

2018年9月13日

## 景気の山がくる確率、30%超に上昇 —70%超えるかに注目—

主任研究員 伊藤由樹子

### 1. はじめに

ESP フォーキャスト調査では、次の景気の転換点（山、谷）が過ぎたかどうか、そして過ぎていない場合1年以内に転換点（山、谷）がくる確率はどのくらいあるかを、毎月質問している（図表1）。

2018年3月調査で、その結果に変化がみられた。1年以内に山がくる確率の予測平均が、低下から上昇に転じたのである。しかもその上昇幅は3.2ポイントと、それ以前の動きと比べて大きい。その後も上昇は続き、8月調査では、この1年間で最も高い30.7%に達した。これは、景気後退についての何らかのシグナルなのだろうか。また、この上昇の背景に何があるのか。

以下では、景気の山がくる確率予測の動きをみたうえで、まず30%という水準をどう評価すればよいのか、次になぜ3月以降その確率が高まったのかを考える。その際、水準は、本調査で景気の転換点に関する質問が開始された2008年1月からの調査結果の動きと比較する。確率が上昇した背景については、最近2ヵ月ごとに調査している景気のリスク要因を取り上げる。

図表1 景気の転換点に関する質問

#### V. 景気の転換点

● 政府見解では**2012年11月**が景気の谷となっています。さらに、17年6月の内閣府委員会で14年3月に景気のは設定されないことが確認されました。それ以降、その次の景気の**転換点(山)**はもう過ぎたとお考えですか。

(1) 「はい」、「いいえ」の一方に“○”を入力してください。

はい	いいえ
○	

(2) ●(1)で「いいえ」の場合にお答え下さい。

(2) ●(1)で「はい」の場合にお答え下さい。

今後1年以内に景気**の転換点(山)**がくる確率はどの位あると予測していますか。％で記入して下さい。

**転換点(山)**はいつだったとお考えですか。“年(西暦4ケタ)”と“月”を記入してください。

	年		月	%
--	---	--	---	---

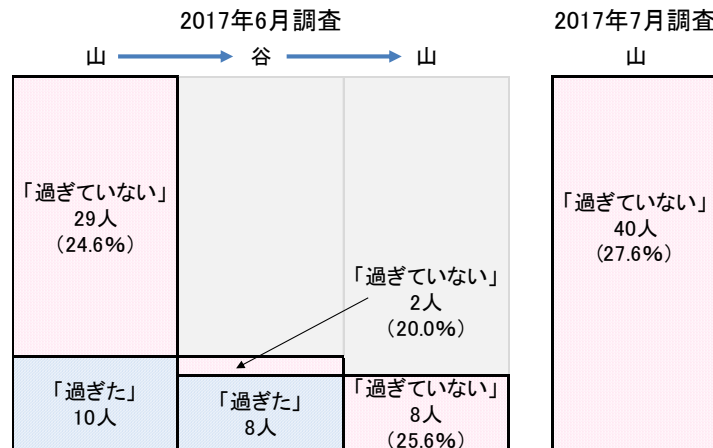
(注) 2017年7月調査以降の調査票。

### 2. 1年以内に景気**の山**がくる確率

景気**の転換点**について、内閣府は2017年6月に、2014年の状況は景気**の山**を設定する要件を満たさず、2012年11月の谷以降、山は設定されないとした。これを受けて、この内閣府の見解発表前に実施した6月調査ではフォーキャスターの予想は分かっていたのが、発表後の7月調査

では山は「過ぎていない」に収束した（図表2）。6月調査では10人が山を「過ぎた」とし、さらにその次の谷も「過ぎた」とする回答者が8人いたが、7月調査では全員「過ぎていない」という回答となった。

図表2 景気の転換点に関する予測の変化（2017年6月調査と7月調査）



（注）人数は回答者数。「過ぎていない」の（ ）内の数値は、今後1年以内に転換点がかかる確率の予測の平均。

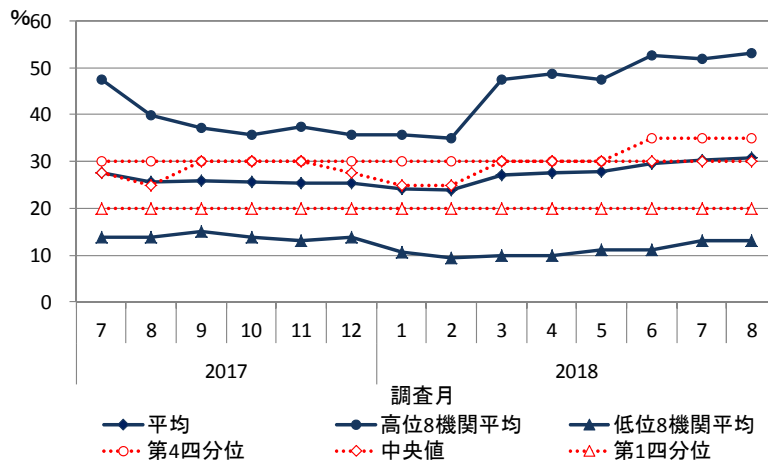
その後1年間の調査結果をみると、山が過ぎたかどうかについては、「過ぎた」と回答したのは2017年8月調査で1人いたのみで、それ以外の月は0人である。また、「過ぎていない」という回答者が予測した1年以内に山がかかる確率の平均は、10月以降緩やかに低下し、2018年2月には23.8%となった（図表3）。しかし、3月に27.0%へ急上昇してからは、8月調査の30.7%まで上昇が続く。

急上昇した3月調査を詳しくみると、前月からの上昇幅が平均では3.2ポイントだが、高位8機関の平均では12.5ポイントとそれを大きく上回る。これは、それまで回答しなかったサンプルが3月調査に加わったことの影響が大きい。図表3には、回答の下から25%にあたる第1四分位点と、下から75%の第3四分位点を点線で示しているが、それらと比べると高位平均が3月調査でいかに急上昇したかが分かる。

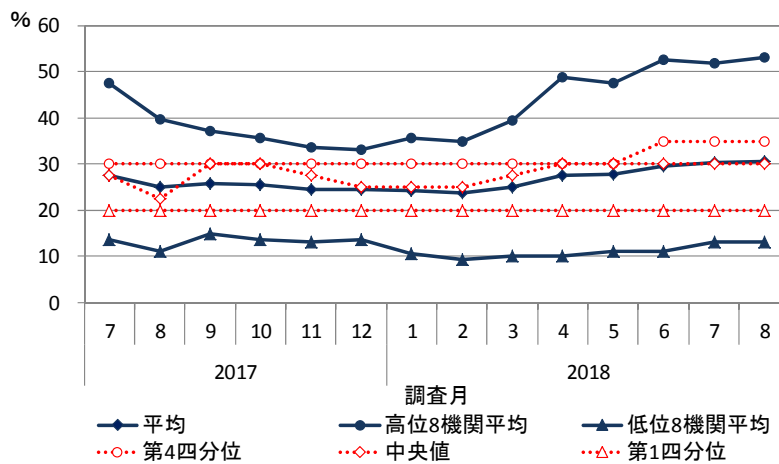
そこで、サンプル構成が変化したことの影響を取り除くために、2ヵ月継続して回答したサンプルに限って集計した（図表4）。ただ、これをみても、上昇幅は緩やかになるものの3月以降の上昇傾向は変わらない<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 2017年7月から2018年8月まで14ヵ月間すべての調査に回答したサンプルに限って集計した場合も、上昇傾向は変わらない。この場合のサンプルサイズは33。

図表3 1年以内に山がくる確率



図表4 1年以内に山がくる確率 (2ヵ月継続サンプル)



(注) 前月調査から継続して回答したサンプルを集計。サンプルサイズは図表5を参照。

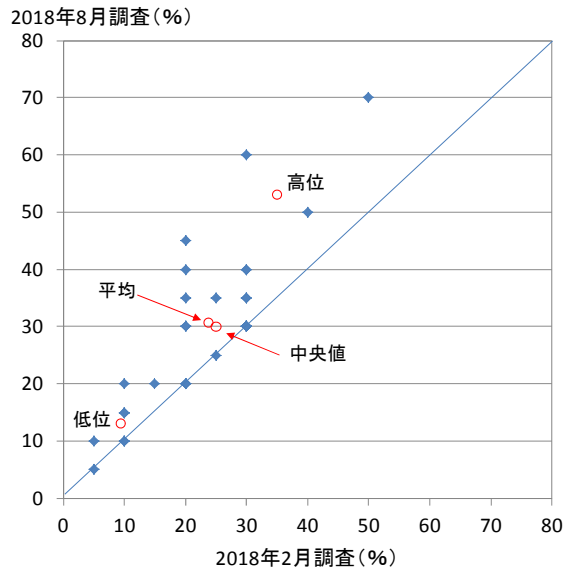
図表5 調査日と回答数

調査月	調査日	回答数	2ヵ月継続サンプル		
2017年	6月	6月5日～6月9日	39	39	
	7月	6月26日～7月3日	40	40	
	8月	7月25日～8月1日	40	40	
	9月	9月4日～9月11日	39	39	
	10月	9月25日～10月2日	38	38	
	11月	10月26日～11月1日	39	38	
	12月	12月5日～12月11日	38	37	
	2018年	1月	12月27日～1月9日	39	38
		2月	1月26日～2月1日	38	38
		3月	3月5日～3月12日	40	38
		4月	3月27日～4月3日	39	39
		5月	4月26日～5月7日	39	38
6月		6月4日～6月11日	38	38	
7月		6月25日～7月2日	38	38	
8月		7月25日～8月1日	38	38	

(注) 2ヵ月継続サンプルとは、前月調査から継続して回答したサンプル。

以上は集計値でみたものだが、個々のフォーキャスターの見方はどう変化しただろうか。図表6は、2月調査と8月調査の両方に回答した36人の予測をプロットしたものだ。8月に1年以内に山がくる確率を2月より上昇させたのは18人、2月も8月も同じだったフォーキャスターが18人であった。

図表6 1年以内に山がくる確率



(注) 2月調査と8月調査に回答した36サンプルから作成。平均、高位、低位、中央値は全サンプル(2月38、8月38)から計算。

### 3. 30%という水準は高いのか

最新予測の30%超という水準は高いとみるべきなのだろうか。どう評価したらよいか、過去の予測値と比較してみよう。

ESPフォーキャスト調査では、2008年1月から、景気の転換点がかかる確率を質問している。質問の仕方は20年間で若干変化しているが、基本的に図表1のとおりである。まず転換点が過ぎたかどうかを聞き、「過ぎていない」と回答した場合には1年以内に転換点がかかる確率を尋ねる。次の転換点だけでなくその先まで、最多で4つの転換点(山→谷→山→谷)について聞いた時期もある。その場合、ここでは図表7のように、景気循環の順序によって番号をつけ、それぞれの山と谷を区別した。

図表 7 景気の転換点

循環	谷	山	谷
第13循環	1999年1月	2000年11月	2002年1月
第14循環	2002年1月	山⑭(2008年2月)	谷⑭(2009年3月)
第15循環	谷⑭(2009年3月)	山⑮(2012年3月)	谷⑮(2012年11月)
第16循環	谷⑮(2012年11月)	山⑯	谷⑯
第17循環	谷⑰	山⑰	谷⑰

(注) ( ) 内の年月は、内閣府が事後的に設定した日付。

また、次の景気の転換点が「過ぎた」と回答した場合の確率は100%とし、「過ぎていない」という回答者が予測した確率と合わせて回答者全員の平均値を計算した<sup>2</sup>。

図表 8 が、長期的にみた景気の転換点がかかる確率の推移である。グラフの上に、内閣府が事後的に設定した山・谷の日付とその発表日を付した。

調査を開始してからこれまで、景気の転換点を4回(2008年2月、2009年3月、2012年3月、2012年11月)経験している。事後的に設定された転換点に当たる月のリアルタイムの調査結果は、山が30%台(2008年2月39.1%、2012年3月33.5%)、谷が40%台(2009年3月49.7%、2012年11月46.0%)で、「山」よりも「谷」の方が、転換点がかかる確率予測の水準は高い。

今回の30.7%という水準は、過去2回の「山」時点の予測水準に近づいてきていることがわかる。しかし、現在を「山」と想定するのはまだ早い。なぜなら、第15循環の山の予測をみると、30%を最初に超えたのは2009年11月だが、山(2012年3月)まで2年4ヵ月かかっている。従って、過去の「山」時点の予測水準の30%台に達したといっても、それから1年以内に景気が後退に転じるかどうかは不明だ<sup>3</sup>。

また、次の転換点となる第16循環の山については、2014年8月に31.1%に達し、2015年3月には66.3%をつけた。しかし、2017年6月15日に内閣府は、景気動向研究会の議論を経たうえで、2012年11月以降「山」は設定されないと発表した。つまり、66.3%をつけても、「山」に設定されないことがあることを示している。

それでは、実際に「山」が設定されたとき、予測水準はどこまで上昇していただろうか。第14循環の山では、2008年7月に67.4%、8月に96.5%、9月には100.0%に達している。第15循環の山では、2012年11月に75.8%、12月に90.5%に達し、8月まで90%を超える水準が続いた。つまり、後に公式に確定される「山」時点の5~8ヵ月後には67%を超え、6~9ヵ月後には90%を超えている。

以上から考えると、8月調査の30.7%は、過去の「山」時点の予測水準に接近しているものの、実際に「山」と設定されるかどうかをみるには、今後70%を超え、さらに90%に近づくかどうか注目していくべきだろう。

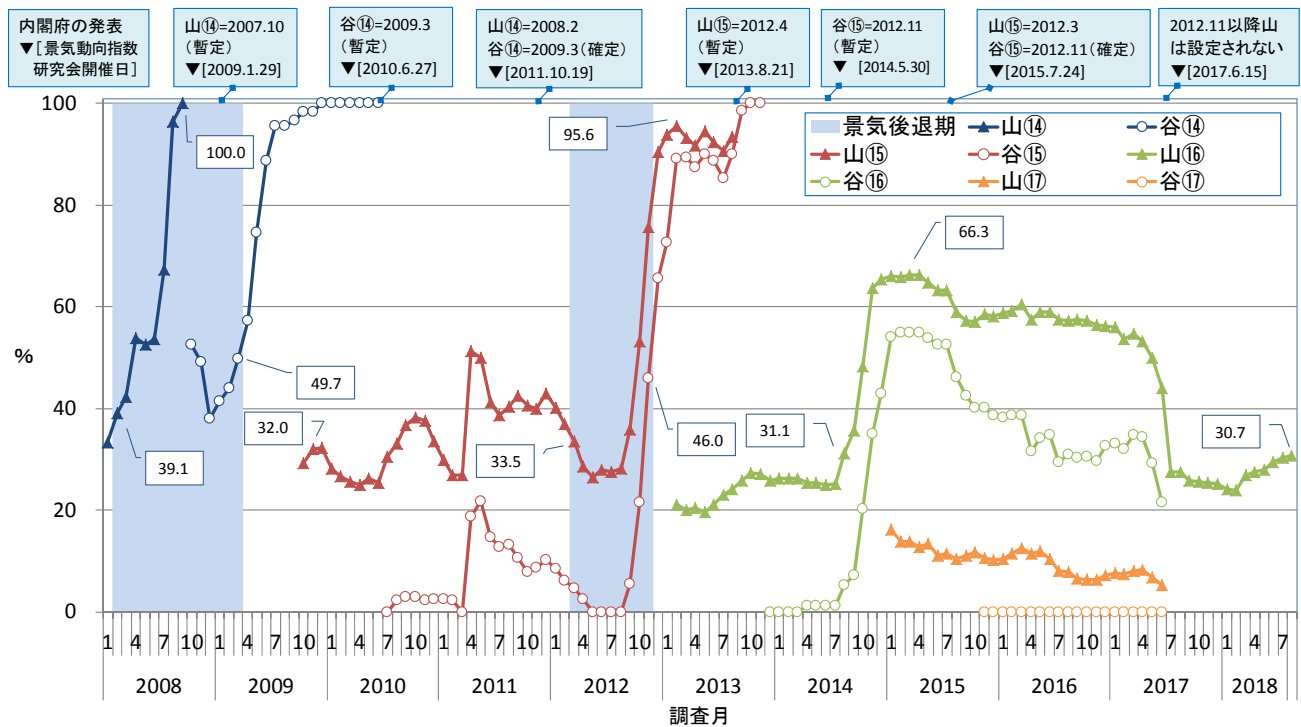
景気が現在どの局面にあるかを把握することは、経済政策や企業の経営計画立案の際に重要で

<sup>2</sup> 図表 3 の通常公表している確率は、「過ぎていない」という回答者の予測平均である。

<sup>3</sup> 第14循環の山の場合、2008年1月に33.1%と30%を超え、事後的に設定された「山」はその1ヵ月後の2月である。ただ、この質問が開始されたのが1月であるため、それ以前に調査されていた場合に1月より前に30%超になったか、あるいは1月に初めて30%超になったかは分からない。

ある。しかし、景気の転換点の日付を内閣府が確定するのは、転換点が過ぎて2年半から3年半程度、暫定的な設定の場合でも1年から1年半程度かかる。ESPフォーキャスト調査の予測と、事後的に設定される転換点と何らかの関連性があることがわかれば、今後の景気判断の参考とすることができよう。

図表8 1年以内に景気の転換点がかかる確率



- (注) 1. 転換点が「過ぎた」という回答の場合、確率は100%として計算。
- 2. 「山」「谷」の後の丸数字は、図表7に示した景気循環の順序による番号。

#### 4. 景気後退の確率上昇の背景

1年以内に景気の山がくる確率は、なぜ3月以降上昇しているのか。図表6でみたとおり、2月と8月を比べると18人のフォーキャスターが予測を上昇させている。ただ、この6ヵ月間のどの時点で、何回、何パーセント上昇させたかは様々である。例えば、1回だけ上昇させた場合もあれば複数回にわたって上昇させた場合もあるし、上昇と低下の両方を行った結果上昇している場合もある。

予測を変化させたフォーキャスター数と変化幅を月ごとにみたのが図表9である。このうち予測を上昇させたフォーキャスターが、その時点で何を景気のリスクと考えていたかに、ここでは注目する。本来であれば、予測値を上昇させるかどうか、そして上昇させる場合何ポイント変更するかは、何をリスク要因と捉え、それが現実にかかる可能性とその影響の大きさをどう考える

かに左右されよう。しかし、調査結果からはそこまで分からないため、2 ヶ月ごとに調査している半年から1年先にかけて景気上昇を抑える可能性のある要因をみていくこととする<sup>4</sup>。

図表 9 景気の山がくる確率の前月調査からの変化

		3月	4月	5月	6月	7月	8月
前月から予測を変えた フォーキャスター数(人)	前月より上昇	7	4	6	7	5	5
	前月より低下	1	2	3	3	1	1
前月調査からの変化幅の 平均(%)	前月より上昇	8.6	6.3	7.5	10.0	10.0	7.0
	前月より低下	-10.0	-5.0	-6.7	-6.7	-20.0	-20.0

図表 10 は、4 月、6 月、8 月調査において各項目をリスクとして挙げた回答者の割合を示している。「山がくる確率を上昇させた回答者」というのは、当月またはその前月に山がくる確率予測を上昇させたフォーキャスターである。例えば、4 月の「山がくる確率を上昇させた回答者」の棒グラフは、山がくる確率予測について3月調査で2月調査より、または4月調査で3月調査より予測値を上昇させたフォーキャスターのうち、4月調査において各項目をリスク要因とした者の割合を示している。

まず、回答者計についてみると、「円高」が6月調査までリスクのトップで、8月調査で順位を落とすものなお回答者の5割以上が挙げている。8月に第1位に浮上した「保護主義の高まり」は4月以降急増し、8月には76.9%まで高まった。また「中国景気の悪化」と「米国景気の悪化」は常に上位に位置している。「原油価格の上昇」と「IT 部品（電子部品など）の悪化」は、6月に高まった。

これに対し、山がくる確率を上昇させた回答者は若干異なる傾向がみられる。順位としては、「円高」や「中国景気の悪化」が高く、「保護主義の高まり」が4月以降高まって8月にトップに上がったのは同じであるが、リスクとして挙げる人の割合は回答者計よりも高い。また、4月には「IT 部品（電子部品など）の悪化」、6月には「原油価格の上昇」を挙げる人も多く、それぞれ第3位に入っている。

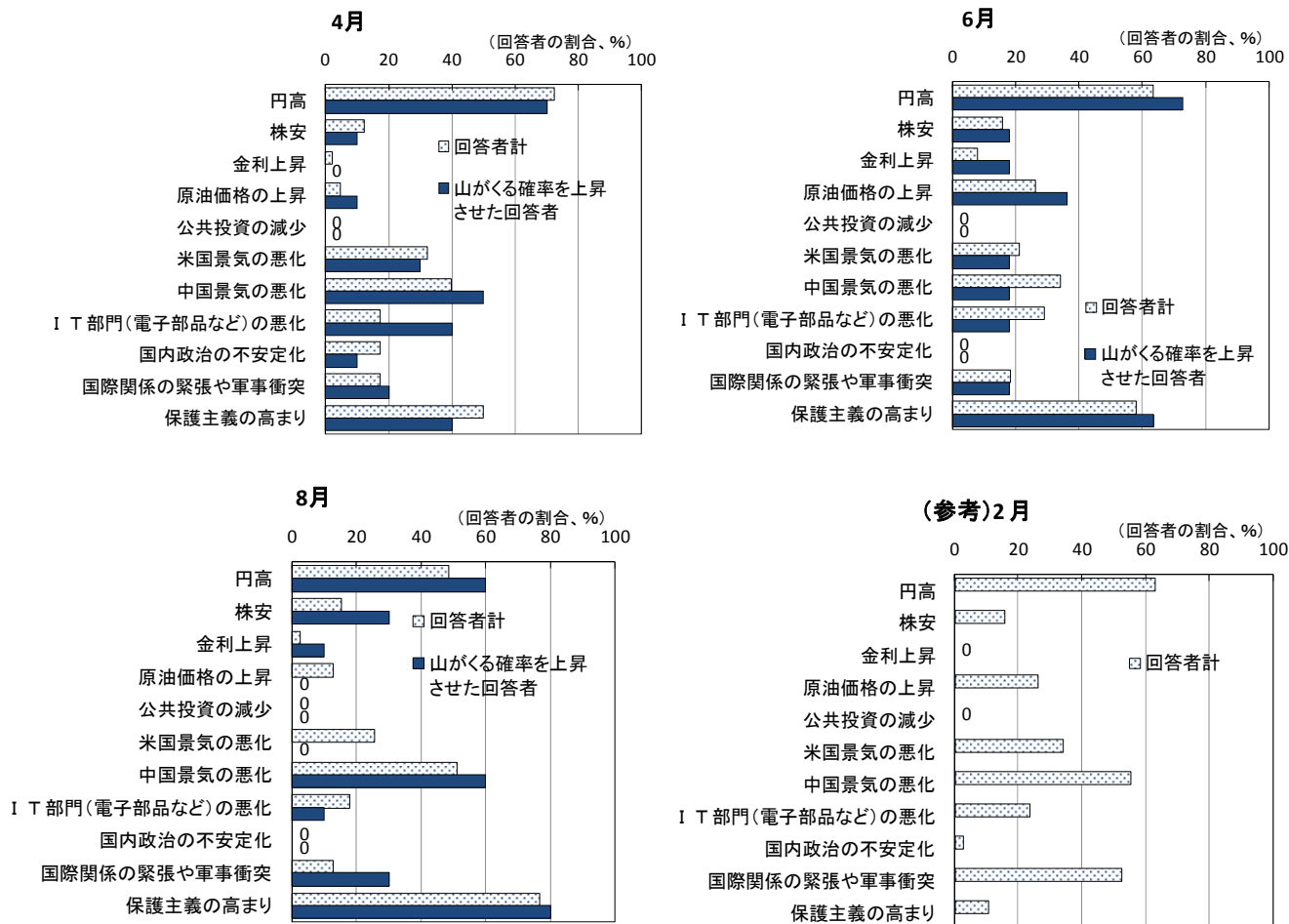
山がくる確率を上げた回答者がこれらの項目を挙げた理由をみると、4月から8月にかけて図表 10 の上位にくる項目に余り変化がなくても、その状況は変化していることがわかる<sup>5</sup>。

<sup>4</sup> 質問は、「半年から1年後にかけて、景気上昇を抑える（あるいは景気を反転させる）可能性があるとしたら、要因は何だと思いますか。重要なものに3つまで○を入力してください。また、よろしければ○を付けた理由を右欄にご記入ください。」である。ただし、理由は4月調査から聞き始めた。回答の選択肢は、「①円高、②株安、③金利上昇、④原油価格の上昇、⑤公共投資の減少、⑥米国景気の悪化、⑦中国景気の悪化、⑧IT部門（電子部品など）の悪化、⑨国内政治の不安定化、⑩国際関係の緊張や軍事衝突、⑪保護主義の高まり、⑫その他（具体的に）、⑬原因になるものはない。」の13個。

<sup>5</sup> すべての回答者が理由を記入しているわけではない。



図表 10 半年から1年先にかけて景気を抑える可能性がある要因



(注) 1. 3つまでの複数回答。

2. 「山がくる確率を上昇させた回答者」とは、リスク要因の調査月とその前月に山がくる確率を上昇させた回答者。

「保護主義の高まり」について、6月には、米国の保護主義的な通商政策とその報復の激化の影響として、輸出の減少、市場のリスク回避が強まることによる円高、企業のコンフィデンスの悪化、米景気の腰折れなどが指摘されていた。8月には、それに自動車関税引き上げや貿易摩擦の長期化の可能性が加わった。これら2点が加わったことは山がくる確率を上昇させる一つの理由であったと考えられるが、それらが単独で有力な理由だったともいえない。なぜなら、「保護主義の高まり」をリスクに挙げた回答者のうち、半数は米国が自動車関税の引き上げまで進むとは考えていないし、4割は貿易摩擦が「米中間選挙直後まで」で終わると考えている<sup>6</sup>。一方、4月

<sup>6</sup> 8月調査では以下の質問もしている；「(1) 米国と各国との貿易摩擦はいつまで続くと思いますか。以下のいずれかに○をつけてください。①米中間選挙以前に収束する、②米中間選挙直後まで続く、③2018年度末(2019年3月)まで続く、④2019年4月以降も続く、⑤その他、(2) 米国の通商政策はどこまで保護主義的になるとと思いますか。いかに○を入力してください(いくつでも)。①鉄鋼・ア



調査時点で米中間選挙後も米中の技術覇権をかけた中長期の争いが続く可能性を指摘し、8月調査でそれに自動車関税引き上げの懸念も追加した回答者で、7月に山がくる確率を上昇させたケースもある。「円高」については、4月調査から米国の通商政策を受けたリスク回避の強まりが指摘されたが、そのほか6月には米国景気の失速、8月には米国株の調整という回答があった。

他にも8月には6月までとはやや異なるコメントがみられた。まず、米国の利上げペースの加速についての懸念が出てきた。それが「金利の上昇」や「株安」へつながるといものである。「株安」については、それだけでなく、欧州情勢の混乱や米欧の金融政策正常化の過程で世界同時株安が発生する可能性も指摘された。「中国経済の悪化」は、米国との貿易摩擦による下振れの可能性だけでなく、貿易摩擦にかかわらず既に循環的に減速が始まっていることや、資本流出の加速、想定以上のペースで減速すると負の循環メカニズムが回り始めるという回答があった。また、「国際関係の緊張や軍事衝突」に関して中東情勢の緊迫化や北朝鮮をめぐる不透明感への懸念が示された。

このようにみると、米国が3月1日に鉄鋼製品、アルミ製品への追加関税を表明してから保護主義的な通商政策を強めていることが景気のリスク要因として強まっていることは確かであるが、山がくる確率を高めているのは単純にそれだけとはいえない。欧州や中東の情勢、北朝鮮をめぐる不確実性のほか、各国の金融政策の動きや経済の循環的な要因もからまっている。

なお、調査票では、リスク項目のうち3つまで選んで回答できることになっている。山がくる確率を上昇させた回答者が挙げた項目の組み合わせは多様で、同じ組み合わせは6月に2人、8月に4人しかいなかった<sup>7</sup>。

## 5. まとめ

1年以内に景気の山がくる確率が、2018年3月以降上昇し、8月には30.7%に達した。これは、過去2回の「山」時点の調査結果に近い水準であることが分かった。しかし、この水準が30%を超えてから「山」を迎えるまで2年以上かかったこともあれば、66.3%まで上昇しても「山」に設定されないこともあった。今後、1年以内に景気後退に入るかどうかについては、この確率が70%を超え、90%に近づくかどうか注視する必要がある。もしESPフォーキャスト調査の予測と事後的に設定される景気の転換点とに何らかの関連性が示されれば、今後、景気判断の一材料として資することになる。

なお、景気後退の確率の上昇は、米国の保護主義的な通商政策とそれに対する報復の激化の影響だけでなく、欧州、中東、北朝鮮等の状況や各国の金融政策や経済の循環的要因など多くのリスク要因を複合的に考慮した結果と考えられる。

---

ルミニウムの輸入制限と340億ドルの中国製品への高関税（現行）、②自動車関税の引き上げ、③中国の知的財産権侵害に対する制裁関税の追加（最大2千億ドル）、④その他。

<sup>7</sup> 6月調査では「円高－国際関係の緊張や軍事衝突－保護主義の高まり」が2人、8月調査では「円高－中国景気の悪化－保護主義の高まり」が4人いた。