

2022年10月21日
日本経済研究センター

優秀者が語る予測の勘どころ

経済活動の正常化に伴い、景気は持ち直しへ
—海外経済の失速、物価高がリスク—

ESPフォーキャスト調査で2021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)現在の日本がどのような政策(金融・財政・構造政策など)を採るべきか、(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。

2023年度は、経済活動の正常化に伴い、景気は回復基調を維持するとみる。全国旅行支援などが追い風となり、サービス消費の回復に期待できる。そのほか、入国規制の緩和や円安効果によるインバウンド需要の増加、企業の設備投資意欲の高まり、雇用環境の改善などが景気の押し上げ要因となる。一方、リスク要因として、歴史的な高インフレや金融引き締め加速による世界経済の減速とそれに伴う輸出の下振れ、中国の不動産不況やゼロコロナ政策、物価高、感染症の再拡大などが挙げられた。

政策面では、物価高や円安対策、感染症に対応できる医療体制の改善が目先の課題とされる。金融政策については、「当面は緩和策を維持すべき」、「金融緩和の出口戦略を探る時期にきている」などの意見があった。働き手の減少が加速する中、労働資源の効率的活用、雇用の流動化を高める改革、デジタルトランスフォーメーション(DX)の推進が期待される。

予測にあたっての心がけや特徴としては、経済指標・リスク材料・グローバル経済の分析、中小企業の情報やオルタナティブデータの活用、ストーリーの重視、業界ヒアリング実施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。

2021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 (2)
第一生命経済研究所	新家 義貴 (13)
大和証券	末廣 徹 (2) [*]
三井住友信託銀行	岩橋 淳樹 (2)
三菱UFJリサーチ&コンサルティング	小林 真一郎 (3)

(注)1. ()内は各フォーキャスターの受賞回数。

2. ※みずほ証券に在籍中、19年度の総合成績優秀フォーキャスターを受賞。

3. 「[2021年度予測評価と優秀フォーキャスター](#)」(2022年10月21日)、[「評価に関するテクニカル・ノート」](#)(河越正明・土屋陽一、2022年10月21日)の公表資料もあわせてご参照ください。



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

強気派受難の年

日本経済研究センターでは、2014年の調査開始以来、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おり、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。今回の評価は、21年度を対象としたものであり、18回目となる。私は、今回の評価を見て次のように感じた。

まず、成績上位5名の優秀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入っていることが特筆される。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った後、19年度予測でその記録が途切れたのだが、20、21年度と再び優秀フォーキャスター入りした。実に、14回中13回の入賞となる。脱帽するしかない。

コンセンサス予測は、全体で9位となった。これで18回連続でベストテン入りしていることになる。これだけ続けると、もはやこの結果を見ても全く驚かなくなった。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。

これを高位予測者、低位予測者(それぞれ8機関の平均)別に見ると、高位予測者の悲惨な成績が目立つ。高位予測者の総合成績は全体の37位であった。評価対象となったフォーキャスターは36人だから、高位予測者は完全な最下位だったわけだ。高位予測者は、実質、名目GDPを高めに予想しているから「強気派」、低位予測者は「弱気派」と見なしていいだろう。21年度は、「強気派受難の年」だったということになる。強気派は、21年度は、新型コロナウイルスの影響を脱して、抑制されていた消費需要が反動的に増大するから高めの成長率にと予想したのであろう。その予想の前提が崩れて、新型コロナウイルスの負の影響が意外に長引いてしまったのではないか。

なお、強気派の成績が悪いというのは、21年度に限ったことではなく、近年の傾向である。これまでの予測評価を辿ってみると、2010年度以降の12回の予測評価で、高位予測者は全て半分以下の成績であり、そのうち8回は30位台である。一方、低位予測者の方は、12回の中で8回は上位半分に入っており、うち6回はベストテン入りしている。

こうして強気派よりも弱気派の予測が好成績だったということは、日本経済が長い間低迷を続け、新型コロナウイルス感染症などの予期しない負の影響を受けてきたことを象徴しているのだと思う。その意味では、出来るだけ早く、強気派の予想が当たるような経済になって欲しいものだと思う。



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。同年、山一証券経済研究所へ出向。93年に日本経済研究センターへ出向。98年に信金中央金庫。2006年から現職。

(1) 2023年度にかけての景気の展望とリスク要因

➤ **コロナ禍の落ち込みを取り戻す動きが続く**

23年度にかけて世界経済が一段と減速するとみられ、素材や機械の輸出に下押し圧力がかかる。ただ、自動車は世界的にバックオーダーが積み上がっており、生産体制が整うにつれて輸出も水準を切り上げよう。足元で停滞する中国経済も来年には持ち直しに向かうと想定しており、輸出が下振れするリスクは小さいとみている。個人消費も回復が続くと予想している。感染再拡大への警戒感が残ることや物価高の影響で今後の回復ペースも緩慢にとどまるものの、日常を取り戻そうとする家計行動が支えとなろう。コロナ前の活動水準を回復した米欧に比べて日本経済の戻りは鈍いが、その分だけ日本経済には回復の余地が残されているということである。

日本経済の回復に向けた最大のリスクは世界的なリセッションだ。現時点では循環的な景気後退にとどまると想定しているが、世界的な紛争拡大、さらなるインフレ加速と金融引き締め継続などで世界経済が大幅に下振れる可能性は小さくない。

(2) 現在の日本がどのような政策（金融・財政・構造政策など）を採るべきか

➤ **国内回帰を促す好機、政策減税で後押しを**

コロナ禍で表面化した供給制約リスクや、米中対立を受けた地政学リスクが意識されるなか、多くの企業がサプライチェーンの再構築に取り組み始めている。特に、中国に集中していた生産拠点を分散させる動きが広がっており、その選択肢の一つとして国内拠点の拡充を検討する企業が増え始めている。円安が進み、国内拠点の優位性が高まっている今こそ生産拠点の国内回帰を推し進める絶好のタイミングである。より幅広い分野に投資減税を拡充していくことなどで企業の設備投資を後押しすることが必要と考えている。国内回帰に向けた支援策は、経済安全保障の観点からも重要な政策といえる。また、海外子会社からの配当の全額非課税化などで現地子会社の内部留保を日本へ還流させ、国内での投資促進に働きかけるといった政策も検討に値する。海外からの資金還流によって行き過ぎた円安に歯止めをかける効果も期待できよう。

(3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は

➤ **中長期の景気循環を重視、コロナ脱却までは個人消費の予測に軸足**

中長期の景気循環を1～2年先の景気予測のベースとするスタンスは変えていない。現状は、コロナ禍で加速した経済のデジタル化やカーボンニュートラルに向けた取り組みを背景とした中期的上昇局面にあり、下向きのショックへの耐久性は高いと判断している。ただし、日本経済は新型コロナの感染による影響から脱し切れていないため、当面も感染症の状況とそれに連動する個人消費の動向に軸足を置いた予測を続ける方針である。

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。マクロベースの個人消費を展望するうえで中小企業の動向が大きく影響すると考えており、当研究所が集計している「全国中小企業景気動向調査」を重要な分析資料の一つとしている。



第一生命経済研究所 シニアエグゼクティブエコノミスト
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、22年より現職。

(1) 2023年度にかけての景気の展望とリスク要因

➤ 強まる景気減速感、リスクは米国経済

2023年の景気は減速感が強まるとみている。特に懸念されるのが、海外経済の悪化に伴う輸出の下振れ。米国では、急ピッチで進められている利上げの悪影響が今後本格化する見込みであることに加え、欧州経済も歴史的な高インフレや金融引き締めの影響等により今後下振れが必至の情勢であり、世界経済は今後減速感を強めていく可能性が高い。日本からの輸出も悪影響が不可避な状況だ。日本はコロナ禍からの持ち直しが遅れていた分、回復余地が残っている面もあるため、相対的に内需は底堅く推移するとみているが、それでも輸出が下振れるなかで景気が回復感を強める展開は想定し難い。景気の後退局面入りこそ避けられるとみるが、景気の減速感は強まる可能性が高い。

リスクは米国経済。米国のリセッションはギリギリ回避、あるいはリセッション入りの場合でも浅いものになるとの見方が多いが、利上げペースの速さを考えると、景気悪化の深度がそれなりに大きなものになる可能性も相応にある。この場合、世界経済、ひいては日本経済への悪影響も非常に大きなものになる。

(2) 現在の日本がどのような政策（金融・財政・構造政策など）を採るべきか

➤ 雇用流動化・労働資源の効率的活用で生産性向上へ

需要不足の状況下、財政、金融政策による景気下支えを行うことは理解できる。ただ、それに加えて中長期の日本経済を見据えた取り組みが不足しているように思う。喫緊の課題は少子高齢化対策と労働生産性の向上。働き手の減少が加速するなかで、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。

(3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は

➤ 懸念材料を丹念に探る—現状分析は丁寧に

自分の予測が外れるとしたら何が考えられるか、ということを常に意識するようにしている。想定されるリスクシナリオを列挙し、それが現実化する兆しがないか日々チェックしている。公表されるデータを分析する際にも、自分のシナリオに寄せて解釈するのではなく、シナリオを崩す材料はないか丹念に探すよう心掛けることが重要だ。

また、正確な現状判断がすべての景気予測の出発点だと思っているため、現状判断のための経済指標の分析には人より時間をかけている。また、経済指標の動きを読むには、その経済指標の作成方法への理解が重要だと感じており、そうした点についても勉強するようにしている。



**大和証券 エクイティ調査部 チーフエコノミスト
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。09年みずほ証券入社。20年大和証券入社。22年より現職。

(1) 2023年度にかけての景気の展望とリスク要因

➤ **サービス需要の回復に期待—感染再拡大、中国の不動産不況がリスク**

22年のインフレ高進と米国を中心とした金融引き締めを背景に、23年度の世界経済は低迷するだろう。一方、経済再開が遅れた日本経済は旅行などサービス需要の回復が期待できる。もっとも、余暇時間が有限であることを考慮すれば、サービスのペントアップ・デマンドは時間をかけて発現することが予想される。インフレ高進で財消費は弱含む可能性が高いことも考えると、内需は潜在成長率+ α 程度の成長だろう。外需も世界的な巣ごもり消費の反動減により、財輸出には期待しにくい。サービス輸出(インバウンド消費)の回復は期待できるが、外需全体のプラス寄与は限定的だろう。内需のリスクは引き続き感染症の拡大。ウイズ・コロナ経済は定着しつつあるが、感染者数が増加すれば経済への悪影響は避けられない。外需のリスクは中国の不動産不況である。中国人の消費マインドがインバウンド消費にとって重要である。

(2) 現在の日本がどのような政策(金融・財政・構造政策など)を採るべきか

➤ **金融政策は当面維持、財政政策は所得移転を基本とすべき**

円安に対する対応に注目が集まっているが、黒田日銀総裁が説明するように、多少の利上げではドル高圧力に抗うことは難しい。マイナス金利の慢性的な副作用などの問題はありますが、当面は政策を維持した方が実体経済への悪影響は少ないだろう。円安への対応は、①インフレの負担増が大きい低所得世帯への所得移転、②円安メリットを生かすためのインバウンド消費の促進、③賃上げ機運の醸成、が望ましい。財政政策はインフレ圧力につながり得る財政拡張ではなく、所得移転を基本とすべきである。地方創生臨時交付金として地方自治体に判断を任せるケースが増えているが、商品券による消費喚起など、インフレ対応として望ましくない政策も目立つ。また、賃上げ率を高めるため、もう一度「新しい資本主義」の基本思想に立ち返り、企業レベルでの分配(各種ステークホルダーへの配慮)に注力すべきだと考える。

(3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は

➤ **グローバル経済の予測に注力—「1四半期先」を予想**

同じ質問に前回(19年度)答えた際、景気の「反動」や「循環」を意識して先を読むことを心掛けていると回答した。21年度もコロナの感染拡大と収束が交互に訪れ、感染症の影響だけでなく「反動」を読むことが重要だった。これに追加して心掛けているのは2点ある。1つ目は「1四半期先を予想すること」である。これは、証券会社のエコノミストであるが故、市場で織り込まれていない分析にこそ付加価値があると考えからである。すでに終わりつつある四半期のGDP予測の精度が高くても、市場では「織り込み済み」であることが多い。2つ目は「1四半期先」を予測するためにグローバル経済の予測にも力を入れていることである。世界における日本経済のプレゼンスは低下しており、海外経済の分析なしに日本の「先」を予測することはできない。貿易相手国として、金融市場の繋がりとして、米国や中国の経済分析は欠かせない。



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。

(1) 2023年度にかけての景気の展望とリスク要因

➤ 景気は回復基調を維持—リスクは海外経済の失速と物価上昇

2023年度にかけて、経済活動の正常化に伴い、景気は回復基調を維持する見通しだ。未だコロナ禍前の水準を下回るサービス消費やインバウンド消費、設備投資などが原動力となる。政府の「全国旅行支援」が外出活発化の契機となるほか、入国規制緩和が円安も相まって訪日客の回復を後押しするとみる。また設備投資には、コロナ禍で機運の高まったデジタル化のためのICT投資や従来からの人手不足を背景とした省力化・効率化投資も追い風になる。

しかし、海外経済の失速と物価上昇がリスク要因となる。欧米の高インフレ・金融引締め加速や中国のゼロコロナ政策の堅持等が外需を想定以上に失速させることが懸念される。また、国内でもインフレ率は2022年末にかけて+3.0%超まで高まる見込みであり、実質所得の減少が家計の節約志向を高め、個人消費の回復を腰折れさせる可能性がある。

(2) 現在の日本がどのような政策（金融・財政・構造政策など）を採るべきか

➤ DX活用は人口減少下での経済成長・人手不足解消の鍵

短期的には、緩やかな金融環境を維持しつつ、コロナ禍で縮小した経済を元の成長軌道へ回帰させる政策が求められる。足下、可処分所得は堅調に推移するが、消費性向は極めて低い水準に留まっており、家計は依然として抑制的な消費行動を採っている。「全国旅行支援」などの直接的な需要喚起策をテコにして、政府のコロナ政策の考え方や転換を明確かつ継続的に発信し、経済活動の正常化を促してもらいたい。

中長期的には、人口減少問題に対処する政策を積み重ねる必要がある。特に、デジタル社会への移行は、新たなサービスの創出や省力化・効率化・自動化等による労働生産性向上によって、人口減少下での経済成長や人手不足に対する鍵と考えられる。具体的には、電力・通信インフラなどデジタル社会の競争環境を着実に整備することが求められる。また、企業のDXに向けた投資や成長産業への円滑な労働移動を促す政策も欠かせない。

(3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は

➤ オルタナティブデータも積極的に活用

景気予測に際しては、コロナ禍やウクライナ危機をはじめ予期せぬ事象が必ず発生し予測は外れるもの—ということを肝に銘じている。そのため、予期せぬ事象が発生した場合には、基本に立ち返って足下の情勢を分析し、柔軟に見通しを修正することを心がけている。また可能な限り、最新の統計結果や情報を織り込み、予測を更新するように努めている。

特徴的な点は、日本経済の需要項目やその他指標の予測値作成を単独で担っていることである。単独では確認・分析できる指標の数には限りがある反面、一貫性のある前提・ストーリーの下で、予測全体を俯瞰することが出来る。加えて、伝統的な政府統計に拘らず、コロナ禍で一般化した人流等のオルタナティブデータも積極的に活用している。その点、人流データの公表が停止されつつあることは残念である。



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。

(1) 2023年度にかけての景気の展望とリスク要因

➤ 経済活動の正常化が進展—リスクは海外経済の減速と物価高

海外経済の減速と物価高による下振れリスクはあるが、今年の秋以降、2023年度にかけては、感染収束を受けて通常の経済社会活動の状態に戻ろうとする力が、景気を押し上げると考えている。全国旅行支援策などの政策効果、水際対策の緩和によるインバウンド需要の回復に加え、人手不足感が強まる中で雇用が改善し、賃金の増加が続いていることが景気を押し上げる材料となる。また、企業の設備投資意欲が強いことや、自動車の生産制約が解消に向かうことも景気を下支えすると期待される。物価上昇圧力は2023年に入ると次第に落ち着いてくると予想され、個人消費が失速することは回避できそうだ。今後も感染再拡大のリスクはあるが、もはや景気への影響は軽微と思われる。この結果、2022年度後半の景気が回復を維持することでゲタがやや高くなり、2023年度の成長率はフォーキャスター調査と比べて高めとなっている。

(2) 現在の日本がどのような政策（金融・財政・構造政策など）を採るべきか

➤ 金融緩和の出口戦略を探る局面へ

感染症対応は一段落したため、目先は物価高対策、円の急落に対するマイナス効果の緩和策が必要であり、その後はアフターコロナ期をにらんで、先送りした政策課題に取り組んでいくことが求められる。DX化、カーボンニュートラル、経済安全保障などの課題への対応を具体化していく必要があるほか、財政健全化、社会保障改革、少子化対応などへの再度の取り組みも重要な課題である。また、金融緩和の出口戦略を探るタイミングにもきており、金融政策転換のマイナス効果を最小限にとどめつつ、金融システムの正常化に取り組んでいく必要がある。

(3) 景気予測をする上で、心がけていることや特徴は

➤ 業界ヒアリング、景況感の共有で予測精度が向上

昨年この場で回答した内容と全く変わっておらず、それが連続での受賞につながった要因であると考えている。すなわち、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、これまで心がけてきた方針がうまく機能している。加えて、当社はチーム制で景気予測を行っており、私はそのとりまとめ役に過ぎないが、各需要項目担当者の予測精度が年々高まっていることも、受賞の大きな原動力になっていると思う。今後は外出や対面で人と接する機会が増えてくると期待され、様々な業界の方との情報交換を頻繁に行うなど、予測の中身が現場感覚とかい離しないよう心がけている当社の予測手法に、より有利に働くのではないかと期待している。