

インドルピー、ドル円為替見通し

2014年2月

みずほ銀行
シンガポール資金室

2014年相場見通し サマリー

	2014年 2～3月	4～6月	7～9月	10～12月	2015年 1～3月
USD/INR	59.5～67.0 (65)	60.0～68.5 (63.5)	58.0～64.0 (59)	57.5～63.0 (59.0)	56.0～60.0 (58.0)

【ポイント】

- ・当面は印インフレ・印双子の赤字・米QE縮小が重石となり、ルピー安へ
- ・総選挙後は不透明感後退により、ルピーは国内ファンダメンタルズと整合的な水準まで緩やかに反発
- ・しかしながら、新政府の動向を見極めたい思惑もあり、急激なルピー高は望み薄

	2014年 2～3月	4～6月	7～9月	10～12月	2015年 1～3月
USD/JPY	99～107 (104)	98～106 (103)	99～108 (104)	100～110 (106)	101～111 (108)

【ポイント】

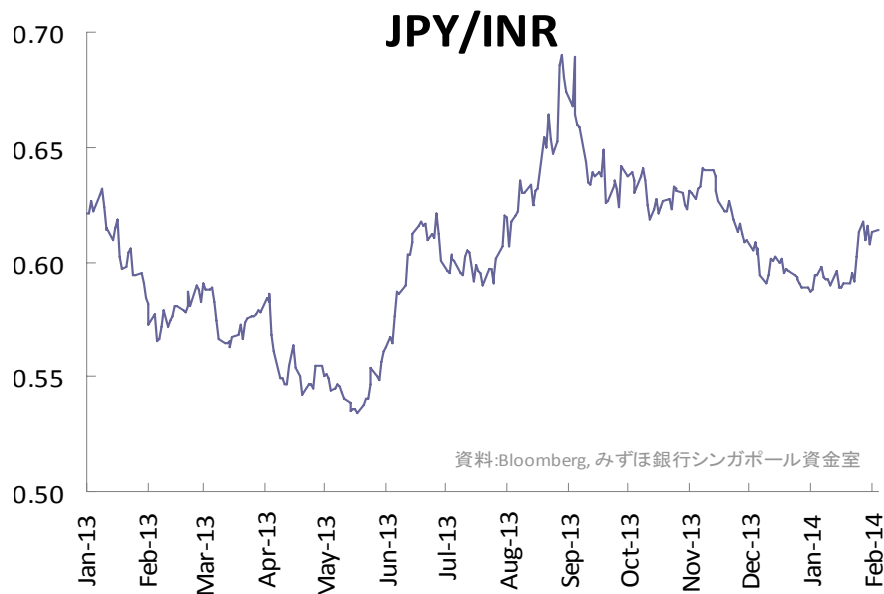
- ・目先は貿易赤字の定着、日米中央銀行の金融政策の違いにより円安継続
- ・しかしながら、歴史的に金利差を伴わない円安は持続せず、一方的な円安の継続は考えづらい
- ・リスク事象が台頭する局面では、大きなポジション調整（円高進行）が入る可能性あり

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 ～米景気楽観で再び下落圧力～

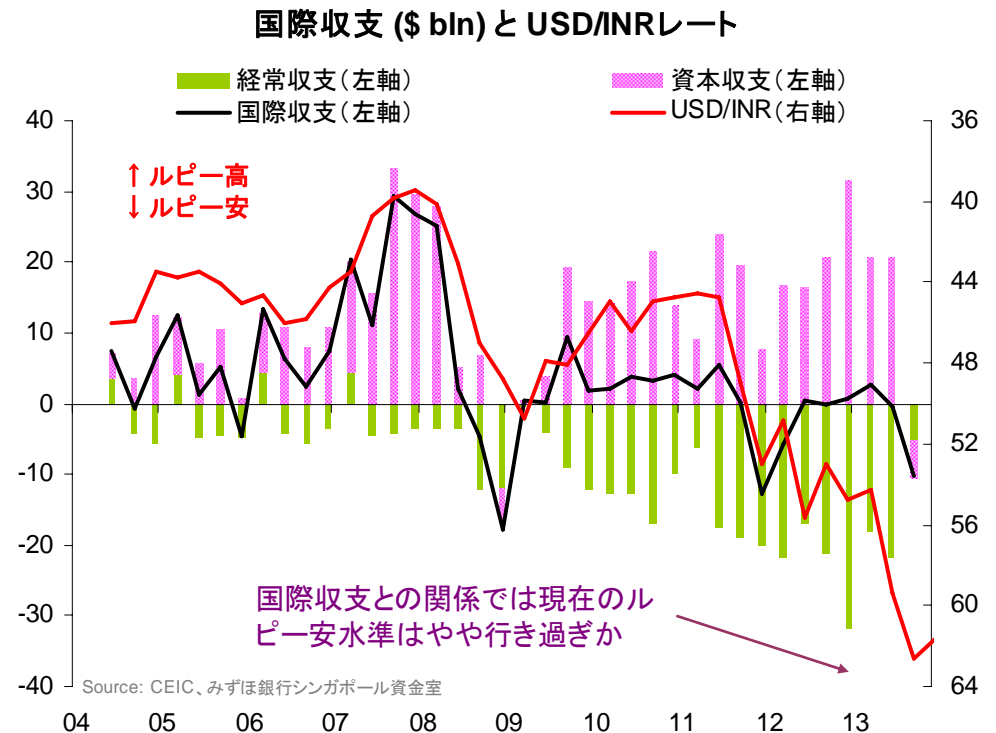
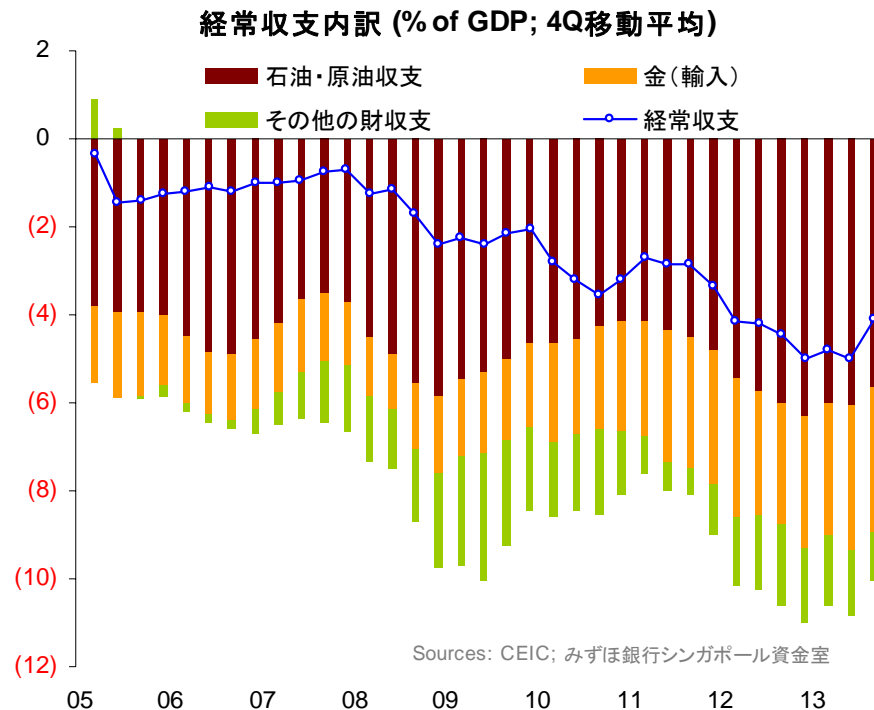


1. 2012年後半から落ち着きを取り戻していたルピー相場だが、2013年5月後半からの米量的緩和（QE）縮小観測を背景に新興国市場からの資金流出が加速する中で、**ルピーは経常赤字国の通貨として売り圧力が強まる。**
2. 政府、中銀は貿易規制、金融引締めで対応するも、成長鈍化懸念等からかえって市場の不安を煽り、為替・株・債券のトリプル安。ドルルピーは8月28日に**史上最安値 68.82**を記録。
3. FEDが予想外のQE縮小見送り。**ラジャン RBI新総裁への期待感**もサポートし、ドルルピーは62台まで下落。
4. 11月に入り、米指標の好転を背景としたQE縮小観測の再燃で再び軟化する局面もあったが、12月のFOMCで実際にQE縮小開始が決定された後は、62台を中心に安定的推移。
5. 新興国通貨安を引き金としたリスク回避の流れからルピーの売り圧力が強まったものの、RBIの予想外の利上げから一転買いが強まり、ドルルピーは62台で推移している。



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。



3. ルピー相場を見る上でのポイント

■ 先進国経済

- 12月に一部QE縮小実施も、基調判断には更なるデータを待つ必要。データ次第では更なるQE縮小もあり得る。
- 欧州経済は夏場以降持ち直しが鮮明となってきたものの、回復度合いは国ごとにまちまち。あくまで低水準からの回復で、過度な期待は禁物。

■ アジア市場

- 金融・財政引締めは各国経済を下押し。
- 外需＝輸出は底を打った可能性。緩やかに経済をサポート。
- 米緩和縮小実施により新興国通貨は再度下落へ。

■ インド経済（短中期的視点）

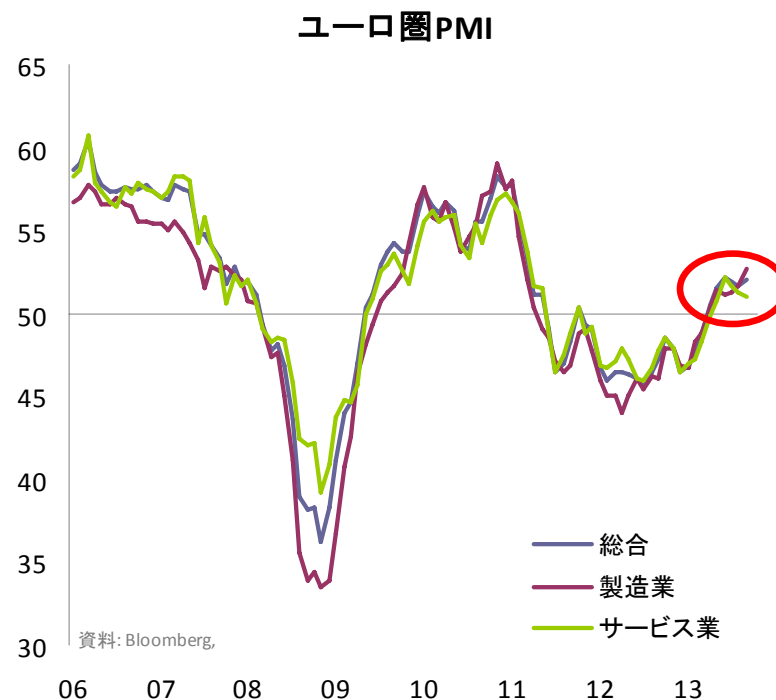
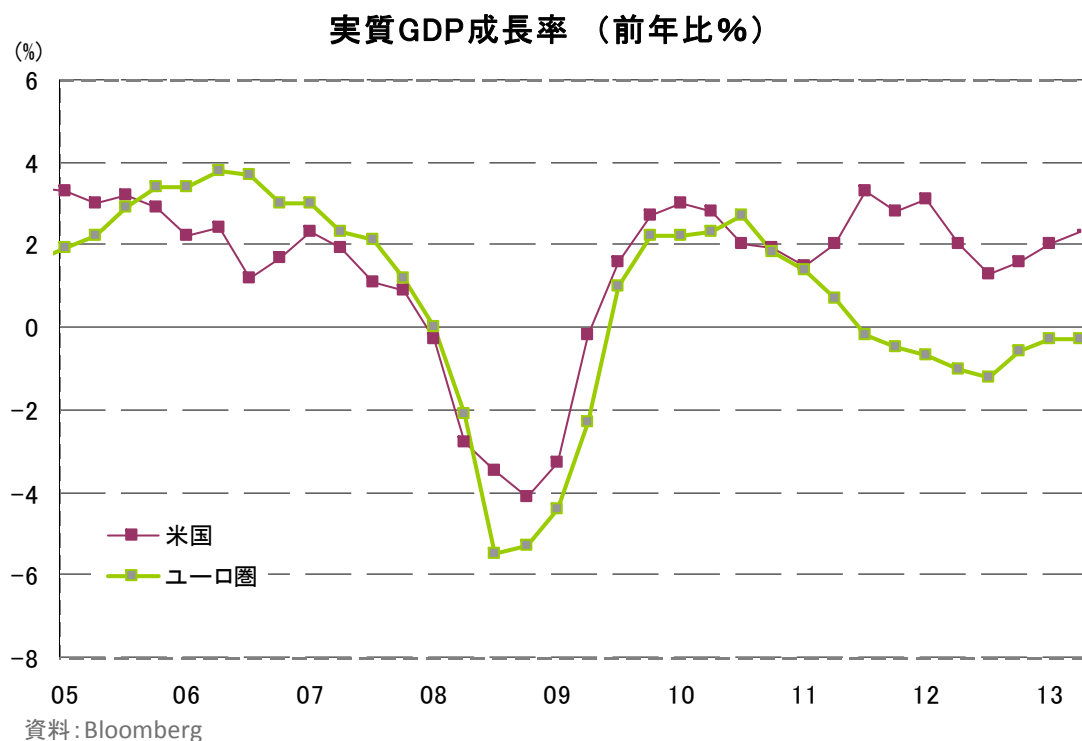
構造的な高インフレと双子の赤字、これらに対する引締めにより、インド経済は大きく減速。足許のルピー安は更なるダウンサイドリスク。ポイントは①インフレ動向 ②財政赤字 ③経常赤字 ④政治指導力

■ インドの将来性（長期的視点）

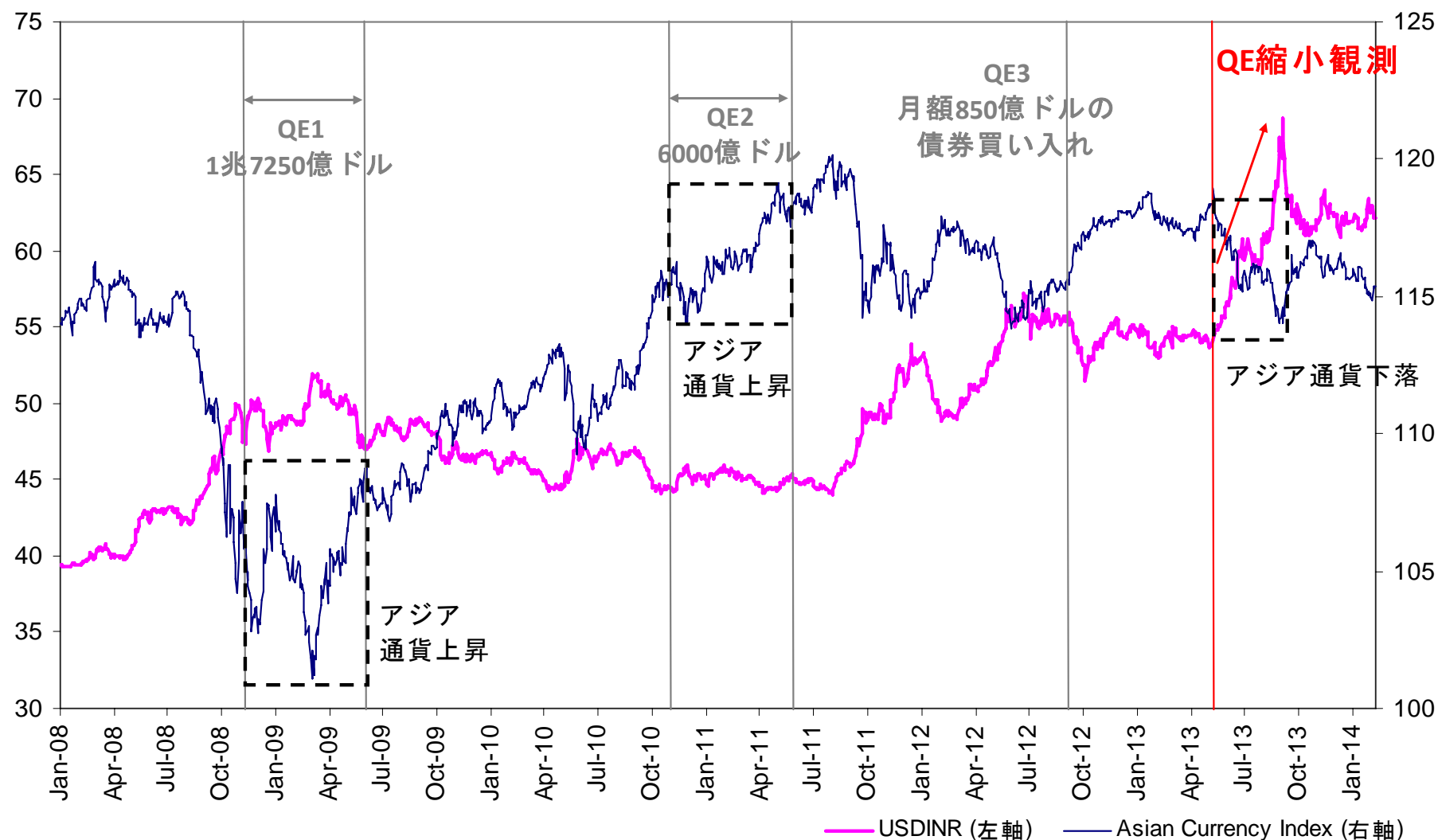
人口構成から見る潜在的な成長余地は依然大きく、市場の混乱が収束すればルピー相場は緩やかな反転へ。

4. 米国・ユーロ圏経済

- 米国成長率は今年2%台前半の後、2014～15年は年平均3.25%に加速見込み。
- 米雇用統計は11月は強く、12月は弱い結果となるも、FRBはQE縮小を12月より開始。Fedは2015年後半まで政策金利を据え置く見込みも、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。
- ユーロ圏の第3四半期GDPは2期連続のプラス成長となるなど、回復基調が継続。
- しかし、景気動向は各国まだらで依然として脆弱。過度な期待は禁物。



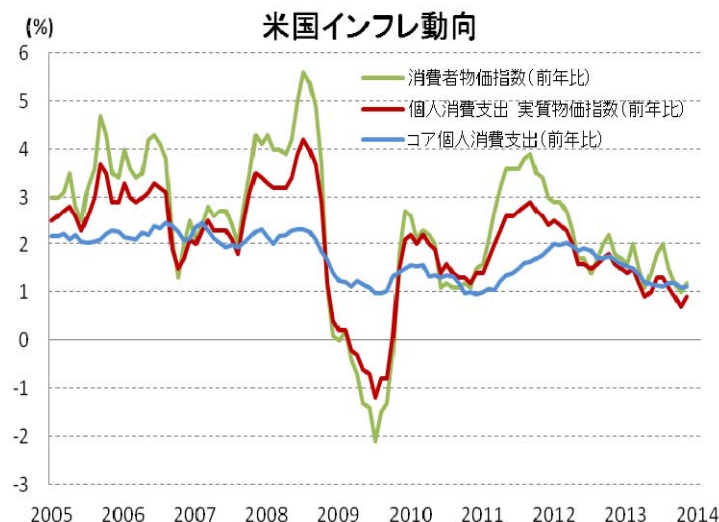
5. 米量的緩和によるアジア通貨への影響



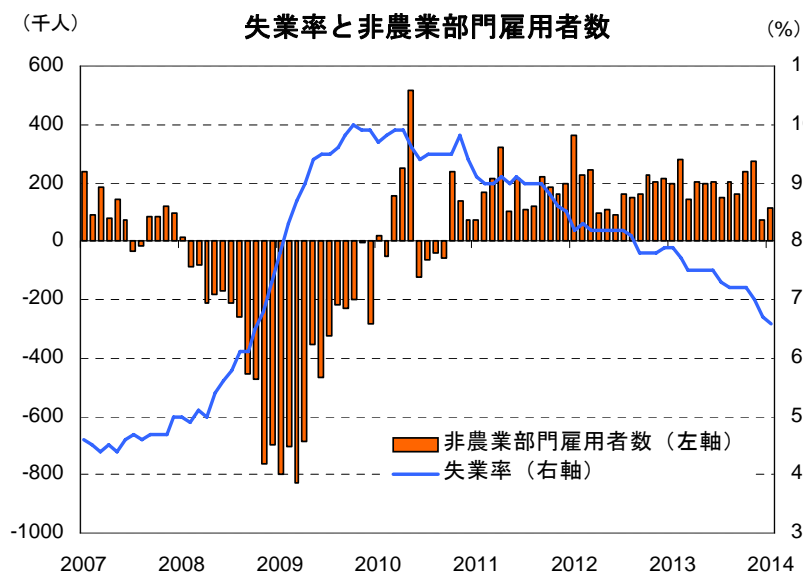
QEはアジア通貨の上昇、安定に寄与していた。
⇒QE縮小はアジア通貨にとってはネガティブ材料

6. 米国の金融政策 ～緩やかにQEを縮小～

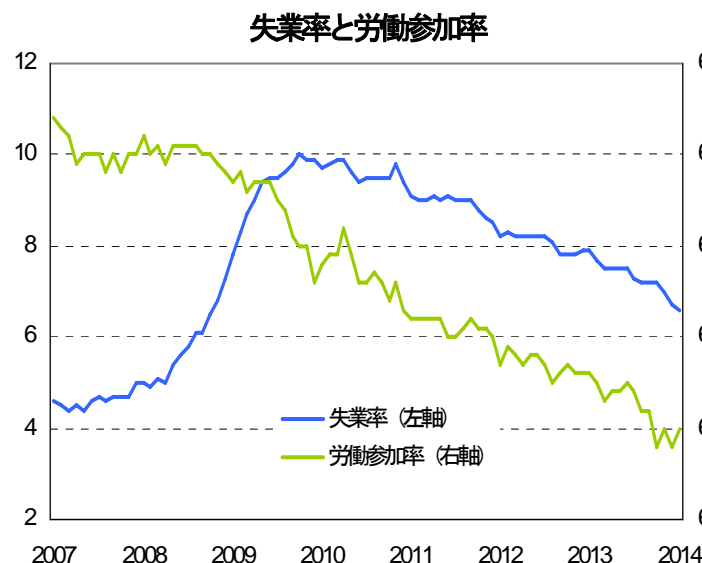
1. 失業率の低下傾向が続いており、非農業部門雇用者数は着実に増加を続けていると評価できるが、今後の改善のペースは緩やかなものになるものと予想される。
2. 足許のインフレが急激に上昇する兆しは見られず、安定的に2%を超える水準に到達するには、なお時間を要する。
3. FRBは、イエレン新議長の下、現状の緩やかにQEを縮小する方針を継続するものと思われる。



出所: Bloomberg、米経済分析局、米労働統計局

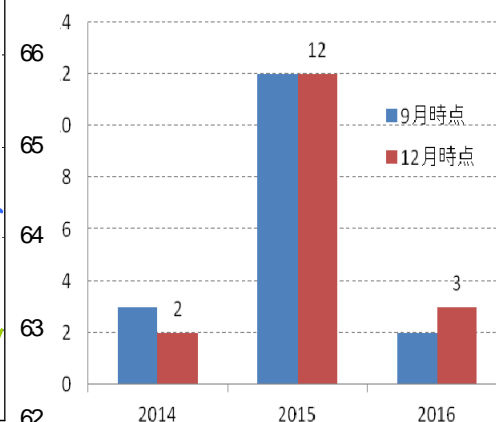


出所: Bloomberg、米労働統計局



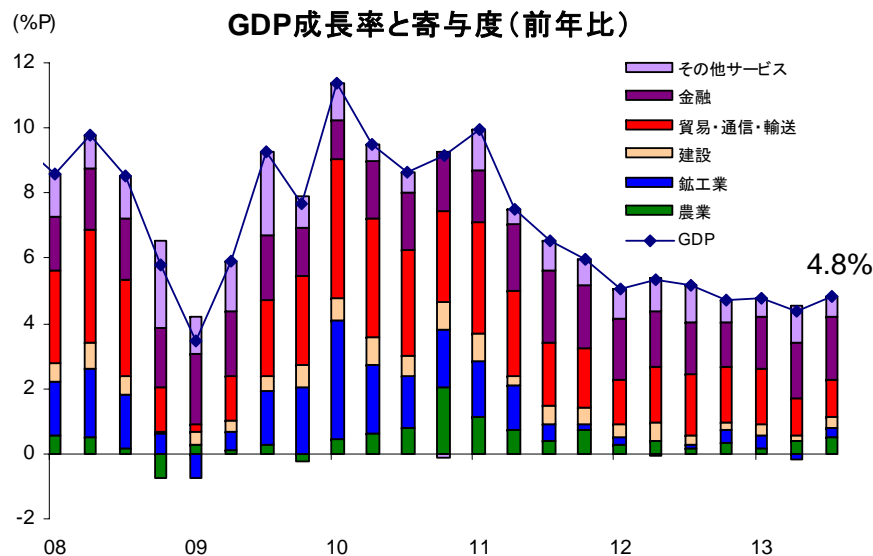
出所: Bloomberg、米労働統計局

FOMC参加者の利上げ時期予想

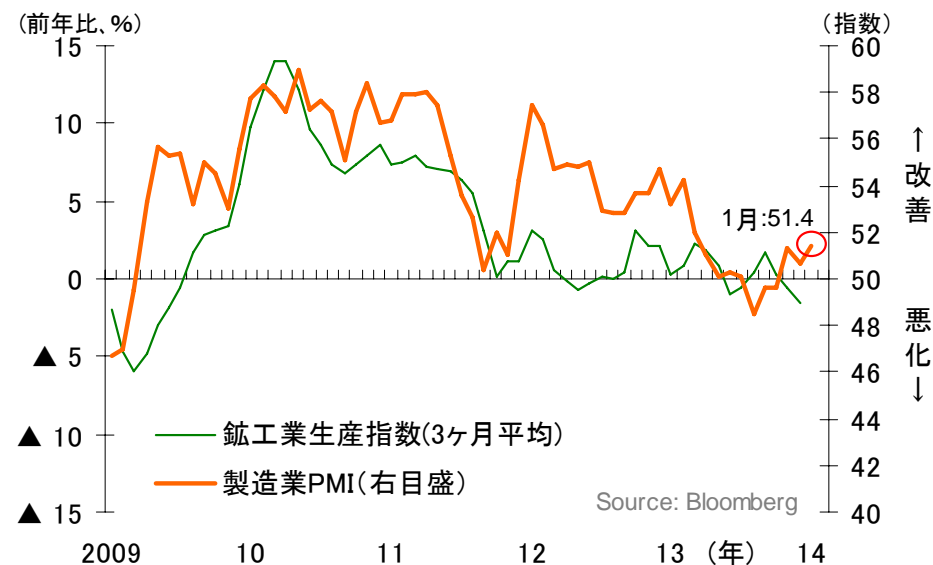


出所: FRB

7. インド国内経済動向



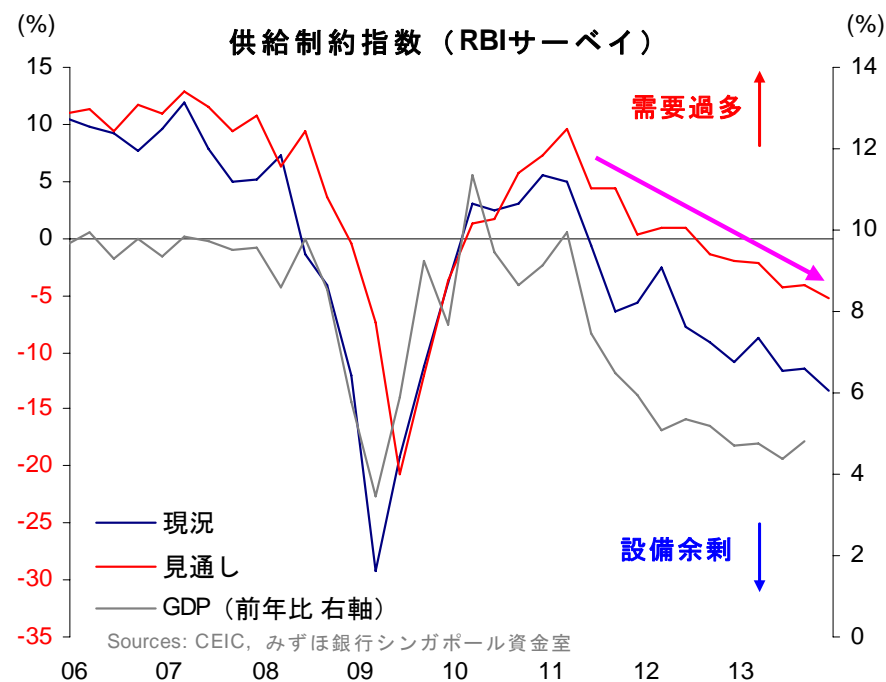
Sources: CEIC、みずほ銀行シンガポール資金室



■ 実質GDP成長率は、+9.3% (FY2010)
⇒+6.2%(FY2011) ⇒+5.0%(FY2012) と減速
が顕著。

■ 一方で、インフラ公共投資、世界経済の回復により2014年から緩やかな回復が見込まれる。

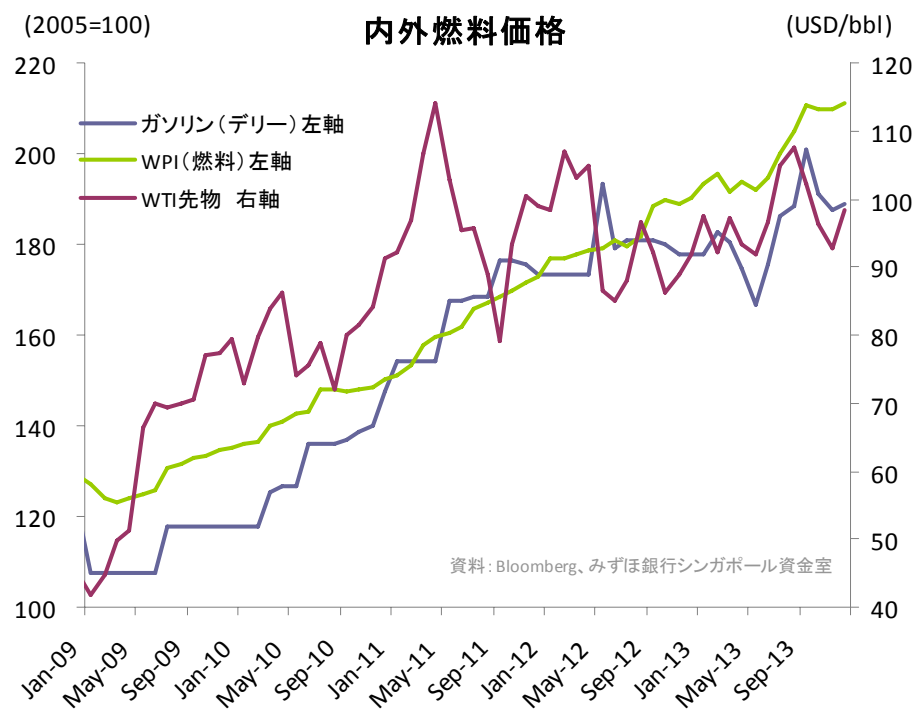
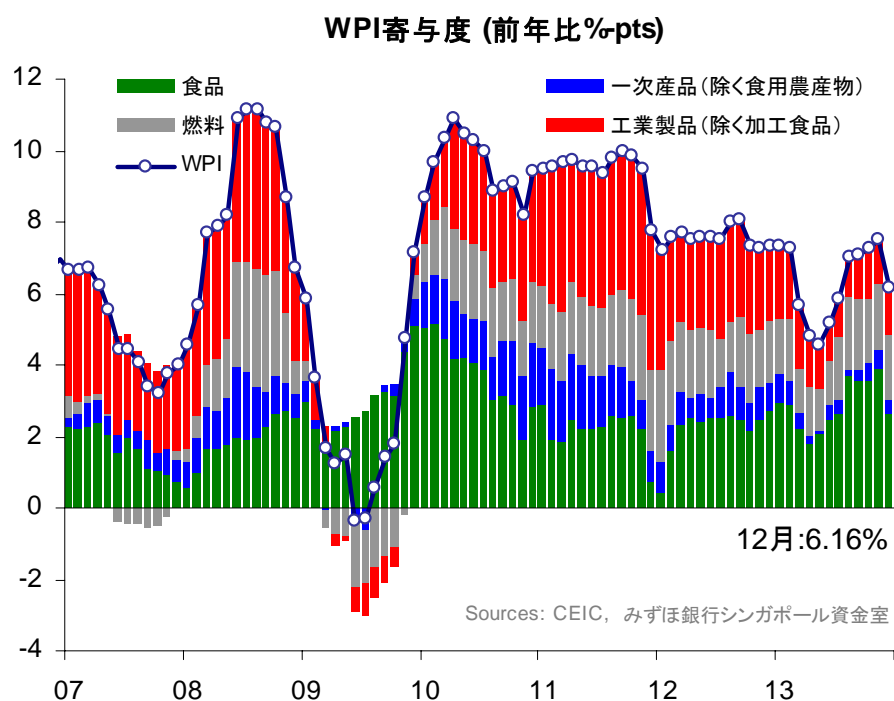
■ 但し、2Qからのインドルピー防衛策（財政・金融引締め）は新たなダウンサイドリスク。



製造業者サーベイは成長の更なる減速を示唆

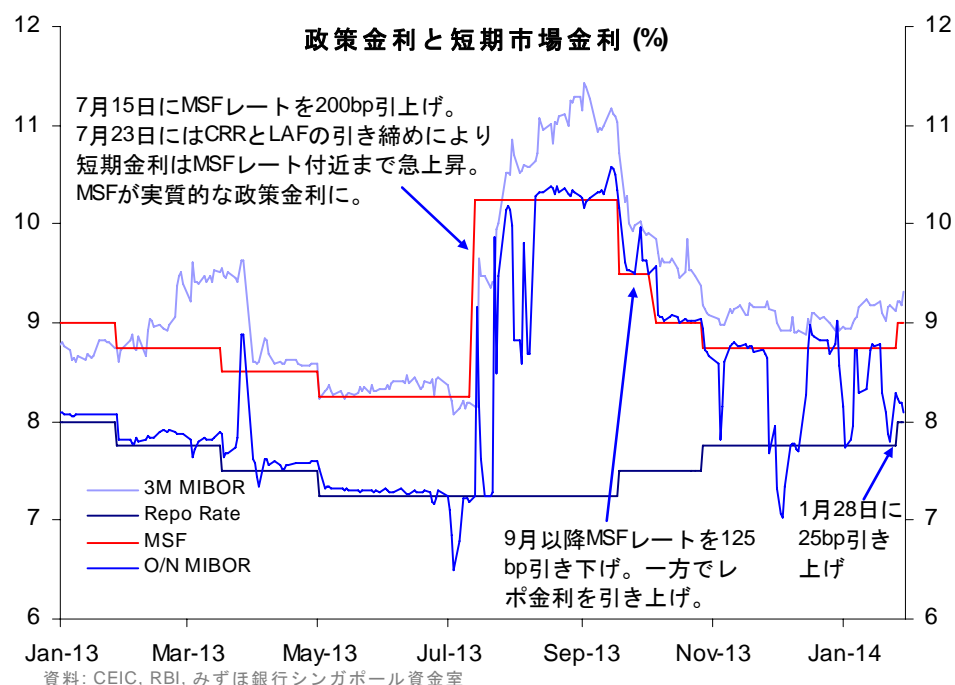
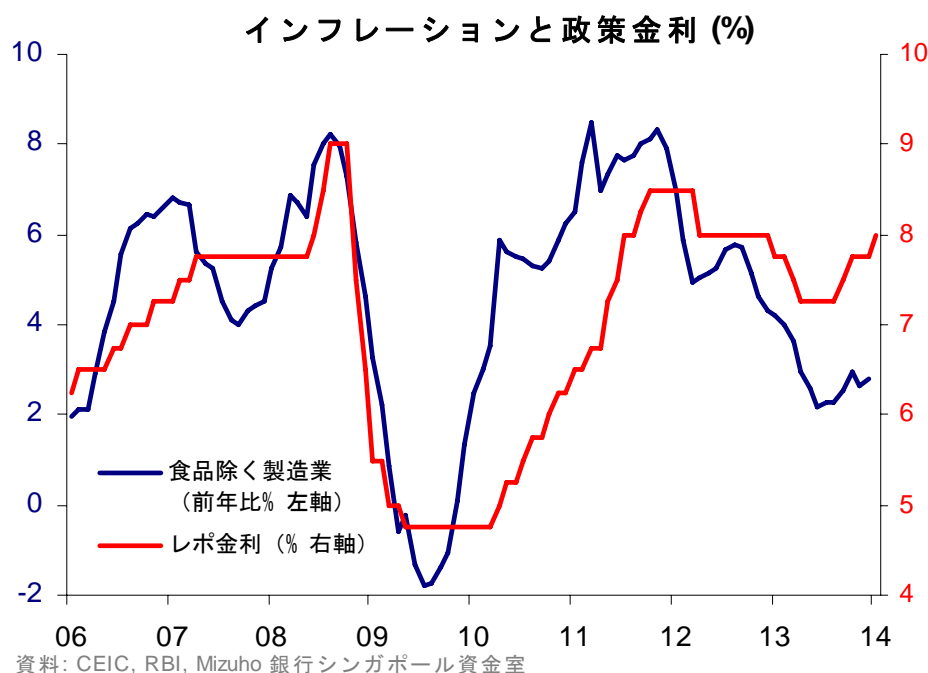
8. リスク要因(1)—インフレ動向 見通しは大きく悪化

- 今年に入り、一旦落ち着きを見せていたインフレは、足許で再び上昇の兆し。
- 食料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が主因。
- 当行試算では、毎月 0.5～1.0ルピーの燃料価格引き上げは卸売物価を0.3～0.8%押し上げる。
- 一方、ルピー安（RBIの試算では10%の下落がWPIを1.0%押し上げ）や、国際的な原油価格の上昇は同国のインフレを大きく加速させる可能性が高い。



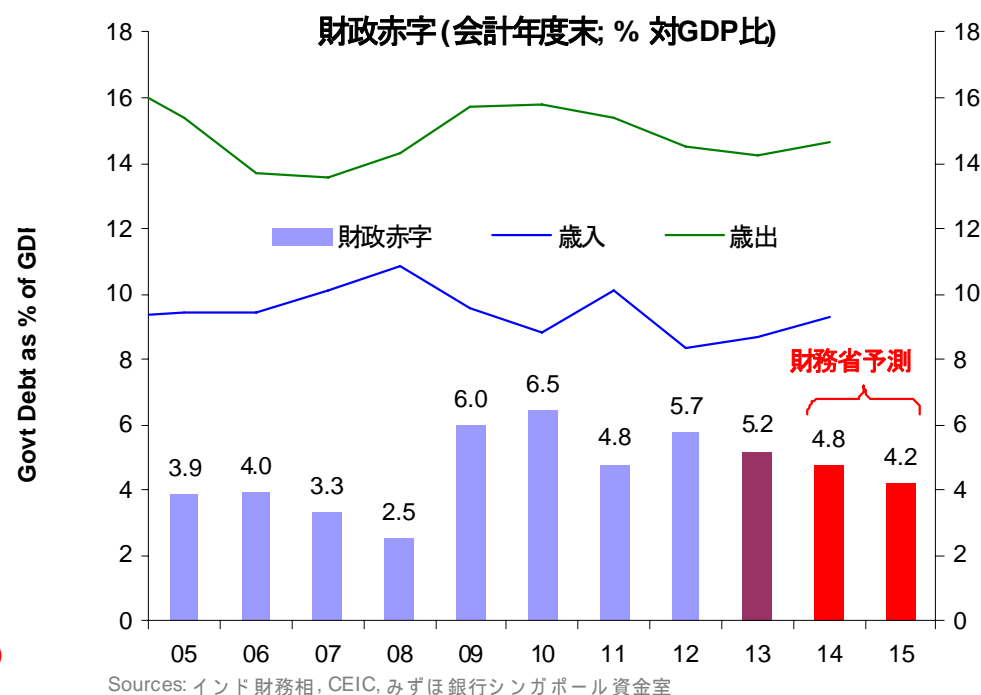
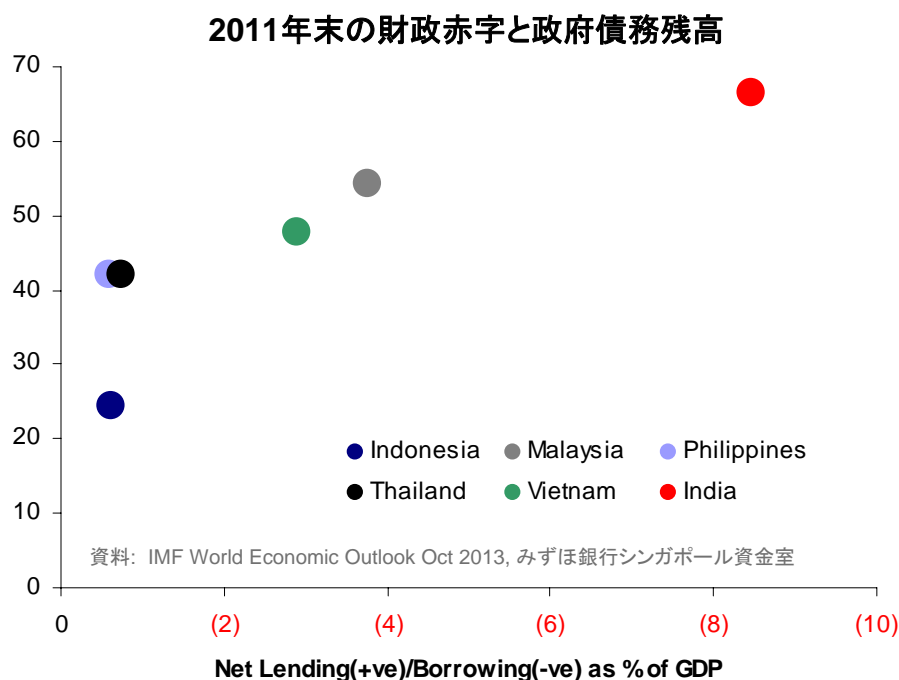
9. RBI政策見通し 短期的な引締めバイアスに転換

- インド中銀は2013年10月、2014年1月の会合にて利上げ（25bp、7.50%→8.00%）を決定。又10月のMSFレート引き下げにより、政策金利コリドールの正常化が完了し、従前の状態（レポレート±1.0%）へ。
- 内需の低迷による輸入の減少と外需の持ち直しで貿易収支の悪化には歯止め
- しかしながら、供給制約によるインフレ圧力は残存
- 米QE縮小はUSDINRの下落圧力を増大。インフレ動向次第ではRBIはさらに利上げの可能性も



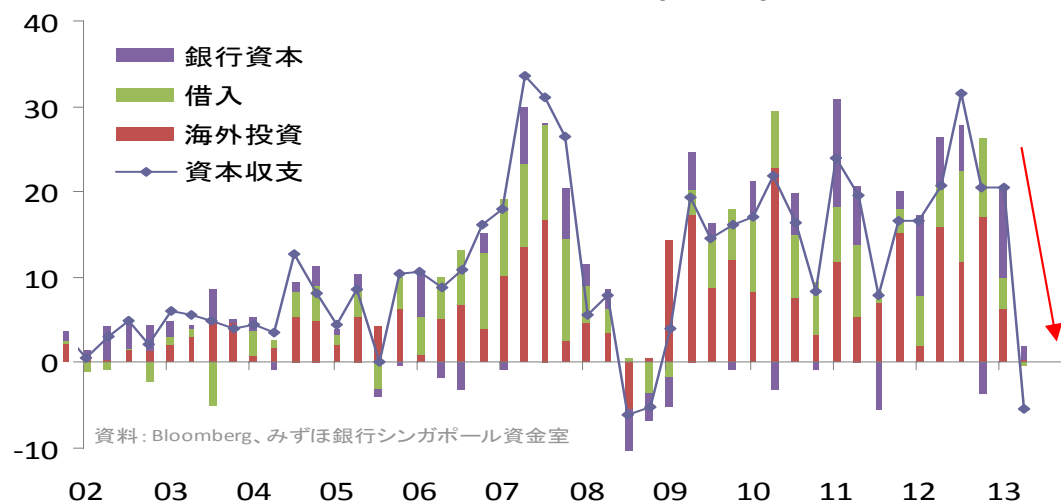
10. リスク要因(2)—双子の赤字 財政赤字

- 政府は2013年度の予算案には財政正常化への姿勢を少し示した程度であり、補助金制度の合理化は十分とはいえず。
- 2012年の財政赤字削減目標（対GDP比5.3%以内）は終盤数ヶ月に歳出を削減した事で5.2%の水準まで押し下げた。
- 2013年度の赤字削減目標は対GDP比4.8%以内と前回の目標から後退したものの、達成可能な水準。しかし、原油価格と外的環境次第では上回る可能性も。
- 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。



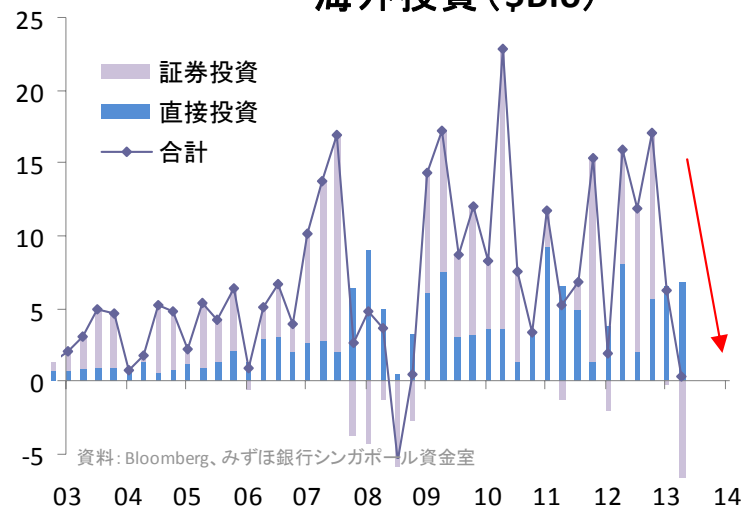
11. リスク要因(3)—国際収支 資本流出と外貨準備

資本収支(\$Bio)

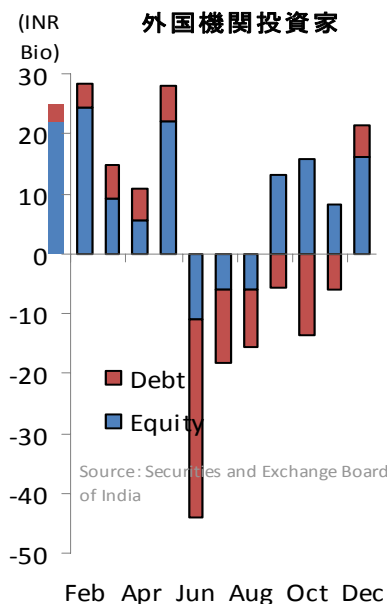


- インドの外貨準備高は比較的高水準
- 2013年6月～8月は同国への証券投資は流出超。資本収支黒字は大きく減少
- 2013年9月から流入超となるも、戻りは限定的
- 経常赤字を巡る不安は当面継続

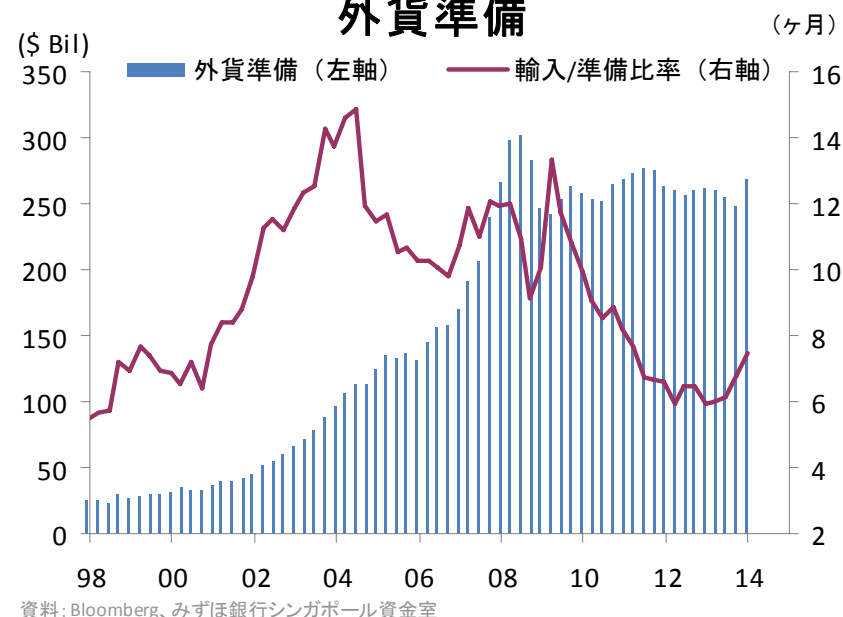
海外投資(\$Bio)



外国機関投資家

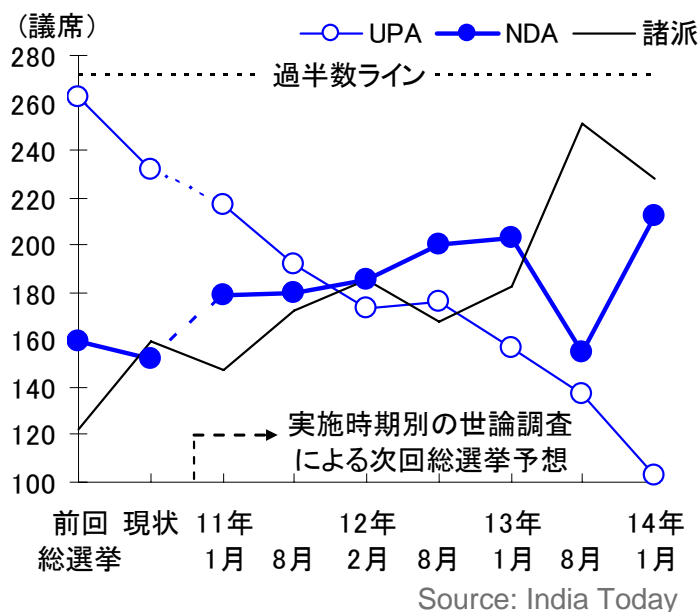


外貨準備



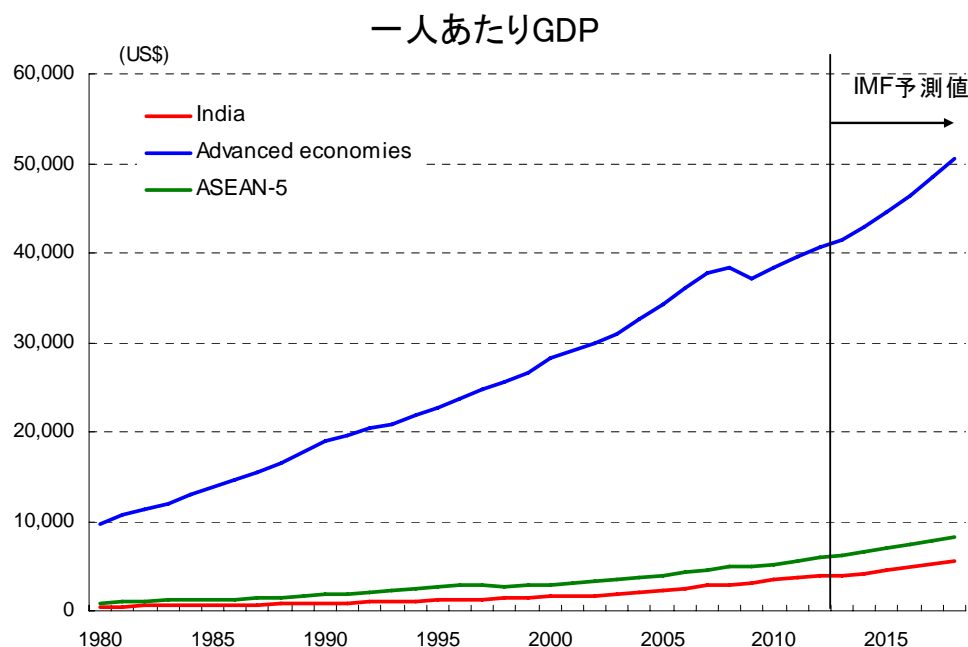
12. 総選挙最近動向

- 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、与党UPAの支持率低下。
 - 最大野党NDAは昨年5月の南部カルナタカ州議会選で大敗し、世論調査でも一時失速。
 - 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。西部グジャラート州をインドで最も高い成長を遂げている州の一つに躍進させたとして期待が高まっており、昨年12月の総選挙前哨戦に圧勝。
 - ただ、上述の前哨戦の地区は元々BJPの支持率が高い地域であった事、辺境の北東部ミゾラム州では与党や地方政党が強く、BJPは惨敗。
- ⇒ 次期政権も過半数割れのBJPを中心とした連立政権になる可能性があり。2009年総選挙後は与党過半数割れでもルピーは上昇したため、今年も新政権への期待感から上昇する可能性はあるものの、上昇幅は限定的になるものと予想。

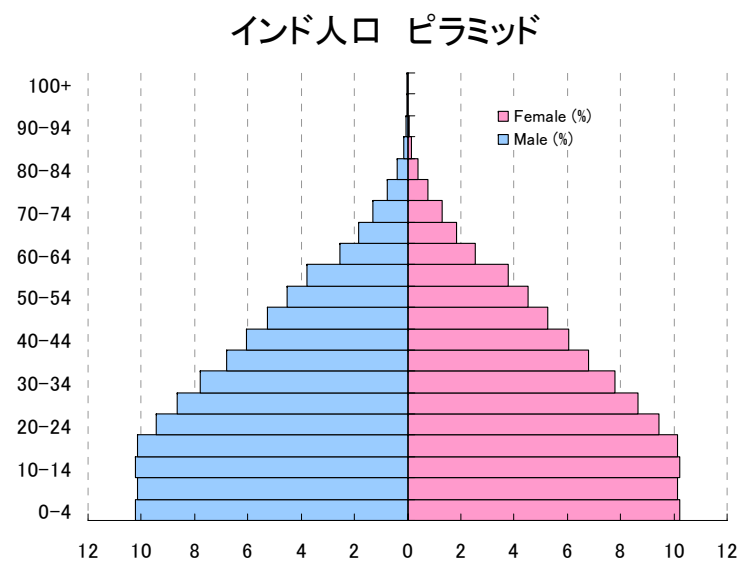
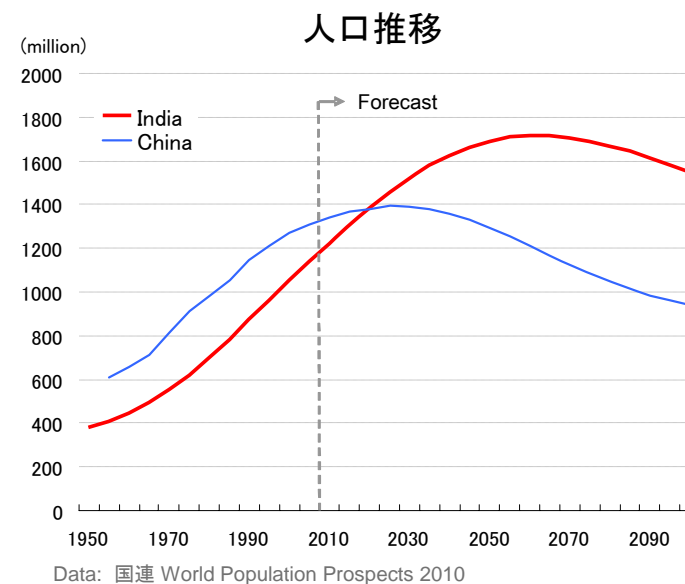


13. 中長期的視点 インド市場の魅力—高い将来性

- 世界第2位の大人口（2012年現在12.3億人、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GDP（2012年度: US\$3,842.59）は域内でも低水準
⇒潜在的経済成長の余地が大



ASEAN-5: Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, and Vietnam
Source: IMF World Economic Outlook Oct 2013, みずほ銀行シンガポール資金室



14. USD/INR 為替見通し 総選挙後のルピー高を予想

ルピー安はピークを打った可能性。2014年総選挙後に緩やかな上昇へ。

- 足許は米QE縮小実施も、新興国からの資金流出は限定的。
- 当面は、インフレ・双子の赤字・米QE縮小が重石となり、ルピーの上値を抑制。60台での推移が継続。
- その後、2014年印総選挙、米のQE縮小や債務問題等の不透明感後退により、ルピーは国内ファンダメンタルズと整合的な水準まで緩やかに反発。
- 以下の要因はルピー押し上げに寄与するものと思われる。
 - ・ インフラ投資計画が実行され、国内景気が持ち直し
 - ・ ルピー安が落ち着き、インフレ見通しが改善すれば、中銀は再び金融緩和へ
 - ・ 財務省人事の刷新は経済改革の頓挫を打開することが期待される
- 但し、国内政治・世界景気等のダウンサイドリスクは残り、急激なルピー高は望み薄

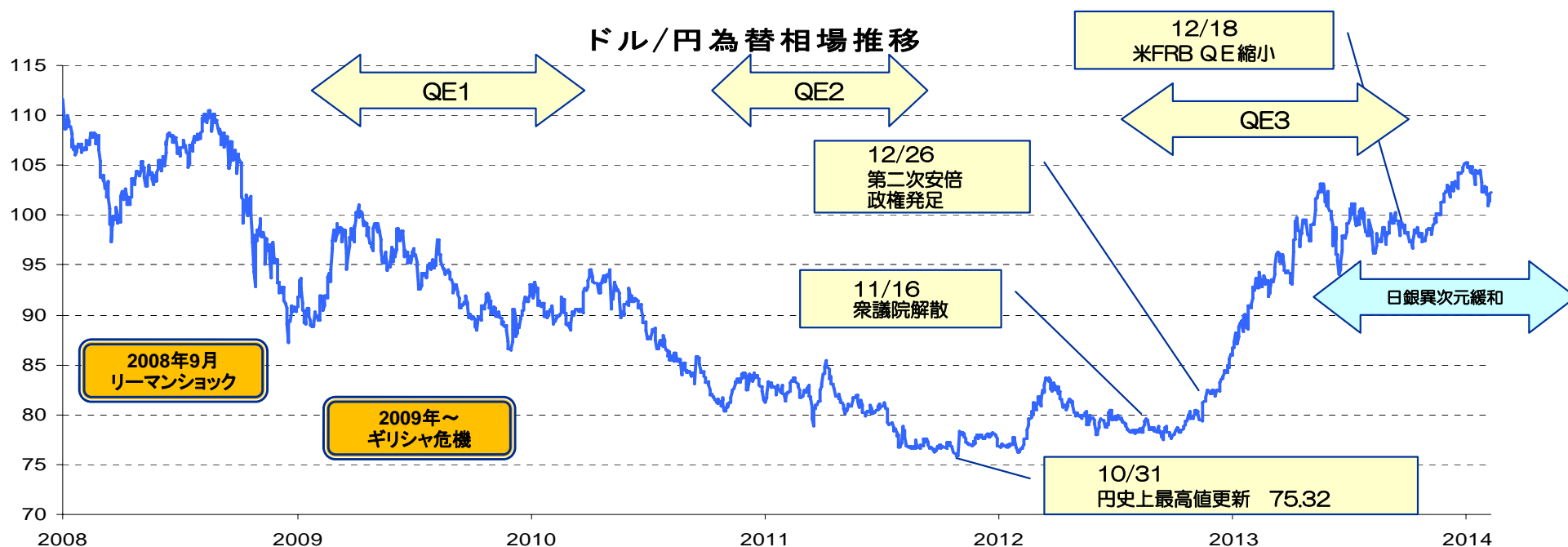
	Jan14 (実績)	Feb – Mar 2014	Apr – Jun 2014	Jul – Sep 2014	Oct – Dec 2014	Jan – Mar 2015
USD/INR	61.32-63.32 (62.68)	59.5-67.0 (65.0)	60.0-68.5 (63.5)	58.0-64.0 (59.0)	57.5-63.0 (59.0)	56.0-60.0 (58.0)
Repo Rate	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	7.75%	7.75%

(注) 1. 実績の欄は2014年1月31日までレート、カッコ内は1月31日のクローズレート
2. 実績値はブルームバーグ、ロイターの値などを参照。
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

ドル円為替相場見通し

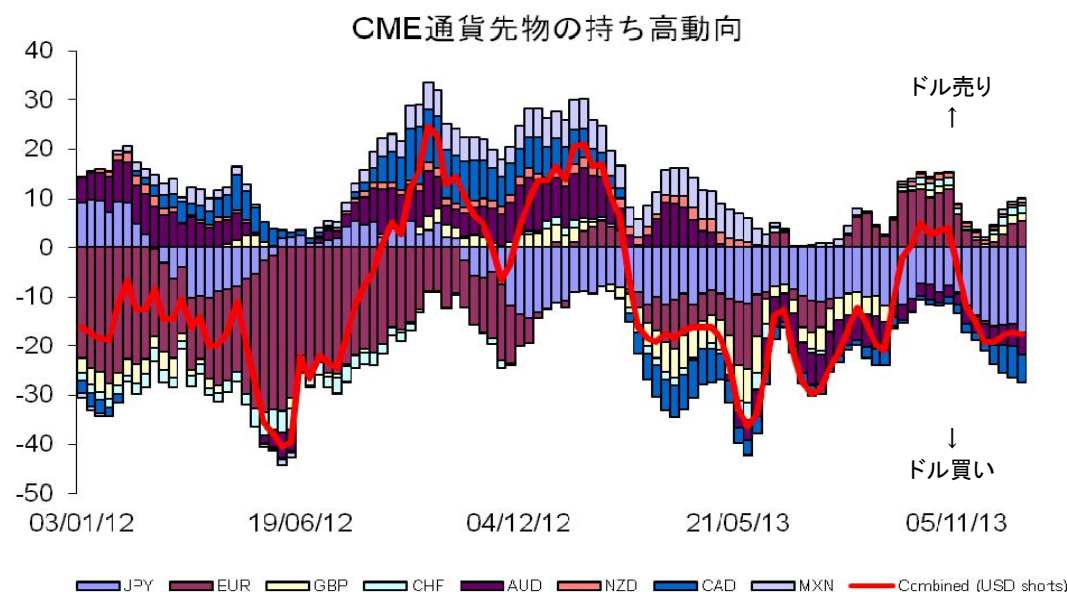
1. 為替相場の回顧 ～モメンタムは円高から円安へ～

1. リーマンショック以降、欧州債務危機など、欧米経済の混乱を受け、円は安全通貨としての受皿となり、2011年10月に一時75.32の史上最高値を更新。
2. しかし、2012年末の安倍政権発足後、日銀による異次元緩和の実施を始めとするアベノミクス効果により円安傾向を強めた。
3. 2013年5月後半以降、米国QE縮小観測の台頭から、米ドル高傾向が強まったことなどを背景に、ドルの底堅い展開を示現。12月18日のFOMCでQE縮小が発表されると、株高、円安の傾向がさらに強まり、一時2008年10月以来約5年ぶりとなる105.41を付けた。その後、年明け以降はやや軟化。
4. 昨年は、18円超とリーマンショック以来（約25円）の5年ぶりの大相場となった。



2. 足許の相場動向 ～急激な円安の要因は？～

1. QE縮小観測を材料に新興国から流出した資金は、主に先進国株式市場に流れ込んだと考えられているが、ドル円相場は日経平均株価との相関を強め上昇。
2. 日経平均株価は外国人が買い手の中心。2005年小泉構造改革相場より巨額な買い越し。
3. 為替についても、海外投機筋を中心とした円売りポジションが2007年以来の高水準で推移中。
4. 足許の円安は、アベノミクス効果、QE縮小→米景気回復への期待を背景にした「期待先行型」の側面もある。



出所:CTF



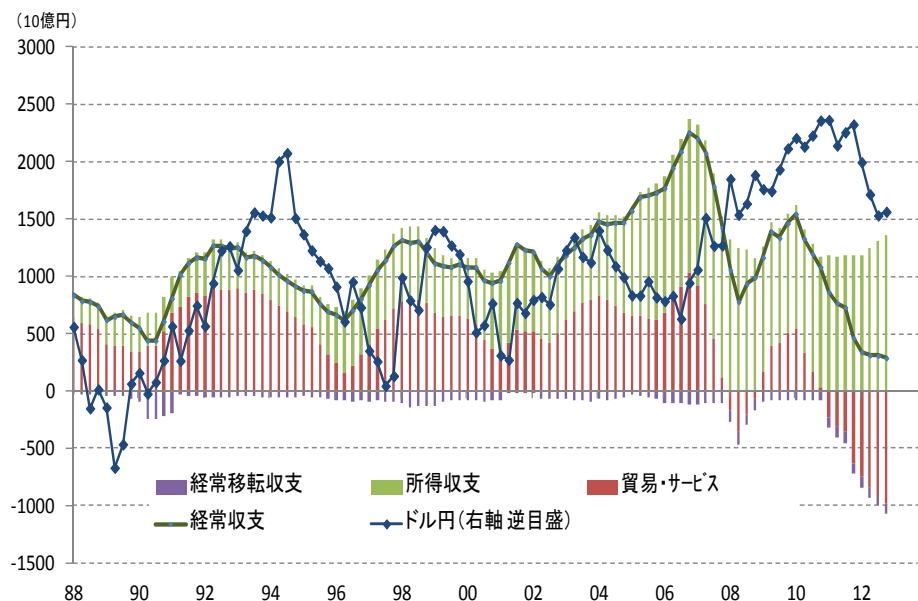
出所: Bloomberg

3. 需給構造が為替相場に与える影響

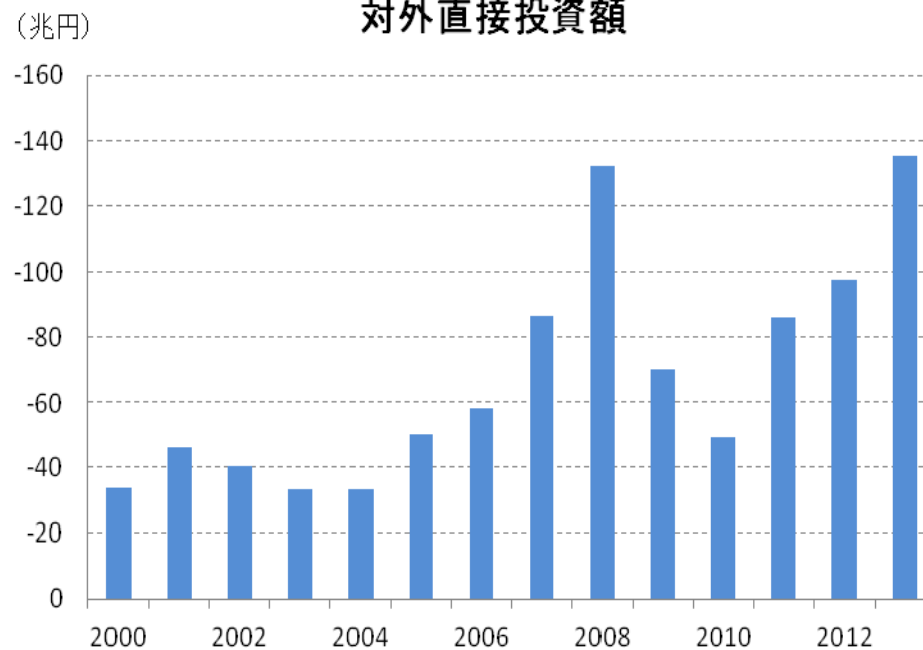
～本邦の需給は円安トレンドを下支え～

1. 本邦の貿易収支は、赤字が定着。2013年は1月～11月累計で10兆円を超え、過去最大水準。
2. また、経常収支についても貿易赤字の増加に伴い均衡してきており、従来のような経常黒字が円高を喚起する展開は考えづらい。
3. さらに円安と政府方針により、本邦から海外への直接投資が増加、2013年は過去最大であった2008年の水準に匹敵する水準で推移、過去最大を記録する可能性も。
4. 期待先行の株式相場と異なり、為替相場は需給構造も円安を示唆。

日本の経常収支とドル円相場



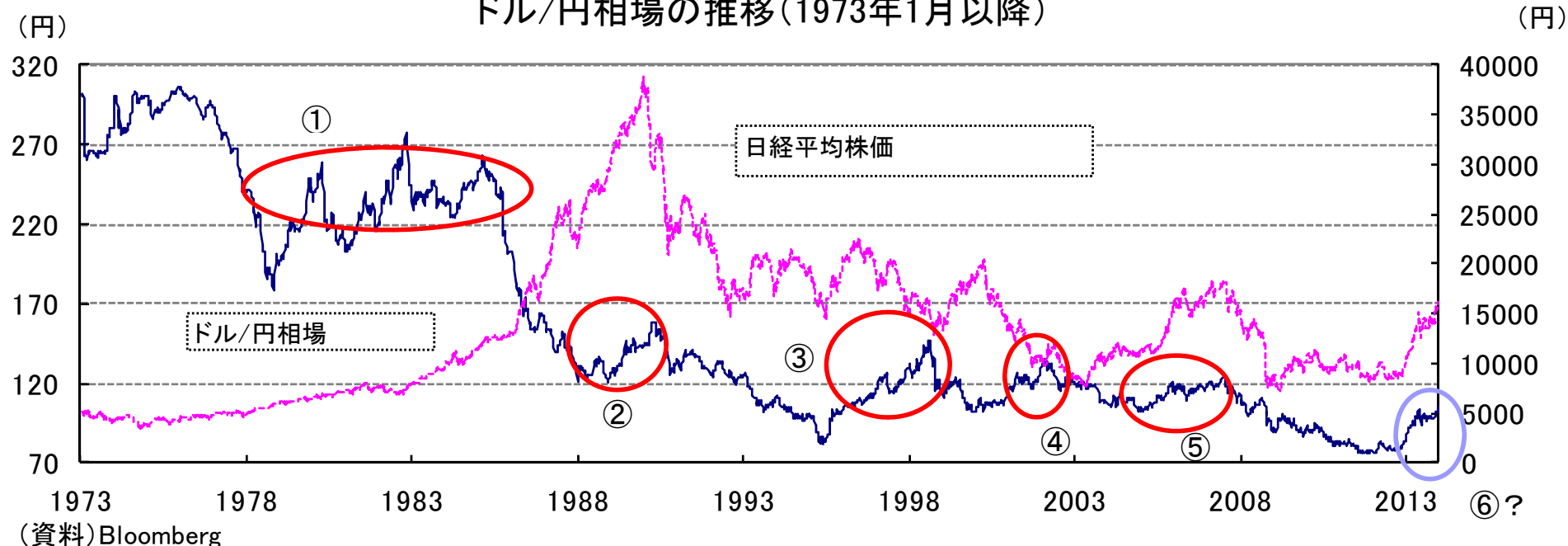
対外直接投資額



4. 歴史からの教訓～日本人による円売り～

1. これまでは大量の経常黒字とデフレを背景に、円安には「日本人の円売り」が必須であった。足許は需給構造の変化から、本格的な「日本人の円売り」なしでの円安進行。
2. 持続的な円安トレンドを維持するためには、「日本人の円売り」の動向が鍵となる。
3. 本邦景況感の改善・NISA（少額投資非課税制度）・GPIFの資産配分の変更等。本邦からの円売りフローが本格化する材料は多い。

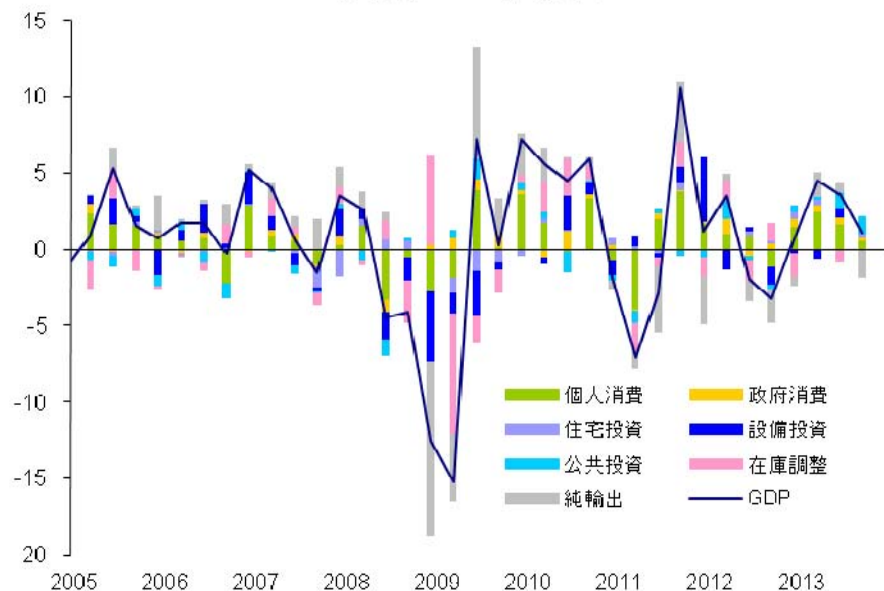
ドル/円相場の推移(1973年1月以降)



5. 日本の金融政策 ～緩和政策を維持～

1. 日本の経済成長は、アベノミクスによる一定の効果が見られるものの、しっかりとした成長軌道に乗ったとはまだ言い難く、今後の消費税引き上げ効果などを見極める必要がある。
2. 一方、コアCPI（生鮮食料品を除く総合消費者物価指数）は、11月に1.2%（前期比年率）にまで上昇。しかし、消費増税の影響を除くと、日銀の掲げる「2年で2%」の達成は難しいとの予想が多い。
3. 日銀の金融政策は、現在の量的・質的金融緩和の延長も視野に、緩和的なスタンスが続くと見るのが妥当。

実質GDP成長率



出所: 内閣府、みずほ銀行シンガポール支店

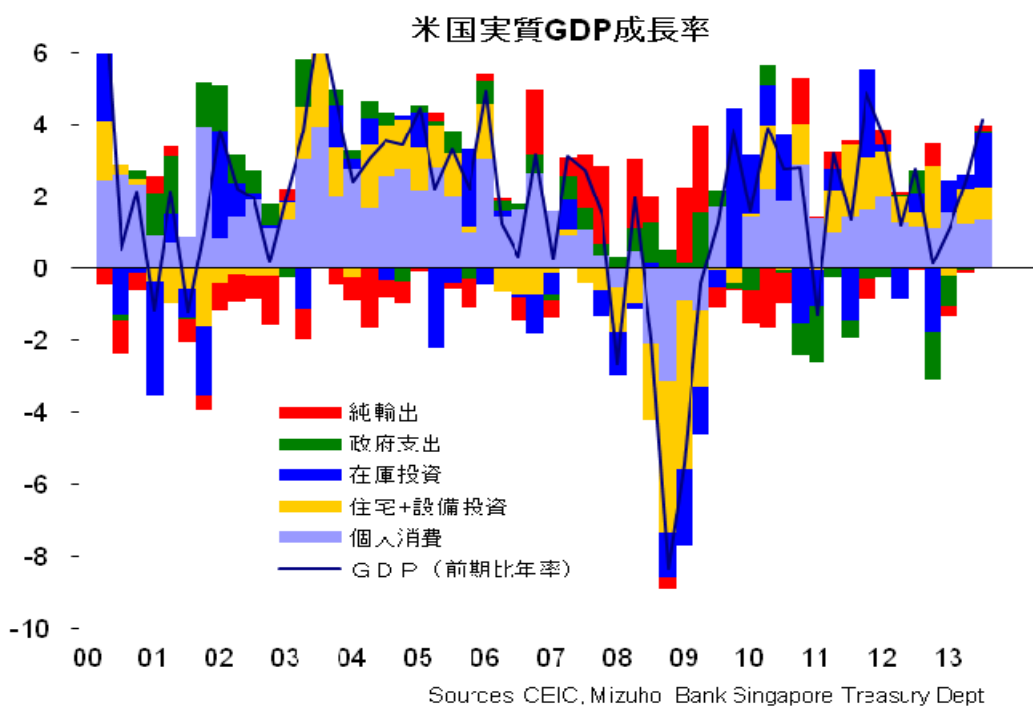
(%) 全国消費者物価指数



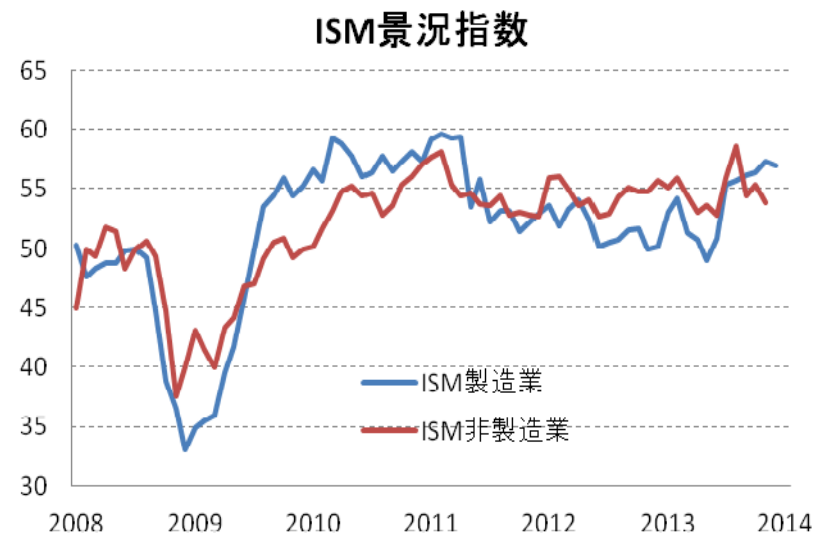
出所: Bloomberg、総務省

6. 米国経済① ～米国経済は、緩やかな回復傾向維持～

1. 米国は、住宅市場と雇用情勢の回復を背景に、緩やかな成長を確保。
2. 個人消費マインド、企業マインド共に改善傾向にあり、財政支出の減少が下押し圧力となるものの、今後とも緩やかな回復傾向を維持するものと思われる。



出所: Bloomberg、米カンファレンスボード

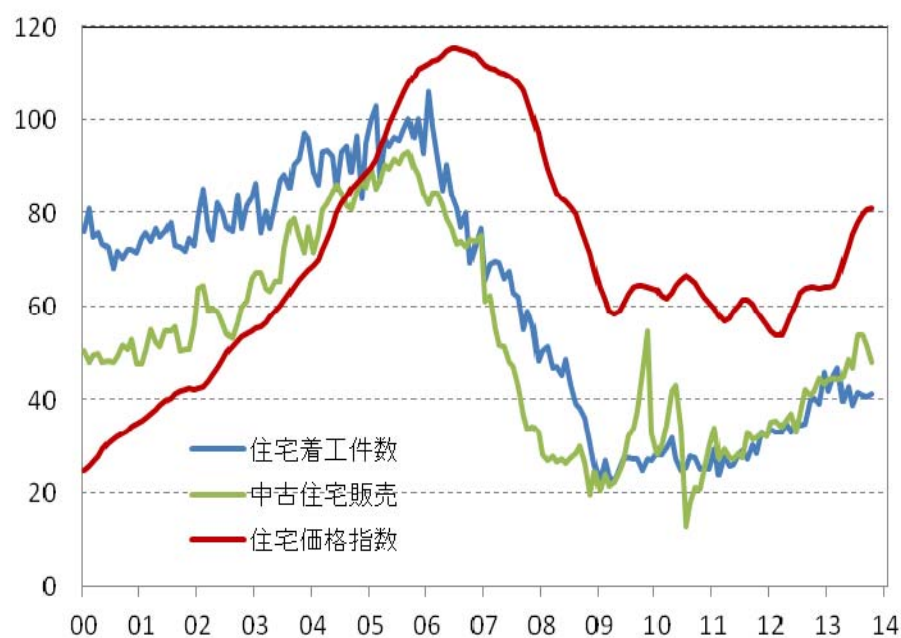


出所: Bloomberg、米供給管理強化(ISM)

7. 米国経済② ～住宅市場の回復は、米国経済成長を下支え～

1. リーマンショック以降、低迷が続いた住宅市場は、金利低下の恩恵を受け、回復傾向が鮮明に。
2. 足許、住宅ローン金利上昇の影響から、回復ペースに鈍化が見られるものの、住宅購入環境は引き続き良好であり、住宅市場の回復が米国の景気回復を下支えしよう。

住宅市場動向



出所：Bloomberg、米国政調査局、全米不動産業者協会（NAR）、S&Pケースシラー

住宅取得可能指数

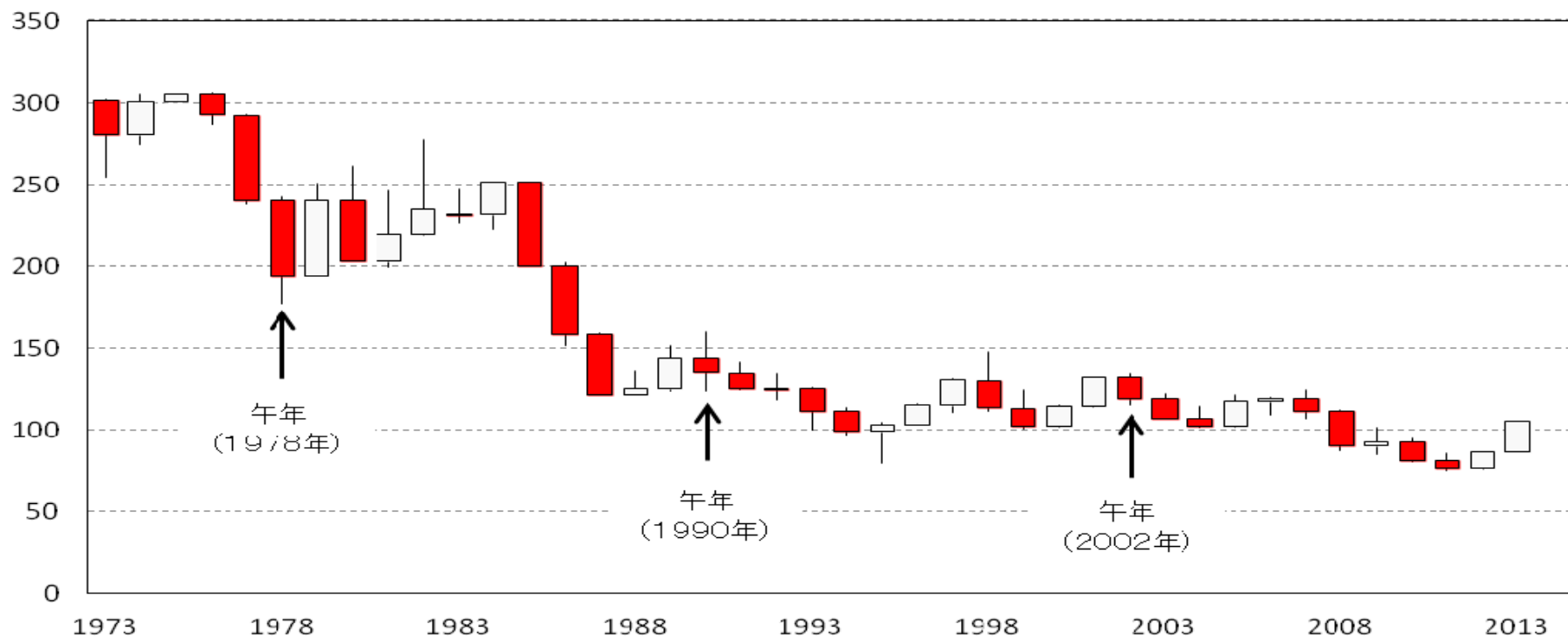


出所：Bloomberg、全米不動産業者協会（NAR）

8. ドル円相場のアノマリー

1. 午年の為替相場は過去円高に振れる年が多い。また、米中間選挙の年は国内向けの政策が実施されやすいことから、円高を誘いやすいとの見方も。
2. 昨年は、大統領選挙の翌年に大相場になりやすいとのアノマリーは的中。
3. 1月の相場が、その年のドル円相場の方向を示唆しているとの規則性も存在。

ドル円相場推移



出所: Bloomberg

9. ドル円 為替見通し ～円安傾向が継続～

米国の量的緩和縮小、景気回復傾向を背景に円安傾向を維持。

■米国経済が、住宅市場や雇用情勢の好転を背景に、緩やかな回復が見込まれる中、①FRBによるQE縮小が緩やかなペースで継続 ②日銀の緩和姿勢は当面不変 ③本邦の貿易赤字定着化など需給面での円売り圧力 ④米国の景気回復に伴う投資家のリスク選好姿勢がより強まるとの予想などから、足許ドル高円安傾向が鮮明となっているが、中長期的にもこの状況が続くと思われる。

■但し、足許の円安は主に株式市場の期待感先行型の影響を受けていることは否めず、①米国財政を巡る問題 ②消費税の引き上げによる本邦の景気腰折れ ③中国経済のハードランディングなど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）が入る展開にも留意したいところ。

	Jan14 (実績)	Feb – Mar 2014	Apr – Jun 2014	Jul – Sep 2014	Oct – Dec 2014	Jan – Mar 2015
USD/JPY	101.77-105.45 (102.90)	99-107 (104)	98-106 (103)	99-108 (104)	100-110 (106)	101-111 (108)
JPY/INR	0.5864-0.6175 (0.6143)	0.58-0.65 (0.63)	0.57-0.63 (0.62)	0.54-0.63 (0.57)	0.52-0.61 (0.56)	0.50-0.59 (0.54)

- (注) 1. 実績の欄は2014年1月31日までレート、カッコ内は1月31日のクローズレート
2. 実績値はブルームバーグ、ロイターの値などを参照。
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

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2月7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。