

インド、高額紙幣廃止の影響と展望

～短期的な景気下押し、長期的な構造転換を観るかでその姿は変わる～

発表日：2016年12月27日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は先進国の景気底入れが新興国で実体経済の底打ちを促す一方、金融市場では「トランプラリー」の動きの反面で新興国からの資金流出が活発化している。一部の新興国通貨は最安値を更新するなか、インドは「フラジャイル・ファイブ」と揶揄された頃と比べて経済を巡る状況は改善しているが、ルピー安に直面している。その背景には先月から実施された高額紙幣廃止に伴う景気に対する悪影響への懸念と準備銀の政策予見性への不透明感が高まっていることが挙げられ、厳しい状況に直面している。
 - 高額紙幣廃止は現金決済が中心のインドで個人消費の下押し圧力となるなか、企業の景況感も軒並み悪化するなど悪影響を及ぼしている。さらに、準備銀は政策実施後に後手を踏むように政策変更を打ち出しており、同行への信認を毀損している。今月初めの定例会合で同行は政策による景気への影響は一時的との認識を示したが、新紙幣への交換が年内に完結する可能性は低く、結果的に影響が長引く可能性は残る。政策が見切り発車的行われたことは、政府・中銀への信認にも少なからず悪影響を与えている模様だ。
 - 他方、中長期的にみれば現金決済の多さが脱税や汚職などを通じたアングラマネーの温床になってきたため、そのあぶり出しに繋がる効果は期待出来る。さらに、税収が安定的に確保されれば、財政健全化や構造改革の推進力に繋がることも見込まれる。政府が目論むキャッシュレス化は商慣習の変革や間接コスト圧縮によるインフレ抑制を促す期待もある。突如の政策変更はアングラマネーに依存した政治にも影響を与えると見込まれる一方、モディ首相の発言力が向上すれば改革の推進力が増すことも期待されよう。
- 足下の世界経済を巡っては、米国をはじめとする先進国を中心に堅調な景気拡大を続けるなか、ここ数年に亘り景気減速が意識されてきた中国においてもインフラ投資の活発化などに伴いそうした懸念が後退していることもあり、世界経済全体の底打ちを示唆する動きがうかがえる。こうした世界経済を取り巻く底打ちの兆候はアジアをはじめとする新興国経済にとって輸出拡大の動きに繋がっているほか、それに伴って生産が押し上げられるなどの動きをもたらすなど、実体経済面では景気の底堅さを促している。一方、金融市場においては先月の米大統領選におけるトランプ候補の勝利を受けて、次期政権が主導する形で米国景気の押し上げに繋がる政策遂行を期待した「トランプラリー」とも呼べる動きがみられる一方、そのことに伴う米ドル高圧力を嫌気する形で新興国からの資金流出圧力が高まっている。
- 結果、一部の新興国では治安問題や政治的な不安材料などを理由に、対ドル為替レートが過去最安値を更新するなどの事態に見舞われる動きも出ている。こうした動きについて、2013年に当時のバーナンキ米Fed（連邦準備制度理事会）議長による量的金融緩和政策の終了を示唆する発言をきっかけに国際金融市場が混乱したいわゆる“Taper Tantrum”に準える向きもある。
- なお、当時は経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」や

図1 ルピー相場(対ドル)の推移



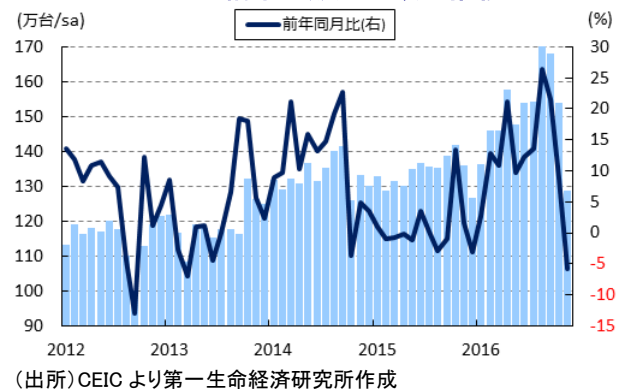
(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

慢性的なインフレ状態にあるなど、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が脆弱な新興国を中心に資金流出圧力が高まり、その中心にあった5ヶ国（インド、インドネシア、ブラジル、トルコ、南アフリカ）は「フレンジイ・ファイブ」と揶揄される事態に見舞われた。しかしながら、その後は長期に亘る原油安の影響で原油輸入国であるインドでは経常赤字幅が急速に縮小したほか、インフレ率も低下するなどマクロ経済を取り巻く環境が大きく一変しており、2014年に誕生したモディ政権の下でスピード感には乏しいものの着実に構造改革を前進する姿勢が示されていることもあり、足下のインドは他の国々とは異なるとの見方が強まってきた。とはいえ、先月末には通貨ルピーの対ドル為替レートは一時最安値を更新し、準備銀（中銀）が為替介入に動かざるを得ない事態となるなど、ファンダメンタルズの改善にも拘らず他の新興国以上に厳しい状況に直面している。こうした事態に至った背景には、モディ政権が先月9日汚職と偽造対策を名目に2種類の高額紙幣（1000 ルピー及び 500 ルピー）の廃止及び回収を決定し、その後においてインド経済が様々な面で混乱状態に陥っていることが大きく影響しているとみられる。当該措置では、旧紙幣が使用出来なくなる代わりに今月末を期限に銀行預金を可能とする一方、銀行を通じて新紙幣に交換出来るものの新紙幣の印刷が間に合っていないことを理由に引き出し制限が課されたため、経済活動の大半を現金決済に依存する同国経済は大きな混乱に見舞われている。さらに、銀行に大量の資金が流入するなかで手元資金が大量に増加した銀行は資金運用先として国債を選択したことで予想外に金利が低下する事態を招き、準備銀が慌てて市中銀行からの資金吸収に乗り出す事態となるなど、対応が後手を踏んでいる印象を抱かせる事象もみられた。また、インド準備銀では今年9月の総裁交代に伴い、当初はパテル新総裁の下でもラジャン前総裁と同様の慎重な政策運営が行われるとみられていたものの、就任後に利下げに踏み切るなど「ハト派」姿勢が強いとの見方に傾いたことも、ラジャン前体制下で向上してきた同行への信認に少なからず影響を与えた可能性も考えられる。このように様々な影響が重なり合った結果、ルピー相場には調整圧力が掛かる事態を招いている。

- 高額紙幣の廃止措置を巡っては、上述したように足下のインドでは多くの経済活動が現金決済に依存していることもあり、すでに様々な悪影響が出る事態を招いている。二輪車や四輪車の販売台数は11月時点で前年を割り込む水準に急速に鈍化しているほか、旧紙幣が使用出来なくなったことで高額の頭金などを事前に支払うことが常態化してきた不動産販売も急激に落ち込むなど、高額商品を中心に売上が大きく低下するなどの影響が出ている。四輪車販売などについては近年、ローンが急速に普及するなどの動きがみられる一方、一般的な消費活動全般については現金取引が中心である上、クレジットカードなどの普及率も極めて低いなか、上述のように銀行からの引き出し額が制限されている

ことも影響して消費に下押し圧力が掛かっており、この影響は今月にも尾を引いている可能性は否定出来ない。インドにおいては経済成長のけん引役が個人消費を中心とする内需であることを勘案すれば、こうした消費への下押し圧力が長期化すれば景気全体に対しても相当の悪影響が出ることは避けられないと見込まれる。また、このように消費が急速に落ち込んでいることを受けて企業の景況感にも調整模様が広がっており、特に小売や卸売をはじめとするサービス業の景況感は好不況の分かれ目となる50を大きく下回る水準に低下するなど、実体経済に悪影響が出ているのは間違いないと判断出来る。さらに、現金不足を理由に買い控えをする動きも

図2 二輪車の販売台数の推移



広がっているとみられ、その動きに伴って物価の下落基調が一段と強まるといった影響も出るなど、予想外に広がりを見せている点には注意が必要である。政府は銀行における旧紙幣の受け入れ期限である今月末までを目処に事態は改善するとの見方を示しており、すでに対象となった紙幣の供給量のうち8割以上が銀行に持ち込まれているなか、今後は新紙幣への切り替えが進むことで如何に早い段階で消費をはじめとする経済活動の安定化が図られるかに注目が集まっている。しかしながら、現時点においては新紙幣の供給を受けた引き出し限度額の撤廃時期は未定であるなか、廃止措置から1ヶ月余りの間に準備銀は新紙幣への交換方法を巡って数多くの通達を濫発して朝令暮改を繰り返すなど、明確な方針が定まらないなかで制度変更が行われたことを勘案すれば、この影響が年明け以降も長引く可能性には注意が必要である。準備銀は今日7日に開催した定例会合において、高額紙幣廃止措置による影響は「一時的なものに留まる」との認識で一致する一方、先行きについては「原油相場の上昇や公務員給与引き上げなどに伴うインフレへの影響が懸念される」として政策金利を据え置き決定を行っている（詳細は8日付レポート「インド準備銀、高額紙幣廃止と金融市場の動揺に狼狽」をご参照下さい）。金融市場においてこの決定は驚きを以って受け止められるとともに、政策の予見性が低下したとの見方が広がるなか、先行きについては景気下振れを理由に利下げ実施に追い込まれる可能性を指摘する声も少なくない。仮に年明け以降についても影響が長引く事態となった場合、年度末が近づくなかで例年は個人消費が拡大して景気が押し上げられる傾向が強いことを勘案すれば、短期的に景気に大きな下押し圧力が掛かることは間違いない。準備銀は同行が重視する供給サイドのGDP統計に相当するGVA（総付加価値）に関連して、2016-17年度の成長率が前年比+7.1%と従来見通し（同+7.6%）から▲0.5pt下方修正しているが、さらなる下方修正に繋がる可能性もある。また、銀行の与信能力が低い同国では新興企業を中心に現金決済に依存せざるを得ない事情を抱えており、今回の政策はこうした企業に甚大な打撃を与えることも懸念されるなか、十分な青写真も対策もないなかで「見切り発車」的に実施されたことは実体経済に短期的ながらも深刻な悪影響を及ぼすことは避けられないと言えよう。

- 他方、少し長い目で見た場合に今回の措置がインド経済にとってすべてマイナスに作用すると判断するのは注意が必要である。上述したように足下の実体経済は現金決済に過度に依存するなか、多くの国民にとっては銀行へのアクセスそのものが極めて限られており、そのことが銀行部門にとっては資金獲得手段の乏しさに繋がるとともに与信能力の低さを招く一因になってきた。しかしながら、2010年に導入された個人認証番号（UID）とともに、今回の措置に伴い銀行にアクセスせざるを得ない事態となったことは、銀行との取引慣行が乏しい多くの国民にとって銀行預金を通じた金融深化という副次的効果を生んでいる上、中長期的にみれば銀行部門による信用創造機能が向上するといったプラスの効果も期待出来る。また、同国における現金決済の多さは汚職や脱税などに伴う「アングラマネー」の温床になっており、このことが比較的高い経済成長を実現しているにも拘らず税収が伸び悩み、財政健全化への道筋が描きにくいといった問題を生んできた。しかしながら、一連の措置に伴い旧紙幣の交換に少なくとも銀行セクターを介在させる必要が生じたことは、不正資金のあぶり出しに繋がるとともにマネーロンダリング（資金洗浄）を防ぐとの狙いも透けてみえるなど、同国経済が抱える負の側面を大きく転換させる可能性もある。さらに、一連の政策に歩を併せる形で政府内からは経済の「キャッシュレス化推進」求める動きも出ており、実際にクレジットカードやインターネットや携帯電話を通じた電子決済が大きく拡大するといった動きも出ている。元々、インドでは大規模なインフラを必要とする固定電話の普及が進まないなか、携帯電話が爆発的に普及して国民生活を大きく変える状況となっているが、電子決済の普及に伴い経済のキャッシュレス化が進むことになれば、商慣習や消費行動の変化といった目にも

える事象のみならず、アングラマネーが入り込む隙が劇的に縮小することも期待される。インドを巡っては、元々「レッドテープ」と称される役人の官僚主義的な行動が様々な面で経済活動の制約要因となってきたほか、その背後でまん延する汚職が社会問題化するなどの課題を生んできたが、おカネの動きを巡る透明性が高まることはこうした悪影響の低下にも繋がるほか、間接コストの低下がインフレ抑制を促す期待もある。電子決済が本格的に普及するには、それ相応の金融インフラの整備や技術革新に加えて、法制度などを通じた財産保護のあり方など、インドにとっては社会・文化的な変革も含めた取り組みが必要になるとみられるが、足下のインド経済が様々な阻害要因を理由に伸び悩む状況が続いていることを勘案すれば、この状況を打開するきっかけとなる可能性がある。また、インドは米国をはじめとする先進国でのIT関連を中心とする技術者の「宝庫」であることを勘案すれば、今後はこうした分野でのスタートアップ企業が増加することにより、インドの産業構造が再び大変革を迎えるきっかけとなることもあり得る。これだけ国民生活に甚大な悪影響が出る方策はモディ政権にとって国民からの不興を買うとみられるが、現時点においては必ずしも政権不信には繋がっていないとみられる。その背景には、アングラマネーの多くが政治資金に回っていたとみられ、一連の不正資金のあぶり出しは国民にまん延する政治不信の払拭という新たな効果を生んでいることも影響している。なお、一連の対策は野党のみならず与党BJP（インド人民党）にも秘密裏に計画されていた模様であり、政権にとっても痛手となっている可能性は否めない。ただし、モディ政権の政策運営を巡っては与党BJPの支援団体である民族義勇団（RSS）が様々な口出しをすることにより、思うように構造改革が前進出来ないといった影響がしばしば散見された。しかしながら、不正資金のあぶり出しに伴い与野党ともに以前のような潤沢な選挙資金が用意しにくくなるなか、来年は大規模州での州議会選挙が予定されており、ここでモディ政権の意向を反映する形で与党BJPが勝利を収めることが出来ればモディ首相の発言力向上が期待される。そうなれば安定的な政権運営とともに、足下で停滞感が懸念される構造改革の推進力を再び取り戻すことで海外からのインド経済に対するみる目を大きく転換させることも可能になる。モディ政権の想定するこうした中長期的な効果が具現化するかは不透明なところが少なくない上、上述したようにインド自体に大きな変革をもたらすことで新たな軋轢を生むリスクはあるものの、「変わらないインド」が「変わるインド」に本当の意味で変革するきっかけになることも考えられる。その意味において高額紙幣の廃止制度という政策は、その影響を短期的な景気下押しになるだけと捉えるのか、それともインド政府が見据えるように「インド経済の改革の扉」と捉えるのかによってその見方は大きく異なってくると判断出来る。

以 上