

日本大学経済学部経済科学研究所研究会

【第210回】

2019年12月17日

2019年度講演会

「政策の不確実性と世界経済」

〈講師〉

独立行政法人 経済産業研究所

伊 藤

新

「政策の不確実性と世界経済」

独立行政法人 経済産業研究所研究員
伊藤 新

皆さん、こんばんは。

経済産業研究所の伊藤と申します。今日は「政策の不確実性と世界経済」について講演します。

皆さんの中で「政策の不確実性」という言葉を聞いたことがある方、どれくらいいらっしゃいますか……。少ないですね。

今日の主な聴講者は学生だと聞いています。分かりやすく、皆さんに興味を持ってもらえるよう話したいと思います。

澤田先生が講演日を今日17日に設定されました。先週起きた大きな二つの出来事を踏まえ、政策の不確実性について講演できると思いませんでした。あまりのタイミングの良さに正直驚いています。講演会を今日に設定された澤田先生は将来を見通す力が卓越しているなあと感服しました。そしてそんな澤田先生から教わっている学生の皆さんは恵まれていると思います。前置きはこれくらいにしておき、本題に入りましょう。

先週起きた二つの大きな出来事が何か、皆さんならすぐにおわかりでしょう。一つ目は、先週末にイギリスで総選挙が行なわれました。この選挙のことを新聞で読まれた方はどれくらいいらっしゃいますか……。そんなにいらっしゃらないですね。

イギリスでは2016年にEUからの独立の是非を問う国民投票が行われ、僅差ながらEUからの離脱を支持するほうが多くの票を獲得して離脱が決まりました。しかし16年から今年まで3年経っても離脱に向けた法案が成立せず、離脱がいつ実現するのかがずっと続いていた状況が続いていました。

なぜそうしたことが起きたのか。議会では与党と野党の勢力が拮抗しており、物事をスムーズに決められない状況にありました。しかしもういい加減に決着をつけようということで、EUを離脱するかしないかを大きな争点にして国民の審判を仰ぐための総選挙が先週行なわれました。

(資料1左上の図) その結果何が起きたか。与党保守党が、この図では青いバーで示されていますが、過半数の320 を大きく上回る365 議席を獲得しました。これを受けて、ジョンソン首相は1月

早々にも離脱に向けた法案を議会に提出すると表明しました。このことは、この3年間続いてきたイギリスのEU離脱を巡る不確実で不透明な状況を解消させたという意味で、イギリス国内の企業だけでなく、日本を始め世界中の企業にとって良いニュースとなりました。

選挙翌日のイギリスの株式市場では、前の営業日に比べて株価が5%以上も上昇しました。またイギリスの通貨であるポンドも、ドルに比べて価値が大きく上昇しました。イギリスのEUからの離脱を巡る不透明性が低下したこと、これが先週起きた大きな出来事の一つです。

もう一つの大きな出来事は、アメリカと中国の間で第1段階の通商合意が成立したことです。2016年にトランプ氏がアメリカ大統領に就任して以降、彼は「アメリカを再びグレートにする」ことを目指し、さまざまな政策を打ち出しました。通商面では、中国との貿易赤字を減らすため、大統領は中国からの輸入に対して関税を引き上げるなどの政策措置を講じました。一方、中国も報復措置としてアメリカからの輸入に対して関税を引き上げました。双方が関税の引き上げをし合う状況がここ数年続きました。

米中間の貿易摩擦がどこまでエスカレートするかという意味で、アメリカと中国の通商政策を巡る不確実性が非常に高まりました。しかし双方ともこの状況が続くのは望ましくないとして、第1段階の合意に至りました。これにより両国の通商政策を巡る不確実性は多少和らいだと思われています。

この合意を受けて、アメリカと中国の株式相場だけでなく、日本など当事国以外の国の株式相場も大きく上昇しました。これら二つの出来事は、株式市場や為替市場が政策の不確実性と関係があることを示す象徴的な事例と言えます。

政策の不確実性とは何か、これについては後ほど詳しく説明しますが、ここでは金融政策や貿易政策などの政策について、どのような政策措置がとられるか、いつから政策措置が実施されるかがはっきりしないという意味で不確実性・不透明性があるととらえてください。

皆さんの身近なところで例を挙げると、消費税率です。昨年10月に税率が8%から10%に上がりましたが、今後税率がどこまで上がるのか、

15%なのか20%以上なのかははっきりしません。その意味で消費税率の先行きに不透明性・不確実性があります。

政策の不確実性は皆さんの生活の一部に密着した重要なことなのですが、そもそもそれをどのようにしてとらえたいのでしょうか。ここでは、新聞記事を使って、政策の不確実性の度合いを数値化しようとする試みについて紹介します。

このアプローチを説明するときに分かりやすい例としていつも挙げるものがあります。それは風の強さの計り方です。いま、皆さんが部屋の中にいて建物の外の風が強いかどうか知りたいとしましょう。窓から外を眺めているだけでは風量はわからないと思います。風は色付けされておらず、直接観察することができません。でも風が強いかわ弱いかを知る方法があります。例えば街路樹が強く揺れているか、それともちょっとしか揺れていないかを確かめることによって、風が強いかわ弱いかを判別できます。つまり、街路樹の動きを見ることによって、風量の強弱を間接的にとらえるわけです。

これと全く同じで、政策の不確実性という実際に目にするのができないものを、あるものに着目することによって、不確実性が高いかわ低いかわを間接的にとらえるのです。先ほど挙げた例で街路樹に相当するのが、ここでは新聞記事になります。

新聞記事を活用し、どうやって政策の不確実性指標を作るかについては、後ほど詳しく話しますが、澤田先生が挨拶の中で触れたように、Baker, Bloom, Davisの3人の経済学者がこのアプローチを考案しました。

彼らは、世間で政策の不確実性が強まっている時には、おそらく新聞でそのことが頻繁に触れているはずだと考えました。新聞記者は社会で起きていることをしっかり取材し、取材からわかった重要なことを記事にして発信しているはずですが、したがって、政策の不確実性について書かれた新聞記事が多ければ多いほど、世間は政策に関する不確実性・不透明性という厚い雲に覆われていると見ることができます。

皆さんはこの想定を受け入れられるでしょうか。受け入れられたと見て先へ進みましょう。指数をどのようにして作るかについて話す前に、こ

のメジャーでどのような政策の不確実性をとらえようとしているかについて説明します。このメジャーではこれらの三つのことをとらえようとしています。

一つ目は、誰が政策を決めるかという意味での不確実性・不透明性です。分かりやすい例を挙げましょう。来年アメリカで大統領選挙が行われます。トランプ大統領を打ち負かすポテンシャルを持つ人が民主党の候補者として選出され、民主党候補者がトランプ大統領と激しい選挙レースを繰り広げると、どちらの党が政権を担うかという意味で不透明性が高まります。

二つ目は、どういう政策措置がいつとられるかという意味での不透明性・不確実性です。例えば首相が減税の実施を表明した時に、1世帯当たりどれだけ税負担が軽くなるのかははっきりしなければ、減税規模について不確実性・不透明性が残ります。そしてその措置の実施時期について、首相が今年から始めるのか、それとも翌年以降に始めるのかははっきり言わなければ、減税の開始時期について不透明性・不確実性が残ります。

三つ目は、政府が行う政策、ここでは過去のもの、これから行われようとしているものも含まれますが、それにより経済が受ける影響についての不透明性・不確実性です。

最後に、ここでいう政策には財政政策や金融政策など経済産業分野の政策に限らず、外交政策や安全保障政策など経済産業分野以外の政策も含まれます。分かりやすい例を挙げると、2002年にアメリカがイラク攻撃を計画していたときです。アメリカの中央銀行であるFRBのグリーンズパン議長は、それによってアメリカ経済が悪影響を受ける可能性があるという強い警告を発しました。アメリカの安全保障政策を巡る不確実性についての良い一例です。

では指数の作成方法の説明に移りましょう。やっていることは非常に単純です。新聞記事データベースを使って、いくつかの用語を含む新聞記事の数をカウントし、記事数を基に指数を作ります。まずアメリカの指数について説明します。

(資料2) Davis教授らは、アメリカの指数を作るため、これら三つのカテゴリーの用語を少なくとも一つ含む新聞記事の数をカウントしました。一つ目はEconomyのカテゴリーで、経済や景気を表

す用語です。二つ目はPolicyのカテゴリーで、政策に関する用語です。規制、議会、財政赤字、ホワイトハウス、FRBなどです。これらの用語は、政策の不確実性について書かれた記事の中で頻繁に登場する政策関係の用語の中から選び出されたものです。最後はUncertaintyのカテゴリーで、不透明や不確実を表す用語です。

アメリカでは多くの新聞で記事データベースが整備されており、1985年以降の記事検索が可能です。そこで彼らはウォール・ストリート・ジャーナルなど主要10紙の新聞記事を基にして1985年1月から月次指数を作っています。

(資料3) 日本については、私とDavis教授を中心とする研究グループが、アメリカの指数の作成方法に倣って指数を作っています。この三つのカテゴリーは先ほど見せたアメリカのものと同じです。すなわち、Economyに関するカテゴリー、Uncertaintyに関するカテゴリー、Policyに関するカテゴリーです。Uncertaintyに関するカテゴリーでは、不透明、不確実、不確定、不安という四つの用語を使用しています。Policyに関する用語はアメリカよりも数が格段に多いです。税制、課税、歳出、財源、予算、国債、政府債務、財政赤字、日本銀行、中央銀行、規制、法案、衆議院、国会、首相などの用語を使っています。

本当はアメリカと同様の方法でPolicyに関する用語を選ぶのが望ましいですが、今はそれができていません。ここではアメリカの作業で得られた類出用語を参考にして用語を選んでいきます。今後、学生たちの協力を得て、新聞記事の精読作業から得られた情報を基にPolicyに関する用語を改訂する予定です。

日本の指数は朝日新聞、毎日新聞、日経新聞、読売新聞の全国紙4紙に掲載された記事を基にして作られています。なぜこの4紙か。これらの新聞のデータベースでは、1987年以降の記事検索が行えるためです。

なぜ長い期間に渡って指数を作る必要があるのか。一つの理由は、計量経済学の手法を使って、政策不確実性指数とマクロ経済変数や金融市場変数との関係性を分析するとき多くのデータが必要となるためです。できるだけ過去に遡って指数を作るという目的からこの4紙を使っています。

(資料4) これは1985年1月から2019年11月までの

アメリカの政策不確実性指数を描いたものです。横軸は1985年の1月、2月、3月、4月……と各月を表します。縦軸は政策不確実性の度合いを示します。指数は1985年から2009年までの長期平均がちょうど100となるように作られています。指数が下へ行けば行くほど政策に関する不確実性の度合いが低い、逆に上に行けば行くほど政策に関する不確実性の度合いが高いことを示しています。

アメリカでは政策の不確実性が高い時期が何度かありました。一つ目は、1990年代前半の湾岸戦争や2000年代前半の同時多発テロ事件とイラク戦争の時です。安全保障政策を巡る不確実性が大きく高まりました。

二つ目は、2000年代後半の世界金融危機や2010年代前半の財政問題の深刻化と政府機関の閉鎖の時です。財政政策や金融政策など経済産業分野の政策を巡る不確実性が著しく強まりました。

最後に、トランプ氏が大統領選挙で勝利した2016年以降に目を向けると、指数はこの30年で何度も最高値に迫っていることが見て取れます。トランプ政権が発足して以降、政策の不確実性、とりわけ貿易政策について不確実性が高まったと言われていますが、新聞報道を基にした指数からもそのことがはっきりと読み取れます。

(資料5) これは中国における政策不確実性指数です。この指数は香港で発行されているサウスチャイナ・モーニング・ポストという英字新聞を使って作られています。記事検索にはアメリカの指数と似た用語セットが使われています。指数は1995年から2011年までの平均が100となるように作られています。

中国の指数は2017年にトランプ政権が発足して以降、過去四半世紀には見られなかった水準にまでたびたび上昇しています。皆さんがすでにお気づきのとおり、これはアメリカとの間で始まった貿易摩擦、アメリカと中国の通商政策を巡る不確実性の高まりを反映しています。

仔細に見ると、指数は今年の10月にピークを迎え、減少に転じています。先週第1段階の通商合意が成立したので、今月の指数はさらに低下するかもしれません。しかし、トランプ大統領は第2段階の合意に向けた交渉に着手する意向を示しています。第2段階の交渉がどうなるかという意味で不確実性が高まるようだと、12月に指数は上昇

するでしょう。

(資料6) これはイギリスの政策不確実性指数を描いたものです。この指数はタイムズなど主要11紙の新聞記事を基にして作られています。記事検索にはアメリカの指数と似た用語セットが用いられています。指数は1998年から2011年までの平均が100となるように作られています。

イギリスの指数は2016年に行われた国民投票のあと非常に高く上昇しました。その後、指数はいったん低下しました。しかし下院の総選挙で与党保守党が大敗。そしてメイ首相がEUからの離脱を目指してEU側と協定案を結んだものの、議会で強い反対に直面し法案をなかなか成立させることができない。こうした政治的に不安定な状況を受けて、指数は再び上がっています。直近では2019年7月、ジョンソン氏が首相に就任したとき、指数は50を上回る大きさで上昇しています。

(資料7) これは日本における政策不確実性指数です。指数は1987年から2015年までの平均が100となるように作られています。政策を巡る不確実性が著しく高まった時期が何度か見られます。一つ目は、1990年代後半です。アジアで通貨危機が起きたり、銀行が倒産したり、国会では衆議院と参議院で多数派の政党が異なる、いわゆるねじれ現象が生じたりした時期です。

二つ目は、2000年代後半の世界金融危機、2010年のギリシャ危機や鳩山首相の辞任、2011年8月のアメリカでの財政問題の深刻化、ヨーロッパでの政府債務危機、菅首相の辞任の時期です。

三つ目は、2016年前半です。日銀がこれまでにない新たな政策、すなわちマイナス金利政策を導入したり、安倍首相が消費税率引き上げの再延期を発表したりしました。

(資料8) これまで日本と海外のいくつかの国の政策不確実性指数を見てきました。では世界全体に目を向けてみましょう。これは世界全体の政策不確実性指数を描いたものです。この指数は21か国の指数を各国の経済規模であるGDPを基にしたウェイトで加重平均し算出されています。

世界全体の指数は2016年から17年にかけて急激に上がったあと、減少に転じました。しかし指数は2018年から再び急上昇しています。この上昇はアメリカと中国の通商政策を巡る不透明性が高まったことによるものです。このことを裏付ける

ように、指数が大きく跳ね上がっているところは、トランプ大統領が中国からの輸入に対して関税の引き上げを明らかにしたり、中国が報復措置としてアメリカからの輸入に対して関税を引き上げたりするなど貿易政策に関連する重要な出来事が起きたときと合致しています。

(資料9) これはアメリカにおける通商政策不確実性指数を描いたものです。1985年から2015年までの約30年間、1990年代前半の一時期を除けば、指数は非常に低い水準で推移していました。しかしトランプ政権が発足して以降、指数はかつていない水準まで大きく上昇しています。

(資料10) これは日本の通商政策不確実性指数です。アメリカの通商政策不確実性指数と歩調を合わせるように、指数は2018年から上昇傾向を示しています。米中間の貿易紛争の影響が、それらの国の貿易相手国にも及んでいることが分かります。

アメリカの指数には見られないが日本の指数に見られる特徴として、2010年から2016年までの指数の上昇が挙げられます。指数はTPP(環太平洋パートナーシップ)協定に関連する出来事が起きたあたりで大きく跳ね上がっています。例えば11年11月です。このときTPP協定の交渉に参加するかどうかを巡って与党民主党内で激しい対立が起きました。TPPへの参加を支持するグループと参加に反対するグループが互いに譲らず、膠着状態に陥りました。また15年10月、アメリカのアトランタでTPP協定の大筋合意に向けた参加国間の閣僚会合が開かれました。難航していた自動車分野で決着がどう図られるか大きく注目されました。さらに16年1月にはオバマ政権の任期中にTPP協定が連邦議会で承認されるかどうかについて不安が高まりました。

最後に、貿易政策問題と金融市場、とりわけ株式市場との関係性についての最新の研究をいくつか紹介します。

冒頭で話したように、総選挙での勝利を受けて、ジョンソン首相がEUからの一刻も早い離脱を表明したこと、そして米中貿易交渉で第1段階の合意が成立したことを受けて、世界中の株式相場が大きく上昇しました。貿易政策に関して良いニュースが伝わると株価が大きく上昇し、それとは逆に貿易政策について悪いニュースが伝わると

株価が大きく下がる、そういう関係性が推測されます。

では昔まで遡ったときに貿易政策問題と株式相場の関係性にどのような特徴があるのでしょうか。Davis教授たちはアメリカの過去120年の株価データを用いて、このことを調べています。その研究について簡単に説明します。はじめに彼らは1900年から直近の2019年8月までの株式相場の日次データを集め、前の営業日と比べて株価が2.5%を上回って上がった場合、もしくは下がった場合を株価の大きなジャンプと識別しました。1900年から2017年までの間で株価の大きなジャンプが見られたのは1103日でした。また18年から19年8月までの間には13日ありました。

次に彼らはこの1103日のそれぞれの日について、何が原因で株価の大きなジャンプが生じたかを明らかにするため、多くの学生を研究補助者として雇い、学生たちに翌日のウォール・ストリート・ジャーナルを読ませました。学生たちは前日の株価が大きく動いた原因について書かれた記事を見つけ出し、それを丁寧に読んで列挙されている原因をノートにすべて書き留めました。

その結果、1103日のうち通商政策が原因で株価が大きく動いたのは7日でした。これを割合で示すと、0.6%です。しかし2018年3月にトランプ大統領が鉄鋼やアルミニウムに高い関税を課すことを決定してからの期間に限ってみると、株価の大きなジャンプがあった13日のうち通商政策がその原因となったのは5日でした。割合で表すと、38.5%です。

以上をまとめると、過去120年間、貿易政策の問題はアメリカの株式市場において存在感が小さかったのですが、この2年で存在感が一気に高まった、約6倍に増えたということです。この研究と同様の方法を用いて、日本の株式市場ではどのような特徴が見られるかを調べることはとても面白いと思います。

(資料11) これは貿易政策に関する問題が株式相場のボラティリティー、すなわち月間の株価の上下変動の度合いとどう関係しているかを示した図です。これもまたDavis教授たちの研究グループによる研究結果です。はじめに彼らは、株価のボラティリティーについて書かれた記事を集集し、

学生たちにそれらを読ませ、ボラティリティーが大きくなった原因として貿易政策の問題を挙げている記事を特定させました。次にその特定された記事が全体の記事に占める割合を算出しました。この図はそうして算出された割合を月ごとに描いたものです。縦軸の20は、全体の記事に占める割合が20%であることを表します。

1985年以降の35年間を見ると、割合は92年から95年まで比較的高くなっています。これはアメリカ、カナダ、メキシコが参加する北米自由貿易協定（NAFTA）の交渉・合意・批准・施行までの時期に当たります。その後、割合は5%を下回る水準で推移しています。しかし、トランプ大統領がこれまでの貿易体制の秩序を破壊するような貿易政策を始めた18年以降、貿易政策問題を原因に挙げる記事の割合が非常に大きくなっています。

以上をまとめると、貿易政策に関する問題は過去30年間、アメリカの株式市場において大した問題ではありませんでした。しかし、この数年で様相が激変しました。今や貿易政策問題は株式市場において非常に重要な問題になっています。

では、これまで話したことをまとめます。これらの4つに集約されます。第一に、新聞報道を基にした世界の政策不確実性指数は、2018年以降、何度も史上最高値を更新しています。指数がピークに達するところはアメリカと中国の貿易政策の動きとよく対応しています。

第二に、アメリカとの間で貿易摩擦がエスカレートしている中国では、政策不確実性指数がこの数年で劇的に上昇しています。

第三に、アメリカと中国の間での貿易摩擦の影響は、日本など両国の貿易相手国にも及んでいます。この数年、日本の通商政策不確実性指数は非常に高い水準で推移しています。経済がグローバル化しており、二国間の対立の影響は世界中に伝播してしまいます。現在、通商政策は財政政策に次いで日本における政策不確実性の発生源となっています。

第四に、この数年、貿易政策問題はアメリカの株式市場において非常に重大な問題となっています。

ご清聴ありがとうございました。

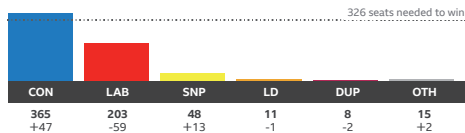
最近の大きな出来事

BBC Home News Sport Reel Worklife Travel Future

NEWS

Election 2019

UK results: Conservatives win majority
After 650 of 650 seats declared



英国の総選挙



資料1

Baker-Bloom-Davisによる米国の政策不確実性指数

- 主要10紙に掲載された記事の中から、次の各カテゴリーの用語を少なくとも1つ含む記事を新聞別に月単位で収集
 - ▶ **Economy**: {economy or economic}
 - ▶ **Policy**: {congress, congressional, regulation, regulations, regulatory, legislation, legislature, legislative, white house, deficit, deficits, federal reserve, or the Fed}
 - ▶ **Uncertainty**: {uncertainty, uncertainties, or uncertain}
- 同じ月の総記事数を用いて相対記事数を算出

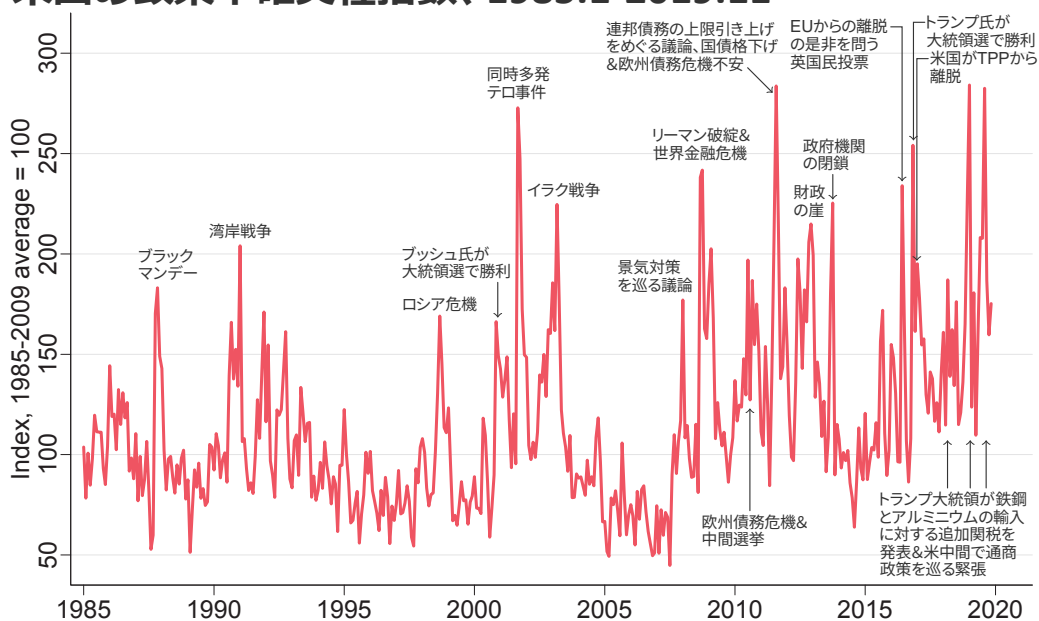
資料2

日本の政策不確実性指数

- 主要4紙に掲載された記事のなかから次の各カテゴリの用語を少なくとも1つ含む記事を新聞別に月単位で収集
 - ▶ **Economy:** { 経済 or 景気 }
 - ▶ **Policy:** { 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 参院 or 参議院 or 衆院 or 衆議院 or 国会 or 首相 or 総理 or 官邸 }
 - ▶ **Uncertainty:** { 不透明 or 不確実 or 不確定 or 不安 }
- 季節調整や標準化などいくつかの処理をおこなったあと1987年から2015年までの平均が100となる指数を算出

資料3

米国の政策不確実性指数、1985.1-2019.11



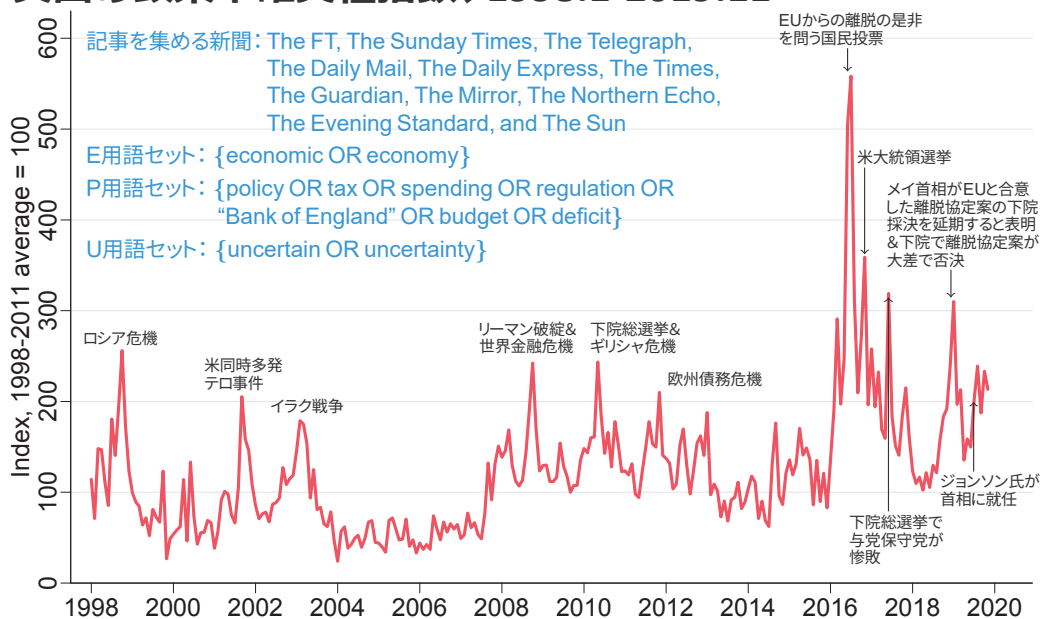
資料4

中国の政策不確実性指数、1995.1-2019.11



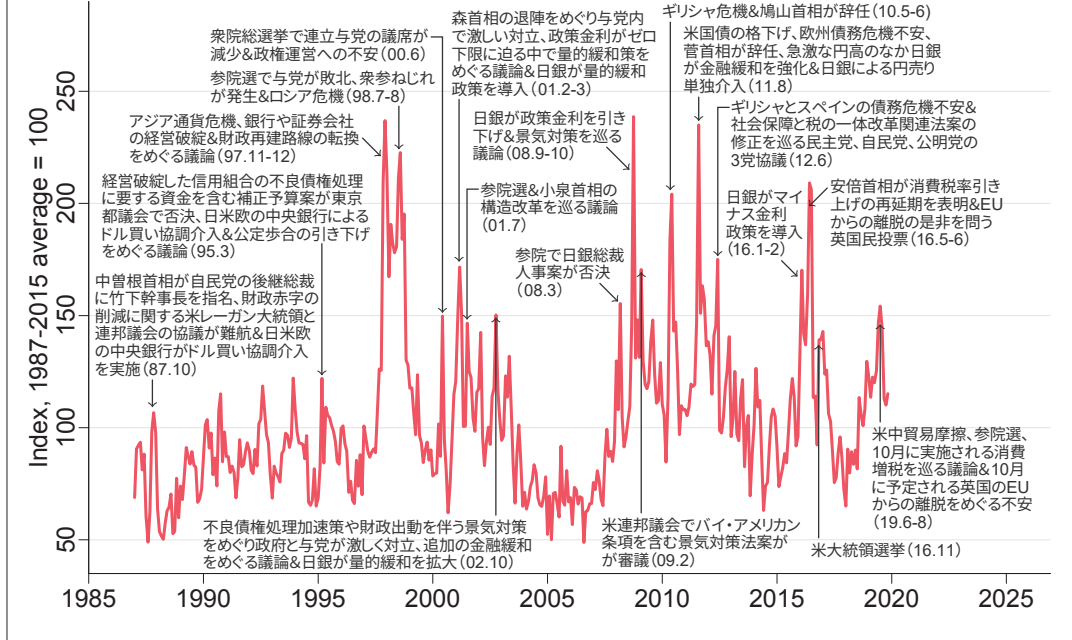
資料5

英国の政策不確実性指数、1998.1-2019.11



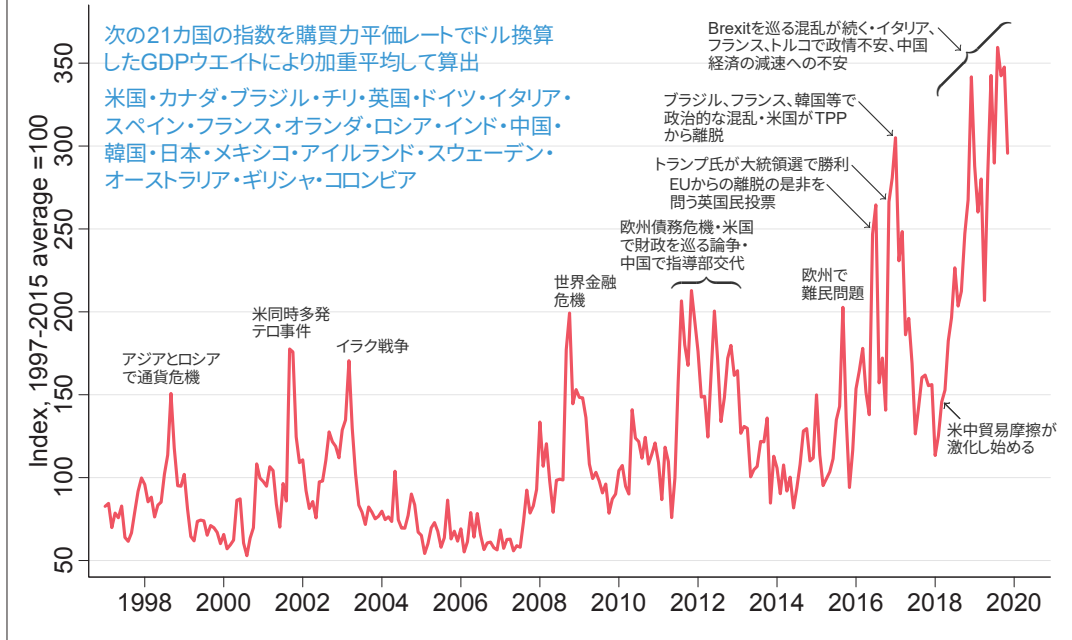
資料6

日本の政策不確実性指数、1987.1-2019.11



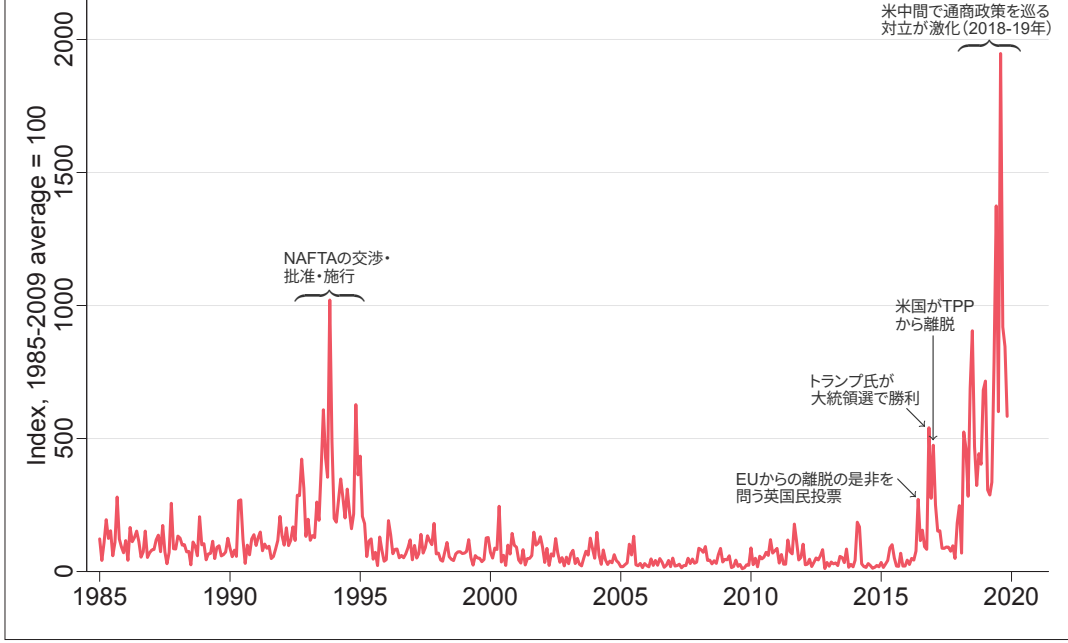
資料7

世界の政策不確実性指数、1997.1-2019.11



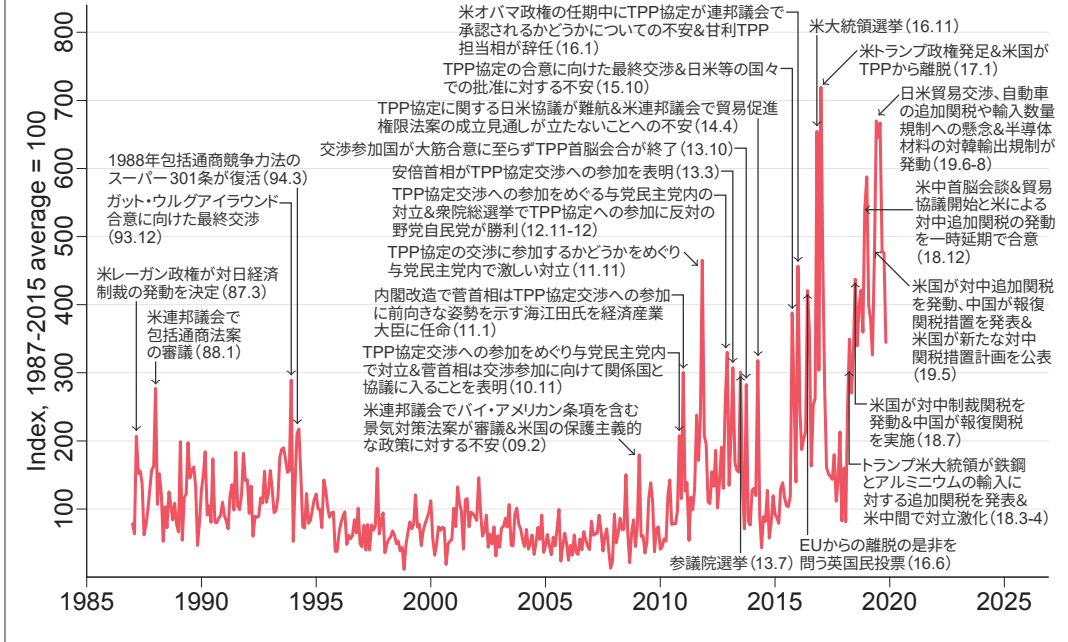
資料8

米国の通商政策不確実性指数、1985.1-2019.11



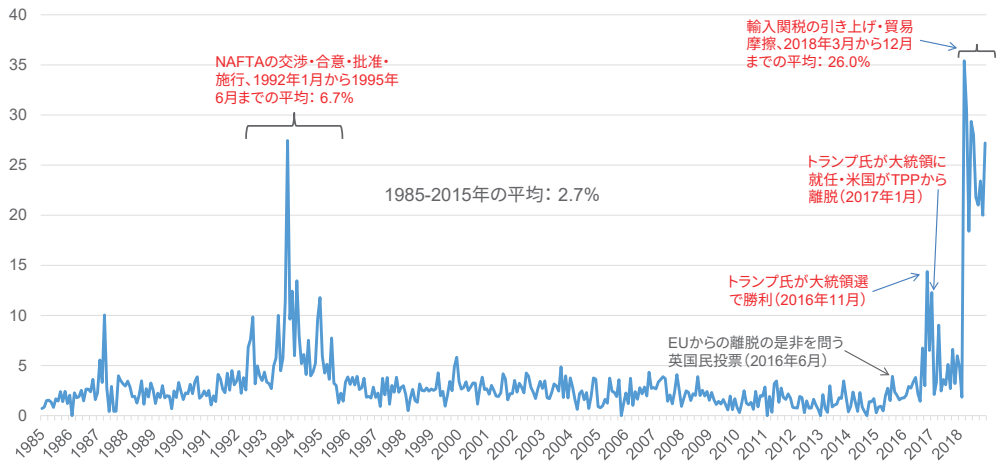
資料9

日本の通商政策不確実性指数、1987.1-2019.11



資料10

貿易政策問題と株式のボラティリティー



注：米国の主要11紙に掲載された記事のうち、株価のボラティリティーに関する記事と(株価のボラティリティー+貿易政策)に関する記事を自動的に読み込んだのち割合を算出。
出所：Baker et al. (2019a)

参考文献

Baker, Scott R., Nick Bloom, Steven J. Davis and Kyle J. Kost (2019). "Policy News and Stock Market Volatility." NBER Working Paper No. 25720.

資料11