

2017年2月21日
日本経済研究センター

エコノミストの予測プロセスを調査 —所属ごとの微妙な差、明らかに—

ESPフォーキャスト調査には、日本を代表するエコノミスト約40人が参加している。それらのフォーキャスターが日頃、どのように予測をしているのか、実施体制やプロセスを尋ねる「予測スタイル調査」を実施した。フォーキャスターの所属は7割が金融系で残りが事業法人系だった。金融系はさらに債券、株式といった市場部門と、研究所などの調査専門部署に分かれる。こうした所属や担当業務ごとに予測の進め方や考え方に微妙な差があることがわかった。調査は1月17日から24日まで実施、38人から回答を得た。
(別紙の「単純集計表」、「クロス集計表」もご参照ください)

《主な結果》

◆フォーキャスターの横顔と組織

- ・ 年齢・キャリア——平均は40代で、経済予測を始めてからの年数は16年だった。経済・経営系の学部を卒業した割合は、若い層ほど多かった。
- ・ 組織①——予測チームは平均で3人。上司の承認なしに判断が大勢だった。
- ・ 組織②——海外予測を「自分で決める」は半分だった。「社内見通しを使う」は金融系で多く、事業法人では社外情報も利用する傾向があった。

◆予測のプロセス

- ・ 積み上げかトップダウンか——QE (GDP速報) 予測は積み上げ型が多く、予測レンジが先になるほどトップダウンになる傾向があった
- ・ コンセンサスへの意識——「平均寄りに修正する」は金融系で少なかった。
- ・ 関数か定性判断か——併用が大部分だが、市場との接点が多いフォーキャスターでは「判断」型が相対的に多かった。ベテランほど回帰式を利用する傾向が高まり、マクロモデルの利用度が下がる傾向があった。
- ・ 長期の物価予測——賃金を拠り所とする回答が多く、量的指標や物価目標を重視する回答は少なかった。

◆エコノミストの働き方や経済観

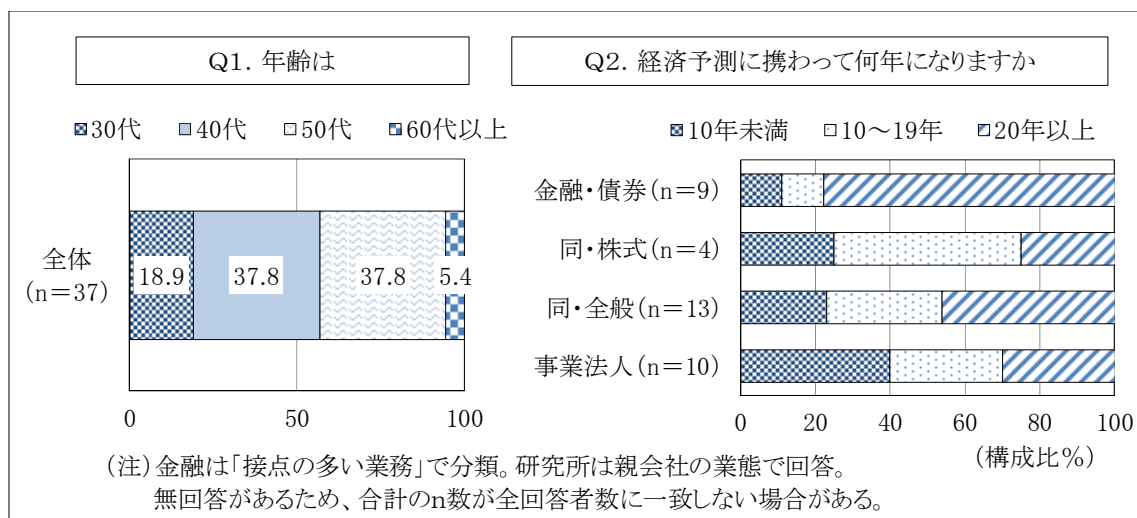
- ・ 求められる役割——数字の予測に加え、景気局面や政策転換の予測が大きなウエートを占めているフォーキャスターが多かった。
- ・ 物価上昇率は高い方が良いとの回答は、市場系のエコノミストで多かった。
- ・ 潜在成長率の見立ては若いフォーキャスターほど低めだった。

I フォークキャストの横顔と組織

① 平均は40代、16年のキャリア——債券系でベテランが多く

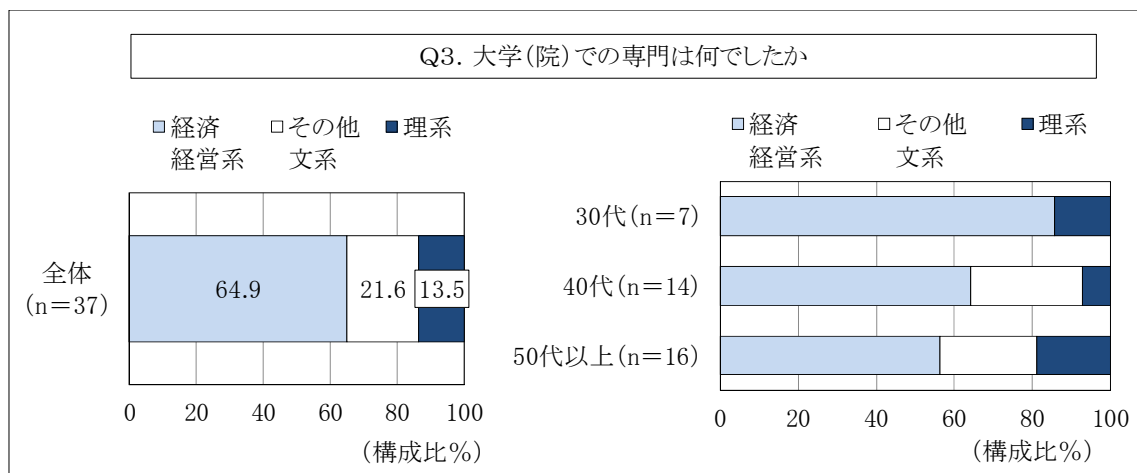
フォークキャストの横顔を探ってみよう。年齢は40代と50代がそれぞれ38%、30代が19%、60代以上が5%となった、

経済予測に携わってからの平均値は16年だった。所属別にみると、債券業務と接点の多いフォークキャストは「20年以上」のキャリアを持つ割合が高く、ベテランが揃っている。逆に事業法人系は、「10年未満」が4割を占めている。経験年数の最大値は37年、最小値は1年だった。



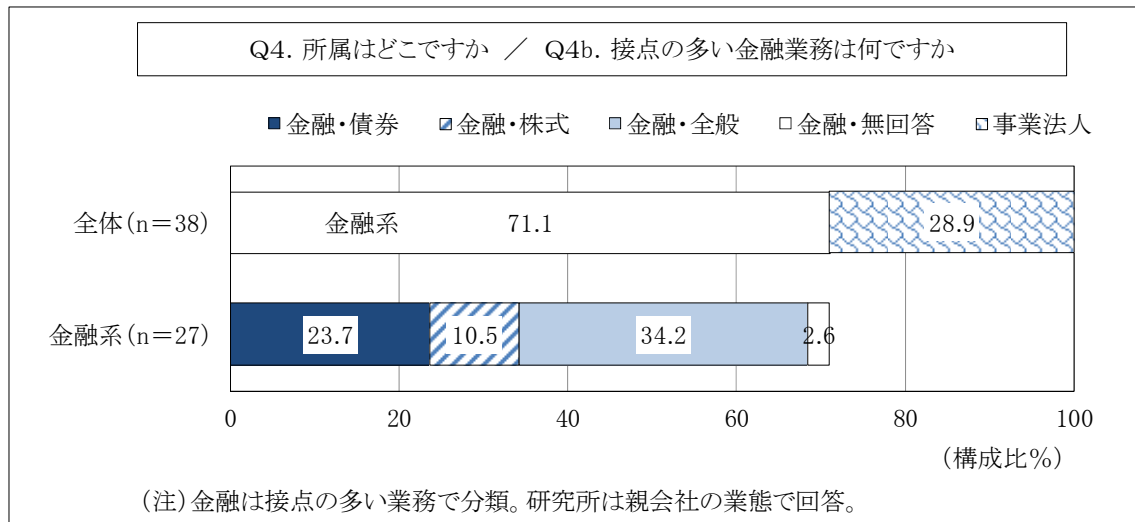
② 学部は「経済・経営」が3分の2——若いほど経済色強く

大学(院)での専門を聞いたところ、経済・経営系が65%と全体の3分の2を占めた。その他の文系が2割強、理系は14%だった。若い世代ほど、経済・経営系の回答が多かった。以前は社命で調査部門に配属になることも多かったが、近年は専門職化する傾向が強まっているのかもしれない。



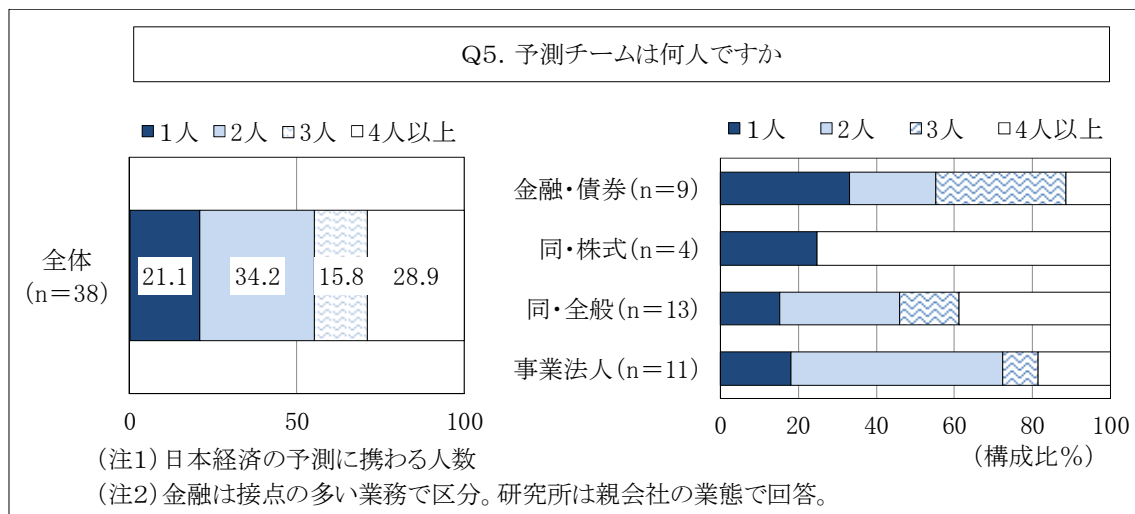
③ 所属は7割が金融系——うち半分は市場部門

どの業態に属しているかを聞いたところ、金融系が全体の7割を占め、残りが事業法人系だった。研究所として組織が独立している場合は、親会社の業態で答えてもらっている。金融系の回答者にはさらに「接点の多い金融業務」を尋ねた。無回答を除くと、債券・株式の市場系業務と、金融業務全般が同数だった。市場系では債券系のエコノミストが本調査に多く参加している。



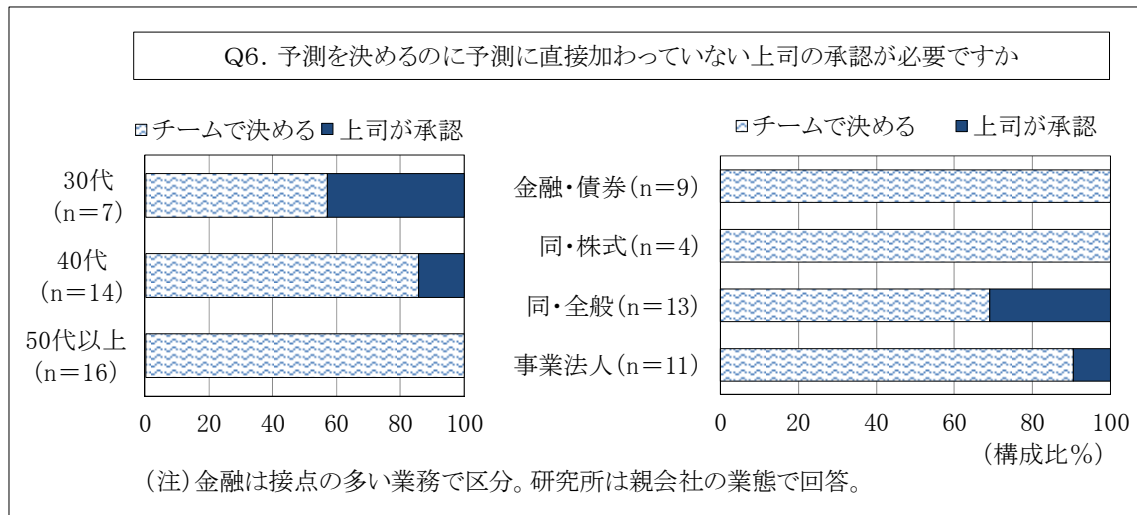
④ 予測チームは平均で3人

予測チームの人数を、日本経済の予測に関与している人数で答えてもらった。平均値は3人で、中央値は2人だった。最も多かったのは10人で、一部にそうした大所帯の組織があるため、中央値よりも平均値が大きくなっている。所属別にみると、債券系で「1人」の割合が他のグループに比べて多く、「4人以上」は少ない。事業法人系は「2人」、株式系は回答数が少ないが「4人以上」が多かった。



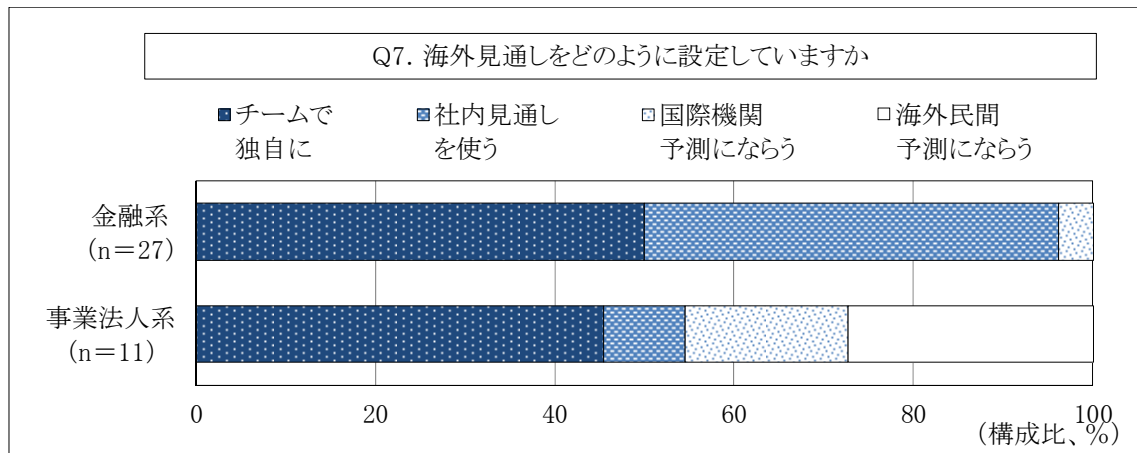
⑤ 市場系は「上司の承認なしで」

予測を決めるのに、予測に直接加わっていない上司の承認が必要かを尋ねた。必要と答えたのが全体の 13%で、残りは「予測チームで決める」だった。年齢との関係を見ると、フォークキャストの年齢が若いほど、上司の承認を必要としており、これは自然な結果だ。所属別にみると、債券・株式の市場系では、全員が「予測チームで決める」だった。「金融・全般」ではやや「上司の承認」が多くなっている。



⑥ 海外予測、「自分で」が半分——非金融は社外情報も利用

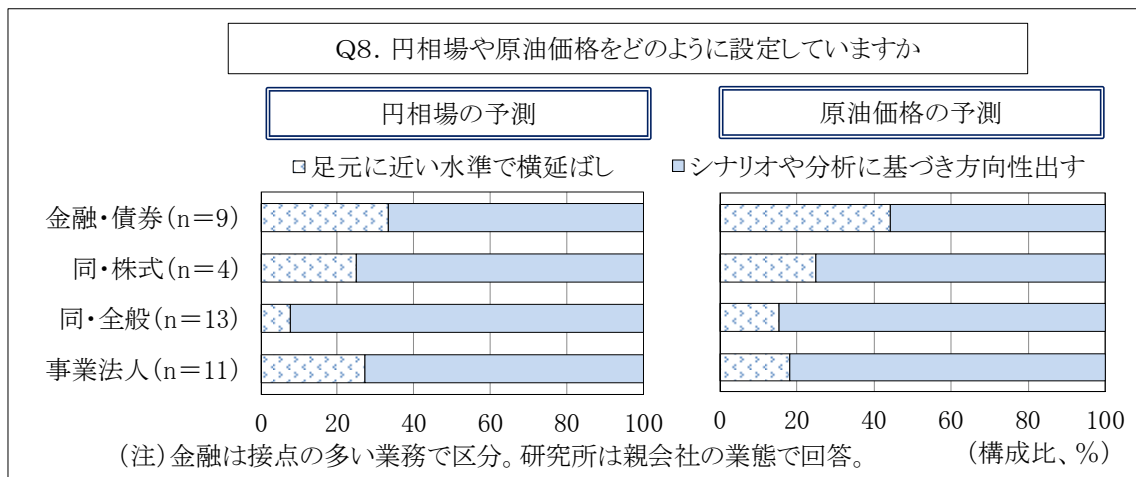
国内に劣らず海外経済を見極めることも重要だ。海外見通しをどのように予測しているかを尋ねたところ、およそ半数は「チームで独自に」決めると答えた。「社内見通しを使う」は金融系が多かった。「国際機関や海外民間予測にならう」ことが多いのは、事業法人系で、4割以上が社外情報を参考にしている。



II 予測のプロセスは

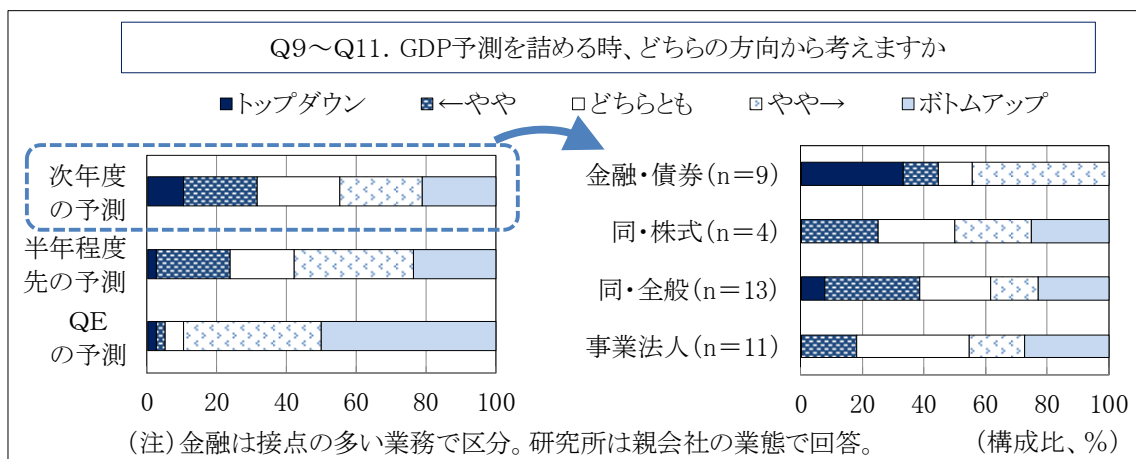
⑦ 為替や原油、横置きが2割強

予測のプロセスをいくつかの角度から尋ねた。円相場や原油価格の予測・設定について、「足元に近い水準で横延ばしする方」と答えたのが、円相場では全体の22%、原油価格では24%だった。全体の約8割は「何らかのシナリオや分析に基づき方向性や変化を考える方だ」と答えた。所属別に見ると、金融・全般で「方向性」派がやや多い。債券系は相対的に「横延ばし」派が多いようだ。



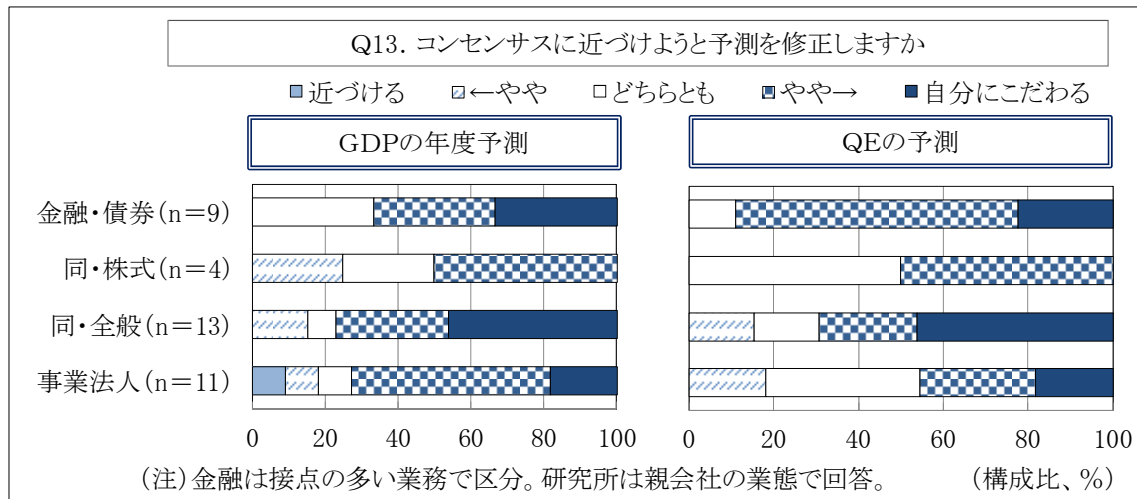
⑧ QE予測は積み上げ型——先になるほどトップダウン

GDP（国内総生産）の予測をする際、最初に大づかみにGDPを決めてその後に内訳を決める方（トップダウン）か、逆に内訳を積み上げてGDPを決める方かを聞いた。予測のレンジを「次年度」「半年程度先」「QE（速報）」の3つに分けて尋ねた。次年度予測では、「やや」も含めると、約3割のフォーキャスターが「トップダウン」と答えた。一方、QE（速報）の予測ではトップダウンは1割未満にとどまり、「ボトムアップ」が「やや」を含めて9割を占めた。半年程度先の予測は両者の中間だが、「次年度」に近いように見える。ある程度答えがばらついた「次年度予測」について所属別の差をみたところ、債券系でトップダウン派が多いのが目立った。



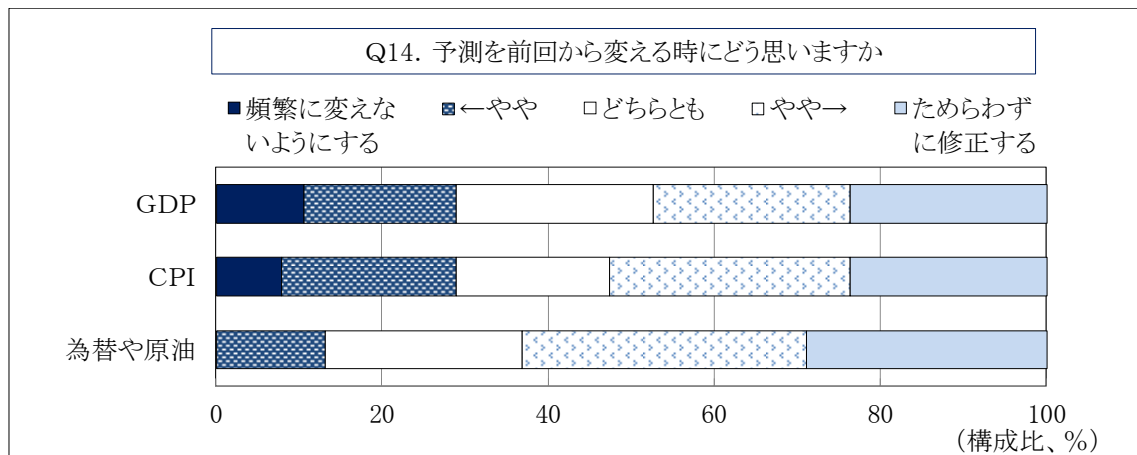
⑨ 「コンセンサス寄りに」、金融系で少なく

コンセンサス（平均予測）に近づけようと予測値を修正するか尋ねた。はっきりと「近づける」との回答は少なかった。金融系では「自分の見通しにこだわる」タイプが多かった。「やや」も含めると、債券系ではQE予測で「自分にこだわる」が9割を占めた。



⑩ 「頻繁な修正」、ためらうが2~3割

予測を前回（前月）から変える時に、修正をためらうかと聞いた。あまり頻繁に変えないようにするのは「やや」を含めて、GDPやCPI（消費者物価指数）の予測で3割程度、為替や原油価格の予測では13%だった。「ためらわずに修正する」は「やや」を含めて、GDPやCPIで5割程度、為替や原油価格では6割強だった。



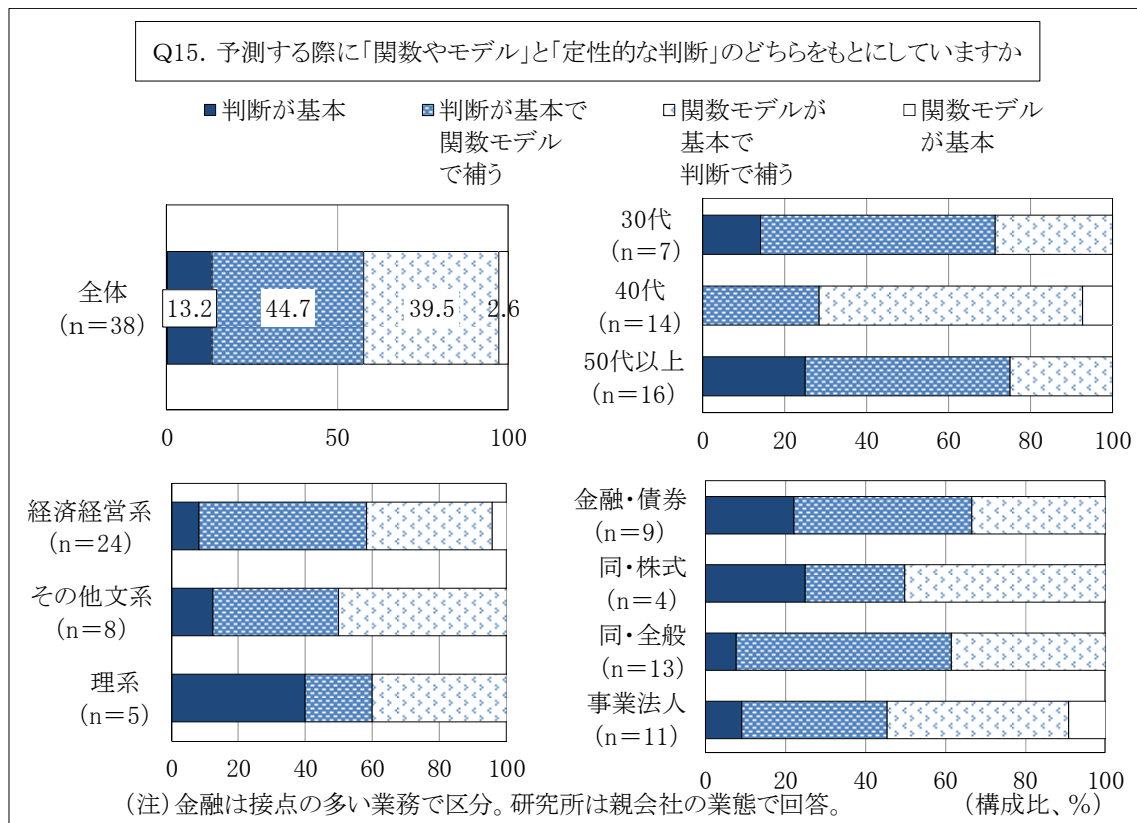
⑪ 判断と関数、ミックスが8割強——市場系では判断重視が多め

予測の際に「定性的な判断」と「関数やモデル」のどちらを重視するかという問いに対しては、84%が両者を併用していると答えた。併用者のうち、「定性判断をもとにし関数モデルで補う」が45%、「関数モデルを基本にし定性判断で補う」が40%だった。「基本的に判断をもとにしている」は13%、「基本的に関数・モデルをもとにしている」は3%だった。

「判断が基本」との回答は、50代以上と、債券・株式市場との接点が多いフォーキャスターで高めだった。理系出身者でも意外なことに高い傾向があった（ただし回答数は5）。逆に「関数モデルを基本に判断で補う」が多いのは、年齢では40代、大学の学部では経済・経営系以外の「その他文系」が多かった。

欧州中央銀行（ECB）が2014年に実施した同種のアンケート調査（注）では、「両者併用」が60%、「判断が基本」は24~26%、「関数・モデルが基本」が14~16%となっており、「判断」「関数・モデル」それぞれのどちらかを基本に置くタイプの回答が今回調査よりも高かった。

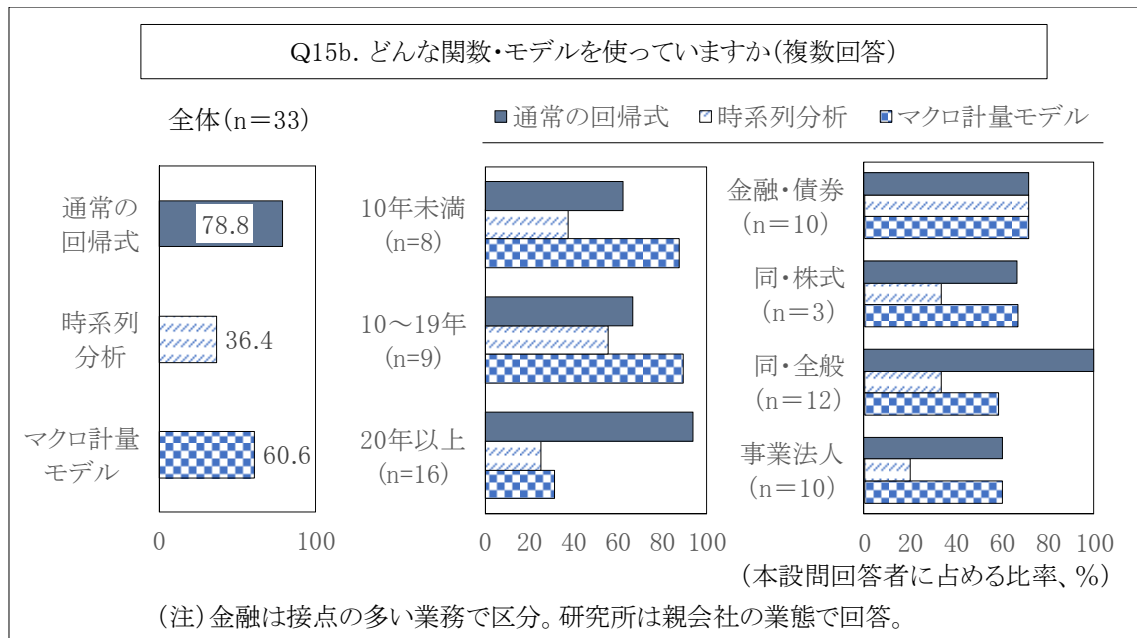
（注）European Central Bank, ‘Results of the Second Special Questionnaire for Participants in the ECB Survey of Professional Forecasters’ in the January 2014 issue of the ECB’s Monthly Bulletin. 予測期間を1年以下と1~3年程度に分けて聞いているため、回答に幅がある。



⑫ どんな関数・モデルを使うか——ベテランほどモデルより回帰式を愛用か

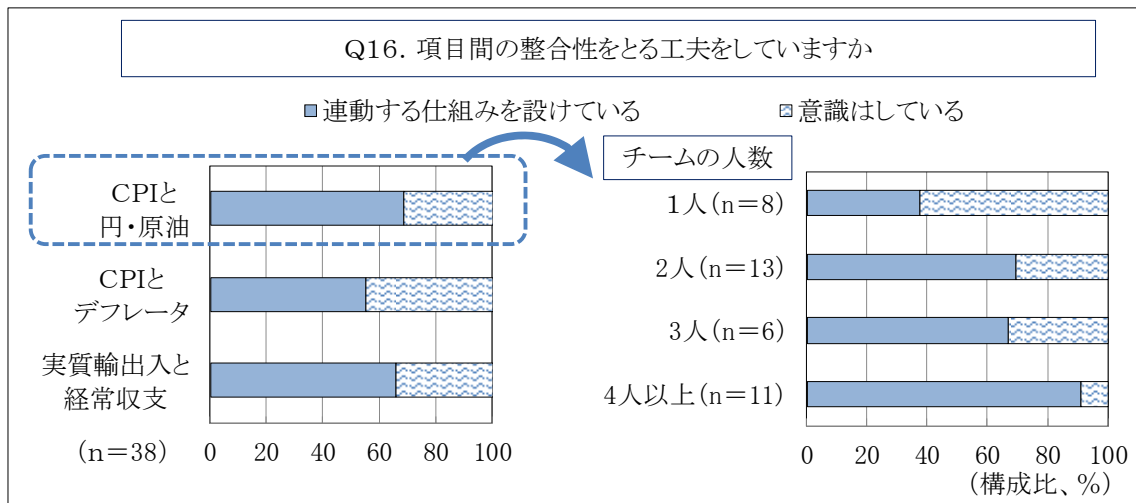
使用している関数やモデルの具体的な内容を尋ねた（回答者 33 名、複数回答）。通常の回帰式が 79%、時系列分析 36%、マクロ計量モデル 61%だった。経験年数による違いを見ると、「通常の回帰式」の利用が「20 年以上」のベテランで多く、逆に、「マクロ計量モデル」は若手・中堅では多く、ベテランでは少ないという傾向があるようだ。所属別には、概して金融系ほど回帰式の利用が多く、「金融・全般」では特にその傾向が強かった。

E C B アンケート（回答者 33 名、複数回答、1 年以下の予測を対象）では、回帰式 55%、時系列分析 48%、IS-LM, AS-AD やその他 structural 27%、Factor 12%、DSGE 6% などとなっており、時系列分析がやや多く、マクロ計量モデル系がやや少なかった。



⑬ 項目間の整合性——大所帯ほど「連動あり」

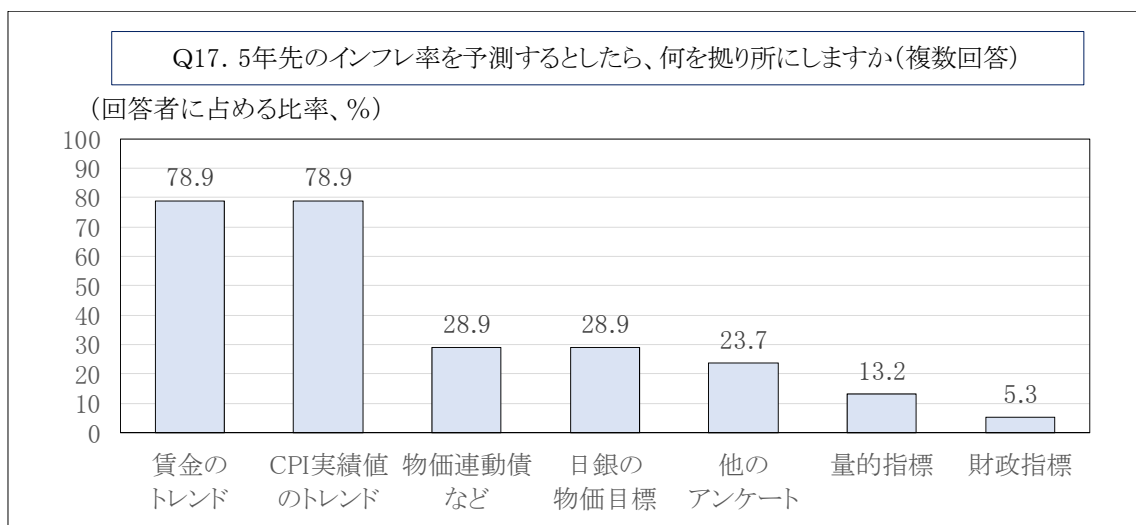
C P I と円相場・原油価格、C P I とデフレーター、実質輸出入と経常収支など、予測項目間の整合性をとる工夫をしているかを尋ねた。5~7 割は連動する仕組みを設けており、残りのフォーキャスターも全員が意識はしていると答えた。例えば、C P I と円相場・原油価格の関係については、予測チームが 4 人以上の場合は 9 割以上、3 人の場合は 8 割以上が連動ありと答えており、大所帯ほど「連動」させる仕組みを設けていた。



⑭ 長期のインフレ予測——賃金を頼りに

5年先のCPI上昇率を予測するとしたら何を拠り所にするかを尋ねた。賃金のトレンド、CPI実績値のトレンドが共に79%（ECBアンケートではそれぞれ54%、38%）と最も多く、次いで物価連動債やインフレ・スワップレートに織り込まれたインフレ率と日銀の物価目標がそれぞれ29%（同43%、81%）、他のアンケート調査が24%（同38%）、量的指標13%（同38%）、財政指標が5%（同19%）と続いた。

2014年にECB（欧州中央銀行）が実施した調査と比べると、今回の調査では、より賃金予想を重視し、中銀の物価目標や量的指標はさほど重視しないという特徴がみられた。ただし、今回は日銀の「異次元緩和」が始まってから4年近く経過してからの調査であり、調査時期や環境が異なる点に留意する必要がある¹。



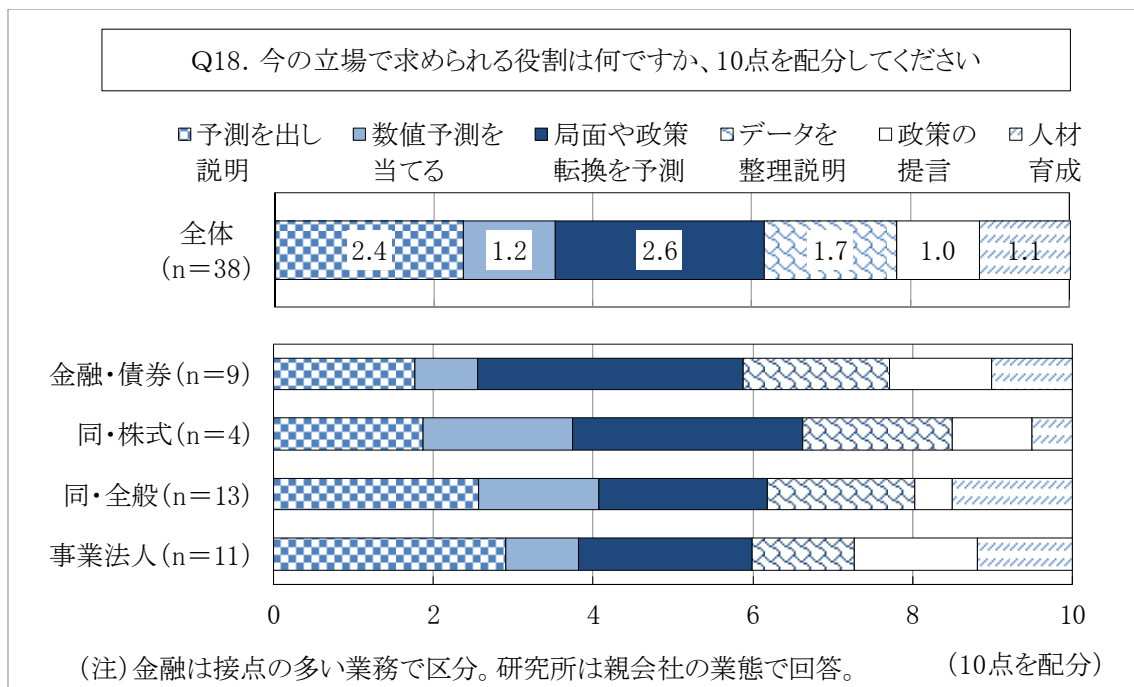
¹ 質問の原文は、Which of the following information do you typically use to form your longer-term (five years ahead) inflation expectations? と「インフレ期待」という言葉を使っている。

Ⅲ エコノミストの働き方

⑮ 数字より「局面・政策」予測が優先のケースも

エコノミストとして、今のポジションで求められる役割について尋ねた。全体を10点として6項目に配分してもらったところ、「景気局面や政策転換を予測」(2.6)が「予測を出し説明」(2.4)を上回り、最も多かった。次いで「データを整理説明」(1.7)、「予測(数値)を当てる」(1.2)、「人材育成」(1.1)、「政策の提言」(1.0)と続いた。

業種や担当別にみると、債券系では「局面・政策転換を予測」のウエートが高く、「予測(数値)を当てる」が低め。金融・全般や事業法人では「予測を出し説明」の割合が高かった。

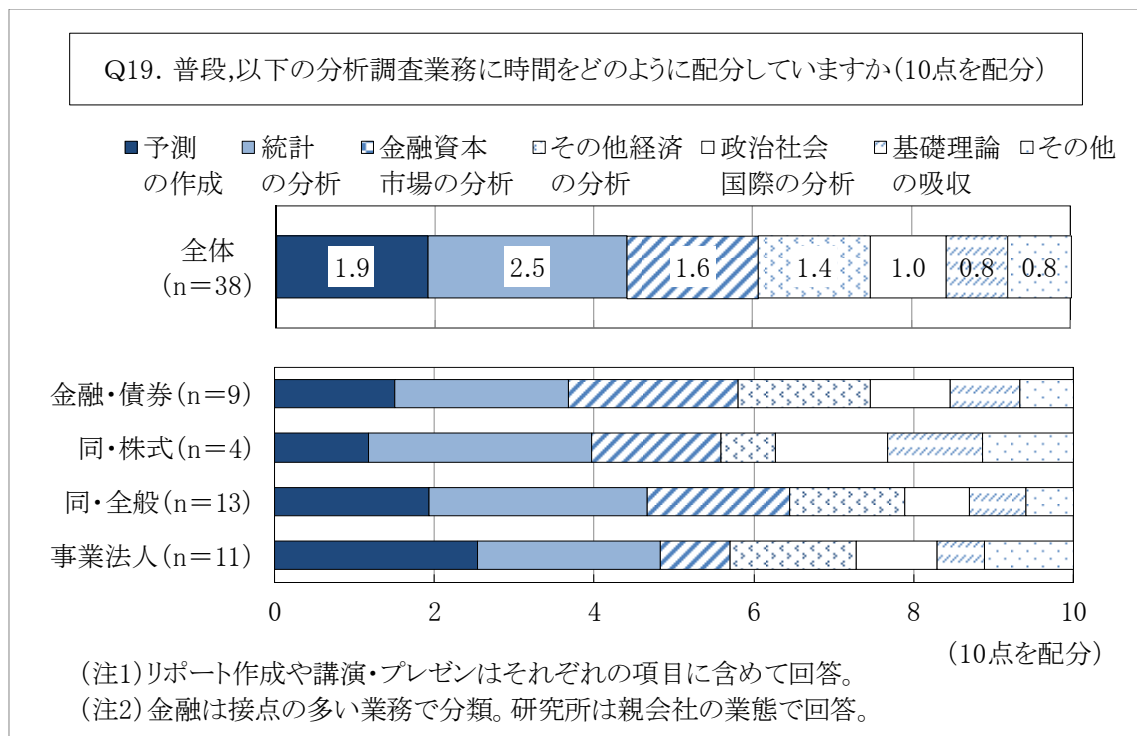


⑩ 予測に割く時間は2割程度——「統計」や「金融資本市場」の分析にも注力

業務の時間配分を尋ねた。エコノミスト業務に割いている時間の合計を10点とし、各業務に割り振ってもらった。レポート作成や講演・プレゼンなどは、それぞれの項目に含めて答えてもらった。

最も高かったのは「経済統計（実績値）の分析・評価」（2.5）だった。それに続くのが「予測の作成」（1.9）で、予測には2割程度の時間を割いている。そのほか、「金融資本市場の分析・評価」（1.6）、「他の経済分野の分析・評価」（1.4）、「政治・社会・国際情勢の分析・評価」（1.0）、「基礎的な経済理論や研究成果の吸収」（0.8）と続いた。

業種や担当別にみると、「予測の作成」は債券や株式の市場部門では相対的に低く、金融・全般や事業法人系で高めになる傾向があった。「金融資本市場の分析・評価」は金融・債券や同・全般のグループで高めだった。



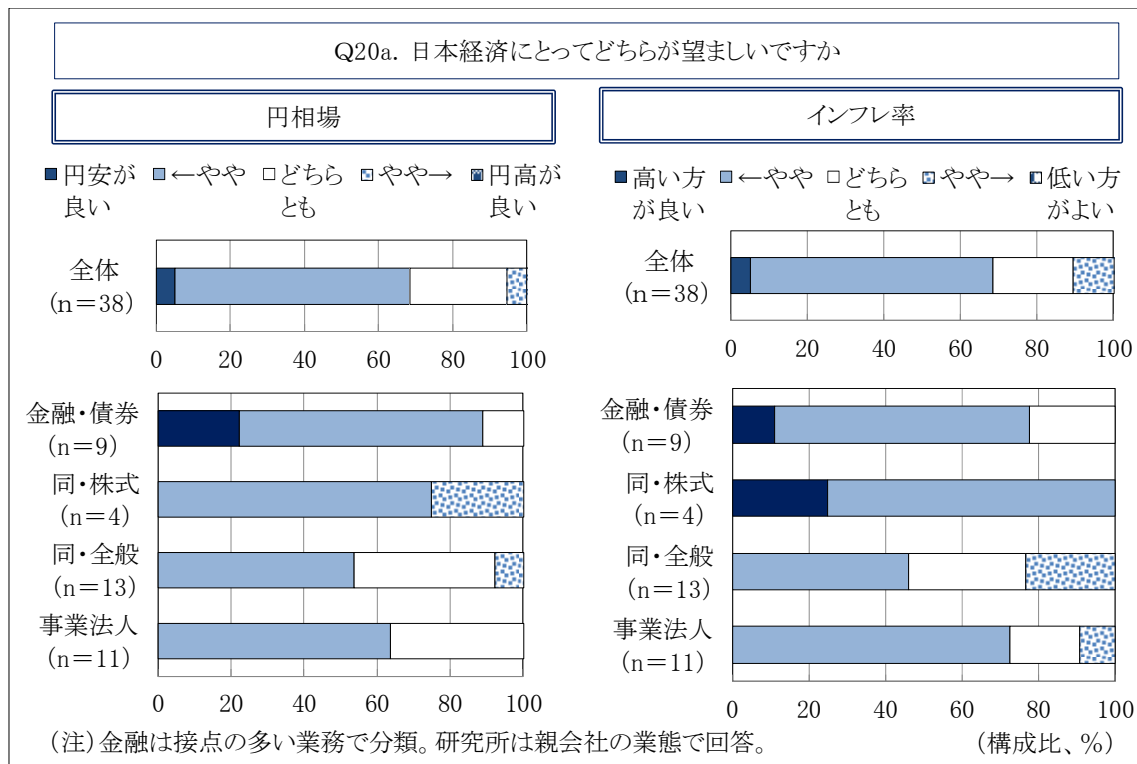
IV フォーキャスターの経済観

⑰ 物価上昇「高いほど良い」は市場系で多く

フォーキャスターの経済観を、円相場やインフレ率の高低のどちらが望ましいかという質問で探った。

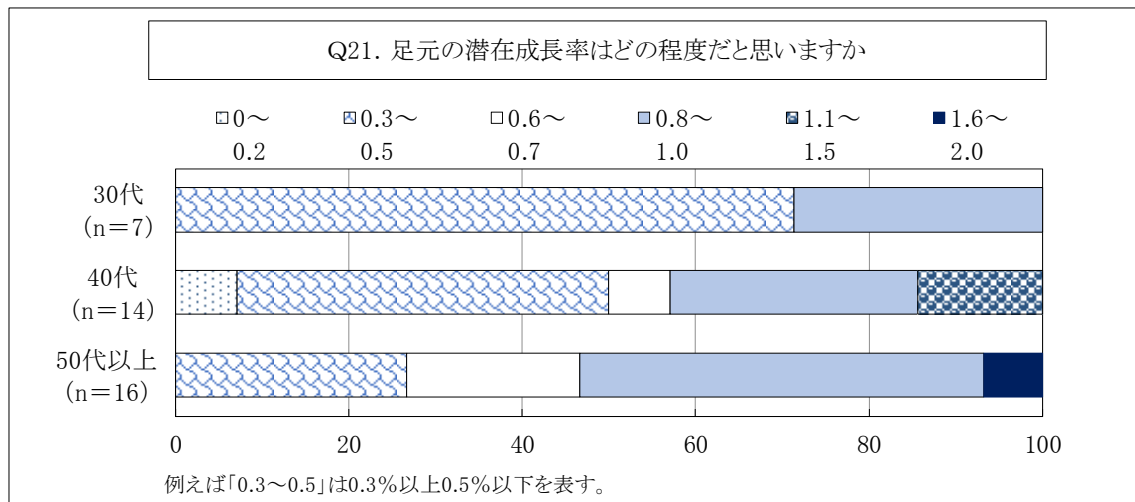
為替レートでは、「やや円安」も含めれば「円安」が良いが約7割を占めた。債券系では9割が円安派だったのに対して、金融・全般に関わるエコノミストや事業法人系では円安派は5～6割とやや低かった。

また、インフレ率が「高いほど良い」は市場系で多く、金融・全般系のエコノミストでは5割弱にとどまった。一方、「低い方がよい」との回答も金融・全般や事業法人系でみられた。



⑩ 潜在成長率は0.7%——若いフォーキャスターほど低め

足元の潜在成長率を数値で答えてもらった。回答は0.3~0.5%、0.8~1.0%の2つの山にほぼ集まった。平均は0.7%だった。0.5%以下の回答比率は、30代で71%、40代で50%、50代以上で33%と年齢が若いほど多く、逆に0.8%以上の50代以上が多かった。



本調査は以下のフォーキャスターから協力を得ました（敬称略、機関名五十音順）

◇アライアンス・バーンスタイン プロダクトマネジメント部エコノミスト村上尚己 ◇伊藤忠商事 伊藤忠経済研究所主任研究員武田淳 ◇SMB C日興証券 株式調査部チーフエコノミスト牧野潤一 ◇SMB Cフレンド証券 投資情報部チーフマーケットエコノミスト岩下真理 ◇JP モルガン証券 経済調査部チーフエコノミスト菅野雅明 ◇シティグループ証券 経済市場調査部チーフエコノミスト村嶋帰一 ◇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 ◇新生銀行 金融調査部伊藤篤 ◇第一生命経済研究所 経済調査部主席エコノミスト新家義貴 ◇大和証券 金融市場調査部チーフエコノミスト永井靖敏 ◇大和証券投資信託委託 調査部投資調査課長村松秀樹 ◇大和住銀投信投資顧問 経済調査部チーフエコノミスト柿沼点 ◇大和総研 執行役員チーフエコノミスト熊谷亮丸 ◇帝国データバンク 産業調査部情報企画課窪田剛士 ◇電力中央研究所 社会経済研究所上席研究員林田元就 ◇道銀地域総合研究所 経済調査部主任研究員坂野公紀 ◇東レ経営研究所 理事チーフエコノミスト増田貴司 ◇日本経済研究センター 研究本部主任研究員佐々木仁 ◇日本経済新聞社 デジタルメディア局渡部肇 ◇日本総合研究所 調査部マクロ経済研究副主任研究員下田裕介 ◇農林中金総合研究所 調査第二部主席研究員南武志 ◇野村証券 金融経済研究所チーフエコノミスト美和卓 ◇パークレイズ証券 債券調査部エコノミスト永井祐一郎 ◇浜銀総合研究所 調査部部長主任研究員北田英治 ◇BNPパリバ証券 経済調査本部長チーフエコノミスト河野龍太郎 ◇日立総合計画研究所 研究第一部経済グループ研究員上田優子 ◇富国生命保険 財務企画部シニアエコノミスト大野俊明 ◇富士通総研経済研究所 主席研究員米山秀隆 ◇ブルームバーグエル・ピー 主席エコノミスト増島雄樹 ◇みずほ証券 エクイティ調査部シニアエコノミスト北岡智哉 ◇みずほ総合研究所 調査本部経済調査部主任エコノミスト徳田秀信 ◇三井住友信託銀行 調査部経済調査チーム調査役加藤秀忠 ◇三菱商事 調査部部長武居秀典 ◇三菱総合研究所 政策・経済研究センター主席研究員チーフエコノミスト武田洋子 ◇三菱東京UFJ銀行 経済調査室次長石丸康宏 ◇三菱UFJモルガン・スタンレー証券 景気循環研究所所長嶋中雄二 ◇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 ◇明治安田生命保険 運用企画部チーフエコノミスト小玉祐一

（猿山純夫・門多治）