

(財)国際通貨研究所
経済調査部長・チーフエコノミスト
竹中 正治

「投機悪玉論」の不毛：掲載タイトル

昔から繰り返されてきた「マネーゲームの暴走」への批判

米国を震源地とした今回の金融危機は「投機・マネーゲームの暴走」の結果であり、マネーゲームを助長する「米国流金融資本主義」の破綻であるという議論は今日世に溢れている。筆者もそうした点は否定しないが、単純な投機悪玉論や「金融資本主義の破綻」みたいな大袈裟なばかりで単純過ぎる議論は不毛だ。本当に必要なことは何なのかを考えてみよう。

まず、経済が投機・マネーゲーム化することへの批判や警鐘は、実は2000年代や90年代に始まったことではない。「金融システムは急速に巨大なカジノ以外の何物でもなくなりつつある」こう言って、スーザンス・ストレンジが著書「カジノ資本主義（Casino Capitalism）」でカジノ化する貨幣・金融の世界が実物経済の不安定性を拡大していると語ったのは1986年だ。もっと昔に遡ることができる。

「財産が急激な変動をし始めると、企業家自身、その保守的な気質を失い、正常な企業活動から得られる少ないが永続的な利潤よりも、瞬時の巨額の利潤のことを考え始める。

（中略）手早い金儲けの方に気を取られるようになる。」ケインズが「貨幣改革論」の中でこう述べたのは1923年であり、1936年の「一般理論」の中では次のようにも書いている。「企業が投機の渦巻きの中の泡沫となると事態は重大である。一国の資本発展が賭博場の活動の産物となった場合には、仕事はうまくいきそうにない。」

京大の間宮陽介教授は著書「ケインズとハイエク、自由の変容」の中でこう述べている。「財貨が資産性を帯び、流動性を高めていくことのひとつの帰結は経済の金融化である。（中略）こうして資産市場での売買は、価格の変動にまつわる局所化された不確実性を利益の源泉とするマネーゲームの様相を呈してくる。」この本の出版は1989年であり、証券化ビジネスが米国で本格化する以前である。予言的洞察と言うべきだろう。

貨幣の発明と富の無限蓄積への衝動

実際のところ、資本主義の歴史を通じて各時代に金融・資本市場の革新（イノベーション）が起こる度に、それに乗じた「マネーゲームの暴走」とバブルの崩壊が繰り返されて来た。待てよ、20世紀になってからのことか？人類史上最初で最大の金融革新は貨幣の発明だった。貨幣の登場によって人類の一部にそれまでにない行動パターンが生まれた。際限のない富の蓄積への衝動である。これは貨幣の機能により初めて一般化された行動パ

ターンだと言える。資産の売買を通じて際限なく富を蓄積しようとする「マネーゲーム」の起源は貨幣の起源と共に古いと言えるかもしれない。

市場活動の異なる2つの層

そもそも私達の「市場活動」とは2つの異なった層から成る。ひとつは実物的な財やサービスの供給と消費から構成される実体経済の市場である。もうひとつは金融資産の取引からなり、際限のない金銭的価値の蓄積を目的とする行動原理が支配し、各種の金融資産の価格(＝相場)が形成される市場である。

実体経済の市場では、経済の参加者がある程度は独立した選好を持ち、自己の利得・満足の実現のために合理的に行動することを前提すれば、自由な消費、生産、投資が自己調和的な秩序を形成すると考えることに一定の根拠があるように見える。消費財の価格の上昇(下落)は供給を促進し(抑制し)、消費を抑制(促進)する。つまり「ネガティブ・フィードバック」が強く働いているので、調和的・安定的なバランス回復力が働く。(現実には選好はそれほど独立しておらず、他者の行動に依存した選択と行動も頻繁に見られるのであるが。)

しかしながら、金融資産の市場では、そうした自己調和的な秩序は生まれず、相場はブームとその崩壊、そしてまた新たなブームへと不安定な変移を繰り返す。その理由は、ケインズの美人投票の喩えに象徴されるように、多くの参加者が独立した選好を持たず、多数者が形成する他者の選択に追従して、売買を繰り返すことで相場を形成するからである。つまり、多数の他者が買うから相場が上がり、相場が上がるから自分も買うという動きに支配されてしまう。

なぜ金融資産の市場では経済主体の選好が極度に他者同調的依存型になるのか。それは具体的な財やサービスが個人に提供する使用価値が問題にならず、貨幣価値のみを有する金融資産の際限のない蓄積を追求する衝動が支配しているからだ。

資産の流動性がもたらす功罪

このように金融資産の市場では投機・マネーゲームが生じるのが不可避ではあるが、喩えるならば、それらは細菌やウイルスの活動のようなものだ。度を越すと害になるが、それを根絶しようすると自然の生態系自体を破壊(市場メカニズムを破壊)してしまう。ところが、時折多くの人々が投機・マネーゲームの衝動に駆られ、それがまるで感染爆発のように大流行して最後にバブル崩壊的な結果をもたらす。このことの背景にはどういう事情があるのだろうか？

金融危機のキーワードのひとつが「流動性」だ。流動性とはある資産を市場で売って換金できる容易度のことである。普通の上場株式は毎日頻繁に市場での売買が行われているので、売って換金するのが容易であり流動性が高い。反対に不動産は上場株式に比べると売買に時間がかかるので流動性が低い。最も流動性の高い資産はマネーであり、狭義には「マネー＝流動性」という用語法もされる。

資産の流動性が高まることは所有者にとっては便益であり、経済全体にとっても望ましいことだと考えられている。なぜなら、経済活動全般が順調に運営されるためには、様々な内生的、あるいは外生的インパクトに対して各種の資産価格が変化・調整され、また保有者が変更されることが必要だからだ。こうした変化は全て資産の売買を通じて実現され

る。従って、諸資産の流動性の高い市場が存在する経済は、そうでない経済よりも効率的、円滑に運営されると一般に考えられる。ところが、流動性がもたらす効果にはもうひとつの負の側面がある。それは市場参加者の投機衝動を助長することだ。

金融革新による資産の流動性上昇は投機バブルも生み出した

近代の最大の金融革新は「株式会社」の発明であろう。その起源は 1600 年代のオランダの東インド会社だと言われている。それ以前は、投資家にとって資金が対象事業に長期に固定されることが不可避だった。ところが流動性のある株式発行により資金が調達されることで、広範な投資家の資金を集めることが可能になった。同時に、株式が上がれば売り抜けて短期的に利益を得ること、つまり投機も可能になった。株式会社は大きなブームとなり、株式会社時代の黎明期における最大のバブルと崩壊事件として 1720 年にイギリス南海泡沫事件（South Sea Bubble）が起こった。

米国では 90 年代にナスダックなどの新興企業用の株式市場が発達した結果、新興企業株式の流動性が高まり、資本調達が容易になった。その結果、ベンチャー企業の興隆が促進されたことは経済成長にとって望ましいことだった。ところが IT ブームで内実のないドットコム企業の株価が高騰し、バブルとその崩壊が起こった。

米国の住宅ローンについても 80 年代までは貸手の金融機関は売却・移転が困難で最終期日まで持ち切る覚悟が必要だった。しかし 90 年代以降の住宅ローンの証券化により、住宅ローンは売却・移転が可能となり、その流動性が高まることで、市場全体の資金調達が容易になった。ところが売り抜け前提の無謀なファイナンスが横行し、住宅ローン証券化商品のバブルと崩壊を起こした。

信用リスクの移転・分散を可能にした CDS（Credit Default Swap）の発達も、市況が悪化したらいつでも市場で反対取引ができる流動性の増加がリスク評価を過小評価することにつながった。その結果、AIG などの一部のノンバンクなどで過度な信用リスクの累積を助長した。

いずれの場合も、バブルの膨張期には売買が増加し、市場参加者は「相場は既に割高かな」という思いは持つのであるが、「でも、まだ上がりそうだ」と高値を追う。「相場が下がり始めたら真っ先に売り抜ければ、なんとかなるさ」という流動性への過信がそうした高値追いを助長する。もちろん、バブルの崩壊が始まると、皆が売りに殺到するので頼みの綱の流動性は消滅してしまう。

マネーゲームの暴走を倫理的に糾弾しても解決にならない

このように資産の流動性を増す金融革新によって投機・マネーゲームの衝動も助長されるという事情は、「マネーゲームの暴走」を倫理的に糾弾することは容易でも、投機熱の感染爆発を効果的に抑制することは非常に難しいことを意味している。投機熱によって生じるバブルとは、ある種の細菌かウイルスによる感染爆発のようなものであり、徹底的な消毒、除菌で細菌やウイルス類一切を環境から根絶してしまえば、自然環境そのものが崩壊する。社会主義的な計画経済ならば、投機・マネーゲームの徹底的な排除が原理的には

可能であるが、経済における市場メカニズムの機能自体も破壊され、金融革新も起こらない。経済成長のダイナミズムが死んでしまう。

「『金融革新』なんてしょせん詐欺のような金融・投資商品を生み出すだけだ」とお考えの方もいるかもしれない。しかし、いつの世でも革新的な新機軸は清濁入り混じって生まれてくる。株式バブルが有害だからと言っても、株式会社制度という 17 世紀の金融革新の成果なしで現代の経済・ビジネスは成り立たない。

投機熱の感染に免疫を持った投資家群が市場を救う

ならば私達はバブルとその崩壊の害をどのように予防、抑制すれば良いのだろうか。それには 2 つのアプローチの併用が必要だろう。ひとつは大規模な感染爆発を予防するためのルールと保護の枠組みである。大きな金融革新の後、それに乗じた金融バブルとその崩壊が起こり、予防の体制が構築されるということを人間は繰り返して来た。

18 世紀の南海泡沫事件の後、株式会社に会計監査制度が導入された。また、金融バブル崩壊時に起こる信用収縮は連鎖性（感染性）があるのが特徴である。米国で 1930 年代に銀行危機の後、預金保険制度ができた。この制度は、経営を誤った個別銀行が破綻するのはやむを得ないとして、預金者の不安で健全な銀行までも取り付け騒ぎの対象となり、破綻の連鎖が起きることを回避する効果がある。80 年代末に導入された BIS 自己資本規制は 80 年代の国際的な銀行危機の教訓として、銀行のローンを含むリスク性資産の保有額を自己資本との関係で規制するためにできた。要するにレバレッジ規制である。

ただし、金融革新によって既存の規制は必ず陳腐化する。今回の危機の背景には、銀行部門への監督とルールは整備されてきたのに、ノンバンク金融・投資部門（投資銀行、保険、その他ノンバンク、ヘッジファンドなど）はルーズな状態で野放しにされていたことがある。米銀も SIV（Special Investment Vehicle）をつくって莫大なリスク資産投資を行ったが、これは自己資本規制逃れのスキームだった。証券化とデリバティブ（Credit Default Swap）の急速な普及により、ノンバンク金融部門での過度な信用膨張がバブルの温床になった（参照「今時の外資買収、“チキン”の逆襲？」ニュースを斬る、08 年 10 月 8 日）。

従って、ノンバンク金融部門までカバーしたルールと監督体制の構築が金融規制改革として求められている。これこそ具体的な議論が今なされるべきテーマなのだ。実際、金融規制改革の議論は米国で財務省と FRB を中心に既に始まっている。オバマ政権の下で実行されるだろう。しかも今日のグローバル化した金融・投資ビジネスの事情を考えれば、それはグローバルな枠組みに発展するだろう。

もうひとつは、私達自身が「投機熱感染」への免疫力を高めるアプローチである。投機・マネーゲーム・プレーヤーは、割高・割安を無視して高値を追いバブルを生み出す。その反対を行く長期投資の極意はバフェットの次の言葉に要約されている。「他人が強欲なときに臆病になり、他人が臆病なときに強欲になりさえすれば良い。」

高値を追わず、ブーム時には資産を売って「投機のチキンゲーム」から降りる覚悟のある投資家が、個人でも機関でも多少なりとも増えれば、バブル崩壊で暴落した資産を買う動きをその分増やすことができ、市場の安定化要因になる。そうした買いが出てくるから

こそ、暴落はやがて底打ち、反転する。市場の自然治癒力はこうした免疫力のある投資家層がどれほど存在しているかにかかっているのだ。

以上