



2016年9月26日



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

先週の主な話題

項目	指数等	2016年9月23日	1週間	1ヶ月	1年	年初来
豪州 関連	S&P/ASX200 指数	5,431	+3.9%	-2.2%	+8.7%	+2.6%
	S&P/ASX200 REIT 指数	1,418	+2.8%	-5.9%	+18.2%	+9.8%
	豪州 90 日バンクビル利回り	1.7	-1bps	+0bps	-45bps	-60bps
	豪州債券 10 年物利回り	1.9	+2bps	-6bps	-79bps	-92bps
	豪ドル円	77.0	+0.7%	+0.9%	-8.6%	-12.1%
	豪ドル米ドル(セント)	0.8	+2.1%	+0.1%	+8.9%	+4.6%
	豪ドル TWI	64	+1.7%	+0.3%	+6.3%	+2.1%
主要株 式市場	米国 S&P500 種指数	2,165	+1.8%	-1.0%	+11.7%	+5.9%
	ダウ・ユーロ株価指数	328	+2.4%	+1.1%	+1.5%	-5.0%
	英国 FTSE100 指数	6,909	+3.5%	+0.6%	+14.5%	+10.7%
	日本 日経平均株価	16,754	+0.8%	+1.6%	-7.3%	-12.0%
	中国 上海総合指数	3,034	+1.0%	-1.8%	-2.6%	-14.3%
主要 為替 (対円)	米ドル	101.0	-1.4%	+0.8%	-16.0%	-16.0%
	ユーロ	113.4	-1.6%	+0.0%	-15.7%	-13.2%
	英ポンド	130.9	-3.5%	-1.1%	-28.6%	-26.1%
主要国 10 年債 利回り	米国	2.00	-10bps	+15bps	-67bps	-88bps
	ドイツ	-0.08	-10bps	+1bps	-68bps	-71bps
	英国	0.73	-14bps	+19bps	-107bps	-123bps
	日本	-0.05	-2bps	+4bps	-36bps	-31bps

(出所: Bloomberg のデータに基づき AMP キャピタル・インベスターズ作成)

先週の主な話題

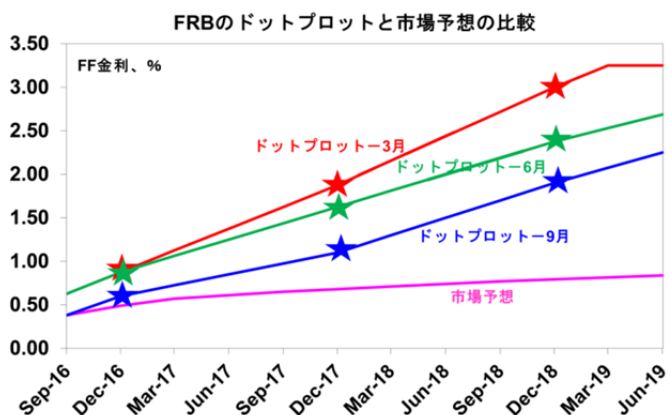
日本銀行(BOJ)と米連邦準備制度理事会(FRB)からの発表を受けて、先週は株式市場が上昇し、債券利回りが下落する中、商品価格は上昇し、米ドルは下落しました。市場がリスク・オンの環境となったため豪ドルは対ドルで上昇し、1豪ドル 0.76 米ドルまで上昇しました。

先週の株式市場は中央銀行の動向に大きく左右されましたが、中央銀行からの発表は市場の懸念とは裏腹にはるかに良好な内容となり、特に数週間前に懸念されていた「政策の手詰まり」を裏付ける内容とは明らかに異なりました。

BOJ の発表によると、初期のアベノミクスで見られたような「衝撃と迫力」には欠けたものの、2%のインフレ目標を超過することに対するコミットメントや、目標が達成されるまでマネタリーペースを(量的緩和と通じて)拡大させることによって、インフレ期待を高めるための大幅な取り組みの改善が導入されました。言い換えれば、量的緩和を無期限に続けることとなります。また国内銀行に対する側面支援として、BOJ はイールドカーブのフラット化の回避に取り組むと発表しました。さらに追加的措置を取る用意があることも強調しています。ただ、「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)」の導入なしに、BOJ がインフレ目標の達成に向けた努力を続けることに対しては懐疑的な見方もあり、特に日本円が対ドルで 100 円付近にある現状では、目標の達成は困難であると予想されます。しかし今回の BOJ の発表は、一部の投資家の懸念をよそに、予想以上に強気な内容となりました。

FRB が金利を据え置いたのは予想通りでしたが、FRB から発表されたコメントが僅かしかタカ派寄りとならなかった点は、市場にとって大きなサプライズであったと考えられます。今回の連邦公開市場委員会(FOMC)では、利上げの根拠が強まっており、経済見通しのリスクもほぼバランスが取れているとして、3 人の FOMC メンバーが利上げに賛成票を投じました。一方で、雇用改善と物価上昇のさらなる証拠を待っている状態

が続いており、またイエレン FRB 議長はインフレ率低下よりもインフレ率上昇に対して効果的な手段をとることが可能であると強調しました。FRB は引き続き政策金利の緩やかな上昇を望んでいることから、FOMC 参加者の政策金利予想を示すドットプロットは引き続き低下しました。現在のドットプロットでは 2016 年の利上げが 1 回、2017 年の利上げはわずか 2 回で、同年の予想中立金利は今年 6 月の 3% から 2.9% までの低下が予想されています。



出所: FRB, Bloomberg, AMP キャピタル

弊社の基本シナリオは 12 月に 1 回の利上げですが、これが実現するには今後 3 カ月にわたり継続的に米国の好調な経済指標が発表される必要があります。12 月の FOMC が近づくとつれ、米国株式市場のボラティリティは上昇すると予想されますが、引き続き FRB は市場にとって下支えとなる政策を維持すると考えられます。

豪州では、新たに豪州準備銀行(RBA)の総裁に就任したフィリップ・ロウ氏とモリソン財務相が、物価目標に対する柔軟性を高めることや、期待を誘導することの重要性に対して言及することで、中期的な物価目標である 2~3% を堅持すると発表しました。インフレ・ターゲットは豪州経済にとってこれまで有効であり、このターゲットの数値を引き下げることには政策に対する信用を低下させる可能性があります。一方で、ターゲットの柔軟性を重視することにより、RBA はインフレ率が目標を単に下回っているだけで機械的に政策金利を引き下げる必要がなくなる一方で、同様に、インフレ率は妥当な期間内で目標に達するという期待を導くことが可能となります。この点を考慮すると、今回の RBA 議事録とロウ総裁の議会証言は、政策金利の見直しに関して中立的となりました。低インフレ率は続く見通しであり、世界各国での金融刺激策の維持や FRB の利上げの遅れによる豪ドルの上昇リスク、インフレ期待の管理といった点は、政策金利引き下げの裏付け材料となりますが、堅調な経済成長見通しや、特に住宅関連の金融の不安化リスクは利下げの反対材料となります。このため、RBA が追加利下げに踏み切るかどうかは僅差の判断となる見通しです。ロウ総裁が今後の利下げは次回の物価指数データの内容により判断すると発言したため、10 月後半に発表される 7-9 月期のインフレ率は、11 月に開催される理事会の判断に非常に大きな影響を与えることが予想されます。

結果として、各国の中央銀行の姿勢はほぼ同じであり、より高い経済成長とインフレ率を望んでいます。また中央銀行は、政府による財政政策で経済を下支えして欲しいと望んでいますが、これには暫く時間を要するでしょう。世界各国の金融政策は暫く緩和状態が続くと予想され、これは短期的なイベント・リスクはあるものの、概して株式やリスク資産にとってポジティブな環境が続くことを意味しています。

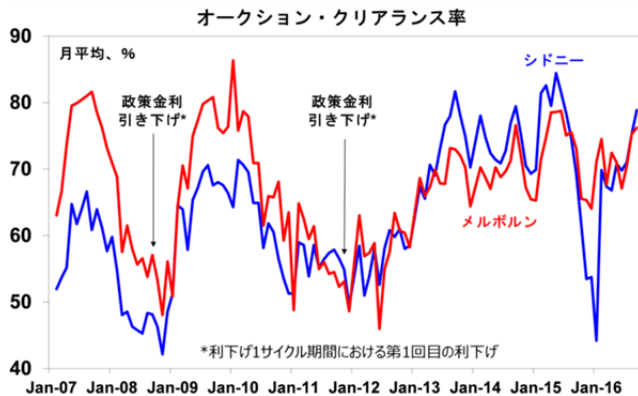
## 世界経済指標

地域	指標	発表日	期間	予想	結果	前回	修正値
米国	マークイット米国製造業 PMI	09/23	9 月速報値	52	51	52	--
米国	住宅着工件数	09/20	8 月	119 万件	114.2 万件	121.1 万件	121.2 万件
米国	中古住宅販売件数	09/22	8 月	545 万件	533 万件	539 万件	538 万件
米国	NAHB 住宅市場指数	09/19	9 月	60.0	65.0	60.0	59
米国	新規失業保険申請件数	09/22	9 月 17 日	26.1 万件	25.2 万件	26.0 万件	--
欧州	マークイットユーロ圏コンポジット PMI	09/23	9 月速報値	52.8	52.6	52.9	--
豪州	住宅価格指数(前年比)	09/20	第 2 四半期	5.1%	4.1%	6.8%	--
豪州	住宅価格指数(前期比)	09/20	第 2 四半期	2.8%	2.0%	-0.2%	--

先週発表された米国経済指標は、まちまちの内容となりました。住宅着工件数の減少は南部での落ち込みや天候に起因し、中古住宅販売件数の減少は供給に関連するものであるため、一時的な悪化と考えられます。

中国では、9 月のマーケット・ニュース・インターナショナル(MNI) 中国企業景況感指数が前月比で上昇し、中国経済の安定化に対して確信が高まっています。

豪州統計局(ABS)のデータによると、住宅価格は緩やかな上昇が続いています。オークションの在庫処分率の上昇で示されるように、同地域の不動産価格は今後更に上昇する可能性があり、豪州健全性規制庁(APRA)が注視すべき問題となっています。



出所: APM/Domain、AMP キャピタル

一方で、豪州の人口は3月末に2,400万人に達しました。豪州の人口増加はピークとなった2008年の前年比2.1%から、直近では1.4%と安定化に向かっていますが、他の先進国と比較して人口増加率は依然として高いため、潜在的な経済成長や長期的な住宅需要が後押しされることが予想されます。

### 今週の注目点

地域	指標	発表日	期間	予想	結果	前回	修正値
米国	消費者信頼感指数	09/27	9月	98.8	--	101.1	--
米国	耐久財受注(前月比)	09/28	8月速報値	-1.5%	--	4.4%	--
米国	PCEコア(前月比)	09/30	8月	0.2%	--	0.1%	--
欧州	消費者信頼感	09/29	9月確定値	-8.2	--	-8.2	--
欧州	CPIコア(前年比)	09/30	9月速報値	0.9%	--	0.8%	--
日本	失業率	09/30	8月	3.0%	--	3.0%	--
日本	鉱工業生産(前月比)	09/30	8月速報値	0.5%	--	-0.4%	--
日本	全世帯家計調査支出(前年比)	09/30	8月	-2.1%	--	-0.5%	--
日本	全国CPI(前年比)	09/30	8月	-0.5%	--	-0.4%	--
中国	Caixin 中国 PMI 製造業	09/30	9月	50.1	--	50.0	--
豪州	民間部門信用(前月比)	09/30	8月	0.5%	--	0.4%	--
豪州	求人情報	09/29	8月	--	--	-1.9%	--
豪州	HIA 新築住宅販売(前月比)	09/30	8月	--	--	-9.7%	--

FRB より様々な声明発表が予定されていますが、特にイエレン議長による議会証言とスピーチは今後の政策金利見通しを占う試金石として注目を集めると予想されますが、FOMC 直後であることから、目新しいものはないと考えられます。米大統領選のテレビ討論会が今週より始まりですが、市場関係者は同選挙に注目しており、投資市場は後押しを受けると予想されます。

### 相場見直し

株式市場は、BOJ や FRB の金融政策により短期的には後押しを受けるものの、今後数か月間は、更なる株価の調整やボラティリティの高い展開が予想されます。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、米国大統領選におけるトランプ氏の支持の上昇、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。

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。

当資料は、投資の参考となる情報の提供を目的として、AMP キャピタル・インベスターズ・リミテッド（オーストラリアにおける登録番号：ABN 59 001 777 591; AFSL 232 497）から提供された情報をもとに AMP キャピタル・インベスターズ株式会社が作成したものであり、特定の有価証券への投資を勧誘する目的で作成したものではありません。当資料は、各種の信頼できると考えられる情報に基づいて作成されており、情報の正確性、完全性が保証されているものではありません。当資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。当資料の記述内容、数値、グラフ等は作成時点のものであり、予告なく変更される場合があります。

AMP キャピタル・インベスターズ株式会社

登録番号： 関東財務局長（金商）第 85 号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会