

UFJ - LI (日本長期金利) の改訂

<要旨>

UFJ - LI (日本長期金利) の累積DIは、90年代に入ってから先行性が低下し、足元では金利に遅行している。また、これまで長期金利として、東証上場国債利回り(平均)を基準として用いてきたが、近年では市場の代表的な長期金利である10年国債利回りとの乖離が広がってきている。これらを考慮し、**今回、UFJ - LI (日本長期金利) につき見直し作業を行った。**

見直しの方法は、対象となる日本長期金利について、これまでの東証上場国債利回りに、86年2月以降は10年国債利回り(86年2月~99年3月:国債指標銘柄利回り、99年4月以降:新発10年国債利回り)を接続したものに變更して、70年以降における山・谷(転換点)について基準日付を設定する。これまでUFJ - LI (日本長期金利) に採用されてきた個別指標と日本長期金利との連動性について、直近時点までのグラフやタイミング表を使用し、改めてチェックを行う。日本長期金利に影響すると思われるその他の指標をピックアップし、個別指標選定の基準(先行性、ラグの安定性、統計期間の充足性、経済的重要性、データの速報性)を概ね満たすものを選別する。最後に、現在採用の指標と新たに検討した指標の中で、優れたパフォーマンスを示した指標を組み合わせた累積DIを作成し、総合的なパフォーマンスを確認する、という手順で行った。

新しいUFJ - LI (日本長期金利) は、13個の個別指標(物価部門3、企業・家計部門5、海外部門3、金融部門2)から構成されており、パフォーマンスは改善した。70年からの日本長期金利の山・谷に対する先行確率は80%超で、転換点に対する平均ラグは8.7ヶ月である。なお、90年代以降のラグは山・谷に対して6.1ヶ月とやや期間が短くなっている。

新UFJ - LI (日本長期金利) の90年代以降の平均タイムラグ(6ヶ月)から機械的に判断すると、今後の日本長期金利は2月頃まで低下し、それ以降は上昇に転じることが予想される。

課題であった90年代以降のパフォーマンスが改善したこともあり、今後暫く本改訂版を採用してみることにした。しかし、これもなお暫定的な性格のものであり、今後ともパフォーマンスをみながら、引き続き改良・改訂を重ねていく方針である。



【本件に関するお問い合わせ先】

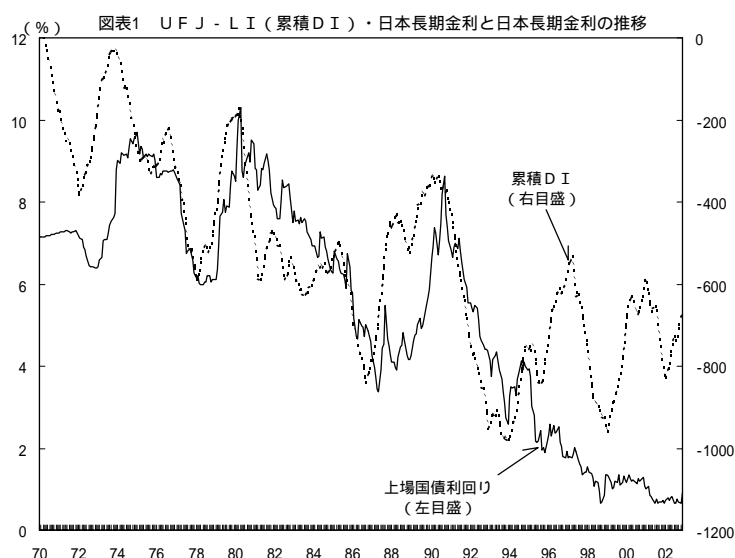
投資調査部 森近

E-Mail : nronline@ufji.co.jp

1. はじめに

UFJ先行指数(UFJ Leading Index、略称UFJ-LI)は、半年から1年程度先の景気や金利・為替相場の変化方向を予測するために開発された当社独自の先行指数である。各分野について先行性をもつと考えられる複数の指標を選定し、3ヶ月前と比較して上昇した指標の割合を求めている。

このうちUFJ-LI(日本長期金利)の累積DIは、90年代に入ってから先行性が低下し、足元では金利に遅行している(図表1、図表2)。また、これまで長期金利として、東証上場国債利回り(平均)を基準として用いてきたが、近年では市場の代表的な長期金利である10年国債利回りとの乖離が広がってきている。これらを考慮し、今回、UFJ-LI(日本長期金利)につき見直し作業を行った。

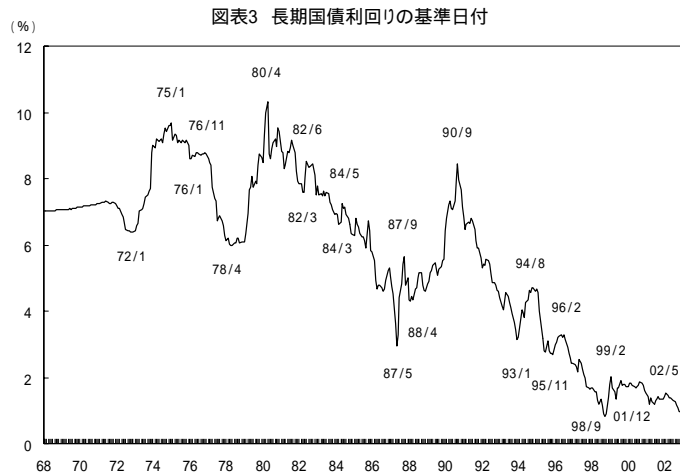


図表2 タイミング:UFJ-LI 日本金利版

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	うち 90年代 以降	先行時 平均ラグ
山(P)		-16		-5		-3		-9		9		4		-6		3		6		20			5 / 11	1 / 5	-7.8
谷(T)		-12		-6		-5		-13		-10		-10		8		-2		-6		1		8	8 / 11	2 / 4	-8.0

2. 長期国債利回りの変更及び基準日付の設定

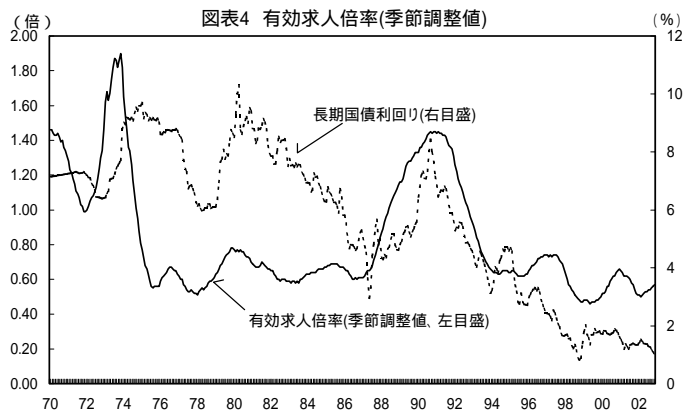
まず、日本長期金利を、これまでの東証上場国債利回りに、86年2月以降は10年国債利回り(86年2月~99年3月:国債指標銘柄利回り、99年4月以降:新発10年国債利回り)を接続したものに變更して、70年以降における山・谷(転換点)について基準日付を設定した。基準日付の設定にあたっては、基本的には米国の全米経済研究所(NBER)や内閣府の採用している統計的手法(Bry-Boschan法)により決定し、さらに金融政策や制度変更の有無に加え、その他の経済指標の動向などを勘案し定めた(図表3)



3. これまで採用されてきた個別指標の検証

現在UFJ-LI(日本長期金利)に採用されている個別指標と日本長期金利との連動性について、グラフやタイミング表を使用し、チェックを行った。

有効求人倍率(季節調整値)

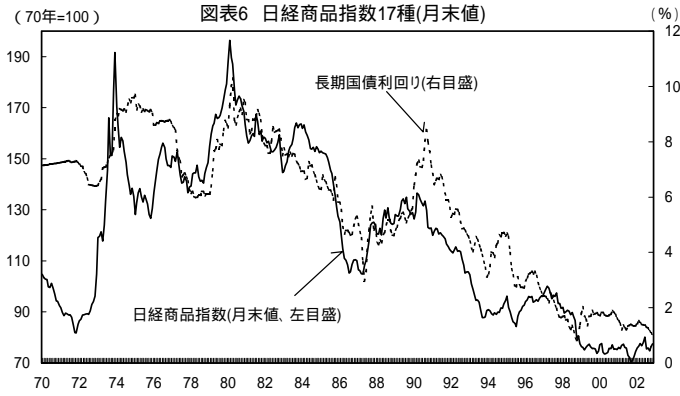


(資料)厚生労働省『一般職業紹介状況』

図表5 タイミング表・有効求人倍率(季調値)

基準日付 (年/月)	72/11	75/1	76/1	76/11	78/4	80/4	82/3	82/6	84/3	84/5	87/5	87/10	88/2	90/9	93/12	94/10	95/12	96/7	98/10	99/2	01/3	02/2	先行回数	うち90年代以降	先行時平均ラグ
山(P)		-14		-3	-4	-11		15			5			1		12		22					4 / 11	0 / 5	-8.0
谷(T)	-11		-5		-3	-10		-8			-8			6		-2			2		11		7 / 11	1 / 4	-6.7

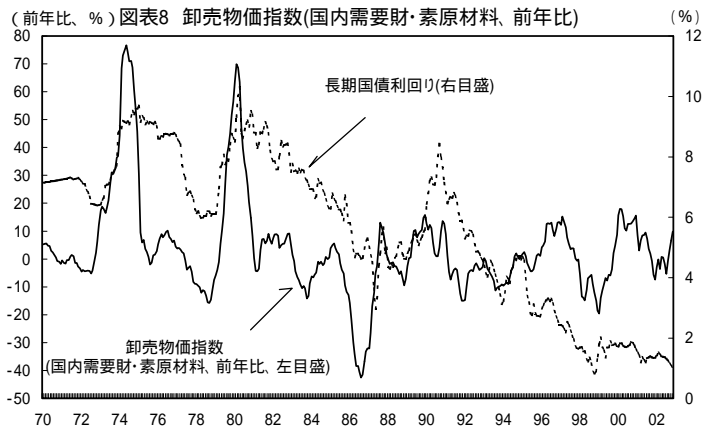
日経商品指数17種(月末値)



図表7 タイミング表・日経商品価格指数17種(月末値)

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	うち 90年代 以降	先行時 平均ラグ		
山(P)		-13		-4		-2		-11		-8		1		-6		3		8		26		6	11	1	5	-7.3	
谷(T)		-12		-2		-5		-13		-15		-1		2		-3		-5		18		6	8	11	2	4	-7.0

卸売物価指数(国内需要財・素材原料、前年比)

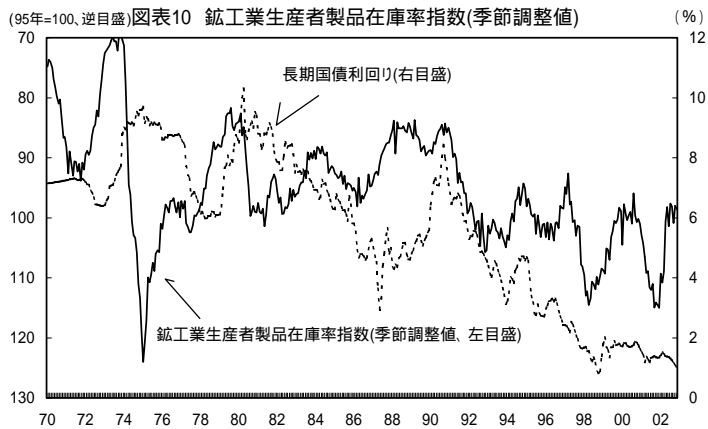


(資料) 日本銀行『卸売物価指数』

図表9 タイミング表・卸売物価指数(国内需要財・素材原料)前年比

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	うち 90年代 以降	先行時 平均ラグ		
山(P)		-8		-4		-2		-3		10		-2		-9		4		7		12		6	11	1	5	-4.7	
谷(T)		-4		-5		5		-12		-5		-9		9		-4		-5		3		9	7	11	2	4	-6.3

鉱工業生産者製品在庫率指数(季節調整、逆サイクル)

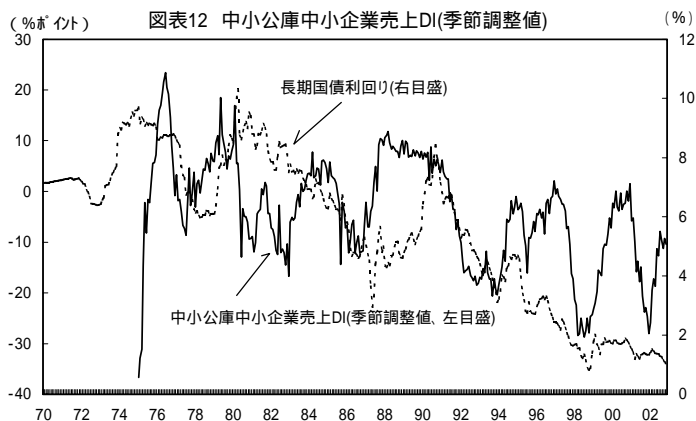


(資料) 経済産業省『鉱工業指数』

図表11 タイミング表・鉱工業生産者製品在庫率指数 逆サイクル

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	うち 90年代 以降	先行時 平均ラグ		
山(P)		-15		-3		-8		-7		0		4		1		1		8		18		9	4	11	0	5	-8.3
谷(T)		-13		-12		-9		-10		-22		-14		20		0		6		-6		9	7	11	1	4	-12.3

中小公庫中小企業売上DI (季節調整)



(資料) 中小企業金融公庫『中小企業景況調査』

図表13 タイミング表・中小公庫中小企業売上DI

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	うち 90年代 以降	先行時 平均ラグ
山(P)				-5	-11	-9	-15	5						-30		2	5		22				4 / 10	1 / 5	-13.8
谷(T)				-9	-13	-15		-8						-3		-5		-3		9			7 / 8	3 / 4	-8.0

東京電力大口電力販売 (前年比)

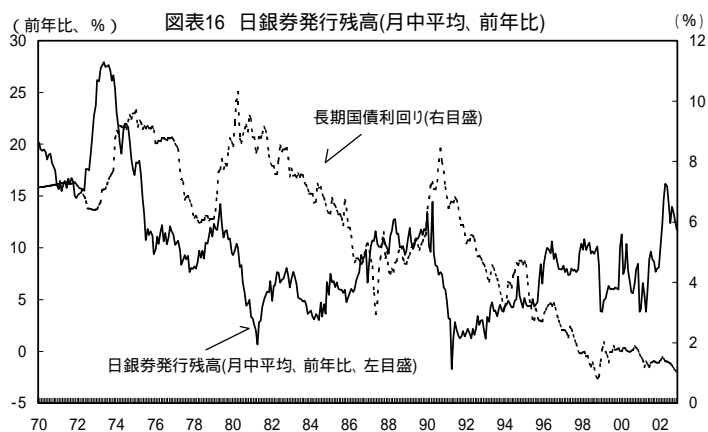


(出所) 東京電力

図表15 タイミング表・東京電力大口販売電力 前年比

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	うち 90年代 以降	先行時 平均ラグ
山(P)				-9	-2	-4		2			4			-2		-2		10		17			5 / 10	2 / 5	-3.8
谷(T)				-14	-8	-13	-20		-9		5			-4		-3		1		6			7 / 10	2 / 4	-10.1

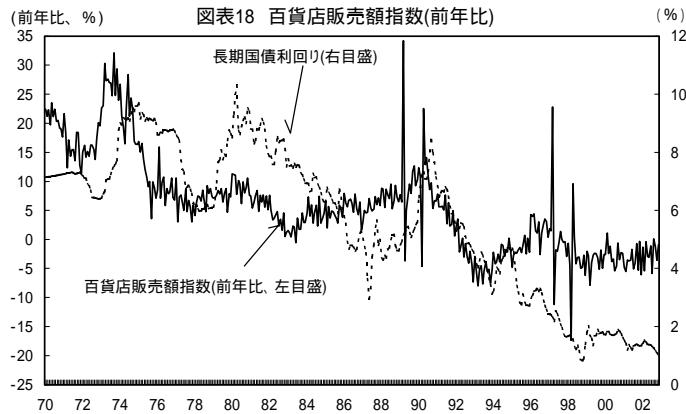
日銀券発行残高 (月中平均、前年比)



図表17 タイミング表・日銀券発行残高 (月中平均) 前年比

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	うち 90年代 以降	先行時 平均ラグ
山(P)				-6	-11	4		8			-5			-5		-1		-1		11			7 / 11	3 / 5	-7.0
谷(T)				-11	-6	-11		3			-18			-1		-12		3		1			7 / 11	1 / 4	-8.6

百貨店販売額指数(前年比)

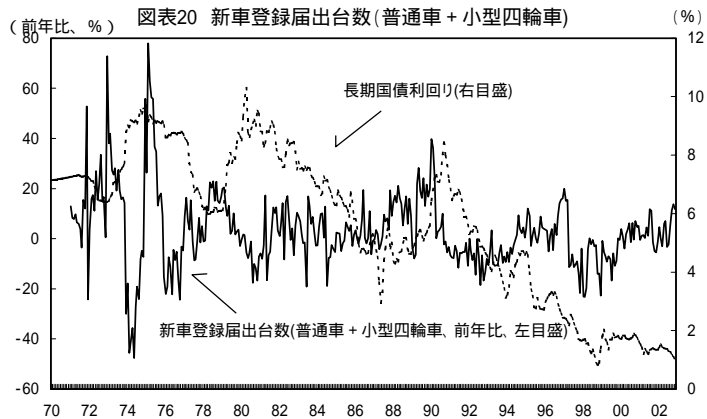


(資料) 経済産業省『大型小売店販売統計』

図表19 タイミング表・百貨店販売額指数 前年比

基準日付 (年)	72	75	76	76	78	80	82	82	84	84	87	87	88	90	93	94	95	96	98	99	01	02	先行回数	うち90年代以降	先行時平均ラグ
(月)	11	1	1	11	4	4	3	6	3	5	5	10	2	9	12	10	12	7	10	2	3	2			
山(P)			-16	-9	-3				-9	4		1		-18		1		-4		12			5 / 11	2 / 5	-10.0
谷(T)		-11		-4	-5						-5		0		-9		-11		-7		-1		9 / 11	4 / 4	-6.9

新車登録届出台数(普通車+小型四輪車、前年比)

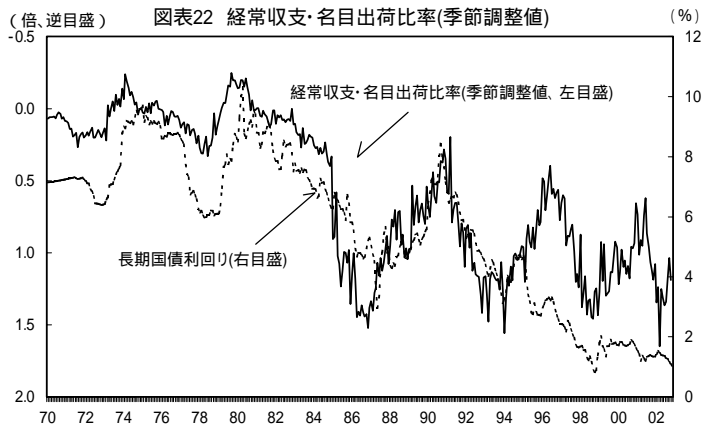


(資料) 日本自動車販売協会連合会『自動車新規登録・届出台数』

図表21 タイミング表・新車登録届出台数(普通車+小型四輪車)前年比

基準日付 (年)	72	75	76	76	78	80	82	82	84	84	87	87	88	90	93	94	95	96	98	99	01	02	先行回数	うち90年代以降	先行時平均ラグ
(月)	11	1	1	11	4	4	3	6	3	5	5	10	2	9	12	10	12	7	10	2	3	2			
山(P)			-25	-11	-21		0		-10		6			-8		4		6		20			6 / 11	2 / 5	-13.7
谷(T)		-15		-20	-23	-19			-9		-6		12		-16		3		-8		-2		9 / 11	3 / 4	-13.1

経常収支・名目出荷比率(季節調整、逆サイクル)

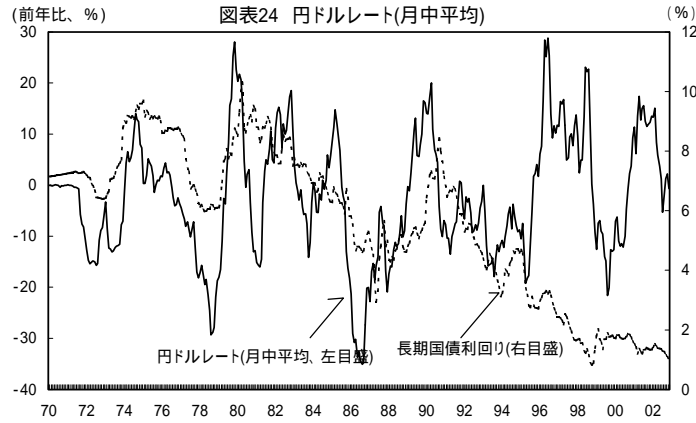


(資料) 日本銀行『国際収支統計』、経済産業省『鉱工業指数』

図表23 タイミング表・経常収支・名目出荷比率 逆サイクル

基準日付 (年)	72	75	76	76	78	80	82	82	84	84	87	87	88	90	93	94	95	96	98	99	01	02	先行回数	うち90年代以降	先行時平均ラグ
(月)	11	1	1	11	4	4	3	6	3	5	5	10	2	9	12	10	12	7	10	2	3	2			
山(P)			-11	-13	-7	-2			1	3		6		6		1		-1		28			5 / 11	1 / 5	-6.8
谷(T)		-15		-11	2	-5					-6		10		1				-1		12		5 / 11	1 / 4	-7.6

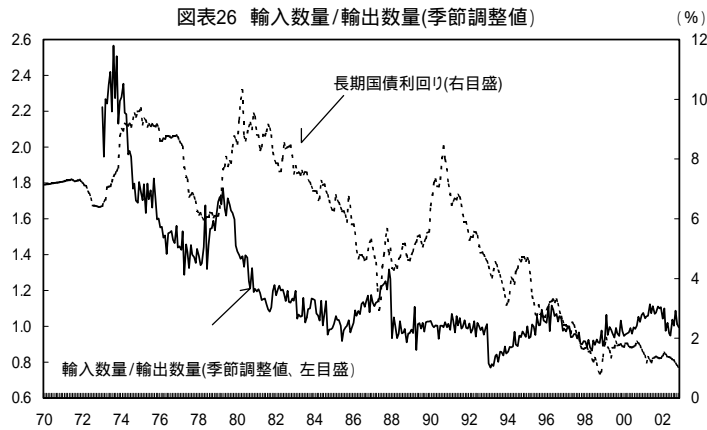
円/ドルレート(月中平均、前年比)



図表25 タイミング表・円/ドルレート(月中平均)前年比

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	うち 90年代 以降	先行時 平均ラグ
山(P)		-5		-8		-5		5		10		-2		-5		-2		-1		-8		-19	9 / 11	5 / 5	-5.1
谷(T)		-4		-5		4		-12		-5		-9		-2		-4		-8		-8		-19	10 / 11	4 / 4	-7.6

輸入数量/輸出数量(季節調整)

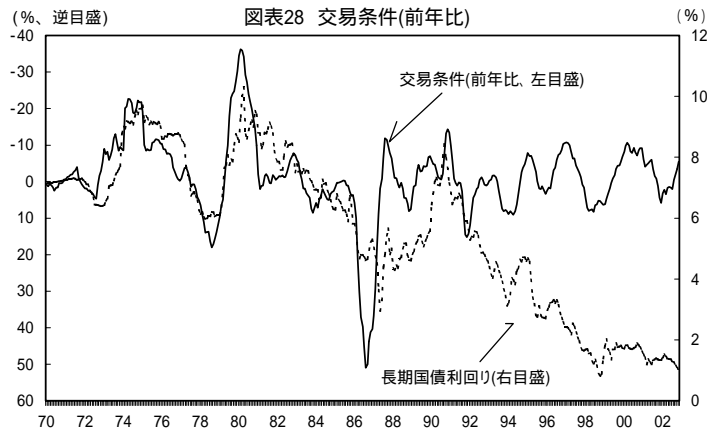


(資料) 財務省『貿易統計』

図表27 タイミング表・輸入数量/輸出数量(季節調整)

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	うち 90年代 以降	先行時 平均ラグ	
山(P)		-19		-14		-7		-4		4		-20		15				-3		10		-9	7 / 10	2 / 5	-10.9	
谷(T)			-11		-2		-7		-10		-23		-15		-14				-5		-13		-9	9 / 9	3 / 4	-11.1

交易条件(前年比、逆サイクル)



(資料) 財務省『貿易統計』

図表29 タイミング表・交易条件 逆サイクル 前年比

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	うち 90年代 以降	先行時 平均ラグ
山(P)		-9		-14		-2		5		0		-2		2		3		6		13		9	4 / 11	0 / 5	-6.8
谷(T)		-3		-10		4		-13		-4		-9		9		4		0		-4		9	6 / 11	1 / 4	-7.2

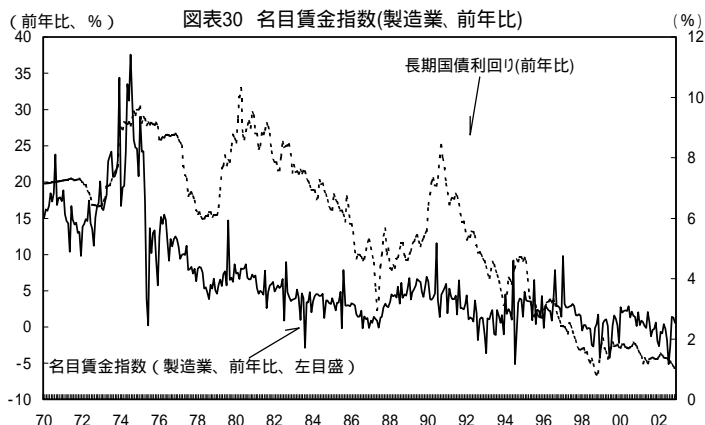
以上のように、日本長期金利との間での、(1)先行回数、(2)ラグの安定性、を個別指標の見直しの基準とし、これまで採用してきた13指標のうち、特に有効求人倍率(図表4、5)、日経商品価格指数17種(図表6、7)、卸売物価指数(図表8、9)、鉱工業生産者製品在庫率指数(図表10、11)、経常収支・名目出荷比率(図表22、23)、交易条件(図表28、29)の6指標のパフォーマンスが芳しくないことが分かった。一方、他の7指標は日本長期金利に対する先行度合い、グラフ上の連動性は概ね良好であった。

4. 新指標の選別

次に、日本長期金利に影響すると思われる指標をとりだし、前述の見直しの基準に加えて、経済的重要性、データの速報性を満たすものを選定した。グラフやタイミング表を使い、水準、前年比など、様々な角度から分析した結果、最終的に複数の指標が採用候補として残った。その中でもパフォーマンスが比較的良かったものは、以下の9指標となる。

名目賃金指数(製造業、前年比)

金利と物価の間には密接な関係があり、賃金の変動は物価に重要な影響を与える。賃金の変動が、商品、サービス価格に転嫁されると、物価変動が金利変動をもたらす。物価関連の指標の中ではパフォーマンスは良好である(図表30、31)。



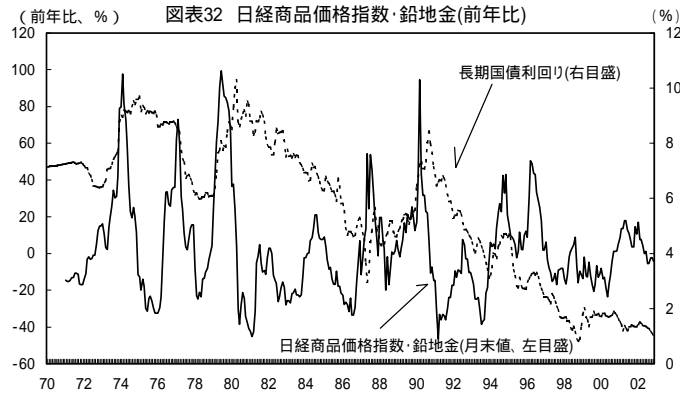
(資料) 厚生労働省『毎月勤労統計』

図表31 タイミング表・名目賃金指数(製造業、前年比)

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	うち 90年代 以降	先行時 平均ラグ
山(P)		-6		-7		-8		-6		-6		-7		-3		-4		6		16		-8	9 / 11	3 / 5	-6.1
谷(T)	-11		-7		4		-7		-7		-9		-8		-11		1		2		-4		8 / 11	2 / 4	-8.0

日経商品価格指数・鉛地金（月末値、前年比）

素材原料を中心に構成され市況の需給状態、将来の変化の兆しに敏感に反応する日経商品価格指数の構成目1つで、自動車バッテリー等に使用される。非鉄金属はおおむね金利感応度が高いが、なかでも鉛地金が最も先行性が高い。70年代において先行性が見られない局面もあるが、90年代以降の先行性が優れていることから採用することにした（図表32、33）

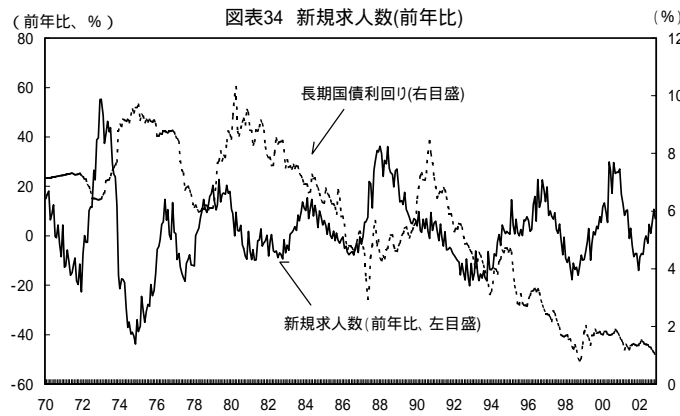


図表33 タイミング表・日経商品指数 鉛地金(前年比)

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	うち 90年代 以降	先行時 平均ラグ	
山(P)																								8 / 11	4 / 5	-7.8
谷(T)				0	-1	-10	-13	-15	-3	-9	-3	-5	-6	-4	-1	-6	-14	-10	-9	8 / 10	4 / 4					-9.0

新規求人件数（前年比）

職業安定所が新たに受け付けた採用予定人員数を前年比で示したものの、新規求人件数は代表的な景気の先行指標の1つであるとともに、労働需要の高まりは労働コストの上昇につながるため、前述したように、労働コストの変動が商品、サービス価格の変動をもたらす。足元では金利に対する感応度が若干、低下しているものの、全期間を通じて見ると山谷がはっきりしており、パフォーマンスもまずまず良好であることから採用することにした（図表34、35）



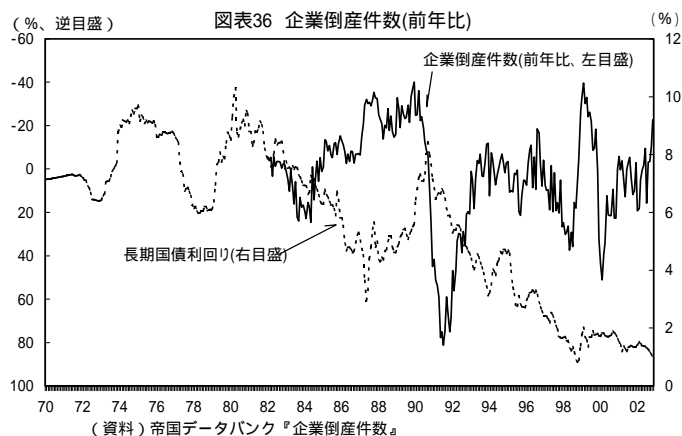
（出所）厚生労働省『一般職業紹介状況』

図表35 タイミング表・新規求人件数(前年比)

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	先行時 平均ラグ			
山(P)																								7 / 11	-6.1		
谷(T)																										10 / 11	-8.0

企業倒産件数(前年比、逆サイクル)

帝国データバンクが発表する全国企業倒産件数の前年比を逆サイクルで捉えたもの。企業倒産の増加は、雇用情勢の悪化などを通じて景気に大きな悪影響を与える。指標の公表が81年から他の指標に比べ期間が短いものの、90年代以降のパフォーマンスは比較的良好である(図表36、37)。

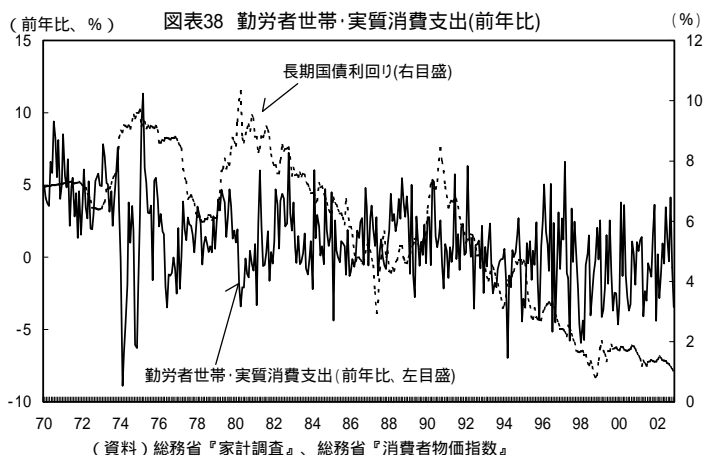


図表37 タイミング表・企業倒産件数(前年比)

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	うち 90年代 以降	先行時 平均ラグ
山(P)																									
谷(T)										-6	-7	-13	0	2	-29	-10	-3	1	-5	0	-13	4 / 7	3 / 5	-9.8	

実質消費支出(勤労者世帯、前年比)

総務省が発表する勤労者世帯・家計調査の消費支出を、同じく総務省発表の消費物価指数のうち持家帰属家賃を除く総合で除して実質化したもの。消費支出の拡大は、景気を上昇させ、やがて物価上昇圧力となって金利を上昇させる。90年代以降のパフォーマンスは良好であるほか(図表38、39)、データの発表が早まったことなどから採用することにした。

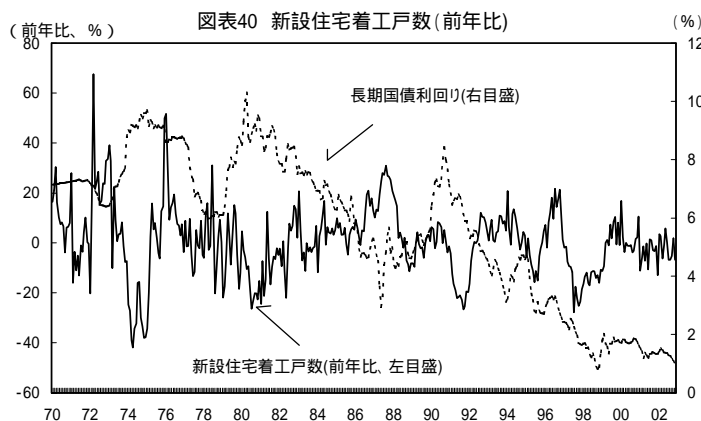


図表39 タイミング表・実質消費支出(勤労者世帯、前年比)

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	うち 90年代 以降	先行時 平均ラグ
山(P)																									
谷(T)			-25	-7	-11	-13	4			0	-5	-5	-8	-10	-9	-11	-6	3	3	-14	8 / 11	4 / 5	-10.3		

新設住宅着工戸数(前年比)

国土交通省が発表する住宅着工統計の新設住宅着工戸数を前年比で示したものである。住宅着工件数は、金利の動きに非常に敏感な動きを示す。景気低迷で金利が低下すると、住宅着工が増加、景気を押し上げ、その後の金利上昇を示唆する。時期によってパフォーマンスが低下している局面もあるが、全体としての先行性は比較的良好である(図表40、41)。



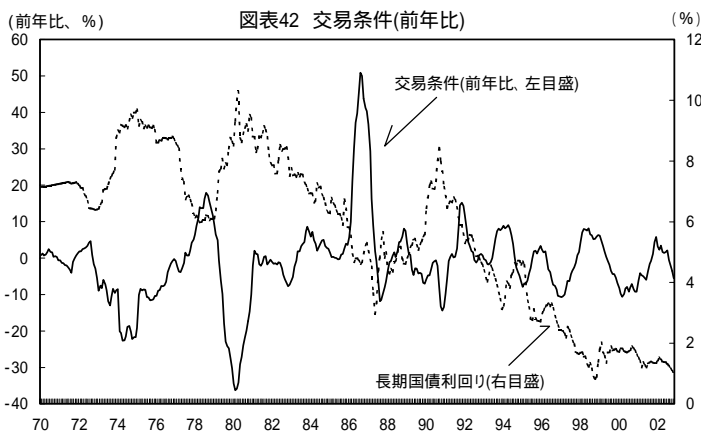
(資料) 国土交通省『住宅着工統計』

図表41 新設住宅着工戸数(前年比)

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	先行時 平均ラグ	
山(P)		-24		-10		-22		-13		0		-2		-4		-9		0		11		3	7 / 11	-12.0	
谷(T)		-21		-21		-10		-20		-2		-4		9		-7		-6		-15		-2		10 / 11	-10.8

交易条件(前年比)

財務省が発表する貿易統計の輸出価格指数を輸入価格指数で除したものの。これまでは、輸入物価の輸出物価に対する相対的上昇、交易条件の悪化が国内にインフレ圧力をもたらし、その後の長期金利の上昇を示すという考えから、逆サイクルでの先行性を考えてきたが、90年代に入り先行性が大きく低下した。今回は、輸入物価の輸出物価に対する相対的な下落、交易条件の改善が、輸入原材料コストの低下を通じ企業収益を改善、国内景気を上昇させ、国内金利の上昇につながる経路を考え、順サイクルでの先行性を採用することとした。先行期間は若干不安定であるが、パフォーマンスは概ね良好である(図表42、43)。



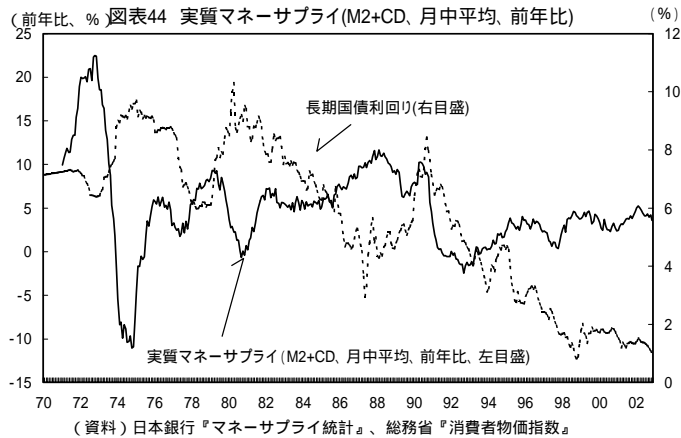
(資料) 財務省『貿易統計』

図表43 タイミング表・交易条件(前年比)

基準日付 (年) (月)	72 11	75 1	76 1	76 11	78 4	80 4	82 3	82 6	84 3	84 5	87 5	87 10	88 2	90 9	93 12	94 10	95 12	96 7	98 10	99 2	01 3	02 2	先行 回数	先行時 平均ラグ	
山(P)		-29		-19		-20		-16		-6		-14		-22		-6		-7		-8		-2	11 / 11	-13.5	
谷(T)		-15		-21		-30		-25		-16		-23		-6		-8		-11		-21		-12		11 / 11	-17.1

実質マネーサプライ (M2+CD、月中平均、前年比)

M2+CD を総合消費者物価指数で除して実質化したものである。マネタリスト的な立場からは、マネーサプライの増大は手元流動性の増大などを通じ景気を押し上げ、物価上昇圧力をもたらし、金利が上昇する。バブル形成期においては、山谷がはっきりしないが、90年代以降のパフォーマンスは良好である（図表44、45）

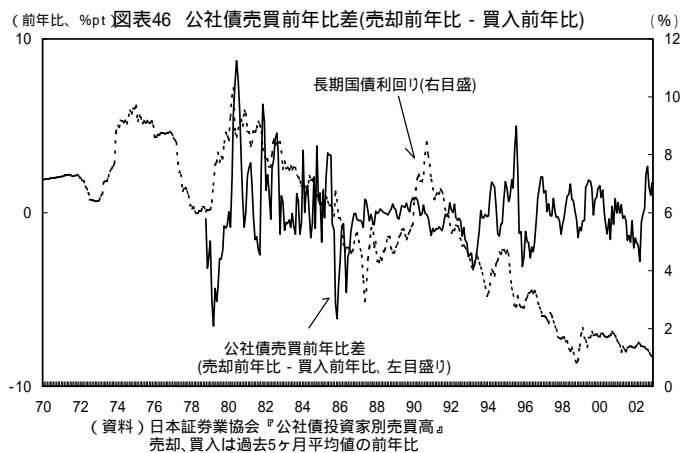


図表45 タイミング表・実質マネーサプライ(M2+CD、月中平均、前年比)

基準日付 (年)	72	75	76	76	78	80	82	82	84	84	87	87	88	90	93	94	95	96	98	99	01	02	先行回数	先行時平均ラグ	
(月)	11	1	1	11	4	4	3	6	3	5	5	10	2	9	12	10	12	7	10	2	3	2			
山(P)					-8	-14		-3		-8				-4		5		-8		-6			0	8 / 11	-9.8
谷(T)			-27		-15		-10		-18		-8					-15		-3		-12		-7		8 / 10	-11.0

公社債売買前年比差 (5ヶ月移動平均)

日本証券業協会が発表している公社債投資家別売買高合計値の売却の前年比と買入の前年比を差し引いたもので、債券市場の需給動向を示している。売却が買入を上回れば、債券価格が下落し、利回りは上昇する。単月で見ると振れが大きいので、売買ともに5ヶ月移動平均としており、このため直近2ヶ月が欠落するが、先行期間が長く、2ヶ月遅行させ、当月分としても先行性を有すると判断した。公表時期が80年からとなっているものの、パフォーマンスは良好であり採用することとした（図表46、47）

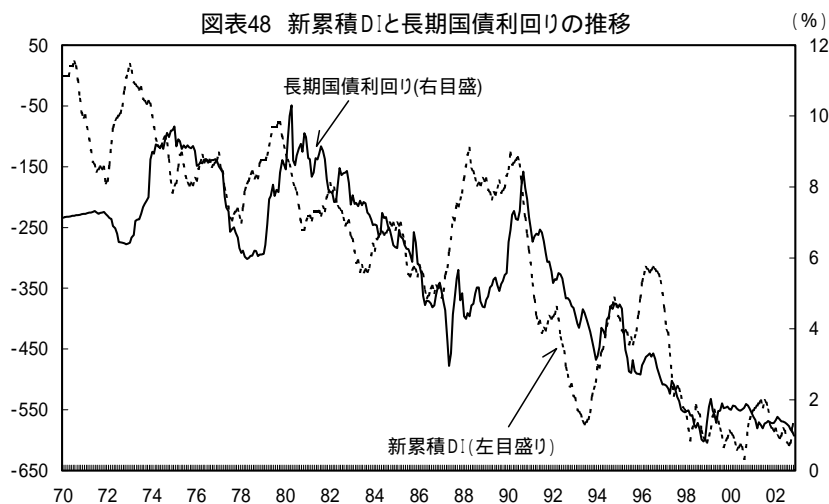


図表47 タイミング表・公社債売買前年比差(5ヶ月移動平均)

基準日付 (年)	72	75	76	76	78	80	82	82	84	84	87	87	88	90	93	94	95	96	98	99	01	02	先行回数	先行時平均ラグ	
(月)	11	1	1	11	4	4	3	6	3	5	5	10	2	9	12	10	12	7	10	2	3	2			
山(P)						2		-7		-4		-11		-7		-6		-12		4			-15	7 / 9	-8.9
谷(T)							-6		-7		-12		-10		-9		-16		-10		-7		8 / 8		-9.6

5. 累積DIの作成

現在採用の指標と、新たに検討した指標の中で、優れたパフォーマンスを示した指標のみを組み合わせ、総合累積DIを複数作成してみた。その結果、以下のものが最もパフォーマンスが良好であることがわかった(図表48)。この累積DIを構成するのは13個の個別指標(物価部門3、企業・消費部門5、海外部門3、金融部門2)である(図表49)。



図表49 U F J - L I 日本長期金利版を構成する個別指標

物価部門	名目賃金指数(総額、製造業) 日経商品価格指数(鉛地金、月末値) 新規求人数
企業・家計部門	企業倒産件数 逆サイクル 百貨店販売額指数 新車登録届出台数(普通車+小型四輪車) 勤労者世帯・実質消費支出 新設住宅着工戸数
海外部門	円/ドルレート(月中平均) 経常収支・名目出荷比率 逆サイクル 交易条件
金融部門	実質マネーサプライ(M2+CD、月中平均) 公社債売買前年比差(5ヶ月移動平均)

図表50 タイミング表・新累積DI

基準日付(年)	72	75	76	76	78	80	82	82	84	84	87	87	88	90	93	94	95	96	98	99	01	02	先行回数	先行時平均ラグ
(月)	11	1	1	11	4	4	3	6	3	5	5	10	2	9	12	10	12	7	10	2	3	2		
山(P)		-24		-7		-6		-5		10		6		-7		0		-3		-8		-7	8 / 11	-8.4
谷(T)		-11		-13		-8		-16		-6		-12		14		-6		-4		-7		-7	10 / 11	-9.0

図表51 タイミング表・新累積DI

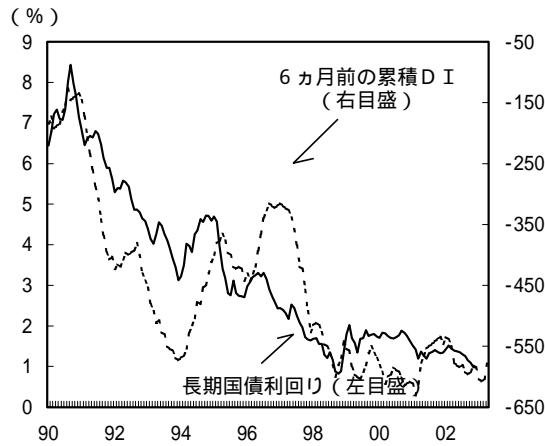
基準日付(年)	90	93	94	95	96	98	99	01	02	先行回数	先行時平均ラグ	
(月)	9	12	10	12	7	10	2	3	2			
山(P)		-7		0		-3		-8		-7	4 / 5	-6.3
谷(T)			-6		-4		-7		-7	4 / 4	-6.0	

日本長期金利に対して、70年からの全期間中、山11回のうち8回に先行、谷11回に対しては10回に先行しており、先行確率は80%超となる(図表50)。全期間の平均ラグは、山・谷全体に対して8.7ヶ月となっている。

なお、90年代以降のラグは山・谷に対して6.1ヶ月とやや期間が短くなっている(図表51)。

新UFJ-LI(日本長期金利)の90年代以降の平均タイムラグ(6ヶ月)から機械的に判断すると、今後の日本長期金利は2月頃まで低下し、それ以降は上昇に転じることが予想される(図表52)。

図表52 累積D I (ラグ修正後)と日本長期金利



*タイムラグ(6ヵ月)は90年代以降の山谷の平均

6. おわりに

課題であった 90 年代以降のパフォーマンスが改善したこともあり、今後暫く本改訂版を採用してみることにする。

しかし、過去の経験を情報として織り込んだ景気指数アプローチであることから、経済構造の変化への対応についての不透明性は引き続き残る。さらに、突然の政治的、軍事的要因などによる外的ショックについても、分析の対象外にある。また、今回、家計調査の実質消費支出を採用した様に、個別系列の選定時にデータの速報性などから今回採用できなかったその他の系列が、今後、採用基準を満たしてくる可能性も充分にあり、現状の採用系列が最適であるとは、将来的には言い切れない部分もある。

従って、今回見直したUFJ-LI(日本長期金利版)もなお暫定的な性格があり、今後ともパフォーマンスをみながら、引き続き改良・改訂を重ねていく方針である。

	2001 10-12	2002 1-3	2002 4-6	2002 7-9	2001 12	2002 1	2002 2	2002 3	2002 4	2002 5	2002 6	2002 7	2002 8	2002 9	2002 10	2002 11
長期国債利回り (%)	1.35	1.47	1.38	1.24	1.35	1.43	1.52	1.45	1.39	1.38	1.36	1.31	1.26	1.16	1.09	0.99
UFJ-LI(総合) DI	-38	-46	-54	-46	-46	-54	-38	-46	-54	-62	-46	-31	-46	-54	-77	-62
累積DI	-585	-596	-585	-604	-585	-581	-592	-596	-592	-581	-585	-604	-608	-604	-577	-565
UFJ-LI(物価部門) DI	-33	-33	-56	-44	-33	-33	0	67	67	67	33	33	33	67	100	100
累積DI	-917	-967	-950	-967	-917	-933	-983	-967	-950	-933	-950	-967	-983	-967	-917	-867
UFJ-LI(企業・家計部門) DI	27	53	73	40	20	60	40	60	60	100	60	20	60	40	80	60
累積DI	-1,030	-1,020	-950	-980	-1,030	-1,020	-1,030	-1,020	-1,010	-960	-950	-980	-970	-980	-950	-940
UFJ-LI(海外部門) DI	-44	-33	-22	-44	-67	-67	-33	0	33	0	-33	33	33	-67	-67	-67
累積DI	-117	-167	-250	-267	-117	-100	-117	-167	-183	-233	-250	-267	-283	-267	-250	-233
UFJ-LI(金融部門) DI	67	67	50	50	100	50	100	50	50	50	50	50	50	50	50	0
累積DI	325	375	375	375	325	325	375	375	375	375	375	375	375	375	375	325
1 名目賃金指数(総額、製造業) 前年比(%)	-0.53	-1.39	-0.56	-2.14	-1.93	-2.65	-0.64	-0.88	0.38	-0.26	-1.80	-5.12	-2.71	1.41	1.28	0.60
2 日経商品価格指数(鉛地金、月末値) 前年比(%)	9.6	10.8	1.8	-4.4	10.6	17.0	7.6	7.6	4.3	0.0	1.1	-5.5	-5.5	-2.3	-2.3	-4.3
3 新規求人数 前年比(%)	-9.4	-7.8	-1.6	3.9	-14.0	-8.6	-7.2	-7.5	-1.7	0.0	-3.0	4.6	1.0	5.9	10.7	7.0
4 企業倒産件数 逆サイクル 前年比(%)	6.3	14.2	-3.5	3.1	-2.9	19.3	18.2	5.0	0.6	-1.6	-9.5	15.8	-3.1	-3.4	-10.7	-22.6
5 百貨店販売額指数 前年比(%)	-3.9	-2.4	-2.4	-2.3	-6.1	-1.3	-5.4	-0.4	-2.9	-3.1	-1.1	-5.9	0.1	-1.2	-3.6	-0.9
6 新車登録届出数(普通車+小型四輪車) 前年比(%)	-4.0	0.6	3.2	4.7	-1.5	4.6	0.3	-3.0	6.0	7.0	-3.3	-2.3	5.1	11.3	13.7	11.7
7 勤労世帯・実質消費支出 前年比(%)	0.3	-1.3	1.3	1.7	-4.4	0.2	-2.8	-1.2	1.0	-0.4	3.5	1.3	-0.3	4.1	-0.7	-3.4
8 新設住宅着工戸数 前年比(%)	-5.82	0.04	1.85	-6.19	-12.93	3.50	2.80	-6.19	-0.63	5.85	0.33	-6.68	-6.74	-5.14	1.79	-6.69
9 円/ドルレート(月中平均) 前年比(%)	12.6	12.2	3.6	-2.1	13.5	13.3	15.1	8.3	5.8	3.7	1.2	-5.3	-2.1	1.3	2.1	-0.7
10 経常収支・名目出荷比率 逆サイクル 季調値	1.127	1.410	1.310	1.179	1.078	1.344	1.237	1.648	1.252	1.313	1.366	1.340	1.179	1.018	1.191	1.036
11 交易条件 前年比(%)	3.8	3.0	1.6	-0.1	5.8	3.2	2.3	3.4	1.7	1.4	1.7	2.1	-0.5	-2.0	-3.5	-5.5
12 実質マネーサプライ(M2+CD、月中平均) 前年比(%)	4.2	5.1	4.4	4.1	4.6	5.0	5.3	5.0	4.7	4.4	4.1	4.1	4.3	4.0	4.2	3.6
13 公社債売買前年比差(5ヶ月移動平均) (%)	-1.32	-2.14	-0.14	2.09	-1.46	-1.72	-1.89	-2.82	-0.53	-0.15	0.25	2.18	2.66	1.44	1.02	1.72

(注1) 累積DI上段の表示については: ...前月より上昇、...前月と同じ、...前月より低下
各データ上段の表示については: ...3ヵ月前より上昇、=...3ヵ月前と同じ、...3ヵ月前より低下 但し、逆サイクルの系列については逆

(UFJ総合研究所 投資調査部 森近 紀彦)