

2016年10月11日
日本経済研究センター

優秀者が語る予測の勘どころ

民需弱く 海外景気などにリスク

➤ 予断排し多面的に点検を

消費など内需が力強さを欠き、海外景気次第では金融・為替市場に波乱も——。「優秀フォーキャスター」が挙げる景気のリスクだ。本調査で2015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7名に、今後の景気見通しとリスク要因を語ってもらった。景気予測にあたって心がけていることとしては、予断を排して客観的にデータを観察することや、背後・底流にある要因を多面的に分析することなどが、優秀者の共通項として浮かび上がった。

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

2015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(8)
ニッセイ基礎研究所	斎藤 太郎(6)
日本経済新聞社デジタルメディア局	渡部 肇(1)
BNPパリバ証券	河野 龍太郎(5)
三井住友信託銀行	登地孝行、花田普、加藤秀忠(*)

- (1) 特に予測成績が良かったフォーキャスターを表彰。今回で12回目
- (2) かっこ内は受賞回数。三井住友信託銀行は過去に花田氏が6回受賞
- (3) 以下の公表資料もあわせてご参照ください
 - 「2015年度の予測評価と優秀フォーキャスター」(2016年9月29日)
 - 「同・テクニカルノート」(河越正明、2016年10月5日)



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

総評

優秀者が固定化、「秘伝」が存在か

ESPフォーキャストの予測評価も今回で12回目となった。今回の評価結果を見て感じたことを3点指摘してみたい。

第1に、今回もコンセンサス予想がベストテンに入った。12回の予測評価ですべてベストテンに入ったことになる。毎年同じ結果なので全く珍しくもなんともないが、要するに我々が毎月見ているコンセンサス予想は、単に「フォーキャスターの予測の平均値」という意味だけではなく、「比較的良い予測」を見ているということである。

第2に、優秀フォーキャスターと同じ顔ぶれが登場するようになっている。今回優秀フォーキャスターとなった7名のうち、新家氏は8回目、花田氏は7回目、斎藤氏は6回目、河野氏は5回目である。特に新家氏は連続8回、回答者として参加して以来すべて上位5人に入るという快挙を成し遂げた。

このように優秀フォーキャスターが固定してきたということは、景気予測には何らかの秘伝があるという魅力的な仮説が正しいことを意味しているのかもしれない。予測者が常に他の予測者の成績を上回るためには、何らかの「独自の手法」を持つ必要がある。またそれは、他人が真似できない（または知りえない）手法でなければならない。簡単に真似ができるのであれば、自分だけがいつまでも優位性を保つことは難しいからだ。

「低位」が好成績、「後退局面」の可能性も

第3に、逆算して考えると、14、15年度の景気は既に下降局面である可能性がある。その逆算のロジックは次のようなものだ。

私は成長率の予測をするときに、景気上昇期には高位8機関の、後退期には低位8機関の予測を参照するようにしている。景気上昇期には多くの方が考えるよりも成長率は高くなり、後退期には低くなる傾向があるからだ。14、15年度の成長率の予想を見ると、共に低位8機関がコンセンサスより良い結果となっている（年度ベースでは、14年度はコンセンサスが24位で低位は1位、15年度はコンセンサスが16位で低位は7位である）。ということは、14、15年度は景気後退期としての特徴が現われていることになる。公式の日付は付いていないが、景気は2014年3月が山で、その後は後退期が続いているということになる。

フォーキャスト調査の予測評価を見ているといろいろなことが次々に頭に浮かんで時間がたつのを忘れてしまうほどだ。



新家 義貴 (しんけ よしき)

第一生命経済研究所 経済調査部 主席エコノミスト

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

Q. 17年度にかけての景気見通しと最大のリスク要因は

➤ 緩やかな回復にとどまる——米金融政策次第で動揺も

足元の景気は踊り場状態が続いているが、17年には経済対策効果の本格化から公共投資が大幅に増加し、景気が押し上げられる。円高の悪影響一巡から輸出や設備投資といった企業部門も持ち直し、景気にも明るさが出てくるだろう。もっとも、個人消費は、賃上げが限定的なものにとどまるなか、17年度も緩やかな増加にとどまるだろう。景気に力強さが出るには至らず、景気は「緩やかな回復」にとどまる見込みだ。

リスク要因は米国の金融政策と為替の動向。①米国景気が思うように伸びず、利上げができないケース、②景気が強くないにもかかわらず利上げを強行するケース、が考えられる。①では円高が進み、国内景気が下押しされるだろう。②では世界的な金融市場の動揺が生じるリスクがあり、この場合も円高・株安が進む可能性が高い。利上げに耐えられるほどの米国経済の回復が実現するかどうかのポイントだろう。

Q. 予測をする上で心がけていることは

➤ 「当たらない」を前提に——過去の予測に固執せず

そもそも「景気予測は当たらない」ということを意識するようにしている。もちろん、その時点で実現可能性が最も高いと思われる景気予測を提示しているのだが、状況は日々変わりうるし、状況変化のスピードは往々にして予想を超える。過去の自分の予測に固執せず、状況変化に応じて柔軟に対応するよう心がけている。

また、予測を行うためには、「現在」を正しく評価することが重要だ。過去の自分の予測に固執すると、データを歪めて評価してしまいかねない。データを読む際には、自分に都合の良いところだけ強調するのではなく、可能な限り客観的に評価することを意識している。とはいえ、私もなかなか思うようにはいかないのが実情だ。これからも精進していきたい。



齋藤 太郎 (さいとう たろう)
ニッセイ基礎研究所 経済調査室長

1992 年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. 17 年度にかけての景気見通しと最大のリスク要因は

▶ 1%台前半の成長見込む——賃上げ後退なら消費腰折れ

2016 年度中は円高の影響で輸出、設備投資が低迷する一方、物価下落に伴う実質購買力の上昇を背景に個人消費が回復することから、景気の底割れは回避される。17 年度は円高の影響一巡で輸出、設備投資が持ち直し、年率 1%台前半の成長が続くと予想。

最大のリスク要因は賃上げの後退により個人消費が腰折れしてしまうこと。16 年度の春闘賃上げ率は 3 年ぶりに前年を下回ったが、雇用者数の高い伸び、物価上昇率の低下によって実質雇用者報酬が前年比で 2%台の高い伸びとなるなど消費を取り巻く環境は改善している。しかし、17 年度は原油安、円高の影響一巡により消費者物価上昇率はプラスとなる公算が大きい。こうした中、足もとの企業収益の悪化、物価下落を受けて春闘賃上げ率がさらに低下するようなことがあれば、14 年度と同様に実質所得の落ち込みを主因として個人消費が腰折れしてしまうリスクが高まる。

Q. 予測をする上で心がけていることは

▶ 背後にある変数群も丁寧に——「局面」意識して予測

景気を予測する上では、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。たとえば、個人消費を予測する際には、可処分所得（雇用者報酬、財産所得、社会給付、税・社会負担等）、消費性向の予測値を作成し、どの要因で消費が変動するのかをイメージするようにしている。このことが、必ずしも予測精度の向上に直結しているとはいえないが、少なくとも予想が外れた場合にその理由が明確になりやすい。

また、景気拡張（後退）局面では実績値が予測値よりも上振れ（下振れ）する傾向があるので、景気の局面変化が予想される場合にはこのことを念頭において予測値を作成するようにしている。ただし、景気の転換点の予想は極めて困難なので、実際の予測値は無難なものになりがち。



渡部 肇 (わたべ はじめ)
日本経済新聞社デジタルメディア局 部長

1989 年東京大学工学部卒、日本経済新聞社入社。
 日経 QUICK 情報・副主任研究員などを経て、14 年から現職

Q. 17 年度にかけての景気見通しと最大のリスク要因は

➤ **補正効果もあり回復基調——中国・欧州などに波乱要因**

消費の回復基調が続くことなどで、7～9 月期以降も日本経済はプラス成長を維持するとみている。海外経済の安定成長で輸出は持ち直す見込み。企業収益は円高の影響は受けるがなお高水準で、設備投資も今後回復していく見通しだ。公共投資も景気を下支えする。17 年に入ると、16 年度第 2 次補正予算と 17 年度当初予算の経済対策の効果が現れる。そのため、17 年度の成長率は 16 年度を上回ると見込んでいる。

最大のリスク要因は海外だ。当社では金融機関のストレステスト向けにモデルを活用したマクロシナリオ策定サービスを試験的に開始したが、中国経済の減速による世界経済の低迷や、欧州の大手金融機関の経営不安などをシナリオとして考えている。そうしたシナリオでは、輸出の落ち込みや円高の加速のほか、最悪ケースとして、リーマン・ショック級の危機の再来を想定している。

Q. 予測をする上で心がけていることは

➤ **前提・結果のわかりやすさ重視——モデル使い整合性を確保**

当社の計量経済モデルサービスである NEEDS 日本経済モデルの標準予測という性格上、ユーザーにとって使いやすい予測を第一に心がけている。そのため、できるだけコンセンサスに沿った予測を置くようにしている。また、補正予算を受けて公共投資や政府消費を上乗せする場合は、閣議決定などを経た正確な数字を乗せるようにしている。モデルの主な利用法の 1 つは政策シミュレーションであるため、数字が未確定の場合にユーザーが自分なりの数字を乗せやすくするのが狙いだ。

予測値は外部アドバイザーも含めたチームで決定しており、自分も含め、誰か 1 人の景況感に極端に引っ張られることがないようにしている。また、モデル上で予測を行っていることの利点を生かし、モデルに収録されている 400 以上に上る経済変数の動きを絶えずチェックすることで、予測全体の整合性を確保するようにしている。



河野 龍太郎 (こうの りゅうたろう)
BNP パリバ証券 経済調査本部長チーフエコノミスト

1987 年横浜国立大学経済学部卒、住友銀行入行。大和投資顧問、第一生命経済研究所を経て、2000 年から現職。

Q. 17 年度にかけての景気見通しと最大のリスク要因は

▶ **日銀の政策効果期待できず——米景気次第で円高も**

日本経済は、潜在成長率がゼロ近傍まで低下すると同時に、2014 年初頭以降、完全雇用にある。こうした中、政府、日銀の裁量的政策は、その意図とは裏腹に、単なる所得分配政策に墮しているように見える。つまり、メリットを受ける経済主体は確かに存在するが、同時に、悪影響を受ける経済主体も存在し、マクロ経済全体で見ればプラス効果は相当に小さい。このため、17 年の成長率は大方が想定する程には高まらない可能性がある。

17 年の最大のリスクは、米国の景気拡大の最終局面が近づいていること。拡大期間は今年 6 月で既に 7 年を超え、かなり成熟化しており、残る拡大期間はそれほど長くはないかもしれない。目先、FED は利上げを探る状況だが、それほど遠くない将来、利下げに転じる可能性がある。その場合、大幅円高が日本への悪影響を増幅するリスクがある。

Q. 予測をする上で心がけていることは

▶ **潜在成長率の把握に注力——海外経済も自ら分析**

まず、潜在成長率など主要経済データのトレンド把握、分析に注力している。近年の低い成長の原因の 1 つは、潜在成長率そのものの低さにあるが、ベースラインを高め想定する人が少なくない。潜在成長率が低ければ、自然利子率も低くなるため、政策乗数は小さくなる。また、予測の際には、GDP 統計などの歪みについても考慮している。大変残念なことだが、近年の低い成長の理由の 1 つには、統計そのもののシステムティックな過少推計もある。

日本経済の予測の際には、米国、欧州、主要新興国についても、他部門任せにせず、自らが分析を行っている。今や海外経済の深い分析なしに、日本経済を予測することは不可能である。この他、テイル・リスクと考えられている要因について、本当にテイル・リスクなのか白紙の状態から再検討している。希望的観測を基に、メインシナリオから外されている要因も少なくない。



登地 孝行（とじ たかゆき）
三井住友信託銀行・ストラクチャードファイナンス部・主任
 2010 年京都大学経済学部卒、住友信託銀行入社。日本経済研究センター出向などを経て、16 年 3 月まで調査部で経済分析・予測を担当。



花田 普（はなだ ひろし）
同・調査部・経済調査チーム長
 1995 年京都大学経済学部卒、住友信託銀行入社。
 経済企画庁（現内閣府）出向などを経て 12 年 7 月より現職。



加藤 秀忠（かとう ひでただ）
同・調査部・主任
 2010 年東京大学経済学研究科修士課程修了、住友信託銀行入社。
 日本経済研究センター出向などを経て 16 年 4 月より現職。

Q. 17 年度にかけての景気見通しと最大のリスク要因は

▶ **内需・輸出とも弱く低成長——雇用崩れれば消費落ち込みも**

日本経済は 2017 年度にかけて低成長が続く。16 年度は、円高が進んだことにより、設備投資や輸出には下押し圧力がかかるが、物価の下落が消費を下支えすることによりプラス成長は維持できよう。17 年度は、円高効果の剥落や原油価格の底打ちにより物価上昇率がプラス圏に戻る一方で、家計所得は大幅には増加しないことから、消費の回復ペースは鈍化しよう。また足元で企業の収益や景況感が悪化傾向にあるため、17 年度の設備投資は抑制される懸念がある。世界経済が減速基調にある中で、輸出の伸びも限られよう。したがって、17 年度にかけての日本経済は、経済対策による公共投資の増加は見込めるものの、個人消費・設備投資・輸出は盛り上がりせず、低成長が続く。

最大のリスク要因は企業景況感の悪化が雇用環境に波及することだ。雇用環境はここまでは堅調であるが、企業景況感の悪化が本格化し、雇用に波及すると、17 年にかけて個人消費が落ち込み、景気が悪化する。

Q. 予測をする上で心がけていることは

▶ **虚心にデータを観察——周囲の「希望」に合わせず**

心がけていることは、バイアスが掛からないように多面的に経済指標を見ることだ。そのために注意することは大きく 2 つ。まず、自分の景気予測や分析にとらわれずにデータを見ること。予測値と実績値に乖離がある場合は、元の予測にこだわらず乖離の要因を分析し、柔軟に予測を修正する。もう 1 つは、予測レポートの読者や社内の関係者などの「希望的観測」におもねるような予測・分析をしないこと。周りが求める予測ではなく、データに基づいた蓋然性の高い予測を出すように気をつけている。

（登地孝行）