

翁氏のコメントに対する返答

ベネット T. マッカラム

私は、翁氏が多くの中央銀行関係者と何人かの経済学者によって持たれている見解をはっきりと効果的に表明してくれたことに對して感謝する。彼の主張の中には私が心から同意する点が多くある。しかし、その中には私が反論したくなるような点、また（私の意見では）論点の核心から注意をそらすような表現もいくつかみられる。以下では、彼のコメントに対する返答をできるだけ簡潔にするために、このような意見の相違点に焦点を当てて返答することにしたい。

まず始めに、翁氏は冒頭で、私の論文が中央銀行の政策手段として短期金利よりも「ベースマネーの方が政策手段としては望ましい」という結論を導いている」と述べている。しかし、実際には、私の結論はベースマネーがマクロ経済の観点からみて明らかに望ましい（論文7.と脚注48参照）ということであった。ここでアンダーラインした目的は、私の論文が金融安定性への影響については考慮していない点を強調することであった。1993年10月に行われた日本銀行国際コンファレンス用の論文（McCallum [1993]）では、マクロ経済と金融の安定性という2つの中央銀行の主要政策目標をともに考察する試みを行っている。

次にもっと本質的な点について述べると、翁氏は1.で「中央銀行は名目消費に大きな影響を及ぼすほど劇的に短期金融市場金利を変化させない限り、銀行券発行残高をコント

ロールできない」と述べている。しかし、金融政策波及過程の不確実性に関する莫大な文献にもかかわらず、またこの分脈での重要性にもかかわらず、「劇的に」という言葉を正当化する理由を何も示してはいない。さらに、彼の主張のもっと大きな問題点は、それが彼の議論の中で適切な位置を占めてないことである。その理由は、彼の主張が、もし日本銀行が短期金利変動の（劇的な？）上昇を容認する用意があれば銀行券発行残高をコントロールすることは可能であると示唆しているからである。しかし、これは私の論文の意見と異なるものではない。というのは、私の論文はもしベースマネーが政策手段として採用されれば短期金利の変動が増大するだろうと述べているからである（3.の第2パラグラフ参照）。もちろん、金利変動の増大はすでに述べたように金融安定性に関する潜在的問題点の1つである。

おそらく、翁氏のコメントの最大の問題点は、全体を通じて後積み準備預金制度（LRR）を前提に議論していることである。そうすることは、確かに興味深い研究分析の対象を提供してくれるが、政策手段としてベースマネーを使用すべきだという私の主張を曲解するものである。この点に関して、私が論文の3.で「このような主張に対する根本的な回答は、もちろん、準備預金制度を同時積み方式へ変更すべきだということになる。実際、もし日本銀行がベースマネーを政策手段として

使用しようとするのであれば、それは同時積み方式への制度変更の正当な理由となりうるだろう」と述べていることを指摘しておきたい。後積み方式の下でベースマネーをコントロールすることの困難さについての翁氏の議論はきわめて写実的で、McCallum and Hoehn [1983]で行った理論研究への有用な補足となるものである。実際、彼のコメントによって、今回の私の論文ではこの困難さを過小評価するという罪を犯しているのではないかと考えるようになった。しかし、このことは、ベースマネーはコントロール可能である（上記のように制度変更を伴うことが望ましいが）という主張、またここで問題にしている基本的トレード・オフはベースマネーを使用することから得られるマクロ経済的利益とそれから生じる金融不安定化の間にあるという主張、を覆すことにはならない。¹⁾

翁氏のコメントの中に、同時積み準備預金制度（CRR）を採用する可能性について簡単に言及した箇所が1箇所だけある。それは、脚注3であるが、そこで彼は「連邦準備制度（FRB）が1980年代前半に非借入準備をターゲットとすることを放棄した事実は示唆的である」と述べている。ここでの示唆は、おそらく、FRBによる非借入準備ターゲットの放棄は同時積み準備預金制度の下ですら準備量（reserve quantity）を政策手段として使用することの困難さを反映しているということであろう。しかし、もしそうであるならば、その例は適当ではない。なぜならば、FRB

による放棄は実際1982年第3四半期に起こったわけであるが、その時点では米国準備預金制度はまだ後積み方式を採用していたからである。FRBが主として同時積み方式に移行したのは1984年の初めになってからであった。²⁾

最後に、私の論文の第13図に示したシミュレーションに反映されている金利の安定性についての翁氏のコメントに関してであるが、彼の議論は説得力に欠けると思う。なぜならば、もし観察されたベースマネーと消費の動きが「短期金利についての情報をあまり含んでいない」ならば実際のデータを使って推定された関係式において「短期金利に与える影響は小さいはずである」、という彼の議論は理論的に成立しないからである。正当な結論は、推定係数自体が小さいのではなく、推定係数の精度が低い（すなわち標準偏差が大きい）というべきである。また、第13図に示された結果が際立ってみえた理由の1つは、それが私の米国についてのシミュレーション結果ととても異なっていたからである。日米両国のいずれにおいても、ベースマネーが政策手段として使われたことはなかったので、（翁氏の議論では）なぜそれほどまでに異なった結果が日米において出てきたのか明らかではない。

以上

[カーネギー・メロン大学教授]

-
- 1) この点に関して、脆弱なマクロ・パフォーマンスが長期にわたる金融危機の主要な原因になりうる点を認識することが重要である。
- 2) ただし、この変化が投票で可決されたのは1982年6月であった。本文での「主として（predominantly）」という形容詞は、現行の米国準備預金制度のもとでは2日の後積みがまだ残っているという事実を反映したものである。詳しくは、Goodfriend [1984] 参照。

【参考文献】

- Goodfriend, M., "The Promises and Pitfalls of Contemporaneous Reserve Requirements for the Implementation of Monetary Policy," *Economic Review* 70, Federal Reserve Bank of Richmond, May/June 1984, pp. 3-12.
- McCallum, B.T., "Monetary Policy Rules and Financial Stability," Working Paper, August 1993.
- and J.E. Hoehn, "Instrument Choice for Money Stock Control with Contemporaneous and Lagged Reserve Requirements," *Journal of Money, Credit, and Banking* 15, February 1983, pp. 96-101.