

# インドルピー、ドル円為替見通し

2014年8月

**みずほ銀行**

バンガロール支店  
シンガポール資金部



## 相場見通しサマリー

	2014年 8～9月	10～12月	2015年 1～3月	4～6月	7～9月
USD/INR	58.5～62.2 (60.5)	56.9～61.2 (59.0)	56.4～60.7 (58.5)	55.7～59.9 (57.8)	55.9～60.2 (58.0)

( )内は期末レート

### 【ポイント】

- ・モディ新政権への期待感からルピー高に進行。企業マインド、国内経済指標も改善傾向
- ・今後はモディ政権の運営を見ながら一喜一憂する展開を予想
- ・インフレ圧力が依然強く、印中銀による追加利上げは不可避と予想。国内経済への悪影響が懸念事項

	2014年 8～9月	10～12月	2015年 1～3月	4～6月	7～9月
USD/JPY	99～105 (103)	101～108 (104)	101～110 (106)	102～111 (107)	102～112 (108)

( )内は期末レート

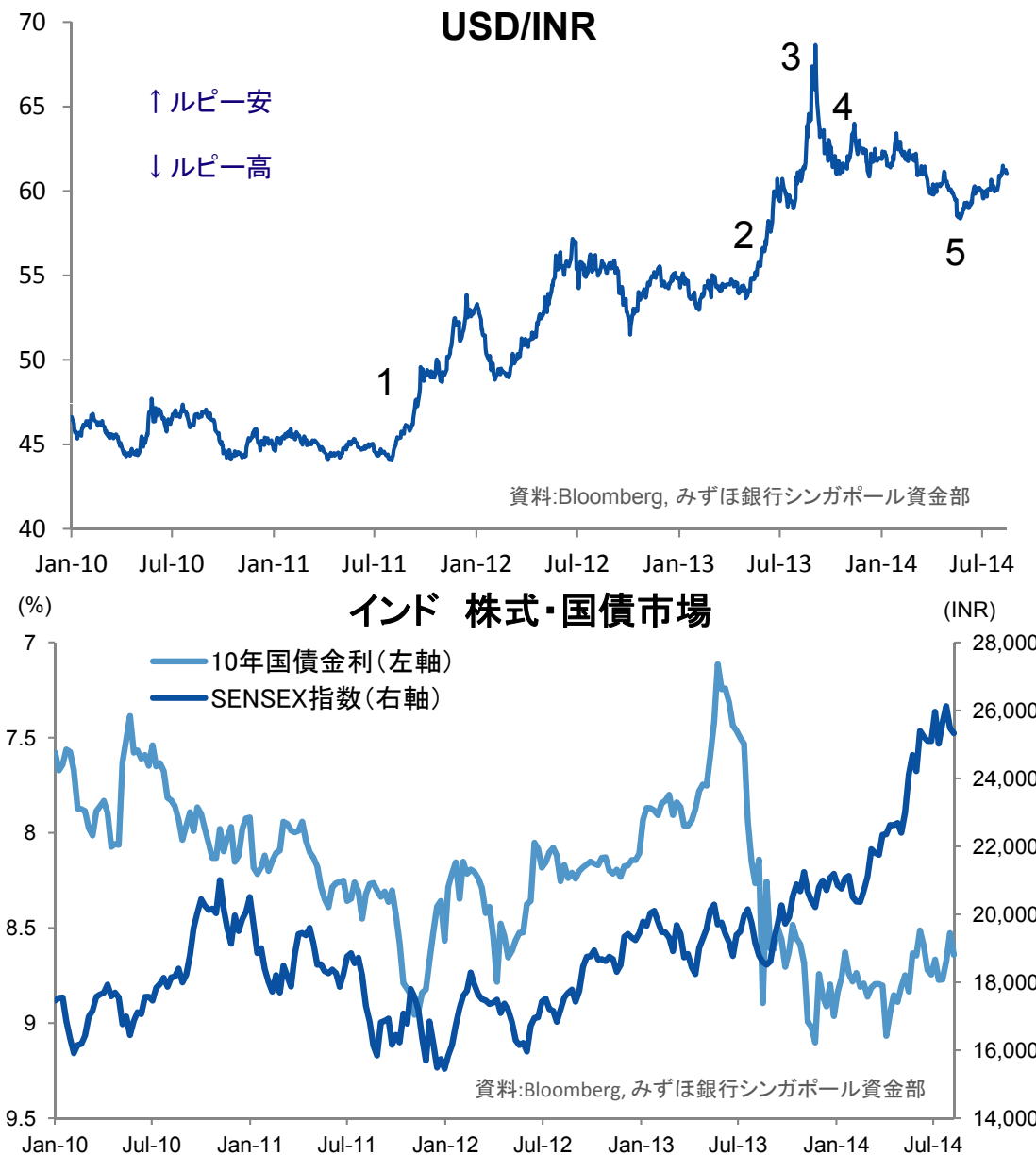
### 【ポイント】

- ・目先は拡大する日本貿易赤字、日米中央銀行の金融政策の違いにより円安継続
- ・しかしながら、歴史的に金利差を伴わない円安は持続せず、一方的な円安の継続は考えづらい。日銀のレポートからも現状の水準が円安の損益分岐点の可能性ありと思わせる趣あり
- ・リスク事象が台頭する局面では、大きなポジション調整(円高進行)が入る傾向は継続

# インドルピー相場見通し

# 1. インドルピー為替相場の回顧 ～新政権への期待感から上昇～

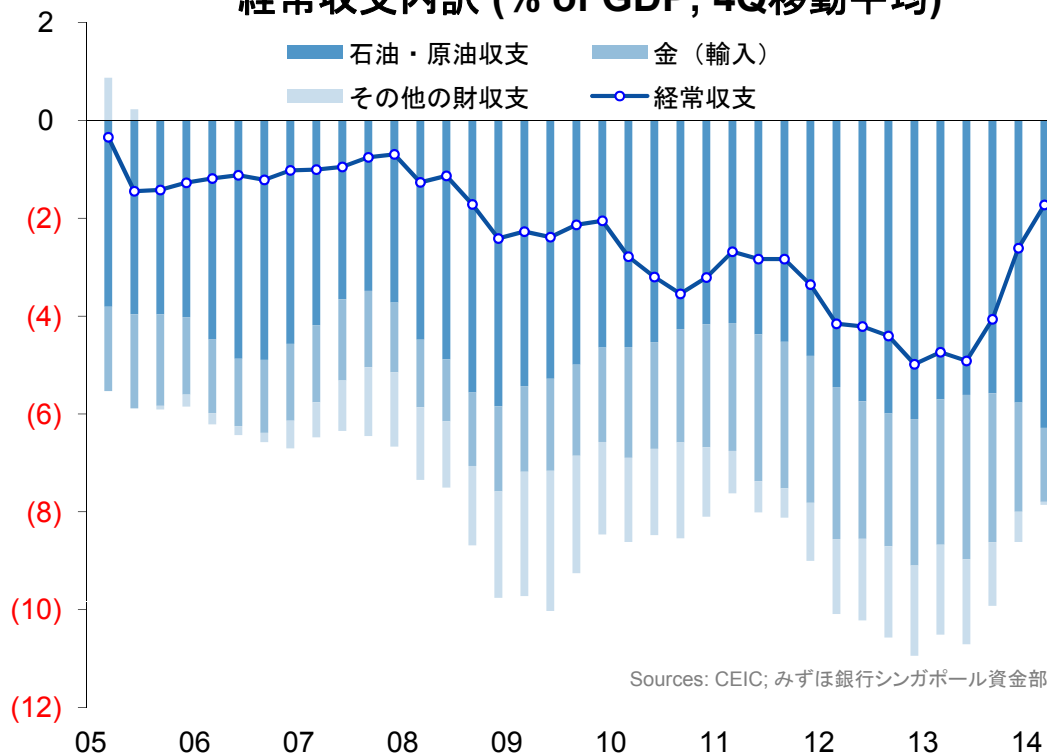
1. 2011年欧州債務問題をきっかけに新興国からの資金退避が発生。ルピーは、双子の赤字等の構造問題から通貨危機が意識され、下落トレンドに突入。
2. 2012年後半は落ち着きを取り戻していたルピー相場だが、2013年5月後半からの米量的緩和(QE)縮小観測を背景に新興国市場からの資金流出が加速する中で、ルピーは経常赤字国の通貨として売り圧力が強まる。
3. 政府、中銀は貿易規制、金融引締めで対応するも、成長鈍化懸念等からかえって市場の不安を煽り、為替・株・債券のトリプル安。ドルルピーは8月28日に史上最高値68.82を記録。
4. FEDが予想外のQE縮小見送り。ラジャンRBI新総裁への期待感もサポートし、ドルルピーは62台まで下落。
5. インド総選挙ではBJPが単独過半数を獲得。モディ新政権による経済改革への期待感からルピーが急伸し、ドルルピーは58台半ばまで下落。その後は60近辺での取引が続く。



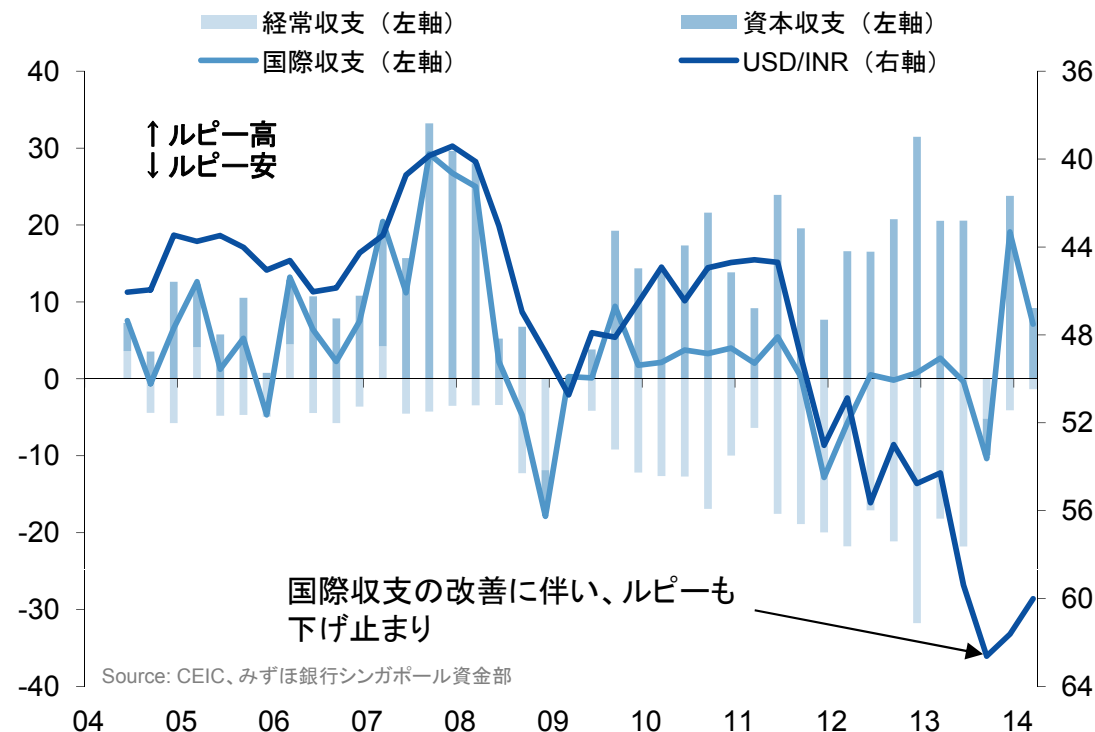
## 2. インド市場の特徴—経常収支を資本収支で補う構図

- 経常収支は、サービス収支黒字を貿易赤字(原油・金輸入が主因)が上回る赤字構造。
  - この経常赤字を資本収支黒字(=海外からの資本流入)が補っている構図。
- よって資本流入の継続性=海外投資家の投資心理の動向がルピー相場安定の鍵。

経常収支内訳 (% of GDP; 4Q移動平均)



国際収支 (\$ bln) と USD/INRレート



### 3. ルピー相場を見る上でのポイント

#### ➤ 先進国経済

1. 昨年12月よりQE縮小を開始し、継続的に縮小を実施、今年度中のQE終了を予想。
2. 欧州経済は去年半ば以降持ち直しが鮮明も、回復度合いは国毎にまちまちで、過度な期待は禁物。

#### ➤ アジア市場

1. 通貨防衛のための金融・財政引締めは各国経済を下押し。
2. 米QE縮小実施も新興国通貨への影響は限定的。
3. 外需＝輸出は底を打った可能性。緩やかに経済をサポート。

#### ➤ インド経済(短中期的視点)

1. 構造的な高インフレと双子の赤字、これらに対する金融・財政引締めにより、インド経済は減速。
2. 新政権による経済改革への期待感はあるものの、総固定資本形成や個人消費は依然弱く、低成長継続か。

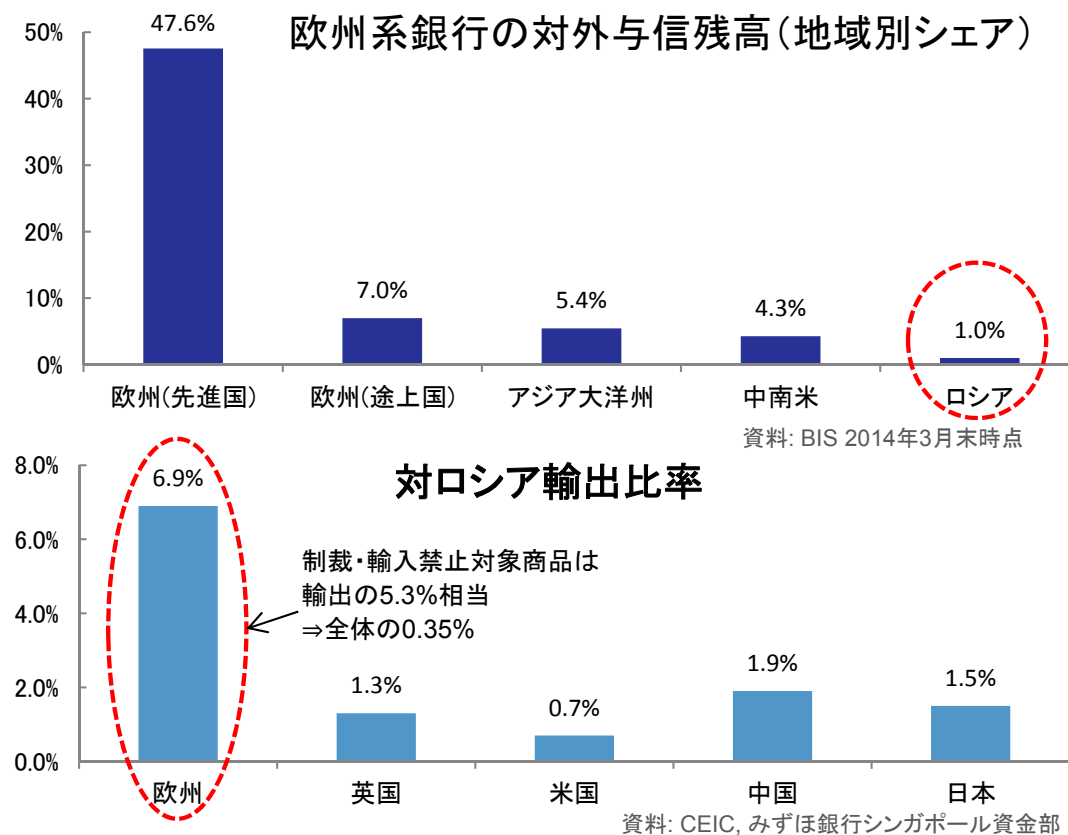
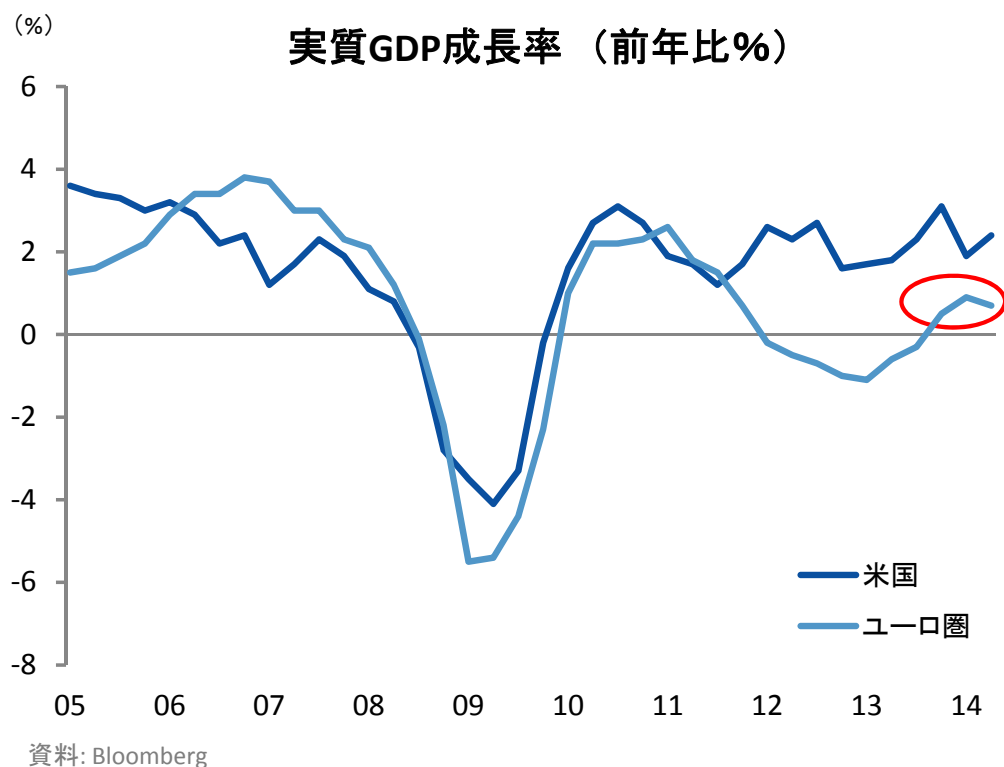
ポイントは①インフレ動向 ②財政赤字 ③経常赤字 ④新政権の経済改革

#### ➤ インドの将来性(長期的視点)

1. 人口構成から見る潜在的な成長余地は依然大きく、基盤が安定化すればルピー相場は緩やかな反転へ。

## 4. 米国・ユーロ圏経済

- 米国成長率は2014～15年は年平均3.25%に加速見込み。
- 米雇用統計は堅調に推移しており、年内のQE終了を見込む。Fedによる2015年央の政策金利引き上げが予想されているため、米景気の回復が鮮明になるにつれドルには上昇圧力がかかろう。
- ユーロ圏の2014年第2四半期GDP(前年比)は3四半期連続のプラス成長となる等、回復基調が継続。
- 欧米の対ロシア経済制裁の影響は現状限定的。しかし、問題長期化の際は企業マインドの低下⇒欧州景気減速の懸念あり。



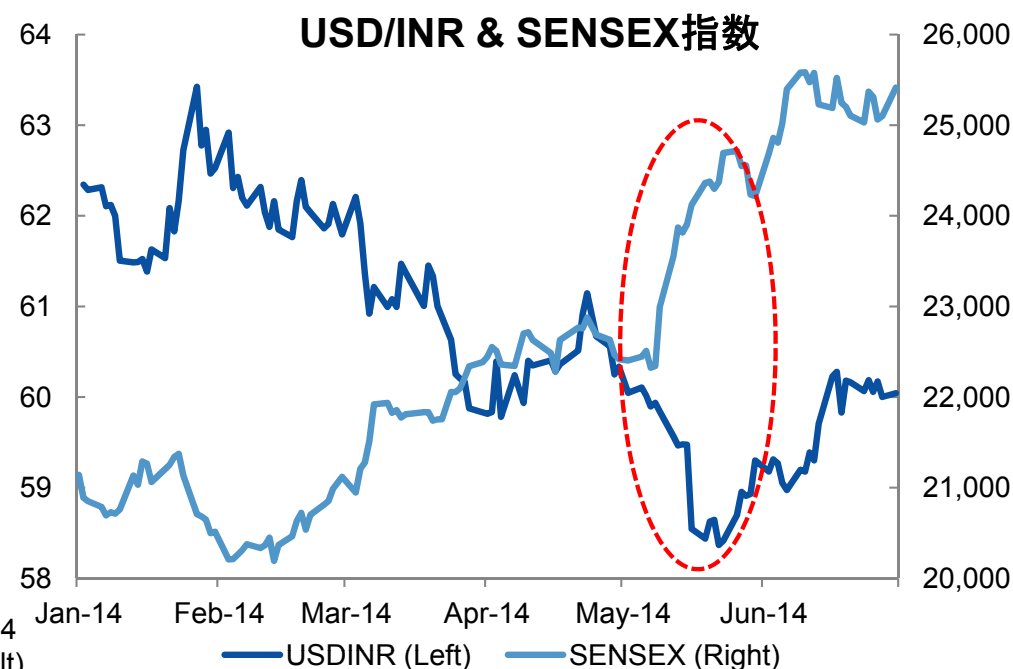
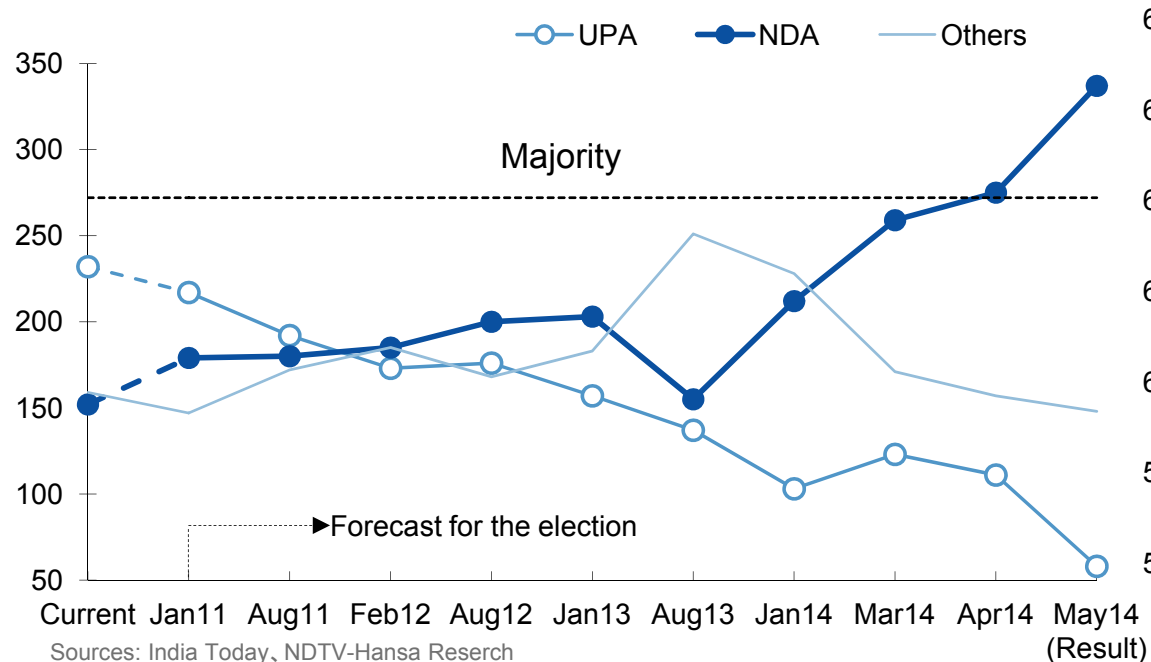


## 5. インド総選挙

- 2011年頃から高インフレや低成長等の経済不振、政府高官の汚職を背景に、当時の与党UPAの支持率低下。
- NDAの中心政党であるBJPは総選挙の首相候補としてナレンドラ・モディ氏を指名。2013年12月の総選挙前哨戦に圧勝。
- 2014年5月の選挙結果では、NDAが543議席中337議席を獲得、特にBJPは282議席と単一政党で過半数議席(272議席以上)を獲得する圧勝を収めた。NDAの勝利が改めて確認されたことや新政権への期待感からインド株は史上最高値を更新、ドルルピーも1年ぶりの58台へ。

(新政権成立後)

- モディ新首相は小さな政府を志向(大臣数を90名から45名に削減。大臣の協議機関である会合を廃止等)。
- 優先行動計画10項目を発表、100日間の行動計画策定を指示。⇒市場に好感され、インド株は史上最高値更新を継続。



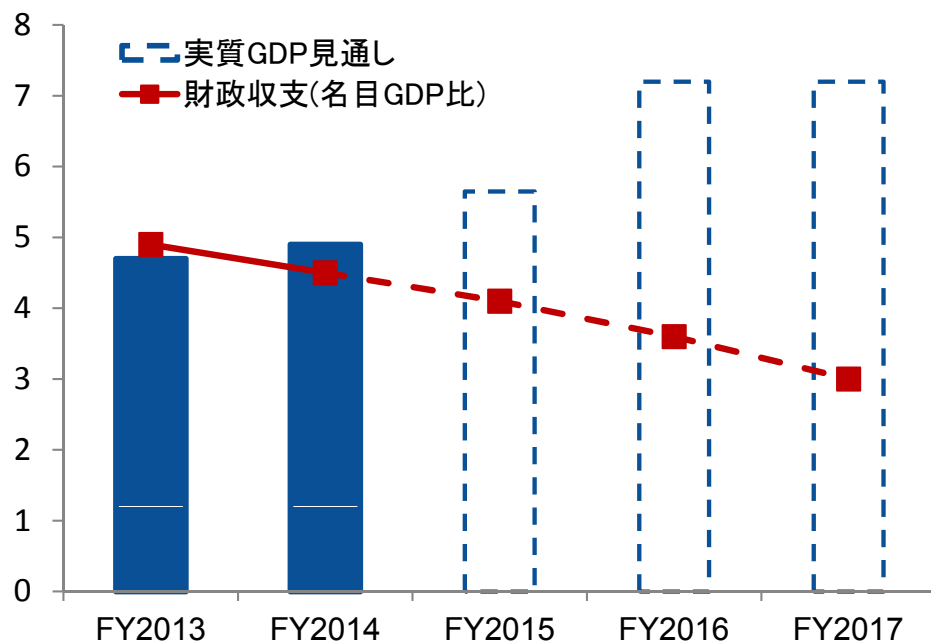


## 6. 2014年度予算案

- 2014年度財政収支GDP比率は暫定予算と同じ▲4.1%（15年度は同▲3.6%、16年度は同▲3.0%）
- 2014年度の歳出は前年比+12.8%と暫定予算（同+10.9%）から伸びが拡大。5カ年計画に基づく計画支出が前年比+20.9%と高い伸びになり、100か所のスマートシティ構想、インフラ投資の増加に基づくもの。補助金は伸びを抑制。
- 税制改革、銀行の不良債権問題には特に踏み込まず。GST導入は年内に承認予定（詳細なプロセスは不明）。

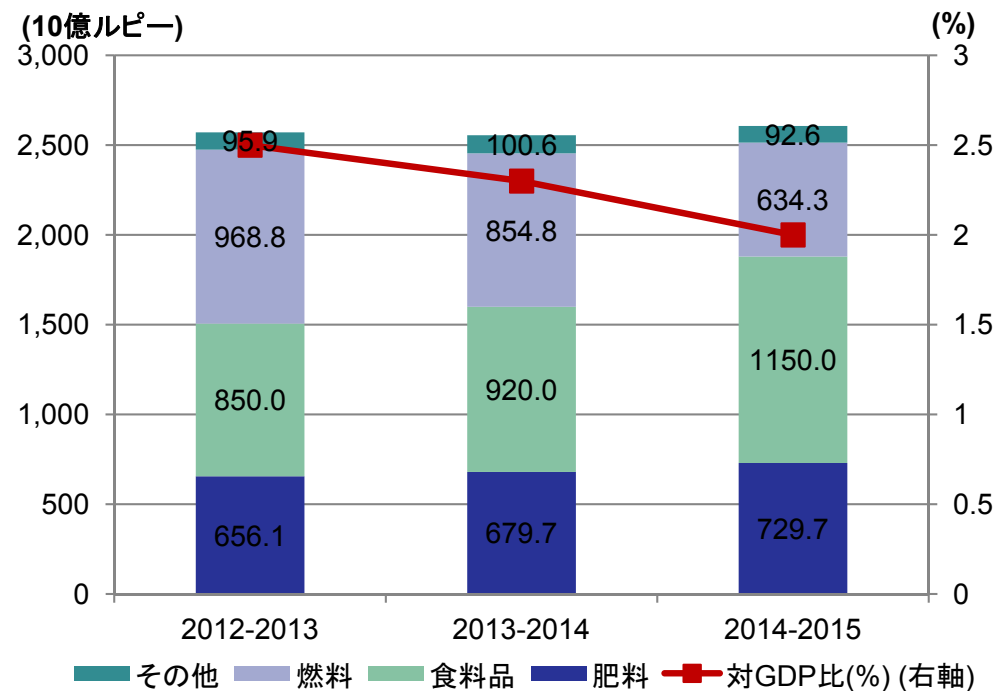
⇒選挙公約である財政赤字の抑制やインフラ投資の促進に踏み込んでいるものの、市場期待程の内容ではなかったとの反応

【成長率見通しと財政赤字目標】



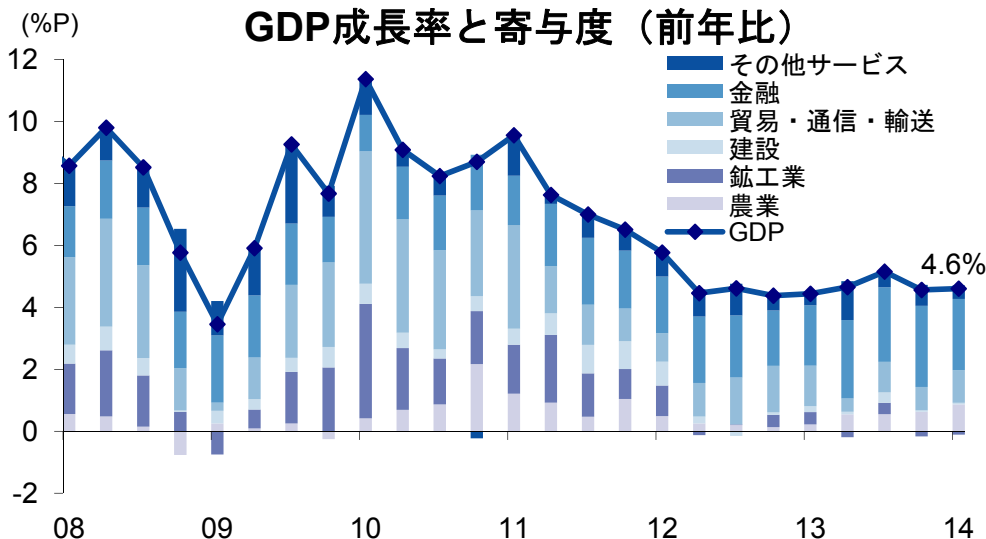
資料: インド政府、CEIC ※実質GDP見通しは政府予測の中心値

【補助金予算の推移】



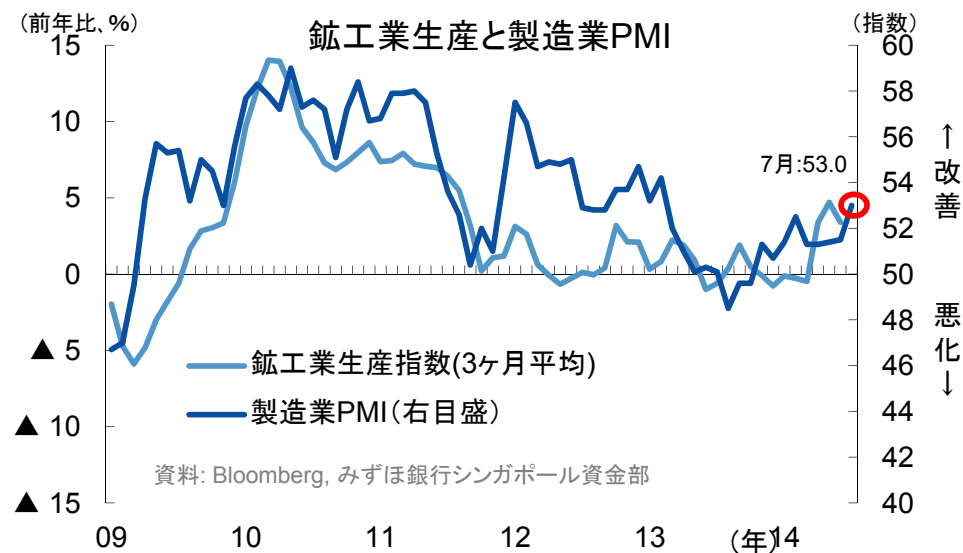
資料: インド政府 Union Budget 2014/2015, CEIC

## 7. インド国内経済動向

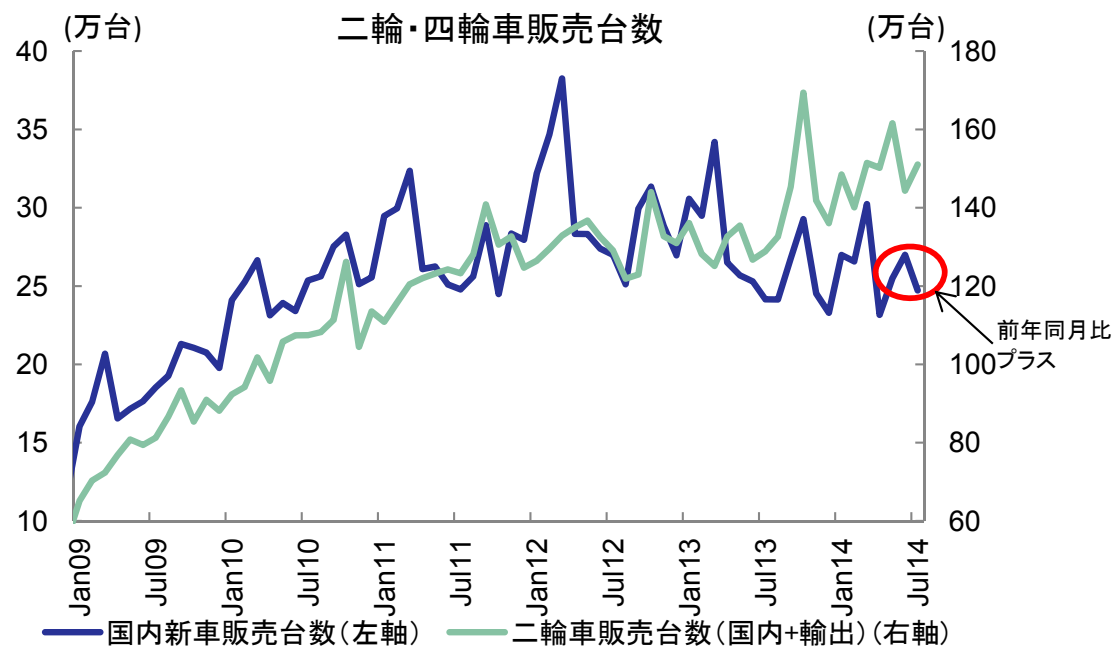


資料: CEIC、みずほ銀行シンガポール資金部

- 実質GDP成長率は、+9.3%(FY2010)⇒+4.8%(FY2013)と減速が顕著。
- 一方で、経済白書によると、2014年度は+5.4-5.9%程度の経済回復が見込まれている。
- 景況感指数である製造業PMIは7月に1年半ぶりの高水準。新車販売台数も2カ月連続で前年同月比プラスとなり、景気は上向きに。



資料: Bloomberg、みずほ銀行シンガポール資金部

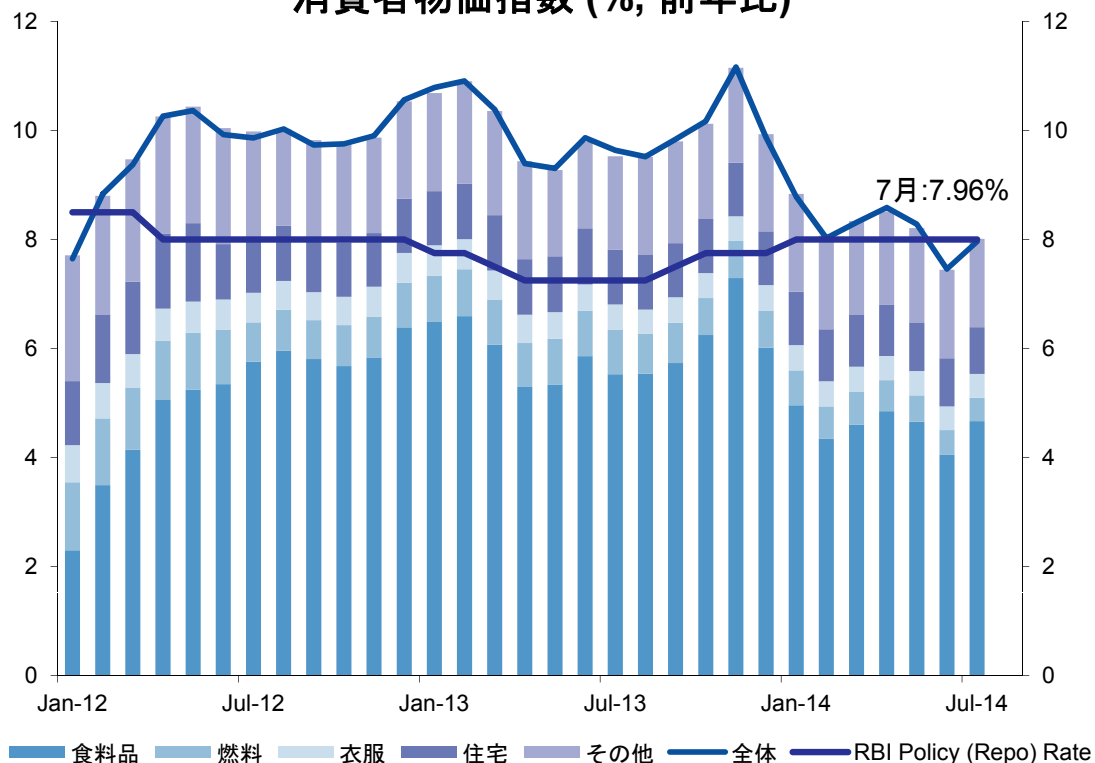


資料: Bloomberg、みずほ銀行シンガポール資金部

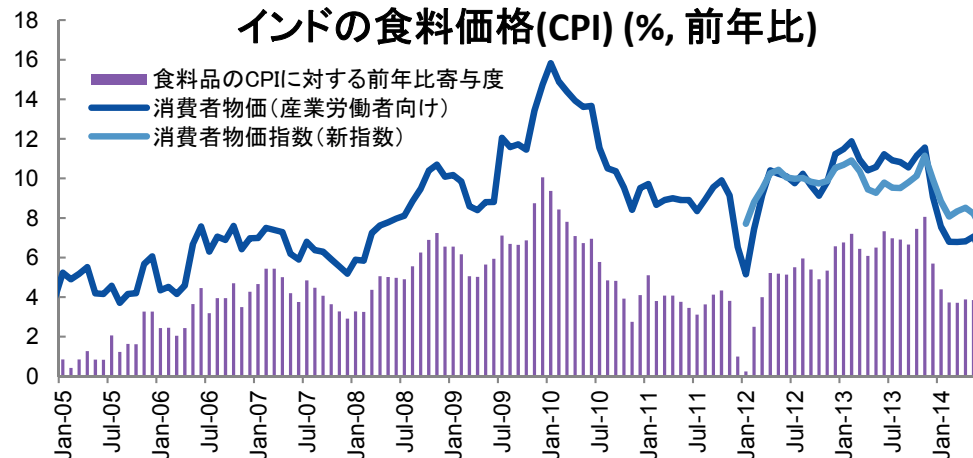
## 8. リスク要因(1)ーインフレ動向 高止まる公算高い

- 昨年後半より、食料品価格の再上昇や財政改革の一環であるディーゼル燃料価格引き上げによりインフレが急伸。今年に入り食料品価格の落ち着きにより、インフレは低下。6月は7.31%と発表され、2012年の統計発表開始後、最低を記録。
- しかし一方で、イラク危機による原油価格の上昇及びモンスーンの遅れによる食料品価格の上昇懸念からインフレ圧力は根強く、今後もインフレ率が高止まる公算が高い。

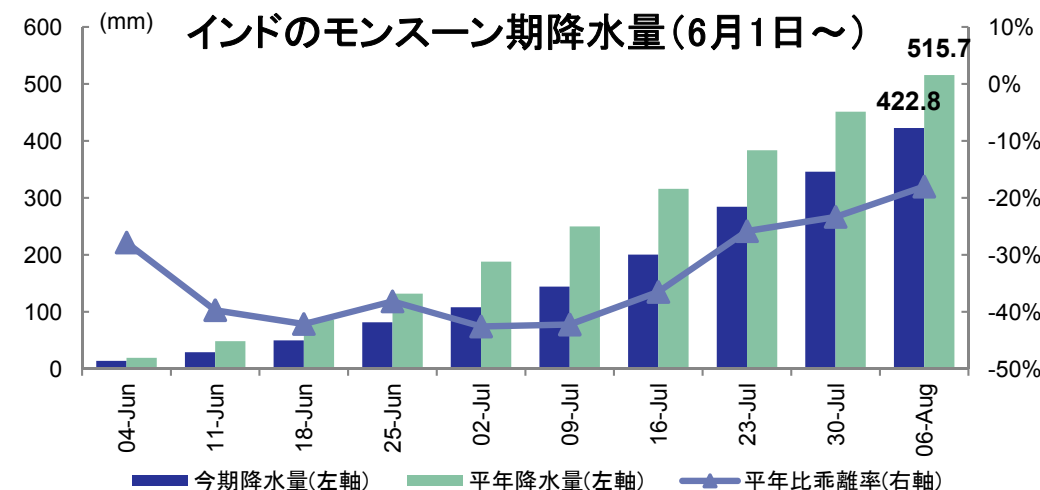
消費者物価指数 (% , 前年比)



インドの食料価格(CPI) (% , 前年比)

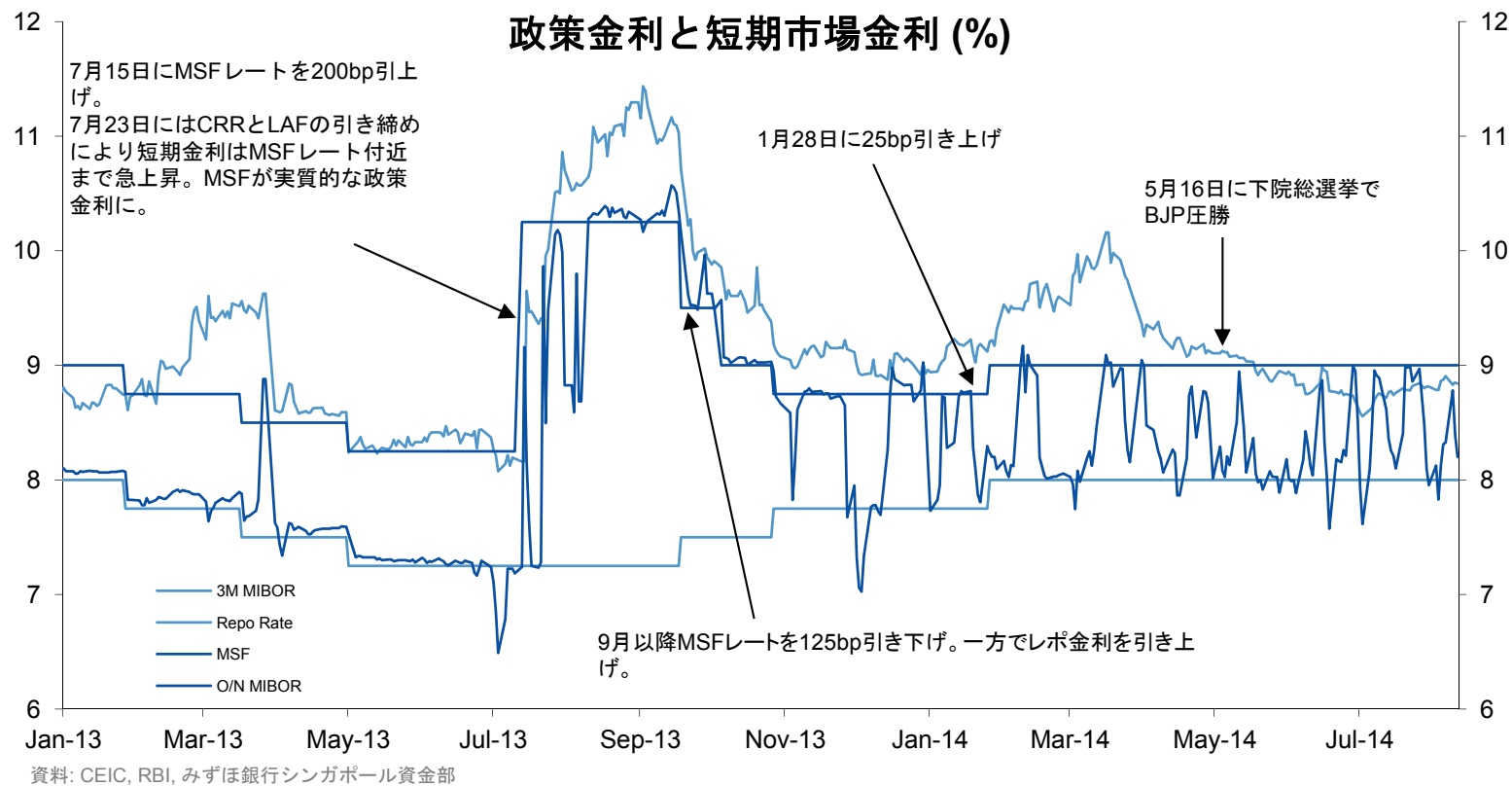


インドのモンスーン期降水量(6月1日～)



## 9. RBI政策見通し 短期的な引締めバイアスに転換

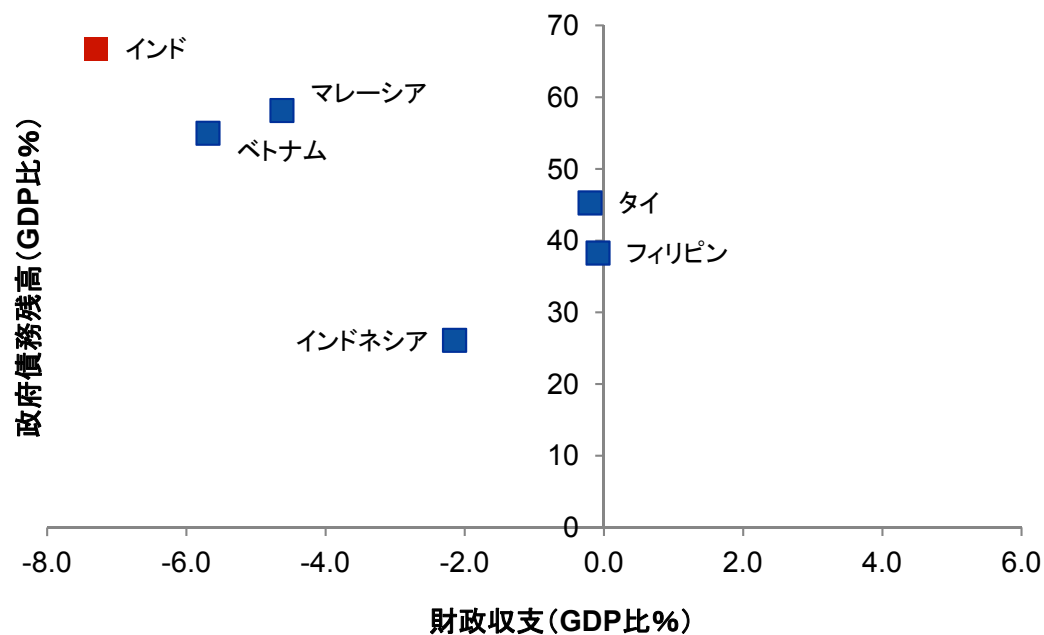
- インド中銀は2013年10月、2014年1月の会合にて各25bpの利上げ(7.50%→8.00%)を決定。その後は据え置きを実施(8月5日の決定会合でも8.00%に据え置き)。
- 又10月のMSFレート引き下げにより、政策金利コリドーの正常化が完了し、従前の状態(レポレート±1.0%)へ。
- しかしながら、食料品等の供給制約によるインフレ圧力は残存。インフレ対策のため、RBIによる更なる利上げを予想。



## 10. リスク要因(2)―双子の赤字 財政収支赤字

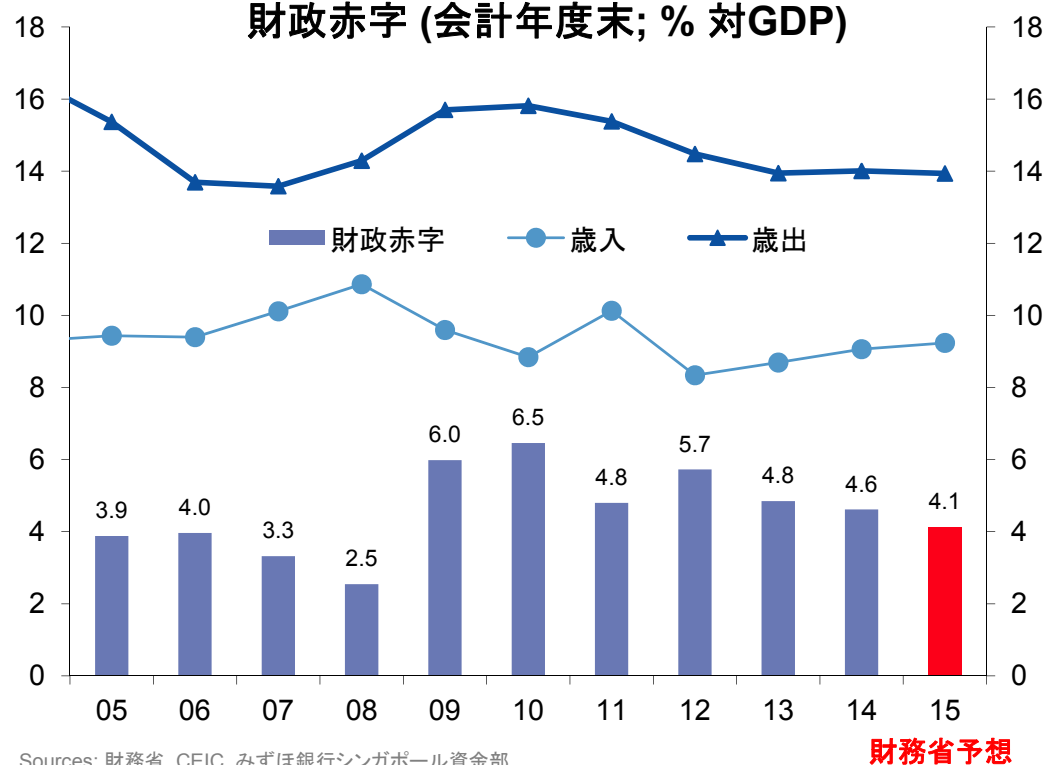
- 2014年度予算案を7月10日に発表。目立った税制の変更は見られず、保守的な予算案。
- インフラ整備に予算を重点的に配分し、燃料への補助金を対GDP比で減少。
- しかしながら、税収及び補助金の予算計上が楽観的なため、今後、修正を余儀なくされる可能性が高い。
- インドの対外債務残高は近隣諸国に比して高水準であり、成長率の鈍化等により資金退避が発生するリスクは払拭できず。

2013年末の財政赤字と政府債務残高



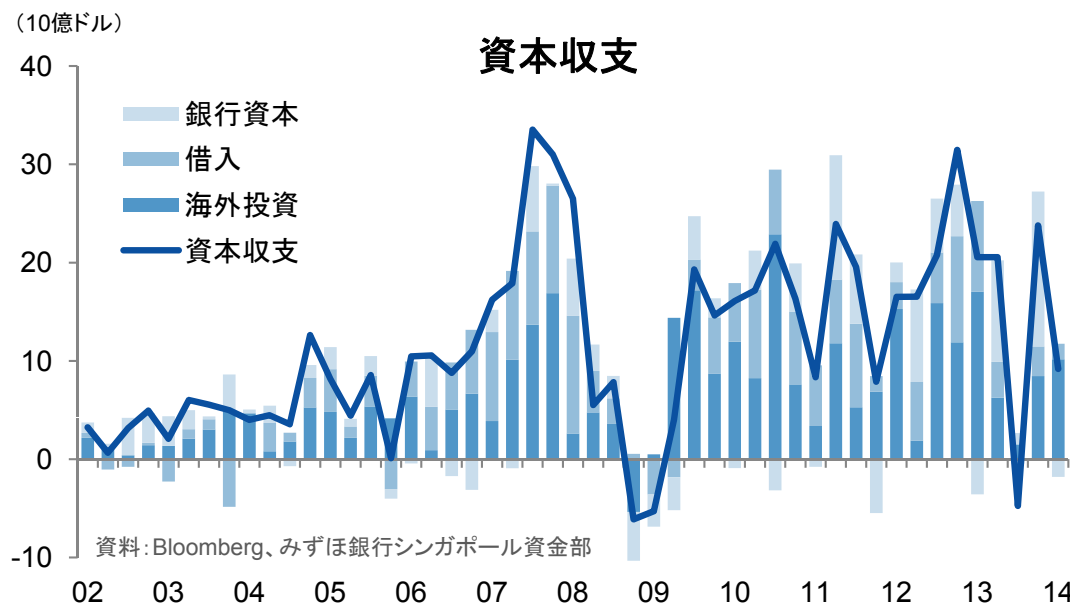
資料: IMF, World Economic Outlook April 2014, みずほ銀行シンガポール資金部

財政赤字 (会計年度末; % 対GDP)

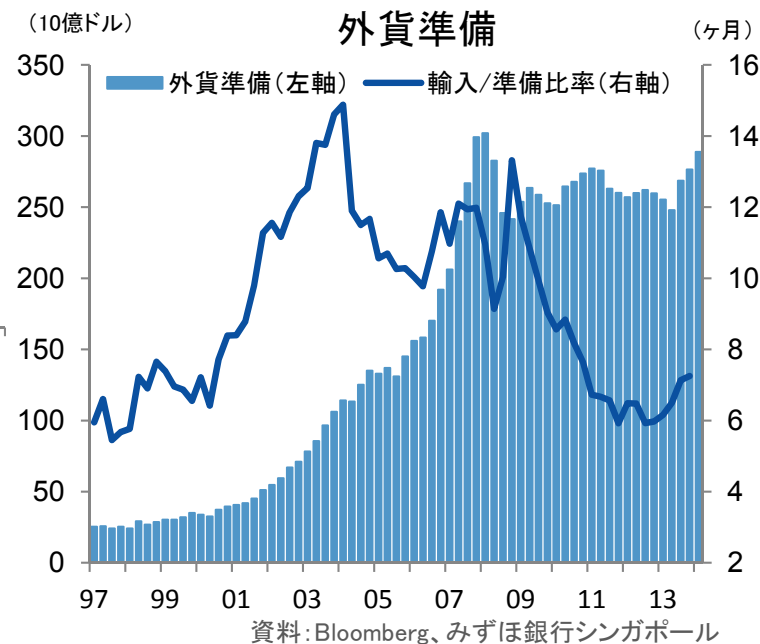
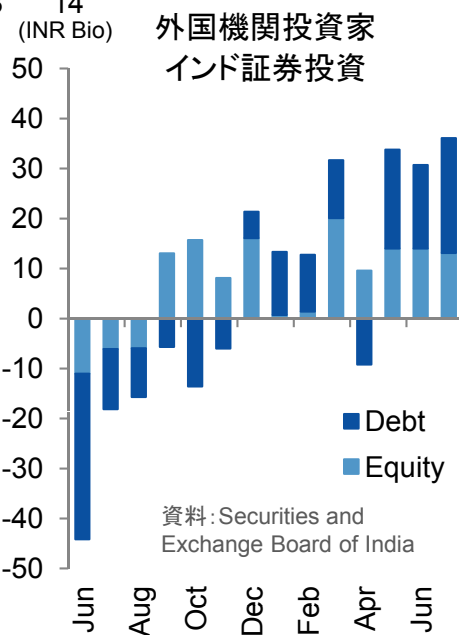
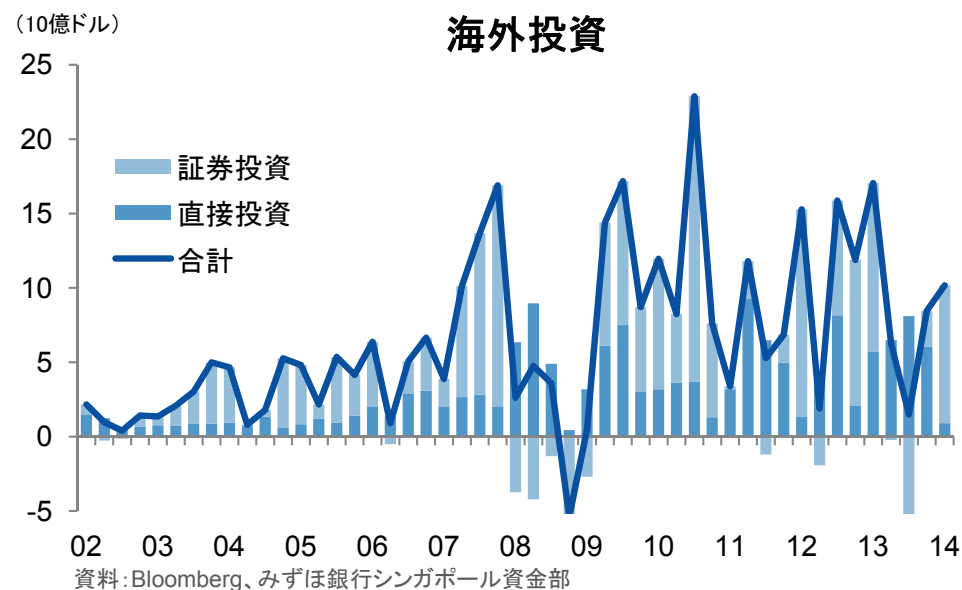


Sources: 財務省, CEIC, みずほ銀行シンガポール資金部

# 11. リスク要因(3)―国際収支 資本流出と外貨準備



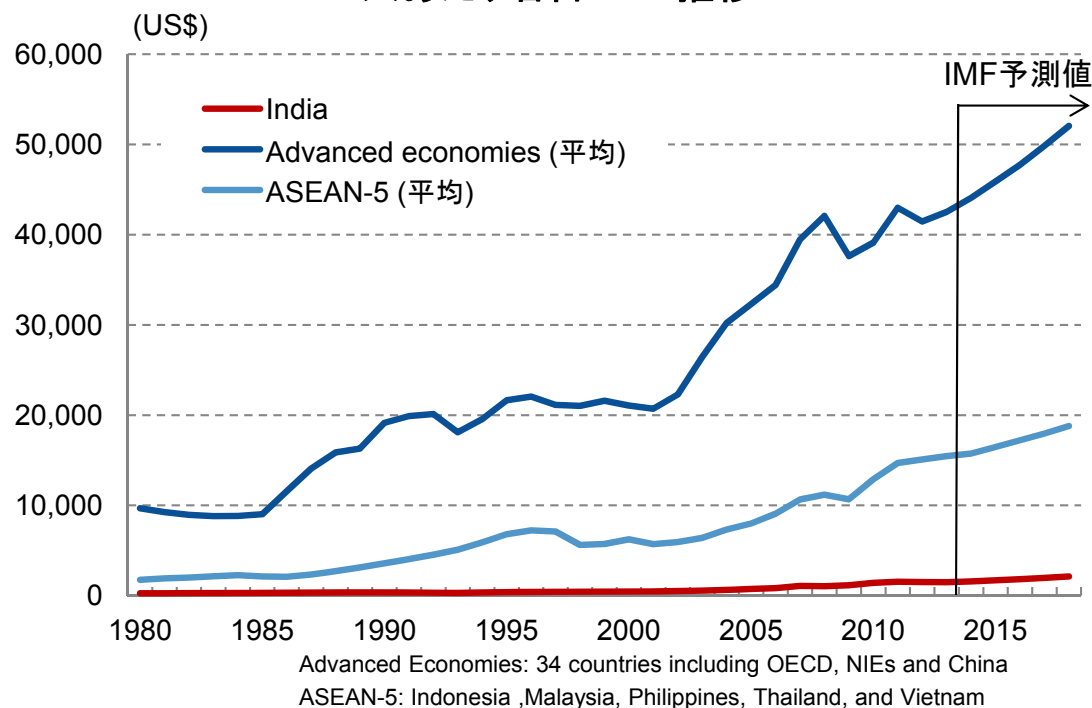
- 2013年6月～8月は同国への証券投資は流出超。資本収支黒字は大きく減少。
- 2013年9月から流入超。政権交代への期待感から2014年に入ると大幅流入。
- ただ、金輸入規制緩和から経常赤字を巡る不安は当面継続。
- インドの外貨準備高は比較的高水準で国際危機再発の可能性は小さい。



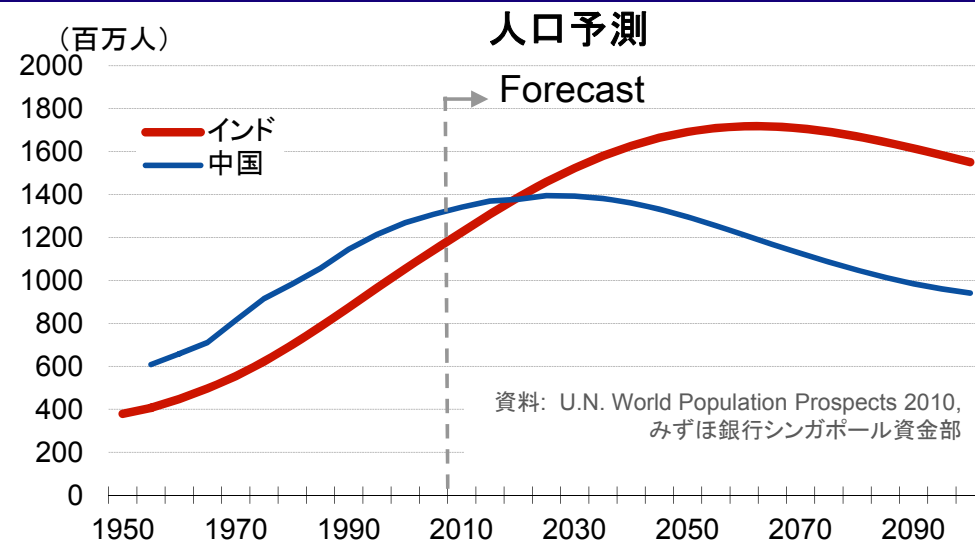
## 12. 中長期的視点 インド市場の魅力—高い将来性

- 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\$1,504.54)は域内でも低水準。⇒潜在的経済成長の余地が大。

一人あたり名目GDP推移

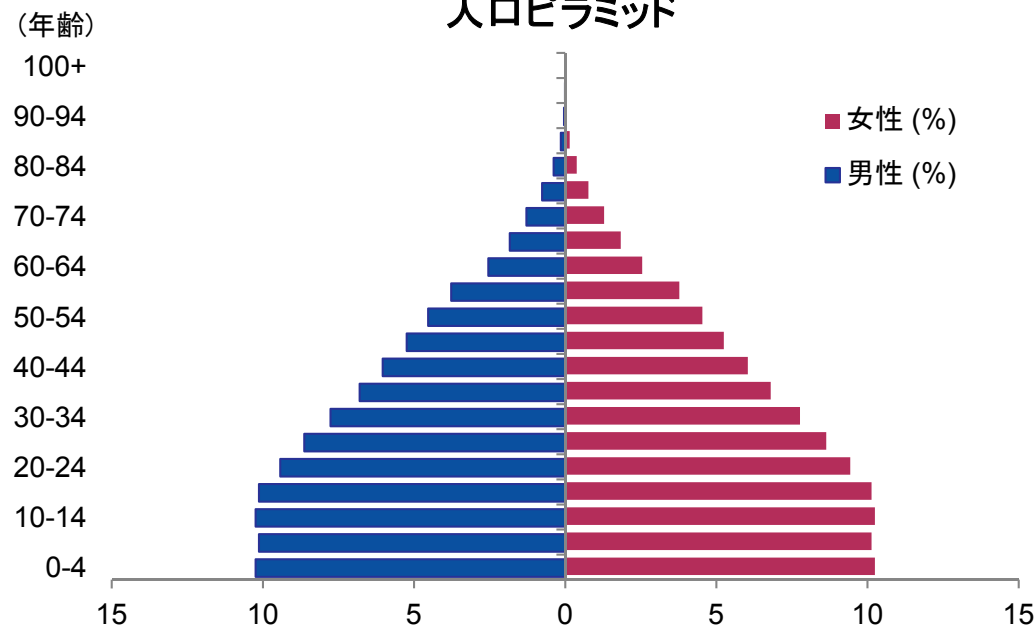


資料: IMF World Economic Outlook Apr 2014, みずほ銀行シンガポール資金部



資料: U.N. World Population Prospects 2010, みずほ銀行シンガポール資金部

人口ピラミッド



資料: U.N. World Population Prospects 2010 みずほ銀行シンガポール資金部



## 13. USD/INR 為替見通し 当面は安定的な推移を予想

ルピー安はピークを打ったものと考えられるが、材料なくレンジ推移を予想

- 2013年12月より米QE縮小実施も、インドを含む新興国からの資金流出は限定的。2014年1月以降政権交代への期待感からルピー高が進行するものの、高インフレ・弱い印経済成長・米QE縮小継続が重石となり、ルピーの上値を抑制。60台近辺での推移が継続した。
- 中銀の積極的な為替介入は今後も継続する見込み。ルピーは今後も狭いレンジで安定的に推移するものと予想。
- 中銀のインフレターゲット達成には、追加利上げは不可避と予想、国内経済への悪影響が懸念。
- 今後はモディ首相の政権運営、予算消化を見ながら、一喜一憂する展開か。
- 米国は2015年央には利上げに動くものと予想され、新興国から資金が逃避するシナリオには留意しつつも、基本的にはルピーは今後も60を中心として安定的に推移するものと予想する。

	Aug – Sep 2014	Oct – Dec 2014	Jan – Mar 2015	Apr – Jun 2015	Jul – Sep 2015
USD/INR	58.5-62.2 (60.5)	56.9-61.2 (59.0)	56.4-60.7 (58.5)	55.7-59.9 (57.8)	55.9-60.2 (58.0)
JPY/INR	0.55-0.62 (0.59)	0.51-0.58 (0.58)	0.50-0.57 (0.55)	0.49-0.56 (0.53)	0.49-0.56 (0.53)
Repo Rate	8.00%	8.25%	8.50%	8.50%	8.25%

( )内は期末のレート

# ドル円相場見通し

# 1. 足許の相場動向～2014年は一進一退の動き

- 2013年は円安が21.4%進行したものの、2014年に入ると円安進行は一服。

量的緩和(QE)縮小の思惑からドル高が進行

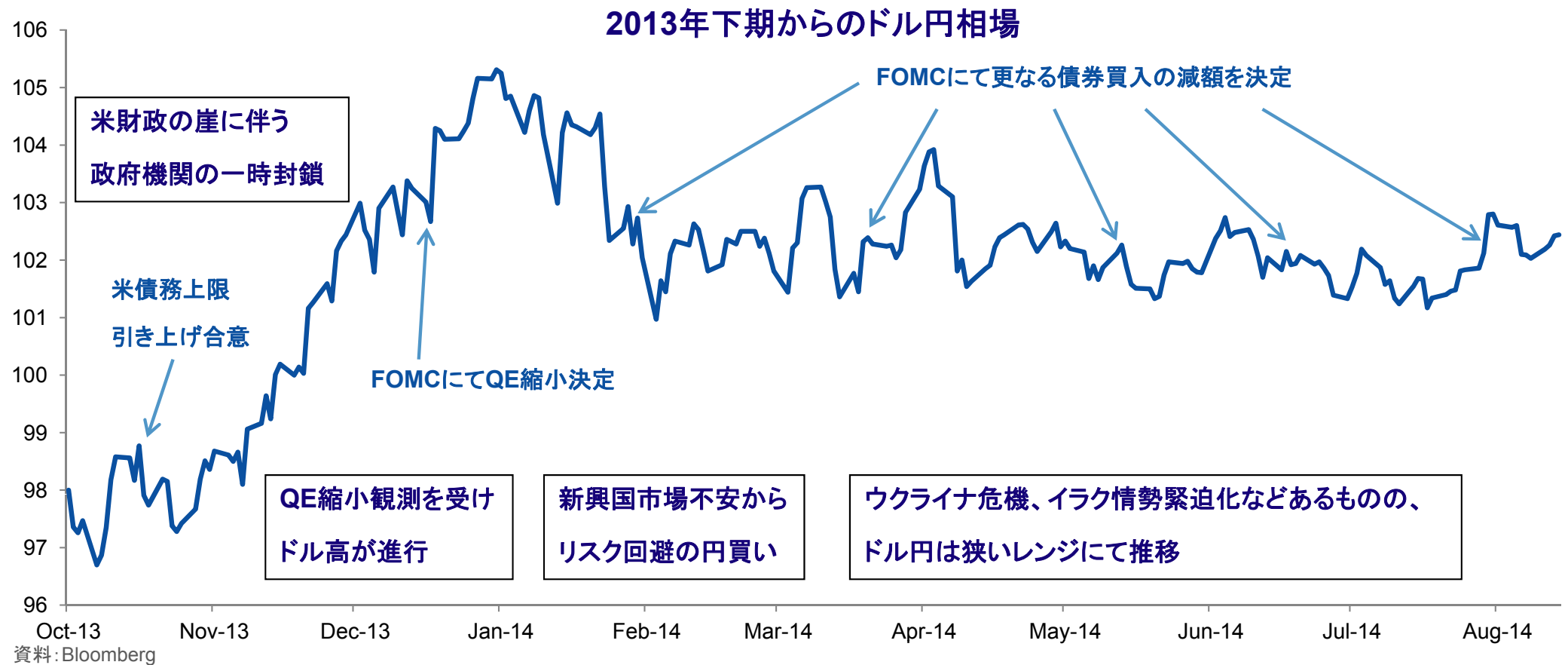


FRBは金融緩和から脱却へ

日本はデフレ脱却に道筋、アベノミクス進展に期待

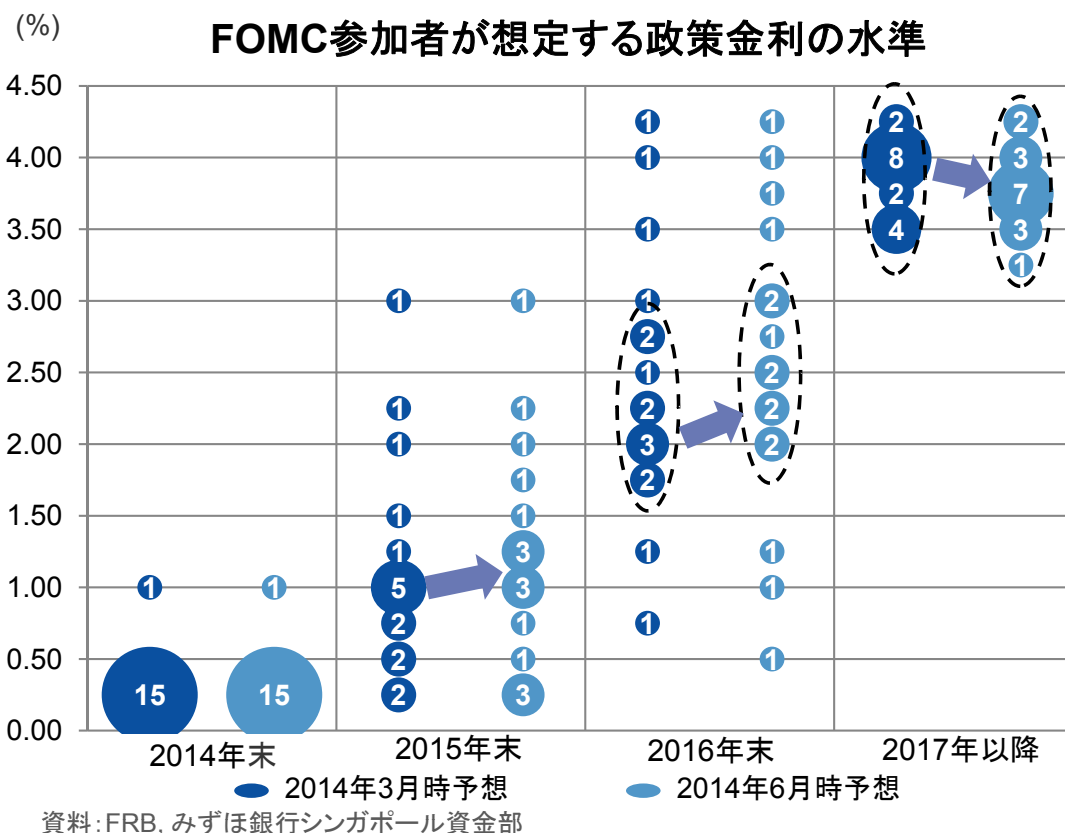
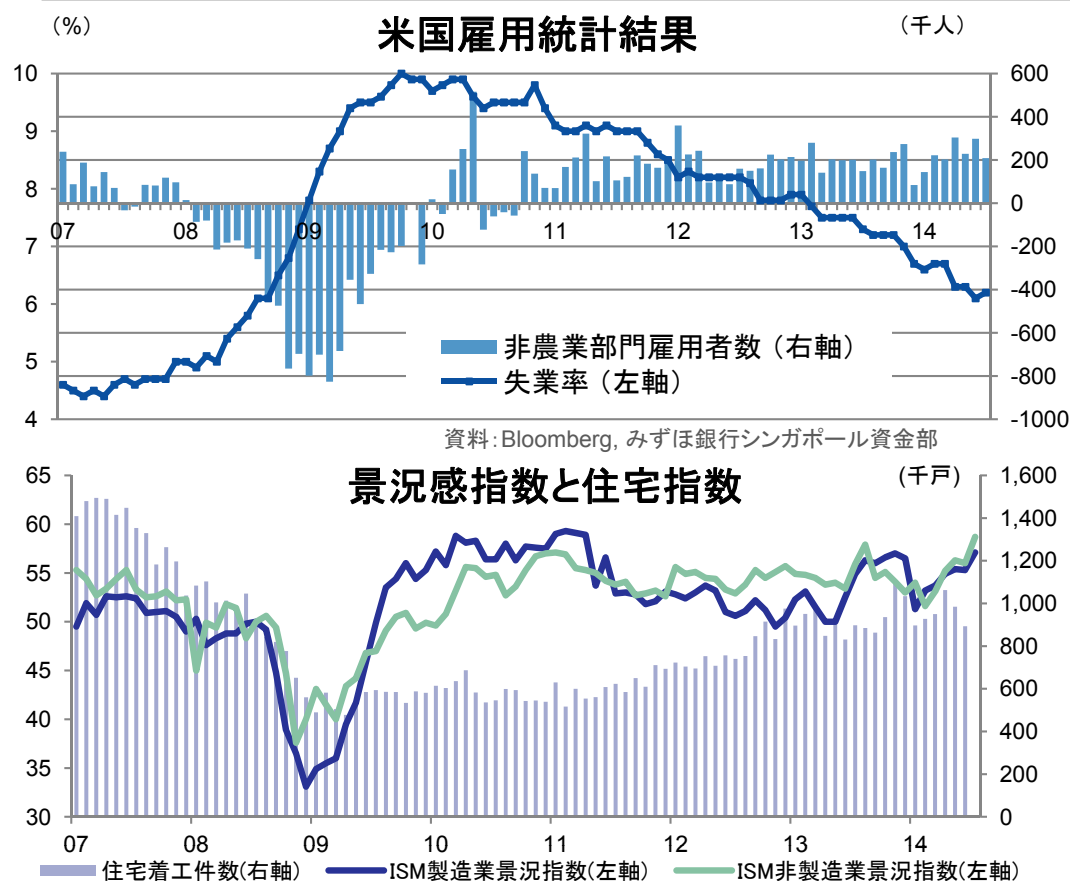


日銀は金融緩和姿勢を継続



## 2. 2014年米国の金融政策～正常化への道のり

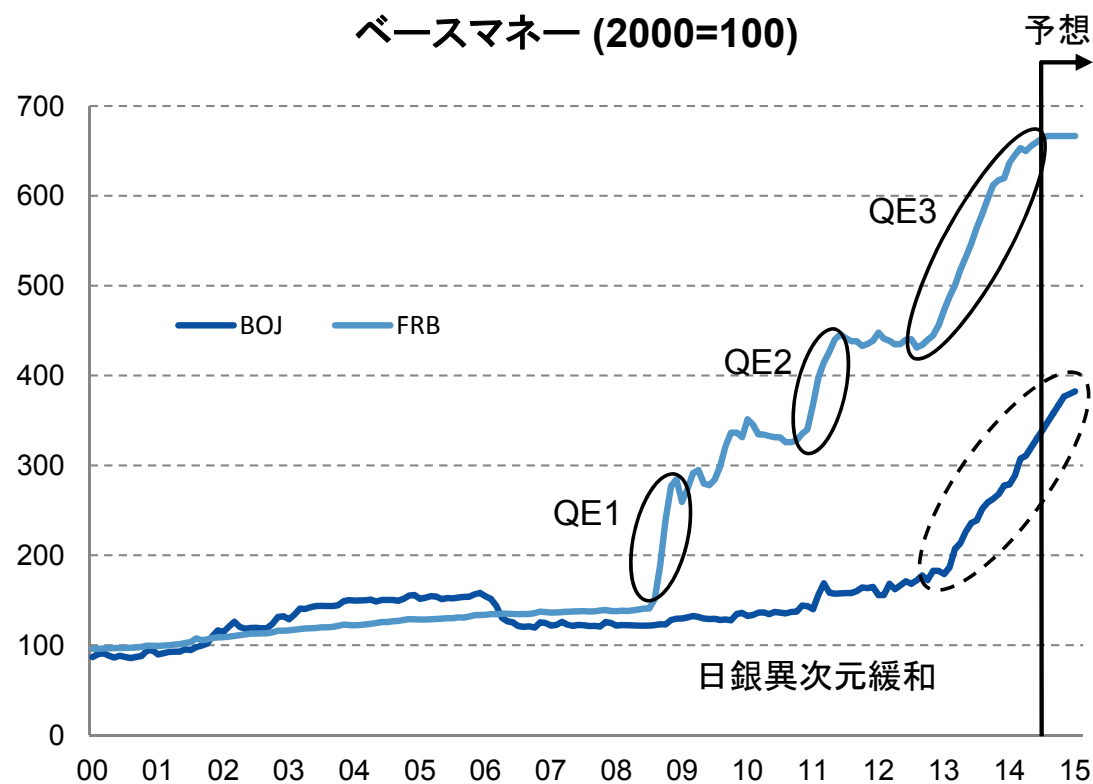
- 足許の米国経済指標は全般的に改善が続き、拡大基調。消費は底堅く、住宅市場も持ち直し。
- 2013年12月の米連邦公開市場委員会(FOMC)にて、2014年1月よりQE縮小を開始することを決定。
- 2014年に入ると、すべて(計5回)のFOMCにて、資産買入額を段階的に縮小することを決定。
- 年内には資産買入を終了し、2015年央には利上げを実施する見込み。



### 3. 2014年日本の金融政策～緩和姿勢を継続

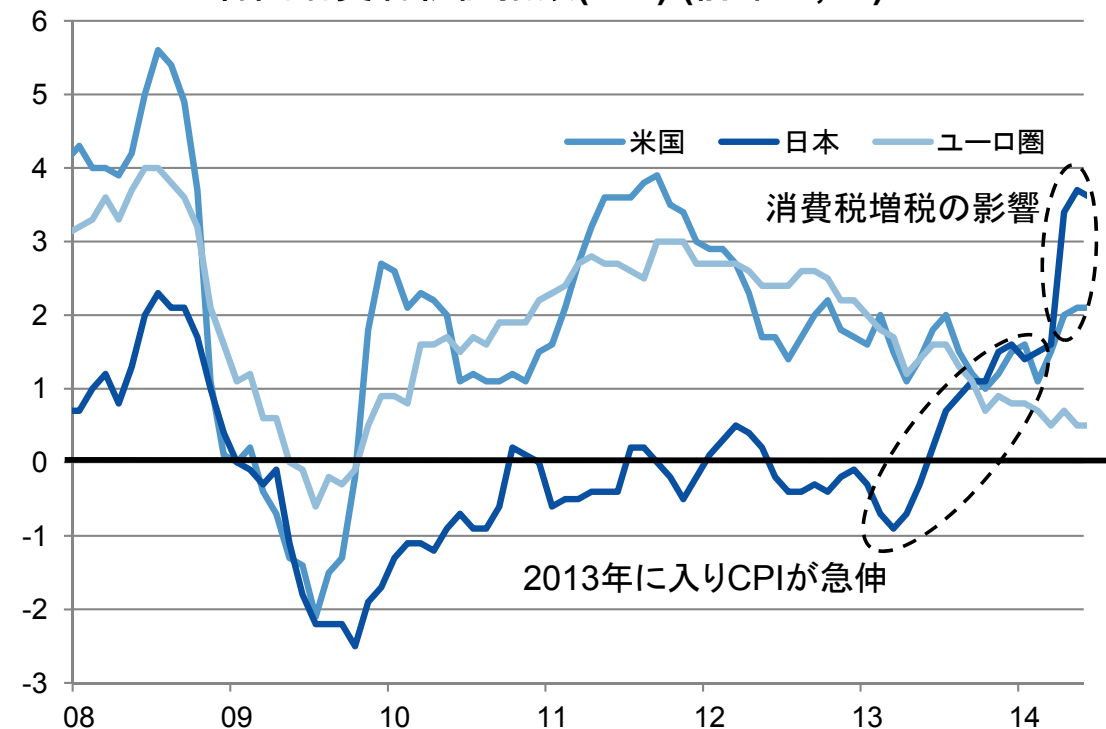
- 2013年4月の日銀異次元緩和により、円のベースマネー（中銀が供給する通貨量）は急拡大。
- アベノミクス施策は未だ道半ばも、国内マインドは確実に改善。
- 消費者物価指数（CPI）についても、既に欧米を逆転。
- これを受け、日銀は5月の政策決定会合の声明文にて「デフレ」の文言を削除。

ベースマネー (2000=100)



資料: Bloomberg, みずほ銀行シンガポール資金部

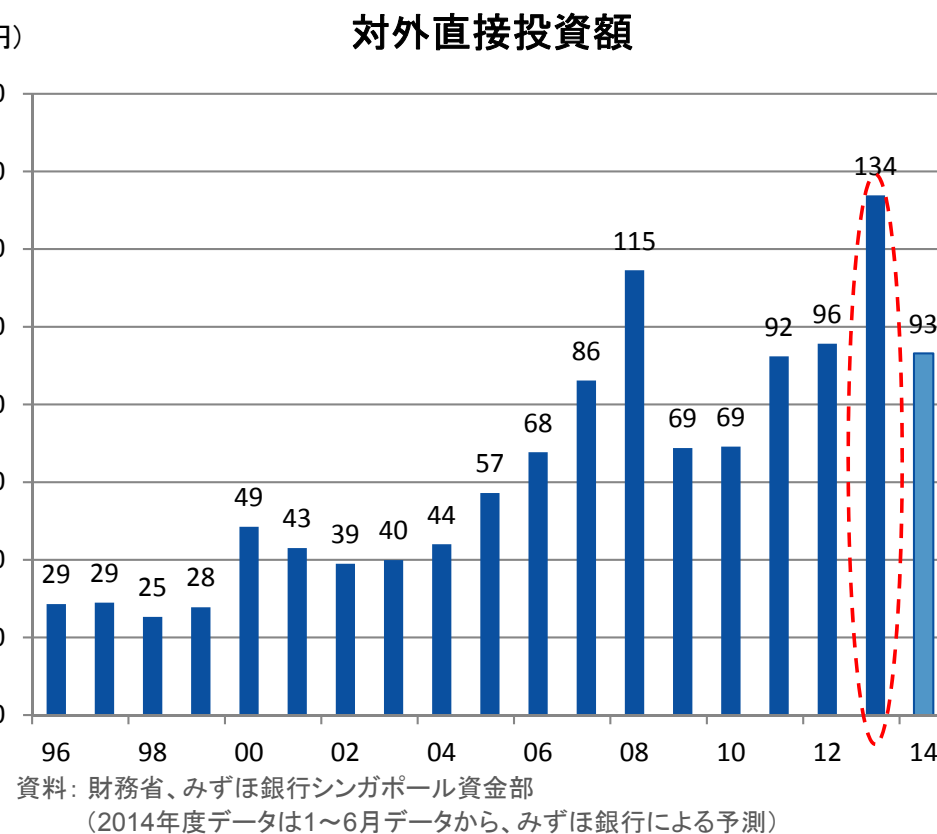
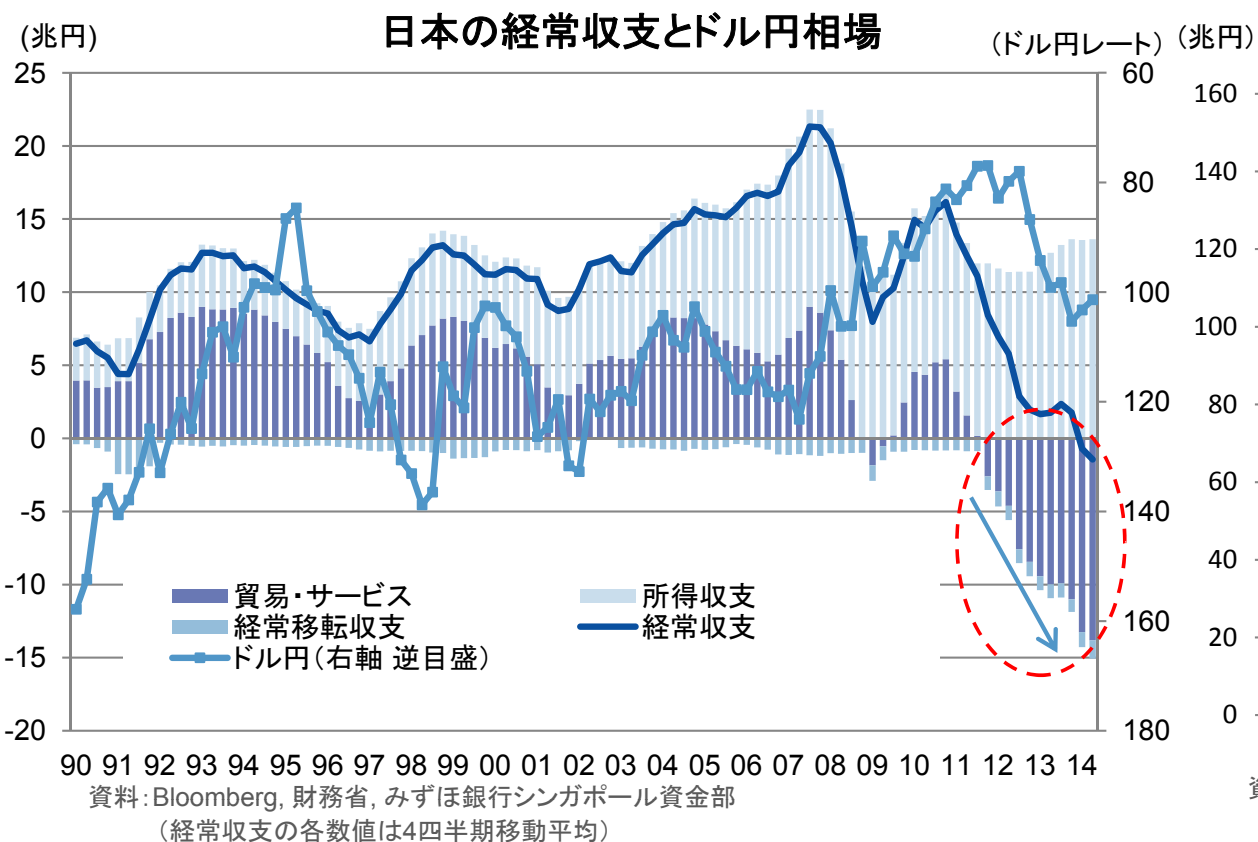
各国消費者物価指数(CPI) (前年比, %)



資料: Bloomberg, みずほ銀行シンガポール資金部

## 4. 需給構造が為替相場に与える影響

- 2013年は11.5兆円の貿易赤字となり、過去最大水準。2014年1～6月期では7.6兆円の赤字と更に拡大。  
(主に、原発停止による代替エネルギー(主に化石燃料)の輸入が膨らんだため)
- 経常収支についても均衡傾向、従来のような経常黒字が円高を喚起する展開にはなりづらい。
- 円安と政府推進により、本邦から海外への直接投資が増加しており、2013年は過去最高の134兆円を記録。



## 5. ドル円為替見通し～円安傾向は継続

- 日本と米国の中銀の金融政策スタンスの違いから、ドル円は底堅い展開を見込む。
- 堅調な米国景気回復が米金利上昇につながり、ドル買い需要を喚起。
- 本邦サイドの需給環境も、円売りをサポート。

一方で、

1. 不安定な新興国市場（ウクライナ及び中国経済のハードランディング懸念）
2. 4月から開始した消費税引き上げによる本邦の景気腰折れ懸念
3. CPIの上昇をもって日銀が追加緩和を終了するという思惑

これらのリスクが台頭する場面では、ポジション調整（円高進行）が入る展開にも留意したい。

しかしながら、両国の景気回復を背景に、今後もドル円はゆるやかに上昇すると見込まれる。

	Aug – Sep 2014	Oct – Dec 2014	Jan – Mar 2015	Apr – Jun 2015	Jul – Sep 2015
USD/JPY	99 - 105 (103)	101 - 108 (104)	101 - 110 (106)	102 - 111 (107)	102 - 112 (108)

( )内は期末のレート



## 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2014年8月14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。