

RIETI

Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA



日本・世界が直面する 政策の不確実性

伊藤 新

RIETIハイライトセミナー
2017年7月11日

アウトライン

- 政策不確実性指数を概説
- 日本や主要国の指数とグローバル指数の動向
- 政策の不確実性と経済・市場との関係

アウトライン

- **政策不確実性指数を概説**
- 日本や主要国の指数とグローバル指数の動向
- 政策の不確実性と経済・市場との関係

新聞記事数で政策の不確実性を定量化

THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS

Vol. 131

November 2016

Issue 4

MEASURING ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY*

SCOTT R. BAKER
NICHOLAS BLOOM
STEVEN J. DAVIS

We develop a new index of economic policy uncertainty (EPU) based on newspaper coverage frequency. Several types of evidence—including human readings of 12,000 newspaper articles—indicate that our index proxies for movements in policy-related economic uncertainty. Our U.S. index spikes near tight presidential elections, Gulf Wars I and II, the 9/11 attacks, the failure of Lehman Brothers, the 2011 debt ceiling dispute, and other major battles over fiscal policy. Using firm-level data, we find that policy uncertainty is associated with greater stock price volatility and reduced investment and employment in policy-sensitive sectors like defense, health care, finance, and infrastructure construction. At the macro level, innovations in policy uncertainty foreshadow declines in investment, output, and employment in the United States and, in a panel vector autoregressive setting, for 12 major economies. Extending our U.S. index back to 1900, EPU rose dramatically in the 1930s (from late 1931) and has drifted upward since the 1960s. *JEL Codes:* D80, E22, E66, G18, L50.

Research Directors

Scott R. Baker



Northwestern University, Kellogg School of Management
s-baker@kellogg.northwestern.edu | [Website](#)

Scott Ross Baker is an Assistant Professor of Finance at Kellogg University. His research is concentrated in empirical finance and examines the impact of household leverage and credit constraint asset shocks during the Great Recession. Scott joined the Fin School of Management in July 2014. He was born and raised in Economics and Political Science from the University of California, Ph.D. in Economics from Stanford University in June 2014.

Nick Bloom



Stanford University

nbloom@stanford.edu | [Website](#)

Nick Bloom is a Professor of Economics at Stanford University, the causes and consequences of economic uncertainty. He also researches management and organizational practices across firms and is a research economist at the Institute for Fiscal Studies, a policy management consultant at McKinsey & Company. He is a graduate from Oxford University, and a PhD from University College London.

Steven J. Davis



University of Chicago, Booth School of Business

steve.davis@chicagobooth.edu | [Website](#)

Steven J. Davis is the William H. Abbott Professor of International University of Chicago Booth School of Business and a visiting research interests include employment and wage behavior, work institutions, business dynamics, economic fluctuations, national He is a research associate with the NBER, advisor to the U.S. adviser to the Brookings Papers on Economic Activity, senior Finance and Economics Research and visiting scholar and core Reserve Banks of Atlanta and Chicago. He is a past editor of *Journal of Macroeconomics*, published by the American Economic Association.

捉えようとしている不確実性は何か？

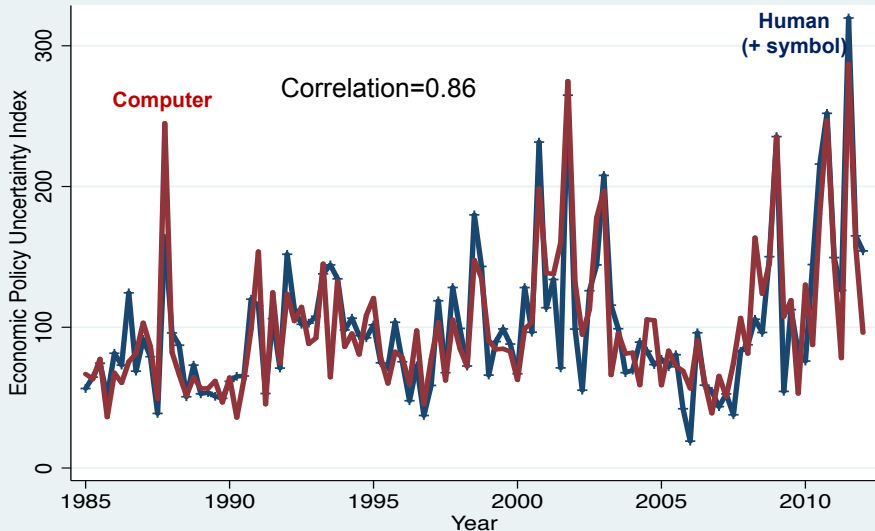
- **誰が**政策決定をおこなうかについての不確実性
 - ▶ 例えば、次の大統領選挙で誰が勝つか？
- **どのような政策がいつ**実施されるかについての不確実性
- 政策の**効果**についての不確実性
 - ▶ 過去、現在、将来の政策
- 政策が実施されないことにより生じる**経済の先行き**不確実性

米国の指数の作り方

- 主要 10 紙に掲載された記事のなかから次の各カテゴリーにおける用語を少なくとも 1 つ含む記事を新聞ごとに月単位で収集
 - ▶ **ECONOMY**: {economy or economic}
 - ▶ **POLICY**: {deficit or regulation or legislation or congress or “white house” or “federal reserve”}
 - ▶ **UNCERTAINTY**: {uncertainty or uncertain}
- 新聞記事データベースから収集した記事の月間件数を同じ月の総記事数で割って相対記事件数を算出
- 各紙の相対記事件数を正規化し、それらを合成して指数(1985-2009 年=100)を得る

コンピューターによる検索の妥当性

Figure 5: Human and Computer EPU Indices



Source: Baker, Bloom, and Davis (2016)

Monthly Indices

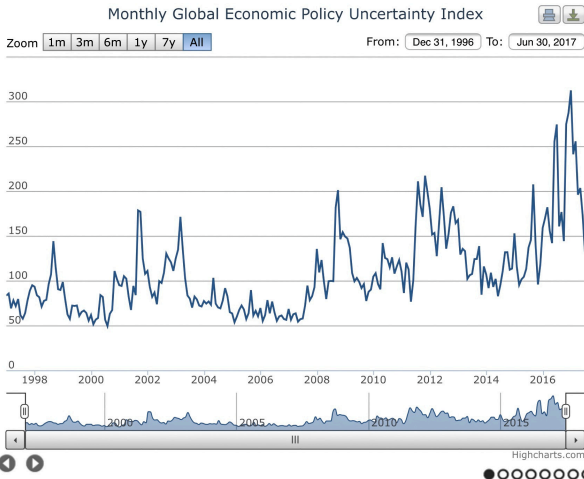
Global <small>New</small>	USA
Australia	Brazil
Canada	Chile
China	Europe
France	Germany
India	Ireland
Italy <small>Expanded</small>	Japan
Korea	Netherlands
Russia	Singapore
Spain	Sweden
UK	

Other Data

- [US Daily EPU Index](#)
- [UK Daily EPU Index](#)
- [US Historical Data](#)
- [US Equity Uncertainty Index](#)
- [US Category-Specific Indices](#)

Economic Policy Uncertainty Index

We develop indices of economic policy uncertainty for the world's major economies.



New: An Index of Global Economic Policy Uncertainty

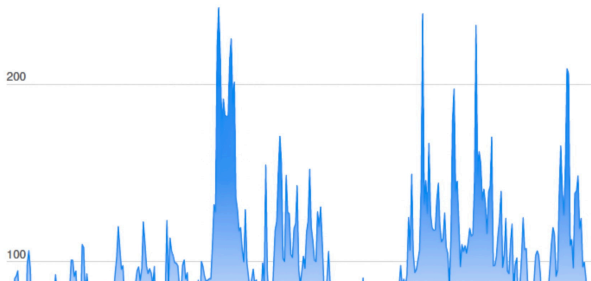
日本の政策不確実性指数*

Japan Economic Policy Uncertainty Index



印刷

*この指数はEconomic Policy Uncertainty Project at www.PolicyUncertainty.com、国際通貨基金アジア太平洋局、独立行政法人経済産業研究所による国際共同研究「日本の政策不確実性」から得られた成果の一部である。



データ・統計

[JIPデータベース](#)

[R-JIPデータベース](#)

[CIPデータベース](#)

[日本の政策不確実性指数](#)

[世界18カ国の産業別名目・実質実効為替レート](#)

[AMU and AMU Deviation Indicators](#)

[JSTAR \(くらしと健康の調査\)](#)

[RIETI-TID](#)

[長期接続産業連関データベース](#)

[マイクロデータ計量分析プロジェクト](#)

[海外直接投資データベース](#)

日本の指数の作り方

- 朝日新聞、日本経済新聞、毎日新聞、読売新聞の朝夕刊
- 各社の新聞記事データベースを用いて次の**各カテゴリー**における用語を少なくとも**1つ**含む記事を新聞ごとに月単位で収集
 - ▶ **E**: { 経済 or 景気 }
 - ▶ **P**: { 税制 or 課税 or 税 or 歳出 or 歳入 or 財源 or 予算 or 財政 or 公的債務 or 国債 or 国の借金 or 国の債務 or 政府債務 or 政府の債務 or 財政赤字 or 日銀 or 日本銀行 or 中央銀行 or 連銀 or 連邦準備 or 規制 or 自由化 or 構造改革 or 法案 or 参議院 or 参院 or 衆議院 or 衆院 or 国会 or 首相 or 総理 or 官邸 }
 - ▶ **U**: { 不透明 or 不安 or 不確実 or 不確定 }

日本の指数の作り方(つづき)

- 記事の収集開始月は**1987年1月**
- 新聞記事データベースから収集した記事の月間件数を同じ月の総記事数で割って**相対記事件数**を算出
- 各紙の相対記事件数を正規化し、それらを合成して**指数(1987-2015年=100)**を得る

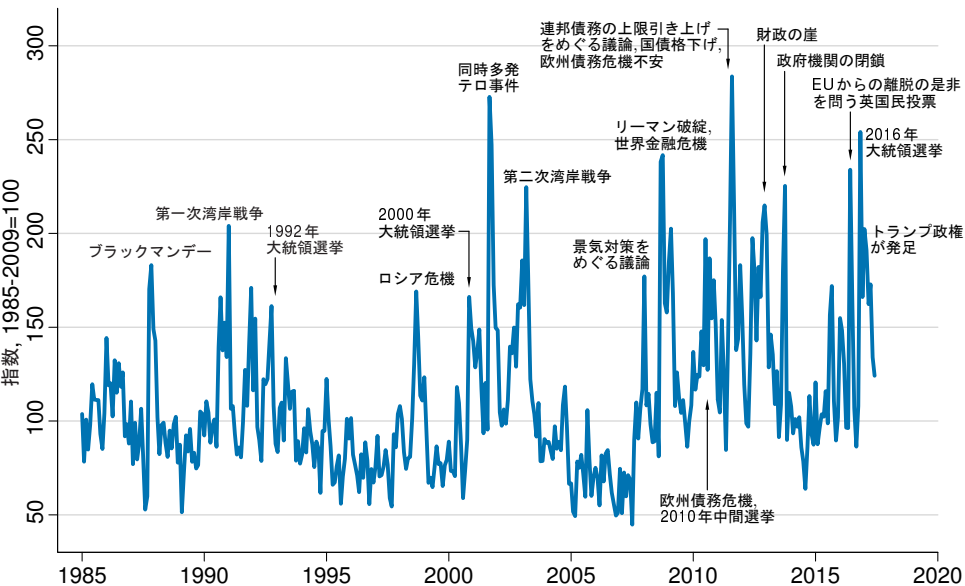
個別政策の指数の作り方

- 前述した E、P、U **に加えて** 個別の政策に関する用語を含む記事をもとに作成
 - ▶ 財政政策: { 財政赤字 or プライマリーバランス or 税制 or 社会保障費 or 年金給付 or 年金保険料 or 医療費 or 診療報酬 or 債務残高 or 地方債 or 公債 etc. }
 - ▶ 金融政策: { 金融政策 or 金融緩和 or 追加緩和 or 量的緩和 or 量的・質的緩和 or 金融引き締め or マイナス金利 or 政策金利 or 公定歩合 or 金融調節 etc. }
 - ▶ 通商政策: { 非関税障壁 or 輸入制限 or スーパー 301 条 or GATT or WTO or 関税の引き下げ or 貿易自由化 or 市場アクセス or 貿易協定 or TPP or EPA or FTA etc. }
 - ▶ 用語の全リストについては、“Policy Uncertainty in Japan” IMF Working Paper No.17/128 を参照

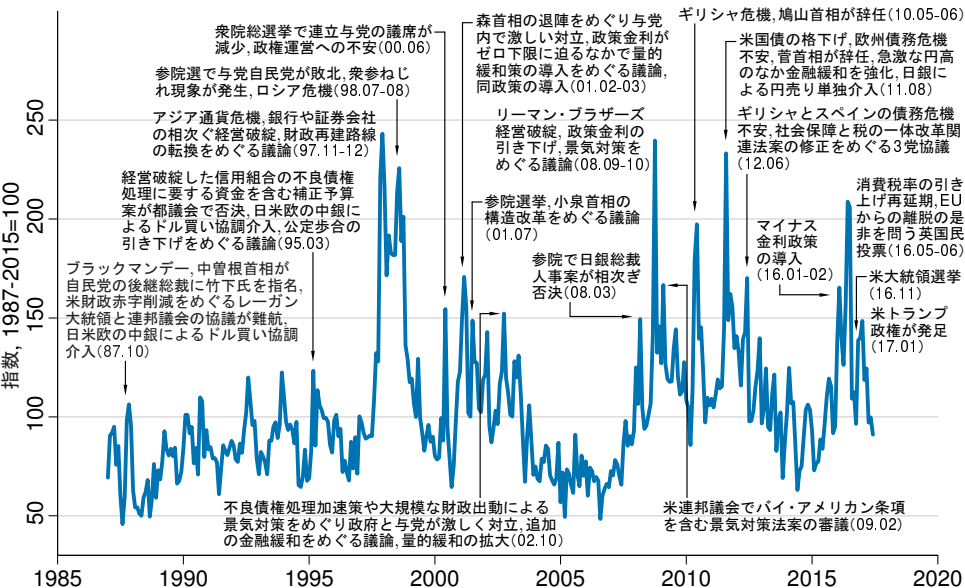
アウトライン

- 政策不確実性指数を概説
- 日本や主要国の指数とグローバル指数の動向
- 政策の不確実性と経済・市場との関係

米国の指数, 1985.1-2017.6

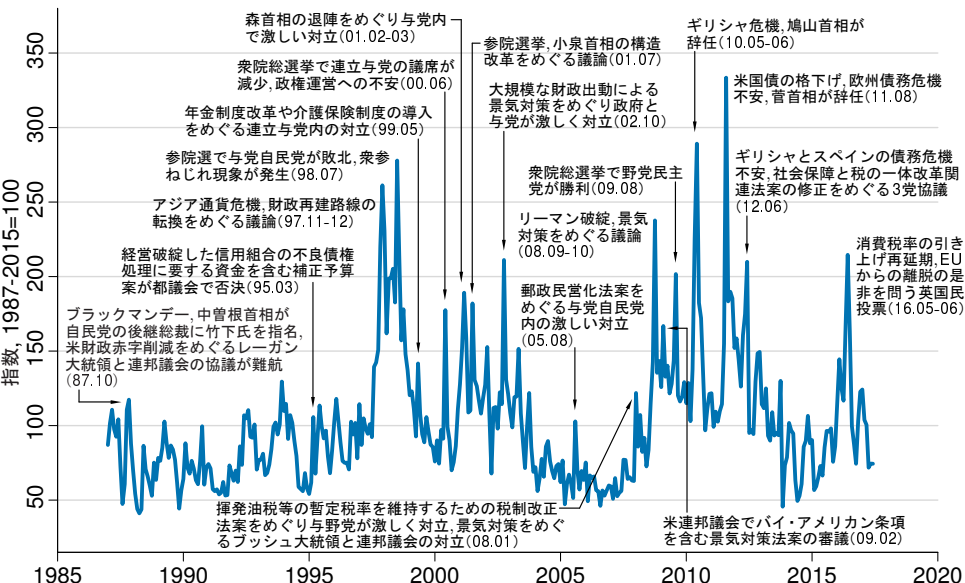


日本の指数, 1987.1-2017.6



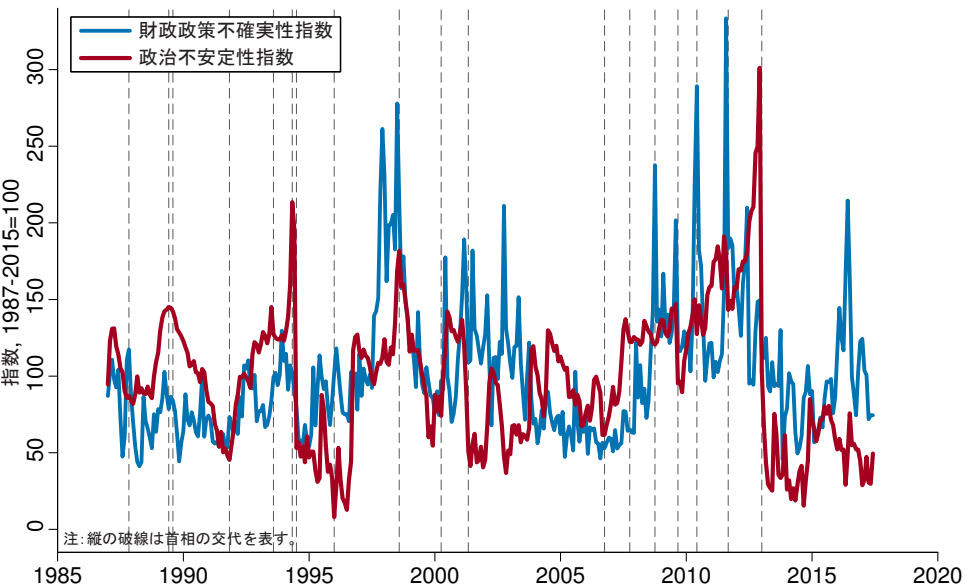
Source: <http://www.rieti.go.jp/database/policyuncertainty/>

日本の財政政策不確実性指数



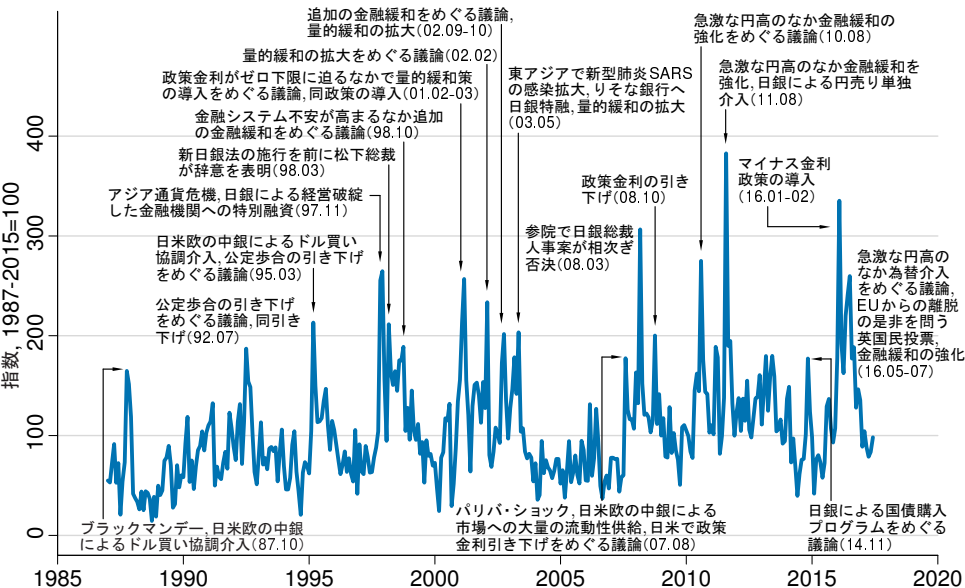
Source: <http://www.rieti.go.jp/database/policyuncertainty/>

政治不安定性指数との比較



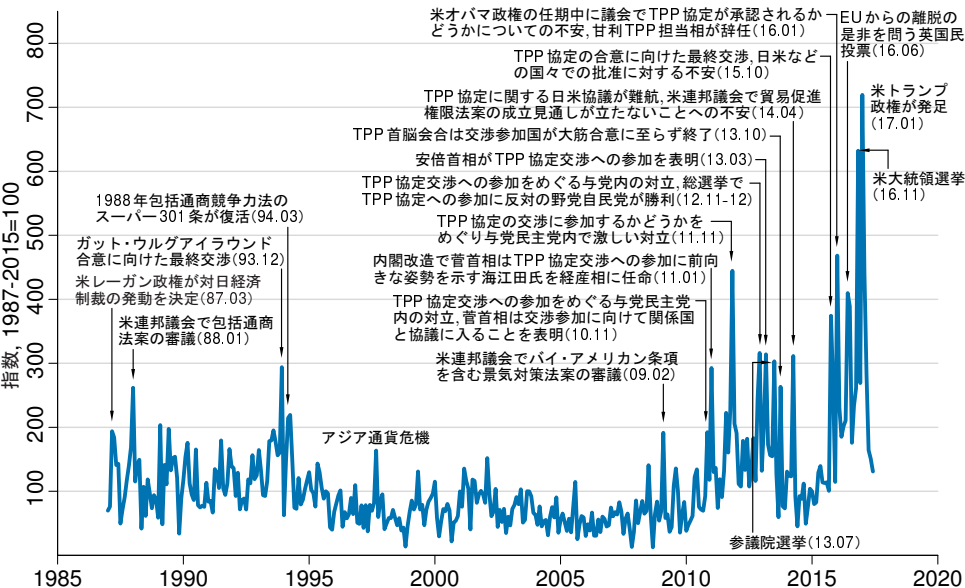
Source: <http://www.rieti.go.jp/jp/database/policyuncertainty/>

日本の金融政策不確実性指数



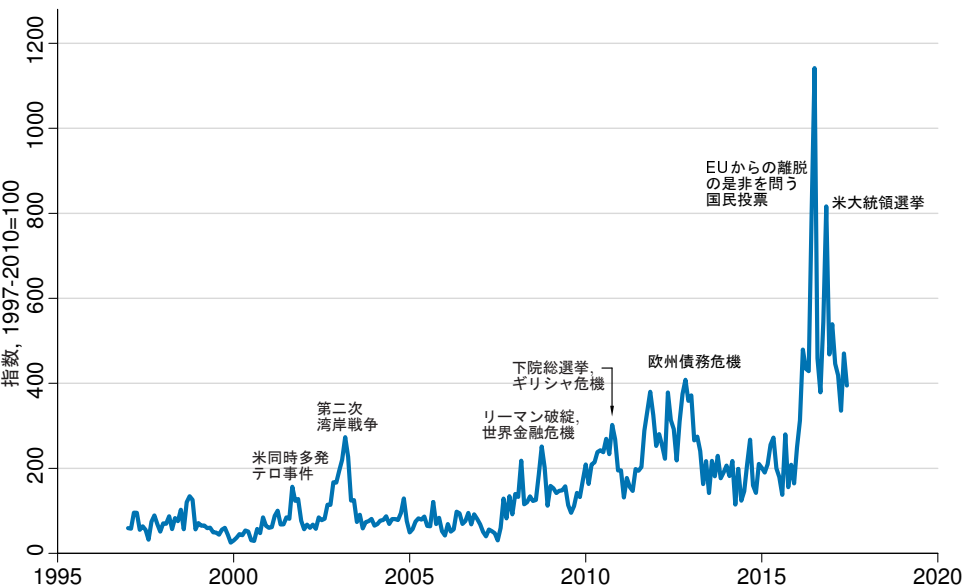
Source: <http://www.rieti.go.jp/database/policyuncertainty/>

日本の通商政策不確実性指数



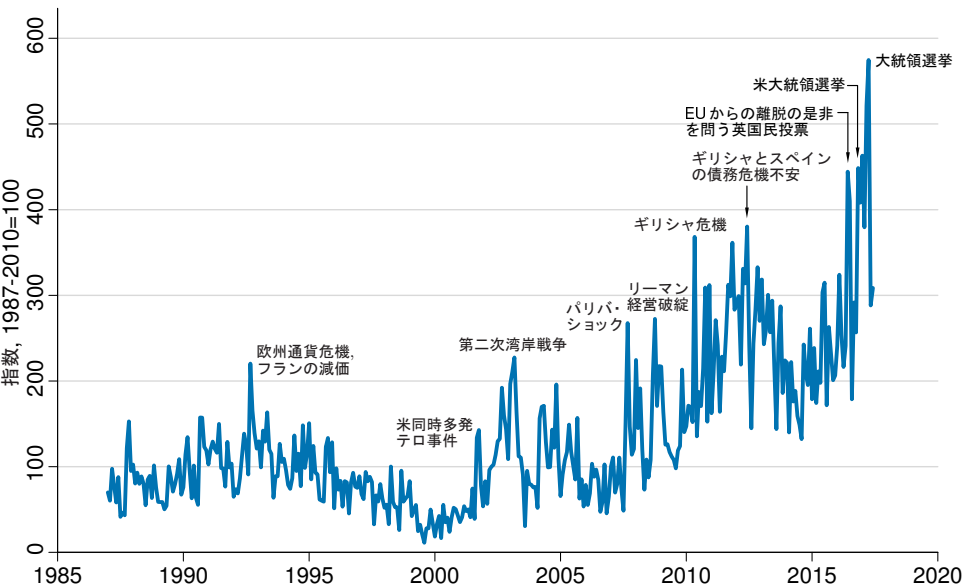
Source: <http://www.rieti.go.jp/database/policyuncertainty/>

英国の指数, 1997.1-2017.6



Source: www.PolicyUncertainty.com

フランスの指数, 1987.1-2017.6



グローバル指数, 1997.1-2017.6



日本の指数と海外の指数との相関

日本の指数との相関係数

	米国	欧州	グローバル
GFC 前	0.30	0.29	0.21
GFC 後	0.63	0.56	0.57

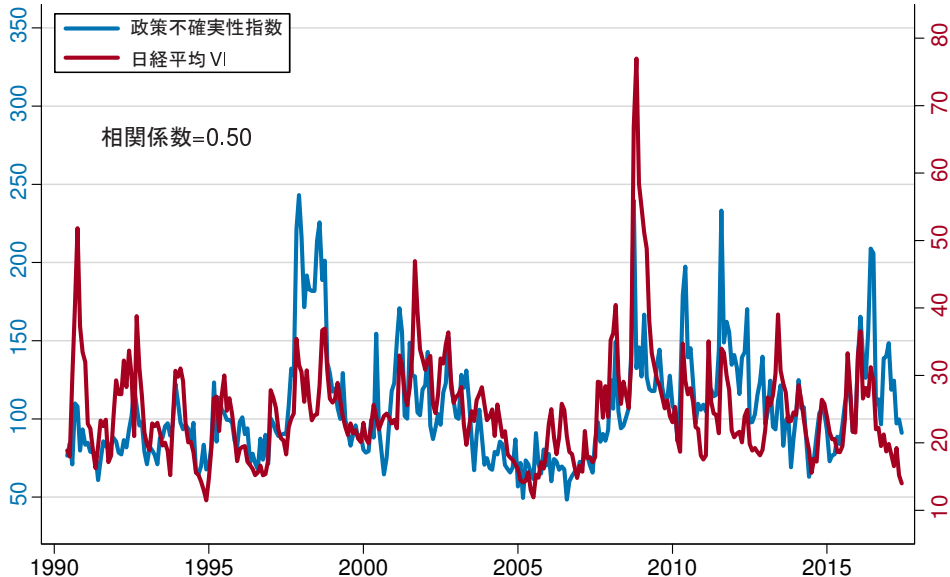
注：グローバル指数は日本を除く17カ国の指数を使って算出している。世界金融危機前の標本期間は米国と欧州については1987.1-2006.12、グローバルについては1997.1-2006.12である。世界金融危機後の標本期間はどれも2007.1-2006.12である。

- 世界金融危機(GFC)以降、海外の指数との相関が上昇
- 日本は以前より外国の政策をめぐる不確実性に直面していることを示唆

アウトライン

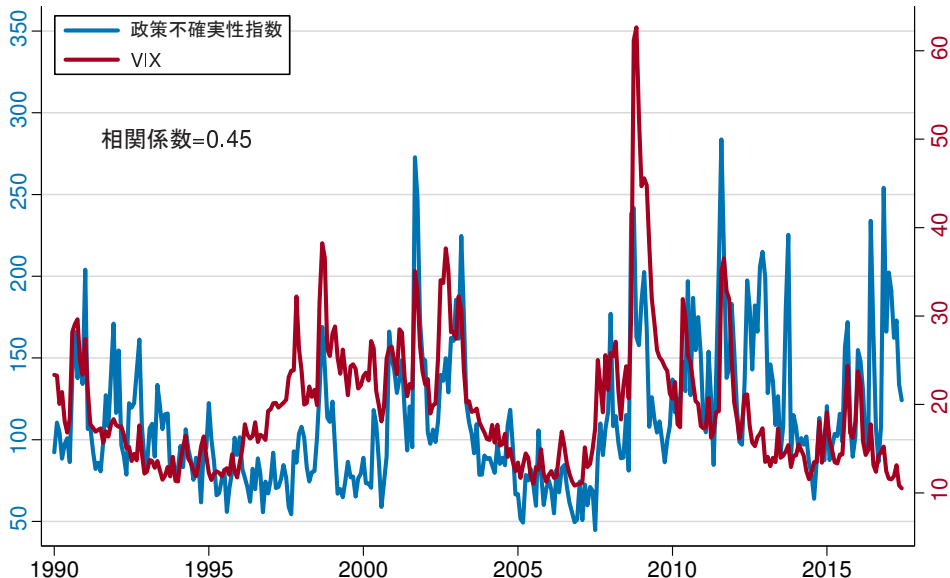
- 政策不確実性指数を概説
- 日本や主要国の指数とグローバル指数の動向
- 政策の不確実性と経済・市場との関係

政策不確実性指数と株価のIV : 日本

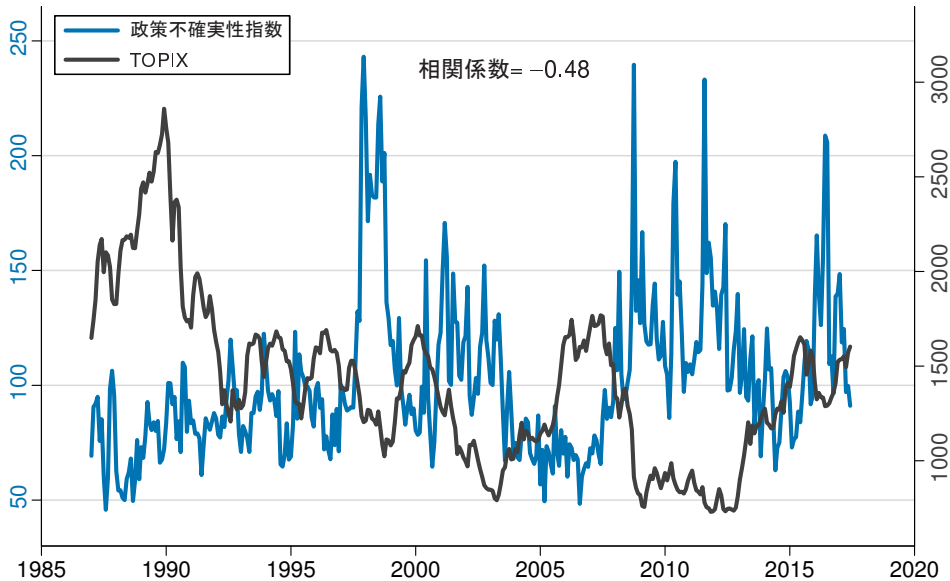


Source: www.rieti.go.jp/jp/database/policyuncertainty/, 日本経済新聞社

政策不確実性指数と株価のIV : 米国

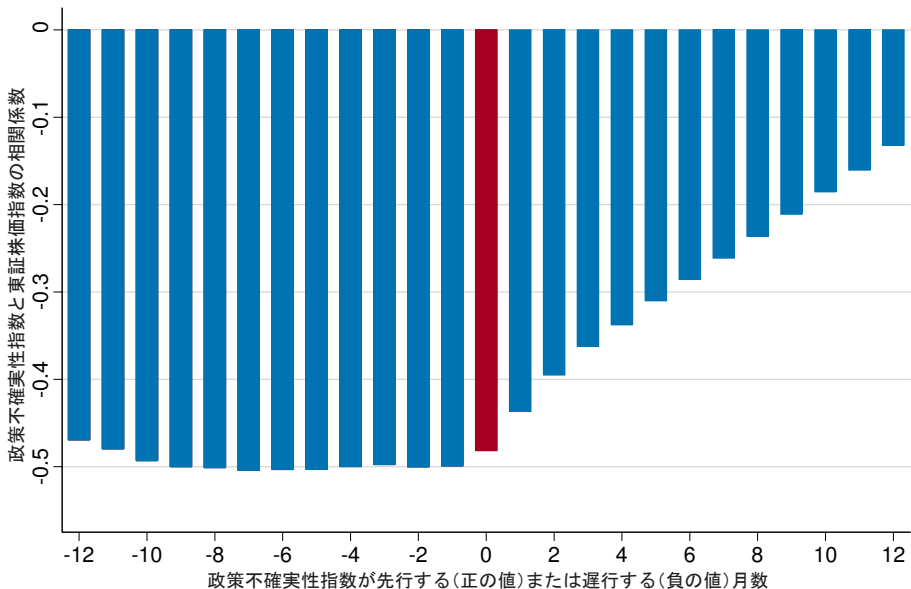


政策不確実性指数と株価



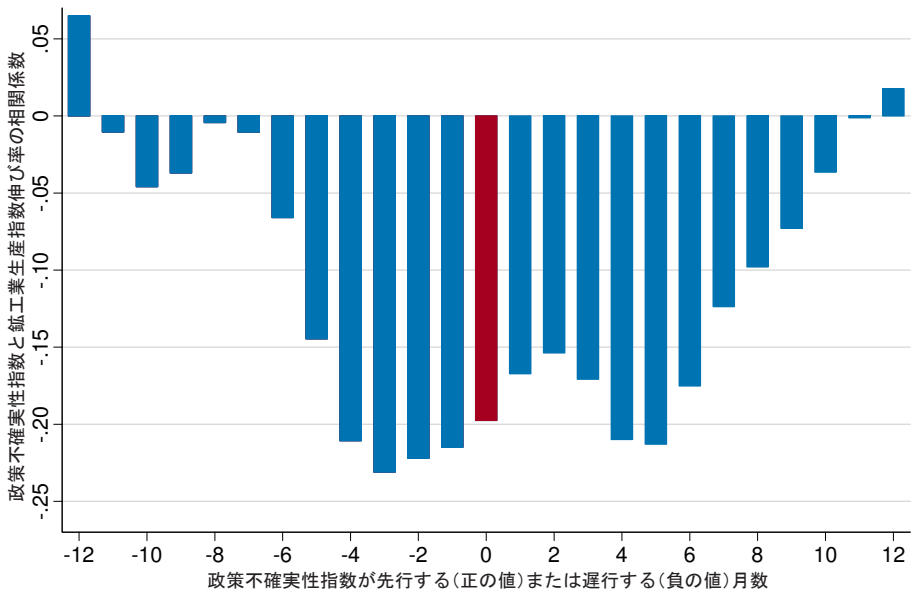
Source: www.rieti.go.jp/jp/database/policyuncertainty/, www.jpx.co.jp

政策不確実性指数と株価の時差相関



Source: www.rieti.go.jp/jp/database/policyuncertainty/, www.jpx.co.jp

政策不確実性指数と景気の時差相関



Source: www.rieti.go.jp/jp/database/policyuncertainty/, 経済産業省

要約

- 日本では首相の交代や激戦となった国政選挙のあたりで政策の不確実性が高まる。
- また 1997-1998 年のアジア通貨危機、2008 年の世界金融危機、2011 年の米連邦債務の上限引き上げをめぐる激しい対立、2016 年の消費増税再延期や Brexit のときに政策の不確実性が高い。
- 世界金融危機以降、日本は外国の政策をめぐる不確実性に以前に増して直面している。
- 政策不確実性指数は株価と負で相関している。景気とのあいだには先行関係と遅行関係の両方がある。