

19 SEPTEMBER 2017

CONTACT

research@anz.com

INSIDE

Overview	2
Forecasts	4
Data and event calendar	6
Five weeks at a glance	7

CONTRIBUTORS

David Plank
Head of Australian Economics
david.plank@anz.com

Felicity Emmett
Senior Economist
felicity.emmett@anz.com

Daniel Gradwell
Senior Economist
daniel.gradwell@anz.com

Jo Masters
Senior Economist
joanne.masters@anz.com

Cherelle Murphy
Senior Economist
cherelle.murphy@anz.com

Giulia Lavinia Specchia
Economist
specchig@anz.com

バイアス指数と反応関数—どちらを追うべきか; 不完全就業率と賃金; 雇用は現在オーバーシュート

- 当社の RBA バイアス指数は 2018 年上期に 50bp の利上げが実施されるとしており、当社の RBA 反応関数が示唆するよりも積極的な路線を示している。この違いは、金融の安定に対して RBA の注目度が高まっている点をバイアス指数が反映しているからだ当社では考えている。この要素は反応関数では測定されない。
- マクロブロード政策が金融の安定に関する懸念に対処するもう一つの手段であることから、上昇する RBA バイアス指数が金利に関して示す意味を大幅に割り引いて考えなければいけないのかも知れない。この点に関する唯一の問題は、金融の安定に対する懸念が既にキャッシュレートの設定に影響を与えたと RBA が明らかにしたことだ。従って、これらの懸念は金利設定に重要なのだ。
- 不完全就業率はじりじりと低下し、賃金上昇の可能性を高めている。しかし、賃金の伸びは不完全就業率が示唆するよりも弱かったのではと当社はみている。これは、不完全就業率の低下が必ず賃金の伸びを意味すると想定することに対し注意を喚起している。
- 労働市場はオーバーシュートの領域にあり、この先数か月の間に弱い雇用指標が出てくるリスクが高まっている。当社はこの点を、経済見通しの真の方向転換というよりも、最近の過剰な力強さを反映しているものだと理解する。
- 当社は**住宅アップデート(Housing Update)**を公表した。建設側のデータは当社が以前考えていたよりもいくらか力強いようであることから、目先の住宅投資に関する当社予測の下落幅は縮小した。住宅価格のインフレは概ね当社予想どおり鈍化している。

注目材料

- RBA 議事録(9月19日):** 当社の RBA バイアス指数は、RBA 声明が今年に入り着実にタカ派的になっていることを示している。RBA の 9 月会合の議事録はこの動向を明らかにする。
- RBA 講演(9月20日と21日):** ルーシー・エリス RBA 総裁補はシドニーで 9 月 20 日に講演を行う。RBA 総裁はその翌日にパースで「次の章」という興味深い題で講演を行う。

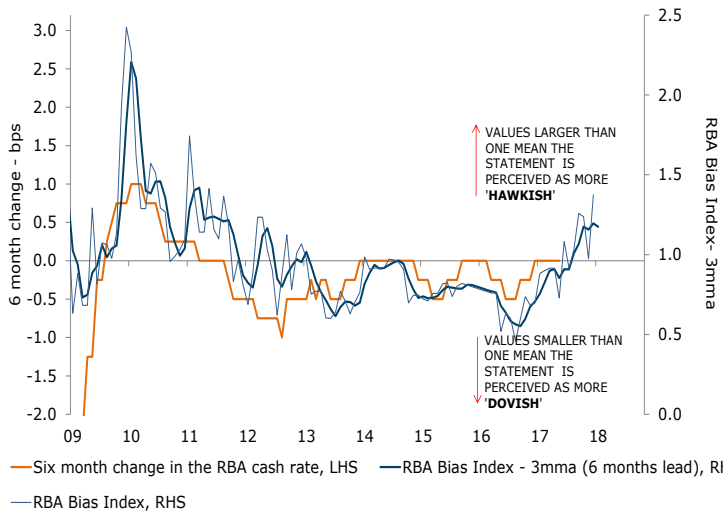
ANZ ヒートマップ

変数と見解	当社見解へのリスク	コメント
GDP 2018 年第 4 四半期 に前年比 2.9%	Neutral 	2017 年第 2 四半期は第 1 四半期よりも堅調だった。年後半は力強さを増しそうだ。
失業率 2018 年末に前年比 5.5%	Neutral 	失業率は基本的に横ばいの見通し。リスクは低下気味。
CPI 2018 年第 4 四半期 に前年比 2.3%	Neutral 	総合インフレは主にエネルギーを反映し上昇するものの、賃金の弱い伸びが引き続きコアインフレの足かせとなっている。
RBA キャッシュレートの 2018 年末に 1.5%	Neutral 	政策金利は 1.5% で据え置かれるとみているが、最新データは上向きリスクの強まりを示唆。
AUD 2018 年 12 月まで に 0.71 米ドル	Neutral 	0.80 ドル台への上昇は行き過ぎとみられる。ただし、米ドルを巡る不確実性が豪ドルをこの辺りで下支えする可能性がある。

RBA バイアス指数と反応関数—現在の言い回しのシフトをどのように測定するか

RBA 会合後の声明のタカ派またはハト派度合いを測る当社 RBA バイアス指数は、RBA の姿勢が着実にタカ派的になっていることを示唆している。最新の声明に基づくと、2018 年上期までに利上げが実施される見込みは大幅に強まったようだ。

図表 1. RBA バイアス指数—利上げを示唆

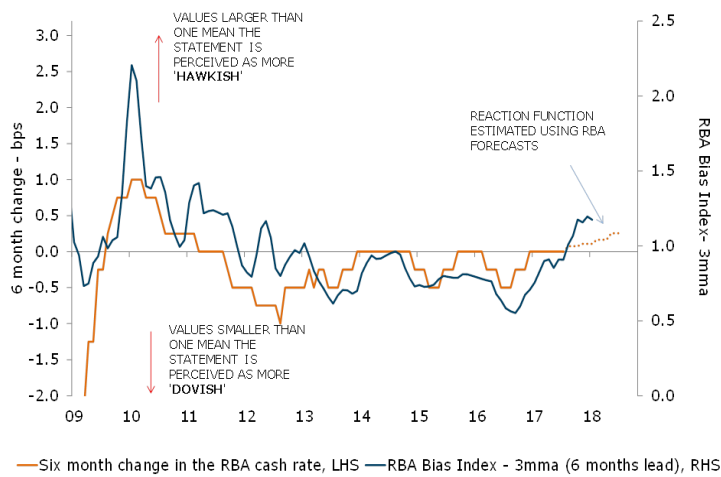


Source: RBA, Google, ANZ Research

RBA の意図を図るもう 1 つの当社指標が RBA 反応関数だ(2017 年 3 月 31 日発行、[RBA 反応関数の進化<The Evolution of the RBA's Reaction Function>](#)参照)。このモデルは、インフレと失業率の RBA 予測を用い、これら 2 つの変数に対する RBA の過去の反応を基にキャッシュレートを予測するものだ。当社独自の予測をこれら変数に用いキャッシュレートの軌道を予測することもできる。

図表 2 は、RBA 予測を用いた反応関数が示唆するキャッシュレートの変化と、バイアス指数が示唆するキャッシュレートの変化を比較したものだ。RBA のインフレと失業率予測もバイアスのタイト化を示しているが、キャッシュレートの軌道は RBA バイアス指数が示唆する内容ほど強気ではない。

図表 2. RBA リアクション関数は RBA バイアス指数より弱い



Source: RBA, Google, ANZ Research

これは RBA バイアス指数が金融の安定に関する RBA の注目度の強まりを捉えているからだというのが当社の考えだ。これは実質金融政策の「3 本目の矢」だ。この様な要素が過去にキャッシュレートの変化を明らかにもたらしたことがないことから、RBA 反応関数に反映することができない。そのため、2 つの指数間で差異が生じるのだ。

この違いをどう理解すればいいか判断は難しい。一見、過去に RBA が金融の安定の問題に反応したことはないようにみえる。マクロプルーデンス政策は金融の安定化に対処するもう一つの選択肢だ。従って、差異はあるものの、RBA バイアス指数が示すシグナルを大幅に割り引いて、反応関数が示すより穏やかな軌道に注目すればよいのかもしれない。ただ、この解釈の唯一の問題は、家計債務が潜在的に増加する可能性がさらなるキャッシュレート切下げの意志に既に影響を与えたと RBA が明らかにしたことだ。理論的に考えると、これは家計債務のさらなる伸びを制限するために RBA がキャッシュレート引上げを検討する可能性があることを示唆している。

そのため、RBA バイアス指数のシグナルに注意を払う必要があると考えている。重要な点は、反応関数もいずれかの時点で利上げが実施されることを示していることだ。前回のリサーチで言及したとおり、2018 年に RBA による利上げが実施される可能性は高まっているようだ。

不完全就業率はやや低下

8 月の力強い労働力レポートから読み取れる重要な点の 1 つは、不完全就業率の低下というのが当社見解だ。不完全就業率は、2 月の過去最高水準の 8.9%、また 5 月の 8.8%から 8.6%に低下した。これを失業率に加えると、労働市場の未活用労働力の合計は 14.1%へ低下する。2 月の未活用労働力は 14.7%、また最近の過去最高は 2014 年 11 月の 14.8%であった(図表 3)。

図表 3. 不完全就業率は幾分低下



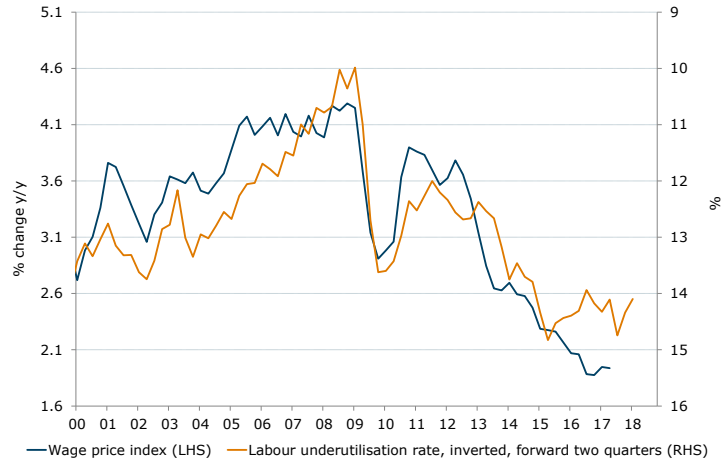
Source: ABS, ANZ Research

このことは、たとえ弱いとしても、賃金上昇圧力をかけるのに十分なタイト化が労働市場で生じているという希望をいくらか与えてくれる。この点について 2 点述べる。

第 1 に、未活用労働力が過去最高水準から低下しているものの、過去 3 年間の推移をみると実質横ばいとなっていることから、最近の動きに当社は過度に反応してはいない。第 2 に、賃金の伸びはここ暫く未活用労働

働力が示唆したよりも弱かった(図表 4)。賃金の問題は、労働市場における余剰労働力だけが関係している訳ではないのだ。

図表 4. 不完全就業率と賃金—全てを語ってはいない



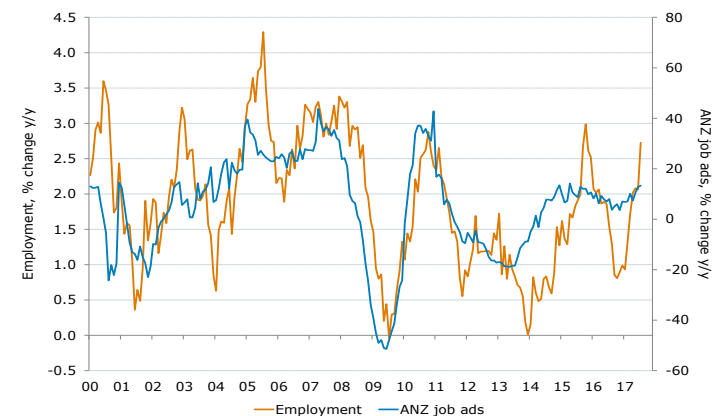
Source: ABS, ANZ Research

この時点で、賃金が現在のように弱い理由をリストアップすることはできる。ただ、RBA が講演、また様々なレポートで既に述べていることから、ここでその作業を繰り返すことにあまり意味があるとは思えない。結論を言えば、労働市場のタイト化が来年の賃金の穏やかな上昇に繋がると当社はみているが、この見解を支持する兆候が出てくるまで、この予想を過大評価はしない。

雇用の伸びは現在オーバーシュートしている

雇用レポートのなかで留意すべき点は、雇用の伸びのペースが現在オーバーシュートの領域にあることだ。これは、雇用の伸びを ANZ 求人広告件数と比較すると分かる(図表 5)。求人広告件数は力強いものの、雇用の伸びは現在この指数が示唆するペースをはるかに上回っている。

図表 5. 雇用と ANZ 求人広告件数



Source: ABS, ANZ Research

豪州の雇用データはよく求人広告件数などの労働市場指標をオーバーシュートまたはアンダーシュートする。一定期間過剰な力強さまたは弱さが続くと、通常反対の動きがみられ、雇用の伸びはその他指標が示唆するペースに戻る。

このパターンは、雇用が弱まる時期に近づいていることを示唆している。8月まで 11 か月連続で雇用指標が増加しているが、これ以上長期に渡り増加したことは殆どない。そのため、この先数か月の間に雇用がマイナスになる見込みは非常に高いと考えている。

雇用指標が弱くなれば、経済的なモメンタムが失われる点を懸念するコメントが間違いなく出てくるが、当社はその弱さを前途したとおりに理解する。すなわち、どのような弱さであれ、それは恐らく最近の過剰な力強さを反映しているもので、経済状況が真にシフトしたからではないということだ。

David Plank
Giulia Lavinia Specchia

最近のインサイト記事

9月15日発行、住宅市場:下がってはいるが完全に駄目になってはいない(チャートパック)

9月6日発行、10月の図表でみる豪州第2四半期 GDP

8月29日発行、豪州インサイト:スーパーマーケットのデフレはこのまま

8月24日発行、RBA バイアス指数:明らかな意図のシグナル

8月23日発行、ANZ ステイトメータ:全国見通しは改善、鉱業州は回復

8月14日発行、豪州 CPI:テクニカルな話

8月10日発行、豪州の賃金:シグナルとノイズ

8月3日発行、ANZ リサーチ労働市場チャートパック

8月1日発行、カナダの州の不動産のタイト化—オンタリオ州

豪州經濟活動

	% change q/q						% ch yr average		
	Sep-16	Dec-16	Mar-17	Jun-17	Sep-17	Dec-17	2016	2017	2018
Economic									
Real GDP									
Consumption	0.3	1.1	0.5	0.7	0.5	0.5	2.6	2.6	2.2
Dwelling Investment	-0.9	1.9	-3.7	0.2	-1.0	-1.0	7.6	-3.2	-4.0
Business Investment**	-3.2	1.4	2.2	1.1	0.3	0.3	-9.1	0.8	2.7
Public Demand**	0.3	1.1	0.5	2.2	0.9	0.9	4.5	3.2	3.7
Inventories (contribution)	0.0	-0.2	0.4	-0.6	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1
Gross National Expenditure	-0.3	1.0	1.0	0.4	0.6	0.6	1.6	2.3	2.2
Exports	1.0	2.8	-2.2	2.7	-1.5	1.3	7.9	3.7	4.6
Imports	1.4	1.6	2.2	1.2	0.0	0.6	0.2	6.2	4.2
Net Exports (contribution)	-0.1	0.3	-0.9	0.3	-0.3	0.1	1.5	-0.5	0.1
GDP	-0.4	1.1	0.3	0.8	0.7	0.8	2.5	2.0	2.8
Labour market									
Unemployment rate	5.7	5.7	5.8	5.6	5.6	5.6	5.7	5.7	5.6
Employment growth	0.2	0.2	0.4	1.0	0.3	0.6	1.6	1.8	2.0
Wages (WPI)	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	2.0	2.0	2.3
Inflation									
Headline	0.7	0.5	0.5	0.2	0.8	0.6	1.3	2.1	2.3
Core (Avg. RBA measures)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	1.5	1.9	1.9
External sector									
Terms of Trade	4.6	10.6	5.6	-6.0	-1.5	-0.4	-0.4	9.6	-3.5
Current account balance^	-2.6	-0.8	-1.1	-2.1	-2.6	-2.6	-2.7	-2.0	-2.8

*Forecasts in bold. Annual data and forecasts are year-averages. **Net of second-hand asset transfers. ^Percent of GDP.

金融市場

	Current	Sep 17	Dec 17	Mar 18	Jun 18
Interest Rates (%)					
RBA cash rate	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
90-day bank bill	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72
3-year bond	2.09	1.80	1.85	1.90	1.95
10-year bond	2.72	2.45	2.50	2.55	2.60
Curve - 3s10s (bps)	63	65	65	65	65
RBNZ cash rate	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
US fed funds	1.25	1.25	1.50	1.50	1.50
US 2-year note	1.35	1.50	1.55	1.55	1.55
US 10-year note	2.19	2.30	2.35	2.35	2.35
ECB refi rate	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05
BoE Bank Rate	2.91	2.80	2.80	2.80	2.80
Foreign Exchange					
AUD/USD	0.80	0.74	0.73	0.73	0.73
AUD/EUR	0.67	0.63	0.60	0.60	0.60
AUD/GBP	0.61	0.56	0.55	0.55	0.55
AUD/JPY	88.4	85.1	81.8	81.8	81.8
AUD/CNY	5.24	5.03	5.00	5.00	5.00
AUD/NZD	1.10	1.03	1.04	1.04	1.04
AUD/CHF	0.77	0.71	0.69	0.69	0.69
AUD/IDR	10592	9879	9782	9782	9782
AUD/INR	51.32	47.73	47.45	47.45	47.45
AUD/KRW	906	840	840	840	840
USD/JPY	111	115	112	112	112
EUR/USD	1.19	1.18	1.21	1.21	1.21
USD/CNY	6.54	6.80	6.85	6.85	6.85
AUD TWI	66.90	63.00	62.12	62.12	62.12

Bond yields are on government-issued securities at constant maturity.

Forecasts are for quarter-end.

データとイベントカレンダー

DATE	REGION	DATA/EVENT	PERIOD	MARKET	ANZ	LAST	GMT	AEST
Monday	NZ	Performance Services Index	Aug	--	--	56	22:30	08:30
18-Sep	JN	Public Holiday					--	--
	CH	China August Property Prices					01:30	11:30
	EA	CPI Core y/y	Aug F	--	--	1.2%	09:00	19:00
		CPI m/m	Aug	--	--	-0.5%	09:00	19:00
	UK	BOE Governor Carney Speaks at IMF in Washington, DC					15:00	01:00
	US	NAHB Housing Market Index	Sep	67	--	68	14:00	00:00
Tuesday	NZ	Westpac Consumer Confidence	Q3	--	--	113.4	22:00	08:00
19-Sep		Global Dairy Auction					12:00	22:00
	AU	ANZ Roy Morgan Weekly Consumer Confidence Index	17-Sep	--	--	109.8	23:30	09:30
		House Price Index q/q	Q2	--	--	2.2%	01:30	11:30
		RBA Sept. Rate Meeting Minutes					01:30	11:30
	EA	ECB Current Account sa	Jul	--	--	21.2b	08:00	18:00
		Construction Output m/m	Jul	--	--	-0.5%	09:00	19:00
		ZEW Survey Expectations	Sep	--	--	29.3	09:00	19:00
	GE	ZEW Survey Expectations	Sep	--	--	10	09:00	19:00
	US	Building Permits m/m	Aug	-1.6%	--	-3.5%	12:30	22:30
		Current Account Balance	Q2	-\$112.4b	--	-\$116.8b	12:30	22:30
		Housing Starts m/m	Aug	2.2%	--	-4.8%	12:30	22:30
Wednesday	NZ	BoP Current Account Balance NZD	Q2	--	--	0.244b	22:45	08:45
20-Sep		Current Account GDP Ratio YTD	Q2	--	--	-3.1%	22:45	08:45
	AU	RBA's Ellis Speaks at Australian Business Economists Briefing in Sydney					03:05	13:05
	JN	Trade Balance	Aug	--	--	¥421.7b	23:50	09:50
	GE	PPI m/m	Aug	--	--	0.2%	06:00	16:00
	UK	Retail Sales Ex Auto Fuel m/m	Aug	0.1%	--	0.5%	08:30	18:30
	US	Existing Home Sales m/m	Aug	0.7%	--	-1.3%	14:00	00:00
		FOMC Rate Decision (Lower Bound)	20-Sep	1.00%	--	1.00%	18:00	04:00
		FOMC Rate Decision (Upper Bound)	20-Sep	1.25%	--	1.25%	18:00	04:00
Thursday	NZ	GDP sa q/q	Q2	--	--	0.5%	22:45	08:45
21-Sep		GDP y/y	Q2	--	--	2.5%	22:45	08:45
		Net Migration sa	Aug	--	--	5800	22:45	08:45
		Credit Card Spending m/m	Aug	--	--	0.9%	03:00	13:00
	AU	RBA Governor Lowe Speaks at the American Chamber of Commerce event in Perth					14:00	00:00
	JN	BOJ 10-Yr Yield Target	21-Sep	--	--	0.00%	14:00	00:00
		BOJ Policy Balance Rate	21-Sep	--	--	-0.10%	14:00	00:00
		BOJ Governor Kuroda speaks at press conference after MPM					06:30	16:30
	EA	ECB Publishes Economic Bulletin					08:00	18:00
		Consumer Confidence	Sep A	--	--	-1.5	14:00	00:00
	US	Initial Jobless Claims	16-Sep	--	--	--	12:30	22:30
		Philadelphia Fed Business Outlook	Sep	17.1	--	18.9	12:30	22:30
		Household Change in Net Worth	Q2	--	--	\$2347b	16:00	02:00
Friday	JN	Foreign Buying Japan Bonds	15-Sep	--	--	--	23:50	09:50
22-Sep	EA	Markit Eurozone Manufacturing PMI	Sep P	--	--	57.4	08:00	18:00
		Markit Eurozone Services PMI	Sep P	--	--	54.7	08:00	18:00
	GE	Markit Germany Services PMI	Sep P	--	--	53.5	07:30	17:30
		Markit/BME Germany Manufacturing PMI	Sep P	--	--	59.3	07:30	17:30
	US	Fed's Williams Speaks Prior to Closed Academic Swiss National Bank Conference					10:00	20:00
		Fed's George Speaks at Conference on Outlook for Oil					13:30	23:30
		Markit US Manufacturing PMI	Sep P	--	--	52.8	13:45	23:45
		Markit US Services PMI	Sep P	--	--	56	13:45	23:45
		Fed's Kaplan (voter) Speaks at Conference on Outlook for Oil					17:30	03:30
	CA	CPI y/y	Aug	--	--	1.2%	12:30	22:30
		Retail Sales Ex Auto m/m	Jul	--	--	0.7%	12:30	22:30

この先の五週間

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
18 SEPTEMBER JN: Public holiday HK: Unemployment (Aug) SI: NODX (Aug) UK: BoE Governor Carney speaks EA: CPI (Aug F) US: NAHB (Sep)	19 SEPTEMBER AU: RBA minutes , ANZ-Roy Morgan cons. conf. SK: PPI (Aug) PH: BoP (Aug) GE: ZEW (Sep) EA: Current account (Jul), Construction output (Jul), ZEW (Sep) US: Current account (Q2), Housing starts & Building permits (Aug)	20 SEPTEMBER NZ: Current account (Q2) AU: RBA's Ellis speaks GE: PPI (Aug) JN: Trade (Aug) MA: CPI (Aug) UK: Retail (Aug) US: FOMC policy meeting , Existing home sales (Aug)	21 SEPTEMBER NZ: GDP (Q2), Net migration (Aug) AU: RBA Governor Lowe speaks JN: BoJ policy meeting, BoJ Governor Kuroda speaks HK: BoP (Q2), CPI (Aug) PH: BSP policy meeting EA: ECB economic bulletin US: Philly Fed (Sep)	22 SEPTEMBER TA: Unemployment (Aug), IP (Aug) ID: BI policy meeting GE, EA, US: PMIs (Sep P) US: Fed's Williams, George and Kaplan speak CA: CPI (Aug), Retail (Jul)
25 SEPTEMBER JN: BOJ Governor Kuroda speaks , PMI manuf. (Sep P) GE: IFO (Sep) US: Fed's Evans and Kashkari speak , Dallas Fed (Sep)	26 SEPTEMBER NZ: Trade (Aug), ANZ bus. conf. (Sep) AU: RBA's Bullock speaks , ANZ-Roy Morgan cons. conf. JN: BoJ minutes HK: Trade (Aug) SI: IP (Aug) US: Fed's Yellen, Mester and Bostic speak , C-S house price (Jul), New home sales (Aug), Consumer conf. (Sep), Richmond Fed (Sep)	27 SEPTEMBER NZ: Grant Spencer acting RBNZ Governor CH: Industrial profits (Aug) TH: BoT policy meeting GE: Retail (Aug) EA: M3 (Aug) US: Fed's Bullard and Rosengren speak , Durable goods (Aug P)	28 SEPTEMBER NZ: RBNZ policy meeting AU: RBA's Debelle speaks , Job vacancies (Aug) CH: Current account (Q2 F) SK: CPI (Sep) GE: CPI (Sep) US: GDP (Q2 T), Kansas Fed (Sep)	29 SEPTEMBER NZ: Building permits (Aug) AU: Private sector credit (Aug) JN: Unemployment (Aug), CPI (Aug), Retail (Aug), IP (Aug P) CH: PMI manuf. (Sep) SK: IP (Aug) TH: BoP (Aug) UK: GDP (Q2 F) GE: Unem. (Sep) EA: CPI (Sep A) US: Personal income and spending (Aug), PCE (Aug), Uni. Michigan (Sep F) CA: GDP (Jul)
2 OCTOBER AU: Public holiday (NSW, QLD, SA, ACT) JN: Tankan (Q3) CH: Public holiday JN, TA, SK, ID, PH, TH, UK, GE, EA, US: PMI manuf. (Sep/F) ID: CPI (Sep) TH: CPI (Sep) EA: Unemployment (Aug) US: ISM manuf. (Sep), Construction spending (Aug)	3 OCTOBER AU: RBA policy meeting , ANZ-Roy Morgan consumer confidence, ANZ job ads (Sep), Building approvals (Aug) CH: Public holiday HK: Retail (Aug) IN: PMI manuf. (Sep) EA: PPI (Aug)	4 OCTOBER NZ: ANZ job ads (Sep) JN: PMI non-manuf. (Sep) CH: Public holiday SI: PMI (Sep) IN: RBI policy meeting UK, GE, EA, US: PMI non-manuf. (Sep/F) EA: Retail (Aug) US: Fed Chair Yellen speaks , ADP (Sep), ISM non-manuf. (Sep)	5 OCTOBER AU: RBA's Debelle speaks , Trade (Aug), Retail (Aug) CH: Public holiday IN: PMI non-manuf. (Sep) PH: CPI (Sep) EA: ECB minutes US: Trade (Aug), Factory orders (Aug), Durable goods (Aug F)	6 OCTOBER JN: Earnings (Aug) CH: Public holiday TA: CPI (Sep) HK: PMI (Sep) MA: Trade (Aug) UK: ULC (Q2) GE: Factory orders (Aug) US: NFP (Sep), Unemployment (Sep), AHE (Sep), Wholesale inventories (Aug F) CA: Unemployment (Sep)
9 OCTOBER JN: Public holiday CH: PMI non-manuf. (Sep) SI: GDP (Q3 A) GE: IP (Aug) US: Public holiday	10 OCTOBER AU: ANZ-Roy Morgan consumer confidence, NAB business conditions (Sep) JN: Trade (Aug) CH: New yuan loans (Sep) IN: Trade (Sep) PH: Trade (Aug) UK: IP (Aug), Trade (Aug) US: NFIB (Sep) CA: Housing starts (Sep), Building permits (Aug)	11 OCTOBER NZ: ANZ Truckometer (Sep) JN: Machine orders (Aug) TA: Trade (Sep) US: FOMC minutes , JOLTS (Aug)	12 OCTOBER NZ: ANZ-Roy Morgan consumer confidence (Oct) AU: Housing finance (Aug) JN: PPI (Sep) SI: Retail (Aug) IN: CPI (Sep), IP (Aug) MA: IP (Aug) EA: IP (Aug) US: Fed's Powell speaks , PPI (Sep)	13 OCTOBER AU: RBA FSR CH: Trade (Sep) GE: CPI (Sep F) US: Fed's Powell speaks , CPI (Sep), Retail (Sep), Uni. Michigan (Oct P)
16 OCTOBER JN: IP (Aug F) CH: CPI (Sep), PPI (Sep) IN: IP (Aug) ID: Trade (Sep) EA: Trade (Aug) US: Empire manuf. (Oct)	17 OCTOBER AU: RBA minutes, RBA's Ellis speaks , ANZ-Roy Morgan consumer confidence NZ: CPI (Q3) UK: CPI (Sep), PPI (Sep) GE: ZEW (Oct) EA: CPI (Sep F), ZEW (Oct) US: IP (Sep), NAHB (Oct)	18 OCTOBER SK: Unemployment (Sep) UK: Unemployment (Aug), Earnings (Aug) EA: Construction output (Aug) US: Fed's beige book , Housing starts (Sep), Building permits (Sep)	19 OCTOBER AU: RBA's Bullock speaks , Labour force (Sep), NAB bus. conf. (Q3) JN: Trade (Sep) CH: GDP (Q3), Retail (Sep), IP (Sep) HK: Unemployment (Sep) SK: BoK policy meeting ID: BI policy meeting UK: Retail (Sep) US: Philly Fed (Oct)	20 OCTOBER NZ: Net migration (Sep) SK: PPI (Sep) MA: CPI (Sep) GE: PPI (Sep) EA: Current account (Aug) US: Fed Chair Yellen speaks , Existing home sales (Sep) CA: CPI (Sep), Retail (Aug)

The distribution of this document or streaming of this video broadcast (as applicable, "publication") may be restricted by law in certain jurisdictions. Persons who receive this publication must inform themselves about and observe all relevant restrictions.

ANZリサーチ記述による内容に関する全ての管轄権に対する免責事項:

2.1に別段の記載がある場合を除き、本文書は、指定された受領者または関連するウェブサイトの許可ユーザー(総称して「受領者」)の参考用として、オーストラリア・ニュージールランド銀行グループ社(ABN 11 005 357 522) (「ANZ」)がお客様の国/地域において発行および配布するものです。受領者は、いかなる目的であれ、本文書を複製、配布または公表することはできません。本文書の作成に当たり、いかなる人の目的、財務状態またはニーズも考慮していません。本文書のいかなる記述も、商品、証券もしくは投資の販売を申し出、もしくは購入の申し込みを勧誘すること、いかなる種類であれ、何らかの取引を行い、または法的行為を締結することを意図していません。前記にもかかわらず、本文書が受領または入手された法域において、本文書に記載のサービスや商品の販売を申し出たとみなされる場合において、かかるサービスや商品が現地の法律または規則に抵触する時は、かかるサービスや商品は、かかる法域の居住者向けであることを意図せず、かかる居住者には提供されません。かかる現地の法律、規制その他の制限は、常に、現地の裁判所の非専属管轄権に基づき適用されます。投資判断を行う前に、受領者は、ご自身の状況を踏まえて、独立した財務、法務、税務その他関連する助言を求めるとよいでしょう。本文書に記載された見解および推奨は、執筆者個人のもので、これらの見解および推奨は、執筆者が知り得た情報および執筆者が信頼できると判断した情報源から得た情報に基づいていますが、重要な部分において主観的な判断や分析を含む場合があります。特段の記載のない限り、これらの見解および推奨は、本文書の作成日時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、全ての価格情報は、一例を示しているにすぎません。見解や推奨の中には、見積りや予想、その他の予測に基づいているものもあり、合理的に予期することができない重大な不確実性と偶発性を伴います。従って、かかる見解や推奨は、常に実現するとは限らず、また誤りであることが後に明らかになる場合もあります。本文書で示される過去の実績値が、将来において再現されるとは限りません。過去の投資と同程度の利益や損失が実現されるといった表明や、大幅な損失を避けられるといった表明は行われません。更に、本文書には、「将来の予測に関する記載」が含まれています。実際の事態や結果、または実績は、かかる将来の予測に関する記載で想定または予想されたものとは大きく異なる場合があります。あらゆる投資には危険が伴い、利益が出る場合もあれば損失が出る場合もあります。外国為替レートにより、本文書に記載の商品やサービスの価値、価格または収益に悪影響がおよぶ可能性もあります。本文書に記載の商品やサービスは、全ての投資家に適しているものでもありませんし、これらの商品やサービスの取引には危険を伴うものと考えられます。ANZ、ANZの関連会社および関係会社ならびにこれらの会社の執行役、従業員、請負業者および代理人(執筆者を含みます) (「関係当事者」)は、本文書に記載された見解や推奨の正確性、完全性または現在性に関し、いかなる表明も行いません。ANZおよびANZの関係当事者は、本文書に記載された情報の正確性、完全性または現在性に影響を与える恐れのある事項を後に知った場合でも、かかる事項をお客様に通知する責任を負いません。ANZおよびANZの関係当事者は、本文書に記載の商品もしくはサービスの実績または関連する投資に対する収益を保証しません(法律により保証が要求される場合を除きます。この場合、法律で要求される範囲に限り保証が行われます)。また、ANZおよびANZの関係当事者は、不法行為(過失を含みます)、契約、衡平法により、またはその他本文書に起因もしくは関連して、直接的または間接的に生じる、あらゆる責任を明示的に排除し、かつあらゆる損失、損害、請求、負担、訴訟手続き、支出または諸費用(「負担」)について責任を負いません。本文書が電子メールなどの電子的な送信手段により配布される場合、情報が傍受、破損、滅失、破壊され、遅延してもしくは不完全な形で到着し、または情報にウイルスが含まれる可能性があります。従って、かかる送信が安全なことまたは誤りがないことは保証できません。ANZおよびANZの関係当事者は、本文書を電子的に送信した結果生じる、いかなる責任も負いません。

利害の開示

ANZおよびANZの関係当事者は、次の通り、本文書に記載の商品およびサービスについて利害関係を有している場合があります。

- ANZおよびANZの関係当事者は、本文書に記載の商品またはサービスを取引するために顧客から手数料を受領する場合があります、かつ社員および取引の紹介者は、当該手数料の分配を受け、または総売上高に応じたボーナスを受領する場合があります。
- ANZおよびANZの関係当事者またはその顧客は、本文書に記載の商品またはサービスについて、利害関係を有しまたは買い持ちもしくは売り持ちポジションを取る場合があります。また、随時、本人または代理人としてこれらの購入または販売を行う場合があります。
- ANZおよびANZの関係会社は、本文書に記載の商品のマーケットメーカーを務める場合があります。

ANZは、ANZの1つ以上の営業地域内に存在する情報が他の営業地域へ流出することを防ぐため、情報バリアやその他の措置を利用する場合があります。上記の開示に関する詳細は、ご要望に応じて、お客様のANZ担当者から入手できます。

2. Country/region specific information: Australia. This publication is distributed in Australia by ANZ. ANZ holds an Australian Financial Services licence no. 234527. A copy of ANZ's Financial Services Guide is available at

<http://www.anz.com/documents/AU/aboutANZ/FinancialServicesGuide.pdf> and is available upon request from your ANZ point of contact. If trading strategies or recommendations are included in this publication, they are solely for the information of 'wholesale clients' (as defined in section 761G of the Corporations Act 2001 Cth). Persons who receive this publication must inform themselves about and observe all relevant restrictions. **Brazil.** This publication is distributed in Brazil by ANZ on a cross border basis and only following request by the recipient. No securities are being offered or sold in Brazil under this publication, and no securities have been and will not be registered with the Securities Commission - CVM. **Brunei. Japan. Kuwait. Malaysia. Switzerland. Taiwan.** This publication is distributed in each of Brunei, Japan, Kuwait, Malaysia, Switzerland and Taiwan by ANZ on a cross-border basis. **Cambodia.** APS222 Disclosure. The recipient acknowledges that although ANZ Royal Bank (Cambodia) Ltd. is a subsidiary of ANZ, it is a separate entity to ANZ and the obligations of ANZ Royal Bank (Cambodia) Ltd. do not constitute deposits or other liabilities of ANZ and ANZ is not required to meet the obligations of ANZ Royal Bank (Cambodia) Ltd.

European Economic Area ("EEA"): United Kingdom. ANZ in the United Kingdom is authorised by the Prudential Regulation Authority ("PRA"). Subject to regulation by the Financial Conduct Authority ("FCA") and limited regulation by the PRA. Details about the extent of our regulation by the PRA are available from us on request. This publication is distributed in the United Kingdom by ANZ solely for the information of persons who would come within the FCA definition of "eligible counterparty" or "professional client". It is not intended for and must not be distributed to any person who would come within the FCA definition of "retail client". Nothing here excludes or restricts any duty or liability to a customer which ANZ may have under the UK Financial Services and Markets Act 2000 or under the regulatory system as defined in the Rules of the PRA and the FCA. **Germany.** This publication is distributed in Germany by the Frankfurt Branch of ANZ solely for the information of its clients. **Other EEA countries.** This publication is distributed in the EEA by ANZ Bank (Europe) Limited ("ANZBEL") which is authorised by the PRA and regulated by the FCA and the PRA in the United Kingdom, to persons who would come within the FCA definition of "eligible counterparty" or "professional client" in other countries in the EEA. This publication is distributed in those countries solely for the information of such persons upon their request. It is not intended for, and must not be distributed to, any person in those countries who would come within the FCA definition of "retail client". **Fiji.** For Fiji regulatory purposes, this publication and any views and recommendations are not to be deemed as investment advice. Fiji investors must seek licensed professional advice should they wish to make any investment in relation to this publication. **Hong Kong.** This publication is issued or distributed in Hong Kong by the Hong Kong branch of ANZ, which is registered at the Hong Kong Monetary Authority to conduct Type 1 (dealing in securities), Type 4 (advising on securities) and Type 6 (advising on corporate finance) regulated activities. The contents of this publication have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. If in doubt about the contents of this publication, you should obtain independent professional advice. **India.** This publication is distributed in India by ANZ on a cross-border basis. If this publication is received in India, only you (the specified recipient) may print it provided that before doing so, you specify on it your name and place of printing. Further copying or duplication of this publication is strictly prohibited.

Myanmar. This publication is intended to be of a general nature as part of customer service and marketing activities provided by ANZ in the course of implementing its functions as a licensed bank. This publication does not take into account your financial situation or goals and is not Securities Investment Advice (as that term is defined in the Myanmar Securities Transaction Law 2013). The contents of this publication have not been reviewed by any regulatory authority in Myanmar. If in doubt about the contents of this publication, you should obtain independent professional advice. **New Zealand.** This publication is intended to be of a general nature, does not take into account your financial situation or

goals, and is not a personalised adviser service under the Financial Advisers Act 2008. **Oman.** This publication has been prepared by ANZ. ANZ neither has a registered business presence nor a representative office in Oman and does not undertake banking business or provide financial services in Oman. Consequently ANZ is not regulated by either the Central Bank of Oman or Oman's Capital Market Authority. The information contained in this publication is for discussion purposes only and neither constitutes an offer of securities in Oman as contemplated by the Commercial Companies Law of Oman (Royal Decree 4/74) or the Capital Market Law of Oman (Royal Decree 80/98), nor does it constitute an offer to sell, or the solicitation of any offer to buy non-Omani securities in Oman as contemplated by Article 139 of the Executive Regulations to the Capital Market Law (issued vide CMA Decision 1/2009). ANZ does not solicit business in Oman and the only circumstances in which ANZ sends information or material describing financial products or financial services to recipients in Oman, is where such information or material has been requested from ANZ and by receiving this publication, the person or entity to whom it has been dispatched by ANZ understands, acknowledges and agrees that this publication has not been approved by the CBO, the CMA or any other regulatory body or authority in Oman. ANZ does not market, offer, sell or distribute any financial or investment products or services in Oman and no subscription to any securities, products or financial services may or will be consummated within Oman. Nothing contained in this publication is intended to constitute Omani investment, legal, tax, accounting or other professional advice. **People's Republic of China ("PRC").** Recipients must comply with all applicable laws and regulations of PRC, including any prohibitions on speculative transactions and CNY/CNH arbitrage trading. If and when the material accompanying this document is distributed by Australia and New Zealand Banking Group Limited (ABN 11 005 357 522) ("ANZ") or an affiliate (other than Australia and New Zealand Bank (China) Company Limited ("ANZ C")), the following statement and the text below is applicable: No action has been taken by ANZ or any affiliate which would permit a public offering of any products or services of such an entity or distribution or re-distribution of this document in the PRC. Accordingly, the products and services of such entities are not being offered or sold within the PRC by means of this document or any other document. This document may not be distributed, re-distributed or published in the PRC, except under circumstances that will result in compliance with any applicable laws and regulations. If and when the material accompanying this document relates to the products and/or services of ANZ C, the following statement and the text below is applicable: This document is distributed by ANZ C in the Mainland of the PRC. **Qatar.** This publication has not been, and will not be: lodged or registered with, or reviewed or approved by, the Qatar Central Bank ("QCB"), the Qatar Financial Centre ("QFC") Authority, QFC Regulatory Authority or any other authority in the State of Qatar ("Qatar"); or authorised or licensed for distribution in Qatar, and the information contained in this publication does not, and is not intended to, constitute a public offer or other invitation in respect of securities in Qatar or the QFC. The financial products or services described in this publication have not been & will not be: registered with the QCB, QFC Authority, QFC Regulatory Authority or any other governmental authority in Qatar; or authorised or licensed for offering, marketing, issue or sale, directly or indirectly, in Qatar. Accordingly, the financial products or services described in this publication are not being, and will not be, offered, issued or sold in Qatar, and this publication is not being, and will not be, distributed in Qatar. The offering, marketing, issue and sale of the financial products or services described in this publication and distribution of this publication is being made in, and is subject to the laws, regulations and rules of, jurisdictions outside of Qatar and the QFC. Recipients of this publication must abide by this restriction and not distribute this publication in breach of this restriction. This publication is being sent/issued to a limited number of institutional and/or sophisticated investors (i) upon their request and confirmation that they understand the statements above; and (ii) on the condition that it will not be provided to any person other than the original recipient, and is not for general circulation and may not be reproduced or used for any other purpose. **Singapore.** This publication is distributed in Singapore by the Singapore branch of ANZ solely for the information of "accredited investors", "expert investors" or (as the case may be) "institutional investors" (each term as defined in the Securities and Futures Act Cap. 289 of Singapore). ANZ is licensed in Singapore under the Banking Act Cap. 19 of Singapore and is exempted from holding a financial adviser's licence under Section 23(1)(a) of the Financial Advisers Act Cap. 100 of Singapore. In respect of any matters arising from, or in connection with the distribution of this publication in Singapore, contact your ANZ point of contact. **United Arab Emirates.** This publication is distributed in the United Arab Emirates ("UAE") or the Dubai International Financial Centre (as applicable) by ANZ. This publication: does not, and is not intended to constitute an offer of securities anywhere in the UAE; does not constitute, and is not intended to constitute the carrying on or engagement in banking, financial and/or investment consultation business in the UAE under the rules and regulations made by the Central Bank of the United Arab Emirates, the Emirates Securities and Commodities Authority or the United Arab Emirates Ministry of Economy; does not, and is not intended to constitute an offer of securities within the meaning of the Dubai International Financial Centre Markets Law No. 12 of 2004; and, does not constitute, and is not intended to constitute, a financial promotion, as defined under the Dubai International Financial Centre Regulatory Law No. 1 of 200. ANZ DIFC Branch is regulated by the Dubai Financial Services Authority ("DFSA"). The financial products or services described in this publication are only available to persons who qualify as "Professional Clients" or "Market Counterparty" in accordance with the provisions of the DFSA rules. In addition, ANZ has a representative office ("ANZ Representative Office") in Abu Dhabi regulated by the Central Bank of the United Arab Emirates. ANZ Representative Office is not permitted by the Central Bank of the United Arab Emirates to provide any banking services to clients in the UAE. **United States.** ANZ Securities, Inc. ("ANZSI") is a member of the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") (www.finra.org) and registered with the SEC. ANZSI's address is 277 Park Avenue, 31st Floor, New York, NY 10172, USA (Tel: +1 212 801 9160 Fax: +1 212 801 9163). Except where this is an FX-related publication, this publication is distributed in the United States by ANZSI (a wholly owned subsidiary of ANZ), which accepts responsibility for its content. Information on any securities referred to in this publication may be obtained from ANZSI upon request. This publication or material is intended for institutional use only – not retail. If you are an institutional customer wishing to effect transactions in any securities referred to in this publication you must contact ANZSI, not its affiliates. ANZSI is authorised as a broker-dealer only for institutional customers, not for US Persons (as "US person" is defined in Regulation S under the US Securities Act of 1933, as amended) who are individuals. If you have registered to use this website or have otherwise received this publication and are a US Person who is an individual: to avoid loss, you should cease to use this website by unsubscribing or should notify the sender and you should not act on the contents of this publication in any way. Non-U.S. Analysts: Non-U.S. analysts may not be associated persons of ANZSI and therefore may not be subject to FINRA Rule 2242 restrictions on communications with subject company, public appearances and trading securities held by the analysts. Where this is an FX-related publication, it is distributed in the United States by ANZ's New York Branch, which is also located at 277 Park Avenue, 31st Floor, New York, NY 10172, USA (Tel: +1 212 801 916 0 Fax: +1 212 801 9163). Commodity-related products are not insured by any U.S. governmental agency, and are not guaranteed by ANZ or any of its affiliates. Transacting in these products may involve substantial risks and could result in a significant loss. You should carefully consider whether transacting in commodity-related products is suitable for you in light of your financial condition and investment objectives. **Vietnam.** This publication is distributed in Vietnam by ANZ or ANZ Bank (Vietnam) Limited, a subsidiary of ANZ. Please note that the contents of this publication have not been reviewed by any regulatory authority in Vietnam. If you are in any doubt about any of the contents of this publication, you should obtain independent professional advice. V2.2016