

長期金利と年金の財政分析

福永 顕人

アール・ビー・エス証券会社 東京支店

チーフ債券ストラテジスト

03-6266-3595 akito.fukunaga@rbs.com

2011年1月21日

概要

・債券投資の概念的整理

- ・イールドカーブ
- ・スポット金利とフォワード金利
- ・デュレーション:リスク量の概念
- ・キャリーとフォワードの関係

・デュレーションと年金財政

- ・時価ベースで考える
- ・資産を負債対比で考える
- ・資産の金利リスクを増やすことは、年金財政全体のリスクを小さくすることである
- ・リスクヘッジ手段:超長期債、金利スワップ、物価連動国債

・生命保険会社の現状

- ・リスク資産の圧縮
- ・保有資産の長期化
- ・為替ヘッジ付外債

・日本の長期金利の見通し

- ・2011年は動かない金融政策+悪くない景気
- ・歴史的超低金利は離脱、イールドカーブはスティープ化
- ・長期的には、超長期債の需給バランス(≒財政リスクプレミアム)が重要に



債券投資の概念的整理

債券投資

債券投資のキャッシュフロー

- 例: 10年国債(第312回)

- クーポン1.2%、償還2020年12月20日

- 2011年6月20日、2011年12月20日、2012年6月20日、・・・、2020年12月20日に額面100円に対して60銭($1.2\% \div 2 = 0.6\%$)のキャッシュフロー

- 2020年12月20日は元本100円を加えて100.60円のキャッシュフロー

- 2010年12月20日の瞬間は償還10年の国債であるが、その次の日には違う。

- 例: 2011年3月20日の時点で、この債券の $t=0.25, 0.75, \dots, 9.75$ となる

- 通常の日には、満期が厳密に10年の国債は存在していない

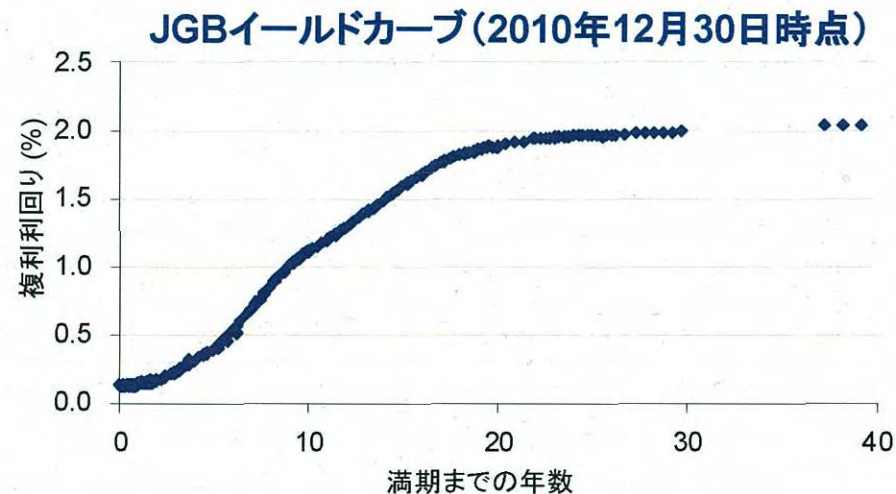
イールドカーブ

複利利回りの概要

- 債券価格をPとして、以下の式を満たすrを複利利回りと定義する。(CF:キャッシュフロー、tは全てのキャッシュフローのあるタイミングで和をとる)

$$P = \sum_t \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

- 満期までの全年限で、割引率(ディスカウントファクター)が $DF_t = 1/(1+r)^t$ という単一のrで計算できることが暗黙の前提
- この条件を前提とすると、例えば10年債の金利が1.2%のとき、10年より短い5年債の金利も1.2%となる
→イールドカーブが横一線となる
- しかし、実際には満期が違う債券の複利利回りは異なっており、これらをプロットした“イールドカーブ”という概念が存在する



出所:RBS証券

スポット金利とフォワード金利

例：期間5年のゼロクーポン債の価格が P_5 、金利が r_5 、期間10年のゼロクーポン債の価格が P_{10} 、金利が r_{10} のとき

$$P_5 = \frac{1}{(1+r_5)^5} \quad P_{10} = \frac{1}{(1+r_{10})^{10}}$$

• 5年後から10年後までの5年間の金利は、市場が効率的である限り

$$(1+r_{10})^{10} = (1+r_5)^5 (1+r_{5 \rightarrow 10})^5$$

$$r_{5 \rightarrow 10} = \left(\frac{(1+r_{10})^{10}}{(1+r_5)^5} \right)^{1/5} - 1 = \left(\frac{P_5}{P_{10}} \right)^{1/5} - 1$$

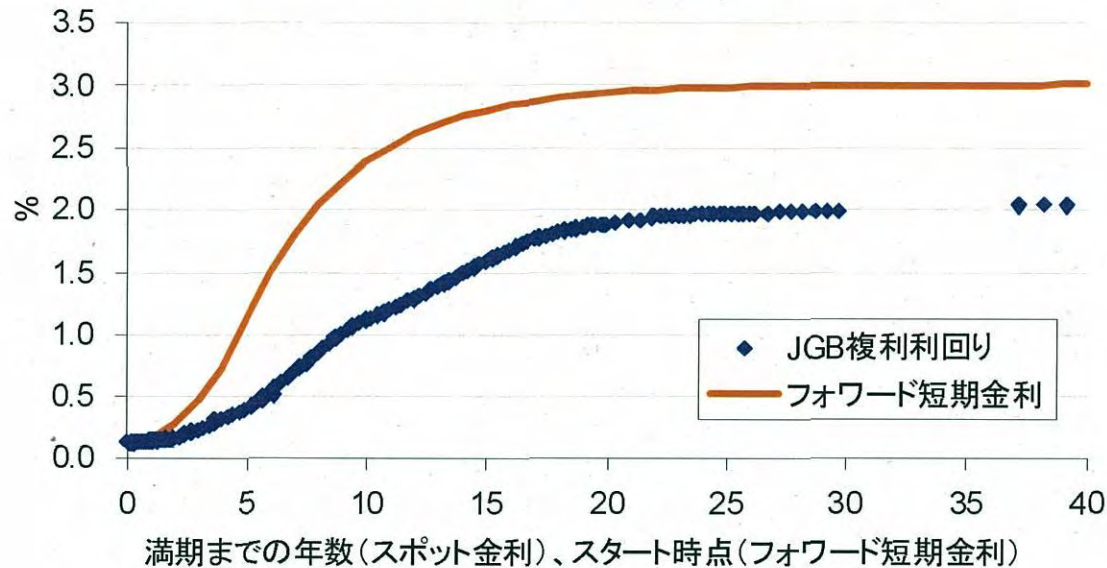
n年後スタートの短期金利(時間の最小単位を1年として)

$$r_{n \rightarrow n+1} = \frac{P_n}{P_{n+1}} - 1$$

⇒スポット(今)スタートの各年限までの債券が市場で取引されている場合、フォワード(先)スタートの短期金利が1対1対応で求められる

フォワード短期金利カーブ

JGBイールドカーブとフォワード短期金利のカーブ



- スポット複利利回りは、概念的には、現時点から満期までのフォワード短期金利の平均に近い
- 順イールドであれば
フォワード短期金利 > スポット長期金利 > スポット短期金利
となる
- 遠い将来のフォワード短期金利は均衡金利水準のようなものに漸近
 - 経済の潜在成長率 + 長期インフレ期待 + リスクプレミアム
 - これらの見通しに劇的な変化を与える材料がない限り、大きくは動かない、現状は3%程度

出所: RBS証券

デュレーション

デュレーション:金利が変化したときの価格変化率

- 「金利感応度」とも呼ばれる
- 価格Pが金利rによって変動するとき、デュレーションDは、

$$D = -\frac{1}{P} \cdot \frac{\partial P}{\partial r}$$

DV01:金利が0.01% (=1bp) 変化したときの価格変化量

- 「デルタ」「デュレーションの絶対量」とも呼ばれる

$$DV01 = \frac{\partial P}{\partial r} \cdot 0.01\%$$

例:ゼロクーポン債 $P=1/(1+r)^t$ のとき

$$D = \frac{t}{1+r} \sim t$$

- デュレーションと呼ばれる所以
- ただし、ゼロクーポン債、固定利付債以外のものについても“リスク量”という意味でのデュレーションは定義できる
 - 金利変動によって価値が変化するもの全てに当てはまる概念:年金負債など
 - 逆に“満期”という意味でのデュレーションがあるないに関わらず、金利感応度のないもののデュレーションはゼロ:変動利付債、株式など
- ALMでマッチさせるべきものはデュレーションでなくDV01

キャリーとフォワードの関係

キャリーとは？

例：現在の金利水準

- 1年0.9%
- 9年1.6%
- 10年1.7%

•1年後も金利水準が同じである場合

- 1年債は償還する⇒1年間の期間収益率は0.9%
- 10年債は9年債になり、金利が10bp下がって1.6%になる
 - 1年間の期間収益率は、クーポン収入1.7%＋時価変動0.835%＝2.535%

•長期債で運用すべきところを、短期債で運用した場合

- 金利水準が変わらなければ1.635%(=2.535%-0.9%)損をする：ネガティブ・キャリー
- 1年後に9年金利が19.7bp上昇して1.797%になった場合
 - 10年債の1年間の期間収益率は、クーポン収入1.7%＋時価変動-0.8%＝0.9%で1年債と同じになる
 - この1.797%は、フォワード金利(1年後9年金利)に他ならない

結論

- (順イールドであれば)フォワード金利はスポット金利より高く、フォワード以上に金利が上昇しない限り、長期債のリターンは短期債のそれを上回る
- 長期債で運用するか、短期債のロールで運用するか
- フォワード短期金利カーブが損益分岐ラインとなる



デュレーションと年金財政

年金財政の考え方

• ベースとなる考え

- 時価ベースで考える
 - 年金負債は、将来の給付額を現在の市場金利で割り引いたもの
- 資産の時価から負債の時価を差し引いた額を考えてみる
- 額の現在の値とともに、予見される範囲内の環境変化での価値の変動を考える
 - 例：
 - 金利1%の変化
 - 株価20-30%の変化
 - 為替20-30%の変化
 - 基礎率の変化
- その変動幅が財政に与える影響が大きすぎないかどうか

年金財政の考え方(続き)

•金利リスク部分のみを取り出して考えると...

$$\frac{\partial(\text{資産の時価})}{\partial r} - \frac{\partial(\text{負債の時価})}{\partial r} \quad \text{が真の金利リスク}$$

•年金負債について

- 向こう100年にわたる年金給付を割り引いたものが時価
- マクロ経済スライドを考慮しても、実質ベースでほぼ固定されたキャッシュフロー
- (少なくとも実質金利に対する)金利感応度は非常に大きい

- 例: 100兆円の負債があって、その平均デュレーションが50年であったとき...
- 時価ベースで見た負債は、金利1%の変化で50兆円変動する

年金積立金のデュレーション・リスク

資産のデュレーションは極めて小さい

-GPIFの資産構成(2010年9月末、合計118兆円)

-国内債券(82兆円、70%):市場運用部分は債券インデックス、デュレーション7年程度

-国内株式(13兆円、11%)

-外国債券(10兆円、8%)

-外国株式(11兆円、10%)

-短期資産(2兆円、1%)

•原則としてデュレーションゼロ

•金利上昇時に株高、円安となりやすいなどの前提であれば負の金利感応度を持つとも言える

-金利1%の変化に対して、おおよそ資産の時価は6兆円変化する

⇒ $\frac{\partial(\text{資産の時価})}{\partial r} - \frac{\partial(\text{負債の時価})}{\partial r}$ は現在非常に大きい

• 資産の金利リスクを増やすことは、年金財政全体としてみると、リスクを減らすこととなる

• 資産で十分な金利リスクを保有していないということは、負債を持たない投資家が債券をショート(空売り)しているのと同じ行為である

資産側の金利リスクを増やす手段

・超長期債の購入

- 国債大量発行時代を迎え、超長期国債市場の流動性は飛躍的に向上
 - 10年超の国債の発行額
 - 2003年3月には20兆円であったのが、2011年3月には120兆円
 - 直近は毎年20兆円ずつ増えている

・超長期の金利スワップの受け

- 金利スワップとは
 - デリバティブ(オフバランス)取引:元本を資金授受せず、金利リスクのみを取引する
 - 想定元本を決め、一方が取引締結時に決めた固定金利を払い(固定払い側)、他方がLIBORを払う(固定受け側)
 - 例:想定元本100億円、満期10年、Fixされた金利1%、その時点の6ヶ月LIBOR0.4%
 - $T=0.5$ で、固定払い側は5000万円($100\text{億} \times 1\% \times 1/2$)払い、固定受け側は2000万円($100\text{億} \times 0.4\% \times 1/2$)払う
 - $T=1$ でLIBORが0.2%に低下していた場合、固定払い側は5000万円($100\text{億} \times 1\% \times 1/2$)払い、固定受け側は1000万円($100\text{億} \times 0.2\% \times 1/2$)払う
- メリット
 - 超長期国債を購入するためにリスク資産売却などで資金を手当てする必要がない
 - フォワード(先渡し)取引をすることができる
- デメリット
 - カウンターパーティー・リスク
 - 市場流動性

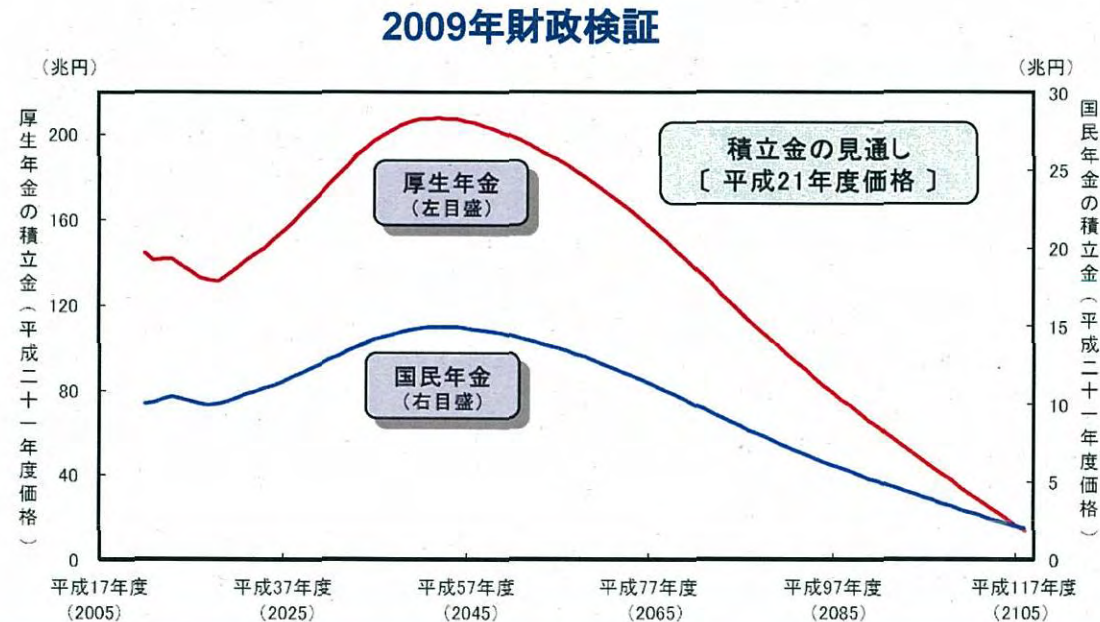
インフレリスクについて

• 実際の年金給付はインフレ連動

- 本来、資産側で増やすべきリスクは、名目金利に対する価格感応度(=名目金利デュレーション)ではなく、実質金利に対する価格感応度(=実質金利デュレーション)
- 「良いインフレ」と「悪いインフレ」
 - 経済成長とともにインフレが加速する良いインフレ
 - 国際商品市況の高騰や、財政懸念による長期金利急騰、円安とともに景気が悪化しながらインフレが加速する悪いインフレ(=スタグフレーション)
- 一般にインフレ・ヘッジと考えられている実物資産(株、不動産など)への投資は、良いインフレのヘッジとはなるが、悪いインフレのヘッジにはならない
- コモディティ投資などによるスタグフレーション・ヘッジは、良いインフレのヘッジとならない
- いずれにしろ、金利のヘッジ機能は全く持たない
- 物価連動国債が最適
 - クーポン、償還金が、物価指数に連動する
 - 実質金利デュレーションを持つ唯一の投資選択肢

結論

- 資産の金利リスクを増やすことは年金財政全体としてみると、リスクを減らす行為である
 - 少なくとも支出超となる期間(下図参照)に債券を売る行為は、リスクを増やすことになる
 - 短期借り入れ等で積立金を取り崩さないのも一案
 - 保有債券を長期化する余地は大きい
 - ベンチマークとする債券インデックスを超長期債(残存10年超)限定のものに変更する
 - 財投債引き受けの償還分について、30年債あるいは40年債の購入に充てる



出所:厚生労働省

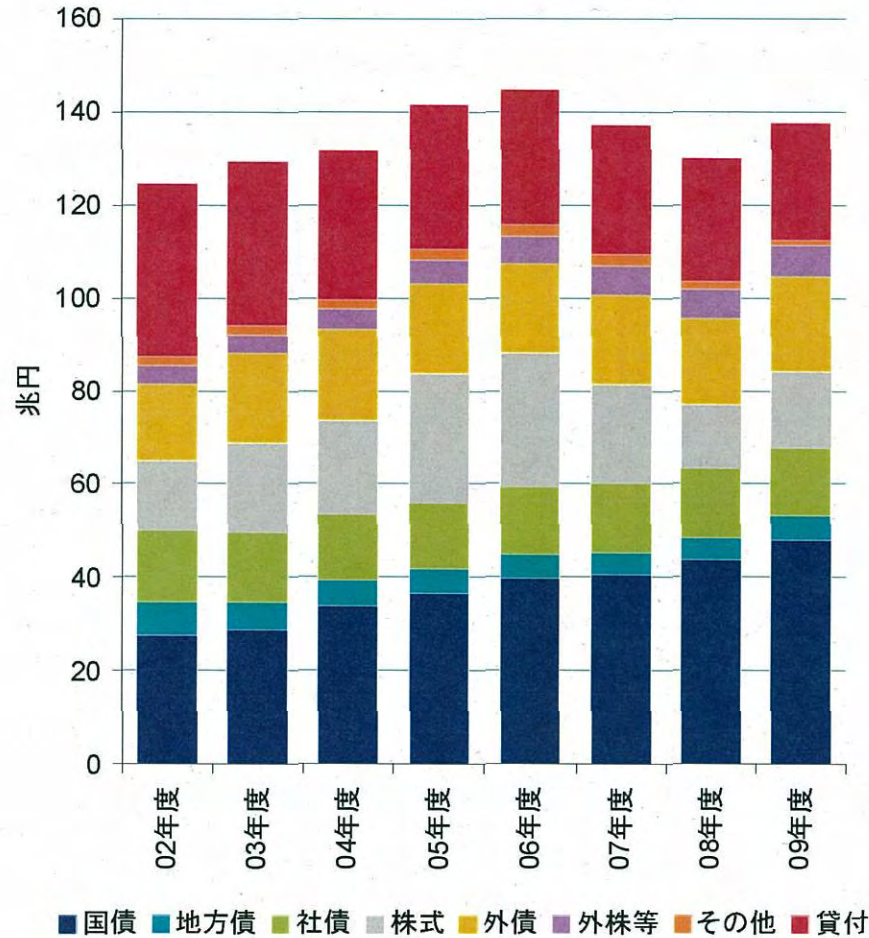


生命保険会社の現状

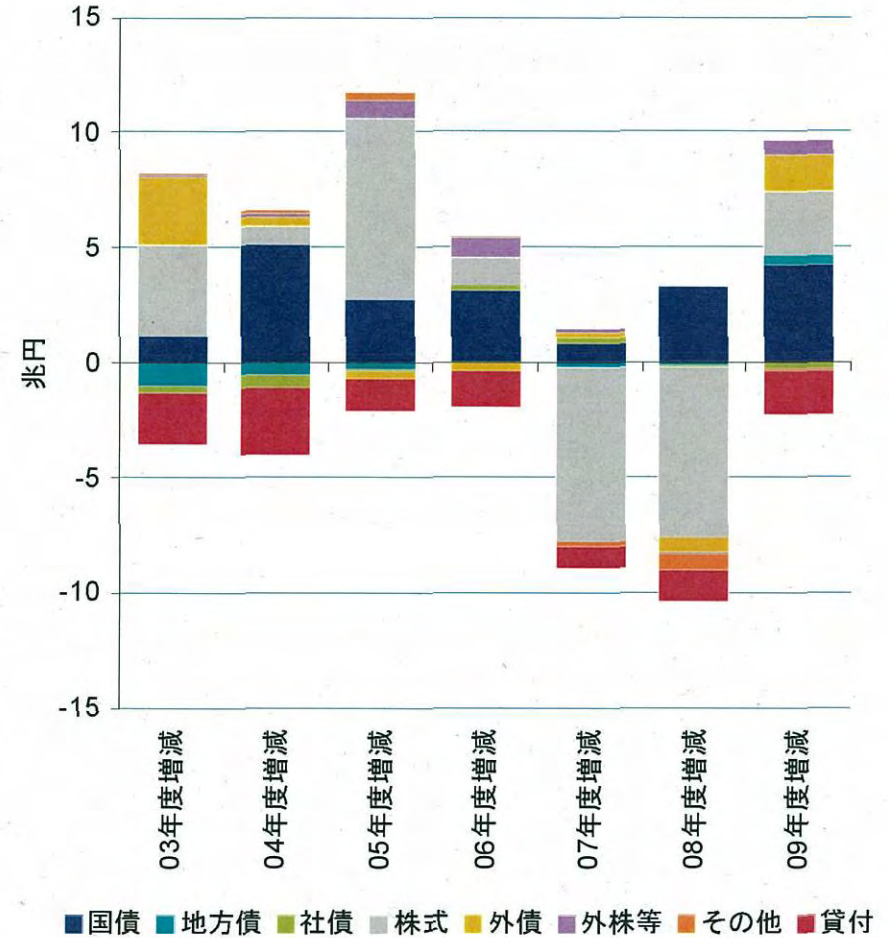
アセット・アロケーションの推移

年平均3兆円程度の資金が国債市場に流入

国内生保11社の資産クラス別残高の推移



各資産の残高増減

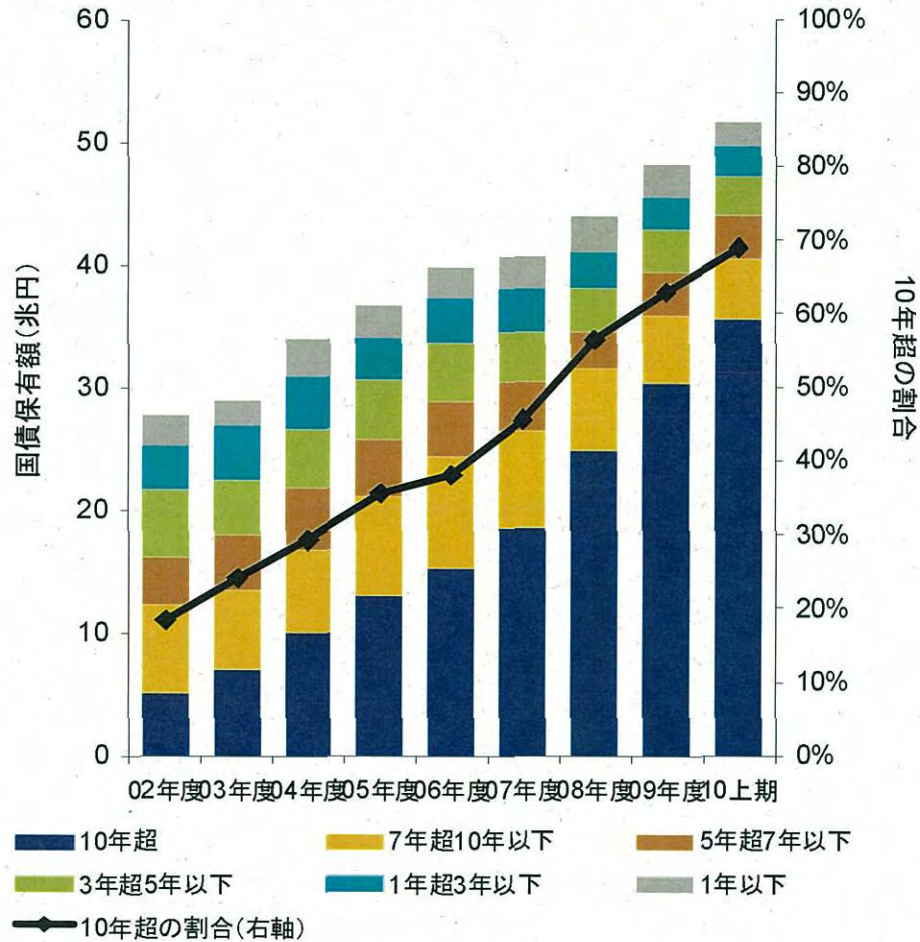


出所: 生保11社、RBS証券

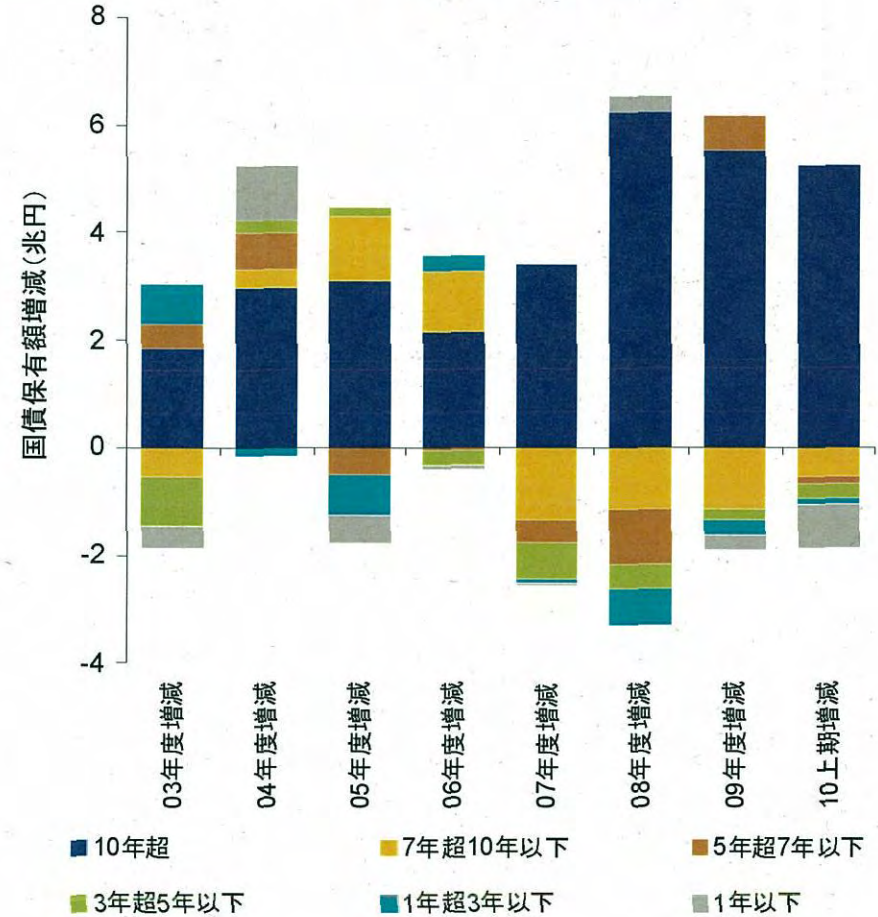
保有国債の長期化

リーマン・ショック後に長期化は加速、既に保有国債の7割が超長期に

国内生保11社の年限別の国債保有額の推移



年限別の残高増減

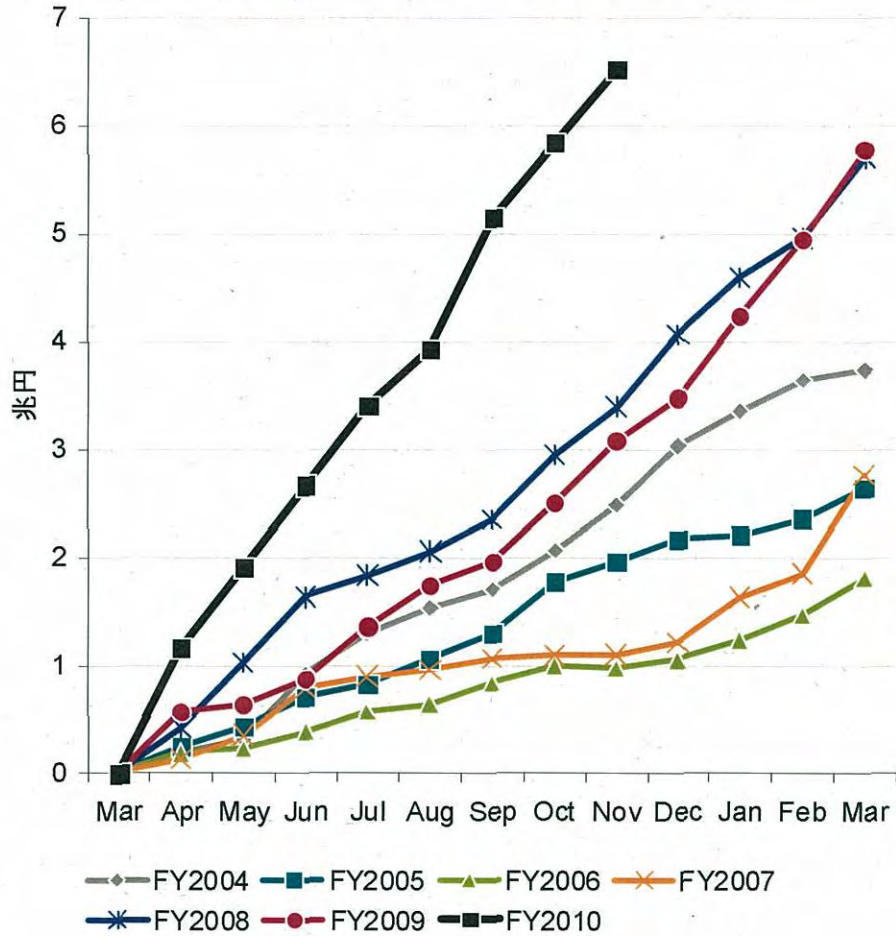


出所: 生保11社、RBS証券

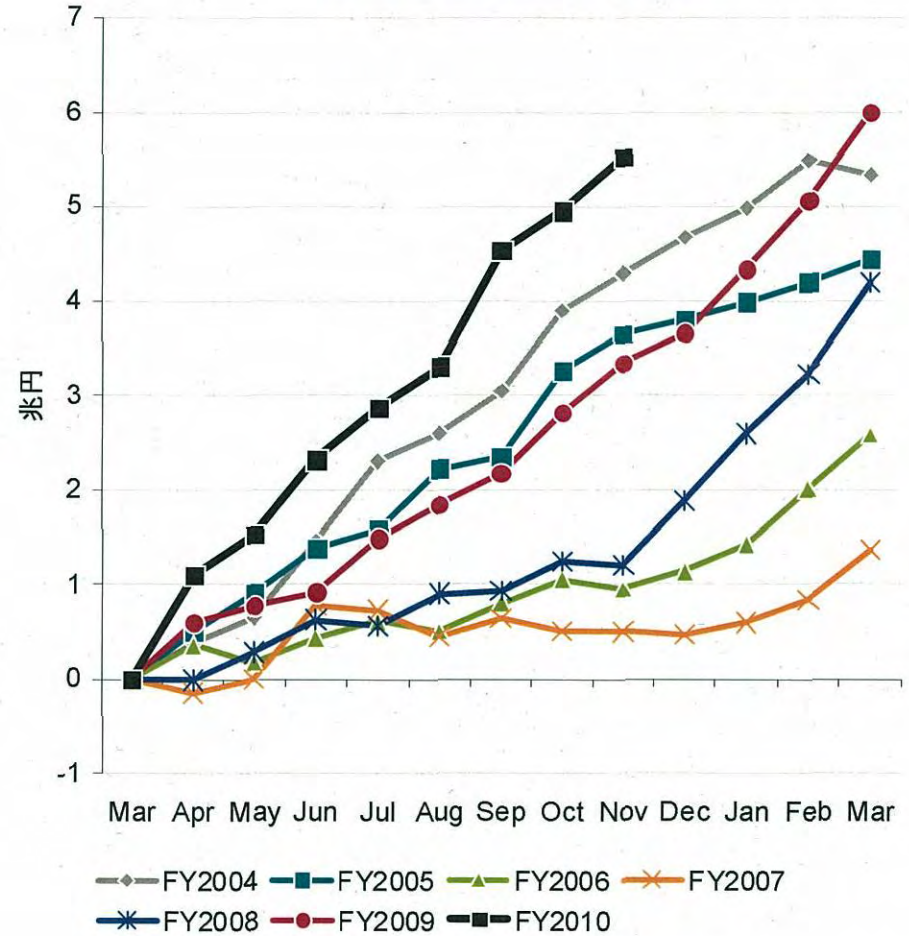
今年度は更に国債買い需要が大きい

短い年限からの入れ替えではなく、銀行窓販による保険料収入の増加が要因

月次の超長期国債投資状況



月次の国債投資状況



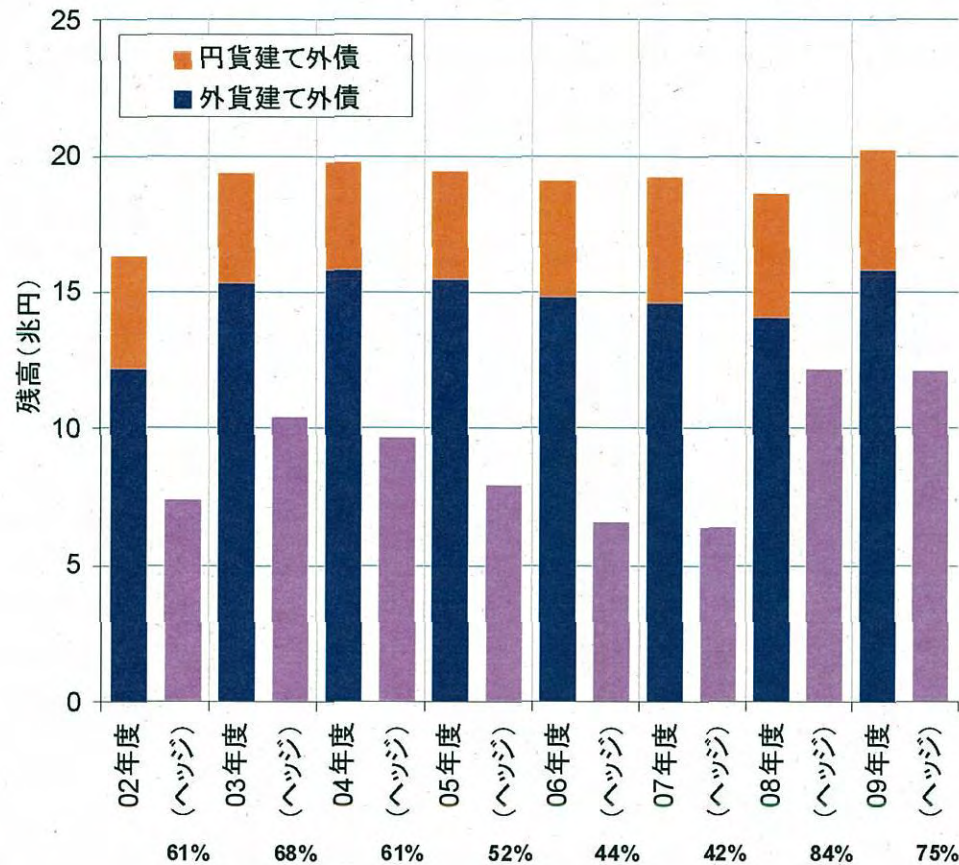
出所: JSDA、RBS証券

外債保有

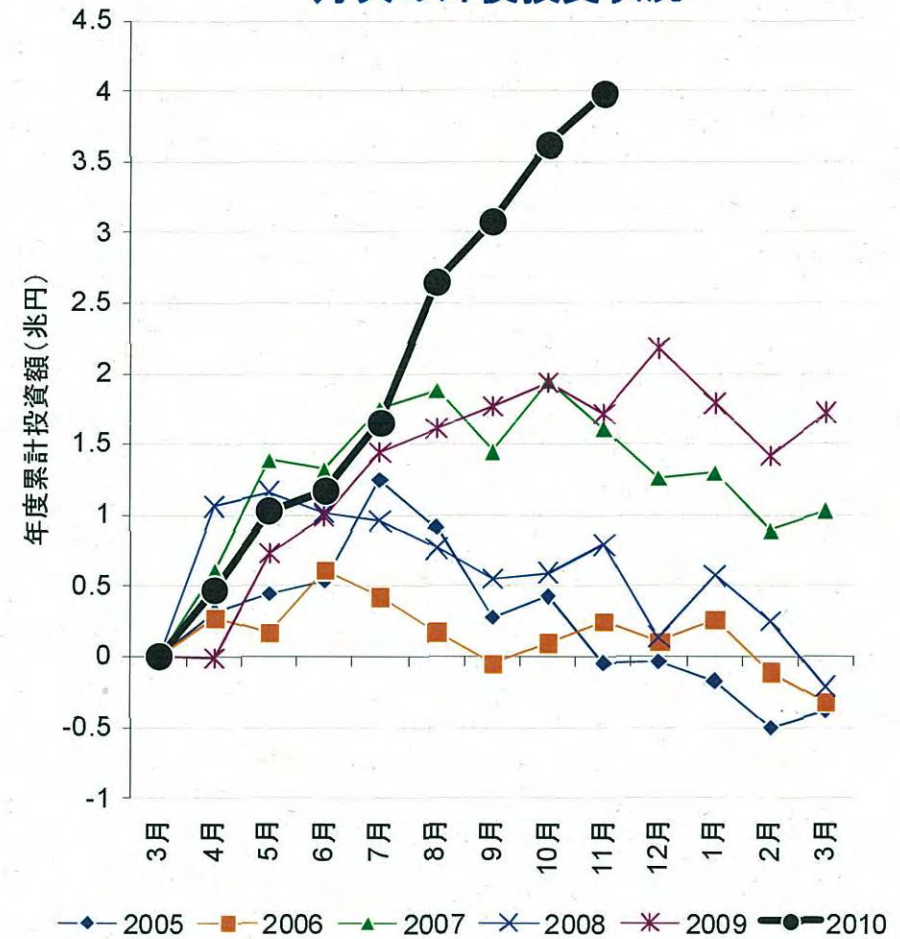
外貨建ての外債の75%は為替ヘッジ

今年度の買いは例年に増して多い

国内生保11社の保有外債の円貨/外貨区分



月次の外債投資状況



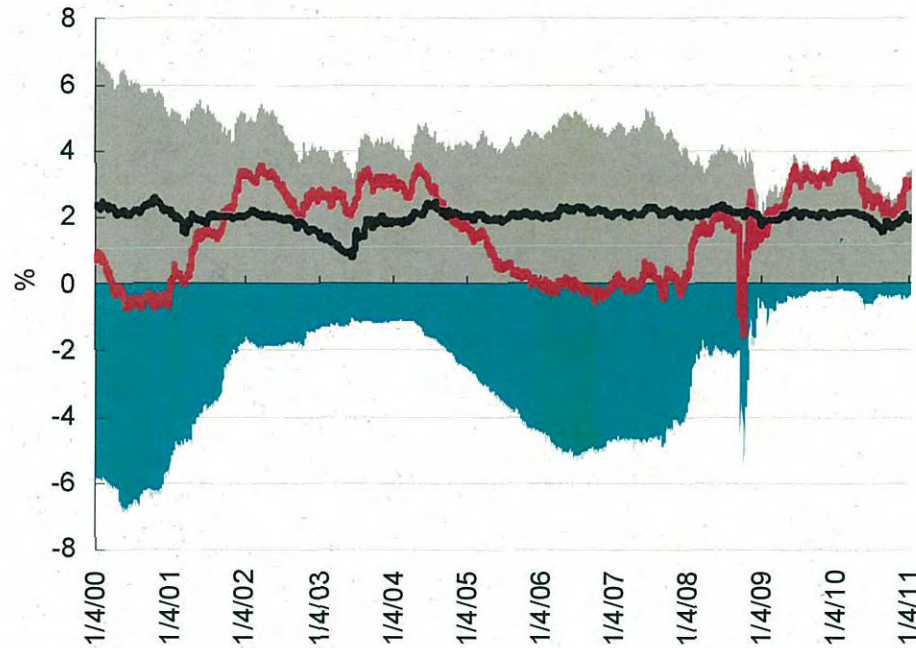
出所:財務省、生保11社、RBS証券

ヘッジ外債

海外の相対的な長短金利差の大きさ(イールドカーブのステイプさ)を活用して対円債超過リターンを享受

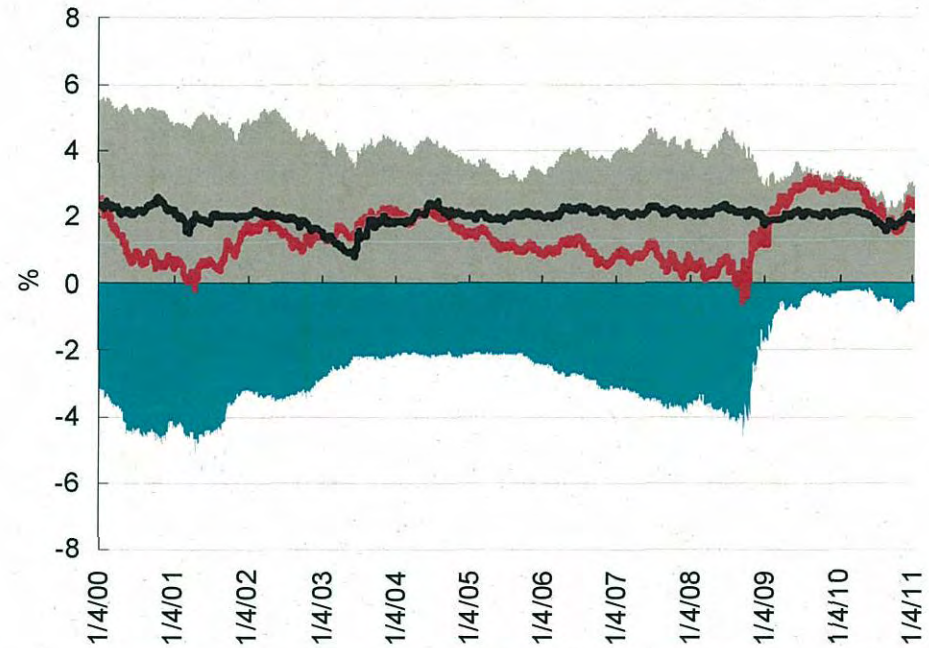
- ヘッジ外債利回り = 海外長期金利 - ヘッジコスト
- ヘッジコスト = (スポット為替レート - フォワード為替レート) / スポット為替レート \approx 海外短期金利 - 日本短期金利
- ヘッジ外債の超過利回り = ヘッジ外債利回り - 国内長期債利回り = 海外長短金利差 - 日本長短金利差

ヘッジコスト控除後の米国債利回り



米国債10年利回り
 ヘッジコスト
 ヘッジ外債利回り
 JGB20年利回り

ヘッジコスト控除後の独国債利回り



独国債10年利回り
 ヘッジコスト
 ヘッジ外債利回り
 JGB20年利回り

出所: Bloomberg、RBS証券

ヨーロッパ・エンベディッド・バリュー (EEV) の開示

多くの生保株式会社では、既に自社のALMギャップを開示している

(億円)

	第一生命		住友生命		三井生命		ソニー生命		太陽生命		大同生命		T&Dフィナンシャル	
2010年3月末EEV	28,363	100.0%	19,702	100.0%	5,176	100.0%	8,940	100.0%	4,757	100.0%	8,184	100.0%	808	100.0%
リスク・センシティブティ														
リスク・フリー・レート50bp上昇	3,459	12.2%	2,321	11.8%	836	16.2%	123	1.4%	178	3.7%	980	12.0%	57	7.1%
リスク・フリー・レート50bp 低下	-4,242	-15.0%	-2,746	-13.9%	-1,070	-20.7%	-556	-6.2%	-289	-6.1%	-1,231	-15.0%	-78	-9.7%
株式・不動産価値10%下落	-3,208	-11.3%	-1,771	-9.0%	-436	-8.4%	-158	-1.8%	-331	-7.0%	-534	-6.5%	-36	-4.5%
事業費率(維持費)10%減少	1,374	4.8%	763	3.9%	383	7.4%	108	1.2%	193	4.1%	185	2.3%	14	1.7%
解約失効率10%減少	1,379	4.9%	1,412	7.2%	287	5.5%	258	2.9%	121	2.5%	478	5.8%	2	0.2%
保険事故発生率(死亡保険)5%低下	1,221	4.3%	1,632	8.3%	385	7.4%	578	6.5%	185	3.9%	516	6.3%	17	2.1%
保険事故発生率(年金保険)5%低下	-73	-0.3%	-18	-0.1%			-31	-0.3%	0	0.0%	-23	-0.3%	0	0.0%
必要資本を法定最低水準に変更	377	1.3%	1,005	5.1%	81	1.6%		0.0%	125	2.6%	146	1.8%	12	1.5%
株式・不動産のボラティリティ25%上昇	-286	-1.0%	-142	-0.7%			-41	-0.5%	-7	-0.1%	-128	-1.6%	21	2.6%
スワップションのボラティリティ25%上昇	-113	-0.4%	-272	-1.4%			-55	-0.6%	-145	-3.0%	-130	-1.6%	-18	-2.2%
(修正純資産のセンシティブティ)														
リスク・フリー・レート50bp上昇	-6,200	-21.9%	-3,842	-19.5%			-1,632	-18.2%	-1,133	-23.8%	-437	-5.3%	-82	-10.1%
リスク・フリー・レート50bp 低下	5,844	20.6%	3,517	17.9%			1,955	21.9%	1,185	24.9%	401	4.9%	83	10.3%
株式・不動産価値10%下落	-3,292	-11.6%	-1,690	-8.6%			-133	-1.5%	-331	-7.0%	-534	-6.5%	62	7.7%
(新契約価値のセンシティブティ)														
リスク・フリー・レート50bp上昇	302		103				73		18		95		14	
リスク・フリー・レート50bp 低下	-341		-107				-149		-20		-110		-15	

・金利変動に対するセンシティブティをゼロにするには、7社合計で30年スワップ換算14兆円程度の金利リスクを増やす必要がある

・業界全体では30-40兆円程度の潜在的な需要がある

*民間生保各社の資産/負債構成が同じと仮定して、総資産比例で計算

・マッチング終了後を想定すると、新契約価値のみのALMが毎年必要

- 開示されている6社合計で30年スワップ換算1兆円程度、業界全体で3兆円程度か(ただし今後の窓販などの動向に大きく依存する)

出所: 生保6社、RBS証券

参考：保険会社のソルベンシー規制の動向

ソルベンシー規制の変更は2段階に分けて進行中

1. リスク係数の精緻化

- 2012年3月期から開始
- 負債の金利リスクを意識する制度ではない：資産の金利リスク増大のインセンティブにならない
- リスク資産圧縮のインセンティブにはなる

2. 経済価値ベースの規制へ変更

- 現在検討中
- 2010年6月にフィールドテスト通知、2011年3月までに結果公表予定
- 最終基準は2015年3月期頃のイメージか
- 負債の金利リスクを意識する制度：資産の金利リスク増大のインセンティブになる



日本の長期金利の見通し

概要

•金利見通し

- 非常にゆっくりとした自律回復
- 米国低インフレ、高失業率は複数年にわたる構造問題
 - 景気刺激的であり続けるFRBは確信犯
- 最終的には日米ともに金融緩和の長期化以外の選択肢はない
 - 長期金利は最終的に歴史的超金利を離脱するが、中期セクターは相対的に堅調さを保つ
 - キャリー確保が重要

•国債需給

- 経常赤字化が目前に迫っているわけでは全くない。財政問題は今のところ金利水準自体を変える要因とはならない。
- イールドカーブ上の需給バランスは悪い。超長期スティープ化は既に構造的に始まっている

•ストラテジー

- キャリー収益を如何に得るか
- 市場の織り込む時間軸:2年は短い一方、3-4年となると長い
- 構造的なスティープ化圧力によって、過去の景気回復局面以上にスティープな形状

JGB金利見通し

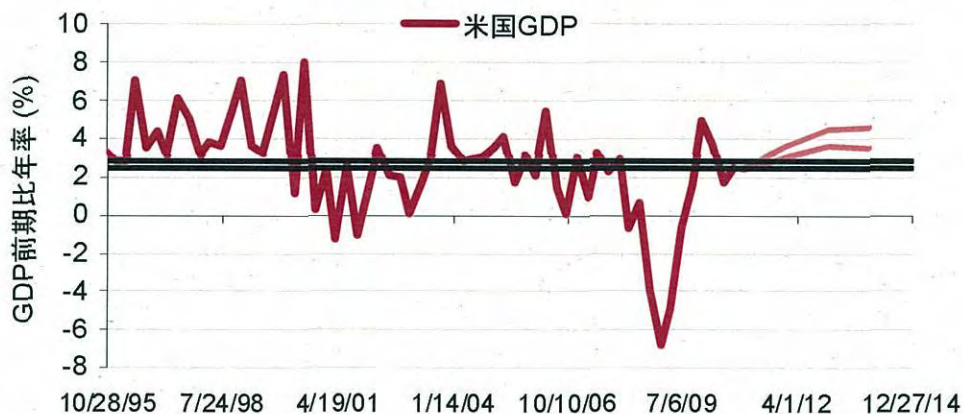
- グローバル債券バブルが回避され、持続的な金利低下局面は終了
- 当面の市場の焦点
 - 景気循環および過剰流動性
 - 国債発行計画
 - ……しかし、年度内は大幅レンジ訂正は見込まれない
- 来年度は、動かない金融政策 + 景気は悪くない、のバランスでスティープ化、歴史的超低金利は離脱

	2年	5年	7年	10年	20年	30年
1/6/11	0.18%	0.48%	0.80%	1.22%	1.99%	2.08%
3/31/11	0.15%	0.35%	0.60%	1.05%	1.90%	2.05%
6/30/11	0.15%	0.45%	0.85%	1.30%	2.15%	2.30%
9/30/11	0.20%	0.50%	1.00%	1.50%	2.30%	2.45%
12/31/11	0.20%	0.55%	1.05%	1.55%	2.35%	2.50%
3/31/12	0.20%	0.55%	1.05%	1.55%	2.35%	2.55%

米国金融政策:FRBは景気循環を超越した緩和姿勢

あくまでDual mandateを重視していることを強調し、期待形成をもくろむ。景気を刺激し続けることについては「確信犯」

FedのGDP見通し



Fedの失業率見通し



Fedのインフレ率見通し



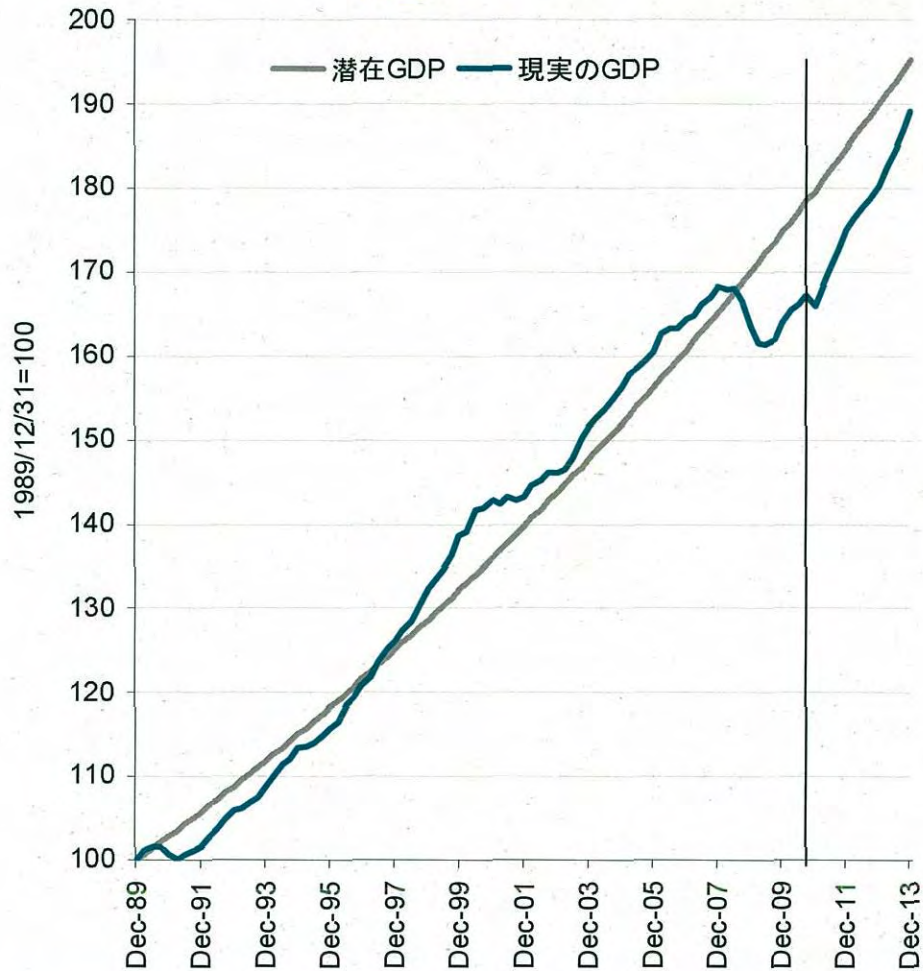
出所: Fed, Bloomberg, RBS証券

結局は需給ギャップ解消を待つのみ

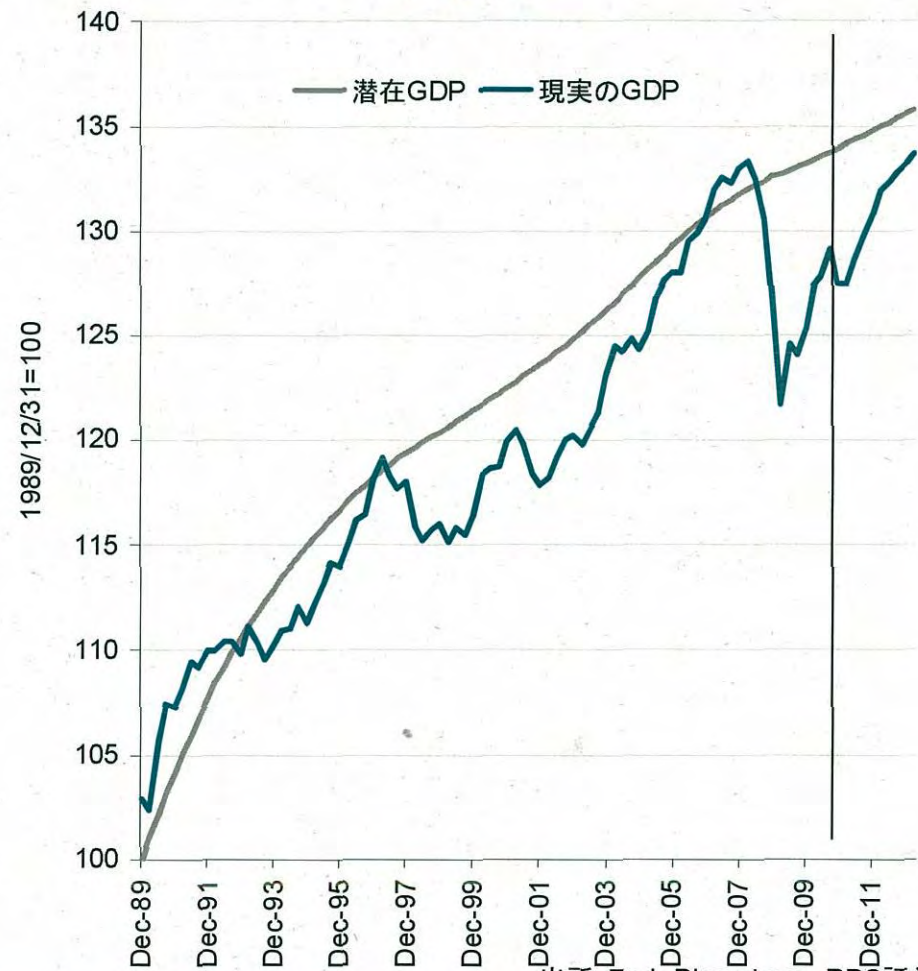
より重要な点は、ショックが大きすぎて潜在成長率、需給ギャップが分かりにくくなっている現状

⇒実際にコアインフレ率が上昇してくるまで、政策がビハインドザカーブに陥りやすい

米国GDP



日本GDP

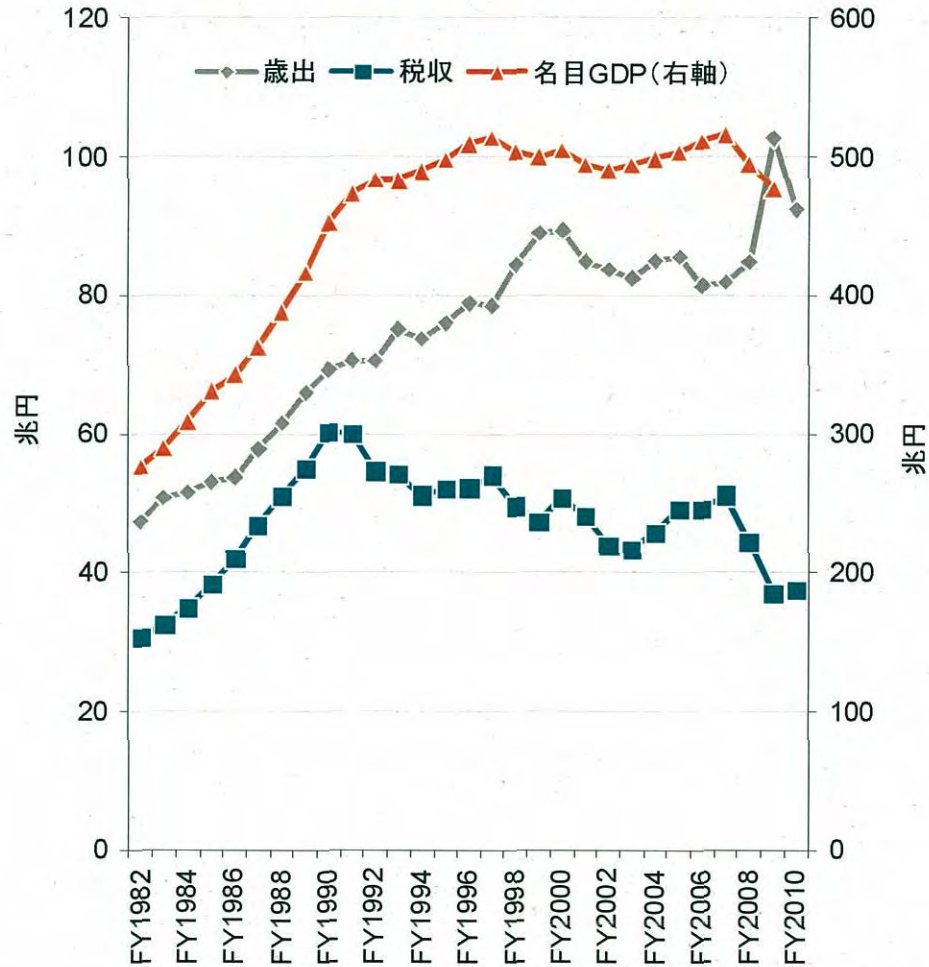


出所: Fed, Bloomberg, RBS証券

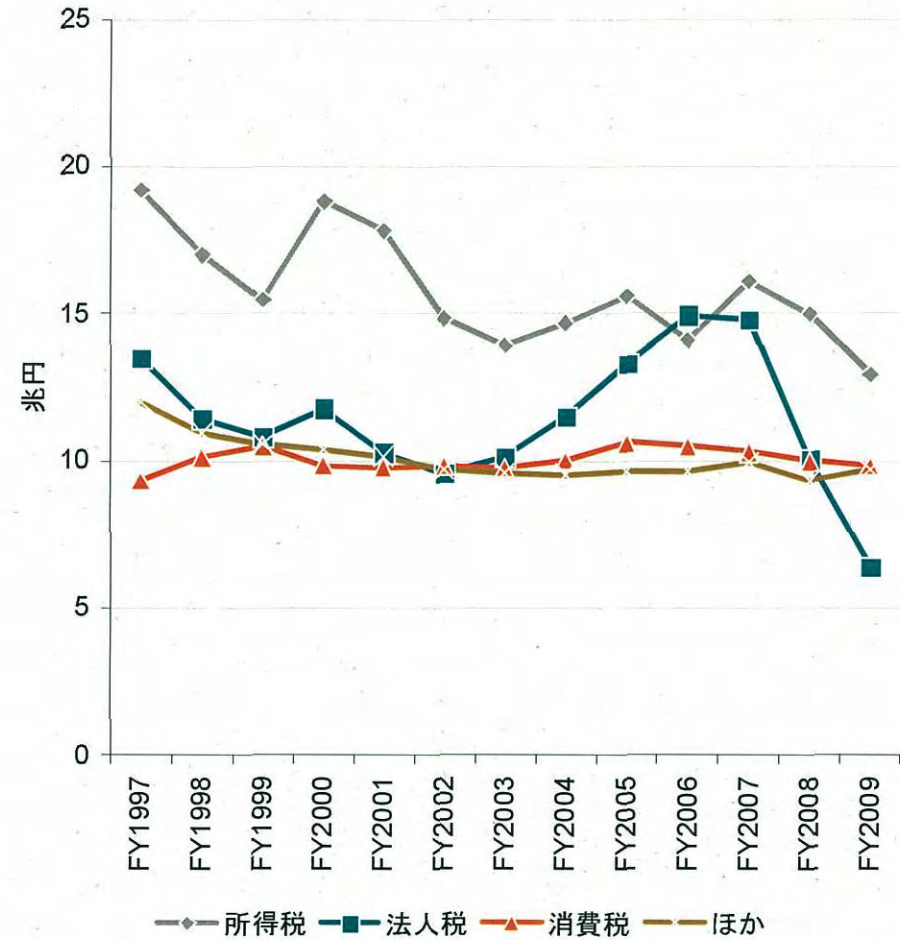
財政リスク:プライマリーバランスをゼロにするのは可能

2010年度:歳出—税収は55兆円、公債発行額は44兆円、PBは24兆円(現在の消費税収入は10兆円程度)

歳入・歳出



税収内訳

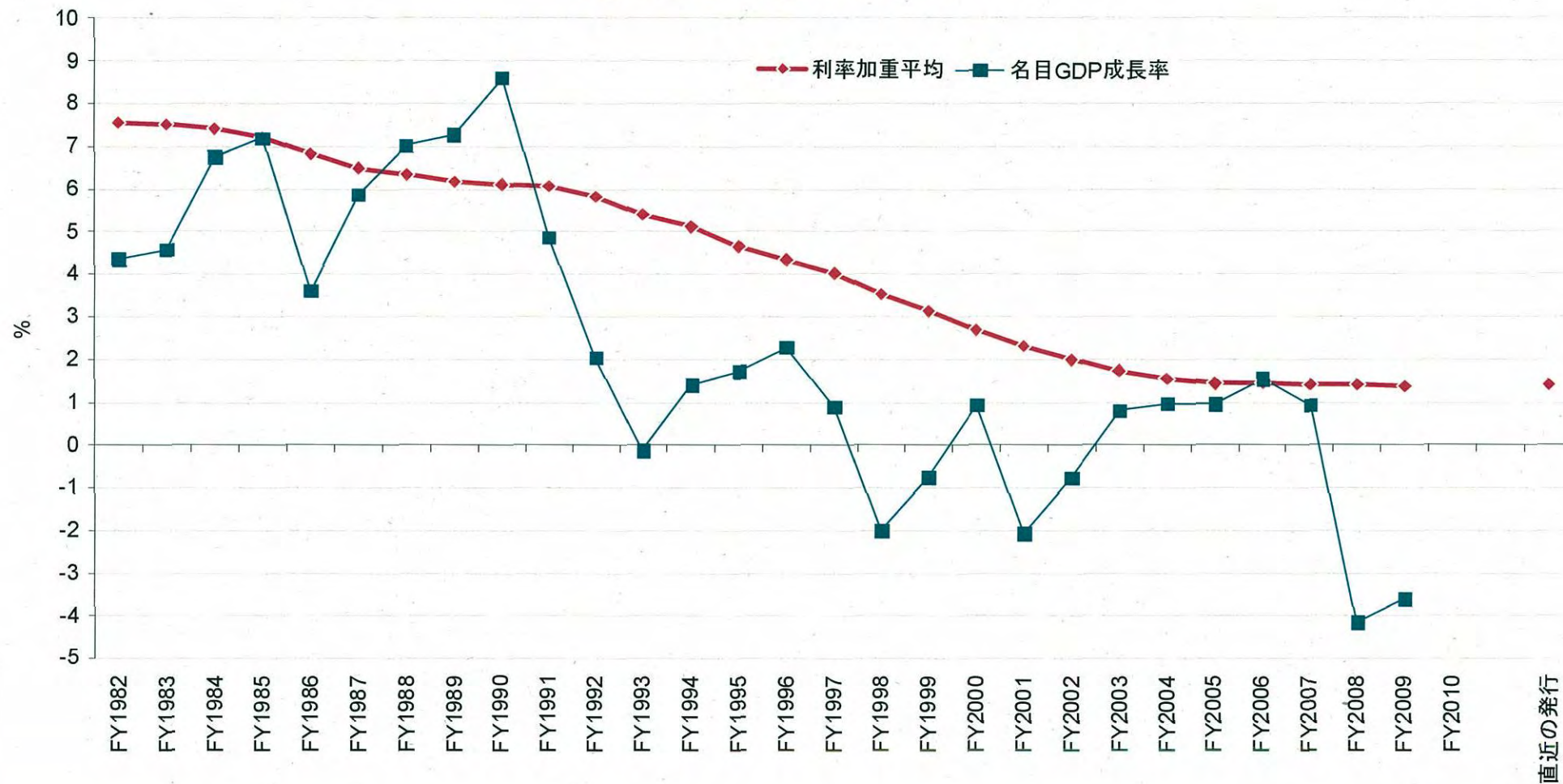


出所:MoF、内閣府、RBS証券

ただし、それでも名目成長率1.5%は必要

利払いコストは考えられうる限界近くまで既に下がっている

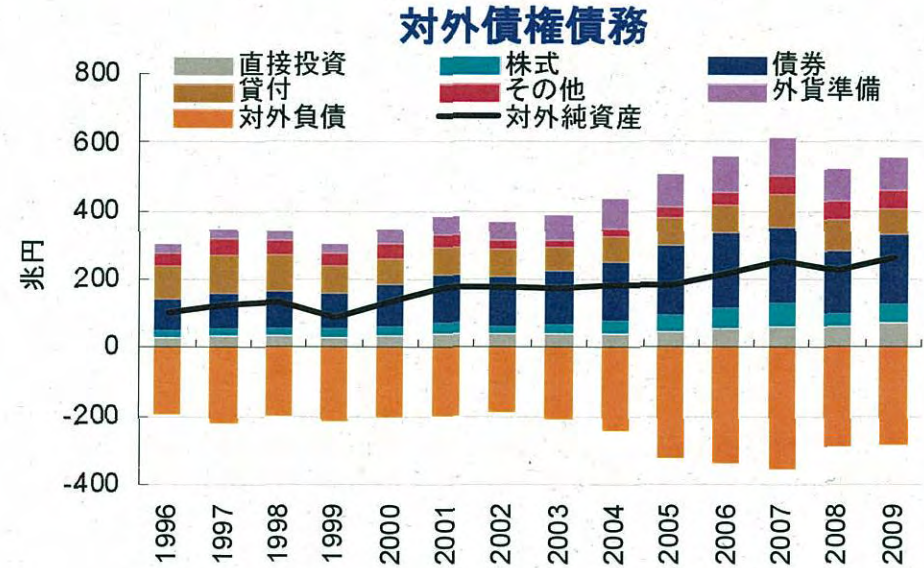
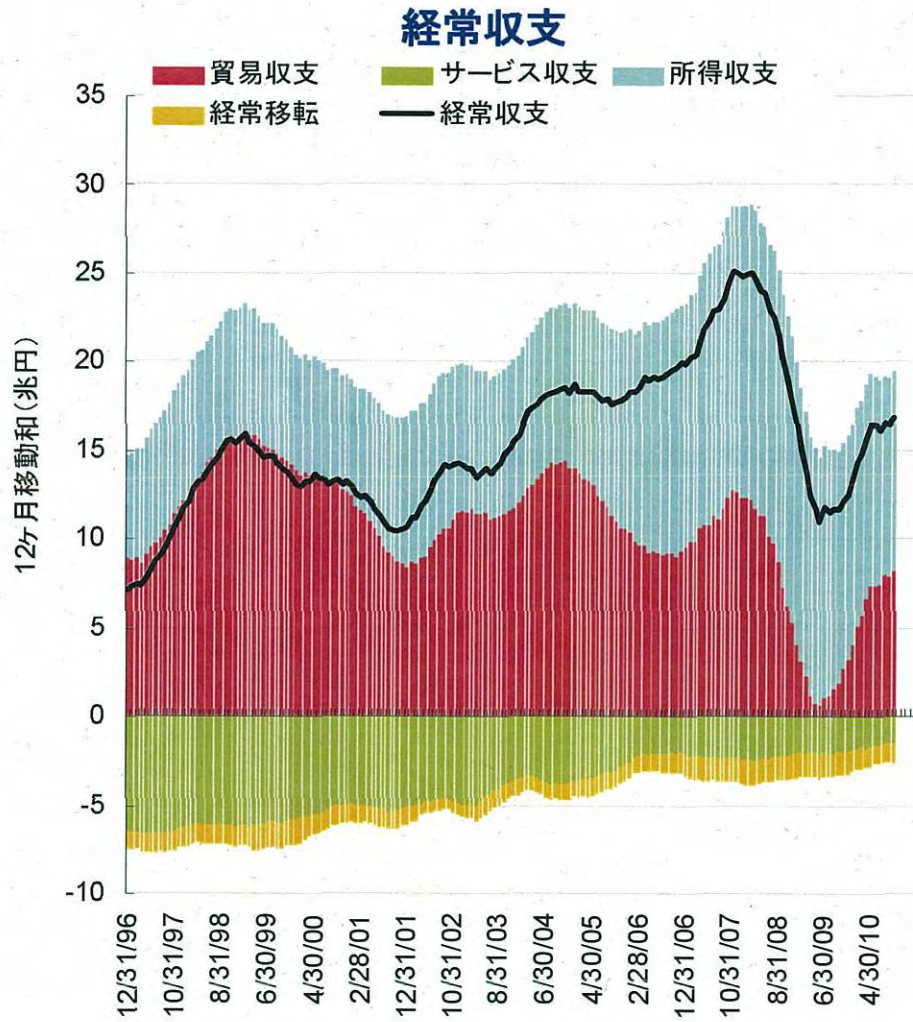
普通国債の利率加重平均



出所: MoF、RBS証券

国際収支

目先の国債需給に懸念は小さいが、経常赤字化までに名目成長率が上昇していなければ、通貨安による調整が加わる

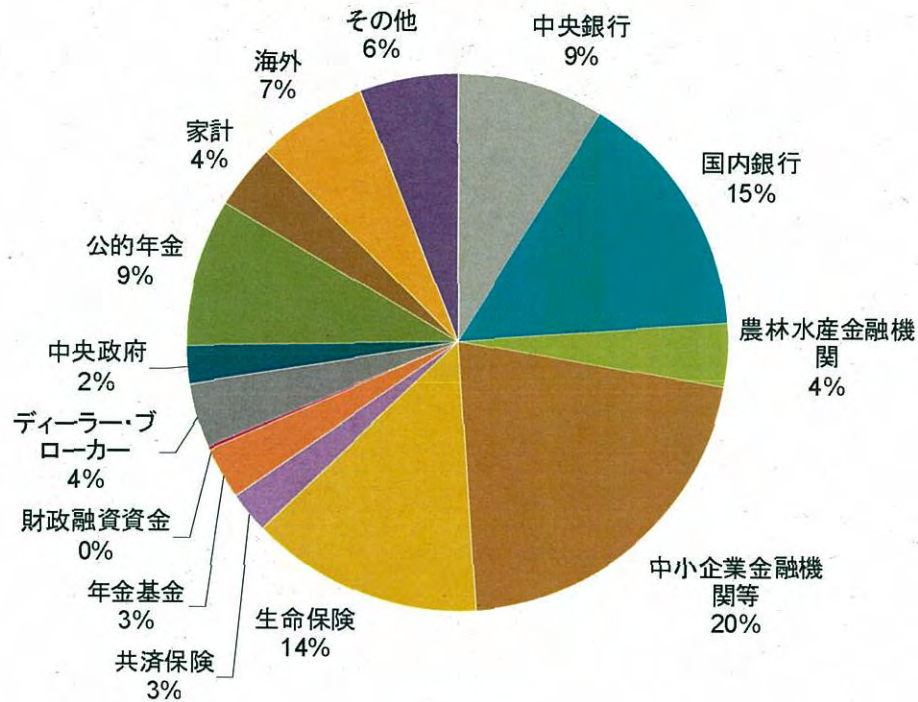


出所: MoF、RBS証券

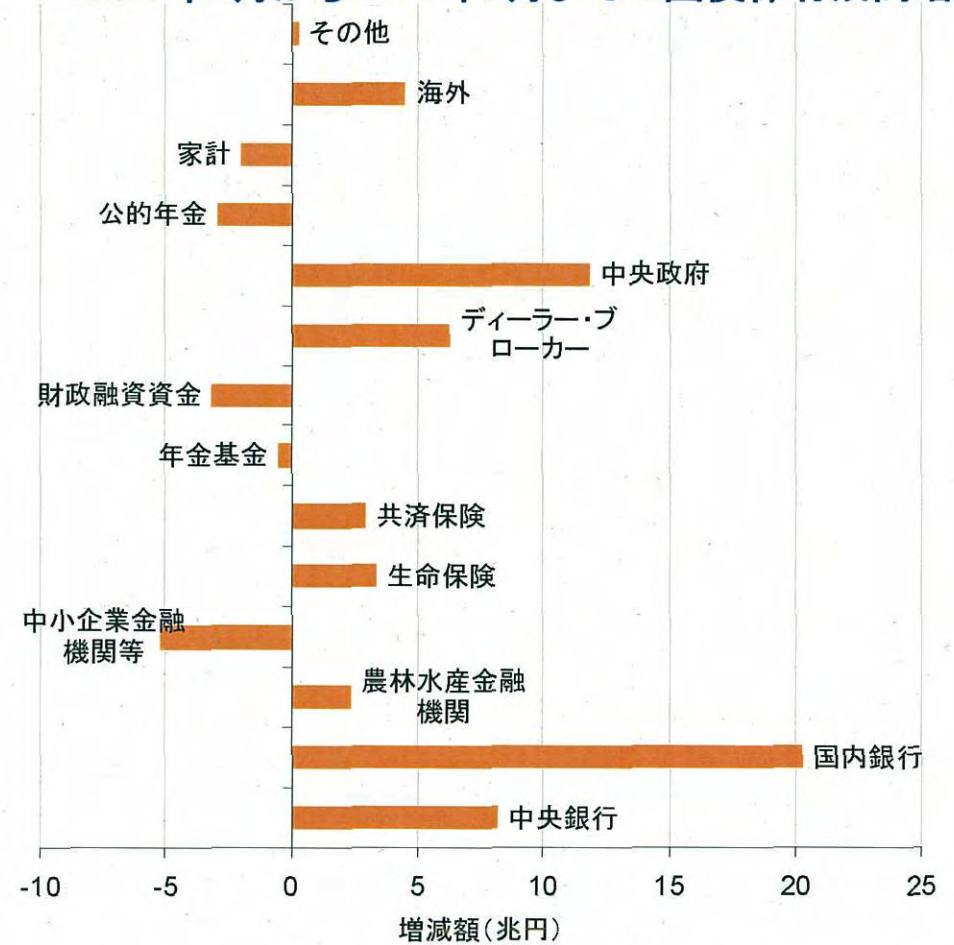
投資家別の国債保有残高増減

発行残高増加分の多くは国内銀行でファンディングされている

2010年9月末国債保有残高



2009年9月から2010年9月までの国債保有残高増減



出所: BoJ、RBS証券

ネット発行額：発行残高増加分の多くは超長期セクター

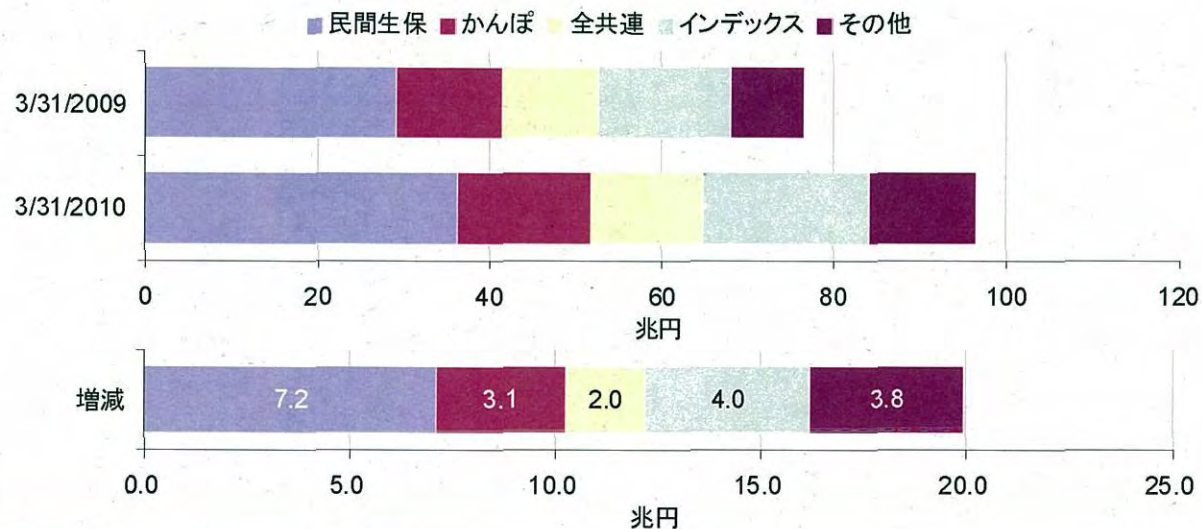
民間生保の超長期に対する潜在的な需要は30-40兆円程度

資金循環的には、預金機関の超長期セクターへの参入(アウトライト or ASW)が不可欠

セクター毎の国債発行残高の増減

	市場出回り額 (2010/3/31時点)		2010年4月から2011年3月までの増減					市場出回り額 (2011/3/31時点)		増減		参考: 2009 年度増減
			発行額	日銀買入 額	財務省買 入消却	短い年限 への移動 分	長い年限 からの移 動分					
1y-5y	201.3	43.5%	62.7	-6.0		-67.8	24.2	214.4	43.2%	13.1	6.5%	9.9
固定利付債	119.7	25.9%	29.6	-6.0		-24.2	3.0	122.1	24.6%	2.4	2.0%	5.1
5y-10y	96.6	20.9%	25.3	-1.2		-3.0		117.7	23.7%	21.1	21.8%	20.0
10y-40y	39.7	8.6%		-0.7	-1.0			38.1	7.7%	-1.7	-4.2%	-2.0
15年変動利付債	5.3	1.1%		-0.2	-1.5			3.6	0.7%	-1.7	-32.0%	-2.9
10年物価連動債	462.7	100.0%	117.6	-14.2	-2.4	-95.0	27.2	495.9	100.0%	33.2	7.2%	30.1
合計												

超長期国債の投資家別保有残高



出所: MoF、BoJ、RBS証券

10年後10年で見た超長期

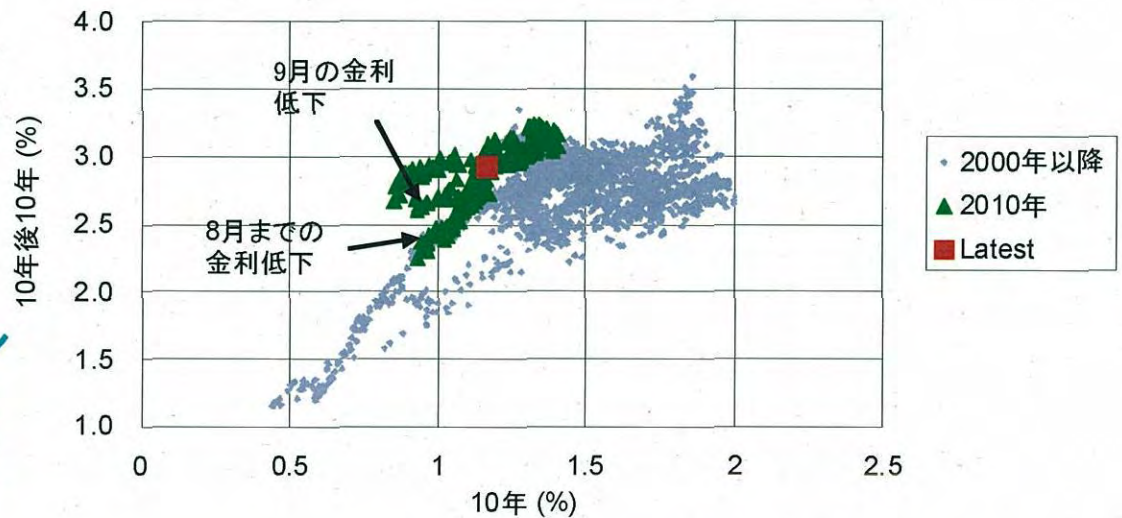
10年後10年の過去10年のレンジは2.5-3.0%辺り

潜在成長率+期待インフレ率が2.5%を大きく割りこむ世界では長期的に見て債務維持不能

- そのような低い名目成長率を見る投資家は財政リスクプレミアムを要求するだろう
- 逆に、新成長戦略に基づいた名目3%成長を信用する投資家であれば、10年後10年3%の位置で財政リスクプレミアムなしで買う理由にはなる



過去の推移も含めて考えると、2.5-3.0%のレンジを下回る水準は長続きしない。カーブバランス上の需給の悪さを考えると、数年内に3.0-3.5%のレンジ変更の可能性も



出所:RBS証券

参考: 経済見通し

		2009	2010	2011	2012	Q3 10	Q4 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11	Q1 12	Q2 12	Q3 12	Q4 12	
米国	GDP	前期比年率	-2.6	2.8	2.9	3.8	2.5	2.6	2.7	3.3	3.6	3.8	4.0	3.9	3.7	3.6
	失業率	%	9.3	9.7	9.3	8.1	9.6	9.7	9.6	9.5	9.3	9.0	8.6	8.2	7.8	7.5
	CPIコア	前年比、%	2.3	1.7	1.0	1.4	1.2	0.4	1.4	1.8	2.1	2.3	2.4	2.5	2.7	2.7
	政策金利	%	0 to 25bp	0 to 25bp	0 to 25bp	3.25	0 to 25bp	0 to 25bp	0 to 25bp	0 to 25bp	0 to 25bp	0 to 25bp	0.75	1.75	2.75	3.25
	10年金利	%	3.85	2.50	3.50	4.80	2.51	2.50	2.60	2.70	3.00	3.50	3.70	4.20	4.60	4.80
ユーロエリア	GDP	前期比	-4.0	1.7	1.3	1.3	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
	失業率	%	9.9	10.2	10.0	9.8	10.2	10.2	10.2	10.1	10.1	10.0	10.1	9.9	10.0	9.8
	CPIコア	前年比、%	1.3	1.0	1.6	1.6	1.0	1.1	1.5	1.6	1.5	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5
	政策金利	%	1.00	1.00	1.50	2.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50
	10年金利	%	3.39	3.04	3.00	3.10	2.28	3.04	2.60	2.60	2.75	3.00	3.10	3.20	3.25	3.10
英国	GDP	前期比	-5.0	1.7	1.8	2.4	0.8	0.4	0.2	0.2	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
	失業率	%	7.6	7.8	7.9	8.0	7.7	7.6	7.6	7.8	8.0	8.1	8.1	8.0	8.0	7.9
	CPIコア	前年比、%	1.8	2.8	2.5	1.0	2.6	2.7	2.8	2.8	2.5	2.0	1.3	0.5	0.8	1.3
	政策金利	%	0.50	0.50	1.00	2.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	1.00	1.50	2.00	2.25	2.50
	10年金利	%	4.11	3.20	3.70	0.00	2.95	3.20	3.20	3.40	3.50	3.70				
日本	GDP	前期比年率	-6.3	4.3	1.4	1.8	4.5	-0.5	1.0	1.1	1.7	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7
	失業率	%	5.1	5.0	4.7	4.4	5.0	4.8	4.7	4.7	4.7	4.5	4.5	4.5	4.4	4.3
	CPIコア	前年比、%	-1.3	-1.0	-0.4	-0.2	-1.1	-0.6	-0.7	-0.4	0.0	-0.5	-0.5	-0.3	-0.2	0.1
	政策金利	%	0.10	0 to 0.10	0 to 0.10	0 to 0.10	0 to 0.10	0 to 0.10	0 to 0.10	0 to 0.10	0 to 0.10	0 to 0.10	0 to 0.10	0 to 0.10	0 to 0.10	0 to 0.10
	10年金利	%	1.30	0.90	1.55	1.75	0.80	0.90	1.25	1.30	1.50	1.55	1.55	1.55	1.65	1.75
オーストラリア	GDP	前期比	1.3	2.8	3.7	3.6	0.2	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
	失業率	%	5.6	5.2	4.8	4.8	5.2	5.1	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
	CPIコア	前年比、%	3.7	2.7	2.9	3.5	2.4	2.6	2.4	2.7	3.1	3.4	3.6	3.6	3.5	3.2
	政策金利	%	3.75	4.75	6.00	6.00	4.50	4.75	5.25	5.50	5.75	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
	10年金利	%	5.50	5.50	5.75	5.75	5.30	5.50	5.50	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
日本除くエマージングアジア	GDP	前年比、%	6.2	9.4	7.7	7.3	9.0	7.9	7.2	7.6	7.8	7.9	7.8	7.7	7.3	7.1
中国	GDP	前年比、%	9.1	10.0	9.0	8.0	9.6	9.0	8.3	9.0	9.0	9.0	9.0	8.5	7.7	7.5
インド	GDP	前年比、%	5.8	10.0	8.1	8.1	10.6	8.3	8.0	8.2	8.3	8.0	7.8	8.5	8.6	8.5

出所: RBS証券

グローバル・ディスクレーマー

この資料はアール・ビー・エス証券会社東京支店(以下、関連会社を含め「RBS」といいます。)が情報の提供のみを目的として作成したものであり、内容は確定したものではなく予告なく変更されることがあります。この資料は、貴社のみがご利用することを予定したもので、この資料に表示されるお取引等をなさる前に、貴社が、潜在的なリスクやリターンを十分にご理解され、投資目的、ご経験、財産その他の状況に鑑み、貴社にとって適切なお取引であると判断されることを前提に提供しています。お取引にあたりましては、必要に応じて、専門家にご相談いただきますようお願い申し上げます。

RBSは、貴社のアドバイザーとして行動することではなく、お取引について受託者責任を負う立場にはございませんので、RBSの行為を助言や推奨と解して依拠することなく、貴社でご判断いただきますようお願い申し上げます。また、この資料に記載された事項は、法務、税務、規制、会計、投資の助言ではなく、貴社との有価証券の売買の勧誘、貴社が発行する有価証券の引受け、もしくは貴社への信用の提供等または貴社を代理して上記行為をなすことを意図したものではないことをご了承ください。RBSは、この資料について如何なる表明や保証を行うものではなく、貴社や貴社のアドバイザーがこの資料をご利用いただいた結果につきましては責任を負いかねますことを併せてご了承ください。

RBS及びその関係会社並びにそれらの役職員や顧客は、この資料に記載された金融商品等に関し、売買、保有、マーケット・メイク等を行うことを含む利害関係を有する場合があります。また、如何なる会社や本書記載の有価証券の発行者に対して、銀行業務、投資銀行業務、信用の提供その他の金融サービスを提供している可能性があり、当該関係が貴社の利益と相反する可能性があります。