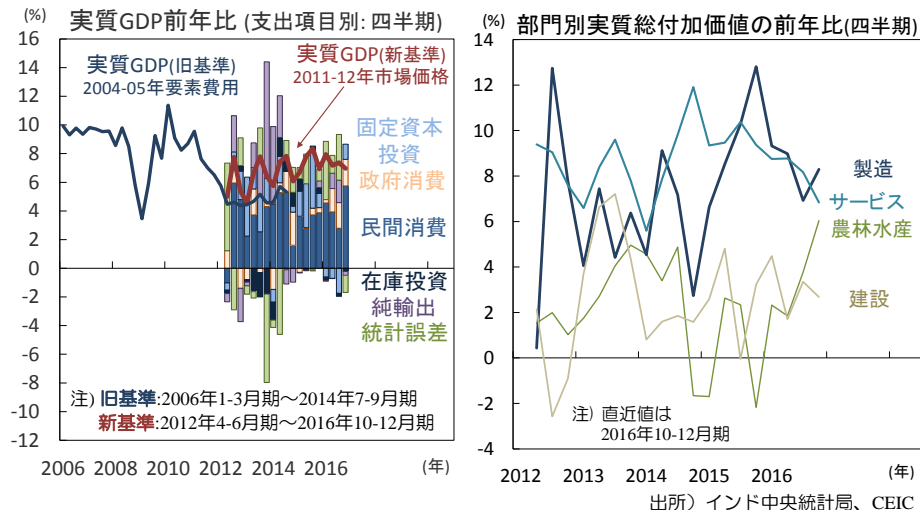


## インド：高額紙幣の廃貨にもかかわらず好調だった10-12月期GDP統計の謎を解く

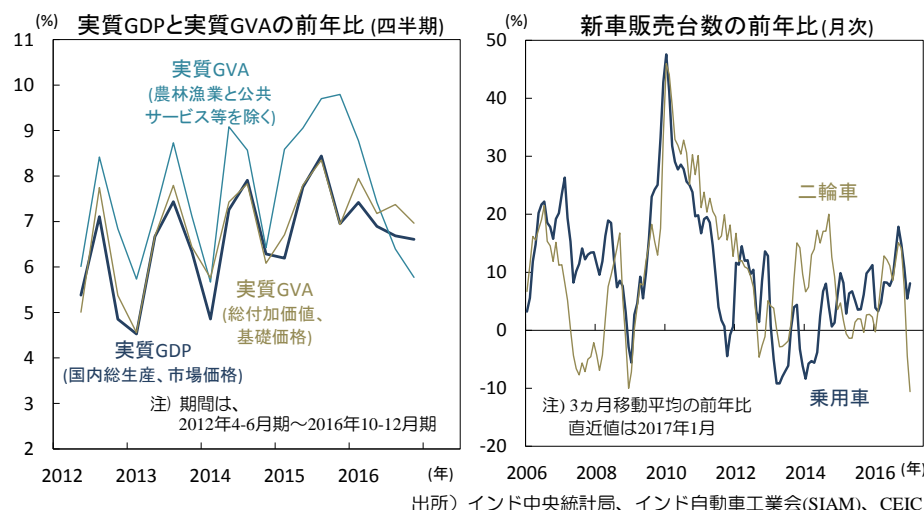
【図1】予想外の伸びを見せた民間消費(左)と製造業生産(右)



先週28日、インド政府は10-12月期の実質GDPが前年比+7.0%と前期の+7.4%より鈍化しつつ(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+6.1%を大きく上回ったことを公表。政府は昨年11月8日に高額紙幣の廃貨を決定。現金依存度の高い経済は大きく下押しされるとみられていました(アジア・マーケット・マンスリー-12月号 3-5頁参照)。予想外に堅調な成長率を受けて、市場では統計の正確性への疑念も浮上しました。

成長率が堅調であったのは、(a)廃貨の影響を受けづらい部門の成長が好調だったこと、(b)廃貨となった紙幣の使用が一部の部門に限って容認され廃貨の影響が緩和されたこと、(c)GDP統計が廃貨の影響を強く受ける部門の生産活動を十分に捕捉できていないこと等によるとみられます。生産側の実質GVA(総付加価値)では、農林漁業が前年比+6.0%と前期の+3.8%より加速し(図1右)、公共サービス等も同+11.9%と前期の+11.0%に続き堅調。降雨量の回復に伴う農業生産の伸びや政府の経常歳出の伸びに加え、両部門が廃貨の影響を受けづかったことも堅調な伸びの背景と考えられます。

【図2】農村部の耐久財需要の低下で二輪車販売が急減(右)



両部門を除く実質GVAの前年比は+5.8%と、前期の+6.4%や前々期の+7.4%より大きく鈍化し、実質GVAの+6.6%、実質GDPの+7.0%を下回りました(図2左)。また、廃貨が決まった後の混乱の広がりを受けて、政府は、農業、流通、公益などの部門での廃貨紙幣の使用を容認。流通・宿泊・運輸・通信が同+7.2%と前期の+6.9%より加速し、公益も同+6.8%と前期の+3.8%を上回ったのは、こうした措置にもよると考えられます。

GDP統計の精度の低さは、非組織(インフォーマル)部門による生産活動の不十分な捕捉、需要項目の推計の精度の低さ等によります。製造業のGVAは同+8.3%と前期の+6.9%より加速。同部門の2割強が小規模な非組織部門と推計され、廃貨による下押しの大い同部門の生産が計上されずGVAの伸びが押し上げられた模様です。需要側の民間消費は同+10.1%と前期の+5.1%より急加速。降雨量の回復による農業所得の改善、第7次給与委員会勧告による公務員給与の引上げなど同消費の支援要因はあるものの、廃貨による農村部家計の消費需要の押下げ等を十分に反映していないと思われる。

## ● 現金不足解消による経済活動の正常化は4-6月期以降か

昨年10-12月期の二輪車の販売台数は前年比▲4.4%と7-9月期の+15.1%より反落(図2右)。農村部の耐久財消費は、現金不足に伴って急速に落込んだ模様です。生産側のGVAでは建設業が同+2.7%と前期の+3.4%より低下。同部門の現金依存度の高さゆえ下押しが生じた模様です。金融・不動産等も同+3.1%と前期の+7.6%より低下しました。需要側のGDP統計では、政府消費が+19.9%と前期の+15.2%より加速。中央政府が財政赤字の縮小に向けて歳出を抑制する一方、州政府は経常歳出を加速させている模様です。固定資本投資は同+3.5%と前期の▲5.3%より反発し、4期ぶりにプラスの伸びとなりました。外需では、総輸出が同+3.4%、総輸入も同+4.5%と前期より反発し、純輸出の寄与度は▲0.3%ポイントと前期の+1.6%ポイントより反落しました(図1左)。

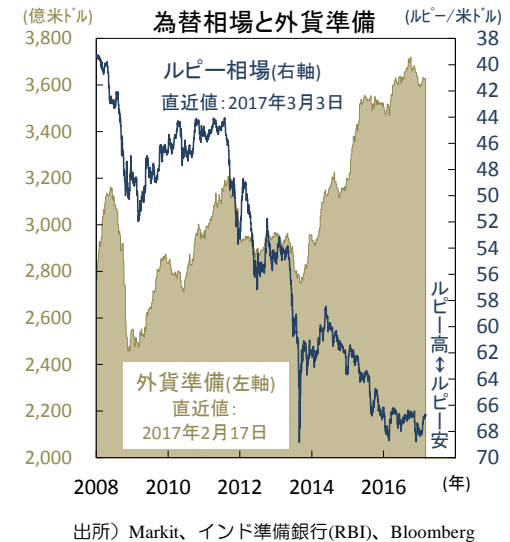
購買担当者指数(PMI)は、製造業もサービス業も廃貨措置後の11-12月にかけて50を割込み、生産活動の縮小を示唆(図3左)。その後、2月には製造業が50.7でサービス業が50.3と50を上回ったものの、廃貨直前の10月の54台を下回っています(図3左)。廃貨による下押しの最悪期は過ぎたものの、現在、経済は未だ回復の途上にあるとみられます。現金不足の解消による経済活動の正常化は今年4-6月期からとなるでしょう。

## ● UP州議会選挙で与党BJP躍進ならルピー相場上昇も

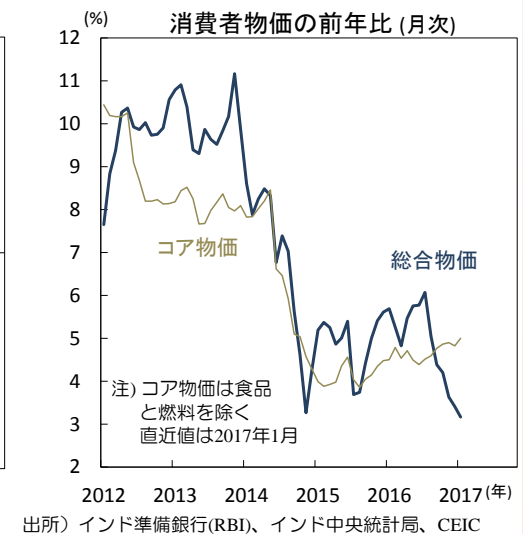
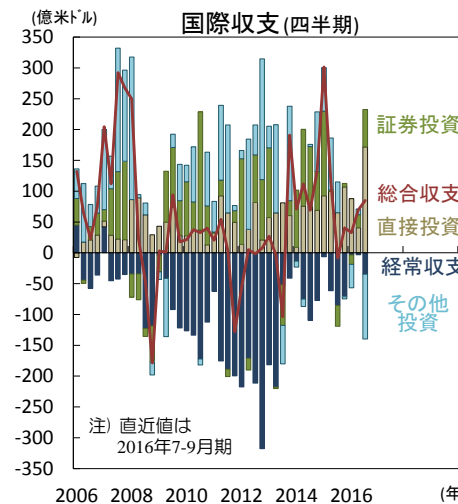
10-12月期のGDP統計は今後下方修正され、1-3月期の成長率も+7%を下回ると予想されます。今年度(2016年4月～)前半に+7.2%成長した経済は下期に減速し、年度通年では+7%前後と前年の+7.6%より鈍化するでしょう。その後、現金不足の解消による経済活動の正常化や流動性の改善に伴う累積利下げの浸透(銀行貸付金利の低下)等によって景気は拡大し、来年度通年の成長率は+7%台半ばまで加速すると予想されます。

昨年11月の米大統領選挙以降、国際金融市場の変動性が増す中でも、通貨ルピーは安定的に推移。同大統領選挙の行われた11月8日より先週3日までの対米ドル相場の騰落率は▲0.3%と主要アジア通貨では台湾(+1.5%)に次ぐものでした。経常赤字の縮小と直接投資黒字の拡大(図4左)や外貨準備水準の上昇など対外収支の強さ(図3右)、限定的な外国人による国債保有比率などが同通貨を支えています。沈静化する物価の下で(図4右)相対的に高い実質金利、慎重で健全な財政・金融政策も支援要因です。また、同国最大のウッタル・プラデシュ(UP)州の議会選挙は今週8日に最終投票で11日に開票。世論調査のとおり与党が躍進した場合、経済改革進展の期待から株式投資資本が流入し通貨を支えるでしょう。ルピーは当面底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図3】 廃貨の直後に50を割込んだPMIはその後回復(左)



【図4】 縮小する経常赤字と拡大する直接投資収支黒字(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