

2017年10月18日
日本経済研究センター

優秀者が語る予測の勘どころ

緩やかな回復続く、リスクは海外 —労働市場、規制、財政・社会保障制度改革を—

米中経済、為替レート、IT バブル崩壊、そして北朝鮮情勢など海外—「優秀フォーキャスター」が挙げる景気のリスク要因だ。ESPフォーキャスト調査で2016年度の予測精度が高かった優秀なフォーキャスター5機関6名に、18年度にかけての景気展望と最大のリスク要因、現在の日本が採るべき施策、景気予測をする上で心がけていることの3項目を語ってもらった。

景気は緩やかな回復基調にあり、景気を反転させる要因は専ら海外とみる。政策面では、潜在成長力を引き上げるようなイノベーション促進のための規制改革、労働市場改革、財政・社会保障の改革など、成長の主役たる民間が活動する環境の整備を主とすべきとの指摘があった。予測にあたっての心がけとしては、客観的なデータ観察・要因分析による現状の正確な把握、「べき論」でなく採用の可能性の高い政策を前提とすることなどのほかに、地域経済分析と日本経済全体の予測との相乗効果、マクロモデルによる整合性チェックの実施などの回答があった。

あわせて、選考にあたった調査委員会の小峰隆夫委員長（大正大学教授、当センター理事・研究顧問）に総評を寄せてもらった。

2016年度 優秀フォーキャスター (敬称略、機関名の五十音順)

第一生命経済研究所	新家 義貴(9)
道銀地域総合研究所	坂野 公紀(1)
東レ経営研究所	増田 貴司(2)
ニッセイ基礎研究所	斎藤 太郎(7)
バークレイズ証券	森田 京平(現クレディ・アグリコル証券)(2)
	永井 祐一郎(1)

- (1) 特に予測成績が良いフォーキャスターを表彰。今回で13回目。()内は受賞回数。
- (2) 以下の公表資料もあわせてご参照ください。
- 「2016年度の予測評価と優秀フォーキャスター」(2017年9月20日)
 - 「同・テクニカルノート」(河越正明・土屋陽一、2017年10月2日)



ESPフォーキャスト調査委員長
小峰隆夫・大正大学教授
(日本経済研究センター理事・研究顧問)

総評

コンセンサスの好成績と優秀フォーキャスターの固定化傾向は変わらず

今回の評価結果を見ると、これまで見られた二つの傾向がそのまま続いている。

第一は、コンセンサス予想（予測の総平均）が好成績を取るということだ。今回、コンセンサス予想は堂々の第2位となった。こうした結果は今では常識化している。予測評価は今回で13回目になるのだが、そのすべてでコンセンサスはベストテンに入る成績を挙げているからだ。

そのメカニズムも解明されている。この評価は、複数の指標について、各月十数回分の予測結果の総合成績で行われている。このそれぞれについて、コンセンサスは必ず中央より上位の成績を取る。それを繰り返しているのだから、総合成績は上位に来るのである。

第二は、成績優秀者の常連が存在することだ。今回優秀フォーキャスターとなった第一生命経済研究所の新家氏は、実に9年連続で優秀フォーキャスターとなっており、ニッセイ基礎研究所の斎藤氏も7回目の優秀フォーキャスター入りである。専門のエコノミストが真剣勝負でしのぎを削る中で、継続的に優秀な成績を挙げているこれら常連の人々に敬意を表したい。

難しい転換点予測

さて成長率などの指標の予測と同じくらい重要なのが、景気の転換点の予測である。ESPフォーキャスト調査では、これを「景気の山（または谷）」を越えたと思うか」という質問によって継続的に調べている。

転換点を予測することは、それまでの判断を180度変えることになるわけだから勇気を必要とし、かなり難しいことである。今回の景気上昇局面においては、2014年4月以降、2年近く景気が足踏み状態となったのだが、かなり多くのフォーキャスター（2014年末から15年半ばにかけての調査では、約半数、私もそう考えていた）のエコノミストが、この時期を景気後退局面と判断した。

この点については、内閣府経済社会総合研究所の景気動向指数研究会が「後退局面ではなかった」という結論を出している。つまり、約半数のフォーキャスター（私も）は景気の転換点予想を誤ったということである。

現時点では、戦後2番目の長い景気拡大が続いているが、この景気にもやがて後退局面が訪れる。それを正しくかつ早く予測するフォーキャスターは誰なのか。今から興味津々である。



**第一生命経済研究所 経済調査部 主席エコノミスト
新家 義貴 (しんけ よしき)**

1998 年東京大学法学部卒、第一生命保険入社。
同年、第一生命経済研究所へ出向。
2002 年内閣府出向などを経て 11 年より現職。

Q. 18 年度にかけての景気展望と最大のリスク要因は

➤ **18 年度は家計部門に回復波及——リスクは北朝鮮問題**

景気は今後も着実な改善を見込む。世界経済の回復基調が途切れる可能性は低く、輸出は増加傾向での推移が続く。設備投資も企業収益の増加や高水準の企業マインドを受けて増加傾向で推移し、景気を押し上げる。個人消費は当面、所得の伸びに見合った程度の緩やかな増加にとどまると予想されるが、18 年度には、17 年度の好調な企業業績や物価上昇を反映して賃金上昇率が高まり、家計部門への景気回復への波及が進むだろう。18 年度には外需と内需のバランスの取れた成長が実現すると予想している。

リスクは北朝鮮問題。早期解決は困難で、問題は長期化せざるを得ない。折に触れて緊張が高まることが予想され、円高の進展や株価の下落といった金融市場の動揺が生じる可能性がある。消費者心理や企業マインドへの悪影響も懸念される。また、可能性は低いですが、万が一軍事衝突になってしまうと、影響は甚大だ。

Q. 現在の日本はどのような政策（金融・財政・構造政策など）を採るべきか

➤ **追加的な刺激策は不要——課題は労働市場改革**

景気は好調に推移しており、金融政策にしる財政政策にしる、追加的な刺激策は不要。もっとも、引き締めが実施できるほどの経済情勢ではないことも確かで、現状の政策を維持するのが妥当だろう。

今もっとも求められているのは労働市場改革。今後も働き手の減少が見込まれる中、労働生産性を向上させることは日本経済の大きな課題だ。生産性を向上させるには、衰退産業から成長産業へ雇用が円滑に移動することが重要だが、雇用の流動性の低さから、移動がスムーズに進まないことが生産性向上の妨げになっている。その意味で、雇用の流動性を高める改革が必要。具体的には、金銭的保障などのルールを整備した上で、解雇規制を緩和する改革が必要だろう。こうした改革には労働者側からの反対が多いが、日本の生産性が向上すれば、最終的には労働者にも恩恵が及ぶ。

Q. 景気予測をする上で心がけていることは

▶ 恣意的な評価をしない——「現在」を正しく

予測を行うためには、まずは「現在」を正しく評価することが重要だ。予測の土台となる現状判断が間違っていれば、正しい予測は決してできない。

その現状判断の際には、恣意的な評価をしないことを心がけている。自分の予測の誤りを認めたくないという心理から、どうしても結論ありきでデータを評価してしまいたくなるが、これは避けなければならない。自分に都合の良いデータは無批判に受け入れる一方で、都合の悪いデータの場合には言い訳を駆使して自説を維持するといった態度には問題がある。過去の自分の予測に縛られず、あくまで冷静に、客観的にデータを評価することが大切だと思う。その結果、自分の予測が間違っていたことが分かれば、柔軟に予測を変更することも必要だろう。



道銀地域総合研究所 経済調査部 主任研究員
 北海道銀行 営業企画部 地域産業調査室 調査役
 坂野 公紀 (さかの こうき)

2002 年小樽商科大学商学部卒、北海道銀行入行。
 09 年日本経済研究センターへ出向
 10 年浜銀総合研究所出向などを経て現職。

Q. 18 年度にかけての景気展望と最大のリスク要因は

▶ 投資増続くも消費に下押し圧力——為替変動率の高まりに注意

2018 年度までの国内経済は、緩やかな回復基調を維持すると予想。輸出は、海外経済の持ち直しや、円安水準の維持などが見込まれるため増加基調が続くだろう。一方、内需を展望すると、東京五輪特需、研究開発目的の増加などから設備投資の増勢持続を見込む。ただ、個人消費は、残業代（所定外賃金）削減による所得面での下押し圧力などが見込まれ、回復テンポが大きく高まる可能性は低いとみている。

最大のリスク要因は、為替レートにおける変動率の高まり。地政学的リスクの高まり、米国の利上げペースなどによる影響経路などに注意を要する。地方部では、インバウンド需要の獲得、一次産品輸出の増加に向けた取り組みが活発化しつつある。こうした芽吹きを過度な円高によって水を差すことは避けたい。また、過度な円安の進展もコストプッシュ型の物価上昇を通じた消費意欲の減退につながる。

Q. 予測をする上で心がけていることは

▶ 幅広く情報収集——都合の良い解釈避ける

私が心がけていることは、①新聞・雑誌・レポートなどを通じた日々の情報収集、②足元までの経済指標の実績把握とその要因分析、③事実を自分の都合の良い解釈に落とし込まない、という 3 点だ。

予測にあたっての特徴としては、日本経済予測作業に費やす時間が、他のシンクタンクと比べて大幅に少ないという点。北海道銀行という地域金融機関が 100% 出資する子会社のシンクタンクに所属する立場であり、銀行の営業基盤となる北海道経済・産業の現状分析・展望に重点を置いているため。ただ、身近な地域の経済・業界を分析する作業を通じて、国内経済予測で必要となるポイントの見落としに気が付くことも多くあり、その逆も多い。すなわち、地域経済・産業の分析作業、日本経済の予測作業は、確実に相乗効果があると認識している。



東レ経営研究所 理事
産業経済調査部長 チーフエコノミスト
増田 貴司 (ますだ たかし)

1983 年京都大学経済学部卒。日本債券信用銀行入社。
2000 年東レ経営研究所へ、16 年から現職。

Q. 18 年度にかけての景気展望と最大のリスク要因は

▶ **内需主導の景気回復が持続——米中の成長テンポ鈍化を警戒**

日本経済は 2018 年度にかけて内需主導の景気回復が持続する見通しだ。実質成長率の予測値は 17 年度 1.7%、18 年度 1.2%で、日本経済の実力を示す潜在成長率（0%台後半と推計される）を上回る成長率が 15 年度から 4 年連続で続く形となろう。

足元の内需は堅調で、国内要因で現在の景気回復が途切れることは想定しにくい。近年の日本では回復基調にある景気の変調を来すきっかけは、天変地異を除けばほとんど常に海外要因である。したがって景気が下振れするとすれば、海外発のリスクが顕在化する場合だ。米国の不透明な経済政策や欧州の政治動向、北朝鮮などの地政学的リスク等に留意が必要だが、最も警戒すべきは、日本の主要輸出先である米国と中国の成長テンポが鈍化するリスクだ。「IT バブル」以来 18 年ぶりの活況を呈している半導体ブームのピークアウト等をきっかけに米中が減速するリスクに注意したい。

Q. 現在の日本はどのような政策（金融・財政・構造政策など）を採るべきか

▶ **本腰入れた潜在成長率引き上げ策を——金融緩和や財政出動では無理**

日本経済の課題は、不況からの脱却ではなく、低水準に下がっている潜在成長率の引き上げである。景気回復期間は、既に戦後 2 番目の長さで、2019 年には戦後最長を更新する可能性がある。歴史的回復の実感がないのは、潜在成長率が低いからだ。

デフレ脱却を確実なものとするために、大胆な金融緩和を継続するのは妥当だ（ただし、異次元緩和が長期の持久戦となる中、政策の持続性を確保するため、政策の枠組み修正は必要）。景気失速回避のため、ある程度の財政出動も必要だろう。

しかし重要なのは、金融緩和や財政出動では潜在成長率を引き上げることはできないという認識だ。潜在成長率を上げる成長戦略として、①第 4 次産業革命期のイノベーション促進のための規制改革、②教育や人材投資の強化による生産性の引き上げ、③成長分野への労働力シフトを促す施策、等に腰を据えて取り組む必要がある。

Q. 予測をする上で心がけていることは

▶ 循環要因か構造要因か——政策を「べき論」で考えない

第一に、景気の基調を捉える上で、目先の経済指標の変動が「虚像か実像か」「偽相か真相か」を吟味し、早期に判別するよう心がけている。その際、指標の動きが示唆するトレンドを真に受けるのではなく、背後に潜む人間の心理や行動のクセを過去の類似局面との対比から割り出し、それを勘案して景気の実像（真相）を見極めている。

第二に、足もとの指標の動きが短期の循環的な波動か、構造要因による変動かを峻別して考えるようにしている。「IoT 関連需要拡大により、かつての IT サイクルは消えた」といった、構造要因と循環要因を混同した見方は疑ってかかるようにしている。

第三に、経済予測に政策提言の要素を入れないように注意している。マクロ政策（増減税を含む）の前提条件を置く際には、講じられるべき政策という「べき論」で考えるのではなく、現実に採用される確率が最も高い政策を前提にするようにしている。



ニッセイ基礎研究所 経済調査室長

齋藤 太郎 (さいとう たろう)

1992 年京都大学教育学部卒、日本生命保険入社。
96 年ニッセイ基礎研究所へ、12 年から現職。

Q. 18 年度にかけての景気展望と最大のリスク要因は

▶ **企業部門改善が家計部門に波及——IT バブル崩壊、米国失速がリスク**

足もとの個人消費は持ち直しているが、実質所得の伸び悩みが続いているため、2017 年度後半は停滞する可能性が高い。2018 年度は企業部門の改善が家計部門に波及することが期待される。具体的には 2017 年度の企業収益の改善や物価上昇を受けて春闘賃上げ率が 3 年ぶりに前年を上回ることから名目賃金の伸びが高まり、個人消費の回復は所得の増加を伴ったものとなろう。一方、設備投資は過去最高水準の企業収益を背景に 2017 年度後半は高い伸びとなるが、人件費上昇に伴うコスト増などから企業収益の伸びが鈍化することを受けて徐々に減速する。

実質 GDP 成長率は 2017 年度の 1% 台後半から 2018 年度は潜在成長率並みの 1% 程度まで低下すると予想する。国内外ともに政治的な不確実性は極めて高いが、政治的な混乱が景気を大きく悪化させる可能性は低い。景気のリスク要因は、世界的な IT バブルの崩壊、米国経済の失速。

Q. 現在の日本はどのような政策（金融・財政・構造政策など）を採るべきか

▶ **金融政策には期待できない——成長の主役は民間**

異次元緩和によって消費者物価上昇率を 2% に引き上げることが不可能であることが明らかとなった以上、これ以上金融政策に期待することは無理。一方、毎年のように経済対策のための補正予算が編成されているため、安倍内閣は積極財政の印象が強いが、実際の政府支出の伸びは低く、もう少し増やす余地がある。ただし、当初予算を抑制気味にして補正予算でそれを補うというやり方はやめるべき。当初予算で十分な金額を確保し、不測の事態が起きない限り補正予算は編成しないという方針にしたほうが効率的。

また、成長戦略が年々肥大化していることが示すように、近年は民間がやるべき領域に政府が関与しすぎている。成長の主役はあくまでも民間であるという原則に立ち返り、政府は規制緩和、財政・社会保障制度改革など、経済成長を後押しするための環境整備に注力すべきである。

Q. 予測をする上で心がけていることは

▶ 景気の転換点を意識——マクロモデルで整合性チェック

経済成長率などの予測値そのものよりも、景気の転換点を当てるほうが価値が高いと考えているが、実際に景気の転換点を予測することは難しい。近年は IT バブル崩壊、リーマン・ショックのような外的なショック以外に景気の変動しにくくなったせいも、景気の見込みに重点を置くエコノミストが少なくなったように感じる。

景気予測をする上では、経済成長率、消費者物価のように対外的に公表している項目以外の経済変数も含めて出来るだけ丁寧、精緻に予測値を作成するように心がけている。他社の予測手法はよく分からないが、弊社では短期（1～2年）、中期（～10年）ともにマクロモデルを使って予測値を作成しており、経済変数相互間の整合性が保たれるようにしている点特徴的かもしれない。



バークレイズ証券

調査部 チーフエコノミスト (2016年1~12月)

森田 京平 (もりた きょうへい)

(現クレディ・アグリコル証券 チーフエコノミスト)

1994年九州大学経済学部卒業、野村総合研究所入社。

2000年米国ブラウン大学修了(経済学修士号)。

04年野村証券金融経済研究所、08年バークレイズ証券チーフエコノミストを経て、17年から現職。



調査部 エコノミスト (2017年1月~)

永井 祐一郎 (ながい ゆういちろう)

2003年一橋大学経済学部卒。

05年同大学院経済学研究科修了、バークレイズ・キャピタル証券入社。ブレバン・ハワード・アセット・マネジメント(日本経済担当エコノミスト)を経て、08年から現職。

Q. 18年度にかけての景気展望と最大のリスク要因は

▶ 国内要因は総じて底堅い——北朝鮮情勢と米中経済悪化がリスク

17年度前半は企業部門が牽引する景気回復であった。17年度後半は実質賃金が伸び悩み家計部門が減速するリスクは残るが、雇用・所得環境は緩やかな改善を続けており、消費が大崩れするリスクは小さいだろう。17年度に企業収益が改善し、物価も伸び率を高める結果、18年度春闘では賃上げ率の再加速が期待できる。雇用・所得環境の改善が続けば18年度は家計部門(民間消費)も持ち直すだろう。設備投資についても、企業収益の回復、研究・開発投資の増加、2017~18年にピークを迎えるオリンピック関連の建設投資など、好条件が揃っている。公共投資の反動減を除けば、今後も国内要因は総じて底堅い。

リスク要因は北朝鮮情勢・米中経済の悪化など海外となろう。ただし、今回の景気回復は過度の外需依存ではない。海外要因の悪化がなければ、2019年1月に戦後最長の景気回復期が実現し、デフレ脱却宣言も視野に入る。

Q. 現在の日本はどのような政策(金融・財政・構造政策など)を採るべきか

▶ 就労促進と財政再建を一体的に——必要な政治的リーダーシップ

既に人口減少は始まっており、近い将来に労働力人口も減少へ転じることが予想される。このような中、女性や高齢労働者が働きやすいように就労促進策を進めると同時に、記録的な債務残高や増加する社会保障費への対応も進めるべき。前者は子育て支援策の

充実や労働市場改革（働き方改革）、後者は税と給付に関して一体改革を行うことが中心となる。ただし、これら2つの政策は不可分な性格を持つ。両者一体的に改革を進めるには政治的なリーダーシップが必要となる。特区等を梃子とした規制緩和を一層推進し、将来の成長を高める努力（第3の矢）は重要だが、社会保障における給付と負担の世代間格差への対策も加速させ、将来不安を和らげる努力もバランスよく実行すべきだろう。金融政策（第1の矢）は初期の目的を達しており、「量」から「金利」へのウェイト変更を継続し、出口政策に向けて着実に軌道修正を進めるべき。

Q. 予測をする上で心がけていることは

▶ 虚心坦懐にデータを見る——潔く修正

個々の経済指標の結果やニュースなどをできるだけ丁寧にフォローすることと、虚心坦懐にデータを見ることについては注意している。また、想定していたストーリーに都合の悪いデータが出た際に、なるべく潔く修正するように心がけている。ただし、経済指標は後に大きく修正されるケースも多く、実際には景気予測はなかなか当たらない。

（永井 祐一郎）