

WEEKLY
MARKET
UPDATE

2016年9月19日

SHANE OLIVER
Head of Investment Strategy and Chief Economist,
AMP Capital

金融市場・原油・為替

項目	指数等	2016年9月16日	1週間	1ヶ月	1年	年初来
豪州 関連	S&P/ASX200 指数	5,297	-0.8%	-4.3%	+3.9%	+0.0%
	S&P/ASX200 REIT指数	1,388	-2.1%	-7.9%	+14.8%	+7.5%
	豪州90日バンクビル利回り	1.7	+1bps	-2bps	-43bps	-59bps
	豪州債券10年物利回り	1.9	-2bps	-2bps	-82bps	-99bps
	豪ドル円	76.6	-1.1%	-0.8%	-11.7%	-12.6%
	豪ドル米ドル (セント)	0.7	-0.7%	-2.7%	+4.1%	+2.8%
	豪ドルTWI	63.1	-1.4%	-1.7%	+3.8%	+0.6%
主要株 式市場	米国 S&P500種指数	2,139	+0.5%	-1.8%	+7.2%	+4.7%
	ダウ・ユーロ株価指数	318	-3.1%	-2.3%	-6.1%	-7.8%
	英国 FTSE100指数	6,710	-1.0%	-2.7%	+7.7%	+7.5%
	日本 日経平均株価	16,519	-2.6%	-0.5%	-9.1%	-13.2%
	中国 上海総合指数	3,003	-2.5%	-3.4%	-4.7%	-15.2%
主要 為替 (対円)	米ドル	102.3	-0.4%	+2.0%	-15.2%	-14.9%
	ユーロ	114.1	-1.1%	+0.9%	-16.2%	-12.7%
	英ポンド	133.0	-2.4%	+1.6%	-28.8%	-24.9%
主要国 10年債 利回り	米国	2.11	+14bps	+23bps	-69bps	-77bps
	ドイツ	0.01	-0bps	+4bps	-77bps	-62bps
	英国	0.87	+1bps	+29bps	-107bps	-109bps
	日本	-0.04	-2bps	+5bps	-41bps	-30bps

先週の主な話題

先週の世界の株式市場は、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げが差し迫っているとの観測が後退したことで最終的に米国株式市場は上昇して取引を終えたものの、他の主要株式市場は週前半の米国株式市場の下落の影響を受け下落して取引を終えました。

直近、利上げに向けて前向きな姿勢を示してきたFRBですが、ブレイナード理事が利上げについて「慎重」にすすめるとの発言をするなど再びハト派的な姿勢が見られたこと、弱い米経済指標などを背景に市場が織り込む9月利上げの確率は20%以下となっています。

中央銀行は有効な政策手段を持ち合わせていないのでしょうか？金融政策から財政政策への移行が始まるのでしょうか？中央銀行の政策が尽き今後は財政支出による景気対策に軸足が移るとの思惑がある中、過去数週間の金融市場では債券利回りが上昇し、株式のボラティリティが高まるなど不安定な展開となっています。弊社としては金融政策から財政政策へと政策のシフトが起こるとみていますが、急激な変化は予想していません。

第一に、政府は成長を促進するために構造改革や財政政策（可能な限り）を進める必要がありますが、これらは徐々に進められていくでしょう。

第二に、中央銀行は政府による景気対策を期待していますが、インフレターゲットの目標は中央銀行に課せられているものであり、インフレ率が目標を大きく下回る場面では引き続き対応をする必要があります。

第三に、主要中央銀行はそれぞれ違う状況に置かれており、政策が尽きたと一概に論じるのは適切ではないでしょう。

FRBについては、政策余地があるかという議論ではなく、これまでの金融政策が功を奏した結果、正常化に向けたプロセスに焦点が当たっています。

欧州中央銀行（ECB）については、現在行われている量的緩和プログラムが延長されるかどうかという議論で、そもそも前回の会合では追加緩和は予想されていなかったものの、足元ですぐに追加の対応が迫られているわけではなく、現在のプログラムが続く3月まで猶予は十分に残されています。

日本は相対的にデフレに陥るリスクが高く、日本銀行（BOJ）が直面している問題はより深刻と見ています。BOJは大胆な金融緩和を実施し、2013年と2014年は成功を収めました。足元では様々な要因から苦戦を強いられています。日本がより明確な効果を得るには、ヘリコプターマネー（中央銀行が財政出動を直接ファイナンス）の導入が検討されるべきでしょう。

これらは、政策手段が多く残っている（150bpsの利下げ余地や実施に至っていない量的緩和など）豪州準備銀行（RBA）にとって遠い心配です。また、豪州では堅調な経済成長が続いています。

肝心な点としては、金融政策から財政政策や構造改革へのシフトは望ましい変化ですが、その変化のスピードは緩やかで、国によって具体的な政策は異なるでしょう。よって、債券利回りの急上昇（債券価格がピークアウトする場面で利回りの変動が高まる可能性はありますが）や、株式市場の急落などを引き起こすには至らないでしょう。

豪州では、政府と野党が予算案で向こう4年間に63億豪ドルの緊縮の合意に向かっています。議論が難しい議案についても与野党が協力できる体制にあるという事実は非常に良いニュースです。スーパーアニュエーションにおける合意の両者の歩み寄りを踏まえ、予算案が可決されるのはほぼ確実でしょう。しかしながら、今回合意されると見られる予算案は既に財政健全化の見積もりに含まれており、さらに400億豪ドル程度の緊縮が必要であることから、AAA格付けを失うリスクは完全に払拭されたわけではありません。

世界経済指標(先週発表分)

地域	指標	発表日	期間	予想	結果	前回	修正値
米国	NFIB中小企業楽観指数	09/13	8月	94.8	94.4	94.6	--
米国	ニューヨーク連銀製造業景気指数	09/15	9月	-1.0	-2.0	-4.2	--
米国	フィナンシャル連銀景況	09/15	9月	1.0	12.8	2.0	--
米国	消費者物価指数(前月比)	09/16	8月	0.1%	0.2%	0.0%	--
米国	消費者物価指数(前年比)	09/16	8月	1.0%	1.1%	0.8%	--
米国	PPI(除食品・エネルギー、前年比)	09/15	8月	1.0%	1.0%	0.7%	--
米国	新規失業保険申請件数	09/15	9月10日	265千人	260千人	259千人	--
米国	小売売上高(除自動車/前月比)	09/15	8月	0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
欧州	ZEW調査(期待)	09/13	9月	--	5.4	4.6	--
欧州	鉱工業生産(季調済/前月比)	09/14	7月	-1.0%	-1.1%	0.6%	0.8%
中国	鉱工業生産(前年比)	09/13	8月	6.2%	6.3%	6.0%	--
中国	小売売上高(前年比)	09/13	8月	10.2%	10.6%	10.2%	--
中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	09/13	8月	7.9%	8.1%	8.1%	--
豪州	NAB企業景況感	09/13	8月	--	7.0	8.0	9
豪州	カストマー消費信頼感指数	09/14	9月	--	101.4	101	--
豪州	正規雇用者数変化	09/15	8月	--	11.5千人	-45.4千人	-43.4千人
豪州	雇用者数変化	09/15	8月	15.0千人	-3.9千人	26.2千人	26.2千人
豪州	失業率	09/15	8月	5.7%	5.6%	5.7%	--

先週発表された米国経済指標の多くが、事前予想を下回る内容となりました。

イングランド銀行（BOE）は、先月の会合で金融緩和策を発表したこと、また景気に対する見通しの改善を背景に、今月は現状の政策を維持しました。

ユーロ圏の7月の鉱工業生産は下落しましたが、8月の企業景況感購買担当者景気指数は改善を見せる内容となりました。

中国では、8月の経済指標が予想を上回る内容となっており、6.5-7%程度での巡航速度の経済成長が続くとの見通しが強まっています。

豪州では、企業景況感と消費者信頼感については楽観的な見方が広がった一方、雇用指標は強弱入り混じる内容となっています。総合的には、豪州の信頼感は問題ない水準と言えるでしょう。8月の雇用指標は、雇用の伸びは前年比1.5%と堅調で失業率は低下傾向にあるものの、フルタイムの伸びが限定的であることから依然として失業率の絶対水準は高く、豪州の労働市場には改善の余地が残されていることは明らかです。しかし、言い換えれば景気の拡大余地があるということでしょう。

今週の注目点(今週発表分)

地域	指標	発表日	期間	予想	結果	前回	修正値
米国	NAHB住宅市場指数	09/19	9月	60	65	60	59
米国	建設許可件数	09/20	8月	1165千件	--	1152千件	1144千件
米国	中古住宅販売件数(前月比)	09/22	8月	1.1%	--	-3.2%	--
欧州	マーケットユーロ圏コンポジットPMI	09/23	9月速報値	52.8	--	52.9	--
豪州	住宅価格指数(前期比)	09/20	第2四半期	2.8%	--	-0.2%	--
豪州	住宅価格指数(前年比)	09/20	第2四半期	5.1%	--	6.8%	--
豪州	技術職求人(前月比)	09/21	8月	--	--	-0.6%	--

今週は、市場が待ちに待っていたFRBによる利上げの判断と、BOJによる'総括的な検証'が明らかになります。ともに水曜日に発表される予定です。

弊社ではFRBは現状の政策金利を維持すると見ています。雇用が堅調な回復を見せる一方、ISM企業景況感や鉱工業生産、小売売上高は弱含む展開となるなど、直近の経済指標は強弱入り混じる内容となっています。抑制された賃金の伸び、また、FRBが最も重要視するインフレ指標のPCEコア・デフレーターが前年比1.6%の伸びに留まる限り、利上げを急がず様子を見るという選択肢をとることが可能です。グローバルの経済成長が抑制された回復に留まる中、FRBによる利上げによって米ドルが再び上昇基調となれば、米国経済の重石となることに加え、為替市場や中国を含め新興国における軋轢を引き起こす可能性があります。9月の利上げを完全に排除することはできませんが、米国の金利先物市場で市場が織り込む9月の利上げの可能性は20%と低いため、予想外の利上げは市場の混乱に繋がることから、FRBは利上げの見送りを選択するでしょう。弊社としては、FRBは利上げの見送りを決定すると同時に、経済の見直しを通じて12月の利上げを示唆するメッセージを送ると見ています（FRBによる金利予測であるドットプロットは、今年2回の利上げから1回の利上げに変更が反映されるでしょう）。利上げの判断は経済指標次第ということが繰り返し言及されるでしょう。

BOJの政策決定会合に向けて、大胆な金融緩和が発表されるという期待は低く、発表される政策は微調整程度となる見込みです。2%のインフレターゲットの導入と強力な金融緩和を発表した当初は絶大な効果が見られましたが、その後、消費税の引き上げが日本の景気のみならず、原油安がインフレの低下圧力となったことから、昨年の中盤から円高と株安が進んでいます。2%のインフレ目標は、より長期的な時間軸での目標という位置づけになりつつあります。BOJは、国債の買入れ額を増やすのに消極的になりつつあり、短期の債券を購入することでイールドカーブのステイプ化と、実現可能であればマイナス金利の深堀りを目指していると一部の分析レポートで指摘されています。現実的に考えられる次の策としては、BOJが財政出動を直接ファイナンスするヘリコプターマネーで、公的債務をこれ以上増やすことなく国債買入れによる金融緩和よりも高い効果が期待できます。しかしながら、BOJは財政政策との緊密な連携に懸念を抱いている可能性があり、すぐにヘリコプターマネーが導入されるかどうかは不透明です。

豪州では比較的イベントの少ない一週間となるでしょう。RBAの議事録とロウ総裁による議会証言などが予定されており、金融政策の先行きを占う上で注目されます。

相場の見直し

今週FRBが市場の予想通り利上げを見送れば、株式市場は短期的に上昇する可能性があります。しかし、2月以降上昇トレンドが続いており、次の数ヵ月において調整が入りやすい状況に変わりありません。9月と10月は季節的に株式市場が不安定になりやすい時期であることに加え、FRBの動向、イタリアの銀行問題、イタリアの上院改革をめぐる憲法改正の国民投票を巡るリスクや、米国大統領選、世界経済成長を巡る懸念など、株式市場にとって大きなイベントが控えています。しかしながら、短期的な調整局面を経た後、株式市場は適正なバリュエーション、世界的な超金融緩和政策、そして緩やかな世界の経済成長を背景に、その後1年間にわたって上昇基調を辿ると見ています。

超低水準の債券利回りにより、中期的には債券からのリターンは軟調となる見込みです。しかし、力強さを欠く世界経済成長、余剰生産能力、低インフレ及び現在進行形の様々なイベントリスクを鑑みると、過度に弱気になることは難しいと思われます。とはいえ、最近の債券利回りの上昇はまだ不十分で、利回りが急上昇するリスクは残っており、市場はまさに今そのリスクに直面しています。

商業用不動産やインフラ資産は、今後も投資家による利回り追求の動きから恩恵を享受する見通しです。

今後1年間の主要都市の住宅価格の上昇率については、購買能力の低下や融資基準の厳格化、供給量の増加によってシドニー、メルボルンでの過熱感が沈静化に向かうと想定されるため、3%程度に鈍化することが見込まれます。

現金および銀行預金からのリターンは低迷するでしょう。

FRBが引き続き利上げを見送る場合、豪ドルが再び4月の高値となる1豪ドル0.78米ドルを試す展開が予想され、RBAにとっては困難な状況が続くことになるでしょう。しかし、豪ドルはまだフェアバリュー（適正価値）を上回っていることから、長期的には下落基調となることが予想されます。というのも、RBAが政策金利の引き下げを行っている一方で、FRBはいずれ利上げを再開すると見られており、今後、金利差の縮小が見込まれることや、引き続き豪州国債の格下げリスクが高まっていること、コモディティ価格が依然として安値圏で安定して推移していること、豪ドルがフェアバリューを下回るのも珍しいことではないためです。