

アーヴィング・フィッシャーの 景気循環論（2）

古 川 顕

IV 負債デフレーションの理論——信用循環から負債循環へ——

1929年9月に、米国株式市場の歴史上比類のない株式市場の大暴落が生じ、これをきっかけとして米国経済は大恐慌に見舞われた。フィッシャー自身、大量の株式を保有していたため株価の暴落によって大損をし、自宅の売却にまで追い込まれたことはよく知られている。フィッシャーは、株価暴落の推移や原因、影響、対策などを『株式市場の暴落とその後』（Fisher [1930b]）という本にまとめ、「米国株式市場の暴落をもたらしたのは、不況が原因ではなく、好況、それも前代未聞の好況が原因であった」（*Ibid.*, p. 257）と指摘し、その原因についても、株式の信用取引（証拠金取引）による投機的要因を重視し、米国経済の先行きについても楽観的であった。「本書をいま出版することは、無謀に思われるかも知れないが、印象や記憶がまだ鮮やかなうちに暫定的な結論を記す利益はある。歴史家の“真の展望”というのは、実は歴史家が自分に反対する者が一人残らず死んでしまうのを待つことである、とある人が言ったことがある」と序文に述べたフィッシャーは、「少なくとも、近い将来の見通しは明るい」（For the immediate future, at least the outlook is bright）（*Ibid.*, p. 269）とこの本を結んでいる¹⁾。しかし、米国経済はフィッシャーの予想を

1) フィッシャーは1929年9月、「株価は永遠に高い高原状態のように思われる水準に到達した」と予言したといわれる（Dimand [1999] p. 141）。しかし、その予言はその後の株価暴落によって完全に外れ、彼の名声もかなり傷ついたようである。ディマンドは、株価暴落とその後の不況は、「経済変動の理論家としてのフィッシャー」（*Ibid.*, p. 142）に2つの重要な影響を与えたノ

完全に裏切って一段と景気の悪化が進み、文字通り「大恐慌」に突入していくのである。

有名な「負債デフレーション理論」(the theory of debt-deflation)は、以上のようなフィッシャー自身の苦い経験を踏まえ、大恐慌の渦中に、『好況と不況』(Fisher [1932])の中で詳細に論じられた。そして、その要旨が『エコノメトリカ』第1巻に掲載された論文「大恐慌のデット・デフレーション理論」(Fisher [1933])にまとめられている。その基本的な考え方は、物価の下落が債務者の実質債務負担を増大させ、それを通じて経済活動に抑制的な効果を及ぼすというものである。フィッシャーの負債デフレーション論は、大恐慌の中で景気悪化のプロセスに重点が置かれているとはいえ、彼の従来の景気循環論の集大成ともいえるように思われる。以下では、景気循環の下降局面に焦点を絞って、負債デフレーション理論を要約することにしよう。

フィッシャーは、景気循環過程に介在する9つの要因、すなわち ① 過剰債務、② 通貨量、③ 物価水準、④ 正味資産、⑤ 利潤、⑥ 生産・取引・雇用、⑦ 心理的要因(楽観と悲観)、⑧ 通貨の流通速度、⑨ 利子率に注目する²⁾。

フィッシャーは以上の要因に関して、次のような因果関係を考える。

(1) 過剰な債務が原因となり、銀行借入の返済による債務の清算 (debt liqui-

、と言う。一つは、「ドルのダンス」に基づく1920年代の景気循環の分析と、深刻で長期にわたる不況の理論的解明との間のギャップを埋めることであり、それが『好況と不況』(Fisher [1932])および「大恐慌の負債デフレーション理論」(Fisher [1933])という輝かしい業績となって結実したことである。もう一つは、こうした業績とは正反対に、上述のようなフィッシャーの誤った株式市場の予測およびケインズによる『貨幣論』[1930]の出版やハイエクによる『価格と生産』[1931]の出版の影響などもあって、フィッシャーの影響力が急速に失われしまったことであるとしている (*Ibid.*)。またダイヤモンドは、「フィッシャーの最も洞察力に満ちたマクロ経済学への貢献の一つ、負債デフレーション過程の分析が、同時代の人々からほとんど注目されなかったのは、学界のみならずフィッシャーの不幸でもある」(*Ibid.*, p. 141)と述べている。

2) これらの要因を取り上げた理由について、フィッシャーは『好況と不況』の序文において次のように述べている。「本書の取り上げる範囲は限られており、ほとんどは9つの主要な要因に限られる。それは、これらの要因がすべての[景気循環の]課題を網羅するからではなく、すべてではないにしても、他のほとんどの不況へ影響はもちろん、現在の不況における顕著な影響であると思われる要因を含んでいるからである」(Fisher [1932] 序文 p. vii)。

dation) と投げ売りが生じる。(2) 債務の清算は預金通貨の収縮と流通速度の低下をもたらす。(3) 預金通貨の収縮と流通速度の低下は、「ドルの膨張」(a swelling of the dollar), すなわち物価水準の下落を引き起こす。(4) 物価水準の下落は、リフレーション政策などによって妨げられない限り、企業の正味資産価値の減少と破産を引き起こす。(5) 同時に、物価の下落は企業の利潤を減少させ、赤字操業を行う企業も増大する。(6) その結果、産出量、取引量、雇用量の減少が生じる。(7) それに伴う損失、破産、失業の増大は将来に対する悲観および信頼の喪失をもたらす。(8) 悲観と信頼の喪失は、通貨の保蔵および流通速度のいっそうの低下を招く。(9) 以上の8つの変化は、名目利子率を低下させる一方、実質利子率を上昇させるという「利子率の複雑な攪乱」(*Ibid.*, p. 342) を引き起こす。

もちろん、フィッシャーは現実の景気循環過程においては、以上の「論理的なリスト」には存在しない多くの変数や相互依存関係が介在すると考えているし、また事態が上のような順序とは若干異なって生起する場合があるという留保条件も付けている。しかし、「論理的リストの最初と最後、すなわち債務とその利子を除けば、すべての変動は物価下落を通じて生じるということに注意すべきである」(*Ibid.*, p. 344, 傍点部分は原文ではイタリック) として、これまで同様、物価の変動、ここでは物価下落の経済活動に及ぼす影響を重視する³⁾。フィッシャーにとって、「デフレーションはほとんどすべての害悪の根源」(Fisher [1932] p. 39) なのである。

3) フィッシャーが従来同様、物価の変動が企業利潤の変動を通じて経済活動に及ぼす経路を重視していることは、負債デフレーション理論においても一貫している。彼は、物価の下落に関して、「利潤は収入と費用の差額であり、前者は物価が下落する時に減少するが、後者は完全には固定されていないものの、物価ほどはデフレーションの攻撃に感応的ではない」(*Ibid.*, pp. 29-30) と述べ、さらに次のように付け加える。「近代的な企業では、間接費用および固定的費用の比率がより大きくなるがゆえに、[物価下落の] 困難がとりわけ感じられるということである。もし企業組織が、そうなりそうであるが、より多くの固定費用とより少ない運転費用への傾向を続けるとすれば、その利潤は物価水準の変動にますます敏感となるだろう」(*Ibid.*, p. 30, fn. 1)。もちろん、こうした物価下落が企業の利潤に及ぼす直接的な経路とは別に、フィッシャーが『貨幣の購買力』において指摘したように、物価の下落が先行きの物価下落期待を通じて消費の減少を引き起こし、景気の悪化に拍車をかけるという経路も重要である。

さらにフィッシャーは次のように続ける。「過剰債務それ自体だけでは、すなわち過剰債務が物価の下落を招かないような場合は、結果として生じる景気循環ははるかに穏やかで規則的なものである。同様に、デフレーションが過剰債務以外の要因から生じる場合は、結果としての害悪はずっと小さい。壊滅的影響を及ぼすのは両者の組合せ、すなわち負債の病 (the debt disease) が最初に生じ、次いでドルの病 (the dollar disease) に陥る場合である」(Fisher [1933] p. 344)。重要な点は、この「債務の病」と「ドルの病」という2つの病、つまり過剰債務の存在と物価の下落とは、前者が後者を導き、後者が前者を導くという相互依存の関係にあることである。フィッシャーの言葉を用いれば、「われわれは誰でも、小さな病気が大きな病気を導くことを知っている。悪性の風邪が肺炎を招くのとまったく同様に、過剰債務がデフレーションを招く。そして逆も成り立ち、債務によって引き起こされたデフレーションは債務に反作用する」(*Ibid.*) のである。こうして「債務の病」と「ドルの病」が重なりあって景気の「螺旋的な悪循環」(the vicious spiral downward) (Fisher [1932] p. 25) を生じさせる⁴⁾。

以上の過剰債務と物価下落の関係について、フィッシャーはより具体的に次のように説明する。「社会が過剰債務の状況にあるとき、債務の清算それ自体は実質債務を減少させるのではなくて、しばしばそれを増大させる。もちろん、名目的には清算は債務を減少させるが、実質的には(一国の貨幣価値を増大させることによって)未払いの債務残高を膨張させる」(*Ibid.*, p. 25)。すなわち、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は減少し、この預金通貨を含む貨幣量の減少は物価の下落を引き起こす。そして債務の返済は物価下落に追いつかず、かえって借り手の実質債務は増大すると

4) 債務の病(債務病)と物価の病(物価病)という2つの病気が相乗作用を起こして深刻な不況を導くという点について、フィッシャーは次のようにも表現している。「病理学者はいまや、一組の病気は、そのどちらか一方、あるいは2つの病気をただ足し合わせるよりもしばしば身体に悪いことを発見している。そして誰でも、小さな病気が大きな病気を招くということを知っている。ちょうど悪い風邪が肺炎をもたらすように、過剰債務はデフレーションをもたらすのである」(Fisher [1933] p. 344)。

いうのである。その結果、「清算への殺到という集団的効果が債務のドル価値を膨張させるために、債務の負担を軽減しようとする諸個人の努力がまさに債務の負担を増大させる」(Fisher [1933] p. 344)、傍点部分は原文ではイタリック)⁵⁾。具体的に言えば、米国の負債額は全体として1929年から1933年までの4年間に、負債返済(清算)の結果、名目的には2000億ドルから1600億ドルへと20%減少したけれども、この間に卸売物価が75%も下落したため、実質的な債務は逆に40%も増加した($(1-0.2) \times (1+0.75) = 1.4$)というわけである。

かくてフィッシャーは、大恐慌の大きな秘密を解明したとして、その秘密を改宗者のような情熱をもって次のように述べている。「債務者が支払えば支払うほど、負担する債務は増大するという、すべてではないにしても、ほとんどの大不況の大きな秘密であり、私が提起する大逆説(the great paradox)が成立する」(Ibid., 傍点部分は原文ではイタリック)。すなわち、個々の借り手の債務を減らそうとする努力自体が、商品や不動産等の売り急ぎを招き、社会全体としてみると、物価の下落を通じて実質的な債務の増加を招き、不況をいっそう深刻化させるといふ⁶⁾。すなわち、清算という債務を減少させようとする個人の合理的な行動が、逆に社会全体の債務を増加させるという不合理な結果を引き起こすと指摘する。これは、いわゆる「合成の誤謬」(the fallacy of composition)の一例である。

フィッシャーは、以上の螺旋的な景気悪化プロセスにおけるもう一つのパラ

5) フィッシャー自身は、次のようにも述べている。「われわれが見てきたのは、大量の清算(mass liquidation)による通貨の縮小に関して、債務者およびその債権者である銀行が、彼ら自身個別に事態をより良くする、あるいはそうしようと努力することで、全体として見れば、どのようにして事態をいっそう悪くさせたかということである」(Fisher [1932] p. 36)。

6) この点で、フィッシャーは次のように述べている。「敢えて私が最も強調したいのは、清算以上に物価を速く下落させるほど過剰債務が大きく、負債から逃れようとする人々の努力がわれわれをいっそう深く負債の中に沈めてしまう、そういう理論である」(Fisher [1933] p. 350)。この文章に、さらに次のように付け加えている。「こうした清算とデフレーションとの相互作用は1931年までは生じなかった。私は1909年以来、他の人々とともに、デフレーションは不況を招き、インフレーションは好況を招くという事実を強調してきたけれども」(Ibid., p. 350, fn. 4)。なぜ1909年以来なのかは筆者には不明であるけれども、フィッシャーが初期の著作『価値上昇と利子』以来、一貫して物価の変動と景気との密接な関係を重視してきたことは、これまで述べた通りである。

ドックス（合成の誤謬）にも着目する。それは、経済活動の低下、あるいは将来に対する企業の確信の低下に基づく通貨の保蔵の増大（ないし通貨の流通速度の低下）がもたらす効果である。「[通貨の] 保蔵がひとたび生じると、それは明らかに過剰債務があろうとなかろうと、景気の悪循環の恐ろしい要因となり続ける。保蔵は物価水準を下げる。物価水準の下落は、債務の有無にかかわらず景気を悪化させる。景気の悪化は恐れを増大させる。そして、恐れが増大は保蔵を増大させる」(Fisher [1932] p. 36) という。このような状況が強まると、「銀行それ自身が“流動性”を求める競争の中に巻き込まれる」(*Ibid.*)。フィッシャーは言う。「銀行は顧客から貸し出しの返済を求め始める。しかし、貸し出しの返済を求めることによって、銀行は預金通貨をいっそう減少させる。さらに、それぞれの銀行が取り立てる資金は、主に他の銀行から出てくるので、これらの銀行も顧客から貸し出しの返済を求めることによってしか、こうした資金を補充せざるを得ないから、そのことがいっそう通貨の減少を加速させる。銀行によるこうした通貨の保蔵行動が預金通貨の減少に増幅的な効果を及ぼす」(*Ibid.*)。つまり、個別の銀行が支払い不能という事態に陥らないために「流動性」を増大させることは、その銀行自体にとっては合理的な行動であるけれども、そうした流動性獲得競争の結果として、経済全体の通貨量の減少、ひいては景気の一部の悪化を招くと主張する。以上のように、フィッシャーは資金の借り手と貸し手双方の合理的な行動が、かえってスパイラル的な景気の悪化を引き起こすという点を重視するのである。

フィッシャーの負債デフレーション理論の両輪となるのは、文字通り、過剰債務の存在と持続的な物価の下落である。このことは、「意見を変える用意はあるけれども、私は現在のところ、“負債の病” および“ドルの病”と呼ぶことのできるこれら2つの経済的疾患が大きな好況や不況時には、あらゆる他の要因をひとまとめにしたもの以上に重要な要因であるとの強い確信をもっている」(Fisher [1933] pp. 106-107) と述べていることから明らかであろう。フィッシャーは、“ドルの病” ないし“ドルのダンス” については、従来から

その影響を強調してきた通りであり、負債デフレーション理論において新しい役割を担うのは、いうまでもなく過剰債務の存在である。

フィッシャーは、過剰債務とは単に負債の絶対額の大きさのみによって測られる単純なものではなく、資産の質や負債の質に応じて様々であると言う。彼の表現を借りれば、「遅い資産とコール・ローンのような速い負債の組合せは、速い資産と遅い負債の組合せよりは大きなバッファー（安全のゆとり）を必要とする。最も速い資産、それゆえ返済圧力がかかっても最も安全な資産は現金である。最も速い負債、それゆえ返済圧力がかかる時に最も危険な負債はコール・ローンである。過剰債務は、主として〔資産および負債の〕満期の問題である」(Fisher [1932] p. 9)。いうまでもないが、「遅い資産」(slow assets)とは、満期までの期間が長い資産を意味し、「速い負債」(quick liabilities)とは、償還期限の短い負債を意味する⁷⁾。

フィッシャーは、過剰債務をもたらした原因、したがってまた累積的な不況の悪循環を引き起こした最初の要因——彼の言葉を用いると starter——として、「新たな投資機会」の存在を指摘する。すなわち、「過剰債務は多くの原因によって生じるが、そのうち最も一般的なものは、通常の利潤や利子に比べて大きな利潤が見込まれる新しい投資機会であるように思われる。そうした新しい機会は、新しい発明、新しい産業、新しい資源の開発、新しい土地ないし新しい市場の開拓を通じて生じる」(Fisher [1933] p. 348、傍点部分は原文ではイタリック)。そして次のように続ける。「金融緩和は過剰借入 (over-borrowing) の最大の原因である。投資家が6%で借り入れることによって年間100%を超える収益をあげることができると考えるとき、彼は借り入れた貨

7) フィッシャーは次のようにも述べている。「過剰債務は、常に他の項目——国富および国民所得や一般的な銀行準備とくに金本位制度が存在する場合は金準備——に対する相対的なものである。そして、過剰債務は負債額によって単純に測られるような単なる一元的な尺度ではない。それは、負債の満期が到来する時間的分布も考慮しなければならない。すぐに満期が来るような負債は、数年後に満期が来るような負債よりは借り手にとって厄介 (embarrassing) であり、貸し手の選択によって支払うことのできる負債は、借り手の都合によって支払い得る負債よりは厄介である」(Fisher [1935] p. 116)。

幣で投資ないし投機をしようとするだろう。これが、1929年の過剰債務をもたらした主な原因であった。発明と技術的進歩は素晴らしい投資機会を生み出し、そうして大きな負債をもたらした」(Ibid.)。これからも分かるように、フィッシャーには、「新しい投資機会」の存在もさりながら、その投資機会を顕在化させた金融緩和こそが過剰債務をもたらす大きな原因であり、それが景気の螺旋的な悪化を引き起こす始動因(starter)であるという認識が横たわっている。

一方、フィッシャーは過剰債務との関連で、それを清算する手段としての「投げ売り」にも触れ、次のように述べている。「金額のあまりの大きさによるにせよ、満期日に関する軽率さによるにせよ、過剰債務が発見され、それを修正しようとする試みがなされるとき、投げ売りが生じやすい。すなわち、債権者を守るために、在庫、債券、農地あるいは利用できる資産は何であれ、債務者の財産が売却されなければならない。たとえその債務に対して財産を担保に入れないにしても、債務者は自らの責任において、財産のいくらかを売却して清算を容易にする道を選ぶかもしれない。あるいは、彼の銀行または仲介業者が債務者の担保を現金化するかもしれないし、抵当債権者が抵当を流してしまうかもしれない。あるいは、債務者が破産をし、破産管財人が彼の資産を競売にかけるかもしれない。つまり、債務者は彼自らのイニシアチブによるか、あるいは彼の債権者のイニシアチブによって投げ売りの犠牲となるのである」(Fisher [1932] pp. 13-14)。そして社会全体がこうした投げ売りに巻き込まれると、連鎖的な商品価格や資産価格の下落が生じ、その後の景気の悪化を引き起こすことになる。

以上述べたように、フィッシャーは「新しい投資機会」が当然のように企業の過剰債務をもたらし、その過剰債務を清算する手段として投げ売りを考える。しかし、いかに有利な投資機会があっても、その投資機会が100%自己資本によって実現されるものであれば、仮に企業が投資に失敗しても上述のような商品や資産の投げ売りは生じないはずである。それゆえ、フィッシャーの論理が

貫徹するためには、企業が借り入れる誘因をもつことが必要となる。先に触れたように、フィッシャーが「金融緩和は過剰借入の最大の原因である」であると言うのも、そのような脈絡のなかで初めて理解できる⁸⁾。

フィッシャーの負債デフレーション理論は、これまで見てきたように、未曾有とも言うべき「大恐慌」の現実を目前にして、過剰債務の存在と物価下落が相互依存的に作用して景気の悪化が進行するプロセスを論理的に説明したものであるが、この理論の従来にない大きな特色は、経済活動に与える過剰債務の影響を重視するのみならず、その債務自体が循環的に変動するという「債務循環」(the debt cycle) の考え方を前面に押し出している点であろう。債務循環の概念は、『貨幣の購買力』を中心に展開された預金通貨の循環的変動、すなわち「信用循環」の概念と表裏の関係にあることはいうまでもない。

フィッシャーはこの債務循環に関して次のように言う。「過剰債務によって痛い目にあった債務者と過剰貸付によって痛い目にあった債権者は、とくに両者が社会の大多数を構成するならば、あまりにも用心深くなり、結果として借り入れに対して過度の反応をする。しかし次には、振り子は次第に逆戻りする。用心は再びどこかに行ってしまい、過剰債務が支配的となる。振り子は均衡点を通り過ぎて人々は再び過大な債務を負うだろうが、おそらく最初ほどは過大ではないだろう。こうした振り子の振動は無限に続き、債務循環を構成する」(Ibid., p. 12)。この場合、振り子の振動にたとえられる債務の拡張と縮小が、景気循環を誘発し牽引する最も重要な要因と位置付けられるのである。すなわち、信用循環の概念には、どちらかといえば景気循環に付随する受動的な側面があるが、債務循環の場合には、景気循環をリードする能動的な側面をもっていると考えられる。

8) この点に関しては、次の説明が参考になろう。「このようにしてもたらされる不況は、過剰投資や投機によって生じたものではない。なぜなら、投資が自己資本によって賄われたものであれば、投資が失敗しても前述のような連鎖的な資産の狼狽売り、資産価格の加速度的な下落は生じない。つまり、過大な投資や投機を生じる原因は、発明や発見等によって生み出される投資機会の創出にあるのではなく、金融機関による安易な貸し出しによって生み出された過大な負債の累積にあると考えざるを得ないからである」(館 [1997] p. 53)。

もう一つ債務循環と関連して注目されるのは、フィッシャーが負債デフレーション過程に介在する主要因の一つとして、正味資産 (net worth) の役割を重視していることである。フィッシャーは「物価の下落は、(現金および他への貸し出しを除いて) 企業家の資産の貨幣価値を減少させる。それに対して、借り入れとしての債務は“固定されて”残っている。それゆえ、債務を超える資産の超過額である正味資産は縮小するに違いない」(*Ibid.*, p. 29) と述べ、正味資産はしばしばマイナスとなって企業は破産に追い込まれると指摘する。もちろん、一般物価水準の下落は必ずしも資産価値の下落を伴うものではない。

しかし、両者の間に何らかの連動関係があるとすれば、フィッシャーが指摘するように、物価の下落は企業保有の正味資産の減少を通じて企業の破綻、ひいては景気の悪化を促すことになる。

以上のように、フィッシャーの負債デフレーション理論は、「債務循環」や正味資産の変動という借り手のバランスシートの変化が経済活動に及ぼす能動的な側面に新しい光を当てたものと評価できる。換言すれば、従来の「信用循環」の分析は、物価の変動という経済活動のフローの側面に焦点を当てたのに対し、「債務循環」の分析では、経済主体のバランスシートというストックの側面をも重視し、ストックとフローの相互作用を分析の直接の対象としたと考えられる。負債とデフレーションを連結させた「負債デフレーション」という用語自体が、そのことを如実に表しているのではないだろうか。フィッシャーが『好況と不況』の序文において、「ここに提起された分析の結果は大いに新しい (largely new) ように思われる」(*Ibid.*, 序文 p. vii, 傍点部分は古川) と記しているのも、このような新しい視点を指しているように思われる。そのように理解すれば、『貨幣の購買力』を中心に展開された「信用循環」の考え方と、負債デフレーション理論において初めて導入された「債務循環」の考え方の間には、コインの裏表の関係にある連続性は保持しながらも、単なる力点の変化にとどまらない理論的深化が図られていると判断される。

さらに、フィッシャーの負債デフレーション理論において注目されるのは、

『価値上昇と利子』から『貨幣の購買力』に至るまであれほど強調された利率の役割が大幅に後退し低下しているとみられることである。上に見たように、フィッシャーが景気循環に介在する9つの「主要因」と考えた変数のうち利率は最後に登場し、しかも、その景気循環に果たす役割について明示的には説明されていない。フィッシャーは、不況期においてはしばしば名目利率は低下し、実質利率は上昇するという「もう一つのパラドックス」(*Ibid.*, p. 38)が生じるという⁹⁾。先に述べた「利率の複雑な攪乱」である。フィッシャーはこれについて、「真に重要な攪乱は、この実質利率と貨幣利率(名目利率)の乖離である。そして、もしデフレーションが克服されると、この乖離を防ぎうるだろう」(*Ibid.*, pp. 38-39)と述べているだけで、こうした利率の乖離と景気循環の関係については何ら触れてはいない。シュタインドルが、「現在の目的にとって最も重要性が低いのは、実質利率と名目利率の相互作用である。それは、『貨幣の購買力』の循環的メカニズムにとって中心的な役割を果たしたが、[負債デフレーション理論にとっては] もはや大きな影響を及ぼさず、一連の流れの最後に現れている」(Steindl [1999] pp. 160-161)と指摘しているのも、けだし当然であろうと思われる。

以上の負債デフレーション理論から導かれる政策的処方箋として、フィッシャーは「救済策は自由放任(破産)によるか、もしくは科学的治療法(リフレーション)によるかのいずれかである」(Fisher [1933] p. 349)と述べている。自由放任による多数の企業の破産がなにゆえ処方箋となりうるのかといえば、「ほとんど至るところの多くの企業破産後に、はじめて債務の増加が止まり、少なくなり始める。次に、回復と新たな一連の好不況の循環が生じる。

9) フィッシャーは、不況期においては名目利率それ自体も正反対の動きをする場合があるとして次のように述べている。「貸し手の悲観主義は、質の劣った借り手に対しその利率を下げないで、少なくともより安全な貸し出しに許容される利率よりも相対的には利率を引き上げる。すなわち不況期には、2つの種類の貸し出しの間には、当然なことに利率の乖離が増大する」(Fisher [1932] pp. 38-39, fn. 5 傍点は原文ではイタリック)。この現象は、いわゆる「質への逃避」(flight to quality)の結果として生じるリスク・プレミアムの増大に対応する。これについては古川 [2002] 第5章を参照されたい。

これが、不必要かつ残酷な破産、失業、窮乏を通じる、いわゆる“自然な”不況からの救済策である」(Ibid., p. 346) からである。もちろん、採用すべきは「科学的治療法」(scientific medication) である。すなわち、過剰債務と物価下落との悪循環を断ち切るためには、物価のこれ以上の下落をくい止め、さらには物価の上昇を図るような政策、いわゆるリフレーション政策こそが望ましい。そしてフィッシャーは、そのための政策として連邦準備銀行の金融政策に高い信頼を寄せるのである¹⁰⁾。

以上のフィッシャーの見解は、過剰債務と物価下落の悪循環が实体经济活動にいかに大きな影響を及ぼすかについて、きわめて重要な見方を提示しているようである。その見方は、バブル崩壊後の日本経済の分析においても不可欠な視点を提供しているように思われる¹¹⁾。このことは、バブル崩壊以降、フィッシャーの負債デフレーション理論への関心が急速に高まったことと無関係ではあり得ない。

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』の間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。

10) フィッシャーは『好況と不況』の序文で、「この本の主要な結論は、大抵の場合、不況は防ぐことができるということ、そしてそれを防ぐためには、連邦準備制度が重要な役割を担わなければならない明確な政策を必要とするということである」と述べ、さらに続けて「無知は、あらゆる実際の経済問題のなかでも、この最大の経済問題（大恐慌）を無視する言い訳としてもはや役立たない」とまで述べている。すなわち、フィッシャーにとっては、大恐慌が生じるメカニズムは既に秘密ではなくなり、それに対する処方箋も明らかとなったというのである。

11) これについては古川 [1997] を参照されたい。

- 古川 顕 [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.
- 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.
- Fisher, I. [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.