

会長講演

バブルと金融危機：行動経済学的アプローチ

大阪大学 筒井義郎

貸出市場のような例外はあるものの、金融市場は匿名性の高い市場であり、経済学の教科書的な分析が良く当てはまるものと考えられてきた。最も簡単なモデルは、利潤や効用を最大にするように行動する経済主体が需要と供給のスケジュールを表明し、競売買市場において金利が最適の水準に決められるというものである。その典型的な例が、株式市場における効率市場仮説であり、ファイナンスの分野は裁定の議論によって十分に説明できるという考えが、1980年代までは支配的であった。

しかし、90年代には、むしろ、効率市場仮説からの乖離が注目され、多くのアノマリーが発見された。マイクロストラクチャーとともに、このアノマリーの説明に役立つと期待されているのが、行動経済学である。そこでは、標準的なモデルの予測から乖離する結果は、経済主体が非合理的であったり、風変わりな選好（exotic preference）を持つために生じているとの想定で分析される。すなわち、投資家の気質や特徴が金融取引に影響すると考える点で、これまでの金融論と大きな違いがある。

本報告は、まず、今次の金融危機に関して考えることから出発する。とりわけ、1990年の日本における株価バブル崩壊と比較して、今次の金融危機はどのような共通点をもっており、どのような点で違っているかを論じる。両方の事件の共通点は、地価バブルと、それに支えられた株価バブルの崩壊が重要な役割を果たしていることである。今次の危機が示唆することは、現在の先進国の市場経済システムにとって、周期的なバブルの形成と崩壊が、解決すべきとりわけ大きな問題だという点である。

バブルに関連する問題は、従来の経済学で適切に対処できるだろうか？私はそれは困難であると考えます。本報告では、株価バブルの成長と破裂にとって、投資家の気質が重要であることを明らかにする。具体的には、1990年代に著者がイェール大学のシラー氏らと実施した日米投資家に対するアンケート調査結果に基づいて、投資家の予想形成が合理的期待形成から程遠いことや、投資家の予想値を利用してバブルの有無を推測する分析を紹介する。

バブルが破裂し、金融危機が起きたときにどのような対策を採るべきであろうか？1987年のブラックマンデー以来、市場関係者や政策当局はいくつかの処方箋を考案してきた。金融危機においては、投資家心理を落ち着かせる政策を採ることが重要である。そのためには、株価大暴落という事態に際して、生身の投資家がどのような情動に支配されているかを理解しておくことが重要であろう。本報告では、ブラックマンデーにおいて日本投資家がどのように感じ行動したかについての調査結果も紹介する。