

企業の決算説明会テキストを用いた経済政策不確実性の考察

調査統計局 柴田菜緒、亀井郁夫*、竹内貴紀**、米山俊一***

Bank of Japan Review

2026 年 10 月

マクロ経済分析では、不確実性の動向を定量的に把握するにあたり、経済政策不確実性（Economic Policy Uncertainty : EPU）に関する指数が利用されている。本稿では、日本企業の決算説明会におけるテキストデータをもとに、企業 EPU（企業決算説明会ベースの経済政策不確実性指数）を構築し、その特徴とマクロ経済への影響を分析した。企業 EPU は、新聞記事から作成した既存の EPU 指数や株式ボラティリティ指数に比べて、規制関連や税制・財政政策を巡る不確実性の高まりをより反映しており、企業がこうしたビジネス環境の変化に敏感であることを示唆している。時系列モデルを用いた分析からは、他の要因を考慮しても、企業 EPU が上昇すると設備投資や雇用が減少することが示される。この結果は、決算説明会のテキストデータにはマクロ経済の変動を説明するうえで有益な情報が含まれることを示しており、経済・物価の情勢判断において幅広い媒体を多面的に点検することの重要性を示唆している。

はじめに

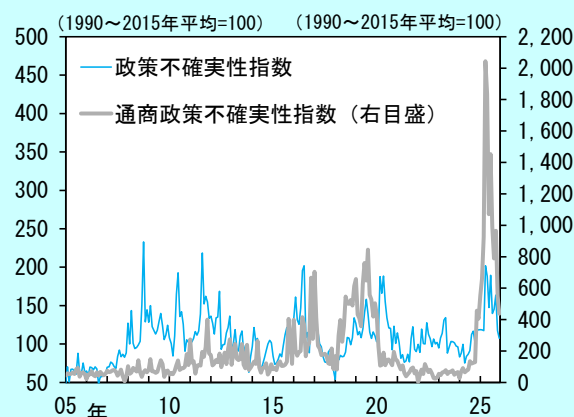
近年、経済政策をめぐる不確実性の高まりが世界的に注目を集めている。新型コロナウイルス流行下における公衆衛生政策や通商政策、さらにはインフレ圧力に対する各国の政策対応など、企業を取り巻く経済政策には変化が生じている。こうした経済政策の内容や帰趨に伴う不確実性は、企業行動、ひいてはマクロ経済活動に影響を及ぼしうる。

マクロ経済分析では、不確実性の動向を定量的に把握するにあたり、経済政策不確実性（Economic Policy Uncertainty : EPU）に関する様々な指数が提案されてきた。例えば、金融市場の情報から作成した不確実性全般を表す株式ボラティリティ指数（Volatility Index : VI）や新聞記事のテキストデータから作成した EPU（本稿ではメディア EPU と呼称）などが、従来から用いられてきた。メディア EPU の内訳項目の一つである通商政策不確実性指数の推移をみると、2025 年 4 月には、米国が関税引き上げの方針を公表したこともあって大幅に上昇した（図表 1）。不確実性が実体経済に与える影響については、これらの不確実性指数を用いた分析が試みられており、それらの研

究結果によると、不確実性が高まると企業の設備投資が控えられるなど、実体経済に影響を及ぼす可能性が指摘されている。

もともと、VI やメディア EPU は金融市場や新聞記事等から得られるデータに基づき作成されており、企業自身が「実際に感じている不確実性」を十分に捉えきれていない可能性がある。規制の変更や税制・財政政策、金融政策、通商政策など、経済の基本的な枠組みを巡る政策の不確実性は、

【図表 1】政策不確実性指数



（注）政策不確実性指数、通商政策不確実性指数は、日本を対象とする指数。

（出所）"Policy Uncertainty in Japan" by Elif C. Arbatli Saxegaard, Steven J. Davis, Arata Ito, and Naoko MIAKE.

企業を取り巻く外部環境に対して短期・中長期的に大きな影響を持つため、その影響を企業がどう受け止め、どのような反応をしているかを知るとは、経済・物価情勢を点検するうえでも重要となる。そうした問題意識を踏まえ、本稿では、日本企業の決算説明会のテキストデータを活用し、経済政策の不確実性に関する指数（企業 EPU）を構築する。この新たな指数を通じて、企業が政策に対して抱える不確実性や関心がどのように変化してきたのか、また企業の支出行動にどのような影響を与えるかについて考察する¹。

以下では、企業 EPU の作成方法、および企業 EPU の動きと実体経済との関係について詳しく考察する。

企業 EPU の作成方法

本稿では、企業 EPU を構築するため、日本企業が開催する決算説明会のテキストデータを用いた。本データは、決算説明会における報告内容を

LSEG 社が書き起こしたものであり、当該期の業績説明に加え、業績見通しや今後の戦略、投資家やアナリストとの質疑応答などを含んでいる。各四半期に、様々な業種の上場企業に関する 100～150 件程度のテキストデータが利用可能となっている。このテキストデータには、企業自身が注視する経済政策に関する情報が直接含まれており、財政政策、金融政策、通商政策、規制関連政策など、様々な政策分野についての企業の見解が読み取れる。分析期間は、十分な企業数が確保できる 2007 年第 1 四半期以降の約 20 年となっている。LSEG 社が提供するテキストデータは主に英語となっているため、企業 EPU を作成するうえでのキーワードの選定や分類などは、全て英語で行っている²。

企業 EPU の作成は、以下のとおり、①キーワードの選定と分類、②関連文の抽出・判定、③集計、の順で行う。

（キーワードの選定と分類）

まず、経済・政策・不確実性それぞれの「カテゴリー」に関連する単語群を設定する。具体的には、Arbatli et al. (2022) によるメディア EPU の作成手法に倣い、各カテゴリーの関連単語を設定する（図表 2）。これらの単語群は、各テキストが経済政策不確実性に言及しているかを判定し、企業 EPU そのものを作成するために用いる。次に、後述する政策別寄与度分解を行うため、財政政策、金融政策、通商政策などの「政策別」に関連単語を設定する（図表 3）³。「政策別」に分類することにより、企業 EPU がどの要因で上昇したのかという分析が可能となる。

（関連文の抽出・判定）

次に、テキスト全体から「不確実性」に該当するキーワードを特定し、その周辺に含まれる文脈を抽出する。具体的には、「不確実性」に該当するキーワードが含まれる文と、その前後 3 文をターゲット文章群と設定し、これに「経済」および「政策」関連の各単語が少なくとも 1 回以上含まれている場合、その文章群が含まれる決算説明会は経済政策不確実性に言及していると判定した^{4,5}。政策別の EPU は、上述の EPU に言及がある説明会のうち、EPU に言及がある文章群の中に、図表 3

【図表 2】 カテゴリー別キーワード一覧

A. 経済関連単語

"economic" or "economy"

B. 不確実性関連単語

"uncertain" or "uncertainty"

"concern"

C. 政策関連単語

"tax(es)"

"taxation"

"government spending" or "government expenditure"

"government revenue(s)"

"government budget"

"public debt"

"government debt"

"government deficit(s)"

"BOJ"

"Bank of Japan"

"central bank(s)"

"The Fed"

"Federal Reserve"

"regulation(s)", "regulatory", "regulate", "deregulation" or
--

"deregulate"

"structural reform"

"legislation"

"upper house"

"lower house"

"Diet"

"Prime minister"

"Prime minister's office"

（出所）Arbatli et al. (2022)

【図表 3】政策別キーワード（例）

A. 財政政策

"government budget"
"supplementary budget" or "government budget" or "discretionary fiscal policy"
"General Account"
"Special Account"
"government deficit"
"primary balance"
"government revenue(s)"
"tax(es)"
"taxation"
"government spending" or "government expenditure"

B. 金融政策

"monetary policy"
"Bank of Japan"
"BOJ"
"monetary easing"
"further easing"
"quantitative easing"
"quantitative and qualitative easing"
"monetary tightening"
"negative interest rate"
"policy rate"

C. 通商政策

"trade friction(s)"
"trade issue"
"non-tariff barrier"
"import restriction"
"the Super 301 provision of the Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988"
"trade policy"
"trade negotiation(s)"
"WTO"
"GATT"
"trade rule"
"tariff(s)" or "custom(s) duty" or "custom(s) duties" or "duty on imports" or "duties on imports" or "tariff duty" or "tariff duties"

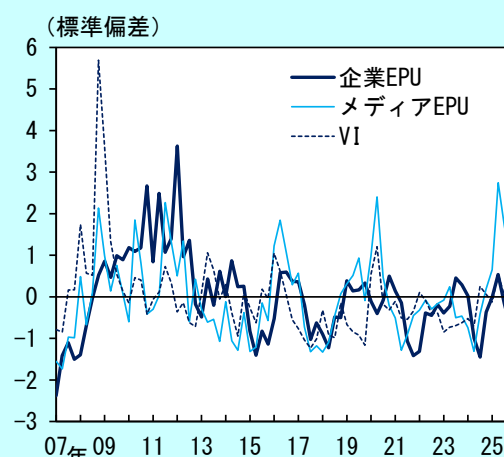
（出所）Arbatli et al. (2022)

にある政策別の関連単語を含むものを、特定の経済政策に関する不確実性に言及があると判定した。

（集計）

これまでの手順を経て各決算説明会単位での判定結果の集計を行う。入手可能な決算説明会テキストは製造業が半分近くを占めるなど業種の偏りがみられるため、マクロ経済指標とするためには、集計する際に業種ウェイトを勘案する必要がある。そこで、まずは個別説明会を業種別に、①鉱業・製造業、②サービス・卸売・小売業、③金融保険・不動産業、④その他、と大きく4つに区分する。続いて、業種ごとに、当該四半期における経済政策不確実性に言及がある決算説明会

【図表 4】企業 EPU 指数



（注）各系列は平均 0、標準偏差 1 に標準化されたもの。
VI は日経平均ボラティリティー・インデックス。

（出所）"Policy Uncertainty in Japan" by Elif C. Arbatli Saxegeard, Steven J. Davis, Arata Ito, and Naoko Miake, Bloomberg, LSEG, 日本経済新聞社

数の同業種全体に対する割合を求める。これを業種ごとに季節調整したのち、国民経済計算の業種ウェイトを用いて加重平均を行う⁶。こうして作成した企業 EPU は、マクロ経済全体の経済政策不確実性を計測したものと考えられる。

企業 EPU の推移

前節で作成した企業 EPU の動きをみると、グローバル金融危機が生じた 2008 年頃や税制・社会保障制度改革などに関する議論があった 2011～12 年頃の局面において上昇している（図表 4）。それ以降は一旦低下したのち、2016 年前後や、消費増税があった 2019 年から新型コロナウイルス感染症が拡大した 2020 年以降にかけて上昇している。さらに、米国により関税引き上げが示された 2025 年第 2 四半期には上昇しており、経済における不確実性の展開を反映しているといえる。また、こうした企業 EPU の動きは、メディア EPU や VI と概ね同様の動きを示している。

一方で、企業 EPU が、他の不確実性指数とは異なる動きを示している局面もある。例えば、グローバル金融危機が生じた 2008～2009 年頃において、企業 EPU の上昇は、他の指数と比較して限定的であった一方、2011 年前後は、企業 EPU が高水準で推移する局面がみられた。また、新型コロナウイルス感染症が社会的・経済的影響をもたらした 2020 年には、メディア EPU や VI が大きな

スパイクを示した一方で、企業 EPU の上昇幅は限定的であった。企業は感染症拡大自体による不確実性は大きいと感じていたはずだが、今回対象としている経済政策に限った不確実性については、限定的と認識していた可能性を示唆している。さらに、2025 年の米国による関税引き上げに対する反応について、企業 EPU の上昇幅は、メディア EPU と比較して小さかった。この背景としては、関税政策の影響が米国への輸出依存度の高い一部の産業に集中して生じていたため、幅広い業種を含む企業 EPU にはマイナスの影響が相対的に顕在化しにくかった可能性が考えられる^{7, 8}。

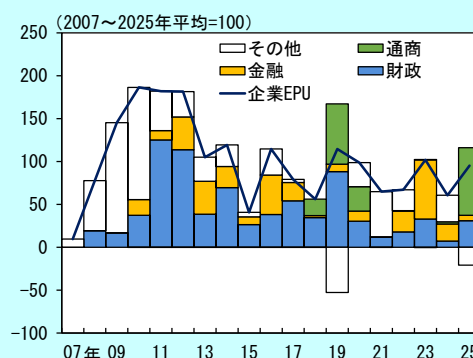
このように、3 つの不確実性指数がそれぞれ異なる動きをする背景には、計測に利用するデータの媒体に、それぞれ特性があるためと考えられる。メディア EPU が新聞記事を基に経済政策の不確実性指数を作成したものであるのに対し、VI は金融市場の情報から作成したものである。一方、企業 EPU は企業固有の決算説明会情報に依存している。不確実性の度合いは、利用するデータの媒体や集計方法によって異なるため、特定の一つの指標だけをみるのではなく、多面的にみていく必要がある。

次に、企業 EPU の内訳を子細に分析するため、政策別の寄与度分解を行い、メディア EPU との比較を行う（図表 5）。企業 EPU、メディア EPU とともに、財政の寄与が相対的に大きい点は共通している。もっとも、企業 EPU は振れが大きいという特徴がある。この背景として、新聞では定期的に報道されるイベント（毎年の政府予算や定期開催される金融政策決定会合等）が捉えられやすい一方、決算説明会では企業が大きな変化（法人税関連の税制変更や消費増税など）への不確実性を懸念している可能性が考えられる。

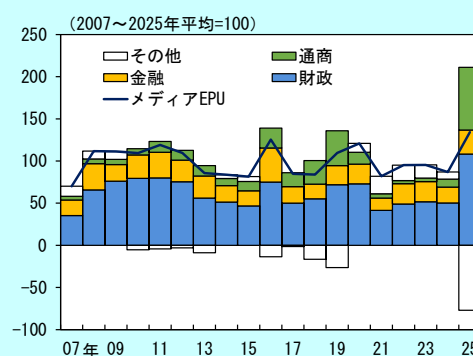
政策別の影響を比較すると、財政政策について、2011～2014 年および 2019 年の局面では、法人税関連の税制変更や消費増税等にかかる不確実性の影響もあって、企業 EPU はメディア EPU よりも大きく上昇している。2020 年には、メディア EPU は新型コロナウイルス感染症に関連した財政政策への注目度の高さからか、財政の高めの寄与が続いた一方、企業 EPU では財政の寄与が縮小している。企業は、この時期の個別の経済政策をそれほど不確実とは認識していなかったことが

【図表 5】政策別寄与度

▽企業 EPU



▽メディア EPU



（注）メディア EPU の政策別指数は 12 カ月中心移動平均値のみ公表されている。ここでは、同移動平均値の 6～7 月の平均値を暦年値として示している。各指数は 2007～2025 年平均が 100 となるよう基準化。なお、「その他」の寄与が一時的に負となるのは、ある説明会で複数の政策に言及していること等で生じる寄与計と全体との差分もその他の寄与に含めていることによる。

（出所）"Policy Uncertainty in Japan" by Elif C. Arbatli, Saxegaard, Steven J. Davis, Arata Ito, and Naoko Miake, LSEG

背景と考えられる。金融政策については、2022～2023 年前後の時期において、世界的にインフレ圧力が高まる中、各国中銀の金利引き上げへの警戒感等から、特に企業 EPU において寄与が大きく拡大した。

通商政策については、企業 EPU とメディア EPU はどちらも似たような動きを示している。すなわち、2018～2019 年前後に米中間の貿易摩擦が高まった局面で寄与が拡大したほか、米国による関税引き上げのアナウンスメントがあった 2025 年にも寄与が拡大した。また、企業 EPU は、グローバル金融危機以降や 2020～2021 年の局面において、その他の寄与が相対的に大きく出ている。テキストデータから判断すると、前者についてはグローバル金融危機後の金融規制の強化、2020～2021 年は環境規制や新型コロナウイルス関連の公衆衛生政策への言及がみられたことを反映したもの

と考えられる。

企業 EPU と実体経済との関係

本節では、経済政策不確実性指数とわが国の実体経済との関係を検証する。

不確実性がマクロ経済に与える影響については、リアルオプション仮説など、これまで多くの理論研究で議論されてきた。実証的にも政策関連を含め不確実性の高まりは経済活動の低下を伴うとの研究結果が多い。本邦企業にとっても、例えば法人税関連の税制変更や消費増税およびそれに伴う需要動向、主要国間の貿易摩擦の高まりとグローバル・サプライチェーンへの影響、また新型コロナウイルス感染症の拡大およびそれに伴う公衆衛生政策の帰趨といった諸要因は、企業の不可逆的な意思決定に影響を及ぼしてきた可能性がある。

そこで、企業 EPU を用いたベクトル自己回帰（Vector Auto-Regression：VAR）モデルにより、不確実性の変動と企業の投資行動・雇用との関係を検証する。対象は本稿で作成した企業 EPU が利用可能な 2007 年以降の日本経済とする。また、前節のとおり、不確実性の計測に利用する媒体ごとに共通点や違いが存在することを踏まえ、マクロ経済変動を考えるうえで、企業 EPU が、他の不確実性指数には無い固有の情報を持つのか、という観点からも分析を行う。

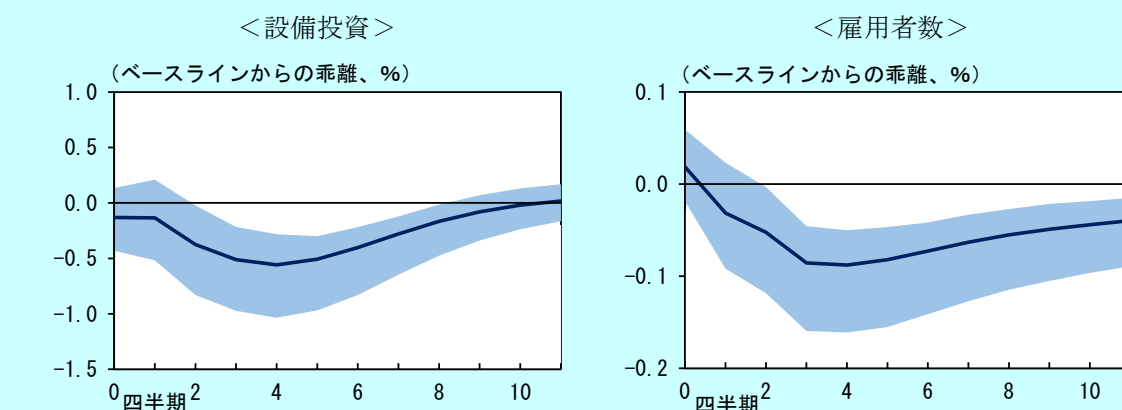
最初に、企業 EPU、TOPIX（対数値）、貸出金利、雇用者数（対数値）、設備投資（対数値）、鉱工業生産（対数値）の 6 つの四半期系列からなる VAR モデルを推計する。構造ショックの識別には、先

行研究に倣い、企業 EPU、TOPIX（対数値）、貸出金利、雇用者数（対数値）、設備投資（対数値）、鉱工業生産（対数値）の変数順序に基づくコレスキー分解を用いている⁹。

推計されたモデルから示唆される 1 標準偏差の企業 EPU ショックに対する設備投資および雇用者数のインパルス応答をみると、設備投資は、企業 EPU ショックの発生からややラグを伴って減少し、数四半期後にはボトムをつけるなど、統計的に有意に減少することが確認できる（図表 6）。また、雇用者数についても、企業 EPU ショック発生からややラグを伴って有意かつ持続的に減少することが確認できる。こうした結果は、政策についての不確実性が高まると、企業は設備投資や雇用といった不可逆的な企業行動を控える傾向にあることを示唆している。

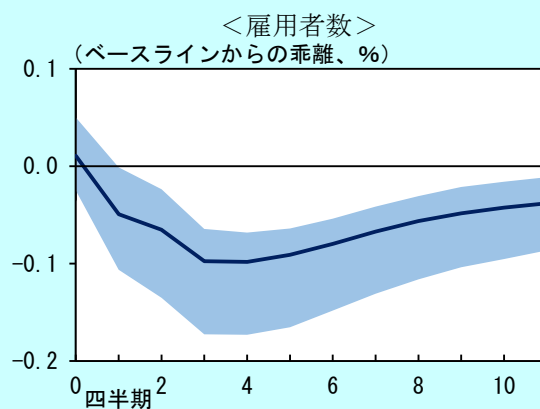
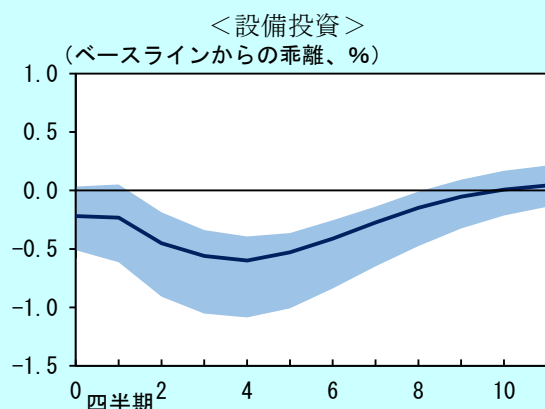
続いて、本稿で作成した企業 EPU が他の不確実性指数に対して追加的な情報を有するかという観点から追加分析を行う。特に、先行研究でショックの源泉との指摘が多い金融市場の不確実性（VI）をコントロールした上でも、なお、決算説明会情報から得られた不確実性がマクロ経済を説明する情報を持つかを検証する¹⁰。具体的には、上述の VAR の定式化において、企業 EPU の前に、メディア EPU または VI を追加した VAR を推計し、コレスキー分解を行い企業 EPU ショックに対するインパルス応答を検証する。

【図表 6】 企業 EPU 指数ショックに対するインパルス応答（1）

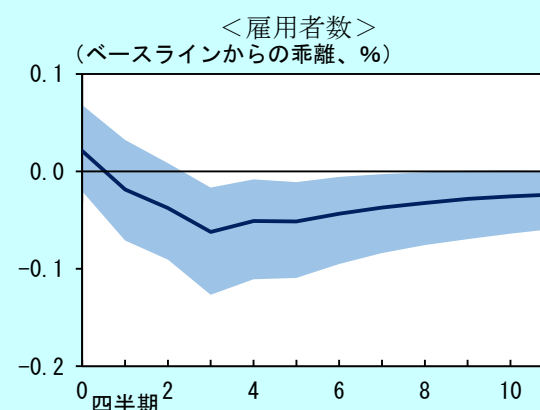
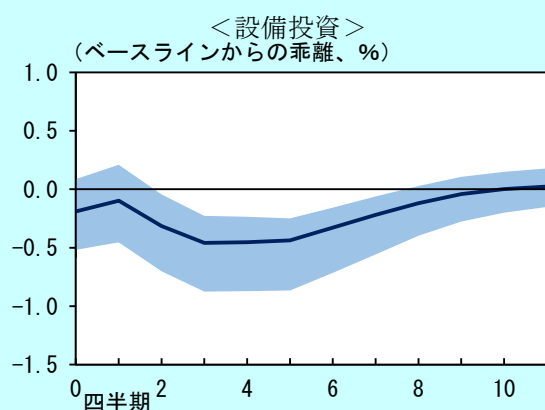


【図表 7】 企業 EPU 指数ショックに対するインパルス応答 (2)

▽メディア EPU の情報をコントロールした場合



▽VI の情報をコントロールした場合



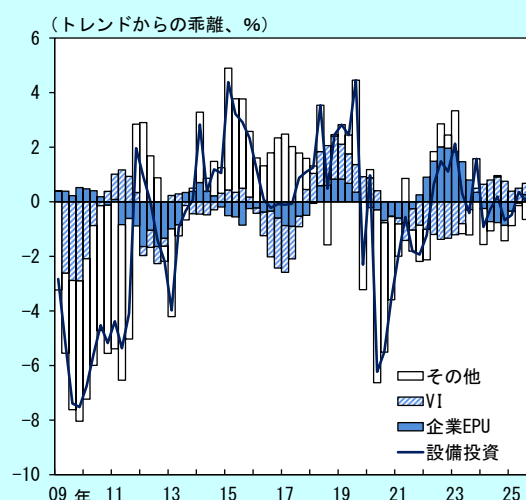
(注) ショックの大きさは1標準偏差。シャドーは90%信頼区間。

1標準偏差の企業EPUショックに対するインパルス応答をみると、設備投資は、当期におけるメディアEPUの影響をコントロールしても、ショックの発生から数四半期かけて、統計的に有意に減少することが確認できる(図表7)。VIの影響をコントロールした場合も、設備投資の反応はやや小さくなるものの、引き続き有意に減少する結果となった。雇用者数に対するインパルス応答についても、設備投資と同様の傾向が確認できる。こうした結果¹¹を踏まえると、決算説明会のデータを媒体として計測した企業の不確実性は、企業の支出行動を説明するうえで、メディア情報や金融市場情報によって計測した不確実性とは異なる固有の情報を含んでいることが示唆される。

設備投資がどのようなショックによって変動しているかをみるため、推計された構造VARの結果を用いてヒストリカル分解を行った(図表8)。結果をみると、企業EPUショックの寄与は相応に大きく、設備投資の変動を説明する重要な要因の

一つであることが示唆される。2019～2021年頃は、消費増税や環境規制・コロナ関連規制等により、企業が先行きの不透明感を意識したことで、設備投資に下押し圧力がかったと解釈できる。その

【図表 8】 設備投資のヒストリカル分解



(注) コレスキー分解において、企業EPUの前にVIを追加し、ショックを識別したVARを利用。

(出所) Bloomberg、LSEG、内閣府、日本経済新聞社等

後、そうした不透明感が和らぐもとで、2022 年頃は逆に設備投資の上押しに寄与していたことが示唆される。2023 年頃は、各国中央銀行の金利引き上げへの警戒感から企業 EPU ショックのプラス寄与は縮小したと考えられる。

このように、企業 EPU は、メディア EPU や VI の情報をコントロールしたうえでも、マクロ変数に対して追加的な情報を有することが分かった。企業が経済政策に関して今後どうなるか分からないと懸念し、設備投資などを先送りするというメカニズムが、企業 EPU を用いても示された点は本稿の貢献である。

おわりに

本稿では、日本企業の決算説明会のテキストデータをもとに、企業 EPU という新たな経済政策不確実性指数を構築し、その特性とマクロ経済への影響を分析した。VAR モデルを用いた分析結果によれば、他の要因を考慮しても、企業 EPU が上昇すると設備投資や雇用などが減少することから、企業 EPU はマクロ経済の変動を説明する固有の情報を有する可能性が示された。

* 現・金融市場局

** 現・国際局

*** 現・総務人事局

¹ テキストデータを活用した不確実性の分析としては、Baker et al. (2016) が代表的である。彼らは、新聞記事から経済政策不確実性 (EPU) を作成し、企業の設備投資や雇用への影響をミクロおよびマクロの両面で分析している。また、Arbatli et al. (2022) は、Baker et al. (2016) の手法を日本のデータに適用し、EPU を作成している。篠原ほか (2021) は、複数の不確実性指数の特徴を比較・分析しているが、企業の公表情報から作成した不確実性指数については対象としていない。日本において、企業の公表情報から不確実性を分析した例としては Chen et al. (2025) があり、彼らは有価証券報告書のテキストデータを活用し、企業による不確実性認識が企業の投資行動に与える影響を、ミクロの視点から分析している。なお、テキストデータではなく日本企業へのアンケート調査を用いた分析として、Morikawa (2016) は、経済政策の先行きに関する不確実性が企業の期待形成や投資行動に影響を与えることを示している。

Baker, S. R., Bloom, N. and Davis, S. J. (2016). "Measuring economic policy uncertainty," *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.

Arbatli, S. E. C., Davis, S. J., Ito, A., and Miake, N. (2022). "Policy uncertainty in Japan," *Journal of the Japanese and International Economies*, 64, 101192.

篠原武史・奥田達志・中島上智 (2021) 「マクロ経済に関する不確実性指標の特性について」『経済研究』第 72 巻、第 3 号、246-267 頁

Chen, Y., Kimura, Y., and Inoue, K. (2025). "How does managerial perception of uncertainty affect corporate investment during the COVID-19 pandemic: A text mining approach," *Pacific-Basin Finance Journal*, 90, 102655.

Morikawa, M. (2016), "What types of policy uncertainties matter for

これまで、経済政策不確実性の高まりは、設備投資等の先送りを通じて、マクロ経済へ下押し圧力をもたらすことが議論されてきた。そうしたもと、経済情勢を把握するうえでは、メディア EPU を用いて不確実性の動向を把握していくことが一般的な方法の一つであった¹²。もっとも、上記の分析で示したとおり、決算説明会のテキストデータから作成した企業 EPU は、新聞情報や金融市場の情報をを用いた既存指標では十分に捉えられない情報を有しており、そうした不確実性の情報によって、設備投資や雇用など企業の支出行動を追加的に説明することができることが明らかになった。

こうした点を踏まえると、経済・物価情勢を点検していくうえで、不確実性に関する情報をみる場合、メディア情報やマーケット指標だけでなく、企業が投資家などに情報提供を行う決算説明会での報告など、幅広い媒体を多面的にみていくことが重要である¹³。

business?" *Pacific Economic Review*, 21(5), 527-540.

² 英語で作成されたテキストが多数を占めるが、日本語のみのテキストもあり、本稿では分析の一貫性を確保するため、日本語のテキストは英訳したうえで利用した。また、日英両方が提供されている場合はダブルカウントを避けるため英語のテキストのみを用いた。

³ 留意点として、Arbatli et al. (2022) による政策別の関連単語 (図表 3) は、概念的には政策関連単語 (図表 2) の内訳であるはずだが、前者のリストには一部後者のリストには含まれない単語も含まれるほか、逆もまた同様である。このため、後段で作成する政策別寄与の合計は、全体の不確実指数とは厳密には一致しない。なお、「tax」については、例えば「income before tax」など決算説明会特有のフレーズが政策関連用語としてカウントされないよう、「tax」前後に出現しやすい上位 50 単語から、決算説明会特有のワードを除いたものを検索対象とした。

⁴ Arbatli et al. (2022) は、1 つの記事の中に経済・政策・不確実性の各単語が少なくとも一つ含まれている記事を、経済政策不確実性に言及がある記事としている。他方、本稿ではテキスト全体にこれらの単語が含まれるかではなく、不確実性関連単語を含む文の直前・直後 3 文としてある程度の文の塊に限定した評価としている。決算説明会のトランスクリプトの単語数は数千単語と、新聞記事 (英語では数百単語の記事が多い) と比較して長文であり、この中で議論されている話題も多岐にわたる。そのため、経済・政策・不確実性の各単語が含まれていたとしても、必ずしも同じ文脈で使われていない可能性がある。こうした点を踏まえ、ある程度近い文の中にこれらの単語が含まれるかで評価する扱いとした。

⁵ 企業別の EPU は、基本的に、決算説明会で経済政策不確実性に言及していないかしているかを 0 または 1 で評価するが、以下のケースでは欠損値として扱う。すなわち、ある時点以前に説明会テキストが無い場合、もしくはある時点以降に説明会テキストが無い場合は、当該期間は欠損値とした。一方、説明会が半年に一

度の場合など、サンプルの間に欠損がある場合には、0 または 1 という評価ではなくなるものの、線形補間を行った。

⁶ 業種区分を更に細かく分類することも可能ではあるが、細かい区分にするとサンプル数が少なくなる業種があり、これが SNA のウェイト調整の結果膨らまされ、データの振れが大きくなるケースがみられた。そのため、業種が近く、ある程度サンプル数が得られるよう上述の 4 区分に分類して集計することとした。

⁷ Caldara et al. (2020) は、通商政策の不確実性に関する企業の認識が、政策へのエクスポージャーの違いなどから産業ごとに異なる点を議論している。同様に、家計や企業、金融市場では、特定のイベントや政策に対するエクスポージャーが異なることも、不確実性の推移に違いがみられる要因の一つと考えられる。

Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A., and Raffo, A. (2020). "The economic effects of trade policy uncertainty," *Journal of Monetary Economics*, 109, 38-59.

⁸ なお、企業 EPU とメディア EPU の相関係数は 0.4、企業 EPU と VI の相関係数は 0.1、メディア EPU と VI の相関係数は 0.5 となっている。企業 EPU は既存の不確実性指数と一定の共通性を有する一方、その相関は必ずしも高くなく、企業 EPU が既存指標とは異なる情報も含んでいる可能性が示唆される。

⁹ この定式化は、前述の Baker et al. (2016) を参考にした。なお、Baker et al. (2016) は、金利に米国のフェデラル・ファンド・レートを用いているが、日本では短期金利が実質的に下限制約に服していた期間が長かったこと等を踏まえ、貸出金利（国内銀行・新規長期貸出平均金利）を用いている。なお、VAR のラグ次数は 2 期としているほか、新型コロナウイルス感染症拡大に伴う振れの影響を除くため、2020 年第 2 四半期にダミー項を追加している。また、TOPIX、設備投資、雇用者数、鉱工業生産の各変数は、HP フィルターを用いてトレンドを除去している。

¹⁰ 例えば、Ludvigson et al. (2021) は、不確実性の源泉はマクロ経済と金融市場のどちらにあるのかとの問いに対して、時系列モデルを用い、金融市場に不確実性の源泉がある可能性が高いとの結果を導いている。

Ludvigson, S. C., Ma, S., and Ng, S. (2021). "Uncertainty and business cycles: exogenous impulse or endogenous response?" *American Economic Journal: Macroeconomics*, 13(4), 369-410.

¹¹ 頑健性確認のため、企業 EPU の後にメディア EPU または VI を追加した VAR についても推計を行った。その結果、企業 EPU ショックに対する設備投資および雇用者数の反応は引き続き有意であった。また、同じ定式化において、メディア EPU および VI ショックについても設備投資・雇用者数に対する有意な影響が確認された。したがって、企業 EPU は既存の不確実性指標を代替するというよりも、それらと補完的な情報を提供している可能性が示唆される。

¹² 例えば、2025 年 7 月の日本銀行による「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）でも、メディアベースの EPU を用いて、各国の通商政策に伴う不確実性の高まりが、設備投資に与える影響を点検している。

¹³ 企業情報という点では、短観の情報も重要となる。推計した VAR モデルの頑健性をチェックする観点から、先行きの収益状況を反映する短観の業況判断 DI（先行き）をコントロールして、企業 EPU ショックが設備投資や雇用に与える影響をみても、ショックの発生から数四半期かけて、統計的に有意に減少するとの結果に変化はなかった。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行調査統計局（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。