

# インドルピー為替相場見通し

2016年8月

みずほ銀行

バンガロール支店

アジア・オセアニア資金部



# 1. 相場見通し サマリ

	Aug – Sep 2016	Oct – Dec 2016	Jan – Mar 2017	Apr – Jun 2017	Jul – Sep 2017
USD/INR	65.9-70.1 (68.0)	65.4-69.6 (67.5)	63.7-67.9 (65.8)	62.5-66.5 (64.5)	62.0-66.0 (64.0)
Repo Rate	6.50%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%

( )内は四半期末のレート

## <ポイント>

- ドル高修正に伴い、緩やかにルピーが上昇する展開を予想。
- インド経済は内需主導の経済であり、英国のEU離脱(Brexit)の直接的な影響は限定的。
- 落ち着いたインフレ率、貿易収支の改善、RBIの緩和的な金融スタンス等、3年半前に比べ、ファンダメンタルズは大きく改善。
- 但し、当面、米国の利上げに対する思惑に振らされる展開を予想。原油価格が今年に入り反転上昇しており、今後のインフレ上昇、貿易・経常赤字拡大の可能性には注意。

	Aug – Sep 2016	Oct – Dec 2016	Jan – Mar 2017	Apr – Jun 2017	Jul – Sep 2017
USD/JPY	98 – 106 (101)	95 - 103 (98)	93 - 101 (97)	92 - 101 (96)	90 - 100 (95)

( )内は四半期末のレート

## <ポイント>

- Brexit決定を受けて、市場の米利上げ期待は大幅に後退。金利正常化プロセスの遅延は、ドル売り材料に。
- 需給面でも昨年に比べ、円安を喚起するまでには至らず、円高トレンド開始をサポート。

## 2. 世界経済見通し ～英国のEU離脱(Brexit)決定を受けて下方修正～

- Brexitによる不透明感の高まりを受けたマインド悪化や円高進行などから、ユーロ圏と日本の成長率を下方修正(インドは変更なし)
- ✓ 欧州経済の減速が貿易などを介して世界経済全体に与える下押し圧力は限定的
- ✓ 但し、更なる政治的混乱や金融問題への波及などBrexitを契機とした世界経済の一段の下振れリスクには警戒が必要

【世界経済見通し総括表】

暦年	(前年比、%)					(前年比、%)		(％ポイント)	
	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (予測)	2017年 (予測)	2016年 (6月予測)	2017年 (6月予測)	2016年 (6月予測からの修正幅)	2017年 (6月予測からの修正幅)
予測対象地域計	3.3	3.5	3.2	3.3	3.6	3.3	3.7	—	▲ 0.1
日米ユーロ圏	0.8	1.5	1.9	1.5	1.6	1.5	1.8	—	▲ 0.2
米国	1.5	2.4	2.4	1.8	2.3	1.8	2.3	—	—
ユーロ圏	▲ 0.3	0.9	1.7	1.4	1.1	1.5	1.4	▲ 0.1	▲ 0.3
日本	1.4	▲ 0.0	0.5	0.3	0.5	0.5	0.9	▲ 0.2	▲ 0.4
アジア	6.4	6.3	6.1	6.0	6.0	6.0	6.0	—	—
中国	7.7	7.3	6.9	6.6	6.5	6.6	6.5	—	—
NIEs	2.9	3.4	1.9	1.8	2.2	1.8	2.2	—	—
ASEAN5	5.0	4.6	4.8	4.6	4.5	4.6	4.5	—	—
インド	6.3	7.0	7.2	7.7	7.7	7.7	7.7	—	—
オーストラリア	2.0	2.7	2.5	2.7	2.5	2.7	2.5	—	—
ブラジル	3.0	0.1	▲ 3.8	▲ 3.4	0.8	▲ 3.4	0.8	—	—
ロシア	1.3	0.7	▲ 3.7	▲ 1.2	1.0	▲ 1.2	1.0	—	—
日本(年度)	2.0	▲ 0.9	0.8	0.4	0.7	0.6	1.0	▲ 0.2	▲ 0.3
原油価格(WTI\$/bbl)	98	93	49	44	46	44	46	—	—

(注)予測対象地域計はIMFによる2012年GDPシェア(PPP)により計算。

(資料)IMF、各国統計より、みずほ総合研究所作成



### 3. 各国メインシナリオ・リスクファクター ～Brexit問題が更なる景気下振れに繋がるリスクも～

- 英国のEUへの脱退通告時期やその後の交渉プロセスなど不透明要素は多く、世界経済の下振れリスクは増大

【各国経済のメインシナリオとリスクファクター】

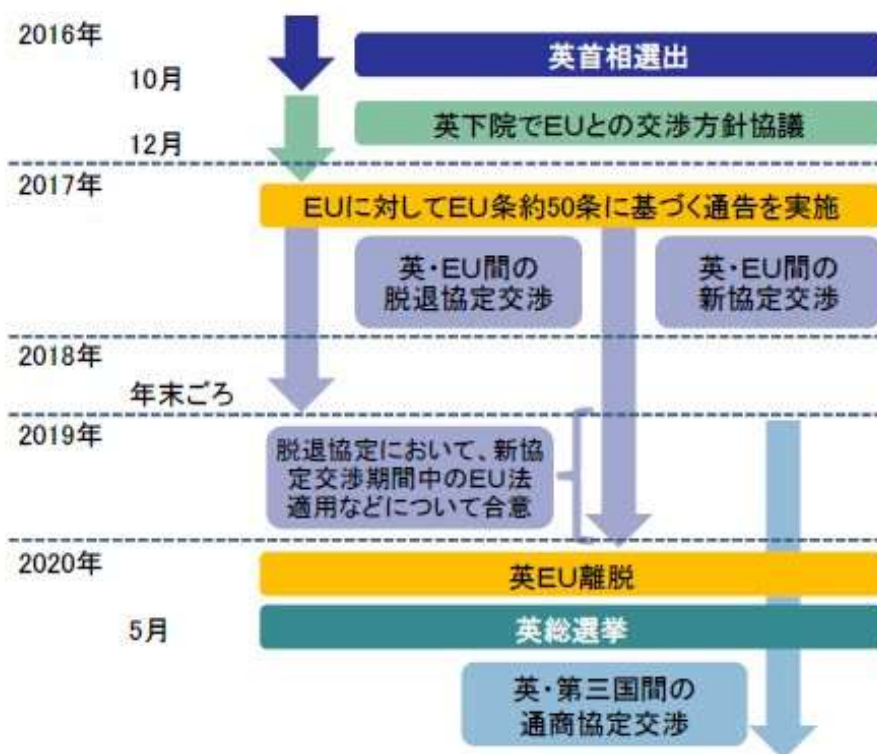
国・地域	メインシナリオ	リスクファクター	バイアス
英国	対EU関係を巡る不透明感から内需を中心に景気が失速、2016年末～2017年初にかけてマイナス成長に	・EUへの離脱通告時期の後ずれや、EUとの離脱交渉の難航 ・不動産価格の急落	↓
ユーロ圏	対英関係を巡る不透明感の高まりから投資が抑制され、2016年後半から2017年にかけて景気は減速へ	・反EUの拡散による政治リスクの増大 ・伊不良債権問題など脆弱な金融セクターを背景とした信用不安の高まり	↓
日本	円高・株安が成長率を下押しするも、経済対策などで景気後退は回避	・リスクオフで更に円高、株安が進行すれば、景気後退の可能性も ・マイナス金利の深堀りは諸刃の剣	↓
米国	更なる市場の混乱がないことを前提とすれば、貿易などを介したBrexitの影響は限定的	・リスクオフによるドル高の進行 ・米国自体の循環的な景気後退リスクの高まり	↓
新興国	更なる市場の混乱がないことを前提とすれば、貿易などを介したBrexitの影響は限定的	・リスクオフによる新興国通貨急落 ・外的ショックに伴う中国を中心とした新興国債務問題の深刻化	↓

(注) バイアスは今後の見直し修正の可能性。矢印が上向きなら上方修正、下向きなら下方修正バイアスがあることを示す。線の太さはバイアスの強さを示す。  
(資料) みずほ総合研究所作成

## 4. Brexitの今後 ～EU離脱は2020年前半～

- EUへの脱退通告は2016年末から17年初に実施され、2年間かけて脱退交渉を行うと予想
- ✓ 新協定締結に向けた交渉も同時に行われるが、終了は2019年末頃まで掛かると予想
- ✓ EUでは、国民投票や選挙が断続的に実施され、英国への安易な妥協は見込みにくい。交渉加速は2018年以降

【英国のEU離脱過程の想定シナリオ】



(資料) みずほ総合研究所作成

【欧州の主要スケジュール】

		政治イベント	金融政策決定会合
2016年	6月	EU首脳会議	
	7月		BOE (14)、ECB (21)
	8月		BOE (4)
	9月	保守党党首決定 (9) EU27非公式首脳会合 (16)	BOE (8)、ECB (15)
	10月	英保守党党大会 (2~5)	BOE (13)、ECB (20)
		オーストラリア大統領選挙 (再実施、2(予定))	
		EU首脳会合 (20~21)	
		イタリア憲法改正を問う国民投票 (10月中)	
	11月		BOE (3)
	12月	EU首脳会合 (15~16)	ECB (8)、BOE (15)
2017年	3月	オランダ下院選挙 (15)	
	4月	フランス大統領選・初回投票 (23)	
	5月	同決選投票 (7)	
	9月前後	独連邦議会選挙 (8/27~10/22)	
2018年	5月	イタリア総選挙 (23まで)	

(注) カッコ内は日付。オーストラリア大統領選は見込み。金融政策決定会合は2016年のみ掲載。

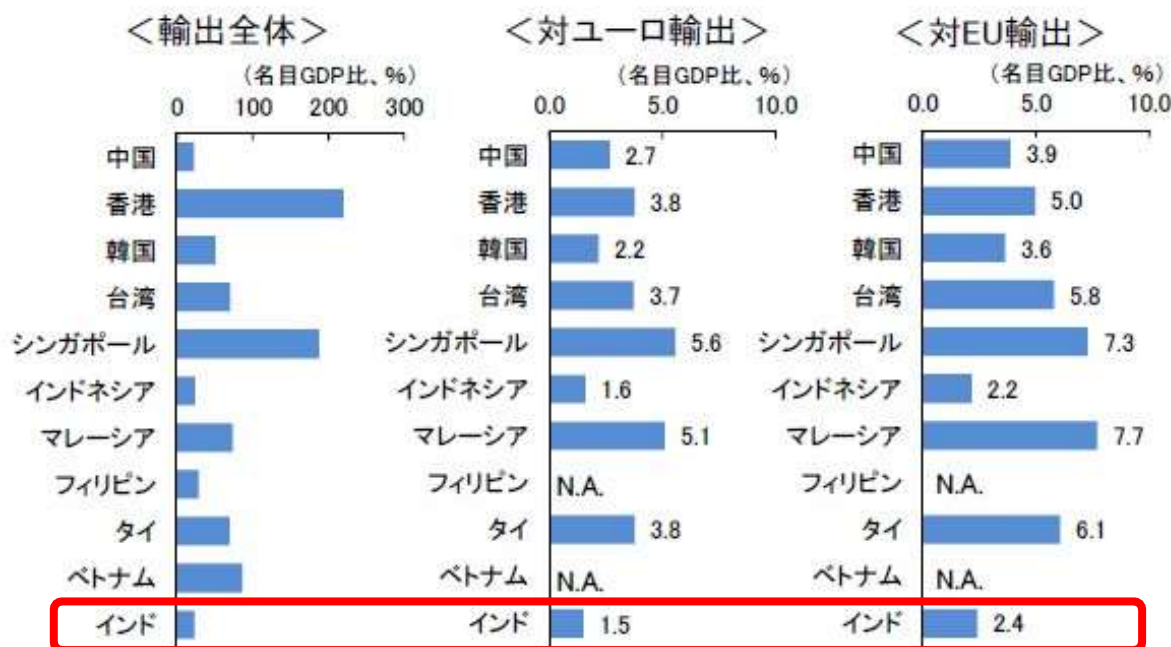
(資料) 欧州理事会、各種報道等より、みずほ総合研究所作成



## 5. アジア経済 ～貿易面でBrexitの影響は限定的も、相場変動リスクに留意～

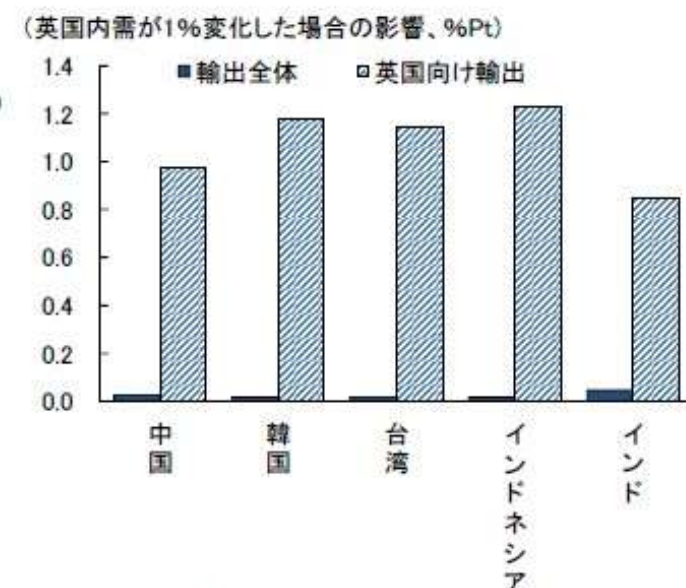
- アジア各国の欧州向け輸出ウェイトを考慮すると、貿易面から見たアジア経済への影響は総じて限定的
- ✓ 対EU輸出の名目GDP比はマレーシア、シンガポール、タイ、台湾、香港が5%超と高め。今後、Brexitを契機とする不確実性の高まりから金融市場が変動を来し、グローバルな景気停滞が生じた場合、輸出依存度が高い香港やシンガポールを中心に成長率の押し下げが見込まれる
- ✓ 今回の結果を受け、アジアの国々が大幅な金融緩和を実施する可能性もある。インドについては、内需主導の経済であり、Brexitの直接的な影響は限定的だと予想されるが、インフレが落ち着いているようであれば、利下げ実施の可能性が高い

【アジア各国の欧州向け輸出(対GDP比、2014年)】



(資料)世界銀行、各国統計、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

【英国内需減少によるアジア輸出への影響】



(注)世界産業連関表(WIOT)より生産誘発効果を計算。  
 (資料)Timmer, M. P. et. al. (2015) "An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production"より、みずほ総合研究所作成

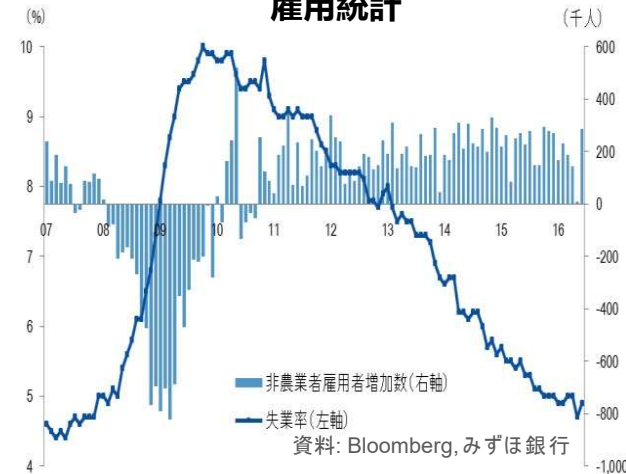
## 6. 米国経済 ～経済指標は減速傾向が強まり、ショックに脆弱～

- 2014年半ば以降の経済指標は、原油安・ドル高、新興国経済の減速を受けて生産関連指標の弱さが目立つ内容
- ✓ しかし足元は緩やかな景気拡大基調に戻りつつある。新興国経済の弱さ等の下振れリスクは残存
- 米製造業はドル高による悪影響を懸念
- ✓ 製造業の7%はネガティブな影響を、31%はわずかにネガティブな影響を予想
- ✓ ネガティブな影響を及ぼす経路として、ドル高を指摘する回答が最も多く、次いで海外需要の減少
- ✓ 2割弱の企業は設備投資、雇用へのネガティブな影響を予想

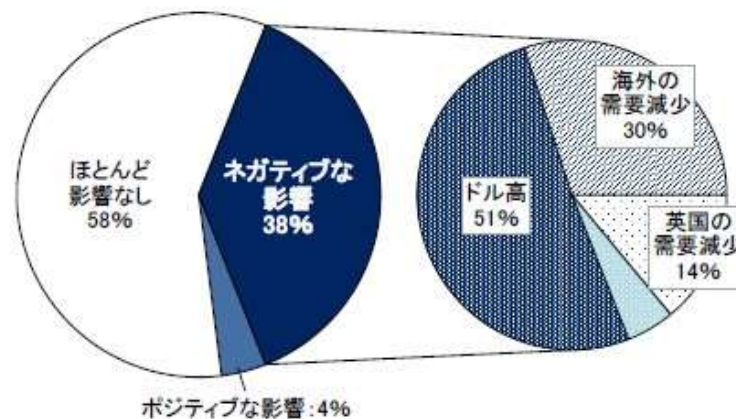
ISM景況指数・住宅指標



雇用統計

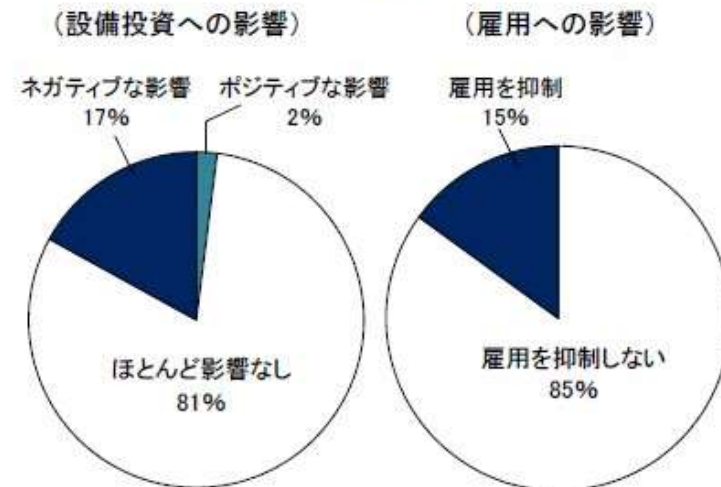


【Brexitによる影響（製造業）】



(注) ネガティブな影響は「ネガティブな影響」「わずかにネガティブな影響」の合計、  
ポジティブな影響は「ポジティブな影響」「わずかにポジティブな影響」の合計。  
(資料) 米サプライマネジメント協会より、みずほ総合研究所作成

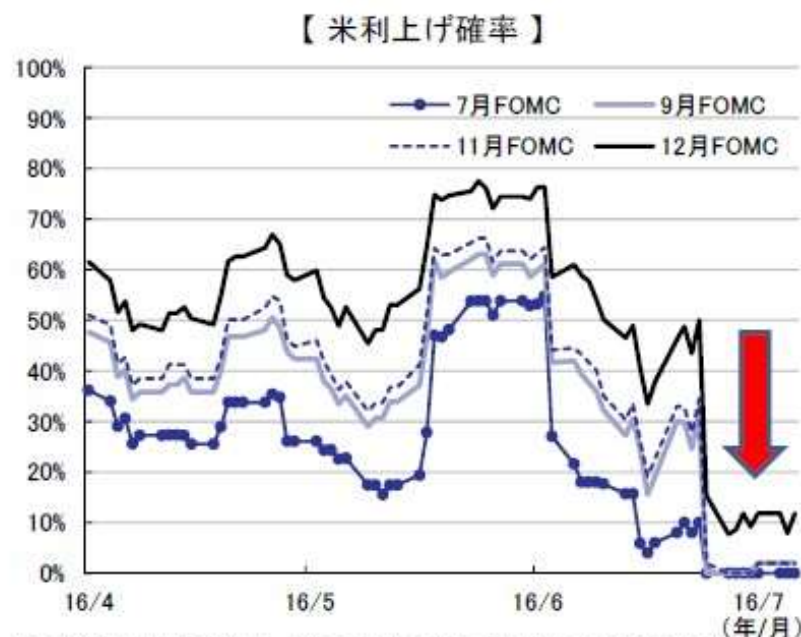
【Brexitによる影響（全産業）】



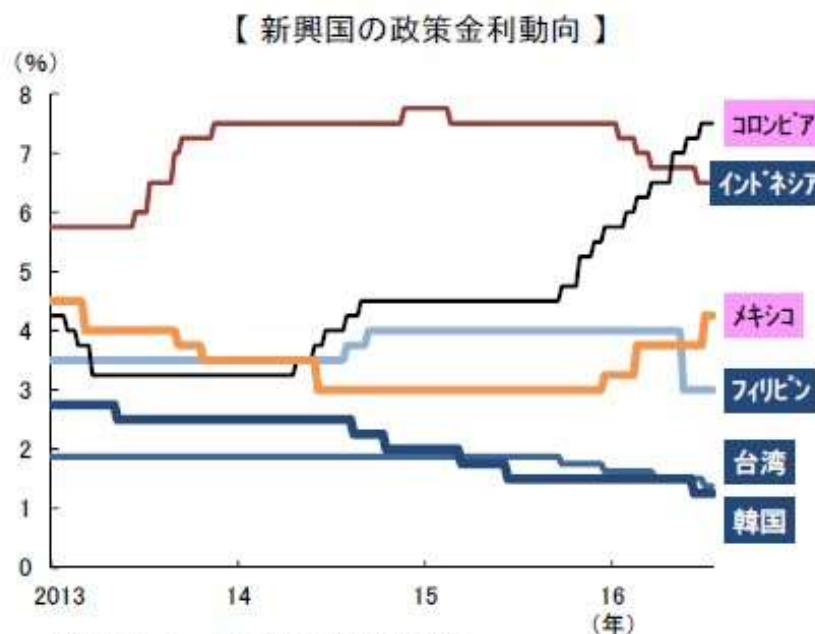
(資料) 米サプライマネジメント協会より、みずほ総合研究所作成

## 7. 米国・新興国金融政策 ～FRBの利上げ期待は大きく後退。アジア各国中銀は引き続き緩和的～

- FRBは、2015年12月に9年半ぶり利上げも、2016年3月に2016年内の金利予想を大幅下方修正  
Brexit決定を受けて、市場の利上げ期待は大幅後退
- ✓ 2016年内の利上げ確率は1割程度まで低下し、2017年の利上げも難しいとの見方も台頭
- 新興国では、国によって対応まちまち
- ✓ 物価が相対的に落ち着いているアジアでは景気下支えの為、利下げを実施する国が散見される状況（今後、インドも？）
- ✓ Brexit後にメキシコが利上げを決定する等、インフレや通貨安の懸念が強い中南米などでは引き締めバイアスの国も



(注)FF金利先物から計算した。各会合までに1回以上利上げされている確率(累計)。  
(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成



(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成



## 8. ユーロ圏経済 ～年後半に景気減速へ～

- ユーロ圏成長率を2016年+1.4%、2017年+1.1%に下方修正
- ✓ 4～6月期のユーロ圏成長率は減速した模様。年初の暖冬要因の剥落、油価上昇による購買力の悪化などが背景に
- ✓ 英国のEU離脱国民投票の結果を受けて年後半は減速感が強まる見通し。ただし、景気失速には至らず
  - 英景気悪化の直接的な影響がユーロ圏成長率に与える影響は限定的とみられる。一方、今後の対英関係に関連した不透明感が高まることで、英国と繋がりのある企業を中心に投資が抑制される公算大
  - 純輸出の増加（輸入の減少）などは成長率を押し上げるが、全体で見れば離脱はユーロ圏成長率にマイナス

【英国EU離脱がユーロ圏に及ぼす影響の整理】

要因	想定される状況	ユーロ圏成長率への影響
英景気の悪化	英国の内需悪化→ 英国向け輸出減少	×
	英国向け輸出減少→ 輸出関連業の投資抑制	×
マインドの悪化	不透明感の高まり→ 投資・雇用・消費の抑制	×
	上記の投資・消費抑制に関連した輸入の減少	○
	英国拠点の縮小→ ユーロ圏内に拠点増設	○
金融市場の混乱	株価下落→ 逆資産効果	×
	資金調達コストの増加	×
	ユーロ減価→ 輸出押し上げ、購買力低下	輸出を通じて○ 消費を通じて×
	油価下落→ 購買力上昇	○

(注) ○は成長率を押し上げ、×は成長率を押し下げ。  
(資料) みずほ総合研究所作成

【ユーロ圏見通し総括表】

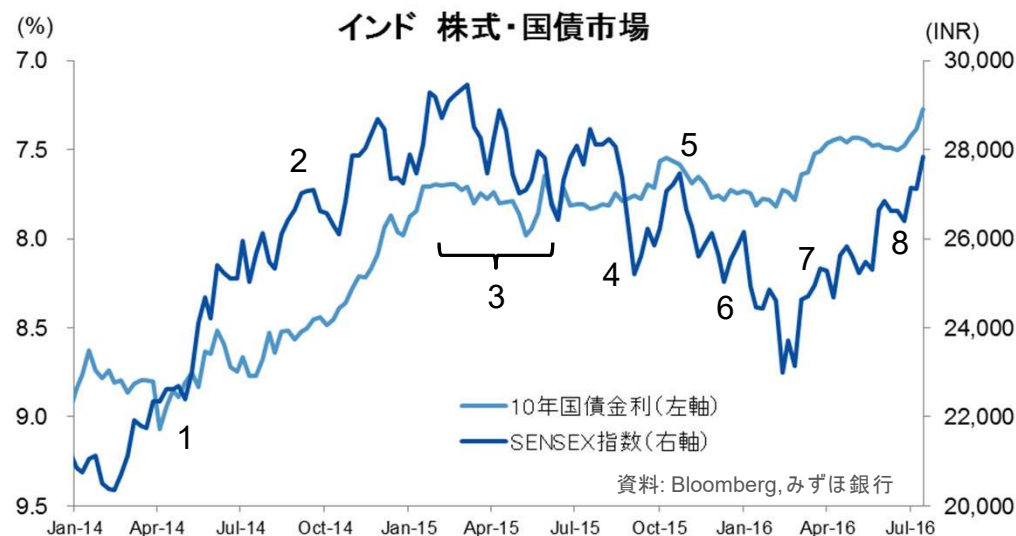
	今回の見通し			国民投票前の見通し	
	2015	2016	2017	2016	2017
(単位: 前年比%, 同寄与度%pt)					
実質GDP	1.7	1.4	1.1	1.5	1.4
内需	1.8	1.8	1.0	1.8	1.4
個人消費	1.7	1.6	1.2	1.6	1.3
総固定資本形成	2.7	2.1	0.1	2.2	1.4
政府消費	1.3	1.5	0.9	1.5	0.9
在庫投資	▲ 0.0	0.1	0.0	0.1	0.1
外需	▲ 0.1	▲ 0.3	0.2	▲ 0.3	0.1
輸出	5.1	2.4	4.0	2.6	4.2
輸入	5.9	3.4	4.1	3.5	4.5

(注) 網掛けは予測値。  
(資料) Eurostatなどより、みずほ総合研究所作成

## 9. インドルピー為替相場の回顧

～予算案発表後に反発も依然安値圏～

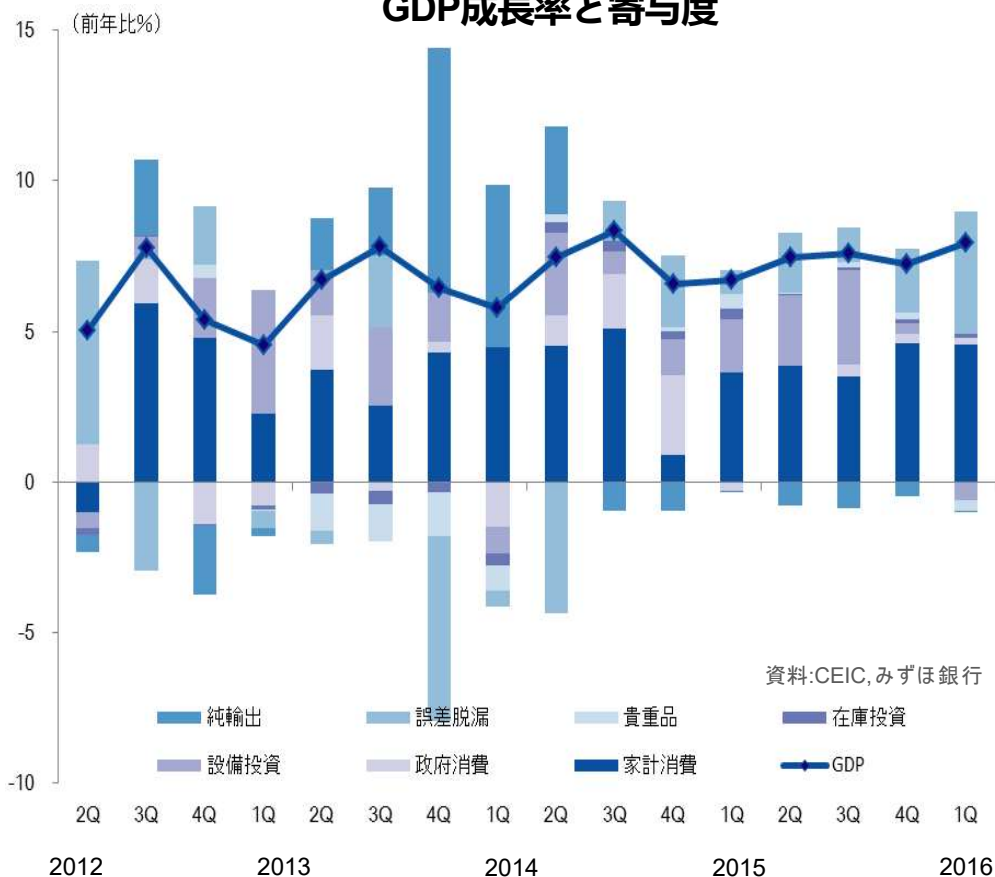
- 2014年5月のインド総選挙前より、政権交代に対する期待から、株式・債券市場に資金流入。BJPが単独過半数を獲得。
- 強い米経済指標を背景に、2014年9月にFedが金融政策の正常化を打ち出し、ドル高基調継続。
- 原油価格急落を背景にインフレ低下。RBIは2015年1、3、6月に利下げ。利下げを好感しSENSEX指数は史上最高値を突破。
- 2015年8月、中国が人民元基準値を変更し、人民元安誘導を実施。アジア経済への影響懸念から、ドルルピーも大幅上昇。
- 2015年9月、RBIが予想を上回る0.50%の利下げを実施、政策金利を6.75%に設定。
- 2015年12月、Fedが利上げを実施。2016年に入ると、新興国の経済成長懸念からグローバルな株安・ドル高の展開が進行。ドルルピーも、2013年8月以来の高値を更新。
- 2016年2月末発表の2016年度予算案が評価され、株式市場に買戻し。4月、RBIが再度利下げを実施、政策金利を6.50%に設定。
- 英国のEU離脱是非を問う国民投票で、離脱との結果になると、リスクオフの展開となり、他の新興国通貨同様下落。



## 10. インド国内経済動向

- 2016年1~3月期GDP成長率は前年比+7.9%、前期の+7.2%から上昇。但し、今後の改定に注意
- IMF・世界銀行は来年度・再来年度のGDP予測を下方修正
- ✓ 過去2年モンスーンの降雨量が例年を下回ったことによる農村部の消費低迷、世界経済の減速などが背景

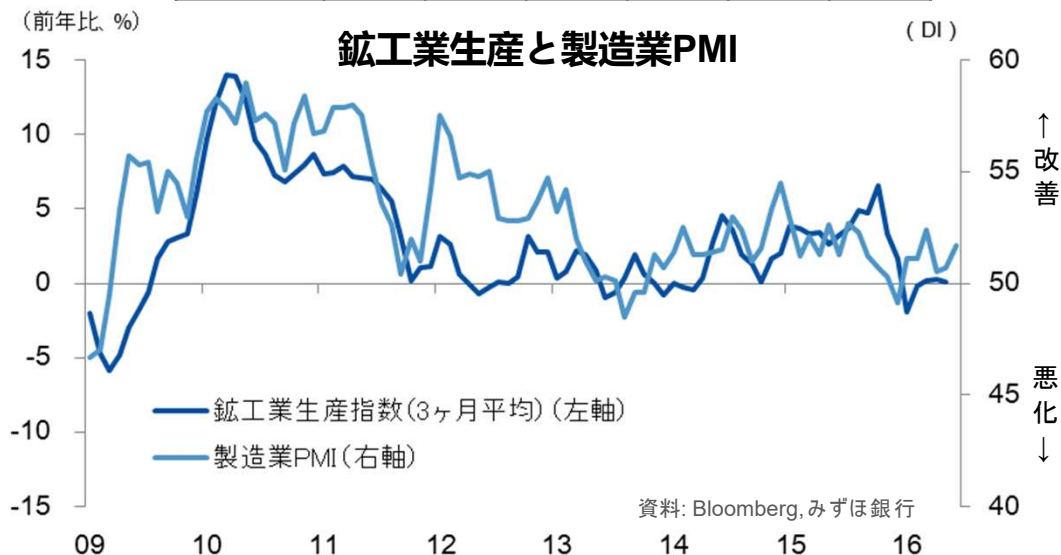
GDP成長率と寄与度



各機関によるインドGDP成長率予想

	FY2016-17			FY2017-18		
	前予想	直近予想	発表時期	前予想	直近予想	発表時期
RBI (GVA)	7.60%	7.60%	Jun-16	N/A	7.90%	Apr-16
IMF	7.50%	7.40%	Jul-16	7.50%	7.40%	Jul-16
World Bank	7.80%	7.60%	Jun-16	7.90%	7.70%	Jun-16

鉱工業生産と製造業PMI



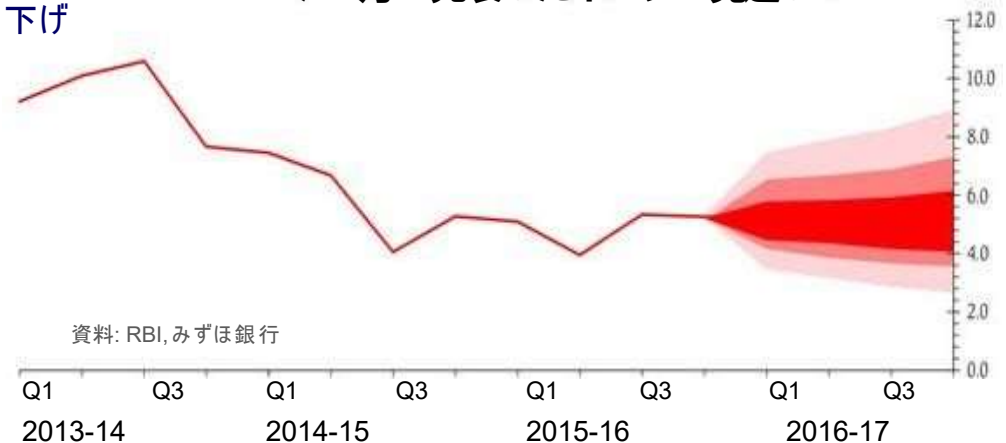


## 11. インド物価動向

- 2014年後半からの原油価格下落を受けインフレ低下
- ✓ RBIは2016年4月5日、0.25%利下げ。2015年から累計1.5%利下げ
- 2016年に入り、原油価格が反転上昇

RBIが6月に発表したインフレ見通し

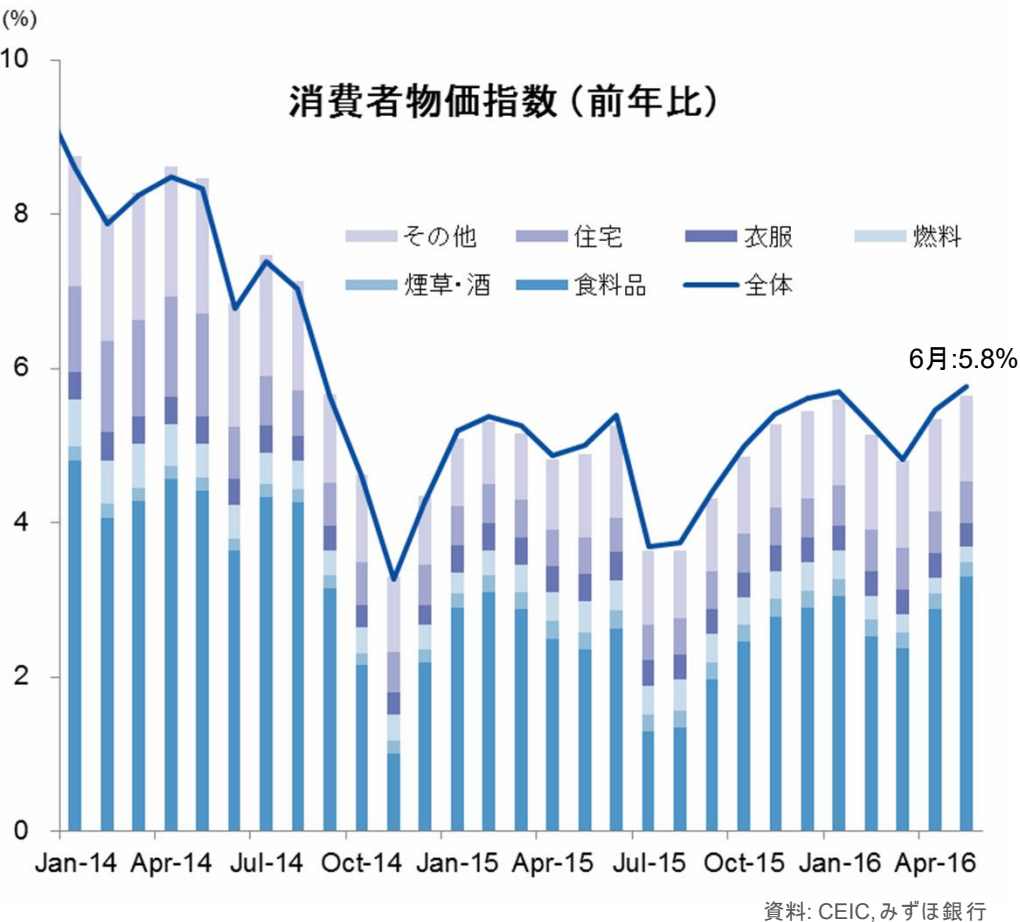
(%)



消費者物価指数（前年比）

その他 住宅 衣服 燃料  
煙草・酒 食料品 全体

6月:5.8%

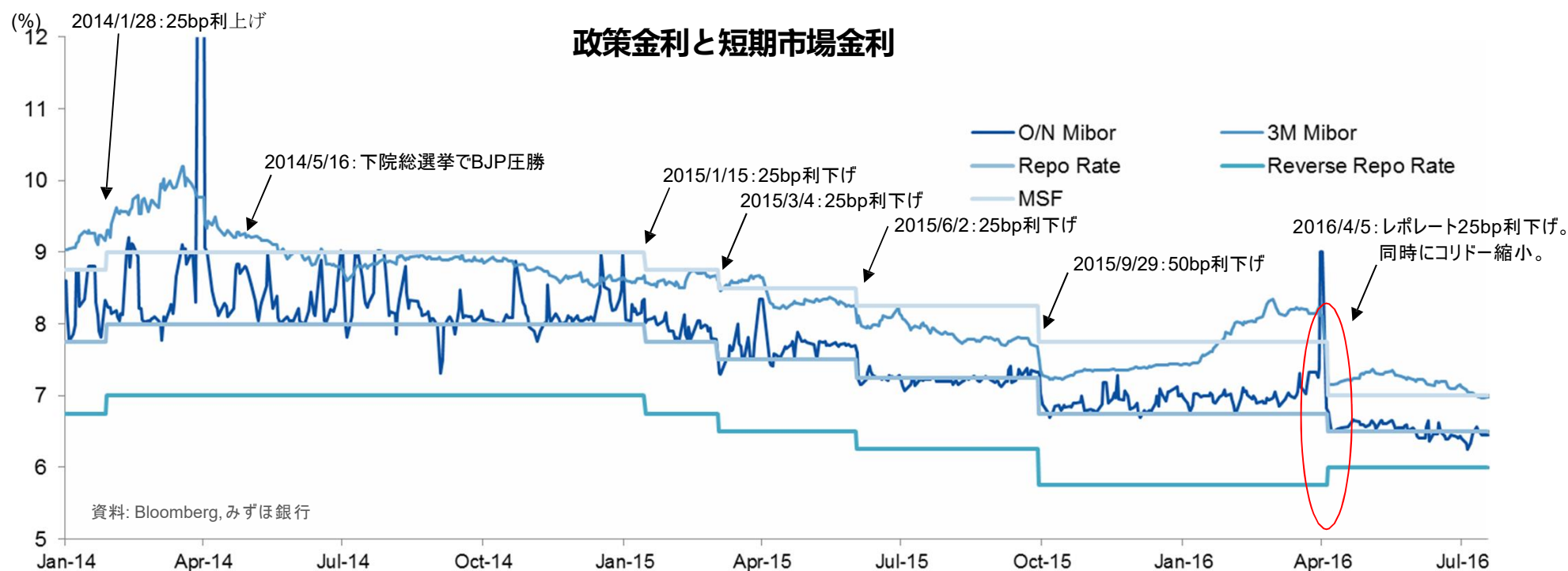


原油価格とインド消費者物価指数（CPI）



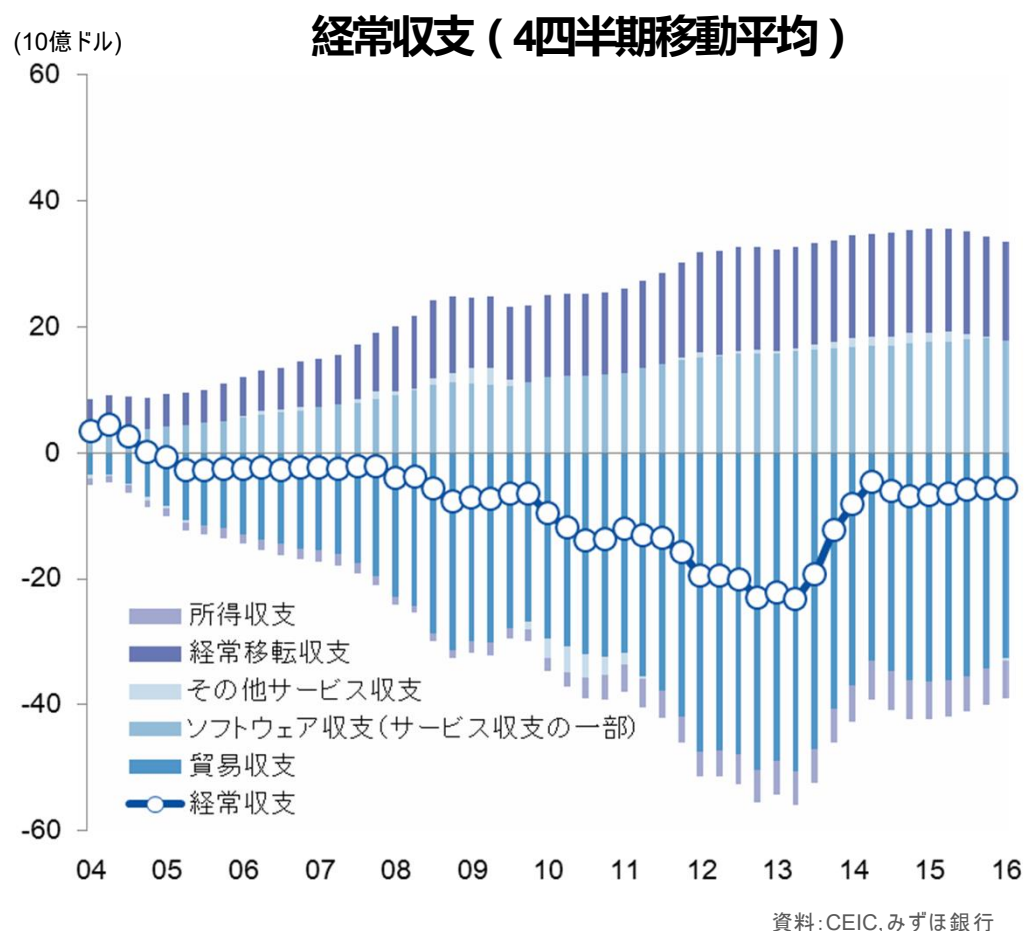
## 12. RBI政策見通し

- RBIは、2015年に政策金利のレポレートを一連の利下げ(8.00%⇒6.75%)
- 2016年4月5日、RBIはレポレートを一連の利下げ(6.75%⇒6.50%)に引き下げ
- ✓ 同時に、金利調節の幅(コリドー)を200bp⇒100bpに縮小
- ✓ 具体的には、MSF(RBIの市中銀行に対する最終貸出枠)金利を0.75%引き下げる一方、リバースレポレート(RBIが市中銀行から余剰資金を吸収する際の適用利率)を0.25%引き上げ。インターバンク市場金利が、政策金利のレポレートにより近付くことを企図
- 2016年6月7日、RBIは金融政策据え置き。コモディティ価格の反転上昇もあり、一旦様子見  
依然インフレ率よりも政策金利が高く、実質金利(名目金利－インフレ率)はプラス



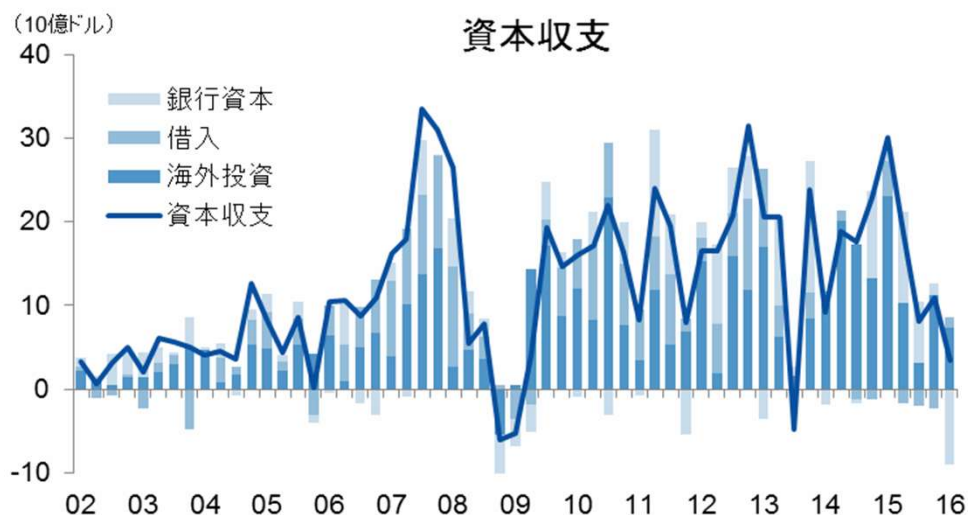
# 13. 貿易収支と経常収支

- 2013年度後半より、原油・金輸入の急減を背景に、貿易収支は緩やかに改善
- 経常収支についても、2011～2013年度のような、大幅な赤字から脱却

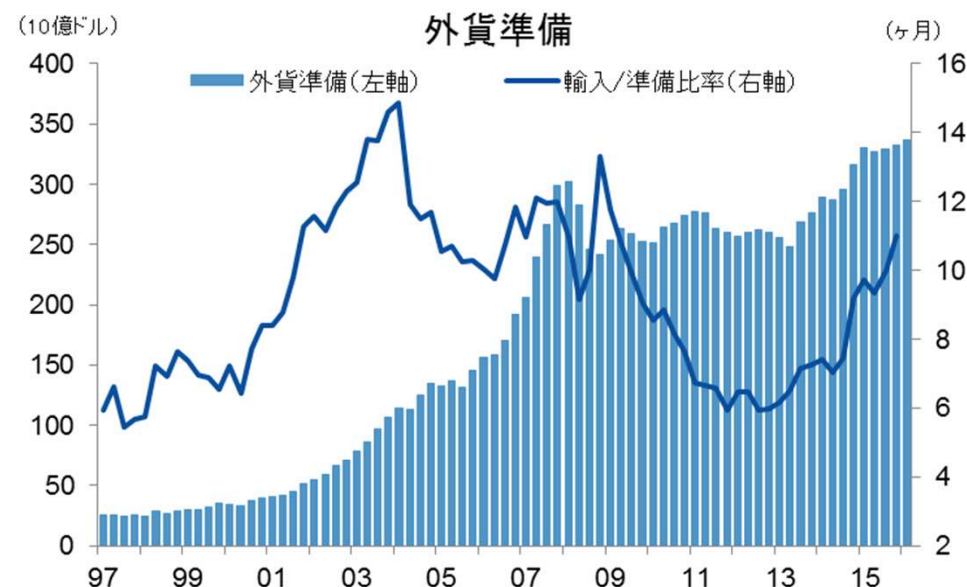
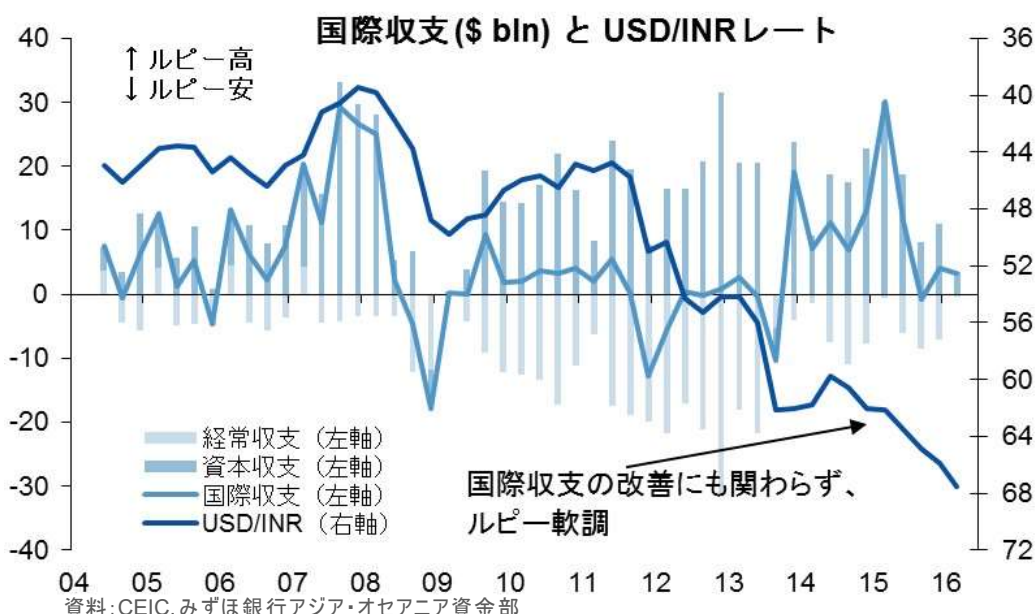




## 14. 国際収支と外貨準備高



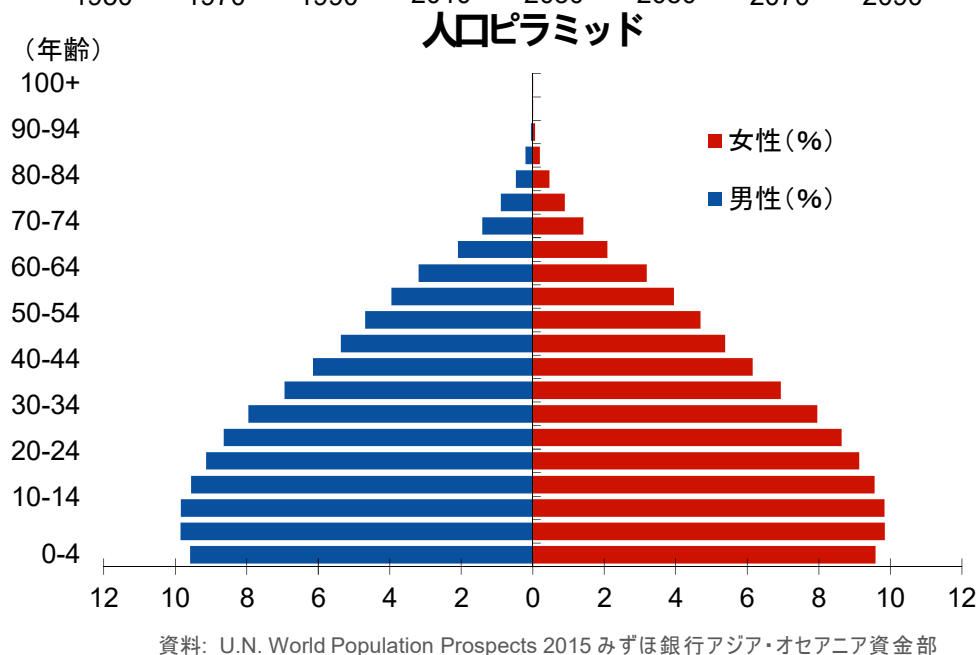
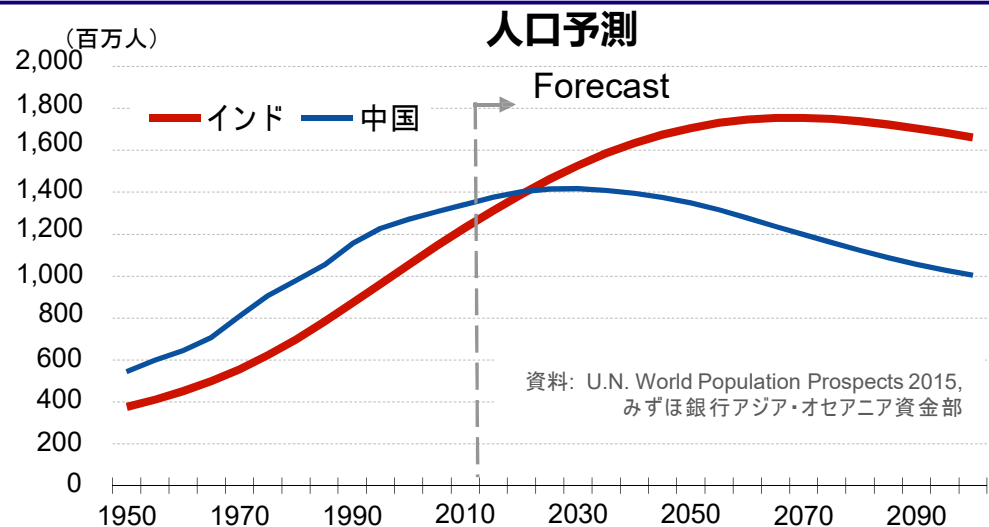
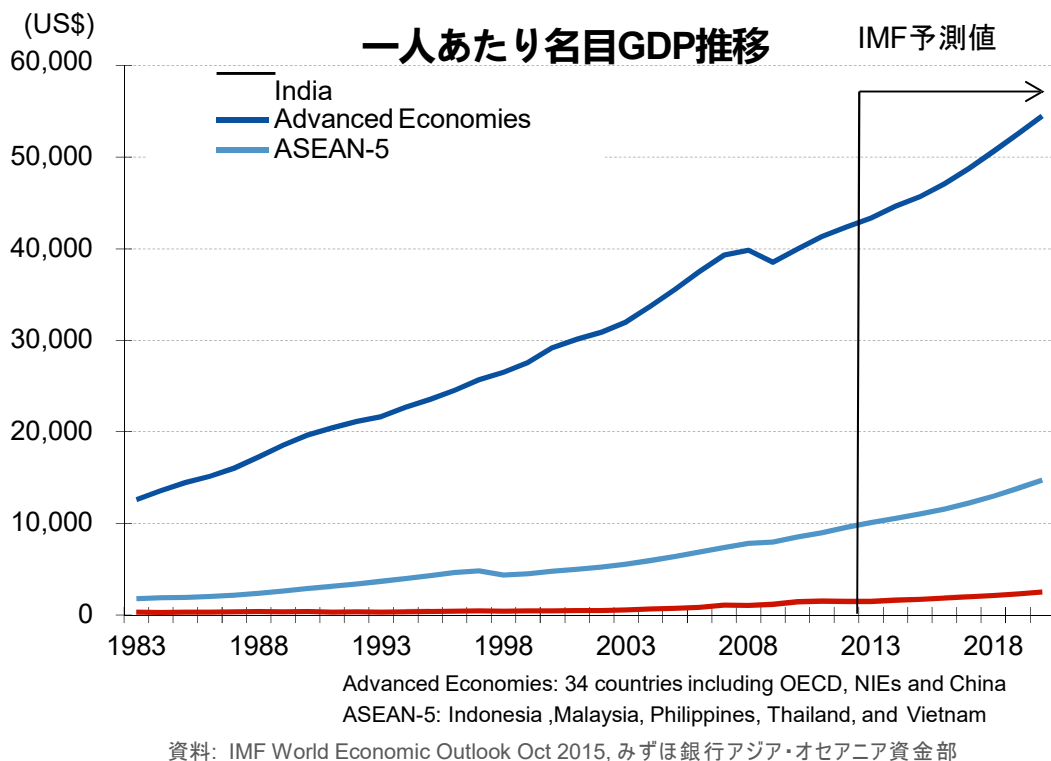
- 資本収支はリーマンショック後は2013年2Qを除き、流入超で推移。
- 経常収支の改善及び資本収支黒字により、国際収支（海外からの資金流入）も2014年以降は黒字が継続。
- 結果として、インド外貨準備高は過去最高を更新し、輸入／準備比率の上昇から、2013年のような危機再発の可能性は低下。
- しかしながら、国際収支の減少が2015年に入ると目立ち、今後のインドルピーにとっては懸念材料になる可能性。



資料: Bloomberg, みずほ銀行アジア・オセアニア資金部

## 15. 中長期的視点 インド市場の魅力—高い将来性

- 世界第2位の大人口。(2013年現在12.4億人、IMF)
- 2060年まで人口増加が続く見通し。
- 若年層が厚い理想的な人口構成。
- 一人当たり名目GDP(2013年度: US\$1,488.90)は域内でも低水準。⇒潜在的経済成長の余地が大。



## ご留意点

- 当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。
- 当資料は2016年7月28日現在、信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性・確実性を保障するものではありません。
- 尚、ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。
- 投資や取引に関する最終決定は、お客様ご自身でご判断頂きますようお願い申し上げます。
- また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。