

《論文》

Keynesの慣行的判断と株式相場の推移

—期待の自己実現の利益とポートフォリオ・マネジャー及び 証券アナリストの情報操作規制— (上)

渡 部 恒 彦

Looking at Stock Market Quotations through the Lens of Keynes on Conventional Judgment:
Advantage of Self-realizing of Expectation and the Regulation of Information Manipulation
by Portfolio Managers and Investment Analysts

TSUNEHIKO WATANABE

キーワード

J.M. ケインズ (J.M. Keynes), 慣行 (Convention), 慣行的判断 (Conventional Judgment), 自己言及的構造 (Self-referential Structure), 期待の自己実現 (Self-realizing of Expectation), 相場の変動 (a Fluctuation in the Market), 蓋然性 (Probability), 論証の重み (the Weight of Arguments), 認知的不協和 (Cognitive Dissonance), 同調 (Conformity), ソーシャル・リアリティー (Social Reality), ポートフォリオ・マネジャー及び証券アナリストの情報操作 (Information Manipulation by Portfolio Managers and Investment Analysts)

序 章 問題とその背景, 及び論文の概要

第1章 Keynesの帰納的な慣行重視, 及び自己実現的投機

- (a) 不確実性下の慣行的判断 (模倣慣行) の特性
- (b) 帰納的認識に基づいた行動を特徴付ける概念としての慣行
- (c) 投機に見出される資本主義経済の急所
- (d) 論証の重みの低さによる慣行の脆さ
- (e) 「美人投票論」——確信の相互的ダイナミクスから帰結する多数の反射——

第2章 株式相場における鏡面反射的な高次元の読み合いの論理

- (a) 慣行と知識の欠如あるいはその実在——Carabelliの見解を通じて——
- (b) 相場そのものに関する自己言及的な模倣を通じた間主観的期待によって得られる独特な「論証の重み」
- (c) 自己言及的な期待の読み合いの継続の論理の必要性

《以上本号掲載》

- (d) 鏡面反射的な期待の読み合いの打ち切り, 及び「確信の状態」と蓋然性の関係

第3章 株式相場における間主観的確信の形成を支える認知的不協和の緩和

- (a) 認知的不協和とその緩和
- (b) 市場と投資家 (全体と個) の関係——Davisの「平均」について——
- (c) 「Rundeの条件」と自己言及性

(d) 鏡面反射的な読み合いの打ち切りまたは常識による相場の安定、あるいは読み合いの継続と常識の欠如による無秩序の兆候——Dupuyの見解を通じて——

(e) 投機における情報の真偽の無効

第4章 投資市場における同調とその根底にある動機と本質

——投資市場に特有のソーシャル・リアリティー——

(a) 自己言及的過程におけるファンダメンタルズさえ離れた独特な論証の重みを持つ相場の形成——ソーシャル・リアリティー——とその脆さ

(b) 脆ささえ伴わない制度的存在に裏打ちされた間主観蓋然性——慣行の耐性——

(c) 不確実性と慣行——期待の概念としての資本の限界効率と企業価値評価の共約可能性——

(d) 株価バブルの崩壊——相場とファンダメンタルズを巡る虚実の逆転——

《以上第4章本文迄次号、以下次々号掲載》

第5章 同調の根底にある動機——社会的比較による確認機能（第1仮説）と斉一性（第2仮説）——

(a) 同調を生み出すポートフォリオ・マネジャー間の競争と不確実性

(b) 社会的比較過程、斉一性、及び親和動機の理論

(c) 同調に働く動機付け——規範的影響と情報的影響——

(d) 模倣主義を巡る近年の動向

第6章 認知的偏向とは異なる証券アナリストによる情報の恣意的利用に対する金融規制の必要性和回避策を弄する金融界の強姿勢——議会公聴会資料より——

(a) 証券アナリストと担当企業の癒着に端を発する資金の非効率な社会的配分

(b) 模倣慣行に支えられた「Rundeの条件」の格好の要因としての認知的不協和の緩和

(c) 認知的不協和の緩和のための知識の排除と重要な情報源としての再浮上の可能性

終章 残された政策課題

序章 問題とその背景、及び論文の概要

模倣慣行の背後にある同調による強気相場をあくまで後押しする投資銀行部門⁽¹⁾傘下で働く証券アナリストは、顧客会社との癒着の故に、その地位を利用して、個人投資家を軽んじ、大規模な機関投資家を利した強引なセル・サイド役に回る傾向があり、インベストメント・アドバイザーは、顧客の資金の最大限の効率的運用という目標を掲げてポートフォリオ・マネジャーを充てる。その直接の要因は2つある。第1は、バイ・サイド⁽²⁾ではあくまで顧客の利益が最大になるように行動するという受託者責任の建前の下ではあるが、より多くの顧客の、より多額の運用額の獲得を目指し、またセル・サイド（株式や債券等の証券を売る側）、主に、銀行持ち株会社の投資銀行部

門⁽³⁾では証券発行会社及び得意先、特に、機関投資家を優遇することこそが、バイ・サイドではポートフォリオ・マネジャー及び証券アナリスト、セル・サイドでは証券アナリストがウォール街で生き残る唯一の途であること、第2は、問題となっているセル・サイドにおける証券発行会社と得意先（機関）投資家の間の利益相反を排し、あるいはバイ・サイドに立つファンド運用会社の運用資産拡大化路線と運用を任せる顧客との利害のありうべき不一致を正すべく金融再規制ないしは金融諸法の改正を図ることが必要となるわけであるが、しかし、合衆国では過剰貨幣資本の運動の場としての金融市場の利用の余地を広く残しておく必要があり、それと矛盾する金融再規制の実施は殆ど不可能に近いことである。バイ・サイドでの資産運用拡張路線問題はもとより、セル・サイドでの利益相反問題もまた、発行証券の増量圧力を

受けた得意先投資家への販売促進に端を発することでも分かるように、いずれも運動する貨幣資本量が増える過程で生じる利害関係者間の軋轢である点で共通している。その抑止が難しい。既に成立を見たドッド＝フランク・ウォール街改革・消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act：以下、Dodd-Frank法）の細目規定が遅れに遅れ、2011年5月18日の証券取引委員会（SEC）の決議結果をみても、利益相反そのものの廃絶に向けた規制のあり方の模索に係わる決議ではなく、利益相反の事実があった場合、それが法人や証券の格付けにどのように影響するかについて1年間の遡及調査を義務付けるだけのものに止まる等⁽⁴⁾、同法が、事実上骨抜きにされつつあることでもそのことが分かる。

以上の問題には無視できない背景がある。

投資銀行部門（セル・サイド）の他方に位置するインベストメント・アドバイザーに属する証券アナリストはバイ・サイド（運用会社）を担う。その場合、ポートフォリオ・マネジャーと証券アナリストは異なるが、規模の小さい組織では両方を兼務する者もいる。後に見るようにインベストメント・アドバイザーで働くポートフォリオ・マネジャーまたは証券アナリストのメジアンは2012年現在8人と非常に小規模であるから、ポートフォリオ・マネジャーは証券アナリストと兼務することが多いことが窺われる。その内、バイ・サイドの仕事に携わるポートフォリオ・マネジャーに加え、セル・サイドに立つ投資銀行部門の雇う証券アナリストまでもが、強度に同調的であると言われる。そしてその背景的要因は、業務を巡る知識の欠如ないし乏しさから生じる不確実性への便宜的な対処としてのJohn Maynard Keynesの規定した（模倣）慣行への依存である。それゆえ、問題を孕むインベストメント・アドバイザーやセル・サイドを担う証券アナリストの行動の起点に慣行が位置していることになる。

本稿の目的は、第1に、こうして慣行と結び合う同調の中でも、特に、田中氏が指摘する

「学習によって強化された同調（conformity）」⁽⁵⁾による模倣の連鎖とでも呼べる「自己言及」的な投機が織りなす各相場の特徴を明らかにすることである。第2に、それとともに、その上げ相場時の模倣の連鎖が、年金基金、ミューチュアル・ファンド、保険会社等の機関投資家と投資運用の契約を締結したインベストメント・アドバイザーをバブル形成に誘って、相場の頂点への走行とバブルの崩壊に導く様を理論的に総括することである。第3に、投資銀行部門が雇う証券アナリストによる、先に述べたような、最近ではインターネット関連会社等の顧客会社の発行株式の強引な売り込みがもたらすマクロ・レベルでの非効率な資金配分を規制する必要性を主張する一方で、それが、先の2000年代のバブルで夙に見られたような金融デリバティブの販売・購入にも現れていたような合衆国特有の金融化した経済においては、過剰貨幣資本の運動の場の余地を残す必要のため事実上不可能に近いこと、そして、そのことは特に、Dodd-Frank法が2010年に既に成立したにも拘わらず、その細目規定が遅れに遅れている実状にも現れていることを明らかにすることである。

〔論文の概要〕

本稿では、先ず第1章で、上記第1の目的とも関連して、同調の背景的要因を構成する慣行をKeynesがどのように規定し、また何故殊更に重視したのかを初期蓋然性論の研究との関連で明らかにし、以て3形態の慣行の内、株式市場における投機がよって立つ3番目の慣行を形作る自己言及的投機、即ちKeynesの所謂美人投票論における最適戦略が、「その視線を自分自身に向ける…のでも、他者に向ける…のでもなく、集散的な固まりをなす集団それ自体に向ける」⁽⁶⁾戦略であることが示される。

次いで第2章では、始めにKeynesの1910年の講義ノートから明らかになる期待の自己実現の論理が展開される。それは、市場の多数派が、情報ないし事柄の真偽を取えず、それを信じる、ということ各人（市場の多数

派)が信じて買ひまたは売りに走る場合には、情報の見掛けの表象そのものと照応した相場の騰落の自己実現が必然化すること、そして、自己実現のこの条件に各人が気付いているからこそ、皆、「市場の慣習的で心理的な反応」、即ち Keynes が重視していた慣行を信じ、その情報の示す通り、慣行に則って行動してみることに安んじて賭けてみるのが合理的となる、という論理である。これは Keynes が後に 1937 年に述べた慣行的判断(模倣慣行)の合理性と一致する。今し方触れた戦略の基礎をなす自己言及的な構造とは、各人が多数派の意見を見出そうとする時に、市場の多数派の意見が各個人の意見から生み出された見解ともなっているような、両者双方の意見が再帰的に定義される世界を指す。Carabelli は、株式相場を形成するこの自己言及的な構造において、「慣行と市場の動向は実際に存在する知識に基づくものではない」⁽⁷⁾ 即ち、根拠となるべき「実在する (real) 知識」に基づくものではないと主張する。なるほど一片の知識もない場合には、知識が存在する結果蓋然性が成り立って合理的な期待が形成される場合とは対照的に、慣行的な期待が人為的な手段として現れることになる。従って慣行に関する知見の方は、Keynes のそれと一致する。だが、他方の、市場の動向の自己実現が新たな知識となる場合には、それに従う慣行は最早単なる人為的な手段ではなくなり、厳密に言えば蓋然性を基礎とする合理的期待に取って代わられるから、従ってそこには新たな合理性が生まれる。それ故彼女の批判は当たらない。むしろ、彼女の言う「市場の動向」のこのような意味での「知識」としての実在を彼女があくまで否定するのであれば、先の彼女の批判も成り立つことにはなる。だが相場の動向そのものの知識としての否定は、確固とした投機の自己実現的な構造の論理の否定に繋がるだけに諒解できない。これがここでの筆者の結論である。

さらに、自己言及的な構造は模倣を通じた間主観的期待の形成において特に重要である。それは、先に述べたように、各人が多数意見を見出

そうとする時に、諸々の個人的意見の中から生み出される「生産物」ともなるような市場の意見であり(詳しくは第 2 章(a)を参照)、それを媒介する模倣を通じて、市場の中で受容された理由付けから引き出される選択、即ち、(ここでは、第 3 章(c)で触れる、模倣を通じた、過去の状況というフォーカル・ポイントへの投資家全員の期待形成の収斂を一例とする)間主観的な期待でもある。第 2 章(d)では特にこの間主観的な期待によって得られる相場そのものの Keynes の所謂「論証の重み」の重要性が説かれる。

また同時に、美人投票に擬せられる投機家相互間の期待の読み合いの打ち切りがどのようにして生じるのかが明らかにされ(第 2 章(b))、さらにそこから問題を敷衍して、投機家のそうした行動の前提となる、これも Keynes の所謂「確信の状態」と「論証の重み」の関係が、Keynes が引用した 17 世紀、オランダの哲学者である Spinoza の認識まで立ち降りて解説される(第 2 章(d))。

続く第 3 章では、第 1 に、株式相場における間主観的確信の形成を支える認知的不協和の緩和によって、多数派形成が確実になった時には確信に近い心理状態が市場で広がり、そして、高揚する期待が市場で共有され始める場合に、Keynes が 1937 年に指摘した慣行的判断 (*conventional judgment*) ないし慣行的なポジション取りが確かな合理性を得ること、第 2 に、これに対し、John B. Davis は、期待の相互依存関係を注視しながらも、多様な諸個人が行う判断は、強気筋と弱気筋に共存する個人的な諸期待の多様な堆積の中心的傾向として平均的期待を有する諸期待の構造として説明できるかもしれない旨を述べるが、しかし、全体は個に還元できず、個の総和も全体にならないことが説かれ、それゆえ、Davis の思考の背後におそらく存在する統計的集約が株式相場には馴染まないことが語られる。

また、模倣慣行によって、美人投票論を通じて指摘された市場の不安定化は回避され、それは安定化要因となるが、但しそのことは、全て

の相場について一様に妥当するわけではなく、特に強気相場において妥当する現象であり、初期・不況期のボックス相場では、一点集中した模倣すべき目標も、シェリングの標識（第3章(c)参照）も見出せず、株価は不安定に変動することが指摘される。

次に、第4章では、不確実で曖昧な、しかも競争状態で不安とストレスが渦巻く株式市場の世界が、偏りを帯びた同調への動機を助長し易いこと、またコミュニケーションを通じて同調が広がれば、思惑どおり相場の動意を誘うことになり、目的の自己実現（第1章(a)参照）を期待でき、株式市場がコミュニケーションを活性化しやすい環境にあるのはまさにそのためであること⁽⁸⁾、さらに、こうして投機家相互間のコミュニケーションで創り上げられた情報は、相場そのものの上昇を肯定または否定するファンダメンタルズという客観的な証拠による「論証の重み」とは別の、時に、物理的な現実を曲げて意図的に強引に解釈された内容を持ち、かつ間主観的な性質を持つことが明らかにされる。その場合、厄介なのは、そこでの慣行を支える確信が、慣行的判断から主体が離れるモーメントを無効にしてしまうことであり⁽⁹⁾、それは、上げ相場を目の当たりにし続ける投機家群が、強気筋を挫くファンダメンタルズが多少とも表面化したとしても認知的不協和が生む不快感を軽減すべく心理的努力を図り、上げ基調に沿った認知的な一貫性を求める結果、市場全体が物理的な世界の複雑な状況の正しい裁断をさえ阻むからである。そこで認知される「真実」をソーシャル・リアリティーと呼ぶ。

そして、熱狂的株式投資で他に先んじて模倣慣行に乗って一儲けしようとする競争心理は、企業者の実物投資に賭けるKeynesによる心理描写、「血気 (animal spirits)」⁽¹⁰⁾に近い。もしそうであれば、模倣慣行も、Keynesが『一般理論』第12章で触れた「慣行」と同様、合理性を説くことはできるとはいうものの、現実の市場における投資家はその合理性を投資判断で逐一確認した結果ではないので、相場の盛り上

がりファンダメンタルズの実態をはるかに超えてしまったことが実感されるまで至った場合、頂点に達するのは何時かという恐怖心は市場全域に渡って一気に広がり始めることになるから、従って、後に振り返ってみれば実のところファンダメンタルズとは全く無関係な「事件」にさえ端を発し、一挙に相場が崩壊する危険を市場は内包している。以上から、期待の自己実現の契機が同調であり、期待の自己実現の具体化が模倣慣行を合理化し、機関投資家を主軸に強力に買いに引き込んで、相場がアヤからラリー、さらには大ラリーを経て、遂にはブーム・バブルに至るということ、また、物理的な「論証の重み」ではなく、相場の盛り上がりそのもので「論証の重み」が増す結果、ファンダメンタルズとの関連をはるかに超えてバブルが膨らみ、本来根拠を離れた投機の高揚に支えられた資産バブルは、それゆえに、崩壊することが明らかにされる。

続く第5章では、相場形成の端緒となる契機、同調は如何に始まり、その根底には投機家のどのような動機があるのかが明らかにされる。これまでのところ、第1に、ポートフォリオ・マネジャー達は、顧客からの圧力によって地味な割安株の購入はできず、話題性のある値高株を後追的にポートフォリオに組み入れなければならず、その後を追う先の証券アナリストの分析自体が、同調によって左右され⁽¹¹⁾、そして、こうした同調を生み出す最大の要因が第2の要因となる不確実性、即ち、取引の時間的切迫の下、如何すべきか分からないから、「人の言う通りにする」、「受動的に入ってくる情報にだけ反応する」といった最も未成熟な脳の検索法が採用され易く⁽¹²⁾、第3に不確実性下の強いストレス下では他人への「親和動機 (affiliation motive)」（第5章(b)参照）」による同調も高まる、という3点が指摘されている。

次は同調の根底にある動機である。Leon Festingerは、集団がそのメンバーに与える同調圧力の決定因として、有力な2つの説明を提示した。一つは、彼が後に展開した「社会的比較過程

の理論」(Theory of social comparison process)に繋がる考え方である⁽¹³⁾。われわれは社会生活を営む中で、自分の意見、確信等を評価しようとする動因を持つ。しかし科学的な理論の検証とは異なり、そうしたものを客観的に評価する方法がない。このため、他人との比較によって、自分の判断や行動が正しいか否かの情報を得て、自己の位置付けを明確にし、将来への方角付けをしようとする(第1仮説)。もう一つの決定因は、集団が明確な目的を持っている時には、その達成の可能性を高めるためにメンバーにも何らかの斉一性(uniformity)をもたらすとするものである(第2仮説)。当然、この場合は、メンバーにとってもその集団が魅力的な存在である等、集団の凝集性(cohesiveness)が高いほど同調が強まることが見込まれる⁽¹⁴⁾。ここに凝集性とは、メンバーを自発的に集団に留まらせる力の総体であり、これが高い集団は、メンバー間での相互理解・受容、役割分化、類似した意見・態度、相互魅力等により特徴付けられる場合が多い⁽¹⁵⁾。この凝集性が、認知的不協和の緩和のための認知的な一貫性を維持しようとした反対材料の意識的・無意識的な排除と相俟って、機関投資家の中でも比較的投資期間が短いミューチュアル・ファンドが雇うポートフォリオ・マネジャー集団内、及び、地理的に近隣に位置する都市にあるミューチュアル・ファンド相互間のコミュニケーションを通じた株式売買に同一化傾向を生む。この2つの仮説は、同調への動機として極めて重要であるが、そのいずれもがSolomon E. Aschの1955年の実験結果、即ちサクラへの誤った同調(者)が想像以上に多数出る⁽¹⁶⁾、その理由を説明できない(第5章(b)参照)。Morton Deutsch, Harold B. Gerardはここで同調への第3の動機、「親和動機」(affiliation motive)を提示している⁽¹⁷⁾。われわれは、社会生活の中で、人と違った答えをすることで馬鹿にされたくない、あるいは自分の意見や行動が拒否され無視されたくない、という不安を持つことがある⁽¹⁸⁾。この親和動機を含め、Festingerの2つの仮説も共に実験

によって有効であることが確認されている。さらに、Deutsch達はAschの拡張実験を通じて規定した同調に働く動機付けを「規範的影響(normative social influence)」と「情動的影響(informational social influence)」に分類した。前者は、他者・集団との関係を維持したいといった動機に基づく同調であり、後者は他人や集団の意見・判断を依り所として受け入れ、それに基づいた適切な意見や判断を持つようとする動機を指す⁽¹⁹⁾。次に場を投資市場に限って、(1)ポートフォリオ・マネジャーの組織内部、(2)同業他者間、(3)業者・顧客間の3つについて同調の発生パターンを確認した(第5章(c)参照)。ところで、同調は多数派を形成しない限り、キャピタル・ゲインを生み出すことはない。Keynesの所謂美人投票論は、売買のいずれが多数派を形成するかを巡る投機家相互の期待の読み合いを示唆するが、キャピタル・ゲインを得る場としての投資市場は、こうした様々な期待・思惑を多数決原理によって、勝者と敗者に分ける仕組みと考えて良い。自分の確信がどのようなものであれ、少数派になれば、敗者に回される。たとえ自己の確信が物理的な真実であったとしても、相場変動の中で少数派になれば、損失という物理的な報復を被ることになる。但し、こうした多数決原理に従った勝者への報酬は、相場のすべての局面を通じて得られるわけではない。相場が一方方向に動く時は、市場参加者の相場観はさらにそれを助長するように傾斜する。そしてこうしたバイアスを帯びているかもしれない相場観が、同調によって感染し、誰もが同じ方向の相場観だけを強調するような局面に至る。いわゆる「織り込み済み」の状態である。それは相場の終わりを意味し、反転修正に転じるシグナルとなる。次の瞬間に崩壊する相場の過程での同調発生への期待・思惑を誘導する主体も、上げ相場のプライス・リーダーシップの端緒をなした少数の巨大機関投資家となる場合もあるかもしれない。

さて、同調一般の追従者は、新参者ないしは平凡なプレーヤーかもしれない。それでもこうし

た追随者を得て相場が盛り上がり、先陣を切った投機家達が益々ゲインを増やす様を見れば、その行動分析や徹底した模倣が始まり、学習によって強化された同調と競争が絶えることなく続いていくことになろう。市場における同調は、心理学的なバイアスといった程度の緩やかなものではなく、それは、学習と競争によって意識的に極限まで高められた同調であることが分かる⁽²⁰⁾。

Solomon E. Aschによれば、同調率が最も高じる集団のサイズは、サクラの数にして4人までで、それ以上になっても有意な上昇はなくなる⁽²¹⁾。そこで、この点を2012年現在のデータで確認すると、先の同調率が高まる最大値を1人多い5人とした場合、インベストメント・アドヴァイザーの約35%が該当するから、従って、3割を超えるインベストメント・アドヴァイザーの組織内部で同調が極めて起こりやすいものと推測される。またデータ全体のメジアンは8人であるから、インベストメント・アドヴァイザーの半数における被用者であるポートフォリオ・マネジャーもしくは証券アナリストが8人に収まっており、同じく比較的同調が生じやすい環境下で働いていることが分かる。従ってまたそこではメンバー相互間の理解・受容の度合いが高く、役割分担も明確であろうから、凝集性も高く、それゆえ、同調の傾向が生じる判断・意見が揺らぐ可能性は低く、認知的不協和の緩和のための反対材料の排除等を巡る意思決定の柔軟性も著しく低いものと推量される。ポートフォリオ・マネジャー相互間の同調は株価を大きく左右する。何故なら「金融市場では今や模倣主義が完全に幅を利かせて」おり、(…)「ファンド・マネジャー〔ポートフォリオ・マネジャー〕が眉をしかめると、その企業は弱体化し、株価は大幅に下がる」⁽²²⁾からである。

さらに続く第6章では、先ず、これまで重視した認知的偏向とは異なる証券アナリストによる担当企業との関係の維持・強化のための手持ちの情報の恣意的利用の実態が議会公聴会資料

から明らかにされる。そこでは金融的規制の必要性とそれを回避しようとする業界の強姿勢とが対比される。問題の焦点は、第1に、証券アナリストの担当企業優遇による資本主義の根幹を揺るがしかねない非効率なマクロ的資金配分であり、第2に、投機家集団と化した市場の買い手側で蔓延る認知的不協和の緩和のための反対材料の排除の威力をフルに生かす「Rundeの条件」が満たされ、模倣慣行の利益を安んじて誰もが得ることができるかのような恣意的な内容を含む情報操作を行うのが投資銀行の投資顧問(インベストメント・アドヴァイザー)の仕事となってしまうことである(第6章(a)参照)。ここにRundeの条件とは、行論の都合上大雑把に定義すれば、上げ相場で、上がれば買いが入るからまた上がるからさらに買いが入って行く、という状況が整うなら、その模倣慣行に従うことが合理的であることを指す。むしろ、他に先んじて売りに入れるなら、下げ相場の自己実現過程でも、模倣慣行に従うことに合理性がある。空売りが好例である。Jochen Rundeの論考に厳密に従ったこの条件の水原氏による規定は第3章(c)で参照する。

次いで、認知的不協和の緩和こそは、模倣慣行に支えられたRundeの条件の格好の要因となっていることが明らかにされる。(先に見たように、認知的不協和の緩和の機能をフルに生かす要件がRundeの条件であるから、両者は謂わば相互的な関係にあることになる。)この時、Rundeの条件が満たされれば、後は相場の上げ・下げの自己実現の進捗状況だけが投機家の興味の対象となる。投資銀行部門がこの趨勢を利用しないはずがない。そのことを(a)で見ることになる議会公聴会資料は雄弁に物語る。さらに、認知的不協和の緩和のための反対材料の市場での強力な排除が、Rundeの条件を満たし、模倣を合理化する確信の自己実現の働きによる共通意見が形成される⁽²³⁾結果、投機家間の期待相互の読み合いを押し止め、第1章(e)の特に注(40)で詳しく見るように、David Lewisの指摘通り、通常の間人にとって可能な上限で

ある3次元の期待形成、即ち「平均的な意見はなにが平均的な意見になると期待しているか」についての予測の付近で読み合いを打ち切ることが可能となり、後には模倣だけが続くことになる。こうして、認知的不協和の緩和要因こそが、投資家相互間の期待の読み合いの打ち切りの要件となっていることが明らかにされる（第6章(b)参照）。

次は、認知的不協和の緩和のための知識の排除と重要な情報源としてのバブル崩壊寸前における再浮上の可能性についてである。上げ相場における同調性はほぼ確実にキャピタル・ゲインを保証するという意味で、期待の相互依存的な判断による投資はファンダメンタルズを全く離れながらも客観性を帯びてくる。それは、その後のバブル崩壊で明らかになるように、事後的には砂上の楼閣ともいふべきものではあるが、相場のパターンによって半ば投資家に実行が迫られる投資の連鎖によって支えられ具体化する客観的な一箇の現実である。ところが、ファンダメンタルズとの乖離が投資家の意識において疑問になる瞬間以降、慣行的投資はその脆さを露呈し、強引に株価を引き下げることになる。しかしこの時市場が（株式）資本を吸収する能力を持っていないければ、資本全体が固定化されたままになってしまう。だからこそ、流動性には、（株式）資本全体を引き受けるといふ金融共同体の暗黙の約束が必要なのである。これが流動性を支える外生的保証の本質であろう。誰もが証券を自由に売買できると感じるのは、最終的には市場がすべての既発証券を吸収してくれると知っている場合のみである。「この約束は誰も個人的に請け負っていないのに成り立っているという意味で非常に特異な性質を持つ。この約束は現実的で拘束力を持っている」。「投資家の拘束が目に見えるようになるのは危機の時である」。危機の時市場は資本と縁を切ろうとする。「1987年10月〔や2008年10月〕の危機のときのように、状況を立て直し信頼を回復するために〔は〕、通貨当局の行動が重要になる。裏を返せば市場の内生的自己調整

は不完全にしか機能しない…」。「…金融共同体は公的権力の助けを仰がざるをえないのである」⁽²⁴⁾（第6章(c)参照）。また強気相場の終期直前に、水原氏の指摘した慣行の表出と「論証の重み」の一般的な関係とは逆の、即ちKeynesがその重要性を指摘しながらも、蓋然性との相応関係と実用性の面で疑問視していた関係が現れることになる。これは例えば、強気相場の論証の重みが、現物取引の増勢、（指数等各種）先物による投機やヘッジの増勢等の結果、増した場合でも、そこに潜む、相場の反転を象徴する反抗的投機や戦略的投機の可能性といった事実命題で確からしさに乏しさが生まれて来る強気相場の終期直前に相応する事態である。但し、そうした投機的な問い返しが現れる場合でも、その背景となるファンダメンタルズの状況が大勢の投資家各人の頭中において正確に捉えられているわけでは必ずしもないから、Keynesが重視する情報・知識の量を双方について比較することそのものが難しい。加えてここでは問い返しの僅かな要因となる事実命題そのものが不確かなケースが多い点も重要であろう。例えば、合衆国内の株価に関連が深い金利水準やドル相場を決める諸要因の構造は、今日では、国内政治経済事情に限らず、アメリカの中東諸国との旧来の関係のみならず、中国＝ロシア、中央アジア、アフリカ等の新たな枢軸との対抗・協調関係等々、アメリカの世界覇権を巡る不透明かつ奥深い背景を持つ。このような専門家でさえ的確な判断に窮する状況を客観的に把握することは、個人投資家はおろか、ポートフォリオ・マネジャーでさえ、不可能である。そのため、テレビ、新聞、ネット上等で、株価に及ぼすファンダメンタルズ的影響の特定の作用の径路を巡る情報が流される時、それに対する大勢の他者による反応そのものが投機の判断要素となる。これは、暴落時に限って言えば、パニックを引き起こすほどのファンダメンタルズの変化がない場合でも、大勢がパニックを呼び起こすものと各人が考える時にパニックが自己実現すること、そのことを知っている投

資家は暴落の前に損切りしようとする結果、皆の予想通り暴落は自己実現することを示唆する。それゆえ、根拠のない暴落は起こりうる。悪化するファンダメンタルズと相場の乖離が認識されて、株価が下がるという理解は一見正しいかに見えるが、それは現実とはかなり様相を異にする。ブラック・マンデーで、Shillerが指摘した貿易赤字によるドル不安、金利、特に長期金利の上昇懸念等ではなく、株安そのものを恐れて機関投資家を含む投資家一般が株を投げ売ったという事実はこの理解と符合する。またそこでは模倣慣行が合理性を失う時機に関して手にしている情報ないし知識の面での格差が再び問題になってくることになるかもしれない。だが、ブラック・マンデーを含めたこれまでの近時3度の暴落では、個人投資家も、ポートフォリオ・インシュアランス手法を取る機関投資家も、押し並べて、ファンダメンタルズに関する特定の認識を踏まえた判断から遠く離れて、狼狽した投げ売り、他者の狼狽・パニックを恐れた投げ売りを行っている。Keynesが初期に重視した投機における知識(wisdom)は大多数の投資家において捉まえられないことなく、パニックはいずれもが自己實現的に生じている。

Keynesが先に懸念していた事柄——端的に言えば、「仮に2つの行動方針の實現する蓋然性の度合いが等しいとすれば、その選択に当たって基礎としている知識の総量」⁽²⁵⁾の小さい方の行動方針を捨てるべきであるか否かという問題(先のケースでは蓋然性の相等しい終期の強気相場と可能性としての反転した弱気相場の内、それぞれを支える知識の小さい方を捨てるべきか否かの問題)——については、今のところ解答する術がないというのが実状で、問題として残しておく他ないように筆者には思われる。当該問題そのものについては第6章(c)においてKeynes自身の言葉を借りて詳説することにした。

さて先のパニックを煽った大きな要因がポートフォリオ・インシュアランスであったことは

注目されて良い。小幅に下がって売りに出すプログラムを組み込んだポートフォリオ・インシュアランスによる損失はごく小さい。戦略はその意味でまさにインシュアランスである。しかし同じ行動が一斉に生じれば、買手と売手のインバランスが大きくなり、売値は瞬時にしかも極度に大幅に下落する。その意味で流動性はまさに幻想に終わる。問題の10月19日にミューチュアル・ファンド市場での個人の資金の引き出しの模倣慣行が生じたとするなら、Benjamin M. Friedmanがこのように危惧したようなリスクが具体化した結果と見るべきであろう。

最後は、以上のようなあらましの分析を踏まえた上での残された政策課題である(終章)。問題の焦点は、先に既に触れ、第6章(a)で詳説するように、第1は、バイ・サイドではあくまで顧客の利益が最大になるように行動するという受託者責任の建前の下ではあるが、より多くの顧客の、より多額の運用額の獲得を目指し、またセル・サイド、主に、銀行持ち株会社の投資銀行部門では証券発行会社及び得意先、特に、機関投資家を優遇することこそが、バイ・サイドではポートフォリオ・マネジャー及び証券アナリスト、セル・サイドでは証券アナリストがウォール街で生き残る唯一の途であること、第2は、問題となっているセル・サイドでは利益相反を排し、あるいはバイ・サイドに立つファンド運用会社の運用資産拡大路線と運用を任せる顧客との利害のありうべき不一致を正すべく、金融再規制ないしは金融諸法の改正を図ることが必要となるわけであるが、金融緩和策とドルの還流で過剰化した貨幣資本(本章注(4)参照)の運動の場を残す余地が必要である以上、それを規制する方策が当局によって封じ込められるのは必定である。金融界からの巨額の政治献金による規制抑止圧力も無視できない。Dodd-Frank法が2010年に既に成立したにも拘わらず、その細目規定が遅れに遅れ、事実上骨抜きにされていることにもそのことは現れている。過剰な貨幣資本の発生要因には財界が望む財政支出や量的金融緩和政策が含まれる

だけに、後者の打ち止めと政策金利の引き上げを伴う出口政策を難しくするが、それなしには、過剰貨幣資本の存在と矛盾する金融再規制の実施も不可能に近いことは確かである。

(序章注)

- (1) 投資銀行は、2008年9月13日のLehman Brothersの破綻後、同月21日、Goldman Sachs Group Inc.及びMorgan Stanleyの両投資銀行が銀行持ち株会社に移行して以後なくなった。
- (2) 買い手であり、機関投資家等、証券に投資する側を指す。資金を預かり、その資金で株式等を買って運用を行う。ヘッジ・ファンドもバイ・サイドに含まれる。株式を買うという点では個人投資家もバイ・サイドと言える (Richard Goldberg (2009), *The Battle for Wall Street: Behind the Lines in the Struggle that Pushed an Industry into Turmoil*, John Wiley & Sons, Inc., p.ix. [田村勝省訳 (2009) 『ウォール街の崩壊の裏で何が起っていたのか? : セルサイドからバイサイドへの勢力の逆転を現場の声で伝える』一灯舎, v頁])。
- (3) *Ibid.*, p.ix. [邦訳, v頁を参考]
- (4) アメリカ国内に限れば需要増大を伴わないマネタリー・ベース増は「潜在的過剰」に止まり、需要に伴って信用創造でドル預金が生み出され、使用される場合には、「顕在的過剰」に転化する可能性がある。ユーロ・ドル預金 (見合いの勘定は性格的には「当座預け金」(佐久間潮 (2002) 『国際金融・外為市場: 実務と理論の基礎』財経詳報社, 101頁)) はアメリカの新債務ではなく、過剰ドルの発生と解釈できないが、付替以前の資本輸出を伴うような国際収支赤字での非居住者のドル預金すなわち米銀の新債務は見合いの資産を要する過剰ドルの発生を意味する (滝沢健三 (1988) 『新訂国際金融機構』文雅堂銀行研究社, 91-93頁)。そして、外貨準備としてのドルの米国債運用あるいは貿易等での支払い需要に応じてドルが「還流」する場合には、国内の財政支出を通じて、あるいは民間が直接手にする流動性として新たな国内での「顕在的・潜在的」過剰貨幣資本に転化する場合もある。

SECの決議結果については、U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC Proposes Rules to Increase Transparency and Improve Integrity of Credit Ratings*, FOR IMMEDIATE RELEASE 2011-113, Washington, D.C., May 18, 2011. (<http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-113.htm> (2014/11/7)) The Library of Congress THOMAS, Bill Summary & Status 111th Congress (2009-

- 2010) H.R.4173 CRS Summary, Title IX: Investor Protections and Improvements to the Regulation of Securities-Investor Protection and Securities Reform Act of 2010 Subtitle C: Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies- (Sec. 932). ([http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d111:HR04173:@@D&summ2=m&\(2014/11/7\)](http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d111:HR04173:@@D&summ2=m&(2014/11/7)))
- (5) 田中泰輔 (1995) 『マーケットはなぜ間違えるか』東洋経済新報社, 134頁。
- (6) André Orléan (1999), *Le Pouvoir de la Finance*, Éditions Odile Jacob. [坂口明義・清水和巳訳 (2001) 『金融の権力』藤原書店, 79頁]
- (7) Anna M. Carabelli and Nicoló De Vecchi (2001), "Hayek and Keynes: from a Common Critique of Economic Method to Different Theories of Expectations," *Review of Political Economy*, Vol.13 No.3, July, p.280.
- (8) 田中, 135-136頁。
- (9) Jochen Runde (1994), "The Keynesian Probability-Relation: In Search of a Substitute," in John B. Davis ed., *The State of Interpretation of Keynes*, Kluwer Academic Publishers, p.249.
- (10) The Collected Writings of John Maynard Keynes (hereinafter called "JMK"), Vol. VII, *The General Theory of Employment, Interest and Money* edited by Donald Moggridge, Macmillan, Cambridge University Press, 1973 (Reprint of 1936) (hereinafter titles are abbreviated), p.150. [塩野谷祐一訳 (1983) 『雇用・利子および貨幣の一般理論』(ケインズ全集第7巻) 東洋経済新報社 [以下, 『一般理論』], 148頁]
- (11) David N. Dreman (1977), *Psychology and the Stock Market: Investment Strategy beyond Random Walk*, AMACOM, pp.138-139. [村井幸也監訳 (1986) 『株は心理戦争: ファンド・マネージャーの集団思考』東洋経済新報社, 133頁]
- (12) 田中, 56頁。
- (13) Leon Festinger (1950). 同文献レビューは、田中, 124頁参照。なお、文献タイトル等出所については、田中氏に問い合わせ、能う限りご尽力賜ったが、不明とのことである。読者におかれては了とされたい。「社会的比較過程の理論」の参考文献は次の通り。Leon Festinger (1954), "A Theory of Social Comparison Processes," *Human Relations*, 7. 中島義明, 繁榊算男, 箱田裕司, 安藤清志, 子安増生, 坂野雄二, 立花政夫編 (2006) 『マルチラテラル心理学: CD-ROM版』有斐閣, 参照。
- (14) 田中, 124頁。
- (15) Irving L. Janis (1972), *Victims of Groupthink*; Jacob L. Moreno (1934), *Who Shall Survive?* (中島他編, 「凝集性 (cohesiveness)」参照。版元の記載

- はない。)
- (16) 同文献レビューは、田中、124-125頁を参照。本章注(10)を参照されたい。
- (17) Morton Deutsch and Harold B. Gerard (1955), “A Study of Normative and Informational Social Influences upon Individual Judgment,” *The Journal of Abnormal and Social Psychology*, Vol.51, No.3, pp.629-636. この文献レビューは田中、125頁、及び同氏の書簡による。
- (18) 田中、125頁。
- (19) 同上、126頁。
- (20) 同上、130-134頁。
- (21) Solomon E. Asch (1951), “Effects of Group Pressure upon the Modification and Distortion of Judgments,” in Guetzkow, H. ed., *Groups, Leadership and Men*. (中島他編, 「同調 (conformity)」参照。版元の記載はない。)
- (22) André Orléan, 邦訳, 237頁。括弧 [] 内は筆者。
- (23) 同上, 99頁。
- (24) 同上, 153-154頁。括弧 [] 内は筆者。
- (25) “JMK”, Vol.VIII, *A Treatise on Probability* edited by Richard B. Braithwaite, Macmillan, Cambridge University Press, 1973, (Reprint of 1921), p.356. [佐藤隆三訳(2010)『確率論』(ケインズ全集 第8巻) 東洋経済新報社(以下、引用を除いて、非数値的確率を重んじたKeynesの意図をくんだ論理学の書名として『蓋然性論』と呼ぶ), 362頁]

第1章 Keynesの帰納的な慣行重視、及び自己実現的投機

(a) 不確実性下の慣行的判断(模倣慣行)の特性
Keynesが⁸,”JMK”, Vol.VI, *A Treatise on Money: 2 The Applied Theory of Money* edited by Donald Moggridge, Macmillan, Cambridge University Press, 1971 (Reprint of 1930), ch.37, Methods of National Management—III. The Control of the Rate of Investment, esp. pp.322-324.⁽¹⁾及び”JMK”, Vol.VII, ch.12, The State of Long-Term Expectation.⁽²⁾、さらにその刊行の翌1937年に発表された論文 (J.M. Keynes (1937), “The General Theory of Employment,” *Quarterly Journal of Economics*, February, hereinafter called *QJE*).⁽³⁾ recorded again in “JMK”, Vol.XIV, *The General Theory and After: Part II Defense and Development* edited by Donald Moggridge,

Macmillan, Cambridge University Press, 1973)において、株式市場における投機家の心理に関する独自の考察を見せたことはよく知られている。ところで、『一般理論』第12章における有名な美人投票論の卓越した比喩による投機心理の解釈の方法の端緒となる思考は、彼が既に27歳にしてケンブリッジで教壇に立っていた1910年春学期の講義ノート⁽⁴⁾の中に見出すことができる。

本稿では、アヤに始まる株式市場の上げ相場が、ラリーさらには大ラリーを経て、遂にブーム・バブルに至って实体经济の景況ないしファンダメンタルズをオーバーシュートする過程の必然性及び相場の3過程即ち上げ相場、株価バブルの頂点・崩壊、低迷する相場の各々の特徴を、『一般理論』及び*QJE*における慣行 (convention) の論理、上記1910年の講義ノートにおける期待の「自己実現 (self-realizing)」の論理、及び“JMK”, VIII, ch.6, The Weight of Arguments⁽⁵⁾における「論証の重み」を援用して解明する。それと同時に、特に上げ相場形成を嚮導するバイ・サイドのインベストメント・アドヴァイザーの同調の心理、及び投資銀行部門が雇うセル・サイドの証券アナリストの顧客会社の発行株式の、特に上げ相場時における半ば強引な売り込みの実状を明らかにし、以てバブル形成の過程分析の一助とし、そこで必要とされている政策課題を考えることにしたい。

まずKeynesによる慣行 (convention) 概念の規定を見ておきたい。

初めに、Keynesが⁸、株式市場における投資家の慣行をどのように捉えていたかを知るために、幾分長いが、『一般理論』から引用しておく。

「実際には、われわれは通常暗黙のうちに一致して、実をいえば一種の慣行 (convention) に頼っている。この慣行の本質は——もちろん、それはそれほど単純な作用をするものではないが——われわれが変化を期待する特別の理由を持たない限り、現在の事態が無限に持続すると想定するところにあ

る。このことは、われわれが本当に現在の事態が無限に持続すると信じていることを意味するのではない。われわれは広範な経験から、このようなことはとてもありそうにないことを知っている。長期にわたる投資の実際の成果が初めの期待と一致することは滅多にない。またわれわれの行動を合理化するに当たって、無知の状態にある人にとっては両方向への誤差は均等な確率を持つから、均等確率を基礎とする平均的な保険数学的期待値を使うことができると論ずることもできない。何故なら、無知の状態を基礎とする算術的均等確率の想定が馬鹿馬鹿しい結果に陥ることは、容易に証明することができるからである。われわれは実際には、現在の市場評価は、どのようにして到達されたにせよ、投資物件の収益に影響を及ぼす事実についてわれわれが持っている現在の知識との関連において一義的に正しいものであって、この知識の変化に応じてのみ変化する、と想定しているのである。もちろん、哲学的にいえば、われわれの現在の知識は数学的期待値の計算に十分な基礎を提供するものではないから、現在の市場評価が一義的に正しいということはあるにないけれども。実際上は、市場評価の中には予想収益になんの関係もないあらゆる種類の考慮が入り込んでいるのである。

それにも拘わらず、われわれが慣行の維持を頼りにすることができるかぎり、上述の慣行的計算方法は、われわれの事業の著しい程度の連続性および安定性と両立するであろう。

何故なら、もし組織化された投資市場が存在し、われわれが慣行の維持を頼りにすることができるならば、投資家は、自分の冒す唯一の危険は近い将来における情報の真正の変化の危険だけであって、その変化の可能性については自分で判断を下すことができるし、しかもその変化はあまり大き

いものではなさそうだという考えによって、正当に自分を元気づけることができるからである。何故なら、慣行が妥当すると仮定すれば、彼の投資の価値に影響を及ぼしうるものはこれらの変化だけであって、10年後に彼の投資の価値がどうなるかについてなんの考えも持たないからといって不安に明け暮れる必要はないからである。このようにして、もし個々の投資家が慣行に破綻がないことを信頼し、また多くのことが起こる以前に判断を改訂し投資を変更する機会があることを信頼して差し支えないとすれば、投資は短期間したがって短期間の連続——どんなに長いものであろうと——を通じて、個々の投資家にとってかなり「安全」なものとなる⁽⁶⁾。

以上に示した株式市場における投資家の慣行概念を端的に指摘したのがQJEにおける不確実性下における合理的経済人の3つの行動原理である。即ち、

- (1) 「われわれは、過去の経験の率直な検討が、その経験がこれまで明らかにしてきた以上に、現在は将来よりもはるかに役立つ手引きであることを仮定する。言い換えれば、われわれは実際の性格について何も知らない将来の変化がもたらす見込みを大幅に無視する」。
- (2) 「われわれは価格と現在の産出量の性格に関する評価の現状が将来に関する予想の正しい要約に基づいていると仮定する。だからわれわれは、何か新しいしかも関連のあるものが登場するの でなければ、あるいはそれが入ってくるまでは、それをそれなりに認めることができる」。
- (3) 「われわれは自分達自身の個人的判断が価値のないものであることを知っている、われわれは多分もっとよく知っている世界の他の人達の判断に依存しようと努力する。即ち、われわれは大多数かあるいは平均の行動に一致させようと努力する。各人が他人を真似ようと努力している個人

からなる社会の心理は、われわれが厳密に慣行的判断 (conventional judgment) と名付けてもよいものになる」⁽⁷⁾。

「…実際の貨幣価格に関していうなら、特定の価値物、例えば労働や金融債務 (money-debts) の一定の価格水準の正常性ないし妥当性に関する慣行的な先入観を通じて、また一方で貨幣の流通速度を制限し、他方でその量を制限する習慣及び慣習 (conventions) を通じて、短期においてさえ任意に変化することを妨げるよう機能する力は習慣〔慣行〕以外にない」⁽⁸⁾ という Townshend の指摘を受けて、貨幣経済においては「慣習〔慣行〕 (conventionality)」が優れて重要な意味を持っていること、即ち貨幣経済の安定性は力学的安定性とは異質の慣習〔慣行〕の安定性にひとえにかかっていると間宮氏が慣行について振り返る時⁽⁹⁾、われわれが真っ先に思い起こすのは、『一般理論』を擁護するため、Keynes自ら執筆した翌年1937年2月のQJEで触れられた上記3種の慣行概念である。まずは、(1)の慣行概念から解釈していきたい。

株価がファンダメンタルズの動向に左右されることは否定できないが、その動向の予測が不確実性の壁に阻まれており、「市場評価の中には予想収益に何の関係もないあらゆる種類の考慮が入り込んでいる」という状況下では、現在価格が将来価格の最良の予測値となる。(1)に関してKeynesは、慣行を、個別の主体が採用する人間の実践、即ち、将来がどうなるかを想像するために「既存の状態」を推定する方法として考えていたように思われる。この方法を社会的現象の予測に用いることを妨げる制限は何もない。それは同様に天候や繰り返される経験の帰結の予測等に適用可能である⁽¹⁰⁾。

端的に言えば(1)は、主体がその現在の行動の将来的な帰結について高度な不確実性を抱えている場合に、その困難に打ち勝って先に進むために使う経験則に過ぎない⁽¹¹⁾。Genotte Gerald, Hayne Lelandもまた、金融市場の重要な側面の一つとして、ファンダメンタルズや資産供給の情報を集めている投資家は一部に過ぎず、それ

以外の投資家は、先行き価格を予想するのに現在価格を用いている、という実態を指摘する⁽¹²⁾。

次いで(2)は要するに資産市場の状況において適用された(1)であり⁽¹³⁾、また、将来の状況を現状で置き換えた認識を、人は新たな事態が生じない限り変えようとしないうという傾向を指摘している。

残る(3)で初めて意図的な模倣行動が導入される。

ここで模倣とは情報として得た知識の面で優位な他者への追従である。もしそうであれば、その行為群は、最早不確実性下で合理的な経済人としての体面を保つ原理の提示と言うKeynesの意図から離れるのであろうか。他者の行動が示唆する情報としての知識が真ならば不確実性はおろかりスクさえ消失するからである。Keynesにおいてはそうではあるまい。序章の〔論文の概要〕の冒頭で見たような、Keynesの新たな知見が認められる自己言及的投機の限りで情報の真偽がさしあたり不問に付されるだけであり、不確実性やリスク⁽¹⁴⁾の問題そのものがそこで解消するわけではないからである。後に見るように、Carabelliが、慣行には実在的背景がない点で、慣行主義者になって市場の偶像である慣行を重視することは誤りである旨を強調するのも、そうした情報の真偽を含めた内容を基礎とした蓋然性を、Keynes同様、重視するが故である。

先に見たように、(3)で慣行的判断と呼ばれる人真似は、たとえ投資市場における大多数ないしは平均的な行動が示唆する「真」の知識を頼ったものでも、それはあくまでも不確実性下の投機である。それは、Keynesが27歳時に書き残した講義ノート⁽¹⁵⁾に記された「投機」に照応する。即ち「もし投機行為を、現時点で判明しているデータから将来を判断する論理的な試みであるとみなすなら、投機行為はあらゆる知的投資の基盤をなすものと言っても支障がないであろう」⁽¹⁶⁾。「私の見るところ、投機の持つ根本的性質は他人より優れた知識」⁽¹⁷⁾を有する点にある。しかし当然のことながら、ここで頼り

の知識が「偽」であれば、模倣慣行による投機は早晚失敗に終わって皆の当てが外れることになる。そればかりか、Keynesの指摘通り、「…慣行というものは、絶対的な観点から見れば極めて恣意的なものであるから、弱点を持っているとしても驚くには当たらず、「十分な投資を確保するというわれわれの現在の難問のかなりの部分をつくり出しているものは、慣行の不安定で」あり⁽¹⁸⁾、当初予想外の企業の「期待収益にとっては実のところ殆んどどうでもよい諸要因によって引き起こされる意見の突然の変動によって」、「大勢の無知な個人の群集心理によって打ち立てられた慣行的評価は激しい変動を被り」易い⁽¹⁹⁾。Keynesが別途指摘する企業・経済の実状に即した知識が乏しいという現実がこの事態を助長する。(3)で語られる「知識」を持つ他者に追従する模倣的な慣行の基礎もこうしてみるとやはり危うい。この点とも関連して注目すべきは竹田氏による次の指摘である。同氏によれば、「コンベンション〔慣行〕とは、明示的なコミュニケーションを通じた合意の形成という厄介な手続きなしに、株価形成という集合行為を実現させる便利な社会的技術」に他ならない⁽²⁰⁾。またそれはSimmelのいう「信頼」の作用の場であり、「信頼」の行為原理が模倣であるという。そしてその利点が上に言う効率性であり、不利な点は不安定性である⁽²¹⁾。むしろ先のTownshendの指摘が示唆するように、慣行（慣習、習慣）こそは株価等の貨幣価格に安定性を付与するものではある⁽²²⁾。だが、この安定性の方は、本来根柢がないだけに、一旦バブルが崩壊すると止めどなく相場が下がるといった問題を内包している。それが、Keynesが1937年に指摘した模倣慣行の弱点に他ならない。

ところが、このような(3)の一意的な解釈はKeynesの意に沿うとは必ずしも言い難いように筆者には思われる。「知識」が、市場の変動を、大衆あるいは専門のポートフォリオ・マネジャーに先んじた正確な予測そのものであり、それが、キャピタル・ゲインまたは含み益に結実する場合には、先に少しく述べたように、当事者において

は変動の理由に最早拘る必要は全くなるという現実をも(3)は同時に示唆している。即ち、「大多数かあるいは平均の行動に一致させようと努力する」行為は、『一般理論』における、先の資本市場の「不安定」要因の4番目としてKeynesが明るみに出した株式市場参加者同士の期待の読み合いであり、そこで多数派が形成されれば、そこでゲインを得た者は多数派形成の要因（「知識」）の如何に殊更関知する必要は全くなくなるからである。しかも美人投票での読み合いは必ずしもゲインを得る者とロスを被る者の優勝劣敗に終わるとは限らず、逆に不安定なボックス圏に相場を押し込む場合もあろう。即ち、相場の局面によっては、人間の期待形成の限界であろう3次元付近で読み合いは打ち切られ、上げ相場・下げ相場の傾向の別は兎も角、相場の安定が図られる場合もあれば、逆に読み合いが暫く続く結果、相場が不安定になる場合もある。従って、(3)は2様に解釈できる。前者の局面での模倣慣行が市場の安定した状況に相応しており、後者での慣行が少し後に見るKeynesが『一般理論』の中で秀逸な比喻で描いた投機合戦における市場の脆さによる不安定な投機家間の期待の読み合いに対応している。そしてこの内、相対的に安定した市場での模倣慣行の特徴についてDavisの見解との対比で新たな狭義の規定を試みた論者がJochen Rundeである。これらの点については第3章(c)において詳述したい。

(b) 帰納的認識に基づいた行動を特徴付ける概念としての慣行

その前に、先の(1)(2)(3)の不確実性下の行動原理の特殊性を指摘しておかなければならない。何故なら現状のトレンド延長で投資市場の将来的趨勢を読むという慣行や行動の起点を他人の行動に求める慣行的判断（模倣慣行）は、変数間に基本的因果関係を見出して操作性の高い変数の作用について考える経済学と随分と離れた所で、内容・規定を与えられているからである。それは確かに、帰納法を重んじたKeynes

にとってみれば、無理のない慣習・慣行の規定ではある。しかしKeynesがそもそもこうした慣行（convention）を彼の経済学において殊更重視したのは何故であろうか。

理由は次のように考えられよう。

例えば、実物投資は、利子率とか限界効率のような理論的な要因のみによって、自然科学的な関係のように、かっちり左右されるのではなく、一定の状況の中でこれまで自分や他人がやってきたこと、成功したり失敗したりしてきたこれまでの経験、特別な理由のない限り他人に奇妙だと思われるような異常の行動は取らない等といったことが判断、行動の基礎になるので、理論的に決定される関係が、現実の経済ではある時は微妙に、またある時には大きく揺れてしまう、そのことを説明するために導入されたものがconventionという概念であろう。従って、conventionは利子率のように一義的な内容を持った操作性の高い概念でも、戦略変数でもない。そして、先に述べたように、株価は、「株式によって代表された資本資産の期待収益に関連のある知識または情報に照らして、一義的に正しく、合理的な関係をもつなどとは決していえない」⁽²³⁾ため、利子率や企業収益に左右されるとはいうものの、相場の局面によっては、そうしたファンダメンタルズを大きく離れた動きをみせる。特に上げ相場では現在価格の極端な重視、あるいは後に見る模倣慣行（convention）が投機に大きな作用を及ぼす。そこで決まる株価が資金調達コストを大きく左右して実物投資に大きな影響を及ぼすという事実にも拘わらず、その操作性は著しく乏しい。

Oxford English Dictionary (hereinafter called *OED*) によれば、conventionとは、何らかの慣習、制度、世評を基点ないし基礎に構成され、あるいは、ある種の一般に認められた語法、行動基準、優れた技巧（method of artistic treatment）等に具体化された意図的あるいは暗黙裡の一般的合意ないし了解、または、一般的な合意に基づく規則ないし慣行、あるいは社会全体によって受け入れられ、守られる規則ないし慣行、さらには、なん

らかの特定の技術または学習において正当と認められる規則ないし実践、もしくは因習尊重、と規定される。Keynesは、日本語で言う「慣行」に比べて随分と意味が多岐にわたる以上のような内容を包括し、しかも本来確たる動機もしくは根拠を欠くconventionを重視し、それを、全てきっちりとした理論的關係に基づいて人々が資本市場で無機的・機械的に行動しているわけではなく、大きく言って経験則ないしは帰納的認識に基づいて採っている行動を特徴付ける概念として規定してみせた。これはKeynesの初期の蓋然性論研究（“JMK”，Ⅷ）がその経済学にもたらした一つの、最大といってもいい成果であると考えられる。

こうしてみると、慣行（convention）という概念は、独立変数として列挙される複数の要因とは次元と範疇を異にする概念であり、同じレベルで考えるべき概念ではない、Keynesが経済学に懸けた思いを象徴する概念であったと考えられるのである。

（c）投機に見出される資本主義経済の急所

さて、先に述べたように、模倣慣行は、株価を左右し、以て、企業の実態から多かれ少なかれ株式金融の資本コストの大きさを乖離させる⁽²⁴⁾。それ故に、Keynesは、投資の慣行にこそ、資本主義経済の急所の一つを見出していた。即ち「投機家は、企業の着実な流れに浮かぶ泡沫としてならば、何の害も及ぼさないのである。しかし企業が投機の泡沫となってしまうと事は重大な局面を迎える」⁽²⁵⁾。『一般理論』執筆当時、既に投機に狂奔していたウォール・ストリートに、近い将来のロンドン・シティ像を直観していた⁽²⁶⁾ Keynesは、長期的な視野に立った収益性に比例した産業・企業間の資本配分を徒に妨げる可能性の大きい投機に資本主義経済体制の急所の一つを視て取っていたのである。しかも収益性の高低が即、社会的に真に望ましい投資か否かを示すとは限らない。これらの点を彼は、『一般理論』刊行の2年後の1938年2月20日開催のNational Mutualの年次総会スピーチで次のように明確に指摘している。

「…市場は、確信できない疑い、予測できない恐怖、この前の時の記憶によって支配され、その次の時期に関する予知によって制御されることはない。株式取引所の価格の水準は、投資家が知っていることを意味しない。それは彼らが知らないことを意味する。現代の世界の混乱と不確実性に直面して、市場価格は、事後的な出来事に照らして合理的と映るより以上の幅で変動する。…（中略）…。都合の良い時機に他の投資仲間に売り払ってしまうというわれわれ全ての考えを…試みることは、当該株式の内在的価値の合理的な推定から掛け離れた水準に価格を歪めてしまい、建設的な投資を深刻なまでに阻害する要因となってしまうかもしれない」⁽²⁷⁾。

Keynesが、株式市場の効率を第一義的に重視せず、また庶民にとって近づき難いものであることを容認していたのもそうした事情による。

「ロンドン市場での株の購入は、ブローカーを通じて行われブローカーは市場のジョバーという株式仲買人に注文を出す。手数料は決まっており（固定手数料）、ブローカーとジョバーに二重に入り、さらに大蔵省に納める譲渡印紙税がかかり、証券売買はコストがかかった。したがって、よほどの値上がりが見込めない限り、値上りを求めて短期の売買を行うことはできなかった。ニューヨーク市場は逆に売買にともなうコストが低いことから、値上がり目的で買うことができる…。

ニューヨーク市場の方が市場としては効率的である。——だが株式市場を庶民にとっての賭博場にしてはならない。公共の利益のために近づきにくいものにした方がよい。これは「通常の人にとって一致した意見である」。必ずしも効率が大切なわけではない。これがケインズの考えである」⁽²⁸⁾。

彼が「…資本財の限界効率を長期的な観点から、一般的、社会的利益を基礎にして計算できる国家が、投資を直接に組織するために今後ますます

大きな責任を負うようになることを期待」していた⁽²⁹⁾のも以上のような現実への対処を早くも意識していたためであろう。差し詰め、長らく世界金融恐慌に喘いできた先進諸国について関説するなら、既存基幹産業の資本需要を浸食せずに雇用の機会を生むであろう「グリーン・ニュー・ディール（A Green New Deal）」が、Keynesの展望した公共投資政策の現代版となろう。但し、Keynesが『一般理論』で指摘した、そうした公共投資の乗数効果が相応の経済刺激を生むには、そのためにKeynesの論理を一旦離れ、納税も貯蓄もできない失業者に徴税が移転され、全額消費されなければならない。そのために今の合衆国で可能かつ必要な現実的施策は、政府の徴税による超富裕層から貧者への所得移転であろう⁽³⁰⁾。この点で、最早借入なしには生活できない下位20%⁽³¹⁾に加え、また、特に、巨大多国籍企業の外需依存⁽³²⁾によって没落している中間層60%へ超富裕層から所得を移転しようとするObama大統領の累進課税政策は、総消費需要極大化の観点からも支持できよう⁽³³⁾。

(d) 論証の重みの低さによる慣行の脆さ

話を元に戻そう。

「予想収益に対して実際には大きな相違をもたらさない要因であっても、これらの要因についての突然の意見の動揺が起こると、多数の無知な個人の群集心理の産物としてつくり上げられた慣行的な評価は、激しい変動に晒されがちである。それは慣行的評価に固執する強い確信の根拠がないからである」⁽³⁴⁾。この引用文は、慣行の脆さについてKeynesが、『一般理論』において、投資家の信念における確信の度合いは「論証の重み」の変化と伴に変動し、また、「論証の重み」が低い場合には、確信は新しい情報に応じて鋭く突然の変化を被る傾向がある、ということを示唆していることを表している。これを如何理解すべきか⁽³⁵⁾。この場合には模倣慣行を合理化する証拠が極端に少ないため「論証の重み」が低くなっているわけである。

そこで「論証の重み」と蓋然性の両概念の関

係を説明したKeynesの述べた次の一節を見ておこう。

「…論証の蓋然性の大きさは有利な証拠、不利な証拠とでも呼べるものの比較考量にかかっている。新たな証拠が加わっても、この比較考量が不変のままにとどまるならば、この論証の蓋然性もまた不変のままにとどまる。しかし、論証には何らかの量的比較が可能であるような、別の側面も存在するように思われる。この比較の証拠の有利、不利ということではなく、関連のある知識と関連のある無知、それぞれの絶対的な量の比較考量によって定まる。

われわれが手にしている関連のある証拠が増え、この新たな知識が不利な証拠を強めるものか、有利な証拠を強めるものかによって、論証の蓋然性の大きさは減りもすれば増えもする。しかし、そのいずれの場合にも以前よりは何かが増加したように思われる——われわれは結論を根拠付ける大きな実体的基盤を持つことになったのである。私はそれを新たな証拠が付け加わって論証の重みが増加すると、と表現する。新たな証拠は時に論証の蓋然性を減少させるが、その「重み」は常に増加する」⁽³⁶⁾。

以上を要するに、第1に、論証の重みのない蓋然性はありえない。第2に、論証の重みが増えれば、蓋然性も高まったり、あるいは逆に低まったりする。否定的な証拠が増えれば、論証の重みは増すが、蓋然性は下がる。肯定的な証拠が増えれば、同じく論証の重みは増え、その場合には、蓋然性は上がる。言い換えれば、論証の重みが増えるに従って蓋然性は曖昧さを残したのではなく、くつきりとしたものになってくる。

先にJörg Bibow, Paul Lewis及びJochen Rundeの見解として見たように、またCarabelliも考えるように⁽³⁷⁾、「…確信の度合い」が「論証の重み」の変化と伴に変動するならば、同じく先に見た「…「論証の重み」が低い場合には、確信

は新しい情報に応じて鋭く、突然の変化を被る傾向がある」という叙述は、論証の重みが低い時、追加される情報を受けて、新たに論証の重みが相対的に高くなる場合には、それに依りて確信の度合いも高まる、と解釈することができよう。論証の重みと確信の度合いの関係については、次章、第2章(d)で再考する。

筆者は、「論証の重み」の論理を、以下の分析では、ファンダメンタルズのみならず、特に、模倣慣行的な相場の推移そのものの考察にも援用したい。

(e) 「美人投票論」——確信の相互的ダイナミクスから帰結する多数の反射——

さて次に慣行の脆さの4番目の要因としてKeynesが展開したのが、先に引用したQJEにおける(3)の模倣慣行と照応する『一般理論』、第12章の、他者追隨的な投機の心理を巧みに述べた次の秀逸な比喩、いわゆる美人投票論である。この点は先に少しく触れた。

「…比喩を少し変えていえば、友人筋の行く投資は、投票者が100枚の写真の中から容貌の美しい6人を選び、その選択が投票者全体の平均的な好みにも最も近かった者に賞品が与えられるという新聞投票に見立てることができよう。この場合、各投票者は彼自身が最も美しいと思う容貌を選ぶのではなく、他の投票者の好みにも最もよく合うと思う容貌を選択しなければならず、しかも投票者のすべてが問題を同じ観点から眺めているのである。ここで問題なのは、自分の最善の判断に照らして最も美しい容貌を選ぶことでもなければ、いわんや平均的な意見が最も美しいと本当に考える容貌を選ぶことでもないのである。われわれが、平均的な意見はなにが平均的な意見になると期待しているかを予測することに知恵を絞る場合、われわれは3次元の領域に到達している。さらに、4次元、5次元、それ以上の高次元を実践する人もあると私は信じている」⁽³⁸⁾。

この投票で賞品を得るためには、特定の投票者だけでなく、他者の全員もまた、個人的意見に固執するのではなく、他者の意見を発見しなければならないことを知っているであろう。その場合の最適戦略とは、「その視線を自分自身に向ける…のでも、他者に向ける…のでもなく、集合的な固まりをなす集団それ自体に向ける」ことである。見極めなければならないのは、集団の自己同一性を代表するのに最も適した意見はどれかということである。ここでは、他者の意見は最早ア priori な確信を表すものではない。いまや、他者の意見それ自体が、集団の多数意見を発見しようとする探究の結果でもある。この選択の特徴は、個人的確信がすべて追放され、誰もが他者の考えを見破る以外の目標をもたなくなることにある。このプロセスにおいては、個人は常に、他者の位置に身を置こうと努力し、かつ他者が自分と同じ計算と予想形成の能力を持つと仮定されている。このようにして、予想の次元は高まっていく。これを、Orléanをはじめとするフランス学派は「鏡面のプロセス」と呼ぶ。相互に向き合った意識は、互いの動機を探ることによって、向かい合わされた2枚の鏡面に映る無限の鏡像のような働きをする。これを鏡面性と規定し、確信の相互的ダイナミクスから帰結する多数の反射を指す概念としよう。「相互的な問いかけ」という鏡面の原理は、株式投資の論理を根底において支配していると言ってよい⁽³⁹⁾。こうして見ると、先のKeynesの比喩は、株式市場における投機家と投機での他の競争相手の間の高次の読み合いを示唆する。むしろDavid Lewisが指摘したように、Keynesの表現した3次元の予測が精々人間の能力の限界であって、それ以上の高次の期待形成は現実的ではない⁽⁴⁰⁾。しかしそれよりも問題なのは、Keynesが論じた相互的な期待形成による「鏡面のプロセス」からは何も生み出されないことである。つまり、このプロセスが果てしなく続いていっても、一つの均衡を他の均衡よりも優位に立たせることのできるような原理が出現することはなく⁽⁴¹⁾、

諸々の情報を解釈と評価の激しい渦の中に投げ込んでいくことになる。いまここでの問題は、Keynesが指摘する模倣慣行ないしOrléanが指摘する何時とも知れず続く株式市場における期待の鏡面性の行方で、それはわれわれの経験では、場合によって、市場の安定化を増すか、逆に不安定化を増すか、そのいずれでもありうる。

アヤからラリー前までのファンダメンタルズに特に改善のないおそらくは景気循環の端境期における相場は不安定であろう。既述の『一般理論』、第12章における美人投票論での模倣慣行ないしは鏡面性も同様に、あくまで相場の不安定を招く要因として指摘されている。またQJEにおける不確実性下における第3の合理的行動原理の既に見た安定化と不安定化の両作用の内ここでは後者が相応することになる。

だが、後に見る田中氏が的確に指摘する事実、即ち、誰もが上がると信じて売りを凌ぐ買いが続く限り、キャピタル・ゲインないしは含み益を生むため、市場がまさに制度としてビルトインされた合理的な群集メカニズムであり⁽⁴²⁾、あるいはRundeが指摘した強気筋が多数派を占め、上げ相場への転換点を経て以降しばらくは他者の慣行に付き従うことが利益を生むという事実は、Keynesのいわゆる慣行的判断、言い換えて模倣慣行のアヤ戻しを恐れつつ始まる上げ相場の基調形成における合理性をも併せて示唆し、その場合には市場の安定化が進むことになろう。

結論から言って、ここでの「安定化・不安定化」の論理は、アヤ戻しからラリーを経てブーム・バブルの頂点・崩壊に至る相場の各々の局面において現れ方を異にする。具体例を挙げるなら、2002年7月のWorldcom破綻、翌2003年3月のイラク戦争開戦と時期を同じくする新興国の台頭、アジアの貿易黒字、世界的な金融緩和と政策による国際的な過剰流動性（過剰ドル及び各国マネー・サプライ増）を背景にダウ工業株30種平均が徐々にしかし確実に上がっていった2006年までが前者の好例である。具体的に

は、次のような2006年10月6日現在の新聞報道が伝えるような状況である。

「ニューヨーク株式市場でダウ工業株三十種平均が四日、前日比一二三ドル二七セント高の一万一八五〇ドル六一セントと、二日続けて過去最高値を更新した。市場関係者は株高の要因として、主に米連邦準備理事会（FRB）の利上げ休止、景気軟着陸期待、物価安定の三点を挙げている。今後の見通しについては、原油価格の反転上昇や住宅市場の減速をリスク要因に挙げながらも、株式市場に過熱感はいさほどなく、一段の上昇余地があるとの見方が多い。最高値更新の背景については「利上げは完了、利下げ期待も強まっている」（クリアビュー・エコノミクスのメイランド氏）、「景気は減速しているが後退には陥らない」（スタンダード・アンド・プアーズ＝S&Pのヤング氏）との指摘が多い。「原油価格の下落でインフレ懸念が薄らいだ」（AGエドワーズのゴールドマン氏）ことも、株式相場の追い風になったようだ。原油価格に関しては、暖房用の需要が高まる冬場に向けて反転上昇の可能性があるとの見方も出ている。ただ「今後半年間は一バレル五〇一六五ドルで推移する」（ゴールドマン氏）との予測や、「原油価格の急落が冷え込み始めた住宅市況、景気減速による個人消費への打撃を払拭する」（ジョンソン・イリントン・アドバイザーズのジョンソン会長）として、米景気の軟着陸シナリオを描く関係者もいる。バーナンキFRB議長は四日の講演で、「住宅市場の減速が今年後半の経済成長率を一ポイント程度押し下げる」との見方を示した。これに対して、株式市場は反応薄で、「株式相場に織り込み済み」との見方も広がっている。IT（情報技術）ブーム背景に「根拠なき熱狂」（グリーンズパン前FRB議長）ともいわれた前回高値の二〇〇〇年との比較では、今回の方がPER（株価収益率）が

低く、企業収益増加率は高いとして、市場環境は健全だとの指摘も目立つ⁽⁴³⁾。

一方、2008年12月中旬現在、Lehmanショックを経て相場が実体経済の悪化と政府の打ち出す対策との相場への織り込みで「期待感」と「警戒感」の間での綱引きが生じ、ボックス圏に低迷する不安定相場が後者の好例である。具体的には、日本の例になるが、次のような2008年12月16日現在の新聞報道が伝えるような状況である。

「株式市場では目下、最大の関心事は米自動車大手（ビッグスリー）の経営問題だ。先週は救済法が成立すると期待感で株価が上昇する日が目立ったが、週末になると急落。これを受けて米政府が救済方針を示すと週明け十五日の株価は一転して急騰した。ビッグスリー問題に市場が敏感なのは、「経営破綻による悪影響を相場に織り込み切れていない」…との見方が多いためだ。雇用情勢や金融機関の業績が一段と悪化しかねず、「政策でどれだけ補えるか注視せざるを得ない」…といった指摘がある。ビッグスリー以外にも強弱感が対立する材料は多い。例えば売り手買い手の需給。ヘッジファンドの換金売りなど外国人投資家の売り圧力への警戒が根強い半面、安値圏では個人投資家や年金資金からとみられる買いが支えとなっている⁽⁴⁴⁾。

しかし問題がここで終わるわけではない。続く核心的問題は、上げ相場あるいは下げ相場のケースにおいて、後に見るように自己実現的に株価が伸張し、あるいは下落する時の際疾さは何処にあるのか、さらにその前に、当て所ない鏡面性を収束させる要因があるとして、それは何か、である。

解の手掛かりはCarabelliの見解の中にある。

（第1章注）

- (1) 長澤惟恭訳（1980）『貨幣論Ⅱ：貨幣の応用理論』（ケインズ全集 第6巻）東洋経済新報社、第37章「国民的管理の方法——三、投資率の調節」、特

- に376-379頁。
- (2) 『一般理論』, 第12章「長期期待の状態」。
- (3) セイモア・E・ハリス編, 日本銀行調査局訳 (1949)『新しい経済学 I : 理論と政策にたいするケインズの影響』東洋経済新報社。
- (4) *The Keynes Papers: The John Maynard Keynes Papers, Kings' College, Cambridge*, Chadwyck-Healey Ltd., hereinafter called "*The Keynes Papers*", University Affairs, UA/6/3, Notebook, 8 Lectures on Company Finance and Stock Exchange, Lent Term, 1910.
- (5) 『蓋然性論』, 第6章「論証の重み」。
- (6) "JMK", VII, pp.152-153. [邦訳, 150-51頁] 傍点はKeynes。但し, 以下, 原典が英語の訳出は邦訳を参考にしたが, 訳文は必ずしも邦訳書のものと同じものではない。傍点はKeynes。定量的分析を行う際, 例えばCOBE VIX, インプライド・ボラティリティ等を導く際, 前提条件として確率論の適用について現実には満たされない前提条件を置くことになる。株価の時系列で毎時独立かつ同一の分布を推定することは不可能だからである。Keynesもおそらくは同じ理由から, 頻度論的な確率の適用について否定的であった。Keynesはその後期の経済学においてのみならず, 早くも『蓋然性論』において歴史的に一回限りの事象 (unique events) に興味を持っていた。これが毎時独立かつ同一分布の仮定を置き, 時系列の分布で一時点の事象の生起を表現しようとする確率論の適用に全く馴染まない素材であることは言うまでもない。株式恐慌における人間行動の素早い変化と突然の変容もまたその好例である (Anna M. Carabelli and Nicoló De Vecchi (2001), "Hayek and Keynes: from a Common Critique of Economic Method to Different Theories of Expectations," *Review of Political Economy*, Vol.13 No.3, July, p.276)。Keynesは, 『一般理論』, 第12章において行ったように, 1910年の投機に関する講義ノートでそれらの事を扱っている。これに対し, Friedrich August von Hayekは, 生得的なものと, 学ばれ, 文化的に伝承された規則の内, 後者を経済学の主たる素材として重視した (*Ibid.*, p.278)。
- (7) *QJE*, p.214 [邦訳, 283頁], recorded again in "JMK", XIV, p.114. 下線はKeynes。
- (8) Hugh Townshend (1937), "Liquidity-premium and the Theory of Value," *The Economic Journal*, Vol.47, p.168. 括弧 [] 内は筆者。慣習は慣行とはほぼ同義であり, 習慣, 慣行は, 本章(b)でOEDで見たように, 因習を基調とした同義的な規定を受けると言って良いであろう。
- (9) 間宮陽介 (1985)『モラル・サイエンスとしての経済学』ミネルヴァ書房, 78頁。括弧 [] 内は筆者。
- (10) I draw upon Jörg Bibow, Paul Lewis and Jochen Runde (2003), "On Convention: Keynes, Lewis and the French School," in Jochen Runde and Sohei Mizuhara eds., *The Philosophy of Keynes's Economics: Probability, Uncertainty and Convention*, Routledge, p.186.
- (11) Jochen Runde (1994), "The Keynesian Probability-Relation: In Search of a Substitute," in John B. Davis ed., *op.cit.*, p.249.
- (12) Gennotte Gerald and Hayne Leland (1990), "Market Liquidity, Hedging, and Crashes," *American Economic Review*, Vol.80, No.5, p.1000.
- (13) Jochen Runde (1994), "The Keynesian Probability-Relation: In Search of a Substitute," in John B. Davis ed., *op.cit.*, p.249.
- (14) 不確実性とリスクとを峻別した最初の経済学者は, Frank H. Knightである。両者の違いの概要をその主著の第8章 "Structures and Methods for Meeting Uncertainty" から押さえると, 次のようになる。リスクは先験的な (A Priori) 確率ないしは統計的 (statistical) 確率, 即ち客観確率で捕捉でき, 可測的である。従って, そこでは先験的な計算を通じて, もしくは過去の経験的統計によって, 同質的な事例の結果の分布が判明している。この状況をリスクと呼ぶ。これに対し, 不確実性とは, 不可測で, 充てるとしても確率は主観確率となる。これは扱う事例が唯一一回限りであって, 同質的なグループを形成しえないからである (Frank H. Knight (1964), *Risk, Uncertainty and Profit*, Augustus M. Kelley, Bookseller (Reprint of 1957 edition. First edition 1921), esp.pp.233-234)。Keynesの「不確実性」も, 1937年論文で, ほぼ同様の規定を受けている。但し彼は, リスクという表現は使用していない。しかしKeynesも又リスクについて蓋然性論で関説する際の前提として不可欠な「同質的」多数事例の集合の条件が現実の経済社会で満たされることはまずないと判断し, 次のように指摘している。蓋然性は多くの場合, 可測的ではない。それはしばしば, 比較が可能なものでさえない。こういう場合には, 「われわれは, あらゆる蓋然性の大きさが自然に帰属せしめられる共通単位が存在するということの, 何らの兆候をも持ち合わせていない。蓋然性の程度は, ある同質的な素材から構成されるものでもなければ, また, 相互に類似した性質を持つ部分に明白に分割できるものでもない」("JMK", VIII, pp.32-33 [邦訳, 34-35頁] 菱山泉 (1967)「ケインズにおける不確定性の論理」『思想』岩波書店, 514号, 4月, 25頁。菱山氏の引用は, Harper & Row 社から出版されたリプリント版 (1962年) による (p.30)。訳文はこの菱山訳を特に参考にした。

- (15) “*The Keynes Papers*”, University Affairs, UA/6/3, Notebook, 8 Lectures on Company Finance and Stock Exchange, Lent Term, 1910.
- (16) *Ibid.*, p.99.
- (17) *Ibid.*, p.98.
- (18) “JMK”, VII, p.153. [邦訳, 151頁]
- (19) *Ibid.*, p.154. [邦訳, 152頁]
- (20) 竹田茂夫 (2001) 『信用と信頼の経済学：金融システムをどう変えるか』日本放送出版会, 110頁。
- (21) 同上, 85頁。
- (22) Hugh Townshend (1937), “Liquidity-premium and the Theory of Value,” *op.cit.*, esp.pp.161-163.
- (23) 菱山泉 (1967) 「ケインズの投資理論における「経済人」」『思想』岩波書店, 第519号, 9月, 57頁。傍点は菱山氏。
- (24) “JMK”, VII, p.151, footnote (1) [邦訳, p.148頁, 注(1)]
- (25) *Ibid.*, p.159. [邦訳, 157頁]
- (26) *Ibid.*, p.159. [邦訳, 156頁]
- (27) “JMK”, Vol. X II, *Economic Articles and Correspondence: Investment and Editorial* edited by Donald Moggridge, Macmillan, Cambridge University Press, 1983, p.238.
- (28) 伊東光晴 (2009) 「ケインズの思想」『現代思想』青土社, 第37巻第6号, 65頁。
- (29) “JMK”, VII, p.164. [邦訳, 162頁]
- (30) 小島寛之 (2008) 『容疑者ケインズ』プレジデント社, 38-51頁参照。しばしば見受けられる「乗数効果」の誤謬については、例えば、小野善康 (2007) 『不況のメカニズム：ケインズ「一般理論」から新たな「不況動学」へ』中央公論新社, 第2章, 第3項における乗数批判の論理としての均衡財政乗数1およびリカードによる公債の中立命題が、その批判の起点となる。
- (31) 次の表12上の純資産に占める下位20%の階層の借入レバレッジは唯一100%を超える128.6%であり、債務超過状態にあることを意味する (Board of Governors of Federal Reserve System (2012), *Federal Reserve Bulletin*, Vol.98, No.2, June, p.56, Table 12. Leverage ratio of group by selected family characteristics, 2001-10 surveys.)。
- (32) 「ドル安や新興国への積極投資を背景に米大手企業の国外依存が一段と高まっている。ゼネラル・エレクトロニック (GE), インテル, デュボン, キャタピラーなど幅広い業種で、七一九月期の海外売上高が二ケタ成長。売上高に占める海外比率は軒並み五割を超えた。米経済は住宅不振や原油高で減速を見せ始めているが、大手企業はグローバル化をテコに成長を持續している」(2007/11/13『日本経済新聞』朝刊, 9ページ)。2007年前期を観測点としたダウ工業株30種の海外売上高比率は41.8%であり, S&P500の29.8%に比べて高く, 買いが集まるのも, 新興国を中心に世界経済の拡大の恩恵を受けやすい外需株である (2007/10/9『日経金融新聞』20ページ)。
- (33) 「ピケティ氏の主張, 「資本主義の下では資本のリターン (r) が経済成長 (g) より大きくなり格差拡大に帰結する」という議論は常に正しいかどうかは疑問が多いところであるが, 米国経済の現状はまさにそのとおりである。企業部門と富裕層に使いきれない資本余剰が蓄積し, 需要創造の好循環に結び付いていない。米国の企業部門のフリーキャッシュフローを見ると, 2000年以降恒常的な余剰が定着していることが分かる。また利潤率の代表としての自己資本利益率 (ROE) と利子率の代表としての長期金利 (10年国債利回り) を見るとリーマン・ショック以降両者の乖離…が顕著となっている。企業が高収益を上げているのに投資・消費需要が十分に高まらず, 資金需要を喚起できず低金利が続いていると言う現実が如実に示されている。
- ピケティ氏は長期的には資本に対する累進課税による所得の再配分によって現状の是正が可能とする…立場のようである。しかし, 短期的にはピケティ氏の見る現実, つまり資本の余剰と高利潤の共存は, 投資のリターンが高く, 投資のコストが著しく低いのであるから株高材料と言うほかはない」(2014/8/10 7:00『日本経済新聞』電子版「高値恐怖心こそ株式相場が若い証拠 (武者陵司)」)。
- (34) “JMK”, VII, p.154. [邦訳, 152頁] 傍点は筆者。
- (35) *Ibid.*, p.154. [邦訳, 152頁] Jörg Bibow, Paul Lewis and Jochen Runde (2005), “Uncertainty, Conventional Behavior, and Economic Sociology,” *The American Journal of Economics and Sociology*, Vol.64, No.2, p.511.
- (36) “JMK”, VIII, ch.6, The Weight of Arguments, p.77. [邦訳, 第6章「論証の重み」, 82頁] 下線はKeynes。
- (37) Anna M. Carabelli (1988), *On Keynes's Method*, The Macmillan Press, p.58. 第2章注 (61) を参照されたい。
- (38) “JMK”, VII, p.156. [邦訳, 154頁]
- (39) André Orléan, 邦訳, 75-86頁。
- (40) 「もちろん, 誰かが, 17階の期待の獲得によって調整問題を解決することができると思わないわけではない。しかしわれわれは第4階以上の期待を持つことは稀である」(David Lewis (2000), *Convention: A Philosophical Study*, Blackwell Publishers (First published 1969 by Harvard University Press), p.32.)。
- (41) André Orléan, 邦訳, 90頁。
- (42) 田中, 152頁。
- (43) 2006/10/6『日経金融新聞』9ページ「NY株最

高値、市場はこう見る一過熱感なく上昇余地、原油・住宅動向リスク要因に」。

(44) 2008/12/16『日本経済新聞』朝刊, 017ページ「株価、期待と警戒「綱引き」」。

第2章 株式相場における鏡面反射的な 高次元の読み合いの論理

(a) 慣行と知識の欠如あるいはその実在

——Carabelliの見解を通じて——

相場の騰落の過程の特徴について、株式取引に関する1910年春学期の講義のためにKeynesが書き残したノート⁽¹⁾から、Carabelliは以下に見るような見解を読み取っている。

先ずKeynesが記載した一節⁽²⁾を見てみよう。彼は、「投機の悪害」と題する一節において、流言について、これを悪害と言いながら、他方で、「流言が流れる時に、自分では信じなくても、一般には信じられるだろうと考えるならば、この流言に乗じて行動するのも一つの知恵である」という趣旨の投機での成功要因を示し、期待の自己実現の論理を早くも示唆していた。これが即ち後の『一般理論』、第12章の美人投票論の核心である模倣、言い換えて順応主義に昇華する思考の萌芽であることは言うまでもない。投機家にとってのチャンスと危機とで逆になるが、Carabelliは、Keynesのこの一節を念頭に、次のような解釈を展開している。

「投機家は、事実でない、あるいは見掛けの上だけ真実と映る対象が、…市場の多数派によって信じられる場合には、それらは現実となってしまう（自己実現的（self-realizing）である）ということ、実際のところ、合理的にも信じている（あるいは、知っている）。だから、投機家の知識の中には、市場の慣習的で心理的な反応に関して（彼の過去の経験から導かれる）特定の知識が存在する（あるいは存在していなければならない）」⁽³⁾。

「…自分以外の者があなたかも現実であるかのように振る舞う、と各人が考える時、

それは現実の危険に転化しうる」⁽⁴⁾。

「さらに、この一節から、（真実の、あるいは見掛け上真実の根拠に基づいて）信じられるものは何でも、多数派が信じる限り、自己実現的である、という見解を見出すことができる。しかも、特に記しておかなければならない点であるが、この自己実現的であるということは、現実存在する根拠を伴う期待と、見掛け上真実と映る期待の双方について妥当する。多数派によって共有される期待はどんな場合でも自己実現的である。それゆえ、多数派によって共有される時、見掛け上真実と映る期待は自己実現的であり、また現実のものとなる。実在しない危険も現実の危険となる。金融市場に関するKeynesによるこの解釈には特に記しておくべき3つの側面がある。

(1) 実際には誰も信じない確信（期待）が存在する。そこには、真実と見掛けの対照がある。即ち、真実であるものと真実のように見えるが真実でないものとの対照である。

(2) 見掛け上真実と映る確信（ないし事柄）は現実の事象へと転化することがありうる。

(3) 現実に基づく期待と見掛け上真実と映る根拠に基づく期待の双方共に、それが多数派によって共有される場合には、自己実現的であり、現実のものとなる」⁽⁵⁾。

上の引用は、市場の多数派が、情報ないし事柄の真偽を敢えて問わず、それを信じる、ということ、各人（市場の多数派）が信じて買ひまたは売りに走る場合には、情報の見掛けの表象そのものと照応した相場の騰落の自己実現が必然化すること、そして、自己実現のこの条件に各人が気付いているからこそ、皆、「市場の慣習的で心理的な反応」、即ちKeynesが重視していた慣行を信じ、その情報の示す通り、慣行に則って行動して試みることに安んじて賭けてみるということが合理的となる、ということを示唆している。これはKeynesが、先に引用したQJEで述

べた慣行的判断（模倣慣行）の合理性と一致する。それは多数選択を模倣したものであるという意味で、Orléanの規定する「模倣的標識」⁽⁶⁾と呼ぶものと等しい。何故なら、Orléan自身述べるように、それは、Keynesの解法と異質でありながら、後に見る、Keynesによる集団成員の個人的確信を探る方法に当たるからである。

本節中少し後に詳述するこの自己言及的合理性が内包する問題は、「各時点で強気の価格予想がほぼ実現していけば、予想はそれ自身の正しさを証明するもの、つまり「自己実現的予言」となり、このプロセスを内側からチェックするものはなくなってしまう」、という点である⁽⁷⁾。事実、当該情報の真偽そのものは最早投機にとって本質的な要件ではない。Carabelliが、決して無条件に自己言及的な構造に合理性を認めない理由もそこにある。次章(d)でも述べるように、確かに、自己言及的な構造においては、市場の意見に付き従うことが最も合理的な投機となる。しかしながら、Carabelliは前年2001年のVecchiとの共筆論文で次のように述べる。「経済学者は、企業者と同様、市場の偶像と慣行に屈する危険（in danger of succumbing）と背中合わせである。彼ら経済学者は、市場における主体の実際の行動を扱うが、それは（模倣）慣行に支配されているため、「[彼ら経済学者の]抽象化によって理論と実際の間にも生まれる違いの正確な性質」を見逃す危険を孕んでいる」⁽⁸⁾。またCarabelliは、Keynesが慣行主義者であったとする近年流行している見解を断じて否定する⁽⁹⁾。この場合、偶像崇拜にも合理的な根拠があり、一箇の実在する知識に基づく合理性がある場合もある、とする見解なら、筆者も賛同できる。この疑問に対するCarabelliの解答は2様である。

即ち彼女は第1に「蓋然性は実在する知識であり、他方、慣行と市場の動向は実際に存在する知識に基づくものではない」と指摘する。同時に、「Keynesは、各主体が不完全ではあるが「実際に存在する（real）」知識を持っている場合には、自律的な（autonomous）合理的

判断を形成することができるような期待に関する理論を抱いていたとわれわれは考える」と述べる⁽¹⁰⁾。Carabelliは、Vecchiとの別の共筆論文において、矢張り、「Keynesにおいては、諸主体は完全な無知及び不確実性の状態においてのみ慣行に従い、またアニマル・スピリッツ、気紛れと思いつきのような慣行は、そうした状況においてのみ、合理的に正当化される。…（中略）…。諸主体が通常一部の知識を持っているならば、彼らは論理的な蓋然性に基づく判断を行い、慣行が正当化されることはないであろう」⁽¹¹⁾と主張する。

しかし他方では、第2に「確信の起点は不合理である場合もあるが、確信を抱くための根拠は必ず合理的である」とも述べ、あるいは「慣行への追従でさえ、合理的に正当化されなければならず、慣行に合理的に付き従うためには、個人は、それがしばらくの間有効であろうと信じるための何らかの根拠を持たなければならない」⁽¹²⁾とも指摘する。この見解については第4章(b)において再度触れる。同様にCarabelliは自著*On Keynes's Method* (1988, Macmillan)の中で、「確信はただ強力に保持された意見であり、必ずしも真実ではないが、行動の理由としては適切ではある」とも述べる⁽¹³⁾。

ところで、CarabelliはVecchiとの先の別の共筆論文で、「将来的に真の不確実性が支配し、全く無知の状態では、誰もが慣行から逃れられなくなり、専門的な投機家でも長期的な専門投資家でも慣行から逃れることはできなくなる」と述べる。「その場合Keynesにとって、規則に従うことも合理的となるが、しかしそれら規則は、慣行であり、人為的な工夫（human artifices, devices）であるということに注意しなければならない」と付言する⁽¹⁴⁾。またCarabelli、Vecchiによれば、Keynesにおいては、(a)何らかの理由あるいは現実の限られた知識が利用可能であっても、論理的蓋然性が比較可能ではない場合；(b)不完全な理由あるいは確信を後押しする証拠が反対方向に動く場合；(c)確からしさの論証の重みが非常に低い場合、これら3つの不確実性

に關与する状況下では、慣行追隨も合理的となる、という⁽¹⁵⁾。もしそうであるならKeynesにおいては、完全な無知の状況か、または不確実性の、両状況のいずれかの下で初めて、慣行は合理化されることになる。

確かに以上の見解は慣行の現実に密着した優れた洞察ではある。

但し留保があって、それは、合理・非合理の境界は、当の「知識」が確固不拔としたものか、それとも多分に不確かなものか、はっきりとしたものではなく、利子率の予測⁽¹⁶⁾、投資対象会社の経営者の手腕の移り変わりの予測⁽¹⁷⁾、あるいは相場の推移そのものの予測等のように、多種多様な影響要因の推移とその予測の影響作用を受けて変わりうる境界である、という点である。それゆえ、Keynesの慣行の背後にあるべき実在の要素の存在の有無の境界も黑白のはっきりしたものではなく、知識の客観的実在性の明確な蓋然な世界から、グレー・ゾーンへ、そして慣行のみが頼りにされる非実在へと広がりを見せる。

それともう一つ、「慣行と市場の動向は実際に存在する知識に基づくものではない」というCarabelliの思考の内、「慣行」に関する文面は、慣行が知識の実在しない状況で頼りにされるとする点でKeynesの見解と一致するが、「市場の動向」以下の文面は過度な単純化の誹りを免れないであろう。

前者はKeynes自身が1937年に示唆している。即ちKeynesは人が不確実性下において体面を保つための3つの方法（慣行）について述べる際、次のように留保している。

「これらの3原則に基づいた未来にかんする実際の理論はある顕著な特色を有している。もともと薄弱な基礎しかないのであるから、それはとくに突然の烈しい変化を余儀なくされる。静穏にして不動な、確実にして安全な現実の有様は、突然崩壊するのである。新しい不安と希望とが警告なしに人間の行為を支配する。幻滅の軍勢が突然価値判断の新しい慣習的基礎を強いるの

である。綺麗に鏡板をはった部屋や見事に整理された市場のために造られたこれらの綺麗な上品な技術は崩壊を免れない。つねに漠然とした恐慌の不安と同様に漠然とした理由のない希望の波は真に鎮まることなく、一皮むけば一本の細々とした道が通っているに過ぎない」⁽¹⁸⁾。

他方、後者の過度な単純化と底通する理解を示す論者がJean-Pierre Dupuyである。

彼によれば、Keynesの解釈において、慣行を安定化するものは、その生成に関する集団的な「錯認 (*misrecognition (méconnaissance)*)」であって、Lewisが考えるような常識 (*common knowledge*) ではない⁽¹⁹⁾。ケインジアン慣行は、一度達成されると、鏡面反射的行動を止める。鏡面反射的な行動は常識が破綻を来す時点で生じ、そして、新しい一群の慣行的評価が生まれてくる時に消え去る。この鏡面反射的な過程は、市場参加者の単なる想像によって始まるが、慣行が形成される事態を導き、それは（束の間の架空のものであろうと）新たに生み出された外観によって支えられる。実際、フランス学派によれば、鏡面反射的な過程およびその過程が生み出す慣行は、世界において進行している他の動きから隔絶している。「各市場参加者は、自分の投資の収益性を左右する価格の先行きを予測するために、他の参加者が何を信じるのかを予想しようとする。そして全ての市場参加者が同じように振る舞う時、価格と客観的経済変数との切断が起きる。こうして金融の論理は自己完結し、自己言及的なものとなる。つまり、経済的合理性は、その目標を決定してくれる社会的な媒介物につなぎ留められていないために、模倣的合理性に墮してしまう」⁽²⁰⁾。模倣の連鎖だけで構築される世界には、客観的実在性は最早何もないというわけである。

だがフランス学派によるこの議論は極端に過ぎる。例えば、5:5から6:4への移行で勝ち馬となった強気筋が地滑り的な勝利を収めて、上げ相場への移行を支える場合である。それを背後で支えるのは結局は実在するファンダ

メンタルズとしての、例えばいわゆる高原景気状態であろう。それは外界と隔絶した自己内部で閉じた相場そのものの世界ではない。しかも「相場は相場に聞け」の格言通り、仮に内部で閉じた自己言及的な構造を持つ相場である場合でも、最早それ自体一箇の、これもまた実在する知識となっている。もしそうであるなら、ケインジアン⁽²¹⁾の慣行の安定化の根拠を「錯認」に求める見解は誤解を招く。この事実、期待の自己言及の妥当性を考える場合、特に重要であろう⁽²¹⁾。André Orléanは「自己言及的」という概念を次のように説明する。市場の意見は、各人が予想する対象であるだけではない。市場の意見とはまた、各人が多数意見を見出そうとする時に、諸々の個人的意見の中から生み出される「生産物」でもある。この特異な論理が支配する状況をわれわれは「自己言及的な構造」と呼ぶ、と⁽²²⁾。この自己言及的な構造にも認知的な状況に係わる合理性があるとCarabelliは主張するが、根拠となるべき「実在する(real)知識」に、相場そのものの推移を入るとすれば、合点が行く。いわゆる高原景気状態において自己言及的な構造で生み出される相場は確かに実在する好調な相場そのものに関する知識に基づく投資家群の合理的投資行動の現れであるからである。例えば、Lehmanショック以前のいわゆる高原景気状態において、「ルーレット盤上で押しなべて赤にすべてを賭けるギャンブラーのように、ファンド・マネジャー〔ポートフォリオ・マネジャー〕は皆同じ金融商品を購入しようとした」⁽²³⁾が、それは、次に買値より高い値で売れるという相場そのものに関する自己実現的な期待が、何時かは訪れるバブル崩壊以前に、実際に市場全体で膨らんでいったからに他ならない。

再説すれば、具体的に、例えば、株式相場を形成する自己言及的な構造においては相場の動向そのものが一箇の実在する知識となるから、その点に限って言えば、先に見たCarabelliの慣行に関する第1の見解、即ち「…慣行と市場の動向は実際に存在する知識に基づくものではな

い」⁽²⁴⁾とするCarabelliの言説の内、慣行は知識の実在しない状況で頼りにされるから、その慣行に関する知見は先に指摘した通り正しいが、「市場の動向は」以下の文面は誤謬となろう。市場の動向、即ち相場の動向そのものは自己言及的な構造を有する一箇の実在する知識だからである。

だが、それゆえに、同時に忘れてはならないことは、例えば、アメリカを巡る過去20年間に互る世界政治経済的環境の劣化・悪化の重要性が計りしれない程大きい場合でも、それと相矛盾する同時並行的な、自己言及的な構造を有しかつ一箇の実在する知識となる上げ相場の動向そのものの存在を認めないわけにはいかない点である。例えば、2001年に締結された上海協力機構に象徴される中国=ロシア枢軸の台頭⁽²⁵⁾、中東のイスラム産油諸国等の決済資金のドル仕立てからユーロ決済への移行とその結末として2003年3月に勃発したイラク戦争⁽²⁶⁾、中国人民銀行総裁による新SDR構想の公表(2009年)とその前後に生じた各国・地域の外貨準備に占めるドルの比率の低下⁽²⁷⁾、合衆国内政治中枢部における「隠れ多極主義」の生成⁽²⁸⁾等々、アメリカの世界的経済・政治・軍事面にわたるファンダメンタルズの深層での地盤沈下⁽²⁹⁾、アメリカの世界覇権の綻びを重視するなら、それを離れた、現在でも認められるケインズ的同調による間主観的な思惑を反映した自己言及的な相場の展開なしには、株価の急伸張はありえなかったことが分かる。

確かに表向き合衆国経済は堅調に映る。すなわち、2008年のLehmanショック以後から3度に渡る量的金融緩和政策(Quantitative easing: QE)が如何奏功したかについては見解は分かれ、総需要引き上げ効果については限定的であるとする指摘も多いが、しかし、2010年から2013年までの前年比実質GDP伸び率は、2.5%、1.6%、2.3%、2.2%とプラスで推移して来ている⁽³⁰⁾。むろん、それと同時に、米欧を中心に経済の長期停滞論が広がりを見せていることも事実である。Lehmanショックから6年経つ

に、先の直近4年間の平均前年比実質GDP伸び率の2.15%という低さにも表れているように、経済回復の勢いが弱いためである。低成長の背後にはおそらく、単なる景気循環だけでは説明できない構造要因がある。即ち、格差拡大が成長を抑えているという声も高まっている。富裕層の消費性向は低いので、富が高所得者層に集中すると、消費は伸びにくくなるという見解である。一方、貧困により十分な教育や医療を受けられない人が増えた結果、労働生産性が低下しているという見方もある⁽³¹⁾。そしてその経済の深層では、先に見たように、さらに、合衆国を取り巻く世界的な政治経済的環境の深刻な悪化が進行している。

それにも拘わらず、株式相場が未曾有の水準に到達していることも現実である。事実、ニュー・ヨーク証券取引所の株価複合指数(2002/12/31=5,000)も2010-2012年の3年に互る年間月次平均で見ても、7,230.43→7,871.41→8,011.65と伸張してきた⁽³²⁾。だが、合衆国を取り巻く国際政治経済の深層は先に具体的に指摘した状況にあり、その深層での不確実性下において主体が体面を保つために促進されている慣行に基づいた「实际的理論」には、先にKeynesの言説によって見たように「…もともと薄弱な基礎しかないのであるから、それはとくに突然の劇しい変化を余儀なくされ、…確実にして安全な現実の有様は、突然崩壊する…」ものであり、これもまたまさにKeynesの言説によって今し方見た通り、危うさの内容は違ってはいても、「…一皮むけば一本の細々とした道が通っている」に過ぎない有様⁽³³⁾、と言って良い。

Jörg Bibow, Paul Lewis, Jochen Runde (hereinafter called Bibow, Lewis, Runde)の3者が重視するShillerが指摘する1990年代の金融バブル形成諸要因、即ち社会的な「attention cascades (関心のカスケード)」は、Carabelliが重視する実在の対象であるが、そこで欠落しているのは、例えば、以上のような深層でのアメリカを巡る真のファンダメンタルズの動揺である。フランス学派、ケインズの自己言及的な

相場観をこそ却って注視しなければならないのは、同じく例えば、一極覇権の崩れた、そうしたアメリカにおける相場を巡る実状の故である。自己言及的な上げ相場の背景にあるのは、さしあたり、理由はともあれ、上がれば買いが入るからまた上がるからさらに買いが入って行く、と言う株式市場にビルトインされたバブルの過程のみだからである。

ここで、慣行を巡るKeynes解釈のCarabelli自身による次のような要約を見ておくことも、先の彼女の言説の筆者による否定の意味を整理する上で無駄ではない。

Keynesによれば、現実の市場では、将来を無視して、自分達自身の目的を追求することにより成功したと考えられる人々を模倣することによって、個人は自分達の行動を外的環境に適応させる。しかし、模倣は個人の行動にとって一般的規則になることがない。Keynesは個人だけではなく、公的機関の独立した判断を望んだ。公的機関は、現存の獲得した慣習と市場の平均的意見を強要することによって、個々の計画の調整過程を手助けはしない。行為の抽象的規則の体系、個人や公的機関の順応主義者の行動および社会での慣行の発生の間には強力な結び付きが存在する。慣行は個々の行動計画の調整も安定性も保証しない。何故ならば、慣行が時間的には不意にまた突然に変化するからである。その結果として、行為の抽象的規則の体系は、突然のかつ暴力的な破綻なしには進歩することがない。Keynesにとって慣行は極端に壊れ易いものである。Keynesは規則を軽蔑したことで批判された。だが、彼の伝統に対する態度は極端に丁寧なものであった。慣行と慣行的な期待はわれわれの現実の生活で重要な役割を果たすと彼は考えた。しかし彼にとって、伝統に対する尊敬は拘束力を持たない。それは改革を捨てることを意味しない。さらに慣行は、本物の行動指針ではなくて、人為的かつ実際的手段に過ぎない。われわれは、それら的手段によって、完全な無知の場合に不確実性を合理化する。Keynesはその経済学において慣行的な

期待と合理的な期待を区別した。彼は、現実に限定されているが実証的であるわれわれの直近の将来に関する知識に積極的な役割をもたせ、しかも遠い将来を無視することによって、〔遠い将来を射程に入れる際に〕もたらされる無気力効果は無視した。彼にとって、個人が合理的判断を形成する可能性は存在する。またこれら判断が限定された知識の状態では彼らの行動の手引きとなる。合理的な期待は、行為の抽象的規則や数学計算に基づくのではなく、蓋然性に基づいている。既に理解されているように、Keynesの蓋然性は認知的環境に存在するので、それは先験的、即ち論理的である。Keynesの蓋然性は不完全ではあっても、ある根拠に基づくという意味で、それは客観的でもある⁽³⁴⁾。

以上のCarabelliの慣行に関する解釈で特筆すべきは、証拠・根拠が僅かでもあれば客観的な蓋然性が成り立つので、そこでは、合理的期待が形成されるのに対して、無知の状態では慣行的な期待が人為的かつ実際のな手段として現れるという2つの期待の対比である。具体的に、例えば、株式相場を形成する自己言及的な構造においては相場の動向そのものが一箇の實在する知識となるから、その点を認めるなら、慣行は、実際に知識が存在するから消え去り、慣行的な期待は、その知識を基礎とするCarabelliの言う蓋然的な合理的期待に取って代わられることになるから、したがって、「…慣行と市場の動向は実際に存在する知識に基づくものではない」とするCarabelliの言説の内、慣行に係わる知見は正しいものであることが分かる。Carabelliの言説の筆者による先の否定は、繰り返せば、株式相場を形成する自己言及的な構造においては相場の動向そのものが一箇の實在する知識となるから、「…市場の動向は実際に存在する知識に基づくものではない」⁽³⁵⁾とする言説は誤謬である、という点にある。一箇の實在する知識があるなら、それを基礎とした新たな蓋然性に基づく合理的期待が生じるのは当然である。先のCarabelliの知見からして、彼女もおそらくはこの点を否定はしないであろう。むしろ

ん、Carabelliの言う「市場の動向」を筆者の「相場の動向そのもの」と読み替え、その「知識」としての實在をあくまで否定するのであれば、先のCarabelliの主張は当然成り立つことにはなる。だが相場の動向そのものの知識としての否定は、確固とした投機の自己実現的な構造の論理の否定に繋がるだけに諒解できない。これが筆者のここでの結論である。

多数派が情報を信じればその情報に関する期待の自己実現は必然化するから、その否定は、各人が多数派の意見を見出そうとする時に、市場の多数派の意見が各個人の意見から生み出された見解ともなっているような、両者双方の意見が再帰的に定義される世界を指す自己言及的な構造を特徴とする株式市場を網羅する可能性がある期待の自己実現の否定にさえ繋がる。Carabelliが示唆する先の否定は、却って、Keynesが書き残した1910年の講義ノートから自己実現の論理を読み取った彼女の優れた見識の否定となる憾みを残す。

ところで、實在する知識ではあっても、それは常に自身を含む複数の要因の作用の契機、強度、持続性等を時間的に違える複雑な構造の中にあって変動しているのも、その知識となる要因の影響下、ある時点で事態を的確に捉える命題も、時点を異にすると妥当性を失ってしまうのがこの世界の経済過程の特徴である。これは、蓋然性関係が成り立ったとして、それは時間的に全く即時的なものであるから、それがよし豊富で確かな事実関係を論証の前提を構成する知識とし、従って高い重みを伴うとして、その蓋然性関係が、次の瞬間には、脆くも崩れる可能性を示唆する。

以上の考察から、先の課題である、上げ相場あるいは下げ相場のケースにおいて、自己実現的に株価が伸張し、あるいは下落する時の際疾さは何処にあるのか、であるが、その背景にあるべき實在的諸要因は、Carabelliの見解が示唆する、例えば、現在の合衆国の置かれた国際政治経済的な現状に象徴される不安定性にあり、際疾さは、諸要因の時間的にあまりにも急激な

変化の可能性にあることが分かる。自己実現の過程である自己言及的な鏡面性を終える要因については、次節で述べ、また、第3章(d)節に小括を添えることにしたい。

(b) 相場そのものに関する自己言及的な模倣を通じた間主観的期待によって得られる独特な「論証の重み」

さて、前節で論じた情報的要素の実在性という観点から見ると、情報の意義を捉まえる認知的不協和(cognitive dissonance)の緩和作用が働く、即ち、物理的な現実の要素を敢えて否定する場合もある認知的不協和の解消が合理性を帯びてくるケースも重要であろう。人間は、心の中に矛盾する2つの認知があると、不協和即ち不快感を生じる。そして、この不快感を減らすべく、2つの認知のうち一方を変えて、不協和をできるだけ小さくしようとする心理的努力がなされることになる⁽³⁶⁾。複数の選択肢の選択には、殆んどあらゆる場合において葛藤がつきまとう。選んだ選択肢(ポジション)にもネガティブな側面があり、選ばなかった選択肢にもポジティブな側面があるからである。決断した人はそれが最良の選択であると自分自身を説得するが、その意見に反するような情報があるかもしれない。こうした内面の対立を心理学では認知的不協和と呼ぶ。こうした認知的不協和を緩和するための物理的条件の強引な自己解釈は、主観的ではある。しかしながら、それが相場そのものの動きを反映し、かつ市場で広く受容され、共通の知識となっていく時、自己実現的となり、客観性を帯び始める。このように、投機家による予想は、物理的な現実に対しながら、それにも拘わらず相場そのものに関する自己言及的な模倣を通じた間主観的期待によって独特な「論証の重み」を得る場合がある。ここに、自己言及的な模倣を通じた間主観的期待とは、前節で見たように、各人が多数意見を見出そうとする時に、諸々の個人的意見の中から生み出される「生産物」ともなるような市場の意見(期待)であり、それを媒介する模

倣を通じて社会的に(ここでは市場の中で)受容された理由付けから引き出される選択、即ち、(ここでは、次章(c)で触れる、模倣を通じた、過去の状況というフォーカル・ポイントへの投資家全員の期待形成の収斂を一例とする)間主観的な合意(期待)⁽³⁷⁾でもある。そして、前節で事例に挙げた合衆国の今日置かれた世界政治経済的苦境と相反する表面上良好な経済データ及び株式相場の対比を再度例とするなら、投機家側における前者の矮小化がここでの認知的不協和回避のための心理的努力に相当するものとなる。先の自己実現による独特な論証の重みは、これまで指摘されることがなかったが、重要な事実である。ところでDavisもまた、相互に依存し合った「間主観的な様式の判断」は、「客観的な性質を捕捉する平均的期待という点では客観的であり、また主観的な要素を反映しているという点では主観的であるので、両方の意味をもちうる」⁽³⁸⁾と、先に筆者が述べた主旨に近い論述を行う。但し、第1に、この前半の客観性の根拠(平均的期待)は筆者の上記の根拠(自己言及的な模倣を通じた間主観的な期待によって相場そのものが得る独特な論証の重み)とは異なる。また第2に、Davisが「平均」という表現を使う時、統計的な分布を想定しているとすれば、それは問題を孕む。この点については次章(b)で述べる。さて、Burczakは、Davisと同様にこう述べる。「Keynesにとって決定的に重要な洞察は、諸個人がその期待形成において有する確信が、他者の確信と行動に焦点において形成されているという点に認められる。確信は間主観的に決定されている。次の一節の意味を考えてみられたい」⁽³⁹⁾。

「われわれは自分達自身の個人的判断が価値のないものであることを知っているので、われわれは多分もっとよく知っている世界の他の人達の判断に依存しようとする。即ち、われわれは大多数かあるいは平均の行動に一致させようとする。各人が他人を真似ようとする努力している個人か

ら成る社会の心理は、われわれが厳密に慣行的判断と名付けてもよいものになる」⁽⁴⁰⁾。

「後期Keynesにとって、投資家の諸期待は、…経済過程に関する将来行動についての間主観的な、慣行的判断によって構成されている」。(ここの投資家の判断様式が間主観的である点はDavisと同様であるが、この点について筆者は異論がない。)そしてもし事後の相場そのものの消長によって、予想された相場が自己実現したことを投機家が確信するに至る時、誰もが「平均的な意見は何が平均的な意見になると期待しているかを予測することに知恵」を絞る⁽⁴¹⁾というKeynesの指摘する間主観的蓋然性の各構成員における、おそらくは、それと同時的な、事実上の期待形成の限界である3次元付近での予測の打ち切りが可能となっている。この時、期待の読み合いを打ち切る機能の支柱となるのが先に少しく触れ、暫く後に詳説する認知的不協和の緩和である。その要因こそが、相対する期待の一方を半ば強引に否定し、投機家間の相互的な期待形成を終え、残る期待に市場の需要の多くを集中させ、多数派形成を助けることになる。

(c) 自己言及的な期待の読み合いの継続の論理の必要性

ところで、先のLewisの指摘にもあったように人が4次元以上の期待を持つことは稀であり、また事実上4次元以上の期待形成はほぼ不可能であるにも拘わらず、Keynesがそれ以上の予測に言及したのは何故であろうか。Orléanは独自の表記法を使ってこの問題について以下のように説明している。

はじめに、1次の確信という用語によって、個人的意見を指すこととする。この1次の確信は、企業のファンダメンタルによって評価された株価等の本源的事実に関係している。この確信を $C_x[P_0]$ と表記する。その意味は、「個人xは、命題 P_0 が真であることを信じている」というものである。次に個人yの2次の確信とは、その個人が他者の1次の確信について持つ確信で、これは $C_y C_x [P_1]$ と表記される。その意

味は、個人yは、個人xが、 P_1 が真であると信じているということに信じている、というものである。また個人yは、集団の全ての個人に関する2次の確信から、集団の多数意見であると信じるものを予測することができる。これを $C_y C_m [P_1]$ と記すことにする。後は繰り返しのよって、より高い次元の確信を予測することができる。例えば、 $C_y C_m C_m [P_2]$ は、集団の多数が、 P_2 が真であると信じている、ということを集団の多数が信じている、ということ、個人yが信じている、という意味である。この確信は、Keynesが述べた「平均的な意見はなにが平均的な意見になると期待しているか」という3次元の推論と丁度照応している。問題は、Keynesがさらに高い次元を考慮に入れた理由である。先に表記したように、他者の意見を予測するに際してまず採られる方法は、集団成員の個人的確信を探ることで、これは、 $C_x C_m [P_1]$ と記される。この表記は、言い換えれば、個人xは自らを他者の位置に置くことによって、他の人々が抱く個人的確信を見極め、そこから集団の多数意見を予測しようとすることを意味する。しかし、既に強調したように、その際に個人xが依拠している仮定は、他者は彼の一次の意見に合致した選択を行うけれども、自分自身は2次の確信を基に決定を行う、というものである。しかし個人xは自分と同じ合理的能力を他者にも認めるならば、自らの意見を修正しなければならなくなる。即ち、他者もまた自分と同じように、2次の確信から決定を行うものと仮定しなければならない。その仮定を置いて、2次の確信に基づく他者の選択を予測しようとする、表記式 $C_x C_m C_m [P_2]$ (他者の2次の多数意見についての自分の意見)によって、個人xは3次の確信を獲得することになる。だが、このときの構造にも前の批判が妥当してしまう。個人xの選択が3次の確信に基づいているのに、他者は2次の確信に従って行動することをその表記は意味しているからである。xが行動する仕方と、他者はこう行動するであろうとxが想像する仕方の間には予測の次元上の格差が必ず生じるが、どの個人も

同等に合理的であると仮定するとき、この格差を正当化することはできない。この格差を取り払うには、先に見たように、個人はより高い次元の確信を選び取り続ける以外に方法はない。この過程では、個人は常に、他者の位置に身を置こうと努力し、かつ他者が自分と同じ計算と予想形成の能力を持つものと仮定されている。状況はそれゆえ、「相互に向き合った意識」が「互いの動機を探ることによって、向かい合わせられた鏡と同じような働きをしている」。その意味で、問題の高次化は先に既に指摘したように、まさに

「鏡面のプロセス」と呼ぶことができる。ここでは各々の意識は、相手がより高い次元の確信を獲得していく事実を考慮する結果、多数の鏡像が現れることになる。そして第1章(e)で規定したように、鏡面性とは、確信の「相互的ダイナミクスから帰結する多数の反射」を指す⁽⁴²⁾。以上のように、論理上、どの投機家も同等に合理的であるよう扱うためにより高次の確信を選び取ることができるよう、より高次の期待をKeynesは取り上げたのである。

《未完》