

翁 邦 雄

『期待と投機の経済分析』

——「バブル」現象と為替レート——

東洋経済新報社 1985.7 v+199 ページ

1970年代の経済学の展開のなかでもっとも中心的な役割を果たしたのがいわゆる「合理的期待形成仮説」であったことについては、だれも異論がないであろう。それは合理的な経済主体の予想は正しい経済モデルにもとづく予測と本質的に一致するはずであるという仮説であり、最初は部分均衡的な枠組みのなかでの実証的な仮説にすぎなかったのが、ロバート・ルーカスやトーマス・サージェントといったシカゴ学派の経済理論家の手によってマクロ経済モデルと組み合わされるようになってからは、いわゆるケインズ革命以後のマクロ経済学を支配してきたケインズ理論にたいする新古典派反革命のもっとも強力な武器となった。

新古典派経済学の基本命題のひとつに、貨幣の中立性がある。それは、市場の均衡において、雇用や生産さらには財サービスの相対価格といった経済体系内の実体変数はその実体的な与件である消費者の選好、企業の技術および稀少資源の賦存量によって究極的に決定され、貨幣的な要因からはまったく影響を受けないことを主張するものである。ルーカス＝サージェント理論は、合理的期待形成の仮説を採用することによって、この貨幣中立性の命題をひとつの期待形成が重要な意味をもつ動学的で確率的な市場均衡モデルに拡張したのである。(それは同時に、貨幣量の変化にかんする情報が不完全な場合は、相対価格の混乱によって、雇用や生産が一時的に不均衡になる可能性も見いだすことになった。)もちろん、このあたりの事情は、今ではあらゆる経済学徒の常識であろう。

ところで、資産市場とは本質的に動学的で確率的な市場であり、価格の決定においてひとつの期待形成がもっとも重要な役割を果たす場のはずである。ところが、経済の歴史書をひもとくと、17世紀オランダのチューリップ熱や18世紀イギリスの南海泡沫事件、あるいは1929年のニューヨーク株式市場の大恐慌や近年の為替

レートに度重なる乱高下など、資産市場で決定される価格が一般大衆を巻き込む大規模な投機によってファンダメンタルズとよばれる市場の実体的な要因から大幅に乖離してしまった事例には枚挙のいとまがないほどである。もちろん従来の新古典派的な考え方によれば、資産の価格はひとびとの合理的な期待を通じてファンダメンタルズによって究極的に決定されてしまうはずであり、こうした投機現象はひとびとが例外的にしめす非合理的な行動以外のなにものでもない。だが、1980年代に入って、これらの現象を合理的期待形成仮説と斉合的なかたちで理論化しようという試みが登場してきた。それが、「バブル(投機的泡沫)」の理論である。

翁邦雄氏の著書は、為替レート決定問題への応用を中心として、経済史、経済理論、計量経済学的分析、社会心理学的考察といった多面的な角度からこのバブル現象へ接近した労作であり、バブル理論にかなするまとまった研究書としては、おそらく世界ではじめての試みであろうと思われる。

「バブル」とは何か? 著者は、本書全体の展望をあたえる第1章に続く第2章において、歴史上有名なバブル現象の事例を検討し、読物としても実に面白いこれらのエピソードを特徴づける共通点を洗い出してみる。バブルとは、結局、「資産価格の値上がりの期待自身が資産価格の上昇をもたらし、それが更に資産価格の値上がり期待に拍車をかけるという自己実現的な不安定化投機」として規定できるのである。

もちろん、ひとびとの非合理性に起因する自己実現的な投機も多い。だが、本書の理論的な導入部である第3章において、著者は、合理的期待形成の仮説のもとでバブル現象が斉合的に説明できることを示す。

たとえば、ある資産の t 期の価格 $x(t)$ が t 期のファンダメンタルズ $z(t)$ と $t+1$ 期の資産価格の期待値 $E_t x(t+1)$ によって、

$$(1) \quad x(t) = a \cdot E_t x(t+1) + b \cdot z(t)$$

という風に決定されるとしよう。これに合理的期待形成仮説を組み込んでみると、一般に、 $0 < a < 1$ のとき

$$(2) \quad x(t) = b \cdot \sum_{i=0}^{\infty} a^i \cdot E_t z(t+i) + c(t)$$

という解がえられる。ただし、この解の第1項は現在および将来のファンダメンタルズの現在価値として計算された「ファンダメンタルズ価格」であり、第2項は

$$(3) \quad c(t) = a \cdot E_t c(t+1)$$

という同次方程式を満たしている任意解で、「バブル項」とでも呼ばれうるものである。

だが、伝統的な資産価格の決定理論においては、上の一般的な解のなかからバブル項をたんに消しゴムで消してしまう。それは、資産価格がファンダメンタルズにのみ依存するはずであるという新古典派的前提によって、資産価格はファンダメンタルズ価格に等しいという新古典派的な結論を導き出すというトートロジーに等しい。

バブル理論の出発点は、まさにバブル項を消さずに残しておくことにある。事実、このバブル項は、ファンダメンタルズの動きとは独立に、価格の上昇の合理的な期待が価格の上昇をもたらしという期待の自己実現的な動きを反映しており、発散的でしかもその発展経路が一義的ではないという、まさに現実の経済のなかのバブルに対応する性質をもっている。著者は、このバブル項がとりうる発展経路の代表的なパターンをいくつか紹介し、バブル現象についての簡潔な理論的解説を第3章で試みる。

本書の理論的な核心は、しかしながら、このバブルの理論を外国為替という資産の価格にほかならない為替レート決定モデルに応用した第4章にある。著者は、まずこの問題の先駆的な業績であるドーンブッシュのモデルを紹介し、その誤りを指摘する。そして、あらためて従来の代表的な為替レート決定モデルである小国型マネタリー・モデル、オーヴァーシューティング・モデル、ポートフォリオバランス・モデルのなかに合理的なバブル現象を組み込み、その結果を手際良く分析する。ドーンブッシュの誤りは、バブル項の発展経路がファンダメンタルズと本質的に独立であることを理解しなかったことにあった。だが、これは、バブルの存在じたいは経済の実体面に影響しないということを意味はしない。いや、逆に著者は、後の2つのモデルにおいて、バブルはたんに名目為替レートを撓乱させるだけでなく、実質的な為替レートにも影響することを示す。すなわち、経済政策の運営において、ファンダメンタルズのみが為替レート決定要因であるという新古典派的な命題に固執することは致命的な誤りを引き起こしかねないということなのである。(といって、バブルが発生するときには、単純な反応ルールにもとづく市場介入策はバブルを不安定化してしまう可能性があり、逆に、市場の裏をかく政策の場合は有効でありうるが、現実には実施が困難である。バブルのもとでの金融政策のディレンマにかなしては、後の第8章に興味深い分析がある。)

著者は、第5章において、現実の外国為替市場におけるバブルの発生と崩壊の過程についての経済学者や実務家の意見を整理した後、第6章と第7章において、外国

為替市場におけるバブル現象にかんする実証分析をおこなう。それによって得られた結論は、第1に、バブル現象が仮に外国為替市場において頻発していたとしても、それはかなり短期的なものであったこと、しかし、第2に、1982年4月-10月のドル高過程の場合は例外的に長期化したバブル的投機過程として解釈できるということである。これらの実証的な分析は、国際金融の専門家にとって本書のなかで一番興味深い部分であるだろう。

そうすると、なぜこの時期にのみ長期的なバブルが起ったのであろうか、という疑問が生まれてくる。この疑問を承けて、第9章において著者は、群衆心理の問題にたいする社会心理学的な分析を紹介し、それによって1982年においてバブルを発生させることを可能にした社会心理的な背景を浮き彫りにすることに成功する。

そして、最後に第10章において、バブル理論と同様に、自己実現的予言の可能性を理論化するもうひとつの試みである「サン・スポットの理論」を紹介して、本書は完結する。

外国為替市場におけるバブル現象という緊要な問題を取り上げ、それにたいして理論的、実証的、歴史的、社会心理的な角度から多面的なアプローチをはかった本書は、その理論的分析の斬れ味の良さ、計量的実証の丁寧さ、歴史的エピソードの適切さ、社会心理学的な考察を経済学的分析と組み合わせるさいの巧みさが、全体に有機的な一貫性を通そうとする著者の構成力とあいまって、模範的な研究書となっている。

ところで、冒頭に述べたように、合理的期待形成の仮説がルーカスやサージェントによってマクロ経済学に導入されたとき、その目的はまさに貨幣の中立性という新古典派経済学の命題を動学的で確率的な市場均衡モデルに拡張することにあった。しかし、それは同時に、「無限」という魔物の眼を覚ますことにもなったのである。われわれは皆無限の期間のうちには死んでしまう。それゆえ、どこにも無限の期間にわたる市場均衡全体の斉合性(動学的均衡モデルの用語では「横断性の条件」)を保証してくれる人間は存在しない。そして、まさにこのような無限期間全体のあいだの斉合性の欠如が自己実現的なバブル現象を生み出し、雇用や生産や相対価格といった実体的な変数を経済の実体的な要因から乖離させてしまうことになるのである*)。もちろん、これはケインズ経済学の基本的な論点にほかならず、ここに、新古典派経済学を拡張しようとした試みが逆にケインズ経済学的なメカニズムを浮かび上がらせてしまったという経済学史におけるひとつの逆説を評者は見いだすのである。

だが、外国為替市場におけるバブル現象に分析の対象を絞った本書の著者は、このような超越的一般化には極端なほど慎重である。いや、まさにこの慎重さが、本書を近年稀な好著に仕立てあげているのである。

〔岩井克人〕

*) 実は、この点でバブル理論は、企業の価格決定のあいだの斉合性を保証するべきセイの法則が欠如している貨幣経済において、個々の企業の主観的には合理的な意志決定が客観的には非合理的な累進過程を生み出してしまうことを論じた評者の「不均衡動学」と構造的に類似性をもつのである。