

基本ポートフォリオの見直しについて
(意見書)

平成25年10月18日

国家公務員共済組合連合会
資産運用委員会

国家公務員共済組合連合会（以下「連合会」という。）では、当委員会の意見に基づき、平成17年4月以降はALMアプローチによって、また、平成22年4月以降はALMを踏襲したLDIの考え方によって現行基本ポートフォリオを策定し、それに従って国家公務員共済（以下「国共済」という。）の年金積立金等について資産運用を行っているところである。

今般、連合会では、近時の金融資産のリスク・リターン特性等に著しい変化の可能性があるのではないかとして、可及的速やかに現行基本ポートフォリオの検証・見直しを行い、当委員会での議論を経て、必要がある場合には、基本ポートフォリオを変更しようとしている。

それに対し、当委員会では、基本ポートフォリオの変更の必要性・妥当性に関し、様々な観点から検討を行ったところであり、本意見書は、その際、委員から寄せられた意見を取りまとめたものである。

なお、連合会では、現行基本ポートフォリオの検証・見直し及び基本ポートフォリオの変更に当たり、マーサージャパン株式会社（以下「マーサー社」という。）によるコンサルティングを導入したところであるが、当委員会では、マーサー社の提案内容についても適宜参酌している。

—目次—

I. はじめに	3
II. 基本ポートフォリオを変更することの妥当性	4
III. 今後の金利動向の見通し	6
IV. 新しい基本ポートフォリオ策定に係る基本的な考え方	7
V. 新しい基本ポートフォリオの策定	8
VI. おわりに	15

I. はじめに

連合会では、平成16年の国共済年金の財政再計算に際して、年金積立金等の資産運用に関し、公的年金制度としては初めて年金給付債務を考慮したいわゆるALM（Asset Liability Management：資産負債管理）アプローチにより基本ポートフォリオを策定し、平成17年度以降採用している。更に、その後、平成21年の財政再計算に際しては、ALMを踏襲した形でLDI（Liability Driven Investment：負債対応型投資）の考え方を導入して、現行基本ポートフォリオを策定しているところである。

当委員会では、連合会の基本ポートフォリオに関し、毎年その妥当性について検証を行っているところであるが、平成24年度までに関しては、中長期的に運用目標利回りを達成しており、ポートフォリオのリスク・リターン特性は想定範囲内にあったことから、連合会の基本ポートフォリオは、国共済年金制度と整合的であり、かつ有効であるものとして、その妥当性を確認してきたところである。

本年4月以降、日銀の「量的・質的金融緩和政策」の下、連合会では、金融資産のリスク・リターン特性等に著しい変化の可能性があるのではないかとして、積立金等の運用の基本方針の規定に則り、可及的速やかに現行基本ポートフォリオの検証・見直しを行い、当委員会での議論を経て、必要がある場合には、基本ポートフォリオの変更をしようとしている。

（参考）連合会の「積立金等の運用の基本方針」

第3節基本ポートフォリオ1. 基本ポートフォリオの策定（抄）

この基本ポートフォリオは、時価ベースにより中長期的な観点から策定し、毎年検証を行うとともに、諸条件に著しい変化があった場合は可及的速やかに見直しを行う。それらの結果、必要があると認めるときは、基本ポートフォリオの変更を行う。

これを受けて、当委員会では、基本ポートフォリオの変更の必要性・妥当性について、検討を行ったものである。

Ⅱ. 基本ポートフォリオを変更することの妥当性

1. 市場環境の変化の認識に係る妥当性

連合会は、平成21年の財政再計算の経済前提に基づき、現行基本ポートフォリオを策定し、平成22年度以降適用しているところであるが、近時、以下(1)～(3)の3点に関し、「諸条件の著しい変化」が生じている可能性を指摘している。

(1) 低金利水準の持続

平成21年財政再計算の経済前提では、金利は漸次上昇していくという想定(長期金利:平成22年度1.4%→平成32年度以降3.7%)であるが、これまで金利水準は想定よりも低位に推移している。

更に、平成25年4月4日に公表された日銀の「量的・質的金融緩和政策」により、金利水準は下押しされていることから、この低金利水準が持続するものとするれば、ポートフォリオにおいて80%のウエイトを占める国内債券の期待リターンが達成できなくなる恐れが生じている。

(2) 資産のリスク・リターン特性の変化

上記の低金利水準に加え、株式や為替についても、現行基本ポートフォリオ策定時に想定していたリスク・リターン特性が変化してきている可能性がある。結果的に、基本ポートフォリオ自体のリスク・リターン特性が変化している恐れがある。

(3) 超長期投資に対する制約

現行基本ポートフォリオは、ALMの考え方に基づき、長期金利の上昇に伴い、超長期投資を進め、資産のデュレーションを長期化し、負債のデュレーションに近づけていくということを基本的な方針としているが、①低金利水準が持続していること、②年金財政が財政再計算の想定から下振れしており、新規の投資財源が縮減していること等により、超長期投資の実行が困難になってきている。

超長期投資による期間プレミアムは、株式等リスク資産と同様、リターン追求の源泉であるが、期間プレミアムが減少することにより、ポートフォリオの目標リターンが達成できなくなる恐れが生じている。

連合会から提起されたこれらの問題について、当委員会では、次のとおり考えており、現在の運用環境は、連合会の「積立金等の運用の基本方針」に規定する諸条件に著しい変化があったものと判断することが妥当であると認められる。

(1) 低金利水準の持続

金利水準は、日銀の「量的・質的金融緩和政策」以来、想定されたとおり低金利水準が継続し、現段階で今後の金利動向を見通すことは非常に困難になっている。

この金利水準は、平成21年財政再計算の経済前提から、大きく下振れしており、年金資産運用に大きな影響を及ぼしている。

基本ポートフォリオにおいて80%のウエイトを占める国内債券の期待リターンが達成できない恐れが生じていることは、著しい変化ととらえるべきである。

(2) 資産のリスク・リターン特性の変化

主に、日銀の「量的・質的金融緩和政策」などにより、金融資産のリスク・リターン特性等が変化している可能性が高い。新しい基本ポートフォリオの策定に当たっては、資産別のリスク・リターン特性を改めて検証する必要がある。

(3) 超長期投資に対する制約

現在の低金利水準の継続に加えて、年金財政が財政再計算の想定から下振れし、超長期投資財源が縮減している状況下において、超長期投資を行うことは、資産入替えコストが大きなものとなることに加え、今後、金利が上昇する場合、資産運用上大きな足枷となる恐れがあり、得策ではないと考える。当面、超長期投資は、キャッシュフローマネージメント上無理のない範囲で考慮することが望ましい。

超長期投資が制約されることは、低金利水準の持続と相俟ってポートフォリオのリターンが低下することとなるので、新しい基本ポートフォリオでは、リスクの許容範囲内で、リスク資産を今以上に積み上げる必要が出てくる。

2. 基本ポートフォリオ変更の時期に係る妥当性

現行基本ポートフォリオは、平成21年の財政再計算の経済前提に基づき策定され、平成26年の次期財政再計算時に見直しすることが想定されていたところである。また、被用者年金一元化（平成27年10月実施予定）までには、各管理運用主体は、いわゆるモデルポートフォリオを参酌して、それぞれ独自の基本ポートフォリオを策定することになる。

しかし、資産運用者としては、それまでの間であっても、基本ポートフォリオについて、想定したリスク・リターン特性に疑義が生じた場合には、可及的速やかに基本ポートフォリオを変更することが必要である。

今後所要の手続き等を完了し次第、現行基本ポートフォリオを変更することが望ましい。

なお、基本ポートフォリオについて、今後、新たな経済前提に基づく次期財政再計算や被用者年金一元化において踏まえるべき「積立金の基本指針」等の具体案が作成・公表された段階で、その都度、適時・適切に検証・見直しを行っていく必要があることは当然のことである。

Ⅲ. 今後の金利動向の見通し

足元の金利水準は、日銀の「量的・質的金融緩和政策」発動以来、導入当初の市場の混乱はあったものの、想定された通り、低金利水準が継続している。今回、連合会が採用した金利水準見通しは、現在の低金利水準を織り込んだ上で、平成21年財政再計算における年金財政見通しのベースとなっている経済前提の想定金利水準（名目利回りから分散効果を差引いた長期金利：3.7%）まで上昇していくとするシナリオである。

このシナリオは、財政再計算との整合性がとれることがメリットであるが、低金利水準が長期間継続した場合は、目標リターンを確保できなくなる恐れがあることがデメリットとなる。

当委員会では、足元の金利水準が長期間継続することを想定して基本ポートフォリオを策定すべきであるとの意見もあったが、この場合には、財政再計算に基づく運用目標利回りを継続することなどについても再検討が必要となるほか、リスク資産のウエイトが高まることによりポートフォリオのリスクが大きくなることについての説明が求められることとなる。

現段階で、今後の金利動向を見通すことは、非常に困難であるが、当委員会

では、財政再計算との整合性の高い連合会案を採用した上で、連合会には、今後とも市場の金利動向に十分留意し、低金利水準が長期間継続するようであれば、可及的速やかに基本ポートフォリオの検証・見直しを行い、必要があれば変更するなど、機動的な対応を要請したい。

IV. 新しい基本ポートフォリオ策定に係る基本的な考え方

当委員会は、現行基本ポートフォリオを変更し、新しい基本ポートフォリオを策定するに当たっての基本的な考え方については、現行基本ポートフォリオの策定に係る平成22年3月8日付「資産運用委員会意見書」（以下「前意見書」という。）の考え方を踏襲する。

1. 投資期間

当委員会では、前意見書と同様、投資期間については、次のとおりとすることが妥当であると考えます。

- ①個別の投資については、負債サイドを考慮した上で30年間程度のスパンで考慮する。
- ②年金財政再計算との整合性を確保するために基本ポートフォリオのリスク・リターン特性は、今後10年間程度維持されるものとする。
- ③基本ポートフォリオの適用期間は、通常の場合は、年金財政再計算までの期間である5年間程度であるが、新たな経済前提に基づく次期財政再計算や平成27年10月に実施予定の被用者年金一元化において踏まえるべき具体的な事項が作成・公表された場合、可及的速やかに基本ポートフォリオの検証・見直しを行い、必要があれば変更すべきであることはいうまでもない。

2. 運用目標利回り

前意見書と同様、平成21年の財政再計算における経済前提を採用し、平成22年度～平成32年度の平均実質利回り（除CPI）である1.6%を採用する。

3. LDIの考え方の継続

連合会では、平成22年度以降、ALMを踏襲したLDIの考え方に基づき、

基本ポートフォリオを構築している。当委員会としては、前意見書と同様、少なくとも積立金水準が増加していく間（今後60年間程度）は、LDIの考え方を取り入れることは可能であると考えており、その有効性を評価するものである。

LDIでは、ポートフォリオを負債ヘッジ目的ポートフォリオとリターン追求目的ポートフォリオに2区分し、それぞれの運用目標・役割を明確なものとする考え方である。

負債ヘッジ目的ポートフォリオは、国内債券で構成される。年金給付債務をヘッジするものであり、ALMの考え方をベースにするものであるが、近時のような低金利水準が継続する局面においては、早い段階で長期化を行うと金利（クーポン）収入が抑制される恐れがあることから、デュレーションマッチングを積極的に進めていくことは必ずしも得策ではない。金利が一定の水準以上に上昇するまでの間については、キャッシュフローマッチングに留意した運用を心掛けるべきであろう。

一方、リターン追求目的ポートフォリオは、株式等リスク資産で構成される。負債ヘッジ目的ポートフォリオのみで必要な運用利回りが確保できない際に、その不足分をリスク資産のリターンで補填する役割を担うものである。当面は、このウエイトを高める必要がある。

V. 新しい基本ポートフォリオの策定

1. 基本ポートフォリオ導出

(1) 導出方法

新しい基本ポートフォリオについては、これまでと同様、平均分散法（MV法）に基づき、有効フロンティアを導出することとするが、前提とする計数について定性判断を行い、リスク面の評価を厳しいものにして安全性を高めることとする。

マーサー社に対しては、新しい基本ポートフォリオに関してシナリオ分析やストレステストなど専門的な検証を要請したところである。

(2) 期待リターン

従来通り、基本的にビルディング・ブロック方式により推計することとし、

各資産のリターンについては、物価上昇率控除後の実質値を採用した（CPIは、経済前提の1.3%を想定）。

株式のリスクプレミアムについては、マーサー社の計数を採用の上、委託運用のコスト等を差し引いて、ネットベースでの期待リターンとしている（付属資料「期待リターンの設定」参照）。

なお、今回は、日銀の「量的・質的金融緩和政策」が当面維持されるものと仮定して、外貨建資産にプレミアム（0.9%）を付与した。その考え方は、次のとおりである。（マーサー社の考え方を採用）

- ①現在、日本の長期金利は金融当局の緩和政策により大幅に抑制されている。その場合、金利裁定が働き、内外金利差分（日本0.9%、日本を除くグローバル2.0%の差分の1.1%）の為替調整が起こるとする見方の合理性が低下する。
- ②一方、今後10年間の日米消費者物価の差異は、0.2%の見通し（日本1.9%、米国2.1% IMF予測）となっていることから、金利裁定よりも、緩やかなCPI相当の為替調整（0.2%円高進行）が進むことを想定する。
- ③従って、1.1%（内外金利差）－0.2%（購買力平価による為替調整）＝0.9%分について、外貨建資産に係るプレミアムが生じることを想定する。

（3）各資産の特性と相関係数

過去10年間（平成15年5月以降）の実績に加え、定性的な判断（保守的にリスク量を大きく見積もり、分散効果を低めるような判断）を加味したマーサー社の計数を採用した（付属資料「資産別リスク・リターンと相関係数」参照）。

（4）最適化計算に当たっての制約条件

最適化計算に当たっては、制約条件を付することは、極力回避すべきであるが、資産運用の実態を勘案して、不動産（2%）、貸付金（2%）、短期資産（4%）の計8%については、資産割合を固定した。

また、今回、特に、内外株式について、国内株式 \geq 外国株式の制約条件を付することを許容することとした。

これは、外貨建資産の期待リターンの設定に当たって、外貨建資産へのプ

レミアム（0.9%）付与を行ったが、最適化計算上やや大きな影響を与えていることを考慮したものである。

当委員会としては、日米の金融当局の金融緩和策のスタンスの相違に伴う外貨建資産プレミアムの考え方については、一定の合理性はあるものの、その水準については、議論があり得るところであるとの認識を持っている。

今回の外貨建資産プレミアムの設定の有無により、最適化計算上の内外株式のウエイトは、ほぼ逆方向になること、最適化計算には技術的に一定の限界があろうことを勘案し、リスクの中和策として内外株式のウエイトを均等とすることを許容することとしたものである。

ただし、外貨建資産に係るプレミアムの実態については、今後の基本ポートフォリオの検証・見直しの機会に、引き続き分析・検討を行うこととする。

（参考）最適化計算試算結果（制約条件なしのケース）

	外貨建資産プレミアム設定			
	あり(0.9%)	構成比	なし	構成比
国内株式	4.4%	29.0	12.8%	69.5
外国株式	10.8%	71.0	5.6%	30.5
合計	15.2%	100.0	18.4%	100.0

2. 基本ポートフォリオの最適化計算

（1）最適化計算の順序

負債ヘッジ目的ポートフォリオが完成形に至るまでのデュレーションの差異によるリターン不足とそれを補うためのリターン追求目的ポートフォリオの構成割合を明確にするために、以下の4ケースについて、それぞれサープラスの最適化計算を実施した（期待リターンは1.6%）。

ケース	デュレーション	超長期債券構成比率
①	7年（現状）	超長期債券比率ゼロと想定
②	9年	超長期債券比率20%と想定
③	11年	超長期債券比率50%と想定
④	15年（将来の姿）	超長期債券比率100%と想定

ここで、ケース④は、資産と負債のデュレーションが一致するいわばALMが完成する将来の姿である。また、ケース②、③は現状（ケース①）から超長期債比率を徐々に増加させていった途中経過の状況である。

(2) 最適化計算の結果

負債ヘッジ目的ポートフォリオのデュレーションを長期化する過程では、負債ヘッジ目的ポートフォリオのリターン不足分を補填すべく、リターン追求目的ポートフォリオとして、リスク資産である国内株式、外国株式、外国債券を一定割合以上保有することが必要になるとの結果が出た。(付属資料「基本ポートフォリオの最適化計算」)

ケース	リターン追求資産の必要ウエイト
①	最低でも 18% の保有 (内外株式各 8%、外債 2%) が必要
②	最低でも 14% の保有 (内外株式各 7%) が必要
③	最低でも 9% の保有 (内外株式各 4.5%) が必要
④	資産サイドと負債サイドの期待リターンが一致し、金利リスクは中立化されるので、保有する必要はなくなる。

これらの結果から、新しい基本ポートフォリオにおけるリターン追求目的ポートフォリオのウエイトは 18% (内外株式各 8%、外債 2%) とすることを第一候補として、次にリスク許容度の範囲内か否かの検証を行った。

(注) ケース①～④については、負債ヘッジに係る金利変動リスクのみの視点で比較したものである。ポートフォリオには、想定外の物価上昇や予定運用利回りの引き上げなどその他のリスク要因もあることから、ケース②の段階で株式を 14% にしたり、ケース④の段階で株式投資を皆無にしたりするという予断を持つべきではない。

(3) リスク許容度

ケース④の将来の負債ヘッジ目的ポートフォリオの完成形 (デュレーション 15 年) においては、資産リターンが 1.6% でフルヘッジとなり、サープラスリスクが最小化するが、ケース①～ケース③においては、資産リターン 1.6% で、サープラスリスクが最小化するわけではなく、どの程度のリスクが許容可能かという点が議論となる。

この点については、マーサー社が行った専門的なストレステスト (積立比率及び年金給付債務に対する積立過不足額の観点からの検証) が参考になる。

マーサー社では、ケース①とケース④について、債券の割合を 100%～70% まで逡減させた場合 (=リターン追求目的ポートフォリオの割合を 0%～30% まで逡増させた場合) について、5～20 年後における積立比率の

変化を算出している。

その結果は、積立比率に改善効果があるのは、株式の組入れ割合がケース①の場合では15～20%まで、ケース④の場合では5～10%までとされている。

現状のデュレーションを前提とすれば、リターン追求目的ポートフォリオでのリスク資産保有ウエイト18%という最適化計算の結果は、マーサー社の長期的なストレステストにおいて、分散効果によるプラス効果が想定されているものとなっている。

当委員会では、この検証内容を是認することとし、リスク許容度の観点からは、妥当なものになっていると考える。

(4) 預託金への置換え

リターン追求目的ポートフォリオを18%として、前述の制約条件を加味した基本ポートフォリオの負債を考慮しない資産サイドの期待リターンは1.61%、期待リスクは3.27%となる。

ここで、国内債券を預託金（ウエイト50%）に置き換えることとし、リスク・リターン等の再計算を行った。これにより、基本ポートフォリオのリスクは低減し、新しい基本ポートフォリオの期待リターンを維持したまま、期待リスクは3.27%から2.95%へと低下した。

(注) 期待リターン1.61%、期待リスク2.95%のポートフォリオは、正規分布を前提にすれば、ショートフォール確率（運用利回りがマイナスとなる確率）は、29.2%（3.5年に1回）、信頼水準95%（20年に1回の確率）で損失額が2,400億円程度となる。

3. その他

(1) リバランスルール

リバランスについては、従来通り、許容乖離幅の範囲内で連合会が市場環境の変化等を踏まえた定性的な判断を十分に行ったうえで実施し、委員会にはリバランスの実施状況等について事後報告してデュープロセスを確認する方法が望ましいと考える。

(2) 外貨建資産に係るヘッジ比率

新しい基本ポートフォリオの策定において、外貨建資産の期待リターン設

定に当たって、プレミアム（0.9%）の付与を行っていることとの整合性からすれば、現行の為替ヘッジ方針（外債40%、外株20%）を、ノンヘッジに改正することが妥当である。

（3）新興国株式の一部導入

新興国株式については前意見書において、「基本ポートフォリオの構成資産とするのは時期尚早であり、マネージャーストラクチャーの中で個別に投資機会を検討すべきである。」としたところである。

連合会では、現在、外国株式のアクティブマネージャーについてマネージャーストラクチャーの再構築を実施しているところであるが、分散投資の観点から一部のマネージャーについて新興国株式を新たに運用対象にしたいとの意向を持っている。

当委員会としては、新興国株式は、新たな収益機会として注目されている市場である一方、先進国株式には見られないリスクが内包されている点も踏まえ、一定の残高制限を設けて外国株式の範疇において運用対象とすることが妥当であると考えます。

（参考）外国株式ベンチマークのリスク・リターン特性

BM名	リターン①	リスク②	①／②	備考
MSCI-KOKUSAI	7.13%	20.22%	0.35	先進国（除く日本）
MSCI-ACWI	7.02%	20.18%	0.35	先進国+新興国
MSCI-WORLD	6.77%	19.73%	0.34	先進国
MSCI-EMERGING	11.70%	26.53%	0.44	新興国

（注）期間：2003／10～2013／9（10年間）

4. 新しい基本ポートフォリオ

上記の考え方に従って、もっとも望ましい基本ポートフォリオを策定すると次のとおりとなる。

○ポートフォリオ特性

基本ポートフォリオ	目標収益率①	標準偏差②	①／②
改正後	1.61%	2.95%	0.55
現 行	1.61%	1.78%	0.90

(注) 標準偏差は、資産サイドから見たもの

○資産配分割合

(単位：%)

基本ポート フォリオ	国内 債券	国内 株式	外国 債券	外国 株式	短期 資産	不動産	貸付金	合計
改正後(①)	74.0	8.0	2.0	8.0	4.0	2.0	2.0	100.0
現 行(②)	80.0	5.0	0.0	5.0	4.0	2.0	4.0	100.0

① - ② Δ6.0 3.0 2.0 3.0 - - Δ2.0 -

(注1) 預託金のウエイトは50%を目途とする。

(注2) 国内債券は、今後金利の上昇に伴い、順次超長期債券に切り替えていく。

○資産別許容乖離幅と変動幅

(単位：%)

基本ポートフォリオ	国内 債券	国内 株式	外国 債券	外国 株式	短期 資産	不動産	貸付金
許容乖離幅	±16.0	±5.0	±2.0	±5.0	±4.0	±2.0	±2.0
最大	90.0	13.0	4.0	13.0	8.0	4.0	4.0
中心	74.0	8.0	2.0	8.0	4.0	2.0	2.0
最小	58.0	3.0	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0

(注) マーサー社によれば内外株式ウエイトの許容乖離幅は、各±5%の範囲内、外国債券は±2%の範囲内であれば、変質しないものとされている。

○リバランスルール(国内株式、外国株式)

乖離許容幅の範囲内において、市場の動向を定性・定量的な観点から連合会が適切に判断し、実施することとする。

V. おわりに

1. 新しい基本ポートフォリオの評価（「安全かつ効率的」な運用の視点）

法令上要請されている「安全かつ効率的」な運用は、従来通り、次のとおりと考えることとする。

- ① 投資対象として適切な資産に対し、十分分散の効いたポートフォリオを構築する。
- ② その際、現代ポートフォリオ理論等に基づき、リスク・リターン特性を把握し、リスク許容度の範囲内でリターンの極大化を目指す基本ポートフォリオを策定し、それを遵守した運用を行う。
- ③ また、運用機関、コンサルタント等職業専門家及び学識経験者の能力やノウハウを十分活用することにより、より効率的な運用を行う。

今般についても、平成21年の財政再計算との整合性を確保すべく、資産の期待リターンを決定した後にリスク量を算出しているが、新しい基本ポートフォリオについては、マーサー社の専門的なストレステストにおいて妥当性が検証されているところである。

以上の結果に加え、ALMの考え方を土台にしたLDIアプローチを継続していること等を勘案すれば、ややリスクは拡大しているものの、新しい基本ポートフォリオはこれまでと同様、ミドルリスク・ミドルリターンの特性を堅持した「安全かつ効率的」なものになっていると評価できる。

2. 今後の課題

（1）次期財政再計算や被用者年金一元化への対応

新たな経済前提に基づく次期財政再計算や被用者年金一元化等への対応について、主務省、関係実施機関等との連携を密にし、適時・適切に基本ポートフォリオの検証・見直しを行う必要がある。

また、同様に、基本ポートフォリオ構成資産のリスク・リターン特性の変動については、金融市場を注視し、適切に対応する必要がある。

（2）資産・負債の統合評価

物価上昇率や賃金上昇率など経済前提が変化した場合の掛金や給付の変動も考慮したうえで、ポートフォリオの資産・負債への影響を一体的に検証する運用評価についての工夫が望まれるところである。

以上

○資産運用委員会委員

	委員名	現職	就任期間
委員	臼杵政治	名古屋市立大学大学院経済学研究科教授	平成21年7月1日～
委員長	貝塚啓明	財務省財務総合政策研究所顧問 東京大学名誉教授	平成13年7月1日～
委員	山崎元	楽天証券経済研究所客員研究員	平成13年7月1日～
委員長 代理	米澤康博	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授	平成13年7月1日～

(敬称略、五十音順)

○新しい基本ポートフォリオ策定に係る資産運用委員会開催状況

	開催日	議題
第38回	平成25年6月10日(月)	基本ポートフォリオの検証について
第39回	平成25年10月4日(金)	現行基本ポートフォリオの見直しについて
第40回	平成25年10月18日(金)	資産運用委員会意見書(案)について

(注)第38回から第40回まで、マーサージャパンの担当者が同席の上、コンサルティングに係る報告を行っている。