

# 価値不安・流動性選好・バブル

－ひととはなぜ「お金」を欲しがるのか？／文化的稀少性の理論－

桜井芳生

## 【要約】

「価値不安」仮説を基礎とする一連の社会学的モデルの一つとして、貨幣論を展開する。ケインズ＝小野による流動性選好論を出発点とする。小野の議論には、なぜ流動性選好が不飽和であるかについての説明が不在であった。これに対して、「価値不安」仮説をとることで、流動性選好が価値不安の慰撫機能を持つと考えれば流動性選好の不飽和が説明できることを示す。次に応用問題としてバブルの問題に進む。流動性評価の差異についてケインズ＝小野とはことなった見解を持ち、価値不安を想定することによって、合理的バブルの「生・滅」モデルの構築を試みる。

## 【1. 貨幣への探究】

筆者は、「価値不安」仮説を基礎とするところの一連の社会学的モデルを構想している。「価値」の問題を対象とするかぎり、価値を担うものとしての「貨幣」について、なんらかの見識を持たねばなるまい。このような視点による貨幣の探究の途上、筆者は、(ケインズに由来する)小野善康による「貨幣経済論」(流動性選好論)に出会い、蒙を開かれた。のみならず、小野が十分な解答を提出していない点に関して、「価値不安」仮説をとれば、解答を導くことが可能であるとの思いにいたった。それを以下のべてみたい。本誌に社会学者が、貨幣やバブルやケインズを論じる論文を投稿することは奇異にみえるかもしれないが、この点を鑑みて容赦いただきたい。

## 【2. のぞましさ・価値・文化的稀少性】

まず、筆者が基礎として考えている「価値不安」仮説についてのべよう。筆者はこの仮説を基礎として一連の社会学的モデルを構想している。以下の「貨幣論（流動性選好論ならびにバブル論）」が、この一連のモデルのうちのひとつの各論となることを目指している。

ひとは、日々生活している際に、自分のスルコト・モツモノが、「のぞましい」ものであることを望んでいる場合がほとんどだろう。しかもひとが、社会的存在である以上、その際の「のぞましさを「他者たち」からみとめられることを望む場合がほとんどだろう。この「のぞましさ」のことを「価値」とよぶこともできよう。ところで、この「のぞましいコト・モノ」は任意のひとが任意の場面で、「行い・享受する」ことができるとはかぎらないコト・モノであろう。もし、任意のひとが任意の場面で行い・享受することができれば、人間の悩みのかかなりの部分がなくなってしまうかもしれない。逆にいえば、ひとが生きていく際の悩み・問題の多くは、このような「のぞましいけれどもだれもが享受できるとはかぎらないコト・モノ」に関わっているといえそうだ。とすれば、この「のぞましいコト・モノ」に照準するわれわれの議論は、ひとびとにとって大きな意義を有するものになることが期待できる。

このような「のぞましいコト・モノ」は、「のぞんだとしてもだれもが享受できるとはかぎらない」コト・モノであった。とすれば、それは、ひとの「のぞみ」に比して相対的に「足りないコト・モノ」であるといえる。すなわち、それは「稀少」なるコト・モノであるといえるだろう。しかも、上述のとおり、われわれは、その「のぞましきコト・モノ」に照準するのだが、たんに個人が「のぞましい」と感じるだけでなく、他者たちからものぞましいと承認されるようなコト・モノにこそ照準するのであった。とすれば、そこでは、「孤島におけるロビンソン・クルーソー」に対する「目の前にある食料としての魚」のような「他者と隔絶した個人と、その個人にとってのある個別対象の効用」

に問題を還元することはできない。「稀少性」といっても、いわば「物理的」な稀少性に問題を還元をすることができない。他者たちからの承認といういわば「文化的」なメカニズムによる影響を要件とするような稀少性こそが、われわれの対象となる。このような意味で、われわれの対象とする「他者たちからの承認をもとめるのぞましきコト・モノ」の特性を「文化的稀少性」とよぶこともできよう。

### 【3. 価値不安】

とすれば、ひとは、他者たちがいかなるコト・モノを「のぞましい」と評価するのか「学習」しなければならないことになるだろう。すなわち、ひとは社会において一人前になるためには「価値の学習」問題を克服しなければならないのである。

と述べれば、慧眼な読者はすでに気づかれているかもしれない。このひとは、ウイトゲンシュタイン＝クリプキの有名な「パラドックス」に直面することになるだろう（Kripke, 1982参照）。（ただし、このパラドックスがウイトゲンシュタイン自身の含意であったどうかは主張しない。周知のようにウイトゲンシュタイン自身は『哲学探究』の201節で「ここに誤解がある」と述べている）。ある「大人」から「価値」を学習するひと（子供）は、その「手本」となる「大人」自体がクリプキのいう「懐疑論者」となる可能性から論理的には逃れることができないのである。たとえば、そのひとは、ある「大人」の振るまいを手本にして、「ものを食べるさいにはズルズルと音をたてないこと」が「のぞましい」と「学習」したとしよう。そのひとはこの学習の結果を愚直に敷衍してどんなものを食べるさいにも音をたてまいとするかもしれない。しかし、あるときその「手本」としていた大人自身が、「いや、そばを食べるときには、ズルズルと音をたててすすったほうが『のぞましい』のだ」というかもしれないのである。

すなわち、ひと（子供）は、有限回の手本の振る舞いから学習して、社会か

らは是認されている「価値」を学習したつもりになって、その価値に則して振る舞ったつもりでも、つねに、「次のもう一回め」に、社会（世間）のひと（大人たち）やそれどころか自分が手本とした当のひと（大人）から、「いやそれは違う」と否認される可能性から、脱却できないのである。ここにおいて、ひと（子供）は、いかに多くの有限回の事例でもって社会にみとめられている「価値」を学習したとしても、「次のもう一回目」において自分の価値習得が誤り（と社会からみなされる）かもしれないという「不安」をもつことがありそうなことになるのではないだろうか。このような「自分の価値把握は、ひとから誤りとされるかもしれない」という「不安」を「価値不安」となづけよう。そして、社会におけるひとはだれでも多かれ少なかれこのような価値不安を抱いているということを仮説してみよう（価値不安の仮説）。

ただ、周知のようにクリプキ自身の議論においては、ひと（子供）は、たとえ有限回の学習であってもやがては見本である大人（共同体）と一致していくと想定されている。（「・・・我々は相互に、我々は「+」でもってアディションを意味している、と言い合うことを許しているという事は、我々は一般に計算結果において一致している、というどうしようもないナマの事実によってささえられている「言語ゲーム」の一部なのである。」Kripke. 1982. 訳書189頁）。とすれば、このような「どうしようもない一致というナマの事実」によって上の不安は払拭されうるという反論もありうるかもしれない。

しかし、そうだろうか。ここで、一見唐突だが、人工知能の論域で議論されているフレーム問題（さまざまな定義があるので、誤解をさければ、松原仁のいう「一般化フレーム問題」）という論点を援用したい。フレーム問題によれば、「爆弾とバッテリーが置いてある部屋のなかから、ロボットにバッテリーだけを取ってこさせる」という一見簡単にみえるような課題をロボットにさせることが困難になる。なぜなら、ロボットは命令者（ひと）が明示的には指示しなかったさまざまな些細な問題に直面し（爆弾はバッテリーとおなじワゴンにのっているのか、ワゴンを動かすとバッテリーとともに爆弾はついてくるの

か、爆弾をワゴンからどけようとするとき爆弾とワゴンは離れるのか、爆弾をどのぐらいの強さでつかんでよいのか、バッテリーは爆発しないのか、ワゴンは爆発しないのか・・・), その些細な問題のすべてを命令者の意図どおりに解決するためには、記憶量の爆発(あらかじめあらゆる可能性の些細な事情のすべてを命令者がロボットに書き込んでやる)か、演算量の爆発(あらゆる些細な事情の可能性のすべてに関して判断する)か、のどちらかが生じざるを得ないのである。この点を松原は「一般化フレーム問題は、情報処理の主体が有限であることから、すなわち膨大な情報のうち一部しか参照できないことから生じる」(223頁)と述べている。このように一般化フレーム問題を把握すれば、松原も言っているとおり、人工知能にとっても人間にとっても(人間が情報処理能力が有限であるかぎり)、一般化フレーム問題の解決は不可能である。のこされた道は、いかにして人は一般化フレーム問題を「解決しているかのようにふるまっているか」、いかにしてコンピュータに「解決しているかのように」ふるまわせるか、という「疑似解決」しかない。

とすれば、ここにそれぞれ一般化フレーム問題を一見したところ解決しているような(疑似解決)ひとがふたり(大人と子供)がいたとしよう。その二人の出力する判断は、あたえられた状況においてほしいと同じである(クリプキのいうナマの事実)かもしれない。しかし、一般化フレーム問題の帰結からすると、任意の状況においてまったく同じであるということは保証されないだろう。そして、両者の判断がこととなったときには、大体において、強い者(大人)が弱い者(子供)に対して、「お前の方が間違っていたのだ」と「帰因・帰責」してしまうだろう。とすれば、ある大人を「手本」にして社会において是認されているような「価値」を習得しているつもり「子供」も、任意の状況において、「手本=大人」から「お前の価値習得はあやまりだ」とされる可能性が払拭できないのである。すなわち、たとえクリプキのいうような「判断の一致」という「ナマの事実」が、事実問題として見いだされたとしても、それは、例の「疑似解決」の結果なのである。微細にみれば、任意の状況において複数の

主体の判断がことなるという可能性を払拭できない。とすれば、一見、クリプキのいうような「ナマの事実」として、社会的に是認された価値と自分の価値習得による判断が「一致」しているようにみえても、「次のもう一回め」において、社会の判断と私の判断が齟齬する可能性はなくなる。とすれば、やはり、「自分の価値把握は、ひとから誤りとされるかもしれない」という「不安」を、ひとがもつということはあるようなことであるといえるだろう。

#### 【4. 価値と貨幣】

筆者は以上のような「価値不安」の仮説を置くことで、価値（あるいは上述の意味での「文化的稀少性」）をめぐる社会学的諸モデルの構築をめざしている。本稿では、価値をめぐる諸問題のうちとくに「貨幣」の問題を論じてみたい。ここでとくに依拠する先行研究は、現在においては経済学の古典ともいえるケインズの『雇用・利子および貨幣の一般理論』であり、そのケインズの貨幣経済論の現代における蘇生者ともいえる小野善康の『不況の経済学』など、である。他にも貨幣について検討すべき理説は多々あるとはおもうが、筆者の現在の力では「目配りの効いたサーベイ」はできない。紙数の制約もあるので、われわれが生産性ありとにらんだ方向に直截に切り込んでみたい。前述のとおり、以下はたんにケインズ＝小野の議論を敷衍するにとどまらない。「価値不安」仮説をもちこむことで、小野が答えていなかった問題への解答を試み、「応用問題」として「バブル」の問題への新たな解答案も提起したい。

#### 【5. 「ケインズ＝小野の流動性選好説」→不況の経済学】

最近、社会学者も注目すべきであると思われる業績が、経済学の分野で生まれた。小野善康の『不況の経済学』などの一連の業績である。彼は、「新古典派」ともいわゆる「ケインジアン」ともことなり、ジンメルなどを援用することで、貨幣がもたらす「流動性」へのひとびとの「保有願望」に着目する。そうすることで、（ケインジアンではなく）ケインズ自身が主張しようとした

「不況の発生メカニズム」を現代の動学的経済学の枠組みを使って再構成しようとする。小野の議論は概略以下のようなものである。

小野は、いままで利子の二つの側面が必ずしも明示的に区別されていなかった、と考える。彼によれば、利率は二つの側面がある。第一は、消費を将来まで延期するときに要求される我慢の度をあらわすもので、「時間選好率」である。これはいわば「異時点間」の側面である。第二は、収益資産に投資して利ざやを稼ぐか、それとも利ざやは低いかまったくないが流動性は高い資産（典型は「貨幣」）を保有するかという選択を反映した、流動性プレミアムによってあらわされる「同時点内」の側面である（小野1994.2頁参照）。小野によれば、新古典派経済理論では、この二つの利率のうちで前者の時間選好率だけに注目し、後者の流動性プレミアムはほとんど無視されている、という。それに対して、小野はジンメルやマルクスを援用することで、後者にとくに着目する。後者の利率を生み出す流動性への選好（効用）とは、お金をなにかに「使う（消費する）」ことよってもたらされる効用ではない。いわば「お金をもっていることそれ自体」が生み出す効用である。このことを小野は、「（流動性のある）資産をもっている場合の効用は、けっしてそれを使って具体的に何かを食べたときの満腹感でもなく、何かを着て人目を引いたときの満足感でもなく、コンサートに行つて何かを聞いたときの満足感でもない。それをもっているからこれもあれもできるという可能性をもつこと、それ自体が生み出すものである」と考える（小野1994. 4 頁参照）。さらにこのような「流動性からの効用は資産をいくら蓄積してもさらに資産が増えればその満足度は上昇しつづける」（小野1994. 4 頁）と小野は考える。このような貨幣のもたらす流動性それ自体への効用に着目するか否かは、じつは現実の経済を見るうえで大きな差異をもたらす。この流動性への効用を無視する新古典派においては、貯蓄はすなわち将来の具体的支出を意味している（小野1994. 5 頁）。したがって、現在と将来の価格調整（時間選好率としての利率の調整）を通して、現在と将来の支出配分がうまくいけば、調整のおくれによる一時的な景気後退はありうるも

の、長期的な不況の定常状態などはありませんことになる。(小野1994.5頁)。他方、(ケインズ自身ではなく、いわゆる)ケインジアン議論においては、このような価格や賃金の調整の遅れに注目し、それによって有効需要不足が発生しうることを説明する。しかし、新古典派とケインジアンとの違いは、一言で言えば、価格や賃金の調整がうまく働いているか否かの違いだけになってしまう。「流動性」の効用が本質的な役割を果しているわけではない、と小野は考える(小野1994. 5頁)。

しかし、新古典派ともケインジアンとも異なり、小野のように「流動性選好」を重視すればどうなるだろうか。すなわち、その際、人々が資産の保有そのものを目的として消費を減らし、購買力を貯蓄に回すのであれば、その貯蓄は必ずしも将来の支出を念頭においてのものではなくなってしまう。このような流動性選好にもとづいた買い控えが発生すれば、消費はそれ以上伸びなくなるとともに、将来の消費の増大も期待できず、長期的な有効需要不足とそれによる不況が発生してしまうのである(小野1994. 6頁)。このように流動性選好に注目するか否かは、長期的な不況の可能性を説明できるか否かという経済理論の試金石に直接かかわるいわば「賭金」となるのである。こうして、小野の議論は、「新古典派経済学ではまったく無視される、人間の貨幣や富そのものへの守銭奴的な限りない欲求(流動性選好の非飽和性--引用者)が、新古典派経済学には存在しえない、不況という現象を生み出すことを明らかにするもの」(小野1992. i頁)となる。

## 【6. 小野における流動性選好の非飽和性への説明の不在】

小野によれば、このような小野の出発仮定に関しては、専門の経済学者たちのあいだでは、意見が二手に分かれた、という。すなわち、一方は、この仮定のほうが現実的だと支持して、さらにこのような簡単な理論構造から不況が説明できることを評価した。しかし、他方は、貨幣そのものに対する守銭奴的な願望は「非合理的」だから、それをもとにした理論的考察は無意味だ、と主張



したという。これに対して小野自身は、「それなら、私という人間は非合理的だ。金はいくらでもたまってくれればいいし、自分の土地は一生手放さなくてもその市場価値が上がってくれば、それがいくら上がっても幸せで、適当なところでそれ以上はどうでもいいとはおもわない（すなわち「選好の非飽和性」－引用者）。」（小野1992. i 頁）といわば「居直って」（失礼！）いる。そして、そもそも人の欲求を合理・非合理で判断しても意味がない、という。経済学はそれよりも、より現実的な人間の欲求構造をあるがままに把握して、それを「前提」（小野1992. ii 頁）にして、そのもとでの合理的行動を分析すべきである、という。

このような小野の議論には、まったく賛成だ。ある欲求が経済学者の眼からみて「合理的」であろうとなかろうと、それをモデルに入れることがモデルの説明力を増すことになるならどんどんモデルに入れるべきである、と私は思う。そうすることで、むしろ、人間の「非合理性」があきらかになるなら、そのほうが認識利得がある、と私は思う。また、「お金は使い道がなくてもいくらでもほしい」という欲求構造の方が、新古典派が考える「お金への欲求は飽和性がある」という仮定より、むしろ「現実的」であると考える「社会学者」は多いのではないだろうか。そして、このような「コロンブスの卵」的な現実的な仮定でもって、新古典派が説明できなかった「不況」がおおいに説明できるならば（小野はかなり不況の説明に成功している、と私は思う）、それはとても大きな前進である、と私は考える。

しかし、このように小野が「非合理」的だと居直り、「前提」としてその説明を十全にはしていない「流動性選好の非飽和性」という彼の鍵仮定を、じつはある程度「説明」することができるように思われるのである。これが本稿の第一の主張である。そして、たんにその「流動性選好の非飽和性」を説明できるだけでなく、小野においては必ずしも十分に説明されていなかった「バブルの崩壊」について、この我々の理解は説明力を有するよう思われるのである。これが本稿の第二の主張である。

## 【7. 「価値不安」の慰撫としての「流動性」】

すなわち、我々の第一の問題は、こうなる。「小野が『前提』とした、『流動性選好の非飽和性』を説明することは可能か。可能だとしたら、どう説明するのか」と。これに対する我々の回答は、こうである。「『流動性選好の非飽和性』を説明することは可能である。『我々の仮説する「価値不安」を慰撫するもの(のひとつ)が、じつは貨幣の「流動性」である。したがって、「価値不安が払拭できない」以上、「流動性への選好」は「飽和」しない』、これが我々の『説明』である」というものである。以下、このわれわれの第一の回答案を説明していこう。

うえにおいてわれわれは、ひとは自分のモツモノ・スルコトに対して他者たちから評価されるのぞましさ(価値)について、絶えず自分が評価するのとはことなつた評価をされる可能性(危険性)に直面しており、その結果、自分のモツモノ・スルコトにたいする価値評価について「不安」を抱いている、ということがありそうだと論じた。そして、この不安のことを「価値不安」と名付けた。経済の領野においてもこのことはいえるだろう。ひとは自分の財産をいまの時点ですべて消費し尽くしてしまうということは、通常ない。財産の消費しなかった部分(「貯蓄」)についての他者たちからの価値評価が、予期せざる変動をしてしまうという「不安」をもっていることがありそうなことになるだろう(経済的財産における「価値不安」)。じつは、貨幣とは、このような「価値不安」を慰撫する機能を果たしているのではないだろうか。価値変動に対して、(じつはあくまで相対的でしかないのだが)「不変な価値支持物」として貨幣はひとびとに信憑され、そうであるがゆえに、貨幣を持つことは「選好」されるのではないだろうか。しかも、この「不安」はいつその人にとって現実のものとなるかはその人自身わからないものだろう。もしそれがわかつたらそれはもはや「不安」と呼ぶべきものではなく、「予測された危険」とでも呼ぶべきものだろう。したがって、この不安を慰撫するものは任意の時点で他の財との交

換を可能にしてくれるものでなければならぬだろう（この点が、貨幣や普通預金と、定期預金や国債などを区別するところであろう）。

もし、そうだとしたら、なぜ貨幣の流動性への選好が「飽和」しないのか、も容易に理解できる。すなわち、そもそも貨幣の流動性へとひとを選好させる「価値不安」が、原理的に「払拭」できないからだ。ひとは、いくらお金もちになったとしても、「あらたにはいった1000万円」分の財産について、「新たな価値不安」に悩まされるのである。したがって、この「新たに手に入った1000万円分の財産」についても価値不安を慰撫するために、流動性への選好が生ずるだろう。とすれば、「次に新たに手に入った1000万円分の財産」についても同様だろう。以下おなじようにして、いくら財産が増えても、流動性への選好は飽和しないだろう。

流動性選好の源泉（のひとつ）についてのわれわれの理解は以上のようなものだ。すなわち、ひとはみずからの財産に関する価値不安を慰撫するために流動性を選好する、というものである。もし、この理解が、なんらかの程度であれ正鵠を射ているとすれば、それは「不況」に関する理解をも若干かえはしないだろうか。すなわち、われわれの理解によれば、「不況」とは、価値不安を慰撫するというベネフィットに対する代償としての、「コスト」のようなものだ、といえるのではないだろうか。

注意すべきなのは、このような「価値不安」は、確率的に表現される価値変動の「リスク」とは似て非なるものだ、ということだ。もし、このような価値変動の危険が、確率的に表現できるのだとしたら、ひとは期待値としての価値の総和が最大になるように、あるいはリスク回避選好の重み付けをしたうえで期待値の総和が最大になるように、資産のポートフォリオを形成するだろう。もし、価値不安がこのような「確率化されたリスク」に還元できるならば、議論は再び新古典派的な「動学的な一般均衡」に帰着し、「不況」の存在はありえなくなってしまうかもしれない。しかし例の「価値不安」は、いわばこのように「確率的に評価できる危険」とは異なる。いわば「確率的な評価さえでき

ないような不安」である。ケインズの謎めいた指摘「流動性プレミアムは部分的に危険性プレミアムに類似しているが、部分的にはそれと異なったものであるということである。—その差異は、われわれが確率に関してなしうる最善の推定と、われわれがその推定をなす場合の確信との間の違いに対応する」（原書240頁）は、この点に関わっているのではないだろうか。

## 【8. バブルと価値不安】

さて、以上のように、流動性選好はじつはわれわれのよぶ「価値不安」によってもたらされるものである、とわれわれは考えたのである。（ただし、価値不安が流動性選好の唯一の源泉である、とは主張しない）。このようなわれわれの理解は、昨今関心のもたれているいわゆる「バブル」ならびに「バブルの崩壊」についても理解をすすめてくれるように思われる。まず、我々の考えを述べる前に、小野自身が「バブル」についてどう見ているかを概観しよう。小野はバブルに関してもいわば「画期的」な洞察をしている。

小野によれば、以前のバブルに関する定説では、バブルは「非合理的」なものとして捉えられている。（以下、小野の議論を敷衍するときは引用符なしに小野自身の文言を使用する場合がある。了承されたい）。

まず新古典派のように、流動性を無視し、資産は収益だけを生み出すと仮定してみよう。その場合、当該の資産の収益率は、配当率（＝配当額／資産価格）とその資産価格の上昇率すなわちキャピタル・ゲインからなっている（小野1994.220頁。以下同書）。

またここにおいては、ひとは、この資産を購入し、収益を実現すると代償に、消費を将来まで延ばす我慢（その程度が時間選好率 $\rho$ ）と消費財の価格上昇を被る。したがって、ひとは、時間選好率 $\rho$ と物価変化率との合計（これを小野は「消費の利子率」と呼ぶ）と、資産の収益率が等しくなるように、消費や資産構成を決定する。すなわち、

時間選好率 $\rho$  + 物価変化率 = 配当額／資産価格 + キャピタル・ゲイン

が成立している。(221頁)。

この経済での実質利子率は、この利子率から物価変化率を引いたものだから、時間選好率  $\rho$  と等しい。したがって、上式を物価上昇を控除して「実質」値になおすと

$$\text{時間選好率 } \rho = \text{実質配当額} / \text{実質資産価格} + \text{実質キャピタル・ゲイン} \quad (1)$$

という関係が得られる。

まず、実質資産価格が一定になる場合を考えてみる。この場合、キャピタル・ゲインはゼロだから、利子率は配当率そのものである。よって、(1)式より、資産価格は

$$\text{実質資産価格} = \text{実質配当額} / \text{時間選好率 } \rho$$

によって与えられる。これがいわゆる「ファンダメンタルズ」と呼ばれるものである (222頁)。

## 【9. ファンダメンタルズとバブル】

前項での資産価格は、資産価格が一定であるという条件のもとでの値である。しかし、資産価格が伸びていくとしたらどうなるだろうか。

もし(1)式で、時間選好率  $\rho$  が配当率 (= 実質配当額 / 実質資産価格) を越えているなら、実質キャピタル・ゲインは、

$$\text{実質キャピタル・ゲイン} = \rho - \text{実質配当額} / \text{実質資産価格} \quad (2)$$

を満たすため、正の値を持つ。一方実質キャピタル・ゲインとは、実質資産価格の上昇率のことであるから、これが常に正であれば、資産価格は永久に上昇する。いいかえれば、資産価格が永久に上昇する経路にあっても、利子率の裁定式はみたされている。このことから、資産価格は前項において求めたファンダメンタルズを越えうると考え、それを「バブル」とよぶことが一般的である、と小野は言う (223頁)。

しかし、じつは、新古典派理論によれば、合理的期待のもとでは、このような流動性のない収益資産の価格が無限に上昇する経路は、そもそも最初から実

現されないことを示すことができる、と小野は言う(224頁)。説明しよう。いま配当額が一定である場合を論じているため、もし資産価格が永久に増大するならば、(2)式において、配当額／資産価格は(分母が大きくなるから)どんどん小さくなり、かぎりなくゼロに近づく。そのとき、(2)式より、資産価格の上昇率(キャピタル・ゲイン)は実質利子率(=時間選好率) $\rho$ と等しくなる。

他方、こうして $\rho$ の率で上昇する資産価格の将来の値を現在価値に割り引くさいにはその実質利子率 $\rho$ を使うため、その株式の将来価格の現在価値はゼロでなく、ある正の値で残ってしまう。すなわち、実質資産価格に対する現時点での評価は $\rho$ の率で縮小するが、実質資産価格自体が $\rho$ の率で上昇するため、将来の実質資産価格の現時点での評価額はゼロにならずに残りつづける。したがって、その資産を保有している人は、現時点においてその分の価値を消費に使ってその効用を引き上げることができるにもかかわらず、ただ無駄に所有するという決断をしたことになる。このように、流動性選好を無視すると、そもそもひとがバブルの資産を保有するというはその人の効用を最大化していないことになってしまう、と小野は主張する。

## 【10. 流動性選好と合理的バブル】

上では、流動性選好がない場合であった。そこでは、バブルは合理的には存在しえないことになった。では流動性選好を想定するとどうなるだろうか。

ひとが株式の流動性を信じ、そのため株式の収益性に加えて流動性という理由でもその株を保有しているとしよう。この場合、その保有者によって評価された株式の利子率は株のもたらす目に見える収益率と、それに彼がその株の流動性に対して評価するメリットすなわち「流動性プレミアム」との合計となる。ひとびとが最適行動をしているとすると、このように株を保有することも、消費をすることも彼にとって無差別であるような状態で均衡にいたるだろう。したがって、この利子率は、上述の「消費の利子率」とも等しくなるはずである。そのため

時間選好率  $\rho$  + 物価変化率 (=消費の利子率) = 配当額 / 資産価格 + キャピタル・ゲイン + 流動性プレミアム

となる (228頁)。この式の両辺から物価変化率と流動性プレミアムとの合計を差し引けば、

$$\rho - \text{流動性プレミアム} = \text{実質配当額} / \text{実質資産価格} + \text{実質キャピタル・ゲイン} \quad (3)$$

という式を得ることができる。実質資産価格の動きは、この式によって決定される (228頁)。この(3)式を使って、前節と同様に、実質資産価格が拡大する経路を考えてみよう。実質資産価格が拡大するにつれて、配当率 (=実質配当額 / 実質資産価格) は小さくなっていき、最後にはゼロに近づいてしまう。そのため、実質資産価格の上昇率 (すなわち実質キャピタル・ゲイン) は

$$\text{実質資産価格上昇率} = \rho - \text{流動性プレミアム} \quad (4)$$

となり、資産価格はこの率で永久に上昇していくことになる。

すなわち、前節とは異なり、資産が流動性を生み出している場合には、資産価格の上昇率がその流動性プレミアム分だけ  $\rho$  よりも小さくなるのである。したがって、資産価格の上昇率はその割引率  $\rho$  を下回り、そのため資産価格の現在価値はゼロに近づいていく。したがって、前節でのひとが合理的であるかぎりバブルは生じない、という帰結には、この場合は至らない。すなわち、ひとびとがこの資産の流動性を信じている限り、その価格が上昇しつづけても何の矛盾を発生せず、その上昇経路は合理的期待のもとで維持される、と小野は述べる。このように小野は「バブル」は必ずしも非合理的でないことを論証する。これは、いままでバブルの議論に対して深刻な反省を迫るように思われる。

## 【11. バブル崩壊への説明の不在】

しかし、この小野のようにバブルを把握すると新たな問題に直面することになる。すなわち、このようにバブルが「合理的」でありうるとすると、なぜバブルは「はじける」のか、という問題である。これに対して小野自身は、「このような資産価格のみの膨張 (資産インフレ) が続くと、人々がこれに対して

不安をもちはじめ。それともなつて資産価格の伸びを支えていた流動性が減少し、それとともに資産価格が一気に収縮してしまう（バブルの崩壊）」（239頁）と述べている。しかし、ここにはなぜひとがこのような「不安」をいだくのかについての説明がない。まさにわれわれはこの点についてわれわれの仮説でもって理解を深め、もつてバブルの崩壊時期への理解をもたらしたい、とおもうのである。

## 【12. 貨幣とバブルの同等性】

以上の問題を解くヒントは、バブルと貨幣との同等性と差異とを考えてみることで得られる。意外に思われる読者もいるかもしれないが、この小野のように「合理的なバブル」を考えると、じつは、貨幣もこの合理的バブルの一種にほかならないことがわかる。すなわち、「資産価格が収益率を背景とするファンダメンタルズと、流動性を背景とする（合理的）バブルとからなっていると考えれば、貨幣という資産の価格はバブルそのものであることがわかる。」（233頁）。

この点を、小野自身は行っていないが、資産の流動性プレミアムと貨幣の流動性プレミアムを比べることで確かめてみよう。

$$\text{実質資産価格上昇率} = \rho - \text{流動性プレミアム} \quad (4)$$

の式を貨幣に当てはめて考えてみると貨幣の収益はほとんどゼロに近いが、物価水準が下落（／上昇）する場合には「実質」の（貨幣の）資産価格が上昇（／下落）するに等しいであろう。すなわち、(4)式は

$$-\text{物価変化率} = \rho - \text{流動性プレミアム} \quad (5) \quad \text{となる。}$$

小野は別のところで、貨幣の流動性プレミアムについて「利子率の基本方程式」を導出している（詳しくは小野1994.78 頁参照）。それは

$$\text{流動性プレミアム} = \text{時間選好率} \rho + \text{物価変化率} \quad (6) \quad \text{である。}$$

いうまでもなく(6)式は、容易に(5)式に変形できる。すなわち、貨幣の流動性プレミアムについての「利子率の基本方程式(6)」とは、小野自身は指摘していな



いが、じつは「合理的バブル」の実質資産価格上昇率の方程式(4)のスペシャルケースだったのである。

### 【13. 貨幣とバブルの差異】

とすれば、われわれはあらたな問題に逢着する。以上のように合理的バブルと貨幣とが「同等」であるとする、では一体両者の「差異」はどこにあるのか?、と。この点も、小野は必ずしも十全に説明していないように思う。

合理的バブルの実質資産価格上昇率の方程式(4)と貨幣における流動性プレミアムに関する式(5)を比べてみよう。前者(4)においては、バブルは合理的に実質資産価格上昇(キャピタル・ゲイン)を出力する。しかし、後者(5)では貨幣のキャピタル・ゲイン(一物価変化率)はほとんどの場合無視できる程度である。両者の差異は、いうまでもなく「流動性プレミアム」の差異にもとづいている。貨幣の流動性評価は株などに比べると高く、時間選好率 $\rho$ にかなり近いだろう。よって、時間選好率 $\rho$ と貨幣の流動性プレミアムの「差」すなわち(5)式の右辺はほとんどゼロに近くなり、その結果、貨幣のもたらすキャピタル・ゲインはゼロに近いだろう。それに対して、株などの流動性プレミアムは比して低く、その結果時間選好率 $\rho$ との「差」が生じ、(4)式よりキャピタル・ゲイン(実質資産価格上昇)が得られるのであろう(★)。この説明は、貨幣についての流動性評価は株についてのそれをよりも大きい、という常識とも整合する。

そうであるとする、では、この貨幣と株(などの合理的バブル)に対する「流動性」の評価の「差異」はどこから生じるのであろうか。ケインズ・小野をはじめとする多くの論者は、各人がそれぞれ貨幣と株に別々の流動性評価を与えている、と考えているようである(Keynes1936, 原頁240-243。小野1994.50-51頁)。しかし、これはあまり納得できない。なぜなら、流動性の評価とは「いま、私<sub>1</sub>の持っているこの資産を、十分多くの人<sub>2</sub>が、『買って』くれる」というその人<sub>1</sub>の信憑<sub>1</sub>に基づいているからだ。そして貨幣の場合を考えてみればすぐわかるように、これは、その資産を多くの人<sub>2</sub>が消費しようとする

るからではなく、その多くの人<sub>2</sub>自身が「その資産を、私<sub>2</sub>が所有したとしても、十分多くの人<sub>3</sub>が『買って』くれる」と信憑<sub>2</sub>していると、その人<sub>1</sub>が信憑<sub>1</sub>していることに基づくのだ。以下いうまでもなく、この信憑<sub>2</sub>自体が、さらにその別の人たち<sub>3</sub>が「その資産を、私<sub>3</sub>が所有したとしても、十分多くの人<sub>4</sub>が『買って』くれる」と信憑<sub>3</sub>していることに基づくはずだ。この信憑の連鎖はどこか一か所でも不成立ならば、全体が成立しない。とすれば、あるのは「このような信憑の連鎖を信憑するか／しないか」のどちらかだけである（☆）。前者であれば、その資産は流動性が「ある」とされるし、後者であれば「ない」とされよう。すなわち、ある個人にとってはある資産の流動性の評価は「大／小」というよりも「有／無」として評価されることがありそうなことになるだろう。だとすれば、株と貨幣における流動性の評価の（したがってまた流動性プレミアムの）「差異」はどこから生じるのか。それを私は、社会全体における流動性を評価する人の「人数の割合」の「差異」によるのではないかと提案したい。つまり流動性自体に高い低いがあるのではなく、株に流動性をみとめる人と貨幣に流動性をみとめる人では人数の割合が異なり、この差異がいわば社会全体における流動性の評価の平均値を異なったものにしていないのだろうか。

#### 【14. バブルの発端→ゲインの減少→バブルの崩壊】

このようなわれわれの理解は、(合理的)バブルの「発端・ゲインの減少・崩壊」の過程をかなりよく説明してくれるように思われる。このような理解にもとづいてバブルの「生滅のモデル」を語ってみよう。(いうまでもないが、現実に存在するバブルがすべて合理的バブルである、などという主張を本稿はしていない)。

まず件の資産(株など)ははじめ一定の人数のひとの間でのみ流動性が評価される。したがって、その人達による流動性評価と他のそれに流動性をみとめない人たちとの評価を「平均」した流動性評価は、ほとんどのひとが評価して

いる「貨幣」の流動性評価よりも「下がる」ことになろう。これが「(合理的バブルの) 資産の流動性プレミアムが貨幣のそれより低い」理由であると思われる。

しかし、じつはまたその「(貨幣のプレミアムに対する資産の) プレミアムの差異」こそが、資産のキャピタル・ゲインの原因なのであった(前節★)。この資産からキャピタル・ゲインを得ることができる以上、この資産に対する流動性の評価は当初の「評価集団」を越え出る傾向をもつだろう。なぜならその集団のすぐ外のひとは「貨幣というキャピタルゲインのない流動性資産しか知らなかったのに、バブル資産というゲインがありかつ流動性もある資産があることを知る」からである。とすれば、彼はその資産を保有することに正の誘因をもつだろう。のみならず、彼の周辺の人達にとっても同じ保有への正の誘因が生じ、そのことが彼にとってのその資産の「流動性」を生み出すことになるだろう。こうして、バブル資産の「流動性評価集団の環」は拡大していく。しかし、このように「環」がひろがることは、じつは「社会的に平均された流動性評価」が「資産」と「貨幣」とで同じになっていく過程でもある。すなわち、「資産」のキャピタルゲインが減少し、貨幣と同様に「ゼロ」に近づく過程である。

しかし、そもそも、資産の方が貨幣よりも選好されたのはキャピタルゲインが存在するからだだった。とすれば、キャピタルゲインがゼロに近づくことによって、もはや貨幣から件の資産に「乗り換え」る誘因を自らにみとめない者があらわれる蓋然性が高い。とすると、「資産の流動性評価の環を拡大する誘因」が失われることになる。したがって、「資産への乗り換える誘因を自らに認めない者」は、その資産に対する「貨幣ヨリ以上の選好」を無くし、その資産の買い取りを拒否する蓋然性が生じる。すると、この者を見た第二の者は、「いままで流動性があったとされた資産がじつは流動性がなかった(買い取りの拒否者が出た)」と認識し、流動性評価を無くす。そもそもこの資産がこれほどまで選好された要件の一つはそれが「流動性」を持つことによって我々のいう

「価値不安」を慰撫する機能を果していたからだ（7節）。よってこの第二の者は、いままでどおりにこの資産を評価することをしない。いわば、この第二の者は、この資産に関して、彼の価値不安が励起させられたのである。とすると、同様に第一の者と第二の者を見た第三の者も流動性評価を無くし、その資産に対して価値不安慰撫機能をみいださなくなり、その資産の評価を下げる……。前節☆の議論より、流動性の評価が成立するためには、十分に多くの人の全員がその資産を評価するという連鎖が必要条件であった。そしてその「評価」は、価値不安を慰撫するという機能によって支えられていた。とすると、ここで、この連鎖の内の或る者（第二の者）がこの「評価」を取り下げることによって、この信憑の連鎖が切れることになる。その結果、別の者（第三の者）によって、この資産は価値不安の慰撫機能がなくなり、それによってまたその資産への評価を無くし、それによってまた第三の者にとっての流動性がなくなり……。というように流動性の評価の信憑の連鎖の「はじけ」の「ドミノ倒し」が生じるだろう。以下同様なメカニズムが進み、資産にたいする流動性評価は消失し、株価は一気に「ファンダメンタルズによる価格」にまで下落するだろう。このように、「合理的バブル」は「不合理であるがゆえにはじける」のではなく（定義により合理的バブルは不合理でない）、価値不安を励起するがゆえに、はじけるのである。こうして、当該資産の流動性を評価する人が、社会全員に近づくと、バブルは崩壊する。

すなわち「貴女までが、財テクに走りはじめるとき、バブルは崩壊する」のである。

## 【15. まとめ】

まとめてみよう。われわれは小野＝ケインズによる流動性選好説・不況の経済学を高く評価したが、小野には、そもそもなぜ流動性選好が不飽和であるかについての説明が不在であった。これに対して、「価値不安」仮説をとること

で、流動性選好が価値不安の慰撫機能を持つと考えれば流動性選好の不飽和が説明できることを示した（7節）。次に応用問題としてバブルの問題に進んだ。小野は合理的バブルが存在し得、貨幣も合理的バブルであることを看破した点でも画期的であった。しかし、「貨幣とバブルの差異」「なぜバブルのみがはじけるのか」について十分な説明をあたえていない。われわれは、流動性評価の差異についてケインズ＝小野とはことなつた見解を持ち（13節）、価値不安を想定することによって、合理的バブルの「生・滅」モデルを語ってみた（14節）。その結果、社会の多くの成員が財テクに走り始めるその瞬間に、バブルがはじけることが予想できた。

### 主要関連文献

- 岩井克人. 1993.『貨幣論』筑摩書房
- Keynes, J. M. 1936. The General Theory of Employment, Interest and Money. Macmillan＝塩野谷九十九訳. 1941.『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社
- Kripke, S. A. 1982 Wittgenstein on Rules and Private Language＝1983黒崎宏訳『ウイットゲンシュタインのパラドックス』産業図書
- 松原仁. 1990「一般化フレーム問題の提唱」、マッカーシー・ヘイズ、松原仁『人工知能になぜ哲学が必要か』哲学書房
- 野口悠紀雄. 1992.『バブルの経済学』日本経済新聞社
- 小野善康. 1992.『貨幣経済の動学理論』東京大学出版会
- 小野善康. 1994.『不況の経済学』日本経済新聞社
- 大澤真幸. 1990「知性の条件とロボットのジレンマ」『現代思想』18-4, 18-4
- Wittgenstein, L. 1953. Philosophische Untersuchungen =1976藤本隆志訳『ウイットゲンシュタイン全集 8 哲学探究』大修館書店
- Value-anxiety · liquidity preference · bubble—Why do people want 'money'? —