

2021年10月20日
日本経済研究センター

優秀者が語る予測の勘どころ

景気持ち直すが回復は緩やか
—規制改革、労働政策見直し等を期待—

ESPフォーキャスト調査で2020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)これから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。

2022年度にかけて、サービス消費を中心とする消費需要の増加、雇用・賃金の回復などにより成長が続くが、新型コロナウイルス感染拡大防止も踏まえ緩やかなペースにとどまる。リスク要因として、感染動向、資源高によるコスト増、中国経済の動向などが挙げられた。

政策面では、潜在成長率の引き上げや労働生産性向上のために、規制改革の推進、雇用流動性を高める改革が期待される。グリーン成長戦略の成功のカギは労働政策の見直しという指摘もある。また、成長と分配の好循環を達成するには、規制緩和と成長戦略等の政策とセットで行うことが必要という意見や、分配問題を解決するため「全国民への株式給付」という提案もあった。

予測にあたっての心がけや特徴としては、グローバルな金融経済分析の重視、身近な社会現象を含めたデータを駆使した変化の先取り、現状の正確な把握、ストーリーの重視などが挙げられた。

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。

2020年度 優秀フォーキャスター
(敬称略、機関名の五十音順)

アセットマネジメントOne	村上 尚己	(1)
第一生命経済研究所	新家 義貴	(12)
BNPパリバ証券	河野 龍太郎	(6)
三井住友DSアセットマネジメント	宅森 昭吉	(5)
三菱UFJリサーチ&コンサルティング	小林 真一郎	(2)

(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フォーキャスター調査委員長
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

コロナ危機でも変わらぬコンセンサス予測のパフォーマンス

日本経済研究センターでは、年度の実績数値が明らかになった時点で、フォーキャスターのパフォーマンス評価を行っている。今回は、フォーキャスター36人の予測が2020年度の実績と対比して、どのように評価できるかを検討し、成績上位5人の所属機関と氏名を公表して表彰している。また、毎月公表している予測の総平均（コンセンサス）、高位、低位の8機関の予測の評価についても合わせて明らかにしている。今回の結果を見て考えたことを記しておこう。

まず、総合成績が特に優秀なフォーキャスターについては、第一生命経済研究所の新家義貴氏が復帰したことが目に付く。新家氏は、2008～2018年度予測まで、11年連続で優秀フォーキャスターになるという記録を持っていたのだが、昨年の19年度予測でその記録が途切れた。今回復活したわけで、やはり「当たるフォーキャスターはいるのだ」ということを示すことになった。

コンセンサス予測は、全体で4位という好成績になった。今回の予測評価は17回目となるのだが、その全てにおいてコンセンサス予測はベストテン入りしている。当センターが毎月公表しているコンセンサス予測は、単に「専門家の平均的な予測」というだけではなく、「当たる予測」であることを示している。この結果に最初は驚いたものだが、今では、そうなるメカニズムもほぼ解明されているので、私は、コンセンサスは、来年度以降も間違いなくベストテン入りすると確信している。

そのコンセンサス予測結果なのだが、2020年以降、コロナショックが日本経済を襲い、経済は上下に大きく変動したのだが、コンセンサス予想は、比較的正しくこうした激しい変動を予測してきた。GDP速報値が出る直前のコンセンサス予測と実績を比較すると、次のようになる（カッコ内が速報値による実績）。2020年1～3月期マイナス4.6%（マイナス3.4%）、4～6月期マイナス26.6%（マイナス27.8%）、7～9月期18.0%（21.4%）、10～12月期8.0%（12.7%）、2021年1～3月期マイナス4.6%（マイナス5.1%）、4～6月期0.7%（1.3%）。異常時においても、コンセンサス予想のパフォーマンスは変わらなかったと言えよう。

なお、今回のコロナ危機下では、2020年4～6月期の落ち込みが極端に大きかったため、その後の回復テンポが相当速くても、当分の間は経済のレベルは、コロナ危機の前になかなか回復しないという事態となっている。そこで、コンセンサス予想に従ってその後の成長パスを延長した場合、いつ頃コロナ前（2019年10～12月期）のレベルに到達するかをみると、昨年の9月の予測では、2022年中にはコロナ前に到達しないという予測となっていたのだが、最新の2021年10月のコンセンサス予想では、2021年10～12

月期にほとんどコロナ前と同レベルに達することとなっている。この1年間で、民間エコノミストの将来展望はかなり上方修正されたということが分かる。

コロナ危機下においても、ESPフォーキャスター調査の有用性は失われていないどころか、ますます大きくなっているように思われる。



アセットマネジメント One 運用本部調査 G シニアエコノミスト
村上 尚己(むらかみ なおき)

1994 年東京大学経済学部卒、シンクタンク、米欧日証券会社、米系資産運用会社を経て、2019 年 4 月から現職。

(Q 1) 2022 年度にかけての景気の展望とリスク要因

▶ 個人消費が成長牽引、中国が最大リスク

新型コロナ対応のワクチン接種が進んでおり、経済活動再開に先行した米欧から遅れる格好で、2021 年 10~12 月期から日本経済はプラス成長に転じる見込み。22 年中は年率プラス 2.5%程度の経済成長を想定、コロナ禍で抑制されていた個人消費のペントアップ需要が経済成長の主役になると予想される。21 年の世界経済の成長を牽引している米国経済は、21 年末までサービス消費の正常化が続くため年率 5%前後の高成長が続く。22 年はサービス消費の伸びの鈍化に加えて、21 年の成長率を押し上げていた財政政策の刺激効果が剥落するため、22 年はプラス 2%台の経済成長率に鈍化するだろう。中国経済は 22 年にかけて金融財政政策が緩和方向に転じると予想されるが、成長抑制策が長期化する恐れがあり、これが 22 年の世界経済、日本経済の最大の成長リスクになる可能性があるかと警戒している。

(Q 2) これからの政策運営で注目される焦点と課題は何か

▶ 医療体制の拡充・改善を

新型コロナ対策としてワクチン接種が進み、また 22 年には経口治療薬の普及が予想されるため、21 年までのように新型コロナが経済成長を抑制する可能性は低いと見込む。ただ、感染症に対する医療体制が脆弱である状況は、政府・自治体の政策対応が不十分なままなので、ほとんど変わっていない。可能性が低い新型コロナの再感染に備えて、感染症に対応できる医療体制の拡充、改善が必要である。また、岸田政権は、「分配なくしては次の成長なし」のスローガンを打ち出している。ただ、分配政策を進める過程で、緊縮志向の経済官僚にマクロ安定化政策の司令塔が移り、緊縮的な財政政策が早期に実現するリスクがある。1990 年代以降の日本の政治が、組織の都合を最優先にする経済官僚に振り回されてきた歴史に、岸田政権が真摯に向き合うことができるかどうか、もう一つの大きな課題だろう。

(Q 3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は

▶ 米中の経済指標分析、各国の金融分析が重要に

日本の経済指標よりも、世界経済の動向に大きな影響を及ぼす米国、中国の経済指標の分析により注力することが、景気循環の判断に際してより重要になっていると考えている。また、先進各国の金融政策が収斂する中で、コロナ後の正常化局面において、利上げを始めた新興各国の金融政策まで分析対象を広げる重要性が高まっており、この点を意識して普段か

ら経済分析を行っている。また、国内の経済政策をどう評価するかについては、メディアを介して伝わる官庁発の情報には一定のバイアスがあることを念頭に解釈することが重要だと考えている。



第一生命経済研究所 経済調査部長・首席エコノミスト

新家 義貴(しんけ よしき)

1998年に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年に第一生命経済研究所に復帰後、20年より現職。

(Q1) 2022年度にかけての景気の展望とリスク要因

▶ **21年10~12月期以降景気持ち直すも、長期的には停滞懸念**

2021年7~9月期は新型コロナウイルスの感染拡大や部品調達難による自動車減産でマイナス成長に転じた可能性がある。もっとも、感染者数の減少により緊急事態宣言は9月30日をもって解除された。これまで抑制されてきたサービス消費がリバウンドすることで、10~12月以降景気持ち直しが明確化する可能性が高い。22年もこうした動きが続くことに加え、景気持ち直しの影響がタイムラグをもって波及することから、雇用・賃金の回復が見込めることも後押しになる。22年度の景気はコンセンサス対比上振れを見込む。

リスクはやはり新型コロナウイルスの感染状況。新たな変異株の登場により再び感染が拡大する事態に陥れば、景気シナリオも大きく変わる。時間の経過とともにワクチンの感染抑制効果が弱まるとの指摘もあり、追加接種も早期に検討すべき。

22年度の景気は上振れを見込むが、より長期的な観点からは懸念材料が多い。コロナ禍で膨張した民間・政府部門の債務調整圧力が成長の重石になるほか、グローバル化の巻き戻し、企業の財務基盤強化への意識変化、一段と進む少子高齢化等、成長を抑制する要因は多い。潜在成長率の低下による長期停滞を懸念している。

(Q2) これからの政策運営で注目される焦点と課題は何か

▶ **規制改革、雇用流動化で潜在成長率・労働生産性上昇を**

中長期の日本経済を展望したとき、潜在成長率の引き上げは大きな課題。そのためにも規制改革を強く推進することが必要だ。過剰な規制が民間の経済活動を阻害し、成長分野の出現を妨げていることが、日本経済が抱えている大きな問題である。現在国が提供している公的サービスについても民間の参入を広く認め、競争原理を働かせることで、より効率的に人々のニーズにあったサービス提供が可能になる。また、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。その意味で、雇用の流動性を高める改革に取り組み、限られた労働資源を効率的に活用することが重要だ。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は▶ **ノイズかシグナルかを慎重に見極め**

「将来」を予測するためには、「現在」を正しく評価することが必要不可欠だ。現状判断の基礎となる経済指標の分析には力を入れている。経済指標は、これまでは官公庁から公表されるものがほとんどだったが、最近では高頻度データ等のオルタナティブデータの活用も進み始めている。今後もこうした新たなデータが登場し、広く利用可能になることを期待する。

また、経済指標を分析する際は、自分に都合の良いところだけ強調するような恣意的な評価をしないよう心掛けている。データから様々なノイズを除去することで基調を読み取ることが分析の基本だが、その際には「それは本当にノイズなのか。シグナルではないのか」、「都合の悪い部分を安易にノイズとして切り捨てていないか」と必ず自問自答するようにしている。



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

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。

(Q1) 2022年度にかけての景気の展望とリスク要因

▶ グローバルな成長は予想以上に緩慢か

日本経済については、緩慢な成長の継続を予想する。まず、デルタ株が広がるまで、欧米のインフレは一時的と考えていたが、各国で供給制約が長引く以上、もはや一時的とは言えないだろう。世界的にデルタ株は収まりつつあるが、時間が経過すれば、ワクチンの有効性が低下するため、治療薬の普及まで、今後も局所的にボトルネックのリスクがある。脆弱な新興国を中心に、ボトルネック問題が繰り返し、グローバル経済の成長は思った以上に緩慢で、インフレは思った以上に高くなる可能性がある。ただ、日本の物価上昇は極めて限定的なのだろう。また、中国から毎月のように、ネガティブな話題が聞かれ始めた。元々、中国は金融不均衡対策やエネルギー改革を進めていたがコロナで中断され、それがコロナ収束で再開された。今後も構造改革路線が続き、それがグローバル経済にソフトパッチをもたらすリスクがある。

(Q2) これからの政策運営で注目される焦点と課題は何か

▶ グリーン成長戦略成功の鍵は労働政策の見直し

新規事業が育つと、既存事業との共食いとなるため、大企業経営者はイノベーションに積極的になれない。イノベーターのジレンマを喝破したのはクリステンセン教授だった。大企業経営者に雇用維持の重い責任を課す日本では、イノベーターのジレンマは今も深刻である。雇用温存が足枷となって、イノベーションが生まれにくいから、日本経済は低成長から抜け出せない。カーボンニュートラル 2050 は、日本経済が長期停滞を脱するための起爆剤となる、と期待する人が少なくない。しかし、経済成長には衰退分野から成長分野への労働移動が不可欠であると同様に、脱炭素化に向けた産業社会の構築には炭素生産性が低い分野から高い分野への労働移動が不可欠である。グリーン成長戦略に成功するか否かは、労働政策（北欧流の積極的労働市場政策が導入）の見直しが鍵を握る。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は

▶ 様々な投資検討材料の提供を重視

日本経済の予測の際には、米国や中国、欧州、主要新興国については、他部門任せにせず、自らが分析を行っている。今やグローバル金融経済の分析なしに、日本経済を予測することは不可能であろう。17年間で6度目の入賞なので、まぐれ当たりよりは、多少精度が高いよ

うにも思われるが、最も重視しているのは、予測の当たり外れそのものではない。機関投資家が投資行動を決定する際、メインシナリオ、或いはリスクシナリオについて、様々な検討材料を提供することである。ブレイン・ストーミングの役に立てれば、幸いである。



三井住友 DS 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) 2022年度にかけての景気の展望とリスク要因

➤ **成長は緩やかだが、景気拡張局面は22年度にかけて継続か**

2021年の景況感は、新型コロナ第5波の影響を受け、7月から10月初めにかけての短期間に大きく変動した。景気ウォッチャー調査で「新型コロナウイルス」関連コメント現状判断DIを作成すると、6月42.7、7月44.5、8月29.0、9月44.2だ。新規感染者数の急減、ワクチン接種の順調な進捗、緊急事態宣言解除などから、9月の「新型コロナウイルス」関連の先行き判断DIは58.9と過去最高を更新、「第6波」関連・先行き判断DIも55.1と「良くなる」超である。最大リスク要因「新型コロナウイルス」は、感染拡大の防止と経済活動のバランスをとりつつコントロールされよう。「中国の動向」は不動産大手の経営危機、電力供給懸念などがあり要注視だが、22年秋の中国共産党大会を控え、習近平政権は経済に大きな影響を与える対応をしないとみる。以上のように下振れリスクがあるため成長は緩やかだが、景気拡張局面は22年度にかけて継続する可能性が高い。

(Q2) これからの政策運営で注目される焦点と課題は何か

➤ **具体策の着実な実施と「全国民への株式給付」の検討を**

岸田首相が所信表明で述べた成長戦略。科学技術立国の実現、デジタル田園都市国家構想、経済安全保障、人生100年時代の不安解消の具体策を着実に実行してほしい。

分配政策では、賃上げに積極的な企業を支援する税制の実現などが大切だ。但し、等価可処分所得のジニ係数は2009年0.283、14年0.281、19年0.274と低下傾向。アベノミクス景気での日経平均株価約3倍のメリットを享受できたかどうか問題だ。二人以上世帯のうち勤労者世帯の年間収入五分位階級の20年の貯蓄構成比で「有価証券」は第V階級の15.8%に対し第I階級では7.1%。分配問題解決のため「全国民への10万円相当株式給付」を提案したい。日銀保有ETF等が活用できよう。障壁はあるがメリット大。貯蓄から投資の流れを作り、成長の果実を幅広く行き渡らせたい。

(Q3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は

➤ **身近な社会現象やデータを駆使して変化を先取り**

主要な月次経済指標は、関連データを駆使して早期に予測し、変化を先取りするようにしている。また、景気動向を反映する身近な社会現象が世の中には多く存在する。スポーツ、芸能、風物詩など様々なものに注目し、景気の予告信号として使っている。

身近なデータを活用する手法は、日本経済研究センターに在籍されていた故・並木信義氏が提案された「結論は、いったん受け取って判断停止の括弧で括っておく。その後、頭を 360 度廻らせて森羅万象を考察し、括弧で括っておいた結論が否定されなければ、それを暫定的な心理として受け取る」という「現象学的アプローチ」を自分なりに応用したものだ。また、景気動向の早期把握のために作られた、生きた情報の宝庫である「景気ウォッチャー調査」から独自に様々な指標を作り出し、予測に活用している。



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）2022 年度にかけての景気の展望とリスク要因

▶ 景気持ち直し続くが、回復は緩やか

引き続きコロナの感染状況次第であり、予断は許さないものの、ワクチンの接種率が高まる中で今後は経済活動への制約が徐々に薄らぐと期待され、景気の持ち直し基調は維持されよう。対面型サービスを中心に個人消費の回復が期待されるほか、企業の設備投資の増加が続く、世界経済の回復を背景に輸出も増加基調を維持する見込みである。ただし、感染収束までには至っておらず、感染拡大防止と経済活性化を慎重にバランスさせていく状況がしばらく続くと考えられ、景気は緩やかな回復ペースにとどまらざるを得ない。Go To キャンペーン再開など、大規模な需要喚起策は当面は見送られ、リベンジ消費によって個人消費が急回復することは難しい。さらに、自動車の減産、資源高によるコスト増加、海外経済の失速リスクなどの懸念材料も増えつつあり、一時的に回復の勢いが弱まる局面もありそう。

（Q2）これからの政策運営で注目される焦点と課題は何か

▶ 成長と分配の好循環達成には規制緩和・成長戦略とセットで

自民党総裁選と岸田政権誕生、総選挙などの政治イベントを経て、経済対策の規模が膨らみやすい状況になっている中、今年度の補正予算の規模と内容が注目される。Go To キャンペーンなどの需要喚起策については、景気押し上げ効果は大きい一方で、感染再拡大の火付け役にもなりかねず、実施のタイミングや内容については慎重に検討すべきであろう。岸田政権の掲げるコロナ禍での困窮世帯、子育て世帯、介護や保育などの従事者の所得底上げについては、すぐにでも実施すべき政策であろうが、成長と分配の好循環を達成するためには規制緩和、成長戦略などの政策とセットでなければ、単純なばらまきに終わってしまうリスクがある。

（Q3）景気予測をする上で、心がけていることや特徴は

▶ テレワーク下でも業界ヒアリングによる優良情報を活用

ストーリー重視、業界ヒアリング実施、中期的な視点に立っての短期予測、担当者間での景況感の共有など、一昨年にこの場で回答した内容と全く変わっていない。それでもこの一年は、業務がテレワーク中心に移行したこともあり、担当者間での意見のすり合わせや情報共有の機会が減少したため、こまめにオンラインで協議の場を設けるなど景況感を一致させることに腐心した。また、外出や対面で人と接する機会が極めて限定される中で、景気の流れ

れを肌感覚としてとらえることが難しくなったが、日頃から情報交換させていただいている各業界の方々から現場の声や、マスコミでは報道されない優良情報を得ることができたことが、コロナ禍という大変難しい局面における景気予測に大変有効であり、今回の受賞に結び付いたと考えている。