



2020年10月14日
日本経済研究センター

優秀者が語る予測の勘どころ

回復続くが低水準、リスクは感染動向と海外
—政策、実態ふまえた有効策と中長期の視点を—

ESPフォーキャスト調査で2019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5名に、(1)今後の景気見通しとリスク要因、(2)菅政権の政策運営で注目される焦点と課題、(3)景気予測をする上で心がけていることや特徴的と考えること、という3項目を語ってもらった。

2021年度にかけて景気回復は続くが、新型コロナウイルス感染拡大防止のための制約や雇用・所得環境や企業業績の悪化を背景として回復テンポは緩やかにとどまるとみる。リスク要因は、感染動向とそれに対する対応の仕方に加え、米中対立の激化、アジア経済の悪化等が挙げられた。政策面では、感染拡大防止と景気回復持続のための有効な対策が期待される。また、経済構造の変化に合わせて付加価値や雇用を生み出す前向きな政策へ転換することの必要性や、大型財政政策を「財政の崖」を作ることなくフェードアウトさせることが指摘された。中長期的には成長力強化が課題で、成長戦略を縮小して政府は税制・規制改革によるサポートに徹すべきという意見もあった。予測にあたっての心がけや特徴としては、客観的な評価、反動と循環を意識すること、一時的な振れかトレンドの変化かの見極め、地域分析やマイクロ情報・高頻度データの活用などが挙げられた。

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。

2019年度 優秀フォーキャスター
(敬称略、機関名の五十音順)

道銀地域総合研究所	加茂 健志朗(2)
ニッセイ基礎研究所	斎藤 太郎 (8)
富国生命保険	大野 俊明 (1)
みずほ証券	末廣 徹 (1)
三井住友信託銀行	岩橋 淳樹 (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

景気の転換点予測

日本経済研究センターでは、毎年度の経済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。本年も2019年度を評価対象として5人の優秀フォーキャスターが選ばれた。多くの専門家の中で特に優れたパフォーマンスを示したこれらの方々を改めて讃えたい。

なお、内閣府は7月30日に2018年10月が景気の山(暫定)と認定した。すると、この景気の山を最も早く指摘したフォーキャスターは誰かが気になる。景気予測の中でも景気の転換点を予測することはかなり難度が高く、特に、他のフォーキャスターに先駆けてそれを指摘するのは大変な勇気がある。もし間違えたらかなり目立ってしまうからだ。

ESPフォーキャスト調査では、これまで毎回「景気の山はもう過ぎたか」という問いを続けてきており、「過ぎた」と答えたフォーキャスターには「ではその山はいつだったのか」と聞いている。その結果を振り返ってみると、「2018年10月が景気の山」という予測が初めて出たのは2019年3月調査だった。そのように回答したのはこの時は4人だったのだが、その後も一貫して判断を変えなかったのは、東レ経営研究所の増田貴司氏とみずほ証券の末廣徹氏の2名だった。

前述のように景気の転換点予測は特に難しいことを考えれば、この2名の方を顕彰することも考えたのだが、事前に告知していなかったし、評価の方法も確立していないことから、今回は、私が10月7日の記者レクの際に、経緯を説明してこの2名の方の氏名を公表することとした。

コロナショックにおける経済予測

今回の評価では例年のように、毎月公表している総平均(コンセンサス予測)のパフォーマンスについても評価している。その結果、コンセンサス予測は総合で3位の成績となった。こうした予測評価は今回で16回目になるのだが、いずれについてもコンセンサス予想はベストテンに入っている。「コンセンサス予想は良い予想である」ということが再度確認されたことになる。

このことは、今回のコロナショックにおいても発揮されている。コロナショックの影響をまともに受けた2020年4~6月期のGDP成長率(実質・前期比年率)は、マイナス28.1%という前代未聞の落ち込みだったのだが、コンセンサス予想は比較的正確にこの落ち込みを予想している。すなわち、この実績が発表されたのは8月だが、すでに5

月の段階からコンセンサス予想は 20%以上の落ち込みを予想しており、直前の 8 月の予想はマイナス 26.6%であった。

その後の 7～9 月期については、コンセンサス予想は今度は一貫して極めて高い成長率を予想しており、最新の 10 月予想ではプラス 14.2%となっている。コロナショックの落ち込みを正しく予想したコンセンサス予想は、コロナショックからの回復についても正しい予想を提供しているのか。興味津々である。



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。

(Q1) 2021年度にかけての景気の展望とリスク要因

▶ **回復するもテンポ緩やか**

国内景気は、緊急事態宣言が全国で解除された2020年5月をボトムに、21年度にかけて緩やかに回復すると予想している。ただ、雇用・所得情勢の悪化に加え、足元の新型コロナウイルスの感染状況や感染拡大防止のための様々な制約（3密の回避など）などをふまえれば、景気の回復テンポは、非常に緩やかなものになるとみられる。実質GDPの水準は、21年度末においても、コロナ前の水準には戻れないだろう。

景気が下振れするリスク要因は数多くあるが、中でも新型コロナウイルスの感染状況には注意が必要であろう。感染が再拡大し全国規模で緊急事態宣言が再発出されるなど、経済活動への規制が再び強化されれば、消費の停滞などを受けて国内景気は2番底をつける恐れがある。また、海外での感染状況次第では、現下、持ち直しに転じている生産や輸出が大きく下押しされるだろう。

(Q2) 菅政権のこれからの政策運営で注目される焦点と課題は何か

▶ **財源示し、ピンポイントで有効的対策を**

当面は、新型コロナウイルスへの対応や社会経済活動と感染拡大防止の両立が最優先課題となろう。ワクチンなどと並行して、メリハリの利いた検査・医療体制の充実によって、国民の新型コロナウイルス感染に対する不安感を軽減させることが求められる。また、コロナ禍で不足している需要の穴埋めも重要である。財源などを示したうえで、経済実態をふまえたピンポイントかつ有効的な対策が期待される。

一方、コロナ収束後も、需給ギャップを縮小させるための経済対策は、引き続き重要となろう。その際には、目先の景気浮揚だけでなく、中長期的な視点から潜在成長率の向上につながる政策が求められる。この点では、デジタル庁の新設も期待材料の一つ。デジタル化が進めば、行政では各自自治体の住民サービスの向上が促されるほか、民間では業務体制などの見直しにつながり、結果、労働生産性の向上が期待できよう。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は▶ **地域経済に重点、日本経済分析に相乗効果**

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の現状分析・展望に重点を置いているためである。ただ、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。こうした点をふまえると、地域経済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。



ニッセイ基礎研究所 経済調査部長
齋藤 太郎(さいとう たろう)

1992 年京都大学教育学部卒、日本生命保険相互会社入社。96 年ニッセイ基礎研究所。2019 年から現職。

(Q 1) 2021 年度にかけての景気の展望とリスク要因

▶ **コロナ前水準回復は 2023 年度**

経済の正常化が進む中で 2020 年後半から 21 年度にかけては高めの成長が続くが、急激な落ち込みの後としては、回復ペースは緩やかにとどまるだろう。実質 GDP の水準がコロナ前に戻るのは 23 年度と予想している。回復が鈍い理由は、経済活動の制限は徐々に緩和されているが、自粛ムードが完全に払拭されるまでには時間を要すること、経済活動の制約や自粛ムードがなくなったとしても、コロナ禍での失業者の増加、企業収益の悪化が個人消費や設備投資の回復を遅らせることである。

リスク要因は、新型コロナウイルスやインフルエンザ流行時にその感染者数、死者数などに過剰反応し、世界各国が再び経済活動を大きく制限すること。従来ほとんど意識されていなかったインフルエンザなどによる死者数が、メディアの報道などにより社会的に許容されなくなる可能性がある。

(Q 2) 菅政権のこれからの政策運営で注目される焦点と課題は何か

▶ **新たな付加価値・雇用生む政策へ**

雇用調整助成金の特別措置や持続化給付金など、経済停止を前提とした企業、家計の救済策から、経済を積極的に動かすことによって新たな付加価値、雇用を生み出すという前向きな政策へと転換すべき時期がきている。中長期的には、アベノミクスで達成できなかった消費主導の景気回復を実現することが重要な課題と考えられる。前回の景気拡張期間の個人消費の伸びは 0.4% (年平均) にすぎず、2014 年度から 19 年度まで 6 年連続で個人消費の伸びが実質 GDP 成長率を下回った。賃上げや減税などを通じて家計の可処分所得を増やし、消費の本格回復につなげることが求められる。

一方、肥大化している成長戦略は縮小したほうがよい。政府が成長分野を決めて大量の資金を投入するやり方は非効率である。成長の主役はあくまでも民間であり、政府は税制・規制改革などによってそれをサポートする役割に徹するべきだ。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は▶ **個人消費を精緻に予測**

景気予測をする上では、足元の経済指標が想定から大きく乖離した場合、①それに合わせて先行きの見通しを機動的に修正するか、②足もとの動きに先行きの見通しが振られすぎないようにするか、の判断に悩むことが多い。どちらが正しいということはないが、日頃から経済指標の中身を丁寧に見ておくことによって、その振れが一時的なものか、トレンドの変化を示すものかを見極めるようにしている。

経済見通しを策定する際には、特に個人消費の予測を精緻に行っている。具体的には、雇用者数、1人当たり賃金から導き出される雇用者報酬に、税、社会給付・負担、財産所得等を加えて家計の可処分所得を計算し、これに消費性向をかけることで個人消費の予測値を求めている。細かく予測することが必ずしも精度向上に直結しているとはいえないが、少なくとも予測が外れた場合にその理由が明確になりやすい。



富国生命保険 財務企画部 シニアエコノミスト
大野 俊明(おおの としあき)

2004年慶応義塾大学経済学部卒、富国生命保険入社。15年から現職。

(Q1) 2021年度にかけての景気の展望とリスク要因

▶ **米中対立の激化もリスク**

国内景気は持ち直しの動きが続くものの、緩慢なペースにとどまると予想する。政府の需要喚起策は一定の押し上げ要因となるものの、社会的距離の確保などの感染拡大防止策や悪化した雇用・所得環境が個人消費の回復の妨げとなる。設備投資はデジタル化に向けた需要増は期待されるが、当面は企業業績の悪化や景気の先行き不透明感が企業の投資意欲を弱めるとみている。また、感染再拡大の影響などから諸外国の回復の足取りが鈍いなか、輸出は低調な推移になると見込んでいる。

景気の最大のリスク要因は、新型コロナウイルスの感染動向である。広範囲にわたって制限措置が再強化されることとなれば、回復に向かいつつある需要が再び落ち込む恐れがある。米国と中国の対立が一段と激化すれば、世界的な貿易停滞や金融資本市場の混乱などを通じて、日本の景気持ち直しをさらに遅滞させる可能性がある。

(Q2) 菅政権のこれからの政策運営で注目される焦点と課題は何か

▶ **成長力強化が重要、行政のデジタル化に注目**

菅政権の政策運営について、行政のデジタル化に注目している。「デジタル庁」創設などデジタルガバメントの推進や、それを伴う行政組織の縦割り打破により、成長戦略が加速していくことを期待する。菅政権にとっての当面の最重要課題は新型コロナウイルスへの対応、感染拡大防止と経済活動の両立であるが、人口減少・高齢化が進む日本にとって成長力強化が喫緊の課題である。競争力の低下した産業・企業の新陳代謝を促し、生産性の高いビジネスを育て、雇用を創出していくことが求められる。これまでの成長戦略の実効性を高めつつ、コロナショックを機としたデジタル化の加速、労働市場改革の推進が期待される。また、社会保障改革や財政健全化にしっかりと取り組み、国民の将来不安を解消することも日本が持続的な成長を遂げるうえで重要な課題である。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は

▶ **金融資本市場の動向も意識**

心がけていることは、客観的な評価、柔軟な修正、金融資本市場への意識、の3つである。景気予測を行ううえで最も重要なことは、起点となる現状を正しく評価することと認識して

いる。経済指標などのデータを見る際に、自分の想定したストーリーに都合の良い解釈をしてしまうなど、過去の自らの景気予測や分析にとらわれ、バイアスがかかってしまうことがしばしばある。一つひとつの経済指標をニュースなどの背景も踏まえながら丁寧に、かつ客観的に評価していくことが重要である。また、予測値と実績値に乖離がある場合には、過去の自分の予測に固執し過ぎず、なるべく潔く、柔軟に予測を修正するようにしている。さらに、機関投資家である生命保険会社に属するエコノミストとして、実体経済と双方向に影響を及ぼし合う金融資本市場の動向を常に意識して景気予測を行うようにしている。



みずほ証券 金融市場調査部 シニアマーケットエコノミスト
末廣 徹(すえひろ とおる)

2007年立教大学理学部卒。09年東京大学大学院理学系研究科修士。14年一橋大学大学院国際企業戦略研究科修士。15年より法政大学大学院経済学研究科博士後期課程在学中。09年みずほ証券入社。15年7月より現職。

(Q1) 2021年度にかけての景気の展望とリスク要因

▶ **中国などアジア経済悪化を懸念**

大きな流れとしてはコロナ禍からの回復が続くと予想している。しかし、当面はコロナ禍で生じたショックが比較的大きな「波」となって現れ、人々の景気の認識が右往左往する可能性が高い。足元ではコロナ禍の影響が大きかった2020年4～5月からの「挽回生産」や「リベンジ消費」が景気を押し上げているが、これらもまた「一過性」であり、年末には「反動の反動」で景気悪化が意識される可能性が高い。冬のボーナス低迷も予想され、21年の春先までは「コロナ後の戻りは弱い」という認識が広がるだろう。その後も、企業業績の悪化による設備投資の低迷が予想され、21年度は潜在成長率をやや上回る程度の成長にとどまると予想する。

リスク要因としては、中国を中心としたアジア経済の悪化を懸念している。コロナ後の回復が早かったことから、日米欧よりは景気の息切れのタイミングが早く訪れる可能性があると考えている。

(Q2) 菅政権のこれからの政策運営で注目される焦点と課題は何か

▶ **大型財政政策、終了の仕方に注目**

「財政の崖」を作ることなくコロナ後の大型財政政策を上手くフェードアウトさせることができるかに注目している。日本の政権に限ったことではないが、当面は最も重要な課題となるだろう。数多く打ち出した危機対応の政策のうち、雇用調整助成金の拡充は雇用を守る上で効果が大きかったとみられ、助成金縮小のタイミングを誤れば失業率の再上昇を招きかねない。一方で、必要以上にセーフティネットを拡充した状況を維持すれば、企業努力による生産性向上のインセンティブを低下させる懸念もある。菅政権は「携帯電話通信料の引き下げ」や「行政の改革」などのマイクロ政策を前面に押し出しており、マクロ政策のスタンスは明確ではない。現在は危機対応の延長線上にあるため、問題視されにくいが中長期的にはマクロ政策のスタンスをより明確に示す必要があるだろう。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は

▶ **「反動」と「循環」を意識**

景気予測をする上では、「反動」や「循環」を意識して先を読むことを心掛けている。コ

コロナ禍のような事象は最たるものだが、予想外の事象によって見直し修正の必要性に迫られることは少なくない。その場合、どのような事象の後にもその「反動」が予想され、その後には「循環」が生まれる可能性が高いことを意識的に考えている。1 つの事象において予測を外してしまった場合など、焦って修正を加えると、その後の「反動」すらも見誤ってしまうケースは少なくない(相場で言えば「往復ビンタ」)ため、予測精度を上げる上では、これを意識的に避ける必要がある。他には、金融市場の変化に惑わされないことを意識している。各国の中央銀行による強力な金融緩和が所与となっている昨今の状況に鑑みると、資産価格がファンダメンタルズと乖離するケースが多くなっていると考えられ、重要性が増している。



三井住友信託銀行 調査部 シニアエコノミスト
岩橋 淳樹(いわはし じゅんき)

2012年東京大学経済学部卒、三井住友信託銀行入社。18年日本経済研究センターへ出向。19年から現職。

(Q1) 2021年度にかけての景気の展望とリスク要因

▶ マインドや雇用・賃金の動向がカギ

2021年度にかけての景気は、回復が継続するも、そのペースは鈍化する。新型コロナウイルス感染症のある生活が一般化し、新生活様式が定着するにつれ、若者を中心に感染症への過度な警戒心も低下していくであろう。その結果、「Go Toキャンペーン」利用の広がりも相まって、人出の回復が進むとみる。しかし、4～5月の緊急事態宣言下における需要急減後の反発や定額給付金による特需は減衰していく。今後は、家計・企業のマインドや雇用・賃金に基づく内需の持ち直しが本格化するか、またグローバルな人・モノの流れが回復するかが重要となる。

景気回復の持続は、感染症の流行状況次第となる。全国的な緊急事態宣言が再度発令される蓋然性は低いものの、感染者数の急増やワクチン開発・普及の遅延で経済活動の水準回復が遅れれば、企業倒産・廃業が増加し雇用の悪化も深刻化することで景気回復が腰折れることになろう。

(Q2) 菅政権のこれからの政策運営で注目される焦点と課題は何か

▶ 切れ目のない支援と構造変化促す政策を

まずは感染症対策と同時に、景気回復を持続させるための経済対策を着実に進めてもらいたい。現時点で企業倒産の増加や雇用の悪化が限定的であるのは、雇用調整助成金の拡充などの経済対策効果が一定程度あったためといえる。5月には底を打ったと見られる景気回復を腰折れさせないためにも、家計・企業への支援策に切れ目を生じさせない必要がある。また経済構造の変化に合わせた企業の業態転換や労働移動を促す政策も欠かせない。

中長期的に潜在成長率を底上げする成長戦略にも期待したい。前政権時には女性や高齢者の労働参加が労働投入を支えてきたが、今後は更に高齢化が進み潜在成長率を下押しする。先行する「デジタル庁」創設の動きをテコにして、効率化・省力化に留まらない新たな需要・サービスの発掘に繋がる官民のデジタル化推進が1つの重要なポイントとなろう。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は

▶ **ミクロ情報、高頻度データを活用**

経済の流れを常に意識し、日本経済全体を俯瞰しながら予測を行っている。政治・経済的な事象が発生した際には、どの部門まで影響が波及しているか、これからどの部門への程度波及していきそうかを考えている。

その際、銀行内の各産業アナリストとの情報交換を欠かさず業界大手の動向を注視している。個別産業・個社の動向に引きずられるのは良くないが、足元の企業動向や業績見通しをマクロ経済の成長パスを検討する上で参考にしている。また従来のデータ・情報ソースだけではなく、新たに利用可能となる高頻度データやSNSなどの情報ソースも積極的に予測に活用している。今回のコロナ禍においては、注目の集まっている携帯電話の位置情報を元にした人出のデータを、消費動向の分析に利用している。