CARF
CENTER FOR ADVANCED RESEARCH IN FINANCE

東京大学金融教育研究センター

２００９年度
活動報告書

東京大学大学院経済学研究科

東京大学金融教育研究センター

２００９年度活動報告書

目　次

２００９年度活動概要 …… 2

コンファレンス …… 4

特別セミナー …… 18

世界的金融危機の分析 …… 24

東京ファイナンス研究会 …… 26

金融システム研究フォーラム …… 28

マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ …… 31

ワーキングペーパー …… 33

セミナー風景など …… 38

データベース …… 40

センター施設 …… 44

２００９年度活動概要

平成17年4月に発足した金融教育研究センター（CARF）は、アジア環太平洋における金融研究の中心的役割を担い、理論・実証両面から金融研究を推進することによって、日本を含むアジア経済および世界経済の健全な発展に資することをミッションとしています。このため、当センターは可能な限り世界の学界及び産業・金融界に向かって開かれた組織形態を目指すとともに、緻密で厳格な研究に重点を置いた本格的な金融教育研究センターになることを目指しています。当センターの運営は、このようなミッションをご理解頂いた政府、そして金融界からの支援を得て可能となりました。

発足当初、当センターの活動分野として次の3つを掲げました。第1に金融システムのデザインの研究と政策提言、第2に金融工学・ファイナンスの理論研究及びその応用、そして第3にマクロ金融政策の理論・実証研究であす。また、こうした研究を推進するための3つの柱として位置づけた、データベースの構築・分析環境面でのインフラ整備、世界の第一線の金融研究者を招聘した共同研究と外部に向けたセミナーの開催、そして産業界や政策当局と連携した産学共同や官学共同の研究プロジェクトを軸に活動を続けてきましたが、1つ目のインフラ整備は平成19年度までに概ね完了しました。従って平成20年度以降は、2つ目の世界的研究者招聘と3つ目の産学共同・官学共同研究プロジェクトを更に推し進めつつ、成果発表のための国際会議などに力点を置きかつ一般の研究活動の充実を図ってきました。

今年度の活動成果を要約すると以下の通りです。まず、当センター発の学術論文に関しては、センターホームページに公表されているように、合計66本（英文64本、邦文2本）の論文がワーキングペーパーの形で執筆され、これらのうちの何本かは既に内外のジャーナルに掲載、及び単行本として公表されています。研究用データベース環境に関しては、平成19年度までに基本的な整備が完了し、国内外の幅広い金融関係のデータベースを研究者に提供できるようになりましたが、常に最新で有用なデータであるよう継続的に検討や更新を行っています。

当センター内外の研究者・実務家との共同プロジェクトとしては、5月に日本金融学会との共催によるパネルディスカッション“クレジット市場と金融危機”、6月に“12th Annual Japan Project Meeing”、7月に経済産業研究所との共催による“金融危機と日本経済の行方”、11月に日本銀行調査統計局との共催による“2000年代わが国生産性動向 ―計測・背景・含意―”の計4回のコンファランスを開催、センターの研究活動の発表や内外の研究者・実務家との交流の場としました。より実際的な金融の諸問題を実務家とともに議論する場として、「ミクロファイナンス・ワークショップ（金融システム研究フォーラム）」、「マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ」などを開催しています。

教育面では、当センター設立来の目標であった大学院金融システム専攻での教育に当センターのインフラ、研究成果を活かすとともに、今年度より3年次学生を迎えた経済学部金融学科の設立にも当センターのリソースが様々な形で活用されました。

2007年夏以降の金融危機に関しては、引き続き様々な活動を進めています。上述の“クレジット市場と金融危機”に関するコンファレンスと“金融危機と日本経済の行方”に関するコンファレンスもこのテーマと深く関連しています。また、内外のジャーナルに発表されるなどした当センター教員による金融危機についての最新のコメント等、及びより基礎的な研究の紹介として「今回の危機と関係のある日本の経験」に関連する学術論文を東京大学大学院経済学研究科ホームページに公表しています。

以上のほかに、当センターでは内外の研究者・実務家による数多くのセミナーが開催されています。具体的には、「金融センター特別セミナー」を12回開催し、例えば平成21年10月の第37、38回では、ファイナンス分野の研究で数々の賞を受賞され、特に金利の期間構造に関する理論で

は世界のパイオニアとして知られているMoody's KMV特別顧問のOldrich Vasicek博士に講演して頂きました。更に、青山学院大学大学院国際マネジメント研究科、一橋大学大学院国際企業戦略研究科、早稲田大学大学院ファイナンス研究科と共同で進める「東京ファイナンス研究会」を9回開催しました。

今後も引き続き活発な内外、金融界・学界の交流を進める中で、これまでの研究成果を活かしつつ、ファイナンスの分野、最適な金融システムデザインの分野において注目される更なる研究成果をあげるべく活動を続けるとともに、2007年夏以降の金融危機についても更に分析を進めていく所存です。

東京大学金融教育研究センター
センター長　貝塚　啓明

日本金融学会－CARF 共催　パネルディスカッション「クレジット市場と金融危機」

開 催 日：2009 年 5 月 17 日 13:15～16:00
開催場所：東京大学 本郷キャンパス 経済学研究科棟 G 会場

座　　長　：植田 和男（東京大学）
パネリスト：大垣 尚司（立命館大学）
　　大橋 英敏（モルガン・スタンレー証券）
　　小関 広洋（PIMCO）
　　高田 創　（みずほ証券）
　　幡鎌 俊行（三菱 UFJ 証券）

本年度日本金融学会春季大会は 5 月 16, 17 日の両日、東京大学の本郷キャンパスで開催された。2007 年度夏以降の世界金融経済情勢を反映して、金融危機に関する報告、パネルディスカッション等が目立ったのが大きな特徴であった。以下、これらを中心に紹介する。

＜中央銀行パネル「世界金融・経済危機と中央銀行」＞

このパネルでは、今回の金融危機及びそれに対する中央銀行の政策対応について、中央銀行・市場参加者・学界、それぞれの観点から興味深い議論が行われた。日本銀行中曾氏は、危機勃発後の各国中央銀行の政策対応を次のように整理した。概念的には、ゼロ金利周辺、かつ金融システムに深刻な問題が発生している時の金融緩和策を量的緩和とクレジット緩和に大別できる。量的緩和は、信用リスクのない政府債務を大量に購入することによって超過準備を積み上げていく政策である。信用緩和は、中央銀行バランスシートの規模は変えずに、リスクのある資産を購入する一方、政府債務等の残高を減らす政策である。もちろん、現実には両方の政策が併用される場合がほとんどであるし、上記用語の使い方にも各国間で相違が見られる。例えば、長期国債購入についてイングランド銀行は量的緩和と位置づけているが、米国連邦準備制度は民間の資金調達コストを最終的に下げるための一手段として信用緩和の中に位置づけている。その上で、中曾氏はしばらく前の日本の経験とは異なって、今回の緩和では預金準備に金利を払うなどの工夫を通じて各国ともオーバーナイト金利を完全にゼロにはしていないことを指摘し、今回のような危機時でも最低限の市場機能の維持に努めることが重要だと強調した。また、日本銀行の信用緩和策として様々な企業金融支援オペをとりあげ、その増大が CP レートと OIS レートとのスプレッドを縮小させる効果を持ったこと、さらにオペ対象ではない A2 格の CP にまでこうした効果が波及したという計量分析結果を報告した。また、バランスシート上にかなりの短期資産を抱えつつ出口を迎えた日本銀行の過去の経験と比べると、海外中央銀行の多くが大量の長期資産を抱えており、量的緩和、信用緩和を必要時に円滑に終了させることができるかどうか懸念が残ると指摘した。

東京三菱 UFJ 銀行の内田氏は、今回の危機についてグローバルな大手金融機関がコングロマリット化してポジションが似通っていたこと、取引の基軸通貨が米ドルであったため、危機発生後ドル不足現象が起こり事態を深刻化させたこと、各国の金融システムへの対応はまだまだ道半ばであると考えざるを得ないことを指摘した。また、金融政策については中曾氏の市場機能を維持

することが重要との主張を全面的にサポートするとともに、今後出口周辺では各国の政策変更タイミングがずれることによる国際資本移動、為替レートへの撹乱的な影響をなるべく小さくするような配慮の重要性を訴えた。

＜共通論題「クレジット市場と金融政策」＞

5月17日午後には、金融学会と東京大学金融教育研究センターの共催で主に市場関係者によって今回の危機のコア部分であるクレジット市場まわりのパネルディスカッションが展開された。

今回の金融危機の予想以上の深刻化についてみずほ証券の高田氏は、銀行貸出が証券化され、時価会計にさらされることによって従来無かったような価格変動リスクが発生し、これに対応するための十分な資本を銀行が保有してこなかった点をあげた。モルガンスタンレー証券の大橋氏は、サブプライム関連の商品の問題がMMF,SIV等を通じて金融システム全体に波及してしまったこと、また商業銀行部門にはセイフティ・ネットがあったのに対して、多くの問題が表面化した直接金融周りの部分でそれが整備されていなかったことが問題を深刻化したと述べた。

日本の金融システムは欧米に比べて相対的に被害が少ないと見られるが、ピムコの小関氏をはじめとして多くのパネリストが、日本の金融機関が1990年代以降の金融危機からの回復途上にあったため、本格的にリスクをとっていく段階に至っていなかったことが幸いしたと主張した。高田氏は、日本でも不良債権の流動化というかたちでいわゆる一次証券化は進展したが、その後それを用いた二次証券化、あるいはそれへレバレッジをかけて投資をしていくという欧米が辿ったところまでは至らなかったことが幸いしたとし、企業もレバレッジを低めようとする中でなかなか社債市場も発展の契機をつかめなかったと述べた。ただ、今後について小関氏は実体経済の悪化が企業破綻増加を通じてクレジットコストを高めるチャネルが懸念され、必ずしも予断を許さない状態であると指摘した。日本について大橋氏は、1997年末以降、政策当局が預金、市場性債務等を保護する措置をきちんとすすめてきたことが、今回もいざとなれば同様の措置が発動されるとの期待を市場参加者に抱かせ、必要以上の混乱に至らなかったと述べた。

三菱UFJ証券の幡鎌氏は、日本のクレジット市場について、投資家の太宗が結局は金融機関であること、アクティブ運用をする国内リスクテーカーがほとんどいないという問題を挙げた。またヘッジファンド等の海外投資家にとっては、現物にかかわる源泉徴収税制の問題、特に資金繰り倒産が問題になるような局面での日本の金融機関との情報格差の問題を指摘した。また、今後について、ヘッジ会計適用のための要件が厳しすぎる点の改善の必要性を指摘するとともに、派生商品についてはできる限り清算機関での決済に移すべきだと主張した。さらには東京市場の国際競争力強化という観点からも、東アジアの企業のクレジット商品が東京で取引されるような環境づくりが重要だとした。特に、中国はこれから企業、地方自治体が本格的な資金調達を目指す時期に入るという点に着目した主張である。金融機関サイドから見れば、リスクの分散、収益源の確保という意味からは国際化推進が必至であるし、コスト削減のために金融機関の提携、統合の動きも一段と活発になるだろうと予想した。

＜特別講演、「金融システムの安定性とマーケット・コンフィデンス」＞

16日夕刻には日本銀行副総裁の西村氏による上記講演が行われた。この中で、西村氏は昨今の金融危機の流れを振り返った後、金融システムの安定性を確保するための今後の方策について議論した。

特にポイントとなったのは、2008年夏の米国カンザスシティ連銀主催のコンファランスでシカゴ大学のカシャップ教授らが提唱した資本保険という考え方である。これは金融機関が平時より保険料を払う対価として、システミックリスクが顕現化したときに資本注入を受ける権利を手に入れるという考え方である。エール大学のシラー教授等が以前より提唱していたマクロ保険の一例とみなすこともできる。西村氏によれば、これは興味深い考え方であるものの、民間だけで成立する可能性の低い保険である。したがって、何らかの意味で公的部門も関与した保険として構成すべきである。いずれにせよ、自己資本規制のpro-cyclicalityの問題や、個別金融機関だけでなく金融システム全体の安定性をどう確保していくか（マクロ・プルーデンスの問題）、引き続き学界、政策担当者の間で議論の中心になることは必至の情勢である。

＜国際金融パネル＞

本パネルでは、国際金融的な側面からの今回の金融危機の原因や政策対応の評価、今後の見通しに関する議論が展開された。

アジア開発銀行の河合氏は、今回の危機を経て急速に役割の拡大が期待されている IMF についてその対応の一部を評価しつつも、ガバナンス構造を含めた大幅な改革が必要だと主張した。例えば、バーゼル委員会を格上げした Financial Stability Board が IMF と協調しつつ、グローバルに金融システムの安定性を監視していくという体制作りができつつある。この中で弾力的信用枠の仕組みを作るなど IMF 側にも評価できる動きが見えつつある。しかし、河合氏によればヨーロッパの発言権が大きすぎること、アメリカのみの拒否権、不透明な専務理事の選出体制など、IMF は大きな問題を抱えている。

河合氏はアジアにおける通貨協力にも触れ、チェンマイ・イニシャティブにおける出資比率が日本、中国 32、韓国 16 と決まったのは、中国の前向きな姿勢という意味で画期的であると評価した。関連して、東京大学の伊藤隆敏氏は、SDR の役割をもっと高めるべきだとの最近の中国人民銀行の周行長の論文にも触れ、中国ははっきりと元の国際化の方向へ舵をきっており、向こう 5－10 年くらいの間にもはっきりとした影響がみえてくるのではないかと予測した。河合氏と日本政策金融公庫の渡辺氏は、伊藤氏よりは慎重で、方向感には賛成しつつも中国元の国際化にはより長い時間がかかるだろうと述べた。ただ、三氏ともこの中で日本円が国際的通貨として活躍するチャンスがなかなか拡大しないという問題について懸念を表明した。

渡辺氏は今回の危機について日本の不良債権問題と比較すれば、「不良債券」問題という特徴があること、また世界的に巨大なコングロマリットとも言えるいくつかの金融機関が似通ったポジションをとっていたことの問題を指摘した。その上で、当面は危機対応の政策が打たれる中で、政治からの要請で国内金融への行き過ぎた回帰が起こり、インフラがらみの国際資金フローや貿易金融がスムーズに行われないリスクに注意すべきとした。また、国際通貨体制についてもユーロの脆弱性が明らかになり、しばらくはドルに付き合わざるを得ないと述べた。

このほか、金融史パネルでは 1920 年代から 30 年代の日本の金融史の流れが、危機への対応が新たな危機の目を生むという観点から整理された。日本銀行の鎮目氏は、1927 年の銀行法成立、1930 年代の高橋財政の２点に着目して当時の日本の経験を整理した。また、麗澤大学の佐藤氏は明治期以来「積極経営」型と、「堅実経営」型に分かれた日本の銀行が金融恐慌を通じて「堅実経営」型主流へと流れを変化させた点を指摘した。また、法政大学の鶴見氏はやはり金融恐慌を経て銀行、証券両部門でセイフティ・ネットの整備が進んだ点を強調した。これ以外にも自己資本規制を含めた当局によるさまざまなプルーデンス政策の評価、日本のメインバンク制の再評価等の報告とともに、中国を含む東アジア金融、さらにはイスラム金融等途上国の金融制度の実態に関する分析報告も目立った大会であった。

コンファレンス：12th ANNUAL JAPAN PROJECT MEETING

開 催 日：2009 年 6 月 30 日 ～ 2009 年 7 月 1 日
開催場所：GRIPS（政策研究大学院大学）
共　　催：NBER（National Bureau of Economic Research）
　　Center on Japanese Economy and Business（日本経済経営研究所）
　　Australia-Japan Research Centre（豪日研究センター）
後　　援：GRIPS（政策研究大学院大学）
　　EIJS（European Institute of Japanese Studies）

Japan Project Meeting は、日本経済に関するアカデミックなコンファレンスでは、おそらく世界で最も権威があるコンファレンスである。今年 2009 年の Japan Project Meeting は、CARF、NBER（全米経済研究所）、コロンビア大学の Center on Japanese Economy and Business（日本経済経営研究所）、オーストラリア国立大学の Australia-Japan Research Centre（豪日研究センター）により、国内外の研究機関・中央銀行・政府機関・シンクタンク・マスコミから 70 名以上の参加者を得て、6 月 30 日、7 月 1 日に六本木の GRIPS（政策研究大学院大学）で開催された。8 つの論文が発表されたほか、内閣府経済社会総合研究所長の岩田一政氏が恒例のランチタイムスピーチを行った。

例年通り、現在の日本経済が直面する問題を政策的な問題意識から実証的に扱う最先端の論文が発表された。その内訳は、マクロ経済学、国際金融、国際貿易、企業金融の広い分野にわたった。論文の題名は、下記のプログラムを参照されたい。発表順に要約すると、次のようになる。

アルバータ大学の Rasmus Fatum 教授による論文は、日本の財務省・日本銀行による外国為替市場への介入の有効性について、介入が市場参加者へのアナウンスメントを通じて為替レートに影響するシグナリング効果と市場の需給を動かすことを通じて影響するポートフォリオ効果を日次データを用いて測定し、シグナリング効果は有効ではなかったが、ポートフォリオ効果は有効であったと論じた。これに対して、討論者である東京大学の伊藤隆敏教授は、介入が市場をどの方向に動かそうとしているのか、また、アナウンスメントを当局のどの立場の人物がどのような形で行っているのかについてのより詳細な分析が必要であり、更に、財務省の榊原財務官・黒田財務官による介入と溝口財務官による介入の間には政策意図・介入方法の違いがあったことを考慮することが必要であると指摘した。更に、東京大学の植田和男教授は、日銀による介入の不胎化に関する政策の影響を検討することが望ましいと指摘した。

デューク大学の Ashish Arora 教授、カーネギーメロン大学の Lee Branstetter 教授と Matej Drev 氏による論文は、現代の経済における IT（情報技術）の重要性に鑑みて、なぜ日本の IT 産業の生産性がアメリカに比べ 1995 年以降で後れをとったのかを分析し、その理由は日本が IT 産業のソフトウエアへのシフトに経営陣の硬直的な対応と人材不足から十分に対応できなかったためであり、これが日本経済の停滞につながっていると論じた。これに対して、討論者である一橋大学の深尾京司教授は、日本の IT 産業の停滞は韓国、台湾の IT 産業が追い付いてきたことによるところもあるのではないか、また、日本の IT 産業以外の産業の生産性は IT 産業よりも更に停滞しているのだから、IT 産業の停滞が日本経済の停滞に大きく結び付いたわけではなく、日本経済の停滞はマクロ的な要因によるのではないかと指摘した。参加者からは、日本のビデオゲーム産業が国際的にも発展していることを加味する必要があるのではないか、移民を受け入れる政策も検討する

必要があるのではないかという指摘があった。

財務省の祝迫得夫教授、法政大学の岡田恵子教授による論文は、日本の貯蓄率の近年の低下と貯蓄率の景気変動の関連を、日本の人口の高齢化の観点から分析した。両教授は各年齢層の消費行動を分析することを通じて、高年齢層の消費行動は他の年齢層に比べて景気変動に影響されにくく安定的であることを示した。したがって、高齢化により高年齢層の経済活動における割合が増加していることから、消費が安定的となっており、また貯蓄率が景気変動の影響を受けやすくなっている事実が合理的に説明できると論じた。これに対して、討論者であるジョンズ・ホプキンス大学の Christopher Carroll 教授は、両教授の用いた貯蓄行動のライフサイクル理論は日本の貯蓄率の変動をうまく説明できておらず、habit formation などのモデルの方がより説得力があると論じた。また、東京大学の林文夫教授は、金利政策の貯蓄への影響を分析する必要があると指摘した。

朝鮮大学校の Gil Bae 教授、南カリフォルニア大学の浜尾泰教授、南洋理工大学（シンガポール）の Jun-Koo Kang 教授による論文は、メインバンクによる企業のモニタリングが経済後退期にどのように機能したかを、企業の会計上の利益操作を例にとって論じた。公募増資の際に日本企業は会計上の利益操作を頻繁に行っており、利益操作の程度はメインバンクの業績が悪くかつ企業自体の業績が芳しくない場合に最も著しかった。このことから、景気後退期には、メインバンクは企業を厳しくモニタリングしておらず、企業が会計上の利益操作を行って短期的な利益を上げることを容認していたと論じた。これに対して、討論者であるケンタッキー大学の Joe Peek 教授は、外部の投資家が会計上の利益操作を理解していないように見えるがそれはなぜかと質問し、また、メインバンクと企業が利益操作について相互の利益を図っていたとしても、メインバンクが企業をモニタリングしていなかったとまでは言えないのではないかと論じた。

ハーバードビジネススクールの Sergey Chernenko 教授、Fritz Foley 教授、Robin Greenwood 教授による論文は、企業が子会社を上場する際には子会社の時価総額が高いタイミングを選んで行っていること、そのために上場後の子会社の株式のパフォーマンスは高くないこと、最終的には親会社が子会社の株式を買い戻すことが多いことを示した。そして、その理由は、親会社が子会社の資産を親会社のために利用するインセンティブがあることを外部投資家が軽視しており、親会社が子会社を上場する際にそのことを利用していることにあり、この背景には日米間のコーポレートガバナンスに対する会社法の相違があると論じた。これに対して、討論者である慶応大学の和田賢治教授より、なぜ外部投資家がそのような可能性を認識していないのか、また、データで子会社の規模が大きいほどパフォーマンスが良くない点をどう説明するのか、更に、親会社と子会社の間でのシナジーをどう考えるのかというコメントが出された。

オーストラリア国立大学の Jenny Corbett 教授、慶応大学の木村福成教授、ジェトロ・アジア経済研究所の早川和伸氏による論文は、OECD のサービス貿易のデータを用いて二国間のサービス貿易の規模が各国の GDP の規模と二国間の距離により説明できるかどうかを調べた。そして、財の貿易と同様、サービス貿易についても二国間の距離が有意な影響を持つことを示した。更に、他の要因を一定とした場合でも、日本は他の国と比べてサービス貿易が活発でなく、サービス貿易に立ち遅れが見られると論じた。これに対して、討論者であるコロンビア大学の Amit Khandelwal 教授は、二国間の距離がそもそもなぜサービス貿易に影響するのかと問いかけた。そして、その理由は、コンサルタントが頻繁に旅行する例に見られるように、サービスの取引をする上では頻繁に接触して取引関係を密接に保つことが重要なことにあるのではないかと論じた。

ハーバード大学の Chih-nan Chen 氏、一橋大学の渡辺努教授、慶応大学の藪友良教授による論文は、為替市場への政策介入の効果を測定する際に、データに内生性があり、また日次データしか利用可能ではないために、介入の効果を正確に測定できない問題について、モデルについての事前分布を用いて、それぞれのパラメータの値からデータを確率的に発生させ、そして現実のデータと最も近くなるパラメータの値を推定値とする MCMC の推定方法を提案した。 そして、この方法を財務省・日本銀行による市場介入のデータに適用すると、これまでの最小二乗法を用いた

推定よりも、介入の効果が大きくなることを示した。これに対して、討論者であるニューヨーク連邦銀行の Paolo Pesenti 氏は、市場介入の効果を正確に測定するには、介入が予測されたものかどうか、また、介入が市場の値動きの流れに沿ったものかあるいはその方向を逆にしようとするものかを考慮する必要があると論じた。また、イエール大学の浜田宏一教授は、為替介入の目的が時間とともに変化してきている点を考える必要があると述べた。

カリフォルニア大学サンディエゴ校の星岳雄教授と Ulrike Schaede 教授、千葉商科大学の鯉渕賢教授による論文は、日本のメインバンク制度が 1993 年から 2003 年にかけての失われた 10 年においてどのように変化したかを実証的に検討した。その結論は、1980 年以降の金融業の自由化と法改正が、企業再建におけるメインバンクシステムの役割を変化させ再建方法の多様化につながったというものであった。具体的には、企業再建が行われるかどうかは、従来はメインバンクの存在に大きく依存していたが、近年になってその依存度は減少してきている。更に、再建の際も、雇用は減らしたものの投資は減らさず、逆に銀行融資は増加しており、この時期の企業再建は根本的なものではなく一時しのぎ的なものだったとした。ただし、メインバンクが再建を主導した場合には、銀行からの借入、全体的な借入額ともに減少していた。これに対して、討論者であるハーバード大学の Effi Benmelech 教授は、1993 年から 2003 年の間の企業金融の変化がマクロ経済の変化によるものかあるいはメインバンクシステムの変化によるものかを更に分析することが望ましいとコメントした。

なお、恒例のパネル討論の今年のトピックは世界金融危機の教訓であり、IMF の Stijn Claessens 氏、慶応大学の深尾光洋教授、カリフォルニア大学サンディエゴ校の星岳雄教授によるプレゼンテーションとパネル討論があった。

【プログラム】

National Bureau of Economic Research
Center for Advanced Research in Finance
Center on Japanese Economy and Business
Australia-Japan Research Centre

Japan Project Meeting

Supported by: National Graduate Institute for Policy Studies and European Institute of Japanese Studies

Jenny Corbett, Charles Horioka, Takatoshi Ito, Anil Kashyap, and David Weinstein, Organizers

June 30 – July 1, 2009

GRIPS
7-22-1 Roppongi, Minato-ku
Tokyo 106-8677
Japan

Program

Tuesday, June 30:

8:30 am	Breakfast/Registration
9:00 am	Rasmus Fatum, University of Alberta *Official Japanese Intervention in the JPY/USD Exchange Rate Market: Is it Effective and Through Which Channel Does it Work?* Discussant: Takatoshi Ito, University of Tokyo and NBER
10:00 am	Break
10:30 am	Ashish Arora, Duke University Lee Branstetter, Carnegie Mellon University and NBER Matej Drev, Carnegie Mellon University *The Great Realignment: How the Changing Technology of Technological Change in Information Technology Affected the US and Japanese IT Industries, 1983-1999* Discussant: Kyoji Fukao, Hitotsubashi University
11:30 am	Tokuo Iwaisako, Ministry of Finance Keiko Okada, Hosei University *Understanding the Decline in the Japanese Saving Rate in the New Millennium* Discussant: Christopher Carroll, Johns Hopkins University and NBER
12:30 pm	Lunch Speaker: Kazumasa Iwata, Cabinet Office, Government of Japan
2:00 pm	Gil Bae, Korea University Yasushi Hamao, University of Southern California Jun-Koo Kang, Nanyang Technological University *Bank Monitoring Incentives and Borrower Earnings Management: Evidence from the Japanese Banking Crisis of 1993-2002* Discussant: Joe Peek, University of Kentucky
3:00 pm	Break
3:30 pm	Sergey Chernenko and Robin Greenwood, Harvard University Fritz Foley, Harvard University and NBER *Are Agency Costs Fully Priced? Evidence from Public Listings of Subsidiaries in Japan* Discussant: Kenji Wada, Keio University

4:30 pm	**Panel**: *Lessons from the Global Financial Crisis* Stijn Claessens, IMF Mitsuhiro Fukao, Keio University Takeo Hoshi, UC, San Diego and NBER
6:00 pm	Adjourn
7:00 pm	Reception and Dinner Ciao Bella Restaurant (3-minute walk from GRIPS)

Wednesday, July 1:

8:30 am	Breakfast
9:00 am	Jenny Corbett, Australian National University Fukunari Kimura and Kazu Hayakawa, Keio University *Who's Serving You? Gravity Models in Services Trade* Discussant: Amit Khandelwal, Columbia University and NBER
10:00 am	Break
10:30 am	Chih-nan Chen, Harvard University Tsutomu Watanabe, Hitotsubashi University Tomoyoshi Yabu, Keio University *A New Method for Identifying the Effects of Foreign Exchange Interventions* Discussant: Paolo Pesenti, Federal Reserve Bank of New York and NBER
11:30 am	Takeo Hoshi, UC, San Diego and NBER Satoshi Koibuchi, Chiba University of Commerce Ulrike Schaede, UC, San Diego *Changes in Main Bank Rescues during the Lost Decade:* *An Analysis of Corporate Restructuring in Japan, 1981-2007* Discussant: Effi Benmelech, Harvard University
12:30 pm	Adjourn

コンファレンス：CARF-RIETI 共催シンポジウム「金融危機と日本経済の行方」

開 催 日：2009 年 7 月 3 日
開催場所：経済産業研究所 セミナー室（経済産業省別館 11F）
共　　催：独立行政法人経済産業研究所（RIETI）

2007 年夏に始まった世界的な金融危機は、昨年 9 月のリーマンブラザーズ破綻以降、金融市場の混乱という事態にとどまらず、我が国をはじめ各国の実体経済にも大きな影響を及ぼしており、世界同時不況の様相を呈している。世界各国で大胆かつ迅速な金融緩和と財政出動が行われ、現下、経済の落ち込みはやや収まりを見せているが、この時期こそ今後の世界経済と日本経済の展望を考えるのに適当な時期であると判断し、金融教育研究センター（CARF）と経済産業研究所（RIETI）は共催でシンポジウムを開催した。金融危機が我が国の企業金融及び実体経済にもたらす影響について多面的に分析し、今後の政策対応の方向性について議論した。

【プログラム】

13:30-13:35 開会挨拶
藤田 昌久 (RIETI 所長・CRO/甲南大学教授/京都大学経済研究所特任教授)

13:35-15:25 第 1 部　金融危機が日本経済に及ぼす影響
司会進行：佐藤 樹一郎 (RIETI 副所長)

13:35-14:05 基調講演「金融危機と日本経済」
植田 和男 (東京大学金融教育研究センター教授)

14:05-14:35 プレゼンテーション 1
「金融危機下における中小企業金融」
植杉 威一郎 (RIETI コンサルティングフェロー/
一橋大学経済研究所世代間問題研究機構准教授)

14:35-15:05 プレゼンテーション 2
「銀行危機の貨幣的モデル－政策分析のための新しい枠組みの構想」
小林 慶一郎 (RIETI 上席研究員)

15:05-15:25 質疑応答

15:25-15:40 コーヒーブレイク

15:40-17:50 第 2 部　日本経済の行方と今後の政策対応

司会進行：佐藤 樹一郎 (RIETI 副所長)

15:40-16:10 特別講演「日本経済：内需主導の回復、持続的成長の可能性」

吉川 洋 (RIETI 研究主幹・ファカルティフェロー/東京大学大学院経済学研究科教授)

16:10-17:50 パネルディスカッション

司会進行：吉川 洋 (RIETI 研究主幹・ファカルティフェロー/
東京大学大学院経済学研究科教授)

パネリスト：

岩本 康志 (RIETI ファカルティフェロー/東京大学大学院経済学研究科教授)

柳川 範之 (東京大学大学院経済学研究科/東京大学金融教育研究センター准教授)

寺澤 達也 (RIETI コンサルティングフェロー/
経済産業省経済産業政策局経済産業政策課長)

鶴 光太郎 (RIETI 上席研究員)

17:50-17:55 閉会挨拶

植田 和男 (東京大学金融教育研究センター教授)

コンファレンス：金融センター・日本銀行調査統計局 第３回共催コンファレンス「2000年代のわが国生産性動向 ― 計測・背景・含意 ―」

開 催 日：2009年11月26日 ～ 2009年11月27日
開催場所：日本銀行本店 9階会議室（大会議室A）
共　　催：日本銀行調査統計局

2005年11月の第1回共催コンファレンス「1990年代以降の日本の経済変動」および2007年11月の第2回共催コンファレンス「90年代の長期低迷は我々に何をもたらしたか」では、主としてバブル崩壊後の長期低迷局面に焦点を当て、わが国経済の直面する様々な課題が論じられた。第3回目に当たる今回のコンファレンスは、2000年代入り後の生産性動向（計測結果、背景分析、理論・計測上の留意点）を題材に議論を行うことによって、①わが国経済は90年代の長期低迷から脱出したのか、②マクロ生産性や経済成長率を中長期的に高めていくには何が必要なのか、といった問題意識に応えるためのヒントや考え方のフレームワークを共有することを目的とした。

コンファレンスでは計10本の論文が報告され、それぞれ活発な議論や質疑応答が行われたほか、全体の総括討論も行われた。

【プログラム】

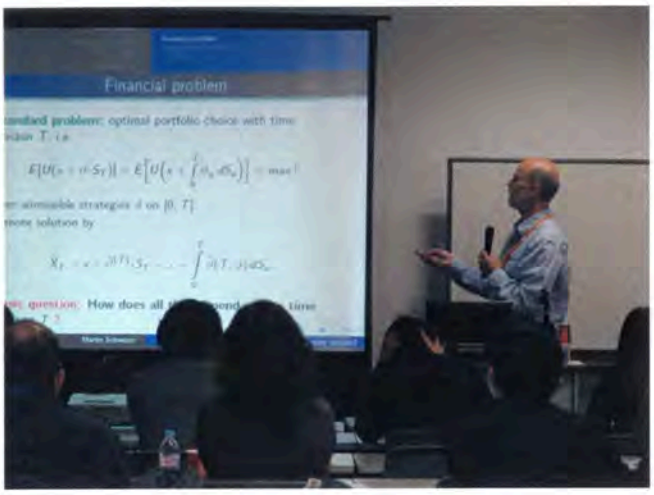
11月26日（木）		
10：00－10：05	開会の辞	門間一夫 日本銀行調査統計局長
導入セッション		
10：05－10：50	わが国の生産性を巡る論点 ～2000年以降の生産性動向をどのように評価するか～	
報告者	亀田制作 日本銀行調査統計局企画役	
第１セッション：	**マクロレベルの生産性の計測とその含意**	
座長	植田和男 東京大学教授	
10：50－11：50	部門間資源配分と「生産性基準」：４つの留意点	
報告者	塩路悦朗 一橋大学教授	
指定討論者	宮尾龍蔵 神戸大学教授	
11：50－13：00	昼食	
13：00－14：00	日本の労働生産性に関するリアルタイムデータ分析	
報告者	一上響 日本銀行調査統計局企画役 原尚子 日本銀行調査統計局主査	
指定討論者	小巻泰之 日本大学教授	

第２セッション：	生産性の変動の背景
座長	深尾京司 一橋大学教授
14：00－15：00	ＩＴと生産性に関する日米比較：マクロ・ミクロ両面からの計量分析
報告者	元橋一之 東京大学教授
指定討論者	峰滝和典 関西大学
15：00－15：20	休憩
15：20－16：20	Does Information Technology Induce the Deskilling of Contingent Workers? : Experience in Japanese Electrical and Electronic Industry.
報告者	中馬宏之 一橋大学教授 川口大司 一橋大学准教授
指定討論者	太田聰一 慶応義塾大学教授
16：20－17：20	非上場企業における退出は効率的か ～所有構造・事業承継との関係～
報告者	植杉威一郎 一橋大学准教授
指定討論者	蟻川靖浩 早稲田大学准教授
18：00－	懇親会

11月27日（金）	
9：30－10：30	中国経済の台頭がもたらした日本経済へのインパクト
報告者	福田慎一 東京大学教授 粕谷宗久 日本銀行調査統計局企画役
指定討論者	冨浦英一 横浜国立大学教授
10：30－11：30	無形資産の経済学 ～生産性向上への役割を中心として～
報告者	宮川努 学習院大学教授 滝澤美帆 東洋大学 金榮愨 一橋大学
指定討論者	蜂谷豊彦 一橋大学教授
11：30－12：30	昼食
第３セッション：	**サービス産業の生産性**
座長	西村清彦 日本銀行副総裁
12：30－13：30	サービス価格をどのように測るべきか ～企業向けサービス価格指数の実例を踏まえて～
報告者	西岡慎一 日本銀行金融機構局企画役 亀卦川緋菜 日本銀行調査統計局 肥後雅博 日本銀行調査統計局企画役
指定討論者	中島隆信 慶応義塾大学教授
13：30－14：30	サービス産業の生産性分析：政策的視点からのサーベイ
報告者	森川正之 経済産業研究所副所長
指定討論者	乾友彦 日本大学教授 内閣府大臣官房統計委員会担当室
14：30－14：50	休憩
14：50－16：50	**総括討議**
座長	植田和男 東京大学教授
パネリスト	深尾京司 一橋大学教授 西村清彦 日本銀行副総裁 門間一夫 日本銀行調査統計局長
16：50－17：00	閉会の辞　植田和男 東京大学教授

コンファレンス：Young Researchers Workshop on Finance 2010

開 催 日：2010 年 3 月 8 日 ～ 2010 年 3 月 10 日
開催場所：秋葉原ダイビル 12F 首都大学東京秋葉原サテライトキャンパス
共　　催：Graduate School of Social Sciences, Tokyo Metropolitan University



Young Researchers Workshop on Finance 2010 は、3 月 8 日（月）－10 日（水）に首都大学東京(TMU)との共催で秋葉原ダイビル 12F 首都大学東京秋葉原サテライトキャンパスにおいて開催された。

3 月 8 日(月)は Professor Martin Schweizer (ETH Zurich) によるレクチャー、9 日（火）と 10 日（水）は若手研究者（講師・助教・ポスドク・大学院博士課程学生など）の研究報告をメインとするワークショップであり、国内外から 17 件の講演が行われた。

Professor Martin Schweizer のレクチャーでは、期待効用を最大化する標準的な問題における投資や消費に関する最適ポートフォリオ選択の双対アプローチが紹介され、その特別な場合として、ワークショップの Plenary talk において投資期間に依存する問題に関する結果を紹介した。若手研究者の発表では、資本構成の分析やオプションの価格付けなどさまざまな研究の報告がなされた。

【プログラム】

March 8, 2010 (Mon) 10:00-10:10 Opening Address

Lecture by Professor Martin Schweizer
March 8, 2010 (Mon) 10:00-11:40,13:30-15:00,15:30-17:00
Title: "Optimal investment and consumption problems"

International Workshop

March 9, 2010 (Tue) 10:00-17:40

10:00-11:00 Martin Schweizer, ETH Zurich
"How do optimal portfolio choices depend on the time horizon?"
11:00-11:40 Takuji Arai, Keio University
"Convex risk measures on Orlicz spaces: convolution and shortfall"

13:00-13:40 Xianhua Peng, The Fields Institute and York University
"What Is a Good External Risk Measure: Bridging the Gaps between Robustness, Subadditivity, and Insurance Risk Measures"
13:40-14:20 Kazutoshi Yamazaki, Osaka University
"Precautionary Measures for Credit Risk Management in Jump Models"

14:40-15:20 Suguru Yamanaka, The University of Tokyo
"Modeling of Contagious Credit Events and Risk Analysis of Collateralized Debt Obligations"

15:20-16:00 Rogemar S Mamon, University of Western Ontario
"A model for electricity spot prices with recursive parameter estimation"
(with Fred Espen Benth and Christina Erlwein)

16:20-17:00 Min Zheng, University of Technology, Sydney
"The Market Impact and Survival of Boundedly Rational Traders"
(with Carl Chiarella and Xue-Zhong He)
17:00-17:40 Clifford Lam, London School of Economics and Political Science
"Estimation of Large Latent Factor Models for Time Series Data"
(with Qiwei Yao and Neil Bathia) [slide]

18:00-20:00
Reception at Akihabara UDX Building

March 10, 2010 (Wed) 10:00-18:10

10:00-10:40 Michael Ludkovski , University of California, Santa Barbara
"Asymptotic illiquidity effects in optimal consumption-investment problems"
(with Hyekyung Min)
10:40-11:20 Grzegorz Pawlina, Lancaster University Management School
"Capital structure, liquidity and transferable human capital in competitive equilibrium"
(with Bart Lambrecht)
11:20-12:00 Ning Cai, The Hong Kong University of Science and Technology
"Pricing Path Dependent Options under a Flexible Jump Diffusion Model"

13:20-14:00 Ana Babus, CFAP University of Cambridge
"Strategic Relationships in Over-the-Counter Markets"
14:00-14:40 Akira Yamazaki, Mizuho-DL Financial Technology Co.,Ltd., / The University of Tokyo
"Pricing Swaptions under the Libor Market Model of Interest Rates with Local-Stochastic Volatility Models"
(with Kenichiro Shiraya and Akihiko Takahashi)

15:00-15:40 Vladimir Surkov, The Fields Institute and University of Western Ontario
"Efficient Fourier Transform-Based Pricing of Interest Rate Derivatives"
15:40-16:20 Kohta Takehara, The University of Tokyo
"General Computation Schemes for a High-Order Asymptotic Expansion Method"
(with Akihiko Takahashi and Masashi Toda)

16:40-17:20 Kyo Yamamoto, The University of Tokyo
"Generating a Target Payoff Distribution with the Cheapest Dynamic Portfolio: An Application to Hedge Fund Replication"
(with Akihiko Takahashi)
17:20-18:00 Tatsuo Ichikawa, Morgan Stanley Japan Securities Co., Ltd / Tokyo Metropolitan University
"Regime Shifts in a Dynamic Term Structure Model of Japanese Government Bond Yields"
(with Hirokuni Iiboshi)

18:00-18:10
Closing Address

特別セミナー

第 31 回　特別セミナー

日　　時：2009 年 4 月 24 日（金）17:30-19:10
場　　所：東京大学経済学研究科棟 地下 1 階 第 1 教室
スピーカー：David Johnstone 教授（Professor of Finance and Chair of Finance, University of Sydney）
演　　題：Economic Interpretation of Maximum Likelihood and the Probability of Bankruptcy

スピーカーのプロフィール：

David Johnstone is the National Australia Bank Professor of Finance at the Graduate School of Business of University of Sydney. Before joining University of Sydney, he taught in the School of Business at the University of California Berkeley. He won teaching awards in the MBA programs both at Berkeley and Sydney. He received his Ph. D. in Economics from the University of Sydney.

Professor Johnstone's current research focuses on the multi-disciplinary theory of investment under uncertainty and related issues on asset valuation and market microstructure. One of the topics involves the use of probability scoring rules, used widely in the evaluation of weather forecasts, to choose between competing insolvency prediction models. Two recent papers, published in Theory and Decision and the Journal of Banking and Finance, extended his work on decision theory to include behavioral finance models. His research on asset valuation for the purposes of tariff regulation formed the basis for a review of Australian regulatory practices by the Productivity Commission. He has been the invited keynote speaker on this topic at several national conferences hosted by Australian regulatory agencies. He also has a long record of developing and delivering executive teaching programs in Australia and internationally.

第 32 回　特別セミナー

日　　時：2009 年 4 月 28 日（火）16:00-17:40
場　　所：東京大学経済学研究科棟 地下 1 階 第 1 教室
スピーカー：三輪 芳朗 教授（東京大学大学院経済学研究科金融教育研究センター）
演　　題：Credit Crunch?:『法人企業統計季報』個表にみる 1997－1999 年「金融危機」の実相

スピーカーのプロフィール：

東京大学経済学部卒業。同大学院経済学研究科で経済学博士号を取得。信州大学経済学部助教授、東京大学経済学部助教授、同教授を経て、1996 年東京大学大学院経済学研究科教授に就任、現在に至る。研究分野は、産業組織、規制と法の経済学、およびコーポレート・ガバナンス。研究課題は、現代の市場経済における政府の望ましい役割、会社その他の組織に関わる法制度、日本の資本市場と日本企業のコーポレート・ガバナンスの関係、望ましい金融規制のあり方について研究を行っている。

第 33 回　特別セミナー

日　　時：2009 年 5 月 19 日（火）17:30-19:10
場　　所：東京大学経済学研究科棟 地下 1 階 第 1 教室
スピーカー：Michel Crouhy 博士（Head of Research and Development at NATIXIS）
テ　ー　マ：Financial Crisis
演　　題：Financial Engineering and Financial Crisis (joint research with Stuart Turnbull and Robert Jarrow)

スピーカーのプロフィール：

Dr. Michel Crouhy has the bankwide oversight on all quantitative research and the development of new products and applications supporting the trading and structuring businesses. He is also responsible for implementing a bankwide RAROC system. He is the founder and President of the NATIXIS Foundation for Quantitative Research which promotes and support academic research and world class events in the area of mathematical finance.

Prior to his career in the industry, Michel Crouhy was a Professor of Finance at the HEC School of Management in Paris, where he was also the founder and director of the M.S. HEC in International Finance, the first M.S. program in Financial Engineering. He has been a visiting professor at the Wharton School and at UCLA. Dr. Crouhy holds a Ph.D from the Wharton School and is Doctoris Honoris Causa from the University of Montreal.

He is the author and co-author of several books, the most recent ones being "Risk Management" (McGraw-Hill-2001), "The Essentials of Risk Management" (McGraw-Hill-2006) and has published extensively in academic journals in the areas of banking, options, risk management and financial markets. He is also Associate Editor of several academic and professional journals.

第 34 回　特別セミナー

日　　時：2009 年 6 月 2 日（火）17:30-19:10
場　　所：東京大学経済学研究科棟 地下 1 階 第 1 教室
スピーカー：中尾 武彦 氏（財務省国際局次長）
演　　題：国際金融危機の構図と対応　－経済政策理論上の含意－

スピーカーのプロフィール：

1978 年大蔵省入省、証券局、主税局、国際金融局の課長補佐を歴任した後、1994 年 IMF（国際通貨基金）政策企画審査局審議役に出向（ガーナ、キルギスタン、ヨルダン、イラン等の経済プログラム作成に参加）。その後、大臣官房、銀行局等を経て、98 年に財務省国際局国際機構課長（IMF 関係の企画立案、アジア通貨危機、九州・沖縄サミット、G7 蔵相会合）、2000 年に主計局主計官（外務省、経済産業省の予算、各省所管 ODA 予算）、02 年に国際局開発政策課長（ODA 政策、主要国債権者会議、インドネシア、イラク支援、国際協力銀行の監督）、04 年に国際局総務課長に就任。05 年 7 月から 2 年間にわたり在米国大使館公使（財務）。07 年 7 月から現職。主な著書に「アメリカの経済政策」、「グローバル化と財政」、主な論文に「我が国の ODA と国際的な援助潮流」、“Japanese ODA:Adapting to the Issues and Challenges of the New Environment”、「日本の 1990 年代における財政政策の経験」、「ヘッジファンドと国際金融市場」、「IMF、資本移動拡大に対応」など。東京大学経済学部卒業、カリフォルニア大学バークレー校経営学修士。

第 35 回　特別セミナー

日　　時：2009 年 6 月 22 日（月）17:30-19:10
場　　所：東京大学経済学研究科棟 地下 1 階 第 1 教室
スピーカー：Ehud I. Ronn 教授（Director, Center for Energy Finance Education and Research, Professor of Finance, McCombs School of Business, University of Texas at Austin）
テ　ー　マ：Investment and Capital Markets
演　　題：The Valuation and Information Content of Options on Crude-Oil Futures Contracts

スピーカーのプロフィール：

Professor Ehud I. Ronn obtained his B.Sc. and M.Sc. in Economics at the Technion, the Israel Institute of Technology, and his Ph.D. in Finance from Stanford University. He has published articles on investments, interest rate-sensitive instruments and energy derivatives in the academic and practitioner literature, including Journal of Finance, Journal of Business, American Economic Review and Energy & Power Risk Management. He is the editor of _Real Options and Energy Management_ published in 2002.

Prior to joining the University of Texas at Austin, Dr. Ronn was on the faculty of the business schools at the University of California, Berkeley, and the University of Chicago. He also served as consultant to government agencies, an insurance company, investment banks, risk advisory firms and an energy-derivative software vendor in the interest-rate and energy-commodity arenas. In Nov. 2004, Dr. Ronn was one of fifty individuals selected by Energy Risk Magazine to the "Energy Risk Hall of Fame."

In the energy-consulting area, Dr. Ronn has addressed the multiple issues of Risk Assessment; Construction of Optimal Hedge Portfolios; VAR and CVAR; Dual-Fuel Options; Valuation of Load-Following Services; Modeling Energy Prices and Pricing Monthly and Daily Options; and the Valuation and Optimal Management of Storage Facility. Dr. Ronn has addressed practitioner as well as academic audiences at energy-finance conferences and training courses.

第 36 回　特別セミナー

日　　時：2009 年 6 月 23 日（火）12:00-13:30
場　　所：東京大学経済学研究科棟 4 階 トレーディング・ラボ
スピーカー：Edward Green 教授（Professor of Economics, The Pennsylvania State University）
演　　題：Efficient Contracts, Inefficient Equilibria, and Renegotiation

スピーカーのプロフィール：

Edward Green is Professor of Economics at the Pennsylvania State University since 2004. He has made many major contributions to economic theory including dynamic contract theory, revealed preference theory and equilibrium theory. He has been a Fellow of the Econometric Society since 1987 and is a co-editor of Theoretical Economics. He has previously taught at Princeton University, California Institute of Technology, and the University of Minnesota. He has also held visiting positions at many universities such as the University of Chicago and London School of Economics. Also, he was a senior vice president at the Federal Reserve Bank of Chicago in 2000-2004.

第 37 回　特別セミナー

日　　時：2009 年 10 月 20 日（火）17:30-19:10
場　　所：東京大学経済学研究科棟 地下 1 階 第 1 教室
スピーカー：Oldrich Vasicek 博士（Special Advisor, Moody's KMV）
演　　題：Models of the Term Structure of Interest Rates

スピーカーのプロフィール：

Dr. Oldrich Alfons Vasicek is a founding partner of KMV Corporation and a Special Advisor to Moody's KMV. In his early career, he was a Vice President in the Management Science Department of Wells Fargo Bank. His academic career included teaching graduate finance at the University of Rochester, the University of California at Berkeley, and at Ecole Superieure des Sciences Economiques et Commerciales (ESSEC) in France. A native of the Czech Republic, he holds a Ph.D. in probability theory from Charles University in Prague. Dr. Vasicek works in mathematical finance, particularly on development of quantitative models of firms, financial instruments and financial markets. He has published over 30 articles in financial and mathematical journals and has received a number of honors, including the Graham and Dodd Award, the Roger F. Murray Prize, the Award of the Institute for Quantitative Research in Finance, the IAFE Financial Engineer of the Year Award, and the Risk Magazine Lifetime Achievement Award. He has been inducted into the Derivatives Strategy Hall of Fame, the Fixed Income Analysts Society Hall of Fame, and the Risk Magazine Hall of Fame. His theory of the term structure of interest rates is generally recognized as a genesis of that field in finance.

第 38 回　特別セミナー

日　　時：2009 年 10 月 27 日（火）17:30-19:10
場　　所：東京大学経済学研究科棟 地下 1 階 第 1 教室
スピーカー：Oldrich Vasicek 博士（Special Advisor, Moody's KMV）
演　　題：The Economics of Interest Rates

スピーカーのプロフィール：

Dr. Oldrich Alfons Vasicek is a founding partner of KMV Corporation and a Special Advisor to Moody's KMV. In his early career, he was a Vice President in the Management Science Department of Wells Fargo Bank. His academic career included teaching graduate finance at the University of Rochester, the University of California at Berkeley, and at Ecole Superieure des Sciences Economiques et Commerciales (ESSEC) in France. A native of the Czech Republic, he holds a Ph.D. in probability theory from Charles University in Prague. Dr. Vasicek works in mathematical finance, particularly on development of quantitative models of firms, financial instruments and financial markets. He has published over 30 articles in financial and mathematical journals and has received a number of honors, including the Graham and Dodd Award, the Roger F. Murray Prize, the Award of the Institute for Quantitative Research in Finance, the IAFE Financial Engineer of the Year Award, and the Risk Magazine Lifetime Achievement Award. He has been inducted into the Derivatives Strategy Hall of Fame, the Fixed Income Analysts Society Hall of Fame, and the Risk Magazine Hall of Fame. His theory of the term structure of interest rates is generally recognized as a genesis of that field in finance.

第 39 回　特別セミナー

日　　時：2009 年 11 月 9 日（月）17:30-19:00
場　　所：東京大学経済学研究科棟 地下 1 階 第 1 教室
スピーカー：Robert Macrae 氏（英国ヘッジファンド　Arcus Investment Limited）
演　　題：Back to Basics Short-Sample Unconstrained Markowicz

スピーカーのプロフィール：

Robert Macrae, CFA, is managing director of Arcus Investment, a U.K. based hedge fund manager he founded in 1998 with Mark Pearson and Peter Tasker. Arcus manages a range of hedge and long-only funds including Arcus Zensen Fund, Arcus Japan Fund, Arcus Leaders Fund and Arcus Japan Value Fund. All invest primarily in Japan following a fundamental value approach, with total assets under management of approximately $220 million. Robert has spent the last eighteen years in the hedge fund industry, applying engineering concepts of robustness, reliability and problem-solving to value investment and risk control. He has a degree in Electrical Engineering from Imperial College.

第 40 回　特別セミナー

日　　時：2009 年 11 月 27 日（金）17:30-19:00
場　　所：東京大学経済学研究科棟 地下 1 階 第 1 教室
スピーカー：Dan diBartolomeo 氏（President, Northfield Information Service）
演　　題：Joint Estimation of Equity Risk and Liquidity Risk

スピーカーのプロフィール：

Mr. diBartolomeo is President and founder of Northfield Information Services, Inc. Based in Boston since 1986, Northfield develops quantitative models of financial markets. The firm's clients include nearly three hundred financial institutions in twenty countries.

Mr. diBartolomeo is a Visiting Professor at the CARISMA research center of Brunel University in London. He formerly served on the industry liaison committee of the Department of Statistics and Actuarial Sciences at New Jersey Institute of Technology. He also continues his several years of service as a judge in the Moscowitz Prize competition, given for excellence in academic research on socially responsible investing by the University of California, Berkeley.

Mr. diBartolemo received his degree in applied physics from Cornell University. He writes and lectures extensively and frequently presents papers at CFA Institute and other academic and industry meetings. His most recent publications are "Just Because We Can Doesn't Mean We Should: Use of Daily Data in Performance Attribution" published in the Spring, 2003 Journal of Performance Measurement, and the "DSI Catholic Values 400" (with Lloyd Kurtz in Journal of Investing 2005) and "Measuring Investment Skill using the Effective Information Coefficient" in the Fall 2008, Journal of Performance Measurement.

第 41 回　特別セミナー

日　　時：2010 年 3 月 2 日（火）15:30-17:00
場　　所：東京大学経済学研究科棟 4 階 トレーディング・ラボ
スピーカー：Ignazio Visco 氏（イタリア中央銀行副総裁）
討 論 者：小西 秀樹 教授（早稲田大学）
演　　題：Pension System Sustainability: Some Policy Proposals

スピーカーのプロフィール：

Mr. Visco is Deputy Director General and Member of the Governing Board of the Bank of Italy. He is also G-7 and G-20 Central Bank Deputy, Chairman of the ESCB International Relations Committee, and an alternate member of the BIS Board of Directors. He has been at the Bank of Italy since 1974, and was the Head of the Research Department from 1990 to 1997 and the Central Manager for International Affairs and for Economic Research between March 2004 and December 2006. Between 1997 and 2002 he was the Chief Economist and Head of the Economic Department of the OECD in Paris.

第 42 回　特別セミナー

日　　時：2010 年 3 月 16 日（火）15:00-17:00
場　　所：東京大学赤門総合研究棟 2 階 第 6 教室
スピーカー：Andre Perold 教授（George Gund Professor of Finance and Banking, Harvard Business School）
演　　題：金融危機後の金融の行方

スピーカーのプロフィール：

スタンフォード大学博士課程卒業（Ph.D.）。1979 年にハーバード・ビジネス・スクールに就任以来、ファイナンス・ファカルティー代表、リサーチ部門長、ファイナンス・コース長などを歴任。バンガード・グループ等の取締役を務める。ハーバード・ビジネス・スクールでは、投資マネジメント及び資本市場分野を担当、MBA コースの発展に貢献。エグゼクティブ向けのワークショップも主催している。1994 年のビジネス・ウィーク誌では、大学内で最も優れた教授として学生から選出された。資産運用アドバイス会社（HighVista）を設立。財団・基金の運用を専門に、多様なアセットクラスへの投資をアドバイス。個人として金融機関や投資会社に対するコンサルティングも実施。

世界的金融危機の分析

金融教育研究センター（CARF）では、経済学研究科、日本経済国際共同研究センター（CIRJE）と協力して最近の金融危機に関するプロジェクトの紹介、教員による最新のコメント、また全体の理解に役立ちそうな基礎的な研究の紹介等を随時行っている。

イベント等

開催日	イベント名	
2009.5.17	日本金融学会-CARF 共催 パネルディスカッション「クレジット市場と金融危機」	詳細については P4 を参照
2009.7.3	CARF-RIETI 共催シンポジウム 「金融危機と日本経済の行方」	詳細については P12 を参照

教員による金融危機についての最新のコメント

コメント	著者	掲載日
「米家計デフレ圧力の憂うつ」　日経ヴェリタス 『異見達見』 2009 年 4 月 12 日	植田和男	2009.5.11
"Solving Japan's Economic Puzzle" Far Eastern Economic Review, May 2009.	植田和男	2009.5.11
"Government Debt Management at Low Interest Rates" (with R.N.McCauley) BIS Quarterly Review, June 2009	植田和男	2009.6.8
「マクロ政策だけで経済を見るな　世界恐慌期の日米比較」 朝日新聞 Globe（2009 年 5 月 11 日）	岡崎哲二	2009.7.2
「日銀より出口難しい FRB」日経ヴェリタス 『異見達見』 2009 年 7 月 5 日	植田和男	2009.8.3
Non-Traditional Monetary Polices: G7 Central Banks during 2007-2009 and the Bank of Japan during 1998-2006	植田和男	2009.11.10
「低金利とデフレの罠」　日経ヴェリタス 『異見達見』 2009 年 11 月 22 日	植田和男	2009.11.25
The Structure of Japan's Financial Regulation and Supervision and the Role Played by the Bank of Japan	植田和男	2009.12.28

より基礎的な研究の紹介：今回の危機と関係のある日本の経験

タイトル	著者	発表時期
The Effects of the Bank of Japan's Zero Interest Rate Commitment and Quantitative Monetary Easing on the Yield Curve: A Macro-Finance Approach (subsequently published in **The Japanese Economic Review**, September 2007, Vol. 58, No. 3, 303-328)	Oda, Nobuyuki and Kazuo Ueda	2005.4
The Bank of Japan's Monetary Policy and Bank Risk Premiums in the Money Market (subsequently published in **International Journal of Central Banking**, March 2006, Vol.2, No. 1, 105-136)	Baba, Naohiko, Motoharu Nakashima, Yousuke Shigemi, Kazuo Ueda	2005.9
The Bank of Japan's Struggle with the Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates: Exercises in Expectations Management (subsequently published in **International Finance**, Summer 2005, Vol. 8, No. 2, 329-350)	Ueda, Kazuo	2005.9
Micro-aspects of Monetary Policy: Lender of Last Resort and Selection of Banks in Pre-war Japan (Published in **Explorations in Economic History**, October 2007, v. 44, iss. 4, pp. 657-79)	Tetsuji Okazaki	2006.11
"Credit Crunch" ？:『法人企業統計季報』個表にみる 1997-1999 年「金融危機」の実相	三輪芳朗	2008.8
バブル崩壊後の金融市場の動揺と金融政策	福田慎一	2008.10
"Government Debt Management at Low Interest Rates" (with R.N.McCauley) BIS Quarterly Review, June 2009	Kazuo Ueda	2009.6
Non-Traditional Monetary Polices: G7 Central Banks during 2007-2009 and the Bank of Japan during 1998-2006	Kazuo Ueda	2009.11
The Structure of Japan's Financial Regulation and Supervision and the Role Played by the Bank of Japan	Kazuo Ueda	2009.12

東京ファイナンス研究会

東京ファイナンス研究会は、東京大学金融教育研究センター、青山学院大学大学院国際マネジメント研究科、一橋大学大学院国際企業戦略研究科、早稲田大学大学院ファイナンス研究科が中心となって運営する研究会である。金融経済学（ファイナンス）の理論研究、実証研究、数理ファイナンス、ならびに金融実務への応用研究をテーマに、大学人と金融機関に所属する研究者が連携して定期的に研究会を開いている。

第 33 回　東京ファイナンス研究会

日　時：　2009 年 4 月 21 日（火）16:00-17:40
場　所：　東京大学経済学研究科棟 4 階 トレーディング・ラボ
報告者：　本多 俊毅 氏（一橋大学大学院国際企業戦略研究科准教授）
演　題：　公的年金における資産・負債管理と積立金運用

第 35 回　東京ファイナンス研究会

日　時：　2009 年 5 月 28 日（木）16:00-17:40
場　所：　東京大学経済学研究科棟 4 階 トレーディング・ラボ
報告者：　Nicolae Garleanu 氏（Assistant Professor, HAAS School of Business, University of California, Berkeley）
演　題：　Dynamic Trading with Predictable Returns and Transaction Costs

第 36 回　東京ファイナンス研究会

日　時：　2009 年 7 月 16 日（木）16:00-17:40
場　所：　東京大学経済学研究科棟 4 階 トレーディング・ラボ
報告者：　南 聖治 氏（りそな銀行アセットマネジメント部投資技術開発グループ チーフ・クオンツ・アナリスト）
演　題：　ファクターティルトと最適レバレッジ比率

第 37 回　東京ファイナンス研究会

日　時：　2009 年 10 月 13 日（火）16:00-17:40
場　所：　東京大学経済学研究科棟 4 階 トレーディング・ラボ
報告者：　Dmitry Livdan 氏（Assistant Professor of Finance, Walter A. Haas School of Business,University of California, Berkeley）
演　題：　Informed Trading and Portfolio Returns

第 38 回　東京ファイナンス研究会

日　時：　2009 年 11 月 11 日（水）16:00-17:30
場　所：　コレド日本橋 5 階 早稲田大学日本橋キャンパスホール
報告者：　Roger Ibbotson 氏（Professor of Finance, Yale School of Management, Chairman and CIO of Zebra Capital Management, LLC）
演　題：　Liquidity as an Investment Style

第 39 回　東京ファイナンス研究会

日　時：　2009 年 12 月 8 日（火）16:00-17:40
場　所：　東京大学経済学研究科棟 4 階 トレーディング・ラボ
報告者：　Ayako Yasuda 氏（Assistant Professor of Management, Graduate School of Management, University of California at Davis）
演　題：　The Economics of Private Equity Funds

第 40 回　東京ファイナンス研究会

日　時：　2010 年 1 月 18 日（月）16:00-17:40
場　所：　コレド日本橋 5 階 早稲田大学日本橋キャンパス 教室 9
報告者：　松本 哲人 氏（Research Department, IMF）
演　題：　International Risk Sharing During the Globalization Era Digging into Commodities (Coauthored with Harrison Hong)

第 41 回　東京ファイナンス研究会

日　時：　2010 年 2 月 24 日（火）16:00-17:40
場　所：　東京大学経済学研究科棟 4 階 トレーディング・ラボ
報告者：　Luca Taschini 氏（Grantham Research Institute, London School of Economics）
演　題：　Pricing, hedging and market design issues for carbon emission permits

第 42 回　東京ファイナンス研究会

日　時：　2010 年 3 月 23 日（火）16:00-17:40
場　所：　東京大学経済学研究科棟 4 階 トレーディング・ラボ
報告者：　Motohiro Yogo 氏（Assistant Professor of Finance, Wharton School, University of Pennsylvania）
演　題：　Digging into Commodities (Coauthored with Harrison Hong)

金融システム研究フォーラム

2009年2月にCARFを基盤として「金融システム研究フォーラム」が発足した。

通貨供給量（M）や金利（r）に関わるissues（の研究）の重要性を認めつつも、流動性（liquidity）・クレジット（credit）や決済システムに関わるissues（の研究）に大きな関心が向けられるようになって久しい。2007年夏以降顕在化し、世界経済を大混乱に陥れ、100年に一度とも評される深刻な不況の導火線になったともいわれる“financial crisis”も、“credit crunch (or crisis)”、流動性の偏在、決済システムの不調などと性格づけられることが多い。

ミクロ経済学の分析手法を重視する研究者が中心となって、liquidity、credit、決済システムなどに関わるissuesについて中長期的視点から議論し研究を進める場として“forum”を創設することとした。呼びかけ人であり当面の会合の進行役である三輪芳朗が代表を務める。新井富雄、市村英彦、倉澤資成、松島斉、大橋弘、柳川範之をはじめとする多数の大学研究者が参加している。参加実務家はその範囲・数の両面で現在拡大中である。毎回15名前後のメンバーが参加する会合を今年度は計21回開催した。

第4回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009年4月10日（金）18:00-20:30
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12階 第1共同研究室
概　要：　米国財務省から発表された、いわゆるGeithner Planに焦点を合わせて、その内容、機能、役割、予想される帰結と影響、一連の関連政策の流れの中における位置づけ、今後の関連政策の展開などの諸側面について、宮田、福原両氏からの報告と問題提起を得ながら討議した。

第5回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009年4月13日（月）18:00-20:30
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12階 第1共同研究室
概　要：　三輪から「論点整理メモ：with nine appendices」と題する提出メモについて報告を受け討議した。

第6回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009年5月29日（金）18:00-21:00
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12階 第2共同研究室
概　要：　Geneva Report (Brunnermier, Crockett, Goodhart, Persaud, Shin, The Fundamental Principles of Financial Regulation, January 2009) について柳川氏から報告を受けて議論した。

第7回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009年6月12日（金）18:00-21:00
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12階 第2共同研究室
概　要：　前回に引き続き、Geneva Report (Brunnermier, Crockett, Goodhart, Persaud, Shin, The Fundamental Principles of Financial Regulation) を素材にした柳川氏の報告を受けて、討議した。

第8回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009年6月19日（金）18:00-21:00
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12階 第3共同研究室
概　要：　Andrew W. Loの“Regulatory Reform in the Wake of the Financial Crisis of 2007-2008”を素材にした倉澤氏の報告を受けて討議した。

第９回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009 年 6 月 26 日（金）18:00-21:00

場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室

概　要：　榎本堅氏をはじめとする 4 名の方においでいただき「日本における公的資金注入について」と題して、日本における公的資金注入について、りそな銀行の具体的事例に触れながらお話を伺い、討議した。

第 10 回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009 年 7 月 3 日（金）18:00-22:00

場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室

概　要：　Stephen Morris and Hyun Song Shin の“Illiquidity Component of Credit Risk”(2009)について川口康平、成田悠輔両氏から紹介と報告を受け、討議した。

第 11 回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009 年 7 月 17 日（金）18:00-21:30

場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 2 共同研究室

概　要：　前半はキャピタルコンサルティングの森本祐司氏から「大きな下方リスクの管理：理論と実践の現状」と題して極値理論の利用の問題・現状と、金融機関が利用しているストレステスト等について報告を受けて討議し、後半は野村ホールディングスの柏原俊介氏から「リスクマネージメントの実務」と題する報告を受けて討議した。

第 12 回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009 年 7 月 24 日（金）18:30-21:30

場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室

概　要：　オリックスの福島啓修、大野慎也両氏を含む 4 名の方々から「社債市場拡大のための要望・提言」と題する報告を受け、討議した。

第 13 回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009 年 9 月 18 日（金）18:00-21:30

場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室

概　要：　野村證券金融工学研究センターの進藤久佳氏から「米国商業用不動産ローン担保証券（CMBS）市場の現状」と題する報告を受け、討議した。

第 14 回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009 年 10 月 2 日（金）18:00-21:30

場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室

概　要：　不動産証券化協会上席主任研究員（東京大学公共政策大学院特任教授）内藤伸浩氏をはじめとする不動産証券化協会の方々計 3 名においでいただき、「J リート創設の経緯と市場概況」と題する報告を受け、討議した。

第 15 回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009 年 10 月 23 日（金）18:00-21:30

場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 2 共同研究室

概　要：　Barclays Global Investors の福原正大氏、室井理沙氏から“Overview of Securities Lending”と題する報告を受け、討議した。

第 16 回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009 年 11 月 20 日（金）18:00-21:30

場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室

概　要：　東京大学の三輪芳朗氏から「『貸し渋り』・『借り渋り』、と『返済猶予』？」と題する報告を受け、討議した。

第 17 回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009 年 12 月 4 日（金）18:00-21:30
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 3 共同研究室
概　要：　横浜国立大学の倉澤資成氏から Viral V.Acharya and Philipp Schnabl "Securitization Withour Risk Transfer"に関する報告を受け、討議した。

第 18 回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009 年 12 月 11 日（金）18:00-21:30
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室
概　要：　東京大学大学院（D１）の小川博雅氏から Frederic Malherbe "Self-fulfilling Liquidity Dry-ups"に関する報告を受け、討議した。

第 19 回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2009 年 12 月 18 日（金）18:00-21:30
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室
概　要：　東京大学の松島斉氏から "Incentives in Hedge Funds"と題する報告を受け、討議した。

第 20 回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2010 年 1 月 8 日（金）18:00-21:30
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室
概　要：　東京大学の加納隆氏から John H. Cochrane の "Understanding Fiscal and Monetary Policy in 2008-2009"に関する報告を受け、討議した。

第 21 回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2010 年 1 月 29 日(金)　18:00-21:30
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室
概　要：　東京大学の市村英彦氏から Efraim Benmelech and Jennifer Dlugosz の "The Credit Rating Crisis"(NBER w15045) に関する報告を受け、討議した。

第 22 回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2010 年 2 月 12 日(金)　18:00-21:30
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室
概　要：　りそな銀行の荒川研一氏から「中小企業向け融資の現状と課題」と題する報告を受け討議した。

第 23 回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2010 年 2 月 26 日(金)　18:00-21:30
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室
概　要：　東京大学の三輪芳明氏から「『貸し渋り』・『借り渋り』と『信用保証』: 1998.10～2001.3 の特別信用保証を中心に」と題する報告を受け、討議した。

第 24 回　金融システム研究フォーラム

日　時：　2010 年 3 月 19 日(金)　18:00-21:30
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室
概　要：　早稲田大学の秋葉賢一氏から「金融商品会計基準－評価と債権償却の動向―」と題する報告を受け、討議した。

マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

第１回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：　2009 年 4 月 8 日（水）12:00-13:00
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室
演　題：　Organizational Meeting

第２回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：　2009 年 4 月 22 日（水）12:00-13:00
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室
報告者：　加納 隆 氏（東京大学）
演　題：　Habit formation and the present-value model of the current account: yet another suspect

第３回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：　2009 年 5 月 13 日（水）12:00-13:00
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室
報告者：　藤本 淳一 氏（東京大学）
演　題：　The Value of Uncertainty under Limited Commitment

第４回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：　2009 年 6 月 10 日（水）12:00-13:00
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室
報告者：　Vladyslav Sushko 氏（UC Santa Cruz, 東京大学）
演　題：　Market Timing and Market Crashes, Evidence from Real Estate Stocks

第５回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：　2009 年 6 月 24 日（水）12:00-13:00
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室
報告者：　田中 茉莉子 氏（東京大学）
演　題：　資本の異世代間取引について

第６回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：　2009 年 7 月 21 日（火）12:00-15:00
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 2 共同研究室
報告者：　1)　今 喜史 氏（東京大学）
　　2)　山元 武 氏（東京大学）
　　3)　白石 耕祐 氏（東京大学）
演　題：　1)　産業構成の変化、比較優位と均衡失業率
　　2)　ダブルミスマッチ・モデルによる外部資本逃避の影響の分析
　　3)　外貨準備高の最適ポートフォリオ －概観－

第７回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：　2009 年 7 月 30 日（木）16:50-18:30
場　所：　東京大学経済学研究科棟 3 階 第 4 教室
報告者：　西山 慎一 氏（Bank of Canada）
演　題：　How Important are Financial Shocks for the Canadian Business Cycle?
備　考：　CIRJE Macroeconomics Workshop と共催

第８回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：　2009 年 9 月 30 日（水）12:00-13:00
場　所：　東京大学経済学研究科棟 12 階 第 1 共同研究室
報告者：　山田 潤司 氏（東京大学）
演　題：　需要ショックと日本の貯蓄率

第９回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：　2009 年 10 月 28 日（水）12:00-13:00
場　所：　東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール） 2 階 会議室
報告者：　宮沢 健介 氏（東京大学）
演　題：　Japan's Lost Decade and Decline in Labor Input

第 10 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：　2009 年 11 月 11 日（水）12:00-13:00
場　所：　東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール） 2 階 会議室
報告者：　小枝 淳子 氏（東京大学）
演　題：　The Calm before the Storm: Can Uncertainty Explain Term Premiums? (Joint with Ryo Kato)

第 11 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：　2009 年 11 月 25 日（水）12:00-13:00
場　所：　東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール） 2 階 会議室
報告者：　白石 耕祐 氏（東京大学）
演　題：　発展途上国における資本流入、外貨準備とインフレ

第 12 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：　2009 年 12 月 9 日（水）12:00-13:00
場　所：　東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール） 2 階 会議室
報告者：　山元 武 氏（東京大学）
演　題：　名目契約による銀行預金の安定性について

第 13 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：　2010 年 1 月 20 日（水）12:00-13:00
場　所：　東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール） 2 階 会議室
報告者：　松本 哲人 氏（International Monetary Fund）
演　題：　International Risk Sharing During the Globalization Era
(joint with Bob Flood and Nancy Marion)
備　考：　CIRJE Macroeconomics Workshop と共催

第 14 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：　2010 年 3 月 10 日（水）12:00-13:00
場　所：　東京大学経済学研究科棟　3 階　第 3 教室
報告者：　田中 茉莉子 氏（東京大学）
演　題：　第三通貨の国際的流通について

ワーキングペーパー

F-series

分類番号	タイトル	著者	発表時期
CARF-F-149	Computation in an Asymptotic Expansion Method	Akihiko Takahashi, Kohta Takehara, Masashi Toda Hitoshi Matsushima	2009.06
CARF-F-150	Generating a Target Payoff Distribution with the Cheapest Dynamic Portfolio: an Application to Hedge Fund Replication (Revised in March 2010)	Akihiko Takahashi, Kyo Yamamoto	2009.06
CARF-F-151	Business Cycle Implications of Internal Consumption Habit for New Keynesian Model	Takashi Kano, James M. Nason	2009.06
CARF-F-152	Exclusive Dealing and Large Distributors	Ryoko Oki, Noriyuki Yanagawa	2009.07
CARF-F-153	Investment Frictions versus Financing Frictions	Takao Kobayashi, Risa Sai	2009.07
CARF-F-154	A Note on Construction of Multiple Swap Curves with and without Collateral (Revised in January 2010)	Masaaki Fujii, Yasufumi Shimada, Akihiko Takahashi	2009.07
CARF-F-155	What Happened to Risk Management During the 2008-09 Financial Crisis?	Michael McAleer, Juan-Angel Jimenez-Martin, Teodosio Pe'rez-Amaral	2009.08
CARF-F-156	Do We Really Need Both BEKK and DCC? A Tale of Two Covariance Models	Massimiliano Caporin, Michael McAleer	2009.08
CARF-F-157	Volatility Spillovers Between Crude Oil Futures Returns and Oil Company Stocks Return	Chia-Lin Chang, Michael McAleer, Roengchai Tansuchat	2009.08
CARF-F-158	Has the Basel II Accord Encouraged Risk Management During the 2008-09 Financial Crisis?	Michael McAleer, Juan-AngelJimenez-Martin, Teodosio Pe'rez-Amaral	2009.08
CARF-F-159	A Decision Rule to Minimize Daily Capital Charges in Forecasting Value-at-Risk	Michael McAleer, Juan-AngelJimenez-Martin, Teodosio Pe'rez-Amaral	2009.08
CARF-F-160	The Second End of Laissez-Faire -- Bootstrapping Nature of Money and Inherent Instability of Capitalism (Revised in October 2009)	Katsuhito Iwai	2009.08

CARF-F-161	Hedging European Derivatives with the Polynomial Variance Swap under Uncertain Volatility Environments	Akihiko Takahashi, Yukihiro Tsuzuki, Akira Yamazaki	2009.08
CARF-F-162	Modelling Conditional Correlations for Risk Diversification in Crude Oil Markets	Chia-Lin Chang, Michael McAleer, Roengchai Tansuchat	2009.08
CARF-F-163	Forecasting Volatility and Spillovers in Crude Oil Spot, Forward and Futures Markets	Chia-Lin Chang, Michael McAleer, Roengchai Tansuchat	2009.08
CARF-F-164	The Ten Commandments for Optimizing Value-at-Risk and Daily Capital Charges	Michael McAleer	2009.08
CARF-F-165	Asymptotic Expansion Approaches in Finance: Applications to Currency Options (forthcoming in "Financial Derivatives: Risk Management, Modeling Tools and Hedging Strategies")	Akihiko Takahashi, Kohta Takehara	2009.08
CARF-F-166	Alternative Asymmetric Stochastic Volatility Models	Manabu Asai, Michael McAleer	2009.08
CARF-F-167	Asymmetry and Leverage in Realized Volatility	Manabu Asai, Michael McAleer, Marcelo C. Medeiros	2009.08
CARF-F-168	Dynamic Conditional Correlations for Asymmetric Processes	Manabu Asai, Michael McAleer	2009.08
CARF-F-169	Value-at-Risk for Country Risk Ratings	Michael McAleer, Bernardo da Veiga, Suhejla Hoti	2009.09
CARF-F-170	Modelling the Interactions Across International Stock, Bond and Foreign Exchange Markets	Abdul Hakim, Michael McAleer	2009.09
CARF-F-171	Optimal Risk Management Before, During and After the 2008-09 Financial Crisis	Michael McAleer, Juan-AngelJimenez-Martin, Teodosio Pe'rez-Amaral	2009.09
CARF-F-172	Exchange Rate and Industrial Commodity Volatility Transmissions and Hedging Strategies	Shawkat M. Hammoudeh, Yuan Yuan, Michael McAleer	2009.09
CARF-F-173	Simple Expected Volatility (SEV) Index: Application to SET50 Index Options	Chatayan Wiphatthanananthakul, Michael McAleer	2009.09
CARF-F-174	Implementation and Mind Control	Hitoshi Matsushima	2009.10
CARF-F-175	Modelling Conditional Correlations in the Volatility of Asian Rubber Spot and Futures Returns (Revised in November 2009)	Tanchanok Khamkaew, Michael McAleer, Roengchai Tansuchat	2009.10

CARF-F-176	Pricing Barrier and Average Options under Stochastic Volatility Environment (Revised in March 2010)	Kenichiro Shiraya, Akihiko Takahashi, Masashi Toda	2009.10
CARF-F-177	Pricing Average Options on Commodities	Kenichiro Shiraya, Akihiko Takahashi	2009.10
CARF-F-178	VaR Forecasts and Dynamic Conditional Correlations for Spot and Futures Returns on Stocks and Bonds	Abdul Hakim, Michael McAleer	2009.11
CARF-F-179	Dynamic Conditional Correlations in International Stock, Bond and Foreign Exchange Markets: Emerging Markets Evidence	Abdul Hakim, Michael McAleer	2009.11
CARF-F-180	Non-Traditional Monetary Polices: G7 Central Banks during 2007-2009 and the Bank of Japan during 1998-2006	Kazuo Ueda	2009.11
CARF-F-181	Computing Densities: A Conditional Monte Carlo Estimator	Richard Anton Braun, Huiyu Li, John Stachurski	2009.11
CARF-F-182	Optimal monetary policy when asset markets are incomplete	R. Anton Braun, Tomoyuki Nakajima	2009.11
CARF-F-183	Modelling Long Memory Volatility in Agricultural Commodity Futures Returns	Roengchai Tansuchat, Chia-Lin Chang, Michael McAleer	2009.11
CARF-F-184	Pricing Average Options on Commodities	Kenichiro Shiraya, Akihiko Takahashi	2009.11
CARF-F-185	Pricing Barrier and Average Options under Stochastic Volatility Environment (Revised in March 2010)	Kenichiro Shiraya, Akihiko Takahashi, Masashi Toda	2009.11
CARF-F-186	It Pays to Violate: How Effective are the Basel Accord Penalties?	Bernardo da Veiga, Felix Chan, Michael McAleer	2009.11
CARF-F-187	Precious Metals-Exchange Rate Volatility Transmissions and Hedging Strategies	Shawkat Hammoudeh, Yuan Yuan, Michael McAleer, Mark A. Thompson	2009.11
CARF-F-188	A Panel Threshold Model of Tourism Specialization and Economic Development	Chia-Lin Chang, Thanchanok Khamkaew, Michael McAleer	2009.11
CARF-F-189	Forecasting Realized Volatility with Linear and Nonlinear Models	Michael McAleer, Marcelo C. Medeiros	2009.11
CARF-F-190	Interdependence of International Tourism Demand and Volatility in Leading ASEAN Destinations	Chia-Ling Chang, Thanchanok Khamkaew, Michael McAleer, Roengchai Tansuchat	2009.11
CARF-F-191	Multivariate Stochastic Volatility with Cross Leverage (Revised as CARF-F-198(2009))	Tsunehiro Ishihara, Yasuhiro Omori	2009.11

CARF-F-192	Daily Tourist Arrivals, Exchange Rates and Volatility for Korea and Taiwan	Chia-Lin Chang, Michael McAleer	2009.11
CARF-F-193	An Asymptotic Expansion with Malliavin Weights: An Application to Pricing Discrete Barrier Options (Revised in January 2010)	AkihikoTakahashi, Toshihiro Yamada	2009.12
CARF-F-194	An Asymptotic Expansion with Push-Down of Malliavin Weights (Revised in January 2010)	Akihiko Takahashi, Toshihiro Yamada	2009.12
CARF-F-195	A Survey on Modeling and Analysis of Basis Spreads	Masaaki Fujii, Yasufumi Shimada, Akihiko Takahashi	2009.12
CARF-F-196	A Market Model of Interest Rates with Dynamic Basis Spreads in the presence of Collateral and Multiple Currencies	Masaaki Fujii, Yasufumi Shimada, Akihiko Takahashi	2009.12
CARF-F-197	Realized Volatility Risk (Revised in January 2010)	David E. Allen, Michael McAleer, Marcel Scharth	2009.12
CARF-F-198	Efficient Bayesian estimation of a multivariate stochastic volatility model with cross leverage and heavy-tailed errors (Revised version of CARF-F-191(2009))	Tsunehiro Ishihara, Yasuhiro Omori	2009.12
CARF-F-199	Stochastic volatility model with leverage and asymmetrically heavy-tailed error using GH skew Student's t-distribution	Jouchi Nakajima, Yasuhiro Omori	2009.12
CARF-F-200	The Structure of Japan's Financial Regulation and Supervision and the Role Played by the Bank of Japan	Kazuo Ueda	2009.12
CARF-F-201	Market Efficiency of Oil Spot and Futures: A Stochastic Dominance Approach	Hooi Hooi Lean, Michael McAleer, Wing-Keung Wong	2010.01
CARF-F-202	Conditional Correlations and Volatility Spillovers Between Crude Oil and Stock Index Returns	Roengchai Tansuchat, Chia-Lin Chang, Michael McAleer	2010.01
CARF-F-203	The Tokyo Finance Markets Research Data Services: I. Factors Data for Equity Markets	Eiichiro Kazumori	2010.02
CARF-F-204	Convertible Subordinated Debt Financing and Optimal Investment Timing	Kyoko Yagi, Ryuta Takashima	2010.02
CARF-F-205	Incentives in Hedge Funds	Hitoshi Matsushima	2010.02
CARF-F-207	The Role of Uncertainty in the Term Structure of Interest Rates: A Macro-Finance Perspective	Junko Koeda, Ryo Kato	2010.03
CARF-F-208	Finitely Repeated Prisoners' Dilemma with Small Fines: Penance Contract	Hitoshi Matsushima	2010.03

CARF-F-209	Role of Linking Mechanisms in Multitask Agency with Hidden Information (Revised version of CARF-F-059 (2006); Accepted in Journal of Economic Theory)	Hitoshi Matsushima, Koichi Miyazaki, Nobuyuki Yagi	2010.03
CARF-F-210	On Pricing Barrier Options with Discrete Monitoring (Revised in April 2010)	Kenichiro Shiraya, Akihiko Takahashi, Toshihiro Yamada	2010.03
CARF-F-211	A New Hedge Fund Replication Method With The Dynamic Optimal Portfolio (Forthcoming in Global Journal of Business Research)	Akihiko Takahashi, Kyo Yamamoto	2010.03
CARF-F-212	New Unified Computational Algorithm in a High-Order Asymptotic Expansion Scheme (Forthcoming in The Proceedings of KIER-TMU International Workshop on Financial Engineering 2009)	Kohta Takehara, Akihiko Takahashi, Masashi Toda	2010.03
CARF-F-213	Role of Relative and Absolute Performance Evaluations in Intergroup Competition (Accepted in Japanese Economic Review)	Hitoshi Matsushima	2010.03

J-series

分類番号	タイトル	著者	発表時期
CARF-J-060	金融危機と中央銀行の役割：ゼロ金利政策、量的緩和政策、および信用緩和政策	福田慎一	2009.12
CARF-J-061	『貸し渋り」・「借り渋り」と「信用保証」：1998.10～2001.3の特別信用保証を中心に』	三輪芳朗	2010.03

セミナー風景など

特別セミナー（D. Johnstone 教授）

東京ファイナンス研究会（N. Garleanu 教授）

特別セミナー（R. Macrae 氏）

特別セミナー（I. Visco 氏）

特別セミナー（E. Ronn 教授）

特別セミナー（M. Crouhy 博士）

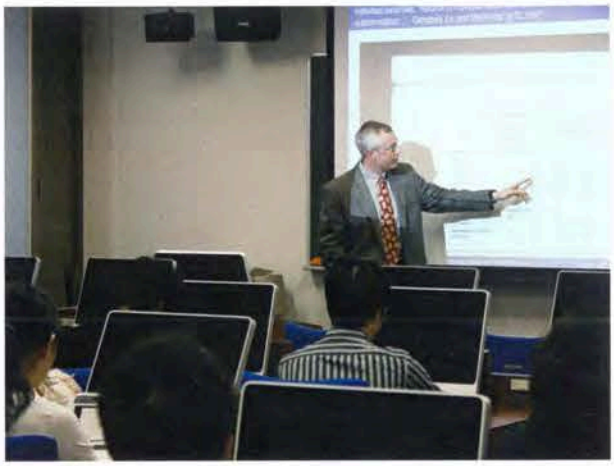
東京ファイナンス研究会（於 早稲田大学, R. Ibbotson 教授）

特別セミナー（O. Vasicek 博士）

特別セミナー（E. Green 教授）

特別セミナー（D. diBartolomeo 氏）

特別セミナー（A. Perold 教授）



東京ファイナンス研究会（D. Livdan 教授）

データベース

金融教育研究センター（CARF）では学術研究のために以下のデータベース、及び金融情報サービスを提供している。

分析用データベース

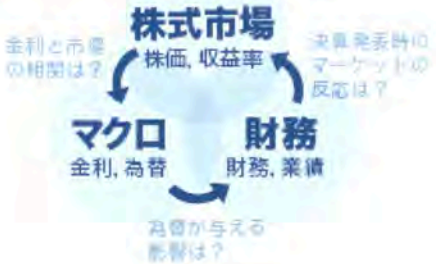
日経投資分析データベース

Powered by NEEDS

日経投資分析データベース

国内最大規模の総合経済データバンクとして証券市場の分析や実務に定評のある日経 NEEDS のデータを、ファイナンス研究用データベースおよびサーチツールとしてアレンジ、提供しています。上場株式関連データを中心に、財務データ、資金調達データなど企業ごとの情報や、金利・為替データ、GDP、指数等の市場・経済動向のデータなど、詳細な数値情報を、見やすく検索しやすい形式で収録。分析をサポートするなどのソリューションも同時に利用できます。

http://www.nikkei.co.jp/needs/



財務情報、株価、マクロ動向などデータベースに収録されるあらゆるデータを、統一したフォーマットでダウンロード、分析できます。

ファイナンス研究用データベースおよびサーチツール

国内最大規模の総合経済データバンクとして証券市場の分析や実務に定評のある日経 NEEDS のデータを、ファイナンス研究用データベースおよびサーチツールとしてアレンジ、提供しています。

上場株式関連データを中心に、財務データ、資金調達データなど企業ごとの情報や、金利・為替データ、GDP、指数等の市場・経済動向のデータなど、詳細な数値情報を、見やすく検索しやすい形式で収録。分析をサポートするなどのソリューションも同時に利用できます。

データベースのテーブル構成

Oracle®を使用したリレーショナルデータベースです。「株価・収益率」「日次展開財務」「市場別株価」「市場別属性」「増資関連」「企業ファイナンス」「決算期展開財務」「マクロ・指数」「ティック日次情報」など、あわせて 60 以上のテーブルで構成されています。

株式市場の研究に適したデータ構成

日次株価・収益率	NEEDS が算出する厚生年金基金連合基準に基づいた終値データをもとに、株価の配当込み収益率や調整係数、時価総額を収録します。
日次財務データ	そのデータ日付時点で分かっていた財務情報を5期前まで展開します。株価の動きとあわせて使いやすい形で収録しています。
決算期単位の財務	日次展開された財務データでは分からない詳細項目について、決算期単位で提供します。履歴情報も収録しています。
ファイナンスデータ	日経の業績修正や資本異動、合併、自社株買い等のイベントに関する情報をもらさずチェックすることができます。

その他、指数データ、マクロデータ、ティックデータなど、NEEDS の提供する企業や経済環境に関する様々な情報を網羅しています。

加工しやすいソフトウエア

SQL＊Plusより	Oracle 社の提供する SQL*Plus から、データのダウンロード、加工を行えます。
KeySQLより	Microsoft Excel へ連携したDB検索ツールである KeySQL では、表のイメージのままデータベースをファイルにダウンロードできます。
SASより	分析・統計ソフトウェアである SAS を Oracle データベースに接続することで、SAS データセットの形でデータを取得し自由に加工できます。
日経の提供ツールより	当データベース専用の検索ツール(Nikkei Financial Data Search Tool)で複数テーブルのデータを Microsoft Excel や CSV ファイルに一括してダウンロード、加工できます。

・Oracle, SQL*Plus は米国 Oracle Corporation の商標または登録商標です
・KeySQL はテニック株式会社の商標または登録商標です
・SAS は米国 SAS Institute Inc.の商標または登録商標です
・Microsoft Excel は米国 Microsoft Corporation の商標または登録商標です

Wharton Research Database Services (WRDS)

Wharton Research Database Services (WRDS)

WRDS は WWW 上で利用可能なデータマネージメント用システムであり、広範囲にわたる金融、経済、市場の情報から必要な情報を容易に抽出することができます。ユーザの要求に基づくデータ抽出環境に加え、計算機上でのバッチ処理環境も提供します。CRSP や COMPUSTAT からの金融データのマネージメントツールとして有名ですが、これ以外にも証券市場のインデックス、債券価格や金利、投資信託や株式保有に関する情報、オプション、及び広範なマクロ経済時系列を用意しています。

http://wrds.wharton.upenn.edu/

NRI Dataline Service

NRI Dataline Service

DataLine は、マクロ経済･金融情報、企業情報、銘柄･時価情報、NRI 独自のインデックス情報等のデータを自席パソコンの Excel 上に直接ダウンロードしてご利用いただくサービスです。ご提供する金融情報データベースには、プロフェッショナル･ユースの経験で培われ、投資分析のニーズに応えたデータを収録しています。データベースのメンテナンスは NRI の専門スタッフが責任をもって担当しますので、常にメンテナンスされたデータベースにアクセスすることが可能です。ユーザ様はプロユースに耐える各種の情報を、Excel の関数･グラフ機能などにより自由に加工してご利用いただけます。

http://www.e-aurora.jp/

Barra Aegis/COSMOS/WMM

Barra Aegis/COSMOS/WMM

バーラ日本/米国株式モデル(Aegis)は、バーラのリスク推定とファンドマネージャーの運用スキル、スタイルを組み合わせて最適なポートフォリオを構築し、リスク及びリターンの管理を行うツールです。バーラ･グローバル債券モデル(COSMOS)は、運用者の独自の投資スタイルを反映する為に、債券･デリバティブ･通貨を含めた最適な戦略を構築し、保有ポジションの全体的なリスクをコントロールするための意思決定支援ツールです。ワールドマーケットモデル(WMM)は、リスク分析機能、効率的ポートフォリオ構築機能、パフォーマンス分析機能を備えた国際分散投資のための投資分析ツールです。

http://www.barra.com/jp/

Thomson Datastream

Thomson Datastream

データストリームは、金融･経済分析をサポートするヒストリカル･データベースと配信･分析システムを提供するグローバル情報サービスです。1964 年の設立以来 40 年以上にわたり、世界の金融機関、政府機関、研究機関を中心とする顧客の情報ニーズに幅広く応え、高い評価を得てきました。

http://www.thomsonfinancial.co.jp/im/im2-1.html

イボットソン投資分析ソフトウェア&データベース

イボットソン投資分析ソフトウェア&データベース

イボットソン･アソシエイツは、ファイナンス分野で最も基礎となる資産クラスのリスクとリターンの実証分析と推計のために、日米をはじめとした主要国の株式市場、債券市場、短期金融市場の超長期の投資収益率データおよび投資分析ソフトウェアを提供しています。投資収益率データベースには、イボットソン･オリジナルの超長期データに加えて、世界中の株式、債券、不動産、為替レートなど約 19,000 系列を超えるインデックス関連データが収録されています。また、世界各国の投資信託、オフショア 280,000 系列に及ぶ個別ファンド関連データも収録されており、合計約 30 万系列の投資収益率データベースが、研究者や実務家に幅広く利用されています。

http://www.ibbotson.co.jp/products/iaj_encorr.htm

ブルームバーグ・プロフェッショナル・サービス

ブルームバーグ・プロフェッショナル・サービス

ブルームバーグ・ビジネスの中核を成すブルームバーグ・プロフェッショナル・サービスは、いまや金融プロフェッショナルにとって必要不可欠なツールです。金融・経済情報を配信するこの画期的なインタラクティブ・ネットワークは、世界の金融市場を把握するために必要なすべてを網羅しています。1台のプラットフォームにデータ、ニュース、分析、マルチメディアリポート、メール機能をシームレスに統合し、的確な投資判断とさまざまな通貨による取引執行をサポートするブルームバーグ・プロフェッショナル・サービスは、世界 126 カ国 260,000 人を超えるマーケット・プロフェッショナルに 24 時間休みなく利用されています。

http://about.bloomberg.co.jp/about/professional/index.html

センター施設

経済学研究科棟４階フロア

施設案内

経済学研究科学術交流棟（小島ホール）４階
　センター長室
経済学研究科棟４階
　リサーチ・ラボ
　トレーディング・ラボ
　コモン・ラボ
　センター研究支援室
　ネットワーク室

金融教育研究センターは経済学研究科棟４階に設置されていて、フロア全体がセンターの施設となっている。

金融データベースの提供など、主に研究活動を支援するための「リサーチ・ラボ」、ファイナンスの実験環境の提供など、主に教育活動を支援するための「トレーディング・ラボ」、各種 OS マシン、各種分析ソフトなどを備えた「コモン・ラボ」、サーバ、ネットワーク機器を格納した「ネットワーク室」、センター設備の管理・サポートやセンター事務を行う「センター研究支援室」の５部屋から成る。

リサーチ・ラボ

金融データベースを検索するための端末が設置されたスペース、ネットワーク環境、液晶プロジェクタ、ホワイトボードを備え、研究についての議論などを行うためのスペース、研究員用のスペースから成る。

トレーディング・ラボ

情報基盤センター教育用計算機システムの iMac 端末（Windows 環境有り）を 31 台設置している。カメラ・システム、マイク・システムを導入し、ファイナンスの実験などに利用できるようになっている。

コモン・ラボ

各種 OS マシン（日本語版 Windows、英語版 Windows、Macintosh、SUN など）を約 10 台設置している。各種分析ソフトを導入し、多様なニーズに対応できるようにしている。

センター研究支援室

スタッフが常駐し、コンピュータを中心としたセンター設備や金融データベースなどの充実を図り、これらの管理・サポートを行っている。セミナー、ワークショップ開催などにおけるセンター事務、センターのホームページ更新なども行っている。

ご支援いただいている企業

「東京大学金融教育研究センター」は文部科学省から産学連携施設の認定を受けた研究機関です。その運営は、国の予算と民間の寄付金でまかなわれます。現在、センターには次の企業からご支援をいただいています。

シティグループ

第一生命

日本生命

野村ホールディングス

三井住友銀行

三菱東京ＵＦＪ銀行

明治安田生命

（五十音順）

東京大学金融教育研究センター

〒113－0033　東京都文京区本郷７丁目３番１号
http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/