

CARF

CENTER FOR ADVANCED RESEARCH IN FINANCE
GRADUATE SCHOOL OF ECONOMICS, 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

CARF ACTIVITY REPORT 2024

東京大学金融教育研究センター
2024年度活動報告書



産業界からのご支援

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・金融界からのご支援を受けてまかなわれています。



野村ホールディングス株式会社



株式会社三菱 UFJ フィナンシャル・グループ



株式会社三井住友銀行



株式会社みずほフィナンシャルグループ



三井住友信託銀行株式会社



株式会社東京大学エッジキャピタルパートナーズ



Brevan Howard



EY 新日本有限責任監査法人



株式会社かんぽ生命保険

あなたの未来を強くする



住友生命保険相互会社



オールニッポン・アセットマネジメント株式会社

ご寄附

CARF では、日本の金融システムに関する調査研究や教育活動等の充実・発展を図るため、個人・団体を問わず広くご寄附を募集しております。いただいたご寄附につきましては、趣旨を踏まえ、大切に活用させていただきます。皆様のご支援、ご協力をよろしくお願いいたします。

お問い合わせ窓口

金融教育研究センター（CARF）支援室

TEL：03-5841-0682 / E-mail：carf-info@e.u-tokyo.ac.jp

詳細：https://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/donate/

もくじ

2 センター長挨拶
4 2024 年度の活動について
6 研究領域
8 ファカルティ・諮問委員会

10 Research

●金融システム

金融システムの研究
デジタル・ファイナンス
金融市場に関する産学共同研究
環境政策と金融市場に関する研究
高齢化、事業承継と企業成長
戦間期における銀行・信託の地方債・金融債引受
金融のゲーム理論

●マクロ金融

家計と企業の物価予想の形成メカニズムに関する研究
スキャナデータを用いた商品価格の硬直性に関する研究
人・物・お金・情報の流れと資産価格のダイナミクスの関係

●数量ファイナンス

アクチュアリーのための数理的・計量的手法の研究
投資手法の変化とマーケットへの影響の評価
量子コンピュータを使ったファイナンスへの応用（UTEC 若手支援プロジェクト）

●会計

IFRS と日本の会計制度
会計ディスクロージャーの動機と経済的帰結に関する包括的研究

42 Forum

金融システム安定政策研究会
証券流通市場の機能に関する研究会
不動産金融フォーラム

50 Events

●国際学会

NBER Japan Project Meeting, Summer 2024
Fiscal Policy and Sovereign Debt (IMF-CARF-TCER-WASEDA UNIVERSITY CONFERENCE)
The 5th TWID International Finance Conference
Conference on “Oxford Handbook of Japanese Economy”

●国内学会

JSME 日本金融学会 2024 年度秋季大会
2024 年度 若手研究者の金融セミナー（金融ジュニア・ワークショップ）
第 26 回マクロ・コンファレンス
SWET: Summer Workshop on Economic Theory 2024 – マクロ経済学・金融セッション
第 5 回東大デジタル・カレンシー／ファイナンス・ワークショップ “Innovations in Financial Services: Unlocking Opportunities and Navigating the Regulatory Landscape”
会計ディスクロージャーの動機と経済的帰結に関する包括的研究

●その他のイベント

【IMF Information Session】International Monetary Fund Seminar
【CFA Institute 2024 Career Talk Series】Introduction to CFA Institute, CFA Program, Research Challenge and Career Talk
2024 年度 ASIAN BUREAU OF FINANCE AND ECONOMIC RESEARCH (ABFER) Annual Meeting
令和 6 年度（2024 年度）CARF 研究成果報告会
●CARF 特別セミナー／金融システムワークショップ（Financial System Workshop）／CARF セミナー

95 2024 年度のメディア活動
96 ワーキングペーパー一覧

センター長挨拶

東京大学金融教育研究センター（Center for Advanced Research in Finance、略称 CARF）は、アジア環太平洋における金融研究の中心的役割を担い、理論的ならびに実践的な金融研究を推進することによって、世界経済およびアジア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。この目標を達成するために、CARF は国際的でオープンな研究センターを目指しています。

世界経済におけるアジア経済およびアジア企業の重要性が急速に高まる中で、日本の金融・資本市場はアジア経済圏の発展に積極的な役割を果たさなければなりません。高度成長を遂げつつあるアジアの近隣諸国の中には、いまだに巨額の資金を必要としている国々があります。



その一方、日本で進行してきた高齢化と、それに伴う財政状況の悪化により、老後の生活資金の確保のために、賢い貯蓄と投資が日本の家計にとってますます必要となってきました。（こうした貯蓄や社会保障の研究も進んでいます。）ところが、これまで蓄えられた資金と人口減は、日本における投資機会の低下をもたらしてきており、資金需要が旺盛なアジアの近隣諸国により投資をしていくことは避けられません。とは言え、同様の高齢化問題には、韓国や中国なども既に面してきており、日本だけでなく、アジア圏全体の問題として捉えなければなりません。

つまり、需要面からも供給面からも、より一体化したアジア圏内そして世界の資金フローが必要となります。しかしながら、巨額の資金の急な動きは、国内的には不動産価格のバブル、その後の銀行危機、国際的には通貨危機、経常収支危機といった、広い意味での様々な金融危機の一要因とも言われ、各国で警戒感があることも否めません。さらに昨今は、米中摩擦やロシアのウクライナ侵攻などを背景に、さらに米国による関税の一律的な大引き上げもあり、貿易のみならず、国際金融資本市場においても、分断化の様相が急速に強まっています。

このような状況の中、アジア環太平洋における金融センターとして十分な機能を果たすために、日本市場や日本の金融システムをどのように整備すべきでしょうか。そしてアジア諸国さらに世界に、どのような発信をすべきでしょうか。そうした金融制度のデザインや政策提言は、CARF の最も重要な研究テーマになります。特に、過去の日本の金融システムの成功と失敗を、ミクロとマクロおよび理論と実証という多面的な側面から研究して、日本およびアジア近隣諸国の今後の発展に活かしていくことも、CARF の重要な役割です。

一方、実務において、様々な企業や基金等で、資金運用・資金調達・リスク管理の手法がそれぞれ進化していくことが不可欠です。それぞれの革新的な進化を促すための金融理論研究は、国を問わず重要であり、CARF においても主要テーマとして推進してきています。また、国際的に調和が

取れ、わかりやすい会計の仕組みを実現することは、企業財務そして企業への投資の基盤となります。優れた会計制度、企業統治（コーポレートガバナンス）及び債権者・債務者保護は、またそれらの国際的な調和は、安心してそれぞれの国における金融資本市場の発展、また各国間での投資が促進されるために不可欠なものとも言えます。CARF はこうした研究も主要テーマとして取り組んでいます。

近年は、発展途上国への投資を中心に、環境、社会的責任、（コーポレート）ガバナンスという3点に特に留意した、いわゆる ESG 投資の姿勢とその有効性が重要視されるようになってきており、気候変動リスクの高まりとともに、避けては通れない要素となっています。上述の様々な研究分野において、このような投資姿勢についても、CARF において国際コンファレンスを開催するなど対応してきており、一層の研究活動の充実を図っています。

投資や貯蓄だけでなく、決済の分野でも、近年新たな動きが急速に興っています。国内でも、国際間取引でも、いわゆるフィンテック、暗号資産、中央銀行デジタルカレンシーといった革新が起きてきています。CARF においてもいち早く研究を進めてきており、この分野の日本の中心的発信地となっています。今後も、決済システムの国際的な競争が激しさを増す一方で、システム間の調和がますます必要となる中、引き続き研究と発信に注力していきます。

CARF は、これら多種多様な研究を3つの基本方針で推進しています。第1は、世界から第一線の研究者を招聘し、アジアそして世界が面している問題に取り組み、最先端の理論、実証研究に取り組むことです。そのために各国の主要大学・研究機関等と緊密な協力関係を結んできています。第2は、産業界や政策当局と連携して、産学共同、官学共同の研究プロジェクトに取り組むことです。企業、市場、経済の実態に関する実務家の知識・経験や実践的な問題意識とアカデミックな理論・思考の枠組を結合することによって、金融システムに関しては正しく機能させるための制度や政策を構想し、また金融技術や資金運用・リスク管理に関しては革新的な手法を開発することを目指しています。第3は、金融分野の研究を深化していくために不可欠なデータベース環境の構築です。CARF では、広範なミクロとマクロの日本と世界の経済金融データ、中でもアジアの金融・資本市場に関するデータベースを充実させ、国内外から研究者を集めて実証研究を進めてきています。デジタル化の急速な進展とともに、より詳細なデータベースが新しく世に現れ、必ずしも低額で利用できるわけではないことから、必要額が年々増大しているという現状がありますが、引き続き、研究のセンターであり続けるためのデータベース環境の充実を図っていきます。

CARF の研究成果は、研究論文、書籍、ホームページ、ワークショップ、特別セミナー、国際コンファレンスなど、さまざまな形で世界に積極的に発信しています。CARF は、今後とも、金融研究を推進する世界有数の拠点として、みなさまのご期待に応える活動を実施していきます。

東京大学金融教育研究センター
センター長 植田 健一

2024 年度の活動について

本年度も例年通り、CARF が活動の主軸と位置づけている 4 つの分野、すなわち金融システムの分野、マクロ金融の分野、数量ファイナンスの分野、会計の分野で研究活動を展開し、多くの研究成果を上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以下の通りです。

金融システム関連では、金融・経済危機に関し、その要因と対応策の研究のほか、予防策としての規制のあり方などについて理論研究を進める一方、日本をはじめとする各国のミクロ・マクロデータを用いた実証的な検討を行っております。これらに関連して、資産価格バブルの問題についても理論、実証、実験研究など、最先端の課題に取り組んでおります。

さらに、インターネットを介してさまざまなサービスを安価に提供する手法や、ブロックチェーン等の技術を応用する暗号資産などを対象とした、いわゆるデジタルファイナンスの分野においても、幅広く理論、実証研究等を展開しています。その一例として、デジタル・ファイナンス・プロジェクトでは、今年度、中央銀行のデジタル通貨（CBDC）、とりわけカンボジアにおける疑似 CBDC を対象とした研究を進めています。

新しい金融を日本でも興隆させるためには、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す。そうした側面にも焦点を当て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。

さらに最近では、研究の対象を中小企業にまで広げたり、対象期間を戦時体制期にまで広げたりするなど、経済学研究科所属教員のより多くが CARF に参加することで活動の幅が広がっています。

マクロ金融の分野では、金融危機対策に端を発したゼロ金利と低インフレの問題について、洞察を深めています。その一例として、スキャナ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。さらにこの手法の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。このプロジェクトが開発した日次物価指数は、経済の動向を高い精度でかつ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いております。また、ビッグデータを用いて政府統計を刷新する動きが拡がりを見せる中で、この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。

ファイナンス・会計の分野では、人工知能やビッグデータを用いた投資の研究などを進めています。また国際財務報告基準（IFRS）の日本の会計制度における受容のあり方について知見を深める努力を継続的に行っていることに加え、昨今話題となってきたコーポレートガバナンスの問題についての研究にも着手しています。

NBER Japan Project Meeting, Summer 2024 や The 5th TWID International Finance Conference、さらには東大デジタル・カレンシー／ファイナンス・ワークショップのパネル討論“Innovations in Financial Services: Unlocking Opportunities and Navigating the Regulatory Landscape”などを例年通り開催したことに加え、本年度は会計分野において会計ディスクロージャーの動機と経済的帰結に関する包括的研究プロジェクトに関連した全 2 回のシンポジウム（「テクノロジーの進展と監査」および「ESG と企業価値」）を開催できました。産学官金の関係者が一堂に集い、それぞれの知見を提供し合う場合は、会計分野においてはまれであり、当該シンポジウムは学内外より多くの関心を集め、またそこで得られた知見については高い評価を得ています。

このほかにもマクロ金融分野では、“Oxford Handbook of Japanese Economy”の刊行に向けた中間報告の場として企画されたカンファレンスを実施するとともに、2020 年および 2022 年に IMF と共同で開催したカンファレンスに関して早稲田大学が新たに参画するなど、イベントの活性化に努めてきました。なお 2025 年度には JSME 金融学会の全国大会を東京大学で開催する予定となっており、今年度は準備作業の一環で行われた大会（於沖縄）をサポートいたしました。今後も各種学会との連携・協賛の関係を強め、深めてまいります。

CARF は産官学交流の場を設けることも主要な活動のひとつと位置付けています。この方針にもとづき、「金融システム安定政策研究会」、「証券流通市場の機能に関する研究会」、「不動産金融フォーラム」などを開催し、活動を進めてきました。これらの場では、これまで紹介してきた一連の研究が生み出した知見を社会に生かすことを目的とするとともに、現実社会に寄り添う研究となるようなフィードバックを参加者から得ています。

また、将来の金融業界を担う人材の育成にも重点を置くこととし、その一環で「IMF Information Session」（植田健一センター長）を設けています。また「量子コンピュータを使ったファイナンスへの応用」プロジェクトは、UTEC による若手支援プロジェクトと位置づけられています。今年度はこれに加え、2024 年度日本金融学会秋季大会の拡大セッションとして若手研究者の金融セミナー（金融ジュニア・ワークショップ）も開催しました。

なお、CARF メンバーによる研究活動の成果の一部は、当センターのワーキングペーパーという形で公開されています。

末尾となりましたが、私どもの活動を資金面その他で支援して下さるスポンサー企業が増えたこともここに記して強調します。日頃からのご支援とご厚誼に、この場を借りて改めて御礼申し上げます。

金融システム

金融危機はなぜ起こるのか、効率性を損なわずに頑健性を高めるような金融規制及び監督政策の在り方はどのようなものかが、一つの中心課題です。日本の銀行危機、世界金融危機などを経て、この分野の研究は進み、国際金融規制などの背景となってきましたが、未だに理論的にも、実証的にも解明すべきことが多い状況です。

さらに、近年のフィンテック企業や暗号資産・デジタル通貨等の新しい動きは金融仲介にどのような影響を及ぼすのか、既存の金融規制などに改善余地があるかなど、新しい問題が現れてきました。気候変動リスクという新しいリスクも強く意識されるようになりました。特に保険業を中心にこれまでの想定とは異なる大きさの損害の推計が必要であり、一般企業も広く影響を受けることから、銀行貸出などにおけるリスクにもつながります。

構造的な企業金融のあり方も重要です。いわゆるゾンビ企業の問題が日本経済の低迷と絡んでこれまでも研究されてきましたが、世界金融危機、大震災、コロナ禍などを受け、企業向け補助金や公的金融の役割が強くなっている状況です。一方、一般的な民間資金による企業金融は、コーポレートガバナンスや倒産法制など、様々な制度に依存します。どのような企業金融がありうべき姿なのかは社会的にも関心の高い問題となっています。

金融危機に絡んだ問題、金融進化への対応、企業金融の構造的な問題は、いずれも喫緊の課題を金融システムの制度設計に投げかけており、それらを学術的に研究し、実務家、政策担当者と協力し、解明していきます。

マクロ金融

主に物価・金融政策、バブルの問題、社会保障・財政政策とマクロ経済の関連、国際金融への影響などについて、学術的に研究をし、実務家、政策担当者とともに解明していきます。

物価に関しては、様々なモノやサービスの値段である「ミクロの価格」がどのようにして決まるのか、そしてそれが「マクロの物価」とどのように関連するかを解明します。日本の長期デフレなど各国の物価変動の理由を探るとともに、生活者の感覚に合う物価指数を開発します。

バブルの問題は、日本の 80 年代の地価バブルや 2000 年代の米国のサブプライム住宅バブルに代表されます。そのような、資産価格の急激な高騰と暴落のメカニズムと、それがマクロ経済の変動にどの様に関連しており、制度や政策がどのように影響を与えているかを解明します。

中長期的にはマクロ経済と金融は、高齢化などの貯蓄と消費のバランスに関する構造的な諸要因に影響されます。それらのメカニズムを理論的、実証的に解明します。とりわけマクロ経済において、貯蓄を投資へ誘導する金融システムの効率性と頑健性について分析します。

これらのマクロ経済の事象は、日本のような国際的に開かれた国において、為替や経常収支の動向に大きい影響を与えます。そこで、国際金融の側面も注視しつつ、研究を進めます。特に発展途上国への投資は、環境問題や労働基準なども含めた持続可能な経済開発（SDGs）の観点も求められ、いわゆる ESG 投資の動向も考察します。

数量ファイナンス

状態空間モデル、ファジィ・システム、機械学習を活用した新しい資産運用法を提案しています。また、近年注目されている、ボラティリティの変動、信用リスク、担保契約等を考慮した金融資産価値の新しい評価方法や数値計算法の提案と、それらの数理的基礎付けを行っています。

さらに、流動性の低い資産を原資産とするデリバティブの価格付けや、ビッグデータを用いた高頻度取引市場の分析、ホテルの revenue management の分析も行っています。

会計

会計情報が証券市場で、あるいは当事者間における利害調整の局面で果たしている役割を解明します。これと併せて、会計情報を生み出している会計基準の体系がどのような理論に支えられているのか、その合理性も検討対象とします。具体的には、IFRS（国際財務報告基準）を日本の証券市場においてどのような形で受け入れられていくのか、という問題に長年にわたり取り組んでいます。最近では、会計制度に関する事後評価のあり方も検討対象としています。

また不正会計を規定する要因を包括的に探究し、それらの要因にもとづいて、不正会計予測モデルを構築する試みや、経営者報酬契約における会計情報の役割を解き明かす試みにも着手しています。



ファカルティ

センター長

植田 健一 UEDA, Kenichi
金融論、国際金融、マクロ経済学

副センター長

米山 正樹 YONEYAMA, Masaki
財務会計

佐藤 整尚 SATO, Seisho
計量ファイナンス

教授

青木 浩介 AOKI, Kosuke
マクロ経済学

楡井 誠 NIREI, Makoto
マクロ経済学

大日方 隆 OBINATA, Takashi
財務会計

福田 慎一 FUKUDA, Shin-ichi
マクロ経済学、国際金融、金融

粕谷 誠 KASUYA, Makoto
経営史、金融史

星 岳雄 HOSHI, Takeo
マクロ経済学、金融・ファイナンス、日本経済

首藤 昭信 SHUTO, Akinobu
財務会計

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

新谷 元嗣 SHINTANI, Mototsugu
マクロ経済学、計量経済学

柳川 範之 YANAGAWA, Noriyuki
金融契約、法と経済学

高橋 明彦 TAKAHASHI, Akihiko
数量ファイナンス、インベストメント

渡辺 努 WATANABE, Tsutomu
マクロ経済学、国際金融、企業金融

中嶋 智之 NAKAJIMA, Tomoyuki
マクロ経済学

准教授

白谷健一郎 SHIRAYA, Kenichiro
ファイナンス

藤井 優成 FUJII, Masaaki
金融における非線形問題

仲田 泰祐 NAKATA, Taisuke
マクロ経済学

講師

尾張 圭太（特任講師）OWARI, Keita（～2024.7）
数理ファイナンス、最適化問題、確率・関数解析

中野 剛（特任講師）NAKANO, Tsuyoshi
マクロ経済政策（2024.8～）

特任研究員

今井 聡 IMAI, Satoshi

水野 貴之 MIZUNO, Takayuki

波多野弥生 HATANO, Yayoi

横山 翔 YOKOYAMA, Sho

鳩貝淳一郎 HATOGAI, Junichiro

渡辺 広太 WATANABE, Kota

招聘教授

雨宮 正佳 AMAMIYA, Masayoshi

森 信親 MORI, Nobuchika

招聘研究員（東京大学名誉教授）

岡崎 哲二 OKAZAKI, Tetsuji
日本経済史、比較経済史

招聘研究員

江川 雅子 EGAWA, Masako

佐藤 陽一 SATO, Yoichi

熊谷 五郎 KUMAGAI, Goro（2024.7～）

Liliya Repa

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）。

小山田 隆 OYAMADA, Takashi
株式会社三菱 UFJ 銀行 特別顧問

古賀 信行 KOGA, Nobuyuki
野村ホールディングス株式会社 名誉顧問

竹内 洋 TAKEUCHI, Yo
オールニッポン・アセットマネジメント株式会社 代表取締役会長

（2024年度現在）

金融システムの研究

研究メンバー

東京大学経済学研究科 教授（CARF）植田 健一

東京大学経済学研究科 教授（CARF）星 岳雄

CARF 招聘教授 雨宮 正佳

CARF 招聘教授 森 信親

研究の概要

世界金融危機以降、金融危機に関して、その誘因、影響、政策、そして予防といった、金融システム全体の安定を求めた研究がなされてきた。国際的な金融規制や監督のあり方も大きく改善されたものの、2023年には欧米で銀行破綻が再び起きたところである。本研究プログラムでは、こうした研究を日本で牽引するために、多岐にわたって研究を深めていく。金融業だけでなく、企業金融や家計の問題も考察する。また、デジタル化の進展と地球温暖化などの重要性が増してきており、それらが新たに金融システムへのリスクともなってきた。こうした展開に対応する研究を促進していく。さらに、金融危機に怯えたような過剰な規制や補助金などの政策も出現しており、そのボーダーラインを探る。また、そうしたものが国際金融資本取引の足枷にもなりつつある一方、高齢化した日本の貯蓄の行き先としても発展途上国への投資は欠かせない状況でもあり、国際金融の側面の研究も進めていく。そこでは、国家債務危機や経済安全保障も重要な研究課題とする。研究の成果は、CARFの金融システム安定政策研究会及び資本市場研究会、そして国内外の学術コンファレンスや政策担当者・実務家を交えたシンポジウム等で発表する。

植田は、このテーマで様々な研究活動をしているが、2024年度に特に進んだものとして、下記を挙げたい。日本において企業への補助金や公的信用保証が、企業行動や銀行貸出を歪めているという懸念がなされてきたが、そのことについて、植田は共

同研究者の佐藤丞（博士課程）や Yun Gao（Hong Kong Monetary Authority）とともに、研究を進めてきている。そのうち、佐藤とは、「Zero Zero Loan Policy and Moral Hazard」という論文を、日本経済学会と日本金融学会において発表した。こ

れは、東京商工リサーチの協力のもと、アンケート調査を行い、企業レベルの財務諸表データと組み合わせることで、コロナ禍のゼロゼロ融資に注目して、そのデザインの問題点を明らかにする研究である。

すでに、2023年に星、川口、植田の共同論文として、ゼロゼロ融資において、コロナ前の2019年末時点で、財務が不健全な会社に多く融資がなされたことが示されており、その意味でこの政策のデザインに疑問を呈した。しかしながら、政策がコロナ禍で急速に資金繰りに困った会社を対象としているのであれば、ある意味では2019年末にすでに財務が不健全な会社が融資を受けても、（経済学的には必ずしも良い政策ではないが）この政策の目的には適っているのかもしれないとも言える。

今回の佐藤と植田の論文では、ゼロゼロ融資で中小企業の金利支払いが、最終的に国が面倒を見ることになっているが、その金利が都道府県ごとになぜか異なるという点に着目した。一つの都道府県の中でのみ営業している金融機関の融資はこの金利の差に特に依存しないのだが、複数の都道府県で営業している金融機関の融資は、金利差に反応し、より高い金利の都道府県に融資が多いことを示した。このことは、利益を追求するという民間の会社としては当然のことであるものの、政策のデザインとしては、合理的なものとは言えないと言える。

また、植田は、公共政策大学院の服部特任准教授とともに、11月に、教科書「国際金融」を日本評論社から公刊した。これは、

主に植田の「国際金融」の授業を平易にまとめ、服部とともに加筆したものである。発売後2日で増版となるなど、日本評論社によれば近年では異例の売上となっている。

なお、植田、星、雨宮、森それぞれ、積極的に金融システム安定政策研究会、資本市場研究会、国内外の政策担当者・実務家を交えたシンポジウム等に参加し、金融システム分野での知見の向上に貢献した。CARFが関係する研究会等については、別ページを参照されたい。



デジタル・ファイナンス

研究メンバー

東京大学経済学研究科 教授（CARF）柳川 範之

東京大学経済学研究科 教授（CARF）植田 健一

CARF 特任研究員 嶋貝 淳一郎

研究の概要

本年度は、主に中央銀行デジタル通貨に関する研究・分析を行った。その中でも特に、クロスボーダー決済の可能性も考えたアジアにおける中央銀行デジタル通貨の検討と、日本において、中央銀行デジタル通貨の導入を考えた場合には、どのような点が課題になるかの整理を行った。

中央銀行デジタル通貨（CBDC）が、どのように経済や金融に影響を与えるかは、非常に幅広く大きなテーマであるが、主に「CBDC がアジアでどのように広がっていく可能性があるのか」そして、「我が国における CBDC 導入の意義と課題」という観点から行ってきた研究を整理する。

アジア諸国といっても CBDC に対する取り組みは様々であるが、カンボジア等は

かなり積極的な導入が進んでいる。導入に積極的な理由としては、途上国の国民に対するデジタル金融へのアクセスを向上させる「金融包摂」の側面、そして、「ドル化」が進んでいる中で、自国通貨の利用を促進して、自国通貨の価値を守りたいという側面、それから「クロスボーダー決済」を容易にすることにより、経済をより活性化させたいという側面が挙げられた。

日本では特に金融包摂の問題がそれほど深刻ではなく、また既に電子マネーあるいはキャッシュレス決済と呼ばれているような民間によりデジタル決済サービスがかなり普及しているという側面があり、特にリテール CBDC と呼ばれる、一般消費者が決済に使う CBDC がどこまで必要かという論点がある。この点については、中央銀行の負債として発行されることで、信用リスクがないこと、いつでも、どこでも利用可能になることで、民間サービスの共通インフラとなる可能性等のメリットも整理できた。ただし、預金からの急激なシフト回避の必要性や強固なサイバーセキュリティ対策の必要性等も整理された。

植田は、アジア各国での CBDC の受け入れについての制度と実証の研究を進めた。とりわけ、カンボジアでは、（擬似）CBDC であるバコンがあるが、昨年度に発表した、簡単なサーベイをまとめ、その制度を論じた論文を元に、本格的な実証研究を始めたところである。これについては、科研費の挑戦的研究（開拓）にも採用され、五年間のパネルデータを構築するためのフィールド・サーベイを始めた。具体的には、カン

ボジア全土をいくつかの地域に分け、それぞれで都会と田舎の町村を選び、ある程度の数の個人と店舗に対して、バコンとそれ以外の民間のデジタル決済システムの使用頻度などを調べるというものである。これには、現地のカンボジア中央銀行の協力もある程度得られ、早速第一回のサーベイを行ったところである。

なお、諸外国の CBDC、ステーブルコイン、暗号資産などの動向も含め、植田、柳川、嶋貝ともに、各種コンファレンス等で意見交換などを積極的に行っている。



金融市場に関する産学共同研究

研究メンバー

東京大学経済学研究科 教授 (CARF) 福田 慎一
野村総合研究所 シニアチーフリサーチャー 井上 哲也
株式会社 海外通信・放送・郵便事業支援機構 取締役社長 大島 周
キャノングローバル戦略研究所 特別顧問 須田 美矢子
日本経済研究センター 金融研究室長兼首席研究員 左三川 郁子
一橋大学 教授 関根 敏隆
慶応義塾大学 教授 白塚 重典

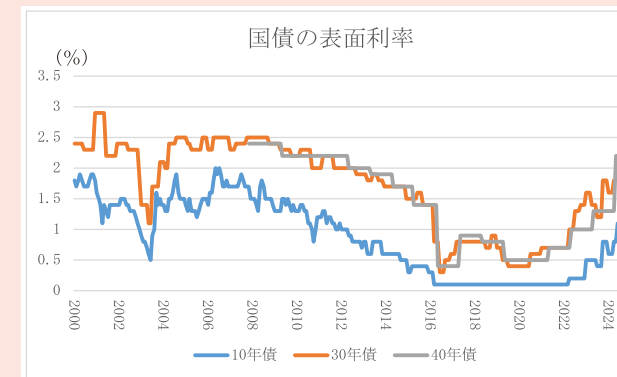
研究の概要

経済の不確実性が高まるなか、金融市場の安定に果たす中央銀行の役割は以前にも増して重要性が高まっている。特に、足元ではインフレが顕在化し、金融政策は超金融緩和政策から利上げへと新しい局面に移行しつつある。利上げに伴い、海外では金融機関の破綻が発生し、プルーデンス政策の必要性がこれまで以上に高まった。わが国では、いまだ本格的な利上げ局面には至っておらず、これまでのところ金融システムも健全性は保たれている。しかし、他の主要国の経験を他山の石としながら、超金融緩和政策を見直し、今後に備えて議論を深めていくことは重要である。本研究プロジェクトは、このような問題意識から、研究者だけでなく、金融の実務に携わる方々と意見交換をし、産学の共同研究という形で金融市場に関する研究および意見交換を行った。

健全な金融市場とそれを支える中央銀行の役割は、経済活動を円滑に行う上で欠くべからざるものである。特に、経済の不確実性が高まるなか、金融市場の安定に果たす中央銀行の役割は以前にも増して重要性が高まっている。足元ではインフレが顕在化し、金融政策は超金融緩和政策から利上げへと新しい局面に移行しつつある。国債

の金利も、超長期を中心に上昇が顕著となっている。そうした新たな環境のなかで、いかなる金融政策を行い、金融システムの安定をいかに維持していくかに関しても、これまでとは異なる視点から議論が展開されることが期待される。

そこで、本プロジェクトでは、金融市場に関する産学共同研究を立ち上げ、金融市



場の安定に果たす中央銀行の役割に関して、研究者だけでなく、金融の実務に携わる方々と意見交換を行うことを通じて議論を深め、研究を推進した。本年度は、テレビ会議形式での会合を2回、またテレビ会議形式と対面形式のミニシンポジウムをそれぞれ1回開催した。日本経済の課題克服や金融の役割に関する示唆に富む題材を選定し、それぞれの場において、標記テーマに即した研究報告の検討を行った。

まずテレビ会議形式での会合は、2024年9月10日〈18時00分～20時45分〉に「経済・物価・金融市場の動向と金融政策の正常化」を議題として、また2024年12月5日〈16時00分～18時20分〉に「物価や経済、金融市場の動向と日銀による金融政策の運営」を議題としてそれぞれ開催された。プロジェクトメンバーをコアメンバーとして、研究者、実務家、政策担当者を交えて活発な意見交換が行われた。日銀に関しては、2023年4月から植田新総裁（元 CARF センター長）の下でどのような政策運営を行うかが注目されている。会合では、米欧日における物価や経済の動向を整理した上で、各中央銀行による金融政策の対応について意見交換を行うと同時に、日本でも物価上昇が始まったことを踏まえて日銀が今後に対処すべきかなど、今後の金融政策の在り方に関して産学

の共同研究という形で議論を深めた。研究者が、実務家や政策当局とともに、それぞれの視点から金融を巡る新しい流れが金融政策に与える影響およびそれに関連した諸問題を議論することは大変意義深いと考えられる。なお、2回の会合の資料作成や議事録は CARF の HP で公表されている。

一方、ミニシンポジウムは、テレビ会議形式のものが、2025年3月24日〈14時00分～17時10分〉に開催され、4人の実務家（亀田制作・SOMPO インスティテュート・プラス エグゼクティブエコノミスト、内田和人・エムエスティ保険サービス 代表取締役会長、徳島勝幸・ニッセイ基礎研究所 取締役金融研究部研究理事、加藤出・東短リサーチ 取締役社長 チーフエコノミスト）によって基調報告が行われた。いずれの報告でも、2024年12月に日本銀行が公表した「金融政策の多角的レビュー」を取り上げ、その成果をどう理解すべきなのかという点とともに、今後の政策運営にどのような意味を持つのかという視点から論点に絞って講師にご講話をいただき、その後に関連テーマで自由討議を行う形で進めた。なお、このミニシンポジウムの資料作成や議事録は CARF の HP で公表されている。また、対面形式のミニシンポジウムは、令和6年9月15日（日）および9月16日（月）に石川県教育会館・第3会議室で開催された。プロジェクトメンバーの関根敏隆・一橋大学教授が How Do People Tweet against Inflation in Japan? という論文を、また白塚重典・慶応義塾大学教授が Interbank Money Market under Abundant Reserves in Japan という論文を報告するなど、近年の金融政策に関する重要なトピックに関して活発な議論が展開された。

環境政策と金融市場に関する研究

研究メンバー

東京大学経済学研究科 教授（CARF） 福田 慎一

早稲田大学 教授 有村 俊秀

横浜国立大学 講師 猪野 明生

研究の概要

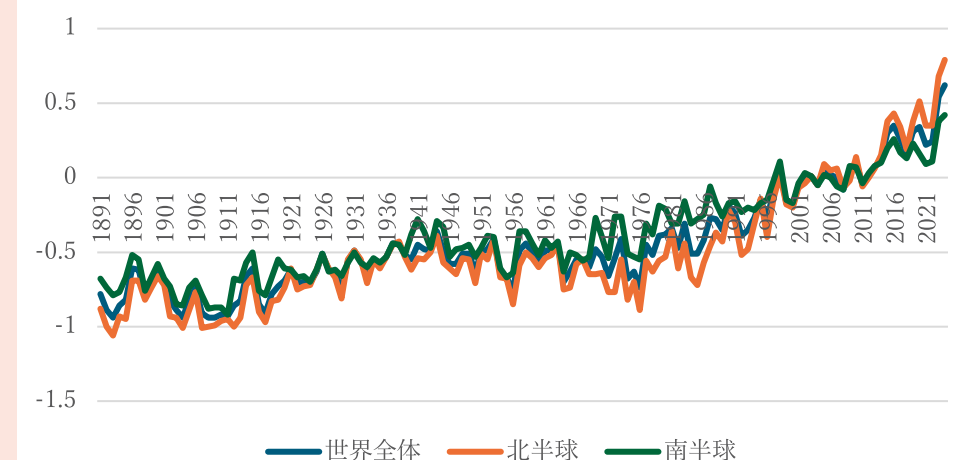
本研究プロジェクトは、脱炭素化社会の実現に向けた経済構造のトランジションに関するシミュレーションを行うことで、炭素税や技術開発への補助金を伴うトランジション・ファイナンスの役割を考察するものである。近年、金融市場でも、気候変動問題に対するグローバルな関心が急速に高まっている。プロジェクトでは、気候変動問題の複雑な全体像を経済モデルで把握し、それによって従来とは異なる視点から気候変動と金融市場との関係を分析し、政策評価を行うことを目指す。

近年、世界の金融市場では、気候変動問題に対する関心が急速に高まっている。従来、気候変動の問題は、金融市場の問題とは切り離されて議論されることが多かった。しかし、金融システムの安定を維持する上では、気候変動と金融市場との関係を分析し、政策評価を行うために、これらの間の相互作用を適切にモデル化し、分析の枠組みを作る必要があるとの認識が広がっている。

たとえば、「金融安定理事会（FSB）」によって設立された「気候関連財務情報開示タスクフォース（Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD）」は、2017年に最終報告書を公表し、財務

諸表だけでは見えない、気候変動による企業の潜在的リスクを「見える化」することで、各企業の気候変動への取り組みを具体的に開示することを推奨した。また、2021年には、マーク・カーニー氏（前イングランド銀行総裁）が「Glasgow Financial Alliance for Net Zero（GFANZ）」の設立を表明し、ネットゼロへの移行を目的とする銀行や保険といった金融機関の連合体が作られた。日本国内でも、2022年7月に公表された金融庁「金融機関における気候変動への対応についての基本的な考え方」において、金融機関による顧客企業の気候変動対応の支援や気候関連リスクの管理の進め方等が示された。

世界の年平均気温偏差（℃）



わが国は2030年度の温室効果ガス46%削減、2050年カーボンニュートラルの実現という国際公約を行っている。しかし、その達成に向けたGX（グリーン・トランスフォーメーション）への具体的な道筋は見えていないのが実情で、このままでは日本経済は、GXの分野で世界にますます遅れることの懸念は少なくない。脱炭素化と経済成長のバランスをいかにとっていくかは大きな課題で、その課題解決に向けて、GX経済移行債の発行・流通など、金融市場の果たす役割は少なくないと考えられる。金融機関に対しては、自らの排出削減に取り組むとともに、顧客企業の脱炭素化対応を支援していく等により、社会経済全体のカーボンニュートラルへの移行を促進していく役割が期待されている。グリーン・ボンド（環境債）や、グリーンローン（環境融資）、グリーン投資信託（環境投資信託）などを活用したグリーンファイナンス（環境金融）に加えて、インパクト投資、社

会的責任投資（SRI）、サステナブル海外直接投資（SFDI）など、さまざまなサステナブル・ファイナンスやサステナブル投資が、近年、金融機関や金融市場に求められるようになってきている。

経済学では伝統的に、自由な取引が経済効率を高めるという観点から、金融市場の規制強化に消極的な研究が主流を占めてきた。ただ、さまざまな市場の失敗が存在するなかで、気候変動問題に関しても金融監督当局や中央銀行のブルーデンス政策の重要性は極めて大きいという認識が広がりつつある。気候変動問題が深刻化するなか、炭素税や技術開発への補助金といった政策対応がグローバルに進展していくことが予想される。その際、金融市場においても、気候変動問題の複雑な全体像を経済モデルで把握し、実証分析で定量的な検証を進めていくことは、思わぬ副作用の発生を回避していくためにますます重要となっていくと考えられ、それによって気候変動の経済

学に関してこれまでとは異なる視点から議論が展開されることが期待される。「脱炭素社会」は地球規模で目指すべき将来像であり、その実現には多額の資金が必要である。日本においても、2050年カーボンニュートラル、脱炭素社会の実現に向けて、再エネなどの既に脱炭素に向けた取り組みが進んでいる事業に加えて、温室効果ガスを多く排出する産業などで省エネ・燃料転換等を含む着実な脱炭素化に向けた移行（トランジション）への取組に対するファイナンスが重要となっている。

そこで、本研究プロジェクトでは、金融市場を含むマクロ経済モデルに、気候変動の影響を組み入れたシミュレーション・モデルを構築することで、炭素税や技術開発への補助金といった政策対応や金融市場の役割を定量的に考察した。モデルの基本構造は、clean sector と dirty sector からなる2部門モデルである。気候変動問題が深刻化するなか、炭素税や技術開発への補助金といった政策対応がグローバルに進展し

ていくことが予想される。しかし、そこで重要になるのは、脱炭素社会の実現に向けた取り組みを通じた、経済社会システム全体の変革 GX（グリーントランスフォーメーション）を行うことで、新たな経済成長のエンジンを見出すことである。拙速な脱炭素化は、短期的には社会的経済厚生を低下させる。しかし、脱炭素化を伴うことは、長期的には持続的な経済成長には不可欠である。このため、本研究では、脱炭素化に向けた経済・産業構造の変換をいかに図るべきかを動学的に考察し、それを実現するためのダイナミックな補助金政策と炭素税の最適な組み合わせやカーボンプライシングを償還財源とした GX 経済移行債の意義を考察した。

長期的に clean sector の技術革新が dirty sector の技術革新を凌駕することが、脱炭素化を伴う持続的な経済成長には不可欠である。しかし、拙速な脱炭素化（= dirty sector の消滅）は、一時的に消費者の効用を低下させるだけでな



く、clean sector の技術革新を低下させることになる。このため、分析では、上の図が示すように、初期の段階では clean sector への補助金を集中的に行い、clean sector の競争力を高めることが重要である一方で、clean sector がある程度成熟した段階で dirty sector への炭素税を高め、脱炭素社会を実現していくことが必要となることが明らかにされた。

今後の日本の金融市場において、気候変動問題の複雑な全体像を経済モデルで把握し、実証分析で定量的な検証を進めていくことは、思わぬ副作用の発生を回避していくためにますます重要となる。本研究でも、金融市場では、clean sector への補助金を

賄うための GX 経済移行債の発行・流通の市場のサポート、clean sector のモニタリング、dirty sector の退出の支援など、さまざまな役割が重要であることが示唆された。今日、世界各国の企業は、GX の分野で「先行者の利益」を確保しようと革新的な技術開発に多額の資金を投入し、大胆な取り組みを展開している。この流れに後れを取らないためにも、日本でも官民が一体となった取り組みが早急に必要であるといえる。本研究が、従来とは異なる視点から気候変動が金融システムに与える影響およびそれに関連した諸問題を議論したことは、大変意義深いと考えられる。



高齢化、事業承継と企業成長

研究メンバー

東京大学経済学研究科 教授（CARF）星 岳雄
デューク大学ビジネススクール助教授 澁谷 陽子

研究の概要

2014年2月の「経営者保証に関するガイドライン」導入後、どのような企業が経営者保証なしの融資を受けたのか、経営者保証のあるなしが企業行動にどのような影響を与えたか？それを目的として2020年度に始めたプロジェクトは、2022年度、経営者保証に頼らない融資を利用することがその後の事業承継にどのような影響を与えるかについての分析をワーキングペーパーとしてまとめた。2023年度は、経営者保証に頼らない融資をどのような企業が利用し、その利用は企業行動、特にリスクテイキングにどのような影響を与えたのかを、理論的・実証的に検討するもう一つの論文に取り組んだ。2024年度は、事業承継の問題にもう一度立ち返り、2022年度のワーキングペーパーでの分析を精緻化した研究に取り組み、経営者保証付きの融資が減ることにより事業承継がより円滑になることをより精度の高いやり方で示すことができた。

中小企業のCEOの高齢化は深刻な社会問題となっており、日本政府も後継者不足を喫緊の課題と捉えている。例えば2020年の時点で、日本のCEOの平均年齢は60歳を超え、後継者不在による廃業も懸念されている。安倍晋三首相（当時）も2020年の施政方針演説で、個人保証を「最大の壁」と表現していた。

2014年2月の「経営者保証に関するガイドライン」を受けて、日本政策金融公庫（JFC）の中小企業事業本部は、経営者保証

に頼らない融資の比率を、民間金融機関よりもはるかに急速に増加させた。この増加の局面を2つの期間に分けることができる。まずは、ガイドライン導入後から2016年3月までの時期である。この期間にJFCは経営者保証を伴わない融資を拡大しはじめたが、企業の格付によっては加算金利を徴収した。2016年4月からは無保証融資への金利加算も撤廃され、JFCの中小企業融資のほぼすべてが経営者保証なしの融資になった。

JFCでの経営者保証なしの融資の拡大が2段階で行われたことを利用して、その融資が事業承継に与えた影響をDifference-in-Differences（DiD）の手法を使って分析することができる。2014年度あるいは2015年度に経営者保証なしで融資を受けて2016年3月にはすでに経営者保証付きの融資額が減少していた企業群を、2016年度あるいは2017年度に初めて経営者保証なしで融資を受けたために2016年から2018年にかけて経営者保証付きの融資額が激減した企業群と比較し、事業承継を実行する比率の違いを調べることによって、経営者保証付きの融資が事業承継に与える影響を分析した。

主な結果をまとめると次のようになる。

- 経営者保証付き融資の割合が減少した企業について、事業承継の確率は有意に上昇した。たとえば、経営者保証付きの融資額が10%減少した場合、社長交代の確率は2.1%上昇したと推定される。
- 事業承継後の新しい経営者は旧経営者より平均して24歳若く、世代交代が

顕著だった。さらに、経営者保証の負担がより小さい企業で、事業承継後の業績（ROA）が改善した。

- 労働力や生産額が「中程度」の地域では、事業を承継する後継者候補も「中程度」と考えられるが、これらの地域で経営者保証付きの融資の削減が事業承継を起こりやすくする効果が最も大きかった。一方で、後継者が非常に多いと考えられる都市部や非常に少ないと考えられる地方では、その効果は薄れた。
- 家族による事業承継が比較的多い業種（製造業や建設業など）では、経営者保証付きの融資額が事業承継に与える影響は比較的小さく、むしろ家族による事業承継が中程度の業種でその影響が大きく現れた。
- 事業承継を見越して経営者保証のない融資を利用した企業も存在したが、逆に経営者保証の付かない融資を受けたことが契機となって事業承継が実現した例も多数あり、因果関係は相方向であることが示唆された。



戦間期における銀行・信託の 地方債・金融債引受

研究メンバー | 東京大学経済学研究科 教授 (CARF) 粕谷 誠

研究の概要

戦前期の銀行は、債券の引受をおこなうことができ、部分的とはいえ、ユニバーサルバンクの性質を帯びていた。これは1990年代以降の制度改革によって出現した体制と同じである。金融機関の債券引受については、データの整備されている事業債について研究されてきたが、本研究は、これまであまり研究がおこなわれてこなかった金融債と地方債について研究することとする。金融債と地方債では、大蔵省預金部による引受も多く、どのような分業関係にあったのか、事業債と異なるどのような特色があるのかを明らかにする。

1 公債の発行と引受

(1) 国債

内国債の発行額は、1920年代は比較的抑制気味で推移していたが、高橋財政期に増加し、2・26事件後にさらに増加した。国債は1910年の国債四分利借替の際に成立した国債引受シンジケート団による引受方式のほか、郵便局売出、預金部引受などの方式がとられていたが、1932年に日本銀行引受がはじまり、発行額の急増を支えた。証券業者が募集取扱や下引受を行ったのは、1910年のシ団成立時に遡り、その後も行われていたが、その活動については『公社債年鑑』などでも部分的にしか明らかにできない。

(2) 地方債

①府県債

府県債の発行額は1933年以降急増しているが、これは地方債の発行が増加して残高が増加したことに加え、借換債の発行が増加したことによる。預金部引受の比率は昭和恐慌期に急上昇しているが(簡易保険の比率も上昇)、1933年以降は1920年代後半より低下しており、発行増加を支えたのは民間なかでも証券会社と信託会社であった(銀行は比率が低下)。証券会社では山一証券、信託会社では三井信託、安田信託、住友信託が多かった反面、三菱信託の引受はなかった。銀行では三菱銀行の引受が最多額であった。

②市債

多額の市債を発行した6大都市をみると、東京市と大阪市は地元銀行によるシ団が引き受けていた。名古屋市もそうであったが、昭和恐慌で地元銀行が破綻すると、証券会社や東京・大阪市の有力銀行が引き受けるようになった。京都・神戸・横浜市では、他の都市の有力銀行や証券会社によ

る引受が多かった。

6大都市以外の市債は、1銘柄当たりの規模も総額も6大都市債よりはるかに少ないが、証券会社による引受が最も多く、これに信託会社が続いていた。証券会社では、野村証券、山一証券、藤本の引受が多く、信託会社では住友信託と鴻池信託の引受額が多かった。

2 社債の発行と引受

(1) 事業債

事業債の引受は銀行が中心で、6割くらいのシェアを持ち、信託会社と証券会社が15%程のシェアで続いていたが、証券会社は銀行が引き受けた事業債の下引受や売り捌きを担当していた。

(2) 金融債

金融債の発行と引受をみると、日本興業銀行と日本勧業銀行の債券は、ほとんどが引受先不明、自任社直接発行および預金部引受により、また産業組合中央金庫と朝鮮金融組合連合会の債券はすべてが預金部引受により発行されており、民間金融機関による引受がほとんど(全く)なかった。これに対して、ほかの銀行の債券も自任社直接と預金部引受の比率が高いが、民間では北海道拓殖銀行の債券は証券会社と信託会社によって、農工銀行の債券は証券会社を中心に信託会社、銀行などに

よって、朝鮮殖産銀行の債券は証券会社と銀行などによって引き受けられていた。

民間による引受が多かった農工債券についてみると、発行額が大きかったのは兵庫県農工銀行、東京府農工銀行、大阪農工銀行、神奈川県農工銀行、宮城県農工銀行、愛知県農工銀行であり、宮城県を除き大都市部をもつ農工銀行であった。引受額は山一証券が突出しており、これに野村証券が続いていた。

最後に業態別の引受額を1926-1936年について、地方債・事業債・金融債についてみると以下の通りとなる。

表 金融機関別公社債引受額(1926-1936)(千円)

	府県債	市債	事業債	金融債
不明	2,723	0	38,301	502
自任社直接	1,026	4,027	62,346	1,656
預金部	684,487	770,090	101,529	1,774
簡易保険	108,707	658,427	76,500	59
証券会社	467,161	547,757	1,087,630	684
銀行	159,138	1,302,282	4,742,099	99
信託会社	285,692	303,501	1,271,507	127
生命保険	32,760	28,765	52,992	20
その他	72,038	85,703	126,131	24
合計	1,813,733	3,700,552	7,559,034	4,946

金融のゲーム理論

研究メンバー

東京大学経済学研究科 教授（CARF）松島 斉（代表）

東京大学経済学研究科 講師 萱場 豊

東京大学経済学研究科 講師 野田 俊也

東北大学大学院経済学研究科 講師 矢ヶ崎 将之

研究の概要

地政学的混乱の中、気候変動問題および環境・社会・経済を統合的に捉えるサステナビリティ（持続可能な社会）の実現をいかに達成するかは、人類の取り組むべき最大の課題と言っていい。2024 年度のプロジェクトは、今までの金融のゲーム理論の研究を踏まえながら、それを発展させ、サステナビリティの時代にふさわしい資本主義社会の市場メカニズムを構築することを大義として進めた。地域活性化のための事業投資型クラウドファンディングプラットフォーム、ブロックチェーン技術の市場経済への契約論的応用、そして、プラスチックに代表されるサーキュラーエコノミーシステムの構築をめざすことをこのプロジェクトのテーマとした。

サステナビリティという用語はすでにポピュラーだが、その意味付けはあいまいであり、このことが経済学研究としてサステナビリティを考察する際の深刻な障害になっていた。そのため、サステナビリティ概念を明確にして、経済学自体のフレームワークを如何に変更する必要があるか、そして、法学、政治学、デジタル技術などとの学際的アプローチがどのように必要になるか、をはっきりさせることが肝心だ。松島は、このような視点から、サステナビリ

ティの経済学という新しいフレームワークを明確に定義して、研究者、実務者、学生、教育関係者一般に向けて、サステナビリティの経済学の宣言書を岩波新書として出版した。これ自体は学術論文ではないが、今後に必要な多くの本質的な新しい研究の方向性を示している。特に宇沢弘文の社会的共通資本や政治哲学者オストロムのコモンズ原則との関係性が明確にされ、学際的なアプローチの土台を作ることになった。今年度の後半からは、内閣府プロジェ

クト SIP（伊藤耕三 PD）とも連携しながら、サーキュラーエコノミーシステムの構築を、サステナビリティの経済学の具体的な社会実装 CETP（circular economy trusteeship platform）構想として開始している。これは、社会的共通資本の問題点を克服し、それを現代にふさわしい分析枠組みに発展させることで、気候変動問題の解決などにチャレンジする企画である。サステナビリティ認証制度、カーボンクレジット、プラスチック（サステナビリティ）クレジットなどの市場創発とそれら

の持続的管理のための制度基盤確立を目指している。サステナビリティの時代にかかせない多様なファイナンスの形態に情報的基礎をもたらす。

目に見えにくい環境や社会の価値を「見える化」し、それを企業の価値としてつなげていくには、ファイナンスの力が欠かせない。企業は「社会に託された存在」として、自らの活動のあり方を問い直し、責任をともに担う仕組みづくりが求められる。2025 年度は、こうした制度のかたちを実践的に探っていききたい。

引用文献

松島斉「サステナビリティの経済哲学」岩波新書、2024 年 8 月。



家計と企業の物価予想の 形成メカニズムに関する研究

研究メンバー

東京大学経済学研究科 教授（CARF） 渡辺 努

CARF 特任研究員 / キヤノングローバル戦略研究所研究員 渡辺 広太

早稲田大学政経学術院 教授 上田 晃三

成蹊大学 准教授 庄司 俊章

CARF 特任研究員 今井 聡

CARF 特任研究員 大森 悠貴

CARF 特任研究員 波多野 弥生

研究の概要

日本の企業は価格支配力が弱く、コストの上昇を商品価格に転嫁しにくい状況にある。それが長期にわたるデフレの原因のひとつと考えられてきた。しかし、2022 年春以降、世界的にインフレ傾向が強まる中で、日本にも価格上昇が流入し、日本企業の価格転嫁に変化が見えてきている。本研究では、日本企業の価格支配力の実態やそれが物価に与える影響について実証的に検討する。具体的には、日本を含む主要先進国の消費者を対象としてアンケート調査を行い、物価と賃金の先行き見通しがどのように異なるのか、その違いがどのような行動の差として現れるかを調べた。プロジェクトリーダー渡辺努の執筆記事から一部編集のうえその成果を紹介する。

日銀の機会主義

日本銀行による最初の利上げのきっかけは春闘での賃上げが高い伸びになったことだった。興味深いのは両者のタイミングだ。連合が集計結果を公表したのが3月15日、

日銀が利上げを決めたのはその4日後だ。

利上げとなれば住宅ローン金利に影響する。苦労して勝ち取った賃上げの一部が間髪入れずの利上げで帳消しになったという不

満が労組から聞こえてくるのも納得できる。

労組の欲張りで賃上げが行き過ぎ、懲らしめなければいけない。そう考えた中央銀行が鉄槌を下すように利上げをする。これであれば労組も文句を言えまい。

しかし実際はそうではない。日銀は賃金の上昇率が低すぎると考えていた。そう考えるのであれば、本来は、金利を下げるなどして、賃金の押し上げを図るべきだった。しかし日銀はそれをやらなかった。

その代わりに何をしたのか。実は日銀は何もしなかった。理由はある程度、察しがつく。10 年間にわたった異次元緩和は効果が限定的で副作用も大きかった。そもそも金融緩和をしようにも有効な手段がない。そうした状況の下で日銀は何もしないことを選択した。

日銀の戦略は何だったのか。何もせず、ひたすら僥倖の訪れを待つ——これだ。僥倖を待つ戦略はこれまでのところ成功したように見える。しかしそもそも僥倖を待つ戦略とはどう理解すればよいのか。米国の例が参考になる。89 年 12 月のことだ。FOMC（連邦公開市場委員会）の議題は、当時進んでいた高インフレ（消費者物価上昇率で約 5 %）の克服のために利上げをすべきか否かだった。

ひとりの参加者が発言した。「何もせず待てばよい」と。どういうことか。利上げをすれば失業が増える。そのコストを誰も払いたくない。だったら何もせずに待てばよい。待っているうちに不況が来る。そうすればいやでもインフレ率は下がる。利上げで余分なコストを払うことなくデシインフレを実現できる。

この考え方はデシインフレの機会主義

的アプローチとよばれ、注目を集めた。賢い方法のように見える。しかし反対論者は次のように主張した。Fed（連邦準備制度）議長が 5 % は高すぎる、本音は 2 % まで持っていきたい、しかし失業のコストを払うのは嫌なので機会主義的に行動すると決めた、ということだとして。これに対して、仮に議長が本音では 5 % のインフレでちょうどよいと考えている場合も「行動」は何もしないだ。どちらの議長も何もしないという点で同じということは、市場は、何もしないという Fed の「行動」から議長の本音を知る術がないということだ。仮に議長が前者だったとしても後者と疑われてしまうリスクが生まれる。つまり、Fed への信認が揺らいでしまう。

話を日銀に戻そう。何もしないで僥倖を待つことを選択した日銀は機会主義だったと見ることができる。そうだとすると日銀への信認が損なわれることはなかったのだろうか。

じっと待つだけで何もしない。そして僥倖がくると即座にそれに便乗して利上げをする。この「行動」だけを観察していた異星人（日本語も英語も理解できない）がいたとして、「日銀は賃金を上げたがっている」と推理することは決してない。むしろ賃金の上昇を嫌がり、それを阻止しようとしていると推測するだろう。

中央銀行の「行動」と言葉は、通常、同じ方向を向く。それによって言葉の重みが増す。これに対して、今の日銀は、やっていることと言っていることが違うという意味で、非常に特殊な状況にある。中央銀行のコミュニケーションは常に大事だが、その重要性はいつにも増して高まっている。

本稿は、『公研』2024 年 9 月号「めいん・すとりと」に掲載された渡辺努「日銀の機会主義」を転載したものです。
出典：<https://koken-publication.com/archives/3418>

スキャナデータを用いた 商品価格の硬直性に関する研究

研究メンバー

東京大学経済学研究科 教授（CARF） 渡辺 努

CARF 特任研究員 / キヤノングローバル戦略研究所研究員 渡辺 広太

早稲田大学政経学術院 教授 上田 晃三

成蹊大学 准教授 庄司 俊章

慶應義塾大学経済学部 教授 白塚 重典

日本銀行 須藤 直

CARF 特任研究員 / 株式会社風音屋 横山 翔

研究の概要

我が国では四半世紀にわたってインフレ率がゼロ近傍で推移する現象（「長期デフレ」）が続いている。この間、米国等では、リーマンショック後にインフレ率が低下し、日本と似た現象が見られたものの、足元は高インフレとなっており、日本との差が再び開いている。また、政府・日銀は長期デフレからの脱却を目指し10年前から金融緩和を続けているが、成果が上がっていない。本研究では、スキャナデータを用いた実証研究により、①長期デフレの「原因」を探ると同時に、②長期デフレがどのような「帰結」を生んだのか、そして、③長期デフレは「経済厚生」の観点から日本経済にどのような影響を及ぼしたのか、の3点について検討を行なった。プロジェクトリーダー渡辺努の執筆記事から一部編集のうえその成果を紹介する。

「安いニッポン」に、賃上げと値上げの「自粛」は必要ない

2024年10月の衆院選の争点は「政治とカネ」の一択と勝手に思い込んでいたが、経済問題も予想外に多く語られたように思う。特に興味深かったのは賃金だ。与野党

問わずほとんどの政党が高い賃上げの実現を掲げていた。選挙後も賃上げに向けた議論が続いている。

これと対照的だったのがその2年前の参

院選だ。当時、インフレは既に始まっていて、物価高対策が争点だった。しかし議論はいかにして物価を抑えるかに集中し、賃上げが語られることはほとんどなかった。だが、そもそも日本の問題は、物価が高すぎるのではなく、賃金が低すぎることだ。時間は少々かかってしまったが、そこまで理解が深まったことは大きな前進だ。

賃金と物価が諸外国に比べて低すぎる現象は「安いニッポン」と呼ばれている。その原因は円安もあるが、根本的には、日本の賃金と物価が30年間にわたって据え置かれてきたことだ。海外はその間、右肩上がりだった。その結果、賃金と物価の内外格差は、毎年少しずつ、しかし着実に拡大した。

なぜ私たちの社会は物価と賃金の据え置きを続けてきたのか。ターニングポイントは1990年代半ばで、その象徴が95年に発行された日本経営者団体連盟（日経連）のレポートだ。メッセージはシンプルで、日本の賃金が高すぎる、このままでは中国企業と競争できない、人件費を抑えなければならない、というものだった。企業がバブル期に大盤振る舞いをしたため、円建ての賃金は高かった。それに95年の超円高が拍車をかけ、ドル建てでみて世界トップクラスの賃金になった。つまり、当時は「高いニッポン」であり、それが日経連の認識だった。

財界の言い分はわからないでもない。しかし労働組合としては到底呑める話ではないはずだ。ところが連合は2000年代に入ると、ベアの統一要求見送りを決めた。連合にとっての最優先は雇用の確保だったからだ。賃上げ見送りの背景に財界の要請があったのは確かだが、決して財界が強要し

たわけではない。政府が法律で押しつけたわけでもない。あくまで連合自身が自発的に賃上げの見送りを決めた。つまり、賃上げ要求の「自粛」だ。

一方、賃上げなしでモノの値段だけ上がったのでは生活が破綻してしまう。生活者は安値を追い求め、値上げされた商品には手を出さないという「不買運動」を繰り広げ、企業を値上げ「自粛」へと追い込んだ。こうして、他国では例のない、賃上げと値上げの「自粛」が始まった。

高いニッポンだった30年前は、二つの「自粛」に合理性があった。しかし今は安いニッポンだ。自粛を続ける理由はどこにもない。私たちはどうやら自粛をダラダラ続けるというミスをしたようだ。自粛を解くタイミングがなかったわけではない。例えば、第2次安倍政権が介入し官製春闘と擲楯されたあとき、連合が高い賃上げ要求に踏み切っていれば自粛を解けたかもしれない。

もしかすると、「自粛」というものはいったん始めてしまうとやめるのが難しいものなのかもしれない。コロナ禍の外出抑制やマスク着用などの「自粛」もそうだった。パンデミック後の経済再開で日本は米欧に後れをとったが、その理由は自粛をいつまでも解けなかったからだ。結局、政府が感染症法上の分類を5類に変更するまでダラダラと続いた。

賃上げと値上げの自粛には「5類移行」のようなまい措置は残念ながらないので、一気に自粛を解く手立てを政府はもっていない。だが過去2回の春闘の成功で自粛は解けつつある。2025年の春、再度の高い賃上げが実現し、自粛解除の流れが加速することを期待したい。

本稿は、『中央公論』2025年1月号に掲載された渡辺努「安いニッポンに賃上げと値上げの自粛は必要ない」を転載したものです。

人・物・お金・情報の流れと 資産価格のダイナミクスの関係

研究メンバー

東京大学経済学研究科 教授 (CARF) 渡辺 努
国立情報学研究所 准教授 水野 貴之
立教大学大学院人工知能科学研究科 教授 大西 立顕

研究の概要

文章生成 AI の GPT-4o を用いて、HS コード 4 桁レベルで約 1000 品目の財の製造や加工により変化する遷移行列を自動構築した。Web 上のテキストを学習データとし、品目間の関係性を抽出・構造化・可視化することで、サプライチェーンにおける原材料から最終財への流れを把握し、リスク管理や効率化への応用を可能にした。本手法は企業間取引ネットワークへの接合も想定しており、供給リスク発生時の影響範囲の特定や迅速な代替策検討を支援する。

サプライチェーンにおいて、財（製品）は原材料から出発し、中間財、最終財と製造工程で形を変えながら、仕入先から販売先に向かって流れていく。この財の遷移行列を文章生成 AI を用いて作成した。ChatGPT に代表される文章生成 AI は、大量の Web サイトを Transformer アーキテクチャで深層学習している。複数の Web サイトには、例えば「原材料 A は化学処理によって中間財 B となり、中間財 B は組立工程を経て最終財 C となる」という一連の文脈が掲載されており、この情報をもとに文

章生成 AI は「A → B、B → C」の遷移行列を作成できる。これにより、従来は個別の生産工程や企業同士の契約情報を手作業で取りまとめる必要があった分析が自動化される。

我々は、輸出入の際に商品を分類する HS コードの 4 桁分類を用い、約 1000 品目にわたる財の遷移行列を GPT-4o で作成した。GPT-4o に下記のプロンプトを入力することで、ある HS コード XXXX の製品と他の HS コード YYYYY の製品との関係性を調査した [1]。

###Instruction###

Your task is to determine the relevance of specific goods in the production of other goods within a supply chain. (あなたの課題は、サプライチェーン内の他の商品の生産における特定の商品の関連性を判断することです。)

###Question###

As a supply chain analyst, assess the following: (サプライチェーンアナリストとして、以下を評価しなさい：)

・ Are the typical goods categorized under HS Code=XXXX (Description of XXXX) essential in the manufacturing process of the typical goods falling under HS Code=YYYY (Description of YYYY)? (HS コード =XXXX (XXXX の説明) に分類される典型的な商品は、HS コード =YYYY (YYYY の説明) に分類される典型的な商品の製造工程に不可欠か?) Please answer each question with "YES" or "NO". If you are uncertain, respond with "Unsure about answer". (質問に「はい」または「いいえ」で答えなさい。不明な場合は「不明」と答えなさい。)

GPT-4o でのプロンプト例

本手法により得られた遷移行列から、品目をノード、品目間の遷移の関係性をエッジとするネットワークを描いたものが図 1 である。財ごとに必要となる品目で構成されたコミュニティを形成している。また、コミュニティ間をつなぐノードにはネジやバネなどの汎用品が、ネットワークの上流には鉄や合金などの素材が、下流には半導体や自動車などの複雑な最終財が位置している。

この遷移行列やネットワークを企業間取引ネットワークに接合すると、たとえば採掘業から商社、製造業、量販店までの財の流れが可視化され、ある採掘業で原材料の供給リスクが高まった際に、どの中間財や最終財を扱う企業に影響が及ぶのかを遷移行列を参照しながらシミュレーションできる。

これにより、代替サプライヤーの検討や生産計画の変更を迅速に行える。このように、文章生成 AI で自動構築された遷移行列を用いることで、サプライチェーン全体の透明性を高め、リスク管理や効率化への取り組みがより高度化することが期待される。

図 1 加工による財の遷移ネットワーク



[1] 水野貴之 & 栗崎周平 (2025) LLM と輸出入ネットワークを用いた製品フロー解析と経済安全保障への応用, 計算社会科学会.

アクチュアリーのための 数理的・計量的手法の研究

研究メンバー

東京大学経済学研究科 准教授 (CARF) 佐藤 整尚
実務家 岩沢 宏和
琉球大学 陳 春航

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。また、引き続き、本年度もリスク計量のための具体的なモデルの構築を行っていくとともに、アクチュアリー養成のため、志望する学生のサポートを重点的に行う。

教育面では、昨年に引き続き、アクチュアリーワークショップを行い、資格取得へのサポートを行った。その甲斐もあり、好成績な結果であった。優秀なアクチュアリーの輩出という目標に沿う結果であると考えられる。また、今年度も、日本アクチュアリー会との共催でアクチュアリー研究セミナーを開催した。



東京大学 学部生・大学院生のための アクチュアリー研究セミナー ～『アクチュアリー』という仕事の魅力について～

開催日 2024年7月1日(火) 17:00～18:30
開催場所 東京大学(本郷キャンパス) 経済学研究科棟3階 第3教室(オンラインとのハイブリッド開催)
プログラム <https://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/events/events-15926/>

当日は対面とZoomによるハイブリッド形式で開催された。参加は双方合わせて延べ30名弱であった。今回は、学生からの質問なども事前に用意したので、活発な議論がなされた。

▽ 開会挨拶 (17:00～17:03)

佐藤 整尚 大学院経済学研究科 准教授
岩沢 宏和 大学院経済学研究科 非常勤講師

▽ 「アクチュアリーとは何か」 (17:03～17:18)

富村 雄三 日本アクチュアリー会 事務局長

▽ 「各業界のアクチュアリーの仕事と魅力」 (17:18～17:48)

生命保険分野	北原 悠	日本生命保険
損害保険分野	岩山 英之	東京海上ホールディングス
年金分野	佐伯 俊輔	三井住友信託銀行

▽ 質問コーナー (17:48～18:18)

学生(理学部4年生、工学系研究科1年)による質問コーナー

▽ 質疑および個別相談 (18:18～18:30)



投資手法の変化と マーケットへの影響の評価

研究メンバー

東京大学経済学研究科 准教授 (CARF) 佐藤 整尚

東京大学経済学研究科 教授 (CARF) 高橋 明彦

CARF 招聘研究員・メルコホールディングス 佐藤 陽一

同志社大学 津田 博史

研究の概要

証券市場での価格変動は、各投資家の行動をもとに起こると考えられる。様々な投資主体がいる中で、その運用行動は一般には公開されていない。しかしながら、例えば、投資信託が出す運用報告書の中ではある時点の資産内容が示されており、前の期の資産内容からの変化を見ることによって、運用の変化を見ることが出来る。本研究では主に株式市場で変化と、各投資家の行動の変化の関係を様々なビッグデータから探る研究を行う。本年度ではポートフォリオの最適化について研究を行った。

本研究は物理的な量子現象を起こさせる量子コンピューターでアニーリングを行うことに代えて、シミュレーテッド・アニーリングという、従来型コンピューターのランダムな計算法で最適化を試行している。

昨年までの研究では、まず、買持ちまたは非保有の運用でリスク最小化のみ考慮とリスク及びリターンを考慮するコスト関数式で最適化の挙動が変化する試行を行い、次にロング・ショート運用で買い持ち・売り持ち・非保有からなる3状態の組合せ問題を

を実装してコスト関数式のリスクとリターンの重みづけ調整とアニーリング過程のパラメタ調整を行い、総当たりで最良の厳密解を探索するよりも効率的な計算時間で近似解を得た。さらに総当たり探索が不可能な規模の500銘柄に増やして、実際のクオンツ系ファンド運用の時間進行を想定しながら近似解を得てポートフォリオ・リターンをシミュレーションする例を紹介した。

本年度では、銘柄数をさらに増やし、クオンツ系ファンドでも多い方と考えられる

市場構成比上位1000銘柄(TOPIX全体で約1,600銘柄)を対象とする計算を試行した。銘柄数を500銘柄から2倍にすることで計算量は2次元の行列で4倍になるが、今般の試行では限定的なシミュレーションとして、計算時間を運用実務で毎日の夜間に数時間かけて計算する想定よりかなり短く、500銘柄の時と同様の1日約1分間に絞り、約5年間、約1250営業日のリターンを延べ約1日で計算した。

様々なパラメタ設定で1000銘柄から抽出した銘柄群のリターン・シミュレーションを500銘柄と比較すると、ロング銘柄群とショート銘柄群の約5年間の累積リターンで見て、大小のリターン差は同様に見られることが多いが、このリターン差が出ていても対市場リターンで符号が反対に分かれることまでは少なかった。このように傾向が弱まったことは、1000銘柄を対象を拡げると個別の特徴を捉えにくい銘柄の影響が出てくる可能性と、アニーリングで最適解を探索する計算量がより多く求められる可能性が考えられる。(リターン差があり市場に対する超過リターンの符号が分かれた一例を図示)

このこともありシミュレーテッド・アニーリングの計算処理を、汎用的な計算を逐次処理するCPUから、画像や行列のデータを並列的に大量処理できるGPUへ切り替えて試行した。CPUとGPUの処理能力の比較は、シミュレーテッド・アニーリングが試行の度に異なる近似解を得る性質のため、近似解のサンプルを多数得て特性値を比較したところ、表のとおりGPUの方が短時間で低リスク・高期待リターンとなるより良い近似解を得ている。

表 500銘柄 作成サンプル約16,000個

処理方法	計算時間	リスク		期待リターン	
		平均	分散	平均	分散
CPU	約480分	0.995	0.276	0.003	0.408
GPU	約8分	0.737	0.146	0.051	0.124

現在はこの計算環境で、ポートフォリオ最適化のコスト関数の中でポートフォリオのリスク値と期待リターン値、制約条件の目標銘柄数等の各項の重みづけを変えたり、分析対象とする営業日数や抽出銘柄数のパラメタを変えることで最適化の挙動を変化させて、抽出した銘柄群のリターン観察を行っている。



量子コンピュータを使った ファイナンスへの応用 (UTEC 若手支援プロジェクト)

研究メンバー

東京大学経済学研究科 准教授 (CARF) 佐藤 整尚

東京大学経済学研究科 教授 (CARF) 高橋 明彦

東京大学経済学研究科 准教授 (CARF) 白谷 健一郎

東京大学経済学研究科 特任研究員 町井 昌徳

研究の概要

近年、量子コンピュータの開発が加速しており、もう間もなく、実用的な計算が可能になると思われる。また、量子コンピュータを使った応用分野は理系文系問わず様々な領域で発展している。特に、ファイナンスの分野でも、その成果が大いに期待されていると思われる。本プロジェクトでは、まず、量子コンピュータの特性を生かしたファイナンス計算について、幅広くサーチして、数理ファイナンスでの数値計算に適用可能なものを探していく。さらに、これまでは応用の少なかったフィルタリング分野についても研究を行い、新たなブレイクスルーを探していく。

本報告では、最も実現が近いと目されている量子アニーリングに焦点を当て、このような技術と社会実装とのギャップがある環境から将来への布石についての洞察の一助となるように、課題や未踏領域をサーベイする。

まず、ハードウェア開発と関連が薄い経済学分野では、数理的問題とした方が研究

として取り組みやすい。本報告では、最も実現が近いであろう量子アニーリングマシンの得意分野にもなると期待されている「ポートフォリオ最適化」を中心に、数理的問題を取り出してみる。現状はまだ見通しが混沌としているが、この分野の研究と開発が進むにつれて、ビジネス界とアカデミアとの役割分担が明確になっていくと思わ

れる。

具体的には D-Wave Systems 社の量子アニーラーを使用して実験した事例は「ポートフォリオ最適化」のみであり、古典的コンピュータでは1日以上かかったのが3分で解決したと報告されている。リスク管理、高頻度取引およびオプション価格の計算は可能性の段階であり、最新鋭の実機を利用するのが困難な経済学分野の現状では、局所最適解の回避に利点がある量子トンネル効果や、(量子力学の原理に従って動作する) オラクルの設定が無いシミュレーターを使わざるを得ないが、それでもこれらのシミュレーションで得られたノウハウは、古典コンピュータとのハイブリッドもあり得る、将来の量子アニーリングマシンの実用化に向けて価値があると思われる。

さらに、量子アニーリングの大規模問題解法理論は、数理経済学と量子情報科学の学際的融合による新たな未開拓領域となり得る。以下、具体的に見てみる。

1. 大規模問題分割理論の一般化可能性に関する数理的基盤

金融ネットワークのシステミックリスク分析や企業間の債権債務関係を高次相互作用として表現するなど、未だ解決に至らない領域は大規模問題をグラフ理論と確率(微分方程式)で捉えることが多いだろう。しかしながら未だ利用可能な量子ビット数の制限から、大規模問題を解くことは困難である。

2. 分割アルゴリズムの計算複雑性理論

部分問題抽出アルゴリズムの分割回数が増加すると計算時間が増加し、かつ精度が劣化していくが、実用化するためには、分割回数と近似解の精度劣化の関係

を定式化しなければならないだろう。

3. 部分問題間相互作用の数学的モデリング

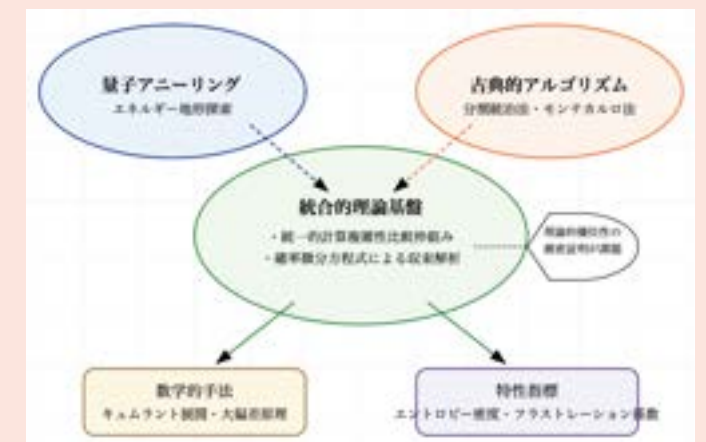
例えば証券会社や保険会社、銀行がある強度で関係しているような金融ネットワークのシステミックリスク分析では、部分問題間のカスケード効果を量子イジングモデルの多体相互作用として定式化する必要がある。

4. 古典アルゴリズムとの統合的理論構築

量子コンピュータと古典コンピュータが協調して問題を解決するプロセスにおいて、古典的手法と量子アニーリングのハイブリッドなアルゴリズムの理論的優位性を証明する数理的基盤が不足している。例えば、経済学で用いられるモンテカルロ法や遺伝的アルゴリズムとの収束速度比較を確率微分方程式理論を用いて行う理論的枠組みなどの、異種アルゴリズム間の性能差を数学的に説明する体系が必要だろう。

5. 経済学固有の評価指標に基づく理論展開

例えば 2008 年の金融危機について、従来のモデルでは金融機関の相互保証連鎖や CDS 契約の複雑なネットワーク効果(動的カスケード効果)を再現できないが、金融機関間の非局所相関をイジングモデルで表現するような量子的数理モデルを開発すれば新たな解決策を発見できるだろう。



IFRS と日本の会計制度

研究メンバー

東京大学経済学研究科 教授 (CARF) 大日方 隆
東京大学経済学研究科 教授 (CARF) 首藤 昭信
東京大学経済学研究科 教授 (CARF) 米山 正樹

研究の概要

2024 年度の「IFRS と日本の会計制度」プロジェクトは、2023 年度に公表した日本会計研究学会・特別委員会「会計規制および会計基準の事前評価と事後評価に関する研究」の最終報告書の内容を発展させ、書物としてとりまとめることを当初の目標としていた。実際には、諸般の事情によりこの作業は延期されることとなった。こうした事情から、本プロジェクトは今年度、例年のような「目立った研究成果物」を欠いている。

他方で、本プロジェクトでは、2025 年度以降に大きな成果を期待するいくつかの新たな取り組みに着手した。

上記した「新たな取り組み」のひとつは、公益社団法人日本証券アナリスト協会 企業会計部長である熊谷五郎氏に CARF 招聘研究員となっていたことである。熊谷氏は財務諸表の利用者としての実務経験とともに、証券投資における会計情報の利用について学術的な知見も兼ね備えた稀有な存在である。熊谷氏の協力を得られたことから、今後は、(1) IFRS の任意適用が増加したことに伴い、財務分析の実務にどのような変化が生じているのか、(2) そうした変化は既存の仮説と整合的なのか、それともアノマリーとしか説明できないものなのか、という類いの、実務界と学界の双方が関心を寄せるテーマを扱うことが可能

となっている。

2025 年度は熊谷氏の紹介により、近年に新設・改廃された IFRS の個別基準に精通した実務家を招聘し、上記のテーマに関わる連続セミナーを開催する予定となっている。脱稿時点において既に渡辺博紀氏 (リース会計基準)・大瀧晃栄氏 (収益認識会計基準) によるセミナーが確定しており、同様のセミナーをできるだけ定期的に開催するつもりである。

もうひとつの新たな取り組みは、徳賀芳弘氏 (京都先端科学大学)・浅見裕子氏 (名古屋大学)・宮宇地俊岳氏 (追手門学院大学)・山下知晃氏 (福井県立大学) らと米山が共同で進めてきた、買入れのれんの会

計処理をめぐる証券市場関係者の認識を対象とした研究を「IFRS と日本の会計制度」プロジェクトと関連づけたことである。このプロジェクトでは、「日本の証券市場関係者は、オールジャパンで買入れのれんの規則的償却を支持している」という通念に健全な疑念を向けてきた。財務諸表の利用者・作成者・監査人はそれぞれ財務報告のあり方に異なる利害を有する以上、たとえ対象とする法域を日本で揃えたとしても、三者が買入れのれんの規則的償却をとともに、「同様に」支持するとは言い切れない。

さらに悩ましいのは、買入れのれんの規則的償却の要否に関する議論は、通常、学界の抽象的で難解な専門用語を使って説明される。そうした専門用語の解釈が三者間で揃っている保証はなく、同じ概念を用いた説明であっても三者で「同床異夢」となっている可能性がある。

こうした問題意識にもとづき、買入れのれんの会計処理に係るプロジェクトでは、質問票やインタビューを用いた実態調査等を実施してきた。こうした調査からは、(a) 利用者・作成者・監査人の間で買入れのれんの規則的償却を支持する比率は必ずしも一様ではないこと、(b) 規則的償却を支持する理由にもバラツキがみられること、(c) 買入れのれんの規則的償却に関わる学術的な専門用語の解釈は、学界関係者と実務家で必ずしも一致していないこと、などの興味深い

結果が得られている。

CARF が抱えるさまざまなリソースを利用できることとなった2025 年度は、「IFRS と日本の会計制度」プロジェクトの一環で、これまでの研究成果を英文書籍として公表し、学界関係者のみならず、会計基準の設定主体に対しても学術的な視点からの意見発信を行っていく予定である。(以下は『のれんの会計処理に関する調査とその分析－作成者・利用者・監査人の回答の特徴と比較－』より抜粋)

図表3 「減損処理のみ」vs. 「規則的償却+減損処理」の三者比較

	作成者		利用者	監査人
	全体	のれん計上		
①減損処理のみ	71 (15.88)	37 (14.80)	26 (20.00)	41 (6.61)
②規則的償却+減損処理	328 (73.38)	193 (77.20)	81 (62.31)	555 (89.52)
③どちらでも構わない	48 (10.74)	20 (8.00)	23 (17.69)	24 (3.87)
合計	447 (100.00)	250 (100.00)	130 (100.00)	620 (100.00)

(注) 調査年 (2020) 図表2-5、図表2-26および図表2-27 (2021) 図表3-4をもとに作成。各列、上段に回答数、下段の括弧内に割合 (%) が示されている。

図表7 「規則的償却+減損処理」を支持する理由の三者比較

	作成者		利用者	監査人
	全体 N=327	のれん計上 N=192	N=81	N=468
・ のれんが表す超過収益力は市場競争によって徐々に減価するから	2位 (76.75)	2位 (78.65)	3位 (80.25)	1位 (88.37)
・ 適切な期間配分によって収益と対応させるため	1位 (88.99)	1位 (92.71)	1位 (87.65)	3位 (75.86)
・ のれんの中で減価しない部分と減価していく部分は区別できないから	4位 (63.30)	4位 (63.02)	4位 (67.90)	2位 (79.10)
・ 他の償却性資産の会計処理と整合的な会計処理だから	3位 (70.66)	3位 (73.39)	1位 (87.68)	5位 (56.58)
・ 規則的償却は減損処理によって代替できないから	5位 (57.80)	5位 (61.48)	5位 (67.90)	4位 (63.43)
・ より慎重な合併・買収 (M&A) の意思決定が促されるため	6位 (53.37)	6位 (60.73)	6位 (59.26)	7位 (38.01)
・ 減損処理のコストが軽減されるため	7位 (51.23)	7位 (50.78)	7位 (40.74)	6位 (42.88)

(注) 「①あてはまる」と「②どちらかというにあてはまる」を合わせた回答数で順位付けを行っている。本図表は、調査年 (2020) 図表2-6および図表2-28、図表2-29 (2021) 図表3-4から作成。

会計ディスクロージャーの動機と 経済的帰結に関する包括的研究

研究メンバー

東京大学経済学研究科 教授 (CARF) 首藤 昭信
神戸大学 北川 教央
関西大学 岩崎 拓也
筑波大学 中村 亮介
早稲田大学 河内山 拓磨
一橋大学 石田 惣平
北九州市立大学 森脇 敏雄
東京大学経済学研究科博士課程 伊藤 広大
横浜市立大学 黒木 淳

研究の概要

先行研究では、私的情報を有する銀行のモニタリングと会計情報の利用は代替関係にあるとされたが、どのような情報が代替されるかは明らかでなかった。本研究は機械学習アプローチを用いて社債スプレッドと会計項目の関係を分析することにより、メインバンクを有さない企業の社債投資家が支払利息・割引料、流動負債、貸倒引当金といった債務返済能力に関わる情報をより重視することを確認した。この結果は、銀行の私的情報が上記の項目を代替していることを示唆するものである。

本研究は、日本の社債市場を対象に、メインバンクによるモニタリングが社債投資家の会計情報の利用にどのような影響を与えるかを分析したものである。先行研究では、銀行による私的情報を用いたモニタリングが会計情報を代替する可能性が示唆さ

れてきたが、具体的にどの会計項目が代替されるかは明らかでなかった。本研究は、社債スプレッドと会計項目の関係を、ノンパラメトリックな機械学習モデルの一種である CART (Classification and Regression Trees) を用いて分析し、メインバンクの

存在が特定の会計項目の並べ替え重要度 (permutation importance) を低下させることを確認した。

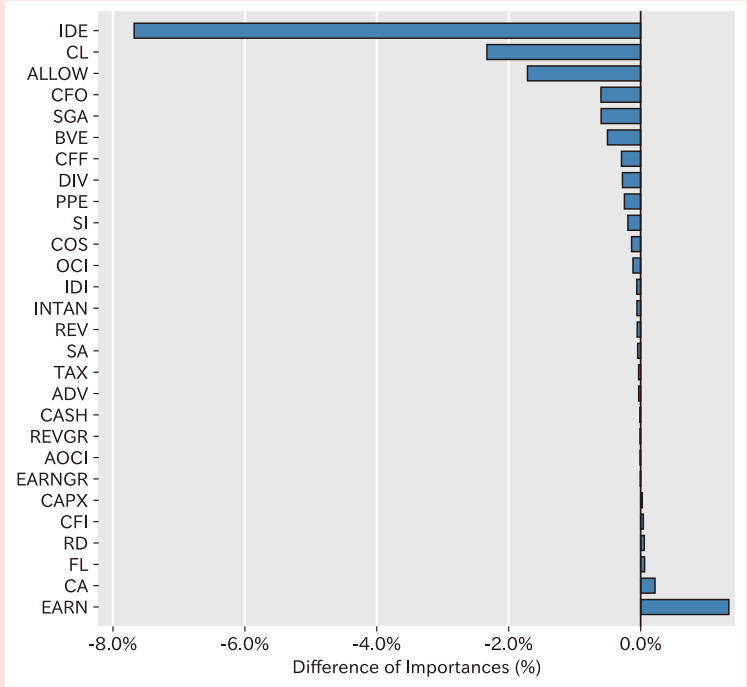
最初に、全サンプルを対象とした予備的検証を通じて、支払利息・割引料、流動負債、貸倒引当金、配当金の支払額といった債務の返済能力に関連する会計項目が、社債スプレッドの説明において重視されることを確認した。これは、当期純利益や純資産が重視される株式市場と異なり、社債投資家が債務の返済能力に注目していることを示唆するものである。

次に、メインバンクの有無に応じてサンプルを二分して比較した結果、メインバンクを有する企業では、社債スプレッドに対する会計情報の説明力が低くなることが確認された。これは、社債投資家がモニタリングをメインバンクに委任 (delegation) しており、社債投資家の会計情報の利用が減少していることを示唆するものである。加えて、条件付きガバナンス (contingency governance) と整合して、この傾向は社債発行企業のデフォルトリスクが高い場合に顕著になることが分かった。さらに、各会計項目の重要度を比較すると、メインバンクを有さない企業が発行する社債の評価において、債務返済能力に関する会計項目の重要度が有意に高いことが明らかになった (図1 参

照)。加えて、これらの企業が発行している社債スプレッドの評価には、より多くの会計項目が用いられる傾向がみられた。

本研究は、メインバンクの私的情報を用いたモニタリングが債務返済能力に関連する会計情報を代替することを明らかにすることにより、先行研究で観察された代替関係に関する知見を前進させるものである。さらに、機械学習を用いたアプローチにより、線形回帰では捉えきれなかった非線形性や変数間の相互作用を考慮し、社債市場における会計情報の有用性に新たな証拠を提供した点でも意義がある。本研究の結果は、銀行中心の金融システムにおける情報の利用と企業評価メカニズムを理解するうえで、重要な示唆を与えるものである。

図1 メインバンクを有する企業と有さない企業における会計項目の重要度の差



出所) Ito and Shuto (2025), Figure 2.

引用文献

Ito, K., & Shuto, A. (2025). How Does Delegated Main Bank Monitoring Substitute for Accounting Information in the Bond Market?

金融システム安定政策研究会

研究会 の概要

金融システム安定政策研究会は、世界および日本における金融システムの安定に関する現状の把握と、その確保のための政策（金融規制や監督、流動性供給など）、またより広くそれに影響を与える企業や家計の金融に関する政策について、情報交換をするために、産官学連携の対話の場として2022年に発足した。主に関連政策を議論した金融監督政策研究会（2010年－2021年）を継承、発展させたものとなっている。本研究会では、日本の金融システム安定に関する政策の担当者、世界的に活躍する大手民間金融機関、金融環境や金融制度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。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。2020年度から2022年度までは、コロナ禍のためあまり開催できていなかったが、2023年度からは、コロナ禍も明けたこともあり、またコロナ禍の最中に日本のみならず、世界的に企業や国家の債務が膨張し、いわゆる過重債務の状況にあることが認識されたところ、年に5回は定期的に集い、その時々金融システムの諸課題を議論することにした。2024年度に開催された研究会について、下記にそのタイトルと発表者を示す。それぞれの回で、出席者から活発な議論がなされた。

第8回 金融システムレポート（2024年4月号）

2024年5月9日（木）

発表者 中村 康治（日本銀行金融機構局長）
平形 尚久（日本銀行金融システム調査課課長）

わが国の金融システムは全体として安定性を維持している、という総括があり、ただし、テールリスクへの警戒は引き続き重要とされ

た。また金融機関の長期的な健全性についても目を向けた。そして、それらの議論のベースとなる様々な分析が示された。

第9回 資本主義と金融：資本配分と効率性の視点

2024年7月4日（木）

発表者 植田 健一（CARFセンター長、東京大学大学院経済学研究科教授）

資本主義の核となる側面として、市場による資本の効率的配分について、研究をしてきたことを中心にまとめた。とりわけ、2022年末のノーベル経済学賞は銀行と金融危機につ

いての研究者が受賞しており、金融が改めて重要視されている学界の動向も踏まえたものとなった。この発表の元となった著作として、日本経済学会での講演録（『現代経済学の潮

流』（2023年）の中の拙論「真の資本主義と金融：資本配分と効率性の視点」）、拙著『金融システムの経済学』（2022年）、東京経済研究センター（TCER）から最近の論考『日本の金融システム』（祝迫編 2023年）の中の拙論「金融制度と危機対応」があり、それに

加え最近の研究をもとにした発表となった。具体的には、各国で様々な制度改正などを経て、資本がより効率的に配分されてきているが、日本では逆に非効率になっていることを示し、今後の方向性を議論した。

第10回 2024事務年度金融行政方針について

2024年9月5日（木）

発表者 柳瀬 護（金融庁 総合政策局審議官）
村木 圭（金融庁 総合政策局総合政策課総合政策企画室長）

国内外の経済社会の構造上の変化や金融経済情勢等の不確実性の高まりを展望しつつ、金融行政の施策・手法を不断に見直し、改革を迅速に進めていく、との総括のもと、三つの柱が示された。金融のメカニズムを通じて

持続的な経済成長に貢献すること、金融システムの安定・信頼と質の高い金融機能を確保すること、そして、金融行政を絶えず進化・深化させることである。そしてこれらを達成するための具体案が示された。

第11回 金融システムレポート（2024年10月号）

2024年11月7日（木）

発表者 鈴木 公一郎（日本銀行 金融機構局長）
平田 渉（日本銀行 金融機構局 金融システム調査課長）

半年前に引き続き、わが国の金融システムは全体として安定性を維持している、という総括があり、ただし、テールリスクへの警戒は引き続き重要とされた。また金融機関の長

期的な健全性についても、特に人口減少との関連で、目を向けた。そして、それらの議論のベースとなる様々な分析が示された。

第12回 金融におけるAIの活用可能性と課題

2025年2月6日（木）

発表者 柳瀬 護（金融庁 総合政策局審議官）
牛田 遼介（金融庁 総合政策局イノベーション推進室長）

AIやブロックチェーン等、デジタル技術を用いた金融サービス・取引が急速に広がっており、社会経済全体に大きな影響を及ぼしつつあり、こうした中、利用者保護やシステムの安全性を確保しつつ、各金融機関による特色ある金融サービスの提供を促すことで個人

や企業にとっての利便性を高め、社会全体の生産性向上につなげられるような施策に取り組むことが示された。そしてこうした技術の金融業への具体的なメリットとデメリットや今後の展望を示しつつ、行政としての具体的な課題を示した。

会員名簿（2024 年度 企業名は 50 音順）

松村 洋季	EY 新日本有限責任監査法人 経営専務理事 金融管掌 金融事業部長
竹内 洋	CARF 諮問委員（オールニッポン・アセットマネジメント 代表取締役会長）
小野木峰年	住友生命保険相互会社 調査広報部長
服部 浩	第一生命保険株式会社 調査部長
中曽 宏	株式会社大和総研 理事長
秀島 弘高	農林中央金庫 エグゼクティブアドバイザー
河野 真人	野村ホールディングス株式会社 経営戦略部執行役員
中本美菜子	株式会社みずほフィナンシャルグループ 執行役グループ CGO
安地 和之	株式会社三井住友銀行 常務執行役員
藤井 慶	三井住友信託銀行株式会社 業務部長
上野 義明	株式会社三菱 UFJ 銀行 CDO 兼経営企画部長
北村乾一郎	明治安田生命保険相互会社 運用企画部長（*第 8 回まで）
植松 慎也	明治安田生命保険相互会社 調査部長（*第 9 回から）
石田 晋也	金融庁 総合政策局総括審議官
井上 俊剛	金融庁 証券取引等監視委員会事務局長
三好 敏之	金融庁 総合政策局審議官 兼 総合政策局国際総括官
柳瀬 護	金融庁 総合政策局審議官
氷見野良三	日本銀行 副総裁
中村 康治	日本銀行 金融機構局長（*第 8 回まで）
鈴木公一郎	日本銀行 金融機構局長（*第 9 回から）

平形 尚久	日本銀行 金融機構局金融システム調査課長（*第 8 回まで）
平田 渉	日本銀行 金融機構局金融システム調査課長（*第 9 回から）
小野 有人	中央大学商学部教授
植杉威一郎	一橋大学経済研究所教授
小倉 義明	早稲田大学政治経済学術院教授
戸村 肇	早稲田大学政治経済学術院教授
伊藤 隆敏	コロンビア大学教授／政策研究大学院大学客員教授
河合 美宏	東京大学公共政策大学大学院客員教授
加藤 涼	東京大学公共政策大学大学院客員教授
雨宮 正佳	東京大学金融教育研究センター招聘教授（日本銀行前副総裁）
森 信親	東京大学金融教育研究センター招聘教授（金融庁元長官）
青木 浩介	東京大学大学院経済学研究科教授
星 岳雄	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
渡辺 努	東京大学大学院経済学研究科教授
植田 健一	【主催】東京大学大学院経済学研究科教授（金融教育研究センター長）

▶過去の開催記録 https://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/forum/financial_system/

証券流通市場の機能に関する研究会

研究会 設置の 目的

証券流通市場において新たな取引手法や取引の傾向・動きが見られる中、証券流通市場の機能について、学術的な観点から研究・調査を行い、その結果を公表することにより、関係者の理解を深めることを目的として、「証券流通市場の機能に関する研究会」（以下「研究会」という。）を設置する。

検討事項

研究会では、証券流通市場の機能（特に流動性）に焦点を合わせて研究・調査を進めることとし、当面は、特に株式流通市場を研究・調査対象として取り上げる。具体的な検討事項としては次のようなものがある。

1. 投資ホライズンや投資家の多様性と流動性や企業価値の関係
2. 短期主義の功罪
3. 経営側における対応と評価（株価・流動性）
4. 海外の動向と実態（短期主義への対応策と市場の反応）
5. 規制・税制と株式市場の流動性の関係
6. パッシブ投資運用等の進展による株式市場への影響

構成

研究会は、元々、日本証券経済研究所との共催で、植田和男前金融教育研究センター長を座長として始まったが、2023年度からは、一橋大学・経済研究所を共催に迎えるなどし、構成を変更している。なお、必要に応じて、委員もしくはオブザーバーを追加し、又は、有識者・市場関係者等に出席を求めることができるものとする。

研究成果の公表

当面は研究会は非公開で開催するが、適切な研究成果が得られた時点で、論文あるいはワークショップ等の形で世に問うことも検討する。

● 2024 年度の活動 ●

以下の5回の研究会を実施した。

▷ 「株式流通市場の機能に関わる金融規制について」

4月25日（木）

発表者 森本 学 氏（日本証券経済研究所）

▷ “Testing the Signaling Hypothesis of Listing on the Premium Division: Evidence from the Tokyo Stock Exchange”

6月20日（木）

発表者 青野 幸平 氏（立命館大学）、堀 敬一 氏（関西学院大学）

▷ 「ファイナンス理論から見たパンデミック後の日米債券市場」

11月5日（火）

発表者 小林 弘樹 氏（三菱UFJ信託銀行株式会社）

▷ 「SNS が個人投資家の投資行動・資産保有行動に与える影響について」

12月24日（火）

発表者 祝迫 得夫 氏（一橋大学経済研究所）

▷ “Effectiveness of Volatility Interruptions: Evidence from the Tokyo Stock Exchange”

3月11日（火）

発表者 山田 昌弘 氏（東京理科大学経営学部経営学科）

メンバー表（2025年4月現在）		
座長	祝迫 得夫	一橋大学経済研究所教授
委員	太田 亘	大阪大学大学院経済学研究科教授
委員	斎藤 大河	一橋大学大学院経済学研究科教授
委員	佐藤 整尚	東京大学大学院経済学研究科准教授
委員	鈴木 雅貴	一橋大学大学院経営管理研究科准教授
委員	竹原 均	早稲田大学大学院経営管理研究科教授
委員	西出 勝正	早稲田大学大学院経営管理研究科教授
委員	本多 俊樹	一橋大学大学院経営管理研究科教授
委員	水野 貴之	国立情報学研究所准教授
委員	山田 昌弘	東京理科大学経営学部准教授
幹事	田代 一聡	日本証券経済研究所研究員
オブザーバー	大山 篤之	金融庁金融研究センター研究官
オブザーバー	藤井眞理子	東京大学先端科学技術研究センター研究顧問
研究所	森本 学	日本証券経済研究所理事長

▶過去の開催記録 https://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/forum/forum_02/

不動産金融フォーラム

研究会の概要

2017年度に開始して以来合計16回のラウンドテーブル形式の会合を開催し、不動産投資に関わる内外の専門家を招聘し、未来の不動産投資を見据え不動産投資の諸課題を検討してきた。第17回目となる今回は残念ながらCARFの不動産金融フォーラムとしては最後の開催となった。

日本の企業・個人・政府のすべての資産と負債を統合した純資産（国富）約4,000兆円のうち、不動産は87%を占める究極の実物資産である。不動産金融研究という学問分野では、企業・個人・政府が自己利用のために所有する不動産から、賃貸用の投資不動産までを対象にして、所有や利用について様々な経済分析を行う。不動産は物理的に分割できず移動もできないが、証券化や投融資を通じて世界の金融市場と統合されている。さらに、リスク資産である

不動産は借入の担保として多用されるので、時に金融危機の引き金となる。したがって、不動産金融研究は実学的ながら理論的で、地域に根差しながら国際的で、またミクロ経済学に依拠しながらマクロ経済学に重要である。

最終回の不動産金融フォーラムは二部構成で、第一部では幹事でもある吉田二郎教授（東京大学・ペンシルベニア州立大学）が、夏季の大学院講義に先立って最先端の学術研究の成果を概観し今後の研究の可能性を展望した。第二部では、不動産投資家の山下明男氏（フォートレス・インベストメント・グループ）、柳川範之教授（東京大学）、吉田二郎教授がパネル討論を行い、今後の不動産投資、とくに非上場ファンドの投資の日本経済にとっての意味について、会場を巻き込み活発に意見を交わした。

- 代表** 西村 清彦（東京大学）・渡辺 努（東京大学）
- 幹事** 清水 千弘（一橋大学）・吉田 二郎（東京大学・ペンシルベニア州立大学）
- 主催** 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（CARF）
- 共催** 東京大学空間情報科学研究センター（CSIS）
一橋大学ソーシャル・データサイエンス学部・研究科（2023年度～）
ペンシルベニア州立大学ボレリ不動産研究所（2023年度～）
麗澤大学都市不動産科学研究センター（2020年度～2022年度）

第17回 CARF/CREI 不動産金融フォーラム

2025年2月21日（金）

第1部 学術セミナー（English）

“Review of academic research on real estate finance” by Prof. Jiro Yoshida
（Pennsylvania State University and University of Tokyo）

第2部 パネル討論（日本語）「低金利・円安終了後の日本の不動産投資」

パネリスト：

山下 明男 フォートレス・インベストメント・グループ在日代表

柳川 範之 東京大学教授・CREI センター長

吉田 二郎 東京大学招聘教授・CARF 不動産金融フォーラム幹事・CREI 特任研究員

▶過去の開催記録 https://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/forum/forum_04-2/



NBER Japan Project Meeting, Summer 2024

イベント概要

- 開催日** 2024 年 7 月 30 日（火）－7 月 31 日（水）
- 開催場所** アジア開発銀行研究所 霞ヶ関ビル 8F
- 主催** NBER (National Bureau of Economic Research),
CARF (Center for Advanced Research in Finance),
Australia-Japan Research Centre,
Center on Japanese Economy and Business
- 後援** Asian Development Bank Institute
- Organizer** Shiro P. Armstrong, Charles Yuji Horioka, Tsutomu Watanabe,
and David Weinstein
- プログラム・議事要旨**
<https://www.nber.org/conferences/japan-project-meeting-summer-2024>

The Impact of Municipal Mergers on Pollution Control: Evidence of River Pollution in Japan

Kazuki Motohashi (Hitotsubashi University), Michiyoshi Toya (METI)

地方公共サービスの向上を目指す市町村合併は、汚染の波及効果を内部化することで環境を改善できる一方、調整コストや政治力の不均衡により汚染管理が弱まる可能性もある。本研究では、市町村数を半減させた日本の市町村合併の段階的な施行を利用して、合併が環境に与える影響を検証した。その結果、市町村合併により河川汚染

が 5.5% 増加し、その影響は 14 年間持続することが示された。この悪影響は、調整コストが高い対等合併や政治力の低い吸収された自治体で引き起こされることが分かった。他方、土地利用や汚染の波及パターンの変化といった代替メカニズムを裏付ける証拠は見つからなかった。

本年度の NBER Japan Project Meeting は、7 月 30 日、31 日に霞が関のアジア開発銀行研究所で開催され、計 9 本の論文が発表された。各論文に対して討論者が指定され、非常に活発な意見交換が展開された。

Blessing or Curse for Organized Crime? The Long-term Effects of the Energy Transition from Coal to Oil on the Yakuza

Takuma Kamada (University of Osaka)

本研究では、天然資源の需要変化が組織犯罪に与える長期的な影響を検討する。具体的には、日本の暴力団（ヤクザ）と、1960 年代に国内石炭から輸入石油へ転換した「エネルギー革命」に焦点を当てる。エネルギー革命により石炭鉱業の雇用は急減し、炭鉱労働者だけでなく、炭鉱で労働仲介や私的保護（みかじめ料）を担っていた「炭鉱ヤクザ」も需要の負のショックを受けた。短期的には、炭鉱依存度の高い地域で窃盗や詐欺などによる暴力団員の逮捕者数が増加した。この増加は、炭鉱労働者の暴力団加入ではなく、炭鉱ヤクザによる不法活動の増加、非炭鉱系暴力団組織へ移行によるものであった。炭鉱ヤクザ組織の勢力は減少する一方で、非炭鉱系暴力

団組織の勢力が拡大し、暴力団間の抗争は激化した。炭鉱依存度の高い地域出身の暴力団は、抗争を仕掛けるのではなく、仕掛けられる側となった。抗争の増加は、炭鉱依存度が高く、かつ暴力団が関与しやすい産業が多い地域で顕著であり、その影響は半世紀にわたり続いた。現在も、かつてエネルギー革命により炭鉱業が衰退した地域では暴力団の組員数や組織数が多い傾向がある。しかし、2010 年代初頭に施行された暴力団排除条例により、エネルギー革命の長期的影響は部分的に緩和された。



Program

Tuesday, July 30

Opening Remarks: Tetsushi Sonobe, Dean, Asian Development Bank Institute

Chair: Charles Yuji Horioka, Kobe University and NBER

Codification, Technology Absorption and the Globalization of the Industrial Revolution

Réka Juhász, University of British Columbia and NBER

Shogo Sakabe, LMU Munich

David Weinstein, Columbia University and NBER

Discussant: Tetsuji Okazaki, Meiji Gakuin University

A Rise of New Elites? The Role of Secondary Schools in Early Development

Hidehiko Ichimura, University of Arizona

Yasuyuki Sawada, The University of Tokyo

Yutaro Takayasu, Hitotsubashi University

Mari Tanaka, The University of Tokyo

Discussant: Gregory Clark, University of California, Davis

Chair: Shiro Armstrong, Australian National University

Factory Automation, Labor Demand, and Local Labor Market

Daiji Kawaguchi, The University of Tokyo

Tetsuji Okazaki, Meiji Gakuin University

Xuanli Zhu, Keio University

Discussant: Wolfgang Keller, University of Colorado Boulder and NBER

The Granular Origins of Agglomeration

Shinnosuke Kikuchi, Massachusetts Institute of Technology

Daniel G. O'Connor, Massachusetts Institute of Technology

Discussant: Tomoya Mori, Kyoto University

Chair: Tsutomu Watanabe, University of Tokyo

The Impact of Municipal Mergers on Pollution Control: Evidence of River Pollution in Japan

Kazuki Motohashi, Hitotsubashi University

Michiyoshi Toya, METI

Discussant: Nick Tsivanidis, University of California, Berkeley

Blessing or Curse for Organized Crime? The Long-term Effects of the Energy Transition from Coal to Oil on the Yakuza

Takuma Kamada, University of Osaka

Discussant: Eduardo Montero, University of Chicago and NBER

Wednesday, July 31

Chair: David Weinstein, Columbia University and NBER

CEO Gender Bias in the Formation of Firm-to-Firm Transactions

Yutaro Izumi, National Graduate Institute for Policy Studies (GRIPS)

Hitoshi Shigeoka, Simon Fraser University and NBER

Masayuki Yagasaki, Tohoku University

Discussant: Jing Cai, University of Maryland, College Park and NBER

What about Japan?

Yi-Li Chien, Federal Reserve Bank of St Louis

Harold L. Cole, University of Pennsylvania and NBER

Hanno Lustig, Stanford University and NBER

Discussant: Toshitaka Sekine, Hitotsubashi University

The Effects of Public Sector Wages: A Local Labor Market Approach

Tsuyoshi Goto, Chiba University

Atsushi Yamagishi, Hitotsubashi University

Discussant: Ayako Kondo, The University of Tokyo



Fiscal Policy and Sovereign Debt

(IMF-CARF-TCER-WASEDA UNIVERSITY CONFERENCE)

イベント概要

開催日 2024 年 6 月 7 日（金）– 6 月 8 日（土）

開催場所 Academic Conference：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
Policy Panel：東京大学本郷キャンパス情報学環・福武ホール
地下 2 階 福武ラーニングシアター
（※全てオンラインとのハイブリッド開催）

コンファレンスは、アカデミックな調査研究の発表とその議論と、主に政策担当者によるパネル討論という、2 つのセッションを組み合わせて行った。

パネル討論は、Victor Gasper IMF 財政局長（ポルトガル経済大臣など歴任）をモデレーターとし、パネリストとして、Luiz Awazu Pereira da Silva 東京大学東京カレッジ客員教授（前 BIS 副総支配人、ブラジル中銀副総裁、ブラジル財務次官な

ど歴任）、Fernanda Nechio サンフランシスコ連銀 Vice President（ブラジル財務次官など歴任）、林伴子（内閣府政策統括官）、小枝淳子（早稲田大学教授）の 4 名を迎え、様々な国の国家債務問題について、活発な議論がなされた。

アカデミックな発表は、岡村健司 IMF 副専務理事による開会スピーチの後、以下の 4 つのセッションを順に開催した。

Academic Conference	
Friday, June 7	
9:00 am – 9:20 am	Opening remarks: Kenji Okamura (Deputy Managing Director, IMF)
9:20 am – 10:40 am	Session 1: Demand for Sovereign Debt
Moderator:	Era Dabla-Norris (Fiscal Affairs Department, IMF) “Who holds sovereign debt and why it matters?” Xiang Fang (University of Hong Kong), Bryan Hardy (Bank of International Settlements) and Karen Lewis (University of Pennsylvania) Discussant: Eric Leeper (University of Virginia)

CARF は 2020 年、2022 年と隔年で IMF とコンファレンスを、主にグローバル化の現状を把握し、将来像を描くことを目的として、共催してきた。2024 年の共同コンファレンスでは、早稲田大学も共催に加えた。このコンファレンスでは、コロナ禍への対応や、国際的なエネルギー価格、食料価格の高騰を背景に高まった各国の国家債務問題について、特に取り上げた。各国が取り組むべき財政課題とその方法、困難に陥っている発展途上国に対する債務削減の国際的な協調などについて、調査研究結果を発表し、議論を深めた。

	“Convenience yields and financial repression” Jonathan Payne (Princeton University) and Bálint Szőke (Board of Governors of the Federal Reserve System) Discussant: Francesco Bianchi (Johns Hopkins University)
10:40 am – 11:10 am	Coffee break
11:10 am – 12:30 pm	Session 2: Optimal Fiscal Policy
Moderator:	Keiichiro Kobayashi (Keio University) “Can deficits finance themselves?” George-Marios Angeletos (Northwestern University), Chen Lian (University of California Berkeley) and Christian K. Wolf (MIT) Discussant: Huixin Bi (Federal Reserve Bank of Kansas City) “Robust bounds on optimal tax progressivity” Anmol Bhandari (University of Minnesota), Jaroslav Borovička (New York University) and Yuki Yao (University of Kent) Discussant: Tomoyuki Nakajima (University of Tokyo)
12:30 pm – 2:00 pm	Lunch
2:00 pm – 3:20 pm	Session 3: Pricing Sovereign Debt
Moderator:	Kenichi Ueda (University of Tokyo) “Sovereign debt, default risk, and the liquidity of government bonds” Gaston Chaumont (University of Rochester) Discussant: Francisco Roch (IMF) “The puzzling behavior of spreads during Covid” Stelios Fourakis (Johns Hopkins University) and Loukas Karabarbounis (University of Minnesota and Federal Reserve Bank of Minneapolis) Discussant: Taisuke Nakata (University of Tokyo)
3:20 pm – 3:50 pm	Coffee break
3:50 pm – 5:00 pm	Session 4: Policy Panel

Saturday, June 8

9:10 am – 10:30 am	Session 5: Sovereign Debt and Interest Rate Shocks
Moderator:	Kosuke Aoki (University of Tokyo) <i>“Default and interest rate shocks: renegotiation matters”</i> Victor Almeida (Carleton College), Carlos Esquivel (Rutgers University), Timothy J. Kehoe (University of Minnesota) and Juan Pablo Nicolini (Federal Reserve Bank of Minneapolis and Universidad Torcuato Di Tella) Discussant: Jing Zhang (Federal Reserve Bank of Chicago) <i>“Interest rate shocks and the composition of sovereign debt”</i> Eugenia Gonzalez-Aguado (Toulouse School of Economics) Discussant: Kozo Ueda (Waseda University)
10:30 am – 11:00 am	Coffee break
11:00 am – 12:20 pm	Session 6: Fiscal Policy in Japan
Moderator:	Sagiri Kitao (GRIPS) <i>“Comparison of Various Fiscal Policies in the Face of Different Demographic Stages”</i> Naoyuki Yoshino (Keio University), Keigo Kameda (Kwansei Gakuin University), Hiroaki Miyamoto (Ministry of Finance, Hitotsubashi University) and Zhenkun Lu (Kwansei Gakuin University) Discussant: Jacopo Cimadomo (European Central Bank) <i>“What about Japan?”</i> Yi-Li Chen (Federal Reserve Bank of St. Louis), Harold L. Cole (University of Pennsylvania), and Hanno Lustig (Stanford University) Discussant: Makoto Saito (Nagoya University)
12:20 pm – 12:30 pm	Concluding remarks: Kenichi Ueda (Director, CARF, University of Tokyo, and Representative Director, TCER)
12:45 pm – 5:00 pm	Lunch/Social program
Conference organizers: <i>Era Dabla-Norris, Carlos Goncalves, Alexandra Solovyeva, and Kenichi Ueda (CARF, University of Tokyo).</i>	



Policy Panel	
Friday, June 7	
3:50 pm – 5:00 pm	Session 4: Policy Panel
Moderator:	Vitor Gaspar (Director, Fiscal Affairs Department, IMF)
Panelists:	Junko Koeda (Waseda University) Fernanda Nechio (Federal Reserve Bank of San Francisco) Luiz Awazu Pereira (University of Tokyo; former Bank for International Settlements) Tomoko Hayashi (Director-General of Economic Research Bureau, Cabinet Office; Chief Economist of Government)
3:50 pm – 4:30 pm	Panel discussion
4:30 pm – 4:45 pm	Student Q&A session
4:45 pm – 5:00 pm	Floor Q&A session
6:30 pm – 8:30 pm	Dinner (invitation only: Tokyo Dome Hotel, <i>Tankuma</i>)



The 5th TWID International Finance Conference

イベント概要

- 開催日** 2024年8月6日（火） 13:00–18:40,
8月7日（水） 9:00–12:30
- 開催場所** 東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）第3セミナー室
（オンラインとのハイブリッド開催）
- プログラム** https://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/wp/wp-content/uploads/2024/08/TWID_5th_Program_August_6_7_2024-1.pdf

プリンストン大学の清滝教授（エディンバラ大学の Moore 教授、LSE の Zhang 講師との共著、“Funding Horizons, Interest Rates, and Growth”）による基調講演において、同教授は起業家の資金調達に際してそのデュレーションが短期のものとなりやすいとの見方を、モデルを用いて示した。一方、長期金利を無理に低下させることが、定常状態においては投資や経済成長が抑制され経済厚生も悪化することが同モデルにおいて示された。

COVID-19 パンデミックの際、政府による財政支援が各国で実施された。東京大学の植田教授（AMRO の Chenxu Fu 氏との共著、“Too Many to Fail in COVID-19 Crisis”）は、政府の介入の程度は各国の倒産制度に応じて異なるのではないかと、この見方を示した。特に債権回収率が高い国々においては救済を要請する中小企業が多く、政府が財政支援に積極的になりやすい（Too many to fail）という理論を中位投票者定理に基づいて構築した。

東京大学の新谷教授（パデュー大学の

Crucini 教授、大阪大学の敦賀教授との共著、“A Behavioral Explanation for the Puzzling Persistence of the Aggregate Real Exchange Rate”）は、Gabaix 教授による behavioral inattention の概念を応用し、企業が現在の状態を限定的にしか考慮しないモデルを構築した。このモデルでは behavioral inattention の導入により実質為替レートの変動が緩やかとなり、購買力平価からの乖離が持続する。

一方、世界金融危機以降、金融システムにストレスがかかる局面でドル高が進行しやすくなったことが指摘されている。ローザンヌ大学の Bacchetta 教授（ダラス連銀の Davis 氏、バージニア大学の Wincoop



本コンファレンスでは、特に世界金融危機や COVID-19 パンデミックの際に、各国政府・中央銀行や金融規制監督機関が実施した政策・規制が、危機の最中またはその後経済にどのような影響をもたらしたか、という観点から多くの研究が発表された。過剰な政策は経済に非効率性をもたらす可能性が指摘されたほか、金融機関に対する規制もその影響は多岐に渡ることが確認され、理論と実証の両面において興味深く、示唆に富む内容となった。

教授との共著、“Dollar Shortages, CIP Deviations, and the Safe Haven Role of the Dollar”）は、（1）カバー付き金利平価（CIP）からの乖離に対する裁定が限定的であり、（2）為替市場がオンショアとオフショアに区分され、（3）米ドルが基軸通貨である、との前提のもとで二国間の一般均衡モデルを構築し、これらの事実を示すことができるとした。

COVID-19 パンデミックに際して欧州各国政府が実施した信用保証に関して、銀行がどのように信用保証を割り当てるのか、CREI の Martin 氏（スペイン銀行の Mayordomo 氏、CREI の Vanasco 氏との共著、“Banks vs. Firms: Who Benefits from Credit Guarantees”）は理論と実証の両面から考察を行った。同氏は、銀行はより多くの補償を政府から受け取るため、リスクの高い企業に信用保証を割り当てるインセンティブを持ち、それは社会全体で効率性を損なうことを示した。

欧州中央銀行の Mendicino 氏（欧州中央銀行の Nikolov 氏、エモリー大学の Rubio-Ramirez 教授、CEMFI の Suarez 教授、コロンビア大学の Supera 講師との共著、“Twin Default Crises”）は、銀行とその融資対象の倒産が生じる理由として、借り手の信用リスクが十分に分散できてい

ないことを指摘した。同氏は DSGE モデルを構築し、借り手と銀行のデフォルトの間に強い正の相関を確認した。

セントルイス連銀の Sánchez 氏（トルクアト・ディ・テラ大学の Espino 教授、セントルイス連銀の Kozlowski 氏、セントルイス連銀の Martin 氏との共著、“Policy Rules and Large Crises in Emerging Markets”）は、政府・中央銀行が政策の実施に関してコミットメント能力を持たないとの設定でモデルを構築し、政府の政策実施能力に財政ルール、インフレターゲット等を通じて制限を設けることで、社会厚生の上昇が実現されるとの結果を得た。

また、スタンフォード大学の Krishnamurthy 教授（南カリフォルニア大学の Li 講師との共著、“Dissecting Mechanisms of Financial Crises: Intermediation and Sentiment”）は、金融危機前後のデータを説明する上で、従来の金融システムの脆弱性のみに着目した研究では、危機前によく見られる信用膨張をうまく説明できないことを指摘した。同教授は時間を通じて変化する信念（Bayesian belief process もしくは diagnostic process）を新たに考慮することで、モデルが金融危機前後の一連のデータによりうまく適合する可能性を示した。

Conference on “Oxford Handbook of Japanese Economy”

イベント概要

開催日 2024 年 7 月 29 日（水）／ 10 月 31 日（木）

開催場所 東京大学 経済学研究科学術交流棟（小島ホール）コンファレンスルーム／
東京大学 伊藤国際学術研究センター

7 月 29 日（第 1 回）および 10 月 31 日（第 2 回）に開催した「Oxford Handbook of Japanese Economy」コンファレンスは、日本経済研究の最先端を総覧するハンドブック刊行に向けた中間報告の場として企画された。会議には全 35 章の著者・共著者約 50 名が参加し、各章草稿の内容報告と討議を実施した。日本経済の長期パフォーマンス、産業とイノベーション、労働市場と人口構成の変化、マクロ経済政策、金融市場、国際経済、21 世紀経済への移行の 7 部構成を俯瞰することで、本書が日本経済研究の最新知見を集積し、理論と実務を架橋する総合的リファレンスとなることを確認した。

議論では、高齢化下での財政持続性、長

期停滞、物価、産業ダイナミズム、競争政策の役割、労働市場、エネルギー安全保障、サプライチェーンなど、直近の政策課題が横断的に検討された。各章執筆者はデータ更新や計量手法のブラッシュアップ、国際比較の充実や、各章との関連の明確化など具体的な改善要請を受け、次稿までの作業計画を共有した。

完成版ハンドブックは、金融実務家や政策担当者はもとより、経済学・経営学・社会学等の研究者、大学院・学部学生にも広く利用される基礎資料となる見込みである。今回の会議は、総勢による相互評価を通じて章間の整合性を高め、日本経済研究の国際的プレゼンスを一段と強固にする貴重な一歩となった。

“Oxford Handbook of Japanese Economy”（伊藤隆敏、Jenny Corbett、John Tang 編）会議を 7 月 29 日と 10 月 31 日に開催した。“Oxford Handbook of Japanese Economy”は金融市場、財市場、労働市場など、日本経済のすべての側面について、各専門家が最新の動向や課題に関する章を執筆するものである。本コンファレンスでは各執筆者が各章について成果を報告し、刊行に向けてのフィードバックを受けた。最終刊行物である Handbook は、金融分野の実務家と研究者のみならず、広い分野の研究者、実務家、学生に貴重な文献となることを目指している。



JSME 日本金融学会2024年度秋季大会

イベント概要

- 開催日** 2024年10月12日（土）・2024年10月13日（日）
- 開催場所** 沖縄コンベンションセンター
- 主催** 日本金融学会
- 共催** 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（CARF）
東京大学経済学研究科「リカレント教育」プロジェクト

プログラム・議事要旨

<https://www.jsmeweb.org/ja/annual/prog24a/program/index.html>

日本金融学会は、1943年6月に創立された、金融経済研究に関連する日本最古の学会である。東京大学金融教育研究センター（CARF）は、2024年10月12日～13日に沖縄コンベンションセンターで開催された2024年度日本金融学会秋季大会のサポートを行った。今回の秋季大会では、学会員による学術論文の報告に加えて、3つの特別セッションが開催され、狭い意味での研究者だけでなく、実務家や政策当局者の方々と交えて、日本の金融市場が抱えている諸問題について活発な議論が展開された。以下では、CARFが特に運営にかかわった2つの特別セッションの概要を、順を追ってご紹介する。

まず、10月12日昼には、金融経済教育推進機構（J-FLEC）の安藤聡理事長による特別セッション「日本における金融経済教育の課題とJ-FLECの果たす役割」が開催された。今日、国民一人ひとりが、より自

立的で安心かつ豊かな生活を実現するためには、個々人の金融リテラシー（お金に関する知識・判断力）を向上させ、それぞれのライフプランに応じて、適切に金融サービスを活用できるようになることが重要である。J-FLECは、こうした課題を踏まえ、国全体として、中立的な立場から金融経済教育を推進するため、2024年4月に設立された組織である。特別セッションでは、はじめに安藤理事長から、このJ-FLECの取り組みに関するご紹介があり、それを踏まえて参加者と活発な議論が展開された。

次に、10月13日午後には、琉球銀行代表取締役会長の川上康氏による特別講演「琉球銀行の取り組みと地域金融の在り方」と、それを踏まえたパネルディスカッション「沖縄を含めた地域金融の在り方」が開催された。川上氏の講演では、沖縄経済の現状を踏まえたうえで、琉球銀行が近年どのような業務を推進してきたのか、琉球銀

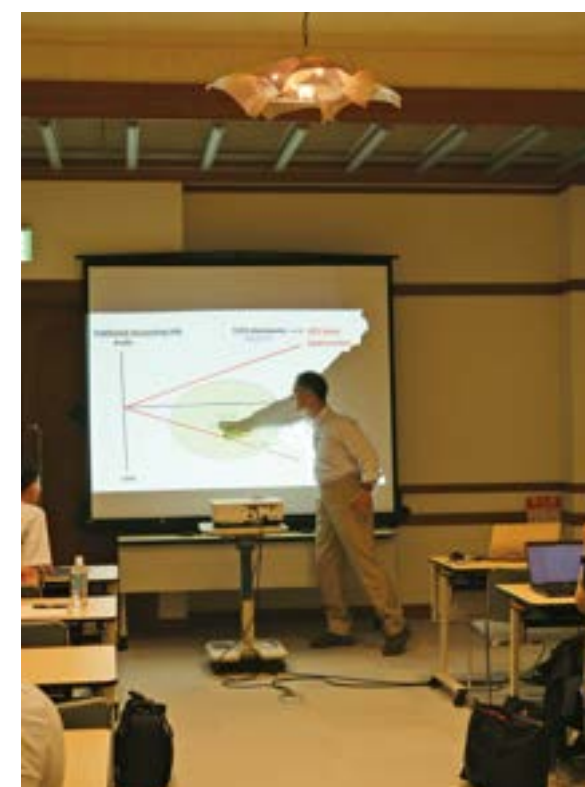
CARFは、2024年度日本金融学会秋季大会のサポートを行った。秋季大会では、学会員による論文報告に加えて、3つの特別セッションが開催され、活発な議論が展開された。

行の財務パフォーマンスはどのように推移しているのか、そしてホットイシューでもある金利ある世界への対応や気候変動問題への取り組みなどを含めて、琉球銀行の近年の取り組みが紹介された。また、パネルディスカッションでは、川上氏に加えて、小倉義明氏（早稲田大学）、植杉威一郎氏（一橋大学）、家森信善氏（神戸大学）が、地域金融の多面的な課題や将来展望に関して議論を展開した。地方経済の疲弊に関する懸念が高まる中、地域金融機関がいかにそれぞれの地域経済の持続的発展を主導あるいは下支えしていけるのかは、現下の日本の最重要課題の一つである。パネルディ

スカッションでは、地域金融機関が沖縄県を含めた地域の発展や多面的な課題克服に、どのような役割を果たしていくことができるのかに焦点を当て、活発な議論が展開された。



琉球銀行代表取締役会長の川上康氏による特別講演



2024年度 若手研究者の金融セミナー (金融ジュニア・ワークショップ)

イベント概要

開催日 2024 年 10 月 14 日 (月) 9:15-10:45
開催場所 沖縄コンベンションセンター 会議場 B2
主催 日本金融学会
共催 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 (CARF)
プログラム委員 大野 早苗 (武蔵大学)、福田 慎一 (東京大学)

東京大学金融教育研究センター (CARF) は、「金融ジュニア・ワークショップ」を、2024 年 10 月 14 日 (月) 午前に 2024 年度日本金融学会秋季大会の拡大セッションとして開催した。日本金融学会との共催による本ワークショップは、2020 年度および 2022 年度に引き続いて 3 回目の開催となる。本ワークショップは、大学院生および若手教員・研究員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考えられる。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、特に日本国内で相対的に層が薄いと考えられる「金融」分野の研究者を育

成することを目的とする。

報告論文は、金融政策、金融市場（銀行行動を含む）、国際金融など、「金融」に関連した論文を主たるターゲットとして、幅広く公募を行った。その結果、今回は計 10 名の応募があり、そのなかから、プログラム委員による厳正な審査の結果、3 点の論文を選出した。ワークショップのプログラムは、以下のとおりである。なお、ワークショップの報告者には、10 月 12 日 - 13 日に開催された 2024 年度日本金融学会秋季大会や、金融ジュニア・ワークショップに引き続いて開催された韓国金融学会との交流セッションにも参加してもらい、活発な議論を展開してもらった。



CARF は、日本金融学会と共催で、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「金融ジュニア・ワークショップ」を、2024 年度日本金融学会秋季大会の拡大セッションとして開催した。

プログラム

座長 植田 健一 (東京大学)

第 1 報告

The effects of misperceived managerial skill: Evidence from Chinese mutual funds

報告者 蔡 越 (学習院大学)
討論者 大森 孝造 (大阪経済大学)

第 2 報告

“Zero-Zero” Loan Policy and Moral Hazard

報告者 佐藤 丞 (東京大学)
討論者 長田 健 (埼玉大学)

第 3 報告

Impact of Bank Mergers on Zombie Firms: Evidence from Japan

報告者 Nguyen Thuy Linh (東京大学)
討論者 細野 薫 (学習院大学)



ワークショップが開催された沖縄コンベンションセンター



第26回マクロ・コンファレンス

イベント概要

開催日 2024年11月16日（土）、17日（日）

開催場所 慶應義塾大学 東館 G-Lab

主催 TCER（東京経済研究センター）
大阪大学社会経済研究所（科研費基盤 A「不完全情報の行動マクロ経済学」）
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（CARF）
一橋大学経済研究所経済社会リスク研究機構
慶應義塾大学経済学部附属経済研究所

プログラム・議事要旨 <https://ies.keio.ac.jp/events/24473/>

座長：藤原 一平（慶應義塾大学）

“Interest Rate Differentials, Exchange Rates, and Equity Prices”

発表者：安部 展弘（日本銀行）／討論者：松本 英彦（慶應義塾大学）

本論文では為替レートと株価の関係を再検討し、(1) 為替レートの変動は株価より低い、(2) G7 諸国の株価は正の相関がある、(3) 低金利国では為替レートが下落が株価上昇を引き起こし、高金利国では株価を下落させる傾向があるということを示している。金融市場のリスク選好ショック及び市場分断仮説を組み込んだ2国 DSGE モデルを構築し、リスク選好ショックと金融政策ショックが低金利・高金利国に与える影響の分析を行った。討論及びフロアディスカッションでは、本研究での重要な発見の一つである (3) についてのより頑健な

結果のための分散分析やパネルデータを用いた検証が必要という意見が寄せられたほか、モデルで用いられたショックに対する設定の妥当性について議論等が行われた。



11月16日（土）・17日（日）に、第26回マクロ・コンファレンスが慶應義塾大学にて開催され、50名を超える参加者がマクロ経済学に関する最先端の研究について活発に議論を交わした。会議では8本の論文が報告され、それぞれの論文に対して指定討論者による議論が行われた。以下に発表された論文のうち、3本の要旨を掲載する。

“Expectation-Driven Bubbly Episodes and Macroeconomic Fluctuations”

発表者：陣内 了（一橋大学）／討論者：堀 健夫（東京科学大学）

本論文ではニュースが、資産価格バブルと経済ブームを引き起こすマクロ経済モデルを提示している。バブルは、ポジティブなニュースが十分に強力な場合にのみ出現し、大きなマクロ経済の変動をもたらす。また、予想されたニュースが実現しない場合はバブルが崩壊し、エージェントが期待を現実に対応させるために経済の低迷が発生することが示された。討論ではバブルの

発生メカニズムに関するモデルの詳細な解説とモデルの均衡に対するコメントがなされた。フロアディスカッションでは、日本のバブル期に起きた事実との照合を行いながら、バブルの持続性とニュースショックの関係に関する質問、そしてバブルが与える経済への正／負の影響に関する議論等が交わされた。

座長：渡辺 努（東京大学）

“From Perception to Expectation: The Role of GenAI: Job Replacement in Shaping Economic Outlooks and Behavioral Views,” (with Joon Suk Park, Yuya Takada, and Koji Takahashi)

発表者：青木 雄介（Indeed）／討論者：上野 有子（一橋大学）

生成 AI による労働の代替に対する人々の期待が、マクロ経済の見通しおよび個人の行動に与える因果効果を分析し、米国と日本において、オンライン調査とランダム化実験を組み合わせ実施し三つの主要な

発見を報告している。第一に、日本では生成 AI による労働の代替の高まりの期待がインフレの期待の上昇につながる一方で、アメリカでは有意な効果を持たない。第二に、米国では生成 AI による労働の代替の

高まりに関する期待が、労働需要の弱まりに対する見通しを強めている。特に高学歴の回答者においては短期的に、創造的な職業に従事する者においては長期的にその傾向が見られる。最後に、代替の高まりは、日本において職場での生成AI使用の動機を高める一方、米国では生成AIに関する学習お

よび使用の動機を抑制している。討論では回答誤差によるバイアスに関する情報介入の設計の方法や、期待と行動変容の関係等にコメントがなされた。フロアディスカッションでは日本とアメリカの結果の違いに関する議論や、深層学習等の以前のAIブームとの違いについての議論が行われた。

11月16日（土）

◆開会の辞 12:55～

塩路 悦郎（中央大学）

◆第1セッション 13:00～15:20

座長：藤原 一平（慶應義塾大学）

13:00～14:10

発表者：安部 展弘（日本銀行）

“Interest Rate Differentials, Exchange Rates, and Equity Prices,”

討論者：松本 英彦（慶應義塾大学）

14:10～15:20

発表者：陣内 了（一橋大学）

“Expectation-Driven Bubbly Episodes and Macroeconomic Fluctuations,”

討論者：堀 健夫（東京科学大学）

◆コーヒーブレイク 15:20～15:40

◆第2セッション 15:40～18:00

座長：塩路 悦郎（中央大学）

15:40～16:50

発表者：小林 慶一郎（慶應義塾大学）

“Asset Price Booms and Macroeconomic Debt Overhang,”

討論者：中嶋 智之（東京大学）

16:50～18:00

発表者：Daniel Barczyk（マクギル大学）英語による報告

“Preference Heterogeneity versus Economic Incentives: What Determines the Choice to Give Care?”

討論者：加藤 明久（大阪大学）

◆ディナーとディスカッション 18:15～

第1日目の総括

11月17日（日）

◆第3セッション 9:30～11:50

座長：敦賀 貴之（大阪大学）

9:30～10:40

発表者：上田 晃三（早稲田大学）

「わが国の非伝統的金融政策の効果：サーベイ」

討論者：新谷 元嗣（東京大学）

10:40～11:50

発表者：高橋 悠太（一橋大学）

“Does Unconventional Fiscal Policy Work at the Zero Bound? Evidence from Japanese Value-Added Tax Hikes,”

討論者：脇 雄一郎（青山学院大学）

◆昼食とディスカッション 11:50～13:20

◆第4セッション 13:20～14:30

座長：渡辺 努（東京大学）

発表者：青木 雄介（Indeed）

“From Perception to Expectation: The Role of GenAI: Job Replacement in Shaping Economic Outlooks and Behavioral Views”

討論者：上野 有子（一橋大学）

◆コーヒーブレイク 14:30～14:50

◆第5セッション 14:50～16:00

座長：植杉 威一郎（一橋大学）

発表者：猪熊 宏士（日本銀行）

“Innovation Choice, Product Life Cycles, and Optimal Trend Inflation,”

討論者：寺西 勇生（慶應義塾大学）

◆閉会の辞 16:00～

櫻川 昌哉（慶應義塾大学）



SWET: Summer Workshop on Economic Theory 2024 ー マクロ経済学・金融セッション

イベント概要

開催日 2024 年 8 月 10 日 (土)
開催場所 北海道大学
プログラム <https://sites.google.com/view/swetotaruhokudai/>

SWET2024 のマクロ経済学・金融セッションが8月10日、札幌の北海道大学で開催された。合計10本の発表がなされた。各発表者のテーマは、(1) ギャンブラーは勝ちにどのように反応するか銀行口座データを用いた検証、(2) 日本企業のゼロインフレ規範について、(3) 不確実性下のデフレ均衡、(4) 新型コロナウイルス感染症とその労働供給への影響：日本における大規模調査分析 (5) 長期金利のマクロ経済状況に対する期待感応度、(6) 金融政策コミュニケーションと社会的アイデンティティ：ランダム化対照試験による検証、(7) 高齢化社会における財政政策の要請、(8) 日本のインフレに対して国民はどのようにツイートするか、(9) 日本における財政インフレ：財源のない財政ショックの役割、(10) 日銀のバランスシート政策の逆転と流動性依存と、インフレや金融政策に着目した研究が比較的多く見られた。各発表において発表中に多数の質問・コメントがなされ、活発な議論が展開された。

Deflationary Equilibrium under Uncertainty (with Philip Coyle, Naoki Maezono and Sebastian Schmidt)

発表者：仲田 泰祐 (東京大学)

ニューケインジアンモデルに関する研究の多くで、トレンドインフレ率は外生的に2%とされてきたものの、現実経済におけるトレンドインフレ率はこの値と乖離している。本研究では、トレンドインフレ率を内生的に理解することを目指し、金利の下限制約付きニューケインジアンモデルの「デフレ均衡」の理論分析を行った。自然利子率

へのショックが3つの状態を取りうるモデルを考え、不確実性を考慮したRSS (Risky Steady State) と不確実性を考慮しないDSS (Deterministic Steady State) を比較した。デフレ均衡においては、自然利子率へのショックが十分大きい時、RSSの方がDSSよりもインフレ率が大きいことを発見した。また、2010年代の日本経済が、この

モデルのデフレ均衡のRSSによって整合的に説明されることを実証した。フロアでは

リスク修正フィッシャー方程式や政策的示唆についてなど充実した議論となった。

On the Zero-Inflation Norm of Japanese Firms (with Kakuho Furukawa, Yoshihiko Hogen and Nao Sudo)

発表者：大高 一樹 (日本銀行)

日銀が2%のインフレターゲットを達成する際に、日本企業のゼロインフレ規範の障壁は大きい。本研究では、ゼロインフレ規範が特に顕著なサービス業に注目し、1990年から2023年の総務省の小売物価統計を用いてゼロインフレ規範の原因を分析した。Nakamura and Steinsson (2008) のメニューコストモデルを拡張した外生的部分均衡モデルを用い、価格改定に伴うコスト (メニューコスト) が変化したのか、価格弾力性の曲率が変化したのかを検証した。結果、Alvarez et al. (2019) とは対照的に、日本のゼロインフレ規範は主に、価

格下落幅の増加ではなく価格改定頻度の減少によって説明されることが分かった。ゼロインフレ規範の約半分はインフレ傾向の低下で説明でき、残りの半分は、価格改定に伴うメニューコストの上昇と弾力性の変化によるものだった。フロアからは、モデルの異質性の源泉が生産性のみであり、メニューコストには異質性がないことについての指摘、日本のコストプッシュインフレを説明する際のモデルの妥当性、内生的な一般均衡モデルを立てることへの可能性など、モデルについての活発な議論がなされた。



Fiscal Inflation in Japan: The Role of Unfunded Fiscal Shocks

発表者：砂川 武貴（一橋大学）

1990年代のバブル崩壊以降、日本では低インフレが続き、政府の財政赤字は積み上がっている。本研究では、Bianchi et al. (2023) の一般均衡モデルに基づき、日本のデータを用いて、財政要因がインフレにどの程度寄与しているのかを検証した。このモデルには、財源のある財政ショックと財源のない財政ショックの2種類のショックが存在し、政府と中央銀行は両ショックに対して異なる対応を取るとされる。具体的には、中央銀行は前者の場合はインフレターゲットを適用するが、後者に起因するインフレについては受容するとされる。統計的手法を用いて推定した結果、バブル期

を除くと、財源のない財政ショックがインフレ率を押し上げていたものの、主に政策以外の実体経済へのショックにより、実際のインフレ率は低水準にとどまっていた。最近のインフレの加速は、財政政策以外のショックの寄与も大きいことが分かった。よって、Bianchi et al. (2023) が検証したアメリカの場合と異なり、財源のない財政ショックの要因は日本においては小さいと言える。フロアからは、推定について、利子率がゼロとなった2000年代以降は全て財源がない財政ショックと仮定するなどの代替案も出され、活発な議論が行われた。

The Expected Sensitivity of the Long-term Yield to Macroeconomic Conditions

発表者：一上 響（慶應義塾大学）

中央銀行が短期金利の実効下限制約に直面する場合、長期金利政策が主たる金融政策の手段となる。Swanson and Williams (2014) では、フォワードガイダンスのためには、長期金利の水準ではなく、マクロ経済状況に対する長期金利の感応度が重要であると示された。本発表は、エコノミストの予測データを用いてインフレと経済余剰に対する長期金利の期待感応度を推定した。データは個人に紐づいており、インフレ、長期金利、経済成長率それぞれについ

ての月次予測である。期待感応度は時期による変動が大きかったが、これは長期金利の水準だけによるものではなかった。さらに、期待感応度は米国の金融政策ショックに対する円ドル為替レートの反応にも影響を与え、インフレに対する長期金利の期待感応度が大きいときにはこの影響はより小さくなった。フロアからは、エコノミストの予想のデータについて、外資系か否かなどの属性別の分析の提案など、活発な質疑がされた。

プログラム

9:15~10:05

How Do Gamblers React to Wins? Evidence from Bank Account Data

発表者：上田 晃三（早稲田大学）

10:05~10:55

On the Zero-Inflation Norm of Japanese Firms

発表者：大高 一樹（日本銀行）

11:05~11:45

Deflationary Equilibrium under Uncertainty

発表者：仲田 泰祐（東京大学）

11:45~12:25

COVID-19 Infection and Its Labor Supply Impact: Evidence from a Large-scale Survey in Japan

発表者：千葉 安佐子（東京財団政策研究所）

13:25~14:15

The Expected Sensitivity of the Long-term Yield to Macroeconomic Conditions

発表者：一上 響（慶應義塾大学）

14:15~14:55

Monetary Policy Communication and Social Identity: Evidence from a Randomized Control Trial

発表者：飯沼 卓也（横浜市立大学）

15:05~15:45

Demand for Fiscal Policy in an Aging Country

発表者：日野 将志（東京大学）

15:45~16:35

How Did People Tweet against Inflation in Japan?

発表者：関根 敏隆（一橋大学）

16:45~17:35

“Fiscal Inflation in Japan: The Role of Unfunded Fiscal Shocks”

発表者：砂川 武貴（一橋大学）

17:35~18:25

The Reversal of BoJ’s Balance Sheet Policy and Liquidity Dependence

発表者：鵜飼 博史（科学技術振興機構）

第5回東大デジタル・カレンシー／ファイナンス・ワークショップ “Innovations in Financial Services: Unlocking Opportunities and Navigating the Regulatory Landscape”

イベント概要

開催日	2024 年 11 月 11 日（月） 17：00－18：30
開催場所	東京大学経済学研究科 国際学術総合研究科棟 12 階「演習室 E」
主催	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（CARF） （ファイナンスプロジェクト）
講演者	Dr. Giorgio Valente Head of Hong Kong Institute for Monetary and Financial Research（HKIMR）

本セミナーでは植田健一教授司会のもと、2024 年に発表された調査報告書（“Decentralized Finance: Current Landscape and Regulatory Developments”、“The Metaverse: Opportunities and Challenges for the Financial Services Industry”）をベースに、香港金融管理局のシンクタンクである Hong Kong Institute for Monetary and Financial Research（HKIMR）の Valente 氏より分散型金融の現状と将来性に関する説明がなされた。

冒頭では、従来型の GAFA を中心とした Web2.0（Read-Write）、ユーザー自身がデータを管理する Web3.0（Read-Write-Own）等の概念が紹介され、そこでは Decentralized Finance（DeFi）や Digital Ledger Technology（DLT）を基幹とする

ブロックチェーン技術がインフラとして活用される可能性が指摘された。DeFi では分散型取引所である Decentralized Exchange（DEX）において暗号資産が取引され、スマートコントラクト活用により取引の自動成約による取引時間の短縮や十分な流動性の確保が期待されている。また DeFi の活用による、更なるイノベーション創出の可能性についても言及された。他方、DeFi では Decentralized Autonomous Organization（DAO）における意思決定権が実は特定の参加者に偏っているケースが散見されるとして、ガバナンスの観点からは改善の余地が見られるとしたほか、DeFi の定義が統一されていないこと、活動がボーダレスであること等により法規制の整備が困難である点、利用者の保護が不

FTX 破綻等を契機とした ‘Crypto Winter’ を乗り越え、2023 年以降 Decentralized Finance（DeFi）や暗号資産、及びその基盤となるブロックチェーン技術への関心が再び高まっている。本ワークショップでは Hong Kong Institute for Monetary and Financial Research（HKIMR）の Valente 氏を迎え、監督機関の立場から見た DeFi の利点と課題、及び DeFi がインフラを担うメタバースにおける金融ビジネスの将来について解説していただいた。また、香港の金融機関を対象として実施されたアンケート調査の結果からは、暗号資産等のデジタル・アセット（DA）が将来的に金融機関のコアビジネスの一部となる可能性も示唆された。

十分である点が課題として挙げられた。

また DeFi、Extended Reality（XR）や Web3.0 の活用が期待される分野としてメタバースが挙げられる。Valente 氏は、イマーシブ体験によるブランド価値の向上、新しいサービスの提供、顧客基盤の拡大や優秀な人材のリクルート等、メタバースの利用は金融機関にとって多くの利点がある一方、更なる普及のためにはインフラの拡充が必要との見方を示した。一例として、メタバースを快適に利用するための通信速度実現のために、エッジコンピューティングやフォグコンピューティング、量子コンピューティング等の手法の活用が期待される。また DeFi 同様、メタバースに関しても統一された定義が存在せず、法整備が困難である現状を紹介した上で、いかなる企業であれ活動内容とリスクに応じて規制が科されるべき（same activity, same risk, same regulation）との見方を示した。

HKIMR が実施した、香港の金融機関を

対象として実施されたアンケート調査からは、DeFi について半数の企業が既に何らかの形で Digital Asset（DA）を取り扱っているとの現状が明らかとなった。また従来型金融機関においても、その多くは今後 3 年を目処に DA をコアビジネスに組み込むとの回答が得られたと Valente 氏は説明した。他方、アンケート調査からは、メタバースに関しては DA と比較して限定的な活用に止まっている可能性が示された。背景としては、メタバース関連技術に精通する人材の金融機関におけるキャリアパスが不透明である等の理由により、リクルートがスムーズに進まない等の事情が挙げられる。

最後に Valente 氏は DeFi やメタバース普及のため、規制の枠組みは（1）明確であり、（2）技術革新を促し、（3）優れた人材の育成に寄与し、（4）先端技術の習得を推奨し、（5）管轄にとられないものであるべき、として講演を締め括った。

会計ディスクロージャーの動機と 経済的帰結に関する包括的研究

イベント概要

- 開催日**
- ① 2024 年 11 月 22 日（金）14：00－17：00
「テクノロジーの進展と監査」に関するシンポジウム
 - ② 2025 年 2 月 7 日（金）14：00－17：00
「ESG と企業価値」に関するシンポジウム
- 開催場所**
- 東京大学本郷キャンパス
大和ハウス石橋信夫記念ホール（情報学環・ダイワユビキタス学術
研究館 3 階）
- プログラム**
- ① <https://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/events/accounting-1122/>
 - ② <https://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/events/accounting-0207/>

2024 年 11 月 22 日と 2025 年 2 月 7 日の 2 回にわたり、日本公認会計士協会の後援の下「会計ディスクロージャーの動機と経済的帰結に関する包括的研究」のシンポジウムを開催した。初回には「テクノロジーの進展と監査」と題して、近年の機械学習や生成 AI といったテクノロジーの進展が会計・監査研究や実務に及ぼす影響について、第二回には「ESG と企業価値」と題して、近年注目が高まっている ESG やサステナビリティに対する最新知見について、アカデミアや規制当局、監査法人、アセットオーナーといった多様な顔ぶれを迎えて報告とディスカッションを行った。当日は、監査法人や金融機関、公的機関の実務家や研究者を中心にそれぞれ 57 名と 68 名が参加し、個別報告後には質疑応答セッションを通じた活発な意見交換が行われた。

①テクノロジーの進展と監査（2024 年 11 月 22 日）

個別の報告に先立ち、初めに、植田健一氏（東京大学・金融教育研究センター長）及び小林尚明氏（日本公認会計士協会・常務理事）より、開会の挨拶を頂いた。

最初に、アカデミアからは、会計・監査領域におけるテクノロジー活用の最新学術研究が紹介された。首藤昭信氏（東京大学）からは「テクノロジーの進展と会計・監査実務」と題して、不正会計予測への機械学習の適用、生成 AI と会計・監査、単なる AI 利用を超える研究といった観点から、最新の学術研究が紹介された。高田知実氏（神戸大学）からは「テクノロジーの進展と監査実施における論点」と題して、監査業務におけるテクノロジーの活用やテクノロジーの信頼性評価、監査領域におけるテク

ノロジー人材の育成といった観点から最新の学術研究が紹介された。

続いて、井上俊剛氏（金融庁）より、当局のテクノロジーに関する取り組み状況が紹介された。報告では、庁内の実験的な試みである「金融庁政策オープンラボ」や、民間企業に対する AI 活用支援の取り組み等が紹介された。

最後の 4 報告では、宇宿哲平氏（有限責任あずさ監査法人）、市原直通氏（EY 新日本有限責任監査法人）、町野浩司氏（有限責任監査法人トーマツ）、及び伊藤公一氏（PwC Japan 有限責任監査法人）より、各監査法人におけるテクノロジー関連の取り組み状況が紹介された。各法人からは、法人内の AI 活用体制の整備状況、AI を活用

した監査品質の向上、近年急速に関心が高まっている生成 AI の具体的な活用事例等について、詳細な取り組みや案件事例の紹介等が行われた。



② ESG と企業価値（2025 年 2 月 7 日）

個別の報告に先立ち、米山正樹氏（東京大学・金融教育研究センター・副センター長）及び結城秀彦氏（日本公認会計士協会・常務理事）より開会の挨拶を頂いた。

最初に、アカデミアより、ESG 分野の最新学術研究の紹介が行われた。首藤昭信氏（東京大学）からは「ESG は本当に企業価値を向上させるのか？」と題して、ESG 活

動が企業パフォーマンスに与える影響や、その関係の特徴付ける要因について、実証的証拠の蓄積状況が紹介された。高田知実氏（神戸大学）からは「サステナビリティ情報の保証：決定要因と帰結」と題して、国や業種、企業レベルにおけるサステナビリティ保証の決定要因、並びにサステナビリティ保証と資本市場や会計不正・誤謬等の帰結に関する研究結果が紹介された。

続いて、犬塚誠也氏（金融庁）より「サステナビリティ情報の開示と保証に関する現状と今後の展望」と題して、当局の取り組み状況が紹介された。報告では、サステナビリティ保証の範囲や水準、保証業務の担い手、保証業務に関する各種基準、保証業務実施者への検査・監督のあり方、自主規制機関の役割といった、サステナビリ



ティ保証に係る包括的な取り組み状況が紹介された。

最後に、最新実務の取り組みとして、監査法人及びアセットオーナーから報告が行われた。廣島梨香氏（EY Japan）からは「企業価値向上のためのインパクト投資・評価－EYのインパクトの取組みを中心に－」と題して、インパクト投資の概要、足元の運用残高、インパクト投資の評価ポイント、法人内の取り組み状況等が紹介された。塩村賢史氏（GPIF）からは「GPIFのESG投資と情報開示」と題して、法人内でのESG投資の位置付けやESG資産に対する投資状況、アセットオーナーとしてのスチュワードシップ活動を通じたESG活動、及び過年度のスチュワードシップ活動の効果検証等が紹介された。



2024 年 11 月 22 日（金）

「テクノロジーの進展と監査」に関するシンポジウム

開会の挨拶

14：00－14：05
植田 健一（東京大学・金融教育研究センター長）

後援挨拶

14：05－14：10
小林 尚明（日本公認会計士協会・常務理事）

最新学術研究の紹介

14：10－14：25
「テクノロジーの進展と会計・監査実務」
首藤 昭信（東京大学）

14：25－14：40
「テクノロジーの進展と監査実施における論点」
高田 知実（神戸大学）

規制当局の取り組み

14：40－14：55
「金融庁での取り組み」
井上 俊剛（金融庁 証券取引等監視委員会）

14：55－15：10
休憩

最新実務の取り組み

15：10－15：25
「あずさ監査法人の取り組み」
宇宿 哲平（有限責任 あずさ監査法人）

15：25－15：40
「EY 新日本監査法人の取り組み」
市原 直通（EY 新日本有限責任監査法人）

15：40－15：55
「監査法人トーマツの取り組み」
町野 浩司（有限責任監査法人トーマツ）

15：55－16：10
「PwC Japan 監査法人の取り組み」
伊藤 公一（PwC Japan 有限責任監査法人）

16：10－16：25
休憩

質疑応答

16：25－16：55
モデレーター：首藤昭信（東京大学）

宇宿 哲平（有限責任 あずさ監査法人）
市原 直通（EY 新日本有限責任監査法人）
町野 浩司（有限責任監査法人トーマツ）
伊藤 公一（PwC Japan 有限責任監査法人）

閉会の挨拶

16：55－17：00
高田知実（神戸大学）

2025 年 2 月 7 日（金）

「ESG と企業価値」に関するシンポジウム

開会の挨拶

14：00－14：05
米山 正樹（東京大学・金融教育研究センター・副センター長）

14：05－14：10
結城 秀彦（日本公認会計士協会・常務理事）

最新学術研究の紹介

14：10－14：30
「ESG は本当に企業価値を向上させるのか？」
首藤 昭信（東京大学大学院経済学研究科）

14：30－14：50
「サステナビリティ情報の保証：決定要因と帰結」
高田 知実（神戸大学大学院経営学研究科）

14：50－15：05
休憩

規制当局の取り組み

15：05－15：25
「サステナビリティ情報の開示と保証に関する現状と今後の展望」
犬塚 誠也（金融庁企画市場局企業開示課）

最新実務の取り組み

15：25－15：45
「企業価値向上のためのインパクト投資・評価－EYのインパクトの取組みを中心に－」
廣島 梨香（EY Japan Climate Change and Sustainability Services (CCaSS)）

15：45－16：05
「GPIF の ESG 投資と情報開示」
塩村 賢史（GPIF ESG・スチュワードシップ推進部）

16：05－16：20
休憩

質疑応答

16：20－17：00
モデレーター：首藤 昭信（東京大学大学院経済学研究科）

【IMF Information Session】 International Monetary Fund Seminar

イベント概要

開催日 2024 年 11 月 15 日（金） 15：00－16：45

開催場所 東京大学（本郷キャンパス）伊藤国際学術研究センター 3 階中教室

本イベントでは植田健一教授司会のもと、国際通貨基金（International Monetary Fund（IMF））のスタッフ 6 名により、活動内容及び採用情報について解説がなされた。冒頭では、吉田氏より、Balance of Payments（BOP）の正常化等を通じて金融・経済の安定を実現し、主にマクロ経済の視点から加盟国の繁栄を目指すとの IMF の主な活動目的が紹介された。続いて Nada Choueiri 氏により経済分析及び政策提言等の実際のプロセスが紹介された。IMF 協定第 4 条（Article IV）の規定に基づき、IMF は加盟国と毎年協議を行う。さらに、必要に応じて加盟国への最後の貸し手（Lender of Last Resort）機能を担う等、伝統的な財政・金融政策の観点からのサポートのほか、近年では気候変動やフィンテックをも視野に入れた業務がなされているとの解説があった。

Anne Oeking 氏による世界経済動向の紹介では、World Economic Outlookなどをベースに、足元の動向として世界的にインフレーションが各国中央銀行の目標値に収束しつつあるとしながらも、経済成長の観点からは、COVID-19 パンデミックからの回復の足取りが依然鈍いとの現状が示された。先行きに関しては、経済の潜在的押し下げ要因として、紛争や貿易摩擦に加えてタイトな金融政策が挙げられ、金融政策運営のスタンスは中立で維持すべきとした。

続いて馬場千佳子氏によりアジア太平洋地域の経済動向が紹介され、足元ではインフレーションの収束とともに、新興国を中心として堅調な経済成長が示されたほか、成長予想では同地域が世界経済成長に大きく寄与するとの見方が紹介された。一方、先行きのリスク要因として貿易摩擦の深刻

国際通貨基金（International Monetary Fund（IMF））の活動に関心を持つ東京大学の学部生・大学院生を対象としたイベントが 11 月 15 日に開催された。本イベントでは、前半に IMF における業務プロセスが紹介されたほか、IMF エコノミストにより最近の経済動向及び今後の見通しについて説明がなされた。後半ではキャリアの展望に関して解説していただいた。また、IMF エコノミストからは個人的な経験などについてもお話しいただいた。

化が挙げられたほか、パンデミック以降の政府債務残高の高止まりを徐々に正常化する必要性についても言及された。また同地域において、製造業からサービス業へのシフトが生産性の向上を促し、更なる経済成長の機会となるとの見方が示された。

イベントの後半では、人事部門の Catriona Purfield 氏と Paul Murray 氏から IMF におけるキャリアについて説明があった。また、大学院生と学部学生を対象としたインターンなどについても解説がなされた。なお、馬場氏は、東京大学経済学部（植田和男ゼミ）出身であり、その際に

IMF による本日のようなイベントに参加したことが、その後、ウィスコンシン大学で博士号を取り、IMF に就職するに至った重要なきっかけとなったと個人的経験を語っていただいた。



講演者

馬場 千佳子（Senior Economist, IMF）
Nada Choueiri（Deputy Director, IMF）
Paul Murray（Talent Attraction Chief, IMF）
Anne Oeking（Economist, IMF）
Catriona Purfield（Director of the Human Resources Department, IMF）
吉田 昭彦（Director of the Regional Office for Asia and the Pacific, IMF）

プログラム

Section 1 3:00 pm –3:50 pm

Introduction to IMF's work, with a focus on Asia and the Pacific Region

Section 2 3:55 pm –4:45 pm

IMF as your future workplace



【CFA Institute 2024 Career Talk Series】 Introduction to CFA Institute, CFA Program, Research Challenge and Career Talk

イベント概要

開催日 2024 年 5 月 31 日（金） 15：00－16：00

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

講演者 松田あきみ（Senior Vice President, PIMCO Japan Ltd）
Unnat Kohli（Director, CFA Institute）

松田あきみ氏（PIMCO Japan Ltd）と Unnat Kohli 氏（CFA Institute）の両名を迎えて、金融業界実務に関心を持つ学部生・大学院生向けに、アメリカ発祥で世界的に認められている CFA（Chartered Financial Analyst）の詳細についてご紹介いただいた。また、CFA 取得のための授業の取り方などのアドバイスをいただいた。さらに、取得後のキャリア展望についても解説がなされた。

Speaker

Akimi Matsuda, CFA
Senior Vice President/Credit Analyst
PIMCO Japan Ltd

Unnat Kohli, CFA
Director, Partnerships & Client Solutions
CFA Institute

CFA Program provides the strongest foundation in advanced investment, analysis, and real-world portfolio management skills for a career advantage that you will use at all stages of your career. The CFA charter is a globally recognized and respected credential held by more than 190,000 professionals across 160 markets.

For students interested in finance, you have a lot of exciting options ahead.

Attend this talk and discover how the CFA Program can help you stand out and excel in today's complex and evolving investment industry.

To register, visit <https://cfainst.jp/Japan2024> or scan the QR code

© 2024 CFA Institute. All rights reserved.



2024年度 ASIAN BUREAU OF FINANCE AND ECONOMIC RESEARCH (ABFER) Annual Meeting

イベント概要

開催日 2024 年 5 月 20 日（月）－5 月 23 日（木）

開催場所 Pan Pacific Singapore

主催 ASIAN BUREAU OF FINANCE AND ECONOMIC RESEARCH

共催 東京大学金融教育研究センター（CARF）他、アジアの主要大学等

プログラム・議事要旨

<https://www.abfer.org/events/annual-conference?2024>

ABFER (Asian Bureau of Finance and Economic Research)の Annual Meeting は、例年アジア太平洋地域の金融・経済の研究者が5月末にシンガポールで集い、最新の研究成果について議論する場である。2023 年から、CARF はこのコンファレンスを協賛している。2024 年は5月20－23日、シンガポールの Pan Pacific Hotel で開催された。

コンファレンスにおいては、参加者全てに対し、4つの基調講演と Master Class があった。さらに、以下の9つのセッションに分かれ、合計70本ほどの論文が、活発に討論された。

- (1) International Macroeconomics
Money and Banking
- (2) Corporate Finance
- (3) Investment Finance
- (4) Trade, Growth and Development
- (5) Accounting
- (6) Real Estate and Urban Economics
- (7) Household Finance
- (8) Sustainable and Green Finance
- (9) Labour Economics

令和6年度(2024年度) CARF研究成果報告会

開催日 2024年10月4日(金) 17時00分～18時30分

開催場所 東京大学経済学研究科 学術交流棟(本郷キャンパス)
小島ホール2階 コンファレンスルーム

プログラム **開会のあいさつ**
植田健一 センター長

研究報告

経営者保証と事業承継	星岳雄 教授
物価・賃金・金利の正常化——現状と課題	渡辺努 教授
バリアオプション価格の近似について	白谷健一郎 准教授

閉会の挨拶

米山正樹 副センター長

経済産業省の推計では中小企業・小規模事業者のうち、後継者が未定の経営者が約127万人にも上るとされ、これらの企業の廃業により約22兆円ものGDPが失われる可能性がある。東京大学大学院経済学研究科の星岳雄教授は、中小企業融資に伴う経営者保証が負担となり事業承継が進んでいない可能性を指摘した。また日本政策金融公庫中小企業部門のデータを用いた分析からは、経営者保証に依存しない融資を受けた企業では、その後に事業承継を行う可能性が高いとした。さ

らに、星教授は無保証融資と事業承継の因果関係を明確化する目的で、東京商工リサーチ社と共同でアンケート調査を実施、事業承継を行う予定のある企業が無保証融資で借りようとする動きと、無保証融資で借りた企業において事業承継が円滑化される動きの、双方の因果関係が確認されたと述べた。

90年代半ば以降、日本経済では物価が上がらず生活コストが抑えられた結果、賃金に上昇圧力がからず企業が価格を据え置く、という循環が継続してきた。東京大学大学院経済学研究科の渡辺努教授は、長らく日本が陥ってきたこのデフレサイクルに変化の兆しが見られると指摘した。渡辺教授は2022年以降、物価上昇への期待の高まりとともに、労働者の賃上げに対する要求が強まっているとの見方を示した。また、アンケート調査の結果からは、家計のインフレ予想が上昇傾向にあることが示唆された。この結果を踏まえ同教授は、毎年2%程度の物価上昇が継続する結果、生活コストの上昇と



もに毎年3%程度の賃上げが実現し、企業の価格転嫁が物価上昇に寄与する、という好循環が形成される可能性があるとした。

東京大学大学院経済学研究科の白谷健一郎准教授の報告では、バリア・オプション(満期までに原資産がバリア価格に到達すると価値が消失(発生する)オプション)価格の近似式の導出について解説がなされた。バリア・オプション価格の算出にパラメトリックなモデルを用いた場合、モデルが複雑になりやすいこと、バリア・オプションのようなパス依存型オプションではカリブレーションから生じる誤差の影響が大きくなりやすいこと、また数値計算が重く時間がかかること、などの点が懸念される。白谷准教授らの導出した、原資産が確率ボラティリティ・モデルに従うとの仮定に基づく近似式による算出方法では、上記の問題点が回避されるほか、Heston Modelにモンテカルロ法を適用することで得られる値に対し、正確な近似となっていることが示された。



第89回 CARF特別セミナー

Matthew D. Shapiro教授 講演会

“RESET: Re-Engineering Statistics using Economic Transactions”

開催日 2024年4月19日（金） 15:30–17:30

開催場所 東京大学本郷キャンパス 大和ハウス石橋信夫記念ホール
（情報学環・ダイワユビキタス学術研究館3階）

講演者 **Matthew D. Shapiro**
Professor of Economics, University of Michigan
Research Professor, Survey Research Center, University of Michigan

概要

シャピロ教授が現在取り組んでいる RESET プロジェクト（Re-Engineering Statistics using Economic Transactions）の構想は、政府統計の現在の手法を一から見直し、ビッグデータの利用を基本としたものに生まれ変わらせるという、壮大なものである。政府の統計作成部署だけでなく、ビッグデータを供給する企業や、新たな形式で提供される統計を利用する市場関係者などユーザーも、プロジェクトの視野に入っており、これからの経済データや統計を考える上で多くのヒントを与えてくれる講演となった。

当日の発表内容は以下の通りである。

“Using Machine Learning to Construct Hedonic Price Indices”

Michael J. Cafarella, Gabriel Ehrlich, Tian Gao, John Haltiwanger, Matthew D. Shapiro, Laura Yi Zhao

May 2023

This paper uses machine learning (ML) to estimate hedonic price indices at scale from item-level transaction and product characteristics. The procedure uses state-of-the-art approaches from hedonic econometrics and implements them with a neural network ML approach. Applying the methodology to Nielsen Retail Scanner data leads to a large hedonic adjustment

to the Tornqvist index for food product groups: Cumulative food inflation over the period from 2007 through 2015 is reduced by half—from 5.9% to 2.8%—owing to quality adjustment. These results suggest that quality improvement via product turnover is important even in product groups that are not normally considered to feature rapid technological progress. The approach in the paper thus demonstrates the feasibility and importance of implementing hedonic adjustment at scale.

“Quality Adjustment at Scale: Hedonic vs. Exact Demand-Based Price Indices”

Gabriel Ehrlich, John Haltiwanger, Ron Jarmin, David Johnson, Ed Olivares, Luke Pardue, Matthew D. Shapiro, Laura Yi Zhao

September 30, 2024

This paper explores methods for constructing price indices from item-level transactions data on prices, quantities, and product attributes. The paper evaluates approaches that are feasible at scale, i.e., across the wide range of products, disparate encoding of attributes, and rapid product turnover inherent in “big data” on economic transactions, while producing improved cost-of-living indices that reflect both substitution effects and quality change. The paper presents hedonic methods that estimate changing valuations of both observable and unobservable characteristics in the presence of product turnover. It also considers demand-based methods that account for product turnover and changing appeal of continuing products. The paper provides evidence of substantial quality-adjustment in prices for a wide range of goods, including food and high-tech consumer products. The paper also shows that hedonics can be implemented with wellencoded attributes using standard econometrics and with unstructured attribute data using machine learning.



第90回 CARF特別セミナー

ドイツ連邦銀行総裁 Dr. Joachim Nagel 講演会

“Geeconomic fragmentation: handling inflation pressures and volatility, increasing resilience”

開催日 2024年11月18日（月） 17:00-18:00

開催場所 東京大学本郷キャンパス 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

講演者 ドイツ連邦銀行総裁 Dr. Joachim Nagel

概要

ロシアによるウクライナ侵攻や主要国における自国優先主義へ向かう動きなど、従来の国際協調路線から対立及びフラグメント化へシフトする傾向が近年みられるが、このような国際情勢のもと、ドイツ連邦準備銀行（ブンデスバンク）のナーゲル総裁は、急激に高まる地経学的分断（Geeconomic Fragmentation）に、欧州はどのように対応していくのかをメインテーマに講演していただいた。

第二次世界大戦後、70年近くにわたり主要国が築きあげてきた国際的な経済秩序の潮目が近年大きく変わりつつある。本イベントではドイツ連邦準備銀行（ブンデスバンク）のNagel総裁を迎え、植田健一教授司会のもと、地経学的分断（Geeconomic Fragmentation）の進行がもたらす影響に対する考え方とその対応について講演していただいた。

冒頭、Nagel総裁は分断の進行が国境を越えた生産ネットワークであるグローバルバリューチェーン（GVC）の形成を阻害し生産性の低下をもたらすことで、インフレの進行を引き起こす可能性があるものの、実証分析からはインフレ進行の程度は限定的であるとした。ただし国際分業とGVCが阻害された場合、生産活動への影響が懸念される。サプライサイドショック同様、インフレ率上昇と生産の低下が予想されるとして、Nagel総裁は国際通貨基金の報告（“Geeconomic Fragmentation and Future of Multilateralism” 2023）を引用、地経学的分断が急速に進行した場合、そのコストは世界のGDPの7%に相当する、との推計を紹介した。

また、欧州や日本はLNG、原油、食料やレアアース等を輸入に依存しており、地経学的分断の進行はインフレ率のボラティリティ上昇の要因となり得る。対策として欧州では、特定の地域に対する依存を低減するOpen Strategic Autonomyを推し進めたほか、グリーンテクノロジーをサポートする

Net-Zero Industry Act（NZIA）が承認された。またボラティリティをコントロールする上で、中央銀行は価格安定に対する強いコミットメントを示すことが重要であるとした。

さらに、地経学的分断の進行に際して今後欧州が後押しすべき構造変化として、Nagel総裁は（1）エネルギー生産におけるカーボンニュートラルの実現、（2）資本市場同盟（Capital Market Union：CMU）の強化、（3）デジタルユーロの導入、を挙げた。

（1）については、化石燃料がインフレ率のボラティリティ上昇の主たる要因となっているとした上で、エネルギー利用の多様化は地経学的分断への耐性を高める上で重要であると述べた。ただし、化石燃料から再生可能エネルギーへの移行には多額の投資が必要であることを認め、（2）の資本市場同盟の完成が必要であるとした。これによりベンチャーキャピタルへのアクセスや証券化による資金調達が可能となるほか、倒産手続きに関して統一されたスキームを設けることでEU加盟国間の投資を呼び込みやすくなるとされる。

一方、（3）に関しては、欧州における決済インフラは外国、特に米国企業が支配的な地位を確立しており、現状は地経学的分断に対して脆弱である。しかし、現在研究されているデジタルユーロでは欧州域内にクラウドインフラを置くことで自律性の確保が可能となる。従って、デジタルユーロ導入は決済インフラの外国依存という脆弱性への解決策となるとの見方を示した。

後半の質疑応答では、安定的なインフレ期待の形成のためにユーロシステムがなすべきことを問われたNagel総裁は、ユーロシステムのポートフォリオ上に5兆ユーロ程度あった過剰流動性を3兆ユーロ以下にまで縮小した事例を挙げ、コミットメントを示すことで中央銀行への信頼を維持することが重要であるとした。また欧州の新しい決済システム構築に向けた計画に関する質問に対しては、中央銀行主導のデジタルユーロのみならず、欧州の民間企業主導による新たな決済システムも同時に必要であるとの見方を示した。

なお、欧州のさまざまな状況についてはMario Draghi氏のレポート（“The future of European competitiveness”）を引用し、これまで述べた計画実現のためには政府部門の資金のみでは十分でなく、民間部門の活躍を期待する、とした。



金融システムワークショップ (Financial System Workshop)

金融システムワークショップ (Financial System Workshop) は、世界および日本における金融システムの現状及び今後の進展について、またそれに関連した制度や政策について、学術的な研究を国内外の研究者により発表する場である。活発な議論を通じて、学術研究を深めていくことを目的としている。そして、得られた知見は、産官学連携の対話の場である金融システム安定政策研究会にも、フィードバックし、政策議論のフロンティアにも還元していく。このセミナーシリーズは 2023 年度に開始し、2024 年度もまだ回数は少ないが、今後拡充していく予定である。下記に 2024 年度の記録を挙げる。

第4回 Climate Finance

開催日 2024 年 4 月 15 日 (月) 15:00 – 18:30

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

共催 東京大学金融教育研究センター (CARF), 未来ビジョン研究センター

Keynote speaker **Beatrice Weder di Mauro**
(Geneva Graduate Institute; CEPR president)

プログラム

15:00 – 15:50

How Large is the Sovereign Greenium?

Chenxu Fu, University of Tokyo
(jointly written with S. Ando, IMF,
F. Roch, IMF and U. Wiriadinata,
IMF)



15:50 – 16:40

Firm Profits from Climate Change

Natsumi Aizawa, EY Consulting
Kenichi Ueda, University of Tokyo



Break

17:00 – 18:30

Keynote speech: Recent Development on Climate Finance

Beatrice Weder di Mauro, Geneva Graduate Institute; CEPR president



第5回 Decoding Sustainable Investment Strategies: Bridging Intentions and Actions

開催日 2024 年 5 月 15 日 (水) 15:00 – 16:30

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 第3セミナー室

講演者 **Ayako Yasuda**
(Professor of Finance, Graduate School of Management, University of California, Davis)

Our study employs a novel machine-learning approach to uncover the underlying intentions driving U.S. mutual funds' sustainable investment strategies. The identified intentions include financial value, categorical morality, and impact. While categorical morality is implemented via exclusion, impact is generated via active investment and engagement, and they each satisfy distinct nonpecuniary preferences. We find that the majority of funds labeled as “sustainable” prioritize enhancing financial value or adhering to categorical morality over generating impact. Notably, our method reveals the prevalence of hybrid funds, blending financial and moral objectives. This blended strategy amounts to rebalancing portfolios with high ESG-rated stocks to mitigate risk, while underweighting sin industries. Impact-driven funds, though less prevalent, exhibit distinctive management practices, actively engaging with portfolio companies and supporting social and environmental shareholder proposals. Our results underscore the negative correlation between financial and impact goals. These findings illuminate the need for clear classification labels to differentiate between ‘doing well and being good’ versus ‘doing good’. By clarifying fund sustainability objectives, our methodology enhances investor welfare by facilitating informed decision-making tailored to individual preferences. Understanding the heterogeneous underlying preferences of sustainable investors and the potential tension between them can in turn inform policy decisions, investment practices, and corporate behavior.



第53回CARFセミナー

Slow Learning(joint with Martin Eichenbaum and Benjamin K. Johannsen)

開催日 2024年5月30日(木) 10:25-12:10

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1セミナー室

講演者 **Lawrence Christiano** (Northwestern University)

共催 マクロ経済学ワークショップ 2024 (CIRJE)

Christiano 教授は金融政策分析の分野で非常に広く用いられている「ニューケインジアンマクロ経済学」を構築してきた世界的に著名な学者である。彼の研究は日本銀行をはじめとした世界各国の中央銀行の金融政策運営に大きな影響を及ぼしている。彼の発表論文「Slow Learning」では、経済主体が経済構造に対して完全に理解しておらず、時間を通じて学習していく状態を分析している。シミュレーション分析の結果、学習の収束速度が極めて遅くなり得ることが示された。これは、(学習が終了した先の) 合理的期待を前提とした政策分析はきわめて不正確である可能性があるという、重要な政策的な含意を持っている。

第54回CARFセミナー

Free Speech, the Right to Petition, and Corporate Innovation

開催日 2024年6月12日(水) 10:30-12:00

開催場所 東京大学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

講演者 **Hyun A (Shana) Hong**
(Associate Professor, University of California, Riverside)
(co authored with Paul Zarowin and Ji Woo Ryou)

第55回CARFセミナー

IFRSと日本の会計制度(17)「直接原価計算の展開と現代的意義」

開催日 2024年9月18日(水) 18:30-20:30

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

講演者 **高橋 賢** (横浜国立大学経営学部・大学院国際社会科学研究院教授)

第56回CARFセミナー

Personal Guarantees on Bank Loans and SMEs' Risk-taking(joint work with Takeo Hoshi)

開催日 2024年11月28日(木) 10:25-12:10

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1セミナー室

講演者 **Yoko Shibuya** (Duke University)

共催 マクロ経済学ワークショップ 2024 (CIRJE)

デューク大学の澁谷陽子助教授は、将来が極めて有望と期待される若手のマクロ金融経済学者である。彼女の発表論文「Personal Guarantees on Bank Loans and SME's Risk-taking」は中小企業向け貸出についての研究である。彼女は中小企業向け貸出に特徴的な「個人保証」を分析し、それを「モニター付き貸出」と比較することによって「個人保証付き貸出」の長所と短所を導き出した。またその2つの理論的予測：(1) 個人保証付貸出の貸出利子率は低い：(2) 「モニター付き貸出」は企業のリスクテイキングを促し企業パフォーマンスも良い、ということを実証した。彼女の研究結果は、日本の中小企業金融に関する政策に、非常に有用な含意を持っている。

第57回CARFセミナー

Nominal Rigidities, Rational Inattention, and the Optimal Price Index Stabilization Policy

開催日 2024年12月19日(木) 10:25-12:10

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1セミナー室

講演者 **Donghai Zhang** (National University of Singapore)

共催 マクロ経済学ワークショップ 2024 (CIRJE)

シンガポール国立大学の Donghai Zhang 准教授も、同じく新進気鋭の若手マクロ金融経済学者である。彼の発表「Nominal Rigidities, Rational Inattention, and the Optimal Monetary Policy」は望ましい金融政策についての分析である。従来の研究では、価格がより硬直的な部門の物価安定をより重視する政策が望ましいことが示されている。Zhang 准教授は、経済主体が経済状態に関する情報を取得するために費用がかかる状況を想定し、望ましい金融政策を考察している。従来の結論とは大きく異なり、価格が硬直的な部門の物価により小さなウェイトを置くべきだという結論を導き出している。

第58回 CARFセミナー

Does Skill Abundance Still Matter? The Evolution of Comparative Advantage in the 21st Century

開催日 2025年1月17日(金) 10:30-12:00

開催場所 オンライン開催 (Zoom)

講演者 **Shinnosuke Kikuchi** (Massachusetts Institute of Technology)

共催 マクロ経済学ワークショップ 2024 (CIRJE)

第59回 CARFセミナー Sovereign Defaults and Public Investment (Capital)

開催日 2025年1月23日(木) 10:30-12:00
開催場所 オンライン開催 (Zoom)
講演者 **Tamon Asonuma** (International Monetary Fund)
共催 マクロ経済学ワークショップ 2024 (CIRJE)

第60回 CARFセミナー Aggregating Distortions in Networks with Multi-Product Firms

開催日 2025年1月30日(木) 10:30-12:00
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
第3セミナー室
講演者 **Yasutaka Koike-Mori** (University of California, Los Angeles)
共催 マクロ経済学ワークショップ 2024 (CIRJE)

第61回 CARFセミナー To Cap or Not to Cap? Energy Crises in a Currency Union

開催日 2025年2月3日(月) 10:30-12:00
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
第3セミナー室
講演者 **Momo Komatsu** (Oxford University)
共催 マクロ経済学ワークショップ 2024 (CIRJE)

2024年度のメディア活動 (一部紹介)

寄稿

経済再生の針路、価格・企業活動に介入 NG

2024年10月4日 日本経済新聞「経済教室」
植田健一教授

経済セミナー

連載
 マクロ経済政策評価のための時系列分析
 新谷元嗣教授 (前橋昂平氏と共著)
 ゼロ金利制約下の金融政策 FRB の政策運営
 仲田泰祐准教授
 2025年2・3月号
 ノーベル経済学賞 2024「経済成長の原因と
 しての制度の探求」
 植田健一教授

受賞

KDDI Foundation Award 2024

業績: COVID-19 感染症拡大期における行動制
 限と経済活動の両立のためのシミュレーション
 仲田泰祐准教授

第67回(2024年度)日経・経済図書文化賞

特賞「マクロ経済動学」(有斐閣)
 榎井誠教授
 賞「投資のリスクからの解放」(中央経済社)
 米山正樹教授 (秋葉賢一教授・浅見裕子教授と
 共著)

第20回 日本経済学会・石川賞

仲田泰祐准教授

書籍

国際金融

日本評論社 植田健一教授

経済予測と因果解析 AIC (赤池情報量規 準) が示す世界経済のこれから

日本評論社 佐藤整尚准教授 (田中直毅 CIPPS
 理事長と共著)

その他 (出演)

NPR Planet Money Podcast: "Japan had
 a vibrant economy. Then it fell into a
 slump for 30 years."

星岳雄教授

NHK WORLD "JAPAN Turning Point:
 Monetary Policy in Japan and the US"

植田健一教授

紹介した記事の一部は、CARF ウェブサイト内の
 NEWS ページから全文を読むことができます。

NEWS 一覧

<https://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/news/>



F-series

分類番号	タイトル	著者	発表時期
CARF-F-601	Investment with New Sentiment Analysis in Japanese Stock Market: Expert knowledge can still outperform ChatGPT	Zhenwei Lin, Masafumi Nakano, Akihiko Takahashi	2025年 3月27日
CARF-F-600	Asymptotic expansions as control variates for deep solvers to fully-coupled forward-backward stochastic differential equations “Forthcoming in PLOS ONE”	Makoto Naito, Taiga Saito, Akihiko Takahashi, Kohta Takehara	2025年 3月13日
CARF-F-599	Super-Long Discount Rates for Insurers in Incomplete Markets with Bond Supply Control	Taiga Saito, Akihiko Takahashi	2025年 2月21日
CARF-F-598	Asymptotic Expansion and Weak Approximation – Application of Malliavin Calculus and Deep Learning – (Forthcoming in JSS Research Series in Statistics, a subseries of SpringerBriefs in Statistics.)	Akihiko Takahashi, Toshihiro Yamada	2025年 2月10日
CARF-F-597	Credit Market Tightness and Zombie Firms: Theory and Evidence	Masashige Hamano, Philip Schnattinger, Mototsugu Shintani, Iichiro Uesugi, Francesco Zanetti	2025年 1月31日

分類番号	タイトル	著者	発表時期
CARF-F-596	COVID-19 Infection and Its Labor Supply Impact: Evidence from a Large-scale Survey in Japan	Asako Chiba, Shunsuke Hori, Taisuke Nakata, Shusaku Sasaki, Reo Takaku	2025年 1月17日
CARF-F-595	Quarantine and Its Scar on Labor	Asako Chiba, Shunsuke Hori, Taisuke Nakata	2025年 1月17日
CARF-F-594	Mean-field equilibrium price formation with exponential utility (Forthcomin in Stochastics and Dynamics)	Masaaki Fujii, Masashi Sekine	2025年 1月6日
CARF-F-593	Do managers really disclose bad news early? Examination of management forecast in Japan’s effectively mandated disclosure	Takuya Iwasaki, Shota Otomasa, Atsushi Shiiba, Akinobu Shuto	2024年 12月26日
CARF-F-592	New approaches of the DCC-GARCH residual: Application to foreign exchange rates	Kenichiro Shiraya, Kanji Suzuki, Tomohisa Yamakami	2024年 11月15日
CARF-F-591	On the Source of Seasonality in Price Changes: The Role of Seasonality in Menu Costs	Ko Munakata, Takeshi Shinohara, Shigenori Shiratsuka, Nao Sudo, Tsutomu Watanabe	2024年 10月7日

分類番号	タイトル	著者	発表時期
CARF-F-590	Short selling threats and management disclosure behavior: Evidence from the effect of disclosure of short interest on peer firms' management forecasts	Toshio Moriwaki, Akinobu Shuto	2024年 8月20日
CARF-F-589	How does delegated main bank monitoring substitute for accounting information in the bond market?	Kodai Ito, Akinobu Shuto	2024年 8月20日
CARF-F-588	A New Equity Investment Strategy with Artificial Intelligence, Multi Factors, and Technical Indicators	Daiya Mita, Akihiko Takahashi	2024年 7月8日
CARF-F-587	Mean field equilibrium asset pricing model with habit formation (Forthcoming in Asia-Pacific Financial Markets)	Masaaki Fujii, Masashi Sekine	2024年 6月5日
CARF-F-586	Realised Volatility Moments Implied by Asset Options	Frido Rolloos, Kenichiro Shiraya	2024年 5月27日
CARF-F-585	Three Years of COVID-19-related School Restrictions and Mental Health of Children and Adolescents in Japan	Reo Takaku, Naohisa Shobako, Taisuke Nakata	2024年 5月15日
CARF-F-584	Optimal Vaccine Allocation Strategy: Theory and Application to the Early Stage of COVID-19 in Japan	Toshikazu Kuniya, Taisuke Nakata, Daisuke Fujii	2024年 5月14日

分類番号	タイトル	著者	発表時期
CARF-F-583	COVID-19 Risk Perceptions in Japan: A Cross Sectional Study	Asako Chiba, Taisuke Nakata, Thuy Linh Nguyen, Reo Takaku	2024年 5月13日
CARF-F-582	Monthly Prefecture-Level GDP in Japan	Daisuke Fujii, Taisuke Nakata, Takeki Sunakawa	2024年 4月19日

J-series

分類番号	タイトル	著者	発表時期
CARF-J-120	賃金・物価・金利の正常化：2040年までの展望	渡辺努	2025年 1月7日

詳細は、CARF ウェブサイト内の「ワーキングペーパー」参照
<https://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/research/>
(論文検索機能が付いて便利になりました)