



RIETI Policy Discussion Paper Series 17-P-019

わが国における政策の不確実性

伊藤 新
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

わが国における政策の不確実性

伊藤新¹

経済産業研究所

要 旨

本稿では Arbatli et al. (2017) が作ったわが国における 1987 年 1 月以降の政策不確実性指数について解説する。その指数は「経済」、「景気」、「不透明」、「不確実」、「不確定」、「不安」そして政策関係の用語を含む新聞記事をもとに算出される。指数は内閣の退陣や与党が苦戦を強いられた国政選挙のときに上昇している。またそれは 1997 年のアジア通貨危機、2008 年のリーマン・ブラザーズの経営破綻、2010-2011 年の欧州債務危機、2011 年の米国での財政問題、2016 年の日銀によるマイナス金利政策の導入、英国での EU からの離脱の是非を問う国民投票、消費税率の引き上げ再延期のときに高い水準に達している。政策の不確実性の上昇は国内要因だけでなく海外要因によっても生じる。Arbatli et al. (2017) は全政策の指数に加えて個別政策、具体的には財政政策、金融政策、通商政策、為替政策の指数も作っている。個別政策の指数は他のものとはっきり異なる特徴をそれぞれ有している。個別政策のうち財政政策の指数が全政策の指数と強く相関しており、これは政策の不確実性の主因が財政関係の事柄であることを示している。最後に、政策不確実性指数とマクロ経済変数を用いたシンプルな実証分析から政策の不確実性の上昇は経済パフォーマンス悪化の予兆になることがわかった。この結果は、政権運営を安定させたり政策の先行き見通しをはっきりさせたりして政策の不確実性を多少とも下げることが経済パフォーマンスの向上につながることを示唆している。

キーワード: 政策の不確実性, 日本

JEL classification: D80, E2, E52, E62, F13

RIETI ポリシー・ディスカッション・ペーパーは、RIETI の研究に関連して作成され、政策をめぐる議論にタイムリーに貢献することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び(独)経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

¹ E-mail: ito-arata@rieti.go.jp

本稿の作成において荒田禎之氏との議論が有益であった。ここに記して感謝申し上げます。本稿は RIETI の研究活動の一環としておこなわれた。

1 はじめに

Arbatli et al. (2017) はわが国の政策の不確実性に関する3つの基本的な質問, すなわち政策の不確実性はこれまでどう変化してきたか, 政策の不確実性を高める源泉はどの分野の政策か, 政策の不確実性と経済活動はどう関係しているかに答えるため, Baker, Bloom and Davis (2016) で考案された方法に倣って新聞に掲載された記事をもとに政策不確実性指数を作った。本稿ではその指数について解説する。

Baker, Bloom and Davis (2016) は米国の主要紙である USA Today, Miami Herald, Chicago Tribune, Washington Post, Los Angeles Times, Boston Globe, San Francisco Chronicle, Dallas Morning News, New York Times, Wall Street Journal の10紙のなかで次の3つのカテゴリにおける用語を少なくとも1つ含む記事を収集し, それをもとに指数を算出している。

“Economy”: “economic”または“economy”

“Policy”: “deficit”や“regulation”など政策関係の用語

“Uncertainty”: “uncertainty”または“uncertain”

このアプローチの背景には, 政策に関する不確実性に言及した記事が多数掲載される時, 家計や企業は政策の不確実性が高い状況に直面しているはずだという考えがある。この指数は政策の不確実性または政治不安の度合いを定量的に捉える尺度としてこれまで多くの文献で利用されている (例えば, Stock and Watson 2012; Pástor and Veronesi 2013; Fernández-Villaverde et al. 2015; Schefel 2016; Blinder and Watson 2016)。

日本の指数を作るために採り得るアプローチは2つある。1つは日本語版の記事が英

語に翻訳されたものを利用する方法である。この方法の良い点は Baker, Bloom and Davis (2016) と同じ用語セットを使うことができるところである。しかし欠点もある。新聞社が提供する英語版の記事データベースに収録されているのは日本語版の記事の一部である¹。指数を作るために十分な量の記事がなく, したがってこのアプローチを採ることは難しい。

もう1つは Baker, Bloom and Davis (2016) や Arbatli et al. (2017) が採ったもので日本語版の記事を利用するアプローチである。このアプローチの良い点は指数を作るのに十分な量の記事が得られるところである。しかしいくつかの課題が生じる。その1つは英語の用語に対応する日本語の用語を特定しなければならないことである。質の高い指数を得るためには英語の用語に対応する適切な日本語の用語を選定することが重要である。そのため一定量の日本語版の記事とそれが翻訳された英語版の記事を精読し, 用語の日英対応表を作る必要がある。Baker, Bloom and Davis (2016) は簡易な方法により日本語版の記事を調べて“Economy”に対応する日本語の用語として「経済」を選定し, “Uncertainty”に対応する日本語の用語として「不透明」と「不確実」を選定した。また政策に関係する用語については, “deficit”に対応する日本語の用語として「赤字」と「負債」, “regulation”に対応する日本語の用語として「規制」を選び出した。それらに加えて「政策」, 「税」, 「歳出」, 「公共事業費」, 「公共投資」, 「国費」, 「日本銀行」, 「日銀」, 「財政」, 「連邦準備」, 「連銀」

¹日本経済新聞については1986年11月以降に掲載された主要な記事の英語版記事が日経テレコンで提供されている。読売新聞については1989年9月以降に掲載された記事のうち一部が英語に翻訳されてヨミダス歴史館で提供されている。毎日新聞については2008年6月以降に掲載された主要な記事の英語版記事が毎索で提供されている。

といった用語も“Policy”カテゴリーの用語として採用した。こうして得られた用語セットをもとに、彼らは朝日新聞と読売新聞に掲載された記事のなかから、3つのカテゴリーにおける用語を少なくとも1つ含む記事を収集し、それをもとに指数を算出している²。

しかし、その指数にはいくつかの課題があった。1つ目は記事を収集する新聞の数を増やすことである。朝日新聞や読売新聞に加えてさらに多くの新聞を利用することにより各紙の系列に含まれるノイズが指数に及ぼす影響を低減できる。2つ目は新聞記事データベースから記事を収集する際に使う用語セットを洗練することである。前述したように、Baker, Bloom and Davis (2016)が使っている用語セットは新聞記事を入念に調べることによって選り出されていない。このため新聞記事のなかで実際によく使われる用語を捕捉できていないおそれがある。最後の3つ目は個別政策の指数を作ることである。個別政策の指数が利用できるようになると、政策に関する不確実性の源泉はどの分野の政策であるかについて知ることができる。

Arbatli et al. (2017)はこうした課題に取り組み、既存の指数の大幅な改良をおこなっている。第1に、記事を収集する新聞を2紙から4紙に増やしている。具体的には、日本経済新聞、読売新聞、朝日新聞、毎日新聞を利用している。第2に、新聞記事の精読をおこなない記事データベースから記事を収集する際に使う用語セットを洗練している。第3に、全政策の指数に加えて個別の政策、具体的には財政政策、金融政策、通商政策、為替政策の指数を作っている。そして新たに得られた指数を用いて前述した3つの質問に対する答えを得ている。第1に、政策不確実性指数は

²この指数の詳細については<http://www.policyuncertainty.com/old.japan.monthly.html>を参照。

内閣の退陣や与党が苦戦を強いられた国政選挙のときに上昇している。またそれは1997年のアジア通貨危機、2008年のリーマン・ブラザーズの経営破綻、2010-2011年の欧州債務危機、2011年の米国での財政問題、2016年の日銀によるマイナス金利政策の導入、英国でのEUからの離脱の是非を問う国民投票、消費税率の引き上げ再延期のときに高い水準に達している。このように政策の不確実性の上昇は国内要因だけでなく海外要因によっても生じる。第2に、財政政策に関する不確実性が日本の政策不確実性の主因である。第3に、政策の不確実性の上昇は経済パフォーマンス悪化の予兆になる。

第2節では政策不確実性指数の作成方法について述べる。第3節では指数の作成結果を報告する。第4節では政策の不確実性の源泉について述べる。

2 指数の作成

2.1節では全政策の指数の作成について述べ、2.2節では個別政策の指数の作成について述べる。

2.1 全政策の指数

2.1.1 記事の収集

まず日本経済新聞、読売新聞、朝日新聞、毎日新聞の主要4紙の朝刊と夕刊に掲載された記事のなかから、表1のEconomy terms (E用語)、Uncertainty terms (U用語)、Policy terms (P用語)それぞれの用語を少なくとも1つ含む記事を新聞ごとに月単位で収集する。記事の収集は各紙の新聞記事データベースである日経テレコン、ヨミダス歴史館、聞蔵IIビジュアル、每索を利用しておこなう。ただし、地方

面に掲載された記事は収集対象としない。また朝日新聞、毎日新聞、読売新聞については東京本社発行版の紙面から記事を収集する。記事の収集開始月は1987年1月である。

“Economy”と“Uncertainty”に対応する日本語の用語は日本語版の記事とその翻訳された英語版の記事を精読して選び出す。具体的には、まず1987年（毎日新聞のみ2008年）から2015年までの日本経済新聞、読売新聞、毎日新聞の英語版記事のなかから“economy”または“economic”が含まれる記事を新聞ごとに年単位で収集する³。次にそうして収集された1987年の日本経済新聞の記事のなかから無作為に一定量の記事を抽出する。抽出された記事とそれに対応する日本語版の記事を照合し、“economy”または“economic”に対応する日本語の用語を特定してリストに記録する。この一連の作業をすべての新聞の各年についておこなう。その結果、完成したリストからは「経済」が全体の60%を占める一方で「景気」が残りの40%を占めることが判明した。この結果をもとにそれら2つをE用語として採用した。

また“Uncertainty”についてもさきほど述べたのと同様の方法により“uncertainty”または“uncertain”に対応する日本語の用語リストを完成させる。その結果、「不透明」、「不安」、「微妙」、「不確実」、「不安定」、「不確定」の頻度が相対的に高いことがわかった。そこで次に1990年から2015年までの読売新聞に掲載された記事のなかから、「経済」と「不透明」の両方が含まれる記事を年単位で収集する。1990年の収集された記事のなかからランダムに一定量の記事を抽出する。抽出され

た記事とその英語版の記事を照合し、「不透明」に対応する英語の用語を特定してリストに書き留める。2015年まで毎年これを繰り返しておこなう。「不安」や「微妙」など他の5つの用語についてもいま述べたのと同様である。完成したリストからは6つの用語のなかで“uncertainty”または“uncertain”の頻度が高いのは「不透明」、「不安」、「不確実」、「不確定」の4つであることが判明した。この結果をもとにそれら4つをU用語として採用した。

最後にP用語はBaker, Bloom and Davis (2016)が米国の指数を作る過程で候補に挙げられた用語をもとに選び出す⁴。彼らは1985年から2011年までに米国の主要10紙に掲載された“economic”または“economy”および“uncertainty”または“uncertain”を含む記事のなかから無作為に抽出した約12,000の記事を精読し、そこから得られた結果をもとに政策に関係する用語を選定している。具体的には、まず研究補助の学生が自分に割り振られた記事を念入りに読む。ある記事が政策に関する不確実性に言及しているとき $EPU=1$ と記録し、そうでないとき $EPU=0$ と記録する。 $EPU=1$ のとき政策に関係する用語を書き留める。こうして12,000記事のすべてについて $EPU=1$ か否かが判定される。彼らは $EPU=1$ と判定された記事のなかで“regulation”, “budget”, “spending”, “policy”, “deficit”, “tax”, “federal reserve”, “war”, “white house”, “house of representatives”, “government”, “congress”, “senate”, “president”, “legislation”の15の用語の出現頻度が高いことを明らかにしている。最終的に、彼らはそれらの用語をもとにした

³毎日新聞については毎索のなかのThe Mainichi、読売新聞についてはヨミダス歴史館のなかのThe Japan News、日本経済新聞については日経テレコンのなかのNikkei Major Articlesを利用する。

⁴この後すぐ述べるように大量の新聞記事を精読し、それにより得られた結果をもとにP用語を選定するのが本当は望ましい。しかし、コンピューターによる記事の自動検索を可能にする環境が整わず、この研究ではそれをおこなうことができなかった。それは今後の残された課題である。

約 32,000 の用語セットのなかから False positives ($EPU^H=0, EPU^C=1$) と False negatives ($EPU^H=1, EPU^C=0$) の合計が最小となる用語セットを政策関係の用語として採用した。 $EPU^H=1(0)$ は研究補助の学生が $EPU=1(0)$ と判定したことを表し、 $EPU^C=1(0)$ はある用語セットのもとでコンピューターの自動検索により記事が抽出された（抽出されなかった）ことを表す。そうして得られた政策関係の用語は “regulation”, “deficit”, “federal reserve”, “white house”, “congress”, “legislation” である。

候補に挙げられた 15 の用語は大きく 2 つのカテゴリーに分けられる。1 つは “federal reserve”, “white house”, “house of representatives”, “congress”, “senate”, “president” など政策運営の担い手に関する用語である。もう 1 つは “regulation”, “budget”, “spending”, “deficit”, “tax”, “legislation” など政策の内容に関する用語である。前者に対応する日本語の用語として「日本銀行」, 「日銀」, 「連邦準備」, 「連銀」, 「中央銀行」, 「官邸」, 「衆議院」, 「衆院」, 「国会」, 「参議院」, 「参院」, 「首相」, 「総理」の 13 の用語を採用する。

一方、後者については “regulation”, “regulatory”, “regulate”, “deregulation”, “deregulate”, “structural reform”, “government budget”, “government spending”, “government expenditure”, “government deficit”, “public debt”, “government debt”, “tax”, “taxation”, “government revenue”, “legislation” に対応する日本語の用語を採用する。“regulation” に対応する日本語の用語は次の手順により選定する。まず 1990 年から 2015 年までの日本経済新聞と読売新聞の英語版記事のなかから “regulation” が含まれる記事を新聞ごとに年単位で収集する。続いて 1990 年における日本経済新聞の記事サンプルから無作為に一定量の

記事を抽出する。抽出された記事とそれに対応する日本語版の記事を照合し、“regulation” に対応する日本語の用語を特定してリストに記録する。翌年の 1991 年から 2015 年まで毎年これと同じことをおこなう。読売新聞についても同様である。その結果、完成したリストから「規制」の頻度が高い一方で「政令」や「法令」の頻度は低いことが判明した。この結果をもとに “regulation” に対応する日本語の用語として「規制」を選び取った。その他の用語についてもいま述べたのと同様のことをおこない、完成したリストから出現頻度が高い用語を選定した。こうして「規制」, 「構造改革」, 「歳出」, 「財政赤字」, 「公的債務」, 「政府債務」, 「税制」, 「課税」, 「財源」, 「予算」, 「法案」など 19 の用語を得た。

2.1.2 指数の算出

まず前述した方法で収集した記事の月間件数を同じ月の総記事数で割る。この相対記事件数のデータには明瞭な季節性があるため季節調整をおこなう⁵。またそのデータのばらつきが新聞間で異なる。その違いを調整するため次式により各紙の相対記事件数を正規化する。

$$nn_{i,t} = \frac{n_{i,t}}{stdev(n_{i,1987:2015})}$$

$n_{i,t}$ は新聞 i の時点 t における季節調整された相対記事件数である。 $stdev(n_{i,1987:2015})$ は $n_{i,t}$ の 1987 年から 2015 年までの期間の標準偏差

⁵季節調整には X-13ARIMA-SEATS を用いる。なお、日本経済新聞、毎日新聞、読売新聞については時間を通じて季節性のパターンが同一でない。そこで期間を分割して季節調整をする。具体的には、日本経済新聞については 1987 年 1 月から 2000 年 9 月までの期間と 2000 年 10 月以降の期間、毎日新聞については 1987 年 1 月から 2006 年 4 月までの期間と 2006 年 5 月以降の期間、読売新聞については 1987 年 1 月から 1996 年 7 月までの期間と 1996 年 8 月以降の期間でそれぞれ季節調整をしている。

である。各紙の正規化された相対記事数 $nn_{i,t}$ を用いて、指数 EPU_t は最終的に次式により算出される。

$$EPU_t = \frac{\sum_i nn_{i,t}}{\text{mean}(\sum_i nn_{i,1987:2015})} \times 100$$

指数は1987年から2015年までの期間の平均値が100となるように算出している。

2.2 個別政策の指数

全政策の指数とともに個別の政策、具体的には財政政策、金融政策、通商政策、為替政策の不確実性指数も作る。最初に全政策の指数を作るために収集した記事、つまりE用語、P用語、U用語のいずれも含む記事のなかから、表2の個別政策に関係する用語が含まれる記事を抽出する。次に抽出された記事件数のデータを用いて、前述したのと同様の方法により指数を算出する。各個別政策に関係する用語は次のようにして選び出している。まず1987年から2016年までの毎年の経済白書および経済財政白書のなかで候補になりそうな用語を吟味し用語リストを作る。次に米国での多数の新聞記事の検査から得られた情報を頼りに妥当でない用語をリストから落とした。こうして財政政策については43、金融政策については17、通商政策については32、為替政策については9つの用語を最終的に採用した。

3 指数の動向

3.1節では全政策の指数、3.2節では財政政策の指数、3.3節では金融政策の指数、3.4節では通商政策の指数そして3.5節では為替政策の指数について報告する。

3.1 全政策

図1では政策不確実性指数を描いている。標本期間は1987年1月から2017年5月である。のちほど報告する個別政策の指数についても同様である。その指数は1997年のアジア通貨危機、1998年の参議院議員選挙、2008年のリーマン・ブラザーズの経営破綻、2010-2011年の欧州債務危機や内閣退陣、2011年の米国の財政をめぐる問題、2016年の消費税率の引き上げ再延期のときに高水準に達している。またそれは2000年の衆議院議員選挙、2001年の参議院議員選挙、2016年の日銀によるマイナス金利政策導入の際に急上昇している。

1997年にはアジア通貨危機の発生に伴う急速な景気の悪化が橋本内閣の財政再建に大きな影響を与えた。野党はもちろん与党内からも財政再建の一時的な休止と積極財政への転換を求める声が強まった。財政再建派と積極財政派のあいだで財政運営をめぐる激しい対立が起きた。1998年には参院選挙での敗北により与党自民党は過半数の議席を失った。国会では衆参ねじれが起これ政治の不安定さが増した⁶。2000年には衆院総選挙で自民党を中核とする連立与党が議席を減らし、政権運営への不安が高まった。2008年に世界金融危機が発生したときには政府が経済の悪化にどう対応するか、とりわけ財政政策面からの対応をめぐり議論が交わされた。

これらの結果は不確実性の高まりが国内の要因はもとより海外の要因によっても生じることを示している。特に世界金融危機以降、日本の指数は海外の国・地域の指数と関係性が強まっている。危機前の日本と米国または欧州との相関係数はそれぞれ0.31と0.30で

⁶1999年に与党自民党は自由党や公明党と連立政権を組むことで参院での過半数を回復し、結果的にねじれ現象は解消された。

ある。標本期間は 1987:1-2007:8 である。一方、危機後の相関係数（標本期間は 2007:9-2017:5）はそれぞれ 0.57 と 0.51 へ上昇している。

政策に関する不確実性はこの 20 年で高まっていることが図から視覚的に見て取れる。以下ではこの 20 年とそれ以前の 10 年の指数を比較することでそれを裏付ける証拠を示す。1987-1996 年の指数の平均値は 83.3 である。一方、1997-2016 年の指数の平均値は 110.7 であり、33% 大きい。ウェルチの t 統計量を用いて指数の平均値が 2 群間で等しいという帰無仮説を検定したときの p -value は 0.000 である。しかし、その違いは景気後退が 1987-1996 年の時期より 1997-2016 年の時期に多く発生したために生じている可能性がある。これまでの研究で不確実性指標には景気動向と正反対に動く特徴があることが明らかにされている（例えば、Bloom 2014）。それについて検討するために景気後退期のサンプルを取り除いて指数の平均値を算出する⁷。その結果、1997-2016 年の平均値は 101.2 である一方、1987-1996 年の平均値は 82.5 である。予想されるとおり、どちらの数値も前述した数値より小さい。指数の平均値が 2 群間で等しいという帰無仮説を検定したとき、それは 1% 有意水準で棄却される (p -value は 0.000)。

3.2 財政政策

図 2 は財政政策不確実性指数を描いている。この指数は 1997 年のアジア通貨危機、1998 年の参院選挙、2002 年の景気対策をめぐる与党自民党内の激しい対立、2008 年のリー

⁷景気後退期は内閣府経済社会総合研究所により認定された時期である。具体的には、1991:3-1993:10, 1997:6-1999:1, 2000:12-2002:1, 2008:3-2009:3, 2012:4-2012:11 である。

マン・ブラザースの経営破綻、2009 年の衆院総選挙、2010-2011 年の欧州債務危機や内閣退陣、2011 年の米国の財政をめぐる問題、2012 年の社会保障と税の一体改革関連法案の修正協議、2016 年の消費税率の引き上げ再延期があったあたりで高い水準に達している。またそれは 2000 年の衆院総選挙や 2001 年の参院選挙のときに大きく上がっている。このように財政政策不確実性指数は全政策の指数とよく似た動きを示している。月次データをもとに算出した相関係数（標本期間は 1987:1-2017:5）は 0.93 であり、四半期データをもとにした相関係数（標本期間は 1987:I-2017:I）は 0.94 である。これは指数のもとである E 用語、U 用語、P 用語を含む記事の多くが財政政策に関係した記事であるという事実を反映している。財政政策関係の記事が全体に占める割合は期間を通じて平均して 57% である。政策に関する不確実性の源泉についてはのちほど第 4 節で詳しく述べる。

財政政策不確実性指数が政治不安や海外の財政政策に関する不確実性を捉えていることはいくつかの指標との照合により確認できる。図 3 は政治の不安定性指数を財政政策不確実性指数と合わせて描いている。この指数は新聞社、テレビ局そして通信社が毎月実施する世論調査の政党支持率を活用して作られた、政権運営の不安定さを計る尺度である⁸。財政政策不確実性指数が政治的な要因により大きく変動した時期、すなわち 1998 年、2000-01 年、2010-11 年に政治の不安定性指数は比較的高い水準に達していることが見て取れる。相関係数は月次ベースで 0.31（標本期間は 1987:1-2017:5）であり、年次ベースで 0.44（標本期間は 1987-2016）である。

⁸指数の詳細については伊藤 (2016) を参照。データは <http://www.rieti.go.jp/jp/database/policyuncertainty/> より得ている。

図4は Baker, Bloom and Davis (2016) が作った米国の財政政策不確実性指数を日本の指数とともに描いている⁹。日本の指数が米国の財政政策関係の事柄により上昇しているときが4度ある。それらは1987年の財政赤字削減をめぐるレーガン大統領と連邦議会の対立、2008年の景気対策をめぐるブッシュ大統領と議会の対立、2009年の景気対策法案の議会審議そして2011年の政府債務をめぐる問題があったときである。米国の指数はすべてのイベントで上昇している。

3.3 金融政策

図5は金融政策不確実性指数を描いている。この指数は1997年のアジア通貨危機、2001年の量的緩和政策の導入、2008年の日銀総裁人事案をめぐる与野党の対立、2010年の金融緩和の強化をめぐる議論、2011年の金融緩和の強化、2016年のマイナス金利政策の導入や英国のEU離脱問題を受けての金融緩和強化のときに高水準に達している。またそれは1987年のブラックマンデー、1995年の公定歩合引き下げをめぐる議論、1998年の松下総裁の辞任表明、2002年の量的緩和拡大をめぐる議論、2007年の政策金利引き下げをめぐる議論があったときに大きく上昇している¹⁰。

政策金利がゼロ下限制約 (ZLB) に直面している時期に指数は高い水準周りで変動し

⁹ここでは Fiscal Policy (Taxes OR Spending) の指数を使っている。データは http://www.policyuncertainty.com/us_monthly.html より得ている。

¹⁰日銀は物価の安定とともに金融システムの安定にも責務を負っている。1990年代後半の銀行危機の際には破綻した金融機関へ資金供給をおこなうなど重大な役割を果たした。さらに日銀は外国為替市場への介入業務を通じて為替政策にも深く関わっている。このように日銀は相互に関係するさまざまな業務をおこなっており、このため混じりけがない金融政策不確実性指数を作ることはそれほど容易でない。

ている。ここでは政策金利が0.25%以下の水準にあるときを ZLB 期とみなす。このとき ZLB 期の指数の平均値は107.8である。標本期間は1998:9-2007:1と2008:12-2015:12である。これに対して ZLB でない時期の指数の平均値 (標本期間は1987:1-1998:8と2007:2-2008:11) は91.1であり、15%低い。指数の平均値が2群間で等しいという帰無仮説を検定したときの *p*-value は0.001である。ZLB 期に不確実性が増すという結果は米国や欧州における結果と一致している (例えば, Husted, Rogers and Sun 2016)。

図6は Baker, Bloom and Davis (2016) が作った米国の金融政策不確実性指数を日本の指数と一緒に描いている。日本の指数が米国の金融政策に関係するイベントにより上昇しているときが何度かある。1つは1987年のブラックマンデーである。その他に2007年の政策金利引き下げをめぐる議論や2008年の同引き下げがある。米国の指数はそれらすべてのところで上昇している。

3.4 通商政策

図7は通商政策不確実性指数を描いている。この指数は1988年の米国における包括通商法案の議会審議、1993年のガット・ウルグアイラウンド最終交渉、1994年の包括通商競争力法スーパー301条の復活のときに上昇している。その他に指数が大きく変動したのは2011年以降の時期である。この時期の指数の上昇は環太平洋パートナーシップ (TPP) 協定に関係する事柄が主な原因となって生じている。2011年には TPP 協定の交渉に参加するかどうかをめぐり与党民主党内で激しい対立が起きた。2014年には TPP 協定に関する日米協議が難航した。また米国では貿易促進権限法案の成立見通しが立たなかった。2015年

には TPP 交渉の大筋合意や交渉参加国、なかでも米国の議会での TPP 承認に対する不安が強まった。そして 2016 年の米国大統領選挙とそれに続くトランプ新政権の発足は TPP 協定発効についての不確実性を高めた。2016 年の指数は日本の TPP 協定交渉への参加から大筋合意までの 2013-2015 年比でおよそ 120% 増となった。ここに図示していないが、Baker, Bloom and Davis (2016) が作った米国の通商政策不確実性指数は日本の指数と同様に 1990 年代前半と 2016 年に大きく上昇している。

3.5 為替政策

図 8 は為替政策不確実性指数を描いている。この指数は 1987 年, 1994-95 年, 1998-99 年, 2010-11 年に日銀が外国為替市場へ介入したとき大きく変動している。1998 年には前年からの金融システム不安の高まりを背景にドル円は 140 円の水準まで大きく減価した。日米の中央銀行は円のさらなる減価を食い止めるために協調介入をおこなった。2010 年にはドル円が 1995 年のときと同じ 85 円の水準まで続伸した。日銀は円高のさらなる進行を防ぐために単独で市場介入を実施した。2011 年には米国の連邦債務上限の引き上げ問題を受けてドル円は 80 円を下回る水準まで続騰した。日銀は外為市場で円売り・ドル買いの単独介入をおこなった。円の価値が大きく変動するなかで為替介入のタイミング, 規模, 方法, 効果をめぐって議論が交わされた。

4 政策の不確実性の源泉

図 9 は E 用語, P 用語, U 用語を含む記事のなかで各個別政策に関係する記事が占める割合を描いている。データの頻度は年次である。

標本期間は 1987 年から 2016 年である。財政政策のシェアは期間を通じて平均して 57%, 金融政策は 27%, 通商政策は 8%, 為替政策は 3% である。これらの結果は財政政策に関する不確実性が日本の政策不確実性の主因であることを示している。財政政策のシェアは年による変動があるが趨勢的にほぼ横ばいで推移している。それとは著しく対照的に金融政策のシェアは上昇傾向にある。2016 年のシェアは過去最大の 35% に達している。通商政策のシェアは 2010 年まで減少傾向にあったが, 2011 年以降上昇に転じている。2016 年のシェアは過去最大で 15% である。

参考文献

- [1] 伊藤新. 2016. 「政府の政策に関する不確実性と経済活動」 RIETI Discussion Paper Series 16-J-016.
- [2] Arbatli, Elif C., Steven J. Davis, Arata Ito, Naoko Miake and Ikuo Saito. 2017. “Policy Uncertainty in Japan.” IMF Working Paper No. 17/128.
- [3] Baker, Scott R., Nicholas Bloom, and Steven J. Davis. 2016. “Measuring Economic Policy Uncertainty.” *Quarterly Journal of Economics*, 131(4): 1593-1636.
- [4] Blinder, Alan S. and Mark W. Watson (2016). “Presidents and the US Economy: An Econometric Exploration.” *American Economic Review*, 106(4): 1015-1045.
- [5] Bloom, Nicholas. 2014. “Fluctuations in Uncertainty.” *Journal of Economic Perspectives*, 28(2): 153-176.

- [6] Fernández-Villaverde, Jesús, Pablo Guerrón-Quintana, Keith Kuester, and Juan Rubio-Ramírez (2015). “Fiscal Volatility Shocks and Economic Activity.” *American Economic Review*, 105(11): 3352-3384.
- [7] Husted, Lucas, John Rogers, and Bo Sun. 2016. “Measuring Cross Country Monetary Policy Uncertainty.” IFDP Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, November 23.
- [8] Pástor, Ľuboš and Pietro Veronesi (2013). “Political uncertainty and risk premia.” *Journal of Financial Economics*, 110(3): 520-545.
- [9] Scheffel, Eric M. (2016). “Accounting for the Political Uncertainty Factor.” *Journal of Applied Econometrics*, 31(6): 1048-1064.
- [10] Stock, James H. and Mark W. Watson (2012). “Disentangling the Channels of the 2007-09 Recession.” *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2012, 81-156.

表 1 政策不確実性指数を作るための用語セット

Japanese term	English term
A. Economy terms	
経済 or 景気	“economic” or “economy”
B. Uncertainty terms	
不透明 or 不確実 or 不確定 不安	“uncertain” or “uncertainty” “concern”
C. Policy terms	
税	“tax(es)”
税制 or 課税	“taxation”
歳出	“government spending” or “government expenditure”
歳入 or 財源	“government revenue(s)”
予算 or 財政	“government budget”
公的債務	“public debt”
国債 or 国の借金 or 国の債務 or 政府債務 or 政府の債務	“government debt”
財政赤字	“government deficit(s)”
日銀	“BOJ”
日本銀行	“Bank of Japan”
中央銀行	“central bank(s)”
連銀	“The Fed”
連邦準備	“Federal Reserve”
規制 or 自由化	“regulation(s)” or “regulatory” or “regulate” or “deregulation” or “deregulate”
構造改革	“structural reform”
法案	“legislation”
参議院 or 参院	“upper house”
衆議院 or 衆院	“lower house”
国会	“Diet”
首相 or 総理	“Prime minister”
官邸	“Prime minister’s office”

表2 各個別政策の指数を作るための用語セット

A. 財政政策

Japanese term	English term
財政 予算	“government budget” “supplementary budget” or “government budget” or “discretionary fiscal policy”
一般会計	“General Account”
特別会計 or 特会	“Special Account”
財政赤字	“government deficit”
基礎的財政収支 or プライマリーバランス	“primary balance”
歳入 or 財源	“government revenue(s)”
税	“tax(es)”
課税 or 税制	“taxation”
歳出	“government spending” or “government expenditure”
社会保障費 or 社会保障給付	“social security expenditures”
年金財政 or 年金の給付 or 年金の支給 or 年金給付 or 年金支給	“pension expenditures”
年金保険料	“pension insurance premium”
健康保険料	“health insurance premium”
医療費	“healthcare expenditures” or “medical care expenditures”
介護給付	“nursing care expenditures”
介護保険料	“nursing care insurance premium”
診療報酬	“public medical fee schedule”
公務員給与 or 公務員の給与	“salaries of government employees”
政府開発援助	“official development aid”
防衛費	“defense spending”
軍事費	“military spending”
財政投融资	“Financial Investment and Loan”
財投	“FIL”
債務残高	“outstanding government debt”
公的債務	“public debt”
国債	“Japanese government bonds” (excluding purchase by the BOJ)
政府債務 or 政府の債務 or 国の借金 or 国の債務 or 公債	“government debt”
地方債	“local government debt”

B. 金融政策

Japanese term	English term
金融政策	“monetary policy”
日本銀行	“Bank of Japan”
日銀	“BOJ”
金融緩和	“monetary easing”
追加緩和	“further easing”
量的緩和 or QE	“quantitative easing”
量的・質的緩和	“quantitative and qualitative easing”
金融引き締め	“monetary tightening”
マイナス金利	“negative interest rate”
政策金利	“policy rate”
公定歩合	“official discount rate”
金融調節	“monetary operation(s)”
市場調節 or 市場操作	“market operation(s)”
インフレ目標	“inflation target”
物価目標	“price target”

C. 為替政策

Japanese term	English term
市場介入	“market intervention”
為替介入	“foreign exchange intervention”
協調介入	“coordinated intervention” or “concerted intervention” or “joint intervention”
円売り・ドル買い介入	“yen-selling and dollar-buying intervention”
ドル買い・円売り介入	“dollar-buying and yen-selling intervention”
円売り・ユーロ買い介入	“yen-selling and euro-buying intervention”
ユーロ買い・円売り介入	“euro-buying and yen-selling intervention”
円買い・ドル売り介入	“yen-buying and dollar-selling intervention”
ドル売り・円買い介入	“dollar-selling and yen-buying intervention”

図 1: 政策不確実性指数, 1987.1-2017.5

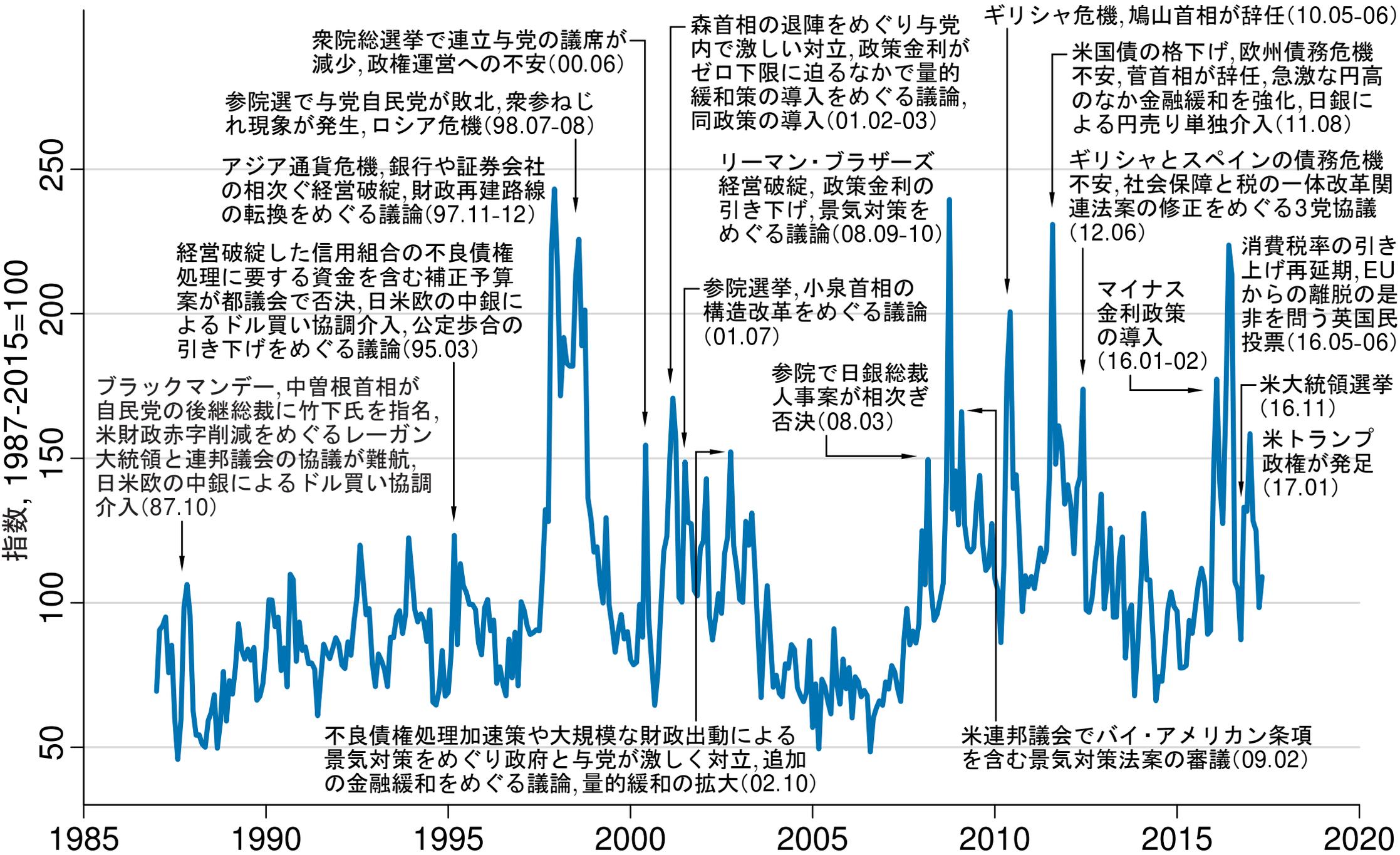


図 2: 財政政策不確実性指数, 1987.1-2017.5

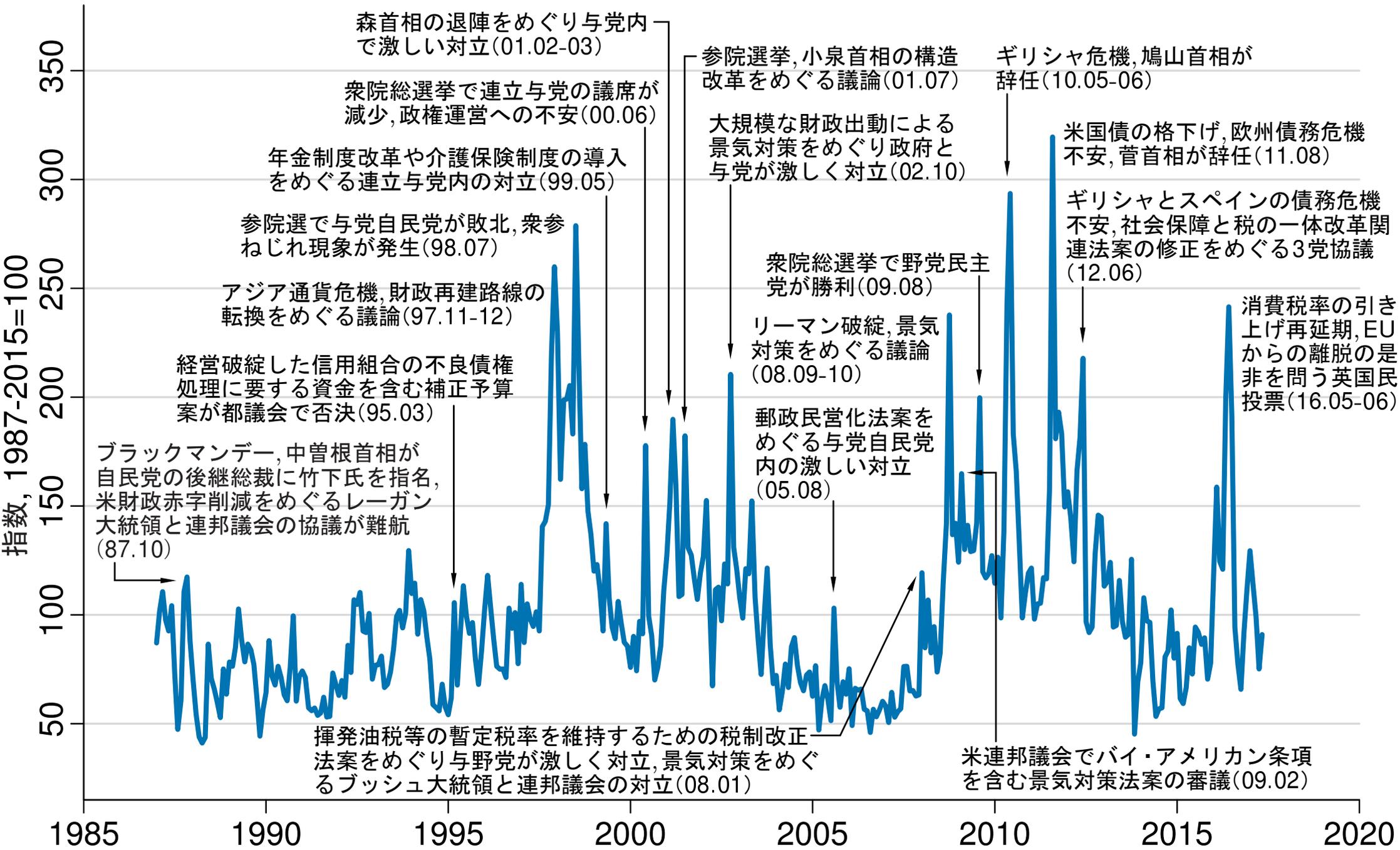


図 3: 政治の不安定性指数と財政政策不確実性指数

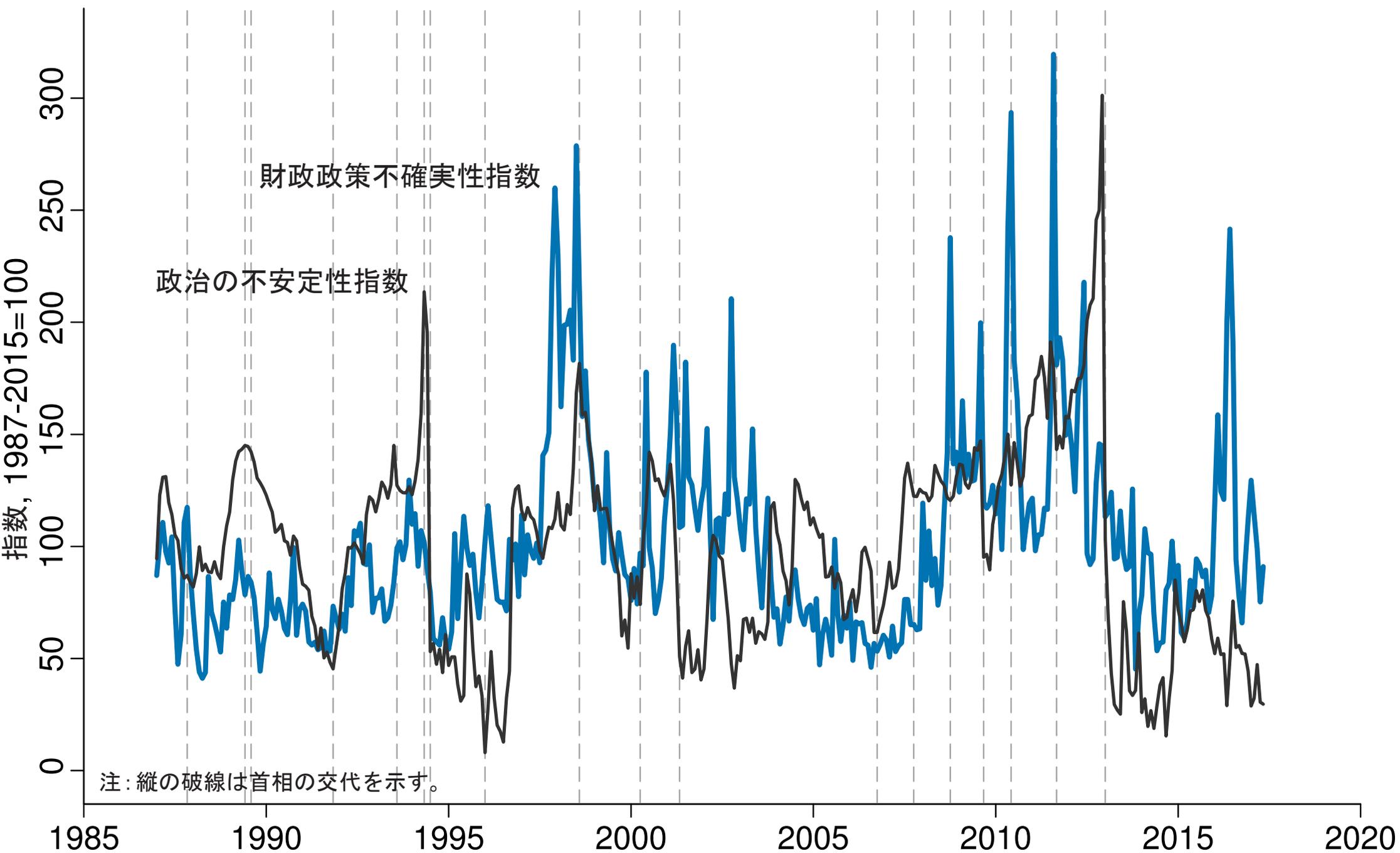


図 4: 日米の財政政策不確実性指数

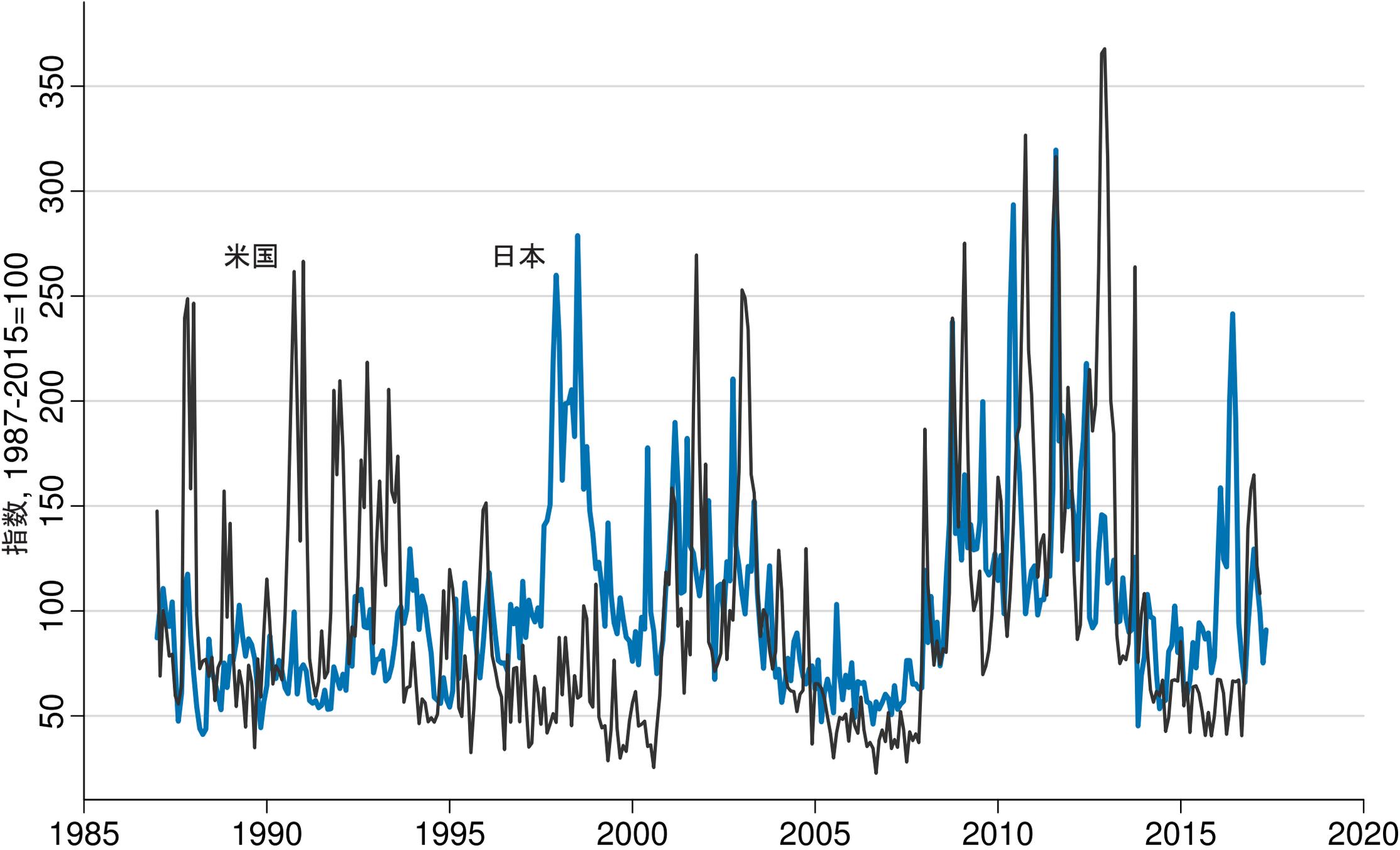


図 5: 金融政策不確実性指数, 1987.1-2017.5

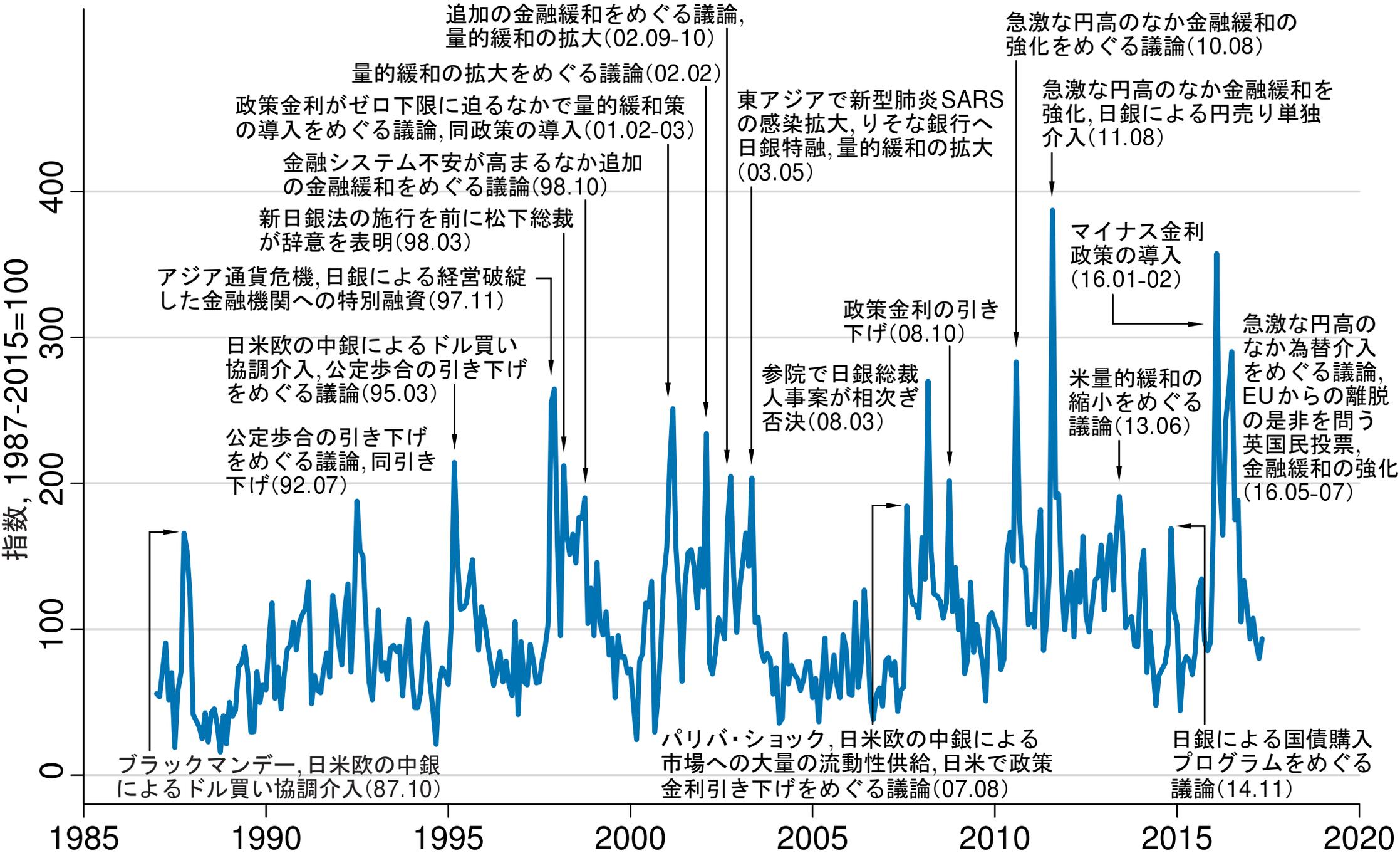


図 6: 日米の金融政策不確実性指数

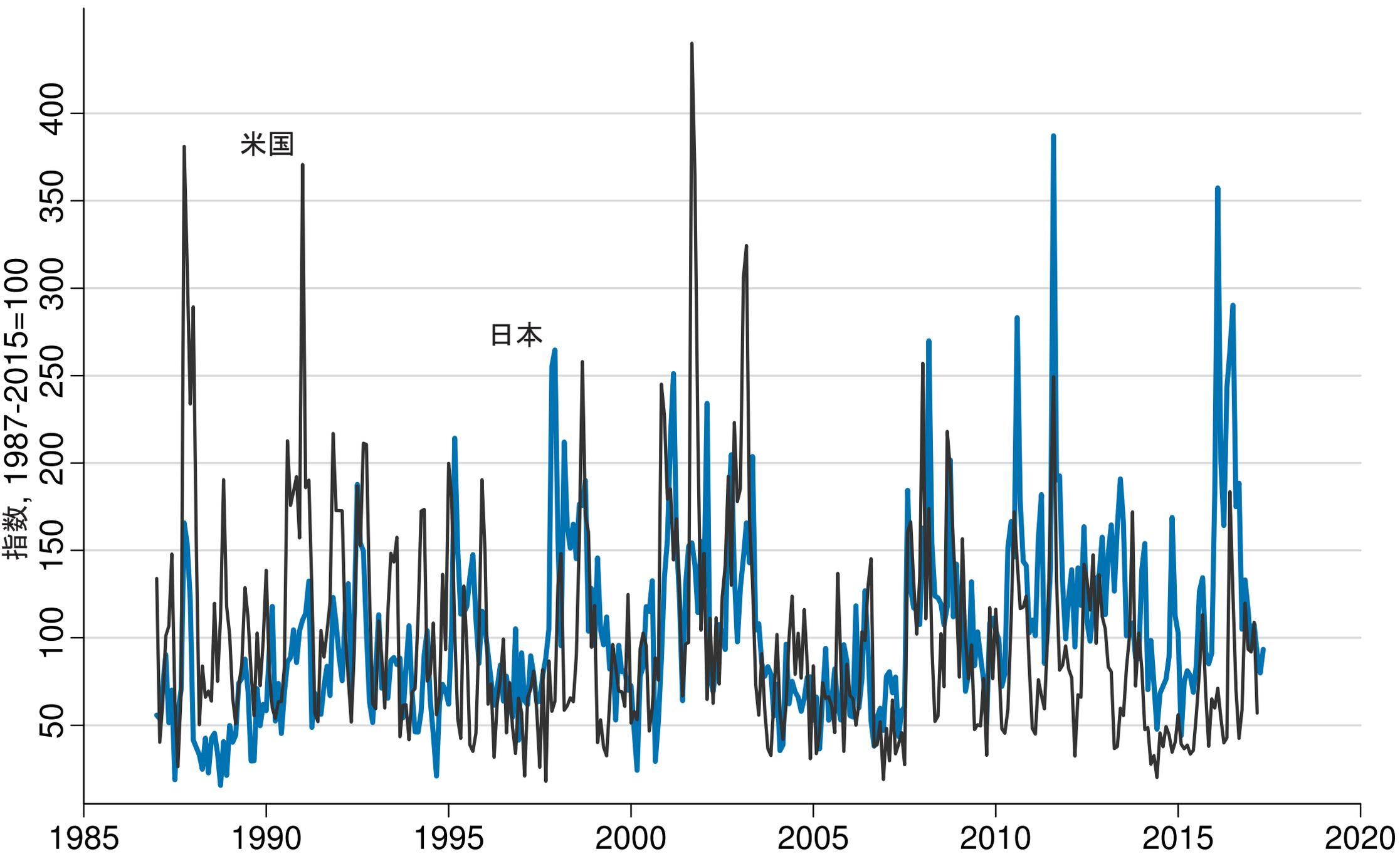


図7: 通商政策不確実性指数, 1987.1-2017.5

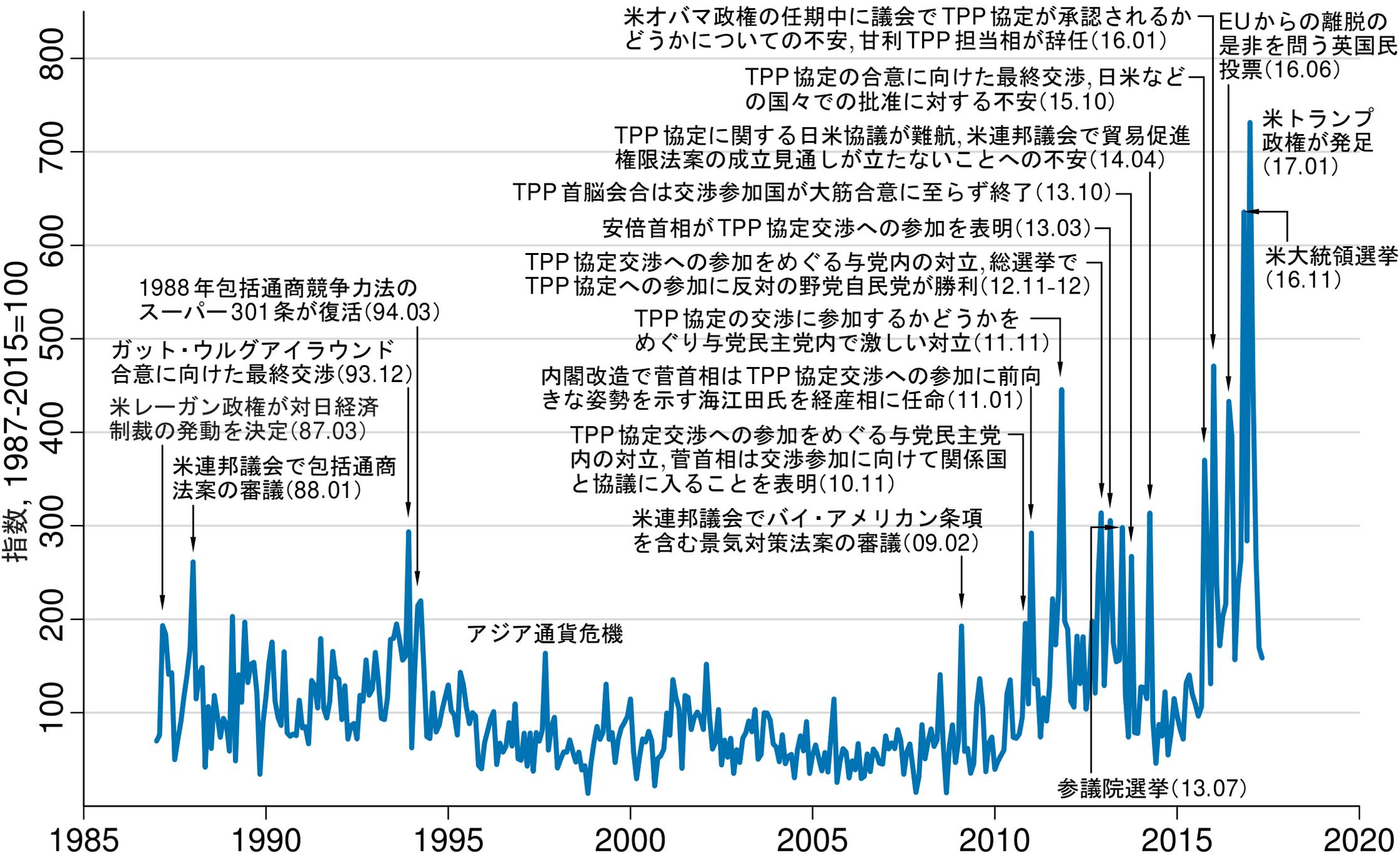


図 8: 為替政策不確実性指数, 1987.1-2017.5

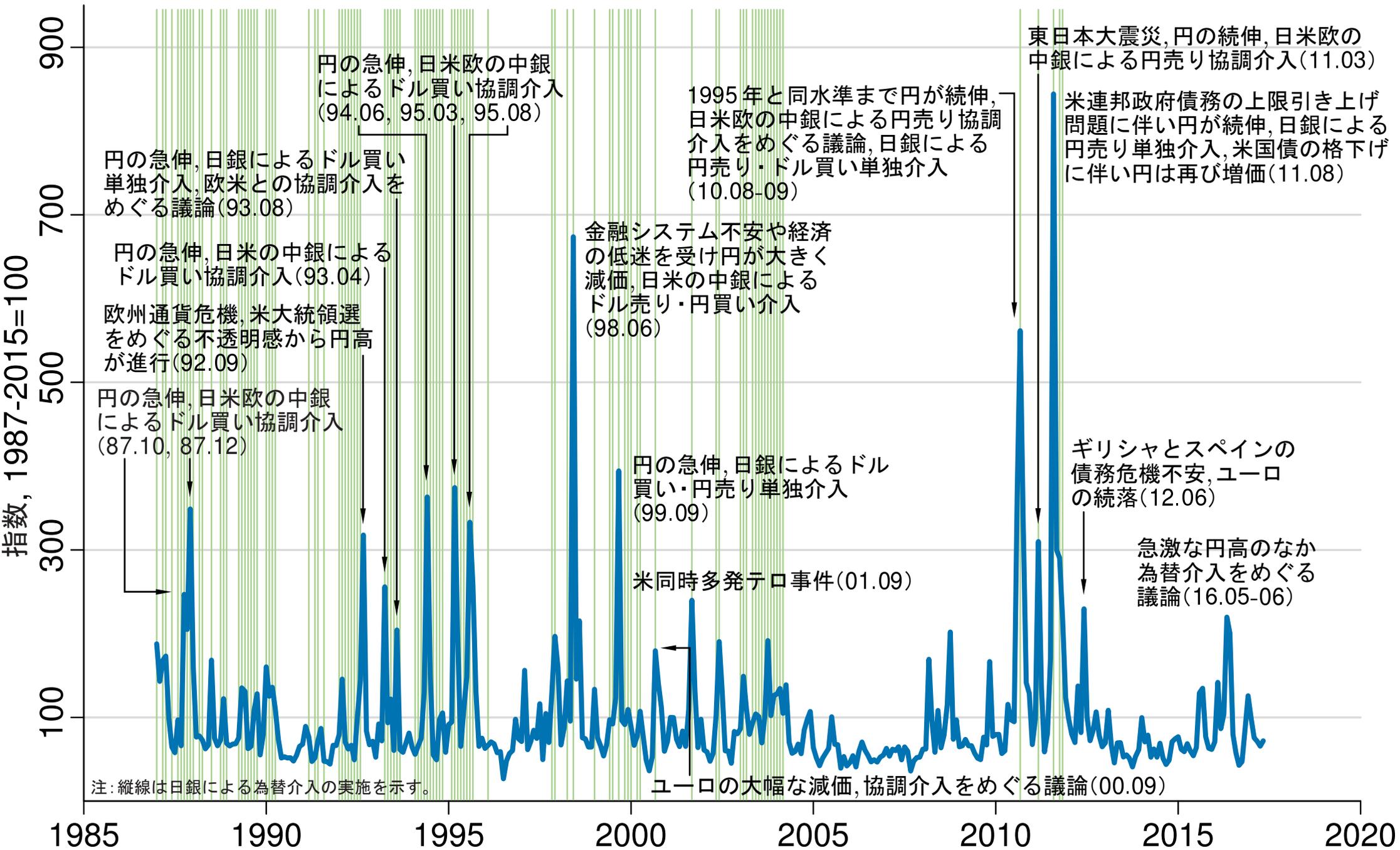


図9: 政策に関する不確実性の源泉

