

インドルピー、ドル円相場見通し

2015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



0-1.為替見通しサマリー

	Aug – Sep 2015	Oct – Dec 2015	Jan – Mar 2016	Apr – Jun 2016	Jul – Sep 2016
USD/INR	62.5-66.5 (64.5)	63.5-67.5 (65.5)	61.5-65.5 (63.5)	60.6-64.4 (62.5)	60.1-63.9 (62.0)
Repo Rate	7.25%	7.25%	7.00%	7.00%	6.75%

()内は四半期末のレート

ドルルピーは60超の水準にて安定的な推移を予想。

- ルピーは2014年の総選挙後、一貫して弱含む相場。特に米国利上げの思惑に振られ、目先は下落を見込む。
- しかし、原油価格急落を主要因としたインフレ率の通減、RBIによる金融緩和、貿易統計の改善はサポート材料であり、ファンダメンタルズ回帰に伴い、ルピーが買われやすい相場に戻るものと予想。
- 一方、RBI及び政府は安定的な為替レートを志向していることもあり、大幅なルピー高は予想し辛い。
- 結果として、ドルルピーは最終的には60超の水準での狭いレンジでの取引が継続すると予想。

	Aug – Sep 2015	Oct – Dec 2015	Jan – Mar 2016	Apr – Jun 2016	Jul – Sep 2016
USD/JPY	121 - 127 (124)	122 - 130 (125)	122 - 130 (126)	121 - 130 (124)	119 - 128 (123)

()内は四半期末のレート

ドル円は130円を伺う展開が継続。

- 米国FRBと日本BOJの金融政策スタンスの違いにより、円安傾向は継続。
- 特に下期にかけてFRBによる利上げの思惑からドルが上昇しやすい地合を予想。加えて、BOJはCPI目標達成のため、更なる追加緩和の可能性。
- 一方で、原油価格低迷により、貿易収支、経常収支は大幅に改善中。需給環境から、目先ドル円が反転するリスクは消去できず。

0-2. 2015年上半期のマーケット概観①

i) 日米欧印の中央銀行の金融政策の違い

国	中央銀行	金融スタンス	直近の金融政策の変更
日本	BOJ	緩和	2014年11月に追加量的緩和を実施。
米国	FRB	引締に転換中	2014年10月にQE3の終了を決定。2015年末に向けて利上げ予想。
欧州	ECB	緩和	2015年1月に量的緩和決定。
インド	RBI	緩和	2015年1, 3, 6月に利下げを実施。

- 金融政策の違いから、必然的に米ドルが増価しやすい状況。

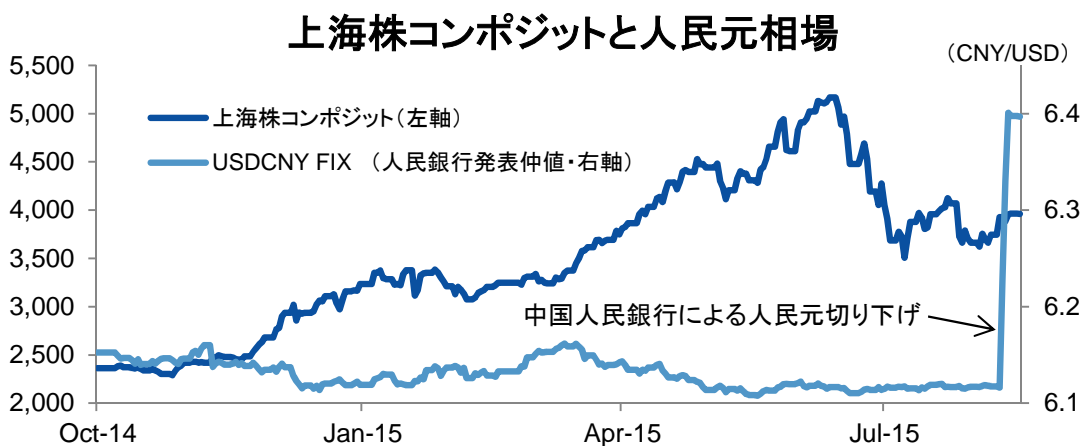
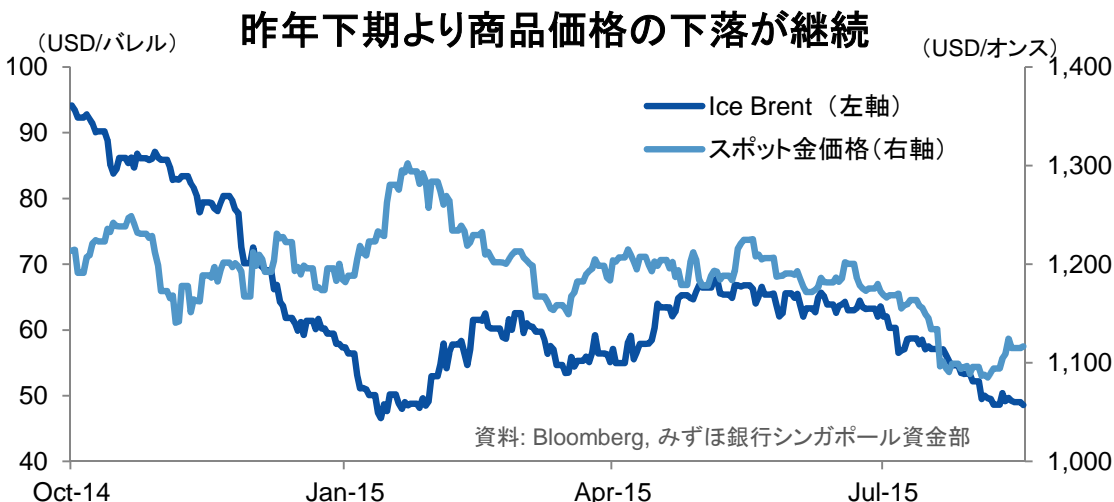
ii) ギリシャ情勢

- 2015年6月にギリシャはIMFへの返済(第二次金融支援パッケージ、1,300億ユーロ)に失敗し、先進国で初のデフォルトに。
- その後、7月初旬の国民投票を経て、緊縮反対派が多数派となる。
- 結局はツィプラス首相が折れる形となり、ギリシャ向け第三次金融支援(計850億ユーロ)が決定。ギリシャ債務危機は一旦、収束に向かう。
- 一方で、これは3年間の支援パッケージであり、3年後には再び同様の問題が発生する可能性が高い。

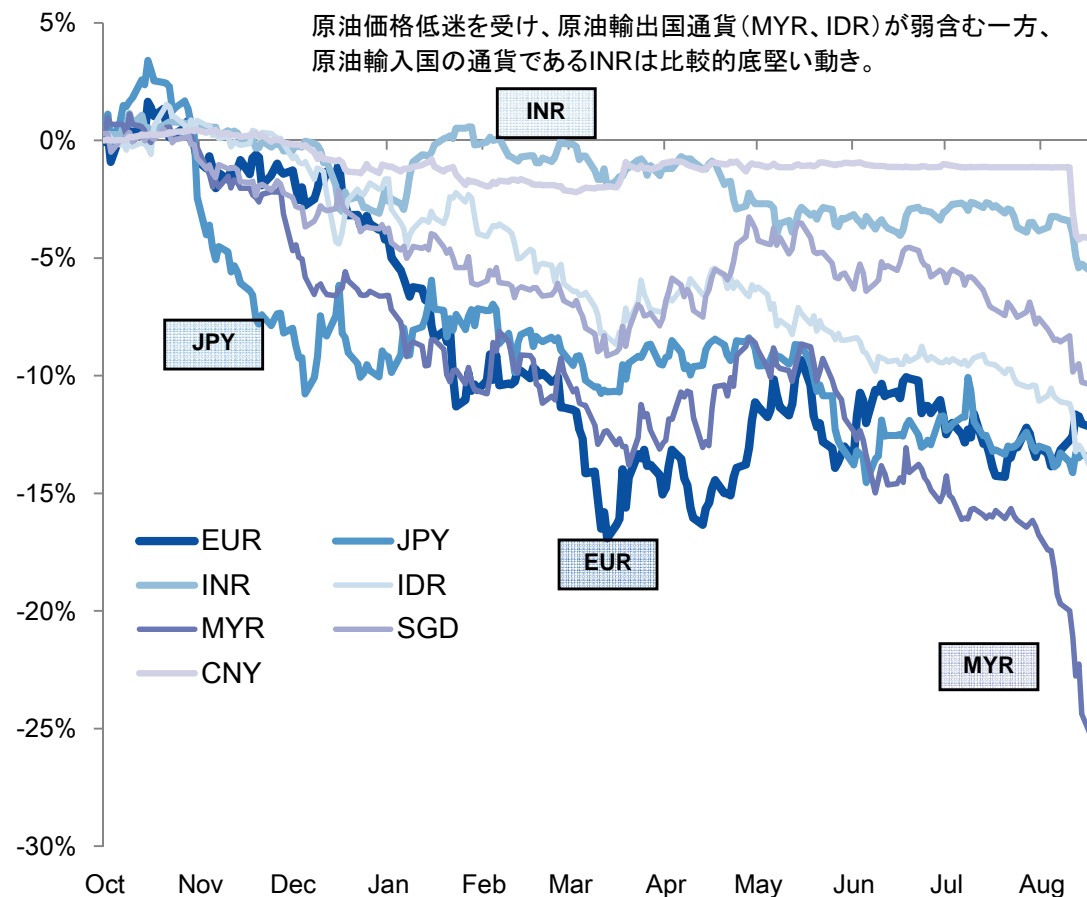
0-3. 2015年上半期のマーケット概観②

iii) コモディティ価格の下落と、中国景気減速

- コモディティ全般の価格が昨年より大幅下落。原油輸入が多いインド、日本には追い風。
- 中国は景気の減速が鮮明。2015年8月、中国人民銀行は輸出回復を目的とした、人民元切り下げを実施。



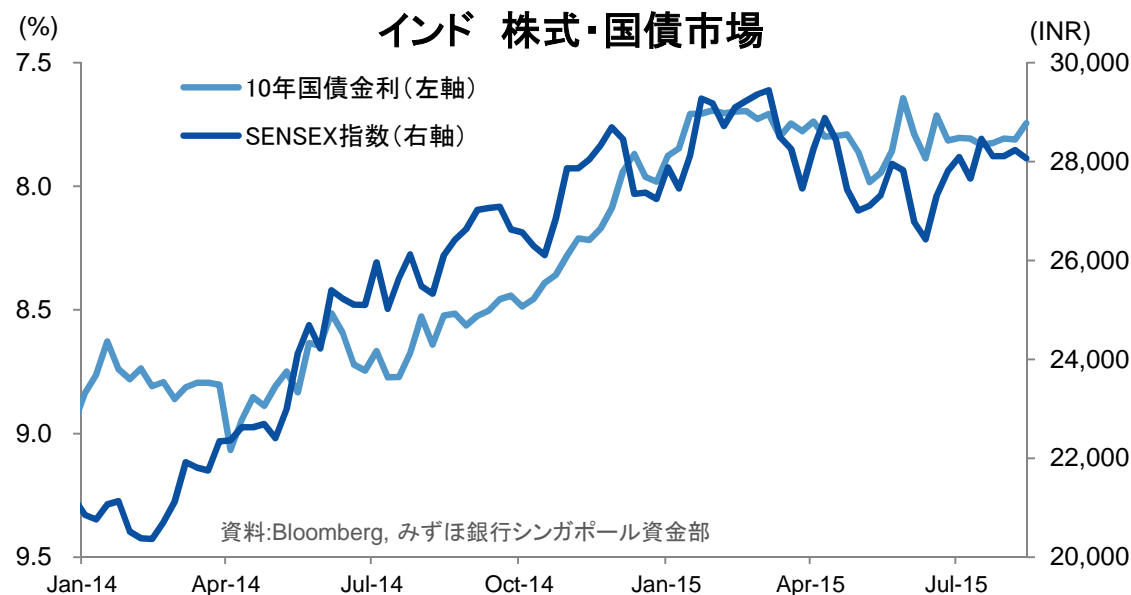
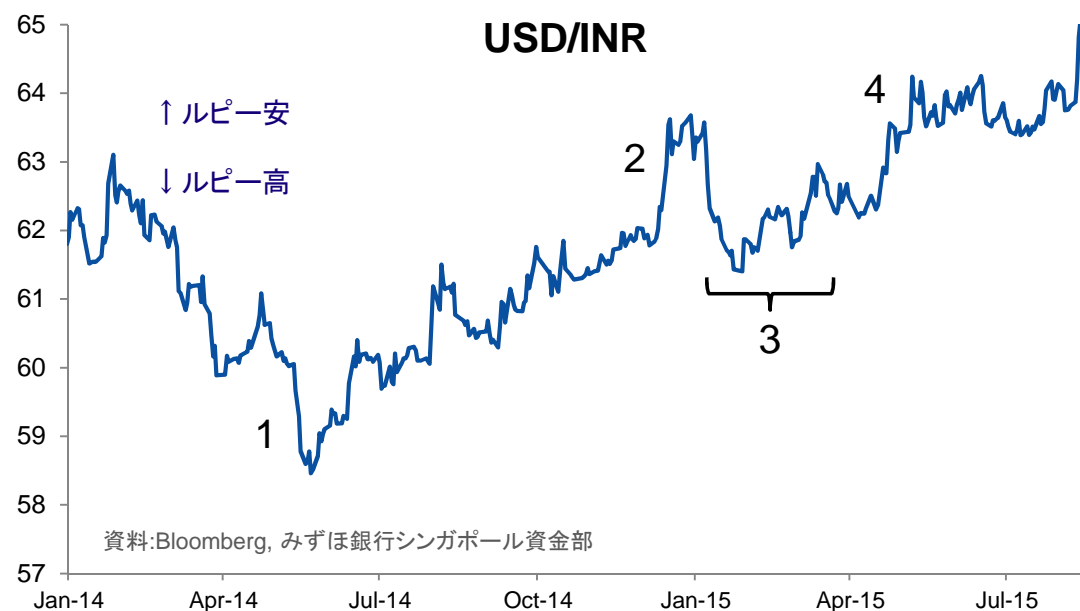
昨年9月末以降の各通貨の対ドル騰落率



インドルピー相場見通し

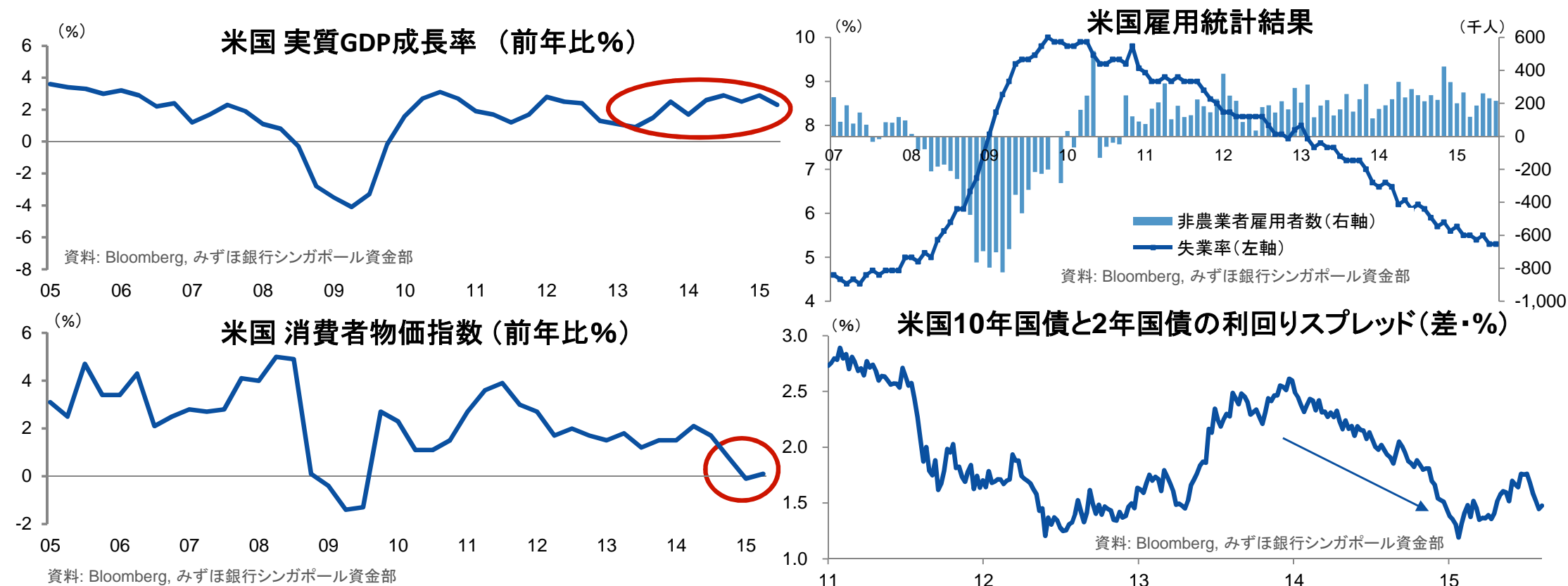
1-1. インドルピー為替相場の回顧 ～総選挙以降一貫して弱含むルピー相場～

1. 2014年5月のインド総選挙前より、政権交代に対する期待感から、株式相場、債券相場に資金が流入。モディ率いるBJPによる経済改革への期待感からドルルピーも上昇。総選挙では、BJPが単独過半数を獲得すると、ドルルピーは2014年5月、半年振りの安値58台半ばまで急落。
2. 強い米経済指標を背景にドル高基調となる中、ドルルピーは60台を回復。高金利通貨安、経済制裁の影響によるルーブル安に伴うリスク回避からドルルピーは2014年12月、63台後半まで上昇。
3. 2015年、原油価格急落を背景にインフレ率が低下したことを受け、1月15日、3月4日にRBIは緊急利下げを実施。利下げを好感しSENSEX指数は史上最高値を突破。海外投資家の資金流入が続き、ドルルピーは62近辺で安定推移。
4. 2015年4月末以降、外国人投資家に対する最低代替税(MAT)遡及適用懸念から株式、債券相場が軟調に推移。ルピーも売られる展開が継続。6月2日には、RBIが再び利下げを実施。

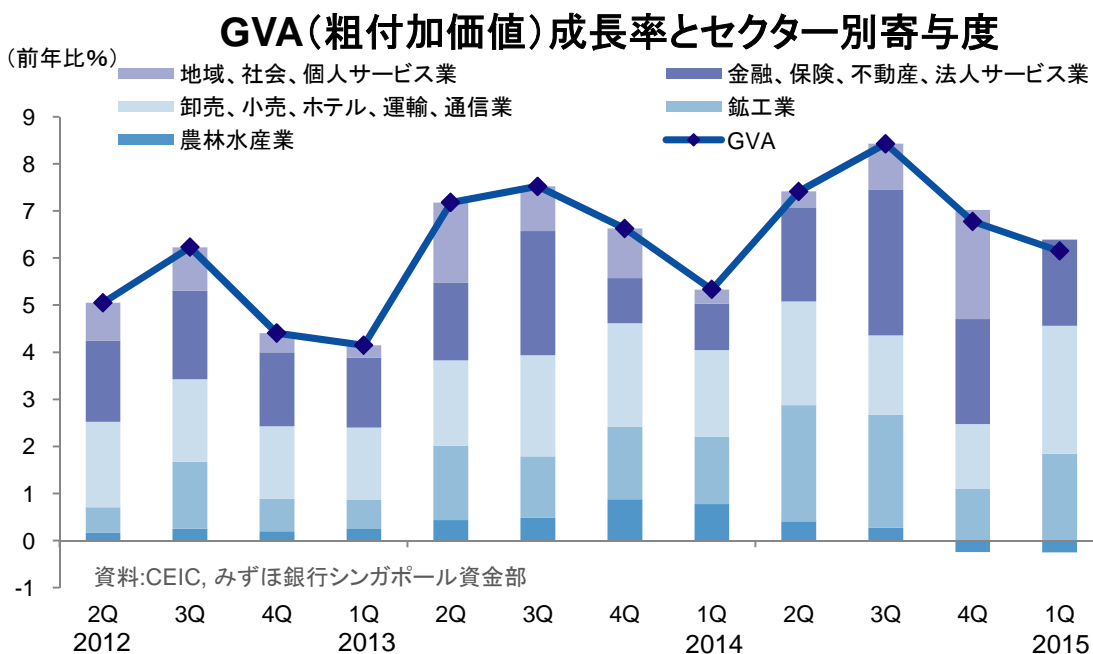
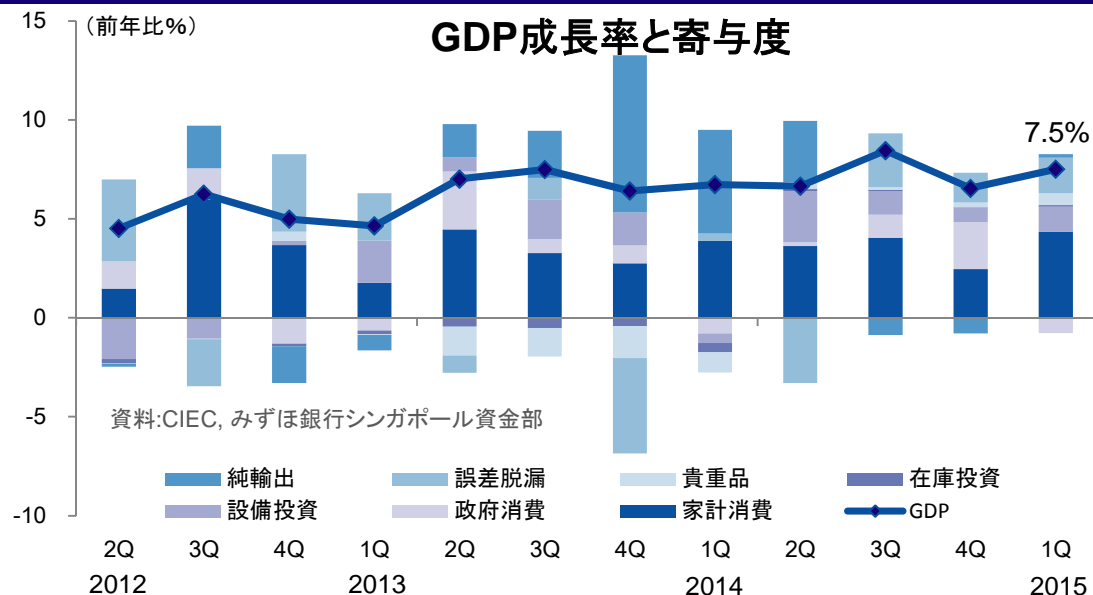


1-2. 米国経済

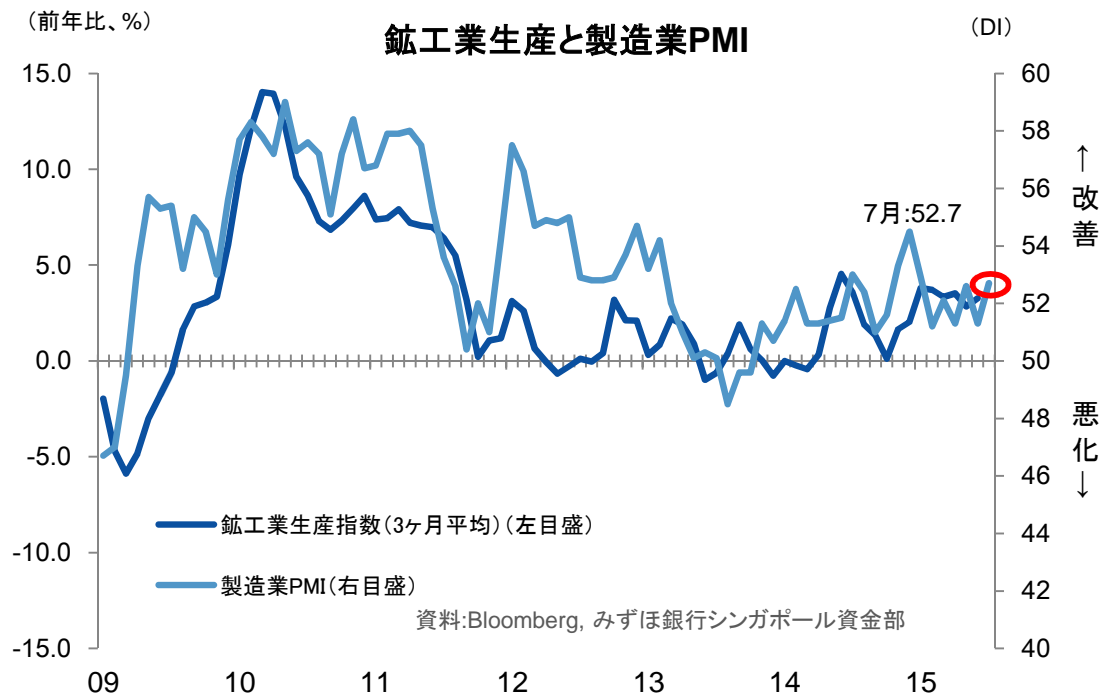
- 米国のGDP成長率は2015年は2.5%となる見込み(IMFが2015年7月9日に大幅に経済見通しを大幅に引き下げ)。
- 米雇用統計は堅調に推移しており、これを受けてFedは2014年10月にQE終了。
- 2015年内の政策金利引き上げが予想され、ドルは上昇圧力がかかりやすい状況が昨年度より継続。
- 一方で、消費者物価指数(CPI)は減速。昨年度より米国の長短金利差が縮小する傾向が続いており、近い将来の利上げが予想されているが、「どこまで利上げするか」については未知数。
- 結果として、現在のドル高は今後萎んでいく可能性があることには留意。



1-3. インド国内経済動向



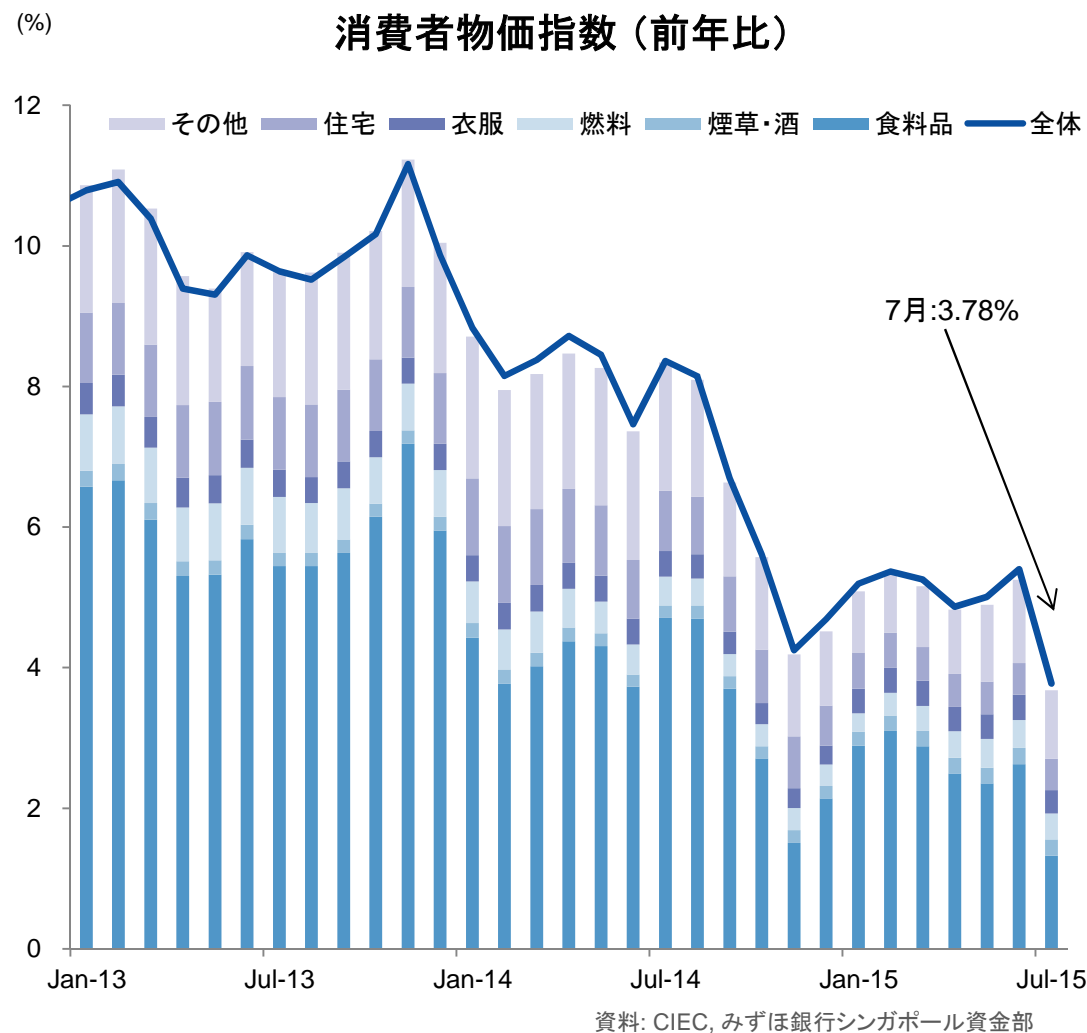
- 15年度のGDP成長率について、世界銀行は6.3%⇒7.5%に、IMFは7.2%⇒7.5%に上方修正。共に政府の経済改革の推進を評価し、企業の設備投資が増加すると予想。
- セクター別GVA(Gross Value Added/粗付加価値)は、鉱工業の伸びがサービス業対比低く、依然として産業の構造転換が遅れている。
- 景況感指数である製造業PMIも50超が継続、鉱工業生産も再び持ち直し、着実に経済は好転しつつある。



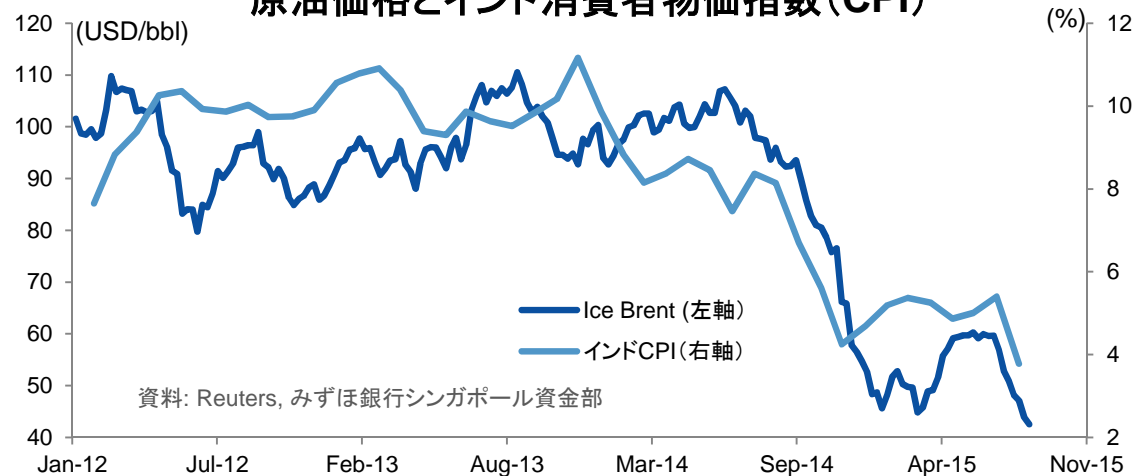
1-4. インフレ動向 落ち着きを見せ始める

- 2013年後半、食料品価格の再上昇やディーゼル燃料価格引き上げによりインフレが急伸するも、2014年後半から原油価格下落、食料品価格の落ち着きにより、インフレは低下。2015年7月は3.78%と発表され、統計発表開始後、最低を記録。
- モンスーンの天候不順リスクの後退や原油価格の下落を背景に、RBIは2015年8月の金融決定会合でインフレ見通しを引下げ。

8月会合にて発表されたRBIによるインフレ見通し

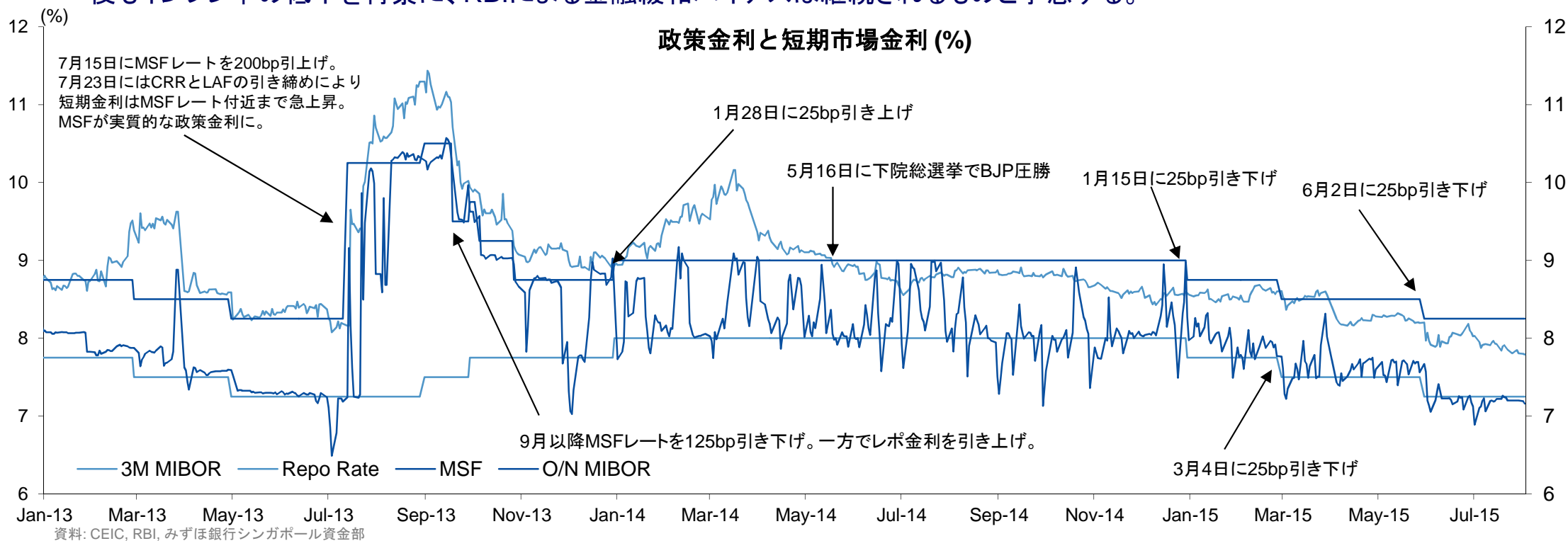


原油価格とインド消費者物価指数(CPI)



1-5. RBI政策見通し インフレ率低下から3度の利下げ、今後も緩和バイアス継続

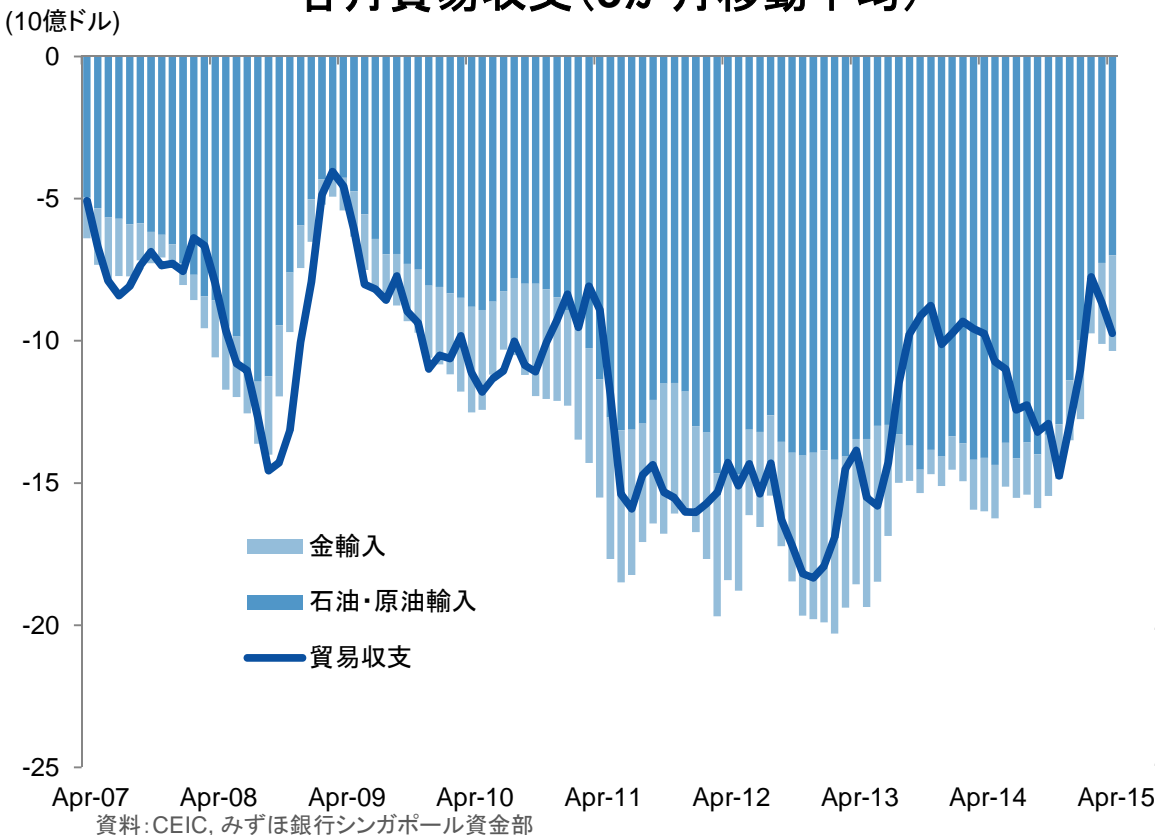
- RBIはインフレ逡減のプロセスが従来見通しより急速に進んでいることを背景として、今年に入り、1月、3月、6月に利下げを実施(8.00%⇒7.25%)。
- また、3月2日には、これまで自主目標であったインフレ目標を正式に導入することで財務省と合意。2017年3月までに年率4%±2%の範囲に収めることをインフレ目標として明確にした。
- 2015年2月末に政府により発表された予算案に対しては「中期的な供給の改善に寄与(インフレ率低下サポート)」とポジティブな評価。
- 2015年8月4日の政策決定会合ではインフレ圧力など不確実性のあるリスクは今後数か月で改善されるとの声明を発表し、今後もインフレ率の低下を背景に、RBIによる金融緩和バイアスは継続されるものと予想する。



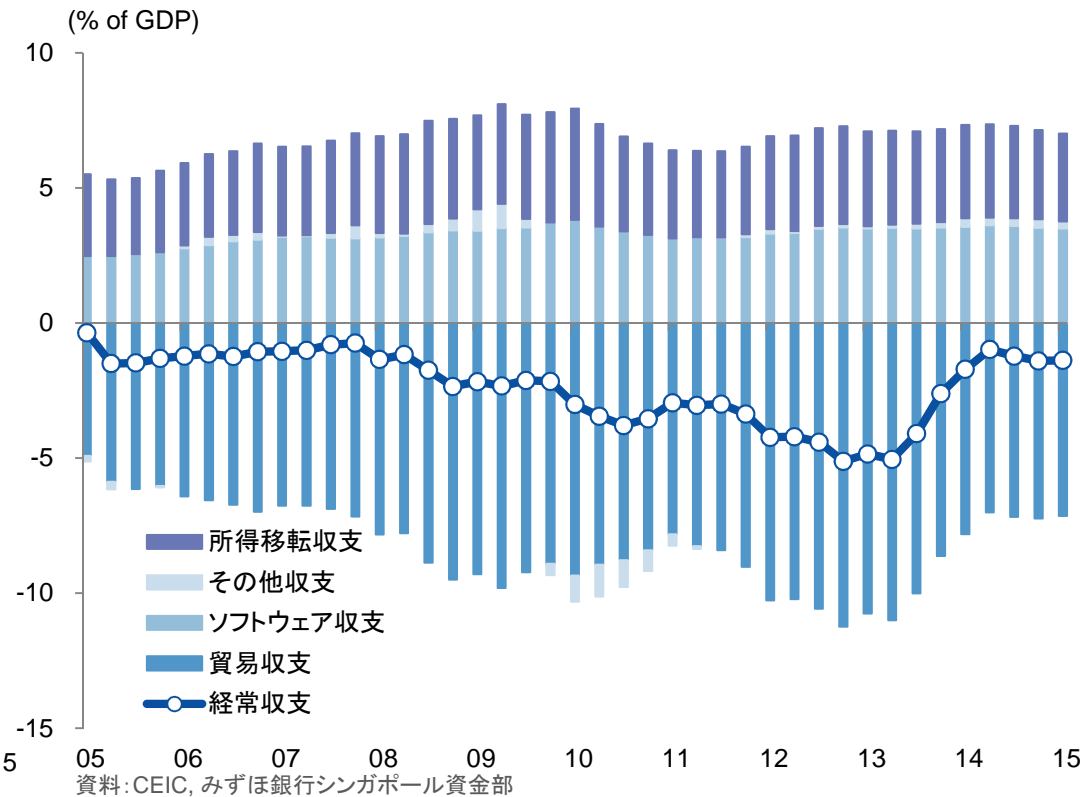
1-6. 貿易収支と経常収支

- 2014年度より原油・金輸入の急減を背景に、貿易収支が改善。原油価格・金価格は下落に歯止めがかからず、今後もインド貿易収支を改善に向かわせるものと予想。
- 経常収支についても、2010～2013年度のような、大幅な赤字から脱却。

各月貿易収支(3か月移動平均)



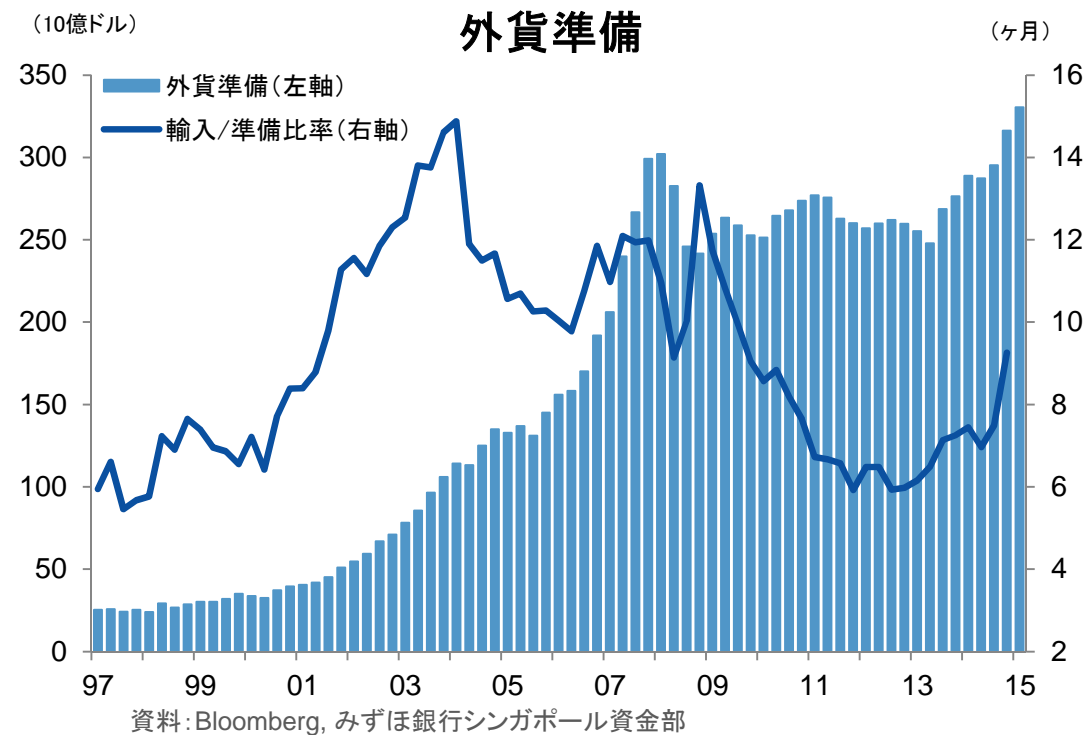
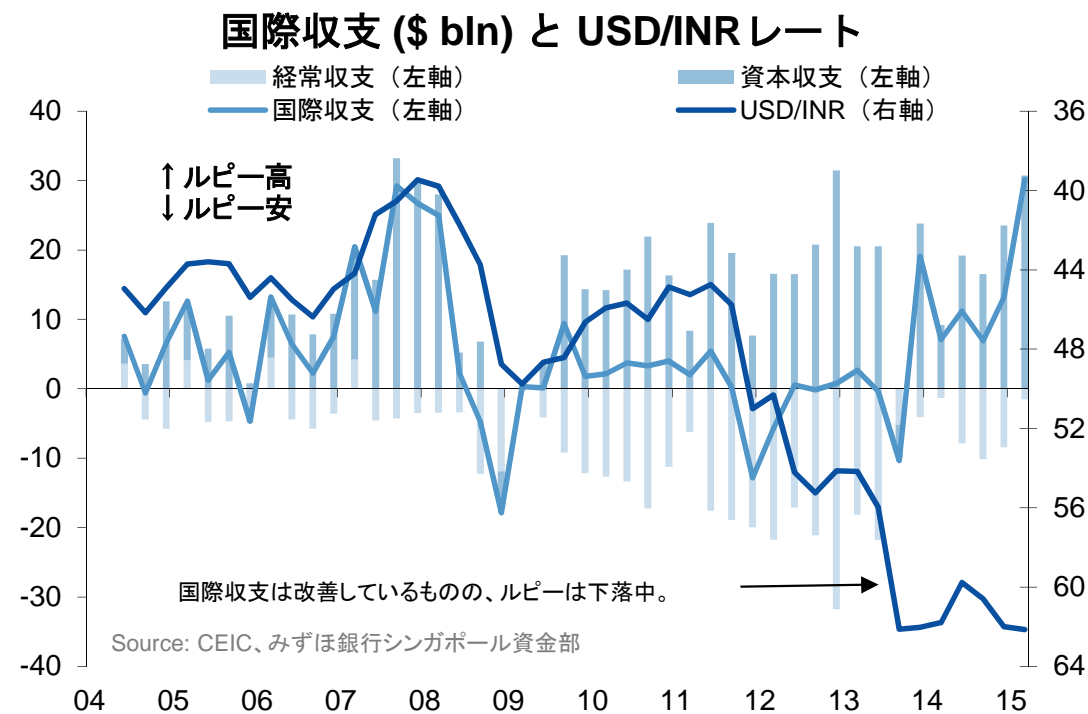
経常収支(% of GDP; 4Q移動平均)



1-7. 国際収支と外貨準備高



- 資本収支は2013年2Qを除き、流入超で推移。
- そのため、国際収支の大幅な黒字(海外からの流入超)が、2014年度より安定的に継続。
- 結果として、インドの外貨準備高は過去最高を更新し、2013年のような危機再発の可能性は低下。
- 海外からの資金流入が継続する一方で、ルピーは下落基調が継続しており、ややファンダメンタルズから乖離。



ドル円相場見通し

2-1. 足許の相場動向～2014年下期よりドル円が急伸

- ドル円は2015年6月に約12年半ぶり高値125.86まで上昇し、円安局面が継続中。

今年の米金利利上げを織り込み開始



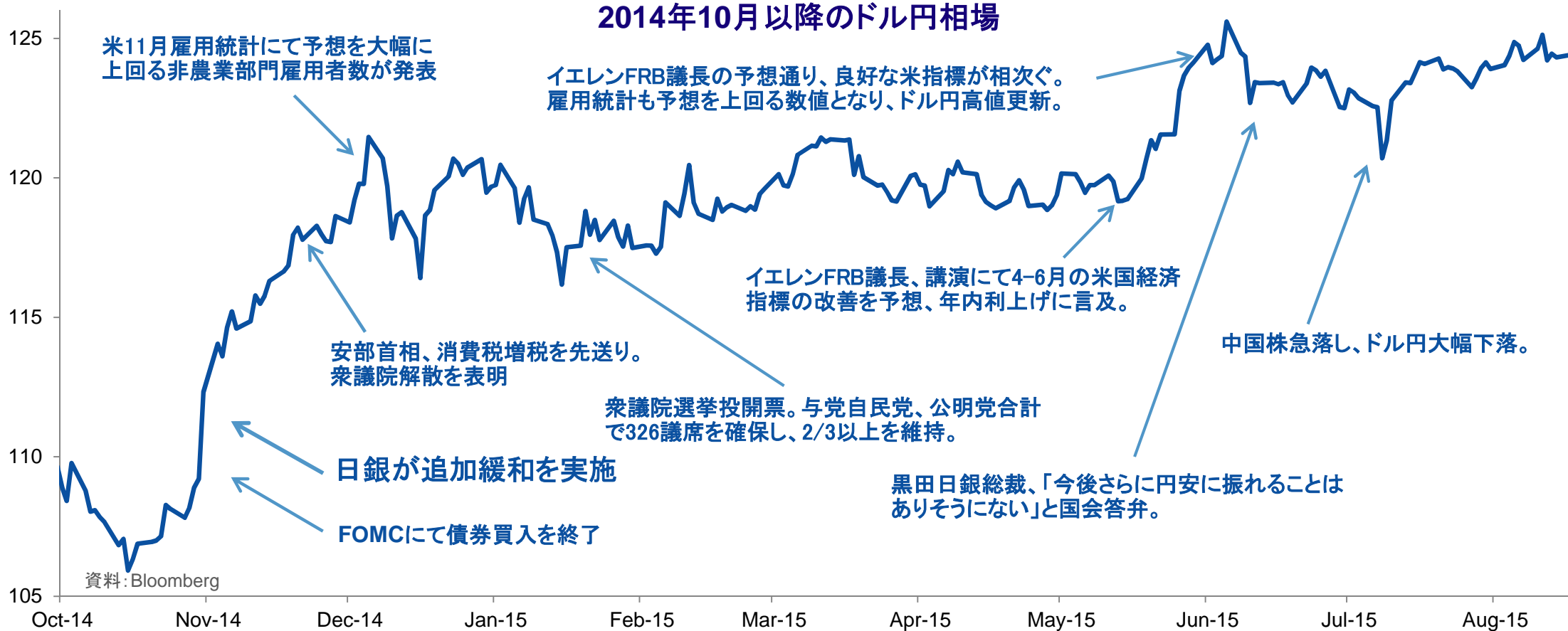
FRBは金融引締めへ転換

原油相場の低迷から日本のインフレ率が低下



日銀は2014年10月末に追加緩和を実施

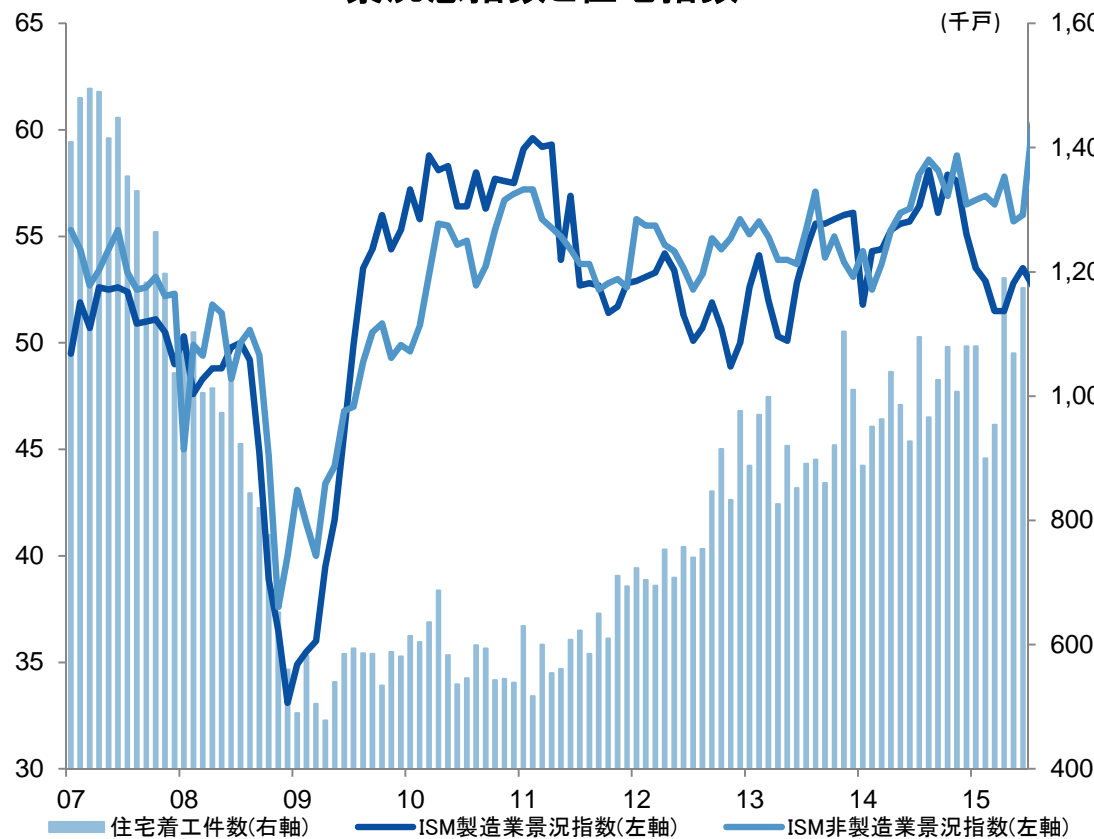
2014年10月以降のドル円相場



2-2. 2015年米国の金融政策～正常化への道のり①

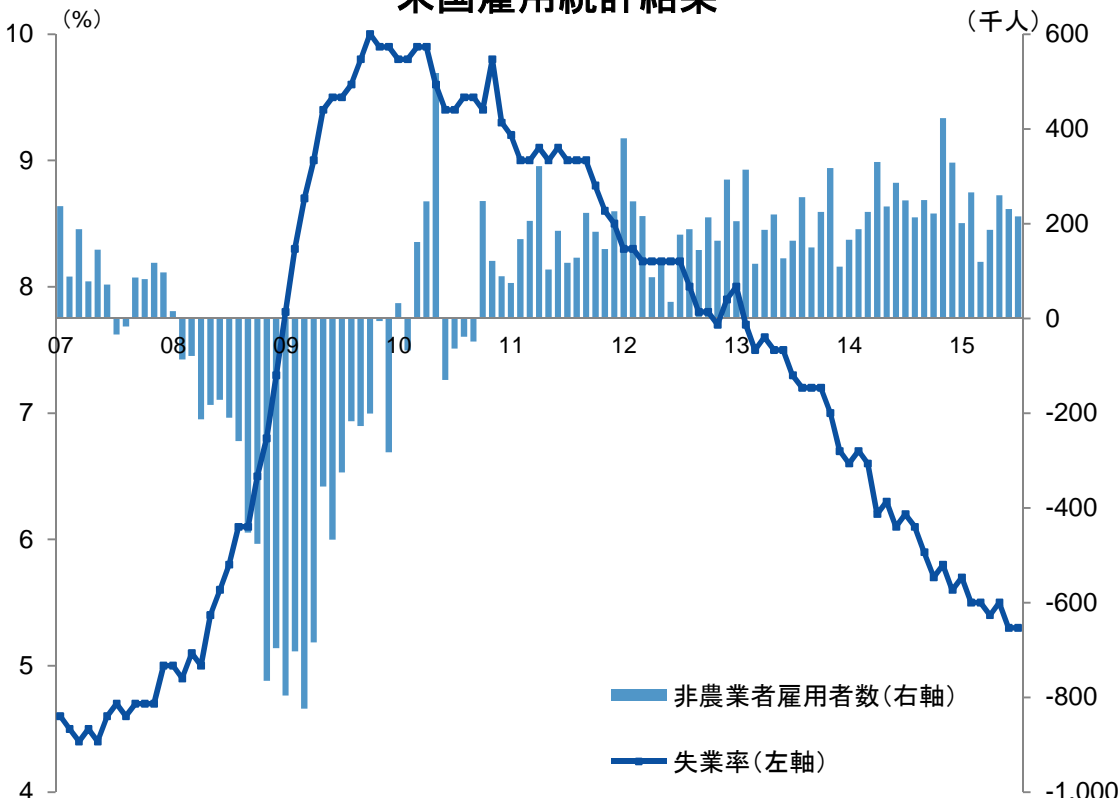
- 予想を下回った2015年1-3月の経済指標と異なり、4月以降の米経済指標は改善に向かいつつある。
- Fedは2014年10月のFOMCにて、QE3の終了を決定し、量的緩和政策から脱却。
- Fedは2015年中には利上げを実施する見込みであるが、経済指標次第という姿勢は崩していない。

景況感指数と住宅指数



資料: Bloomberg, みずほ銀行シンガポール資金部

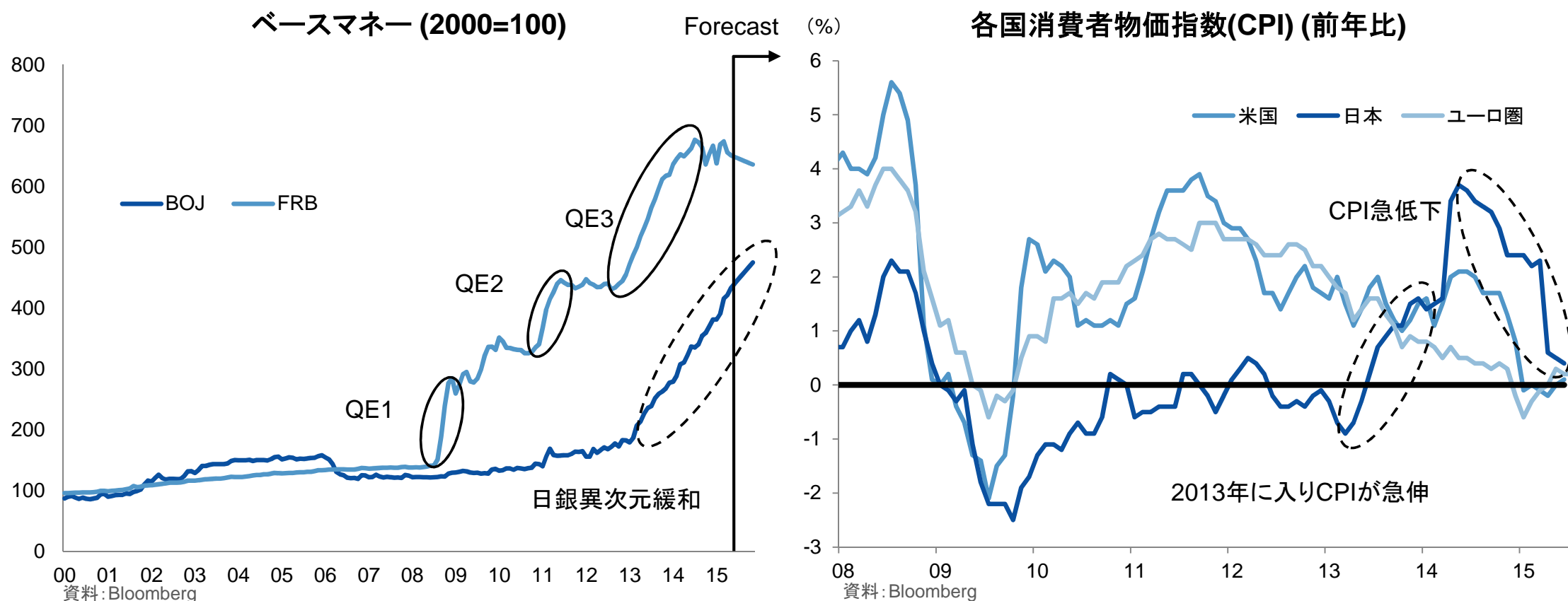
米国雇用統計結果



資料: Bloomberg, みずほ銀行シンガポール資金部

2-3. 2015年日本の金融政策～緩和姿勢を継続

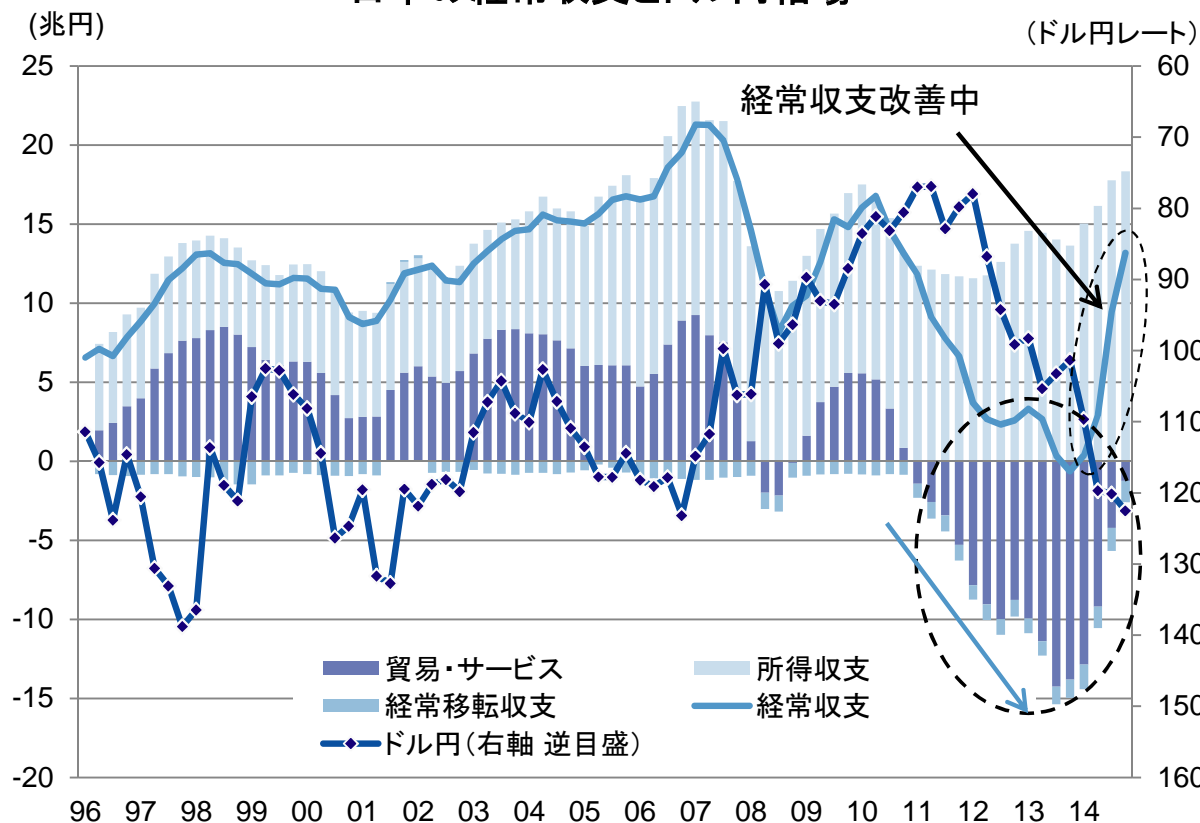
- 2013年4月の日銀異次元緩和により、円のベースマネー(中銀が供給する通貨量)は急拡大。
- 加えて、2014年10月末には2%のCPI(生鮮食品除く)目標を達成すべく、追加緩和を実施。マネタリーベースの供給目標を年間60～70兆円から80兆円に拡大。
- しかしながら、原油価格低迷を背景にCPIは下落の一途を辿り、一部更なる金融緩和を期待する声も。



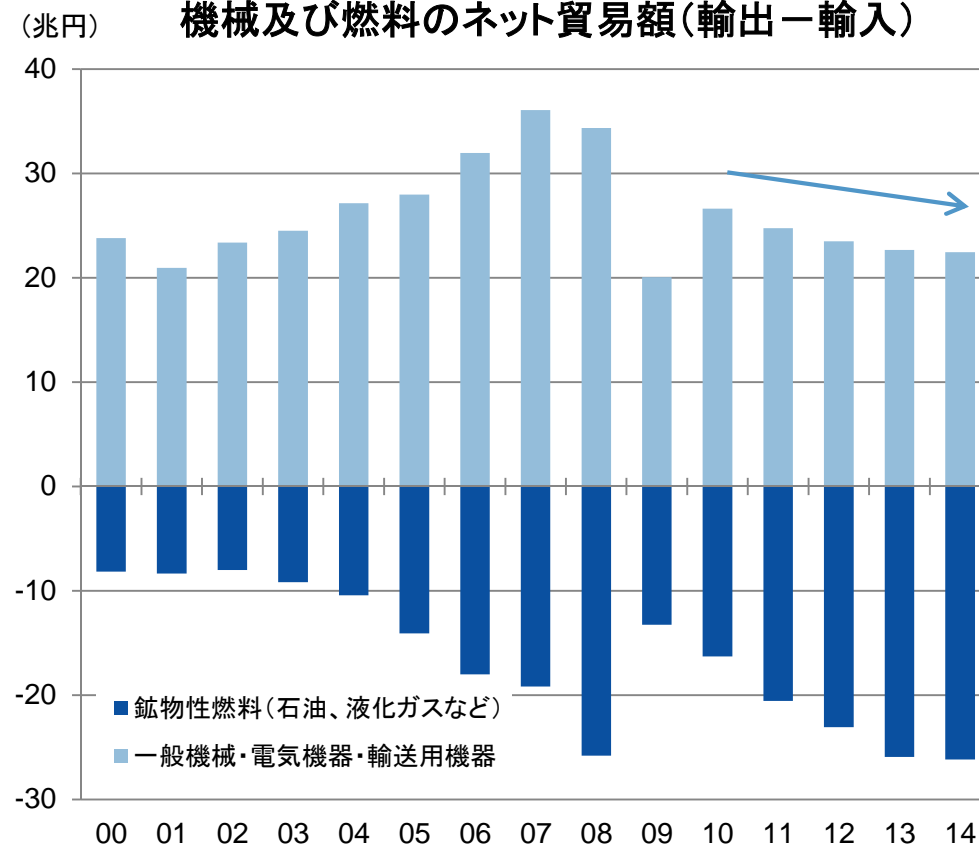
2-4. 需給構造が為替相場に与える影響 – 1. 貿易収支①

- 2014年は12.8兆円の貿易赤字となり、過去最大水準となるも、2015年3月には4年ぶり貿易黒字回復。
- 貿易赤字の主な原因は、機械系輸出の不振及び燃料輸入の増加が主要因。
- しかしながら、原油価格低迷に伴う貿易赤字縮小に伴い、経常収支は回復中。⇒ドル円上昇トレンドの転換？

日本の経常収支とドル円相場



機械及び燃料のネット貿易額(輸出－輸入)

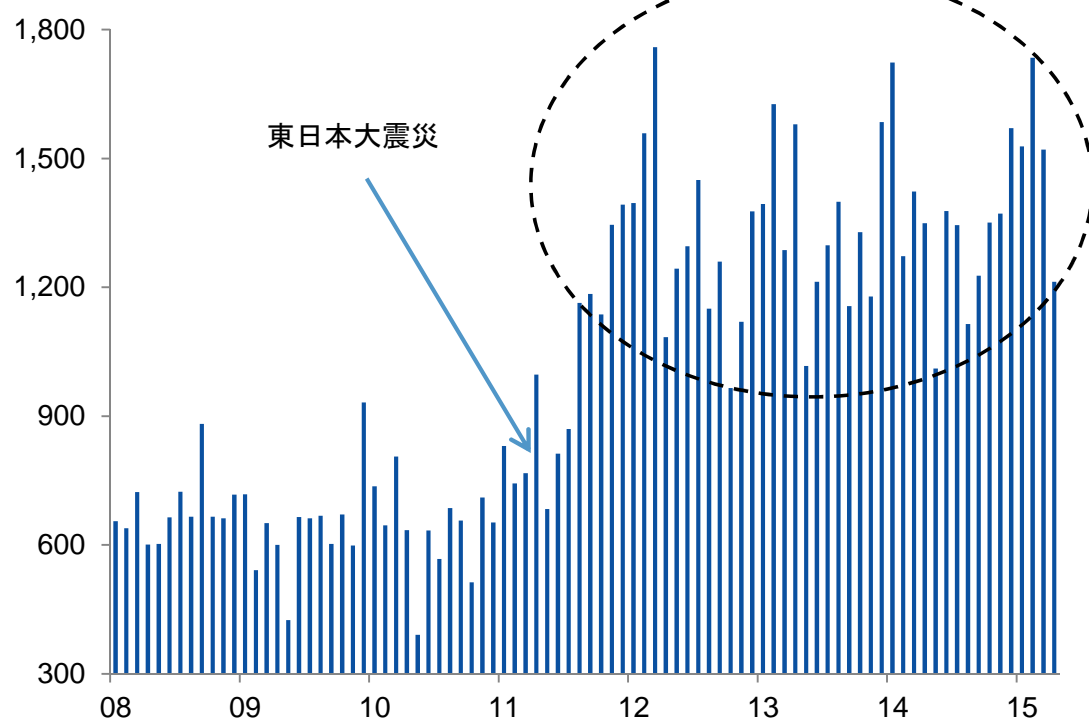


2-5. 需給構造が為替相場に与える影響 – 1. 貿易収支②

- 2011年の東日本大震災以降、原子力発電所の稼働が停止。火力発電用の液化天然ガスの輸入量が増大。
- 政府は原子力発電所再稼働に前向き。不透明ながら、今後は液化天然ガスの輸入量も減少見込み。
- 燃料輸入減少及び機械系貿易収支が改善しない限りは、継続的な貿易黒字は見込みづらい。

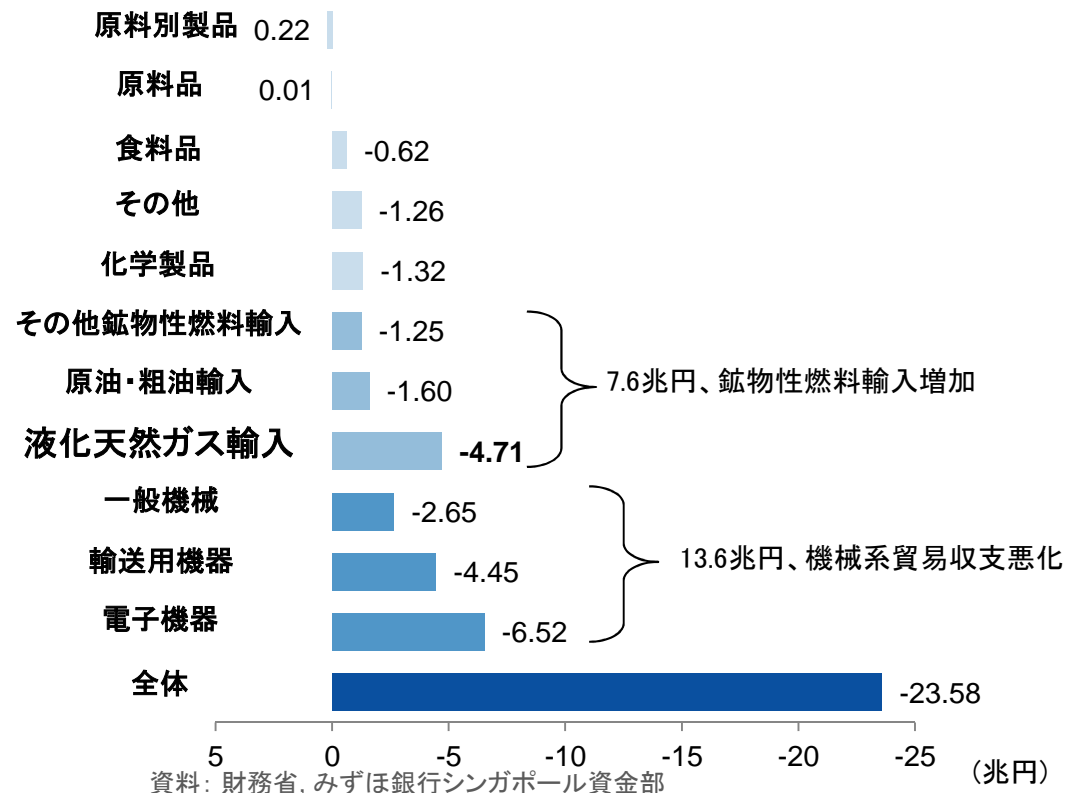
月次液化天然ガス(LNG)輸入量

(千トン)



資料: Bloomberg, みずほ銀行シンガポール資金部

貿易収支悪化幅(2007年 vs 2014年・項目対比)



2-6. 需給構造が為替相場に与える影響 – 2. 対外投資

- GPIF(年金積立金管理運用独立運用法人)の資産配分見直しにより、今後8.8兆円の円売り余地が存在。
- 政府推進により、本邦から海外への直接投資がここ数年増加しており、再び過去最高を更新するペース。
- 機関投資家も昨年度より、安定的に対外証券投資を継続中。

GPIFのポートフォリオ変更と想定金額

資料: GPIF, 14年12月末総資産137兆5000億円を前提。

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
【変更前】ターゲット	60%	12%	11%	12%	5%
【変更後】ターゲット	35%	25%	15%	25%	0%
2015年3月末時点	39.39%	22.00%	12.63%	20.89%	5.08%
ターゲットまでに必要な調整(%)	-4.39%	3.00%	2.37%	4.11%	-5.08%
ターゲットまでに必要な調整 (10億円)	-6,035	4,124	3,258	5,560	-6,984

今後約8.8兆円の円売り・外国資産買いフローが出ると想定される。

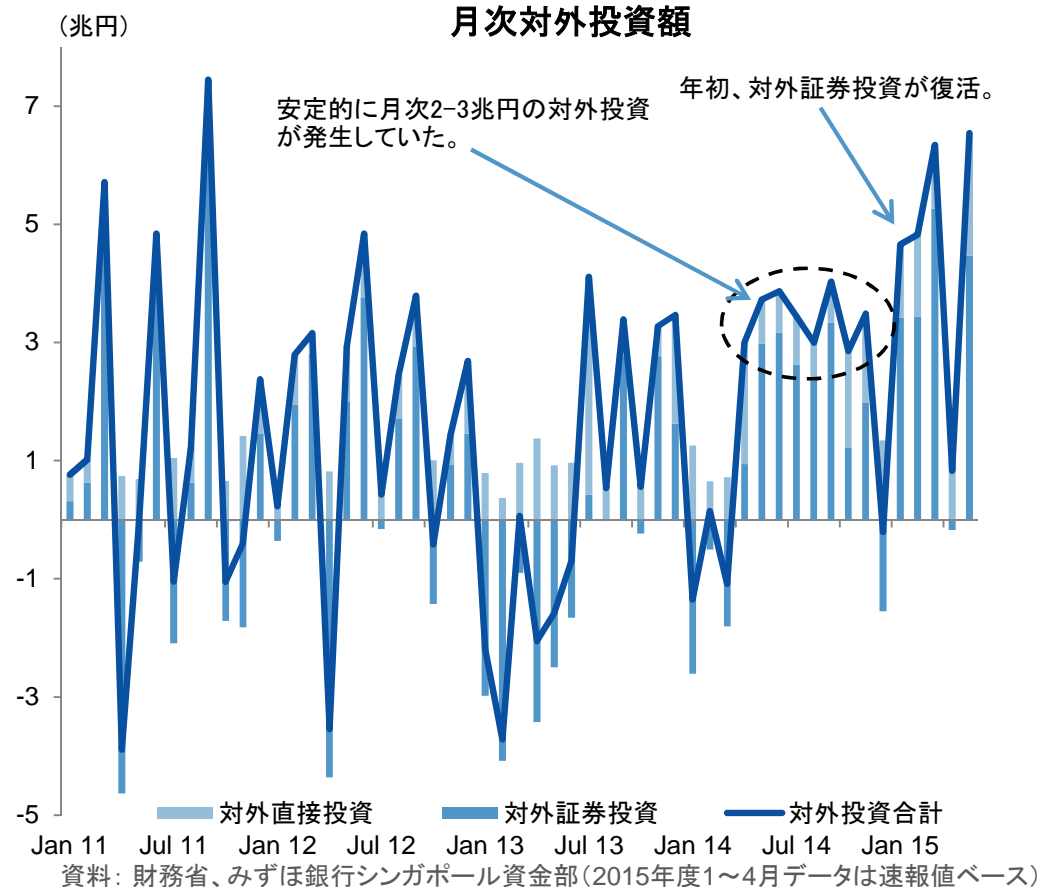
対外直接投資額



資料: 財務省、みずほ銀行シンガポール資金部

(2015年度データは4～5月速報値を基に、みずほ銀行による予測)

月次対外投資額



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2015年8月17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。