

投資家の「人的資本（収入構造）」を考慮した資産配分の考え方

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン
マネジング・パートナー CIO 小松原 宰明

国内債券を除いてほとんどのリスク性資産の価値が目減りしている現在、資産配分の見直しが必要と考えている投資家が多いのではないのでしょうか。しかし、投資家ひとり一人のニーズに合った資産配分を提案することは、容易ではありません。ここでは、個人投資家への資産配分のアドバイスにあたって重要なポイントとなる「投資家の人的資本（収入構造）」について考えてみましょう。

はじめに

資産配分の提案には様々な方法が用いられています。

最も伝統的な方法は、投資家に複数の質問に回答して頂き、それに合った資産配分を提案するものです。「投資期間」や「リスクに対する態度」によってリスク許容度を測定し、リスク許容度が高ければ「株式などハイリスク・ハイリターンと考えられる資産の組み入れを高くしましょう」という提案になるわけです。

このような伝統的な方法に加え、近年では、資産配分を決定する際に、投資家のリスク許容度に加えて、「人的資本」も考慮する考え方が広がりつつあります。

人的資本と金融資産

「人的資本」という考え方は、金融資産とどのように異なるのでしょうか。

ご存知の通り、日本人の金融資産は高齢者層に属する比率が高い状況です。金融広報中央委員会による平成20年の調査では、20歳代と60歳代の貯蓄額を比較すると、20歳代の平均468万円（中央値56万円）に対し、60歳代は平均値1730万円（中央値850万円）となっています。金融資産は、現在保有している貯蓄額なので、長い間貯蓄を続けてきたシニア層の方が、金融資産が多くなるわけです。

一方、「人的資本」は、「投資家の将来の収入の現在価値」あるいは「収入を得て貯蓄を形成する力」などと定義できます。

金融資産は現在保有している貯蓄ですが、人的資本は「まだ保有していないが将来保有が期待できる貯蓄」とも言えます。20代で今後長年にわたって給与を得る方と、退職を数年後に控えた50代の方を比較した場合、20代のほうが50代よりも人的資本が大きいわけです。

人的資本の3つのパターン

人的資本は人それぞれ異なりますが、ここでは収入の構造によって3つのパターンに大別します。

ひとつ目は、公務員など収入が安定している人の人的資本です。毎月の給与やその年の賞与を得て、リタイアする時には退職金を得る収入構造を持つケースです。これは、一定頻度でクーポン収入を得て、最後に元本が償還される債券に似ています。ここでは「安定的人的資本」と分類します。

ふたつ目は、一般的なサラリーマンの人的資本です。サラリーマンも収入や退職金の形態は公務員に似ています。しかし、公務員に比べると給与やボーナスは景気や業績によって変わりますし、雇用の保証はありませんから収入の確実性が下がります。そうしたケースをここでは「平均的な人的資本」と呼ぶことにします。

三つ目は、収入の変動性が比較的高い人の人的資本です。収入について長期的に見通しをつけにくい職業もあります。今回の金融危機で仕事の継続が難しくなった外資系金融機関勤務の方はその典型と言えます。このようなケースを「高変動性人的資本」と分類します。

人的資本を考慮した資産配分

伝統的な資産配分の考え方は、人的資本を考慮に入れず、金融資産に対する投資家のリスク許容度に基づき、資産クラスの配分を検討します。

一方、人的資本を考慮した資産配分は、金融資産と人的資本を合わせた「総資産」というフレームワークの中で考えます。まず、伝統的な方法と同様にリスク許容度に基づいて資産配分の方針を決め、次に人的資本の特徴を考慮して金融資産部分における資産配分を検討します。同じリスク許容度に分類された投資家で

も、人的資本の考え方を加えると、異なったアドバイスが必要となる場合があります。

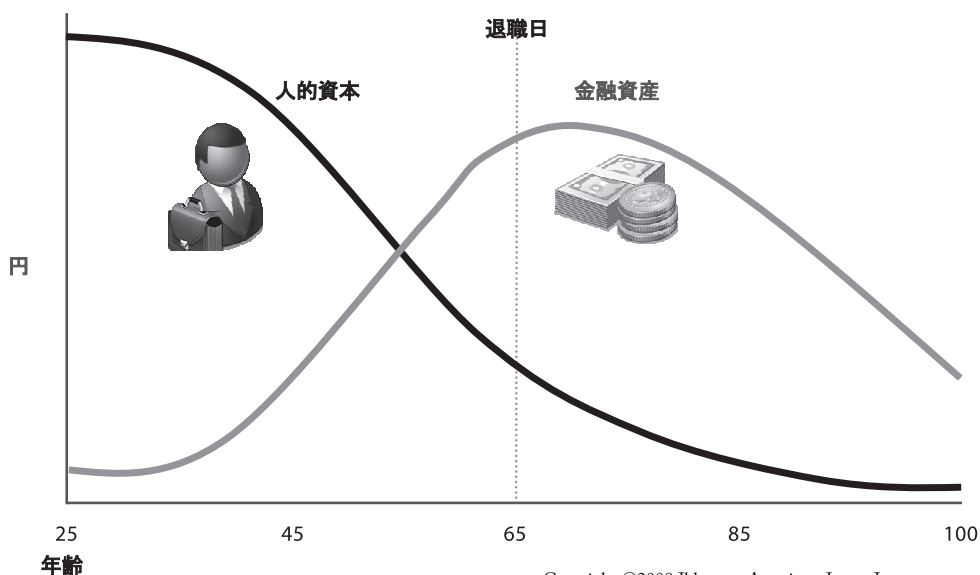
例えば、公務員などの人的資本は債券的特徴を持っているので、金融資産については、債券と相関の低い株式など変動性のある資産クラスに投資する余地が比較的高いと言えます。逆に、収入が景気や株価の影響を受ける金融機関勤務の人などの人的資本は株式との相関が比較的高いので、金融資産における株式への配分は抑制すべきかもしれません。

なぜなら、中堅の外資系証券会社勤務の方がリスク許容度に基づき、金融資産の全てを株式で運用していたとします。そこに昨年の金融危機が起き職を失ったとすると、収入が途絶えると同時に金融資産も大きなダメージを受けることとなります。もし、この方が自らの人的資本と株価の強い相関を考慮して株式への配分を減らしていたら、人的資本と金融資産に対するダブル・パンチは避けられていたでしょう。

時間の経過と人的資本・金融資産

人的資本はある人が将来稼ぎ出す収入の現在価値ですから、若ければ若いほど大きく、年齢を重ねていくと減少していきます。一方、金融資産は年齢とともに増えていき、およそ退職時に頂点となり、その後は退職後の生活で減少していきます。

典型的な人的資本と金融資産のライフサイクル



Copyright ©2009 Ibbotson Associates Japan, Inc.

先ほどは、高変動性人的資本の例として、収入の変動性の高い外資系金融機関勤務者の例をあげましたが、日本人の多くは、債券的性質を持った安定的あるいは平均的人的資本に属する方が多いと思います。給与削減やボーナスの減少はあるかもしれませんが、給与が急に半分になるという方は少ないと思われるからです。

それを前提とすれば、若年層については、金融資産は少なく、総資産の大半が債券のような人的資本ですから金融資産の資産配分については、比較的株式の組入比率を高めるべきでしょう。一方、シニア層は、総資産に占める金融資産の比率が大半となり、債券的性質を持った人的資本が減っていきますので金融資産の資産配分については、債券の構成比率を高くするべきでしょう。

また、生命保険や年金は人的資本をヘッジする役割を持っています。これらについても、人的資本を勘案した「総資産」という枠組みの中で考えると、最適な加入額はどの程度かなど、より柔軟かつ現実に即した対応が可能となります。

まとめ

100年に1度の危機と騒がれているこのような時期に、あらためて資産形成期から退職後のセカンドライフ

に至るまで、ひとり一人のライフステージに合った最適な資産配分が何であるか、将来の収入の見通しを包含する人的資本を考慮に入れて考えてみる良い機会なのではないでしょうか。◇

(参考文献) “Human Capital, Asset Allocation, and Life Insurance” Financial Analysts Journal 2006年1-2月号 (「人的資本に基づいた資産配分と生命保険の意思決定」証券アナリストジャーナル2006年8月、pp.26-41.)