

504 ページ。原著は 2008 年 11 月刊行。2015 年 10 月ハヤカワ文庫発行。

過去から、世界各国について幅広い語りになっている。最初はつまらないと読み飛ばしたが、1 ページずつめくるようになった。解説を野口悠紀雄が書いている。

マネーほど重要で、しかも分かりにくいものはない。白状すれば、私自身も「いくら勉強しても、本質が分からない」という思いにいつも悩まされている。

マネーが何であるかは、誰でも知っている。少なくとも、そのつもりになっている。毎日使っているからだ。

一九八九年二月、アルゼンチンは記録にある限り最も暑い夏を迎え、ブエノスアイレスの発電システムはなんとか持ちこたえようと奮闘していた。住民は、一日に五時間も続く停電に慣れっこになっていた。銀行や外国為替の取り扱い窓口は、政府がペソの為替レートの急落を食い止めるために閉鎖された。だが、それも失敗に終わった。一か月のうちに、オーストラルはドルに対して六四パーセントも下落した。

それに歩調を合わせて、世界銀行はアルゼンチンへの融資を凍結した。その理由として、膨らみ続ける公的部門の赤字に対処できていないと指摘された。民間の貸し手は投資意欲を失っていた。投資家たちは数日のうちに実質価値がインフレで相殺されるような国債に手を出したがるわけがなかった。中央銀行の準備金が底をついているという懸念が広がるにつれ、債券価格は急落した。絶望的な状況に陥った政府に残された唯一の道は紙幣を増刷することだったが、それさえも失敗に終わった。四月二八日の金曜日、アルゼンチンは文字どおり破産した。中央銀行副総裁のロベルト・エイルバウムは記者会見で「これは物理的な問題だ」と語った。造幣局には紙がなくなったし、印刷所はストライキに入った。「どうしたらいいのか見当もつかないが、とにかくカネは月曜日には用意されなければならない」とエイルバウム副総裁は苦境を打ち明けた。

・・・

アルゼンチンのハイパーインフ

レの犠牲者は、物価上昇に見合う賃金の上昇を期待できる普通の労働者ではなく、公務員や学者など固定給に頼る者たちや、貯蓄の利息で生活する年金受給者たちだった。そして一九二〇年代のドイツと同じく、その恩恵を受けたのは大口の借財を抱えた者たちだった。彼らの借財は事実上、インフレによって消滅したからだ。オーストラル建ての債務については、アルゼンチン政府も受益者だといえた。

もし株式市場の指標の動きが人間の背丈のように統計学的に正規に分布していれば、「暗黒の日」は起こりにくい。大多数が平均値の周辺に集まり、極端に低かったり高かったりするケースはまれだ。背丈が一メートル二〇センチ以下だったり、二メートル四〇センチ以上だったりする人はそれほど多くない。私が受け持つ金融史のクラスに在籍する男子学生の身長を分布図にしたなら、アメリカ男性の平均身長一八センチからプラスマイナス一〇セン

チ前後に多くが集まり、古典的な釣り鐘形の曲線ができ上がるだろう。だが金融市場では、このような形状にはならない。もしダウ平均株価指数の月足を表にしたら、平均値の付近に多くが集まるのではなく、最大値や最小値の両端に多くの上下変動がみられるだろう。この現象を、統計学者たちは「ファットテール」と呼ぶ。もし株式市場の変動が、人間の身長分布のような釣り鐘形の「正規分布」の形を取るのであれば、年間一〇パーセントを超える下落は五〇〇年に一度しか起きないはずだが、**ダウ指数では少なくとも五年に一度ほ**起きている。また三〇センチしか背丈のない人間が存在しないように、株式市場も二〇パーセントの下落を見せることなどないはずなのだが、実際には、過去一世紀の間に、このような暴落が九回も起きている。

さらに、日本は世界で最大の国民年金基金を保有していたため、退職した日本人はだれもが、もらって当然の休息期間（おおむねかなり長期の）を通して、定期的な収入とともに寛大な特別手当をもらえることが期待できた。この福祉超大国はまた、奇跡的に少ない資金で実現されていた。一九七五年には、**国民所得のわずか九パーセントが社会保障に充てられただけ**だった。スウェーデンでは、三パーセントだった。税と社会福祉の負担は、イギリスに比べると、およそ半分だ。このまま進めば、日本という福祉国家は、完全に理にかなっているかのように思えた。日本は全国民に対する保障を達成し——つまりリスクを排除し——同時に経済も急速に成長し、一九六八年までに世界で二番目の経済大国にのし上がった。

寓意

ぐうい【寓意】他の物事にかこつけ、ほのめかして表した意味。

サブプライムローンビジネスモデルとしては完璧に機能したが、それは低金利が続く限り、人びとが仕事に就いている限り、そして不動産価格が上がり続ける限り、という前提条件の下だった。言うまでもなく、そのような状況がいつまでも続く保証はない。とくにデトロイトのように低落傾向にある都市の場合は、なおさらだ。だがサブプライムローンの貸し手は意に介さず、一九八〇年代に大手住宅ローン会社が先鞭をつけた道をひたすら進んだ。自分のカネをリスクにさらすことがないよう、彼らは新規のローン契約を結ぶことによって多額の手数料を手に入れ、次にそのローンを大量にウォールストリートの銀行に**転売**した。すると銀行はローンを**束ね直して**高利回りの住宅ローン担保証券（RMBS）を作り上げ、世界中の投資家たちに売却した。だれもが、自らの資本に一〇〇分の数パーセントポイントでも多いリターンを得たがっていた。これらのサブプライムローン証券は、債務担保証券（CDO）としてくり直されると、あてにならない借り手を対象にした高リスクのローンから、トリプルAの評価を受ける投資適格債に変身できた。そのために必要な条件は、ムーディーズかスタンダード・アンド・プアーズという二大格付け機関のどちらかに、これらの証券で少なくともトップランクにあるものは、**債務不履行に陥る可能性が低いと保証**してもらえれば十分だった。

当時、これらの「仕組み商品ストラクチャード・プロダクツ」の売り手は、金融の証券化は「リスクへの耐性が最も強い者」にリスクが向けられる特性を備えていると豪語していた。だがのちに判明したところによると、**リスクについて最も理解できていなかった層に、リスクが配分されていた**。サブプライムローンの危うさを最もよく承知していた者——つまり、借り手と直接交渉し、彼らの経済状態を熟知していた者——は最小のリスクを負うだけです。彼らは融資比率一〇〇パーセントのきわめてリスクが高い「NINJA エンジャ」ローン（収入も仕事も資産もない人びと向け）を作り上げ、
ノー・インカム・ノー・ジョブ・オア・アセット

即日、CDO を扱う大手銀行に売却した。

一方で銀行はサブプライム関連の資産を、「導管体コンデュイット」や「ストラクチャード・インベストメント・ビークル（SIV＝仕組み型投資主体）」と呼ばれる簿外会社に移すことで、自社のリスク要因を隠蔽していた。これらの会社は、市場でコマーシャルペーパーや翌日物の銀行間貸出などの短期借入で資金を調達していた

問題の根源は、南米で法的所有権を確立するには、手続きが面倒だ、という点にある。世界銀行によれば、現在アルゼンチンで不動産を登記しようと思うと、三〇日前後もかかる。以前は、もっと長くかかった。一部の国——最悪なケースはバングラデシュやハイチ——では、三〇〇日近くかかる。デ・ソトらの研究者が、ペルーの国有地に施設を建てる法的許可を得ようとしたとき、六年と一か月かかり、その間に、五二もの行政機関と交渉しなければならなかった。

・・・

デ・ソトの目から見ると、法的な所有権の獲得を妨げるお

役所仕事のせいで、貧しい人びとの資産がまったくの「資本が寝たまま……アンデスの高地の湖水のように、潜在的なエネルギーを秘めながら手つかずの状態」になっている。この休眠資本に息を吹き込むことが、ペルーのような国ぐにに豊かな未来をもたらすカギになる、とデ・ソトは訴える。

「財産権は、民主主義につながっていくものなのです」と、デ・ソトは主張する。

「なぜかといえば、市場志向型の財産制度を維持するためには、民主主義の制度を持つことが不可欠だからです。これこそ、投資家を安心させられる唯一の道なのです」

・・・

デ・ソトの方法が試みられたそのほかの地域——とくにカンボジア——では、都市の不動産に法的所有権を認めたために、**無節操な開発業者や投機家が貧しい居住者を買収するか追い払うのを手助けしたに過ぎなかった**。

一八四〇年二月二〇日、パーマス

トンは出兵を命じた。同年六月には、海軍の準備はすべて完了した。清朝は、歴史上で最も成功した**麻薬国家**と**でも呼べるイギリス帝国**の底力を、まざまざと見せつけられることになった。

一九二三年になると、ど

のような種類であっても、**ドイツの有価証券を持っていた人はすべてを失った**。もっとも、その後の平価切り上げによって、元本の一部だけは回復できた。ハプスブルク家やオスマン王朝、ロマノフ王朝が全面戦争の波に吞まれて崩壊すると、オーストリアやハンガリー、オスマン帝国、ロシアの国債を大量に持っていた人びとも——これらの通貨が金本位制だったというのに——大損した。とくにロシア国債の場合は損失が突然に訪れたうえ強烈だった。一九一八年二月、ボルシェヴィキ政権が債務不履行を宣言したからだ。この当時、一九〇六年に発行された利率五パーセントのロシア国債は、額面の四五パーセント未満の価格で取引されていた。一九二〇年代の間は、国外の債権者に対してなんらかの手打ちがおこなわれるのではないか、という期待感が投資家たちの間に漂っていて、国債は額面の二〇パーセント前後で取引されていた。だが一九三〇年代になると、**すべて紙切れ**と化した。

通貨危機や債務不履行、賠償金や戦争債務をめぐる議論に加え、世界恐慌が始まると、多くの国が為替や資本に規制を加え、保護主義的な関税などの貿易規制を課すようになった。だが外貨をあきらめてでも国家の富を保持しようという努力は、無駄骨に終わった。たとえば**中国政府は一九二一年一〇月一九日、破産を宣告し、中国が負っているほぼすべての対外債務の不履行に踏み切った**。この手法は、上海からサンティアゴ、モスクワからメキシコシティへと広がり、世界中で繰り返された。一九三〇年代の末までには、政治的な自由を保った国も含め、世界中のほとんどの国が、当然であるかのように貿易や移民や投資を規制した。

だが一部の批評家から見れば、**世界銀行とIMFは、相変わらずアメリカ帝国主義の手先に過ぎなかった**。IMFや世界銀行からの融資はすべて、アメリカ企業からアメリカ製品を買うためにのみ使われている、と指弾された。容赦ない独裁者や、腐敗した寡頭政治の支配者たちの権力を維持する道具として使われたことも多い。

量に頼るのではなく、このオプション価格を正確に算出できれば、「金融工学の専門家」の称号に値する。ブラックとショールズは、オプションの価値は次の五つの要因に左右されると考えた。①その株の現在の市場価格（ S ）、②オプションを行使するときの、合意に達した将来の価格（ X ）、③オプションの満期日（ T ）、④経済全体での無リスク利率（ r ）、⑤最も重要な変数である、株の年間予想変動率だ。⑤は、購入日と満期日までの、価格の振れの予想（ギリシャ文字の σ ）を指す。すばらしい数学魔法を使い、ブラックとショールズはオプションの価格（ C ）を、次の公式に組み立てた。

$$C = SN(d_1) \cdot X e^{-rT} N(d_2)$$

ただしこのとき、

$$d_1 = \frac{\log\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \quad d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

いささか、ひるむだろうか。この代数についていくのは、たいへんかもしれない。正直なところ、私も目がくらむ。だがクォンツたちは、ひるまなかつた。この洞察に基づく方程式を使って稼ぐ前提条件として、オプションの価格をどう決めるべきかなどまったく分からず（正確に予測できることなどまずあり得ない）、ひらめきに頼る人が、市場にあふれていないければならない。コンピュータによる膨大な計算力も必要だが、これは一九八〇年代のは

これまで見てきたように、二〇〇七年のサブプライムローン危機は、それほど予測困難な現象ではなかった。はるかに予測しがたかったのは、アメリカ国内の「新興」市場で、住宅ローンの不履行が奔流となって激震が起こり、それが西側の金融システム全体を揺るがす金融の地震へと発展した過程だった。サブプライムローンが不履行になることで、債務担保証券（CDO）など奇妙で新しい、資産を担保にした商品の価値が崩壊することを理解していた人は、それほど多くなかった。これらの損失が膨れ上がると、銀行間の貸出は止まり、短期のコア・シャル・ペーパーや社債を発行する企業に対する金利が急上昇し、民間部門のあらゆる借り手がきつく絞上げられることを予測していた人も、やはり多くなかった。この信用収縮を受けて、イギリスの一銀行が一八六六年以来はじめての取り付け騒ぎを起こし、ついには国有化されることを予見できた人も、決して多くなかった

人間は次に上げるような**認知上のワナ**に引っかかりやすいことが分かる。

- ①**可用性バイアス**。本当に必要とするデータではなく、簡単に思い出せる情報に基づいて判断を下してしまう。
- ②**後知恵バイアス**。ある事象が起こると（事後）、起こる前（事前）よりもその事象が

起こる確率は高かった、と思い込んでしまう。

③**帰納の問題**。情報が十分ではないにもかかわらず、一般法則を導いてしまう。

④**連言錯誤**。九〇パーセントの確率で起こる七つの事象はすべて起こると思いがちな一方、一〇パーセントの確率で起こる七つの事象のうち少なくとも一つが起こる確率は低く見積もりがちだ。

⑤**確証バイアス**。最初の仮説を覆す証拠よりも、それを裏づける証拠にばかり目がいく。

⑥**混入効果**。近似している情報は、たとえ関連性がなくても決定に影響する。

⑦**感情のヒューリスティクス**。あらかじめ頭にある価値判断が、コストや効果の評価に影響する。

⑧**範囲の無視**。規模の異なる被害を避笑い場合に、払うべき犠牲を規模に応じて調整できない。

⑨**測定の過信**。信頼区間を、狭く取ってしまう（たとえば、「最良」のシナリオと「最も確率の高い」シナリオをない交ぜにする）。

⑩**傍観者の無関心**。集団になると、個人としての責任放棄しやすい。

さらに、リスクを抱えた組織を切り離し、バランスシートの体裁を整えれば金融システム全体のなかでうまくリスクを分散できる、と信じていた人びとは、今回の金融危機で希望を打ち砕かれた。それどころか、金融システムの中心に膨大なリスクが集約され、まさに正反対のことが起きたように思える。そのうえ、**証券化のシステム**——ピーク時には信用創造の五分の一近くを占めていた——は**意外にモロい**ことも判明した。

たとえ

ば、スペインが南米に世界最大の銀山を発見したにもかかわらず、結局は没落したのはなぜか？ 「**貴金属を掘り出せば豊かになれる**と誤って信じていたからだ」というのがその答えだが、これを理解するにも、第1章を熟読しなければならない。