東京大学金融教育研究センター

2016年度活動報告書

CARF ACTIVITY REPORT 2016

CARF
CENTER FOR ADVANCED RESEARCH IN FINANCE

産業界からの支援

東京大学金融教育研究センター（CARF）の運営資金は政府による特別教育研究経費の支給のほか、広く産業界・金融界からの支援を受けてまかなわれています。

2016 年度は、次の企業の皆様からご支援をいただきました。

一生涯のパートナー
第一生命
Dai-ichi Life Group

第一生命保険株式会社

NOMURA

野村ホールディングス株式会社

SMBC 三井住友銀行

株式会社三井住友銀行

MUFG

株式会社三菱東京 UFJ 銀行

FINATEXT

株式会社 Finatext

GCI Asset Management

株式会社 GCI アセット・マネジメント

UTEC
Co-Founders for Innovation

株式会社東京大学エッジキャピタル（UTEC）

目次

1 ごあいさつ …… 2
2 活動概要 …… 3
3 センターの構成 …… 4
ファカルティ
諮問委員会
4 リサーチ …… 7
物価・資産価格変動に関する研究
スキャナデータを用いた日次物価指数の開発 ―消費・賃金への拡大―
経済ニュースが株価のボラティリティに及ぼす影響に関する研究
ヒト・モノ・カネの流れと資産価格のダイナミクスの関係
物価予想の形成メカニズムに関する研究
金融システム・バブル
総括：日本経済の失われた 20 年
金融監督政策研究会
グローバル化する環太平洋地域における金融問題の新潮流
フィンテックに関する法と経済学的研究
バブルと危機 ―理論と実験―
バブル、金融危機と政策対応 研究会
世界の企業レベルでの様々な金融及びマクロ経済政策・制度の影響
ファイナンス
アクチュアリーのための数理的・計量的手法の研究
連続過程における最適化とフィルタリングについての研究
会計・コーポレートガバナンス
IFRS と日本の会計制度（現代会計フォーラム）
地方金融機関における地域支援のための実践課題② ―製造現場の会計課題と実務問題
コーポレートガバナンスの新たな局面に関する経済分析
5 イベント …… 51
19th Annual Japan Project Meeting
SWET：Summer Workshop on Economic Theory
CARF・日本銀行決済機構局共催コンファランス「フィンテックと貨幣の将来像」
第 18 回マクロコンファンレンス
CARF・日本政策投資銀行設備投資研究所の共催コンファレンス「コーポレート・ガバナンス」
Student Round Table with Nobel Laureate Professor Eric Maskin
第 1 回　金融ジュニア・ワークショップ
マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ
CARF セミナー
CARF 特別セミナー
6 ワーキングペーパー …… 83
7 データベース …… 87
8 施設案内 …… 88

ごあいさつ

2005 年 4 月に発足した東京大学金融教育研究センター（Center for Advanced Research in Finance, CARF）は、同じく 2005 年 4 月に開設された大学院経済学研究科金融システム専攻、（2015 年 4 月より現代経済、経営、数量ファイナンスコース）、並びに 2007 年 4 月開設の経済学部金融学科と一体となって、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・実証両面から世界トップ水準の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かぎり、世界の学界および産業・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。

発足当初から、当センターは、金融システムのデザインの研究と政策提言、マクロ金融政策の理論・実証研究、金融工学・ファイナンスの理論研究およびその応用の 3 分野を活動の柱と位置づけてきました。また、こうした研究を推進するための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重視してきました。研究用データベース環境に関しては、2007 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、常に最新かつ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。

また、当センターは、文部科学省から産学連携施設に認定されており、その運営資金は政府による教育研究経費の支給のほか、広く産業界・金融界からの支援を受けてまかなわれています。2016 年度は、第一生命保険株式会社、野村ホールディングス株式会社、株式会社三井住友銀行、株式会社三菱東京 UFJ 銀行の 4 社に加え、株式会社 Finatext、株式会社 GCI アセット・マネジメント、株式会社東京大学エッジキャピタルより新たにご支援をいただきました。また経済学部へ株式会社みずほフィナンシャルグループ、農林中央金庫よりご支援をいただき発足した寄付講座ともいくつかの活動で連携させていただいています。政府からの教育研究経費は当初は 5 年を単位とした支給でしたが、それまでの活動実績が認められ、2010 年度から恒久措置化され、5 年毎に事業進捗状況の評価を受けています。

当センターの研究成果は学術論文にまとめた上で、CARF ワーキングペーパーとして公開しておりますが、2005 年の発足以来、これまでに 513 本の論文を内外に発信してまいりました。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、マクロ金融政策の分野、ファイナンスの分野、および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、さらなる研究成果をあげるべく活動を続けるとともに、日本を含むアジア経済、および世界経済のバランスのとれた発展の支援を目指して、その成果を広く社会に還元していく所存です。

東京大学金融教育研究センター
センター長　渡辺 努

活動概要

本年度は、金融・マクロ経済の分野、ファイナンス・会計の分野、金融政策・監督の分野、地域金融機関経営の分野で研究活動を展開し、多くの成果を挙げることができました。それぞれの分野における活動の概要は次のとおりです。

まず、金融・マクロ経済の分野では、スキャナーデータを用いて高精度・高頻度の物価指標を作成する研究・開発を継続しています。今年度は特に、商品の参入と退出を考慮に入れつつ生計費指数を計測する手法を開発したほか、商品バーコードに入っている企業 ID を利用して、ある企業の作っている全製品を集め、その企業の物価を作るという手法（企業別物価指数）の開発に着手しました。財・サービスの価格だけでなく、不動産の売買価格や賃貸価格への応用にも取り組んでおります。東大の開発した日次物価指数は、日本のデフレを精度高くタイムリーに捉える指標として市場関係者の間で定着しつつあり、海外投資家からも多くの問い合わせをいただくに至っております。さらには、政府内に統計改革推進会議が設置されるなど、ビッグデータを用いて政府統計を刷新する動きが活発化する中で、東大日次物価プロジェクトはその先駆的な例として注目を集めております。

次に、金融システム・バブル関連では、「総括：日本経済の失われた 20 年」プロジェクトが、金融システム問題を中心に日本経済の停滞を再評価する試みを行っているほか、資産価格バブルと金融危機の関係に関する理論的分析や金融機関行動に関する実験研究など、最先端の課題に取り組んでおります。また、ブロックチェーン等の技術を金融分野に応用する「フィンテック」についても、経済学と経営学の観点からの研究を進めております。昨年 11 月には日本銀行決済機構局と共催で「フィンテックと貨幣の将来像」と題するコンファランスを、また本年 3 月には「貨幣・決済の未来とブロックチェーンの進展」と題するシンポジウムを開催し、いずれも大盛況となり、活発な意見交換を行うことができました。フィンテックを日本に根付かせるには、純粋に技術的な課題の解決は当然として、商慣行、法制度、規制などの面でも工夫が必要であり、そうした面に焦点を絞った当センターの研究活動は他に例を見ないとの評価をいただいております。

ファイナンス・会計チームは、投資信託の運用スタイル分析のほか、本学の経営研究チームの製造業分析のノウハウを使って地方銀行の融資行動を分析するという、経済と経営を跨ぐユニークな取り組みも進めており、着実に成果を挙げてきております。また、12 月には日本政策投資銀行と共催で「コーポレート・ガバナンス」に関するシンポジウムを開催致しました。

さらに、産官学交流の場という面では、「金融監督政策研究会」、「IFRS と日本の会計制度（現代会計フォーラム）」、「会計ワークショップ」、「フィンテック研究フォーラム」などを開催してきました。また、海外との研究交流にも積極的に取り組み、昨年 8 月には The National Bureau of Economic Research（NBER、全米経済研究所）と共催で “19th Annual Japan Project Meeting” を開催したほか、本年 2 月にはメカニズムデザインの研究で第一人者の Eric Maskin ハーバード大教授（2007 年ノーベル経済学賞受賞）を招聘し研究交流を行いました。

こうした研究活動の成果として、本年度は 25 本（英文）と 3 本（和文）の学術論文が当センターのワーキングペーパーの形で公開されています（詳細は P.83 を参照）。

センターの構成

ファカルティ

センター長

渡　辺　　努　Watanabe, Tsutomu
マクロ経済学、国際金融、企業金融
（兼務：金融教育研究センター運営委員会委員長）

副センター長

植 田　和 男　Ueda, Kazuo
マクロ経済学、金融論

教授

青 木　浩 介　Aoki, Kosuke
マクロ経済学

大 日 方　隆　Obinata, Takashi
財務会計

高 橋　明 彦　Takahashi, Akihiko
ファイナンス

西 村　清 彦　Nishimura, Kiyohiko G.
中央銀行論、経済理論、経済統計

福 田　慎 一　Fukuda, Shin-ichi
マクロ経済学、国際金融、金融

松　島　　斉　Matsushima, Hitoshi
ゲーム理論、情報の経済学、ミクロ経済学、実験経済学、金融制度理論

宮 尾　龍 蔵　Miyao, Ryuzo
マクロ経済学，金融，応用時系列分析

柳 川　範 之　Yanagawa, Noriyuki
金融契約、法と経済学

米 山　正 樹　Yoneyama, Masaki
財務会計

准教授

植田　健一　Ueda, Kenichi
金融論，マクロ経済学（兼務：東京大学公共政策大学院所属）

佐藤　整尚　Sato, Seisho
計量ファイナンス

首藤　昭信　Shuto, Akinobu
会計学

常勤講師

白谷　健一郎　Shiraya, Kenichiro
ファイナンス

鈴木　通雄　Suzuki, Michio
マクロ経済学、リスクシェアリングと経済格差、設備投資

都築　幸宏　Tsuzuki, Yukihiro
数理ファイナンス

平野　智裕　Hirano, Tomohiro
金融市場の不完全性とマクロ経済学

藤井　優成　Fujii, Masaaki
ファイナンス

特任研究員

今井　聡　Imai, Satoshi

清水　千弘　Shimizu, Chihiro

水野　貴之　Mizuno, Takayuki（2016 年 12 月 31 日退任）

渡辺　広太　Watanabe, Kota

招聘研究員

伊藤　隆敏　Ito, Takatoshi
マクロ経済学、金融政策、国際金融、日本経済論
（コロンビア大学・政策研究大学院大学教授）

諮問委員会

当センターでは諮問委員会を設け、金融の分野で著名な方々にセンターの運営上の重要な問題について助言を仰いでいます（敬称略・50 音順）。

氏 家　純 一　Ujiie, Junichi
野村ホールディングス株式会社　名誉顧問

永 易　克 典　Nagayasu, Katsunori
株式会社三菱東京 UFJ 銀行 相談役

宮 田　孝 一　Miyata, Koichi
株式会社三井住友フィナンシャルグループ　取締役社長

森田　富治郎　Morita, Tomijiro
第一生命保険株式会社　特別顧問

（2016 年度現在）

RESEARCH

物価・資産価格変動に関する研究

RESEARCH

01

スキャナデータを用いた日次物価指数の開発

—消費・賃金への拡大—

教授
渡辺 努

特任研究員
渡辺 広太（キヤノングローバル戦略研究所研究員）

今年度の活動概要

1988 年から現在に至る約四半世紀分の日次スキャナデータ（POS データ）を概観すると、日本のスーパーで販売された商品の数（JAN コード数）は 1990 年代中盤以降すう勢的な増加を続けており、また商品の参入・退出率（全体のうち、その年に販売を開始・終了した商品数の比率）は米国の類似研究と比較して高い。このような個別商品の活発な新陳代謝はマクロな物価にどのような影響を与え、計測される物価指数にどのようなバイアスを生じさせるのかを分析することが、本年度の主たる研究テーマである。本研究は、上田晃三氏（早稲田大学政経学術院）との共著論文として査読付き学術論文誌へ投稿された。

総務省が発表している消費者物価指数（以下、CPI）では、商品の新陳代謝の効果を「品質調整」によって調整する。「品質調整」とは、新旧異なる商品の品質・性能差に着目し、「仮に旧商品と同じ質であったら新商品の価格はいくらか」を推定する手法である。うまく調整できれば、新旧商品を同品質の同じ財とみなし、あたかも新陳代謝が起きていない状況を作り出すことができる。ただし、このような調整は性能を数量化しやすい PC などの一部の工業製品では一定程度妥当なものの、本研究で分析対象となる食品や日用品に適用するのは簡単ではない。実際に CPI には品質の数量的評価に基づく品質調整を行わない品目も少なくない。

東大日次物価指数においても、２時点（去年と今年）で同じ JAN コードを持つ商品が存在する場合のみ価格を比較する「共通サンプル」という方法をベースにしており、新陳代謝を無視している。ここで重要な点は、新陳代謝の分析が「商品の参入時価格は退出時価格よりも高く、旧商品の退出時価格は新商品の参入時価格よりも低い」という傾向を示していることである。また、インフレ期には新商品の参入時価格が旧商品のそれを上回るのに対し、デフレ期においては両者がほぼ見合っていることも見てとれる。これは、東大指数方式で計測されるインフレ率（注）と販売単価の変化率の間に顕著な乖離を生じさせる可能性を示唆している。東大指数方式では、旧商品の退出時価格と新商品の参入時価格の差を無視するためである。加えて、本 POS データの分析からは、短寿命商品と長寿命商品の間で参入時価格と退出時価格の差に明確な違

いが観察されておらず、単位時間当たりの平均価格変化率は短寿命商品の方が大きい。これを所与とすれば、共通サンプル方式によって計算されるインフレ率に生じるバイアスは、商品の新陳代謝の活発化・短寿命化が進むほど大きくなる可能性がある。以上のように、新旧商品間の価格差の調整如何によって計測されるインフレ率が大きく影響を受けるという点は、品質調整の重要性を物語っている。

Feenstra（1994）は効用理論を背景にした生計費指数（Cost of Living Index、以下 COLI）の議論から、新旧商品の品質差をその販売シェアの比率を用いて計測し、共通サンプル方式を修正する手法を提案した。COLI と CPI とは多少毛色が異なるものの、この方法には、数量化された品質・性能情報を持たない商品を含めた全ての商品に一律の品質調整基準を適用可能であるという利点がある。他方、Bils（2009）は米国の耐久財データの実証分析から、品質差とは無関係に「新商品を買うことの効用（ファッション効果）」による一時的な需要増から新商品の販売シェアが上昇すると述べており、本研究の実証分析でも同様の傾向が見られている。

以上の議論を踏まえ、本研究では Feenstra（1994）を拡張し、品質差とファッションの双方の効果を特定し、それを調整した COLI を計測する手法を提案した。本手法においては、品質が参入からの時間経過に依存せず一定であるのに対し、ファッション効果は参入からの時間経過によってやがて消滅すると仮定する。

本手法を用いて COLI を計測すると、ファッション効果を考慮するか否かによって結果に顕著な違いが観察された。まず第一に、分析結果は新商品のファッション効果の存在を支持するが、その大きさは商品カテゴリーによって大きく異なっている。第二に、ファッション効果を考慮しない場合、新商品の一時的なシェア増を品質に由来するものと判定することで品質向上分を過大に評価し、それを調整することで COLI の変化率は共通サンプル方式で計算されるインフレ率を大きく下回る（デフレがより深刻になる）。第三に、ファッション効果を考慮すると COLI の変化率は大きくなり（デフレがマイルドになり）、90年代中盤以降には共通サンプル方式と同等、もしくはそれを上回る結果となった。これは、本手法によって特定された品質向上率が縮小することによって、COLI が上方圧力（インフレ圧力）を受けた結果であると考えられる。

渡辺 広太

今後は、本研究結果とインフレ国の新陳代謝の実証分析および本手法による生計費指数の計測結果を比較するとともに、新陳代謝の背後にある企業の価格設定行動や新陳代謝の意思決定をモデル分析することにより、日本の長期デフレと商品の新陳代謝の間の関係を分析する必要がある。

（注）本研究で分析対象となる財はスーパーで販売されている食料品や日用品に限られる。家計の支出に占めるこれら財カテゴリーの消費金額比率は 20% に満たない。本稿では、これらの財価格変動の集計値もインフレ率と呼んでいる。

引用文献

1. Feenstra, Robert C. (1994), “New Product Varieties and the Measurement of Inter- national Prices,” American Economic Review, 84(1), 157–177.
2. Bils, Mark (2009), “Do Higher Prices for New Goods Reflect Quality Growth or Inflation?” Quarterly Journal of Economics, 124(2), 637–675.

RESEARCH

02

経済ニュースが株価のボラティリティに及ぼす影響に関する研究

教授
渡辺 努

特任研究員
水野 貴之（国立情報学研究所准教授）

水野 貴之

今年度の活動概要

確かな根拠に基づく政策立案（EBPM）を求める声が高まっている。これは、迅速さが求められる政策立案に対して、公的統計の作成速度が追いつかないために、政府や当局は経験則等や理論等による推定に基づいた政策立案がされている現状に対する改善要求である。経験則や理論では、しばしば「想定外」を見落としてしまうし、政策の効果が現れ始めたのかの微妙なタイミングと経済変化を捉えるのが困難で、更に政策を行使するのかの判断が難しくなる。近年、経済や金融のビッグデータに対する機械的なアプローチによる公的統計の作成が各国で検討されている。これが可能になれば、作成速度は大幅に向上し、統計的な根拠に基づく政策立案が可能になる。

本研究は、EBPM に関連する研究である。1/100 秒単位の経済ニュースとファイナンスデータを用いて、金融市場の参加者が関心のある情報は何であるのか、どのような政策や出来事に参加者はどのように反応するのかを、オンラインにナウキャストする技術を構築することを目的としている。平成 28 年度は本プロジェクトの最終年度と位置付け、これまでの成果について、株式銘柄への依存性や時間依存性などのロバスト性のチェックと、成果をまとめることをおこなった。

具体的には、Thomson Reuters の情報端末 Eikon に様々なメディアから配信された年間 100 万記事を超えるニュースの記事間の関係性から、(1) リアルタイムにニュースの新規性と話題性を測定する手法を構築し、新規性と話題性の高いニュースには市場が大きく反応することと [1, 2]、(2) 人間が持つネガティブバイアスを利用して、ニュースの記事数から予想より悪い出来事を察知して、今後の株価トレンドが予測できることを、NYSE と NASDAQ に上場する全ての企業について年ごとに調査し、(1) や (2) の結果が銘柄や期間に依存しないロバストであることを明らかにした [3]。

過去のニュース記事と単語の類似が少なければ、ニュースに新規性があり、同時刻における多数のメディアで類似する単語が数多く使われれば、そのニュースは話題性が高いと判断でき、新規性や話題性が高いニュースには、市場は大きく反応する。図 1 はゼネラル・モーターズの例である。そして、人は株価が下がる出来事ほど、多くの情報を欲しがり、メディアは

ニュースを供給する。そのために、急激にニュース数が増加した後には、株価が下がる傾向にある。図２はS&P500の銘柄で分析した例である。このような傾向は、銘柄や期間に対してロバストである。

研究成果

[1] T. Mizuno, T. Ohnishi and T. Watanabe. Novel and topical business news and their impact on stock market activities, Submitted to EPJ Data Science.

[2] T. Mizuno, T. Ohnishi, T. Watanabe (2015) Novel and topical business news and their impact on stock market activities. CARF-F366.

[3] Y. Tahira, T. Mizuno (2017) Trading strategy of a stock index based on the frequency of news releases for listed companies, Evolutionary and Institutional Economics Review. (in press)

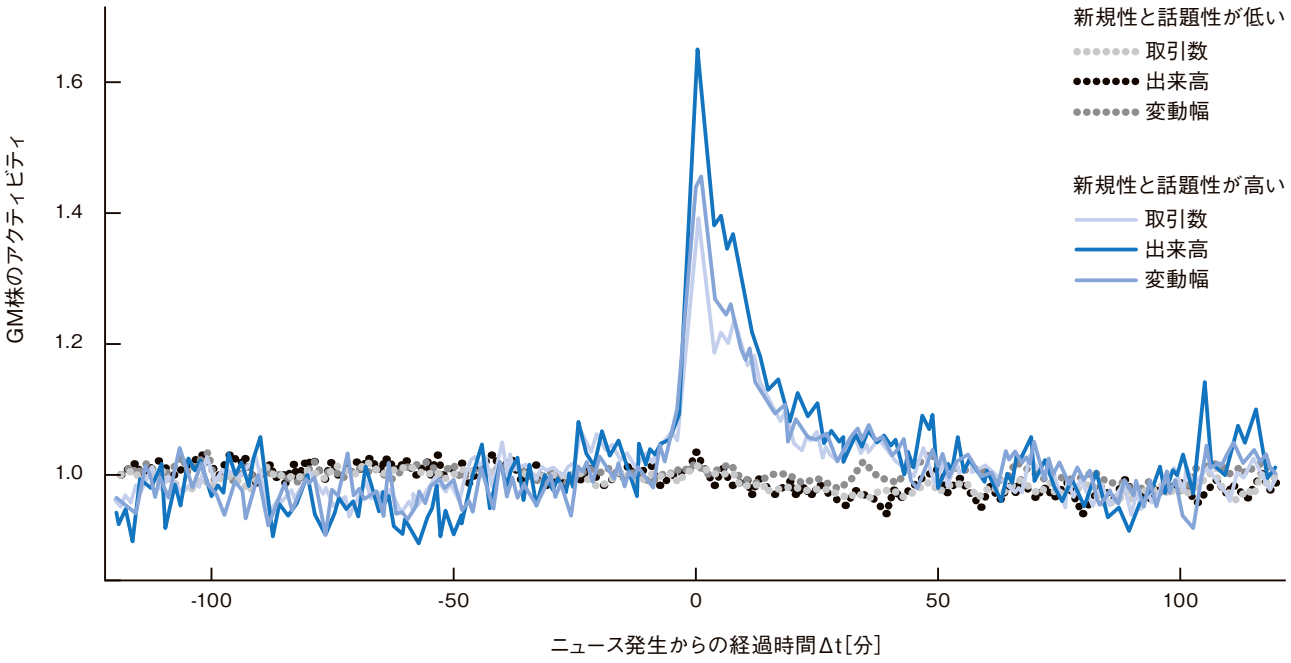


図１　ゼネラル・モーターズ（GM）のニュースが発生した時刻$\Delta t=0$の前後２時間のGM株のアクティビティ（取引数、出来高、株価変動幅）

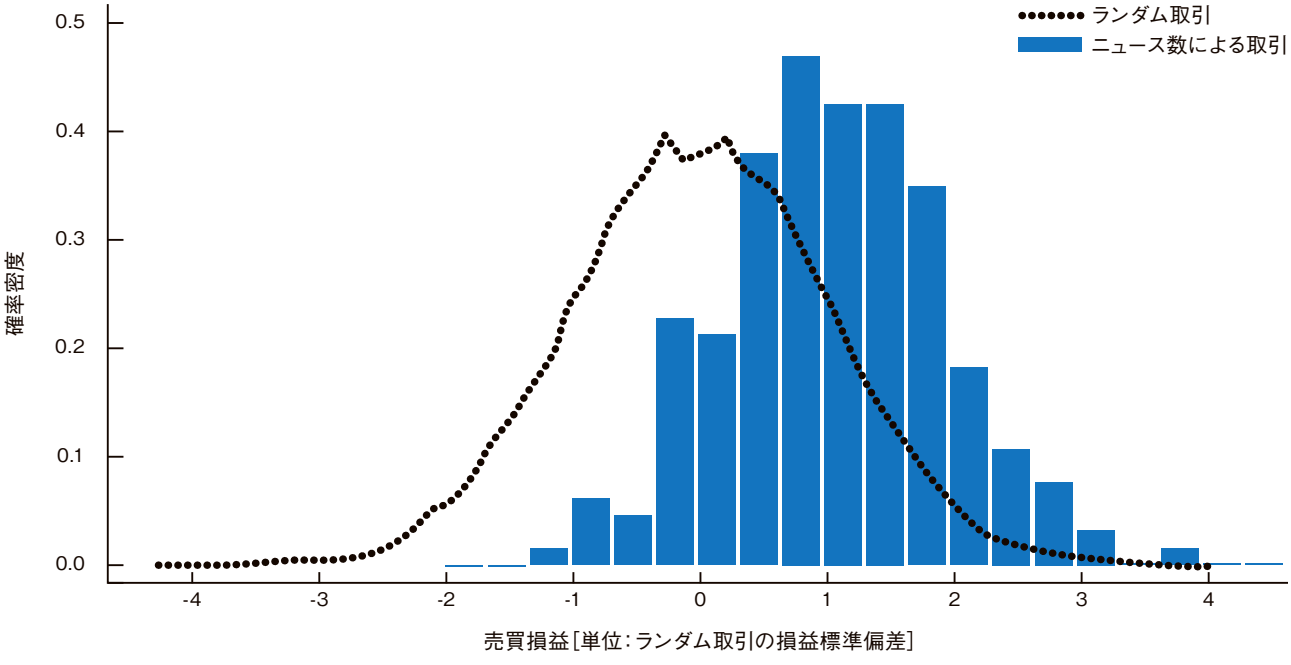


図２　S&P500をその構成銘柄に関するニュースの記事数を利用して売買した場合の損益分布

RESEARCH

03

ヒト・モノ・カネの流れと資産価格のダイナミクスの関係

教授
渡辺 努

特任研究員
水野 貴之（国立情報学研究所准教授）

大西 立顕（東京大学大学院情報理工学系研究科准教授）

大西 立顕

今年度の活動概要

ヒトの流れの研究では、ヒトが訪れてお金を使うことにより収益を上げる商業地や観光地の土地生産性（地価や売上、不動産投資信託）のリアルタイム推計手法を確立することを目指して進めている。筆者らはこれまでに、住宅地バブルの検出手法（大西・水野・清水・渡辺（IJMP 2012））を開発しており、本プロジェクトでは、この手法を応用して商業地や観光地のバブル検出のナウキャスト手法の構築をおこなっている。多くの後進国では、商業地や観光地の価値に関する公的統計の整備が十分ではなく、本プロジェクトにより、整備が不十分な公的統計が補間できることが期待できる。この目標を達成するために、本年度は、先行研究のサーベイと関連するビッグデータの整備をおこなった。GPS 履歴を利用した移動に関する研究の手法は、動物の生態調査の分野での蓄積が大きいと Liakos らが IEEE BigData 2016 で報告した。近年のバッテリーの進化により、動物に取り付けた GPS レコーダーを長時間駆動させることができ、群れの形成や社会的コミュニケーションに関する動物の行動が手に取るように分かる。動物の生態調査の分野の知見を応用して、ヒトの集団としての行動パターンを明らかにするべく、ソーシャルメディアに投稿されたユーザーの位置情報の収集を開始した。来年度は、行動パターンの抽出を計画している。

モノ・カネの流れの研究では、グローバル企業について各国の各産業からのリスクを推定する手法の確立を目指して進めている。企業間取引ネットワークの先行研究では、企業間のカネの流れのみに注目しており、モノの流れは無視されてきた。しかし、取引額の小さい部品工場の被災が、自動車業界全体を麻痺させたように、重要なモノの流れが存在する。現在、明確なモノの流れが分かる米国通関データの整備を進めており、来年度は、どのような属性の企業間で、どのようなモノが流れるのかを明らかにし、その結果からモノの流れが判明していない国内の企業間取引での取引財の推定をおこなうことを計画している。

RESEARCH

04

物価予想の形成メカニズムに関する研究

教授
渡辺 努

特任研究員
渡辺 広太（キヤノングローバル戦略研究所研究員）

ジェス・ダイアモンド（一橋大学大学院経済学研究科特任講師）

ジェス・ダイアモンド

今年度の活動概要

1．プロジェクトの狙い

デフレからインフレへと移行する局面で期待がどのような役割を果たすのか、期待の変化がいかにして生じるのかは、理論と実証の両面で重要な論点である。また、我が国やユーロ圏などデフレで苦しむ国でそこからの脱却方法を議論する際にも避けて通れない論点である。本研究では、家計が物価予想を形成する仕組みについて調べていく予定である。本研究では、消費者を対象としたアンケート調査を行うことにより、物価予想の形成プロセスを解明する。

具体的には、デフレからインフレへと局面が変化する中で、消費者が物価予想を変化させる経路としては、（ア）自らの買い物経験を通じてインフレを予想するようになる、（イ）新聞やテレビなどのマスメディアを通じてインフレを予想するようになる、（ウ）自分の周辺の人間に影響されてインフレを予想するようになる、（エ）政府・中央銀行の政策アナウンスに影響されてインフレを予想するようになる、などが考えられる。このうち（ア）は自らの経験というミクロ情報をもとに物価予想を形成するという意味で backward-looking な期待形成であり、これに対して（イ）（ウ）（エ）は自分の経験以外の情報（マクロ情報）に依拠して予想が形成されている点に特徴がある。特に（イ）と（エ）では、人々はマスメディアの論調や政府・中央銀行のアナウンスから将来の政策や経済の状況に関する情報を入手し、それをもとに自らの物価予想をアップデートしており、その意味で forward-looking な期待形成である。また、（ウ）は Chris Carroll が提唱する伝染病仮説（Epidemiology of macroeconomic expectations）の物価版であり、人々の間に存在する社会的ネットワーク（例えば、ソーシャルメディア）を通じて、人から人へと物価予想が伝播されるとの考えに基づく。それぞれの経路について理論モデルを構築するとともに、我が国のデフレ脱却局面では、物価予想の変化はどの経路を通じて起きたのかを調べていく。

物価予想に関するもうひとつの論点は、家計の予想が変化したとして、それが商品の購買や投資行動の変化につながるかということである。理論モデルでは、物価予想が変化すると、実質利子率の変化などを通じ

て行動の変化が起きるはずであり、それがデフレ脱却の原動力となると考える。この仕組みが実際に働いているかをみるために、インフレ予想を持つようになった家計が、（ア）日常的な買い物行動を変えているか、（イ）不動産や車などの耐久財の購入を急いでいるか、（ウ）名目債券から実質債券へ、自国通貨建てから外貨建てへと、投資ポートフォリオを変更しているか、といった点をアンケート調査で調べていく。

2. 今年度調査の概要

今年度の調査は 2017 年２月に実施し約１万人から回答を得た。このアンケート調査の特徴は、毎年同じ消費者に回答を依頼していることであり、約１万人の消費者のインフレ期待の変化を、2014 年３月、2015 年３月、2016 年３月、2017 年２月と時間を追ってみることができる。いわば定点観測である。また、アンケートの回答者については、実際の購買履歴（いつどこで何をいくらで買ったか）が残されており、アンケートの回答と実際の購買行動を突き合わせて分析できるよう設計されている。ジェス・ダイアモンド（一橋大学）、渡辺広太氏（特任研究員）との共同研究では、個々の消費者について、購買履歴を用いてその消費者の物価指数を計測し、それとその消費者のインフレ期待がどのように関連しているかを調べることを行っている。アンケートの成果の一部は、論文としてとりまとめ（J. Diamond, K. Watanabe, T. Watanabe, “The Formation of Consumer Inflation Expectations: Evidence from Japan's Deflation Experience”）、CARF ワーキングペーパーとして公開したほか、NBER Japan Project Meeting（2016 年８月）で報告を行い、ジュネーブ、ソウルなどで開催されたコンファランスでも報告した。

3. 財政発動に関する消費者の受け止め方

今年度は通常の物価に関する質問に加え、財政に関連する質問を行った。デフレ脱却に向けて消費税増税の延期や凍結を含む財政拡大が必要との指摘がある中、消費者＝納税者の財政に関する認識を確認するのが目的である。最初の質問は「財政政策に景気刺激効果はあるか」であり、その回答が図１にまとめてある。支出増や減税に効果があるとする回答者は決して少なくないが、最も多かったのは「国の財政は借金まみれで苦しいのでこれ以上赤字を増やすことはやめるべきだ」で、全体の 35% を占めた。国民の３分の１が財政発動には反対である。

この数字を大きいと見るか小さいと見るかは判断の分かれるところだろう。我々は同じ質問を日本に住む外国人（北米・南米出身と中国出身）に対しても行っ

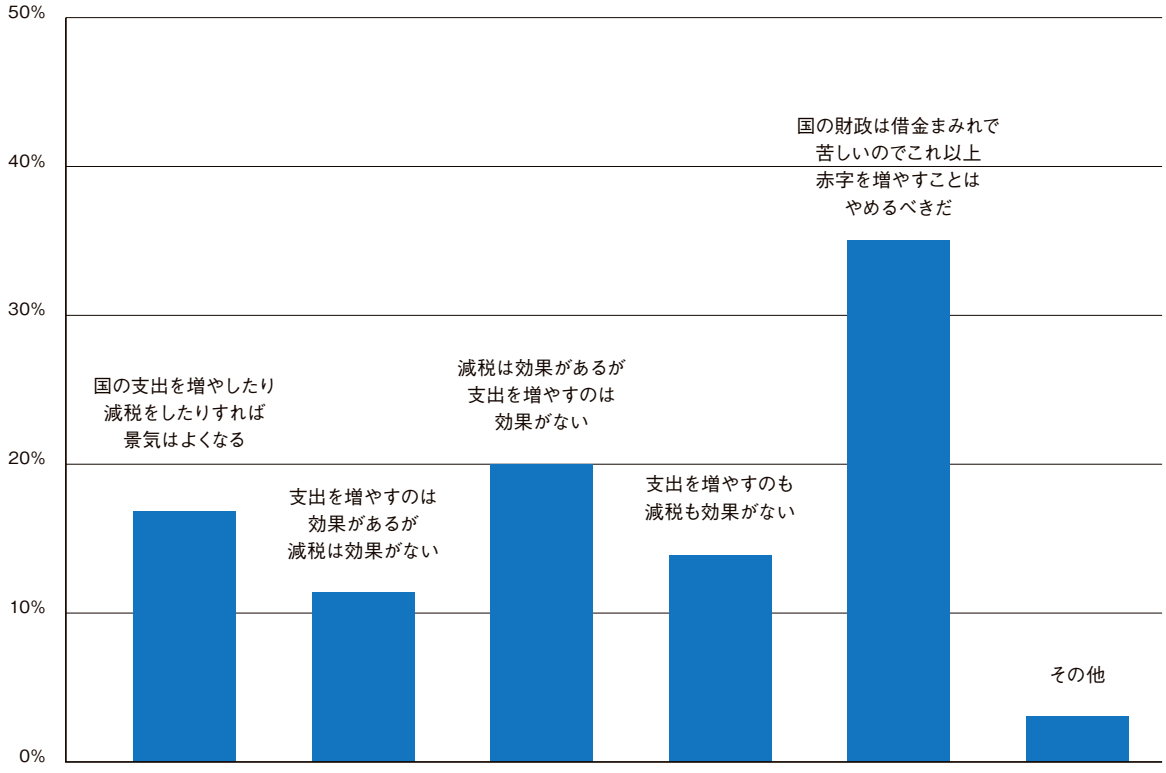


図１「財政発動は効果がありますか」

たので、その結果と比較してみると、外国人で「借金まみれなので財政発動は不可」という選択肢を選んだのは 15% に過ぎず、もっとも多い回答は「支出増は有効・減税は無効」の 29% だった。日本在住の外国人を調査対象に含めたのは、現在は日本人と同じ生活をしているが、育った環境は大きく異なる人たちの回答と比較することにより、日本人のバイアスをあぶりだせると考えたからだ。その意図どおりになっているか否かは今後さらなる検証が必要だが、日本在住外国人の日本の財政に対する認識は日本人とはかなり異なっており、裏を返せば、日本人の財政認識はバイアスがかかっている可能性がある。

財政の物価理論の分野の先駆者であるプリンストン大学のクリストファー・シムズ教授は、米国や日本など先進各国の財政が直面する深刻な問題は「超リカーディアン（Hyper-Ricardian）」だと指摘している。これは、国民が政府の懐事情を気にするあまり、将来の増税に対する懸念が過度に強まり、消費行動が委縮することを指す。上記のアンケート結果は、シムズ教授のいう超リカーディアンの傾向が日本人は強いことを示唆している。

アンケートでは、さらに、日本人回答者を「財政発動不可」と回答したグループと、財政発動に前向きな回答をしたグループに分け、それぞれに対して「仮に減税で 10 万円戻ってきたら何に使うか」を聞いた。その結果をみると（図 2）、財政発動に否定的なグループでは「手を付けず貯金」「ローン返済」など、貯蓄に向けるという回答が財政発動に前向きなグループに比べて多かった。つまり、超リカーディアンの人たちは、減税でおカネが戻ってきても貯蓄する傾向が強く、シムズ教授の主張を裏づけている。ただし、シムズ理論では、彼らが減税分を貯蓄するのは、減税分はいつか増税されると予想するからということになっているが、日本の超リカーディアンたちがそこまで深く考えて貯蓄に向かっているのかは明らかでない。

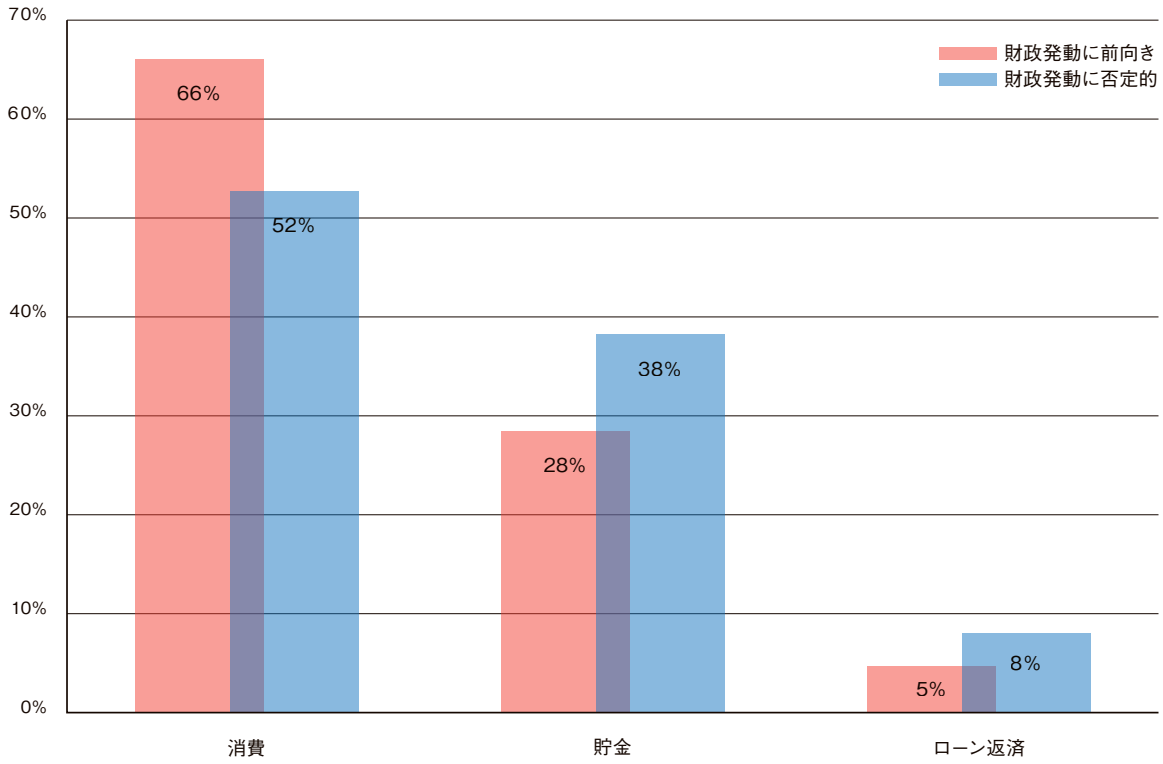


図２「10 万円の減税があったらどう使いますか」

RESEARCH

金融システム・バブル

RESEARCH

05

総括：日本経済の失われた 20 年

教授
植田 和男

今年度の活動概要

本年は、足許の金融政策動向に焦点を当てて分析を進めた。その上で、金融政策と日本経済の抱える長期的な問題との相互作用についても分析を進めた。金融政策部分を要約すると以下の通りである。後者については Ueda（2016）参照。

金融政策分析のポイントは 2016 年 2 月からの日本銀行のマイナス金利政策（NIRP）、さらに 9 月に導入された長短金利コントロール政策であったが、この周辺に関する議論を以下にまとめる。（より詳しくは、植田（2016）参照。）

まず 2013 年 4 月以降の質的量的緩和政策（QQE）から上記の政策運営に転じた背景としては、QQE の様々な限界が明らかになりつつあった点があげられる。QQE の限界に関する議論をまとめたのが右の表である。若干補足すると、ヴィクセルに従って、財サービス需要が自然利子率と現実の実質金利のギャップの関数だとみなそう。QQE は名目金利の引き下げ、期待インフレ率の引き上げを通じて、実質金利を下げようとしてきたわけである。

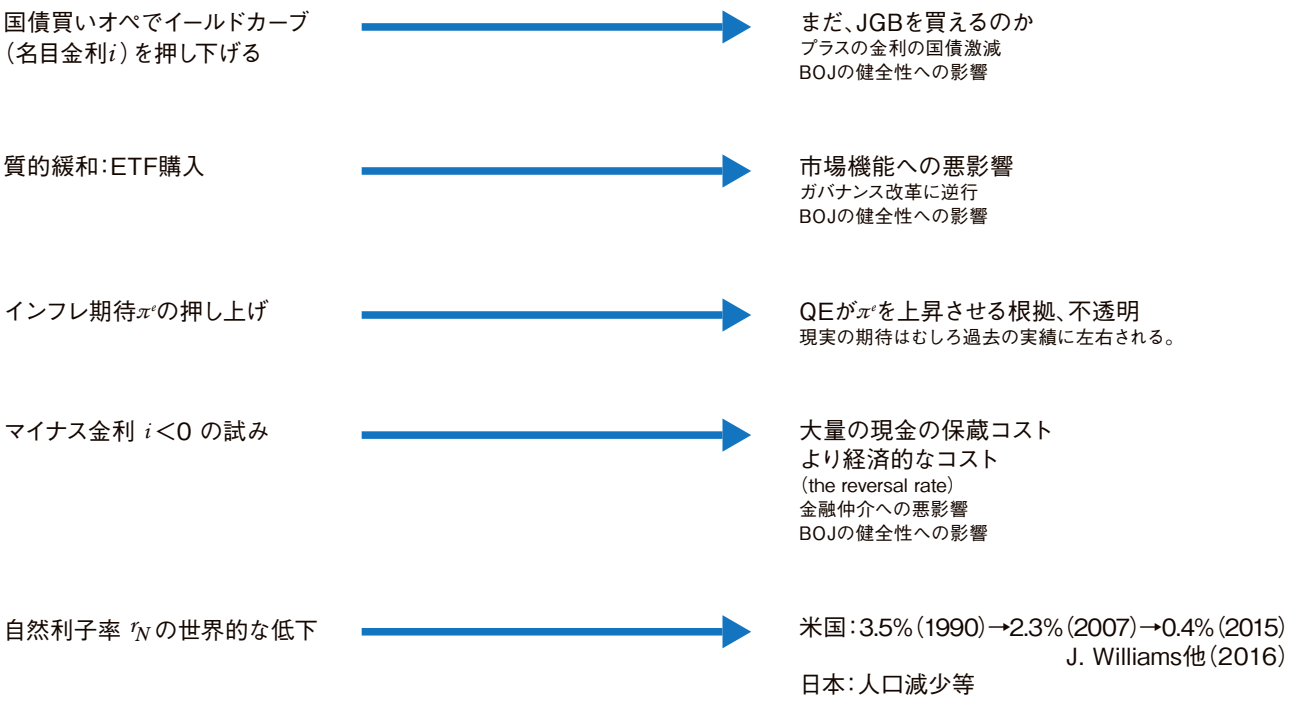
このうち、長期国債買いオペは残存額の 1/4 近くを買ってしまったことで、民間部門の担保・ALM 需要等を考えると、限界に近づいていると言われている。NIRP の下で、国債イールド・カーブがゼロ近辺でほぼフラットになってしまったことも、この手段の金利面での効果がほぼ限界であることを意味している。質的緩和に含まれる ETF 購入にはまだ余地があろうが、株式市場の機能には大きなマイナスである。また、両者ともに日銀のとっている財務リスクには大きな注意が必要である。

ベースマネーや長期国債買いオペの量を大幅に増やすという手段で QQE はインフレ期待の引き上げを狙ったわけであるが、インフレ期待は 2013 年から 14 年にかけて多少の上昇は見られたものの、特に債券市場回りの指標は足元にかけてゼロ近辺にまで低下している。ゼロ金利下でのベースマネーの上昇が効果を持たない点は、理論的には自明だが、2012 年末からの円安の動きは、非合理的であってもソロス・チャートのようなものに反応する投資家も存在したことを示している[1]。しかし、彼らの期待もここにきて剥げ落ち始めていると見られるし、ベースマネーの物価への影響と

[1] Ueda（2013）参照

BOJ QQEの限界？

財・サービスに対する総需要は自然利子率ー現実の実質金利
r_N-$r(=i-\pi^e)$の関数



いう点では、まったく確認できず、このメカニズムに依存してのインフレ期待引き上げには今のところ成功していないといわざるを得ない。

加えて、日本だけでなく世界的に金融緩和の効果が弱いという問題意識は高まっており、そのひとつの背景として、自然利子率そのものが低下しているのではないかという仮説が盛んに議論されている。例えば、Williams et.al.（2016）は、米国のそれが 2015 年には 0.4% にまで低下したという推計を示している。人口減少ペースが速まる日本ではより大きな低下が起こっていても不思議ではない。自然利子率が大きく低下しているのであれば、一段と実質金利を引き下げないと総需要は増えないわけである。

以上のような QQE の限界への対応という意味もあって日銀は NIRP を導入したと推察される。残念ながらこの政策の評判は導入後必ずしも芳しくない。預金金利も含めて身近な金利まですぐマイナスになると誤解した大衆の反応がひとつである。もうひとつは預貸利鞘の縮小等、収益への悪影響を懸念した金融機関の反応である。さらに付け加えれば、40 年債までほぼ金利がゼロという水準にまで低下した長期、超長期金利の反応は、投資家による行き過ぎた duration risk taking という意味でも、インフレ期待醸成に逆行するという意味でも、日銀にとっても誤算だったのではないかと推察される。

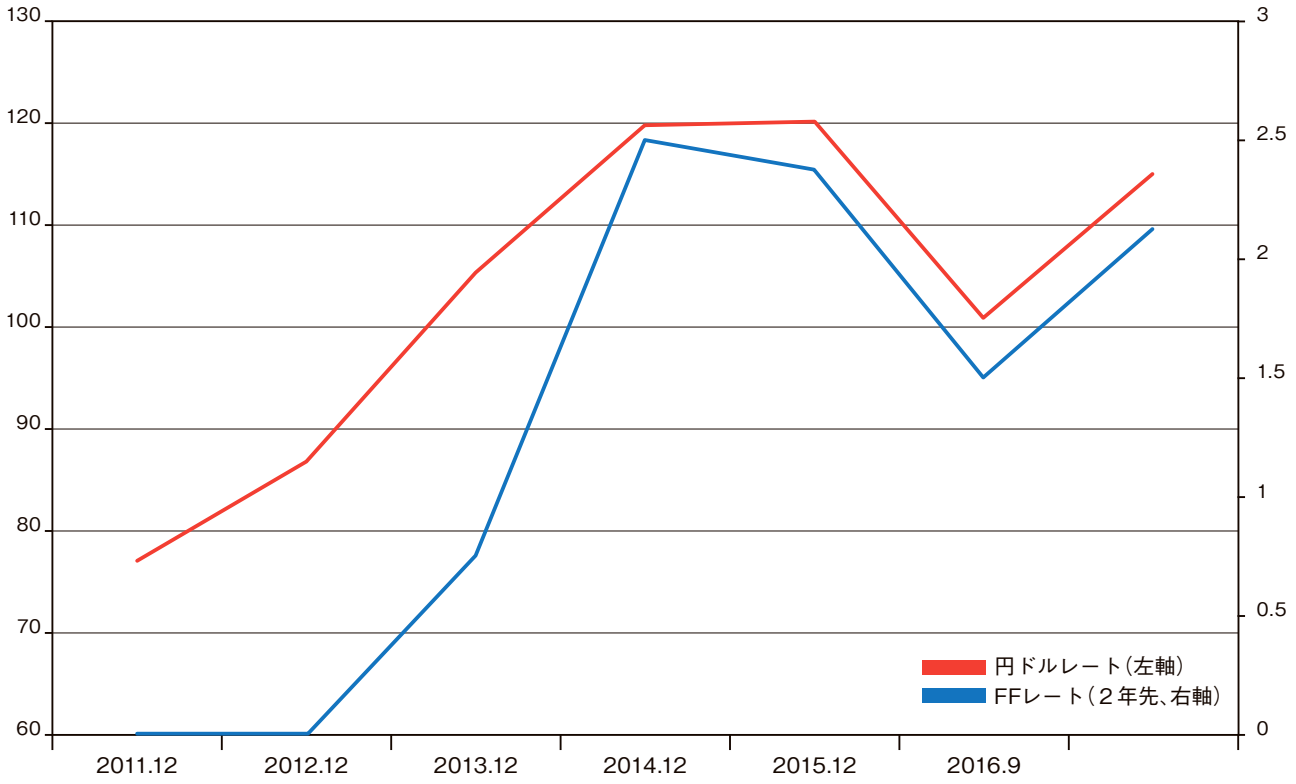
NIRP のこれまでの効果を大まかにまとめれば、国債利回りを中心として一部の金利は思われていた以上に低下した。多くの投資家が、マイナス金利での運用をためらい、少しでもプラスの利回りが見込めそうな金融資産に殺到した結果である。投資家サイドに、いわば（プラスないし）ゼロ利回り運用制約が残存し、これが NIRP の金利への影響を大きくしているわけである。外債投資も急増しているが、そのほとんどは為替ヘッジ付きであり、円安効果をもたらしていない。それもあって、為替レートは円高方向へ動き、株価は大幅な調整を強いられた。実体経済面では、金利低下の影響は住宅投資に若干確認できるものの、設備投資は円高の影響もあり、弱含みである。インフレ率はやはり円高（その前の円安効果の剥落）の影響もあって、春以降はっきりと低下、エネルギー・食糧を除くベースでは東京の 8 月分で対前年比 0.1% と振出しに戻ってしまった感がある。

米国経済の足踏み

NIRP 実施にもかかわらず円高となった大きな背景は二つである。一つはそれまでのドル高もあって米国経済が足踏み状態となり、連邦準備制度（FED）による利上げのペースに関する予想が 2015 年後半以降、下方修正を繰り返したことである。この点は、例えば、円ドル・レートと FOMC メンバーによる金利予測の相関を示した次の図からはっきりと確認できる。

ただし、2016 年夏以降、米国の景況感の改善、トランプ新大統領の財政政策期待等から動きは反転しており、今後の展開が注目される。

FOMCメンバーによる2年先FFレート予想と円ドルレート



NIRP と金融機関収益

NIRP が金融機関から強い批判を浴びた理由は、すでに長い間の経済停滞と金融緩和で預貸利鞘がほぼ経費率をカバーしないところまで低下していたことである。（次の図参照。）NIRP の影響で貸出金利がさらに低下したため、利鞘も一段と低下し、伝統的な銀行ビジネスは儲からないものとなってしまったわけである。特に、海外業務展開の余地が限られる中小金融機関の打撃は大きいであろう。さらに言えば、NIRP が長期化するほど、金融機関の打撃は大きい。

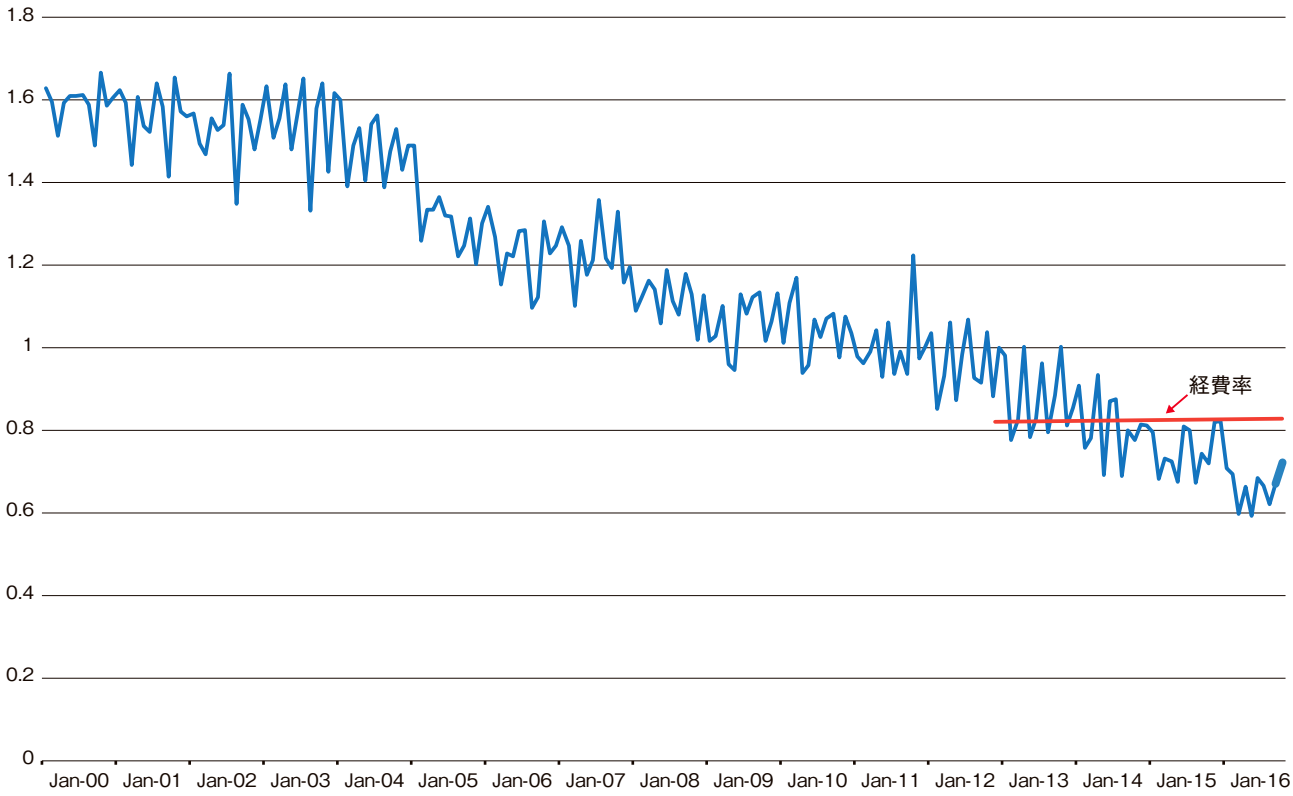
YCC の採用

日本銀行は９月の決定会合で、政策の操作目標をマネタリーベースのような量から金利へ戻すことを決定した。特に、日銀当座預金の金利（−0.1%）に加えて、10 年国債金利を 0% 近辺に誘導するという最近では大変珍しい政策運営に踏み切った。

その理由はいうまでもなく、量的な変数の拡大余地、政策効果に限界が見られる中、より耐久力のある金利コントロールという通常の政策手段に戻したということである。ただ、長期国債買いオペの延長線上で導入された明示的な長期金利コントロールは戦時中から戦争直後の FED 以来であり、大変珍しい。

長期金利という市場、経済動向を映す鏡をコントロールしてしまうこと、その反動で金融緩和からの出口が難しくなることが今後の懸念材料である。

全国銀行の預貸利鞘（新規分）



引用文献

Arslanalp, S. & D. Botman (2015) “Portfolio Rebalancing in Japan: Constraints and Implications for Quantitative Easing,” IMF Working Paper, No. 15/186.

Holston, K., T. Laubach & J. C. Williams (2016) “Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants,” Working Paper, No. 2016–11, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Ueda, K. (2013) “Response of Asset Prices to Monetary Policy under Abenomics,” Asian Economic Policy Review, December, Vol.8, No.2.

_____(2016) “Abenomics after Four Years: Formidable Challenges Ahead with Limited Policy Tools,” CARF Working Paper, F–390.

植田和男（2016）「日本銀行のマイナス金利政策」『証券アナリストジャーナル』10 月

RESEARCH

06

金融監督政策研究会

教授
植田 和男

准教授
植田 健一

今年度の活動概要

金融監督政策研究会は、世界および日本における金融監督政策・行政の変化について情報交換するために、産官学連携の対話の場として2010年に発足した。2007-09年の世界金融危機の要因として、金融監督の失敗が挙げられることが多く、最悪期を脱したあと、金融監督体制は大幅に見直されてきたが、現在また米国に誕生したトランプ政権の下でその再見直しの動きも起こっている。また、金融危機とも密接な関係を持つ金融政策は、日本では2016年にはマイナス金利政策が採用されるに至った。そこで、本研究会では、日本の金融監督政策における政策担当者、世界的に活躍する大手民間金融機関、金融改革の議論に参加している学者による情報交換、意見交換を行っている。欧米でよく行われているようなシンクタンクにおける産官学の意見交換の場を日本においても作ることができたと自負している。会員は、金融庁、日本銀行、民間金融機関6社、学者9名で構成されている。自由闊達な議論を保証するため、議論は非公開としている。

今年度の研究会

第23回　金融監督政策研究会

開催日時：2016年4月27日（水）
19時00分～21時00分
開催場所：東京大学大学院経済学研究科
学術交流棟（小島ホール）2階
第3セミナー室
報 告 者：加藤出（東短リサーチ社長）
演　　題：マイナス金利をめぐって

第24回　金融監督政策研究会

開催日時：2017年2月15日（水）
19時00分～21時00分
開催場所：東京大学大学院経済学研究科
学術交流棟（小島ホール）2階
第3セミナー室
報 告 者：小早川周司（日本銀行決済機構局参事役）
演　　題：中央銀行とフィンテック

本年度は第23回会合として、2016年1月に採用が決定された日本銀行のマイナス金利政策について、金融市場・金融政策の専門家である東短リサーチの加藤氏に問題提起をお願いした。その前後の世論の動きを映すように、同政策についてさまざまな角度から活発な議論が行われた。

第24回会合では、日本だけでなく世界の金融、金融監督、金融政策に今後大きな影響を持つと思われるフィンテックの動向について、中央銀行周りの側面に焦点をあて、日本銀行の小早川氏より報告を受けた。分散型元帳技術の銀行間市場決済への応用、中央銀行デジタル通貨の可能性といった技術的なテーマにもかかわらず、幅広い議論が会員の間で展開された。

会員名簿

所　属	名　前
第一生命保険株式会社　執行役員調査部長	岡　本　一　郎
野村ホールディングス株式会社 執行役　グループ・エンティティ・ストラクチャー担当兼 Co-CRO	中　田　裕　二
株式会社みずほフィナンシャルグループ　取締役　執行役常務	藤　原　弘　治
株式会社三井住友銀行　常務執行役員　経営企画部長	中　島　　達
株式会社三菱東京 UFJ 銀行　執行役員　経営企画部部長	半　沢　淳　一
明治安田生命保険相互会社　運用企画部長	佐　藤　元　彦
金融庁　長官	森　　信　親
金融庁　金融国際審議官	氷見野　良三
金融庁　検査局長	三　井　秀　範
日本銀行　副総裁	中　曽　　宏
日本銀行　金融機構局長	山　田　泰　弘
日本銀行　金融機構局　金融システム調査課長	小　牧　義　弘
中央大学商学部准教授	鯉　渕　　賢
中央大学商学部教授	原田　喜美枝
慶應義塾大学商学部教授	深　尾　光　洋
学習院大学経済学部教授	細　野　　薫
明治大学総合数理学部教授	松　山　直　樹
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教授	植　田　和　男
東京大学大学院経済学研究科准教授	植　田　健　一
コロンビア大学教授 兼 政策研究大学院大学特別教授	伊　藤　隆　敏

（2016年度 現在）

RESEARCH

07

グローバル化する環太平洋地域における金融問題の新潮流

教授
福田 慎一
青木 浩介
伊藤 隆敏

准教授
植田 健一

加納 隆（一橋大学大学院経済学研究科教授）
J. Aizenman（University of Southern California 教授）
M. Spiegel（FRB of San Francisco 副総裁）

今年度の活動概要

本研究プロジェクトでは、南カリフォルニア大学らとの共催で、「グローバル化する環太平洋地域における金融問題の新潮流（The Pacific Rim and the Global Economy）」をテーマに、2016 年 7 月 25 日と 26 日の両日、東京大学・小島ホール・コンファレンスルームでコンファレンスを開催した。今日、大規模な金融緩和が世界経済へ及ぼす影響が各方面で大きく注目されている。とりわけ、新興国からは、先進国の金融緩和によって引き起こされる為替引き下げ競争や過剰な資本流入への懸念、ならびに米国 FRB の「出口戦略（利上げ）」による主要国への資本の逆流に伴う資本市場の混乱への懸念が数多く表明されている。そこで、コンファレンスでは、内外から関連分野の一線級の研究者を東京大学に招聘し、グローバル化する環太平洋地域を研究対象として、近年主要国で実施されている大規模な金融緩和が国際金融市場に及ぼす影響を中心に多角的に議論を行った。

招聘者には、伊藤隆敏（コロンビア大学／GRIPS）、Joshua Aizenman（南カリフォルニア大学）、Mark Spiegel（サンフランシスコ連銀副総裁）らこの分野における一線級の研究者が含まれており、大変興味深い議論が展開された。なお、コンファレンスの成果は、いくつかの国際学会で報告されると同時に、レフェリー・プロセスを経て Journal of International Money and Finance（JIMF）という「国際金融」の分野では世界的にトップクラスの国際学術誌の特集号としてまとめ、刊行することになっている。

なお、コンファレンスでの論文は以下の通りである。

Takatoshi Ito (Columbia University/GRIPS/NBER/TCER),"A New Financial Order in the Asia-Pacific Region"

Joshua Aizenman (USC and NBER), Menzie D. Chinn (UW-Madison and NBER), and Hiro Ito (Portland State University), "Balance Sheet Effects on Monetary and Financial Spillovers: The East Asian Crisis Plus 20"

Jhih-Hong Zeng (National Sun Yat-sen University), Pei-Fen Chen (National Chi-Nan University), and Chien-Chiang Lee (National Sun Yat-sen University), "Renminbi Misalignment and the Competitors' Exports: a New Perspective"

Joscha Beckmann (Ruhr University of Bochum) and Robert Czudaj (Ruhr University of Bochum), "Exchange Rate Expectations since the Financial Crisis: Performance evaluation and the role of exchange rate regimes, monetary policy and safe haven"

Takashi Kano (Hitotsubashi University and TCER) and Kenji Wada (Hitotsubashi University), "The First Arrow Hitting the Currency Target: A Long-run Risk Perspective"

Florian Huber (Vienna University of Economics and Business) and Maria Teresa Punzi (Vienna University of Economics and Business), "The Shortage of Safe Assets in the US Investment Portfolio: Some international evidence"

Dan Su (Peking University) and Xiang Li (Peking University), "Equity Home Bias Puzzle Revisited"

Zheng Liu (FRB of San Francisco), Mark M. Spiegel (FRB of San Francisco), and Andrew Tai (FRB of San Francisco), "Measuring the Effects of Dollar Appreciation on Asia: A FAVAR Approach"

Gonçalo Pina (Santa Clara University), "International Reserves and Global Interest Rates"

Shin-ichi Fukuda (University of Tokyo and TCER) and Mariko Tanaka (Musashino University), "Monetary Policy and Covered Interest Parity in the Post GFC Period: Evidence from the Australian Dollar and the NZ dollar"

Ayako Saiki (SOAS University of London) and Ulrich Volz (SOAS University of London), "Effects of Quantitative Easing on Asian Emerging Economies: Exchange Rates, Macroprudential Policy, and the Role of Institutions"

RESEARCH

08

フィンテックに関する法と経済学的研究

教授
柳川 範之

今年度の活動概要

本研究では、今年度もフィンテック研究フォーラムの活動を行った。フィンテック研究フォーラムでは、2016 年 11 月に日本銀行決済機構局との共催コンファランス「フィンテックと貨幣の将来像」等の活動も行ったが、ここでは 2017 年 3 月に NIRA 総合研究開発機構との共催で行った公開シンポジウム「貨幣・決済の未来とブロックチェーンの進展」の内容を中心に活動を説明する。

フィンテックについては、現在多様な側面でビジネスの進展がみられ、学術的に検討すべき課題も増えてきている。が、ここでは主に、(1) 技術革新が貨幣機能に与える長期的な影響や可能性、(2) ブロックチェーン技術が進展してきた場合に必要な規制や制度のあり方、(3) スマートコントラクトが本格的に導入された場合の、将来像とそれに対する学術的検討という三つの側面から検討および議論を行った。

貨幣の機能や役割というのは、経済学的にも大きな検討分野であり続けているが、近年は技術革新が起き、またビットコイン等仮想通貨と呼ばれるものが実際に登場したことから、新たに注目を集めている。仮想通貨の登場によって、今後中央銀行券がどこまで必要となるのか、あるいは中央銀行が仮想通貨を発行する可能性はないのか、といった課題から、将来的には金融政策の有効性は今後それによって影響を受けるのかといった課題まで、論点は多岐に渡る。シンポジウムにおいては、これらの点について学術的な報告を行い、検討の方向性を提示するとともに、貨幣が情報伝達機能を持つという新たな側面についての報告も行われた。

ブロックチェーン技術あるいは分散型台帳技術と呼ばれる新しい技術革新によって、金融分野のビジネスモデルが大きく変わるとも言われ、実際新しいアイディアに基づいた企業の参入も相次いでいる。シンポジウムでは、冒頭で、エバーレッジャー社というブロックチェーン技術を用いて、ダイヤモンドの取引をより効率的かつ高度に行っているイギリスの会社からの講演があった。それを受けて、そもそもブロックチェーン技術とは、どのようなものなのかという解説、その発展の可能性、そして今後の検討課題等についてのプレゼンが行われた。ここには、かなり大きな可能性があるものの、当然、新しい技術や新しいビジ

ネスモデルを踏まえた、規制やルールのあり方等についても検討する必要がある。パネルディスカッションにおいては、この点について法と経済学的な視点を踏まえて、活発な議論が行われた。

また、ブロックチェーン技術はスマートコントラクトと結びつくことによって、より大きな発展が可能になるとも言われている。しかし、スマートコントラクトとは、そもそもどのようなものかという点についても、議論がある。そのためシンポジウムにおいてはスマートコントラクトとは何か、それがどのように経済や社会に影響を与える可能性があるかについて、パネルディスカッションを通じて検討を行った。スマートコントラクトとは、簡単に言えば契約を自動的に実行するメカニズムであり、それは契約コストや取引コストを大幅に下げることになる。それが、現在の組織のあり方や政府のあり方を大きく変えるのではないかという点は、契約理論等の学術的研究においても興味深い課題であり、この分野が現実的にも学術的にも、重要な検討対象であることが議論を通じて再確認された。

GoodWay（金融＆ IT 業界の情報ポータルサイト）への掲載記事

もちろん、フィンテックに関するこれらの課題は容易に答えが得られるものではない。しかしながら、今年度の研究およびこのような公開シンポジウムでの議論を通して得られた知見は大きい。今後はこれらの知見を活かしつつ、より学術的、政策的、現実的貢献ができるよう、研究を深めていきたいと考えている。

2016 年度フィンテック研究フォーラム公開シンポジウム

「貨幣・決済の未来とブロックチェーンの進展」

開　催　日　2017 年 3 月 21 日（火）
開 催 場 所　東京大学本郷キャンパス　伊藤謝恩ホール（伊藤国際学術センター）
主　　催　東京大学金融教育研究センター・フィンテック研究フォーラム
共　　催　NIRA 総合研究開発機構プログラム

プログラム

14:00

ビデオメッセージ Leanne Kemp（Everledger 社）
基調講演 Calogero Scibetta（Everledger 社）

14:30～15:00

研究報告　柳川範之（東京大学・NIRA）
「貨幣と決済システムの未来」

15:00～15:30

研究報告　戸村肇　（早稲田大学）
「法貨と中央銀行」

15:30～15:45

休　憩

15:45～17:00

パネルディスカッションに向けた問題提起

翁百合（日本総研・NIRA）
「ブロックチェーンは社会をどう変えるか」

パネルディスカッション①
「金融機関の取り組み」

井上俊剛（金融庁）
岩下直行（日本銀行）
翁百合（日本総研・NIRA）
加納裕三（ビットフライヤー）
竹田達哉（SMBC）

17:00～18:00

パネルディスカッション②
「ブロックチェーンの今後の活用可能性」

岩下直行（日本銀行）
増島雅和（森・濱田松本法律事務所）
柳川範之（東京大学・NIRA）
山藤敦史（日本取引所グループ）

18:00～20:00

懇親会

RESEARCH

09

バブルと危機

—理論と実験—

教授
松島 斉

前川 淳（三菱経済研究所常任研究員）
萱場 豊（一橋大学ポストドクトラルフェロー）
花木 伸行（Université Nice Sophia Antipolis, GREDEG）
遠山 智久（工学院大学教員）
照山 博司（京都大学経済研究所教授）
久保田 昌幸（東京大学大学院生）

今年度の活動概要

バブルと危機をどのように経済学的に説明するか。どのような仮説的説明が可能か。この問いは、現代経済学において重要で困難な理論経済学の中心課題になっている。

近年の金融危機の経験を経て、既存の経済学のパラダイムに問題があることが、直接関連する分野の研究者から大々的に指摘され、学術論文も多数報告された。にもかかわらず、政策的にも学術的にも、もとの保守的な態度にもどり、有意義な成果につながっていない。バブルと危機を説明する仮説モデルは、政策を支える経済学には存在しないままである。

この状況の原因は、もっと長期的に経済学の基礎研究を進展させないと、パラダイムに影響を与える結果には結びつかない点にある。そのため、基礎研究の重要性の強化は、先端研究者の間で、今や一定のコンセンサスになっている。

本プロジェクトは、このような状況を踏まえて、経済学のより基本的な問題を実験経済学の手法によって再検討することによって、金融における基本問題である情報の非対称性とインセンティブを解明することを目的とする。バブルと危機に直接関係することにとどまらず、金融システム、経済システム全体にかかわる基礎研究をおこなう。

以下のように、本プロジェクトは、主要な実験経済学、理論経済学のテーマ５項目を掲げる。本年度は、そのうち、４項目について進展があった。残りの一つ（３項目目）については、今後研究内容を練り直すことになった。テーマの独創性について再検討する必要がある。

1．仲介ネットワークにおけるバーゲニング：
松島、前川、花木、萱場

金融取引は、出資者と資金獲得者の間に仲介機関が介在する、間接金融の形態をとることが典型的にある。この場合、ビジネスの成果を、仲介機関を含めた関係者にいかに分配されるかが重要になる。これは、出資者、資金獲得者、仲介機関全員のインセンティブにさまざまに影響する。しかし、この問題についての実験経済学は未開拓である。その理由は、実験のデザインがむつかしく、被験者に実験内容を理解させるのが困難だからである。したがって、実験デザインにイノベーションが必要

になる。本プロジェクトは、新しい実験デザインを開発して、分配問題を調査することが目的になる。2016 年 7 月に約 100 名の学内被験者学生をあつめて、パイロット実験をおこなった。金融取引に仲介機関が介在するケースの最後通牒ゲームについての実験であり、今後の実験計画のデザインについての知見を得た。

2. 投資決定をともなう不確実性下のバーゲニング：松島、萱場、久保田

経済主体は実質投資の決定をおこなうが、ビジネスの協力者との分配の仕方はこのインセンティブに影響を与える。そこで、ジョイントベンチャーにおける契約問題と、事前投資のインセンティブの関係を実験で解明するのがこの目的である。実験計画を練り直して、被験者が誤解しないような工夫を検討した。現在も進行中である。

3. 転売あるいはキャンセル付きオークション実験：久保田、松島、萱場

財購入をキャンセルや転売できるオプション財を入札によって売却する状況を、理論と実験によって解明する。他の実験研究に時間を取られたことと、この研究のオリジナリティーが明確でないことなどから、大幅な変更を検討している。

4. ジョイントベンチャーマッチング：照山、松島、萱場

事業提携、ジョイントベンチャーについての長期的な契約関係を、繰り返しゲームの変形ヴァージョンによってモデル化する実験研究である。2017 年 1 月に学内被験者学生約 100 名をあつめて、パイロット実験をおこなった。さまざまな工夫にもかかわらず、被験者に実験内容が十分に伝わらない事態がおこり、説明書の変更対策を検討後、来年度に小規模の再試をおこなうとした。

5. 不完全モニタリングでの長期的契約関係：私的か公的か：松島、萱場、遠山

昨年度に完成した実験論文（CARF-F-381）を、私と萱場が国際学会で報告した。これのフォローアップとして、反トラスト法の経済学的基礎を調べる実験論文を作成し、ほぼ完成した。

今年度の活動

松島 斉	論文	“Accuracy and Retaliation in Repeated Games with Imperfect Monitoring: Experiments and Behavioral Theory” (Joint with Yutaka Kayaba and Tomohisa Toyama), CARF-F-381, 2016. “Optimal Mechanism Design: Type-Independent Preference Orderings”, Japanese Economic Review, accepted. Mechanism Design in Hidden Action and Hidden Information: Richness and Pure Groves (Joint with Shunya Noda) CARF-F-386, 2016
	エッセーなど	**日本銀行「くらし塾きんゆう塾」連載**　―経済学者がくらしをあばく― 第 4 回　幸福：よりよいくらしと経済学（第 36 号 2016 年春） **日本評論社「経済セミナー」連載**　―オークションとマーケットデザイン 第 19 回　経済学と倫理（1）正義か集計か（2016 年 4, 5 月号） 第 20 回（最終回）　マーケットデザインとニッポン（2016 年 8, 9 月号）
	セミナー学会報告	**EEA-ESEM Meeting 2016 (Geneva, Swiss)** 開催日：2016 年 8 月 22 日～26 日 演　題：Accuracy and Retaliation in Repeated Games with Private Monitoring: Theory and Experiments **Seoul National University Workshop** 開催日：2016 年 11 月 3 日 演　題：Mechanism Design in Hidden Action and Hidden Information: Richness and Pure Groves **University of Tokyo Microeconomics Workshop** 開催日：2016 年 12 月 13 日 演　題：Mechanism Design in Hidden Action and Hidden Information: Richness and Pure Groves
萱場 豊	セミナー学会報告	**一橋大学大学院経済学研究科セミナー** 開催日：2016 年 6 月 28 日 演　題：Accuracy and Retaliation in Repeated Games with Private Monitoring: Theory and Experiments **GAMES 2016, the 5th World Congress of the Game Theory Society** 開催日：2016 年 7 月 24～28 日 演　題：Accuracy and Retaliation in Repeated Games with Private Monitoring: Theory and Experiments **Econometric Society Asian Meeting (Kyoto)** 開催日：2016 年 8 月 12 日 演　題：Accuracy and Retaliation in Repeated Games with Private Monitoring: Theory and Experiments

RESEARCH

10

バブル、金融危機と政策対応 研究会

教授
青木 浩介

准教授
植田 健一

講師
平野 智裕

今年度の活動概要

2016 年度は合計 10 名のマクロ金融の研究者を海外から招聘し、また、夏の８月には北海道大学にて Summer Workshop on Economic Theory（SWET）を開催し、バブル・金融危機セッションを開催した。多くの研究者が参加し、活発な意見交換をすることができた。以下では、発表論文の概要を説明する。

SWET
(Summer Workshop on Economic Theory) 2016

開 催 日

2016 年８月５日（金)～2016 年８月９日（火）

開催場所

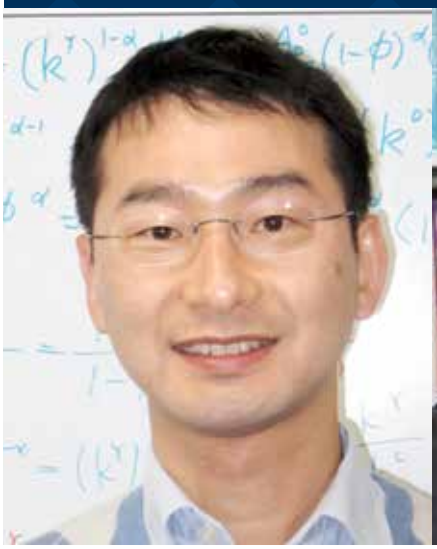
小樽商科大学、北海道大学

資金協力

東京大学金融教育研究センター
京都大学経済研究所
科学研究費補助金（基盤 S：渡辺努代表）
「長期デフレの解明」

一橋大学の陣内了氏の論文の要旨は以下である。金融危機を経験した多くの国で、危機後、経済の生産レベルだけでなく、成長率のトレンドも、元のトレンドを下回ることが観察されている。陣内氏達は、内生成長モデルの中に資産バブル理論を組み込むことで、バブルの崩壊によって、成長率トレンドが大きく低下することを理論的・定量的に明らかにした。

カリフォルニア大学サンディエゴ校の戸田アレクシ哲氏の論文は、投資リスクのある２カ国一般均衡モデ



ルにおいて担保融資と証券化の、低リスク資産のグローバルな供給、厚生、及び純・粗国際資本移動に対する影響を考察した。自他国における金融セクターは投資ローンの担保水準が異なり、自国では低い。経済が開放すると、資本は他国から自国へ流れ、金利は下がり、グローバルな低リスク資産の供給が増える。他国の厚生はリスクの分散によって改善する。自国では経済成長率が高まるものの、厚生への影響は曖昧で、格差は増える。

鶴岡昌徳氏は、日本の国債発行市場における交渉から入札への制度変更を用いて、オークションを導入することのインパクトを定量的に評価した。オークションは交渉に比べて約 1.5% 政府収入を増加させることが分かった。

岡地迪尚論文の貢献は二点挙げられる。第一に、金融仲介機関を組み込むことで破綻時における状態が不良債権を通じて破綻していないときの状態に依存するという現実に近いモデルを作り上げたことである。第二に、モデルのアルゼンチンの財政破綻に対する適合度が高いという点である。シミュレーションの結果は、破綻時周辺における重要な変数のモーメントや推移、破綻頻度、国債のリスクプレミアムなどを捉えている。

シカゴ連銀の Gadi Barlevy は、資産バブルと金融政策に関して大変興味深い論文を発表した。Gali（2014 AER）の論文では、資産バブルに対して金利を上げる政策は、かえってバブルを助長しうることを理論的に証明した。それに対して Gadi 達の論文では、バブル資産以外に複数の資産がある場合には、金利を上げる政策は資産バブルを小さくすることを証明し、その上で、どのような場合に、資産バブルに対する金融引締め政策が経済厚生をパレート改善しうるのかも解明した。

ニューヨーク連銀の Fernando Duarte は、ゼロ金利下における最適金融政策を理論的に明らかにした。ニューケインジアンモデルでは、経済がゼロ金利に陥ると、均衡経路が非決定になる（複数存在する）ことが知られている。Fernando 達の論文は、中央銀行が適切な金融政策を採るならば、均衡の非決定性の問題が消え、均衡が唯一になることを証明した。その上で、非決定性問題を解決しかつ、経済厚生の観点からみて、最適な金融政策を理論的に証明した。

その他、定期的に行っている研究会については、以下のとおりである。

バブル、金融危機と政策対応　研究会

第 16 回	開催日：2016 年 5 月 12 日（木） 報　告：Kristoffer P. Nimark (Cornel University) 演　題：Delegated Information Choice (joint with Stefan Pitschner)
第 17 回	開催日：2016 年 5 月 26 日（木） 報　告：Heng Chen (University of Hong Kong) 演　題：The Great Famine and Household Saving in China
第 18 回	開催日：2016 年 6 月 2 日（木） 報　告：Mikhail Golosov (Princeton University) 演　題：Fiscal Policy and Debt Management with Incomplete Markets
第 19 回	開催日：2016 年 6 月 22 日（水） 報　告：Saki Bigio（Unversity of California, Los Angeles） 演　題：Banks, liquidity management and monetary policy
第 20 回	開催日：2016 年 6 月 30 日（木） 報　告：Damiano Sandri (International Monetary Fund) 演　題：Dealing with Systemic Sovereign Debt Crises: Fiscal Consolidation, Bail-ins or Official Transfers?
第 21 回	開催日：2016 年 7 月 12 日（火） 報　告：Florin Bidian (Georgia State University) 演　題：Bubbles and trading volume 主　催：ミクロ経済学ワークショップ
第 22 回	開催日：2016 年 10 月 18 日（火） 報　告：Joel David (University of Southern California) 演　題：Capital Misallocation: Frictions or Distortions? (joint with Venky Venkateswaran) 主　催：ミクロ経済学ワークショップ
第 23 回	開催日：2016 年 10 月 25 日（火） 報　告：Fernando Duarte (Federal Reserve Bank of New York) 演　題：1) "How to Escape a Liquidity Trap with Interest Rate Rules" 2) "Financial Vulnerability and Monetary Policy" (joint with Tobias Adrian) 主　催：ミクロ経済学ワークショップ
第 24 回	開催日：2016 年 11 月 8 日（火） 報　告：Gadi Barlevy (Federal Reserve Bank of Chicago) 演　題：On Interest Rate Policy and Asset Bubbles (joint with Franklin Allen and Douglas Gale) 主　催：ミクロ経済学ワークショップ

開催時間：16 時 50 分～18 時 35 分（第 19 回のみ、12 時 10 分～13 時 10 分）
開催場所：東京大学大学院経済学研究科 学術交流棟（小島ホール）1 階 第 1 セミナー室

RESEARCH

11

世界の企業レベルでの様々な金融及びマクロ経済政策・制度の影響

准教授
植田 健一

Stijn Claessens（BIS）

今年度の活動概要

世界の企業レベルでの様々な金融及びマクロ経済政策・制度の影響は、多面的な研究対象であるが、その中でも本年度は金融と労働の構造政策の関連を理論的に考察するとともに、アメリカの歴史的データを用いて、理論的予測に関して実証研究を行った。その成果は CARF よりワーキングペーパー（“Monopoly Rights and Economic Growth: An Inverted U-Shaped Relation” by Kenichi Ueda and Stijn Claessens）として発表したが、以下、その主要論点を紹介したい。

構造政策、特に労働関連法規や銀行規制等は、ミクロの企業活動に影響を与えることは理解しやすいが、それがマクロレベルの投資や経済成長にどのような結果をもたらすかは、より深い考察が必要となる。とりわけ、日本や西欧諸国では強すぎる労働者保護が企業活動を制限していると、理論的、実証的に示されてきている。その一方で、中国などの発展途上国では（そしてかつての日本でも「女工哀史」にみられるように）、労働者の権利が十分に守られていないと指摘されることが多い。

そして、発展途上国における最低限の労働者保護の欠如が本来のレベルより低い労働コストを通じて、貿易や国際投資を歪め、先進国の経済を不当に苦しめているのではないかという見方がある。それは例えば TPP に強くあらわれている。即ち、労働基準や環境基準の遵守というのは TPP の主要項目となっているのである。しかし、それらは途上国の実情に合わないなどと反対されることも多い。

しかし、どんな労働者保護もマクロ経済に悪影響を与えるということであれば、むしろ先進国側もそのように労働関連法規を改定すべきだが、果たしてそうだろうか。残念ながら、先述の通り、ほとんどの先行研究は欧州や日本の強すぎる労働者保護の問題点を理論的、実証的に明らかにしてきており、ほとんど労働者保護がないところに、必要最小限と思われる保護を加えたときの影響を研究してきていなかった。

本研究では、解雇規制のような労働者保護は、何もないよりは必要最小限ある方が、経済成長にも好影響を与え、しかしながら度が過ぎると経済成長に悪影響を与えるということを、理論的に明らかにした。すなわち、横軸に労働者保護（λ で表記）、縦軸に経済活動水準（企業利益 profit）で近似を取ると、図 1 のよう

にお椀型（逆Ｕ字型）を取ることを示した。なお、この労働者保護の水準は実質的な労働者の権利の強さであり、必ずしも労働関連法規だけで決まるものでもない。とりわけ銀行を中心とする資本の提供側からの企業経営への介入が、労働者のリストラも含め、規制等による銀行の独占的地位が強い時によくみられると考えられる。

実証研究においては、先行研究が強すぎる労働者保護の悪影響（逆Ｕ字の右側の下降部分）をすでに明らかにしていることから、本研究では、必要最小限な解雇規制を導入した場合の経済成長への好影響があるか確かめることを目標とした。

雇用の保護がほとんどない国の代表で、なおかつ制度変更や経済成長のデータがそろっている国はアメリカである。実際、アメリカでは 1970 年代から 90 年代にかけ、徐々に必要最小限の解雇規制を州ごとに導入してきた。それまでは、“you are fired”（お前はクビだ）と一言言えば、経営者は簡単に労働者をその場で解雇することができた。しかし、例えば陪審員として裁判所への登庁義務がある時に、不在を理由に解雇したり、また上司や同僚が法令を遵守しない場合それを警察や監督官庁に報告したことを理由として（組織を裏切ったとして）解雇するケースなどは、公共的観点から見て解雇権の乱用と考えられ、そのような解雇は無効となってきたのである。

本研究では、そのような解雇権の必要最小限と思われる制限は、高度な知識を活用する程度が高い産業の成長を促すことを実証的に示した。これは本研究の理論と整合的である。その反面、単純労働が主な産業では、そのような最小限の解雇規制でも成長を抑制することを示したが、これは先行理論と整合的である。さらに実は、本研究の理論とも整合的である。本研究の理論の根幹は、解雇の恐れを少なくすると労働者がより企業に特有な高度な知識や技能を高めていくというメカニズムであり、したがって、単純労働が主な産業では本研究の理論結果のうち、労働者保護の好影響（逆Ｕ字の左側の上昇部分）は当てはまらないのである。だが、両産業での影響を合わせて考えれば、解雇権の必要最小限の制限は、より知識集約型の産業の成長を促すこととなり、経済全体における産業構造の高度化を通じて、結果的に経済全体に好影響を与えることとなる。

実証研究では、さらに労働者の保護されている程度

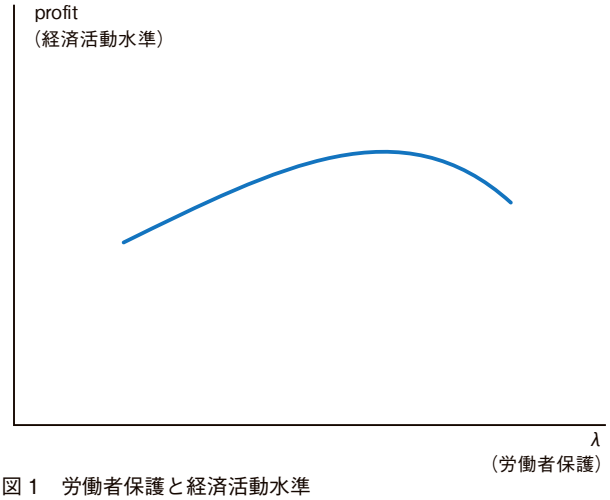


図１　労働者保護と経済活動水準

は銀行など債権者の制度的な強さにもよるという理論上の論点も調べた。アメリカでは同じく 1970 年代から 90 年代前半にかけて、それまで各町に一つしか認められていなかった銀行が、支店を通じて他の町にも業務展開できるように規制が緩和されてきた。その前は、一つの町に一つの銀行しかなかったのである。この銀行規制の緩和も、徐々に州ごとに行われたが、銀行の町ごとの独占が崩されるとともに、州経済の成長も上昇してきたことが先行研究でわかっている。本研究では、さらにこの銀行の独占力が低下することで、（企業による労働者解雇への圧力の低下を通じ）労働者の実質的な保護が高まったということを、実証的に示した。すなわち、労働関連法規と金融関連法規は関連しながら経済に影響を与えるのである。なお、ここでは、州ごと産業別のパネルデータを用い、時代的・地理的背景などの影響を極力取り除く方法で分析をしているため、この実証結果はアメリカの 70 年代から 90 年代に限られず、普遍的なものと言える。

まとめれば、債権者が必要以上に力を持たないようにする金融関連法規の改正と、労働者を最小限に保護しつつも企業の解雇権を確保するという、バランスのとれた構造政策が、それぞれの国、地域にとって、産業を高度化し、経済全体の成長を促すという、ある意味で当然のことを、本研究は理論と実証の双方で明確に示した。このような構造調整は、日本や欧州など特に労働市場が硬直的で、銀行主体の金融システムを取っている国々で、（今までもなされて来たが）さらに追求されるべきものである。一方、発展途上国においても、必要最小限の労働者保護を導入することや、民営の銀行による健全な競争を促進することは、自身の経済発展に資するものである。

RESEARCH

ファイナンス

RESEARCH

12

アクチュアリーのための数理的・計量的手法の研究

准教授
佐藤 整尚

教授
高橋 明彦

森本 祐二（実務家）
松平 正直（実務家）
陳 春航（琉球大学准教授）

研究の概要

アクチュアリーのための、数理的な基礎研究および、数量ファイナンスを応用した研究を行う。特に、アクチュアリー資格取得を目指す学生に対して、どのように指導していくかについて、研究を行う。また、実際にアクチュアリーとしての活動をなさっている実務家をお招きして、その話を伺い、学生への啓蒙活動をしていく。

今年度の活動概要

本年度は日程の都合により、学生の沖縄セミナーへの参加は見送った。アクチュアリー試験向けのゼミを週１回行い、12 月の試験で優秀な成績を修めることを目標とした。

研究面では、琉球大学の陳氏と極値統計を使った沖縄の降水量データの分析を行った。ここでは、集中豪雨・巨大台風・巨大地震のようなめったに起こらない極値的な現象の発生リスクを調べた。使ったモデルは標準的なブロック最大化モデル、閾値超過モデルである。データは過去 20 年間の那覇の降水量で日次である。このデータには明らかな季節性があるので、Season1（1 月−3 月）、Season2（4 月−6 月）、Season3（7 月−9 月）、Season4（10 月−12 月）の４つに分けて分析を行った。その結果、Season1、3、4 はフレシェ分布、Season2 はワイブル分布し従うことがわかり、季節によって、性質が異なることが分かった。

これをもとに、ある期間のうち１回は越えてもおかしくない水準として、その期間に対する再帰水準を求めてみた。（俗にいう何年に一度の大雨という時の根拠）

年	Season1	Season2	Season3	Season4
5	77.6	163.9	234.7	139.4
10	94.4	187.5	303.4	185.5
20	112.3	209.2	373.5	242.3
50	138.5	235.9	471.1	340.0
100	160.6	255.0	549.6	436.6

表１　推定された再帰水準（単位：mm）

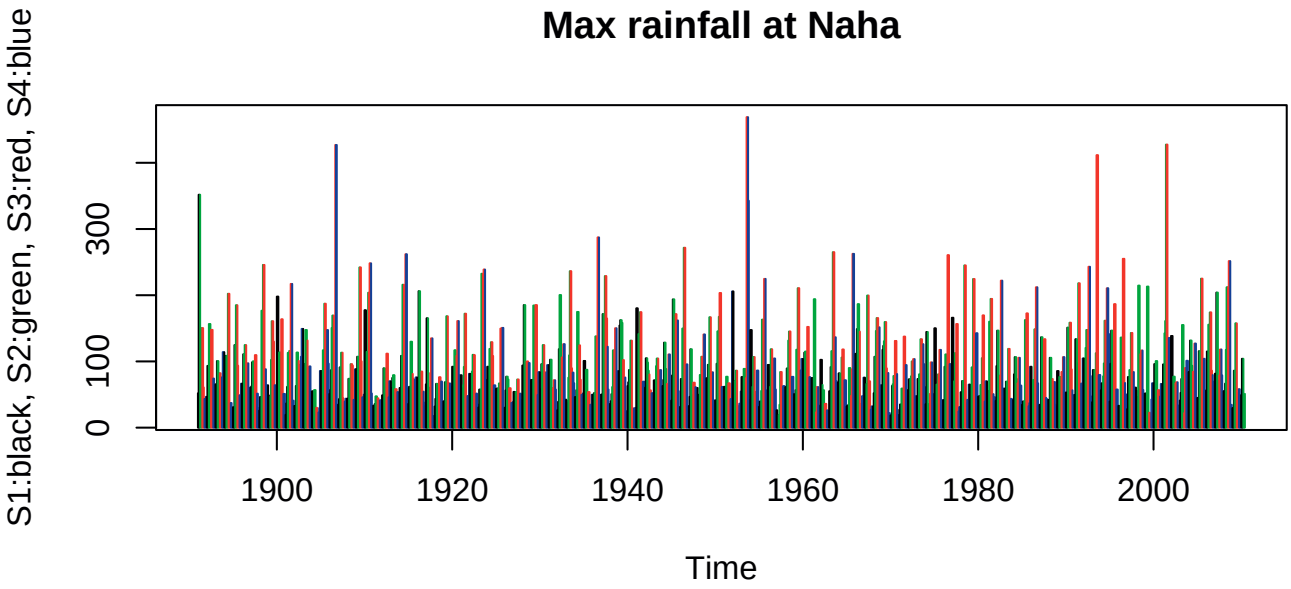
過去 100 年の実際の最大値は

年	Season1	Season2	Season3	Season4
100	205.7	351.8	427.5	468.9

表２　観測された最大値

となっているので、Season1 と Season2 はやや過少推定、Season3 はやや過大推定と言えるが、概ね、あてはまりはよいと考えられる。ただし、これらは、季節性の区分をどのように決めるかにもよるので、今後の検討課題としたい。

なお、本研究については 2016 年度統計関連学会連合大会で口頭発表を行った。



RESEARCH

13

連続過程における最適化とフィルタリングについての研究

准教授
佐藤 整尚

教授
高橋 明彦

講師
藤井 優成
白谷 健一郎
都築 幸宏（特任）

研究の概要

投資における数量的アプローチの一つとして、資産価格やそのボラティリティの確率過程のモデル化、パラメータ推定、それらに基づくポートフォリオ構築を考える。特に、状態空間モデル、粒子フィルタ、異常検知、ファジィ・システムを活用し、平均・分散ポートフォリオ分析等に基づき、逐次ポートフォリオ最適化を行った。その成果を本年度は以下の論文として発表した。

今年度の活動概要

業績一覧

1. 粒子フィルタを用いた最適ポートフォリオの構築、CARF-J-104.（経済学論集に掲載予定）
2. Generalized Exponential Moving Average (EMA) Model with Particle Filtering and Anomaly Detection, CARF-F-403. (Subsequently published in Expert Systems with Applications, Vol. 73, 2017, pp. 187–200, DOI:10.1016/j.eswa.2016.12.034.)
3. Fuzzy Logic-based Portfolio Selection with Particle Filtering and Anomaly Detection, CARF-F-405
4. Creating Investment Scheme with State Space Modeling, CARF-F-406
5. Estimating Style Weights of Mutual Funds by Monte Carlo Filter with Generalized Simulated Annealing, CARF-F-383

ピックアップトピックス

1 の「粒子フィルタを用いた最適ポートフォリオの構築」について、簡単に紹介する。

本研究では、自己組織化状態空間モデルの枠組みを用い、カーネル平滑化法を活用したモンテカルロ・フィルタにより、良好な運用成果を示す平均分散ポートフォリオが構築できることを示した。投資対象としては、国内外の株式・債券とリートを取り入れ、空売り禁止条項や取引費用、投資比率制約も考慮することで、より現実的な国際分散投資を考察した。特に本稿では、レバレッジ効果を伴うボラティリティに加え、期待リターンに関する状態変数も導入し、粒子フィルタにより逐次推定した。さらに、我々の手法に基づくポートフォリオのパフォーマンスは、一般的な移動平均・分散に基づく平均分散ポートフォリオだけではなく、近年注目されている、等ウェイト、最小分散、リスクパリティなどのリターン予測に依拠しない手法の

パフォーマンスをも大きく凌駕することを示した。また、運用成果の評価方法に関しては、実務的に重要な下方リスクや投資タイミングの問題も考慮し、周知の複利リターンやシャープ・レシオの他、ソルティノ・レシオや最大ドローダウンといった有用な指標も採用し、我々の提案したモデルと推定の枠組みによるリターン予測が有効であることを多角的に確認した。以下の図１（資産価値）は、本研究において開発した SMSV モデルが既存のモデルに比し最も良好なパフォーマンスをあげていることを示している。

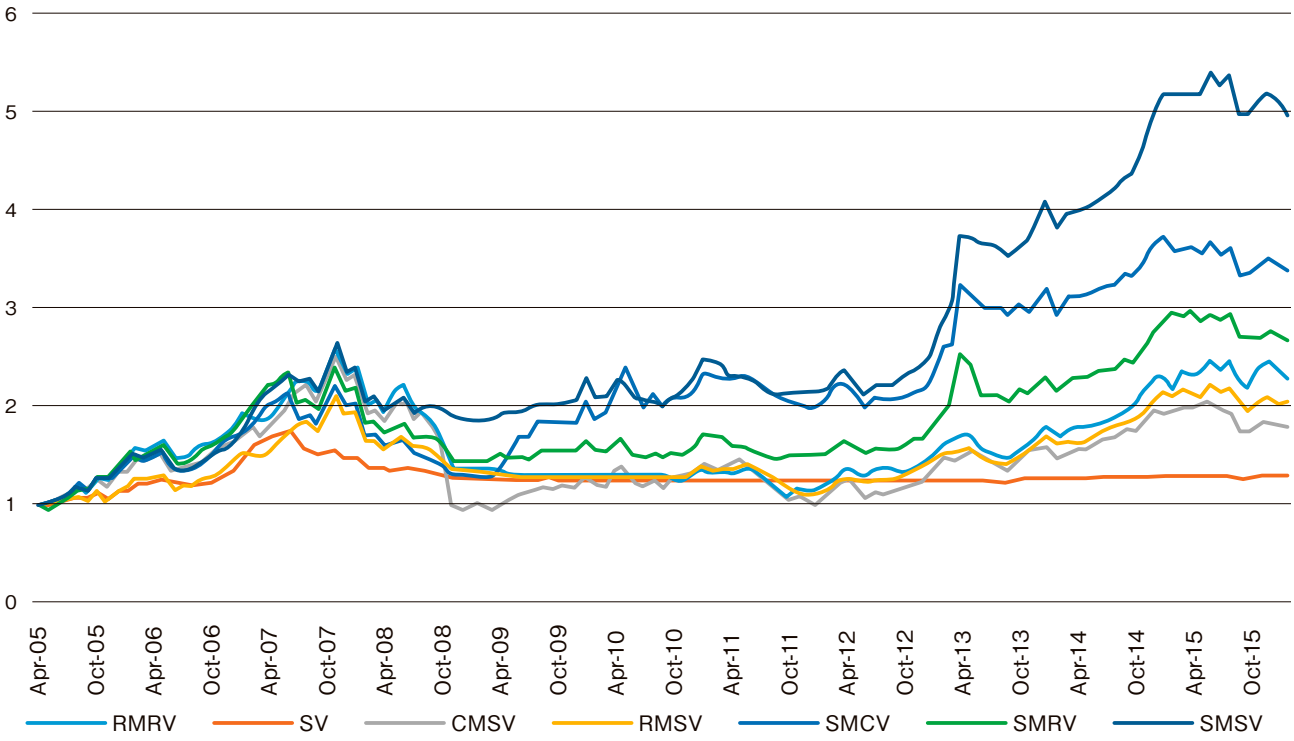


図１　平均分散ポートフォリオの資産価値

RESEARCH

会計・コーポレートガバナンス

RESEARCH

14

IFRS と日本の会計制度（現代会計フォーラム）

教授
大日方 隆
米山 正樹

准教授
首藤 昭信

リサーチ・プロジェクトの目的

日本の証券市場においてIFRS（International Financial Reporting Standards）にもとづく財務諸表をどのように受け入れるのかをめぐっては、先鋭な対立がみられる。思い入れが強い当事者も少なくないことから、この問題をめぐる議論は「結論先にありき」となりがちである。

そういう状況にあればこそ、IFRS受け入れの可否に関して利害中立的な立場をとりうる研究者には、(1) IFRS受け入れの影響について予断をもって語られていることはないか、(2) 当事者がその必要性に気づいていないことから、いまだ議論が尽くされていない論点はないのか、(3) 受け入れに対して積極的な立場、消極的な立場それぞれの主張は首尾一貫しているのか（主張の間に矛盾はみられないのか）、などの検討が強く求められている。本リサーチ・プロジェクトは、こうした問題の検討を目的としている。

本リサーチ・プロジェクトでは現代会計フォーラム（UTCAF）と称している定例研究会において、この問題を継続的に分析している。そこで行われた討論の成果は、「IFRSと日本の会計制度」というタイトルの連続セミナーにおいて広く一般に向けて情報発信している。また2015年度に立ち上げた会計ワークショップでは、定例研究会に参加しているメンバー以外の研究者を国内外から招聘し、日本の証券市場においてIFRSをどう受け入れるのかという問題をいっそう多角的に分析することを目指している。

本年度の定例研究会と会計ワークショップの開催状況は以下の通りである。

定例研究会　現代会計フォーラム

第 59 回	2016 年 7 月 23 日（土）	東京大学大学院経済学研究科棟 12 階　第 1 共同研究室
第 60 回	2016 年 8 月 30 日（土）	
第 61 回	2016 年 10 月 29 日（土）	東京大学大学院経済学研究科棟 12 階　第 2 共同研究室
第 62 回	2016 年 2 月 4 日（土）	
第 63 回	2017 年 3 月 29 日（土）	九州大学箱崎キャンパス文系地区　経済学部 6 階　609 セミナールーム

時間はいずれも 13 時 30 分〜18 時 30 分

会計ワークショップ

Tokyo Accounting Workshop
Workshop on fundamental issues in accounting standards

開催日

2016 年 7 月 30 日（土）

開催場所

東京大学大学院経済学研究科学術交流棟（小島ホール）
1 階　第 2 セミナー室

プログラム

14:30〜14:40

趣旨説明
米山　正樹（東京大学）

14:40〜16:10

「企業類型と資本会計―会計主体論の再検討―」
大雄　智（横浜国立大学大学院国際社会科学研究院教授）

16:30〜18:00

「無形資産と利益測定」
藤田　晶子（明治学院大学経済学部教授）

Tokyo Accounting Workshop
Workshop on accounting for insurance contracts

開催日

2016 年 12 月 17 日（土）

開催場所

東京大学大学院経済学研究科学術交流棟（小島ホール）
2 階　コンファレンスルーム

プログラム

16:00〜16:10

（解題）保険会計：「古くて新しい問題」としての探求
米山　正樹（東京大学大学院経済学研究科教授）

16:10〜17:10

「経済価値ベースの資産負債管理（ALM）と伝統的な対応概念の意義」
羽根　佳祐（早稲田大学商学学術院助教）

17:10〜17:30

質疑と討論

なお CARF セミナー「IFRS と日本の会計制度」の概要は、他のセミナーの概要とともに、CARF セミナーに関する記事に記されている通りである。

研究成果の概要

（1）リース会計基準のコンバージェンス

よく知られているように、一定の要件を満たしたリース契約においては、リース資産とリース負債とのオンバランスが要求されている。賃貸借契約にもとづき資産や負債を計上する理由は、伝統的には、割賦購入取引との整合性・類似性に求められてきた。これに対し現行の IFRS は、リース物件に係る使用権がリース契約から生じる場合に、当該使用権を資産として計上するように求めている。IFRS のこうした変化に対し、伝統的な論拠を踏襲している日本の会計基準を改訂するかどうかがいま問われている。

本研究プロジェクトでは、こうした問題意識にもとづき、投資家らがオンバランスされているリース負債と、オフバランスされているものとを等質的とみているのか、それとも異質なものとして取り扱っているのかに関する経験的な事実を解明しようと試みた。主要

な発見事項は以下の通りである。

The purpose of this study is to examine whether capital market participants treat recognition in financial statements differently from disclosure in notes using finance leases in Japan. In particular, this study investigates the associations between recognized versus disclosed finance lease obligations and the costs of debt, including bond yield spread and credit ratings.

The first objective of this study is to examine whether disclosed and recognized finance leases are associated with the costs of debt. This research finds that disclosed finance lease obligations are not associated with bond yield spread, but that recognized finance lease obligations are associated with bond yield spread. On the contrary, this study shows that both disclosed and recognized finance lease obligations are risk relevant in explaining credit ratings.

The second objective of this study is to analyze whether capital market participants treat recognized finance leases differently from disclosed finance leases in assessing credit risk. This study finds that the associations between recognized versus disclosed finance leases and bond yield spread are substantially different. However, this study reports that recognized and disclosed finance leases are processed similarly in determining credit ratings.

Overall, this study finds that the associations between recognized versus disclosed finance leases and the cost of debt are different between bond yield spread and credit ratings. These results may indicate that the investors' information processing is different between bond market participants and a credit rating agency.

（2）IFRS の任意適用と強制適用

連結財務諸表における IFRS の適用は、多くの海外諸国において強制適用の形がとられており、任意適用の日本は米国とともに数少ない例外となっている。IFRS を任意適用している企業（適用予定企業を含む）が 100 社を超えたいま、このまま任意適用にとどめるのか、それとも強制適用へと移行するのかをめぐる議論は再び過熱することが予想される。こうした事実認識から、本研究プロジェクトでは、IFRS 任意適用の経済的帰結、任意適用にとどめることの合理性、任意適用に固有の困難などを論じた。

（3）自社株報酬の会計問題

コーポレートガバナンス意識の高まりなどもあり、自社株報酬の採用が増加し、また、その手法が多様化しつつある。こうした中、日本では、フルバリュー型の株式報酬型ストックオプション（1 円ストックオプションともいわれる）と特定譲渡制限付株式の会計処理は、異なっている。すなわち、「権利不確定の失効」や「権利不行使による失効」がある場合における費用計上は、前者においては失効による費用の修正により通算すれば 0 となるが、後者は修正されず、交付時に測定した費用が全額計上される。本研究プロジェクトでは、現行会計基準のどこに不備がみられ、それがどのような問題を引き起こしているのか、またその問題にはどう対処することが想定されるのか、などを検討した。IFRS においては「資本と負債の区分」をめぐる研究プロジェクトがいま十分な成果を生み出せていないといってよい。ここでの討論は、資本と負債の区分をめぐる議論がなぜ紛糾するのか、議論の混乱から脱却するためにはどうしたらよいのか、という問いに関する有益な示唆に富んでいる。

仮に両者の「実質」が同じ“条件付持分”とみた場合には、両者の会計処理を同様にすることになるが、どのように整合させるかについて先行的な見解を踏まえると、権利確定日までは「権利不確定の失効」を考慮しながら、業務執行に応じて費用計上し、その後「権利不行使による失効」は反映しないことが考えられる。しかし、現状、ストックオプションの会計処理は法律構成によらないが、自社の株式の場合は法律構成によるため、権利不確定の株式を株主資本とはしないこととするには会社法の改正が必要である。もし会計上だけで対応しようとすれば、連単分離にもとづく会計基準の開発が必要となる。

また、“条件付持分”が資本としていつ確定するかは、失効の取扱いにも関係する。「権利不確定の失効」については、①付与時に失効数を見積る方法（付与時に失効の見積数を控除）と、②付与時に失効数を見積らない方法（失効時に失効の実際数を反映）があり、わが国の会計基準と IFRS、さらに米国基準では、取扱いが異なる。これは、複数の会計処理の設定に関する論点であり、わが国では、原則として①とし、失効数を十分な信頼性をもって見積ることができない場合には②とすることとしているため、状況別に設定していると考えられる。しかし、実際には 90% の企業が②の処理を採用しており、これを例外処理とみなすことは難しい。日本と米国とで取扱いが異なるのはなぜか、想定可能な会計処理の間で「優劣」を論じうるのか、などは今後の検討課題として残されている。

（4）純利益とリサイクリング

包括利益と純損益のいずれを主要な業績指標とみるのか、また両者の差に相当する「その他の包括利益（OCI）」は事後的にリサイクリングの対象としなければならないのか、は主要国の会計基準設定主体の間で繰り返し議論されながら、いまだにコンセンサスが得られていない問題である。本研究プロジェクトでは、リサイクリングの手続の必要性を主張する際、日本のASBJ がどのような議論に依拠してきたのかを検討した。より具体的には、ASBJ の議論に内部矛盾や論理飛躍、あるいは諸外国の基準設定主体にとって受け入れがたい予断が含まれていないかどうかを検討した。すなわち ASAF 会議の資料として用いられたアジェンダ・ペーパーや、ASAF に先立って ASBJ が公表したディスカッション・ペーパーやショート・ペーパーから純損益やリサイクリングの手続の必要性に関する記述を抽出したうえで、それらがどのような論拠に支えられているのかを確かめた。

一連の調査によれば、ASBJ は以下の諸点を繰り返している。

1. 財務業績の適正評価は財政状態の適正表示よりも優先される。市場関係者がフロー情報をより強く求めているからである。
2. 事業活動の性質に応じて財務業績のとらえ方を変える必要性は、投資家らが企業の価値を推定する際、のれんを生み出す営業活動と、それを生み出さない財務活動とを異質な形で評価することに根ざしている。
3. 経営者がコントロールしえない要因に左右される成果は、暫定的な計上額と最終的な確定額とが大きくかい離する可能性が残されているため認識すべきでない。業績指標に不可逆性が求められるのはそのためである。

他方で、フローの損益情報を重視する理由や、損益情報の中でも「不可逆性」「包括性」という特質を備えている純損益の情報をとりわけ重視する理由などについては、不十分な説明しかなされていない。議論の説得力を高めるためには、これら諸点に関する改善が期待される。

（5）日本企業による損益表示の区分シフト

本研究プロジェクトでは、わが国の上場企業において経営者が経常利益と特別損益の間で損益の区分シフトをおこなうか否か、おこなったと疑われる場合に、投資家はそれにたいしてどのような評価をおこなうかも分析した。具体的には、最初に損益の区分シフトの存在を確認し、次いで区分シフトにたいする投資家の評価を分析した。

一連の分析によれば、純利益を経常利益と特別損益に区分して表示する現行制度は、経営者に損益の区分シフトという利益マネジメントの手段をあたえることになり、実際に損益の区分シフトがおこなわれていることを示唆するような経験的事実が得られている。ただしそうした区分シフトによって投資家が誤導されていることを示唆する経験的な事実は見出されていない。その事実は、たとえ区分シフトが行われているとしても、その事実だけからただちに区分表示を廃止せよという結論が導かれるわけではないことを示唆している。

いわゆる「原則主義」にもとづく IFRS は、いまのところ、日本の会計基準が求めているような細かい区分表示を求めていない。ただし IASB はいま損益計算書における業績尺度の表示方法を見直すためのプロジェクトを進めており、近い将来に日本に類似した「詳細な表示区分」が求められる可能性もある。ここでの検討は、このような変化が生み出す帰結に係る有益な示唆に富むものといえる。

（6）人的資源の資産計上

人的資源は、企業価値を創出する重要な経営資源であるにもかかわらず、バランスシートに計上されていないという議論は、50 年以上前から存在する。本研究プロジェクトでは、現役従業員等に係る将来の給与・退職金の割引現在価値を人的資源に係る資産・負債としてオンバランスすることは、リース資産とリース負債とをオンバランスする論拠にてらして正当化しうるのではないか、という観点から討論を行った。IASB における概念フレームワークの見直しや、IASB や FASB におけるリース会計基準の改正は、上記の人的資源をオンバランスすることの障壁がいっそう取り払われたことを示唆している。

逆にいえば、オンバランス化を妨げる理由が乏しいにもかかわらず、実際にはオフバランスされているとすれば、そこには何らかの理由があるはずである。本研究プロジェクトでは、敢えてオフバランスとされている理由も併せて検討対象とした。

RESEARCH

15

地方金融機関における地域支援のための実践課題②—製造現場の会計課題と実務問題

教授
大日方 隆
米山 正樹

藤本 隆宏（東京大学大学院経済学研究科教授 / MMRC）
新宅 純二郎（東京大学大学院経済学研究科教授 / MMRC）

— 連携メンバー —
上總 康行（京都大学名誉教授）
澤邉 紀生（京都大学経営管理大学院教授）
川野 克典（日本大学商学部教授）
吉川 晃史（熊本学園大学会計専門職研究科准教授）
小野 浩幸（山形大学大学院理工学研究科教授）
柊 紫乃（山形大学大学院理工学研究科准教授・事務局）
田中 正知（J コスト研究所代表）

今年度の活動概要

本研究プロジェクトは、東京大学金融教育研究センター、東京大学ものづくり経営研究センターおよび、関連する研究者のグループにより形成され、地方金融機関がかかえる、融資先・支援先をはじめとする対象地域への支援に関わる諸課題について検討してきた。

2014 年度「金融機関が製造業（ものづくり企業）に融資する際に必要な製造現場の見切り方（目利き力）に関する探索的研究および仮説構築」、2015 年度「地方金融機関の地域支援に係る行動原理ー支援の成果と問題点」に続く 3 年目として、「地方金融機関における地域支援のための実践課題② – 製造現場の会計課題と実務問題」を掲げ、開始当初よりの一環した研究課題、問題意識の継続性のもと、より実践的な知見の「フィールド・オブ・プラクティス」の場を提供することを目指して活動した。さらに、今年度より新たな研究連携メンバーを迎え、「決済と決算に関わる研究プロジェクト」を発足した。

当該プロジェクトは、東京大学、山形大学、日本大学商学部との共同プロジェクトとして、ものつくり大学名誉教授 田中正知氏の協力を得て、日本企業の競争力強化を支える金融機関の支援体制、あるいは製造業における金融取引のあり方について年度当初から研究会を重ねて検討する中で、特に、製造業の取引先や子会社への支払等に注目し、今年度後半には、上場企業を対象とした一斉アンケートを実施した。これにより当該研究テーマの基礎データが蓄積されたと考えているが、今後、これらの分析、さらなる検討を継続し、理論と実務の両面で貢献できる成果としてまとめていく。

また、従前より継続している「CARF セミナー」、「金融機関の支援に関する基礎調査」、および他研究プロジェクトと連携した「金融サミット」についても、さらに発展させた形で実施し、地方金融機関、その他の金融関係者をはじめとする、幅広い一般参加者を得た。また、これらの開催を通じて、新たな研究連携関係を構築した。

【CARF セミナー】ものづくりと金融シリーズ（3）「現場実践と金融・会計力」

開催日時

2016 年 7 月 21 日（木） 17：30 ～ 19：30

場　所

東京大学大学院経済学研究科学術交流棟（小島ホール）
2 階　コンファレンスルーム

参加者

発表者（下記）1 名、セミナー参加者（除く発表者）53 名

内　容

「“ 質創造 ” マネジメント―TQM の構築による持続的成長の実現」
トヨタ自動車株式会社業務品質改善部主査、
中部品質管理協会企画委員長　古谷　健夫氏

CARF セミナーは、金融機関および関係者に、より広く製造業とその課題を理解いただき、それにより、金融機関の支援活動へのインプリケーションを提供することを目的として昨年度から開始、継続している。第 3 回となる本セミナーは、トヨタ自動車株式会社のトータルクオリティマネジメントの第一人者である古谷氏にご協力頂き、企業の持続可能性に必須の「経営の質」を創造する方法論とトヨタ式の神髄をご紹介頂いた。金融機関はもとより、研究者、パブリックセクター関係者を含め、50 名を超える参加者により盛況に開催された。

【決済と決算に関わる研究プロジェクト】〈定例研究会／アンケート調査〉

開催日

2016 年 6 月 3 日（金）～ 2017 年 2 月 22 日（水） 計 11 回

参加者

研究者（経済学、会計学）4 名
研究支援者 1 名（議事録）

内　容

日本企業（主に製造業）における支払実務の実態把握
アンケート実施
アンケート発送期間：2016 年 12 月～2017 年 2 月
対象企業：上場企業（東証 1 部、2 部）2400 社
回答数：156 社

決済と決算に関わる研究 PJ メンバー

【関東経済産業局ヒアリング調査】

開催日時

2016 年 10 月 20 日（木） 14：00 ～ 17：00

開催場所

関東経済産業局

参加者

研究者（会計学）2 名
研究者支援者 1 名（議事録）

内　容

関東経済産業局の金融機関等への支援活動に関わるヒアリング

従前より CARF セミナー等で連携構築を検討している関東経済産業局に対して、同じく連携研究を進めている京都大学澤邉紀生教授とともに、支援体制と実績、課題等についてヒアリングを行い、幅広い分野について知見交換を行った。同局とは、実務の理論化と、理論の実務への再適用プロセス等について、今後も継続して協力していく旨を確認した。

【第３回金融サミット in 東京】

開催日時

2016 年 12 月 10 日（月） 11：00 ～ 18：00

開催場所

京都大学東京サテライト

参加者

金融機関実務家 20 名

研究者（会計学、経営学、技術経営学）11 名

内　容

特別講演「地域金融機関と会計人の連携」

総合経営グループ CEO　長谷川 佐喜男氏

金融機関３社による各自発表、および情報・知見交換

毎年１回開催して、３回目になる、今回の金融サミットは、京都大学東京サテライトを会場に、東北から関西地域まで幅広い地方金融機関が集い、お互いの知見と情報を交換した。特に今回は、特別講演として、会計プロフェッションと金融機関の連携を提唱されている総合経営グループ CEO　長谷川 佐喜男氏の特別講演を設定し、今後の金融サミットの発展方向性、および、広範な協力体制構築への礎石となった。

本サミットは、原則として、参加金融機関同士の忌憚のないディスカッションを旨とするため、本議論の公開は意図していないが、むしろそのために、参加各位における深いレベルでの知見の交換が実現しつつあり、来年度以降の開催を既存参加者から要請されるにいたっている。

特別講演：長谷川 佐喜男氏

これらの活動成果として、①地方金融機関をはじめとする、金融関係者への理論的、実践的知見の共有の場を提供、②製造業と金融機関の相互理解の促進、③金融と会計の設定における新たな研究課題とそのための予備調査を実現した。今後は、それらの一層の進展と、実社会への還元を図っていきたい。

以上

RESEARCH

16

コーポレートガバナンスの新たな局面に関する経済分析

教授
柳川 範之

今年度の活動概要

今年度においては、コーポレートガバナンスに関連して、①ファミリービジネスから示唆を得た、経営者のリーダーシップに関する分析、②今後のわが国のガバナンスの実質的向上に向けた対策の検討、③技術革新が進む中での、ガバナンスの未来像に関して検討を行った。

①ファミリービジネスから示唆を得た、経営者のリーダーシップに関する分析

日本のファミリービジネスは、他の企業に比べて、パフォーマンスが良いことが知られている。特に創業者ではなく子孫が継いでいる場合のパフォーマンスが比較的良いことが、海外と比べても日本の特徴といわれている。前年度までの研究に引き続き、その理由と影響についての実証分析を行った。

単にファミリービジネスに対する含意だけではなく、この点から一般企業のガバナンスのあり方についての知見を得ることに、特に重点を置いて分析を行ってきた。その結果、経営者が強いリーダーシップを有することや、株式インセンティブを強くもつことの重層性等が確認された。

この研究の成果については、UC Berkeley や National University of Singapore 等で報告を行い、国際的な研究交流も行っている。

②今後のわが国のガバナンスの実質的向上に向けた対策の検討

わが国のコーポレートガバナンスの構造については、コーポレートガバナンス・コードが策定されるなど、形式的な面での進展が見られたが、それが実質的なガバナンスやパフォーマンスの改善にいかに結び付けていくかが、鍵となっている。そこで、本研究では、実質的に改善していくメカニズムとしてどのようなものが考えられるのかを検討してきた。

コーポレートガバナンスの問題を考えるうえでの難しさは、どれだけルールや形式的な基準を整えても、実質面でのガバナンスはそれとかなり乖離し得るという点にある。そのため、実質的に機能させるうえでは、どのようなメカニズムが有効なのかについて、理論的に検討するとともに、具体的な問題として、社外取締役がどこまで実質的に機能し得るのか等につい

て、検討してきた。また、現実問題を考えるうえでの大きなポイントとしては、労働市場の構造とコーポレートガバナンスとには大きな関係があり、経営者市場の構築等が重要であることが確認された。

なお、この研究の成果については、経済産業省を中心に検討が行われている CGS 検討会等への参加、貢献などを通じて、政策的な面での取り組みにも努めている。

③技術革新が進む中での、ガバナンスの未来像

今後、IT や AI が急速に進展していく中では、企業経営のあり方やコーポレートガバナンスのあり方についても、大きな変革が求められていくことが考えられる。そこで、新しい組織のあり方やガバナンスのあり方について、研究を行った。

技術革新を考える際の大きなポイントの一つは、変化が速いという点である。そのため、今後の組織のあり方としては、その変化により柔軟に対応できるような仕組みが求められる。また、技術革新によって、たとえば働く時間や場所に関する制約がなくなっていく中で、組織構造をどのようなものにしていくかも大きな課題である。

ここでは、まだすべての論点について研究成果を得ることはできていないが、例えば柔軟性確保のための、持ち株会社制度の有効活用等について、一定の検討成果が出ている。引き続き検討を進めて、コーポレートガバナンスの未来像について、研究を進めていく予定である。

EVENT

19th Annual Japan Project Meeting

開　催　日　2016年8月1日（月）
開催場所　Asian Development Bank Institute
共　　催　NBER (National Bureau of Economic Research)
　　Australia-Japan Research Centre
　　Center on Japanese Economy and Business
後　　援　Asian Development Bank Institute
Organizer　Shiro Armstrong, Charles Horioka, Takeo Hoshi, Tsutomu Watanabe, and David Weinstein

本年度のNBER Japan Project Meetingは8月1日に霞が関のアジア開発銀行研究所で行われた。100名を超える出席者が参加し、活発な議論が展開された。

Product Dynamics and Aggregate Shocks: Evidence from Japanese Product and Firm Level Data

Robert Dekle,University of Southern California
Atsushi Kawakami, Teikyo University
Nobuhiro Kiyotaki, Princeton University and NBER
Tsutomu Miyagawa, Gakushuin University

商品数の増減と景気循環との関連を分析した研究は、シュンペーターの時代から存在している。本稿では、マクロ生産性ショック、国外需要ショック、政府支出ショック、国外流動性需要ショックがヘテロな企業の商品の動学に与える影響を分析している。実証分析に用いる、マクロ的なショックと商品をつなげる構造的定式化はDekle, Kiyotaki, and Jeon（2014）の新古典派一般均衡モデルに基づいている。我々はまず、商品と輸出に関する独自の企業レベルデータを、日本の工業統計調査から生成した。このデータはアメリカのデータと比べてよりミクロ的になっている。またアメリカは5年毎にしか利用できないが、日本では年次データが利用可能である。そのため、景気循環と企業レベルの商品の動学の分析にふさわしいものとなっている。分析の結果、プラスのマクロ生産性ショック、政府需要ショック、実効為替ショックは商品の数を大きく増やすことがわかった。

The Impact of a Permanent Income Shock on Consumption: Evidence from Japan's 2014 VAT Increase

David Cashin, Federal Reserve Board
Takashi Unayama, Hitotsubashi University

本稿では、日本の2014年の消費税率引き上げを自然実験として、ライフサイクル・恒常所得仮説を検証する。この税率引き上げは、予期せず比例的に生涯資源が減少することを意味する。その理由は、消費税がかからない財はほとんどない、増税分の補償もない、価格の上昇という形で負担が完全に家計に転嫁される、2013年10月の安倍首相の発言まで予想されていなかった、からである。分析の結果、過剰平滑の文献とは対称的に、増税が宣言されるという所得ショックに比例して消費が落ちることが明らかになり、ライフサイクル・恒常所得仮説は棄却できない。

The Formation of Consumer Inflation Expectations: Evidence from Japan's Deflation Experience

Jess Diamond, Hitotsubashi University
Kota Watanabe, The Canon Institute for Global Studies
Tsutomu Watanabe, University of Tokyo

本稿では、ミクロレベルのデータを用いて、日本におけるインフレの経験と個々人のインフレ期待の関係を分析する。我々が着目するのは、日本がデフレ期に突入した1995年以降である。主要な結果は以下の4つである。①インフレ期待は年齢とともに上昇する傾向にある。②購入された財のインフレ率も年齢とともに上昇する。③しかし、年齢とインフレ期待は個々人レベルのインフレ期待を調整した場合でも正の相関を持っている。④年齢とインフレ期待の正の相関は、かなりの部分がコホートとインフレ期待の相関によるものであり、我々はこれを歴史的なインフレの経験が将来のインフレ期待に与える影響だと解釈している。

Geopolitics and Asia's Little Divergence: State Building in China and Japan After 1850

Mark Koyama, George Mason University
Chiaki Moriguchi, Hitotsubashi University
Tuan-Hwee Sng, National University of Singapore

この論文では、19世紀後半の中国と日本では、政治的発展と国家建造について異なる歩み方をしたことを説明する枠組みを提供する。西洋の力は、新たな技術を取り入れる機会をもたらしたが、一方で清王朝と徳川幕府の国家的独立を脅かしもした。我々は、この機会と恐れは、小さな国家に対しては中央集権化と近代化への明確な動機を与えたが、地理的に大きな国家に対しては逆の影響があったと結論付ける。我々の理論を用いて、歴史的に中央集権的である中国がなぜ西洋の到来とともに分権化したのか、そして政治的に分断されていた日本がなぜ統一され近代化されたのかを分析する。さらに、19世紀のアングロ・サクソン、15世紀のモスクワ大公国の統一という国家建造に関する2つの歴史的エピソードにこの枠組みを適用することによって、モデルの有効性を示している。

EVENT

A Contagious Malady? Open Economy Dimensions of Secular Stagnation

Gauti Eggertsson, Brown University and NBER
Neil Mehrotra, Brown University
Sanjay Singh, Brown University
Lawrence Summers, Harvard University and NBER

低金利、ターゲットより低いインフレ率、低成長という長期停滞の条件は世界的に観測されている。本稿では長期停滞の世代重複開放モデルを用いて、資本移動が停滞の波及に与える影響を分析する。自然利子率が低い世界では、低金利とは対照的に、資本が集中すると不況を各国に拡散させる。世界的長期停滞では、拡張的財政政策は正の溢出効果があり、協調にはメリットがある。また、財政政策は自己資金調達が可能である。対称的に、拡張的金融政策は一国の産出は増やすが他国の産出は減らす、近隣窮乏化政策である。同様に、構造的労働市場改革や新重商主義貿易政策を含む競争的政策も、世界的長期停滞下では近隣窮乏化政策である。

Fiscal Cost to Exit Quantitative Easing: The Case of Japan

Hiroshi Fujiki, Chuo University
Hajime Tomura, Waseda University

本稿では、量的・質的緩和（QQE）終了の前後における、日本銀行のキャッシュフローとバランスシートをいくつかのシナリオの下でシミュレートする。シミュレーションの結果、QQE 終了後、日本銀行は大きな会計上の損失を生むことがわかった。これは、QQE 終了後の短期金利の正常化によって、QQE 時の日本国債の利回りが、超過準備に対する金利より低くなるからである。この損失は、国民への利払いの増加に対応するため、統合政府にとっての財政的コストである。日本銀行の会計損失の度合いは、QQE の期間と銀行券需要の金利弾力性に大きく依存する。

プログラム

8:30

<Breakfast/Registration>

8:50

<Welcome Remarks>
Naoyuki Yoshino, Dean of the Asian Development Bank Institute

9:00

Robert Dekle, University of Southern California
Atsushi Kawakami, Teikyo University
Nobuhiro Kiyotaki, Princeton University and NBER
Tsutomu Miyagawa, Gakushuin University
Product Dynamics and Aggregate Shocks: Evidence from Japanese Product and Firm Level Data
Discussant: Kosuke Aoki, University of Tokyo

10:00

David Cashin, Federal Reserve Board
Takashi Unayama, Hitotsubashi University
The Impact of a Permanent Income Shock on Consumption: Evidence from Japan's 2014 VAT Increase
Discussant: Joseph Vavra, University of Chicago and NBER

11:00

<Break>

11:30

Jess Diamond, Hitotsubashi University
Kota Watanabe, The Canon Institute for Global Studies
Tsutomu Watanabe, University of Tokyo
The Formation of Consumer Inflation Expectations: Evidence from Japan's Deflation Experience
Discussant: Stephen Redding, Princeton University and NBER

12:30

<Lunch>

13:00

Mark Koyama, George Mason University
Chiaki Moriguchi, Hitotsubashi University
Tuan-Hwee Sng, National University of Singapore
Geopolitics and Asia's Little Divergence: State Building in China and Japan After 1850
Discussant: Noam Yuchtman, University of California at Berkeley and NBER

14:00

Gauti Eggertsson, Brown University and NBER
Neil Mehrotra, Brown University
Sanjay Singh, Brown University
Lawrence Summers, Harvard University and NBER
A Contagious Malady? Open Economy Dimensions of Secular Stagnation
Discussant: Nobuhiro Kiyotaki, Princeton University and NBER

15:00

<Break>

15:30

Hiroshi Fujiki, Chuo University
Hajime Tomura, Waseda University
Fiscal Cost to Exit Quantitative Easing: The Case of Japan
Discussant: Bruce Preston, University of Melbourne

16:30

Keynote Speaker: Minister Taro Kono

17:30

<Adjourn>

SWET: Summer Workshop on Economic Theory

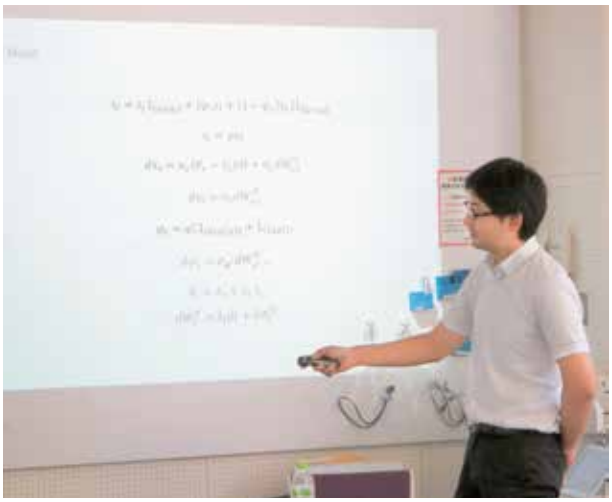
開　催　日　2016年8月5日（金）～2016年8月9日（火）
開 催 場 所　小樽商科大学、北海道大学
資 金 協 力　東京大学金融教育研究センター
京都大学経済研究所
科学研究費補助金（基盤S：渡辺努代表）
「長期デフレの解明」

SWET 2016のマクロ金融セッションが8月6日、小樽商科大学で開催された。この日に行われた報告は全部で7本である。研究テーマはそれぞれ、(1) マイナス金利の期間構造モデル、(2) 状態依存価格モデルにおけるインフレ率の水準とボラティリティ、(3) 不確実性ショックと投資財の相対価格、(4) 日本のデフレ下における製品回転と物価指数、(5) 不完全パススルーの異質性に関する検証：企業別綿糸輸出価格データからの証拠、(6) 東京外国為替市場におけるパズル：オーダーの不均衡と銀行のプライシング、(7) 政府系金融機関による政策融資は信用収縮を軽減したか？日本の貸出別データからの証拠、と多岐に渡った。各発表において多くの質問やコメントが寄せられ、各発表者とも持ち時間を使い切るなど大変な盛況であった。各論文の報告内容は以下の通りである。

議事録

"Term Structure Models with Negative Interest Rates"
発表者：上野 陽一（日本銀行）

本研究では金利の期間構造モデルについて、従来のGaussian affine model と Black model を組み合わせ、非線形かつマイナス金利に対応できる拡張モデルを構築した。スイス・ドイツ・日本の金利データを用いて



従来のモデルより予測の近似誤差が小さいことを示した上で、金利の変化を期待金利の変化、タームプレミアムの変化、超過準備への付利の変化の３つの要因に分解した。これにより非伝統的金融政策の効果をフォワードガイダンス、量的緩和、マイナス金利の３つに分けて検証できる。フロアからは、金利ゼロの貨幣とマイナス金利の国債が共存する理由は市場の分断によって裁定が行われないからなのか貨幣の取引や保管コストによるものなのかという質問や、潜在金利の解釈に関する質問が寄せられた。

"Inflation Level and Volatility in a State-Dependent Pricing Model"

発表者：楡井 誠（財務省）

本研究ではインフレ率の水準と時系列での変化率のボラティリティが正の相関を示していることをデータから示したうえで、なぜそうなっているのかを示すモデルを構築した。このモデルはカルボモデルとメニューコストモデルを組み合わせ、有限の企業数を仮定している。インフレ率が高くなると最適価格と既存価格の乖離の分布の端にいる企業が価格改定し、それが価格水準の変化をもたらすため他企業の価格改定を促し、インフレ率のボラティリティが内生的に高くなるというメカニズムである。ボラティリティを内生化することで、最適インフレ率へのインプリケーションを与えるものである。フロアからは、このモデルではインフレ率が何パーセントを超えると価格改定頻度が高くなるのかといった質問や、インフレ率の水準とクロスセクションのばらつきとの正の相関も説明できるとよいのではといったコメントが寄せられた。

"Uncertainty Shocks and the Relative Price of Investment Goods"（*Kwang Hwan Kim との共著*）

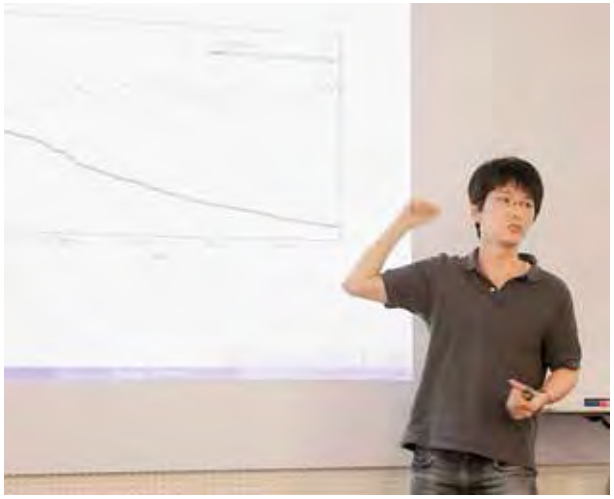
発表者：片山 宗親（京都大学）

本研究ではまず不確実性が高まると投資財の価格が上がることを実証的に示した。不確実性の指標は Jurado et al.（2015）に基づく。その上で、この現象を説明するモデルを構築した。消費財と投資財の２部門モデルの設定で、投入要素の移動不完全性を仮定している。上の現象が生じるメカニズムは以下のようであ

る。不確実性が高まって消費財の需要が低下すると消費財部門の労働力が過剰になり、投資財部門で労働力を吸収しようとする。ところが移動の不完全性があるため、投資部門で賃金が上がることで労働力の吸収を行う、というものである。フロアからは、仮定を現実に当てはめた場合のインプリケーションについて質問が寄せられた。また、資本財はオーダーメードが多く、同質でないため資本財価格のデータ収集の困難であることへのコメントがあった。

"Product Turnovers and the Price Index under Japan's Deflation"（渡辺広太、渡辺努との共著）

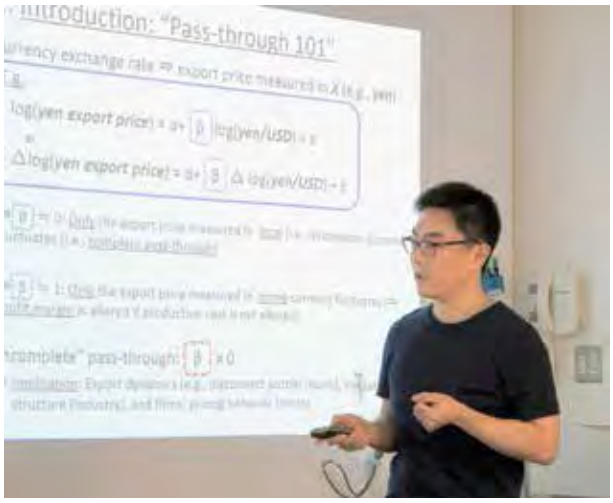
発表者：上田 晃三（早稲田大学）



本研究では1988年から2013年のPOSデータ（point of sales）を用い、質の変化とファッション効果を組み入れた物価指数であるCOLI（cost-of-living index）を開発した。本研究により、製品回転率は年間およそ30%であること、近年は商品導入時よりも価格が下落して廃止される商品が増えていること、ファッション効果が強まる一方で質の改善は弱まっていることなどが明らかになった。フロアからは、POSデータの仕組みについて商品のどのような変更が商品改定とみなされているかといった質問や、商品改定について量を変化させた場合と味を変化させた場合は区別すべきではないか、コンビニのデータも含めるとよいのではないか、といったコメントが寄せられた。

"Testing Heterogeneous Incomplete Pass-through: Evidence from Firm-Level Cotton Yarn Export Price Data"（Serguey Braguinsky、岡崎哲二との共著）

発表者：宮川 大介（一橋大学）

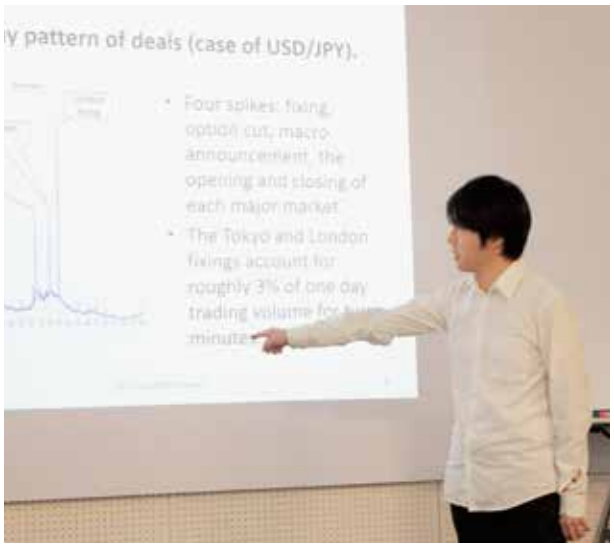


本研究は為替レートのパススルーが企業によってどのように異なるかに関する1897年から1914年の綿糸輸出価格に関する月次データを用いた実証分析である。このデータを用いることで、外生的な為替レートの変化の下で、同質材である綿糸の価格を、月次という高頻度データを用いて分析できる。分析の結果、企業規模・企業の資金・生産性といった要素がパススルーの異質性に関わっていることを示した。フロアからは、金・銀本位制下での為替レートに関するコメントや、完全競争になっているのか、価格改定頻度はどのようになっているか、extensive marginや現地生産の影響を考慮すべきではないかといった質問が寄せられた。

"Puzzles in the Tokyo Fixing in the Forex Market: Order Imbalances and Bank Pricing"（伊藤隆敏との共著）

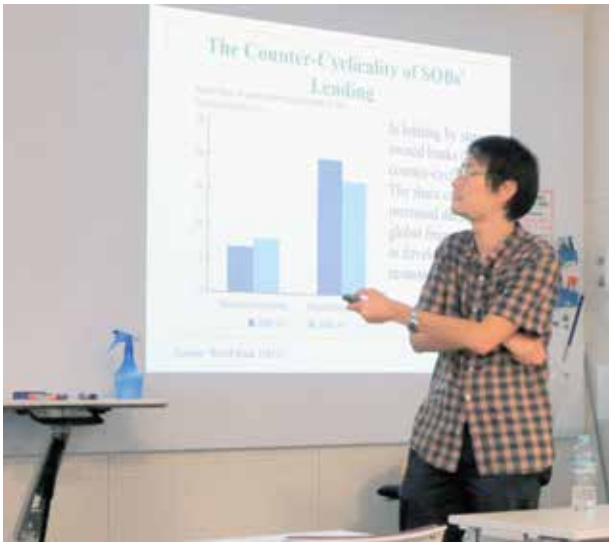
発表者：山田 昌弘（一橋大学）

本研究は外国為替市場におけるfixingを扱っている。Fixing exchange rateとは銀行と顧客の間の取引価格を決める為替レートのことで、東京市場では午前9時55分の為替レートが用いられている。これまでロンド



ン市場の fixing については解明されてきたが、東京の fixing に関する研究は乏しかった。本研究により、東京の fixing ではその時点だけ価格が吊り上がっていること、買いが超過になっていること、fixing rate と market rate が異なっていること、の３つのパズルが示された。フロアからは、どのような点でパズルか、この現象により損得は誰にもたらされているのか、銀行が輪番制によって価格を吊り上げているのではないか、といった質問が寄せられた。

"Does the Policy Lending of the Government Financial Institution Mitigate the Credit Crunch? Evidence from the Loan Level Data in Japan" *（関野雅弘との共著）*
発表者：渡部 和孝（慶応義塾大学）



日本では 1990 年代末に発生した金融危機に対し、銀行への公的資金の注入や銀行預金の保護など様々な措置が取られてきた。本研究は中小企業金融公庫（JASME）による 1997 年から 1999 年の貸し出しがクレジットクランチの軽減に役立ったかを、貸出の契約単位のデータを用いて検証する実証分析である。これにより、メインバンクによる貸し渋りの 26.6% が軽減されていたという結果を得た。また貸し出しは 4〜5 年後の企業業績にマイナスの影響を及ぼしていることを明らかにした。フロアからは、銀行融資の減少から JASME による融資への移行の間に格付けの引き下げや優良担保の売却などがなかったかといった質問や、JASME から貸し出しを受けなかった企業との比較、金融危機の前後で分けて分析することが有用ではないか、といったコメントが寄せられた。

CARF・日本銀行決済機構局共催コンファランス「フィンテックと貨幣の将来像」

開　催　日　2016 年 11 月 18 日（金）
開 催 場 所　東京大学本郷キャンパス　情報学環・ダイワユビキタス学術研究館
　　3 階「ダイワハウス石橋信夫記念ホール」

日本銀行決済機構局と CARF は、2016 年 11 月に、電子的決済手段の拡大や分散型元帳技術などのフィンテックの発展によって未来の貨幣や支払決済がどのような姿となっていくのかという問題についてのコンファランスを開催した。

コンファランスでは、情報技術の発達の下、①決済手段の将来像として「情報伝達の媒体」や「契約媒体」といった新しい機能を考え得ること、②伝統的通貨と電子的決済手段、あるいは民間と中央銀行との間での「プラットフォーム間競争」が生じ得るが、その中でも情報伝達や契約の媒体といった新しい機能が鍵となり得ること等、数多くの論点提起がなされた。

まず、柳川氏（東京大学）は、今後の決済手段が採り得る類型として、情報処理の視点から、決済手段を「分散型」（従来の貨幣、ビットコイン等）と「集中型」（銀行預金、中央銀行当座預金等）に分類、さらに、（ポイントカード・ビジネスのように）、従来は利用されていなかった情報を伝達する手段として決済手段を用いる「情報伝達型」の枠組みも提示した。そのうえで、①ビットコインなどの仮想通貨は、取引検証にかかるコストを考えれば、ハイパーインフレ国などを除き、支払決済に広範に使われていく可能性は高くない、②既に不換紙幣を問題なく発行できている中央銀行が、これを置換するようなビットコイン型（分散型）のデジタル通貨をゼロから発行するメリットはあまり考えにくい、③この中で、中央銀行がブロックチェーンを応用する決済手段を発行するとすれば、何らかの形で「集中型」の構造を持つものとなるのではないか、と述べた。④さらに、「物々交換における完璧なタイミングの一致」が難しい以上、決済手段へのニーズが全く無くなることは考えにくく、タイムラグを埋めるための何らかの決済手段は必要とされ続けるだろう。⑤また、決済プラットフォームを巡る民間と中央銀行の競争が促されていく可能性を指摘した。

戸村氏（早稲田大学）は、「仮に紙幣・硬貨が無くなった場合に中央銀行に残り得る機能」として、担保管理、およびこれを裏付けとする流動性供給という機能が残り得ると述べた。法貨の消失は、中央銀行にとって財務の健全性の基盤の一つを失うことになり、民間が決済手段として中央銀行当座預金を是非とも使いたい誘因を失わせるおそれがあることも指摘した。

さらに、フロアとの議論を通じて、「担保管理およびこれを裏付けとする流動性供給」という機能は、民間主体でも果たし得るのではないかとの論点も提起された。

齋藤氏（日本大学）は、暗号通貨について、①決済手段（通貨）としての機能に加え、②「契約を守る暗号署名システム」として「契約媒体」としての機能も持ち得ることを指摘し、そのうえで、①決済手段としての機能だけに注目した場合、暗号通貨は、その価格変動リスク故に、高インフレ国などを除けば広く流通することは考えにくい、②一方、契約媒体としての機能にも着目すれば、暗号通貨が普及する可能性はより拡がる、とのシミュレーション結果を紹介した。

小早川氏（日本銀行）は、日本銀行決済機構局スタッフが進めている、銀行間資金決済システムの擬似環境を用いた、分散型元帳技術に関する基礎実験から得られた暫定的な考察について報告した。すなわち、①処理性能の面では、検証ノード数が増加するほど、振替依頼の送信からブロック確定までにかかる時間が増大し、またこうした傾向は処理負荷が高まるほど顕著であること、②スマートコントラクトを通じた流動性節約機能を実装したところ、プログラム通りに処理が行われることが確認できたこと、などが報告された。

パネル・セッションでは、まず植田氏（東京大学）が、銀行券を含むベースマネーへの需要低下と金融政策の有効性との関係について、電子的決済手段の拡大により銀行券のプレゼンスが明確に低下している国々（北欧諸国等）でも、そうした電子的決済手段がソブリン通貨の表示単位を用い続けている限り、金利のコントローラビリティに特に問題は生じているようには見えないようだと指摘した。一方で、ビットコインのようなソブリン通貨ではない電子的決済手段が広範に使われる場合には、金融政策の有効性にも影響が及ぶ可能性があると述べ、そうした事例は、「国内において外貨建取引が広範に行われるケース」と類似点が多いことを指摘した。そのうえで、情報技術革新などの下で、日本国内において外貨建取引を行うコストは、現在、大幅に低下しているかもしれないと指摘した。また、仮想通貨や外貨が大口決済の分野まで侵食していくことは直ちには考えにくく、その限りにおいて中央銀行の金融政策も有効性を維持していく可能性が高いだろうと述べ、先行き、電子的決済手段や外貨との競争がさらに激化していく可能性も踏まえ、中央銀行が自ら発行するソブリン通貨の使い勝手向上に努めていくことの重要性を指摘した。

次に、外山氏（ビザ・ワールドワイド・ジャパン）は、従来からの店頭でのカード決済に加え、モバイル決済やIoT製品を通じた決済など、決済の多様化が急速に進む中、自社ネットワークの開放や幅広い企業との協力を通じて、Visaネットワークの利用を促す努力を行っていることを紹介し、そのうえで決済の多様化に伴い、利用者のセキュリティに関する関心も高まっている中、決済イノベーションとセキュリティを両立させることの重要性を指摘した。

丸山氏（フィンテック協会）は、フィンテックを通じて、①取引当事者同士の、中間的業者を介さない直接接続、②個人間での支払や認証を容易にすることによるシェアリングエコノミー推進、③「使った分だけ」の支払いを可能とするマイクロペイメントの普及、などの効果が展望できるとし、さらに将来的には、幅広い産業とのAPI連携を通したオープンイノベーションの促進が、決済手段の機能向上にとっての鍵になっていくのではないかと述べた。そのうえで、これまでも貨幣は、経済活動の範囲拡大とともに進化してきた訳であり、今後は「グローバルなデジタル空間」上のデジタル通貨へと進化していくのではないか、との見方を示した。

その後のパネル・ディスカッションでは、電子的決済手段の拡大が経済や金融に及ぼし得る影響などについて、議論が行われた。議論の中では、①中央銀行がデジタル通貨を発行する場合、安全性と民間のインセンティブを活かした決済イノベーションの両立を図るにはどうすればよいか、②中央銀行は、ファイナリティのある中央銀行マネーによる決済を、経済社会にどこまで踏み込んで提供していくべきなのか、といった論点も出された。

プログラム

13:00～13:20

基調講演　中曽宏（日本銀行副総裁）

13:20～13:50

導入報告　柳川範之（東京大学大学院経済学研究科教授）
「貨幣の役割と情報技術の変化」

13:50～14:30

報告者　戸村肇（早稲田大学政治経済学術院准教授）
「決済システムにおける中央銀行の役割：法定通貨からの視点」

14:30～14:50

休　憩

14:50～15:30

報告者　齋藤哲哉（日本大学経済学部准教授）
「暗号通貨 対 伝統的通貨」

15:30～16:00

報告者　小早川周司（日本銀行決済機構局参事役）
「銀行間資金決済とフィンテック」

16:00～17:00

総括討議：フィンテックと貨幣の将来像：理論と実践

〈パネリスト〉

外山正志　（ビザ・ワールドワイド・ジャパン取締役営業本部長）

丸山弘毅　（株式会社インフキュリオン代表取締役
フィンテック協会代表理事）

植田和男　（東京大学大学院経済学研究科教授）

〈モデレーター〉

山岡浩巳　（日本銀行決済機構局長）

第 18 回　マクロコンファレンス

開　催　日　2016 年 11 月 26 日（土）、27 日（日）
開 催 場 所　ホテル阪急エキスポパーク
オーガナイザー（代表）　阿部 修人（一橋大学）、小野 善康（大阪大学）、櫻川 昌哉（慶應義塾大学）、渡辺 努（東京大学）
プログラム委員　青木 浩介（東京大学）、小川 一夫（大阪大学）、塩路 悦朗（一橋大学）、寺西 勇生（慶應義塾大学）
主　　催　TCER（東京経済研究センター）
慶應義塾大学経済学部
東京大学金融教育研究センター（CARF）
一橋大学経済研究所経済社会リスク研究機構
大阪大学社会経済研究所　基盤研究（S）

第 18 回マクロコンファレンスが 2016 年 11 月 26、27 日の 2 日間にわたり、ホテル阪急エキスポパークで開催された。多くの投稿論文から、プログラムコミティーにより選ばれた 8 本の論文が報告された。研究テーマはそれぞれ、(1) トレンドインフレとインフレのダイナミクス：ベイジアン GMM による一般化 NKPC の推計、(2) マクロ経済予測から示唆されるシャドー・レートと非伝統的金融政策の効果、(3) 不確実性ショックと投資財の相対価格、(4) 多重債務の借り手と生産性の低下、(5) インフレターゲットへの経済誘導：進化ゲーム理論アプローチ、(6) 担保資産選択と債権取立停止の国境を超えた影響、(7) 金融契約における逆選択とモラル・ハザード：有担保・無担保ローン契約からの証拠、(8) 長期金利と銀行貸出供給：企業・銀行間貸出レベルデータの証拠、と多岐に渡った。各論文の報告内容は以下の通りである。

議事録

第 1 セッション　DSGE モデルと金融政策分析の新展開（1）

座　長：阿部修人（一橋大学）

"Trend Inflation and Evolving Inflation Dynamics: A Bayesian GMM Analysis of the Generalized New Keynesian Phillips Curve" *（Takushi Kurozumi、Mototsugu Shintani との共著）*

発表者：源間康史（日本銀行・一橋大学）
討論者：敦賀貴之（京都大学・内閣府）

トレンドインフレとは、定常状態におけるインフレ率、または中央銀行がターゲットとするインフレ率のことである。トレンドインフレはゼロでなく、また時間を経るにつれて低下している可能性がある。本研究では、このような状況における一般化された NKPC（GNKPC）を推計し、トレンドインフレの変化が GNKPC の形状に与える影響を評価している。モデルでは、実質限界費用に単位労働コストだけでなく、相対価格の歪みが含まれる点が特徴となる。ベイジアン GMM の手法を用いて、米国・日本のそれぞれ 3 つの期間についてこの GNKPC を推定したところ、トレンドインフレが GNKPC の形状に影響を与えていることが示唆された。また、モデル選択の基準を用いると、通常の NKPC よりも GNKPC の方がパフォーマンスが優れている。

討論者は、既存研究で用いられた割引現在価値アプローチを用いずに、ベイジアン GMM を活用した本研究の長所を評価した。割引現在価値アプローチでは、forward looking モデルの特性上、識別が困難であるためである。そのうえで、トレンドインフレよりもカルボパラメータの方が GNKPC の形状に与える直接的影響が大きいという指摘や、相対価格の歪みに関する理論的背景をさらに深掘りするよう求めるコメントがあった。フロアからは、great moderation 時の GNKPC の形状が NKPC と異なっているという結果の独自性を評価する声や、限界費用とトレンドインフレの理論的関係に関する質問が寄せられた。

第 2 セッション　DSGE モデルと金融政策分析の新展開（2）

座　長：青木浩介（東京大学）

"A Macroeconomic Forecast-implied Shadow Rate and Unconventional Monetary Policy Effects" (*Yoichi Ueno との共著*)

発表者：一上響（日本銀行）
討論者：小枝淳子（早稲田大学）

かつての金融政策指標は短期金利であったが、名目金利のゼロ下限に直面した中央銀行は非伝統的金融政策を採用し、金融政策がマクロ経済に与える影響を測定することは困難になっている。本研究では、シャドー・レートを推計するとともに、これを新たな金融政策指標として、米国の非伝統的金融政策がマクロ経済に与えた影響を調査した。実際のシャドー・レートの推計に当たっては、GDP や GDP デフレーター、3 か月の T-Bill rate を用いた状態空間モデルを使用している。得られたシャドー・レートを用いた回帰分析の結果では、大規模資産購入プログラムとシャドー・レートに有意な負の相関が認められ、特に MBS の買い入れが最も有効だったことが示唆された。さらに、非伝統的金融政策を実施しなかった反実仮想のシナリオと比較して、GDP は 1.5%、デフレーターは 0.5% 程度上昇した可能性が示された。

討論者は、既存のシャドー・レートの推計手法がイールドカーブ情報をもとに何らかの近似を行うことが多いのに対して、本研究がサーベイ予測値を利用している点を評価している。そのうえで、状態空間モデルの観測方程式における誤差項の分布について、仮定が適切かという疑問や、より構造的なモデルに近づけて政策ルールを導くという提案が出された。フロアからは、blue chip のサーベイは家計の期待が反映されないという指摘や、財政政策の影響を含んでしまう可能性があるというコメントがあった。

"Uncertainty Shocks and the Relative Price of Investment Goods" (*Kwang Hwan Kim との共著*)

発表者：片山宗親（京都大学）
討論者：陣内了（一橋大学）

本論文は、不確実性の変化がマクロ経済に与える影響を包括的に研究している。実証的には、VAR モデルを利用して不確実性に対するマクロ経済変数の反応を調査した。その結果、産出や消費、投資、労働時間が連動し、また不確実性の増加によって投資財の相対価格が上昇するという結果が得られた。理論的には、二部門 DSGE モデルを構築し、硬直的な消費財価格と伸縮的な投資財価格の仮定、生産要素移動の不完全性の仮定のうえで、実証結果と整合的な結果を得ることができた。本論文の設定では、不確実性の増加が予備的貯蓄と労働供

給増加を引き起こすが、生産要素移動が不完全なために投資財価格が上昇するチャネルが生まれる。インパルス応答関数を観察すると、投資財部門の相対賃金上昇が確認され、理論と整合的な結果が得られている。

討論者からは、不確実性増大が投資を遅らせるというBloom（2009）の主張と異なり、本研究は新しい事実を指摘しているという評価がなされた。理論的側面では、家計に総労働時間の不効用を組み込む通常のマクロ理論との違いが指摘された。この結果、相対賃金の調整を通じて投資財の相対価格を変化させるチャネルが発生する。さらなるコメントとして、この理論はやや一般的すぎて、政府支出やTFPの変化などあらゆるショックの影響を受けてしまう可能性があり、外生的な不確実性ショックを考えるべきとの指摘があった。フロアからは、金融摩擦をモデルに組み込むべきといった意見や、政策の影響を慎重に検討すべきというコメントが寄せられた。

第３セッション　長期停滞

座　長：櫻川昌哉（慶應義塾大学）

"Debt-Ridden Borrowers and Productivity Slowdown" *（Daichi Shiraiとの共著）*

発表者：小林慶一郎（慶應義塾大学）
討論者：脇雄一郎（クイーンズランド大学）

金融危機の後に経済成長が減速するという現象が、1990年代の日本や2010年代の米国、欧州で観察され、「長期停滞」仮説が提示されている。その特徴は、不良債権の積み上がりや生産性の低下などである。本研究では、内生的な借入制約を組み込んだモデルを構築することでこれらの事象の解明を試みた。モデルでは、企業（借り手）と銀行（貸し手）の２種類のエージェントがおり、来期返済（長期）と今期返済（短期）の２種類の債務形態がある。短期債務は企業の運転資金に充てられ、また長期債務と異なって短期債務のみがデフォルトできる。デフォルト後に、一部差し押さえと再交渉が行われることが想定されるが、ここで清算価値と長期債務の大小関係が問題となる。前者が後者を上回れば通常の借入制約と同等であるが、そうでない場合、debt-riddenの均衡に陥り、生産は長期的に非効率的な水準になることが示されている。

討論者は、本研究が企業債務のダイナミクスについて新たな理論を構築していると評価した。そのうえで、２種類の定常状態と移行経路について、価値関数や来期の長期債務水準などを図示することを提案している。また、短期債務のみ運転資金に充てられるというタイミングの仮定について正当化が必要と指摘した。フロアからは、債務減免が社会厚生を改善する可能性があるというコメントや、長期債務比率に関するカリブレーションが重要であるという意見のほか、R&Dと内部留保の関係が現実と整合的と考えられる、などの声が挙がった。

第４セッション　ミクロ理論とマクロ経済

座　長：塩路悦朗（一橋大学）

"Guiding the Economy Toward the Targeted Inflation Rate: An Evolutionary Game Theory Approach" *（Yasushi Asakoとの共著）*

発表者：奥田達志（日本銀行）
討論者：尾山大輔（東京大学）

テイラールールとゼロ金利制約の組み合わせのもとでは、インフレ均衡とデフレ均衡の２つが生じることが既存の理論研究で指摘されている。その一方で、政策当局者の間ではインフレ期待を高め、実質金利を下げてインフレ目標を達成するというアイデアが広く受け入れられている。本研究では、企業家と労働者のイノベーションに関する投資決定問題を分析し、進化ゲーム理論を用いて経済の

移行ダイナミクスを導出した。その結果、インフレ均衡に至るためには、企業家がコスト削減ではなく需要創出イノベーションを選択することと、現在需要創出に投資しているプレイヤーの割合が十分大きいこと、の２つの必要条件があることが示された。本研究の結論には、中央銀行の外生的なアナウンスメントがプレイヤー間で共有知識になっているという留保条件が大きな役割を果たしている。

討論者は、進化ゲーム理論という新しい手法を用いたマクロ経済分析である点を評価した。本研究におけるインフレ均衡とデフレ均衡は、それぞれ投資するプレイヤーの割合が（1, 1）または（0, 0）の組となる強ナッシュ均衡に対応する。また、インフレ均衡への収束という本研究の関心は、インフレ均衡がリスク支配均衡となるかどうかによって表現できると整理した。そのうえで、フィッシャー方程式が証明でどのように利用されているかという質問や、完全予見動学でのリスク支配均衡の性質などが指摘された。フロアからは、モデルの設定に関する質問が多く寄せられたほか、forward looking な要素を取り入れるべきというコメントがあった。

"Choice of Collateral Asset and the Cross-Border Effect of Automatic Stays" *（Charles M. Kahn との共著）*
発表者：藤木裕（中央大学）
討論者：小佐野広（京都大学）

通常、借り手が倒産した際に、貸し手は担保を自由に処分することができない。これが債権の取立停止（automatic stay, AS）である。ところが、米国の Repo 市場では AS が免除されており、金融危機の際に Repo 市場の担保が投げ売りされて資産価格が暴落するという事例が発生した。本論文では、どのような担保が Repo 取引に向いているかを考察したうえで、投げ売りを防ぐ AS がどのような条件の下で容認されるかを研究している。本論文の結果では、創出にかかる機会費用が小さい担保で、貸し手と借り手両方にとって価値の高い、保険効果のあるものが適切である。また、担保の創出コストよりも AS が社会厚生に与える正の効果が大きいケースでは、AS を Repo 市場に導入するのがよい。さらに、海外の市場参加者がいる場合には、規制当局間の利害対立を超えて、グローバルな視点から AS の適用について国際協調をする必要が示された。

討論者からは、AS の導入に関する理論的分析への評価があった。そのうえで、貸出市場と担保市場の均衡条件への言及があったほか、担保転売市場のみの分析に注力するという提案が出された。フロアからは、厚生の対象範囲をさらに広げ、債権の発行主体まで含むとどうなるかという質問や、日本の土地市場は歴史的にみて AS が機能した例と捉えられないか、といったコメントが寄せられた。

第５セッション　金融とマクロ経済

座　長：寺西勇生（慶應義塾大学）

"Adverse Selection versus Moral Hazard in Financial Contracting: Evidence from Collateralized and Non-collateralized Loan Contracts" *（Hrofumi Uchida、Hiromichi Iwaki との共著）*
発表者：植杉威一郎（一橋大学）
討論者：清水克俊（名古屋大学）

貸出市場における情報の非対称性が引き起こす金融

摩擦は深刻である。担保の利用によってこの問題を軽減できるとする理論が示されてきたが、その背後にあるメカニズムが逆選択なのか、あるいはモラル・ハザードなのかを実証的に示すことは困難だった。本研究は、日本政策金融公庫の中小企業事業部が 2008 年以降に実施した無担保貸出プログラムの事例を利用して、この問題に決着をつけることを試みている。この事例は、企業が有担保で低金利または無担保で高金利、という 2 つの借入形態を自由に選択できたという点でユニークである。また、他の民間金融機関はこのような貸出をほとんど行っていなかった。企業の貸出レベルのデータを用いて、本研究は以下のような結論を導いた。情報の非対称性は存在し、モラル・ハザードが発生している。逆選択については、理論と整合的な結果と整合的でない結果の両方が得られている。

討論者は、日本政策金融公庫の事例に着目した興味深い論文だと評価した。その一方で、結果は複雑で必ずしも明瞭でないと述べ、サンプルの選択が結果に影響を与えている可能性を指摘した。さらに、実証分析では貸出金利を利用すべきと提案したうえで、努力コストやシグナリングコストが含まれないために、説明変数の欠落が発生している可能性があると述べた。フロアからは、マクロ経済環境のコントロールや、担保の性質に関する質問が挙がった。

"Long-term Interest Rates and Bank Loan Supply: Evidence from Firm-bank Loan-level Data" *(Kosuke Aoki、Shin-ichi Nishioka、Kohei Shintani、Yosuke Yasui との共著)*

発表者：小野有人（中央大学）
討論者：細野薫（学習院大学）

非伝統的金融政策によって長期金利が低下したことを示す一連の既存研究があるが、本研究はこのような状況下での銀行の貸出供給に着目している。銀行のポートフォリオ選択に関する平均分散モデルを構築したうえで、3 つの伝達チャネルを理論的に整理した。(1) ポートフォリオ・バランスチャネル、(2) バランスシートチャネル、(3) リスク・テイクチャネルである。また、実証的には、日本の企業・銀行間の貸出レベルデータを用いることで、貸出需給の識別という問題に対処したほか、長期フォワードレートの情報を利用して、金融政策の内生性の問題を解決することを試みた。本研究の結果、予想されない長期金利の低下が貸出の増加につながり、キャピタルゲインを得た銀行が貸出を増やし、中小企業への貸出の方が強化されたことが見出された。これらは (1)-(3) の各チャネルと対応する。

討論者からは、膨大なデータを利用しており、特に中小企業を含んでいる点が高く評価された。そのうえで、長期金利のボラティリティを説明変数に追加するべきという提案がなされたほか、計量経済学的に得られた推定値のバイアスについて議論を深めるようコメントがなされた。さらに、長期金利コントロール政策への示唆も加えられる可能性があるとの指摘があった。フロアからは、銀行の属性ごとに結果が変化するかといった質問や、銀行が貸出を増やすことなく日銀当座預金に回した可能性などを指摘する声があった。

CARF・日本政策投資銀行設備投資研究所の共催コンファレンス「コーポレート・ガバナンス」

1. 26th NBER-TCER-CEPR Conference

Sponsors　Center for Economic Policy Research (CEPR)
National Bureau of Economic Research(NBER)
Tokyo Center for Economic Research(TCER)
Center for Advanced Research in Finance(CARF)
The Research Institute of Capital Formation (RICF), Development Bankof Japan
開催日時　DAY1…2016年12月8日（木）13：00〜17：30
DAY2…2016年12月9日（金）09：30〜11：40
開催場所　大手町フィナンシャルシティサウスタワー　3階カンファレンスセンター　会議室C・D・E

2. 東大・設研共同主催シンポジウム「日本企業のコーポレート・ガバナンス：産業の新陳代謝、サステナビリティ経営に向けた課題と展望」

主　　催　東京大学金融教育研究センター、日本政策投資銀行設備投資研究所
共　　催　（一財）日本経済研究所、（一財）統計研究会・金融班
開催日時　2016年12月9日（金）13：30〜17：00
開催場所　大手町フィナンシャルシティサウスタワー　3階カンファレンスセンター・ホール

東京大学金融教育研究センター（CARF）は、日本政策投資銀行・設備投資研究所のサポートと共催で、2016年12月8日（木）〜9日（金）に、「コーポレート・ガバナンス」をテーマに国際コンファレンスおよび一般向けシンポジウムを開催した。近年、企業に対するコーポレート・ガバナンスのあり方が改めて問われている。特に、コーポレート・ガバナンスが十分に機能しないことによって、世界的に企業の資金余剰が膨らみ、本来は設備投資など成長資金に使われるべきお金が、収益性の低い安全資産で退蔵され、成長率を低めているという指摘もある。このため、コーポレート・ガバナンスのあり方を本格的に検証することは、世界経済の成長戦略を考える上で重要な政策テーマである。

国際コンファレンスは、12月8日（木）午後から9日（金）午前にかけて、大手町フィナンシャルシティ3階　カンファレンスセンター会議室で、東京経済研究センター（TCER）、全米経済研究所（NBER）と欧州経済政策研究センター（CEPR）と共同で行う年次国際学術会議“26th NBER-TCER-CEPR conference（TRIO conference）”として開催された。国内外から参加した6名のスピーカーが、コーポレート・ガバナンスに関する基調講演と研究報告を行い、指定討論者やオーディエンスとの間で活発な討論が交わされた。報告論文は、レフェリーによる審査を経て、国際学術誌 Journal of the Japanese and International Economies（JJIE）に刊行予定である。

一般向けシンポジウムは、9日（金）午後に、大手町フィナンシャルシティ3階　カンファレンスセンター・ホールで、「日本企業のコーポレート・ガバナンス：産業の新陳代謝、サステナビリティ経営に向けた課題と展望」をテーマに開催した。今日、コーポレート・ガバナンス改革によって日本経済や日本企業をいかに再活性化するかは大きな政策課題である。2つのコードに代表される現在のコーポレート・ガバナンス改革は、社外取締役の増加や、株主総会での人事案への反対票の増加など、企業、投資家双方の意識の変化に結びつきつつあるように見える。しかし、その一方で、企業の貯蓄超過の減少やROEの上昇などの数字に顕著な形では表れていない。その背景には、依然と

して産業の新陳代謝の遅れや過当競争構造が潜んでいるとの指摘は根強いが、それはコーポレート・ガバナンスの変革だけで解決する問題なのかどうかは明確ではない。

シンポジウムでは、以上のような問題について議論するため、まず学界を代表して、スタンフォード大学教授・（公財）東京財団理事長の星岳雄氏が、「日本のコーポレート・ガバナンス改革」と題した基調講演を行った。続いて行われたパネルディスカッションでは、東京大学大学院経済学研究科教授の植田和男氏を座長とし、星岳雄氏に加え、一橋大学大学院商学研究科教授の花崎正晴氏、㈱産業革新機構代表取締役会長・日産自動車㈱取締役副会長の志賀俊之氏、日本政策投資銀行取締役常務執行役員・設備投資研究所長の大石英生氏をパネリストとし、それぞれの専門の観点からのプレゼンテーションと討論を行った。フロアの有識者との間でも意見交換が行われるなど闊達な雰囲気の中で、日本企業のコーポレート・ガバナンスと再活性化に向けて様々な示唆が得られ、実りあるシンポジウムとなった。

プログラム

1. 26th NBER-TCER-CEPR Conference on Corporate Governance

Organizers: Shin-ichi Fukuda, Takeo Hoshi, Hideaki Miyajima, and Jun-ichi Nakamura

◆ DAY 1　Thursday, December 8

13:00

Opening remarks
Chair: Hideaki Miyajima (Waseda University)

13:10

Keynote speech I
Marc Goergen (Cardiff Business School, Cardiff University, UK)
Sovereign Wealth Funds, Productivity and People: The Impact of Norwegian Government Pension Fund-Global Investments in the UK(joint with Noel O'Sullivan, Geoffrey Wood, and Marijana Baric)

14:10

Break
Chair: Yoshiaki Ogura (Waseda University)

14:20

Konari Uchida (Kyushu University)
Institutional Investors, Corporate Social Responsibility, and Stock PricePerformance(joint with Elizabeth Motta)
Discussant: Shing-yang Hu (National Taiwan University, Taiwan)

15:20

Hideaki Miyajima (Waseda University)
The Presidential Turnover and the Changes of Governance Arrangement(joint with Ryo Ogawa and Takuji Saito)
Discussant:Marc Goergen (Cardiff Business School, Cardiff University, UK)

16:20

Break
Chair: Jun-ichi Nakamura (Development Bank of Japan)

16:30

Shing-yang Hu (National Taiwan University, Taiwan)
Share Pledges and Margin Call Pressure(joint with Konan Chan, Hung-Kun Chen, and Yu-Jane Liu)
Discussant: Heather A. Montgomery (International Christian University)

17:30

Adjourn

◆ DAY 2　Friday, December 9

Chair: Takeo Hoshi (Stanford University, NBER, and TCER)

9:30

Keynote speech II
Vikrant Vig (London Business School, UK)
The Political Economy of Bank Bailouts(joint with Markus Behn, Rainer Haselmann. and Thomas Kick)

10:30am

Break
Chair: Shin-ichi Fukuda (University of Tokyo and TCER)

10:40 am

Kotaro Inoue (Tokyo Institute of Technology)
Enjoying Quiet Life Under The Umbrella of Cross-shareholding(joint with Naoshi Ikeda and Sho Watanabe)
Discussant: Masaharu Hanazaki (Hitotsubashi University)

2. 東大・設研共同主催シンポジウム
「日本企業のコーポレート・ガバナンス：産業の新陳代謝、
サステナビリティ経営に向けた課題と展望」

13:00

開場

13:30

開会の辞
柳正憲（日本政策投資銀行代表取締役社長）

13:40

基調講演　星岳雄（スタンフォード大学教授）

14:30

休　憩

14:45

パネルディスカッション

〈座長〉
植田和男（東京大学大学院経済学研究科教授）

〈パネリスト〉
星　岳雄（スタンフォード大学教授）
花崎正晴（一橋大学大学院商学研究科教授）
志賀俊之（日産自動車㈱取締役副会長・
㈱産業革新機構代表取締役会長）
大石英生（日本政策投資銀行設備投資研究所長）

16:50

閉会の辞
福田慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）

Student Round Table with Nobel Laureate Professor Eric Maskin

開　催　日　2017 年 2 月 27 日（月）（Student Round Table, 12:00~12:40 / Reception, 12:50~14:10）
開 催 場 所　東京大学大学院経済学研究科学術交流棟（小島ホール）
1 階　第 2 セミナー室（Student Round Table）
2 階　コンファレンスルーム（Reception）

2017 年 2 月 27 日に、ノーベル経済学賞受賞者である Eric Maskin 教授（エリック・マスキン、ハーバード大学）とノーベルメディア（ノーベル財団広報担当）をお招きして、Student Round Table およびレセプションを開催した。

Student Round Table では、あらかじめ選出された、東京大学経済学研究科大学院生 16 名、経済学部学生 6 名、他大学大学院生 2 名と、マスキン教授、ノーベルメディア、および松島斉教授が参加し、学生とマスキン教授との間で質疑応答を中心としたディスカッションが、1 時間弱行われた。研究者としての心得や、経済学の踏み込んだ議論、現在の政治状況に対する研究

者のモーティベーションにいたるまで、内容の濃い討論がおこなわれた。

レセプションでは、ファカルティーメンバーを含む50名以上が参加して、マスキン教授を祝福する会となった。このイベントは、CARFにおける研究および日本の経済学の教育に大きな影響を与えるものであった。

ノーベル賞受賞者と学生が対話するこのイベントは、本学において前例のないものであり、今回の成果は世界に東京大学の学生のレベルの高さを知らしめることになったと思われる。

STUDENT ROUNDTABLE WITH PROFESSOR ERIC MASKIN

»I really think Economics can be applied everywhere. Not just in social science. It is more of a method.«

»I think you're right.«

当イベントは、ノーベル財団が発行するレポートにも掲載された

第１回　金融ジュニア・ワークショップ

開　催　日　2017 年 3 月 30 日（木）～ 31 日（金）
開 催 場 所　東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）２階　コンファレンスルーム
主　　催　東京大学金融教育研究センター（CARF），東京経済研究センター（TCER）

東京大学金融教育研究センター（CARF）では、東京経済研究センター（TCER）と共催で、「金融」の若手研究者を対象とした「第１回　金融ジュニア・ワークショップ」を、2017 年 3 月 30 日と 31 日の両日、東京大学小島コンファレンスホール（小島ホール２階）で開催した。本ジュニア・ワークショップは、大学院生および若手教員・研究員（大学院修了から３年以内）に現在行っている研究内容を報告してもらい、それに「金融」を専門とするシニアの教員がコメントを行う形式のワークショップである。若手研究者のなかには、潜在的には重要な着想を持ちながらも、それを国際学術誌に刊行可能な形で研究論文としてまとめ上げるのに苦労する人は少なくないと思われる。本ジュニア・ワークショップでは、そのような若手研究者にシニアの研究者が建設的なコメントやアドバイスをすることを通じて、日本の金融研究の将来を担う若手研究者を育成することを目的とした。

本ジュニア・ワークショップの報告者の公募に対しては、当初の想定を上回る多数の応募があり、厳正な審査の結果、合計 18 本の論文が採択された。採択論文のテーマは、金融政策、金融市場（銀行行動を含む）、国際金融など、「金融」に関連するさまざまな分野にまたがるものであったが、２日間にわたってすべてが報告され、活発な議論が展開された。報告論文は、ほぼ完成段階にあるものだけでなく、アイデア段階にあるものも含まれていたが、いずれも興味深いものであったといえる。

経済学の他の分野と比べて、「金融」は日本国内では相対的に若手研究者の層が薄い分野ではないかという指摘がこれまでなされることも少なくなかった。しかし、日本国内にも潜在的には有望な若手研究者は多数存在しており、本ジュニア・ワークショップのような若手研究者を対象としたディスカッションを設けて、研究ネットワークを広げることで、「金融」の分野でも若手研究者を着実に育成していくことは可能になるのではないかと考えられる。本ジュニア・ワークショップは、そのための貴重な第一歩ではなかったかと思われる。

なお、本ジュニア・ワークショップのプログラムは右記の通りである。

プログラム

3月30日（木）

10:30～12:00

セッション1

座　長：宮尾龍蔵（東京大学）

和田健司（一橋大学）
Maturity Structure of Haircut of Sovereign Bonds

大坪ピョートル寛彰（明治学院大学）
The effects of unconventional monetary policy in Japan: New evidence from Time-varying parameter VAR analysis

姫野知也（神戸大学）
日本のマクロ経済ショックの国際スピルオーバー、フィードバック、波及経路の実証分析：Global VARによる国際相互依存関係の検証

12:00～13:30

ランチ

13:30～15:30

セッション2

座　長：渡辺努（東京大学）

須永美穂（大阪大学）
Capital Adequacy Requirements and Financial Frictions in a Neoclassical Growth Model

湯淺史朗（一橋大学）
Endogenous Growth and Recurrent Bubbles

相馬尚人（東京大学）
Robust Monetary Policy Under Deep Parameter Uncertainty

15:50～17:50

セッション3　English session

座　長：福田慎一（東京大学）

青柳潤（カリフォルニア大学バークレー校）
Information Contamination, Market Crashes, and Overshooting

Le Thanh Ha（政策研究大学院）
Monetary Policy and Welfare Issues in the Economy with Shifting Trend Inflation

千葉安佐子（東京大学）
Financial contagion in core-periphery networks and real economy

18:15～

懇談会

3月31日（金）

10:30～12:00

セッション4

座　長：宮尾龍蔵（東京大学）

王ゼイ（神戸大学）
A New-Keynesian Model with Estimated Shadow Rate for Japan Economy

森田裕史（法政大学）
Uncertainty and Economic Activity in Japan

保里俊介（東京大学）
Aging and Deflation: A Politico-Economic Perspective

12:00～13:30

ランチ

13:30～14:50

セッション5

座長：青木浩介（東京大学）

新関剛史（愛媛大学）
Housing Wealth Effects in Japan: Evidence based on Household Micro Data

木村遥介（東京大学）
Price Impact, Funding Shock and Stock Ownership Structure

15:00～16:20

セッション6

座　長：植田健一（東京大学）

浅野康司（大阪大学）
Trust and Law in Credit Markets

前川淳（三菱経済研究所常任研究員）
Securitization and Heterogeneous-Belief Bubbles with Collateral Constraints

16:30

解散

マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

このワークショップは、米国の大学や研究機関でよく行われている、教員、学生が参加するセミナー（ブラウンバック・ランチ・セミナー）であり、授業の一環でもある。主に、マクロ、マクロファイナンス、国際金融の分野における大学院生、若手研究者、外部研究者・実務家を対象に、研究の中間報告の場を提供し、研究活動の推進、さらには研究バックアップ体制の充実を図っている。

具体的には、大学院生は、授業の一環として、修士・博士論文の中間報告をすることで、上記の分野を専門とする教員（青木・植田（和）・植田（健）・平野・福田・渡辺等（50 音順））からフィードバックを早い段階において受け、さらにプレゼンテーションの指導も受けることになる。若手研究者（助教・講師など）は、取り組み中の研究を報告することで、同僚からのフィードバックを受けることができる。

さらには、外部研究者・実務家を招き、研究・論文の中間報告を通じて、交流を図っている。

第 117 回

開催日時

2016 年 6 月 1 日（水） 12 時 10 分～13 時 00 分

報告者

平形直久（日本銀行）

演　題

金融システムレポート　2016 年 4 月

第 120 回

開催日時

2016 年 6 月 22 日（木） 12 時 10 分～13 時 00 分

報告者

Saki Bigio（UCLA）

演　題

Banks, liquidity and Monetary Policy

第 124 回

開催日時

2016 年 11 月 2 日（水） 12 時 10 分～13 時 00 分

報告者

平形直久（日本銀行）

演　題

金融システムレポート　2016 年 10 月

※場所はいずれも、東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室

その他の会については、大学院生が修士論文の報告を行った。（詳細省略）

今年度の活動概要

今年度もワークショップの設立目的に沿って、マクロファイナンス、金融、国際金融におけるトピックを幅広くカバーした。

授業の一環である修士論文の中間報告では、教員から多数の質問・コメントが出され、学生にとって有意義な報告の場となった。早い段階で厳しい質疑応答をこなすことで、論文を修正し、またプレゼンの場数（通常、英語での報告）を踏んでいってほしい。ただ、今年度はマクロ専攻の修士学生が多かったために、学内若手教員による報告の枠を確保することができなかった。

学外の研究者による報告も今年度は数多く行われた。プリンストン大学の清滝教授による講演や、日本銀行金融機構局による「金融システムレポート」の報告等で、海外の学術研究者あるいは実務家との交流を図った。

第 33 回　CARF セミナー
「The IASB's concept of the public interest in IFRS」

開催日時　2016 年 4 月 8 日（金）　17 時 30 分～19 時 00 分

開催場所　東京大学大学院経済学研究科学術交流棟（小島ホール）
2 階　コンファレンスルーム

スピーカー　**Carien van Mourik 氏**（英国 Open University Business School 講師）

演題　The IASB's concept of the public interest in IFRS

スピーカーのプロフィール　Carien van Mourik is a lecturer in accounting at the Open University Business School in the UK. She holds a PhD from Erasmus University Rotterdam in the Netherlands. Her research interests centre around the public interest in international financial accounting standards (IFRS) and the International Accounting Standards Board (IASB)'s Conceptual Framework. Her research approaches this topic through accounting models, income concepts, financial reporting theory, and institutional analysis.

第 34 回　CARF セミナー
「IFRS と日本の会計制度（14）」

開催日時　2016 年 4 月 11 日（月）　17 時 30 分～19 時 00 分

開催場所　東京大学　山上会館　2 階　大会議室

スピーカー　1）大日方 隆 教授（東京大学大学院経済学研究科）
2）阿部 光成 氏（阿部公認会計士事務所　公認会計士）
長沼 洋佑 氏（有限責任監査法人トーマツ　パートナー　公認会計士）

演題　1）IFRS と日本の会計制度（14）
2）税効果会計に係る改正状況

スピーカーのプロフィール

1）**大日方 隆 教授**

1985 年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。横浜国立大学経営学部専任講師および助教授を経て、1998 年東京大学大学院経済学研究科助教授、2007 年同准教授、2008 年同教授に就任。現在に至る。
著書に『金融危機と会計規制』（共著、中央経済社・2012 年）『利益率の持続性と平均回帰』（単著、中央経済社・2013 年）『アドバンスト財務会計　第 2 版』（単著、中央経済社・2013 年）がある。

2）**阿部 光成 氏**

公認会計士。1989 年サンワ・等松青木監査法人（現　有限責任監査法人トーマツ）に入所し、上場会社の監査業務、株式公開支援業務、本部における会計基準等の解釈に関する専門業務などに従事。2013 年より阿部公認会計士事務所。1999～2001 年、（財）企業財務制度研究会へ出向。企業会計基準委員会会社法対応専門委員会専門委員、日本公認会計士協会連結範囲専門委員会専門委員長、比較情報検討専門委員会専門委員長を歴任。現在、日本公認会計士協会連結範囲専門委員会、報告検討専門委員会、IASB 対応専門委員会、開示検討専門委員会のオブザーバーを務める。

長沼 洋佑 氏

有限責任監査法人トーマツ　パートナー　公認会計士。主に上場企業の会計監査を担当するとともに、品質管理本部テクニカルセンターにて会計処理の相談対応業務に従事。日本公認会計士協会連結・企業結合等検討専門委員会専門委員長。

第 35 回　CARF セミナー
「現場実践と金融・会計力セミナー（3）」

開催日時　2016 年 7 月 21 日（木）　17 時 30 分～19 時 30 分

開催場所　東京大学大学院経済学研究科学術交流棟（小島ホール）
2 階　コンファレンスルーム

スピーカー　**古谷 健夫 氏**
（トヨタ自動車株式会社業務品質改善部主査　中部品質管理協会企画委員長）

演題　“ 質創造 ” マネジメント―TQM の構築による持続的成長の実現

スピーカーのプロフィール　東京大学工学部産業機械工学科卒業、トヨタ自動車株式会社入社。鋳造工程の生産準備、エンジン設計、TQM 推進などに従事。TQM 推進部長、本社工場品質管理部長を経て、現在は業務品質改善部主査として TQM の普及と実践の支援に取り組む。愛知県中小企業診断士協会正会員。2011 年から中部品質管理協会企画委員長。2014 年からデミング賞審査委員会委員ほか、品質管理、企業マネジメントに関わる社会貢献職歴多数。

第 36 回　CARF セミナー
「IFRS における営業利益の課題：XBRL の視点から」

開催日時　2016 年 7 月 29 日（金）　17 時 30 分～19 時 00 分

開催場所　東京大学大学院経済学研究科学術交流棟（小島ホール）
2 階　コンファレンスルーム

スピーカー　**坂上 学 氏**（法政大学経営学部教授）

演題　IFRS における営業利益の課題：XBRL の視点から

スピーカーのプロフィール　1991 年商学修士（早稲田大学）。1994 年早稲田大学大学院商学研究科博士課程中退、大阪市立大学商学部助手、講師および助教授を経て、2009 年法政大学経営学部教授に就任。現在に至る。著書・論文に、『事象アプローチによる会計ディスクロージャーの拡張』（中央経済社 , 2016 年）、“The Impact of XBRL Adoption on the Information Environment: Evidence from Japan,” The Japanese Accounting Review, Vol. 4 (January 2015), pp. 49–74. (with Bai Zhenyang and Fumiko Takeda) “Value Relevance of Profit Available for Dividend,” Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, Vol. 17, 2010, pp. 41–56. (with Shin’ya Okuda and Atsushi Shiiba) “Japanese Accounting Profession in Transition,” Accounting, Auditing & Accountability Journal, Vol. 12 No. 3, March 1999, pp. 340–357. (with Hiroshi Okano and Hiroshi Yoshimi) がある。

第 37 回　CARF セミナー
「Auditors With or Without Styles? Evidence from Unexpected Auditor Turnovers」

開催日時　2016 年 10 月 12 日（水）　16 時 00 分～17 時 30 分
開催場所　東京大学大学院経済学研究科学術交流棟（小島ホール）　1 階　第 2 セミナー室
共　　催　農林中央金庫寄付講座
スピーカー　**Tai-Yuan CHEN 氏**
（Associate Professor, Hong Kong University of Science and Technology）
演　　題　Auditors With or Without Styles? Evidence from Unexpected Auditor Turnovers
スピーカーのプロフィール
【Current Employment】
Hong Kong University of Science and Technology
Associate professor (with tenure), July 2013 to present
Academic Director, MBA Programs, July 2016 to present
【Education】
Ph.D. 2006 University of Texas at Dallas, Accounting
M.Sc 2001 University of Illinois at Urbana- Champaign
B.B.A 1997 National Cheng-Chi University, Accounting, Taipei Taiwan
【Honors and Awards 】(received after joining HKUST)
Most Cited Journal of Accounting and Economics Articles

第 38 回　CARF セミナー
「Accrual duration」

開催日時　2016 年 10 月 20 日（木）　16 時 00 分～17 時 30 分
開催場所　東京大学大学院経済学研究科学術交流棟（小島ホール）　1 階　第 2 セミナー室
共　　催　農林中央金庫寄付講座
スピーカー　**Ilia Dichev 氏**（Goizueta Chair and Professor of Accounting,
Goizueta Business School, Emory University）
演　　題　Accrual duration
スピーカーのプロフィール
Ilia Dichev joined the Goizueta faculty in 2009. Dichev's previous appointment was at the University of Michigan's Ross School of Business, where he taught accounting for thirteen years and directed the PhD program in accounting for three. Dichev holds a BS in finance from Santa Clara University and a PhD in accounting from the University of Washington. Immediately following completion of his PhD in 1995, he served as assistant professor of accounting at Rice University in Houston, Texas, for a year. He has published in The Accounting Review, Journal of Accounting and Economics, Journal of Accounting Research, The Journal of Finance, Journal of Business, and American Economic Review. In 2002, he received the Notable Contributions to Accounting Literature Award, the highest research award in accounting. He is also the recipient of the 2007 Emerald Citation for Excellence, as author of one of the top 50 articles in economics and business worldwide. He has been cited in numerous popular publications, including Forbes, The New York Times, Money, The Wall Street Journal, Smart Money, Handelsblatt, National Public Radio, Harvard Business Review, Atlanta Journal-Constitution, CFO Magazine, Financial Advisor, Investors' Chronicle, The Chronicle of Higher Education, and The Economist.

第 72 回　CARF 特別セミナー
「Risk Without Reward: The Case for Strategic FX Hedging」

開 催 日 時　2016 年 4 月 4 日（月）　12 時 00 分～13 時 15 分

開 催 場 所　東京大学大学院経済学研究科学術交流棟（小島ホール）2 階　コンファレンスルーム

スピーカー　**Matthew P. Richardson 氏**
（Charles E. Simon Professor of Applied Economics, New York University）

スピーカーのプロフィール　Matthew Richardson is the Charles E. Simon Professor of Applied Economics in the Finance Department at the Leonard N. Stern School of Business at New York University. He recently coedited two books on the financial crisis titled, Restoring Stability: How to Repair a Failed System (Wiley, 2009), and, Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance (Wiley, November 2010), and is a co-author of, Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac and the Debacle of Mortgage Finance (Princeton University Press, March 2011). Professor Richardson completed both his bachelor and master degrees in economics concurrently at the University of California at Los Angeles. He received his doctor of philosophy in finance from the Graduate School of Business at Stanford University.

要　旨　We consider the case for strategic currency hedging as a tool for explicitly targeting optimal currency exposure in international equity portfolios. We show that foreign currency exposure meaningfully adds to risk in most environments, and does so without providing commensurate compensation. In periods when the correlation between international stock returns and foreign currency returns is positive, basic portfolio math means that the additional risk is particularly pronounced. A strategic program of full or partial currency hedging can therefore help reduce portfolio risk and drawdowns, while maintaining expected returns.

第 73 回　CARF 特別セミナー
「Robust Design Principles for Monetary Policy Committees」

開 催 日 時　2016 年 10 月 21 日（金）　14 時 55 分～16 時 40 分

開 催 場 所　東京大学本郷キャンパス　情報学環・ダイワユビキタス学術研究館
3 階「ダイワハウス石橋信夫記念ホール」

共　　催　マクロ経済学ワークショップ

スピーカー　**Andrew Levin 氏**
（Professor of Economics, Dartmouth College）

スピーカーのプロフィール　Andrew Levin is a professor of economics at Dartmouth College. His research on monetary economics has been highly influential, with a total citation count that ranks among the top 200 economists worldwide. Professor Levin received his Ph.D. in economics from Stanford University. He was a staff member at the Federal Reserve Board for two decades, and he served as a special adviser to Chairman Bernanke and then-Vice Chair Yellen on monetary policy strategy and communications from 2010 to 2012. He subsequently served as an adviser at the International Monetary Fund and then joined the Dartmouth faculty in 2015. Professor Levin is a regular visiting scholar at the Bank of Canada and at the International Monetary Fund, and he currently serves as an external adviser to the Bank of Korea. He has also had extensive interactions with many other central banks: He has been a consultant to the European Central Bank and a visiting scholar at the Bank of Japan and the Dutch National Bank, and he has provided technical assistance to the national banks of Albania, Argentina, Ghana, Macedonia, and Ukraine.

要　　旨　While a huge literature has examined the formulation of monetary policy strategies, there has been relatively little research on the design of monetary policy committees (MPCs). In this paper, we identify a number of key pitfalls in central bank governance and then proceed to formulate basic design principles for mitigating those risks. To protect against short-term political interference, monetary policy decisions should be made by a committee whose members have staggered terms of office that exceed the length of the political cycle. To help ensure the robustness of those decisions in the face of pervasive uncertainty about the economy and the monetary transmission mechanism, the MPC should have sufficient size, its members should be selected through a transparent process aimed at providing diverse perspectives and forms of expertise, and all members should be individually accountable for their views. To mitigate the risk of excessive insularity and groupthink, the MPC should be subject to regular external reviews of all aspects of the policymaking process. Of course, the specific implementation of these principles will necessarily and appropriately depend on the institutional context of any particular central bank.

WORKING PAPER

F-series

分類番号	タイトル	著　者	発表時期
CARF-F-408	Price Rigidity at Near-Zero Inflation Rates: Evidence from Japan	Kota Watanabe Tsutomu Watanabe	2017.03
CARF-F-407	On the relationship between implied volatilities and volatility swaps: a Malliavin calculus approach	Elisa Alòs Kenichiro Shiraya	2017.03
CARF-F-406	Creating Investment Scheme with State Space Modeling (Subsequently published in “Expert Systems With Applications”)	Masafumi Nakano Akihiko Takahashi Soichiro Takahashi	2017.02
CARF-F-405	Fuzzy Logic-based Portfolio Selection with Particle Filtering and Anomaly Detection	Masafumi Nakano Akihiko Takahashi Soichiro Takahashi	2017.02
CARF-F-404	Aging and Property Prices: A Theory of Very Long Run Portfolio Choice and Its Predictions on Japanese Municipalities in the 2040s (To appear in Asian Economic Papers, 2017)	Yoshihiro Tamai Chihiro Shimizu Kiyohiko G. Nishimura	2017.01
CARF-F-403	Generalized Exponential Moving Average (EMA) Model with Particle Filtering and Anomaly Detection (Subsequently published in “Expert Systems With Applications”)	Masafumi Nakano Akihiko Takahashi Soichiro Takahashi	2016.12
CARF-F-402	Predicting accounting fraud: Evidence from Japan (Forthcoming in The Japanese Accounting Review)	Song Mingzi Naoto Oshiro Akinobu Shuto	2016.09
CARF-F-401	Monetary Policy and Covered Interest Parity in the Post GFC Period: Evidence from Australian Dollar and the NZ Dollar	Shin-ichi Fukuda Mariko Tanaka	2016.11
CARF-F-400	Product Turnover and Deflation: Evidence from Japan	Kozo Ueda Kota Watanabe Tsutomu Watanabe	2016.12
CARF-F-399	The Effect of Bank Recapitalization Policy on Corporate Investment: Evidence from a Banking Crisis in Japan	Hiroyuki Kasahara Yasuyuki Sawada Michio Suzuki	2016.11
CARF-F-398	Solving Backward Stochastic Differential Equations by Connecting the Short-term Expansions(Revised version of CARF-F-387)	Masaaki Fujii Akihiko Takahashi	2016.11
CARF-F-397	An approximation method for pricing barrier options under multi-dimensional diffusion models	Kenichiro Shiraya	2016.10
CARF-F-396	Monopoly Rights and Economic Growth: An Inverted U-Shaped Relation	Kenichi Ueda Stijn Claessens	2016.10

分類番号	タイトル	著者	発表時期
CARF-F-395	Quadratic-exponential growth BSDEs with Jumps and their Malliavin's Differentiability (revised version of CARF-F-376)	Masaaki Fujii Akihiko Takahashi	2016.10
CARF-F-394	An asymptotic expansion for forward-backward SDEs: a Malliavin calculus approach (Forthcoming in Asia-Pacific Financial Markets)	Akihiko Takahashi Toshihiro Yamada	2016.09
CARF-F-393	Who buys what, where: Reconstruction of the international trade flows by commodity and industry	Yuichi Ikeda Tsutomu Watanabe	2016.09
CARF-F-392	Power laws in market capitalization during the Dot-com and Shanghai bubble periods	Takayuki Mizuno Takaaki Ohnishi Tsutomu Watanabe	2016.09
CARF-F-391	A Return Prediction-based Investment with Particle Filtering and Anomaly Detection	Masafumi Nakano Akihiko Takahashi Soichiro Takahashi	2016.09
CARF-F-390	Abenomics after Four Years: Formidable Challenges ahead with Limited Policy Tools	Kazuo Ueda	2016.08
CARF-F-389	The gradual evolution of buyer-seller networks and their role in aggregate fluctuations	Ryohei Hisano Tsutomu Watanabe Takayuki Mizuno Takaaki Ohnishi Didier Sornette	2016.08
CARF-F-388	The Formation of Consumer Inflation Expectations: Evidence From Japan's Deflation Experience	Jess Diamond Kota Watanabe Tsutomu Watanabe	2016.07
CARF-F-387	Solving Backward Stochastic Differential Equations by Connecting the Short-term Expansions	Masaaki Fujii Akihiko Takahashi	2016.06
CARF-F-386	Mechanism Design in Hidden Action and Hidden Information: Richness and Pure Groves	Hitoshi Matsushima Shunya Noda	2016.05
CARF-F-385	Derivatives Pricing with Market Impact and Limit Order Book	Taiga Saito Akihiko Takahashi	2016.05
CARF-F-384	Rebalancing Static Super-Replications (Forthcoming in International Journal of Financial Engineering)	Akihiko Takahashi Yukihiro Tsuzuki	2016.04

(http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index.html 参照)

J-series

分類番号	タ イ ト ル	著　者	発表時期
CARF-J-105	日本の部門別 R&D と GDP	大日方 隆	2016.06
CARF-J-104	粒子フィルタを用いた最適ポートフォリオの構築 (平成 28 年 7 月 13 日再改訂)	中野 雅史 佐藤 整尚 髙橋 明彦 髙橋 聡一郎	2016.05
CARF-J-103	不正会計予測モデルの構築	首藤 昭信 大城 直人 宋 明子	2016.04

(http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index_j.html 参照)

データベース

当センターでは学術研究のために以下のデータベース、および金融情報サービスを利用しています（2016 年度実績）。

分析用データベース

NEEDS FinancialQUEST

FinancialQUEST は、日経 NEEDS に収録される企業財務、株式・債券、マクロ経済、産業統計など様々なジャンルの経済データをインターネット経由で取得できるデータ検索サービスです。分析に必要なデータを希望する検索条件で取得できます。

金融情報サービス

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。

施設案内

東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）4 階

アクセス・マップ

最寄り駅 / 所要時間

本郷三丁目駅（地下鉄丸ノ内線）より徒歩約 8 分

本郷三丁目駅（都営地下鉄大江戸線）より徒歩約 5 分

東大前駅（地下鉄南北線）より徒歩約 12 分

東京大学
THE UNIVERSITY OF TOKYO

東京大学
大学院経済学研究科附属
金融教育研究センター

Center for
Advanced Research in
Finance