

貨幣理論と経済政策 (3)

吉 澤 昌 恭

2.3. ブレイクの外国為替理論

2.3.1. 実質為替相場と名目為替相場

2.3.1.1. 実質為替相場と名目為替相場の規定因

2.1.1. で、厳格地金派と穩健地金派の區別について述べた。そして、前節(2.2.)で、穩健地金派に於いて最も重要な人物であるソーントンの『紙券信用論』を検討した。本節では、これもやはり穩健地金派に分類し得るブレイクの外国為替理論を紹介することにしよう。

(1) 貴金屬と外国為替手形

生産人口と生産活動を確保し続ける限り、貿易収支の不均衡は長さに渡って持続し得ない、というのがヒュームの主張であった(1.1.2)。そして、こうした考え方の土台を成すのが、物価—正貨[・]流出入説であった。さて、ここに「正貨(specie)」とは、本位貨幣のことであり、通常の用法では、金・銀貨幣のことである。しかし、このような貴金屬貨幣の送達には大きな経費と危険が伴っており、それらを取り除くための手段が為替手形である。ソーントンが『紙券信用論』の第2章で為替手形に言及していることは、2.2.1.1. で見た通りである。

国内の取引に於いてすら、貴金屬貨幣の実際のやりとりを出来る限り少なくしようとする工夫が為されているわけであるから、貴金屬貨幣の輸送により大きな経費と危険が伴う国際取引に於いては、この種の工夫の必要度はより大きい、と言わねばならない。

ブレイクは、外国為替手形 (foreign bill of exchange) を、次のように定義している。⁽⁴⁵⁾ 外国為替手形とは、外国のある居住者あての指図書 (order) であり、この居住者に、この指図書の受取り人に一定額の外国通貨を支払うよう命ずるものである。

さて、それでは、この外国為替手形の価格は、どのような要因によって決まるのであろうか？ブレイクによれば、⁽⁴⁶⁾ 外国為替手形の価格は、①外国為替手形の需給、並びに②外国為替手形をやりとりする二つの国の通貨価値、によって決まる。前者に関しては、「実質為替相場 (real exchange)」という概念が、後者に関しては、「名目為替相場 (nominal exchange)」という概念が、それぞれ展開されている。

(2) 実質為替相場の規定因⁽⁴⁷⁾

外国為替手形の価格は、一方に於いて、この外国為替手形の需給によって決まる。例えば、ある国が輸入超過の状態に陥ったとしよう。この場合、この国は、輸入超過額を何らかの形で清算しなければならないが、貴金属 (貨幣) による清算には大きな経費と危険が伴っているので、外国為替手形による清算が行われることになる。従って、この国では、外国為替手形への需要が、外国為替手形の供給に対して、相対的に増大し、外国為替手形の価格が上昇することになる。これは、自国通貨の価値が、外国通貨の価値に対して、下落する、ということの意味している。

このようにして決ってくる外国為替手形の価格が、実質為替相場と定義されるのである。実質為替相場を自国に不利化 (unfavourable) する、つまり、外国為替手形の価格を上昇せしめ、自国通貨の対外価格を下落せしめ

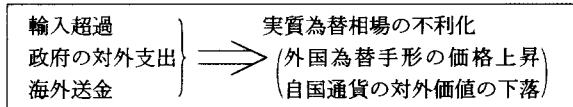
(45) Blake, William: *Observations on the Principles Which Regulate the Course of Exchange; and on the Present Depreciated State of the Currency*, 1810, in: *A Select Collection of Scarce and Valuable Tracts and Other Publications on Paper Currency and Banking*, ed. by John R. McCulloch, 1857, Augustus M. Kelley Publishers, New York 1966, p. 479.

(46) Blake, William, *ibid.*, pp. 480-481.

(47) Blake, William, *ibid.*, pp. 481-487.

る要因としては、輸入超過の他に、政府の対外支出、外国での事業への投資等に由来する自国居民の外国への送金がある（図2-4参照）。

図2-4



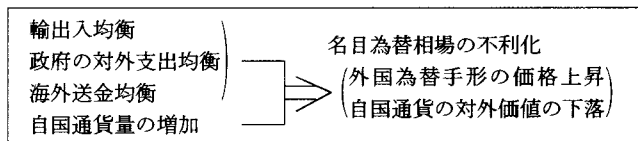
(3) 名目為替相場の規定因⁽⁴⁸⁾

他方、二国間での貿易が均衡しており、それぞれの政府の対外支出やそれぞれの国の居住民の外国送金が相互に均衡している場合に於いてすら、外国為替手形の価格が変動する可能性がある。

一方の国で、銀行券の発行量の大膨張が起り、通貨量が2倍になったとしよう。この場合、この国の通貨は、この国で売買される財・サービスに対して、その価値が半減するであろう。しかし、通貨量膨張の影響はこれに止まっておらず、外国為替手形の価格にも及ぶであろう。外国為替手形の価格は上昇し、自国通貨の対外価値は下落する。

このようにして決ってくる外国為替手形の価格が、名目為替相場と定義されている（図2-5参照）。

図2-5



2.3.1.2. 実質為替相場の自己矯正的傾向

実質為替相場や名目為替相場は、貿易にどのように影響するのであろうか？まず、実質為替相場の変化が輸出入に及ぼす影響から見てゆくことに

(48) Blake, William, *ibid.*, pp. 499-506.

しょう。

例えば、輸入超過によって、実質為替相場が自国に不利化している、と仮定しよう。このような状態の下では、つまり、自国通貨の対外価値が下落しているような状態の下では、やがて、この国の輸出は増加し、輸入は減少に転じ、輸出入は均衡に向う、とブレイクは言う⁽⁴⁹⁾。

今、日米間で日本が輸入超過に陥り、円安・ドル高になった、という場合を想定してみよう（図2-6参照）。従来、1ドル=100円であったものが、1ドル=200円になったとしよう。議論を単純化するために、財の輸出入に際しては、輸送費、保険料、関税等の諸費用は全くかからないことにする。日本のある企業がアメリカにある商品を1ドルで輸出している場合、1ドル=100円の為替相場の下では、この企業は、アメリカで商品を1個売るとに100円の代金を得る。ところが、円安・ドル高になり、為替相場が1ドル=200円になった場合には、この企業の商品1個当りの入金額は200円となり、かくして、為替相場の自国への不利化は、「輸出奨励金 (a bounty upon exportation)」の役割を果たすことになる。

他方、輸入に目を転じるならば、従来100円であった1ドルのアメリカ商品の輸入価格は200円に上昇するわけであるから、為替相場の自国への不利化は、「輸入税 (a duty upon importation)」の役割を果たすことになる。

日本の輸出超過の場合には、上と逆のことが起る。円高・ドル安になり、

図2-6

円安の意味	円高の意味
1ドル=100円→1ドル=200円	1ドル=100円→1ドル=50円
アメリカで1ドルで売る→200円入金	アメリカで1ドルで売る→50円入金 アメリカで2ドルで売る→100円入金 (売り上げ減少)
1ドルのアメリカ商品→200円に上昇	1ドルのアメリカ商品→50円に下落

(49) Blake, William, *ibid.*, p. 488.

1ドル=100円であった為替相場が1ドル=50円になった場合、先の日本企業は商品1個に対して50円しか入金できなくなる。勿論、この日本企業には、自社の商品価格を2ドルに引き上げる、という選択肢も残されているが、こうすると売り上げ個数の減少を覚悟しなければならなくなる。いずれにせよ、日本からアメリカへの輸出にはブレーキがかかることになる。

他方、1ドルのアメリカ商品の輸入価格は100円から50円に下り、輸入は増加するであろう。

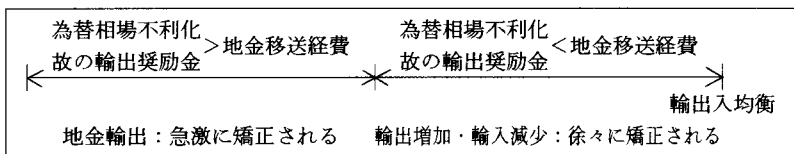
* * *

さて、現在の国際通貨制度は変動相場制度であり、円・ドル相場は日々変動している。ブレイクの時代のイギリスにもどることにしよう。

ブレイクによれば、⁽⁵⁰⁾ 貴金属貨幣が本位貨幣として用いられており、国際決済には外国為替手形も用いられる、という状態の下では、実質為替相場は、次のような形で均衡化する (図2-7参照)。

さて、ある国の実質為替相場が、輸入超過の結果として、不利化し、従って、この国の通貨の対外価値が下落している、と仮定しよう。この場合、実質為替相場の不利化は「輸出奨励金」(並びに「輸入税」)の役割を果す、ということは先に見た通りだが、この実質為替相場の不利化故の「輸出奨励金」が自国から海外への地金移送経費よりも小さい場合、地金輸出は起らず、地金以外の財の輸出増加と外国製品の輸入減少を通じて、実質為替相場は徐々に矯正されてゆく。それに対して、実質為替相場不利化故の「輸

図2-7



(50) Blake, William, *ibid.*, pp. 489-490.

出奨励金」が地金移送経費を上回るなら、地金輸出が始まって、実質為替相場は「輸出奨励金」と地金移送経費が等しくなる点まで、急激に好転するのである。

かくして、実質為替相場には、自己矯正的な性格が備わっている、というわけである。

2.3.1.3. 名目為替相場変化の輸出入への影響

実質為替相場の自国への不利化が「輸出奨励金」の役割を果たすのに対して、名目為替相場の不利化は、財の輸出入にも地金の輸出入にも影響を与えない、とブレイク⁽⁵¹⁾は言う。

ある国で通貨量が膨張し、この国の名目為替相場が不利化した、と仮定しよう。この国では、外国為替手形の価格は上昇し、この国の通貨の対外価値は下落する。この国のある輸出業者が財を輸出し、外国為替手形を入手した場合、この業者は、入手した外国為替手形と引き換えに、通貨量膨張以前と比べて、より多くの自国通貨を受け取ることができる。しかし、通貨膨張は、この国の通貨の対外価値を下落せしめるばかりか、その対内価値をも下落せしめ（従って、この国の物価を上昇せしめ）、外国為替手形の値上りによって得られる利得は、輸出に当てられる財価格の上昇によって相殺されてしまうため、この国の輸出業者に対して、より多くの輸出を促すような誘因は何ら存在しない、というのである。

2.3.2. 紙券信用と物価－正貨流出入説

物価－正貨流出入説こそが、貨幣数量説と並ぶ、古典派貨幣理論のコアである。これに最も明晰な定式を与えたのが、ヒュームであった（1.1.2. 参照）。「貨幣量の減少→物価下落→自国商品の国際競争力の上昇→輸出増加・輸入減少」「貨幣量の増加→物価上昇→自国商品の国際競争力の下落→輸出減少・輸入増加」というメカニズムの作動によって、貿易収支の不

(51) Blake, William, *ibid.*, pp. 506-511.

均衡は長きに渡って持続し得ない、というのがヒュームの説明であった。

さて、貨幣量の増減と言う時、ヒュームが主として念頭に置いていたのは、貴金属貨幣であった。しかし、スミスによって、紙幣の分析が進められ (1.2.1.並びに1.2.2.参照), そして、ソーントンの「紙券信用」についての分析は、尚一層の前進を遂げている (2.2.1.並びに2.2.2.参照)。更に、今、ブレイクの外国為替理論を見たわけである。

かくして、物価—正貨流出入説は、紙券信用の発達に見合ったような形に、解釈し直されねばならない。筆者はそれを、ブレイクの用語に従って、「実質為替相場には自己矯正的な性格がある」という風に解釈することにした。

2.3.3. 兌換と紙幣の漸減

2.3.3.1 兌換再開要請

貴金属貨幣と共に銀行券が流通しており、銀行券の貴金属貨幣への兌換が義務づけられている、という状態の下でも、銀行券を発行する銀行は、その発券量に等しい額の貴金属貨幣を保有したりはせず、ここに部分準備制度が生まれてくる。

部分準備制度の下では、他に抜きん出て資金量の豊かなイングランド銀行の役割がとりわけ重要である。そして、イングランド銀行の保有する貴金属貨幣 (ギニー貨) の保有量が著しく減少するならば、金融システム全体が重大な危機に晒されることになる。イングランド銀行からのギニー貨流出の原因として、ソーントンは、①人心の動揺、②輸入超過、③紙幣の過剰発行、を挙げている (2.2.2.1.参照)。

同様に、ブレイクも、イングランド銀行からの金流出の原因の多様性を認識している。1797年の兌換停止に関して、ブレイクは次のように述べている。この年のイングランド銀行からの地金流出は、仏軍侵入の噂に端を発した人心動揺 (alarm) に由来するものであり、この時に、イングランド

⁽⁵²⁾ Blake, William, *ibid.*, p. 496, pp. 523–524.

銀行券の兌換が停止されたのは、賢明な措置であった。しかし、危機が去った後は、兌換が再開されるべきであった、と。

さて、この兌換再開要請にのみ注目するならば、ブレイクの主張は、ボイド、キング、リカードといった（厳格地金派の）人々の主張と大差ないものに見えてくる。そして、実際に、ボイド、キング、リカードも、ブレイクも共に、地金派に分類されている。

とはいえ、ボイド、キング、リカードといった厳格地金派の主張と、ソーントンやブレイクによって代表される穏健地金派の主張との間には、見過ごされるべきでない差異も存在する。反地金派の主張を検討するに先立って、第2章のここまでの部分で、厳格地金派と穏健地金派について述べてきたことを整理しておくのが有益であろう。

2.3.3.2 リカード、ソーントン、ブレイク

2.1.3.3.で見た如くに、リカードは、先駆者のモデルに含まれる諸限定や精妙さを全て取り除き、直截的で単純な政策提言に到達している。リカードにあっては、①紙幣の過剰発行は、直ちに、金価格の上昇と外国為替相場場の下落を惹起し、②他方、金価格が上昇したり、外国為替相場場が下落していたなら、それらは、紙幣の過剰発行の証拠に他ならない。③しかし、かくの如き結論は、紙幣の過剰発行以外の要因を全て無視することによってのみ、到達され得るものである。

これに対して、ソーントンの議論はもっと精妙なものであった。そして、特に注目に値するのは、不作（等の理由）によって貿易収支が短期的に赤字になったような場合には、金の海外流出を黙って見ているよりは他に手はない、という主張である（2.2.2.参照）。

ブレイクの議論は、ソーントンの議論に比べて、その精妙さに於いてやや劣るとはいえ、リカードの議論よりもはるかに優れている。ブレイクは次のように述べている。⁽⁵³⁾

(53) Blake, William, *ibid.*, pp. 546-552.

これまで論じてきたブレイクの外国為替理論の発表された1810年という年は、英仏両国が戦争状態にあり、英国は欧大陸や地中海で大きな軍事支出を余儀なくされたばかりか、大陸諸国への輸出は困難であった年である。しかも、1809年は不作の年であった。このような状況の下では、英国の国際収支の赤字は避けられず、実質為替相場は英国に不利化せざるを得ない。こういう悪条件の下で、直ちに兌換を再開すれば、「商人達の安定を損ねる程の紙幣の急減」⁽⁵⁴⁾がない限り、イングランド銀行からの地金流出は避けられない、とブレイクは言う。そこで、ブレイクは、銀行券の発行量を徐々に削減してゆけ、と提言する。こうすることによって、通貨量の激減に伴う混乱に遭遇することなしに、兌換再開の条件を整えられる、というわけである。

* * *

ブレイクの議論は、リカードの議論に比べて、穏当なものである。とはいえ、ケインズを知る現代人の目からすれば、やや不満が残る。ブレイクは次のように述べている。

「地金の市場価格が、何らかの理由で、^{•••••} 铸造価格 (mint price) 以上になった時、イングランド銀行には、常に、その総通貨量を削減することによって、その通貨に人為的な価値 (an artificial value) を与える力がある。⁽⁵⁵⁾」 (傍点、吉澤)

上の主張に対して、「紙幣の過剰発行以外の原因に由来する、地金騰貴や外国為替相場の下落に対してまで、紙幣量の削減で対応するのは妥当か」という問を発することが許されるであろう。

(54) Blake, William, *ibid.*, p. 547.

(55) Blake, William, *ibid.*, p. 519.

2.4. 『地金報告』と反地金派の主張

2.4.1. 『地金報告』

1810年に『地金報告』⁽⁵⁶⁾が刊行され、通貨に関わる論争が一層熱を帯びるようになった。そして、兌換再開要請派 vs. 兌換再開反対派という対立図式が出現するに到った。

『地金報告』は、穩健地金派の主張を反映したものになっている、と性格づけることができる。『地金報告』の本文は、4部構成となっており、各部の議論は次のように要約できる。

1. 不換紙幣の過剰発行が地金価格の上昇に寄与していることは否めない。
2. 外国為替相場下落の原因は多様だが、紙幣の過剰発行がこれに寄与している可能性は大きい。
3. 兌換停止は紙幣の過剰発行をもたらした。また、真正手形学説（手形割引が真正手形に限定されていれば、銀行券の過剰発行は起り得ない、という説）は不合理である。
4. イングランド銀行券の過剰発行が、地方銀行券の過剰発行を招いている。結論として、2年後に（つまり、1812年に）、兌換を再開すべきである。

2.4.2. 反地金派の主張①——地金騰貴と外国為替相場下落の説明

『地金報告』に対して、ボウズンキト、ヒル、トロッター、ヴァンシタートらが反論を企てた。反地金派の主張は、①地金騰貴と外国為替相場下落とは紙幣の過剰発行以外の要因によって説明できる、②紙幣の過剰発行は起り得ない、という2点に要約することが可能である。

⁽⁵⁶⁾ Great Britain Parliament, House of Commons, Select Committee on the High Price of Gold Bullion: *Report, together with Minutes of Evidence, and Accounts, from the Select Committee on the High Price of Gold Bullion*, 1810. [『地金報告』本文の訳は、田中生夫編訳『インフレーションの古典理論—『地金報告』の翻訳と解説』（未来社、昭和36年）に収録されている。]

筆者はボウズンキトの『地金委員会報告に対する⁽⁵⁷⁾ 実際的観察』、ヒルの『イングランドに於ける現在の金地金の高価格の諸原因の探究』、⁽⁵⁸⁾ トロッターの『通貨と為替の諸原理』⁽⁵⁹⁾ を読んだが、これらの内では、ヒルの著作が最も優れている。以下で、それを紹介することにしよう。

(1) 国際収支と貿易収支

ヒルは、国際収支 (balance of payments) と貿易収支 (balance of trade) を明確に区分している。⁽⁶⁰⁾ ある国で輸入が輸出を超過するなら、その国の貿易収支は赤字となり、このことはまた、この国の国際収支の赤字要因となる。

しかし、国際収支を規定するのは輸出入だけではない。仮に、ある国の輸出が輸入を上回っていたとしても、つまり、貿易収支が黒字であったとしても、この国の政府が海外で巨額の軍事支出を行っているならば、この国の国際収支は赤字になるかもしれない。或いは、この国の居住者が外国企業に投資し、この国から資本が流出するならば、これも国際収支の赤字要因となる。

かくして、国際収支は、①輸出入、②政府の対外支出、③国際資本移動、によって規定されてくる。

⁽⁵⁷⁾ Bosanquet, Charles: *Practical Observations on the Report of the Bullion-Committee*, London, Printed for J. M. Richardson, 23, Cornhill, Opposite the Royal Exchange, 1810.

⁽⁵⁸⁾ Hill, John: *An Inquiry into the Causes of the Present High Price of Gold Bullion in England, and its Connection with the State of Foreign Exchanges; with Observations on the Report of the Bullion Committee*, London, Printed for Longman, Hurst, Rees, Orme and Brown, Paternoster-Row; And John Rodford, Hull, 1810.

⁽⁵⁹⁾ Trotter, Coutts: *The Principles of Currency and Exchanges Applied to the Report from the Select Committee of the House of Commons, Appointed to Inquire into the High Price of Gold Bullion*, London, Printed and Sold by W. Winchester and Son, 61, Strand, 1810.

⁽⁶⁰⁾ Hill, John: *An Inquiry into the Causes of the Present High Price of Gold Bullion in England*, pp. 31-34.

(2)地金騰貴・外国為替相場下落の原因

ヒルは、地金騰貴と外国為替相場下落の原因を、紙幣の過剰発行にではなく、国際収支の赤字に求める。

例えば、1793年から1796年（兌換停止の行われた前の年）に関して、次のような説明が為されている。⁽⁶¹⁾この4年間に、貿易収支は総額2600万ポンドの黒字を記録したが、政府の対外支出は3281万977ポンドに及び、かくして、この4年間の国際収支の赤字は681万977ポンドであった。

こういった状態の下では、英国からの金流出は避けられないし、英国内での地金価格騰貴、外国為替相場の英国にとっての不利化が起る、というわけである。

(3)可能な対応策

国際収支が赤字を続け、地金が流出し、地金価格の騰貴・外国為替相場下落が起る時に、いかなる対応策が可能であろうか？

ヒルは可能な対応策として、①輸出の増加、②輸入の削減、③政府の対外支出の削減、④資本輸入、⁽⁶²⁾を挙げている。

* * *

以上のようなヒルの主張は、紙幣の過剰発行が地金騰貴や外国為替相場下落の原因となり得ることへの言及を欠いている、という点を除けば、全く穏当なものである。そこで、次に、「紙幣の過剰発行」に関して、ヒルがどのようなことを述べているのか、を見ることにしよう。

2.4.3. 反地金派の主張②——紙幣の過剰発行はない

ヒルは、(i)実際に紙幣の過剰発行は起っていないし、(ii)地方銀行券も

⁽⁶¹⁾ Hill, John, *ibid.*, pp. 44-45.

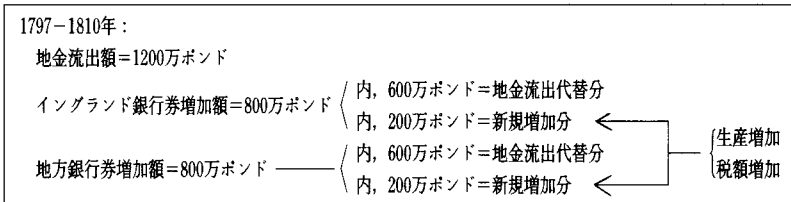
⁽⁶²⁾ Hill, John, *ibid.*, pp. 8-9.

イングランド銀行券も過剰に発行され得ない、と主張している。まず第1の主張から見てゆくことにしよう。

(1)紙幣の過剰発行は起っていない

対仏戦争の始まった1793年から1810年(『地金報告』やヒルの『イングランドに於ける現在の金地金の高価格の諸原因の探究』が刊行された年)にかけて、イングランド銀行券の過剰発行はなかった、とヒルは言う。⁽⁶³⁾そして、1797年(兌換停止の行われた年)から1810年の期間について、次のような算定を行っている⁽⁶⁴⁾(図2-8参照)。

図2-8



1797年から1810年にかけて、イングランドから1200万ポンドの地金流出があった。この間、イングランド銀行券と地方銀行券はそれぞれ800万ポンド増発された。しかし、それらの内のそれぞれ600万ポンドは、地金輸出によって生じた流通手段の穴を埋めたに過ぎず、従って、究極的な流通手段の増加額は400万ポンドである。そして、①農業や製造業での生産増加、②税額の増加、を考慮に入れるなら、これぐらいの流通手段増加は当然のことであり、かくして、紙幣の過剰発行は起っていない、というわけである。

⁽⁶³⁾ Hill, John, *ibid.*, p. 52.

⁽⁶⁴⁾ Hill, John, *ibid.*, pp. 53-58.

(2)地方銀行券もイングランド銀行券も過剰に発行され得ない

ヒルはまず、地方銀行券の正貨もしくはイングランド銀行券への兌換が保証されている限り、地方銀行券は、人々が実際に望んでいる量を超えて、過剰に発行されることはあり得ない、と主張する。⁽⁶⁵⁾

それでは、イングランド銀行券はどうか？

イングランド銀行が銀行券の発行に際して、以下の条件を遵守するなら、イングランド銀行券の過剰発行は起り得ない（従って、地方銀行券の過剰発行も起り得ない）、とヒルは主張する。⁽⁶⁶⁾

1. 商人や金融会社によって裏書きされ受け取られる為替手形のみを割引く。
2. 満期期間が最長で90日までの、短期手形のみを割引く。
3. 手形割引に際して、5%の法定利子を徴収する（つまり、手形の割引き率を5%とする）。

1.と2.は、真正手形学説のコアを成すものである。（これについては、1.2.2.も参照されたい。）真正手形学説が妥当なものであるか否か、の最終的判定は、第3章で「銀行学派」の主張を検討するまで、今しばらく先送りすることにしておく。

3.について、少し述べておくことにしよう。

手形割引によって銀行券を入手した人は5%の利子を支払わねばならないのであるから、この人は、ほんとうに銀行券が必要な時にしか銀行券を需要しない。従って、不必要な銀行券の流通などは有り得ない、というわけである。

しかし、手形割引によって得た資金を運用した時に得られる利潤率が、法定利子率の5%を大きく上回る時には、銀行券の需要は高水準に留まり

⁽⁶⁵⁾ Hill, John, *ibid.*, p. 58.

⁽⁶⁶⁾ Hill, John, *ibid.*, p. 60.

続けるであろう。ソーントンがこのことを指摘している (2.2.3. 参照)。従って、手形割引の際の利子負担は、ただそれが存在するということだけでは、紙幣の過剰発行の抑止要因とはなり得ないのである。

* * *

真正手形学説そのものの当否の判定は先送りするにしても、「紙幣の過剰発行は起っていない」という主張と、「紙幣の過剰発行は起り得ない」という主張の論理的関係について、一言述べておきたい。ヒルが以上の2つの主張を行っていることは、ヒルの議論の強靱さを意味するものではなく、むしろ、その弱点を暗示するものである。

そもそも、「紙幣の過剰発行が起り得ない」のであれば、「紙幣の過剰発行が、実際に、起っているのか否か」の検討は不要である。こうした検討が為されねばならなかった、ということは、真正手形学説が誤りであるか、或いは、反地金派の「紙幣の過剰発行」の定義に欠陥があるか、いずれか(もしくは、両方)である、ということを暗示している。

(3) 貨幣数量説の否定

1.1.1. で、ヒュームの貨幣数量説を論じた際に、貨幣数量説と言う時には、因果の連鎖は「貨幣量の増減が物価や財貨量に影響を与える」という方向に向いている、ということを指摘した。

ヒルは、これとは逆の因果の連鎖を主張する。

「紙幣が商品や全ての必需品の価格上昇の原因である、という一般の意見には全く根拠がないということ、…中略…また、銀行券は流通に無理やりねじ込まれるのではなく、人々の真の需要によってそれが要求される限りに於いて供給される一方、紙幣は、商品価格の上昇、商品量の増加、或いはその両方の、原因ではなく、その結果であるということ、

私は強く確信している。⁽⁶⁷⁾」（傍点，吉澤）

「物価や財貨量の変動の結果として貨幣量が変動する」といった，上の如き主張の当否の最終的判定は，真正手形学説に対する最終的判定同様，第3章へ先送りすることにした。

⁽⁶⁷⁾ Hill, John, *ibid.*, p. 82.