



2020年10月14日

日本経済研究センター

景気の転換点予測

「2018年10月が景気の山」となぜ判断したか

内閣府は、2020年7月30日に2018年10月が景気の山（暫定）と認定した。

ESPフォーキャスト調査では、毎月、景気の転換点について質問している。「山は過ぎた」という回答者は、2019年3月調査で5人であった。これは、2017年8月調査で1人が「山は過ぎた」と回答して以来のことである。5人のうち山の時期を「2018年10月」と回答したのは4人であったが、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であった。その2人に、そのように予測をした考え方を寄せてもらった。

「2018年10月が景気の山」といち早く予測したフォーキャスター
（敬称略、機関名の五十音順）

東レ経営研究所
みずほ証券

増田 貴司
末廣 徹

2018年10月の山についてのESPフォーキャスト調査の予測

(人)

調査月	回答者数	「山は過ぎた」という回答者の数	「山は2018年10月」とする回答者の数		
2019年	3月	37	5	4	
	4月	34	4	3	
	5月	37	6	5	
	6月	37	9	8	
	7月	36	7	6	
	8月	36	7	6	
	9月	36	8	6	
	10月	35	6	5	
	11月	34	8	5	
	12月	34	9	7	
	2020年	1月	34	11	6
		2月	34	13	9
3月		33	29	17	
4月		35	34	21	
5月		33	32	22	

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

2つの経験則を重視—IIPと海外要因

景気転換点の予測について、私は2019年3月初の時点で、「18年10月が景気の山と将来認定される可能性が高い」との判断をくだし、以後この見方を変更しなかった。こう判断した背景には、私が景気予測の際に重視している2つの経験則がある。それは、①日本の景気循環を把握するには鉱工業生産の動きに注目すべし(製造業がGDPに占めるウエイトは2割弱に過ぎないが、景気の波をつくるのは製造業であり、景気転換のサインは鉱工業生産に表れる)、②日本の景気のトレンド転換のきっかけはほとんどいつも海外要因である、という2つの経験則である。

19年2月末、日本の鉱工業生産指数(季節調整値)が、18年11月から19年1月まで3ヵ月連続で低下し、ピークからの下落幅は4.8%と大幅であることが確認された。経験則①に照らせば、これが一時的悪化なのか、生産の下落局面入りなのかの判断が問われる重要な事象であったが、筆者は後者と判断した(実際、その後も鉱工業生産は弱い動きが続き、明確なプラス基調に戻ることはなかった)。

そう判断した根拠は経験則②である。生産低迷の背景には、18年以降、海外要因の悪化(欧州と中国経済の減速、米中貿易摩擦激化による世界貿易の停滞、世界の自動車販売の低迷等)があった。これら海外要因が早期に好転すれば、日本の生産低下は一時的下落(踊り場)で踏みとどまるが、当時、世界経済が早期に上向き展望が描けなかったため、「既に日本の景気は山を過ぎ、景気後退局面入りした可能性が高い」と早々に判断したのである。その後も、IMF世界経済見通しは3ヵ月に1度の改定のたびに下方修正が繰り返され、海外経済の減速が止まる気配が見えなかったため、経験則②に基づき、「日本は既に景気後退局面入りしている」との判断を変えなかった。

さて、足元の景気について言えば、新型コロナ感染拡大抑止のために世界的に経済活動を止めたことの影響で、20年4～6月期のGDPは歴史的な落ち込みを記録したが、主要国経済は、水準こそ低いものの5月を底として持ち直し軌道をたどっている。このまま主要国で大規模な都市封鎖や緊急事態宣言の再発令がなければ、20年5月が景気の谷と認定される可能性が高い。そうならないリスクとして最大のものが、「本格的な都市封鎖や緊急事態宣言の再発令に踏み切らざるを得ないほどの感染再拡大の発生」であることは言うまでもない。

末廣 徹(すえひろ とおる)

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

米中貿易戦争、消費増税の影響大

内閣府の景気動向指数のC I一致指数による基調判断は、2019年1月にそれまでの「足踏み」から「下方への局面変化」となった。この段階で「18年10月」に大なり小なり「山」ができたことが意識された。もっとも、まだ「景気後退」を予想する向きは少なかった。特に、14年4月の消費税率引き上げ後の局面において一定の調整があったにもかかわらず「景気後退」と認定されなかったことが、景気後退入りのハードルの高さを意識させた。しかし、世界金融危機後の景気回復の勢いはすでに一巡してしまっていたことに加え、米中貿易戦争によって外需に期待しにくい中、19年10月の消費税率引き上げの影響はそれなりに大きいものになると予想した。実際にはコロナ禍という予想外の事象が景気後退入りの決め手となったが、増税の影響は相応に大きく、コロナ禍がなくても18年10月が景気の「山」となっていただろう。