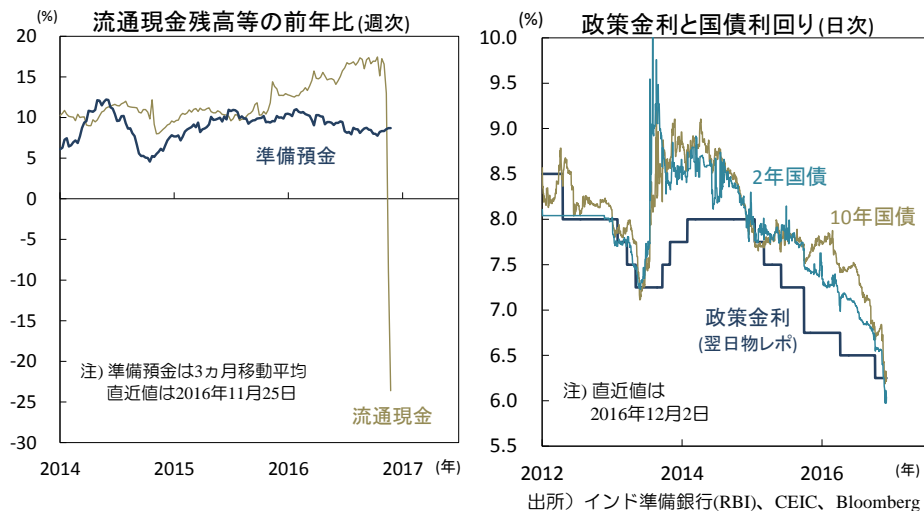


インド：高額紙幣廃貨の余震が続く中、一時的な景気落込みは不可避か

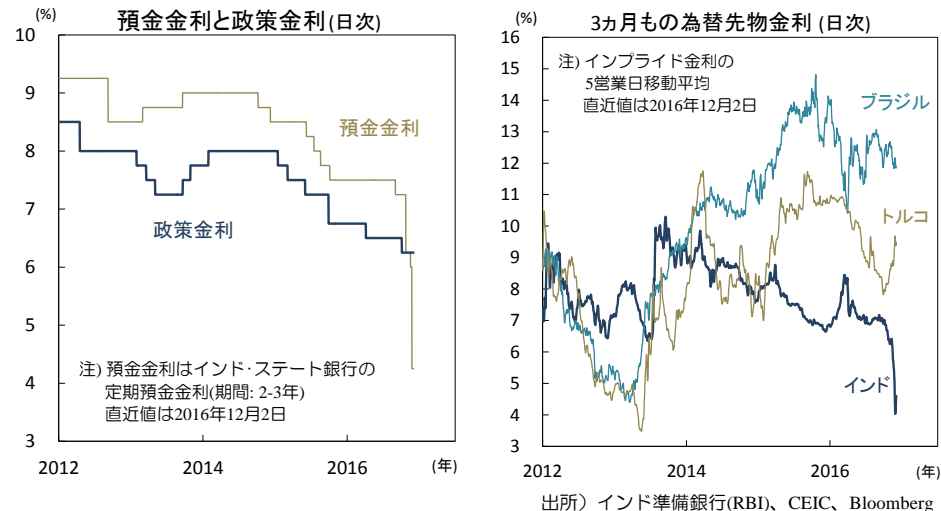
【図1】高額紙幣の廃貨で下落する流通現金の伸びと国債利回り



インドでは、高額紙幣の廃貨措置による混乱が続いています。先月26日、インド準備銀行(RBI)は、9月16日から11月11日までに増加した銀行預金への現金預金準備率(CRR、無利子)を通常の4%から100%に引上げることを決定(11月26日より2週間適用)。銀行部門に流入する多額の資金を吸収するための措置とみられます。また、議会上院は29日に、廃貨に伴って銀行に預入れられた未申告資金に50%課税するための法案を可決。30%の所得税に加え、課徴金と特別税が10%ずつ追加されることとなりました。

政府は、11月8日に高額紙幣の500ルピー札と1,000ルピー札を廃貨し、新紙幣を導入することを公表。両紙幣は約14兆ルピーと現金流通額の86%に相当します。廃貨となった旧紙幣は12月30日までに指定銀行に預金すること(金額は無制限)、または小額紙幣に交換すること(4,000ルピーが上限)が可能。ただし、身分証明書の提示が求められ、当該情報は税務当局と共有されます。預金の引出しには1日当たりの上限が定められており、各地の銀行支店やATMには預入れや引出しのための長蛇の列ができています。

【図2】高額紙幣の廃貨以降、預金金利と為替先物金利も下落



突然の高額紙幣の廃貨という強硬な措置は、汚職や闇資金(black money)の根絶に向けた政府の強い意志を反映したものとみられます。同国の通貨流通量のGDP比は12%と、中国、ロシア、ブラジルなどを超過。所得水準の低さも銀行サービスの普及が遅れ現金取引への依存度が高いことに加え、闇経済(shadow economy、納税や労働規制等を避けるため政府に補足されずに行われる経済活動)の規模の大きさも背景とみられます。世界銀行の推計では、同国の闇経済(麻薬密売など非合法的な活動を除く)は2006年時点でGDPの21.2%と中国(12.1%)やインドネシア(19.1%)を超過。また、国際労働機関(ILO)の推計では同国の非公式経済(informal economy)は2009-10年に非農業部門の雇用の83.6%を創出。これらの部門では現金のみが用いられているとみられます。

政府は、闇資金の追放に取組んでおり、今年6-9月の間に未申告資産を申告すれば起訴を免除し課徴金を減免する(90%→15%)所得申告制度(IDS)を導入。しかし、同申告額が総額6,500億ルピー程度に留まったため、今回の廃貨措置に踏み切った模様です。

● 突然の廃貨措置決定に伴って拡大する混乱

RBIによれば、廃貨決定直後の先月11日から27日までに旧紙幣3.1兆ルピーが預金され、0.3兆ルピーが他紙幣に交換され、2.2兆ルピーの預金が引出されました。廃貨紙幣の約6割が銀行に持込まれたことになります。なお、個人や法人の一部は、自らの所得や資産とその源泉が当局に知られることを嫌い廃貨紙幣を破棄するとみられます。

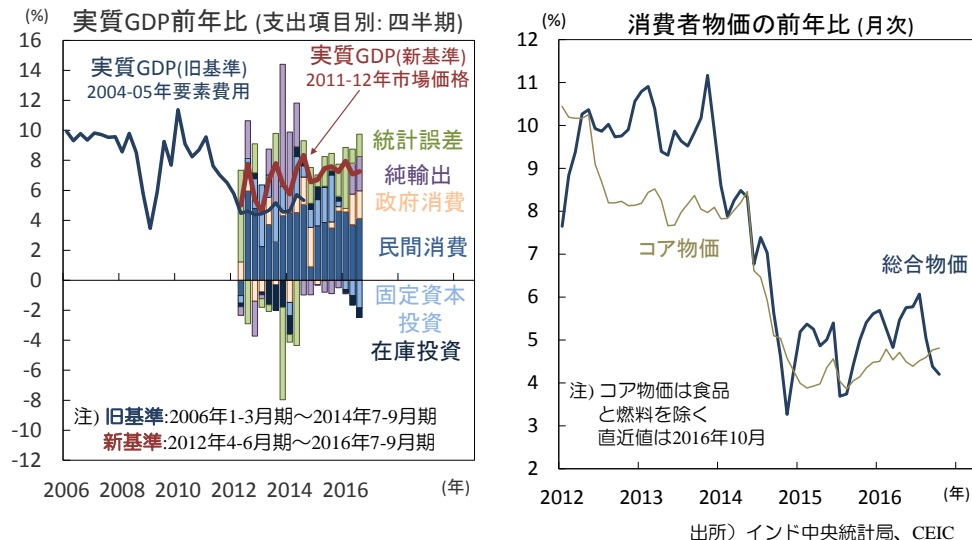
一部の富裕層による不正な蓄財などに反発する市民は、今回の強硬な措置を歓迎。来年4-5月にウッタル・プラデシュ州議会選挙を控える与党が、自らの支持率向上のために実施したとの見方も現地では浮上している模様です。しかし、事前の情報漏れを恐れ少数の関係者の間で秘密裏に進めたためか、制度設計には荒さが目立ち運営はやや迷走気味。日々の経済活動に不可欠な現金が使えなくなった事業者や就農者を中心に混乱が拡大しています。とりわけ、銀行支店やATMの少ない農村部での混乱は大きく、乾季作物の種子等が買えない事態も発生。政府は国営店での種子購入に旧紙幣使用を認めたものの、その公表は11月21日にずれ込みました。混乱の拡大に伴って市民の不満も徐々に蓄積。野党も同措置を非難しており、11-12月の冬季国会における財サービス税(GST)関連法案の審議の遅れも懸念される状況となってきました。

● 現金不足の深刻化で一時的な景気の落込みは不可避か

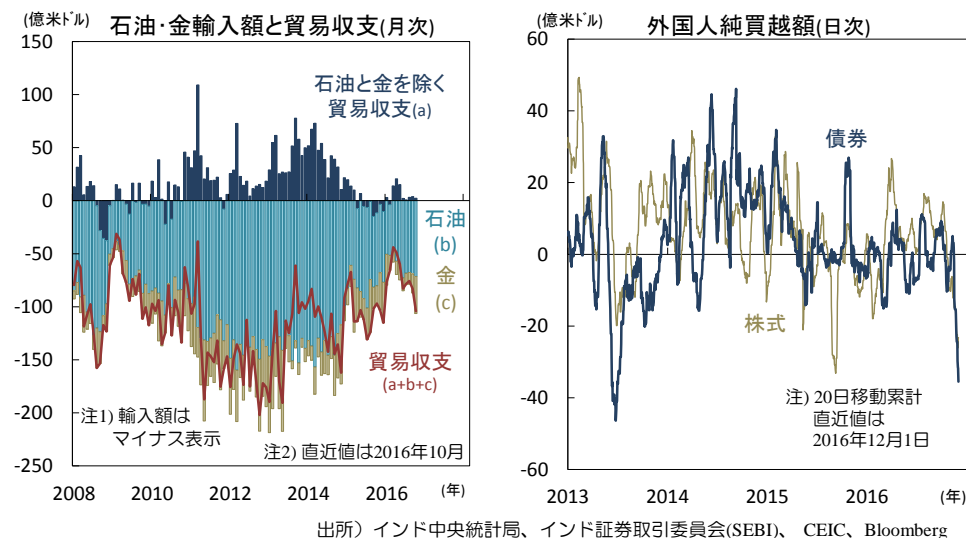
今回の措置は、中期的には、預金取引やキャッシュレス取引の普及により経済の効率を高め、課税基盤の拡充により財政を安定化させると期待されます。しかし、現金依存度の高い経済で生じる一時的な現金不足は、短期的に景気を下押しするでしょう。

廃貨紙幣の預入と日々の現金引出額制限のため、流通現金残高は急減しています(図1左)。現地報道によれば、クレジット・カードの使える大手スーパーマーケット等の売上が急増。しかし、同カードを持たない家計や現金決済のみの中小商店も多く、消費の総額は落込んでいるとみられます。不動産取引の多くは現金決済。未申告資金による取引も多かった模様であり、今回の措置による取引急減は避けられないでしょう。肥料代や日雇い農夫への賃金の手当てができず乾季作物の作付けが縮小するといった影響も懸念されます。税務当局や捜査当局の目を恐れ廃貨紙幣を廃棄した場合、または銀行に預入れた後に所得税や課徴金など計50%を支払った場合、紙幣所有者の購買力が損なわれ裁量的な消費の需要が減退するでしょう。また、銀行やATMへの長蛇の列が示唆するとおり、現金の預入と引出に多くの労力が費やされており、就農者や個人事業主による生産活動は短期的に大きく下押しされているとみられます。

【図3】底堅く拡大する景気(左)、沈静化した消費者物価インフレ(右)



【図4】米大統領選挙以降、株式・債券市場から資本が流出(右)



● 景気と物価は下押し、財政と対外収支への影響は軽微か

今年7-9月期の実質GDPは前年比+7.3% (図3左)、今年度上期は同+7.2%と昨年度通期の+7.6%を下回りました。今年度下期(～来年3月)には、雨季の雨不足解消に伴う農業生産の回復や農業所得の上昇に伴う農村部消費の回復が見込まれていました。しかし、現金不足に伴う混乱による下押しがこうした回復を相殺するため、今年度通年のGDP成長率は+7%前後と、当初見込まれた+7%台半ばを大きく下回ると予想されます。

物価に関しては、供給側の混乱に伴う食品物価の上昇、所得申告を怠ってきた事業者が納税開始に伴って収益確保のための値上げを行う等の影響も予想されます。しかし、通貨供給量の減少に伴うデフレ圧力がこれらを上回るでしょう。給与委員会の勧告による公務員住宅手当引上げの影響も、不動産取引の低迷によって相殺されるとみられます。総合消費者物価の前年比(図3右)は当面4%台半ばで推移すると予想されます。貿易収支については(図4左)、消費の落込みに伴う消費財輸入の減少が見込まれるものの、価値保蔵手段とされる金の輸入が増加し収支は大きく変動しないでしょう。財政に関しては、未申告資産に対する追加的な税金が見込まれるものの、一時的な景気減速に伴う税収の減少も予想され、財政収支の改善幅は限定的となる見込みです。

● 米大統領選挙以降軟調なルピーも今後は徐々に安定化か

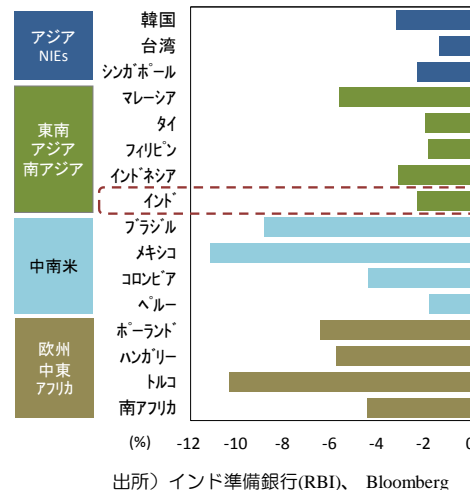
なお、保有者が廃貨紙幣を破棄した(交換や預金預入を行わなかった)場合、RBIの負債減少による特別利益が生じ、これが株主である政府に配当として支払われるとの観測も市場にはある模様です。しかし、上記の特別利益の取扱いにかかわる明確な規定はなく、政府への配当による財政収支の改善が生じるかは不透明な状況です。

通貨ルピーは、米大統領選挙が行われた先月8日から先週2日にかけて対米ドルで2.4%下落(図5)。先週1日までに株式市場から27億米ドル、債券市場から32億米ドルの資本が流出し為替相場を下げました(図4右)。同選挙後の米長期金利の上昇に伴って世界中の新興国債券市場から資本が流出。同国では銀行預金金利の低下とともに為替先物金利が下がり(図2)、資本の流出を加速させました。また、降雨量とともに回復すると期待された景気が高額紙幣の廃貨に伴って悪化し企業業績を圧迫するとの懸念も、株式投資資本の流出を促しました。しかし、中期的な高成長の見通し、落ち着いた物価、縮小した経常赤字(図6)、多額の外貨準備(図5左)など同通貨の支援要因は健在です。今後、現金引出制限の緩和や新紙幣の普及に伴って混乱が収束し金利水準が正常化するとともに、ルピーは従来の底堅さを回復すると予想されます。(入村)

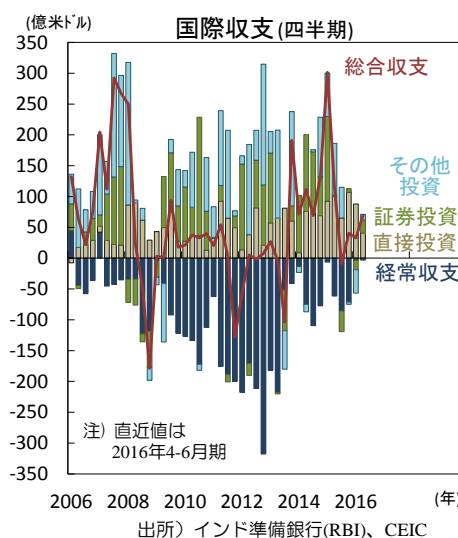
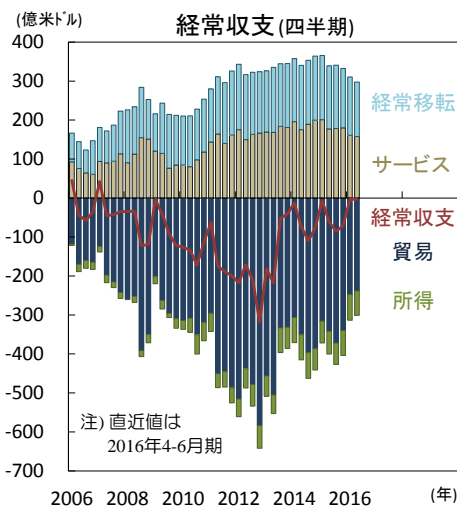
【図5】米大統領選挙以降、やや軟調さの目立つルピー相場



主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率 (2016年11月8日～12月2日)



【図6】貿易赤字の縮小とともに近年大きく縮小した経常赤字 (左)



留意事項

◎投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としているため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。したがって、投資者のみなさまの投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。運用により信託財産に生じた損益はすべて投資者のみなさまに帰属します。

投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をよくご覧ください。

◎投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

■購入時（ファンドによっては換金時）に直接ご負担いただく費用

- ・購入時（換金時）手数料 ... **上限 3.24%（税込）**

※一部のファンドについては、購入時（換金時）手数料額（**上限 37,800円（税込）**）を定めているものがあります。

■購入時・換金時に直接ご負担いただく費用

- ・信託財産留保額 ... ファンドにより変動するものがあるため、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

- ・運用管理費用（信託報酬） ... **上限 年3.348%（税込）**

※一部のファンドについては、運用実績に応じて成功報酬をご負担いただく場合があります。

■その他の費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等でご確認ください。

※その他の費用・手数料については、運用状況等により変動するものであり、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

お客さまにご負担いただく費用の合計額もしくはその上限額またはこれらの計算方法は、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三菱UFJ国際投信が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をご覧ください。

各資産のリスク

◎株式の投資に係る価格変動リスク

株式への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動するため、株式の価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

◎公社債の投資に係る価格変動リスク

公社債への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、公社債の価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

◎信用リスク

信用リスクとは、有価証券等の発行者や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想された場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等に、当該有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなること、または利払いや償還金の支払いが滞る等の債務が不履行となること等をいいます。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

◎流動性リスク

有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下での取引を行えない場合または取引が不可能となる場合、市場実勢から期待される価格より不利な価格での取引となる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

国内株式・国内債券への投資は上記のリスクを伴います。海外株式・海外債券への投資は上記リスクに加えて以下の為替変動リスクを伴います。

◎為替変動リスク

海外の株式や公社債、REIT、オルタナティブ資産は外貨建資産ですので、為替変動の影響を受けます。そのため、為替相場が円高方向に進んだ場合には、投資元本を割り込むことがあります。

新興国への投資は上記リスクに加えて以下のカントリーリスクを伴います。

◎カントリーリスク

新興国への投資は、先進国への投資を行う場合に比べ、投資対象国におけるクーデターや重大な政治体制の変更、資産凍結を含む重大な規制の導入、政府のデフォルト等の発生による影響を受けることにより、市場・信用・流動性の各リスクが大きくなる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込む可能性が高まる場合があります。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況であり、また、見通しなし分析は作成時点での見解を示したものです。したがって、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また税金・手数料等は考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信経済調査部の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会