

令和 6 年 6 月 12 日現在

機関番号：17301

研究種目：基盤研究(B)（一般）

研究期間：2020～2023

課題番号：20H01499

研究課題名（和文）経済政策不確実性が我が国現物経済に与える影響：マイクロデータからのアプローチ

研究課題名（英文）The effect of economic policy uncertainty on Japanese economy

研究代表者

森保 洋（Moriyasu, Hiroshi）

長崎大学・経済学部・教授

研究者番号：10304924

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 13,900,000円

研究成果の概要（和文）：経済政策の不確実性が高まると、株価の共通性が高まり、株式流動性およびその共通性が低下することが明らかになった。つまり、経済政策不確実性が高まると、個々の企業の業績よりも、市場全体の影響を受けやすくなるため、投資家は個々の企業を分析して投資するよりも、市場全体に投資する傾向が強くなる。また、経済政策不確実性が高まると、将来の予測が難しくなり、投資家間の情報処理能力の差が大きくなるため、株式流動性およびその共通性が低下すると考えられる。

研究成果の学術的意義や社会的意義

他国において検証されていた、経済政策不確実性と株価共通性の関係について、我が国においても整合的な結果が得られることを明らかにした。また、経済政策不確実性と株式流動性の共通性の関係を明らかにした研究は今まで存在せず、経済政策不確実性と金融市場の関係についての学術的貢献は大きいと考えられる。また、経済政策不確実性の水準が、企業のディスクロージャーと株価共通性、株式流動性の共通性の関係に影響を与えることを示し、企業のディスクロージャーのあり方についても新しい知見をもたらした。

研究成果の概要（英文）：This study examines the impact of economic policy uncertainty (EPU) on stock market behavior, revealing a significant increase in stock price synchronicity as EPU rises. Concurrently, stock liquidity and commonality in liquidity tend to decrease. These findings suggest that heightened EPU prompts investors to favor broader market investments over individual stock analysis, making them more responsive to overall market movements rather than the performance of specific firms. Moreover, the increased EPU complicates future market predictions, exacerbating disparities in information processing abilities among investors. Consequently, this leads to diminished liquidity and reduced commonality in stock liquidity.

研究分野：計量ファイナンス

キーワード：経済政策不確実性

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

## 1. 研究開始当初の背景

近年、世界的な経済政策不確実性(Economic Policy Uncertainty、以下EPUと略す)が増大している。欧州における Brexit 問題は欧州内外の企業活動・労働市場に大きな影響を与え、米中貿易紛争や日韓の政治的対立は国際的サプライチェーン・マネジメントを困難にし、投資家行動にも影響を与えている。このように、将来の政策が不透明な場合、EPUに直面する企業・家計は経済活動を抑制し、実物経済に負の影響を与えると予想される。

不確実性に直面する経済主体の分析は経済学の主要テーマの一つであり、数多くの分析が行われてきた。一方、EPUというリスクに焦点を絞った実証分析は積極的に行われてこなかった。その理由としては、EPUを定量化することが困難であったことが挙げられる。

Baker et al. (2016)は新聞記事のテキストマイニングから政策不確実性指数を算出することで、この問題解決の突破口を提示した。この指数を利用した実証分析は、欧米で企業金融分野を中心に急速に進んでいる。我が国においても、Arbatli Saxegaard et al. (2022)が同様の手法で政策不確実性指数を算出・公表することで、我が国に対する実証分析を行う素地が整った。

この指数は国際的に統一された基準で算出されているため、EPUに関する国際比較分析を可能にする。一方、各国固有の政治システムなどは取捨されて算出される特性上、我が国についてより精度の高い分析には、補完的な指数・尺度の利用が必要である。

## 2. 研究の目的

本研究計画の目的は、経済主体が直面する不確実性の中でも、今まで明示的に実証分析がなされてこなかった、EPUが我が国実物経済へ与える影響を明らかにすることである。この分野の研究は、欧米を中心に近年急速に発展している。一方、欧米の知見がそのまま我が国の経済政策に応用できるとは考えにくい。なぜなら、我が国の政治システムは政権交代が起きても政策立案組織である官僚機構が変化しない等の特色を有しており、経済主体のEPUに対する反応は、欧米諸国における反応と異なる可能性が高いからである。よって、我が国を対象とした実証分析は、効果的な経済政策を行う上で非常に重要なテーマである。

## 3. 研究の方法

EPUは実物経済に、金融市場を通じて影響を与えると考えられる。本研究計画ではこれらにたいして、以下の点に焦点を当て研究を行った。

### 金融市場に与える影響

EPUの増大は、経済の先行きに関する不透明性を強め、株価ボラティリティの増加に結びつく可能性がある。また、私的情報を持つ投資家と、そうでない投資家の情報差が大きくなり、情報の非対称性が増大することも予想される。これらの現象は株式流動性を低下させ、株式市場の質を毀損することが予想される。

本テーマでは東証1部上場の全企業について、ボラティリティや株式流動性尺度、情報の非対称性尺度(PIN等)を、日中の取引がすべて記録されているティックデータから構築し、政策不確実性指数がこれらの尺度に与える影響をパネルデータ分析する。

金融市場は短時間で大きく変動するため、EPUを日次レベルで推定できると、市場クラッシュの分析等において、より高い精度の分析が行えることが期待される。よって、日々の政策不確実性に関する新聞記事データを逐次的に取り込み、指数を更新していく状態空間モデルを構築し、日次レベルの指数構築とその応用にも同時に取り組む。

### 市場に流入する情報の影響

金融市場における投資活動において、アナリストや経営者が提示する業績予想は株価形成の重要な決定要因の一つである。EPUの増大は、経営者やアナリストのマクロ経済に対する見通しを不確実なものにし、その結果、業績予想を困難にさせると考えられる。この業績予想の精度が低下すれば、投資家の株価発見能力が低下する可能性がある。また、不確実性増大による株価ボラティリティ増加・株式流動性の減少を誘発することで、株式市場全体の質が低下する可能性がある。

本テーマでは、証券アナリストおよび経営者の利益予測が、EPUにどの程度の影響受けるのかを、東証1部上場全企業を対象にマイクロレベルデータで実証分析し、影響を受けやすい企業の特徴を明らかにする。企業特性としては、コーポレートガバナンス構造、過去の経営者予想の精度、企業が属する業種などに着目する。

#### 4. 研究成果

本研究期間において8編の論文を執筆し、8回の学会報告を行った。以下では、研究によって得られた明確な結果についての概略を述べる。

(1) EPUと株価共通性の関係について分析を行った。株価共通性は、個別の株価が市場全体の動きや特定の業種全体の動きとどの程度同期しているか、つまり、個別株価の変動が市場全体の変動や業種全体の変動とどれほど連動しているかを示す指標である。具体的には、マーケットモデルを推定することによって得られる決定係数を利用して推定される。EPUが高まった状況では、投資家は個々の企業の業績よりもマクロ経済要因を重視する傾向があるため、投資戦略を個々の企業ではなく、より広範な市場と相関が高い上場投資信託や投資信託、指数先物へとシフトさせることが予想される。その結果、個々の企業間の株価相関が強まるため、株価共通性の上昇が見込まれる。

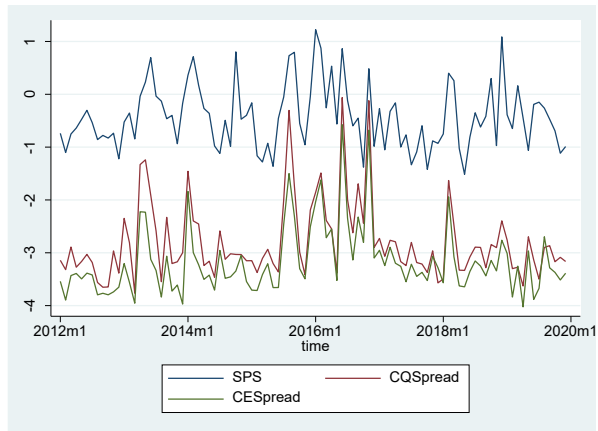


図1：推定された株価共通性(SPS)と株式流動性の共通性(CQSpread, CESpread)

この仮説を検証するため、まず2012年から2019年までの東京証券取引所第一部に上場している企業を対象に、株価共通性を推定した。この結果、サンプル期間における株価共通性のピーク値は2016年1月であることが示された(図1)。これは日本銀行がマイナス金利政策を導入した時期と一致する。さらに、パネル回帰分析を行ったところ、EPUの増大は、株価共通性を増加させることが明らかになった。したがって、EPUの増大は投資家の個々の企業に対する価格発見能力を低下させる可能性があることが示唆される。

(2) EPUの増大が株式流動性にどのような影響を与えるかについて分析を行った。株式流動性は、投資家間の情報の非対称性を表す尺度とも捉えることができる。EPUが増大すれば将来に対する不確実性が高まるため、市場に流入する情報に対する解釈が、不確実性が低い場合に比べ難しくなる。したがって、投資家間の情報処理能力の差が顕著に表れ、結果として情報の非対称性を表す株式流動性も低下する事が予想される。

実証分析の結果はこの予想と整合的なものであり、EPUの増大が流動性の低下をもたらすということが明らかになった。ここで利用した流動性尺度は個別株式の日次収益率から推定したAmihudのIlliquidity、日中のすべての取引データが記録されているティックデータから構築したQuoted Spread, Effective Spreadであるが、すべての流動性尺度について整合的な結果が得られている。

(3) EPUと株式流動性の共通性については、EPUが増大すると、株式流動性の共通性も増大することが実証分析から示された。ここで、株式流動性の共通性はHameed et al. (2010)に従い推定を行っている。すなわち、個別株式の流動性尺度の日次差分を、株式流動性の市場平均の日次差分に回帰することによって得られる決定係数から算出している。推定された株式流動性の共通性は、株価共通性とほぼ同様に変動している(図1)。また、最も高い株価共通性の共通性は、2016年6月であることが示された。この時期は最もEPUが高かった時期と符合する。

EPUの増大が株式流動性の共通性を増大させるという結果は、EPUが高まると、上場企業すべてに関する投資家間の情報の非対称性が大きくなり、株式流動性を等しく減少させる可能性が高い事を表している。これより、EPUが急激に高まると市場全体に対する株式流動性が枯渇する危険性があることが示唆される。

(4) EPUと株価流動性・株式流動性の共通性との関係に、市場に流入する情報がどのような影響を与えるのかについて分析を行った。市場に流入する情報の代理変数として、東京証券取引所を通じて各上場企業が行う適時開示情報を利用している。分析の結果、適時開示情報の公開は、株価共通性、株式流動性の共通性の両者を軽減する働きがあり、適時開示情報が個別株式の価格

発見や投資家間の情報の非対称性緩和に貢献していることが明らかになった。一方、EPUが高水準にあるとき、これらの緩和効果は低EPU期に比べ減少する事も明らかになった。これらの結果は、企業の経営者はEPUの金融市場のインパクトを避けるため、適切な情報開示を行う必要があることを示唆している。

<引用文献>

Arbatli Saxegaard, E.C., Davis, S.J., Ito, A., Miake, N., 2022. Policy uncertainty in Japan. *J.*

*Jpn. Int. Econ.* 64, 101192. <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2022.101192>

Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S.J., 2016. Measuring Economic Policy Uncertainty. *Q. J. Econ.*

131, 1593–1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>

Hameed, A., Kang, W., Viswanathan, S., 2010. Stock market declines and liquidity. *J. Finance*

65, 257–293. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01529.x>

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計8件（うち査読付論文 8件/うち国際共著 1件/うちオープンアクセス 2件）

|  |                               |
|--|-------------------------------|
| 1. 著者名<br>Aman Hiroyuki, Moriyasu Hiroshi  | 4. 巻<br>82                    |
| 2. 論文標題<br>Effect of corporate disclosure and press media on market liquidity: Evidence from Japan   | 5. 発行年<br>2022年               |
| 3. 雑誌名<br>International Review of Financial Analysis   | 6. 最初と最後の頁<br>102167 ~ 102167 |
| 掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子)<br>10.1016/j.irfa.2022.102167   | 査読の有無<br>有                    |
| オープンアクセス<br>オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難   | 国際共著<br>-                     |
| 1. 著者名<br>Boullifa Hichem, Uchida Konari   | 4. 巻<br>64                    |
| 2. 論文標題<br>Like father, like son: Who creates listed subsidiaries?   | 5. 発行年<br>2022年               |
| 3. 雑誌名<br>Journal of the Japanese and International Economies  | 6. 最初と最後の頁<br>101205 ~ 101205 |
| 掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子)<br>10.1016/j.jjie.2022.101205   | 査読の有無<br>有                    |
| オープンアクセス<br>オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難   | 国際共著<br>-                     |
| 1. 著者名<br>Tetsuya Kawamura, Tomoharu Mori, Taizo Motonishi, Kazuhito Ogawa   | 4. 巻<br>15                    |
| 2. 論文標題<br>Positive versus Negative Graphics for Increasing Attendance in a Cardiovascular Disease Prevention Program: A Randomized Controlled Trial | 5. 発行年<br>2022年               |
| 3. 雑誌名<br>Journal of Behavioral Economics and Finance  | 6. 最初と最後の頁<br>22-30           |
| 掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子)<br>10.11167/jbef.15.22  | 査読の有無<br>有                    |
| オープンアクセス<br>オープンアクセスとしている（また、その予定である）  | 国際共著<br>-                     |
| 1. 著者名<br>Kamamura Tetsuya, Koyama Yuhsuke, Mori Tomoharu, Motonishi Taizo, Ogawa Kazuhito   | 4. 巻<br>-                     |
| 2. 論文標題<br>Loot box gambling and economic preferences: a survey analysis of Japanese adolescents and young adults                                    | 5. 発行年<br>2022年               |
| 3. 雑誌名<br>Applied Economics  | 6. 最初と最後の頁<br>1 ~ 17          |
| 掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子)<br>10.1080/00036846.2022.2138817  | 査読の有無<br>有                    |
| オープンアクセス<br>オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難   | 国際共著<br>-                     |

|  |                         |
|--|-------------------------|
| 1. 著者名<br>Nakao Yoko M, Gale Chris P, Miyazaki Kei, Kobayashi Hajime, Matsuda Ayako, Nadarajah Ramesh, Motonishi Taizo | 4. 巻<br>30              |
| 2. 論文標題<br>Impact of a national screening programme on obesity and cardiovascular risk factors                         | 5. 発行年<br>2022年         |
| 3. 雑誌名<br>European Journal of Preventive Cardiology  | 6. 最初と最後の頁<br>331 ~ 339 |
| 掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子)<br>10.1093/eurjpc/zwac283   | 査読の有無<br>有              |
| オープンアクセス<br>オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難   | 国際共著<br>該当する            |

|  |                               |
|--|-------------------------------|
| 1. 著者名<br>Huang Yong, Uchida Konari, Yu Xuanying, Zha Daolin                         | 4. 巻<br>69                    |
| 2. 論文標題<br>Market timing in private equity placements: Empirical evidence from China | 5. 発行年<br>2021年               |
| 3. 雑誌名<br>Pacific-Basin Finance Journal  | 6. 最初と最後の頁<br>101642 ~ 101642 |
| 掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子)<br>10.1016/j.pacfin.2021.101642                             | 査読の有無<br>有                    |
| オープンアクセス<br>オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難   | 国際共著<br>-                     |

|  |                     |
|--|---------------------|
| 1. 著者名<br>山根智沙子, 阿萬弘行, 本西泰三                      | 4. 巻<br>56          |
| 2. 論文標題<br>大学生のお金に対する禁忌感の意識調査 : 金融リテラシー・家庭環境との関係 | 5. 発行年<br>2021年     |
| 3. 雑誌名<br>証券経済学会年報                               | 6. 最初と最後の頁<br>63-77 |
| 掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子)<br>なし                   | 査読の有無<br>有          |
| オープンアクセス<br>オープンアクセスとしている(また、その予定である)            | 国際共著<br>-           |

|   |                               |
|---|-------------------------------|
| 1. 著者名<br>Kawamura Tetsuya, Mori Tomoharu, Motonishi Taizo, Ogawa Kazuhito  | 4. 巻<br>60                    |
| 2. 論文標題<br>Is Financial Literacy Dangerous? Financial Literacy, Behavioral Factors, and Financial Choices of Households | 5. 発行年<br>2021年               |
| 3. 雑誌名<br>Journal of the Japanese and International Economies   | 6. 最初と最後の頁<br>101131 ~ 101131 |
| 掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子)<br>10.1016/j.jjie.2021.101131  | 査読の有無<br>有                    |
| オープンアクセス<br>オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難  | 国際共著<br>-                     |

〔学会発表〕 計8件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 3件）

|  |
|--|
| 1. 発表者名<br>Uchida Konari   |
| 2. 発表標題<br>Value of Payouts in the Course of Corporate Governance Reform |
| 3. 学会等名<br>The 34th Asian Finance Association Annual Meeting (国際学会)      |
| 4. 発表年<br>2022年  |

|  |
|--|
| 1. 発表者名<br>内田交謹  |
| 2. 発表標題<br>Value of Payouts in the Course of Corporate Governance Reform |
| 3. 学会等名<br>日本経営財務研究学会第46回全国大会  |
| 4. 発表年<br>2022年  |

|  |
|--|
| 1. 発表者名<br>Hiroyuki Aman, Taizo Motonishi, Chisako Yamane                                  |
| 2. 発表標題<br>Financial Ethics and Risky Assets Investment: Evidence from Households in Japan |
| 3. 学会等名<br>JFA-PBFJ Special Issue Conference (国際学会)  |
| 4. 発表年<br>2022年  |

|  |
|--|
| 1. 発表者名<br>阿萬弘行, 春日 教測, 本西泰三, 山根智沙子        |
| 2. 発表標題<br>個人のサステイナブル投資への選好 - モラルとリテラシーの効果 |
| 3. 学会等名<br>日本ファイナンス学会第29回大会                |
| 4. 発表年<br>2021年                            |

|   |
|---|
| 1. 発表者名<br>阿萬弘行、森保洋   |
| 2. 発表標題<br>Disclosure Information, Media Coverage, and their Influence on Market Liquidity: Evidence from Japan |
| 3. 学会等名<br>日本ファイナンス学会   |
| 4. 発表年<br>2020年   |

|   |
|---|
| 1. 発表者名<br>阿萬弘行、本西泰三、山根智沙子                            |
| 2. 発表標題<br>新型コロナ流行時におけるマスク市場の価格メカニズム - アンケート調査による分析 - |
| 3. 学会等名<br>日本応用経済学会秋季大会                               |
| 4. 発表年<br>2020年                                       |

|   |
|---|
| 1. 発表者名<br>Edouard Dubois, Sean McGinty, Konari Uchida  |
| 2. 発表標題<br>Ownership structure and the sensitivity of shareholder voting outcome to proxy advisor recommendations |
| 3. 学会等名<br>日本経営財務研究学会西日本部会  |
| 4. 発表年<br>2020年   |

|   |
|---|
| 1. 発表者名<br>Edouard Dubois, Sean McGinty, Konari Uchida  |
| 2. 発表標題<br>Ownership structure and the sensitivity of shareholder voting outcome to proxy advisor recommendations |
| 3. 学会等名<br>The 28th Conference on the Theories and Practices of Securities and Financial Markets (国際学会)           |
| 4. 発表年<br>2020年   |



〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

|       | 氏名<br>(ローマ字氏名)<br>(研究者番号)                        | 所属研究機関・部局・職<br>(機関番号)             | 備考 |
|-------|--|-----------------------------------|----|
| 研究分担者 | 阿萬 弘行<br><br>(Aman Hiroyuki)<br><br>(70346906)   | 関西学院大学・商学部・教授<br><br><br>(34504)  |    |
| 研究分担者 | 内田 交謹<br><br>(Uchida Konari)<br><br>(80305820)   | 九州大学・経済学研究院・教授<br><br><br>(17102) |    |
| 研究分担者 | 本西 泰三<br><br>(Motonishi Taizo)<br><br>(90315218) | 関西大学・経済学部・教授<br><br><br>(34416)   |    |

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

| 共同研究相手国 | 相手方研究機関 |
|---------|---------|
|---------|---------|