九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

アーヴィング・フィッシャーのマクロ経済学 : 景気循環理論の展開

中路, 敬
九州大学経済学府

https://doi.org/10.15017/4362380

出版情報：經濟學研究. 67 (1), pp.171-189, 2000-10-30. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：

アーヴィング・フィッシャーのマクロ経済学
——景気循環理論の展開——

中　路　　敬*

1　問題設定：研究史からみて

アーヴィング・フィッシャー（Irving Fisher, 1867-1947）の没後50年にあたる1997年に彼の『著作集』(Barber ed.(1997)) が公刊され，それと前後してフィッシャーの経済学を再評価しようという機運が高まりつつある。1932年から1942年にかけてフィッシャーの協力者であったドイツ人ハンス・コールセン（Cohrssen,H. 1905-1997)[1]が1989年に「社団法人アーヴィング・フィッシャー学会（ＩＦＧ)」を設立したことや，同学会がその活動の成果として論文集『アーヴィング・フィッシャーの経済学』(Loef & Monissen ed.(1999)) を公にしたことも，こういった傾向に棹差す試みであるといってよい。

フィッシャーの名を冠した論文集は，フィッシャーの生存中のものも含め，すでに三編公刊されている。まず，A.D.ゲイヤー編の『貨幣的経験からの教訓』(Gayer ed.(1937)) は，フィッシャーの70歳記念の論文集であり，A.ハンセン（A.H.Hansen）やホートレー（R.G. Hawtrey), ケインズ（J.M.Keynes)，リンダール（E. Lindahl）など錚々たる寄稿者が名を連ねている。だが編者が序文で述べたように，末尾にフィッシャーの小さな評伝と文献目録が付せられている以外は，実質的に「彼［フィッシャー］への言及は同論文集が彼に献呈されていることだけ」(p. vi, 引用文中の［　］は引用者，以下同じ）であり，フィッシャーの経済学の独創性やその貢献を評価しようという意図はほとんどなかった。

二番目のフィッシャーに関する記念論文集はフェルナー（W. Fellner)，クープマンス（T.C. Koopmans)，サミュエルソン（P.A. Samuelson)，トービン（J. Tobin）ら10人の理論経済学者による『アーヴィング・フィッシャーの伝統における10の経済学研究』(Feller et al.(1967)) である。この論文集は，フィッシャーが考案したさまざまな理論ツールを用いた経済理論のトピックを理論的・実証的に検討したものである。だが，ここでもまた，フィッシャーの経済学それ自体の体系性を解明するという目的は，二次的なものにとどまった。

三番目は，ヴォークトとバルタによって編まれた『物価指数検定の形成』(Vogt & Barta ed.

＊　本稿は，2000年3月25日に福岡大学で開催された第3回日本金融学会西日本部会における報告原稿「アーヴィング・フィッシャーと大恐慌」に加筆・修正を施したものである。質疑応答で貴重なコメント・ご指摘を下さった学会員に厚くお礼申し上げたい。御指摘いただいたコメントにたいし，本稿においてもなお十分に対応できない点は，単に筆者の能力不足であり，これらについては今後の研究課題としたい。また，本論文の投稿に際し，レフリーの先生方から厳しいご指摘と暖かい励ましを賜った。いまなお残るであろう過誤は，すべて執筆者の責任である。

1)　手記Cohrssen(1991)がある。

(1997)) である。同書では，フィッシャーの生涯の問題関心であった「経済学における測定」という問題を軸に構成され，18世紀から現代までの指数論史が概観されている。

これら既刊の三論文集と『アーヴィング・フィッシャーの経済学』(Loef & Monissen ed. (1999)) との明白な違いは，フィッシャーの経済学を彼自身の言葉にもとづきテーマごとに整理しようとする点にあるといってよい。一般均衡と通時的均衡にかかわるミクロ経済学，貨幣と利子率・物価に関するマクロ経済学，計量経済学，資本理論，租税理論といった多岐にわたる分野を一通りカバーしていることは高く評価できる。現代マクロ経済学へのフィッシャーの貢献（貨幣数量説の定式化，名目利子率と実質利子率との関係の定式化，資本の限界効率概念の先駆者[2]）や現代ミクロ経済学への貢献（無差別曲線の「同時」発見，時間選好利子論による利子率の決定）ならびに計量経済学への先駆的貢献（分布ラグの発明，物価指数の理想算式，フィリップスカーブの提示），フィッシャーの経済政策といったテーマが検討され，フィッシャーの学説の意義と限界が解明されつつある。

しかしながら同論文集において惜しまれる点は，各論者間でフィッシャーに対する評価が統一されておらず，フィッシャーが取り組んだ各テーマ間の発展経路・理論的関係が明確にされていないために，フィッシャーの全体像があいまいなままであるという点であろう。実際，この論文集は基本的に，大恐慌期から初期へと時代を遡るよう構成されているが，編者らも言うように「場当たり的であるよう見える」(Loef & Monissen ed. (1999), p.xv) のは，否めない。各論文の相互の関連性を示しておかねなければ，その副題にいう「偉大な一経済学者」としての全体像が詳らかにはならないであろう。

フィッシャーの経済学は，彼自身晩年に認めていたように，さまざまな時期に，さまざまな分析ツールを用いて示されていたために，一見したところ時にひどく矛盾し統一性を欠くと解釈されてきた[3]。さらに，フィッシャー自身が大恐慌を契機として個人的に破産したという事実[4]を背景に，理論的にも破綻した，あるいは大きく信念を曲げざるをえなかったなどと指摘されてきた。たとえば，次のように。「アメリカ経済の隆盛期にあみだした理論をかれ［フィッシャー］はたしかにあくまでもまもろうとした。そのいみでかれは自説の原型を保持し続けた，といえるのであるが，現実の経済動向，とりわけ激烈な恐慌や深刻な不況の中であわただしい対応をよぎなくされ，さまざまなつくろいをほどこそうとした[5]。」(笹原 (1982), p.85)

このような印象は，フィッシャーの学界での地位凋落とほぼ同時に，ケインズの新しい経済学が勢力を拡大し，大戦後のアメリカ経済学はフィッシャーリアンではなく，ケインジアンが圧倒的な勢力を持つことになったという事実と

2) Kregel (1988) をみよ。

3) フィッシャーの経済学を統一性のないものさまざまなテーマの寄せ集めと捉える見解として，R.L. Allen (1993) をあげておきたい。また吉川 (1994) は，フィッシャーの経済学には一般均衡理論と利子理論に代表される理論的貢献とは別に，貨幣数量説等に代表される金融理論分野での実証分析という「二つの流れ」があると指摘している。この二つの流れがどのように関連しているのかを解明することが本稿の課題の一つである。

4) フィッシャーの破産の経緯に関しては，二冊のフィッシャー伝I.N. Fisher (1956), 第17章，あるいはR.L. Allen (1993), 第7章を参照されたい。

5) 江頭 (1999, p.68) もフィッシャーに転向があったという旨の示唆をしている。

あわせて，一層強くなっている[6]。

しかし，フィッシャーはある講演の席上で次のように述べていた。「私の業績は全体としてみれば，分断された部品からなっているにすぎないという印象が強くもたれています。しかしながら，これはまったく正しくありません。それどころか，ほとんどの場合，各モノグラフ間には密接な結びつきがあったのです。もし，私が経済学もしくは社会学の体系書を書いてさえいれば，このことは，より一層明白となっていたでしょうが[7]。」

実際，シュムペーター（Schumpeter(1948)）やトービン（Tobin(1985)）らが指摘したように，フィッシャーは，アダム・スミスの『国富論』やA.マーシャルの『経済学原理』に相当する体系書を書かなかったために，その思想の全体像を伝えることなく，「フィッシャー学派」も結成されなかった[8]。

そこで，本稿ではフィッシャーの経済学の全体像を明らかにするためのアプローチとして，彼の景気循環理論を中心としたマクロ経済学の展開を追跡する。その経緯を理解することで，大恐慌に際し彼の理論に断絶が発生したのかどうかも明らかになるであろう。

2　信用循環の理論

2.1　モノグラフ「価値上昇と利子」における信用循環の理論

中路（1999b）が示したように，フィッシャーのモノグラフ「価値上昇と利子」は，当時のアメリカ複本位論争という時代の問題にその着眼点をおいたという意味で，公理的な彼の博士論文『価値と価格の理論の数学的研究』（以下『数学的研究』）への自己批判であった。博士論文では貨幣を軽視していたこと，さらには完全情報・完全予見を想定していたこと，時間要素を度外視した静態的な仮定に閉じ込められていたために恐慌という現象を分析し得なかったことなどが問題とされた。モノグラフ「価値上昇と利子」は静態的な一般均衡理論[9]の自己批判の上にたち，貨幣を明示的に扱う動態理論構築の試みであり，不均衡要因として予見の不完全性を重視する点に意義があったといってよい[10]。『数学的研究』における同次性の公準から離れて，価値上昇＝貨幣価値の単位の変化＝一般物価水準の変化と利子率との関係へと視点が移ったのである。

フィッシャーは一般物価水準と利子率の関係を，以下のように叙述している。まず，物価が

6）ドイッチャー（Deutscher(1990), pp.189-191）によれば，1920年代にはフィッシャーがW.C.ミッチェルやA.C.ピグー，A.マーシャルらを抑え最もよく引用された経済学者であったが，30年代前半に4位に後退，30年代後半には16位になっている。当時の学界におけるフィッシャーの相対的・絶対的地位低下に関しては，吉川（1995）およびDimand（1995）も見よ。なお，ドイッチャーの1920年代のリスト（p.190, 表7.2）では，フィッシャーが第5位となっているが，明らかにホートレーと同数4位である。

7）Fisher(1946), p.29. 1946年9月（死のほぼ半年前）に催された「フィッシャー財団」設立講演。

8）フィッシャーを直系の先祖とよぶフリードマン（M. Friedman）を中心としたマネタリストらが，果たしてフィッシャーの真意を汲み，その理論の継承・発展を目指す学派であるかどうかは大いに議論の余地がある。しかし，このテーマは本稿の範囲をはるかに超える。マネタリストの源流を探る興味深い労作に安部(1999)，またフリードマンの理論・思想に関する最近の優れた手引きとして廣瀬(1998)を掲げておきたい。

9）フィッシャーの『数学的研究』とワルラスの一般均衡理論との関係は，中路(1999b), pp.159-160 n.23)を参照されたい。

10）この点は，ディモンも強調しつづけている。さしあたり，Dimand(1999)をみよ。ただし，彼はフィッシャーにおける不完全予見概念の起源が『数学的研究』の付論における一般均衡理論への自己批判にあることを見逃しているようである。

上昇したとすると，「企業利潤は（貨幣ではかるならば）増加するであろう。利潤とは総収入と総費用の差であるのだから。それゆえ，両方とも上昇するならば，両者の差も必然的に大きくなる。そうであれば，今や借手はより高額の“貨幣利子”を負担できるようになる。しかし，このことにごく僅かの人しか気がついていないならば，利子率は完全には調整され得ず，借手は利子費用を差し引いた後に残る特別な利ざやをえることになるであろう。こうして，さらに将来にも同様の利潤が得られるという期待がよびおこされる。この期待は借入需要に影響を及ぼすから，利子率を引き上げることになるであろう。もし，利子率の上昇がなお不充分であれば，この過程が繰り返され，絶え間ない試行錯誤をつうじて利子率は完全な調整を達成することになる。」(Fisher (1896), pp.75-76, 引用文中の圏点は原文イタリック，以下同じ。)

『数学的研究』への自己批判を念頭に，貨幣錯覚と予見の不完全性が中心的な役割をはたしている。しかし，フィッシャーは，暗に資金供給一定と仮定しているように思われる。借入需要が高まった場合に，利子率が即上昇すると指摘されているが，需要が高まった分，それを相殺するだけの資金の追加的供給があれば，利子率は不変にとどまることもありえるからである。さらに物価上昇は当初仮定された上昇一回限りであり，累積的な物価上昇が念頭に置かれているわけではなかった。「物価それ自体への反応を充分に扱うところではない」(Fisher (1896), p.79) とフィッシャーは注意を促している。のち，彼は『貨幣の購買力』で「預金通貨」の膨張と累積的な物価上昇の相互作用を描き出す。つまり，当初の攪乱から物価への反応，さらに他の諸変数への反作用が分析されることになる。加えて貨幣の流通速度概念が登場していないことも確認しておきたい。

フィッシャーは続けて，「物価下落が生じた場合には逆の効果があらわれる。」(Fisher(1896), p.76) と簡単に説明してしまっているが，フィッシャーは物価上昇と下落とをケース分けして叙述したにとどまり，本来の意味での一連の「循環」になってはいないばかりか，そもそもなぜ，物価上昇・下落がおきたのかを考察していない。信用「循環」を説明するのであれば，下降・上昇への反転を説明すべきであった。要するに，フィッシャーは，ここでは物価に対する名目利子率の不完全な調整が物価変動と信用の増減をめぐる信用循環の理論にかかわると示唆しただけであり，これらの問題は『貨幣の購買力』で，本格的に検討されるのである。

2.2　反数量説＝過渡期分析

『貨幣の購買力』の第Ⅱ～Ⅲ章で考察されている貨幣数量説は，貨幣量と物価との比例関係を示すものであり，因果関係としてとらえられていない。フィッシャーは「因果定理と代数定理とは常に同値とは限らないと指摘しておくことが重要」(Fisher (1911), p.169, 訳219頁) と述べている。比例的・代数的貨幣数量説は「代数学であって経済学ではない」(R.L.Allen (1993), p.118) ことを彼は充分に認識していた。「…攪乱が生じてある均衡状態から新たな均衡に至る」(Fisher (1897), p.519)[11]因果プロセス分析が過渡期分析である。

11)　この初期論文(1897)の重要性は過小評価されてきた。フィッシャーの経済学の形成において要となるストックとフローの概念，交換方程式，貨幣数量説と過渡期分析，時間要素と利子率の関係など，さまざまなアイディアの原型がここにある。

フィッシャーは，過渡期を論ずるに先立ち，「前章［『貨幣の購買力』第Ⅲ章］で示されたことは，銀行預金量が通常流通貨幣量と，また銀行準備額と一定の比率を保つということである」(Fisher(1911), p.55, 訳72頁）と「通常」のケース＝均衡状態を敷衍している。交換方程式に預金通貨M'を取り入れても，貨幣Mと預金通貨M'の比例関係が保たれる限り数量説は成立するが，動態的な過渡期においては，貨幣量Mと預金量M'との比例関係が崩れてしまう。

フィッシャーは過渡期分析の目的を，「過渡期に特有の利子率の推移が，物価変動の帰結である恐慌・不況の一大原因であること示す」(Fisher (1911), p.56, 訳74頁）ことにあると規定している。ここで，物価の変動と利子率とが結びつけられていることに注意されたい。しかも過渡期に特有の利子率の推移が恐慌・不況の原因であるとも述べられている。『貨幣の購買力』のサブタイトル「信用・利子・恐慌との関係」とは，「信用」を分析に取り入れ「利子」率固有の動きから「恐慌」を説明しようという意図の表れである。

フィッシャーは，過渡期の因果プロセスの端緒として貨幣量の外生的な変化に着目しつつ，次のように述べる。「貨幣量が突然二倍になった場合，この変化の帰結はその直後としばらく後とでは異なっているはずである。究極的な帰結は，先述のように物価が二倍になることである。しかし，こうなる前に物価は上下に振幅するのである。」(Fisher (1911), pp.55-56, 訳73頁）貨幣量Mと物価Pの比例関係，つまり貨幣数量説は，貨幣の攪乱の「究極的」帰結であって，過渡期は究極的帰結に到達する以前の状態にかかわると，さしあたりおさえておいてよい。

まず金の数量増加が起きたとすると，「この金の数量増加は，交換方程式によると物価を少しだけ引き上げるであろう[12]。物価が上昇すると，貨幣ではかった事業家利潤もまた増大する。」(Fisher (1911), p.58, 訳77頁）もちろん，この事業家の利潤増大はあくまでも名目的な増大にすぎず，物価上昇以前の貨幣利潤と，物価上昇後の貨幣利潤は同じものしか購買し得ない[13]。しかし，事業費用の中に利子を含めるならば，事情が異なってくる。利子率が物価上昇に対して，即座に適合し得ないため，借入増大が借手に利得をもたらすことになり，事業拡大が促される。予見の不完全性・貨幣錯覚のために利子率が物価上昇に反応してすぐに上昇するわけではないから借入需要増大がひきおこされるという主張は，明らかにモノグラフ「価値上昇と利子」の分析を踏襲している。

だが，その後に続くプロセスは，一層深く掘り下げられている。「これらの借入は銀行による短期貸出の形態でなされるが，…この短期貸出は預金を発生させる。…したがって，預金通貨(M'）は増加し，当初の金の増加が物価を上昇させるのと同様に，この預金通貨の増大が，一般物価水準をさらに引き上げる。」(Fisher (1911), p.59, 訳78頁）物価上昇が仮定された当初の一回限りであり，かつ預金通貨量の変化に明確には言及しなかったモノグラフ「価値上昇と利子」における分析からさらに踏み込み，預金通貨量の変化に着目しつつ物価上昇を累積的な過程として捉えている。

フィッシャーは，取引量Tが，物価上昇に伴

12) ケインズは，『貨幣の購買力』への書評において，いったん物価上昇のプロセスが発生するとすれば，その後の分析は正しいが，なぜ，最初に物価上昇がおきるのかをフィッシャーが説明していない，と的確に批判している (Keynes(1911), p. 377, ページは全集版)。

13) モノグラフ「価値上昇と利子」では，利潤の名目的増加が即，借入れ増大をひきおこしていた。

う好景気の過程において増加しうると指摘しつつも，通貨量Mから取引量Tへの作用には，限界があるという（Fisher (1911), pp.61-62, 訳81-82頁）。取引量Tが事実上，一定であると示唆されていたことが，『貨幣の購買力』は完全雇用下での貨幣数量説と誤解される原因の一つになったと思われる。しかし，実際は『貨幣の購買力』では雇用について，ほとんど言及されていない。つまりフィッシャーは，取引量と雇用量との関係に十分な注意を払っていなかったのである[14]。次章に見るように，雇用量を視野に入れることが，彼の1920年代の「景気」循環分析の課題となる。

フィッシャーは，過渡期には貨幣の流通速度が可変的であると考えている。物価の累積的上昇＝貨幣の購買力の低下にともなって，流通速度が高まる（Fisher (1911), p.63, 訳83頁）[15]。貨幣もまた所有される物体＝実物であり，腐りつつある果物がはやめに手放されてしまうのと同じである[16]。

代数的定理としての数量説においては取引量と流通速度一定という仮定のもとで，貨幣量Mが独立変数であり物価水準Pが従属変数であるけれども，因果プロセスである「過渡期」分析においては，物価水準Pが他の諸変数に影響を与え，しかもその作用は累積的である。フィッシャーは，単純な交換方程式から導き出される形式的な6通りからなる組み合わせ論，特にその一つである数量説よりも，その様々な変数間の作用関係が，どのような場合にどの経路でもっとも強くはたらくかに強い関心があった。この点で，何らかの外生的攪乱がすべての変数に一様・同時に波及する『数学的研究』の一般均衡分析とは明らかに異なるのである[17]。

しかし，フィッシャーは過渡期における累積的物価上昇の過程を，あくまでも「一時的」とみなしていた。フィッシャーは，信用循環の終結を論ずるために，物価上昇過程から下落過程に眼を転じて，次のようにいう。「明らかにこの諸原因の反復から生ずる膨張は永続しえない。この膨張は究極的には停止するはずである。この作用の永続を抑止するものは利子率である。異常な事態の原因は利子率［の物価上昇に対する調整］の遅れであった。しかし，遅まきながら利子率の上昇が進行し，ついに物価上昇に追いつくとすぐ事情は一変してしまう。」（Fisher (1911), p.64, 訳85頁）過渡期には，利子率の物価上昇に対する調整の遅れが，固有の現象として観察されていた。しかし，早晩，物価と利子率の調整の遅れは解消される。各銀行の自発的な利子率引き上げによって利子率は上昇し始めるからである。

さらに，フィッシャーは物価上昇の累積過程の停止を，物価に対する利子率の調整の完了だけでなく，累積的物価上昇の一要因であった貨幣と預金通貨との比の異常な膨張のプロセスの停止にも見出している。(Fisher (1911), pp.64-65,

14）『貨幣の購買力』（第V章§§1-2）「生産と消費の諸条件が取引量に，ひいては物価に及ぼす影響」を見よ。

15）シュムペーターが，フィッシャーの貨幣理論を「新理論」と呼んで評価したのはこの点ゆえである。(Schumpeter (1948), p. 228, 訳329頁)

16）フィッシャーは『資本と所得の本質』(1906)ですでに貨幣にかんするこのような考え方を提示していた。だからこそケインズのつぎの指摘は驚くに値しない。「今ふりかえってみて気づいたのだが，貨幣を“実物”要因とみなすよう強い影響を私に与えた曾祖父は，アーヴィング・フィッシャー教授であった。」(Keynes (1937), pp.202-203n. 2)

17）R.L.アレンによるフィッシャーの理論の特徴づけと比較されたい。「彼［フィッシャー］は均等を維持するよう調整される，つまり均衡が乱された場合に，水が元の水面に戻るがごとく均衡を回復する一般均衡体系として経済全体を捉えている」（R.L. Allen (1993), p.117)。

訳85-86頁）この場合，銀行準備金の量的制限が預金通貨の拡張の抑止要因となる。フィッシャーは，貸付の担保となる証券の価値が利子率の上昇にともなって下落すると，充分な担保とはならなくなると指摘している[18]。担保が不足するにつれ銀行の貸付は縮小し，預金通貨も減少する。その結果，同一の利子率での借換えを期待していた借手は，それをなしえず，倒産するものが現れる。預金者は，倒産の事実もしくは倒産の危惧によって，一斉に預金の引き出しに殺到する。これによって銀行では準備金が枯渇し，ひいては貸付が減少する。利子率が引き上げられるにつれ，さらに借手は借換えが困難となる[19]。こうして引き起こされた預金通貨の急激な収縮は，加速的な物価下落のプロセスを誘発する。

当初の貨幣量の増大という攪乱から，物価の累積的上昇から反転したのち下落してゆき，ついには恐慌へと至る過渡期のプロセスの全容がひとまず明らかになった。これらのことが一サイクルの過渡期に発生するのだから，究極的には貨幣量Mと物価Pが比例するという数量説命題と矛盾する。確かにフィッシャーは，数量説が「通常＝究極の結果」であり，過渡期は「一時的な帰結」と位置づけていたが，「通常」や「究極」という言葉が意味するのは，時間的な「長期」ではなく，「物価が一定かあるいは同方向に同率で上下動する」（Fisher(1911), p.159, 訳206頁）ような二つの「期間」を選びだすという理念的な想定のことなのである。つまり，過渡期（フィッシャーの説明では，一サイクル10年）が何度か繰り返されるうち，数量説が成り立つようにみえる「均衡」状態がどこかで観察できるということにほかならないのである。

とすれば，フィッシャーが『貨幣の購買力』において「再説」しようとした数量説＝「不朽の真理」は，「特定の条件下で真であるもの」であり，言い換えると，現実に数量説が成り立つためには，どれほど強い条件が満たされねばならないかが示されたと捉えることができる。取引量と貨幣の流通速度が，実際に一定であると期待することは不可能である。こうして，『貨幣の購買力』の主眼は反数量説としての動態的な過渡期分析におかれることになった。フィッシャーは述べる。「過渡期こそが常態であり，均衡している期間は例外であるから，交換の機構はほとんどいつでも，静態的状態にあるのではなく動態的な状態にある。」（Fisher (1911), p.71, 訳94頁）[20]。

しかし，最初の貨幣的攪乱から恐慌へいたるメカニズムを分析した過渡期分析もまた，数量説とはまた別の限定が課せられている。『貨幣の購買力』では恐慌の非貨幣的原因を詳細に論じていない（Fisher (1911), p.66, 訳87頁）とフィッシャーは述べ，自らの恐慌分析が実物要因を明示的に取り込んでいないと指摘した。たしかに生産量や雇用の分析は『貨幣の購買力』に取り込まれていない。くわえて，恐慌の原因として

18）ここで彼は，明らかに，モノグラフ「価値上昇と利子」や『資本と所得の本質』で提示したいわゆる資本還元の考え方をもとにしている

19）『貨幣の購買力』のなかでフィッシャーは，金融逼迫という事態の原因として購買行動の時間的・空間的制約をあげている。行動に制約が課せられるという点では，『利子率』ですでに同様の考えが示されていた。「恐慌時の貸付では，貨幣は債務に対する法的要求の必須の媒体としてあられる」（Fisher (1907b), p.325）。貨幣が「必須の媒体」としてあらわれる事態は，のち「負債デフレーション理論」でも扱われる。

20）ブラウグ（Blaug (1995b), p.46n.11）は，「数量説論者」としてのかたよったフィッシャー解釈への反省をこめて，この一文を引用している。

利子率の硬直性だけでなく賃金の硬直性もあげるべきでないかというミッチェルの指摘(Mitchell (1912), p.164) も,『貨幣の購買力』の分析の限界を的確に突いている。この点が1920年代における彼の景気循環分析の展開を大きく方向付けた。

3 「ドルのダンス」と「フィリップス」カーブ：1920年代の景気循環分析

3.1「ドルのダンス」論の意義

フィッシャーの1923年の論文「景気循環－“ドルのダンス”を中心に」は，事実上フィッシャーが始めて「景気循環」[21]という言葉を用い，その本格的な研究に着手した論文である。フィッシャーは，1925年の「不安定なドルといわゆる景気循環」の冒頭で，次のように述べている。「本稿［「不安定なドルといわゆる景気循環」］は，二年前から始められている研究の最終的な結論を下すものである。もちろん，最終的に，というのはせいぜい当面のところの最終的に，という意味であるが。」(Fisher (1925), p.179, 下線部は引用者。)

フィッシャーが景気循環の研究を始めたのは1925年の「二年前」，つまり1923年のことである[22]。その最初の景気循環研究である1923年の論文「景気循環―“ドルのダンス”を中心に」におけるフィッシャーの問題関心は，その冒頭に読み取れる。「これまでのところ，“景気循環”の説明や観測は，主に経験的になされてきた。将来においてはもっと解析的方法を用いることでよりこの研究が発達すると思われる。歴史における“循環”は，いかなる場合でも数え切れないほどの要因の複雑な結果であるから，それらをはじめから取り扱うのではなく，主要因それ自体の動向を追跡すべきである。」(Fisher (1923), p.1024)

当時主流だった分析手法，すなわち歴史における景気循環のデータを集めその原因と考えられる諸要因を列挙する方法は採用しないとフィッシャーは述べる。もっとも主要と考えられるものに焦点をあてて，アプローチを試みるというわけである。その主な要因として，実質利子と名目利子，物価水準を挙げた上で，特にそこで重視するのは物価水準の変化率であるという (Fisher (1923), p.1024)。“ドルのダンス”という言葉は，この物価の変化率の比喩表現に他ならない。したがって，しばしば誤解されてきたことだが「ドルのダンス」とはドルだけが一方的に「ダンス」しており，その「ヴェール」の背後にある実物は完全雇用均衡で一定であり，ひいては，フィッシャーが景気循環の存在を否定したということではない。

物価水準の高低と上下動を区別するという着想は，モノグラフ「価値上昇と利子」や『貨幣の購買力』にもあった。それを特に強調する理由は，次のような結論が念頭にあったからである。「…物価の変化の速度が，1914年から1922年の間に関してはほぼ完全に取引量の上下動を説明する」(Fisher (1923), p.1027)。つまり，物価水準ではなく物価水準の変化率こそが，取引量の動きを説明するということである。『貨幣の購買力』における「過渡期分析」では，あまり積極的に取り上げられていなかった取引量という実物要因が，被説明変数として取り上げられて

21) これ以前には，「信用」循環という用語がつかわれていた。その意味はのちに明らかにする。

22) 笹原 (笹原(1982), pp.113-114) は，フィッシャーが「信用」循環から「景気」循環へ視点を変化させたのは1930年代とおさえている。また，R.L.アレン (R.L. Allen (1993), p.238) は，1930年代以前のフィッシャーは景気循環を軽視していたが，大恐慌後に初めて景気循環に注意を払うようになったと指摘している。

いる。

さらに次の論文「不安定なドルといわゆる景気循環」になると，彼の以前の著作との関係を念頭において議論している「…貨幣の減価は，取引を活発化し，その価値上昇は停滞させる。社会全体として，長期的に見るならば，むろん［貨幣の］価値上昇とその減価のどちらも害悪である。たとえば，物価上昇によって事業が刺激を受けているからといって，それがすべての階層の利益になっていることを意味するわけではない。このことが意味するのは，利潤の受け取り手，つまり“利得者”が，異常な利潤を手にしているということだけであって，この場合，利得者に対する債権者やその被雇用者を犠牲にしているのである。さらに結局は，その犠牲ゆえに利潤の受け取り手自身も，たいていの場合，損害を受けることになる。」(Fisher (1925), p. 180)

貨幣の減価つまり物価上昇が，当初は利潤の受け取り手＝債務者の利益となり，債権者の損害になるという考え方は，基本的に以前同様である。しかし，そこに労働者もまた考慮に入れられている。さらに，債権者と労働者が物価上昇の被害者であるという認識に加え，一時的に得をしていたはずの利潤の受け取り手＝産業の総帥もまた，結果的には損害を受けることになるという見解が示されている。早晩，景気は好況から反転して不況へ突入してしまうからである。

フィッシャーは，物価上昇に伴う異常な利潤の発生のメカニズムを次のように説明している。「生産者がより高い価格で販売できるようになったとしても，当初は，それに応じて賃金や俸給を引き上げることはなく，生産者が負担する地代や利子が上昇することもない。利子や地代，俸給や賃金のこのラグは…，必然的に発生する。なぜなら，これらの遅延要因は契約や合意により決定されているからである。」(Fisher (1925), p. 180)

フィッシャーは，かつてモノグラフ「価値上昇と利子」や『貨幣の購買力』で，物価に対する利子の調整の遅れに着目して，信用循環を説明しようとしていたが，他にも調整に遅れが生ずる要因があるのではないかという批判を受け，企業家からみた「費用項目」として「地代や俸給・賃金」の支払を遅延要因として含めた。この「費用項目」一般が物価水準の変化に対して調整ラグを持つために，景気循環がおこるというのが基本的な考え方となっている。したがって，本節で取り上げた「ドルのダンス」2論文は，物価変化に対する利子率の調整ラグだけから分析を試みたモノグラフ「価値上昇と利子」における信用循環と『貨幣の購買力』における過渡期分析の拡張であると位置付けられる。

3．2　フィリップスカーブの先駆者としてのフィッシャー

フィッシャーの論文「失業と物価変化の統計的関係」が，短期的には名目賃金率の変化率と失業率との間の相反関係を表すフィリップスカーブ（Phillips (1958)）の先駆的業績であったという事実は，1973年に同論文が復刻されてもなお，周知のこととは言いがたい[23]。そこで，本節では，フィッシャーの「フィリップスカーブ」の主要内容を整理しその意義を探っておきたい。

フィッシャーは，まず「銀行政策と失業」

23）フィッシャーの「フィリップスカーブ」の再発見はDonner & McCullum (1972)によってなされた。彼らは，フィッシャーが完全予見を想定していると断じているが，根拠は明らかではない。

(1926a) において，失業率と物価水準の変化率との関係に関する研究が「いわゆる“景気循環”の研究の一部分」であると指摘している。つまり，これが彼の景気循環に関する一貫した研究プログラムに沿ったものであるということにほかならない。モノグラフ「価値上昇と利子」や『貨幣の購買力』，「ドルのダンス」に関する二論文では概して，明示的に「雇用」・「失業」が取り上げられていなかった。そこで、彼は分布ラグを用いて物価の変化率と雇用水準が極めて強い相関関係にあることを明らかにした (Fisher (1926a), pp.28-29)[24]。もちろん，相関関係から直接に因果関係を読み取ることは困難であると認めつつも，フィッシャーは「失業問題の解決にはドルの安定化が必要」であると主張している。フィッシャーは，物価上昇率と失業率のトレードオフ関係を強調しているわけではなく，前者を後者の原因とみなし，前者の管理をすれば後者が抑制できると考えていた。この見解は，次の論文「失業と物価変化の統計的関係」(1926b) においても堅持されている。フィッシャー (Fisher(1926b), p.792) は「…事実と理論が示すところによれば，“ドルのダンス”にこそ大きな雇用変動の解明のカギが…，ある」と強調した。

このように見てくると1920年代以前の信用循環の理論とそれ以降の景気循環理論はともに，物価変動をめぐる諸変数の連関の分析であったことが明らかになる。彼は常に以前の分析の限界を自覚しつつ，あらたな研究対象を切り拓いている。この彼の方針は，大恐慌後も変わることはなかった。

4　大恐慌と負債デフレーション理論

4.1　大恐慌とフィッシャー

周知のように大恐慌に際し，フィッシャーは，アメリカの株式市場崩壊と個人的な破産を経験する。その経緯を簡単に見ておこう。

フィッシャーが，1929年株式市場崩壊を予想していなかったという事実は周知であろう。フィッシャー自身，レミントンランド社（その前身はフィッシャーが1913年に設立したインデックス・ヴィジブル社）の株式を含む純資産約一千万ドルを失う。彼は自ら保有する株式を担保に株を買うための資金を調達していたことが状況を悪化させた。

フィッシャーの失態は，学界のみならず一般的なメディアでも話題となり，嘲笑の対象となった。しかし，株価暴落を予見し得なかったのはフィッシャーだけではなかった。息子のI.N.フィッシャーは次のように述べている。「実際に［株式の］大暴落を予見しえた専門家は五指にも満たないほどしかおらず，しかも彼らの予告は，本当に事がおこるまで無視されたのである。」(I.N. Fisher (1956), p.242)

もちろん，大恐慌を予見しえたエコノミストも少しはいた[25]。ここで注意すべきことは，株式

24) フィッシャーの失業問題への関心は，1920年代にすでにあったことは明らかである。1933年以降になってようやくフィッシャーが失業を考慮するようになったという田中(田中(1996), p.163)の指摘には疑問が残る。

25) 大恐慌の到来を予見した人物としてポール・ウォーバーグとロジャー・ハブソンを挙げてよかろう。前者はアメリカ連邦銀行制度の生みの親の一人として知られる銀行家，後者は経済学者・統計学者である。なお，統計データが整備されかつ精確な分析手法が確立された現代から見ても当時の大恐慌の到来を予見不可能であったことが，最近の研究で明らかにされている。Dominguez, Fair & Shapiro (1988)を見よ。ゆえに，大恐慌を予見し得なかったという廉でフィッシャーを批判するのは行き過ぎであろう。

市場崩壊のあとに彼らの警告がかえりみられたときには，感謝されるどころか，予見しえなかったフィッシャーや多くの専門家同様，激しい批判にさらされたことである。

フィッシャーは，すぐさま株式暴落の原因究明に乗り出す。株式暴落から数ヵ月後に公刊された『株式市場崩壊とその後』がその成果である。彼はその序文でこう述べている。「“結果論”（“Hindsight”）は，予想（foresight）よりもつねにクリアである。いまになって過去を振り返り，距離を置いてパニックという出来事を眺めると，その到来にははっきりした予兆があったということがわかる。」（Fisher (1930b), p. xiv，訳4頁）その予兆として，彼は信用の膨張，インフレーション，過信，投機などを列挙している。彼は，『株式市場崩壊とその後』の末尾を「少なくとも近い将来に関する限り，見通しは明るい」（Fisher (1930b), p.269, 訳288頁）という言葉で結んでいたが，彼が見た1929年秋の株式暴落は序曲にすぎなかった。確かに彼は自らの希望的観測のために判断を誤った。その希望的観測を書物として公にするには，時期尚早であったかもしれない。

しかし，後代のこのような評価を，フィッシャーは見通していたようである。「本書［『株式市場崩壊とその後』］をいま公刊することは無謀とも思われるが，印象と記憶が新しいうちに試験的な結論を書きあらわすことにも利点はある。誰かがかつて述べたように，歴史家が“正しい全体像”を描くためには，その歴史家の意見に異論を唱える人が皆，死に絶えるまで待たねばならないのである」（Fisher (1930b), p. viii訳2頁）。いかなる史実に関しても，ある特定一時点における評価は，常に時期尚早であり，したがって不充分であり続ける。だからこそフィッシャーは自らの分析を「試験的」とのべたのである。つまり，常に彼はそうであったことだが，自らの見解に誤りや不充分な点があれば，すぐにでも修正する用意があったと理解してよかろう。彼は決して自らを歴史家とは見なさなかったし[26]，異論をとなえる人が死に絶えるまで待つこともなかったのである。

かくして彼は，『好況と不況』を公刊する。フィッシャーは『株式市場崩壊とその後』では株式市場の崩壊の原因を列挙するにとどまっていたが，『好況と不況』で「負債デフレーション過程」として大恐慌を因果的に分析することになる。

4．2　負債デフレーション理論

フィッシャーは『好況と不況』の目的を次のように規定している。「本書の目的は非常に限られている。本書の大半は9つの主要因の役割にのみ限定されているのであって，それはこの九つの主要因が全てを網羅するからではなく，現今の大恐慌に重大な作用を及ぼしていると思われるからであり，過去の不況の全てではないにせよ，多くのそれにも作用していたと考えられるからである」（Fisher (1932), p. viii）。主要因をドルのダンスと取引量・雇用に絞り込んだ1920年代の景気循環分析から大幅な拡張が見て取れ

26）フィッシャーは科学的真理の叙述と歴史の叙述とを区別して，前者は「もしAという条件が満たされるならば，Bである」という形式を取るが，後者は，「Aは～である」という形式を取ると述べていた。フィッシャーが，貨幣数量説を「科学的」真理・不朽の真理（truth）と述べたのはこの条件付命題の意味であった。彼は，もちろんそれが成立するための条件が，fact としては成立し得ないことを充分に知っていたのである。フィッシャーの経済学は，fact＝歴史の叙述を目指すものではなく，またそれを法則化するためのものでもない。factからじかにtruthを引き出すことはできないというのがフィッシャーの基本的な考えであった。

る。

9つの主要因とは，1．負債，2．通貨量，3．物価水準，4．純資産，5．利潤，6．生産，7．心理的要因，8．流通速度，9．利子率，である。

フィッシャーは，『好況と不況』の第1章冒頭でまず「不況とは何か」という問いに次のように答える。「不況とは企業の利潤があがらなくなる事態である。それは私的利潤の疾患と呼んでもよかろう。その最大の帰結は，企業の倒産と大規模な失業である。」(Fisher (1932), p. 3) 企業利潤の減少という貨幣的現象として不況を特徴づける点に以前の著作との一貫性がある。

ところで先に見た九要因のうち，利潤は五番目でしかないことは注意しておく必要がある。その含意は，企業の利潤の疾患は不況という病の症状であっても，それ自体が病原ではないということである。「ある人が結核で亡くなったときには，私はその人が結核で亡くなったと言うのであって，その結核の症状悪化の過程であらわれる発熱で亡くなったとは言わないのです」というフィッシャーの言葉[27]は，企業利潤の減少という「症状」として不況は観察できるけれども病原は他にある，という意味にほかならない。

以下，彼の議論の順序に従って九要因の関連を見てゆこう。第一の主要因は，「負債」である。フィッシャーは，まず「負債とは生産と分配に不可欠である」(Fisher (1932), p. 8) とその機能を実物面から把握している。負債を重要な要因として捉える考え方自体は，すでに『資本と所得の本質』(1906) や『利子率』(1907b) ならびに『利子論』(1930a) にもみられたけれども，より具体的に生産・分配と関連づけたのは，フィッシャーにあってはこれが最初である。実際，彼の利子率決定理論における「投資機会」の理論は，実物的な生産過程を前面におかず，貨幣的な所得流列の束に焦点を当てていた[28]。彼の利子率決定理論の他方の柱である「時間選好」は継承されている。「いかなる人でも，どの程度の額を借り入れるのがよいか，またどのぐらいの期間にわたって借り入れるのがよいか自ら決定する」(Fisher (1932), p. 8) と述べているからである。

しかしながら，『利子率』ならびに『利子論』と『好況と不況』とが決定的に異なる点は，負債が「過剰」になるという点にある[29]。フィッシャーによると貸借当事者の「判断ミス」に起因するとされる過剰負債は，清算を引き起こし，負債の増大・収縮のプロセスである一連の負債循環を構成する。しかし，彼は「負債の膨張・収縮で全てではない」(Fisher (1932), p.12) と付け加えている。第一要因であった負債が他の主要各要因に作用するからである。

第二要因＝通貨量は，『貨幣の購買力』において重要な役割を付与されていた。『好況と不況』においても，この点は共通している。いったん

27) フィッシャーはこれをシュムペーターに語った。Schumpeter (1939), Vol. I, p.146n.1，訳第I巻216頁注1を見よ。

28) この点に関して詳しくは，中路 (1997) を参照されたい。

29) シュムペーター (Schumpeter (1939), Vol. I, p.147, 訳第I巻215頁) が指摘したように，フィッシャーは，「過剰」の基準を明確に定義したわけではなかった。しかし，『好況と不況』およびその要約である「大恐慌の負債デフレーション理論」(1933) から読みとる限り，ともかく返済予定時点で返済できなければ「過剰」負債となると考えていたようである。「資本」とは何かという問題と同様，「所得」とは何かという問題も難問であり，「所得を超える負債」という定義を彼が避けたためかもしれない。なお，『利子率』や『利子論』でのフィッシャーは，不確実性下の「三次的近似」("Third Approximation") の理論をのぞき，貸倒れを排除していた。

過剰負債が発生すると，負債者は一層の返済請求に備えるため，預金を切り崩し，価格を切り下げてでも売りさばこうとする「投げ売り」を余儀なくされ，物価下落がはじまる。この物価下落は，実質的に負債を一層重くすることはいうまでもない。これが，負債とデフレの悪循環である。

各個人が自らの立場を改善するためにとる行動が，かえって全体として不安定を引き起こしてしまうとフィッシャーは主張している。借手は自らの債務返済に備えるために，清算・投げ売りをしているが，社会全体としてみると，その行動が負債総額を増加させる直接の原因となっている[30]。また，貸手である銀行も流動性を求めて熾烈な競争を強いられる。フィッシャーの主張では，不況の原因を貸手や借手といった個人レベルの責任に帰すことはできないということになる。両当事者とも，自由な選択の余地はないからである。

しかし，この悪循環だけでは不況＝「利潤の疾患」の充分な分析にはなりえない。「利潤」の受取手である企業が明示的に登場していないからである。先述の過剰負債－預金通貨収縮－物価下落－負債増大という悪循環が，借手である企業の活動に作用するプロセスは，フィッシャーらしく，ストックとフローの両面から検討されている。

まず，ストック要因である純資産（第四要因）は，物価下落に応じて圧縮されはじめる。バランスシートの資産側では物価下落によって目減りするが，負債側では過去の借入時の負債がそのまま残るため，その差の純資産は小さくなるからである[31]。

次にフロー要因である利潤（第五要因）については，物価下落に応じて利潤は小さくなると指摘されている。なぜなら，企業収入は物価下落とほぼ同率で減少するが，費用部分は，必ずしも下落するとは限らないからである。かりに収入と費用が同率で下落するとしても，両者の差である利潤は減少する[32]。

こうして，不況の症状＝「利潤の疾患」に到達したわけであるが，さらに利潤が次の第六・七要因に作用する，とフィッシャーはつづける。なぜなら，「資本主義つまり私的利潤制のもとでは，利潤の受取手こそが企業運営の指針を決定している」（Fisher (1932), p.30）からである。要するに利潤の変動は，生産・取引・雇用に関する企業の意思決定に直接作用するということである。負債デフレーション理論では，意思決定のチャンスが何回もあると想定されていることに注意が必要である。彼の多期間にわたる利子率決定理論における意思決定は第１期の期首一回限りであったからである（『利子率』，『利子論』）。第六要因にあげられた生産・取引・雇用

30） フィッシャーは，講演録（Fisher (1907a)）で，「個人にとってよいことはその集計である社会にとってもよいことである」という条件が自由放任学説の前提として必要と述べている。負債デフレーション過程は，個人にとってよいようにみえることが社会にとっては悪い帰結をもたらすことになること明らかにした点に意義がある。フィッシャーは，師サムナー（Sumner, W.G.）の信条である「自由放任」の論拠に批判的であった。フィッシャーは，サムナーの偉大さを評価しつつ，「私は彼の…教条的な古い自由放任からは距離をおいた」（I.N. Fisher (1956), p.44）と述べている。

31） フィッシャーはすでに『資本と所得の本質』(1906)において，各経済主体のバランスシートの作成を試みていた。

32） なお，フィッシャーは，「もし固定費用が増大し，運転費用が小さくなる傾向がこのまま続くのであれば，利潤は物価変動に一層さらされやすくなる」（Fisher (1932), p.30n.）と付け加えている。フィッシャーは，固定費用の相対的な増大によって生産を含む一般均衡理論の重大な修正を迫られることになるであろうと『数学的研究』(1892) で示唆していた。

のうち，生産と雇用は，『貨幣の購買力』では副次的な位置づけであった。それらは取引量の決定要因のひとつにすぎなかったのである[33]。物価下落に起因する利潤圧縮は，生産・取引・雇用を減退させるであろう。現在の生産は現在の利潤に依存しているからである。生産縮小の結果，失業者が増え，失業者が増えただけ需要減退を引き起こす。もちろん物価下落は貨幣の購買力上昇を意味するため，需要の増大がある程度見込まれるであろうが，それよりも失業に伴う需要減退のほうが大きいとフィッシャーは考えている[34]。なぜなら，心理的要因（＝第七要因）が大きく作用するからである。失業は，労働者にとっては死活問題であり，失業の危惧だけでもすぐに悲観的な心理をよびおこす[35]。その結果，第八要因＝流通速度の低下がはじまる。流通速度の低下は，悲観すなわち「将来への不安」によってひきおこされた現在の支出の削減・貨幣の保蔵に起因する[36]。つまり「貨幣以外は信じられなくなる」(Fisher (1932), p.35) ということである。その結果，銀行から貨幣が流出するため準備が枯渇し，預金通貨は縮小し，ひいては取り付けが発生してしまう。

以上のような八つの要因が絡み合ってひきおこされる負債デフレーション過程は，先述のように，経済主体の「合理的」行動が社会全体としてみると，各主体の立場を一層悪化させることになるというパラドックスを含んでいた。さらに，フィッシャーは不況期にはもう一つ別のパラドックスが見て取れるという。それが第九要因である名目利子率と実質利子率の乖離・逆行現象である。不況期には，名目利子率は下落するが実質利子率は上昇する[37]。当然，これは債務者にとって実質的負担増を意味する。

さて，フィッシャーは先述の9つの主要因が必ずしも現実の事態の継起順序になっているわけではないと述べていたので，「この［負債デフレーションプロセスの発端は何かという］側面に，フィッシャーはほとんど注意を払っていない」(Wolfson (1996), p.316) と解釈されてしまった。ウォルフソンは，フィッシャーが「起動因 (starters)」という独立した章で負債デフレーションプロセスの発端を論じていたことを完全に見落としたばかりか，フィッシャーの利子理論との関係も把握し損なったのである。

フィッシャーは，『利子論』で提示されていた

33) 笹原（笹原(1982), pp.89-90）が指摘するように，たしかに『貨幣の購買力』での取引量（交換方程式中のT）は，初期の貨幣量増加という攪乱から累積的に物価上昇するプロセスに際しさほど増加しないとフィッシャーは指摘していた。しかし，それを完全雇用水準で一定＝古典派的二分法＝数量説＋セー法則と理解することは性急であろう。フィッシャーは，不況のプロセスにおいて取引量が減少すると明言している。

34) フィッシャーは，デフレに伴ういわゆるピグー効果を受け入れていない。ピグーとフィッシャーの理論の比較分析は，非常に興味深いテーマであるから，後の課題としたい。

35) フィッシャーの労働市場に関しても言及していた。特に注目すべきは失業者を政府が雇うべきであるという主張している点である（Fisher(1932), p.115)。ただし，失業者は不況の原因ではなく，その結果生ずる犠牲者であるから，このような雇用政策は不況の症状の緩和策にはなっても根本的治療にはならない，という。失業者と物価下落の関係も「発熱」と「結核」との関係に喩えられる。

36) フィッシャーは，この保蔵された貨幣が流通に戻ることにより，不況から上方へ転回する際に重要な役割を果たすと示唆している(Fisher((1932), p.42)。これは，『貨幣の購買力』の過渡期分析における外生的な貨幣の攪乱を内生的に説明しようとしたものと理解できよう。

37) 田中（田中(1996), p.161）は，これを「利子率の複雑な攪乱」といっている。［大恐慌の負債デフレーション理論」(Fisher(1933), p.342) からの引用であろうが，それが特に「名目利子率の下落と実質利子率の上昇」という意味であることはその後の議論の流れから容易に読みとれる。しかし本当の問題点は，名目利子率一定を仮定し，外生的攪乱が直接に実質利子率に影響してしまうような方程式(2)式(田中(1996), p.162)に見出されるべきであろう。

投資機会が負債デフレーション過程の起動因であると主張する。それは，おおよそ次のような仕組みである。

まず，何らかの技術進歩・発見によってあらたな投資機会が開拓されたとする。すると，その技術進歩・発見の当初の担い手にとっては，高収益の投資先が開拓されたことになり，一層の負債を背負っても過剰負債にはならない。このような負債は「生産的負債」と呼ばれている。しかし，あとの参入者はその開発に関心を持たず，次の新規参入者を見込んだ投機活動に邁進してしまう，という。そのような投機活動のための借入，「非生産的負債」が過剰負債の原因であるとフィッシャーは指摘している[38]。投資機会の開拓は一時的効果と長期的効果とで異なるというわけである。1840年代末の金鉱発見の結果，投機とインフレが発生し，それが結局は1857年恐慌の原因になった，とその具体例をフィッシャーは示している（Fisher(1932), p.49)。

こうして負債デフレーション過程の発端としての「投資機会」の意味が明らかになると，この考え方が『利子率』や『利子論』の利子率決定理論とのリンクとなるということがはっきりしてくる。確かに，ドーフマン（Dorfman(1994), S.39）がいうように，「通常のプラスになる利子率の分析には，フィッシャーのいうような投資機会の分析は不要」だったかもしれない。実際，投資機会は「三位一体」公式の一部分でしかなく，これがなくとも，時間選好率と利子率の一致だけで利子率の決定には充分であるからである。つまり，時間選好と投資機会による利子率の決定は過剰決定体系なのである。投資機会という客観的・実物的要因が，ドーフマンの言うとおり「通常は不要」であっても，利子率の動態的な「変化」の原因となるということを，動態的な場合においては何よりもそれが主導的な役割をになうということをフィッシャーはいいたかったのではなかろうか。つまり，フィッシャーは投資機会を動態理論の礎石と位置づけたと考えられるのである[39]。

フィッシャーは，『好況と不況』では，もっぱらデフレーション防止策に注意を向けている。「デフレーションこそがほとんど全ての害悪の根源」(Fisher (1932), p.39) であるからである。それさえ防止できると，上述の一連の悪循環のうち8つの主要因の悪循環と貨幣利子率と実質利子率との乖離が防ぎえると主張している(Fisher (1932), p.39)。しかし，名目利子率の低下と物価の下落とは無関係であるとフィッシャーが説明していることに注意が必要である。つまり，物価が下落したから名目利子率も下落した，と彼が考えているわけではなかったのである。実質利子率と名目利子率を関連付けるいわゆるフィッシャー方程式は，それ自体では何も決定しない[40]。名目利子率の変化は，利子率決定の理論＝時間選好理論と投資機会の原理で説明されねばならない[41]。この場合は投資機会の消滅による収益率の低下が名目利子率の下落をひきおこしたと考えられる[42]。

38) 田中（田中(1996), p.160）が的確に指摘したように，フィッシャーは，ミンスキー流の不健全なポンツィ金融概念の先駆者である。

39) シュムペーターはフィッシャーに手紙で，「好況と不況の説明の基礎となる事実と原理の大半に関し，われわれは根本的に同意見であるという印象を強く抱いた」と語っている。(Barber ed.(1997), Vol.14, p.132) シュムペーターの有名な経済発展の理論と類似しているからであろう。

40) 摂氏と華氏とを換算する計算式は，それ自体では温度を決定しないことに類似している。

41) フィッシャーの利子率決定理論はしばしば，実質利子率を決定すると誤解されている。

42) 外生的攪乱が直接，実質利子率に作用するという田中の解釈（田中(1996), p.162）と比較されたい。

フィッシャーの一連の著作「価値上昇と利子」,『貨幣の購買力』やドルのダンス論等は,一貫して動態理論構築の過程として理解できる。フィッシャーの大恐慌以前の著作,特に『貨幣の購買力』の場合には「信用」=「預金通貨」の増減と物価の変化との関係に,『利子率』や『利子論』[43]では「信用」の授受(つまり貸借)と「貨幣」利子率との関係に焦点があてられていたことから,「信用」循環の分析がフィッシャーの主眼にあったといってよい。そうであれば,『好況と不況』の序文にあった「“景気循環”という広範な主題に私はこれまでほとんど立ち入ったことはなく,ゆえにその全体像を分析しようとしたことはない」という言葉の含意は自ずと明らかであろう。要するに,フィッシャーは,これまで自分が分析してきた「信用」循環は景気循環の一側面であるということ,さらに「景気」循環の分析のためには,充分に検討されなかった実物要因も念頭にいれなければならない,と考えたと解釈できるのである[44]。

「循環」をより複雑な要因の複合として捉えるという見方は,『好況と不況』の要約論文である1933年の「大恐慌の負債デフレーション理論」でも表明されている。「古くからあるものの今なお明らかに広まっている“典型的景気循環”という考え方は,(重力だけが作用しているもとでの振り子の運動になぞらえられるように)循環を一様で単純かつ自生的な循環として景気循環を捉え,さらに歴史上規則的に恐慌が発生してきたことを根拠にそのような循環が実在するものと理解しているけれども,そのような景気循環は神話にすぎない[45]。作用因は一つだけではなく,数多く存在する。特に,循環要因は一つだけではなく,多くの循環要因が同時に存在しており,それらは絶えず増幅することもあれば相殺しあうこともあり,またそれと同時に循環しない要因もまた作用しているのである。」(Fisher (1933), p.338, 訳198頁)

フィッシャーは,『好況と不況』ならびに「大恐慌の負債デフレーション理論」において,循環には,「強制的(forced)」循環と「自由(free)」循環の二種類があると指摘している(Fisher (1932), pp.52-54, Fisher (1933), p.338, 訳198-199頁)。前者は,外生的に発生する要因による循環であり,その例として,フィッシャーはジェヴォンズ(Jevons, W.S.)のいう「太陽黒点」説やムーア(Moore, H.)の「金星」説等を挙げている。後者は,経済機構内部にある要因であり,本来は「無数にある(their name is legion)」という。けれども,フィッシャーは「景気循環」の分析に際し,無数にある要因のうち特に「9つの要因」に焦点を当てている。負債デフレーション理論のメリットは,9つの主観的要因と客観的要因とが作用・反作用を繰り返し,実物と貨幣の正常な関係がつき崩されて行く過程を描写した点にある。

フィッシャーは,負債デフレーション過程を「すべてが焼け落ちてようやく終結するシカゴ

43) アレン(R.L. Allen (1993), p.222)によると,フィッシャーは1920年代全般を通じて『利子率』の改訂に断続的に取り組んでいたが,実際に出版にこぎつけるまでに時間がかかってしまったようである。『利子論』の付録の関連文献目録には1928年までの文献しかカバーされていないことに照らせば,同書は1930年刊であっても,大恐慌「以前」の著作に含めておくべきである。

44) ルートレッジ(Routledge (1977), p.201)は,期待概念を主軸にしてフィッシャーの経済学をマクロ不均衡動学と位置づけた点で示唆に富むが,信用循環と景気循環を同一視した。

45) この一文だけを論拠に,フィッシャーが景気循環の存在そのものを否定したという誤解は,実に多い。

の大火」に準えている[46]。その悲劇的な結末と，どんな変化にも瞬時に適合し新たな「均衡」にいたる『数学的研究』の一般均衡理論との違いは明白であろう。

5　むすび

これまで見てきたように，フィッシャーは，『数学的研究』における静態的な一般均衡理論批判から始まり，モノグラフ「価値上昇と利子」における信用循環理論構築の試みを『貨幣の購買力』の過渡期分析で具体化し，その後1920年代に，取引量・雇用量といった実物変数を取り組んだ景気循環理論を構築し，それらを統合する形で大恐慌後に「負債デフレーション理論」を提示した。ここでは，利子理論における「投資機会」も重要な役割を果たしていた。恐慌を説明する動態理論の形成という一貫する視点があったのである。これは，当初からの研究プログラムであり，常に自らの理論を批判的に見直す作業の連続であった点で，フィッシャーは評価されるべきであろう[47]。「私は，生まれ持っての理論家です。理論を構築することが大好きです。しかし、常にそれを疑っています」という言葉[48]は，この文脈で理解されるべきである。したがって，フィッシャーが景気循環の存在そのものを否定したとか，大恐慌後に守り抜いていた信念を放棄して新しい理論を構築したという解釈は正しくない。

もちろん，ウォルフソン（Wolfson (1996), p.319）が指摘したように，負債デフレーション理論では，銀行が明示的な役割を担っておらず現代的なモデルにアップデートすべきであるという批判は的確であるし，また有効需要とか投資・貯蓄といったマクロ経済学でなじみのタームで語られていなかったために，その後の学界で受け入れられ難かったことも事実である。また，ケインジアンとオーストリアンの共通する問題意識とは別方向へ進んでいってしまったことも事実である。ケインジアンとオーストリアンは，ディモン（Dimand(1995), pp.261-262）が指摘したように，結論は対立していても，失業という共通問題に最大の関心を払っていたからである。フィッシャーは，失業問題に1920年代から関心を寄せていたが，不況の原因ではなく症状であると片付けてしまった。フィッシャーは不況や失業というマクロ経済的な問題点に気づき，貨幣金融政策の必要性を強調したが，その後にみられた財政中心の経済政策論の形成までは踏み込めなかった。だが，フィッシャーが一般均衡理論の自己批判と貨幣数量説の理論的拡充から景気循環分析に着手し，大恐慌を説明するための理論を構築したという事実が明らかになった以上，一般均衡理論・貨幣数量説の信奉者という一面的評価，大恐慌に際し公私ともに破綻した経済学者という位置づけを見直す必要があろう。

46）*Works*, Vol.14, p.51, フィッシャーからF.D.ローズベルト宛, 1933年2月25日付。

47）Dimand(1993)もまた，景気変動論をフィッシャーの経済学の主軸に読み取る。しかし，かれはフィッシャーの各著作にフィッシャー方程式や予見の不完全性といった共通要素が存在すると指摘するにとどまっているように見える。

48）W.R. Allen(1977), p.560における引用。

参　考　文　献

安部大佳(1999),『アメリカ貨幣経済論の研究：現代マネタリズムの構造と形成基盤』晃洋書房.

Allen, R.L.(1993), *Irving Fisher: A Biography*, Blackwell.

Allen, W.R.(1977), "Irving Fisher, F.D.R., and the Great Depression," *History of Political Economy* 9-4.

Barber, W.J. ed.(1997), *The Works of Irving Fisher*. 14

Vols. Pickering & Chatto.

Blaug, M. ed. (1995 a), *The Quantity Theory of Money: From Locke to Keynes and Friedman.* Edward Elgar.

——(1995 b), "Why is the Quantity Theory of Money the Oldest Surviving Theory in Economics?" in Blaug ed. (1995 a)

Cohrssen, H. (1991), "Working for Irving Fisher," *Cato Journal* 10.

Deutscher, P. (1990), *R.G. Hawtrey and the Development of Macroeconomics,* Macmillan.

Dimand, R.W. (1993), "The Dance of Dollar: Irving Fisher's Monetary Theory of Economic Fluctuations," *History of Economics Review* 20.

——(1995), "Irving Fisher, J.M. Keynes, and the Transition to Modern Macroeconomics," *New Perspective on Keynes, History of Political Economy,* Annual Supplement to Vol.27.

——(1997), "Irving Fisher and Modern Macroeconomics," *American Economic Review* 87, May.

——(1999), "Irving Fisher and the Fisher Relation: Setting the Record Straight," *Canadian Journal of Economics* 32, May.

Dominguez, K.M., Fair, R.C., & Shapiro, M.D. (1988), "Forecasting the Depression : Harvard versus Yale," *American Economic Review* 78, Sept.

Donner, A. & McCollum, J.F. (1972), "The Phillips Curve: An Historical Note," *Economica 39-155,* Aug.

Dorfman, R. (1994), "Die Beziehungen zwischen Irving Fishers *The Rate of Interest* und Böhm-Bawerks *Positive Theorie des Kapitales,*" Übertragung von Birgitta Finnmann, in Schefold, hrsg., 1994.

江頭進(1999),『F.A.ハイエクの研究』, 日本経済評論社.

Feller, W. et al. (1967), *Ten Economic Studies in the Tradition of Irving Fisher,* John Wiley & Sons.

Fisher, I. (1892), "Mathematical Investigations in the Theory of Value and Prices," *Transactions of Connecticut Academy.* 2nd ed., 1925. Reprint 1961, Kelly. Barber, ed., *The Works of Irving Fisher (Works),* Vol.1., 1997, Pickering & Chatto. 久武雅夫訳『価値と価格の理論の数学的研究』1981年, 日本経済評論社.

——(1894), "Mechanics of Bimetallism," *Economic Journal* 4, Sep. *Works*, Vol.1.

——(1896), "Appreciation and Interest," *Publications of the American Economic Association* 11, Aug. Reprint 1961, Kelly. *Works*, Vol.1.

——(1897), "The Rôle of Capital in Economic Theory," *Economic Journal* 7, Dec. *Works*, Vol.1.

——(1906), *The Nature of Capital and Income.* Macmillan. Reprint 1991, Klassiker der Nationalökonomie, Verlag Wirtschaft und Finanzen. *Works*, Vol.2. 横山昌次郎訳『資本及収入論』大日本文明協会, 1913年.

——(1907 a), "Why has the Doctrine of laissez-faire been abandoned?" *Science* 25, Jan. *Works,* Vol.3.

——(1907 b), *The Rate of Interest: Its Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena.* Macmillan. Reprint 1982, Garland Publishing, 1994. Klassiker der Nationalökonomie, Verlag Wirtschaft und Finanzen. *Works,* Vol.3. 河上肇抄訳『資本及利子歩合』博文館, 1912年.

——(1911), *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises.* Macmillan. 2nd ed., 1913. Reprint 1963, Kelly. *Works,* Vol.4. 金原賢之助・高城仙次郎訳『貨幣の購買力』改造社, 1936年.

——(1922), *The Making of Index Numbers: A Study of their Varieties, Tests, and Reliability.* Houton Muffin. 3rd ed. 1927. Reprint 1967, Kelly. *Works,* Vol.7.

——(1923), "The Business Cycles-Largely a 'Dance of Dollar'," *Journal of American Statistical Society* 18. Dec. *Works,* Vol.8.

——(1925), "Our Unstable Dollar and the So-called Business Cycles," *Journal of American Statistical Society* 20. Jun. *Works,* Vol.8.

——(1926 a), "Banking Policy and Unemployment," *American Labor Legislation Review* 16, Mar.

——(1926 b), "A Statistical Relation between Unemployment and Price Changes," *International Labour Review* 13, Jun. *Works,* Vol.8. Reprint 1973 "Lost and Found: I Discovered the Phillips Curve," *Journal of Political Economy* 81.

——(1930 a), *The Theory of Interest. As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It.* Macmillan. Reprint 1986, Kelly. *Works,* Vol.9. 気賀勘重・気賀健三訳『利子論』日本経済評論社, 1984年.

——(1930 b), *The Stock Market Crash — And After.* Macmillan. *Works,* Vol.10. 金原賢之助・小高泰雄訳『アメリカ株式恐慌とその後』同文館, 1932年.

——(1932), *Booms and Depressions: Some First Principles.* Adelphi. *Works,* Vol.10.

——(1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica* 1. Oct. *Works,* Vol.10. 大岩鑛訳『リフレーションの基礎理論』日本評論社, 1934年所収.

——(1946), "An Address on the Irving Fisher Foundation," in *Works,* Vol.1.

Fisher, I.N.(1956), *My Father, Irving Fisher,* Comet Press.

Gayer, A.D. ed. (1937), *The Lessons of Monetary Experience, Essays in Honor of Irving Fisher,* Rinehart & Co., Reprint Kelly, 1970.

橋本昭一・上宮正一郎編著(1998),『近代経済学の群像』有斐閣ブックス.

廣瀬弘毅(1998),「ミルトン・フリードマン:反革命の指導者」橋本・上宮編著(1998)所収.

Keynes, J.M.(1911), "Review of *The Purchasing Power of Money,*" *Economic Journal* 21, Sept. Reprint *The Collected Writings of John Maynard Keynes,* Vol. XI. Macmillan.

——(1937), "Alternative Theories of the Rate of Interest," *Economic Journal* 47,Jun. Reprint *The Collected Writings of John Maynard Keynes,* Vol. XIV.

Kregel, J.A.(1988), "Irving Fisher, Great-Grandparent of The *General Theory*: Money, Rate of Return over Cost and Efficiency of Capital," *Cahiers d'Économie Politique* 14/15.

Loef, Hans-E. & Monissen, H.G. ed. (1999), *The Economics of Irving Fisher, Reviewing the Scientific Work of a Great Economist,* Edward Elger.

Mitchell, W.C.(1912), "Review of *The Purchasing Power of Money,*" Political Science Quarterly 27-1.

中路敬(1994),「アーヴィング・フィッシャーの初期利子論－"価値上昇と利子"を中心に－」『経済学研究』第11集,広島大学大学院.

——(1995 a),「均衡理論と資本理論－フィッシャー経済学の原像－」『経済論究』第92号,九州大学大学院.

——(1995 b),「アーヴィング・フィッシャー『資本と所得の本質』の論理構造－体系的理解の手がかりを求めて－」『熊本学園大経済論集』第2巻第1号,熊本学園大学経済学部.

——(1996),「フィッシャーにおける貨幣数量説－『貨幣の購買力』を中心に－」『経済論究』第94号,九州大学大学院.

——(1997),「アーヴィング・フィッシャーの利子率決定理論－『利子率』の主要内容と意義－」『経済学史学会年報』第35号,経済学史学会.

——(1999 a),「I.フィッシャーの経済学の形成史的研究—均衡・時間・貨幣をめぐって」(博士論文,九州大学)

——(1999 b),「アメリカ複本位制とフィッシャー」『経済学研究』第66巻第2号,九州大学.

——(1999 c),「フィッシャーの経済学」田中敏弘編著(1999)所収.

Phillips, A.W.H.(1958), "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom: 1861-1957," *Economica* 25, Nov.

Routledge, J.(1977), "Recent Controversies in Monetary Theory, Irving Fisher and Autoregressive Expectations," *American Economic Review* 67, Feb.

笹原昭五(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』23,中央大学.

Schefold, B. hrsg. (1994), *Irving Fishers 》The Rate of Interest 《*. Vademecum zu einem Klassiker der Zinstheorie, Verlag Wirtschaft und Finanzen.

Schumpeter, J.A.(1939), *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process.* 2 Vols. McGraw-Hill. 吉田昇三監訳,金融経済研究所訳『景気循環論』全5巻,有斐閣.1958年～1964年.

——(1948), "Irving Fisher's Econometrics," *Econometrica* 16, Jul. Reprint Schumpeter (1951).

——, 1951, *Ten Great Economists: From Marx to Keynes.* Oxford University Press. Enlarged Edition, 1997, Routledge. 中山伊知郎・東畑精一監訳『十大経済学者』日本評論新社,1952年.

田中秀臣(1996),「負債と清算に関する一考察:アービング・フィッシャーの負債デフレ理論を中心に」『生活経済学研究』12.

田中敏弘編著(1999),『アメリカ人の経済思想:その歴史的展開』日本経済評論社.

Tobin, J.(1985), "Neoclassical Theory in America: J.B. Clark and Fisher," *American Economic Review* 75, Dec.

——(1997), "Fisher's Introductory Text," *American Economic Review* 87, May.

Vogt, A. & Barta, J. (1997), *The Making of Tests for Index Numbers,* Physica-Verlag.

吉川洋(1994),「先駆者の時代:フィッシャー(全6回)」日本経済新聞,9月8日～14日

——(1995),『ケインズ:時代と経済学』ちくま新書.

Wolfson, M.H.(1996), "Irving Fisher's Debt-Deflation Theory: Its Relevance to Current Conditions," *Cambridge Journal of Economics* 20.

〔九州大学経済学府〕