

2019年10月16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、リスクは消費増税と海外
—政策、十分な吟味と長期的な視点を—

国内では消費増税、海外は米中貿易戦争、保護主義、Brexit、中東・北朝鮮情勢——「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2018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、今後の景気見通しとリスク要因、先行き不透明感が強まる中での政策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や特徴の3項目を語ってもらった。

景気は緩やかに回復するとみており、景気を反転させる要因は消費増税の他は専ら海外とみる。政策面では、当初予算での経済対策効果の十分な検討と、潜在成長力を引き上げるための規制改革、労働市場改革、財政・社会保障の改革など、長期的視点から取り組むべきとの指摘があった。予測にあたっての心がけや特徴としては、正確な現状判断、「べき論」でなく採用される可能性の高い政策を前提とすること、ストーリーの重視、不確実性のモデル化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。

2018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(11)
道銀地域総合研究所	加茂 健志朗(1)
	坂野 公紀(2)
東レ経営研究所	増田 貴司(3)
ブルームバーグ・エル・ピー	増島 雄樹(1)
三菱UFJリサーチ&コンサルティング	小林 真一郎(1)

(注) () 内は受賞回数。

以下の公表資料もあわせてご参照ください

- 「予測評価と優秀フォーキャスター」
- 「評価に関するテクニカル・ノート」



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

2018年度の予測評価を見て考えること

本経済研究センターでは、毎年度の実績が明らかになるたびに、フォーキャスターの予測結果を評価し、総合成績が特に優秀な上位5人のフォーキャスターを表彰してきている。

今年度はこの5人の中に、第一生命経済研究所の新家義貴氏が入っているのだが、新家氏は実に11年連続で5位以内に入るといふ、まさに前人未到の成績をあげている。まさに驚くべき成績なのだが、私などは11年連続でその成績を見続けてきているので、ほとんど驚かなくなった。逆に、新家氏が5位以内に入らなかったらさぞ驚くだろうと思う。

もう一つ、コンセンサス予想の成績を評価してみると、これまた、この調査始まって以来、常にベストテンに入る好成績を示している。平均の成績が、中位ではなく、必ず上位に来るといふのだから、初めて見た人は驚くかもしれない。しかし、これまた私などは15年連続で見続けてきているので、全く驚かない。

このように見てくると、経験を積むということとは「何事にも驚かなくなる」といふことなのかもしれない。だとすると、やや悲しい気もする。

ではなぜ、コンセンサス予想は常に好成績を取るのか。折角の機会だから解説しておこう。

コンセンサス予想はなぜ好成績なのか

今、各フォーキャスターの予想が0%から4%の間で分布しており、平均は2%だったとしよう。やがて実績が出るわけだが、この実績は「コンセンサスに等しい(ケース1)」か「コンセンサスより高め(ケース2)」か「コンセンサスより低め(ケース3)」かのどれかになる。ケース1の場合は、コンセンサスはトップの成績となる。ケース2の場合は、コンセンサスは平均より低めの予測を行った約半分の予測者よりは上位となる。さらに、高めの予測を行った約半分の予測者の中にも、予測値と実績値の差が、コンセンサスと実績との差よりも大きい予測者が存在するケースが多い。すると、コンセンサスは必ず真ん中よりも上位の成績を取ることになる。ケース3も同じである。こうして「絶対に負けない予測」を毎月繰り返し、それを総合的に評価するのだから、コンセンサスが好成績になるのは当然なのである。

したがって、今後、コンセンサスの成績が平均以下という結論が出たら、私は腰を抜かすほど驚くだろう。驚くよりも、この場合は、成績評価の計算間違いを疑った方が良さそうである。



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業後、第一生命保険入社。同年、第一生命経済研究所へ出向。2002年に内閣府出向。04年第一生命経済研究所に復帰後、11年より現職

(Q1) 20年度にかけての景気の展望とリスク要因

▶ **失速は回避—消費増税、海外動向に注目**

消費増税後の景気動向は「よく分からない」というのが本音だ。増税に備えて様々な対策が実行に移されているため、綱渡りながらも失速は回避されるとみるが、リスクは明らかに下振れ。消費者がどの程度増税に反応するかは単に負担増の額だけでなく、心理面にも大きく依存する。急落するマインド統計からも、消費者が不安を強めている様子が確認でき、個人消費が予想以上の落ち込みとなる可能性もある。この消費の落ち込みを外需の持ち直しで支えられれば良いが、海外景気の鈍化や米中貿易戦争等を踏まえると、輸出の持ち直しにも時間がかかりそうだ。消費増税後の景気動向には十分な警戒が怠れない。また、仮に増税を乗り切れたとしても、キャッシュレスポイント等の期限切れやオリンピック効果の剥落、海外経済の減速など、2020年度にも下押し材料が多く存在する。20年度も停滞感が残るとみている。

(Q2) 先行き不透明感が強まる中、政策運営において注目される焦点と課題は何か

▶ **経済対策、当初予算で十分検討を**

今後、景気下振れを防ぐために経済対策が追加される可能性は十分あるし、金融市場の動向如何では金融緩和圧力が今後強まることもあるだろう。現在の厳しい景気状況のもと、こうした対応をとること自体は否定しない。

ただ、以前から懸念しているのは、予算編成において補正予算の比重が大きくなり過ぎていないかという点だ。日本では毎年のように経済対策が打ち出され、補正予算が編成されるが、このあり方には問題が多い。補正予算は短期間で取りまとめられるため、費用対効果の面からの検討を十分に行うことが難しく、査定は甘くなりがちだ。結果として、景気浮揚の名のもと、当初予算では認められないような質の低いものが紛れ込みやすい。補正予算での経済対策追加を前提とした予算編成のあり方を見直し、当初予算を重視する形に変えていくべきではないか。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は

▶ **現状判断を正確に**

景気予測の精度を高めるために最も重要なことは現状判断を正確に行うことだと思っている。現状判断には経済指標の精査が必要不可欠であり、指標分析には時間をかけるようにしている。主要な経済指標は公表前に必ず予測し、外れた場合にはその原因を精査する。その結果、現状判断の変更や見通しの修正が必要な状況であれば、速やかに対応する。指標ごとにこうした作業を繰り返すのが日課だ。経済予測を行うには何か特別な技のようなものが必要と思われがちだが、現実には地道な作業の積み重ねが最も重要だと思う。



道銀地域総合研究所経済調査部 主任研究員
加茂 健志朗(かも けんしろう)

2009年北海道大学法学部卒、北海道銀行入行。17年日本経済研究センターへ出向。18年浜銀総合研究所への出向などを経て19年から現職



北海道銀行本店営業部 部長代理
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年浜銀総合研究所へ出向。11年道銀地域総合研究所などを経て19年から現職

(Q1) 20年度にかけての景気の展望とリスク要因

▶ 内需が下支え—保護主義的な動きを警戒

国内景気は減速するものの、緩やかな回復基調が続くと予想している。景気を下支えするのは内需である。個人消費では、消費増税や景気対策の時限措置分の終了などから家計負担が増加するものの、良好な雇用環境などが消費を下支えしよう。また、設備投資は海外経済の減速が下押し圧力となるものの、根強い省力化投資需要などから底堅く推移しよう。一方、輸出は引き続き弱含みで推移するとみられるが、IT部門の調整が徐々に進むことで、情報関連財の輸出は次第に持ち直していくとみている。

景気が下振れするリスク要因は多くあるが、中でも世界的に保護主義的な動きが強まっている点には注意が必要である。米中間の対立や英国のEU離脱問題、日韓関係の悪化など、こうした保護主義的な動きが強まれば、世界貿易の停滞などを通じて、日本の成長率も下押しされる可能性がある。

(Q2) 先行き不透明感が強まる中、政策運営において注目される焦点と課題とは何か

▶ 成長戦略と財政・社会保障改革に期待

生産性向上に向けた規制緩和などを促進する成長戦略について、スピード感のある、かつ粘り強い取り組みが期待される。これらへの迅速な取り組みは、外交・通商問題など外的リスクに備えるためだけでなく、人口減少・少子高齢化が進む国内需要の拡大にもつながると考えられる。特に、地方では、人口減少・少子高齢化が急速に進んでおり、人手不足も深刻化している。こうした問題に対応するためにも、生産性を高めていく環境整備への取り組みが求められる。

また、家計における将来不安という観点では、財政・社会保障制度改革にも期待がかかる。持続可能な財政・社会保障制度の確立を目指すため、消費増税だけではなく歳出改革への取り組みにも注目したい。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は

➤ 都合のよい解釈避け、現状把握

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点である。

予測にあたっての特徴としては、国内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こと。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である。ただ、身近な地域の経済・業界の分析を通じて、国内経済予測で必要となるポイントに気が付くことも多くあり、その逆も多い。こうした点を踏まえると、地域経済・産業の分析と国内経済の分析では、お互いに分析効果を高めていく相乗効果があると認識している。



東レ経営研究所 取締役 エグゼクティブエコノミスト
兼 東レ 理事
増田 貴司(ますだ たかし)

1983年京都大学経済学部卒。同年日本債券信用銀行入社。2000年に東レに入社。19年6月から現職

(Q 1) 20年度にかけての景気の展望とリスク要因

▶ **内需主導で緩やかに拡大—世界経済減速がリスク**

消費増税後も日本経済は、国内民需の二本柱である設備投資と個人消費の増加傾向が今後も維持され、内需主導の緩やかな拡大基調が続く。だが、日本経済の場合、「外需の低迷下で、内需が成長を支える」という構図は、そう長くは続かない。米中貿易摩擦に伴う世界経済減速から輸出の低迷が長引く中、設備投資の伸びは先行き鈍化が避けられないほか、消費増税の影響で個人消費の伸びも鈍化する。この結果、実質 GDP 成長率は2019年度が0.7%、2020年度が0.4%にとどまると予測する。

上記標準シナリオは、世界経済の減速が2019年内に止まり、2020年は世界の成長テンポが高まって輸出が持ち直すことが前提だ。①米中対立の一段の激化、②英国のEUからの「合意なき離脱」、③中国が財政・金融政策発動にもかかわらず減速を続ける、などが生じて世界経済が持ち直さない場合は、日本も景気後退入りの恐れがある。

(Q 2) 先行き不透明感が強まる中、政策運営において注目される焦点と課題とは何か

▶ **長期的視点で、成長・社会保障に着手を**

第一に、短期的な景気下支えのみに集中するのではなく、低水準に下がっている潜在成長率の引き上げを狙った成長戦略に腰を据えて取り組むべきだ。第4次産業革命期のイノベーションを促す規制改革、教育や人材投資の強化による生産性の引き上げ、成長分野への労働力シフトを促す施策等が重要だ。第二に、人生100年時代を安心して迎えることができるよう、年金・医療・福祉の制度設計に躊躇なく着手すべきだ。

第三に、金融政策では2%の物価目標達成が緊急性の高い目標でなくなったことに対応し、「異次元緩和」の建付けの修正を行うことが課題だ（期限を設けない長期目標とし、金融緩和の継続・拡大、その後の正常化をやりやすくするなど）。第四に、通商交渉面では貿易取引縮小が世界各国の生産性を押し下げることが防ぐため、日本は自由貿易の枠組みを広げる取り組みに注力することが求められる。

(Q 3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は

▶ **人間の心理・行動踏まえ、虚実を吟味**

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、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を見極めるようにしている。

第二に、経済指標の短期的変動を説明する際には、中長期の構造要因（人口動態、デジタル化・シェアリングの進展等）を持ち出さないように留意している。循環要因と構造要因を峻別するよう心がけている。

第三に、景気予測において経済政策の前提条件を置く際には、講じられるべき政策が打たれるという「べき論」で考えるのではなく、現実にもっと高い確率で採用されそうな政策を前提にするようにしている。



ブルームバーグ・エル・ピー エコノミクス 主席エコノミスト
増島 雄樹(ますじま ゆうき)

1996 年慶應義塾大学経済学部卒。2004 年国際大学大学院国際開発学修士、10 年米国ブランダイス大学国際経営大学院博士（国際経済・金融）。野村信託銀行、世界銀行、日本銀行、日本経済研究センター主任研究員を経て 15 年から現職。

（Q 1）20 年度にかけての景気の展望とリスク要因

➤ 景気は減速するも後退に至らず—最大のリスクは米国

日本経済は、海外経済が減速する中、成長ペースは 2020 年に向けて鈍化する。ただ、以前の脆弱な日本経済とは異なる。非製造業部門での投資の増加と外国人観光客や知財収入の増加を通じたサービス輸出の成長は、国内需要を支え、消費税引き上げや米国の保護主義による景気下押しの圧力を軽減するとみている。そのため、景気後退のリスクは上昇しているものの、景気後退局面までには至らないと判断している。

もし、景気後退に至るとすれば、最大のリスクは米国経済にあると考えている。FRB が緩和に転じたことで、世界的な景気後退に対するのりしろが小さくなる中、米国の財政支出拡大の反動がいつくるのか、また、中央銀行がもたらす金融不均衡が实体经济にどう波及するか注視している。こうした不確実性が高まれば、円高につながり、さらに景気の下押し要因となる。

（Q 2）先行き不透明感が強まる中、政策運営において注目される焦点と課題とは何か

➤ 金融政策への過度な依存回避と柔軟な労働市場育成を

金融・財政政策への過度な依存から脱却することが、重要だと考える。景気後退に陥るリスクを過度に許容しない政策運営が、むしろ景気後退の谷を深め長期停滞に陥るリスクを高めている可能性がある。経済的・社会的弱者に対する安全網や就業支援を講じた上で、企業の起業・廃業や労働市場を通じた生産性の向上が図られなければ、2020 年の東京オリンピック以降の成長の種が見いだせない。安全網という点では、これまで見過ごされがちだった、「就職氷河期」に社会人となって非正規社員として働く 30 代半ばから 40 代半ばへの支援に注目したい。

その意味では、財政刺激策、金融緩和からの出口政策が引き続き課題となる。米株が最高値をつける中での FRB の利下げ、日本株が高値圏にある際の日銀の ETF 買いは、少なくとも足元での景気後退のリスクを下げたことは確かだが、金融不均衡拡大の反動は懸念される。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることは▶ **不確実性を重視、金融・政治状況をモデル化**

内需に加え海外経済・金融環境を丁寧に点検し、不確実性と金融・実体経済・政治状況の相互関係を定量的に景気予測に取り入れていくことを試みている。具体的には、政策の不確実性や投資家のリスク選好度の変化が為替相場や日本経済に与える影響をモデル化している。一方で、構造変化をできるだけシンプルに解釈して中長期的な方向性をクリアにするように心がけている。

東京の調査部門（ブルームバーグ・エコノミクス）は4年前に立ちあげたばかりだが、社内の海外ネットワーク通じて内外のエコノミスト・アナリストと緊密に連携していること、海外経済・金融データ及びニュース情報への予測への活用がある程度システム化されていることが、トランプ大統領のつぶやき一つで変わる景気動向の風向きをつかむ上で役立っているかもしれない。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査部 主席研究員
小林 真一郎(こばやし しんいちろう)

1990年一橋大学社会学部卒、日本長期信用銀行（現新生銀行）入行。99年外資系資産運用会社を経て、三和総合研究所入社。社名変更により現在に至る

（Q1）20年度にかけての景気の展望とリスク要因

▶ **増税後の落ち込みは一時的—リスクは米中**

個人消費は増税後の反動減が予想されるが、雇用情勢の改善と所得増加の動きが維持されることに加え、政策効果によって落ち込みは一時的にとどまり、増税をきっかけとして景気が腰折れすることは回避されよう。また、業務の効率化、人手不足への対応のための投資や研究開発投資へのニーズは強く、設備投資は底堅さを維持する。輸出についても、ICT関連需要の回復に加え、経済対策・金融緩和の効果によって米中経済も回復の動きが強まってくるため、徐々に勢いを取り戻していこう。このため、景気は10~12月期にいったんマイナス成長に陥るが、年明け以降は回復軌道に戻るであろう。

リスク要因は、米中貿易摩擦の激化によって両国経済が減速し、それが世界経済に波及することである。さらに、中東・北朝鮮などの地政学リスク、米欧での政治的混乱を受けた国際金融市場の動揺などで世界経済が悪化するリスクもある。

（Q2）先行き不透明感が強まる中、政策運営において注目される焦点と課題とは何か

▶ **五輪後見据え、社会保障改革・財政再建、成長戦略を**

短期的には、消費増税への対応策の効果を見極める時間が必要であり、今年度補正予算で大型の経済対策を策定する必要性は、現時点ではあまりない。また、米中貿易摩擦の激化や英国のEU離脱に絡んで国際金融市場が動揺し、円が急騰するようなケースがあっても、政策面での対応は限定的である。こうした目先の不透明要因や下振れリスクへの対応に注力するのではなく、東京オリンピック・パラリンピック後など、もっと先を見据えて政策運営を行っていくべき。具体的には、社会保障制度改革、財政再建、成長戦略の推進、少子化対策など、これまでのアベノミクスの下で対応できていない課題に取り組む必要がある。

（Q3）景気予測をする上で、心がけていることや特徴

▶ **ストーリー・現場感覚を重視**

第一に、ストーリーを重視しており、数字を当てることに、こだわっていない。このため、景気シナリオを大幅に変更しない限りは、予測値を細かく修正することはしてしない。第二に、見通し作成時期に主要業界にヒアリングをかけることで、予測の中身が現場感覚とかい離しないよう心掛けている。景気は生き物であり、単純に数字や活字を追いかけているだけでは理解できない。第三に、中期経済見通し（予測対象期間が10年以上）も作成しているため、常に中期的な景気サイクルのどの局面にあるのか、構造問題がどう影響しているのか、

構造変化は生じていないかなどを意識しつつ、短期の予測も行っている。こうすることで見通しにも深みが出る。最後に、当社では需要項目ごとに担当者を配置し、共同で予測作業を行っている。このため、普段から担当者間の意思の疎通、景況感の共有をはかるようお互いに心掛けている。