

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第二小委員会委員 大野 早苗

トランプ政権による関税引上げとその報復措置に象徴されるように、最近では世界各地で保護主義への傾斜やポピュリズム政策を掲げる政権の台頭が顕在化している。その背景には、製造業のアウトソーシングなどにより先進国から途上国・新興国への所得移転が加速し、グローバリゼーションの進展による恩典を受けられない層が拡大したことがある。Rodrik [2012] に基づけば、民主主義、国家主権、グローバリゼーションの同時成立は不可能であり、自国優先主義を強めればグローバリゼーションは後退を余儀なくされる。

政治的、政策的な不確実性イベントの発生は欧米諸国で顕著だが、欧米諸国と密接な経済関係にあるわが国も無縁ではいられない。米中貿易摩擦は収束する気配がみられないが、その影響は日本の企業にも確実に及んでいる。英国ではメイ首相が辞任し、EU離脱交渉は不透明性を増している。合意なき離脱の可能性はまだ残っており、英国に進出している日系企業は対応に苦慮している。政治的要因が絡んだ市場の混乱は一時的な現象では終わりそうにもない。

これまでも、政策当局は政治的・政策的な不確実性が実体経済やマーケットに与える影響を緩和させるべく対応してきたが、こうした不確実性要因の客観的把握は困難であった。しかし、最近では、

政策的な不確実性のレベルを計量化する試みが進んでおり、研究者や実務家も関心を寄せている。政策的な不確実性の数量化が可能となれば、不確実性要因が資産価格や実体経済に及ぼす影響を定量的に分析することが可能となる。

本特集では、こうした政治的・政策的要因に関する不確実性の高まりがマーケットに及ぼす影響について考察する。以下、本特集の四つの論文の内容を簡単に紹介したい。

河合論文「米中貿易戦争と経済的な影響」は、昨今、激化の一途をたどっている米中貿易戦争が世界経済に及ぼす影響について考察している。米国は巨額の貿易赤字が貿易相手国の不公平な貿易慣行によって作り出されたと主張し、最大の貿易赤字相手国である中国だけではなく日本、EU、カナダなどの同盟国・友好国とも貿易交渉を行っている。ただし、中国に対する貿易交渉アプローチは同盟国・友好国に対するそれとは異なる。後者について、米国は多国間の枠組みではなく二国間交渉を通じて貿易赤字の削減をもくろんでいるが、その実態は国内法に基づく輸入制限を威嚇の手段として用い、相手国の譲歩を迫るという一方的なディールである。それに対し、中国に対しては、知的財産権の侵害などが不公正貿易慣行に当

たるとして、対中輸入の相当部分に追加関税を課し、残りの対中輸入に関しては関税を課す可能性を示すことで厳しい対応を迫っている。また、中国企業に対する対米投資の審査の厳格化による米国の技術流出の制限や、ファーウェイをはじめとする中国のハイテク企業の米国市場からの排除ももくろんでいる。

2019年に入り、中国の対米輸出の減速が顕著になったが、中国を中心とするアジア域内でのサプライチェーンを構築している日本や韓国の対米輸出も同時に影響を受けており、日韓の対中輸出も減速している。また、IMFやOECDのシミュレーションによれば、米中貿易戦争における関税引上げやその報復措置が持つ直接的な負の効果だけではなく間接的な影響も深刻であり、不透明感の上昇による企業の設備投資計画の減退やリスクプレミアムの高まりによる企業の資金調達コストの引上げなども無視できない影響を及ぼし得る。その影響は、中国やその他の世界各国だけではなく米国自身にも及ぶことが示されている。

米中のハイテク覇権競争、体制間競争はしばらく継続すると考えられる。まずは中国をルールに基づく既存の国際経済システムの中に取り込み、中国が真の市場経済国になるよう促していくことが重要であり、そのためには米国自身がWTOを中心とした国際経済ルールを重視する立場に戻り、日欧と連携することが必要であると筆者は強調している。

伊藤さゆり論文「欧州の政治的混迷とマーケットへの影響」は、ユーロ圏主要国と英国の最近における政治イベントとマーケットへの影響について解説している。世界金融危機以降、欧州地域の相対的な経済パフォーマンスは優れない。10年のギリシャ危機を契機とする債務危機が収束した

後も、とりわけ深刻な影響を受けたギリシャやイタリアなどでは失業率も高止まりしている。欧州諸国でポピュリスト政権が台頭した背景には、こうした経済の相対的不調が関連しているものと推察される。

ポピュリズムの動きは欧州各国でみられる。イタリア、フランス、ドイツ、スペインなどの欧州大国での極右ないし急進左派、あるいは反既存・反エリートを主張する政治・政党が躍進しつつある。筆者から原稿を提出いただいた後にも動きがあり、欧州議会選挙では既存勢力が議席数を減らし、EUに懐疑的な勢力が議席数を増やした。勢力が分散した欧州議会ではEUの法制定のプロセスに時間を要することとなり、それが欧州経済の更なる足かせになる可能性がある。英国のEU離脱についても、離脱の期限が19年3月29日から10月31日に延期されたものの、欧州議会選挙でのブレグジット党の躍進やメイ首相の後任選など、状況は混迷している。後任候補者の中には「合意なき離脱」を容認している候補者も存在し、保守党内の対EU強硬路線が強まる可能性がある。19年6月初旬の時点でのポンド・ドル相場は、国民投票後、ポンドが最安値を付けた16年末の水準に接近した。

イタリアなど公的債務比率が高い国からの波及効果を完全には否定できないものの、現時点では債務危機の発生当時のように欧州全域に危機が伝播する兆候はみられない。その背景として、筆者は、欧州安定メカニズムの創設やECBによる非伝統的金融緩和政策の実施など、危機伝播に関する防御策の実施を挙げている。また英国のEU離脱問題に関しても、国民投票から3年程が経過し、英国の「合意なき離脱」が金融システムの混乱を引き起こすリスクへの対応は進展しつつある。しかし、離脱問題の最終決着までは相当の期間を要

するはずであり、それが英国経済の不振を助長させ得ると筆者は指摘している。

伊藤新論文「テキストデータを用いた政策不確実性の計測」は、新聞記事を基にした日米の政策不確実性指標について解説している。近年では政策不確実性の定量化が試みられており、とりわけ注目されているのがBaker *et al.* [2016]（以下、BBD）が提唱した政策不確実性指数（Economic Policy Uncertainty Indices、以下、EPUインデックス）である。

EPUインデックスは一般公開されており、彼らのウェブサイトからダウンロード可能である。彼らは、企業や消費者が政策をめぐる不確実性にさらされている局面では政策の不確実性に関する記事が新聞に数多く掲載されているはずとのアイデアに基づき、新聞記事を活用して不確実性指数を作成した。BBDは政策不確実性に関する総合指数のほかに、金融政策や通商政策などの個別政策に関する不確実性指数も作成している。誌面の都合上、ここでは指数作成の詳細は割愛するが、BBDによる米国のEPUインデックスをみると、個別政策の中では財政政策絡みの不確実性要因による寄与が大きいが、経済政策要因だけではなく安全保障政策要因も上昇要因となっている。また英国のEU離脱など、他国の政策要因の影響も受けていることが分かる。更に、近年では指数の水準が高まっており、この高まりは世界金融危機などの景気変動では説明できない変化とのことである。

伊藤新論文は、他の代替的な不確実性指数も取り上げているが、その中で、S&P500のインプライド・ボラティリティ・インデックス（VIX）と通商政策不確実性指数との相関係数が最近では大きく高まっており、通商政策をめぐる不確実性が

株式市場のボラティリティの発生源となっている点を指摘している。

また、BBDに倣い、日本に関して作成された政策不確実性指数についても概説している。この指数の詳細は、筆者も著者の一人として公刊されたArbatli *et al.* [2017] でも解説されており、データはEPUインデックスのウェブサイト、あるいは経済産業省ウェブサイトよりダウンロードできる。日本の指数に関しても総合指数と個別政策に関する指数が作成されており、前述の米国の指数と共通する傾向が確認されている。すなわち、日本の政策不確実性指数についても最近では上昇傾向にあり、海外の不確実性指数との相関も高まりつつある。また、個別政策についても財政政策が政策不確実性の主な発生源となっているが、最近では米中貿易摩擦の激化を背景に通商政策の寄与が高まっており、また通商政策不確実性指数と日経平均ボラティリティ・インデックスとの相関がトランプ氏の大統領選挙以降、高まっていることが確認されている。通商政策をめぐる不確実性が近年の日米の株式市場における大きな波乱要因となっていることは、直感的認識だけではなく計量的にも示されたことになる。

熊本論文「政策不確実性が資産価格に与える影響」は、政策不確実性指数を用いて日本株のリターン及びボラティリティに及ぼす影響について検証している。不確実性が実体経済や金融市場に及ぼす影響について数多くの理論的・実証的分析が行われてきたが、近年では米中貿易摩擦の激化などを背景に、経済政策にかかわる不確実性の影響に関する関心が高まっており、伊藤新論文でも紹介された通り、政策不確実性指数を測る試みも行われている。伊藤新論文ではVIXと政策不確実性指数が相関していることが示されたが、VIXでは

測られていない不確実性が政策不確実性指数には反映されている可能性がある。インプライド・ボラティリティは投資家のリスク許容度やセンチメントの変化に伴う短期的な不確実性を測るものであるのに対し、政策不確実性指数は将来における経済ファンダメンタルズの変化の可能性に伴う長期的な不確実性を表すものと解釈できると筆者は指摘している。

熊本論文では、長期的リスクを考慮した上でエクイティ・プレミアム・パズルの解明を試みたモデルを提唱したBansal and Yaron [2004] を政策的な不確実性による株式リターンへの影響の分析に応用し、政策的な不確実性がエクイティ・プレミアムに及ぼす影響を考察している。また、自己回帰多項ラグ (ARDL) モデルを用いて政策不確実性が株式リターンに及ぼす長期的影響と短期的影響を検証するとともに、一般化条件付不均一分散 (GARCH) モデルに基づき、政策的な不確実性が株式リターン及び株式ボラティリティに及ぼす影響を分析している。

両分析とも、政策不確実性の高まりが株式リターンを低下させるとの結果を報告している。ここで、政策不確実性要因としては、伊藤新論文で詳述されている日本に関する政策不確実性の総合指標及び四つの個別指数が用いられているが、株式リターンへのインパクトは総合指数を用いた場合が最も大きく、次いで財政政策の影響度が大きい。この結果はARDLモデル、GARCHモデルの双方で確認できる。また伊藤新論文では、政策不確実

性指数の構築で用いられている記事の占有率は財政政策、金融政策、通商政策、為替政策の順が多いと述べられている。以上により、株式リターンはあらゆる政策関連ニュースに対して満遍なく反応しており、したがって個別政策の中でも言及される機会が多い財政政策に対して株式リターンは最も顕著に反応しているのかもしれない。一方、株式ボラティリティに関しては、財政政策に次いで為替政策に関する不確実性が大きなインパクトを与えている。円高と株安が同時発生する傾向がみられることを考慮すると、わが国の株式市場の不透明感を高める要因として為替レートの動向が注視されており、それ故、株式ボラティリティに対して為替政策要因が相対的に大きな影響を及ぼしていたことが推察される。

(参考文献)

- Arbatli, E. C., S. J. Davis, A. Ito, N. Miake and I. Saito [2017] "Policy Uncertainty in Japan," *NBER Working Paper*, No. 23411.
- Baker, S. R., N. Bloom and S. J. Davis [2016] "Measuring Economic Policy Uncertainty," *Quarterly Journal of Economics* 131 (4), pp.1593-1636.
- Bansal, R. and A. Yaron [2004] "Risks for the Long Run: A Potential Resolution of Asset Pricing Puzzles," *Journal of Finance* 59 (4), pp.1481-1509.
- Rodrik, D. [2012] *The Globalization Paradox: Why Global Markets, States, and Democracy Can't Coexist*, Oxford University Press.