



人は時として合理的でない行動をとります。そうした生身の人間を前提とした経済学が行動経済学です。経済学者の真壁昭夫先生が皆さんを行動経済学の世界にご案内します。

心の経済学で暮らしを考える

——よりよいライフスタイルへの示唆

これまで、行動経済学の特徴を3回にわたって説明してきました。第4回は総集編として実際の暮らしで役立つ視点を紹介したいと思います。

第1回、第2回で述べた通り、伝統的な経済学は中長期的な観点で経済を分析することを目指してきました。その中では、私たちは合理的に行動し、市場は効率的であるとの仮定のもとで研究が進められてきました。金融資産の評価や分析に用いられている金融工学も伝統的な経済学の一分野であり、中長期的な資産価格等を考えることを目指しています。

行動経済学では私たちはときとして合理的ではなく市場も効率的ではないことを認めた上で理論を構築します。それは短期的な市場の変動を説明するのに適しています。

金融市場では伝統的な経済の理論にはフィットしない例外的な事象「アノマリー (anomaly)」が発生しています。伝統的な経済学のサイドから、既存の理論を修正し、アノマリーの説明を進めようという試みが進んできました。しかし、アノマリーを説明するには心の働きを理論の中に取り込んで行動経済学に大きな優位性があると考えられます。

1 アノマリーを考える

アノマリーは伝統的な経済学で理論的に説明できない例外的な事象のことです。端的なアノマリーの例はバブルです。それ以外にも、

真壁 昭夫 (まかべ あきお)

経済学者。信州大学経済学部教授。1953年生まれ。76年一橋大学商学部卒と同時に第一勧業銀行に入行、83年ロンドン大学経営学部大学院（修士）卒業、85年メリル・リンチ社ニューヨーク本社出向。DKB INT'L出向・トレーディング部長。市場営業部および資金証券部の各市場営業グループ次長を経て98年第一勧銀総合研究所金融市場調査部長。その後、内閣府経済動向分析チームメンバー、第一勧銀総研やみずほ総研の主席研究員を経て2003年から信州大学大学院イノベーション・マネジメント・センター特任教授兼任、05年から同大学経済学部教授。著書は「日本がギリシャになる日」（ビジネス社）、「行動経済学入門」（ダイヤモンド社）、「実践 行動ファイナンス入門」（アスキー新書）、「下流にならない生き方」（講談社）など多数。

投資の世界では、逆張りの投資戦略とか、カレンダー効果（1月に株式からのリターンが高まりやすい、月曜日は株価が下がるなど）といったアノマリーが知られています。

逆張りの投資戦略とは、市場の流れ（トレンド）と反対の売買をすること、つまり、価格が下落している株式を購入し、上昇している銘柄を売却することをいいます。この戦略が成立するための重要な条件は、金融資産の価格はいづれ平均的な水準に戻る可能性が高いということです。

伝統的な経済学は、金融資産の価格はランダムウォーク（でたらめな動き）に従い、将来の価格を予見することはできないと考えてきました。しかし、逆張りの投資戦略の有効性は必ずしも伝統的な経済学の考えが経済を支配するものではないことを示唆するといえます。

短期的かつ大きな市場の変化は、ニュースなどでも投資家による売り圧力が出たためといった、後付けの説明に終始することが多いように思います。何が投資家心理に影響したのか、アノマリーの要因をより深く理解する上で行動経済学の視点は役に立つと思います。

2 バブルとどう付き合うか

アノマリーをより身近に理解するために、バブルの発生と崩壊を考えてみましょう。

バブルの発生過程では、多くの投資家が我先にと株式や不動産に投資します。中には借

り入れにより、自分のお金以上の金額を投資や投機に振り向ける人もいます。これは、周囲がやるから自分もやるという群集心理に駆り立てられた根拠なき熱狂の産物だといえるでしょう。

そうした熱狂的な市場心理が拡大する中、一部の目ざとい投資家は早い段階で相場から手を引き、利益を確定させている可能性があります。景気の過熱感への懸念が高まり始めると、こうした投資家達は続々と売りの動きを加速させるため、バブル形成期を上回るペースで相場が下落し、バブルは崩壊します。

バブルには後始末が必要です。これは、バランスシート調整と不良債権の処理です。多くの企業や家計は支出よりもバブル期に積み上げられた借金を返すことを優先し、バランスシートの健全化が進みます。一方、金融機関は返済の可能性が低下した債権を償却（＝貸出を減らす）することで、財務内容の健全化を進めます。

バブルの後始末は、認知的不協和（自分の考えや期待とは異なる事実を突き付けられることによる不快感）との戦いといってもよいでしょう。投資家にとってバブルの崩壊は損失が雪だるま式に増加するリスクを高めます。一部の投資家や企業経営者は損の確定を嫌って資産の売却を先延ばししたり、損を挽回しようとするリスクの高い投資に走ってしまい、最終的な投げ売りのインパクトを増幅させてしまいかもしれません。また、銀行の経営者が不良債権処理に二の足を踏むと、景気低迷を長引かせるだけでなく、景気回復局面での貸

出のためのリスクテイクを抑圧する要因になるかもしれません。

このようにバブルの発生と崩壊には、私たちの心の働きが大きく関与しています。私たちが富を追求する以上、いつもどこかで大なり小なりバブルは発生している可能性があります。バブルに賭けて一攫千金を夢見するという判断もあるでしょうが、バブルは投資の規律をゆがめ、認知的不協和に直面するリスクをもたらしと考えると、一切バブルと思しき動きに手を出さないことも一つの方法でしょう。

3 脳の働きと経済学

アノマリーやバブルについて考えることで、心の動きと経済行動の関連が見えてきたと思えますが、ここで、新しい理論である神経経済学について、その一部を紹介することとしましょう。

人間の心理を考えることによって、現実の経済や金融市場の動きを分析しようとするのが行動経済学ですが、最近ではさらに進んで、人間が合理的ではないのは脳の働きによるものだから、脳の意思決定の仕組みを考えようという、新しい方向が示されており、それが「神経経済学」という理論です。考えてみると、人間が何かしようとするときには、頭＝脳で考えて意思決定するわけですが、投資行動であれ食べたり飲んだりであれ、することすべてが、最終的には脳の機能を考えればなぜそうするのかを説明できるはずですが、



最近の研究では、脳の中で分泌されるドーパミンというホルモンの一種が、重要な働きを担っていることが分かっています。私たちの脳は神経細胞の塊なのですが、ドーパミンは、その神経細胞の間で情報を伝達する役割を果たしていると考えられています。そのため、私たちが何かをしようとするときには、必ず脳の中でドーパミンが分泌され、それによって脳が意思決定を行い、体の各部に行動を起こすよう指示を与えています。例えば、投資行動を行うとき、脳の中で「今、この株式を買うと儲かるかもしれない」という情報が、ドーパミンの働きによって神経細胞の中でやり取りされ、それで実際の行動が起きることになります。

ドーパミンの分泌には、人間の経験や学習が反映されると考えられています。「かつて特定の株式を購入したら儲かった」という経験は、脳の中で一種の快感として残っているはずですから、ドーパミンの分泌を促し、「今度も、儲けられる可能性が高い」という情報となって、脳細胞の中でやり取りされるかもしれません。逆に、「相場が大きく乱高下するとき、儲けるのは難しい」という感覚が残っていると、「今は、おとなしくしておこう」という判断に結びつく可能性が高いといえるでしょう。

私たちの脳には、実際の経験や感情など多くの情報が蓄積されており、それがドーパミンの分泌に結びついて、日常の意思決定に大きな影響を与えていると考えられます。そうすると、適切な投資行動を行うためには、実際にを行った投資体験や、本などで勉強した知

識を頭の中で整理しておくことが大切だと思います。

それは、投資の意思決定を行うときに、経験や知識を整理しておかないと、脳の中に蓄積されたそれらの情報を適切に利用することが難しいからです。さまざまな情報が頭の中でゴチャゴチャになっていると、ドーパミンが適切なタイミングで分泌されないかもしれません。それでは、投資のタイミングをうまく掴むことができなくなってしまいます。

神経経済学やドーパミンについて知識があれば儲けられるといった単純な話ではありません。しかし、そうした脳の機能を知っていると、うまくいったとき、あるいは失敗したときに、その情報を次に生かすかたちで脳の神経細胞の中に残すことができるかもしれません。それができれば、投資だけではなく、日常生活の判断においても役に立つ知識といえるでしょう。

4 よりよい暮らしのために

英語では景気を「Business Cycle」と表現します。事業環境は良くなったり悪くなったりするもので常に循環しているという発想です。これを日本では「気」、すなわち人間の心理になぞらえて表しています。

バブル崩壊後のわが国は資産価格の下落に直面し「もうリスクをとることは懲り懲りだ」という「羹（あつもの）に懲りて膾（なます）を吹く」状況であったといえます。そして、

私たちはリスクをとる投資よりも現金の保有を優先し、企業も設備投資や賃金を増やそうとしなかったため、デフレ経済が発生したのです。これは、現状に悲観するあまり、将来に対する明るい見方を持たなくなった社会全体の心の動きの結果だともいえるでしょう。

「消費者心理が改善し、消費性向が高まれば需要の伸びが期待でき、需給ギャップは解消に向かうはず」とはいうものの、一度凍りついた人びとの心理を解きほぐすことは、口で言うほど容易ではありません。

現在、異次元の金融緩和、機動的な財政政策、成長戦略から成る、いわゆるアベノミクスにより、わが国の経済は立ち直りつつありますが、これは国民の心に働きかけることを重視した政策が効果を表しているといえるでしょう。

とはいえ、少子高齢化や財政悪化など、私たちを取り巻く環境の厳しさを考えると、自分の暮らしは自分で守るという意識を持つことが大切であり、経済や金融について、自分なりに理解し判断する力はますます重要になるでしょう。金融商品に関する知識だけでなく、バブルや相場場の過熱感に翻弄されては、人生におけるお金の余裕度は低下してしまいます。そうならないためにも、伝統的な理論を用いて中長期的な経済の動きを考えつつ、短期的な動きを行動経済学の視点で理解することは、自身のライフスタイルに合ったリスクテイクを考える一つの視座になると思います。まずは、自分自身の意思決定について、このコーナーで紹介してきた行動経済学の理論をもとに考えてみてはいかがでしょうか。