

本資料は個人的な助言ではなく、読者の個人的な目的や個別の状況を考慮していません。本レポート最後の重要なお知らせを参照願います。

目次

概観	2
最近のインサイト記事	3
予測	4
データと	
イベントカレンダー	5
この先の5週間	6
重要なお知らせ	7

Contributors

David Plank
Head of Australian Economics
+61 481 917 043
David.Plank@anz.com

Felicity Emmett
Senior Economist
+61 2 8037 0571
Felicity.Emmett@anz.com

Catherine Birch
Senior Economist
+61 439 627 968
Catherine.Birch@anz.com

Adelaide Timbrell
Senior Economist
+61 3 9095 0331
Adelaide.Timbrell@anz.com

Hayden Dimes
Market Economist
+61 2 8037 0009
Hayden.Dimes@anz.com

Contact
research@anz.com

Follow us on Twitter
[@ANZ_Research](https://twitter.com/ANZ_Research)

市場のキャッシュレート織り込みは極端ではない

9月13日週の講演でロウRBA総裁は、市場が2024年より前の利上げを織り込んでいく程度につき驚きを示した。2010年以降の期間と比べて、今後2年間に織り込まれていく利上げの程度は特に極端ではない。これは、RBAがキャッシュレートのマイナス化の可能性をほぼ排除し、キャッシュレートの実現可能性が上方に偏っていることを考慮すれば、特に明らかだ。当社の中心予想はRBAが2024年前半まで利上げをしないというものだが、当社の2023年初までのキャッシュレートの「期待値」は0.1%超だ。

8月雇用統計は異例な数字の組み合わせとなった。雇用者数の大幅減少にもかかわらず、失業率は4.5%へ低下した。労働時間が最も多くの情報を有していると当社は考えている。8月に急減したものの、第3四半期全体としての減少は、2020年第2四半期の減少の半分に満たない。これは第3四半期GDPの落ち込みは2020年第2四半期の落ち込みの半分に満たないという当社の予想と整合的なようだ。

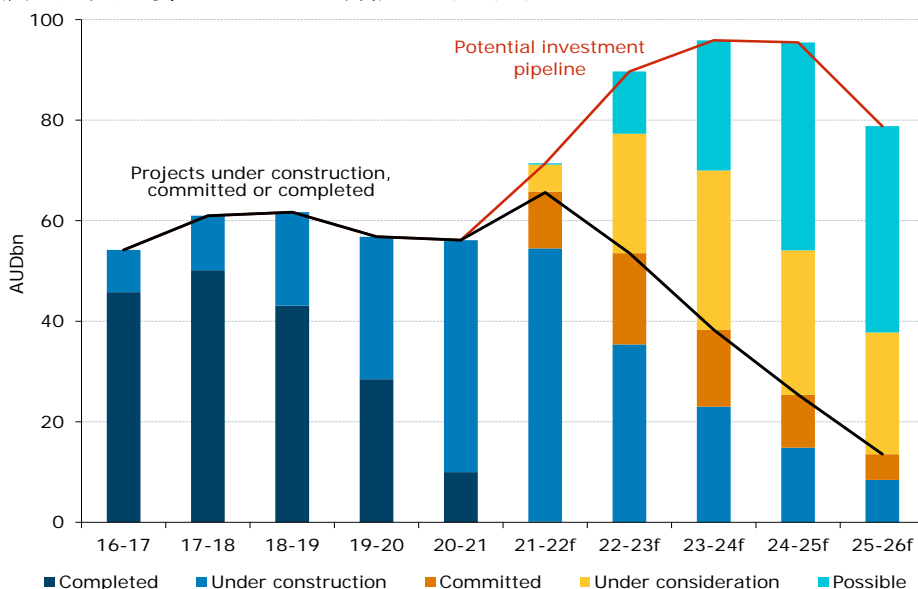
豪州の**主要プロジェクト活動**は運輸、電力、資源および病院など幅広い伸びに支えられて今後3年間増加し、2023-24年度に960億豪ドルでピークを付けるとみられる。これは野心的な仕事で、年平均増加率は20%近い。現在あるプロジェクトパイプラインの全てが実現するとは当社は考えていないが、力強い活動の増加は必至だ。

注目材料

9月RBA理事会議事要旨(9月21日)：テーパリング決行も次の見直し時期を2月へ延期したことを巡る議論が注目される。

今週のチャート

豪州における主要プロジェクトの力強いパイプライン



Source: Federal, state and territory budgets; Department of Industry, Science, Energy and Resources; Bloomberg New Energy Finance; Deloitte Access Economics; ANZ Research



市場の利上げの織り込みは決して極端ではない

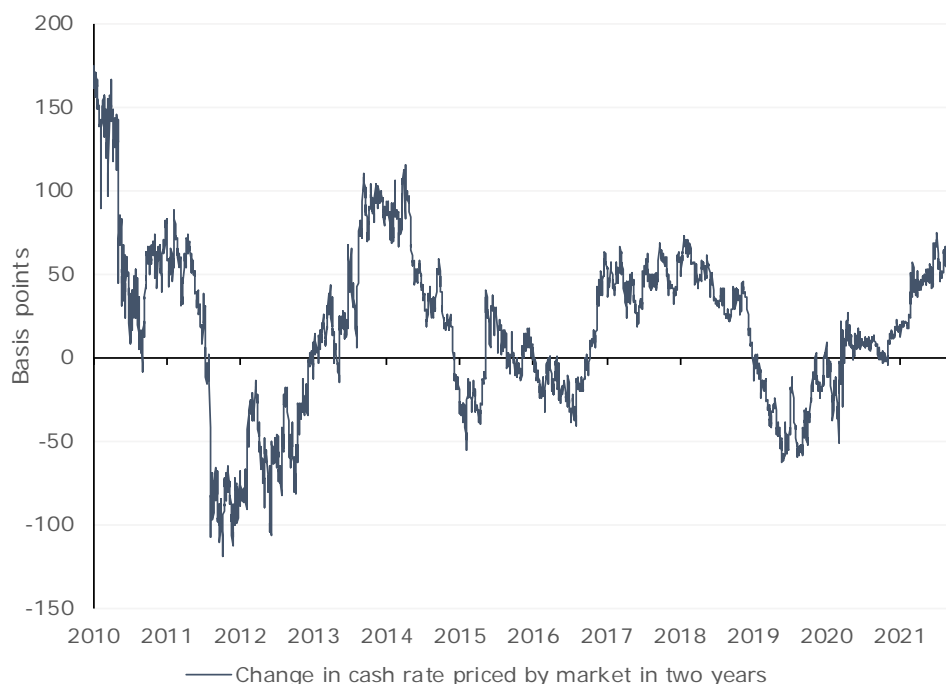
デビッド・プランクの見解

ロウ RBA 総裁による 市場の早期利上げの織り込みに対する批判には多くの反響があった。ロウ総裁は次のように述べた：

現在の OIS 利回り曲線は、キャッシュレートの 2022 年末までに 25bp 程度、2023 年末までに 60bp、そして 2024 年末までに 100bp 近くへ引き上げられることを織り込んでいる。こうした期待は、私が今提示した見通しとつじつまを合わせるのが難しく、来年あるいは 2023 年初めになぜ利上げが織り込まれているのか理解するのが難しい。

図表 1 は 2010 年以降の、2 年先のキャッシュレートの変化に関する市場の織り込みを示している。RBA が最後に利上げを行ったのはその年の遅くだった。それ以降、RBA による引き締めはなかったにもかかわらず、市場が 2 年先に 50-100bp の利上げを織り込むのは異例ではなかった。市場がキャッシュレートが 2 年間全く変化しないことを織り込む方が異例だ。

図表 1. 市場の 2 年先のキャッシュレートの変化の織り込み



Source: Bloomberg, ANZ Research

市場のキャッシュレートの織り込みは、様々な異なる結果の実現確率を加重平均したものだ。RBA がキャッシュレートのマイナス化の可能性を排除したことは、現在のキャッシュレートの実現可能な分布は上方向に偏っていることを意味する（RBA のマイナス金利政策回避姿勢が変化する確率がゼロでないとしても）。さらに、現在のキャッシュレートはパンデミックによって生み出された極端な経済環境の結果だ。このため、将来の様々な見通しの中に、パンデミックのインパクト後退をうけたキャッシュレート反発のある程度の可能性が含まれるのは理にかなっている。

これらを考慮すれば、将来のキャッシュレートのパスが上昇方向であることは大いに理にかなっている。

換言すれば、当社の中心予想ではキャッシュレートは 2024 年まで引き上げられないが、当社のキャッシュレートの期待値が同時点まで 0.1% に等しいことは意味しない。RBA が 2024 年より前に動く確率は幾分あるはずだ。実際、デルタ変異種が現れるまで、当社は経済状況の改善をうけて RBA は 2023 年 8 月に利上げを行うと予想していた。当社の確率加重平均キャッシュレートは、中心シナリオが 2024 年まで RBA は利上げを待つというものであっても、2022 年遅くでも 0.1% を幾分上回っている。



最近のインサイト記事

レポートをダウンロードするにはタイトルをクリックして下さい。

- 9月16日発行、**2021年9月版豪州主要プロジェクト**
 - 9月14日発行、ラグビーだけではない：賃金上昇率で**NZ**が豪州に勝つ
 - 9月14日発行、**ANZ** データ：経済活動再開前の**ヴィクトリア**州と**ニューサウスウェールズ**州の支出は弱い
 - 9月9日発行、西オーストラリア州予算：鉄鉱石ロイヤルティの棚ぼたにより黒字が拡大
 - 9月6日発行、**ANZ** 豪州求人広告件数：緩やかな減少
 - 9月2日発行、**RBA** は債券買い入れテーパリングを延期へ
 - 9月1日発行、豪州 **GDP** の前期比 **0.7%**増は第 **3** 四半期に向けた堅調なモメンタムを示唆
 - 8月31日発行、**ANZ** データ：ロックダウン拡大の下で**ヴィクトリア**地域の人々の支出が減少
 - 8月26日発行、**ANZ2021** 年第 **2** 四半期ステイトメータ：ロックダウンで減少も終わりではない
 - 8月26日発行、代替データスナップショット：移動統計とセンチメント指標が乖離
 - 8月26日発行、デルタ株が豪州財政赤字に打撃
 - 8月25日発行、豪州住宅市場：デルタ株により成長軌道を外れる可能性は低い
 - 8月24日発行、**ANZ** データ：東海岸の不調を小規模の州が補う
 - 8月19日発行、代替データスナップショット：豪州全土の経済活動は昨年 **6** 月の水準に
 - 8月17日発行、**ANZ** データ：シドニーの経済活動水準は依然低いがロックダウン後の反発が希望の光
- 毎週、当社チーフエコノミストの **Richard Yetsenga** が前週の調査テーマと見通しをまとめた **The Shortlist** をご提供しております。登録をご希望の方は当社まで **Eメール** をお送り下さい。



豪州經濟活動*

	% q/q						% y/y			
	Mar-21	Jun-21	Sep-21	Dec-21	Mar-22	Jun-22	2020	2021	2022	2023
GDP	1.8	0.7	-3.3	2.4	1.8	1.4	-1.0	1.4	5.0	3.2
Employment growth	1.2	1.0	-0.3	0.1	1.6	0.8	-1.0	2.0	3.1	1.6
Unemployment rate	6.0	5.2	4.8	5.1	4.7	4.3	6.8	5.1	4.2	4.0
Wage price index	0.6	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	1.4	2.0	2.6	3.1
Headline inflation	0.6	0.8	0.4	0.4	0.5	0.5	0.9	2.1	2.0	2.3
Trimmed mean inflation	0.4	0.5	0.3	0.4	0.5	0.5	1.2	1.5	2.0	2.3

*Forecasts in bold. Annual data and forecasts are through-the-year growth, except the unemployment rate which is the Q4 average.

金融市場

	Current	Sep 21	Dec 21	Mar 22	Jun 22
Interest Rates (%)					
RBA cash rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
90-day bank bill	0.01	0.06	0.10	0.13	0.13
3-year bond	0.23	0.40	0.40	0.50	0.75
10-year bond	1.26	1.50	1.75	2.00	2.25
Curve - 3s10s (bps)	104	110	135	150	150
3y swap	0.43	0.43	0.43	0.53	0.78
10y swap	1.48	1.62	1.90	2.15	2.40
RBNZ cash rate	0.25	0.25	0.75	1.00	1.25
US fed funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
US 2-year note	0.22	0.30	0.50	0.50	0.75
US 10-year note	1.34	1.50	1.75	2.00	2.25
ECB refi rate	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
BoE Bank Rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Foreign Exchange					
AUD/USD	0.73	0.74	0.75	0.75	0.75
AUD/EUR	0.62	0.62	0.63	0.61	0.60
AUD/GBP	0.53	0.53	0.53	0.51	0.50
AUD/JPY	80.1	82.1	84.0	84.0	84.0
AUD/CNY	4.71	4.81	4.80	4.76	4.73
AUD/NZD	1.03	1.04	1.04	1.04	1.04
AUD/CHF	0.68	0.67	0.68	0.67	0.67
AUD/IDR	10431	10767	10800	10650	10500
AUD/INR	53.77	55.50	55.88	55.50	55.88
AUD/KRW	855	851	848	825	810
USD/JPY	110	111	112	112	112
EUR/USD	1.18	1.19	1.20	1.23	1.25
USD/CNY	6.46	6.50	6.40	6.35	6.30
AUD TWI	61.00	62.19	62.48	61.92	61.47

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	EA	ECB's Schnabel Speaks in Riga conference					10:35	21:35
20-Sep		ECB's Schnabel Speaks					11:35	22:35
	GE	PPI m/m	Aug	--	--	1.9%	06:00	17:00
		PPI y/y	Aug	--	--	10.4%	06:00	17:00
	US	NAHB Housing Market Index	Sep	73	--	75	14:00	01:00
Tuesday	NZ	Westpac Consumer Confidence	Q3	--	--	107.1	20:00	07:00
21-Sep	AU	ANZ Roy Morgan Weekly Consumer Confidence Index	Sep-21	--	--	103.1	22:30	09:30
		RBA Minutes of Sep. Policy Meeting					00:30	11:30
	JN	Machine Tool Orders y/y	Aug F	--	--	86.2%	05:00	16:00
	EA	ECB's Guindos Speaks					07:05	18:05
		OECD Publishes Interim Economic Outlook					09:00	20:00
	US	Building Permits	Aug	1595k	--	1630k	12:30	23:30
		Building Permits m/m	Aug	-2.2%	--	2.3%	12:30	23:30
		Current Account Balance	Q2	--	--	-\$195.7b	12:30	23:30
		Housing Starts	Aug	1545k	--	1534k	12:30	23:30
		Housing Starts m/m	Aug	0.7%	--	-7.0%	12:30	23:30
Wednesday	AU	RBA's Bullock Speech at Bloomberg Event					01:00	12:00
22-Sep	JN	BOJ 10-Yr Yield Target	Sep-21	--	--	0.00%	13:00	00:00
		BOJ Policy Balance Rate	Sep-21	--	--	-0.10%	13:00	00:00
	US	MBA Mortgage Applications	Sep-21	--	--	--	11:00	22:00
		Existing Home Sales	Aug	5.81m	--	5.99m	14:00	01:00
		Existing Home Sales m/m	Aug	-3.1%	--	2.0%	14:00	01:00
		FOMC Rate Decision (Lower Bound)	Sep-21	0.00%	--	0.00%	18:00	05:00
		FOMC Rate Decision (Upper Bound)	Sep-21	0.25%	--	0.25%	18:00	05:00
		Powell Holds Press Conference Following FOMC Meeting					18:30	05:30
Thursday	AU	Markit Australia PMI Composite	Sep P	--	--	43.3	22:00	09:00
23-Sep		Markit Australia PMI Mfg	Sep P	--	--	52	22:00	09:00
		Markit Australia PMI Services	Sep P	--	--	42.9	22:00	09:00
	EA	ECB Publishes Economic Bulletin					08:00	19:00
		Markit Eurozone Composite PMI	Sep P	--	--	59	08:00	19:00
		Markit Eurozone Manufacturing PMI	Sep P	--	--	61.4	08:00	19:00
		Markit Eurozone Services PMI	Sep P	--	--	59	08:00	19:00
	GE	Markit Germany Services PMI	Sep P	--	--	60.8	07:30	18:30
		Markit/BME Germany Composite PMI	Sep P	--	--	60	07:30	18:30
		Markit/BME Germany Manufacturing PMI	Sep P	--	--	62.6	07:30	18:30
	UK	Markit UK PMI Manufacturing sa	Sep P	--	--	60.3	08:30	19:30
		Markit/CIPS UK Composite PMI	Sep P	--	--	54.8	08:30	19:30
		Markit/CIPS UK Services PMI	Sep P	--	--	55	08:30	19:30
		Bank of England Bank Rate	Sep-21	0.10%	--	0.10%	11:00	22:00
		BOE Corporate Bond Target	Sep	20b	--	20b	11:00	22:00
		BOE Gilt Purchase Target	Sep	875b	--	875b	11:00	22:00
	US	Chicago Fed Nat Activity Index	Aug	--	--	0.53	12:30	23:30
		Continuing Claims	Sep-21	--	--	--	12:30	23:30
		Initial Jobless Claims	Sep-21	--	--	--	12:30	23:30
		Markit US Composite PMI	Sep P	--	--	55.4	13:45	00:45
		Markit US Manufacturing PMI	Sep P	--	--	61.1	13:45	00:45
		Markit US Services PMI	Sep P	--	--	55.1	13:45	00:45
		Leading Index	Aug	0.6%	--	0.9%	14:00	01:00
		Kansas City Fed Manf. Activity	Sep	--	--	29	15:00	02:00
		Household Change in Net Worth	Q2	--	--	\$4997b	16:00	03:00
	CA	Retail Sales Ex Auto m/m	Jul	--	--	4.7%	12:30	23:30
		Retail Sales m/m	Jul	--	--	4.2%	12:30	23:30
Friday	NZ	Trade Balance 12 Mth YTD NZD	Aug	--	--	-1104m	21:45	08:45
24-Sep		Trade Balance NZD	Aug	--	--	-402m	21:45	08:45
	JN	Natl CPI Ex Fresh Food y/y	Aug	--	--	-0.2%	22:30	09:30
		Natl CPI Ex Fresh Food, Energy y/y	Aug	--	--	-0.6%	22:30	09:30
		Natl CPI y/y	Aug	--	--	-0.3%	22:30	09:30
		Jibun Bank Japan PMI Composite	Sep P	--	--	45.5	23:30	10:30
		Jibun Bank Japan PMI Mfg	Sep P	--	--	52.7	23:30	10:30
		Jibun Bank Japan PMI Services	Sep P	--	--	42.9	23:30	10:30
	GE	IFO Business Climate	Sep	--	--	99.4	08:00	19:00
		IFO Current Assessment	Sep	--	--	101.4	08:00	19:00
		IFO Expectations	Sep	--	--	97.5	08:00	19:00
	US	Fed's Mester Discusses the Economic Outlook					12:45	23:45
		New Home Sales	Aug	714k	--	708k	14:00	01:00
		New Home Sales m/m	Aug	0.8%	--	1.0%	14:00	01:00
		Powell, Clarida and Bowman Host Fed Listens Event					14:00	01:00
	US	Fed's Williams Delivers Policy Paper at SNB Conference					11:00	22:00



この先の 5 週間

Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
20 Sep GE: PPI (Aug) Public Holiday: JN, CH	21 Sep AU: RBA minutes US: Housing start (Aug), Build. Permits (Aug) Public Holiday: CH	22 Sep JN: BOJ policy rate US: Existing home sales (Aug), FOMC rate	23 Sep UK: PMI (Sep P), Bank of England rate GE: PMI (Sep P) EA: PMI (Sep P) US: Chicago Fed (Aug), PMI (Sep P) CA: Retail sales (Jul) Public Holiday: JN	24 Sep NZ: Trade balance (Aug) JN: CPI (Aug), PMI (Sep P) GE: IFO (Sep) US: New home sale (Aug)
27 Sep EA: M3 money (Aug) US: Durable good (Aug), Dallas Fed (Sep)	28 Sep AU: Retail sales (Aug P) CH: IP (Aug) US: Wholesale inv. (Aug), Cons. Conf. (Sep), Richmond Fed (Sep)	29 Sep	30 Sep NZ: Build permit (Aug), ANZ Business conf (Sep) AU: Build approv. (Aug) JN: IP (Aug P), Retail sales (Aug) CH: PMI (Sep) UK: GDP (2Q F) GE: Unemp, CPI (Sep) US: GDP (2Q T)	1 Oct JN: Tankan survey (3Q), PMI (Sep F) UK: PMI (Sep F) EA: PMI (Sep F), CPI (Sep) US: Personal inc/spend (Aug), PCE (Aug), PMI (Sep F), U. of Mich. sent. (Sep F)
4 Oct US: Factory orders (Aug), Durable goods (Aug F) CA: Build permits (Aug) Public Holiday: AU	5 Oct AU: ANZ Job Ads (Sep), Trade balance (Aug), Retail sales (Aug), RBA cash rate JN: CPI (Sep) EA: PPI (Aug) US: Trade balance (Aug)	6 Oct NZ: RBNZ cash rate UK: PMI (Sep) GE: Factory orders (Aug) EA: Retail sales (Aug) US: ADP emp. (Sep)	7 Oct GE: IP (Aug)	8 Oct GE: Trade balance (Aug) US: Nonfarm payroll (Sep), Unemp. rate (Sep), Wholesale inv. (Aug F) CA: Unemp. rate (Sep)
11 Oct UK: IP (Aug) Public Holiday: US, CA	12 Oct NZ: Truckometer (Sep) AU: Bus. cond. (Sep) JN: PPI (Sep) UK: Unemp. rate (Aug) GE: ZEW survey (Oct) EA: ZEW survey (Oct) US: NFIB survey (Sep)	13 Oct JN: Machine order (Aug) CH: Trade bal. (Sep) GE: CPI (Sep F) EA: IP (Aug) US: CPI (Sep), FOMC minutes	14 Oct AU: Unemp. rate (Sep) JN: IP (Aug F) CH: CPI (Sep), PPI (Sep) US: PPI (Sep)	15 Oct NZ: PMI (Sep) EA: Trade bal. (Aug) US: Retail sales (Sep), Empire Fed (Oct), U. of Mich. Sent. (Oct P)
18 Oct NZ: CPI (3Q) CH: GDP (3Q), Retail sales (Sep), IP (Sep) US: IP (Sep), NAHB index (Oct) CA: Housing start (Sep)	19 Oct AU: RBA minutes (Oct) US: Housing start (Sep), Building permit (Sep)	20 Oct JN: Trade balance (Sep) UK: CPI, PPI (Sep) GE: PPI (Sep) EA: CPI (Sep F) US: Beige book CA: CPI (Sep)	21 Oct AU: NAB bus. conf. (3Q) US: Philadelphia Fed (Oct), Existing home sale (Sep)	22 Oct AU: PMI (Oct P) JN: CPI (Sep), PMI (Oct P) UK: Retail sales (Sep), PMI (Oct P) GE: PMI (Oct P) EA: PMI (Oct P) US: PMI (Oct P) CA: Retail sales (Aug)



重要なお知らせ

本文書は、ANZ の法人部門およびマーケティング部門の顧客を対象としたものです。本文書を、転送、複製または配布することはできません。本文書に含まれるリサーチ及び意見は一般的な性質のものであり、個人的な金融商品に関する助言を構成せず、お客様の目的、財務状態またはニーズを考慮するものでもありません。

本文書は、特定の法域において法律により制限を受ける場合があります。本文書を受領したお客様は、すべての関連する制限について理解し、遵守する必要があります。

本文書は、オーストラリア・ニュージーランド銀行 (ABN 11 005 357 522) (以下、「ANZBGL」といいます。) により準備され、ANZBGL の東京支店または ANZBGL の子会社である ANZ 証券株式会社 (以下、ANZBGL と総称して「ANZ」といいます。) により配布されるものです。ANZ 証券株式会社は、日本の金融庁により規制される金融商品取引業者であり (登録番号: 関東財務局長 (金商) 第 3055 号)、日本証券業協会に加入しています (〒100-6333 東京都千代田区丸の内 2 丁目 4-1 丸の内ビルディング 31 階)。本文書は、特定の受領者または関連するウェブサイトの許可されたユーザー (総称して、「受領者」といいます。) に対して、情報提供のみを目的として配布されるものです。

本文書は日本語参考訳であり、英語原文との間に齟齬がある場合には、原文の内容が優先します。本文書は情報提供のみを目的として配布されるものであり、本文書のいかなる記述も、商品またはサービスの売却、購入、受領もしくは提供または特定の取引戦略への参加に対する ANZ による招待、勧誘または提案を意図するものではありません。

本文書は、お客様の法域の法律により認められる場合にのみお客様に対して配布されるものであり、本文書の使用または配布が法令に反する法域、または ANZ が追加的な認可の取得もしくは登録を行うことが必要となる法域に居住または所在する受領者に対して配布されまたは使用されることを目的としたものではなく、または意図されたものでもありません。さらに、本文書に記載の商品およびサービスは、すべての国において入手可能ではない場合があります。

ANZ は、本文書に記載された商品またはサービスについて、お客様に財務、法務、税務または投資の助言を行うものではありません。投資判断を行う前に、本文書を受領者は、ご自身の状況に応じて、独立した財務、法務、税務その他関連する助言を取得してください。

ANZ は、本文書の作成にあたって一定の配慮を行っており、本文書に含まれる情報は正確であると考えていますが、情報の正確性または完全性に関し、表明または保証を行いません。さらに、ANZ は、本文書に記載された情報の正確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一切負いません。

本文書の作成にあたって本文書で述べられている意見は、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、これらの意見は、本文書の作成日時点のものであり、予告なく変更されるものです。また、全ての価格情報は、一例を示しているにすぎません。本文書で述べられている意見は、いつでも予告なく変更されることがあります。

ANZ は、本文書に記載される商品の実績を保証するものではありません。あらゆる投資には危険が伴い、収益が生じる場合もあれば損失を生じる場合もあります。過去の実績は、将来の実績の指標となるものではありません。本文書に記載の商品やサービスが、必ずしも全ての投資家に適しているものとはいえない場合があります。これらの商品やサービスに関する取引が危険であると考えられる場合があります。

ANZ は、関連する法律により認められる限りにおいて、あらゆる責任を明示的に免除し、本文書に起因もしくは関連して、直接的または間接的に、また不法行為 (過失を含みます。) 、契約、衡平法により、またはその他により生じるあらゆる損失、損害、請求、負担、訴訟手続き、支出または諸費用 (以下、「負担」といいます。) について責任を負いません。本文書は、いかなる法域の規制機関または規制当局によっても審査されたものではないことにご留意ください。

ANZ および ANZ の関係当事者は、本文書で言及されている対象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。またそれらの社員および取引の紹介者は、当該手数料の分配または総売上高に応じた報酬を受領する場合があります。これらは常に現地の規制に基づいて受領され、または分配されます。ANZ および ANZ の関係当事者またはその顧客はさらに、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ります。また、随時、本人または代理人としてこれらの購入および/または販売を行う場合があります。これらの商品のマーケットメーカーを務め、または務めていた場合があります。本文書は、ANZ の利益相反に関するポリシーに従って公表され、ANZ は、ANZ および ANZ の関係当事者内において情報が他の営業部門へ流出することを防ぐため、適切な情報隔壁を設定・維持しています。

上記の開示に関する詳細をご希望の場合を含め、本文書に関するご質問は、お客様の ANZ 担当者にご連絡ください。