

# 基礎研 レター

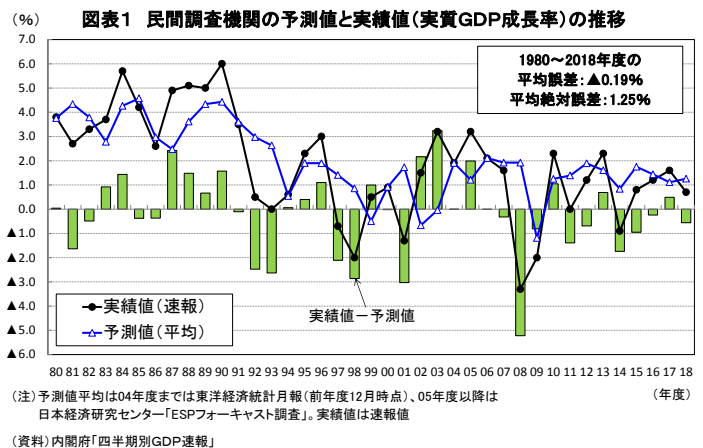
## 経済予測はどのくらいはずれるのか(2) ～民間調査機関の予測精度と特徴～

経済研究部 経済調査部長 齋藤 太郎  
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

### 1—民間調査機関の予測精度

前回、政府経済見通しの予測精度が民間よりも低いことを確認したが、今回は民間調査機関の経済見通しの予測精度、特徴を検証する。民間調査機関の予測値は2004年度までを「東洋経済統計月報（東洋経済新報社）」、2005年度以降を「ESPフォーキャスト調査（日本経済研究センター）」を用いる。

民間調査機関による実質GDP成長率の予測誤差（平均<sup>1</sup>）は政府経済見通しよりも小さい。改めて確認しておく、1980年から2018年度までの39年間の平均誤差は▲0.19%（実績値－予測値）、平均絶対誤差は1.25%である（図表1）。予測値が実績値と完全に一致<sup>2</sup>したのは1980年度、2000年度、2004年度、2006年度の4回（全体の10%）、予測誤差が0.5%以内（絶対値）におさまったことが13回（全体の33%）、予測誤差が2%以上（絶対値）となったことが9回（全体の23%）であった。政府見通しは完全一致が1回、予測誤差（絶対値）2%以上が11回なので、この点からも民間調査機関のほうが予測精度が高いことが分かる。予測誤差が最も大きかったのは、政府経済見通しと同様に、リーマン・ショックで景気が大きく下振れした2008年度の▲5.2%（予測値：1.92%、実績値：▲3.3%）であった。

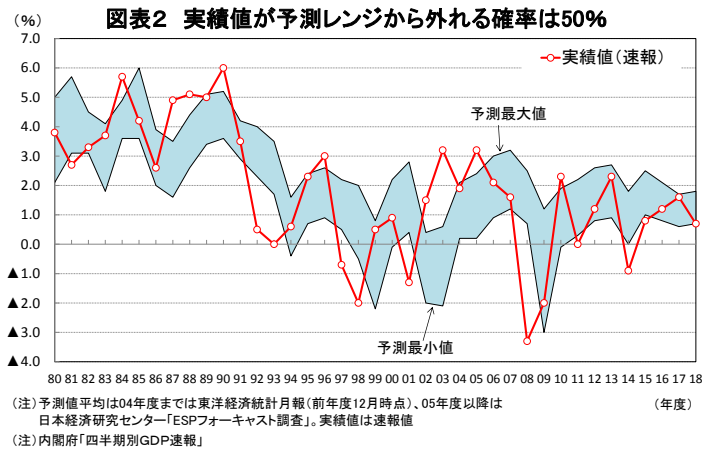


政府経済見通しの予測値はひとつだが、民間調査機関の予測値は複数ある。日本経済研究センターの「ESPフォーキャスト調査」は約40機関の予測値を毎月集計している。各年度の全調査機関の予測

<sup>1</sup> 以下、特に断りがない場合、民間調査機関の予測値は全調査機関の平均を指す

<sup>2</sup> 民間調査機関の予測値の平均は小数点第2位まで示されることが多いが、実績値は小数点第1位まで公表される。ここでは予測誤差の小数点第2位を四捨五入して0.0%となった場合に完全一致とした。

レンジ（最大値－最小値）を確認すると、39年間の平均で2.0%であった。予測レンジが広がったのはリーマン・ショックの翌年度にあたる2009年度の4.2%（最大値1.2%、最小値▲3.0%）であるが、近年はレンジが狭くなる傾向があり、2011年度以降は予測レンジが1%台となっている（図表2）。さらに、予測値のレンジと実績値を比較すると、実績値が予測値のレンジ内におさまったことが39回中19回、レンジから外れたことが20回であった。実績値が予測レンジから外れるということは、予測値が的中した機関がひとつもなかったことを意味するが、その確率は約50%である。実質GDP成長率の予測を行っている民間調査機関は多いが、横並びの傾向があるため、予測が外れた場合には一斉に外れてしまうことも少なくない。



## 2——年代別、需要項目別の予測誤差

民間調査機関の予測誤差を年代別に見てみよう（図表3）。政府経済見通しは1990年代の平均絶対誤差が最も大きかったが、民間調査機関の平均絶対誤差は2000年代（1.68%）が最も大きく、2010年代（0.87%）が最も小さい。1980～2018年度の平均では政府よりも誤差が小さいが2000年代は政府と等しい。2010年代（0.87%）は2000年代のほぼ半分まで予測誤差が縮小している。ただし、政府経済見通しと同様に平均誤差でみると2000年代よりもマイナス幅が拡大しており、過大予測の傾向がやや強くなっている。

予測誤差を需要項目別に見ると、増減率の平均誤差は民間消費（▲0.42%）、住宅投資（▲1.11%）、設備投資（▲0.63%）がマイナス（過大予測）で、政府消費（0.40%）、公的固定資本形成（0.06%）、輸出（1.30%）、輸入（0.24%）はプラス（過小予測）である（図表4）。平均絶対誤差では、大きい順に、住宅投資（5.89%）、輸出（5.53%）、輸入（5.30%）、設備投資（5.19%）、公的固定資本形成（4.21%）、民間消費（1.11%）、政府消費（0.98%）となる。

民間需要（民間消費、住宅投資、設備投資）が過大予測、公的需要（政府消費、公

図表3 年代別の民間見通しの予測誤差

(単位、%)

	1980～ 1989年度	1990～ 1999年度	2000～ 2009年度	2010～ 2018年度	1980～ 2018年度
予測	3.69	1.97	0.98	1.39	2.03
実績	4.10	1.37	0.78	1.02	1.84
平均誤差	0.41	▲0.60	▲0.20	▲0.37	▲0.19
(ナイーブ予測)	(▲0.11)	(▲0.45)	(▲0.25)	(0.30)	(▲0.14)
平均絶対誤差	0.98	1.43	1.68	0.87	1.25
(ナイーブ予測)	(1.61)	(1.75)	(1.75)	(1.72)	(1.61)

(注) ナイーブ予測は前年度の実績値を予測値としたもの

図表4 民間見通しの予測誤差(需要項目別)

(単位、%)

	増減率		寄与度	
	平均誤差	平均絶対誤差	平均誤差	平均絶対誤差
実質GDP	▲0.19	1.25	<▲0.19>	<1.25>
民間消費	▲0.42	1.11	<▲0.23>	<0.61>
住宅投資	▲1.11	5.89	<▲0.03>	<0.26>
設備投資	▲0.63	5.19	<▲0.09>	<0.89>
政府消費	0.40	0.98	<0.05>	<0.12>
公的固定資本形成	0.06	4.21	<▲0.03>	<0.29>
純輸出	—	—	<0.13>	<0.60>
輸出	1.30	5.53	<0.18>	<0.80>
輸入	0.24	5.30	<▲0.04>	<0.64>

(注) 1980～2018年度の平均

的固定資本形成)、純輸出が過小予測というのは政府経済見通しと同じ傾向だが、それぞれの幅が政府よりも小さい。

需要項目別の予測誤差に前年度の実質GDPに占めるウェイトをかけることで実質GDP成長率の予測誤差への寄与度をみると、民間消費のマイナス寄与(▲0.23%)が最も大きく、それに続くのが設備投資(▲0.09%)で、住宅投資のマイナス寄与(▲0.03%)は小さい。民間消費、設備投資の下振れを純輸出の上振れ(0.13%)が打ち消すことにより、平均誤差のマイナス幅は比較的小さくなっている。なお、公的固定資本形成の平均誤差は増減率ではプラスだが、寄与度ではマイナスとなっている。公的固定資本形成の増減率は2010年代に大きく上振れした(2013年度の上振れ幅は12.8%、2010年代平均の上振れ幅は2.16%)が、GDPに占める割合が低下しており、経済成長率に与える影響が小さくなっているためである。

### 3—遅れる景気の転換点の判断

経済見通しで最も注目度が高いのは実質GDP成長率の予測値だが、民間調査機関が経済見通しを策定する上で重要な要素は景気の転換点を予想することである。

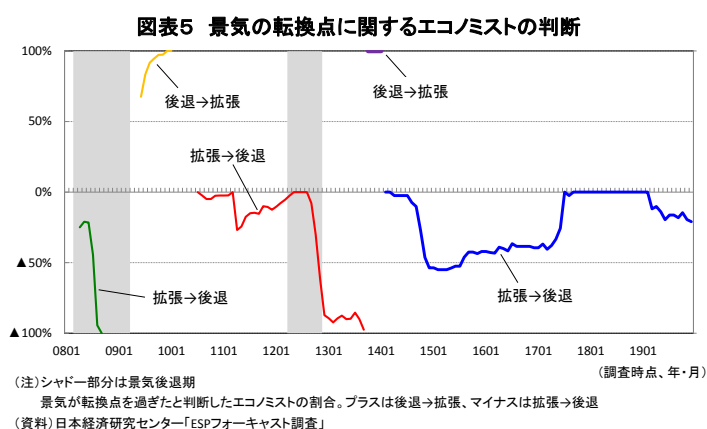
景気の転換点に関する調査は少ないが、ESPフォーキャスト調査では2008年1月から景気の転換点に関する調査を実施している。同調査では、政府が認定している直近の景気の転換点(山、谷)に対して、その次の景気の転換点を過ぎたかどうか、過ぎていない場合には、今後1年間に景気の転換点がかかる確率を回答させている。

2008年以降、景気の転換点は山谷合わせて4回だが、それぞれの時期の民間調査機関の判断を確認しておく(図表5)。

まず、2008年以降の最初の景気の転換点は2008年2月の景気の山だが、2008年7月までは半数以上が景気はまだ転換点を迎えていないと判断していた。全ての機関が転換点を過ぎたと回答したのは9月になってからだった<sup>3</sup>。

次の景気の谷は2009年3月だが、景気の谷を過ぎたかどうかという設問ができたのが2009年6月で、その時には過半数の機関がすでに景気の谷を過ぎていると回答していた。

その後、2011年3月に発生した東日本大震災を受けて、4、5月と20%以上が景気が山を過ぎたと回答した後、2012年1月までは10%以上の推移が続いたが、実際には景気後退とはならなかった。実際に景気が山をつけたのは2012年3月だが、その時点で景気が山を過ぎたと判断したのは1機関のみ、5~8月はゼロとなった。過半数が景気後退と判断した2012年11月は実際には事



<sup>3</sup> 2008年3月調査までは「今後1年以内に景気が転換点(山)を迎える確率」という設問しかなかった。

後的に景気の谷となる月であった。景気がすでに谷を過ぎたかという設問が登場したのは2013年10月調査と遅かったため、その時点ではすでに全ての機関が景気がすでに谷を過ぎたと回答した。

その後、消費税率引き上げ後の2014年12月から2015年7月にかけて景気がすでに山を過ぎたと回答する機関が50%を上回ったが、この期間は事後的に景気後退とは認定されず、現在に至っている。

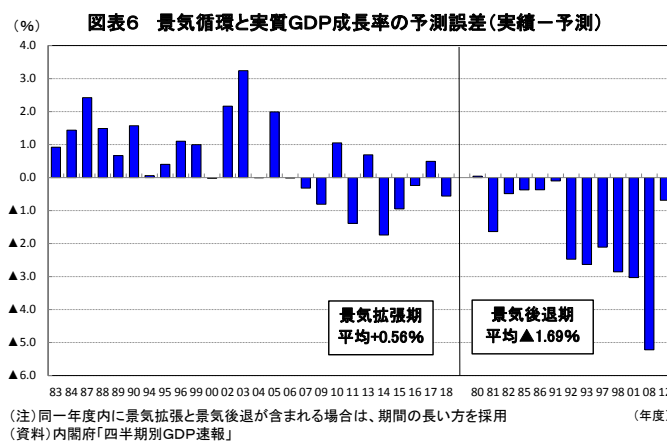
こうしてみると、先行きの景気の転換点を予想する以前に、足もとの景気の転換点の判断がかなり遅れる傾向があることが分かる。

また、景気の転換点に関する調査の歴史が浅いこともあり、設問の内容にも問題があった。設問が調査側の景気の転換点に関する判断に左右され、適切でなかったケースが見られたのである。たとえば、2009年3月、2012年11月の谷の時には、実際には景気が谷を過ぎているにもかかわらず景気がその前の山を過ぎているかを回答させる設問が続いた。なお、2015年1月調査以降は、景気がすでに山を過ぎていると回答した場合には、その次の谷を過ぎているかを問う設問を追加しており、こうした問題は解消されている。

#### 4— 予測値の修正方向から景気の転換点を探る

前節でみたように、景気の転換点に関する判断は遅れがちだが、実質GDP成長率の予測値の修正方向から景気の転換点を探る方法がある。

民間調査機関の実質GDP成長率の予測値は、景気拡張期には上振れ、景気後退期には下振れる傾向がある(図表6)。1980~2018年度の39年間を景気拡張期と景気後退期に分けた上で(同一年度に景気拡張と景気後退が含まれる場合は、期間の長い方を採用)、予測誤差の方向を見ると、景気拡張期26回のうち、上振れが16回、下振れが10回となっている。逆に、景気後退期13回のうち、下振れが12回、上振れが1回となっている。予測誤差の平均は景気拡張期で+0.56%、景気後退期で▲1.69%である。近年は景気拡張期といっても成長率が低いことが多い(たとえば、2014年度は景気拡張期にもかかわらずマイナス成長)ため、予測値が下振れすることが増えたが、景気後退期にはこの法則がよく当てはまっている。



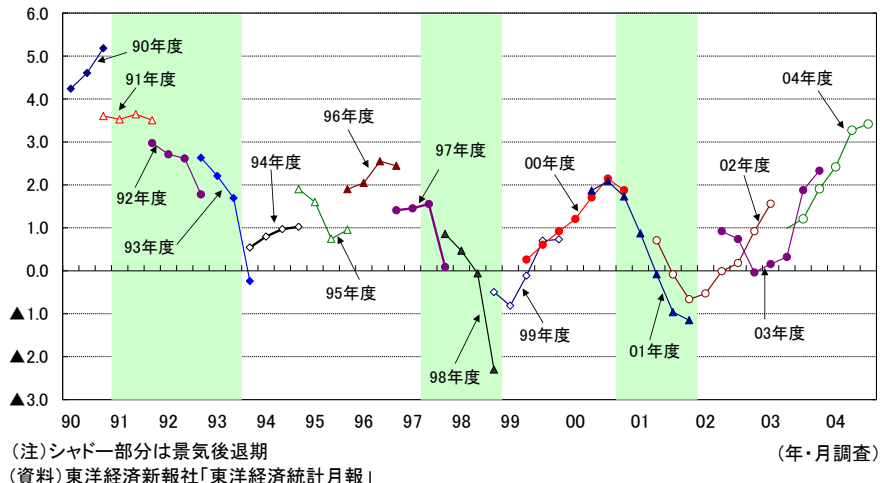
民間調査機関の経済予測は、2004年度以降は「ESPフォーキャスト調査」が毎月集計しており、それ以前は「東洋経済統計月報」が概ね3ヵ月に一度集計していた。そこで、実質GDP成長率の予測値の3ヵ月ごと、あるいは毎月の推移を見ると、景気拡張期に予測値が上方修正、景気後退期に予測値が下方修正される傾向があることがより明確となる(図表7、8)。ただし、直近の景気拡張期(2012年12月~)では景気の停滞期が長かったこともあり、この傾向は当てはまらなくなっている。

また、予測値が一度上方(下方)修正されるとしばらく上方(下方)修正が続くケースが多いことも特徴である。たとえば、2001年度の実質GDP成長率の予測値は、2000年9月調査では2.1%とな

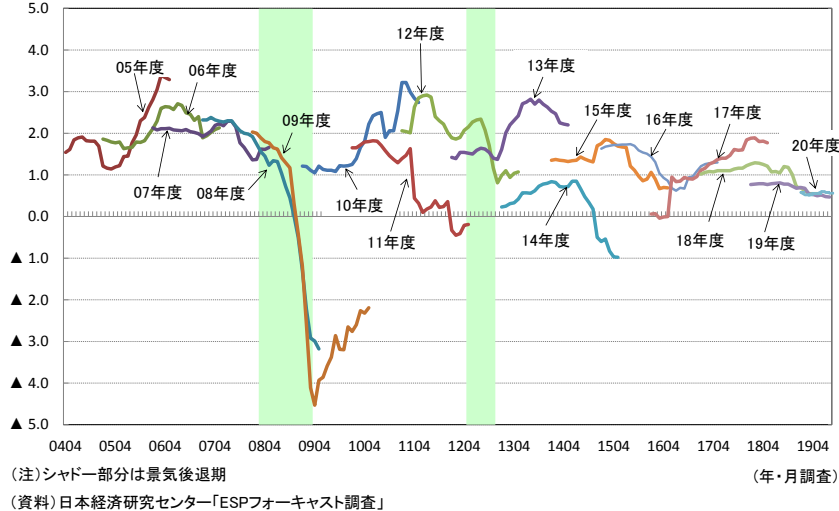
っていたが、2000年12月調査以降、下方修正が続き2001年12月調査では▲1.2%となった（2001年度の実績値は▲1.3%）。景気の山は2000年11月であり、成長率の予測値は景気がピークアウトした直後から下方修正が始まったことになる。

また、2002年度の実質GDP成長率の予測値は、2001年12月時点では▲0.7%だったが、景気底打ち（2002年1月）直後の2002年3月調査から上方修正が始まり、2002年12月時点では0.9%となった（2002年度の実績値は1.5%）。

図表7 民間調査機関の予測値(実質GDP成長率)の推移(90~04年度)



図表8 民間調査機関の予測値(実質GDP成長率)の推移(05年度以降)



このように経済見通しが、同一方向に続けて修正される理由としては、景気が良くなる時には、予測者の想定を上回るスピードで経済活動が拡大し、逆に景気が悪くなる時には、想定を上回るスピードで経済活動が縮小することが多いことが挙げられる。また、経済情勢が大きく変化したことが分かったとしても、予測者は過去の見通しに引きずられて修正を小幅にとどめる傾向があるため、結果的に同一方向への修正が繰り返されやすくなるとも考えられる。

さらに、予測値の修正方向が転換した時期と、景気の転換点は比較的近いことが多いことが分かる。成長率の予測値は小刻み（0.1%ポイント刻み）に動かすことができるため、足もとの経済情勢の変化

に応じて比較的柔軟に修正しやすい。これに対し、景気の局面判断は「拡張」か「後退」の二者択一であるため、判断の変更には踏み切るのが難しい面がある。この結果、成長率の予測値の修正に比べて、景気の転換点の判断は遅れがちになると考えられる。したがって、足もとの景気が転換点を迎えたかどうかを判断するには、民間調査機関の景気の転換点に関する判断よりも成長率見通しの修正方向の情報のほうが有益である。

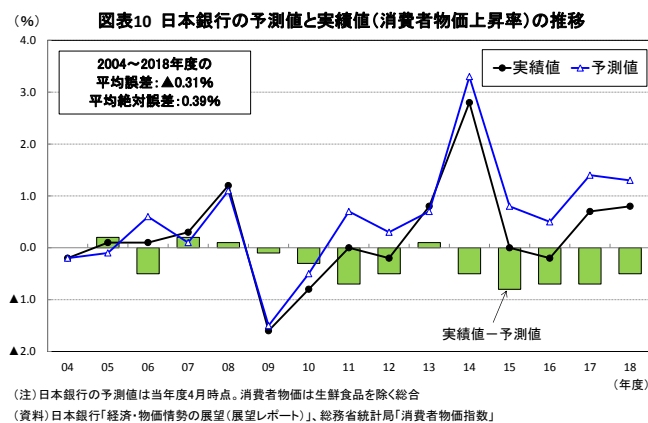
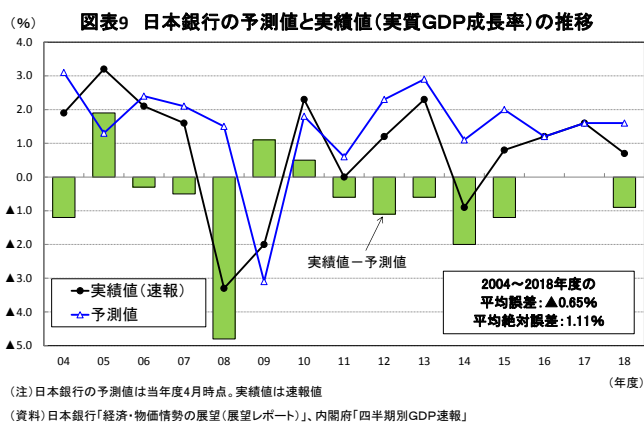
## 5—日本銀行の予測との比較

ここまで、政府と民間の経済予測の検証を行ってきたが、経済予測を行う主体としては、政府、民間以外に日本銀行がある。そこで、シリーズ第2回の最後に、日本銀行の経済予測を取り上げる。

現在、日本銀行は3ヵ月に一度、「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」において、実質GDP成長率、消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）の見通しを公表しているが、その歴史は比較的新しく2004年度以降である。展望レポートは1月、4月、7月、10月の年4回公表されるが、ここでは当年度4月の政策委員見通しの中央値を用いた。

日本銀行による実質GDP成長率の予測誤差は、2004年度から2018年度までの15年間の平均で▲0.65%（実績値－予測値）、平均絶対誤差は1.11%であった（図表9）。予測値が実績値と完全に一致したのは2016年度、2017年度の2回（全体の13%）、予測誤差が0.5%以内（絶対値）におさまったのが5回（全体の33%）、予測誤差が2%以上（絶対値）となったのが2回（全体の13%）であった。15年間のうち、過大予測（実績<予測）が10回（全体の67%）、過小予測（実績>予測）が3回（全体の20%）で、政府経済見通しと同様に過大予測の傾向がある。

また、消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）の予測誤差は、2004年度から2018年度までの15年間の平均で▲0.31%、平均絶対誤差は0.39%であった（図表10）。予測値が実績値と完全に一致したのは2004年度の1回（全体の7%）、過大予測（実績<予測）が10回（全体の67%）、過小予測（実績>予測）が4回（全体の27%）であった。日本銀行の消費者物価の予測には明らかに上方バイアスがある。特に2013年4月の量的・質的金融緩和導入後は、2013年度こそ予測誤差が0.1%（実績値－予測値）と小さかったが、2014年度以降は5年連続で実績値が予測値から下振れしており、その幅も全て0.5%以上と大きい。



これ対し、同じ期間の民間調査機関の実質GDP成長率の予測誤差は15年間の平均で▲0.36%、平均絶対誤差は1.10%である。平均絶対誤差は両者がほぼ等しいが、平均誤差は民間のほうがゼロに近く、民間のほうが上方バイアスが若干小さいことを示している。年度毎の勝敗をカウントすると、民間調査機関の9勝6敗となった。

また、民間調査機関の消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）の予測誤差は15年間の平均で▲0.04%、平均絶対誤差で0.26%であった。民間調査機関の方が予測精度が高く、年度毎の勝敗を計算すると、民間の10勝5敗、2014年度以降は5年連続で民間の勝ちとなっている（図表11）。

図表11 実質GDP成長率、消費者物価上昇率の予測誤差の比較(民間vs日銀)

		2003~2018年度				
		予測誤差(実績-予測)		過大 (回)	過小 (回)	勝敗 (回)
		平均誤差	平均絶対誤差			
実質GDP	民間	▲0.36%	1.10%	9	5	9
	日銀	▲0.65%	1.11%	10	3	6
消費者物価 (除く生鮮食品)	民間	▲0.04%	0.26%	8	6	10
	日銀	▲0.31%	0.39%	10	4	5

(注) 過大は実績<予測)、過小は実績>予測。民間は「ESPフォーキャスト調査」の平均値

実質GDP成長率の予測値の平均絶対誤差が1%以上、実績値が全ての調査機関の予測レンジから外れる確率が50%程度あるなど、必ずしも民間調査機関の予測精度が高いとは言えないが、政府、日本銀行の見通しと比べて相対的に優秀な予測とは言えるだろう。

第1回、第2回では、年度ベースの実質GDP成長率を中心に予測精度の検証を行ったが、第3回は四半期ベースのGDP速報(QE)の予測精度を取り上げる予定である。