目指します（P.25～26、39～46）。
- スcope1～3までのGPIFポートフォリオのカーボンフットプリントを計測しており、資産クラスごとに各ポートフォリオのベンチマークと比較しています。また、ウエイト加重平均カーボンインテンシティを用いて各ポートフォリオのカーボンインテンシティも計算しています（P.61～64）。
- 気候バリューアットリスク（Climate Value-at-Risk: CVaR）という指標を用いて、気候変動による移行リスクと物理的リスクに加え、気候変動関連の収益機会も推計します（P.65～69）。
- 気温上昇ポテンシャル（Implied Temperature Rise: ITR）という指標を用いて、温暖化への影響の可能性を確認しています（P.70～72）。

ポートフォリオの温室効果ガス 排出量等の分析 ～GPIFポートフォリオの特徴～

第四章ではGPIFポートフォリオの保有資産を対象とした温室効果ガス排出量の測定や気候変動リスクの分析などを行っています。その前段階として、本節ではGPIFポートフォリオの特徴を確認し、株式ポートフォリオの業種別売上100万円当たりの温室効果ガス排出量を測定しました。

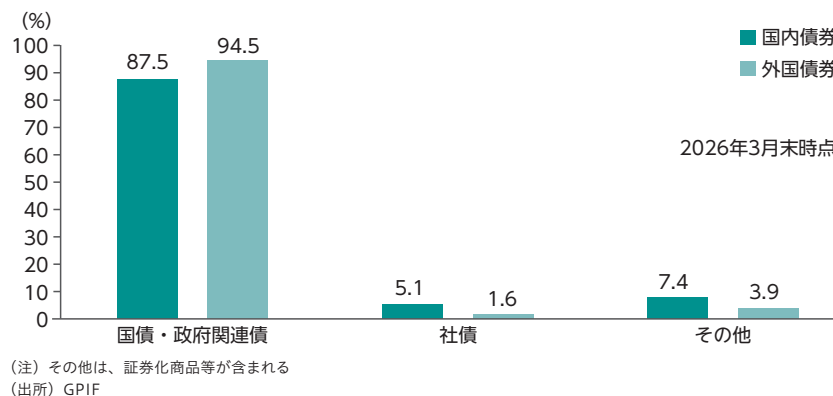
GPIFのポートフォリオの特徴

第四章では、GPIFポートフォリオの「国内株式」、「外国株式」を対象に、2026年3月末時点のデータを使用し、温室効果ガス排出量（以下、GHG排出量）等の測定や移行リスク¹及び物理的リスク²の分析、気温上昇ポテンシャル分析を行っています。分析結果は各資産への保有額や業種別構成比などに大きく影響を受けるため、まずは事前にそれらの特徴を確認しておくことが重要です。

GPIFのポートフォリオは、全体の時価総額のうち債券と株式で約半分ずつの比率になっており、2026

年3月末時点で国内株式が全体の23.81%、外国株式が同24.80%、国内債券が同26.91%、外国債券が同24.48%の割合になっています。そのうち債券ポートフォリオは、国内外ともにその大部分が国債・政府関連債で構成されており、GHG排出量の算定対象となる社債の割合は低い水準となっています（図表1）。このため、債券ポートフォリオがGPIFポートフォリオ全体のGHG排出量に与える影響は限定的であり、以降では株式ポートフォリオのみを対象として分析を行っています。

【図表1】 GPIFの債券ポートフォリオにおける種類別構成比



まず、株式ポートフォリオの構成比を業種別³に見てみると、国内株式と外国株式とで構成比に違いがあります。国内株式では、「資本財・サービス」「金融」「一般消費財・サービス」の順に構成比が高くなっていますが、外国株式では、「情報技術」「金融」「資本財・サービス」の順に構成比が高くなっています（図表2の構成ウエイトを参照）。

次に、GHG排出量の業種別の傾向を見てみます。ここでは、売上100万円当たりのGHG排出量を使用しています。売上100万円当たりのGHG排出量は、企業規模の違いを考慮した上で、企業のGHG排出効率を評価する指標です。これにより、業種や企業間での排出効率の比較が可能となります。GHG排出量の集計範囲は、企業による自社のGHGの直接排出（ス

¹ 移行リスクとは、低炭素経済への移行に伴って発生する政策・技術革新・需要変化等に起因したリスク

² 物理的リスクとは、気候変動自体による資産に対する直接的な損傷やサプライチェーンの寸断等によるリスク

³ 世界産業別基準（GICS）の11セクターに基づく。なお、「コミュニケーション・サービス」は、「通信サービス」として表記する。以降のページも同様

コープ1)、購入電力による間接排出（スコープ2）を合計したGHG排出量に加えて、購入電力以外の調達した製品・サービスに起因する排出（スコープ3上流）と製品・サービスの消費・利用に起因する間接排出（スコープ3下流）を合計したGHG排出量を対象としています（図表3）。

国内株式も外国株式も、業種別のGHG排出量は同様の傾向であることが確認できます（図表2のスコープ1+2及びスコープ1+2+3を参照）。国内株式と外国株式ともに、スコープ1+2では「エネルギー」「素材」「公益事業」の売上100万円当たりのGHG排出量が大きく、スコープ1+2+3では「エネルギー」「素材」

「資本財・サービス」「金融」「公益事業」の売上100万円当たりのGHG排出量が大きくなっています。「エネルギー」「素材」「資本財・サービス」「公益事業」には直接排出・間接排出の多い企業が含まれ、「金融」は投資先先のGHG排出量が含まれるため、売上100万円当たりのGHG排出量が多くなっています。

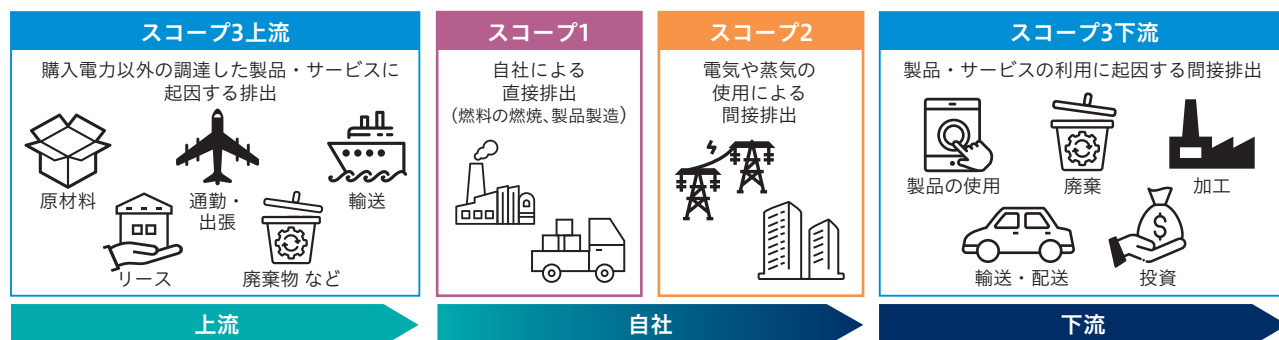
以降の分析結果を理解する際には、こうした業種の構成比及び業種によるGHG排出量の傾向の違いに留意する必要があります。GPIFの株式ポートフォリオは国内株式の約9割、外国株式の約8割がパッシブファンドであり、ベンチマークの業種構成比が、概ねそのままポートフォリオに反映されています。

【図表2】 GPIFの株式ポートフォリオの業種別時価総額構成比と売上100万円当たりの温室効果ガス排出量⁴（二酸化炭素換算トン）

	国内株式			外国株式		
	構成ウエイト	スコープ1+2	スコープ1+2+3	構成ウエイト	スコープ1+2	スコープ1+2+3
エネルギー	1.2%	1.68	19.27	4.9%	2.22	27.68
素材	5.5%	4.41	10.66	3.9%	4.98	17.43
資本財・サービス	27.4%	0.58	22.80	10.1%	0.69	21.84
一般消費財・サービス	15.3%	0.26	8.18	9.1%	0.26	4.27
生活必需品	5.3%	0.42	3.19	5.5%	0.32	3.57
ヘルスケア	6.0%	0.17	0.72	9.1%	0.07	0.53
金融	16.9%	0.04	11.67	17.0%	0.12	9.38
不動産	2.2%	0.18	1.96	1.7%	0.49	2.87
情報技術	12.4%	0.33	2.55	27.3%	0.27	2.19
通信サービス	6.2%	0.20	0.90	8.7%	0.22	0.65
公益事業	1.5%	4.52	11.32	2.9%	8.20	14.56

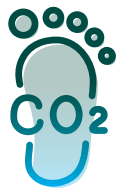
（注）企業の株式の保有額の割合に応じて割り当てられたGHG排出量を使用。割り当て分は、分析時点の企業の株式の保有額を分子、現金を含んだ企業価値（EVIC）を分母として計算（出所）S&P社提供のデータよりGPIF作成。S&P Global Sustainable1, S&P Trucost Limited Copyright © 2026 S&P Global Inc.

【図表3】 温室効果ガス排出のスコープ別分類



（注）上図は各スコープに含まれる主なものを掲載（出所）GHGプロトコル等を参考にGPIF作成

4 GHG排出量の前年変化率の上下1%の企業を外れ値として集計から除外。データは2026年3月末時点（GHG排出量は2026年3月末時点で取得可能なデータ）



ポートフォリオの温室効果ガス 排出量等の分析

～カーボンフットプリント・カーボンインテンシティ～

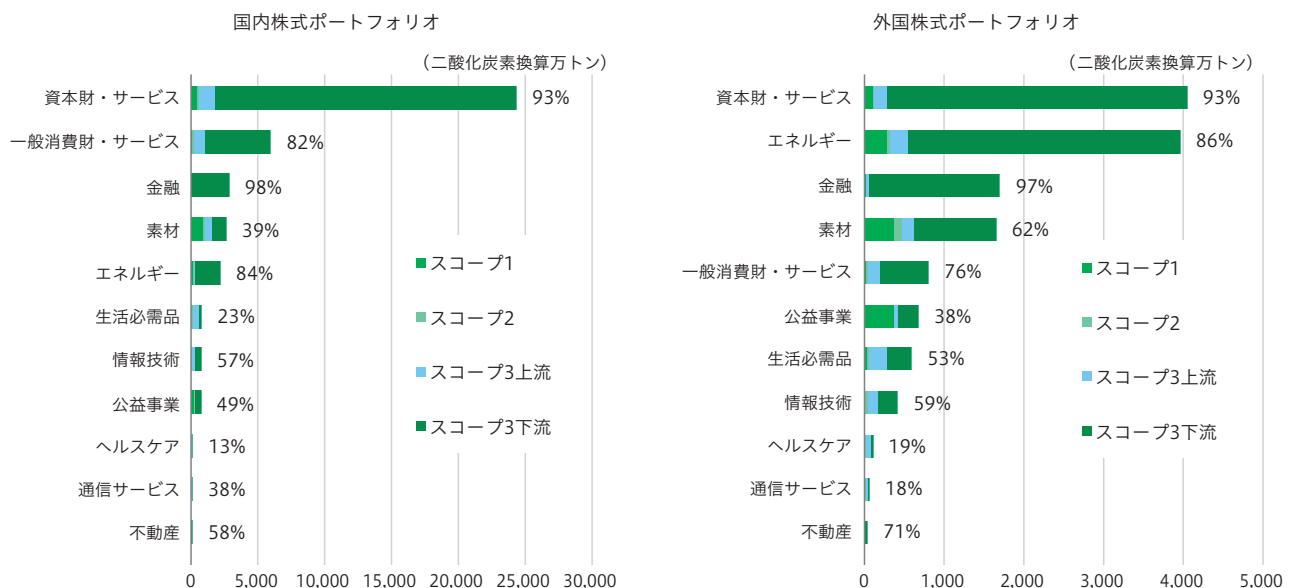
GPIFでは、TCFD提言に沿った気候関連財務情報開示の一つとして、保有しているポートフォリオのカーボンフットプリント、カーボンインテンシティ¹等を毎年測定しています。各資産の温室効果ガス排出量等の増減は、ポートフォリオの保有銘柄や保有額の変化にも大きく影響されます。

● スコープ3の影響を大きく受ける業種別の温室効果ガス排出量

2025年度末の株式ポートフォリオの温室効果ガス排出量（以下、GHG排出量²）を業種別・スコープ別に見たものが図表1です。GHG排出量については、スコープ1、スコープ2、スコープ3を対象としています。国内株式及び外国株式ともに「資本財・サービス」の総排出量が最も多く、外国株式では「エネルギー」の総排出量も多くなっています。また、総排出量に占めるスコープ3下流の割合が非常に高い業種に注目すると、「資本財・サービス」「エネルギー」「一般消費財・サービス」に加えて、「金融」もスコープ3下流に投融資先のGHG排出量が含まれるため、

その割合が非常に高い業種の1つであることが確認できます。これらのウエイトが高いポートフォリオの場合は、スコープ3を対象に含めるか否かで分析結果が大きく変わるため注意が必要です。なお、以降の分析では、GHG排出量の対前年変化率が最も大きい上下1%の企業を外れ値として集計から除外しています。また、スコープ3については、未開示企業も多く、モデルによる推定値に依存する部分も多いため、過去からの推移及び変化の要因分解（P.62図表3、図表4及びP. 63図表6、図表7）については対象外としています。

【図表1】業種別・スコープ別温室効果ガス排出量



（注1）2026年3月末時点で取得可能なデータ

（注2）グラフ上の数字は、総排出量に占めるスコープ3下流の割合

（出所）S&P社提供のデータよりGPIF作成。S&P Global Sustainable1, S&P Trucost Limited Copyright © 2026 S&P Global Inc.

1 カーボンフットプリントは、投資先企業が排出する温室効果ガス排出量の総量を表す指標で、排出量そのものの大きさを把握するために用いられる。カーボンインテンシティは、売上高当たりの温室効果ガス排出量を表す指標で、企業規模の違いを調整し、企業間やポートフォリオ間を比較するために用いられる。

2 企業の株式の保有額の割合に応じて割り当てられた温室効果ガス排出量を使用。割り当て分は、分析時点のGPIFによる企業の株式の保有額を分子、現金を含んだ企業価値（EVIC）を分母として計算

● カーボンプットプリント（温室効果ガス排出量）分析

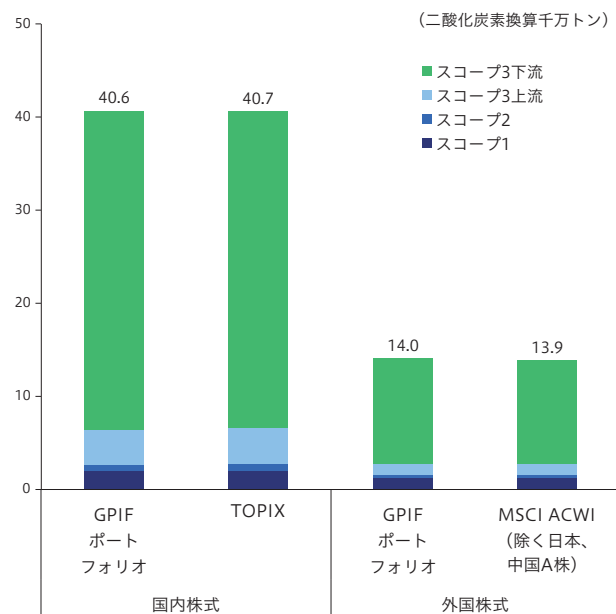
2025年度末の株式ポートフォリオのスコープ1から3のGHG排出量を測定したものが図表2です。総排出量は外国株式に比べて国内株式の方が大きく、また、国内株式は政策ベンチマークであるTOPIXと、外国株式は同MSCI ACWI（除く日本、除く中国A株、管理運用法人の配当課税要因考慮後）と比較すると概ね同じ水準になっています。この結果は、P.59～60の図表1及び図表2で確認したように、GPIFのポートフォリオにおける各資産の保有額や業種の偏り、パッシブファンドの割合に影響されています。また、国内株式及び外国株式のGHG排出量の内訳を見ると、いずれもスコープ3が総排出量の大部分を占めていることが確認できます。

GHG排出量の過去からの推移を見るために、2016年度のGHG排出量（スコープ1+2）を100として、その後の推移を確認したものが図表3です。2016年度以降、国内株式及び外国株式ともに概ね

減少傾向となっており、直近は、国内株式は減少しているのに対して、外国株式はわずかに上昇しています。

2024年度から2025年度のGHG排出量（スコープ1+2）の変化の要因を見たものが図表4です。GHG排出量の変化については、その変化量を投資先企業のGHG排出量に起因する「排出量要因」、GPIFによる企業の株式の保有額を分子、現金を含んだ企業価値（EVIC）を分母として計算される保有比率に起因する「保有比率要因」、それ以外の「複合要因」に分解しています。国内株式のGHG排出量は前年度比で223万トン減少している一方で、外国株式は17万トン増加しており、どちらも保有比率要因が主な変動要因となっています（株式ポートフォリオの業種別カーボンプットプリントや業種別要因分解についてはP.64の図表8を参照）。

【図表2】スコープ別のカーボンプットプリント

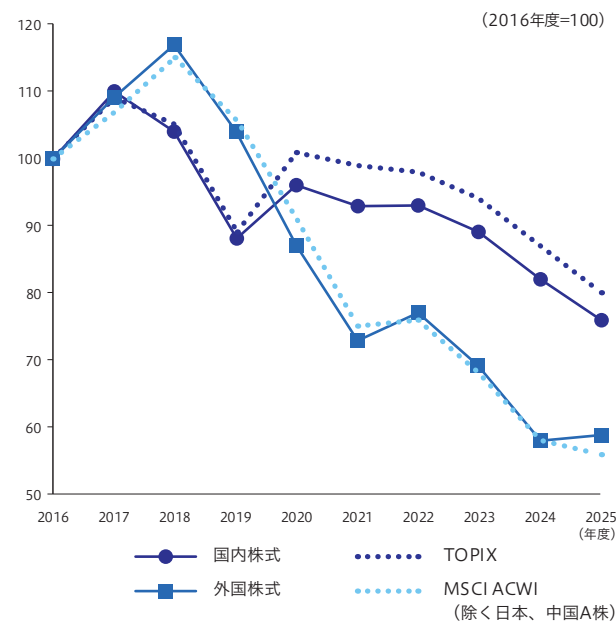


(注) 2026年3月末時点で取得可能なデータ

(注) MSCI ACWI（除く日本、中国A株）はMSCI ACWI（除く日本、除く中国A株、管理運用法人の配当課税要因考慮後）を指す

(出所) 図表2、3：S&P社提供のデータよりGPIF作成。S&P Global Sustainable1, S&P Trucost Limited Copyright © 2026 S&P Global Inc.

【図表3】カーボンプットプリントの推移



(注) カーボンプットプリントはスコープ1+2に基づき算出

【図表4】カーボンプットプリント変化の要因分解

(単位: 二酸化炭素換算万トン)

	国内株式					外国株式				
	排出量 FY2025	排出量変化				排出量 FY2025	排出量変化			
		排出量 要因	保有比率 要因	複合 要因	排出量 要因		保有比率 要因	複合 要因		
GPIFポートフォリオ	2,656	-223	+19	-206	-35	1,512	+17	+3	+16	-2

(注) カーボンプットプリントはスコープ1+2に基づき算出

(出所) S&P社提供のデータよりGPIF作成。S&P Global Sustainable1, S&P Trucost Limited Copyright © 2026 S&P Global Inc.

● カーボンインテンシティ（炭素強度）分析

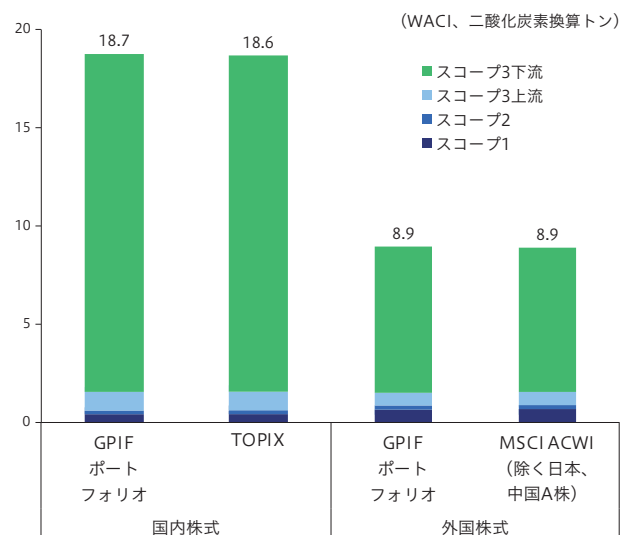
2025年度末の株式ポートフォリオのスコープ1から3のカーボンインテンシティを測定したものが図表5です。ここでは、加重平均カーボンインテンシティ（以下、WACI）に基づき測定を行いました。WACIの計算に当たっては、企業の売上100万円当たりのGHG排出量³をポートフォリオにおけるウエイトに応じて加重平均しています。WACIは外国株式に比べて国内株式の方が大きく、また、国内株式は政策ベンチマークであるTOPIXと、外国株式は同MSCI ACWI（除く日本、除く中国A株、管理運用法人の配当課税要因考慮後）と比較すると概ね同じ水準になっています。また、国内株式及び外国株式のWACIの内訳を見ると、いずれもスコープ3がWACIの大部分を占めていることが確認できます。

WACIの過去からの推移を見るために、2016年度のWACI（スコープ1+2）を100として、その後の推移を確認したものが図表6です。2016年度以降、国内株式及び外国株式ともに概ね減少傾向となっており、

直近は、わずかではありますが、外国株式は減少しているのに対して、国内株式は上昇しています。

2024年度から2025年度のWACI（スコープ1+2）変化の要因を見たものが図表7です。WACIの変化については、その変化量を投資先企業の炭素強度（GHG排出量／売上高）に起因する「炭素強度要因」、ポートフォリオに占める各企業の組入比率に起因する「保有比率要因」、それ以外の「複合要因」に分解しています。国内株式は0.02トン増加、外国株式は0.02トン減少しており、国内株式及び外国株式ともに炭素強度要因はマイナス、保有比率要因がプラスとなっており、企業の売上100万円当たりのGHG排出量の変化はWACI減少要因に、株式ポートフォリオの保有比率の変化はWACIの増加要因となっていることが確認できます（株式ポートフォリオの業種別WACIや業種別要因分解についてはP.64の図表9を参照）。

【図表5】
スコープ別の加重平均カーボンインテンシティ（WACI）

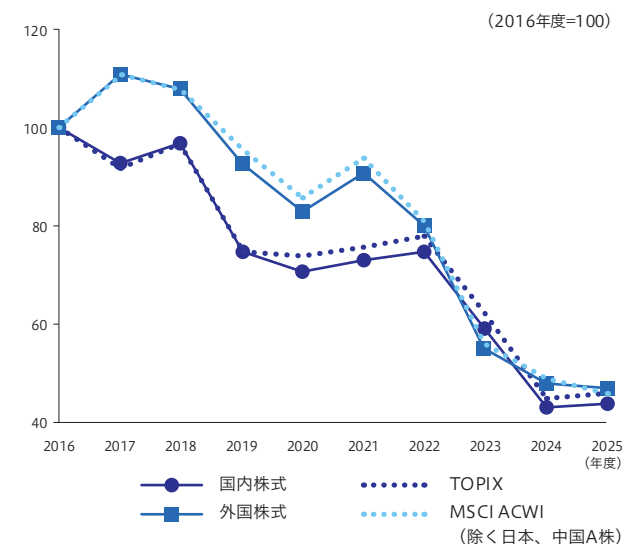


（注）2026年3月末時点取得可能なデータ

（注）MSCI ACWI（除く日本、中国A株）はMSCI ACWI（除く日本、除く中国A株、管理運用法人の配当課税要因考慮後）を指す

（出所）図表5、6：S&P社提供のデータよりGPIF作成。S&P Global Sustainable1, S&P Trucost Limited Copyright © 2026 S&P Global Inc.

【図表6】
加重平均カーボンインテンシティ（WACI）の推移



（注）WACIはスコープ1+2に基づき算出

【図表7】 加重平均カーボンインテンシティ（WACI）変化の要因分解

（二酸化炭素換算トン）

	国内株式					外国株式				
	WACI FY2025	WACI変化				WACI FY2025	WACI変化			
			炭素強度 要因	保有比率 要因	複合 要因			炭素強度 要因	保有比率 要因	複合 要因
GPIFポートフォリオ	0.60	+0.02	-0.01	+0.02	+0.00	0.85	-0.02	-0.06	+0.05	-0.01

（注）WACIはスコープ1+2に基づき算出

（出所）S&P社提供のデータよりGPIF作成。S&P Global Sustainable1, S&P Trucost Limited Copyright © 2026 S&P Global Inc.

3 割り当てなしの温室効果ガス排出量を使用

● 株式ポートフォリオのカーボンプットプリント・カーボンインテンシティ変化の業種別要因分解

P.62図表4で確認した2024年度から2025年度のGHG排出量（スコープ1+2）の変化の要因を業種別に見たものが図表8、P.63図表7で確認した2024年度から2025年度のWACI（スコープ1+2）変化の要因を業種別に見たものが図表9です。国内株式の「素材」で、保有比率要因によるGHG排出量の大きな

減少が見られる以外は、GHG排出量の変化及びWACIの変化ともに、国内株式及び外国株式で大きな変化がないことが確認できます。なお、図表9で業種別WACIをトン単位のまま表示すると非常に小さい値になってしまうため、単位をキログラムに変えています。

【図表8】カーボンプットプリント変化の要因分解（業種別）

（二酸化炭素換算万トン）

	排出量 FY2025	排出量変化				排出量 FY2025	排出量変化			
		排出量 要因	保有比率 要因	複合 要因			排出量 要因	保有比率 要因	複合 要因	
		国内株式					外国株式			
エネルギー	190	-0	-12	+13	-1	317	+6	-0	+7	-1
素材	1,088	-180	+38	-189	-29	471	+17	+3	+13	+0
資本財・サービス	620	-8	+15	-23	+0	128	+0	+0	+0	-0
一般消費財・サービス	188	-6	+9	-15	+0	49	-3	-0	-2	-0
生活必需品	106	-26	-1	-24	-0	53	-3	+1	-4	-0
ヘルスケア	30	-4	+0	-4	+0	13	-3	-2	-1	+0
金融	11	+1	+0	+0	-0	22	-1	-0	-1	-0
情報技術	95	-20	-17	-4	+2	51	+3	+3	+0	-0
通信サービス	24	-4	+2	-5	-0	21	+1	+1	-0	+0
公益事業	295	+23	-18	+47	-6	381	-0	-4	+4	-1
不動産	10	+0	+2	-1	-1	6	-1	-0	-1	-0

（注）カーボンプットプリントはスコープ1+2に基づき算出

【図表9】加重平均カーボンインテンシティ（WACI）の要因分解（業種別）

（二酸化炭素換算キログラム）

	WACI FY2025	WACI変化				WACI FY2025	WACI変化			
		炭素強度 要因	保有比率 要因	複合 要因			炭素強度 要因	保有比率 要因	複合 要因	
		国内株式					外国株式			
エネルギー	26	+8	-0	+9	-0	139	+12	-5	+18	-2
素材	201	-3	+3	-6	+0	196	-2	-8	+7	-1
資本財・サービス	157	+14	-1	+12	+3	63	-9	-8	-0	-1
一般消費財・サービス	37	-6	-3	-5	+1	31	-4	-3	-1	-0
生活必需品	22	-7	-2	-4	-0	16	-4	-1	-3	+0
ヘルスケア	15	-2	-2	-1	+0	10	-3	-2	-1	+0
金融	10	-1	-2	+1	-0	15	-5	-2	-3	+0
情報技術	41	+3	-3	+8	-2	67	+17	-7	+34	-10
通信サービス	12	-2	+0	-2	-0	19	+1	-1	+2	+0
公益事業	79	+13	+2	+10	+1	287	-21	-22	-2	+3
不動産	5	-0	+0	-0	-0	10	-3	-2	-1	+0

（注）WACIはスコープ1+2に基づき算出

（出所）図表8、9：S&P社提供のデータよりGPIF作成。S&P Global Sustainable1, S&P Trucost Limited Copyright © 2026 S&P Global Inc.



財務インパクト ～Climate VaR分析（株式）～

気候変動に伴う政策の変化や自然災害への対応は、企業にコスト負担をもたらす一方、環境技術の需要拡大を通じた収益機会の拡大も期待されます。GPIFでは気候変動リスクが企業価値に与える影響を、気候バリューアットリスク（CVaR: Climate Value-at-Risk）¹という分析手法を用いて測定しています。気候バリューアットリスクでは、企業価値へのマイナスの影響（リスク）だけでなく、プラスの影響（収益機会）についても統合的に分析することができます。

● Climate Value-at-Riskを用いた株式ポートフォリオの分析

本節では、株式ポートフォリオの気候変動リスクについて、Climate Value-at-Risk（以下、CVaR）を用いて分析します。CVaRは、主要各国の中央銀行や金融監督当局で構成される「気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク（以下、NGFS）」²等が公表する気候変動の様々なシナリオを前提に、企業価値への影響を測定するものです。具体的には、温室効果ガス排出量に関する規制等によって生じる排出削減のコスト、電力価格への転換コスト、サプライチェーンへの影響（川上からのコスト転嫁や川下の需要減）等を考慮した「政策リスク」、現在の環境技術からの収益と特許情報からのR&D投資による将来の収益機会等を考慮した「技術機会」、慢性的、急性的な気候変動による企業の直接的な操業への影響（例：工場の損壊）等を考慮した「物理的リスク」の3つの観点から推計しています。今年

度は、従来型の「物理的リスク」に加えて、気候変動が経済全体に及ぼす影響を捉えた「マクロ経済・物理的リスク」を含めた分析を行いました²。また、「マクロ経済・物理的リスク」のインパクトをわかりやすく理解するために、前年度とは異なり「技術機会」のプラス影響を保守的に推計する分析モデルを採用しています。

以降では、NGFSの各シナリオ下において、GPIFの株式ポートフォリオが受ける影響について、「マクロ経済・物理的リスク」を考慮しない場合と、考慮した場合の分析結果を示しています。

図表1は、前提となる8つのシナリオの概要です。主に、気温上昇が+1.5℃、+2.0℃、+3.0℃の3つのケースがあり、各ケースにおいて、政策導入のタイミングや技術革新の進展速度などの違いを考慮したバリエーションが加えられ、計8シナリオが想定されています。

【図表1】NGFS気候変動シナリオ

	前提シナリオ	温度上昇	シナリオ	政策導入	技術変化
①	1.5℃非秩序的移行	+1.5℃	無秩序なネットゼロ達成	迅速だがセクター間で分離	速い
②	1.5℃秩序的移行	+1.5℃	2050年ネットゼロ達成	迅速かつ円滑	速い
③	1.5℃秩序的移行（エネルギー需要低下）（注）	+1.5℃	需要低下	迅速かつ円滑	速い
④	2.0℃非秩序的移行	+2.0℃	移行遅延	遅延	遅い
⑤	2.0℃秩序的移行	+2.0℃	2℃未満移行	迅速かつ円滑	中程度
⑥	3.0℃温暖化進行（分断した世界）	+3.0℃	分断した世界	遅延かつ分断	遅い/分断
⑦	3.0℃温暖化進行（各国削減目標）	+3.0℃	各国削減目標	NDCs	遅い
⑧	3.0℃温暖化進行（現行政策）	+3.0℃	現行政策	なし（現行政策）	遅い

（注） 排出削減や技術導入、行動変容によるエネルギー需要の削減を前提としたシナリオ

（出所） MSCI社提供データよりGPIF作成。Reproduced by permission of MSCI Solutions (UK) Limited ©2026.

これら8つのシナリオに基づき、2026年3月末の株式ポートフォリオの「マクロ経済・物理的リスク」の影響

を除いたCVaRを分析した結果が、図表2です。①及び②の2050年ネットゼロ達成に近づくシナリオほど、

¹ MSCI社の気候バリューアットリスク（CVaR: Climate Value-at-Risk）を利用。メソドロジー等については以下を参照

<https://www.msci.com/legal/sustainability-and-climate-resources-and-disclosures/msci-sustainability-and-climate-methodologies>

² 各発行体の「マクロ経済・物理的リスク」は、「国別マクロ経済ダメージ強度」に発行体の国別エクスポージャーを乗じて算出。「国別マクロ経済ダメージ強度」は、NGFSのシナリオに基づいて推計された国別の総被害から、従来の国別の物理的リスクを差し引いて算出

企業にとって厳しい環境規制が導入されるため、「政策リスク」によるマイナス幅が大きくなります。一方で、こうしたシナリオでは気候変動に伴う物理的影響が抑制されることから、「物理的リスク」によるマイナス幅は縮小します。また、環境技術への需要拡大を通じた収益機会の増加から、「技術機会」のプラス幅は大きくなります。国内株式と外国株式の各シナリオのCVaRを比較すると、全体として似たような傾向を示していますが、国内株式の方が、「技術機会」のプラス幅が相対的に大きくなっている点が異なります（ただし前述の通り、前年度よりもプラス幅は小幅に留まります）。「政策リスク」「技術機会」「物理的リスク」の各CVaRを合算した「総合CVaR」に着目すると、国内株式及び外国株式ともに、全シナリオの中で「②1.5℃秩序的移行」が最も大きな気候変動リスク（以下、リスク）となりました。

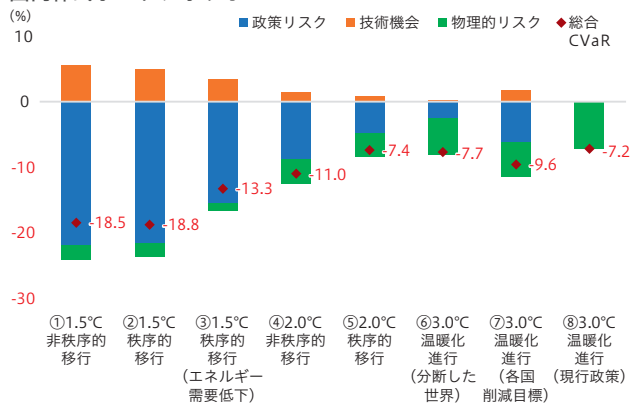
続いて、図表3は、図表2に「マクロ経済・物理的リスク」を含めたシナリオ別のCVaR分析結果です。温

暖化が進行する現行政策に近づくシナリオほど、気候変動に伴うマクロ経済へ与える影響が拡大することから、「マクロ経済・物理的リスク」によるマイナス幅が大きくなります。この結果は、モデル上のマクロ経済への影響が、自然災害による企業の直接的な操業への影響よりも規模的に大きいことに起因しています。特に+2.0℃、+3.0℃を想定したシナリオでは、国内株式及び外国株式ともに、すべてのシナリオで「マクロ経済・物理的リスク」を含む「総合CVaR」のマイナス値が、「マクロ経済・物理的リスク」を含まない「総合CVaR」と比較して大きくなっていることが確認できます。

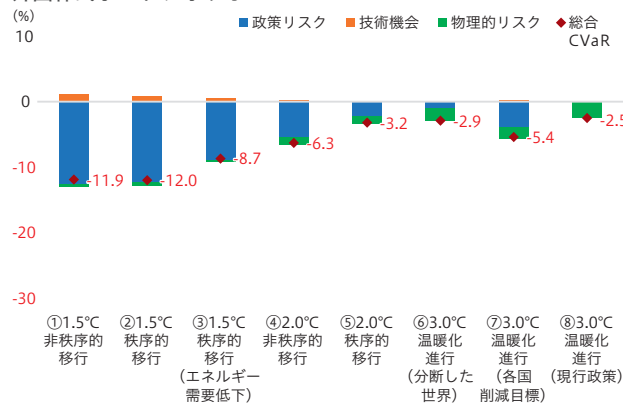
「マクロ経済・物理的リスク」を含まない分析では、リスクが最も低かった「⑧3.0℃温暖化進行（現行政策）」のシナリオが、「マクロ経済・物理的リスク」を含めた分析では、国内株式及び外国株式ともに、一転して全シナリオの中で最も大きなリスクとなる等、「マクロ経済・物理的リスク」を含めるか否かで分析結果が大きく異なることが分かります。

【図表2】国内株式及び外国株式ポートフォリオのCVaR

国内株式ポートフォリオ

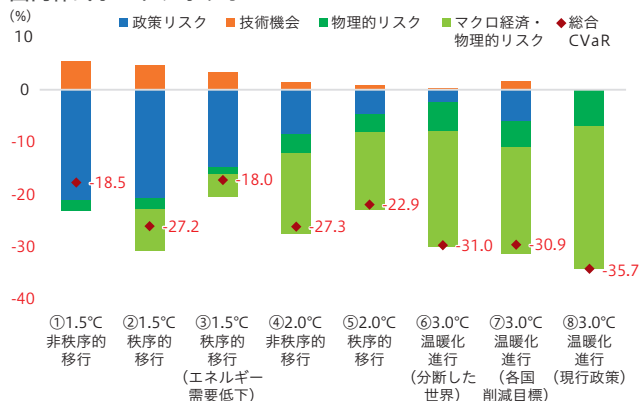


外国株式ポートフォリオ

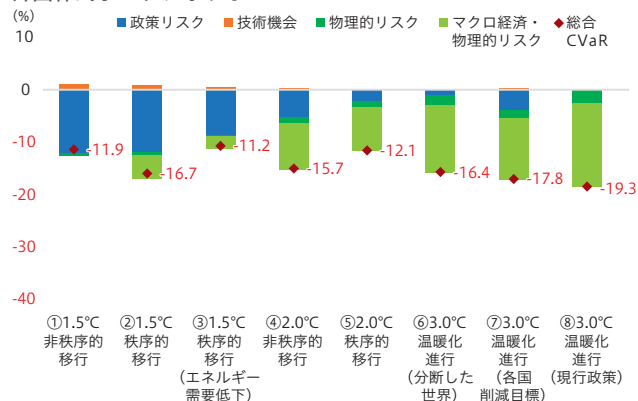


【図表3】国内株式及び外国株式ポートフォリオのCVaR（「マクロ経済・物理的リスク」を含む）

国内株式ポートフォリオ



外国株式ポートフォリオ



（出所）MSCI社提供データよりGPIF作成。Reproduced by permission of MSCI Solutions (UK) Limited ©2026.

● プライベート・エクイティのClimate VaR分析

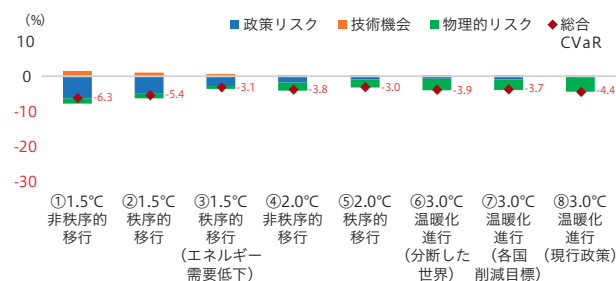
本分析では、プライベート・エクイティ（以下、PE）の投資先ごとにCVaRを推計し、PEポートフォリオ全体のCVaRを算出しました。PEポートフォリオの構成銘柄の地域別構成比を見ると、60%超が米国に拠点を有しており³、外国株式ポートフォリオと類似しています。こうした点を踏まえ、PEポートフォリオのCVaRを、外国株式ポートフォリオとの比較を通じて分析しています。

PEポートフォリオの「総合CVaR」は、「①1.5℃非秩序的移行」シナリオにおいて最も大きなマイナス幅となり、次いで「②1.5℃秩序的移行」シナリオでも大きなマイナス幅となりました（図表4）。一方、外国株式ポートフォリオの「総合CVaR」は、わずかではあります「②1.5℃秩序的移行」シナリオが最も大きなマイナス幅となり、次いで「①1.5℃非秩序的移行」シナリオとなりました（図表2）。ただし、「政策リスク」の影響が大きい1.5℃シナリオでは、外国株式ポートフォリオの「総合CVaR」の方が大きなマイ

ナス幅となった一方、「政策リスク」の影響が小さい3.0℃シナリオ（⑦を除く）では、PEポートフォリオの「総合CVaR」の方が大きなマイナス幅となりました。

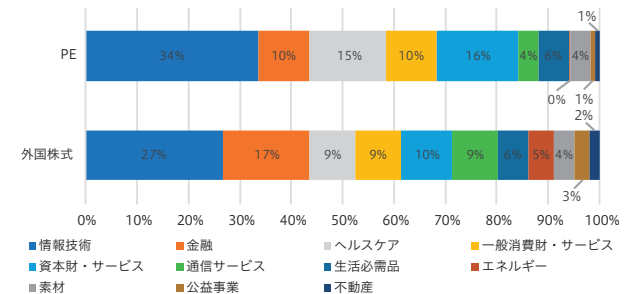
PEポートフォリオのセクター構成を外国株式ポートフォリオと比較すると、温室効果ガス排出量の多い「エネルギー」の比率が相対的に小さい一方、排出量の少ない「情報技術」や「ヘルスケア」などの比率が大きく、PEポートフォリオは相対的に低炭素型産業への投資配分が大きい構造となっていることが分かります（図表5）。このため、「政策リスク」が温室効果ガス排出量の多いセクターに与えるマイナスの影響が顕著に表れる1.5℃シナリオにおいて、PEポートフォリオの「総合CVaR」のマイナス幅が外国株式ポートフォリオよりも小さくなったものと推察されます。もっとも、CVaRを構成する他の要素である「物理的リスク」のマイナスの影響については、むしろPEポートフォリオの方がやや大きい点には、留意が必要です。

【図表4】 PEポートフォリオのCVaR



(出所) MSCI社提供データよりGPIF作成。Reproduced by permission of MSCI Solutions (UK) Limited ©2026.

【図表5】 ポートフォリオのセクター別構成比



(出所) MSCI社提供データよりGPIF作成。Reproduced by permission of MSCI Solutions (UK) Limited ©2026.

● 株式ポートフォリオの業種別Climate Value-at-Risk

2026年3月末時点の株式ポートフォリオの業種別CVaR（「マクロ経済・物理的リスク」を含む）と、前年度からの変化（「マクロ経済・物理的リスク」の変化を含まない）を分析した結果が、図表6及び図表7です。以降では、2050年ネットゼロ達成のシナリオ（②1.5℃秩序的移行）に基づいた分析を行っています。

2026年3月末時点の国内株式の「総合CVaR」を見ると、「一般消費財・サービス」「資本財・サービス」でリスクが大きくなっており、「政策リスク」が主な要因となっていることが分かります。「技術機会」「物理的リスク」については、「資本財・サービス」が他の業種と比較してやや大きい水準となっていますが、他の業種についてはほぼ同水準となっています。

3 GPIF「2025年度業務概況書」P.61

前年度からの変化を見ると（+はリスク縮小、－はリスク拡大）、「物理的リスク」はすべての業種でリスクが縮小している一方で、「政策リスク」は一部の業種を除いて拡大しています。「政策リスク」「技術機会」「物理的リスク」の合計についても一部の業種を除いて拡大していることが分かります。

外国株式の「総合CVaR」は、国内株式とは異なり、「エネルギー」のリスクが他の業種と比較して大きい水準となっており、「政策リスク」が主要因となっ

ていることが分かります。「技術機会」「物理的リスク」については、業種間でほぼ同水準となっています。前年度からの変化については、国内株式とほぼ同様の傾向が見られます。

なお、図表6の前年度からの変化で使用している2025年度3月末時点のCVaRは、2024年度サステナビリティ投資報告にて開示を行った同時点のCVaRとは、モデルの設定条件が異なるため数値が異なります。

【図表6】国内株式ポートフォリオの業種別CVaR

	2026年3月末時点 (%)					前年度からの変化（+はリスク縮小、－はリスク拡大） (%)				
	政策リスク	技術機会	物理的リスク	マクロ経済 物理的リスク	総合CVaR	政策リスク	技術機会	物理的リスク	マクロ経済 物理的リスク	総合CVaR
エネルギー	-1.2	+0.5	-0.1	-0.3	-1.2	-0.3	+0.0	+0.0		-0.2
素材	-3.1	+0.6	-0.1	-0.6	-3.2	-0.2	-0.1	+0.1		-0.2
資本財・サービス	-6.0	+2.9	-0.8	-2.1	-6.0	-0.6	-0.6	+0.2		-1.0
一般消費財・サービス	-5.5	+0.5	-0.3	-1.3	-6.7	-0.8	-0.1	+0.3		-0.5
生活必需品	-1.8	+0.0	-0.2	-0.8	-2.8	-0.2	-0.0	+0.1		-0.1
ヘルスケア	-0.4	+0.0	-0.1	-0.4	-0.9	-0.1	-0.0	+0.0		-0.0
金融	-0.7	+0.0	-0.3	-1.7	-2.6	-0.1	+0.0	+0.2		+0.1
不動産	-0.2	+0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.0	-0.0	+0.0		-0.0
情報技術	-0.7	+0.1	-0.1	-0.4	-1.1	-0.1	-0.1	+0.1		-0.1
通信サービス	-0.3	+0.0	-0.0	-0.3	-0.6	+0.1	-0.0	+0.1		+0.2
公益事業	-1.5	+0.2	-0.2	-0.3	-1.8	-0.2	-0.1	+0.0		-0.3
ポートフォリオ合計	-21.5	4.9	-2.2	-8.4	-27.2	-2.6	-0.9	1.3		-2.3

【図表7】外国株式ポートフォリオの業種別CVaR

	2026年3月末時点 (%)					前年度からの変化（+はリスク縮小、－はリスク拡大） (%)				
	政策リスク	技術機会	物理的リスク	マクロ経済 物理的リスク	総合CVaR	政策リスク	技術機会	物理的リスク	マクロ経済 物理的リスク	総合CVaR
エネルギー	-4.3	+0.2	-0.1	-0.4	-4.6	-1.0	-0.1	+0.0		-1.1
素材	-1.7	+0.1	-0.0	-0.2	-1.8	-0.3	-0.1	+0.1		-0.3
資本財・サービス	-1.4	+0.2	-0.1	-0.4	-1.7	-0.4	-0.1	+0.0		-0.4
一般消費財・サービス	-0.9	+0.0	-0.1	-0.4	-1.4	-0.2	+0.0	+0.0		-0.1
生活必需品	-0.9	+0.0	-0.1	-0.5	-1.4	-0.2	-0.0	+0.0		-0.2
ヘルスケア	-0.4	+0.0	-0.0	-0.5	-0.9	-0.0	+0.0	+0.1		+0.0
金融	-0.4	+0.0	-0.1	-1.3	-1.8	-0.1	-0.0	+0.1		+0.1
不動産	-0.0	+0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.0	+0.0	+0.0		+0.0
情報技術	-0.4	+0.0	-0.0	-0.5	-0.9	-0.1	-0.0	+0.0		-0.1
通信サービス	-0.1	+0.0	-0.0	-0.4	-0.5	+0.0	+0.0	+0.0		+0.0
公益事業	-1.6	+0.2	-0.1	-0.2	-1.6	-0.3	-0.3	+0.0		-0.5
ポートフォリオ合計	-12.3	0.9	-0.6	-4.8	-16.7	-2.6	-0.5	0.5		-2.6

(注1) 各業種の2026年度3月末の数値は、ポートフォリオ全体への寄与度

(注2) 総合CVaRの前年度からの変化に、「マクロ経済・物理的リスク」は含まない

(出所) MSCI社提供データよりGPIF作成。Reproduced by permission of MSCI Solutions (UK) Limited ©2026.

株式ポートフォリオの物理的リスク

2026年3月末の株式ポートフォリオのCVaRのうち、「物理的リスク」に焦点を当てた分析結果が、図表8及び図表9です。「物理的リスク」を構成する「猛暑」「極寒」「暴風」「大雪」「大雨」「台風」「沿岸洪水」「河川洪水」「河川の水位低下」「自然火災」の計10種類の自然災害を分析対象としており、各業種がポー

トフォリオの各自然災害別のCVaRに対してどの程度影響を与えているかを確認しています。なお、各自然災害の発生は重複して発生することが想定されるため、自然災害別のCVaRの合計はポートフォリオの「物理的リスク」CVaRに一致しません。

「河川の水位低下」を除いた自然災害のうち、国

内株式及び外国株式ともにリスクが大きいのは「猛暑」と「沿岸洪水」です。「台風」や「大雨」は被災地域が限定的ですが、「猛暑」は広範囲に発生する慢性的な自然災害であるため、多くの企業が同時に影響を受けることが考えられます。また、世界の主要都市や産業集積地の多くは沿岸部に位置しており、沿岸部には固定資産が集中しているため、沿岸洪水も多くの企業に影響を及ぼす可能性があります。「河川の水位低下」については、発電事業者における火力・水力発電所への影響を評価しており、対象企業が限定的となっています。「物理的リスク」のCVaRは、対象企業に限定した時価総額加重平均によって計算されるため、ポートフォリオ合計は非表示としています。「極寒」「大雪」は、国内株式及び外国株式ともにCVaRがプラスとなっています。これは、「物理的リスク」におけるCVaRが、気候変動による自然災害に伴う資産の損害や操業停止、生産性低下等による企業収

益の減少といった純粋な災害損失だけではなく、それらによる企業収益の増加の可能性も含めて評価しているためです。例えば、気温上昇に伴い、「極寒」「大雪」の発生が減少し、寒冷地での稼働率向上や暖房コストが削減されることなどによって、企業収益の改善につながる可能性があり、「物理的リスク」のCVaRをプラスに押し上げる要因となっています。

国内株式では、多くの自然災害において「資本財・サービス」のリスクが高い傾向が見られる一方で、外国株式については、特定の自然災害において、特定の業種のリスクが高いという傾向は見られません。これはP.60の図表2で確認したように、GPIFのポートフォリオにおける各資産の業種の偏りにも影響されています。なお、図表8及び図表9で各自然災害のCVaRを%単位のまま表示すると非常に小さい値になってしまうため、単位をベースポイント (bp、1bp=0.01%) に変更しています。

【図表8】国内株式ポートフォリオの物理的リスクのCVaR

2026年3月末時点 (bp, 1bp=0.01%)

	猛暑	極寒	暴風	大雪	大雨	台風	沿岸洪水	河川洪水	河川の水位低下	自然火災
エネルギー	-5.3	0.4	-0.3	0.0	-0.4	-1.0	-6.0	0.0	0.0	0.0
素材	-8.4	1.7	-0.1	0.0	-1.0	-1.3	-3.6	-0.2	0.0	0.0
資本財・サービス	-30.8	10.0	-1.3	1.2	-8.3	-3.6	-42.2	-0.5	0.0	0.0
一般消費財・サービス	-19.6	3.6	-0.9	0.3	-3.8	-2.8	-8.2	-0.2	0.0	0.0
生活必需品	-7.8	1.4	-0.7	0.4	-4.1	-1.4	-3.9	-0.2	0.0	0.0
ヘルスケア	-3.6	0.9	-0.3	0.2	-2.0	-0.7	-1.9	0.0	0.0	0.0
金融	-8.8	1.8	-3.6	0.2	-2.7	-1.4	-12.5	-0.3	0.0	0.0
不動産	-2.4	0.6	-0.2	0.0	-0.2	-0.7	-2.6	0.0	0.0	0.0
情報技術	-3.9	0.7	-0.2	0.1	-0.7	-0.6	-0.6	-0.1	0.0	0.0
コミュニケーション・サービス	-1.9	0.6	0.1	0.1	-0.9	-0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0
公益事業	-4.1	0.6	-0.5	0.2	-1.3	-0.5	-5.5	-0.1	-686.8	0.0
ポートフォリオ合計	-96.6	22.2	-8.1	2.9	-25.3	-14.4	-87.3	-1.5	---	-0.1

【図表9】外国株式ポートフォリオの物理的リスクのCVaR

2026年3月末時点 (bp, 1bp=0.01%)

	猛暑	極寒	暴風	大雪	大雨	台風	沿岸洪水	河川洪水	河川の水位低下	自然火災
エネルギー	-5.6	1.1	0.0	0.0	-0.5	-0.5	-4.5	-0.1	2.7	0.0
素材	-2.2	0.7	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.5	0.0	-0.8	0.0
資本財・サービス	-4.8	1.9	-0.1	0.1	-0.6	-0.4	-1.4	0.0	0.0	0.0
一般消費財・サービス	-3.9	1.3	-0.3	0.2	-1.6	-0.3	-1.2	0.0	0.0	0.0
生活必需品	-4.4	1.5	-0.2	0.5	-2.5	-0.5	-1.0	0.0	0.0	0.0
ヘルスケア	-3.6	1.7	-0.1	0.4	-2.1	-0.4	-0.5	0.0	0.0	0.0
金融	-4.2	2.4	-0.5	0.2	-1.8	-0.4	-3.7	-0.1	-1.3	0.0
不動産	-0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.8	0.0	0.0	0.0
情報技術	-2.7	0.6	-0.1	0.0	-0.4	-0.3	-0.4	-0.1	0.0	0.0
コミュニケーション・サービス	-0.9	0.5	0.0	0.0	-0.5	-0.2	-2.8	0.0	0.0	0.0
公益事業	-1.5	0.2	0.1	0.0	-0.3	-0.4	-3.5	0.0	-11.2	0.0
ポートフォリオ合計	-34.4	12.1	-1.3	1.5	-10.4	-3.7	-20.2	-0.3	---	-0.0

(注1) 各業種の2026年度3月末の数値は、「河川の水位低下」を除きポートフォリオ全体への寄与度。「河川の水位低下」については、各業種の企業価値への影響を示す

(注2) バーの高さは、各自然災害内での相対値を示す

(出所) MSCI社提供データよりGPIF作成。Reproduced by permission of MSCI Solutions (UK) Limited ©2026.



環境・気候へのインパクト ～気温上昇ポテンシャル分析～

GPIFでは、企業やポートフォリオの現在の排出量と将来の排出削減計画を基に、その状態が継続した場合の気温上昇を示す指標である気温上昇ポテンシャル（Implied Temperature Rise: ITR）を用いて温暖化への影響の可能性を確認しています。資産別では、国内株式が2.6℃、外国株式が2.9℃と、2℃を上回る結果となりました。

● 株式ポートフォリオの気温上昇ポテンシャル（ITR）分析

本節では、株式ポートフォリオの気温上昇ポテンシャルについて、MSCI社のImplied Temperature Rise（以下、ITR）を用いて分析します。ITRは企業やポートフォリオの現在の温室効果ガス排出量（以下、GHG排出量）に加え、将来のGHG排出量の見通しや排出削減目標を考慮し、その排出状況が今後も継

続した場合に、気温上昇がおおよそ何℃になるのか（ポートフォリオがどの気温上昇シナリオと整合的であるか）を示す指標です。ITRが低いほど、パリ協定の1.5℃目標に整合的な排出水準に近いことを示しています。

ITRは以下の手順で推計されます。

- ① NGFS¹の「2050年ネットゼロ達成」シナリオを基に、個別企業が利用可能なカーボンバジェット²を算定します。この際、その企業の現在の収益額や炭素強度、NGFSのシナリオで示された業種別の将来のGHG排出量の見通しや排出削減目標等の要素が考慮されます。
- ② その企業の現在のGHG排出量及び企業が掲げる排出削減目標の信頼性評価³に基づき、将来のGHG排出量を予測します。
- ③ 上記①と②の差分を上記①で割ることにより、その企業の将来のGHG排出量が配分されたカーボンバジェットを相対的にどれほど上回る（あるいは下回る）かについて算出します。
- ④ 上記③に、1.5℃目標を達成するために必要なグローバル・レベルのカーボンバジェット、及びGHG排出量と気温上昇の関係を示すTransient Climate Response to Cumulative Emissions（TCRE）ファクター⁴をそれぞれ乗じることにより、その企業の排出量推計値を、気温上昇（度数℃の上昇幅）に変換します（図表1左）。

2026年3月末時点の株式ポートフォリオ全体のITRは、国内株式が2.6℃、外国株式が2.9℃であり、国内株式の方が低い水準となりました。前年度からの変化を見ると、国内株式は+0.1℃上昇し、外国株式

は+0.3℃上昇しています（図表1右）⁵。以降では、個別企業のITRを用いて、企業がどのITR水準に分布しているか、業種別の分布、前年度からの変化を交えて分析しています。

1 主要各国の中央銀行や金融監督当局で構成される「気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク」

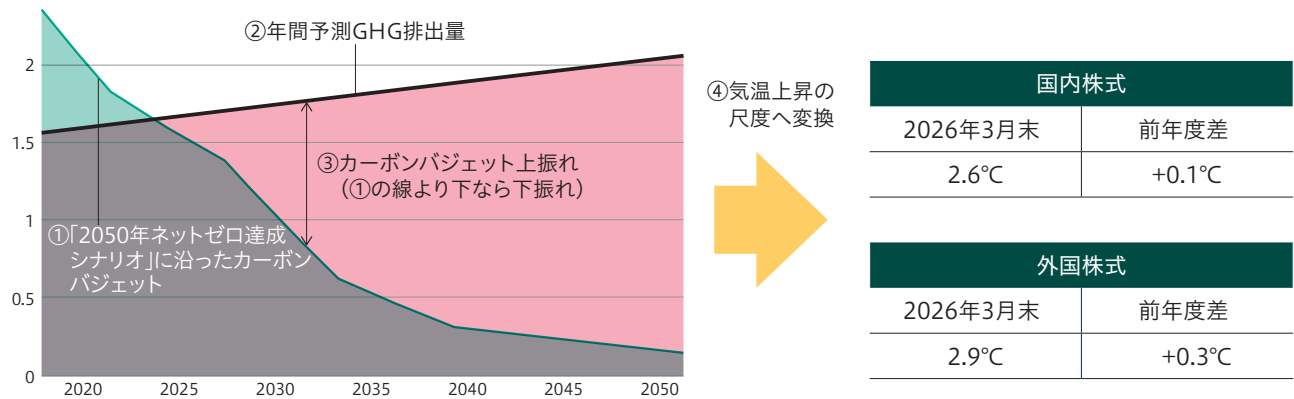
2 カーボンバジェットとは、地球温暖化による気温上昇をある一定の数値に抑えようとした場合、その数値に達するまであとどれくらいGHGを排出できるのかを示した「上限」

3 GHG排出削減目標の信頼性評価は、MSCI社が以下4点について行ったもの。①スコープ別の短期目標の設定の有無、②Science Based Targets initiative（SBTi）による第三者認定の取得の有無、③過去のGHG排出量（実績）が目標に沿っていたか、④現在は目標に沿っているのか

4 科学的知見に基づき、1GtのGHG排出量が放出された際に、何度温度上昇に寄与するのかを示したファクター

5 前年度からの変化で使用している2025年3月末時点のITRは、2024年度サステナビリティ投資報告にて開示を行った同時時点のITRとは、使用した気候変動関連データが異なるため数値が異なります

【図表1】株式ポートフォリオにおける気温上昇ポテンシャル（ITR）



(出所) MSCI社提供データよりGPIF作成。Reproduced by permission of MSCI Solutions (UK) Limited ©2026.

● 気温上昇ポテンシャル（ITR）の企業分布

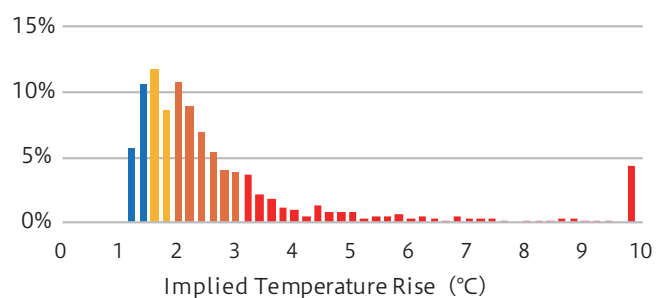
2026年3月末の株式ポートフォリオの構成企業について、個別企業のITR水準別に企業の分布と、前年度からの変化を示したものが図表2及び図表3です。国内株式及び外国株式ともに、個別企業のITRが2°C超3.2°C以下の「2°C目標と整合しない」と評価される企業の割合（図表2及び図表3のオレンジ色）が最も高くなっています。また、3.2°C超の「2°C目標と非常に整合しない」と評価される企業の割合（図表2及び図表3の赤色）も2割を超えており、評価上限である10°C以上の企業も一定数存在します。一方で、2°C以下の「1.5°C目標または2°C目標と整合」と評価さ

れる企業の割合（図表2及び図表3の青色と黄色）を合わせると、国内株式は4割弱、外国株式は4割強となっており、国内株式より外国株式の方がやや高い結果となっています。

前年度からの変化を見ると、国内株式及び外国株式ともに、「1.5°C目標または2°C目標と整合」と評価される企業の割合は減少、「2°C目標と整合しない」または「2°C目標と非常に整合しない」と評価される企業の割合は増加しており、特に10°C以上の企業の割合も増加しています。

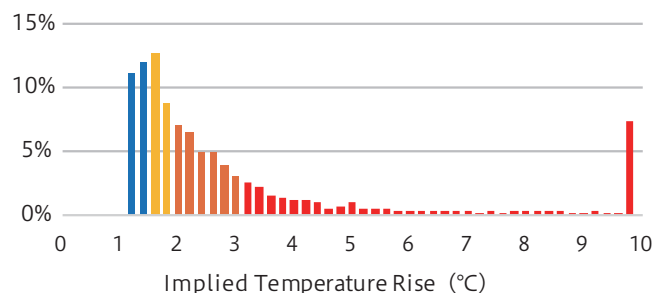
【図表2】国内株式のポートフォリオ構成企業の企業分布（ITR水準別）

評価	温度の範囲	割合	前年度比
1.5°C目標と整合	1.5°C以下	10.3%	+1.3%
2°C目標と整合	1.5°C超2°C以下	26.2%	-4.8%
2°C目標と整合しない	2°C超3.2°C以下	39.5%	-2.2%
2°C目標と非常に整合しない	3.2°C超10°C未満	19.8%	+3.3%
	10°C以上	4.1%	+2.4%
企業数		1,190	



【図表3】外国株式のポートフォリオ構成企業の企業分布（ITR水準別）

評価	温度の範囲	割合	前年度比
1.5°C目標と整合	1.5°C以下	17.8%	-0.4%
2°C目標と整合	1.5°C超2°C以下	26.4%	+0.1%
2°C目標と整合しない	2°C超3.2°C以下	30.2%	-2.9%
2°C目標と非常に整合しない	3.2°C超10°C未満	18.2%	-0.0%
	10°C以上	7.4%	+3.2%
企業数		3,693	



(注) 2026年3月末時点のITRが存在する企業のみ対象

(出所) MSCI社提供データよりGPIF作成。Reproduced by permission of MSCI Solutions (UK) Limited ©2026.

● 業種別に見た気温上昇ポテンシャル（ITR）の企業分布

図表2及び図表3を業種別に見たものが図表4及び図表5です。図表4及び図表5では、業種別にITRの中央値（以下、業種別ITR）を計算し、業種別ITRの高い順にソートしています。また、業種別の分布状況を確認するため、各業種内で個別企業のITR水準別に企業割合を算出しています。

2026年3月末時点の業種別ITR及び分布状況を見ると、国内株式及び外国株式ともに、業種別ITRが高い業種ほど、「2℃目標と整合しない」または「2℃目標と非常に整合しない」と評価される企業の割合が高く、業種別ITRが低い業種ほど、「1.5℃目標または2℃目標と整合」と評価される企業の割合が高くなる傾向が見られます。特に、業種別ITRが2℃を大きく上回っている業種は、国内株式では「エネルギー」「素材」、外国株式では「エネルギー」で、これらの業種では半数以上の企業が「2℃目標と整合

しない」または「2℃目標と非常に整合しない」と評価されています。一方、業種別ITRが2℃以下の業種は、国内株式、外国株式ともに、「ヘルスケア」「金融」「通信サービス」「情報技術」であり、いずれの業種も半数以上の企業が「1.5℃目標または2℃目標と整合」と評価されています。

前年度からの変化を見ると、国内株式及び外国株式ともにほとんどの業種で業種別ITRが上昇しています。特に「エネルギー」では、国内株式は+0.9℃、外国株式は+1.3℃と、他の業種と比較して上昇幅が大きく、個別企業のITRが10℃以上の企業割合の増加幅も大きくなっています。全業種を通じた傾向として、国内株式では「1.5℃目標と整合」と評価される企業割合が増加していること、また国内株式・外国株式ともに10℃以上の企業割合が増加していることが挙げられます。

【図表4】業種別に見た国内株式ポートフォリオ構成企業の企業分布（ITR水準別）

2026年3月末								前年度からの変化					
業種	企業数	ITR (中央値)	1.5℃目標 と整合	2℃目標 と整合	2℃目標と 整合しない	2℃目標と 非常に整合しない		ITR (中央値)	1.5℃目標 と整合	2℃目標 と整合	2℃目標と 整合しない	2℃目標と 非常に整合しない	
			1.5℃以下	1.5℃超 2℃以下	2℃超 3.2℃以下	3.2℃超 10℃未満	10℃以上		1.5℃以下	1.5℃超 2℃以下	2℃超 3.2℃以下	3.2℃超 10℃未満	10℃以上
エネルギー	11	4.9℃	0.0%	36.4%	9.1%	18.2%	36.4%	+0.9℃	+0.0%	+9.1%	-9.1%	-9.1%	+9.1%
素材	115	4.1℃	0.9%	7.0%	27.0%	53.9%	11.3%	+0.4℃	+0.0%	+1.9%	-11.2%	+1.4%	+7.9%
一般消費財・サービス	204	2.7℃	1.5%	9.8%	55.9%	29.9%	2.9%	+0.1℃	+0.5%	-6.3%	-6.4%	+11.3%	+0.9%
不動産	23	2.5℃	8.7%	13.0%	65.2%	13.0%	0.0%	+0.1℃	+8.7%	-21.7%	+17.4%	-4.3%	+0.0%
生活必需品	111	2.4℃	5.4%	22.5%	44.1%	24.3%	3.6%	+0.3℃	-0.7%	-9.1%	+6.4%	+1.5%	+1.8%
公益事業	20	2.4℃	10.0%	10.0%	70.0%	5.0%	5.0%	+0.3℃	+5.0%	-25.0%	+15.0%	+0.0%	+5.0%
資本財・サービス	312	2.2℃	15.4%	26.9%	41.3%	10.6%	5.8%	+0.0℃	+1.6%	-1.9%	-3.2%	+0.2%	+3.3%
情報技術	157	2.0℃	8.9%	43.3%	29.3%	17.8%	0.6%	+0.1℃	-0.4%	-2.0%	-4.9%	+6.7%	+0.6%
通信サービス	63	2.0℃	12.7%	47.6%	38.1%	1.6%	0.0%	+0.1℃	+5.0%	-18.5%	+11.9%	+1.6%	+0.0%
金融	105	1.9℃	16.2%	41.0%	30.5%	12.4%	0.0%	+0.1℃	-2.2%	+2.2%	-3.2%	+3.2%	+0.0%
ヘルスケア	69	1.7℃	31.9%	36.2%	21.7%	7.2%	2.9%	0.0℃	+11.3%	-11.7%	-2.9%	+0.4%	+2.9%
ポートフォリオ合計	1,190		10.3%	26.2%	39.5%	19.8%	4.1%		+1.3%	-4.8%	-2.2%	+3.3%	+2.4%

【図表5】業種別に見た外国株式ポートフォリオ構成企業の企業分布（ITR水準別）

2026年3月末								前年度からの変化					
業種	企業数	ITR (中央値)	1.5℃目標 と整合	2℃目標 と整合	2℃目標と 整合しない	2℃目標と 非常に整合しない		ITR (中央値)	1.5℃目標 と整合	2℃目標 と整合	2℃目標と 整合しない	2℃目標と 非常に整合しない	
			1.5℃以下	1.5℃超 2℃以下	2℃超 3.2℃以下	3.2℃超 10℃未満	10℃以上		1.5℃以下	1.5℃超 2℃以下	2℃超 3.2℃以下	3.2℃超 10℃未満	10℃以上
エネルギー	167	5.4℃	3.0%	15.6%	15.0%	32.3%	34.1%	+1.3℃	-2.9%	-2.0%	+0.0%	-10.5%	+15.3%
一般消費財・サービス	395	2.8℃	4.1%	17.2%	40.0%	31.4%	7.3%	+0.1℃	-2.1%	+1.0%	-6.8%	+7.5%	+0.4%
不動産	231	2.7℃	1.7%	20.3%	50.2%	27.7%	0.0%	+0.1℃	-2.4%	+2.3%	-2.9%	+3.0%	+0.0%
素材	308	2.6℃	29.5%	13.6%	18.2%	23.1%	15.6%	-0.4℃	+9.7%	+0.5%	-6.3%	-11.2%	+7.2%
資本財・サービス	639	2.4℃	14.9%	21.1%	32.9%	20.0%	11.1%	+0.1℃	-0.5%	-4.7%	-1.9%	+0.1%	+7.1%
生活必需品	243	2.4℃	12.8%	24.3%	36.2%	21.4%	5.3%	+0.2℃	-1.4%	-2.7%	-1.1%	+1.1%	+4.1%
公益事業	181	2.2℃	26.0%	19.9%	22.1%	18.2%	13.8%	+0.1℃	+1.4%	-4.7%	+3.7%	-2.4%	+2.1%
情報技術	378	2.0℃	14.3%	36.2%	33.6%	14.8%	1.1%	+0.1℃	-1.5%	-0.6%	-1.5%	+3.1%	+0.5%
ヘルスケア	322	1.9℃	22.4%	34.8%	29.2%	8.1%	5.6%	+0.1℃	+0.0%	-3.9%	+0.5%	+0.6%	+2.8%
金融	644	1.8℃	30.0%	37.1%	22.7%	9.2%	1.1%	0.0℃	-0.7%	+8.1%	-8.0%	+0.2%	+0.4%
通信サービス	185	1.8℃	27.0%	40.5%	30.3%	2.2%	0.0%	+0.1℃	-4.8%	-0.9%	+4.1%	+1.6%	+0.0%
ポートフォリオ合計	3,693		17.8%	26.4%	30.2%	18.2%	7.4%		-0.4%	+0.1%	-2.9%	-0.0%	+3.2%

(注) 2026年3月末時点のITRが存在する企業のみ対象

(出所) MSCI社提供データよりGPIF作成。Reproduced by permission of MSCI Solutions (UK) Limited ©2026.

第五章

サステナビリティに関する 情報発信／ 関係団体等との対話・協働

GPIFは、数世代先にも及ぶ期間を視野に入れて運用する「世代をまたぐ投資家」として、運用の取組みやその成果について、幅広い層へのわかりやすい情報発信及び開示に努めています。2025年度は、「GPIFの国内株式運用機関が選ぶ『マテリアリティの観点から優れたサステナビリティ開示』と『同改善度の高いサステナビリティ開示』」や「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート」などの情報開示を行いました。また、国内外のアセットオーナーやイニシアティブ、機関投資家団体、経済団体など関係団体等との対話・協働についてもご紹介します。



P.75 GPIFの情報発信

P.77 GPIFの株式運用会社が選ぶ
「優れたサステナビリティ開示」

P.79 企業から見た投資家の
サステナビリティ情報開示の関心と活用

P.81 企業向けアンケート10周年

P.83 関係団体等との対話・協働

《 》 GPIFの情報発信

GPIFでは、サステナビリティ投資方針に沿って、年次で「サステナビリティ投資報告」を発行し、サステナビリティ投資に関する取組みの発信を積極的に行っています。また、講演、寄稿、SNS、ホームページなど複数のチャネルを活用し、新たな取組みや各種調査結果などを公表するとともに、そこから得られた知見などを周知しています。

【図表】2025年度におけるサステナビリティ投資関連の主な登壇実績と寄稿・講演件数

4月	IFRS財団のIntegrated Thinking and Reporting Conferenceに登壇 Asia Investor Group on Climate Change (AIGCC) のInvestor Climate Transitionに登壇
5月	日本CFA協会のJapan Investment Conference 2025に登壇
9月	経済協力開発機構（OECD）のInaugural OECD Roundtable on Global Financial Marketsに登壇
10月	The Chartered Governance Institute (CGI Global) のJapan Forumに登壇 一般社団法人全国銀行協会のMUSUBU! JAPAN DAYに登壇
11月	経済産業省と脱炭素成長型経済構造移行推進機構（GX推進機構）のGGX Finance Summit 2025に登壇 国際資本市場協会（ICMA）総原則年次総会に登壇
12月	東京証券取引所のエンゲージメントの効果を最大化するために～日本と海外の機関投資家、双方の視点から～に登壇 国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）のICGN Exchange: Governance & Stewardship in Japan– Progress to Date & Next Stepsに登壇

● 情報発信のねらい

GPIFにとって、サステナビリティ投資に関する情報開示はステークホルダーの皆様との大事なエンゲージメントの手段です。2025年3月に公表した「サステナビリティ投資方針」において、被保険者、投資先企業、資本市場の関係者に対して積極的な情報開示を行うことを明記しています。また、GPIF自ら積極的にサステナビリティ投資に関する情報発信を行うことによって、運用会社をはじめとする幅広い市場関係者の実効的な取組みや開示につながり、インベストメントチェーンの好循環促進に貢献すると考えています。

GPIFは、上記の投資方針に沿って、サステナビリティ投資に関する取組みをまとめた「サステナビリティ

投資報告」を年次で発行しています。また、役職員の講演や、専門誌への寄稿も行っています（2025年度の講演回数27件、寄稿件数4件）。さらに、YouTubeやX（旧Twitter）などのSNSを活用して、サステナビリティ投資に関する情報発信を積極的に実施しています。このほか、GPIFのホームページでは、「GPIFの国内株式運用機関が選ぶ『マテリアリティの観点から優れたサステナビリティ開示』と『同改善度の高いサステナビリティ開示』や、『機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート』等、サステナビリティ投資に関する個々の取組内容を公表しています。

SNSを活用した、わかりやすい情報発信

GPIFは幅広い層の方々への情報発信を目的として、SNSを活用した情報発信の取組みを行っています。X（旧Twitter）では、2025年度にサステナビリティ投資に関する情報を63件投稿しました。このうち、最も高い注目を集めたのは、国内株式の運用機関が選ぶ「優れたサステナビリティ開示」89社と「改善度の高いサステナビリティ開示」66社の公表を周知する投稿でした。YouTubeでは、「第10回機関投資家のスチュ

ワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」、「2024年度サステナビリティ投資報告」について新たに解説しました。このうち上場企業向けアンケートについては、わかりやすく伝えるため、①機関投資家全般の対話の現状、②東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請への対応、③SSBJサステナビリティ開示基準への対応予定について、の3点に焦点を当てて説明しました。

最も高い注目を集めたX（旧Twitter）への投稿



YouTube動画「GPIF ここが知りたい！
第10回上場企業向けアンケート」



「企業インタビュー（結果概要）」



「ESG 要素と企業価値に関する効果検証」
報告書



YouTube動画

「読み解き！ GPIF 2024年度サステナビリティ投資報告」



GPIFの株式運用会社が選ぶ 「優れたサステナビリティ開示」

これまで、GPIFは、国内株式運用会社を中心に協力を依頼し「優れた統合報告書」などの4つの「優れた開示シリーズ」を公表してきましたが、2025年度にこれらを「優れたサステナビリティ開示」に一本化しました。また、選定の軸を「マテリアリティ¹」に設定したことも今回の特徴です。その結果、マテリアリティの観点から「優れたサステナビリティ開示」89社と「改善度の高いサステナビリティ開示」66社が選ばれました。

「優れたサステナビリティ開示」への変更の背景

GPIFは、運用会社と投資先企業との間でのエンゲージメントを促進するための様々な活動を行っています。その取組みの一環として、エンゲージメントのための重要なツールである企業の情報開示を促すことを目的に、「GPIFの委託先運用会社が選ぶ『優れた統合報告書』、『優れたコーポレート・ガバナンス報告書』、『優れたTCFD開示』、『優れたTNFD開示』」の4つの「優れた開示シリーズ」を公表してきました。

一方、2025年3月には、サステナビリティ投資方針を策定し、「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ています。こうした中で、GPIFは、同方針やスチ

ュワードシップ責任を果たすための方針等に則り、マテリアリティを重視したサステナビリティに関する各種活動を推進しており、今回の変更においても「マテリアリティ」に軸を置くことにしました。

また、グローバルにはISSB基準に基づくサステナビリティ情報開示の採用が今後進んでいくことが予想されます。特に日本企業においては、ISSB基準に適合したSSBJ基準による法定開示が段階的に適用開始されることを見据えて、サステナビリティ開示について媒体ごとではなく、まさに統合的に考える段階にきています。GPIFではこれらの環境変化を踏まえ、今回から、4つの「優れた開示シリーズ」を「優れたサステナビリティ開示」に一本化しました。

「優れたサステナビリティ開示」に89社、「改善度の高いサステナビリティ開示」に66社選定

これらの変更を反映し、2025年度は、GPIFの国内株式運用会社に対して、運用会社が年間を通してエンゲージメントを行う際に役に立ったと思われる「マテリアリティの観点から『優れたサステナビリティ開示』」をしている企業を最大10社選定するよう依頼しました。「改善度の高いサステナビリティ開示」についても、優れたサステナビリティ開示と同様に、「マテリアリティの観点から『改善度の高いサステナビリティ

開示』」実施企業を最大5社選定することを依頼しています。

その結果、「マテリアリティの観点から『優れたサステナビリティ開示』89社と『改善度の高いサステナビリティ開示』66社」が選ばれました。その中でも4機関以上の国内株式運用会社から高い評価を得たサステナビリティ開示は以下の通りです。

【4機関以上の運用機関から高い評価を得た「マテリアリティの観点から優れた『サステナビリティ開示』】

◇ 味の素	8機関	◇ ソニーグループ	6機関
◇ 伊藤忠商事	7機関	◇ 積水化学工業	4機関
◇ 日立製作所	6機関	◇ 東京海上ホールディングス	4機関

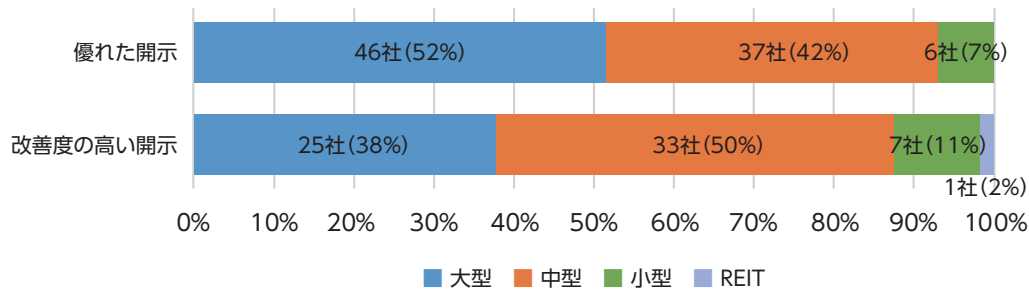
【4機関以上の運用機関から高い評価を得た「マテリアリティの観点から改善度の高い『サステナビリティ開示』】

◇ 東日本旅客鉄道 4機関

*運用機関数が同じ場合は証券コード順。

1 企業価値に影響を及ぼす重要な事項を指します

【図表1】＜企業規模別 国内株式運用会社選定数の分布＞



(注) 企業規模は選定依頼時点。大型はTOPIX 100、中型はTOPIX Mid400、それ以外の企業が小型。

● 海外企業と日本企業の「優れたサステナビリティ開示」の比較

今回の4つの「優れた開示シリーズ」の一本化により、「優れたサステナビリティ開示」をグローバルに比較することが可能になり、日本企業と海外企業では、選定された開示対象が大きく異なることが分かりました。

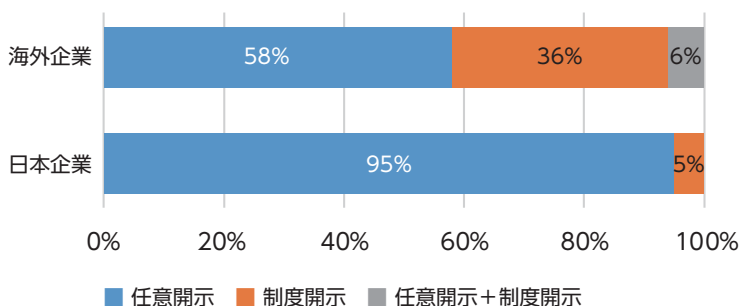
日本企業の優れたサステナビリティ開示は、開示種類別では、任意開示が圧倒的に多く、選ばれた開示の95%が任意開示となっており、さらに、その3分の2を統合報告書が占めている状況です。

一方、海外企業では、選ばれた優れた開示の58%が任意開示ですが、制度開示も36%を占めています。開示ルールや要件は国や地域によって異なるため、日本企業と単純に比較するのは難しいですが、開示形式も多岐にわたっていることが分かりました。なお、

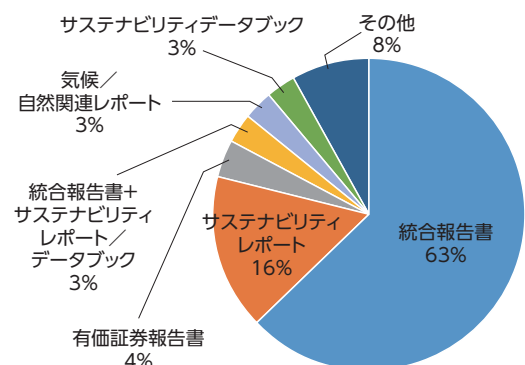
選ばれた開示のうち、サステナビリティ・レポートが30%と最大の割合（単体文書として選定されたもの。以下同様）で、次いで、アニュアルレポートが8%、統合報告書とインパクト・レポートがそれぞれ4%となっています。また、単体の開示だけではなく、財務・非財務を組み合わせで選定されているケースも多く見られたことも選定された海外企業の特徴です。

海外企業の事例は、SSBJ開示が段階的に始まる日本企業にとって、今後、制度開示と任意開示をどのように戦略的に使い分けて開示していくかという観点で参考になると考えています。国内株式運用会社には、サステナビリティ情報の活用方法の企業への説明や、投資家にとってより有用な開示になるよう対話を重ねていくことを要請していきます。

【図表2】開示種類別分布比較（制度開示/任意開示）



【図表3】日本企業の優れたサステナビリティ開示－開示媒体別分布



企業から見た投資家のサステナビリティ情報開示の関心と活用

第3章でもご紹介している2025年度に実施した「第11回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート」（以下、上場企業向けアンケート）では、委託先運用会社のスチュワードシップ活動に関する評価と「目的を持った建設的な対話」（エンゲージメント）の実態及び直近1年間の変化の把握とともに、企業の皆様のサステナビリティへの取組みや開示状況について確認しています。本項では、上場企業向けアンケートの結果から窺える企業から見た投資家のサステナビリティ開示への関心度合い等を中心に解説します。

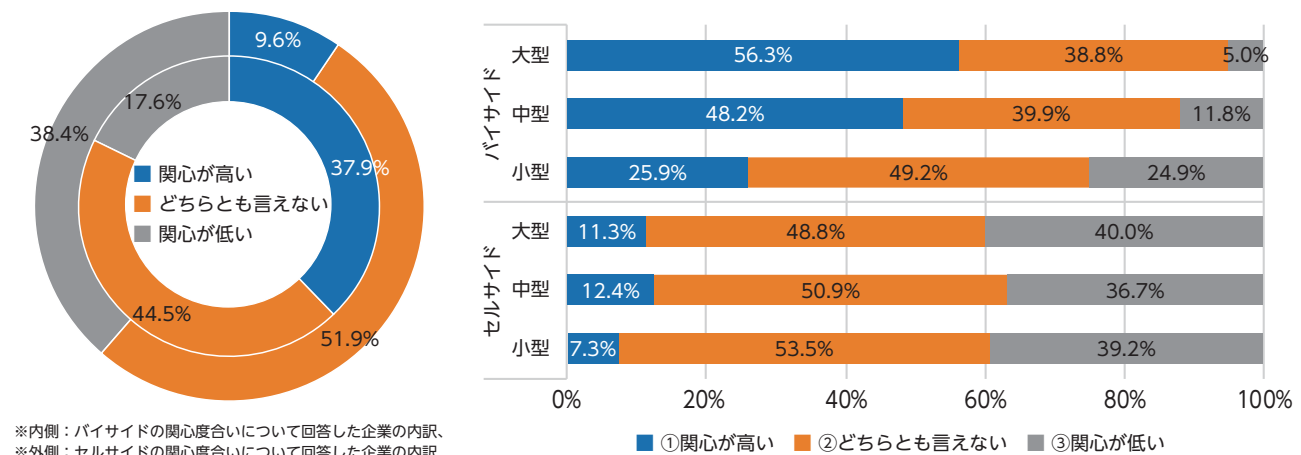
● 企業から見た投資家のサステナビリティ情報開示への関心度合い

2025年度の上場企業向けアンケートでは、サステナビリティ開示の全般に対する機関投資家の関心を、バイサイド（運用会社、信託銀行、生保等）とセルサイド（証券会社）に分けて確認しました。回答企業の約4割の企業が、バイサイドの関心が高いと回答している一方、セルサイドについては関心が高いと回答した企業は約1割に留まりました。企業規模別にも回答を分析したところ、企業から見たバイサイドの関心の高低については、企業規模で大きく異なることが分かりました。

大型企業（TOPIX100、本項にて以下同様）と中型企業（TOPIX Mid400、本項にて以下同様）については、それほど差はありませんが、小型企業

（TOPIX500以外、本項にて以下同様）については、投資家の関心が高いと感じている企業の比率が低くなっています。この結果から、小型企業については、投資家の関心や対話のテーマはサステナビリティよりも事業戦略や財務戦略などにある可能性が高いことが窺えます。一方、セルサイドの関心度合いについては、企業の規模による差異がさほど見られず、全体的に低位にとどまっています。こうした関心度合いの差が、企業からすると、「投資家全体」での関心の度合いとなったときに、投資家のサステナビリティ情報開示全般に対する関心が低く見られる理由の一つといえるかもしれません。

【図表1】サステナビリティ情報開示全般に対する機関投資家の関心度合い



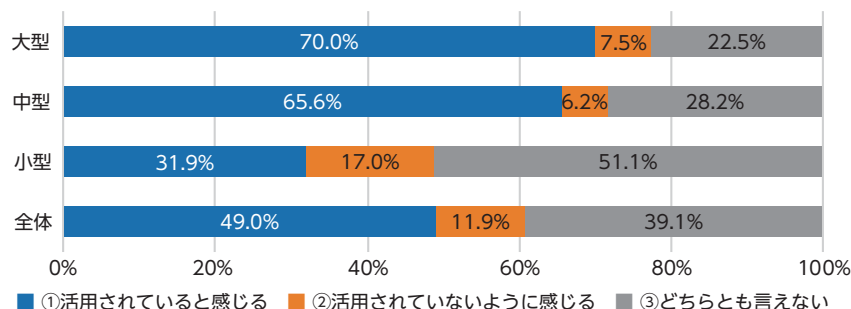
● 企業から見た投資家のサステナビリティ情報開示の活用度合い

前回（2024年度）実施の上場企業向けアンケートまでは、毎年、統合報告書とコーポレート・ガバナンス報告書の活用度合いについて質問をしていましたが、今回から「優れた開示シリーズ」（P.77）の一本化に合わせて、媒体を限定せず、企業から見た機関投資家のサステナビリティ情報開示の活用度合いと活用されている開示媒体について確認しました。その結果、回答企業の半数近くが「サステナビリティ情報開示が活用されていると感じる」と回答していた一方で、規模別に分析すると、その活用されていると感じている度合いが異なることが分かりました。大型企業では、回答企業の7割、中型企業の同3分の2が活用されていると感じている一方で、小型企業については活用されていると感じている企業は3割にとどまっています。なお、活用されていると感じる媒体についても確認したところ、回答企業の92.2%が「統合報告書」を挙げています。統合報告書を挙げた理由からは、統合報告書が非財務情報と企業価値向上ストーリーとの結びつきを理解する目的で活用されていることが窺えました。次いで、「有価証券報告書」が41.2%、「コー

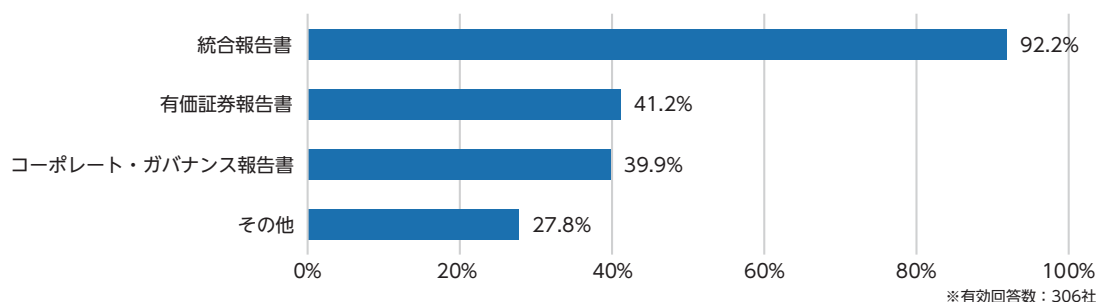
ポレート・ガバナンス報告書」が39.9%となっています。有価証券報告書は制度開示としての信頼性の高さが活用されていると感じる理由として挙げられています。なお、「その他」も27.8%占めており、その内訳として多く挙げられていたものは、自社のウェブサイト、サステナビリティレポートやサステナビリティデータブック、決算説明資料でした。

「統合報告書」が活用されていると感じる企業の多さは、「GPIFの株式運用会社が選ぶ『優れたサステナビリティ開示』（P.77）」において、日本企業の場合、選定された優れた開示の多くを統合報告書が占めていることとも整合的な結果になっていると言えます。一方で、2027年3月期から、時価総額が一定規模以上の東京証券取引所プライム市場上場会社については、SSBJ基準に準拠したサステナビリティ開示基準の適用が段階的に始まります。現在は移行期間とも言えますので、この変更によって、制度開示である有価証券報告書の活用度合いがどのように変化していくのか継続的に確認していきたいと考えています。

【図表2】サステナビリティ情報開示が機関投資家に活用されていると感じる度合い



【図表3】図表2にて活用されていると感じる媒体





企業向けアンケート10周年

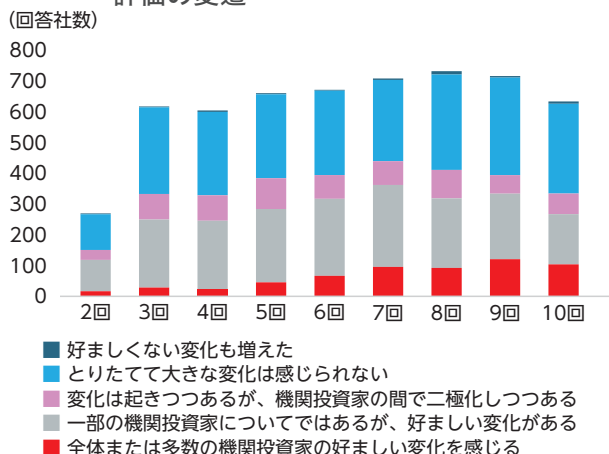
機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート（詳細はP.47を参照）は2016年1月に初めて実施した後、継続的にご回答いただいている企業の皆様のご尽力により、2025年1月の実施で第10回を迎えました。本項では、10周年を記念して、アンケートから見える「企業や機関投資家におけるここ10年の変化」として、機関投資家の対話の状況の変化と、非財務情報開示の拡大と機関投資家の活用度合いの変化を取り上げます。

10年間継続して確認している質問

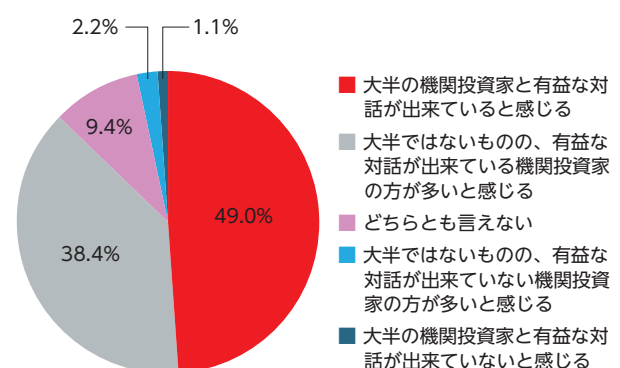
2016年1月の初回アンケート実施時の対象企業はJPIX日経400インデックス採用企業でした。第3回（2018年実施）から、より多くの企業を集めるため、対象を東証一部上場企業に拡大しました。第8回（2023年実施）からは、市場区分の変更を受け、対象をTOPIX構成銘柄に変更しました。また、初回アンケートは、わずか5問の自由回答形式の設問からスタートしましたが、そのうちの4問は文言に多少の変化はあるものの、10年間継続して確認している内容です。いずれも本アンケートの目的である「委託先運用会社のスチュワードシップ活動に関する評価とエンゲージメントの実態」に関わるものであり、機関投資家の対話の状況（好ましい変化、好ましくない変化、参考になったケース）と機関投資家全般に期待する事項の2つに大別できます。特に、初回アンケートの最初の質問である「日本版スチュワードシップ・

コード導入後、IRミーティング等において機関投資家に変化がありましたか？変化の内、「好ましい変化」、「好ましくない変化」をご記入下さい。」は、第10回まで、「前回アンケート以降のここ1年の変化」として毎年確認しています。本質問は、変化の基準が前年になるため、前年に良い変化を感じ、その後変化がない場合、「変化がない」という回答になり、一定数「変化がない」という回答が生じてしまうものの、図表1の通り、第4回以降、「全体または多数の機関投資家の好ましい変化を感じる」が、少しずつですが全体として増加傾向にあると言えます。また、第10回では、これまでの機関投資家のスチュワードシップ活動に対する総括的な評価も確認した結果、約9割の企業が「有益な対話が出来ている機関投資家の方が多い」と感じていることがわかりました（図表2）。

【図表1】機関投資家とのIRミーティング等における評価の変遷



【図表2】機関投資家とのIRミーティング等への評価（第10回アンケート時）



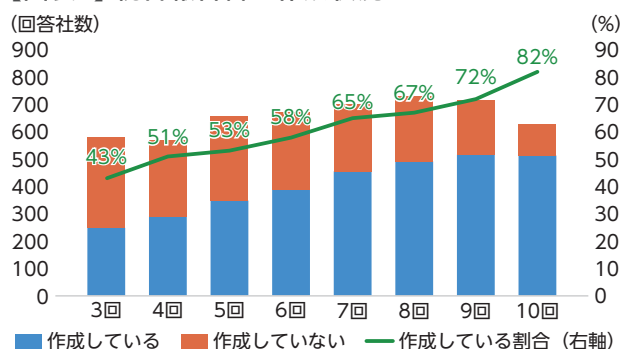
10年間で最も変化した回答－非財務情報開示の拡大と機関投資家の活用度合い

(1) 日本企業の非財務情報開示の拡大

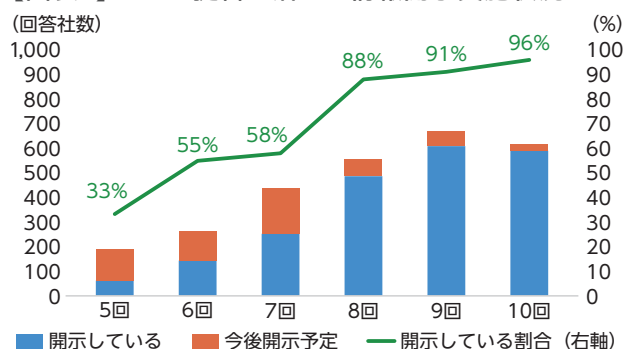
GPIFはこの10年間継続して、情報開示の重要性を訴えてきました。企業と機関投資家の対話を効率的に進めるにあたって、情報開示は双方にとって重要です。財務情報はもとより、企業価値向上にとって非財務の重要性が高まるにつれ、特にESGなどのサステナビリティ情報の開示の重要性が増していくと考えてきました。そのため、非財務情報開示の手段である統合報告書の作成状況を第2回から確認しています（図表3：第2回までは対象がJPIX400のため、グラフは対象を東証一部に拡大した第3回実施分からとしています）。また、TCFD開示については、GPIFがTCFD提

言に賛同した2018年時点では日本企業のTCFD提言への賛同社数は約30社でしたが、その後、気候変動課題への注目や関心の高まり、さらには2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードで、プライム市場上場会社は、TCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきであると記載されたこともあり、賛同社数、TCFD提言に沿った開示社数ともに大きく伸びました（図表4）。この10年間で日本企業の統合報告書作成企業数、TCFD開示企業数ともに拡大していることがアンケート結果からも窺えます。

【図表3】 統合報告書の作成状況



【図表4】 TCFD提言に沿った情報開示実施状況



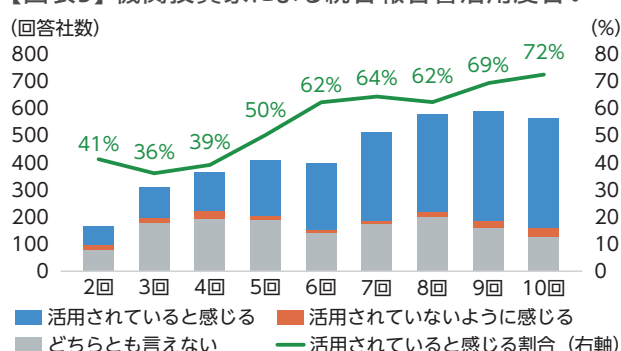
(2) 機関投資家による非財務情報開示の活用度合い

日本企業の非財務情報開示状況も大きく変化していますが、同時に、開示されている非財務情報を機関投資家が活用していると感じる企業もこの10年間で大きく変化しています。具体的には、機関投資家による統合報告書とコーポレート・ガバナンス報告書（以下CG報告書）の活用度合いを毎年確認していますが、下図の通り、アンケート対象を東証一部上場企業に変更した第3回以降、上昇傾向にあり、第3回と第10回を比較すると機関投資家が活用していると感じている企業の割合はどちらもほぼ2倍になっていることが分かります（図表5及び6）。GPIFは、企業には非財務情報開示の充実を、機関投資家にはその活用

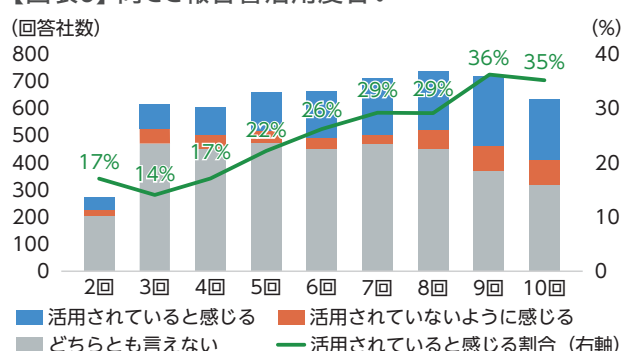
を呼び掛けており、この10年間の推移を見るといずれも好ましい変化が確認されました。

現在、非財務情報開示はSSBJ基準の適用を見据え、新たなステージに入っています。現状は、開示する側の企業、それを活用する機関投資家ともに課題や負担が目が行きがちですが、この10年間の大きな変化を改めて見ると、課題を一つずつ乗り越え、投資家にとって有用な開示に発展させていくことができると考えています。GPIFもマテリアリティを軸にした企業価値向上につながるサステナビリティの取組みを促進していきます。

【図表5】 機関投資家による統合報告書活用度合い



【図表6】 同CG報告書活用度合い





関係団体等との対話・協働

GPIFは、アセットオーナー・プリンシプル取組方針及びスチュワードシップ責任を果たすための方針に基づき、関係団体等との対話や協働を行っています。GPIFは法令の範囲内で、国内外のアセットオーナーやイニシアティブ、機関投資家団体、経済団体など対話や協働を行うことも重要であると考えています。幅広いステークホルダーとの継続的な対話・協働などを通じて、インベストメントチェーンの好循環の促進を目指しています。具体的には、GPIFでは、2015年9月にPRI（Principles for Responsible Investment）に署名後、国内外のイニシアティブに参加しています。

2025年度におけるGPIFの取組み

2025年度は、東京証券取引所主催のイベント「エンゲージメントの効果を最大化するために」において、内田理事長がGPIFのサステナビリティ投資について基調講演を行いました。このほか、CII（Council of Institutional Investors）の年次総会への参加、ICGN（International Corporate Governance Network）のICGN Exchange: Governance & Stewardship in Japanへの登壇及び参加者との意見交換等を実施しました。

また、GPIFは2025年9月、一般社団法人日本経済団体連合会（以下、経団連）と「第3回 経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」を開催しました。アセットオーナー・プリンシプルを踏まえた各アセットオーナーの取組みの説明後、運用会社の対話・議

決権行使、ESGデータの運用における使用、ESG評価会社とのエンゲージメントなどの議題について、意見交換を実施しました。GPIFは、以前から定期的に経団連加盟企業との意見交換を行っていましたが、本ラウンドテーブルは従来の取組みを深化させ、企業と投資家の建設的な対話の促進に向けた活動の一環として2024年10月に創設し、企業との継続的な意見交換の場を設けることとしたものです。本ラウンドテーブルは、GPIFと同様に外部委託運用を中心としている他の公的年金基金にも参加を呼びかけた結果、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団が創設時より参加しています。



【図表】 GPIFが連携するイニシアティブや団体

Signatory of:



● グローバルでのGPIFの取組み

GPIFは、経団連・GPIFアセットオーナーラウンドテーブルに加えて、海外のアセットオーナーとの意見交換・連携の強化にも努めています。一層のステークホルダーシップ責任を果たすため、海外公的年金基金等と知見の活用を目指した、継続的な意見交換の場として、「グローバル・アセットオーナーフォーラム」を2016年7月に設立しました。本フォーラムはCalPERS（カリフォルニア州公務員退職年金基金）、CalSTRS（カリフォルニア州教職員退職年金基金）

との共同幹事体制で運営し、開催時は様々な地域のアセットオーナーにも呼びかけ意見交換を実施しています。このほかにも、海外公的年金との個別の対話も継続して実施しています。GPIFは今後も、国内外のアセットオーナーやイニシアティブ、機関投資家団体、経済団体など、幅広い市場関係者と継続的に対話・協働を行うことで、インベストメントチェーンの好循環の促進を目指します。

CIOメッセージ

～長期的な運用成果に向け、 サステナビリティ投資の実効性を高める～

GPIFは、基本ポートフォリオを通じて国際分散投資を実現しています¹。国際分散投資のメリットは、世界経済の成長の果実を幅広い資産を通じて取り込み、その果実を安定的に享受できる点にあります。超長期にわたって分散投資を行うGPIFが投資リターンを拡大するためには、市場や経済全体が安定的に成長することが極めて重要と認識しています。

これまでGPIFは、ESG指数投資をメイン戦略に据え、指数への採用基準やESG評価軸の透明性促進、GPIFによる先導的なメッセージ発信など、積極的に取り組んできました。これにより、企業の情報開示や、ESG行動の促進、ESG評価改善などで一定の成果を達成したと考えています。他方で、サステナビリティを巡る社会や市場の期待は大きく変化しています。開示や体制整備そのものではなく、それらが企業価値の向上や持続的な成長にどのようにつながるのかという実質的な成果が、これまで以上に求められるようになっていきます。

GPIFのサステナビリティ投資についても、質・実効性を高めていく段階に入ったと考えています。2025年3月に策定したサステナビリティ投資方針では、サステナビリティ投資の目的について、「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」を両立することで、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明確にしました。目的を達成する手段についても、特定の戦略に依存することなく、ESGやインパクトを考慮した投資、スチュワードシップ活動、サステナビリティに関するリスク分析、関係団体等との対話・協働、サステナビリティに関する情報発信といった様々な手法を組み合わせ、サステナビリティ投資を推進していくことを掲げています。

この考え方のもとで、2025年度は、サステナビリティ投資の一手法であるESG指数投資の最適化を進めました。これまでESG指数投資はリバランスの対象外としていましたが、株式市場の上昇等により株式ポートフォリオに占める割合が高水準となり、リスク量が他の株式アクティブ運用と比較して相対的に大きくなっていました。基本ポートフォリオに即した運用を将来的にも円滑に行い「市場平均収益率を確保」する観点から、ESG指数投資をリバランスの対象とした上で、内外ESG指数投資の残高調整を進めています。

2025年度の内外株式ESG指数投資のパフォーマンスについては、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指数投資は運用開始来でマイナスの超過収益が継続しており、採用している指数も3つと分散を効かせにくいポートフォリオとなっていたことから、新たなESG指数・ESGファンドの選定を進め、ポートフォリオの改善に着手しました。

その際「サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続性向上」の実効性を高めるべく、ESG指数・ESGファンドの双方の選定において、サステナビリティに関する効果を継続的に把握・検証するためのKPIを設定し、その進捗を確認していくことにいたしました。その上で、ESG指数については、ESG評価や指数のウェイト決定に用いるESG要素が投資パフォーマンスに与える影響を定量的に確認していきます。ESGファンドについては、運用受託機関が、設定したKPIに関連する課題について投資先企業とのエンゲージメントを行い、企業の取組みの改善につなげていくことを重視しています。今後、国内株式ESG指数投資ポートフォリオの改善にも着手していきます。

¹ 長期的な運用においては、短期的な市場の動向により資産構成割合を変更するよりも、基本となる資産構成割合を決めて長期間維持していく方が、効率的で良い結果をもたらすという考えのもとで策定。第5期中期目標期間の基本ポートフォリオは国内株式25%(±6%)、外国株式25%(±6%)、国内債券25%(±6%)、外国債券25%(±5%)。カッコ内は乖離許容幅

ESG指数投資以外にも、全資産を対象として、運用受託機関によるエンゲージメント等も含めた様々な取組みを推進しています。2025年度は、投資先の長期的な企業価値向上に向け、「資本コストや株価を意識した経営」、「マテリアリティに基づくサステナビリティ経営・開示」、「実効的なコーポレート・ガバナンス」の三つを重点項目として位置づけました。

具体的な取組みとして、例えば、「資本コストや株価を意識した経営」に関するエンゲージメントについて、運用会社にどのように実効性を高めているかインタビューを行いました。その結果、多くの企業において投資家との対話に対する姿勢が前向きになっていることに加え、株主還元の強化や政策保有株式の縮減、資本配分方針の開示など、具体的な変化につながった事例が確認されました。また、運用機関の要請も、単なる資本効率改善の要請にとどまらず、成長投資を含む資本配分の優先順位や経営資源の活用方法など、中長期的な企業価値向上や持続的成長に向けた経営の質そのものに踏み込むものへと発展していることが分かりました。インタビューを通じて得られたベストプラクティス等については一般化して整理し、GPIFから運用会社への期待や運用会社から企業への期待を含めて公表しました。今後も運用会社には投資先企業とのエンゲージメントを促すとともに、

GPIF自身も運用会社との双方向の対話を重ね、その知見や課題認識をサステナビリティ投資の改善につなげていきます。

また、世界最大級のアセットオーナーとして、GPIFには自らの運用を高度化するだけでなく、インベストメントチェーン全体の好循環を促す役割があります。運用受託機関、投資先企業、指数会社といった資本市場関係者との対話だけでなく、アセットオーナーの牽引役として、必要に応じて他のアセットオーナーとも協働していきます。

さらに、こうした好循環を長期にわたり支えるためには、資本市場や年金積立金の運用について、幅広い世代の理解を深めることも重要です。特に、将来の年金制度を支え、その受益者となる若年層を含め、GPIFのことを分かりやすく伝える金融・経済教育にも取り組んでいきたいと考えています。世代をまたぐ投資家であるからこそ、将来世代とのコミュニケーションも重要な責務であると考えています。

GPIFは、これまでの取組みの蓄積を踏まえながら、サステナビリティ投資を量から質へ、そしてより実効性の高い取組みへと進化させていきます。ポートフォリオ全体のリスク・リターン管理との整合性を確保しながら、インベストメントチェーンの好循環を促し、被保険者の皆様の長期的な利益に貢献してまいります。



理事兼最高投資責任者 **吉澤 裕介**

GPIF ディスクレーマー

このレポートは、GPIFのサステナビリティ投資に関連する取組みやサステナビリティ関連非財務情報の評価や分析に関する情報提供を目的としたものです。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。内容に関する一切の権利はGPIF又は第三者にあります。このサステナビリティ投資報告の内容について、商用目的で転載・複製（引用は含まれません。）を行う場合は、事前に企画部（TEL：03-3502-2486）までご相談ください。

各社のディスクレーマー

FTSE

London Stock Exchange Group plc and its group undertakings (collectively, the “LSE Group”). © LSE Group 2026. FTSE Russell is a trading name of certain of the LSE Group companies. “FTSE®”, “FTSE Russell®” are trade marks of the relevant LSE Group companies and are used by any other LSE Group company under license. All rights in the FTSE Russell indexes or data vest in the relevant LSE Group company which owns the index or the data. Neither LSE Group nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the indexes or data and no party may rely on any indexes or data contained in this communication. No further distribution of data from the LSE Group is permitted without the relevant LSE Group company’s express written consent. The LSE Group does not promote, sponsor or endorse the content of this communication.

MSCI

Although GPIF’s information providers, including without limitation, MSCI Solutions (UK) Limited and its affiliates (the “ESG Parties”) , obtain information from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. None of the Information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such, nor should it be taken as an indication or guarantee of any future performance, analysis, forecast or prediction. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data or Information herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

S&P Global Inc.

This content (including any information, data, analyses, opinions, ratings, scores, and other statements) (“Content”) has been prepared solely for information purposes and is owned by or licensed to S&P Global Inc. and/or its affiliates (collectively, “S&P Global”) . This Content may not be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means without the prior written permission of S&P Global. You acquire absolutely no rights or licenses in or to this Content and any related text, graphics, photographs, trademarks, logos, sounds, music, audio, video, artwork, computer code, information, data and material therein, other than the limited right to utilize this Content for your own personal, internal, non-commercial purposes or as further provided herein. See full Disclaimers at <https://www.spglobal.com/en/terms-of-use>. Copyright© 2026 S&P Global Inc. All rights reserved.



投資原則

1

年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする。

2

資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。

3

基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、ベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める。

4

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ことから、被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から、財務的な要素に加えて、非財務的要素であるESG（環境・社会・ガバナンス）や社会・環境的效果（インパクト）を考慮した投資などサステナビリティ投資を推進する。

5

長期的な投資収益の拡大を図る観点から、投資先及び市場全体の長期志向と持続的成長を促す、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動（ESGなどのサステナビリティを考慮した取組を含む。）を進める。



GPIF Homepage



GPIF YouTube channel



GPIF X



GPIF Instagram



お問い合わせ

年金積立金管理運用独立行政法人 企画部
〒105-6377 東京都港区虎ノ門1-23-1 虎ノ門ヒルズ森タワー 7階
TEL : 03-3502-2486 (ダイヤルイン)
URL : <https://www.gpif.go.jp/>

