

2018年10月17日
日本経済研究センター

優秀者が語る予測の勘どころ

緩やかな回復続くが大勢、消費増税と海外にリスク
—社会保障・労働市場改革、成長戦略の加速を—

国内では消費増税、海外では貿易摩擦の激化、金融市場の混乱、中国経済悪化——「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2017年度の予測精度が高かった優秀なフォーキャスター5名に、今後の景気見通しとリスク要因、安倍政権のこれからの運営で注目される焦点と課題、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（10月11日）。

景気は緩やかな回復が続くとの見方が大勢ながら、減速局面ととらえる見方もあった。政策面では、社会保障制度の抜本改革、雇用の流動性を高める労働市場改革、成長戦略の加速、教育改革などが注目点としてあげられた。予測にあたっての心がけとしては、現状の正確な評価、月次指標の早期予測、景気の基調の把握、マーケット変数と経済・物価変数との双方の影響を重視する、など様々な視点が挙げられた。

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。

2017年度 優秀フォーキャスター
（敬称略、機関名の五十音順）

信金中央金庫	角田 匠(1)
第一生命経済研究所	新家 義貴(10)
日本総合研究所	杵村 秀樹(1)
	下田 裕介(2)
野村證券	美和 卓(1)
三井住友アセットマネジメント	宅森 昭吉(4)

(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14回目。

(2) ()内は受賞回数。

(3) 以下の公表資料もあわせてご参照ください

- 「2017年度の予測評価と優秀フォーキャスター」（2018年10月11日）
- 「同・テクニカルノート」（河越正明・土屋陽一、2018年10月17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

優秀フォーキャスターの評価に接して

毎年この総評を書いているのだが、毎年ほぼ同じ結果が出るので、書くことがなくなってきてしまった。それでも初めての人もいるだろうから、重複を気にせず、優秀フォーキャスターの評価に見られる二つの特徴を述べておこう。

一つは、「コンセンサス予想は良い予想だ」ということである。これは、コンセンサス予想が 14 回連続でベストテンに入る好成績を挙げていることによって証明されている。我々は、単なる平均予測を見ているわけではなく、「良い予測」を見ていることになる。

もう一つは、成績優秀者に入る常連の存在である。特に、第一生命経済研究所の新家義貴さんは、今年も優秀フォーキャスターとなり、なんと 10 年連続となった。ここまでくると、優秀フォーキャスターになるためには、「これからの景気」を予測するのではなく「新家さんがどう予測するか」を予測した方がいいのかもしれない。

五輪後の不況は来るのか

以上で書くことが尽きたので、以下はトピック的に「五輪後の不況は来るのか」という問題についての私の考えを紹介しておこう。現在の長期景気拡大がいつまで続くか、というのがこれからの景気予測の大きなテーマだが、2020 年の五輪後に不況が来ると考えている人は多い。前回の 64 年五輪のときもそうだったからだ。

実は私は、64 年の前回の東京五輪を実体験している。開会式も、マラソンの最後の 1 周で円谷幸吉がヒートリーに抜かれたところも、国立競技場で実際に見ている。当時の雰囲気も覚えている。社会資本の増強は画期的で、例えば、五輪の直前に、新幹線、首都高速（一部）、都心・羽田間のモノレールが相次いで開通している。これに比べれば、2020 年に向けての社会資本投資はずっと小さい。観光客についても、現在では五輪がなくても海外からの観光客は高水準なのだから、五輪後に激減することはないだろう。

要するに、64 年の五輪は歴史的な大イベントであり、経済効果も国民の高揚感もすさまじい盛り上がりだったのだから、それが終われば不況になるのも当然だったろうと思われる。これに比べると、今回の五輪のインパクトはずっと小さい。したがって反動も少なく、これによって景気が悪くなることもないのではないかというのが私の考えである。



信金中央金庫 地域・中小企業研究所 上席主任研究員

角田 匠(つのだ たくみ)

1989年 明治大学工学部卒、山一証券入社

93年 日本経済研究センターへ出向

98年 信金中央金庫へ、06年から現職

(Q1) 19年度にかけての景気の展望とリスク要因

○設備投資を牽引役に内需は堅調――貿易摩擦の激化が最大のリスク要因

輸出の増勢鈍化を主因に足元の景気は減速しているが、賃上げの裾野の広がりを背景に個人消費は底堅く、企業の設備投資意欲も旺盛だ。内需主導による景気回復は当面も続く見通しで、19年度の景気も基調として上向きの動きを維持しよう。先行き不透明感が高まっている世界経済も米国を牽引役に回復基調を維持するだろう。足元で減速している輸出が増勢を取り戻すことも19年度の景気を下支えするとみている。

一方、来年10月の消費税増税が家計需要のリスク要因となる。駆け込み需要とその反動減はニュートラルとなろうが、軽減税率の導入を考慮しても下期は増税の影響で実質所得が押し下げられる。このタイミングで東京五輪開催に伴う経済効果がピークを迎えるとみているが、個人消費の落ち込みが軽微にとどまるかどうかは予断を許さない。貿易摩擦の激化で世界経済の回復シナリオが崩れるリスクにも注意が必要だ。

(Q2) 安倍政権のこれからの運営で注目される焦点と課題は何か

○社会保障制度の抜本改革が課題――日米貿易交渉の行方にも注目

19年度税制改正に向けた動きが当面の焦点となる。特に、消費税率引上げに伴う駆け込み需要の影響が大きい住宅と自動車に関する対策は重要だ。消費税増税時に、自動車取得税に代わって導入される燃費課税を初年度にゼロとする案が有力視されているが、世界的に高いとされる保有にかかる自動車税を簡素化して引き下げる措置も駆け込み需要の抑制策として有効だろう。中長期的には社会保障費の抑制が課題となるが、具体的な抑制策は提示されていない。団塊の世代が75歳に到達し始める22年までに痛みを伴う抜本的な改革に踏み出す必要がある。

保護主義政策を強める米国に対して、貿易戦争の拡大を防ぐことも安倍政権に課せられた課題である。米中貿易摩擦の激化によって世界の貿易取引にも影響が出始めているだけに、日米間の物品貿易協定(TAG)交渉の行方は注目される。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることは**○中長期の基調的景気変動を重視——中小企業の分析も重要**

2～3年の景気予測においても、中長期の基調的な動きをベースにしている。大きな流れが上向きの時期は一時的な負のショックに強く、逆に下向きの局面ではマイナス圧力が増幅される傾向があるためだ。景気が弱含んだ15年度にリセッションを回避できたのも中長期の景気変動が上向きに転じて始めていたためである。消費税率が引き上げられる19年度も、景気の腰折れは回避できるとみているが、これも中長期の上昇トレンドが維持されると分析していることが背景にある。

全国の信用金庫から得られる中小企業の情報も重視している。全雇用者の7割が中小企業に従事しているだけに、当研究所が集計している「全国中小企業景気動向調査」による業況判断や、中小企業における貸金動向は個人消費を予測するうえで重要な分析材料としている。



株式会社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

(Q1) 19年度にかけての景気の展望とリスク要因

○ 企業部門主導で緩やかな景気回復持続 —— リスクは消費増税、金融市場の混乱

今後も緩やかな景気回復が持続すると予想。個人消費の増加ペースは緩やかなものにとどまるものの、輸出、設備投資の企業部門主導で景気は回復を続けるだろう。19年10月の消費税率の引き上げによって19年度後半は景気停滞感が強まるが、14年の引き上げ時と比べると家計負担増の度合いが小さいことや、景気対策の実施が予定されていることから、景気後退局面入りは避けられる。リスクは海外経済と消費税率引き上げ。海外では米国金利上昇に伴う金融市場の混乱や貿易戦争激化による中国経済の下振れ等を懸念している。19年の消費増税は、負担増額は14年対比小さいが、消費者心理への影響度合いが読みにくい。14年の増税時に予想を大外した苦い経験もあるので、予断を持たずに見ていきたい。ちなみに消費増税については、再び実施が延期される可能性が、一般に思われているより高いのではないかと密かに思っている。

(Q2) 安倍政権のこれからの運営で注目される焦点と課題は何か

○ 労働市場改革が課題——雇用の流動性を上げ労働生産性向上を

最も求められているのは労働市場改革だろう。現在進められている働き方改革の主眼は長時間労働の是正と同一賃金同一労働で、どちらも重要な課題だ。改革の方向性は妥当と思われる。ただ、その上でもっと踏み込んで欲しいのが生産性向上の視点であり、働き方改革はこの点が不十分に見える。

今後、働き手の減少が見込まれるなかで、労働生産性を向上させることは日本経済の大きな課題。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、日本の雇用の流動性の低さから、移動がスムーズに進んでい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だと思う。具体的には解雇規制の問題がある。金銭的保障をどうするかなどルールを整備した上で、解雇規制を緩和させる改革が必要だろう。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることは**○地道に現状判断――定期的に自分の予測を振り返る**

予測を行うためには、まず現在を正しく評価することが重要だ。過去、自分が予測を間違えたケースでも、その多くは現状判断の誤りに起因していた。正確な現状判断を行うには数多くの経済指標を地道に分析していくしかないが、指標にはそれぞれクセがあり、時に不可解な動きをする。単に表面上の動きを追うだけでなく、それぞれの指標の作成方法についてもしっかり把握することが重要と考えている。

また、自分の予測は定期的に振り返るようにしている。そうすれば、いかに自分の予測が甘いかが良くわかるし、自分のクセも把握できるようになる。たとえば株価や為替レートが大きく変動したとき、経済に影響を与えそうなニュースが出たとき、予想を大きく外したとき、自分がどういった反応をする傾向があるのかが見えてくる。自分の思考のクセを知ること、判断が偏らないよう事前に注意することができる。



日本総合研究所・調査部・主席研究員

松村秀樹(まつむら ひでき)

1992年 東京大学経済学部卒、住友銀行入社
 97年 日本総合研究所へ出向
 2014年 内閣府出向などを経て16年より現職



日本総合研究所・調査部・副主任研究員

下田 裕介(しもだ ゆうすけ)

2005年 東京工業大学大学院修了、三井住友銀行入行
 06年 日本経済研究センター出向、08年 日本総合研究所出向
 13年より現職 (17年 三井住友銀行経営企画部兼務)

(Q1) 19年度にかけての景気の展望とリスク要因

○高まる内需の牽引カー—消費増税・海外リスクも克服可能

景気回復が続くと予想している。とくに、内需の牽引力が高まってきたことを重視している。家計部門では、今年は自然災害で消費活動が抑制されたが、雇用・所得環境が着実に改善しているため、消費の基調は良好とみている。企業部門でも、インバウンド対応と再開発関連の建設投資が継続しているほか、一部業種では能力増強投資も出始めるなど、前向きな動きが広がりつつある。

リスク要因としては、国内では消費税の引き上げ、海外では貿易戦争や中国景気の減速を考えている。しかし、いずれも景気回復を頓挫させる要因にはならない。消費増税後も実質所得はプラス基調を維持するため、2014年のように消費の落ち込みが長期化する事態には陥らない。貿易戦争も、間接的なマイナス影響は避けられないものの、内需の回復力で十分に乗り越え可能なインパクトと考えている。

(Q2) 安倍政権のこれからの運営で注目される焦点と課題は何か

○総需要喚起策の転換を—サンドボックス制度活用し成長戦略加速

GDPギャップが解消したため、アベノミクスの再構築が焦点の一つだ。まず、重要性が低下した総需要喚起策の幕引きとして、第1・第2の矢を見直すことが必要だ。消費増税対策の財政支出が検討されているようだが、今から大盤振る舞いを準備する必要性はない。金融政策も徐々に軌道修正が必要だ。まず、政府と日銀が交わしたアコードを見直して、袋小路に入った金融政策の柔軟性を取り戻したい。

次に、供給力強化のため、成長戦略のスピードアップも注目される。すでに議論は出尽くし感があるため、次はいかに実行していくかを考える段階。サンドボックス制度を本格活用

して、諸外国に負けない技術革新を加速させることが必要である。

持続可能な経済・社会構築のため、働き方改革や社会保障制度の立て直しも重要。強い政権基盤を持つ今こそ、ハードルの高い政策に立ち向かうべきであろう。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることは

○景気の基調把握を重視———本当のリスク要因の見極め

心がけていることは2点ある。ひとつは、景気の大きな流れを読み間違えないこと。エコノミストの仕事は、ややもすれば月々の経済統計の動きに右往左往しがちである。景気の基調的な方向感と、その周囲で変動する個別材料をきちんと峻別して、景気判断が大きく振れないようにしている。

もうひとつは、本当のリスク要因が何なのかを冷静に判断すること。例えば、マスコミを賑わせる大ニュースでも、後で振り返ってみれば経済に全く影響がなかったというケースが非常に多い。逆に、ほとんどニュースに登場しなくても、経済に深刻な影響をもたらす要因もある。リスクの大きさを把握する際に有用なのは、やはり過去の経験。条件反射で危機感を煽るのではなく、蓄積された様々な引き出しを参考にしつつ、マクロ経済への影響を多面的・総合的に分析するようにしている。

(杵村秀樹)



野村証券・経済調査部・チーフエコノミスト

美和 卓(みわ たかし)

1990年東京大学教養学部卒

2001年東京大学大学院法学修士

1990年野村総合研究所入社

野村証券・投資情報部などを経て16年から現職

(Q1) 19年度にかけての景気の展望とリスク要因

○減速局面が継続——リスクは中国経済

海外経済、外需主導で減速局面が継続すると予想している(19年度実質成長率は+0.7%)。省力化投資や東京を含む大都市部の旺盛な民間建設需要に支えられ実質設備投資は底堅さを維持するとみているが、個人消費を中心に家計需要は引き続き賃金上昇率の鈍さなどを背景に低迷・停滞を続ける公算が大きい。循環的な景気減速と基調的な家計需要の弱さを背景に、インフレのモメンタムは低下方向に向かうと予想している(19年度コアCPI上昇率は+0.6%予想)。

最大の下振れリスク要因は、既往の過剰信用、過剰債務の調整に起因する中国経済の急失速であり、米トランプ政権による通商、外交政策両面での対中強硬姿勢継続はその引き金となりうる要因と位置付けている。

(Q2) 安倍政権のこれからの運営で注目される焦点と課題は何か

○労働市場・教育制度改革を通じた技術革新・起業の加速を

自民党総裁としての安倍首相の任期が残り1期3年となったことで、憲法改正を中心とした政権のレガシー作りに政策の力点に移り、経済構造改革への関心、取り組みが低下しないようにすることが肝要であると考ええる。

経済構造改革に関連する諸課題の中で特に重要なのは、労働市場と教育制度の改革とそれをテコにした技術革新や起業(スタートアップ)の加速であると考ええる。一国の経済の競争力や潜在成長率を左右するのは、従来以上に、GAF A等に代表されるグローバル・プラットフォーム企業を創出できるか否かにかかってきており、それは米トランプ政権下での保護主義的な流れによっても覆らないと考えられるからである。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることは

○マーケット変数と経済・物価変数との双方向の影響重視

嘗てジョージ・ソロスが、再帰理論(Theory of Reflexivity)と呼んだ、金融資本市場・

実体経済の間での双方向のフィードバック関係を常に意識した予測作成を心掛けている。すなわち、金利、為替、株価といったマーケット変数を固定的な与件、前提条件としてみるのではなく、経済や物価の変動と双方向に影響しあうダイナミックな変数として予測に織り込むよう注意している。

前述の議論とも関連するが、短期経済予測において、いわゆる「構造論」を一挙に計数に反映させないようにも注意している。後世から振り返ると歴史には不連続な屈曲点があるように見えるが、同時代人からみれば、歴史は連続的にしか変化していかない、というのが経済分析、予測における信条でもある。



**三井住友アセットマネジメント 理事・チーフエコノミスト
宅森昭吉(たくもり あきよし)**

1980年慶應義塾大学経済学部卒、三井銀行(現、三井住友銀行)入行
94年さくら証券、2001年さくら投信投資顧問を経て、
02年三井住友アセットマネジメント、12年より現職

(Q1) 19年度にかけての景気の展望とリスク要因

○19年度も戦後最長の景気拡張期間を更新 --- 第一のリスクは「保護主義の高まり」

日本経済は19年1月に73カ月だった「いざなぎ景気」を超え、19年度も戦後最長の景気拡張期間を更新しよう。10月の消費増税の影響が懸念されるが、政府の需要反動減対策があり、団塊の世代が生産年齢人口から抜けるタイミングという前回引上げ時のような構造要因もないことから、今度こそ、落込みは軽微なものにとどまろう。

景気の腰折れリスク要因として「保護主義の高まり」が18年春から注目度を増している。これが第一のリスク。トランプ米大統領による中国の覇権抑え込みの動きは19年も続こう。「中国景気の悪化」がそれと関連して第二のリスク要因になるとみる。

前回の消費増税後2年近くは「足踏み」で調整期間だったため、今の景気はそれほど成熟していない。19年には新天皇陛下即位、欧州からの訪日客増加が見込めるラグビーW杯開催などの国民的行事が目白押しだ。景気後退が回避される公算は高そうだ。

(Q2) 安倍政権のこれからの運営で注目される焦点と課題は何か

○社会保障改革、成長戦略などの着実な実現に注目

安倍首相は全世代型社会保障制度改革を、第4次安倍改造内閣での最大のチャレンジとして位置付け、第1弾として雇用制度改革の具体策の検討を、政府の未来投資会議で始めた。膨張する医療、介護、年金を抑制しつつ、次世代への給付を充実させるような制度改革を、国民の理解を得ながら実行することが望まれる。全ての世代が安心できる社会保障の改革を確実に実現できるかが注目される。

IoT及びビッグデータ、AIやロボットなどの技術革新をコアとする第4次産業革命や、地方創生などの成長戦略を着実に実現することも大切だ。貿易赤字削減にこだわるトランプ大統領の米国との通商交渉で自由貿易体制を堅持し、国益を守るために建設的な通商関係を構築していくことも大きな課題だろう。昨今多発する自然災害から国民を守るため、本当に必要などころに対応する国土強靱化策の検討も必要だろう。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることは

○足元の動向をなるべく正確に把握するための、月次指標早期予測、身近なデータ活用

先行き予測の基礎となる足元の動向をなるべく正確に把握するように努めている。

そのために、第一に、重要経済指標のナウキャスト。様々な関連データを駆使し、月次の主要経済指標を早期に予測する。第二に、多くの人々が注目する景気と関係が深い身近な事象やデータ（スポーツ、芸能なども）を景気の予告信号として使う。

「① 科学の結果を信ずる勿れ。一旦受け取って判断停止の括弧で括っておく。② 然る後、頭を360度廻らせて森羅万象を考察する。③ このようにしても括弧に括っておいた命題を否定する根拠が得られなかったら、それを暫定的真理として受け取る」という、日本経済研究センターにおられた並木信義氏の現象学的アプローチを参考にしている。

また、重要なスケジュールを表にして、各イベント等が各経済指標に対してプラスなのかマイナスなのか印をつけて考え、シナリオ作成に役立てている。