

## アーヴィング・フィッシャーの 景気循環論（3）

古 川 顕

### V 負債デフレーション理論の問題点

これまでフィッシャーの主要な文献に即して、その景気循環論について検討してきた。フィッシャーの景気循環論は、当然ながら後になるほど理論的な彫琢を加えられ、またその時々時代の背景などを反映して重点の置き所が異なるとはいえ、その理論的枠組みなり主張は整合的で一貫しているように思われる<sup>1)</sup>。この節では、フィッシャーの景気循環論の集大成ともいえる負債デフレーション理論を中心に、彼の景気循環論の主な問題点を指摘し、それぞれについて検討することにしてしよう。

フィッシャーは、「上述の“大恐慌の負債デフレーション理論”の一般的な正しさは、現在および以前の大不況の経験によって証拠付けられると私は信じている。他の人々による将来の研究は、疑いなくこの見解を確認するだろう」（Fisher [1933] p. 349）と述べ、自らの考え方に強い自信を示している。しかし、彼の負債デフレーション理論にもいくつかの問題点が指摘できる。以下では、その問題点として（1）産出物価格の妥当性、（2）銀行の役割、（3）デフレーションの所得分配効果、（4）貨幣数量説アプローチについて検討を加えたい<sup>2)</sup>。

1) ただし、笹原 [1982] は、「フィッシャー見解は一九三〇年代の大不況で破綻し、重大な修正をよぎなくされた」（109ページ）とみなし、過大負債の重要な「始動因」として新投資機会の存在という実物面に主因を求めるかのような側面が見られる点について、従来のフィッシャー見解との一貫性を問題としている。

2) Wolfson [1996] はフィッシャーの負債デフレーション理論の疑問点として、①産出物価格低下の妥当性、②銀行の役割、③負債デフレーション過程の原因、の3つを挙げている。ウルフソ

## 物価下落の妥当性

ウルフソンは、「アーヴィング・フィッシャーの負債デフレーション理論の本質は、商品価格の下落が借り手の債務負担を増加させる際の相互作用の過程にある」(Wolfson [1996] p. 315) としたうえで、フィッシャーの負債デフレーション論に対する第1の疑問点として、理論の大前提をなす物価下落の妥当性を問題にする。すなわち、「大恐慌後、産出物価格の絶対水準の一般的低下は経験していない。それでも、フィッシャーの分析は依然として重要なのか。価格の低下は依然として生じうるのか。あるいは負債デフレーション過程において、産出物の価格低下が果たした役割を担う他のメカニズムが現在の制度的状況のもとで存在するのか」(Ibid., p. 316) と問いかける。

ウルフソンは、程度の違いはあれ、インフレ率の低下も絶対価格の低下と同様の働きをするのであり、「大恐慌時の物価下落は借り手の負債の実質価値を増大させた。しかし、借り入れ時点での借り手によってなされた負債と比べると、インフレ率の低下も同様に借り手の負担を増すであろう」(Ibid., p. 317) とし、「インフレが続くと予想して1970年代に借り入れをした債務者が、突然価格が安定していることを知ったときに生ずるであろう難儀を想像してみられたい」とのトービン (Tobin [1980] 邦訳26ページ) の言葉を引用し、「大恐慌時の物価下落は借り手の負債の実質価値を増大させた。しかし、借り入れ時点での借り手によってなされた負債と比べると、インフレ率の低下も同様に借り手の負担を増すであろう」(Wolfson [1996] p. 317) と述べている。

ウルフソンは、インフレ率の低下以上に、フィッシャーの分析における物価下落の効果に代替しうるのは証券価格の低下であるとして、次のようなミン

---

ウルフソンは第3の疑問点に関して、「フィッシャーは過剰債務の条件以外、負債を清算する理由を説明していない。そして、なぜ過剰債務が生じるかということ自体について説明していない」と述べている。しかし、これは明らかにウルフソンの誤解であり、フィッシャーが『好況と不況』の一つの章(第4章)を「STARTERS」として、負債デフレーション過程の始発要因について詳しい説明を行っており、それについては既に本文でも説明したとおりである。

なお、フィッシャーの負債デフレーション論に対するウルフソンの批判については、小島 [1997] 第6章第4節も参照されたい。

キーの説明を引用する。「フィッシャーは、経済主体が借入れを返済するために資金を調達する方法について認識していない。資本主義社会では、支払い約束を履行するための3つの基本的な資金の源泉がある。これらは、通常の活動による現金収入(企業にとっての利潤、家計にとっての賃金)、借入れないし借り換え、および証券の売却である……。ひとたび債務返済が現金収入や借入れによってなされない状況が生じると、資産が売却されねばならず、それによって資産価格の下落を引き起こされる。自由な市場で資産価格の下落が非常に大きいと、資産の売却によって支払い約束を履行するのに必要な資金を調達することができなくなる。こうした事態が起これば、市場全体の非流動性(systemic illiquidity)に起因する広範な支払い不能が生じる」(Minsky [1982] pp. 383-384)。

ウルフソンによれば、保有資産の売却が資産価格の下落を導き、それによって支払い債務の不履行を招くような事態は、「産出物の価格低下が、どのようにして債務を清算しようとする試みを失敗させるかというフィッシャーの記述と明らかに類似している」(*Ibid.*, p. 319)。またウルフソンは、「負債デフレーション過程は産出物価格の下落(あるいはインフレ率の低下)と資産価格の下落の両方を含むことは明らかである。資産価格下落は安全のゆとり幅(margins of safety)を浸蝕することによって負債デフレーション過程を引き起こすだけでなく、資産売却が支払い約束に応じようとする試みを失敗させるほどの大幅な資産価格の下落を招き、その資産価格の下落が相互作用過程それ自体を引き起こすのに重要である」(*Ibid.*, p. 319)と指摘する。

以上のように、ウルフソンは現代における一般物価水準の下落の妥当性をフィッシャーの負債デフレーション理論の最大の問題点として指摘したうえで、証券価格(より一般的には資産価格)の下落は、一般物価水準の下落に代替しうる効果を持つと指摘し、それゆえ結局は、負債デフレーション理論の有効性を主張するのである。

第2次大戦後の主要国のなかで、物価の持続的下落と景気後退が進んだ1990

年代後半以降の日本経済が戦後のデフレーションの唯一の例である。ウルフソンの論文執筆時点では、日本のこうした事態はまだ認識されていないが、バブル崩壊以降の日本の実態をウルフソンが十分に認識していたとすれば、以上のような問いかけ自体が無意味なものとなったことは自明であろう。

### 銀行の役割

第2の疑問点は、銀行組織の役割に関するものである。すなわち、ウルフソンは「フィッシャーは銀行の取付や破綻、貸出の削減、投資物件の売却について述べているけれども、それらは彼の言う時間の順序の最後になってであり、ほとんど重要性が与えられていない。一般に彼の分析においては、銀行組織はまったく何の役割も果たしていないといえよう」(Ibid, p. 319) と述べている。同様の指摘は、シュタインドルによってもなされている。彼は、「フィッシャーの枠組みには、他の資産を取得することによって反応する銀行は存在しない。すなわち、銀行はその資産取得行動が貸出の需要によって決定される受動的な経済主体 (passive agents) である」(Steindl [1999] p. 161), 換言すれば、「銀行は事実上、真正手形理論 (the real-bills doctrine) に従う」(Ibid.) と指摘する<sup>3)</sup>。

既にみたように、フィッシャーは企業のみならず、銀行の通貨保蔵の増大が景気の悪循環の重要な要因となりうることを指摘している。すなわち、景気が悪化する過程においては、企業などの通貨保蔵が増大することから、銀行は支払い不能に陥ることを恐れて流動性獲得競争に巻き込まれ、この貸し出しの回収に基づく預金通貨の減少が結果として景気の一段の悪化を招くと主張してい

3) 真正手形理論とは、18世紀のイギリスで成立した銀行安全性原則に立脚した考え方で、大雑把に言えば、商業手形(真正手形)の割引またはそれらを担保とする貸付は、実際の取引の必要に基づく「実需」を裏付けとしてなされるため、銀行の安全性を高めるというものであり、この考え方は建国初期のアメリカに導入され、今日におけるいわゆる商業銀行主義の理論的バックボーンをなしている。また、この考え方は取引の必要性を強調することから、マネーサプライの決定メカニズムにおいて、貨幣需要に応じて受動的に貨幣の供給がなされるという側面を重視するといえよう。

る。フィッシャーは『貨幣の購買力』において、「信頼の喪失によってもたらされる銀行信用の崩壊は、その信頼の喪失の原因が何であれ、あらゆる危機の本質的な事実である」(Fisher [1911] p. 66) と述べたが、こうした認識はフィッシャーの負債デフレーション理論にも通底している。

しかし、負債デフレーションを含むフィッシャーの体系においては、上述のウルフソンやシュタインドルが批判するように、銀行行動に関する体系的な分析はなされず、そのために景気循環過程における銀行の役割が過小評価されていることは否定しがたい。この点はフィッシャー体系の背骨をなすと思われる貨幣数量説と不可分の関係にあるので、すぐ後に改めて取り上げることしよう。

#### デフレーションの所得分配効果

フィッシャーの「負債デフレーション論」の核心は、物価の下落が債務者の実質的な債務負担を増加させ、それによる需要の減少が不況の深刻化をもたらすという点である。問題は、物価の下落は同時に債権者の実質資産の増大をもたらす、いわゆるピグー効果を通じて支出を増大させるように働くから、マクロ経済的観点から見て重要なのは、債務者と債権者に及ぼす相反する効果を総合したネットの効果である。

これまで度々指摘したように、フィッシャーは物価の変化が利子率に及ぼす効果に注目し、物価の変化に対する利子率調整の不完全性が債務者や債権者に及ぼす影響にも注意深い考察を払っている。例えば、『利子率』において、主要各国における物価変化率と名目利子率の関係についての簡単な実証分析を踏まえて、「あらゆるこれらの事実は、貨幣利子率は購買力の変化に応じて適切に調整されなかったことを示唆しているし、まさに実際にも証明している」(Fisher [1907] p. 279) としたうえで、次のように結論付けている。「この章〔第14章〕で示された事実は2つの点で重要である。第1は、人々は現実には、そうすることに気付かない場合でさえ、貨幣基準の変化(物価の変化のこと—

古川)の効果を、利子率を調整することによって相殺しようとする。そして第2に、この調整は適切なものからほど遠いということである。利子率調整の不適切さの結果、資産の大部分が継続的にかつ無意識に債権者階層から債務者階層に、あるいはその逆に移転される」(Ibid, p. 287)。そして、こうした利子率調整の不完全性を前提にすると、「物価が上昇している時は、借り手は得をし、貸し手は損をする。一方、物価が下落している時は、その反対のことが妥当する」(Fisher [1912] p. 221)と指摘する。

以上のように、フィッシャーは物価の変動が債権者と債務者に正反対の効果を与えることを十分に認識している。しかし、彼が負債デフレーション理論で強調したように、物価の下落が債務者の実質債務負担の増大を通じて経済全体に抑制的な効果を及ぼすためには、それだけでは十分ではない。なぜなら、民間部門保有の債権と債務は民間部門全体としては相殺されてしまうから、民間部門保有の対政府債権や対外債権を無視する限り、物価の変化は債権者と債務者の間の資産の再分配効果しか持っていないからである。したがって、フィッシャーの主張が成立するためには、民間部門保有の資産と負債とは民間部門全体として相殺されることは確かであるけれども、物価の変化が(純)債権者と(純)債務者に及ぼす効果は対称的ではなく、それゆえ物価下落の効果は全体として相殺されないことを明らかにする必要がある。すなわち、一般に債務者の限界支出性向は債権者の限界支出性向よりも大きいと考えられるため、物価の下落はマクロ経済全体の支出を低下させるとみなしうる。この点については、筆者が見る限り、フィッシャーはどこにも明示的には言及していない。

以上の物価の下落がマクロ経済全体に及ぼす効果については、後にトービンにより以下のように解釈された。すなわちトービンは、「デフレーションと負債についてのアービング・フィッシャーの見解」について触れ、次のようにな説明を行う。「もし資産からの限界支出性向が債権者と債務者にとって等しいことが確かならば、集計してもなんら問題は起きない。しかし、もし債務者の支出性向の方が、たとえほんのわずかずつでも規則的に大きいならば、フィッ

シャー効果の方がピグー効果を圧倒するであろう」(Tobin [1980], 邦訳24ページ)。そして、債務者の限界支出性向が債権者の限界支出性向よりも大きいと期待できる十分な理由があると指摘する<sup>4)</sup>。確かに、債務者の限界支出性向が債権者の限界支出性向よりも全体として大きいならば、他の条件が一定である限り、一般物価水準の下落は総需要の減少を通じて経済活動に抑制的な効果を及ぼすはずである。

このようなトービン流の考え方は、一見、説得的で整合的であり、通常このような解釈がなされるけれども、バーナンキはこうした考え方に対して異議を唱える。彼は次のように言う。「フィッシャーの負債デフレーションの概念は一般にはよく理解されてこなかった。その最初に当惑させられる点は、予期し得ないデフレーションは明らかに債務者をより貧しくさせる一方、それはまた債権者をより豊かにさせるので、そうすることは単なる〔資産の〕再分配に過ぎない。ケインジアンの中には、債務者から債権者への再分配は、もし債務者が債権者よりも高い限界消費性向を持つならば、総需要を減少させるだろうと指摘した人たちもいる。しかしながら、この仮定は理論的に正当化されないし、実証的にも明らかではない。なぜなら、多くの債権者は小口の貯蓄者であり、それに対して債務者の中には大企業も含まれるからである」(Bernanke [1993] p. 62)。

そしてバーナンキは次のように続ける。「負債デフレーションの有害な効果

4) これに先だって、トービンは次のようにも述べている。「内部負債と債権の相殺において仮定される中立性は、極めて受け入れがたい。本質的に債務者は債権者よりも大きな限界支出者 (bigger marginal spenders) であり、この程度において、物価変化の効果はマネタリーベースの実質価値に及ぼす伝統的な効果 (いわゆるピグー効果—古川) に反し、それを矮小化させる。この観察において、私はエール大学の偉大な先駆者アーヴィング・フィッシャーに従う。彼は、不況を強めこそすれそれを緩和しない要因として、債務負担に及ぼすデフレーションの効果を強調したのである」(Tobin [1978] p. 431)。

物価下落が債務者の実質債務負担の増大を通じて総需要を抑制するという考え方については、次のような小泉の見解も参考になろう。「債務者は支出の必要あればこそ借金しているのだから、債務者に対するマイナス効果は、債権者に対するプラス効果を上回る。とくに、現代社会における主たる債務者は企業であり、企業は投資のために借金をしている。物価下落は、販売収入にくらべ負債返済額を相対的に大きくすることをとおして、内部資金の実質額を減少させる」(小泉 [1982] 236ページ)。

は、バランスシートの役割に関する最近の文脈の中でよりよく正当化しうる。負債デフレーションは借り手から貸し手へ資産を再分配するが、そのことは借り手の信用を低下させると同時に、借り手の外部金融に対する必要性を増加させる。現在の借り手もまた新しい投資プロジェクトに対して特殊な知識と接近を持った人々である限り、負債デフレーションは、信用に対する潜在的な投資家の接近を妨げることによって総支出を減少させる。例えば、大恐慌時代の農夫は、穀物価格の下落によって破産寸前まで追い込まれ、彼自身のために必要な新しい農機具の代金を支払うこともできなかつたし、そうする信用を得ることもできなかつた。かくて負債デフレーション過程では、少なからず資本投資機会が有効に削減された」(Ibid.)。

筆者には以上の2つの仮説のうち、負債デフレーションに基づく投資機会の減少に着目するバーナンキの考えの方が、債務者と債権者の限界支出性向の差に着目するトービン流の考え方よりも説得力があるように思われる。いずれにせよ、フィッシャーの負債デフレーション理論においては、その理論の核心をなすともいえる部分が曖昧にされてきたことは否めない。

#### 貨幣数量説アプローチ

フィッシャーの景気循環論を徹底する基本的な考え方が、古典派の貨幣数量説であることはそれほど異論がないように思われる。とりわけ大著『貨幣の購買力』は、彼自身が認めるように、古典派の貨幣数量説(交換方程式)の「再説と拡充」であり、『貨幣の購買力』においては、交換方程式を基本にして景気循環論が展開されたことは既に説明した通りである。

その後の負債デフレーション理論においても、やはり貨幣数量説的な説明が重要な役割を果たしている。すなわち、前節で説明したように、フィッシャーの負債デフレーション理論においては、債務を返済しようとする過程(清算の過程)において銀行組織全体の預金が減少し、この預金通貨を含む貨幣量の減少(と貨幣の流通速度の低下)が物価の下落を引き起こすという因果関係が当



然のように想定されている。フィッシャーの負債デフレーション理論においては、この因果関係が重要な役割を担っているが、それが貨幣数量説に基づくものであることは自明であろう。

フィッシャーはまた、先の交換方程式 ( $MV=PT$ ) に関して次のように言う。「 $M$ のコントロールは“交換方程式”の形で示されているけれども、これは単純化のためであって、 $T$ および $V$ が一定であるとか、 $V$ に対する $T$ の比率が一定ないしはただ単に一定の漸進的变化にしたがうと問題なく仮定できるからではない——最後の仮定は概ね正しいけれども——。この表現は、何ら“貨幣数量説”すなわち“交換方程式”に依拠せずともできるであろう。われわれはただ流通貨幣量の増加が物価水準を引き上げる何らかの(some)傾向がある、およびその反対も成り立つと仮定するだけでよい。あるいは同様に、貨幣量の何らかのコントロールは、“貨幣および信用以外の他の要因”も影響を及ぼすから無駄であると深刻に異議を唱える必要もない。この理由に従うなら、船を操縦する際の羅針盤の使用は、船には羅針盤の影響以外に風や波の影響があるから無駄であるということになる」(Fisher [1932] pp. 123-124, 傍点部分は原文ではイタリック)。

以上のように、フィッシャーの貨幣数量説は必ずしも機械的なものではなく、 $V$ や $T$ の変性を認めており、それゆえに貨幣量の変化と物価の間の単純な比例的関係を考えてはいない<sup>5)</sup>。しかし、それでも貨幣量を調節することに

5) 『貨幣の購買力』の第8章において、フィッシャーはそれまでの分析の結論を次のように要約している。「原因と結果に関するわれわれの結論は、一般的に言えば、通常は物価水準( $P$ )は交換方程式における他のすべての要因( $M$ ,  $M'$ ,  $V$ ,  $V'$ および $Q$ )の結果であること、これら他の要因の中で預金( $M'$ )は、 $M'$ の $M$ に対する通常の比率が与えられると、主として貨幣の結果であること、この比率は部分的には取引( $Q$ )の結果であること、 $V$ と $V'$ の比率もまた部分的には $Q$ の結果であること、そしてもっとも重要なのは、 $M$ ,  $M'$ ,  $V$ ,  $V'$ および $Q$ は交換方程式の外部にある無数のそれに先行する原因の結果であるということである。主たる結論は、貨幣( $M$ )の変動が通常は物価の比例的な変化を生み出すという数量説の真理を阻害する何物も見いださないということである」(Fisher [1911] p. 183, 傍点部分は原文ではイタリック)。以上の結論は、『貨幣の購買力』の序文に、フィッシャーが「本書の主な主張は、本質的には古くからの貨幣数量説の再説と拡充にほかならない」(Fisher [1911] p. vii)と述べ、あわせて「これまで長い間必要であったのは、その尊敬すべき理論【貨幣数量説】の拒絶ではなく、その率直な再検討と改訂である」(Ibid.)と述べていることに完全に照応する。ノ

よって物価水準の安定を確保することが可能であり、それが大恐慌時のような「負債の病」と「物価の病」の悪循環を断ち切る最大の処方箋であると主張する (*Ibid.*, chap. 10)。

『貨幣の購買力』において始めて明示的に説明されたように、以上の考え方は従来の貨幣の範疇に銀行の預金通貨を加えても変わらない。しかもフィッシャーは、預金通貨が銀行貸出を通じて供給されることを十分に認識し、随所にそのことを指摘している。例えば、

『好況と不況』において、「預金は、小切手帳の使用残高であり、人々が銀行に保有し小切手によって移転する“貨幣”である。典型的な預金者は金も銀もその他いかなる貨幣も預けないで、ただ彼の約束手形だけを銀行に預けるだけである。かくて彼が行うのは、銀行に対する彼の債務を、銀行の彼自身に対する債務と交換することである」 (*Ibid.*, p. 14) と言う。すなわち、銀行の貸し出しが預金を創造するというのは、銀行に対する預金者の債務（借り入れ）と、銀行の預金者自身に対する債務（預金通貨）とを交換する取引にほかならない。そして、「商業銀行に対する債務が預金残高から小切手によって返済される時、その預金通貨の額はそれだけ消滅する」 (*Ibid.*, p. 15) のである。

以上のように、フィッシャーは貨幣としての預金通貨の重要性が高まり、またそれが銀行貸出を通じて創出されることを十分に認識していたことは確かであるけれども、銀行貸出の増減は、あくまでも預金通貨の増減を媒介にして物価の変動を招くという貨幣数量説的な経路しか明示的には考慮に入れなかった。

これまで見てきたように、フィッシャーの景気循環論は、経済主体のバランスシートの変化に着目したり、予想（期待）の要因を重視したり、銀行準備や担保価値の変化が貸出供給に及ぼす効果に注目するなど、従来の単純な貨幣数

---

、シュンペーターは、「フィッシャーをもって最も融通がきかなくかつ最も機械的なタイプの数量説のスポンサーだと分類」することはまったく誤りであると指摘している (Schumpeter [1954], 邦訳2318ページ)。その通りであるが、しかし『貨幣の購買力』をはじめとするフィッシャーの書物が、預金通貨を含む貨幣量の変化が直接に物価水準を決定するという意味での貨幣数量説を基本にしていることは否定しがたいように思われる。

量説とは異なり、その現実的な応用と深化が図られていることは確かである。しかしそれでも、理論の大枠としては、フィッシャー自身が認めるように、貨幣数量説の世界を抜け出していないように筆者には思われる。この点は、金融仲介における銀行貸出独自の重要性を認識していたほぼ同時代の R. G. ホートレーとは大きく異なっている。

ホートレーは、貸し手と借り手をつなぐ銀行の金融仲介機能を重視し、とりわけ金融危機時の商品や証券価格の下落に伴う銀行の貸し渋り行動が経済活動に及ぼす直接的な効果に着目する。彼はその主著『通貨と信用』において次のように述べる。「銀行は自分の顧客の事情をよく知っている。もし銀行が破産すると、その顧客は彼らにとってなじみでない他の銀行からそれほど容易に借り入れを受けることはできない。それゆえ、少なくとも銀行から借り入れた総額の一部に損失の見込みがあれば、銀行の金融ポジション (financial position) が脆弱化するのみならず、彼らはその金融ポジションを依然として正当化して貸し出しを行おうとする貸し手を容易に見つけることはできない。破壊された購買力はすぐには代替されず、それが代替され始めるまでには、消費者支出 (the consumers outlay) は以前よりは減少する」(Hawtrey [1919] p. 133)。つまり、銀行の個々の借り手に対する貸し出しは他の銀行・金融機関の貸し出しをもっては簡単には置き換えがたい特殊な役割を果たしているがゆえに、金融危機時に生じるような銀行の金融仲介機能の切断ないし棄損は、一国の経済活動 (ホートレーの意味での「消費者支出」) を直撃するというのである。周知のように、以上の見方は、近年の情報の経済学が強調するところのものであり、ホートレーがいち早くこうした銀行の金融仲介機能の本質を見抜いていたことは強調するに値する<sup>6)</sup>。

ホートレーは、経済活動に及ぼす銀行信用 (銀行貸出) の重要性を随所で繰り返し指摘し、「われわれは今や、景気循環の本質は有効需要の変動であるが、

6) ホートレーの貨幣・金融観については、古川 [2000] に詳しい。また、銀行貸出の特殊性に関する文献は数多くあるが、ここでは Boot [2000] およびその参考文献を挙げておきたい。

その有効需要の変動は銀行信用の動きにまで遡らなければならないことを示した」(Hawtrey [1928] p. 94) と述べる。そして、「一体なぜ景気循環は始まるのだろうか。この疑問に対する解答は、信用は内在的に不安定であるということである。……好況は信用の拡張をもたらし、信用の拡張は需要を増加させ、需要はいっそうの好況を引き起こす。不況は借り入れを減少させ、借り入れの減少は需要の減少をもたらし、需要の減少はいっそうの不況を意味する。それゆえ、わずかな、あるいは偶然の信用の変動は、拡張にせよ収縮にせよ、それ自体拡大する傾向があるといえる。それは、ひとたび始めるとおのずから成長し、銀行がこれを阻止するために積極的な対策をとるまで成長し続けるだろう」(Ibid, p. 97, 傍点部分は原文ではイタリック) と言う。このようにホートレーは銀行信用が本質的に不安定であり、その銀行信用の不安定性にこそ景気変動を不安定化させる真因があることを強調する。

一方、ホートレーは貨幣と物価の関連について次のように述べる。「銀行システムと社会の生産活動の関係は、しばしば2つの点で誤解を受けやすい。第一は、社会の利用可能な総支払い手段を構成する支配的な条件は、貨幣量あるいは貨幣量と銀行信用の合計であると仮定されることである。第二は、[貨幣量ないし貨幣量と銀行信用の合計における] 何らかの攪乱の効果は、物価水準の変化によって測られると仮定されるからである」(Hawtrey [1931] pp. 9-10)。そして第一の点に関して次のように続ける。「長期的には、貨幣量と物価水準の間には互いに十分な関係があるに違いない。しかし短期的には、その関係は絶えず攪乱される。銀行による貸し出しの促進ないし遅延は直接に所得の増加ないし減少をもたらすのであり、貨幣量の変化を通じて所得に影響を及ぼす必要はない。貨幣量の変化はそれ自体、貸出量の変化の結果である。貸し出しは貨幣を生む (The lending generates money)。しかし貨幣は所得になるとき支出され、その支出される財の売り手は、その売り上げを彼ら自身の銀行に対する債務の返済に充当しようとする。貨幣量および銀行信用の増加は、貸し出しの返済に対する超過に等しい」(Ibid, p. 9, 傍点部分は原文ではイタ

リック)<sup>7)</sup>。

以上のように、ホートレーは銀行の貸し出しは貨幣を生むと同時に、「銀行が貸し出すとき、彼らは所得を生む (When the banks lend, they generate incomes)」(*Ibid.*, p. 5) と指摘し、銀行信用が直接的に経済活動に及ぼす経路を重視する。このような視点はフィッシャーには見られない。貨幣数量説に対して批判的であったホートレーとは対照的に、あくまでも貨幣数量説の大枠を出ることがなかったという点で、フィッシャーはやはり終始マネタリストであったように思われる<sup>8)</sup>。

## VI 結びに代えて

本稿では、フィッシャーの膨大な研究の中心を占めると思われる景気循環論を取り上げ、モノグラフ『価値上昇と利子』から『貨幣の購買力』を経て「負債デフレーション論」に至るまでの景気循環に関するフィッシャー理論の特徴や変遷、問題点などについて、なるべくフィッシャー自身の叙述に即しながら考察を行った。フィッシャーの景気循環論は、負債デフレーション論に代表されるように、現在においても極めて有益であるが、これまで断片的にフィッシャーの理論に言及されることはあっても、そしてアメリカが生んだ最大の経済学者と言われながらも、不思議なことに、彼の景気循環論を詳細かつ体系的に分析・検討した内外の本格的な研究はほとんど皆無に等しいように思われる。

7) 第二の点についてホートレーは次のように述べている。「所得の増加ないし減少の最初の効果は現行の価格での販売の増加ないし減少である。価格が上昇するのは、財のストックが減少し、製造業者がそれらを速やかに補充できないほど完全雇用となりつつある時のみである。そして反対の場合、価格が引き下げられるが、それは財のストックが蓄積し、生産が不活発となる時のみである。価格の調整は最初は需要の増加ないし減少の兆候にほかならない。後に生じる価格の適切な調整は、均衡の必要条件である。しかし、われわれが不均衡状態を考察している限り、まず第一に需要の大きさに目を向け、その結果としての価格の変動を兆候とみなさなければならない」(*Hawtreys* [1931] p. 9, 傍点部分は原文ではイタリック)。以上の引用文は、ホートレーが需要の変化に伴う固定価格での数量調整メカニズムを念頭に置いていたことは明らかである。この点について詳しくは、小島 [1997] 第5章を参照されたい。

8) このフィッシャーとホートレーの対照的な見解は、1930年代の大恐慌の原因に関する *Friedman and Schwartz* [1963] の見解と *Bernanke* [1983] の見解の相違に対応するし、次節で触れるマネー・ビューとクレジット・ビューの相違にも対応するとみなしうる。

本稿は、そうした現状を鑑みて、フィッシャー景気循環論の流れを体系的に論じたささやかな一つの試みである。以下では、これまでの分析より導かれる結論に代えて、前節の最後に論じたフィッシャーの貨幣数量説的なアプローチと、銀行信用を重視するホートレー的なアプローチの対照的な考え方について、それが持つ現代的な意義について簡単に触れることにしよう。

フィッシャーとホートレーのアプローチの相違は、実は金融政策の波及経路における「貨幣」と「信用」のいずれが経済活動に対してより大きな影響を及ぼすのか、あるいは両者のいずれが経済活動と密接で安定的な関係を持っているのかという根本的な経済観の相違に結び付いている。それは今日ではマネー・ビューとクレジット・ビューという相対立する2つの考え方に照応する。前者は、貨幣量の変化が直接的に物価や経済活動水準に影響を及ぼす、あるいは貨幣量の変化が利子率の変化を媒介にして間接的にそれらに影響を及ぼすという考え方であり、後者は、銀行貸出に代表される信用の変化が経済活動に影響を及ぼすという考え方である。また、マネー・ビューが前提とする作用経路を貨幣経路 (the money channel)、クレジット・ビューが前提とする作用経路を信用経路 (the credit channel) と呼び慣わしている。そして最近では、後者を2つに分類し、銀行部門における貸出供給の変化が経済活動に及ぼす直接的な経路を文字通りレンディング・チャンネル (the lending channel) と呼び、これに対して企業など借り手の正味資産ないしバランスシートの変化が経済活動に及ぼす経路をバランスシート・チャンネル (the balance sheet channel) と呼ぶのが標準的である<sup>9)</sup>。

さて、こうした分類に従うと、フィッシャーは一貫して貨幣数量説を支持したという点では基本的にはマネー・ビューの立場に立ちながらも、彼の「負債デフレーション理論」は、明らかにバランスシート・チャンネルを重視するクレジット・ビューに立脚していたとみなすことができる。これに対してホートレーは、マネー・ビューを否定する一方で、クレジット・ビューの2つの経路、

9) 例えば、Bernanke and Gertler [1995], Bebezuk [2003] chap. 6などを参照されたい。

すなわち、レンディング・チャンネルとバランスシート・チャンネルの両者を重視していたと考えられる。ホートレーがレンディング・チャンネルを重視したのは明らかであるが、それと同時に彼は、フィッシャーほど体系的ではないけれども、フィッシャーとは独立に負債デフレーション論を展開していることは注目に値する<sup>10)</sup>。

いずれにせよ、二十世紀初頭を中心とするアメリカのフィッシャーとイギリスのホートレーにおける見解の異同を明確にすることは、金融政策の波及メカニズムないしはマネー・ビューとクレジット・ビューという古くて新しいマクロ経済学の重要なトピックを考えるうえでも重要であり、より分析を深める必要があるように思われる。

#### 参考文献

- 小泉 進 [1982] 『マクロ経済学』有斐閣。  
 小島専孝 [1997] 『ケインズ理論の源泉』有斐閣。  
 笹原昭吾 [1982] 「1929年恐慌とフィッシャー——マネタリズムの批判的吟味をかねて——」『経済学論纂』中央大学, 第23巻第2号。  
 館龍一郎 [1997] 「『政府』と『銀行』の違いを指摘したフィッシャー, ケインズの理論は今も有効だ」『エコノミスト』2月11日号。  
 中路 敬 [2002] 『アーヴィング・フィッシャーの経済学』日本経済評論社。  
 古川 顕 [1995] 「金融政策とクレジット・ビュー」『金融経済研究』第9号。  
 ——— [1997] 「バブル経済の崩壊と物価下落」『フィナンシャル・レビュー』第43号。  
 ——— [2000] 「信用の経済学——R. G. ホートレーを中心に——」『経済論叢』第166巻第5・6号。  
 ——— [2002] 『テキストブック 現代の金融』東洋経済新報社。  
 平山健二郎 [2004] 「貨幣数量説の歴史的発展」『経済学論究』関西学院大学経済学会, 第58巻第2号。  
 堀家文吉郎 [1988] 『貨幣数量説の研究』東洋経済新報社。  
 Bebczuk, R. N. [2003] *Asymmetric Information in Financial Markets*, Cambridge University Press.

10) この点については、古川 [2000] を参照されたい。

- Bernanke, B. S. [1983] "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review*, 73, June.
- [1993] "Credit in the Macroeconomy," *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 18, No. 1, Spring.
- Bernanke, B. S. and M. Gertler [1995] "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission," *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4).
- Boot, A. W. A. [2000] "Relationship Banking: What Do We Know?," *Journal of Financial Intermediation*, 9, pp. 7-25.
- Dimand, R. W. [1999] "Irving Fisher's Debt-Deflation Theory of Great Depressions" in *The Economics of Irving Fisher*, eds. by Loef, Hans-E. and Monissen, H. G., Edward Elgar.
- Fisher, I. [1896] *Appreciation and Interest*, New York, Augustus M. Kelley, 1965.
- [1907] *The Rate of Interest: Its Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena*, New York, Macmillan.
- [1911] *The Purchasing Power of Money, The determination and relation to credit and crisis*, New York, Macmillan.
- [1912] *Elementary Principles of Economics*, New York, Macmillan.
- [1920] *Stabilizing the Dollar*, New York, Macmillan.
- [1923] "The Business Cycles Largely a 'Dance of Dollar,'" *Journal of American Statistical Association*, 18, December.
- [1925] "Our Unstable Dollar and the So-called Business Cycles," *Journal of American Statistical Association*, 20, June.
- [1930a] *The Theory of Interest, As determined by impatience to spend income and opportunity to invest it*, New York, Macmillan. (気賀勘重・気賀健三訳『利子論』日本経済評論社, 1980年)。
- [1930b] *The Stock Market Crash and After*, New York, Macmillan.
- [1932] *Booms and Depressions, Some first principles*, London, George Allen and Unwin.
- [1933] "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, 1, October.
- [1935] *100% Money, Designed to keep checking banks 100% liquid; to prevent inflation and deflation; largely to cure or prevent depressions; and wipe out much of the National Debt*, New York, An Adelphi Publication.
- Friedman, Milton and Anna J. Schwartz [1963] *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press.



- Hawtrey, R. G. [1919] *Currency and Credit*, London, Longmans, Green and Co.
- [1928] *Trade and Credit*, London, Longmans, Green and Co.
- [1931] *Trade Depression and the Way Out*, London, Longmans, Green and Co.
- Laidler, D. [1991] *The Golden Age of the Quantity Theory: The Development of Neoclassical Monetary Economics 1870-1914*, Philip Allan. (石橋春男他訳『貨幣数量説の黄金時代』同文館, 2001年)。
- Marshall, A. [1920] *Principles of Economics, An Introductory Volume*, 8th ed., London, Macmillan.
- Minsky, H. P. [1982] “Debt Deflation Processes in Today’s Institutional Environment,” *Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review*, December.
- Mitchell, W. C. [1912] “Reviews: The Purchasing Power of Money,” *Political Science Quarterly*, 27-1.
- Schumpeter, J. A. [1948] “Irving Fisher’s Econometrics,” *Econometrica*, 16, July.
- [1954] *History of Economic Analysis*, Oxford University Press, New York. (東畑精一訳『経済分析の歴史』(1-7) 岩波書店, 1960年)。
- Steindl, F. G. [1999] “Irving Fisher, the Quantity Theory, and the Great Depression” in *The Economics of Irving Fisher*, ed. by Loef, Hans-E. and Monissen, H. G., Edward Elgar.
- Tobin, J. [1978] “Monetary Policies and the Economy: The Transmission Mechanism,” *Southern Economic Journal*, 44, pp. 421-431.
- [1980] *Asset Accumulation and Economic Activity, Reflections on contemporary macroeconomic theory*, Oxford, Basil Blackwell. (浜田宏一・藪下史郎『マクロ経済学の再検討——国債累積と合理的期待——』日本経済新聞社, 1981年)。
- Wolfson, M. H. [1996] “Irving Fisher’s Debt-deflation Theory: Its Relevance to Current Conditions,” *Cambridge Journal of Economics*, 20, pp. 315-333.