



Title	Spillover Effects among Individual Investors and Financial Markets
Author(s)	王, 馨
Citation	大阪大学, 2026, 博士論文
Version Type	
URL	https://hdl.handle.net/11094/105620
rights	
Note	やむを得ない事由があると学位審査研究科が承認したため、全文に代えてその内容の要約を公開しています。全文のご利用をご希望の場合は、大阪大学の博士論文についてをご参照ください。

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

論文内容の要旨

氏 名 (王 馨)	
論文題名	Spillover Effects among Individual Investors and Financial Markets (個人投資者と金融市場における波及効果について)
論文内容の要旨	
This thesis explores the dynamic spillover mechanisms between retail investors and financial markets from three perspectives: the interconnections among different sentiment indices and stock returns, the exogenous effects of investor attention on cross-market risk spillovers, and the asymmetry between sentiment and sector-specific spillovers. The three chapters collectively construct a unified empirical framework, revealing that individual investors are not merely noise traders but active participants in a multi-layered financial system. They can absorb and transmit market shocks while also serving as critical factors that alter market risk propagation pathways under specific conditions. Chapter 2 dissects the causal relationships and volatility spillover effects among media-based sentiment, market-based sentiment, and stock returns. Using vector autoregression, dynamic conditional correlation-generalized autoregressive conditional heteroskedasticity, and connectedness models, this chapter reveals that stock returns primarily drive sentiment changes rather than the reverse. Media- and market-based sentiments absorb most of the volatility generated by price fluctuations, with overall connectedness significantly increasing during major market events. These findings highlight the role of sentiment as a reactive channel through which market information and price volatility are reflected and amplified. Chapter 3 explores how investor attention to the federal funds rate influences cross-market spillover effects across stocks, bonds, exchange rates, and commodities. Employing a time-varying parameter vector autoregressive connectedness model with Google search volume as a proxy for attention, we find a significant association between heightened policy attention and reduced total spillovers, particularly during periods of heightened uncertainty. This suggests investor attention acts as a stabilizer, mitigating excessive risk transmission across markets. Chapter 4 examines asymmetric spillover effects between bullish/bearish investor sentiment and U.S. stock sectors. Using time-varying parameter frequency connectedness, we find that short-term connectedness dominates long-term spillovers; return spillovers dominate volatility connectedness; bullish and bearish sentiment exhibit pronounced asymmetry; and significant sector heterogeneity exists. Negative sentiment tends to absorb more risk spillovers, while cyclical sectors often act as net transmitters. Collectively, this thesis establishes novel insights into how individual investors interact with financial markets across different time horizons and market conditions. This thesis demonstrates that sentiment and attention are behavioral factors capable of influencing both return and volatility transmission, offering a richer, more nuanced perspective on the role of retail investors within modern financial systems.	

論文審査の結果の要旨及び担当者

氏 名 (王 馨)			
	(職)	氏 名	
論文審査担当者	主 査	教授	谷崎 久志
	副 査	教授	大屋 幸輔
	副 査	教授	福田 祐一

論文審査の結果の要旨

〔論文内容の要旨〕

本論文は、個人投資家と金融市場との間の動的なスピルオーバーのメカニズムを、3つの視点、すなわち、異なるセンチメント（気持ち、感情、心情、感覚など）指標と株価収益率の相互関連性、投資家の関心が市場間リスクのスピルオーバーに及ぼす外生的影響、そしてセンチメントと各産業固有のスピルオーバーの非対称性などを考察する。

第2章では、2006/11/1から2019/10/4までの期間を対象に、ニュースなどのメディアに基づくセンチメント、マーケット指標に基づくセンチメント、そして株価収益率（S&P500）の間の因果関係とボラティリティのスピルオーバー効果を分析する。ニュースなどのメディアに基づくセンチメントについて、経済関連ニュースの量を前後の否定語・肯定後などによってウェイト付して指標を作成する。マーケット指標に基づくセンチメントについて、オプション市場の相場観の強弱をはかる指標としてプット・コール・レイシオ（PCR）を採用し、心理的に投資家の行動に影響し、更に株価収益率に影響を与えるかどうかを検討する。ベクトル自己回帰、動的条件付き相関一般化自己回帰条件付き不均一分散モデル（dynamic conditional correlation-generalized autoregressive conditional heteroskedasticity model, DCC-GARCH model）を用いて分析した結果、株価収益率がセンチメントの変化を主に引き起こし、その逆ではないことを明らかにする。ニュースメディアとマーケット指標に基づくセンチメントは、価格変動によって生じるボラティリティの大部分を吸収し、主要な市場イベント時には全体的な関連性が大幅に高まる。市場情報と価格変動が反映・増幅される反動的なチャンネルとしてのセンチメントの役割を浮き彫りにしている。

第3章では、2004/1/1から2025/3/8までの期間を対象に、フェデラルファンド金利への投資家の注目が、株式、債券、為替レート、S&P GSCI商品指数間の波及効果にどのように影響するかを考察する。Google検索量をフェデラルファンド金利への投資家の注目度の代理変数として、可変パラメータを持つVARモデルを用いて分析した結果、政策への注目度の高まりと波及効果全体の減少の間に有意な関連が見られ、特に不確実性が高まった時期に顕著であることが分かった。これは、投資家の注目が安定装置として機能し、市場間の過剰なリスク伝播を緩和することを示唆している。

第4章では、1993/5/3から2025/3/12までの期間を対象に、強気／弱気の投資家心理（アメリカ個人投資家協会（AAII）が実施する「AAII Investor Sentiment Survey（AAII投資家センチメント調査）」を利用）と米国の株価を用いて、産業間の波及効果を検証する。VARの可変パラメータモデルを用いて、短期的な関連性が長期的な波及効果を支配していることが導かれた。収益率の波及効果がボラティリティに影響を与え、強気と弱気の投資家心理は非対称性を示し、産業間で影響は異なることが示された。

以上のように、本論文は全体として、個人投資家の心理要因が様々な時間軸と市場環境において金融市場とどのように相互作用するかについて分析した。

〔審査結果の要旨〕

本論文では、「New York Times」による経済記事データ、「Federal Funds Rate」のGoogle検索量、プット・コール・レイシオ（PCR）、AAII投資家センチメント調査データなどを投資家の心理的要因と考え、株価指数、国債

利回り，外国為替レート，S&P GSCI商品指数などにこれらの心理的要因が影響を与えるかどうかを様々な角度から分析し，各章で様々な興味深い結果が得られている。よって，本論文は博士（経済学）に十分に値すると判断できる。