

インベスコ・フィックス・インカム

2024年10月31日

**Mark McDonnell**

Macro Analyst

## IN THIS ISSUE:

1. 欧州の中立金利は上昇しているのか？  
Page 1
2. 金利見直し  
Page 4
3. 為替見直し  
Page 5
4. グローバル・クレジット・ストラテジー  
ABSを活用して債券ポートフォリオを強化  
Page 6
5. ボトムライン:税金、汚職、選挙：新興国  
市場の財政健全化への道筋か？  
Page 8

## グローバル・マクロ・ストラテジー

### 欧州の中立金利は上昇しているのか？

ここ数カ月は米国の労働市場がヘッドラインを独占してきましたが、ユーロ圏の大きな変化も注目に値します。この1年、欧州中央銀行（ECB）は金融引き締めを撤廃を始め、デフインフレの兆候を見極めながら、賃金価格スパイラルへの誇張された懸念に対処してきました。これまでのところ、欧州経済の成長率は底堅く推移しており、ECBは利下げに対し慎重な姿勢を示しています。しかしながら、最近の経済データは成長の下降傾向を示唆しており、2024年後半には潜在成長率を下回る可能性が高いことを示しています。同時に、インフレ指標は期待外れとなり、賃金価格スパイラルへの懸念はさらに薄れました。こうした状況を踏まえると、ECBは政策調整を加速させることが賢明と思われる。現在、「中立」のスタンスに達するまで、毎回の会合で25ベース・ポイントの引き下げを予想します。ECBがインフレ指標を重視していることから、50ベース・ポイントの引き下げをより積極的に実施する可能性は低いと思われる。

金利引き下げに向けた旅が始まる中で、重大な疑問が生じます：最終目的地は一体どこなのか？この不確実性が、「中立金利」というとらえどころのない概念（目標インフレ率と潜在成長率の両方を達成する観測不可能な金利）について、エコノミストの間で議論を巻き起こしています。中立金利の推定値を四半期ごとに経済予測サマリーで更新している米連邦準備制度理事会（FRB）とは異なり、ECBはその数字を定期的に修正することはありません。しかし、今年初めに発表されたワーキングペーパーによると、中立金利は実質ベースで0%~0.5%程度、名目ベースでは2%~2.5%と推定されています<sup>1</sup>。

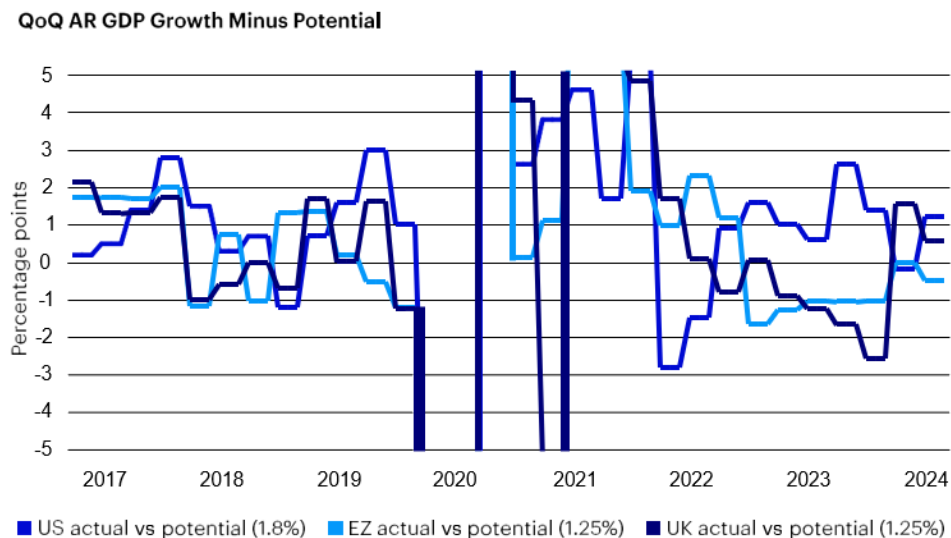
### 中立金利は以前よりも上がっているのか？

積極的な財政政策とCOVID後の力強い回復の組み合わせが中立金利を押し上げたとの憶測があります。これは米国には当てはまるかもしれませんが、ユーロ圏にこの仮定を当てはめることには3つの重要な理由から注意を要すると考えます。

まず、成長見直しについて考察しましょう。ユーロ圏は2023年の落ち込んだ水準から徐々に回復しています。しかし、制限的な金融政策が依然として大きな障壁となっており、力強い回復を妨げています。潜在成長率を1.25%程度と仮定すると、ユーロ圏は2022年第3四半期以降、潜在成長率を上回る成長を記録していません。このことは、ユーロ圏で中立金利が上昇しているという考え方に疑問を投げかけ、政策が実際に制限的であることを示唆しています。

1. 出所: ECB, Working Paper Series, "Monetary policy and the drifting natural rate of interest", Revised Sept. 2024.

図 1: 実際のGDP成長率と潜在成長率のギャップ

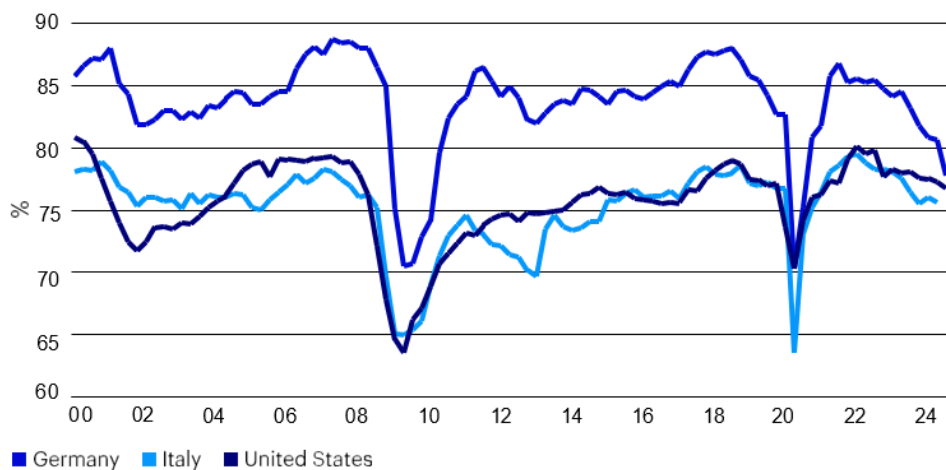


出所: BEA, ONS, Eurostat and OECD. Data from Jan. 1, 2017 to June 1, 2024. Note: Potential growth is shown in parentheses.

第二に、投資の問題があります。貯蓄水準と金利水準が一定であれば、投資水準の上昇は中立金利の上昇を意味する可能性があります。しかし、ユーロ圏の投資水準は実質的に上昇していません。民間投資の観点から見ると、ユーロ圏はテクノロジーや人工知能の分野（多額の投資を引き寄せている分野）におけるリーダーではありません。その代わりに、投資の流れは主に、中国のような低コストのライバル企業との激しい競争に直面している、古くから確立されている産業に向けられています。

例えばドイツでは、製造業の設備稼働率は一般的に不況と捉えられる水準にあります。欧州委員会の企業調査によると、多くの企業はビルや工場などの建造物を拡張するよりもむしろ維持に向けており、施設を「拡張」するための投資は少なく、「リプレイス」や「合理化」に重点を置いているようです。これは明らかに、設備投資にとって強力なバックグラウンドではありません。民間企業が投資を行わないのであれば、中立金利が上昇する可能性は低いでしょう。

図 2: ユーロ圏の製造業設備稼働率



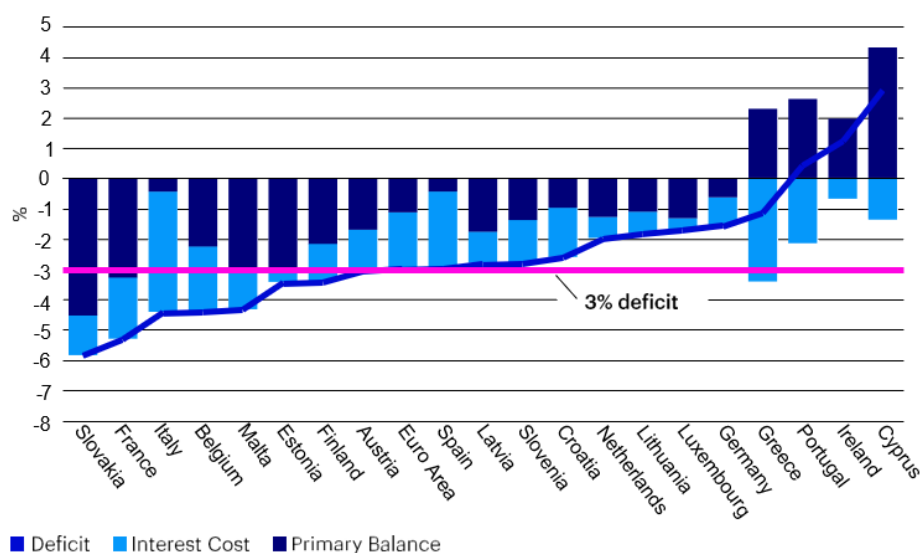
出所: US Federal Reserve, Istat, Destatis, Banque de France. Data from Jan. 1, 2000 to July 1, 2024.

第三に、民間部門が投資していないのなら、公的部門はどうでしょうか？いくつかの要因によって、公的部門における投資も低調であり、今後もその傾向が続く可能性が高いと考えられます。一昨年は、欧州の防衛力を強化し、ロシア産ガスへの依存からエネルギー・ミックスを転換するために、構造的支出を増やすことが広く議論されました。これは優先事項であることに変わりはありませんが、緊急性は薄れているように見え、財政保護主義が再び台頭してきています。新しい財政ルールは、国ごとの柔軟性をある程度認めてはいますが、GDP比3%の財政赤字と60%の政府債務残高という保守的な目標が中心であることに変わりはありません<sup>2</sup>。このルールが施行される2024年後半には、ユーロ圏のGDPの約40%を占める5カ国が過剰赤字国とみなされることになりそうです<sup>3</sup>。

Next Generation EU (NGEU) による助成金が短期的にはその影響を和らげるとしても、調整プログラムに応じて、これらの国々は数年にわたり財政政策を引き締める必要があると考えられます<sup>4</sup>。また、ユーロ圏GDPの29%を占めるドイツも、債務ブレーキを再設定する中で財政の引き締めに踏み切る可能性が高いと考えます。

政治が公的部門への投資を抑制する可能性もあります。ユーロ圏全域でポピュリズム政党が勢力を伸ばしており、年金や社会支出など、政府予算に占める割合が高まっている分野で重要な改革を実施する努力を複雑にしています。こうした改革がなければ、政府の投資能力はさらに低下するでしょう。

図3: 2024年の財政赤字 (対GDP比)



出所: Eurostat. Data as of Oct. 17, 2024.

### 結論

現段階では、ユーロ圏の成長見通しを過度に悲観することはためらわれます。インフレ率の低下、実質所得の増加、貸出残高の緩やかな回復など、2024年前半の成長を牽引したいくつかのサポート要因はまだ残っています。しかし、回復を持続させるためには、金融規制を速やかに緩和すべきであると考えます。

さらに、成長率の低迷と財政保護主義の組み合わせは、中立金利を引き上げるケースに疑問を投げかけます。ECBは中立金利を実質ベースで0%~0.5%程度と見積もっていますが、上記の点を考慮すると、IFIはこのレンジの下限に近いと考えている。

2. 出所: Bruegel, Policy Brief, "The implications of the European Union's new fiscal rules", June 20, 2024.

3. 出所: European Union, Invesco. Data as of Oct. 21, 2024.

4. 出所: Invesco. Data as of Oct. 21, 2024.

**Rob Waldner**

Head of IFI Strategy and Macro Research

**James Ong**

Senior Portfolio Manager

**Gareth Isaac**

Head of Multi-Sector Portfolio Management

**Tom Sartain**

Senior Portfolio Manager

**Michael Siviter**

Senior Portfolio Manager

**Yi Hu**

Head of Asia Credit Research

## 金利見通し

**米国：ニュートラル。**米国債の中立ポジションを推奨しています。成長とインフレは高い水準からは減速していますが、最近の雇用とインフレのデータは回復力を示しています。短期的には市場がこれらのデータに過剰反応する可能性が高いと考えています。米国債リスクを追加するための有利なバリュエーションとテクニカルな環境を探しています。

**欧州：オーバーウェイト。**最近の利回りの上昇にもかかわらず、私たちは欧州の金利に対して強気の見通しを持っています。この地域の経済は依然として困難に直面しており、特に製造業に依存する国々ではこの状況がしばらく続く予想されます。同時に、インフレは目標に向かって低下していますが、ECBはインフレの遅延効果を懸念しており、金利を引き下げるのが遅れています。私たちの見解では、この地域の経済環境に対して現在の金利は高すぎるため、来年にはインフレが目標を下回り、経済が不況から抜け出せないことが明らかになるにつれて、ECBは金利を大幅に引き下げざるを得なくなると考えています。

**中国：ニュートラル。**中国のオンショア金利環境は短中期的に緩和的な状態が続き、短期金利が長期金利をアウトパフォームすると予想されるため、カーブはスティープ化すると思われます。今後数か月間のさまざまな緩和策がオンショア金利市場に周期的な変動をもたらす可能性があります。中央銀行による公開市場操作や債券市場に対する窓口指導を通じて、より積極的なガイダンスが期待されます。短期金利引き下げと財政緩和、そして超長期特別政府債の発行が、短期および中期の主要なテーマとなるでしょう。

**日本：アンダーウェイト。**日本国債の利回りは、米国債利回りと同様に上昇しています。しかし、市場は今後12ヶ月間での金利の緩やかな上昇しか織り込んでいません。植田日銀総裁は12月の政策変更の可能性を低く見積もっていますが、日銀は賃金の伸びが加速し、成長がトレンドを上回るペースで回復する中で、基礎的なインフレ圧力が高まっていることに自信を深めているようです。最近のデータは、コアインフレの勢いが急速に再加速していることを示しています。価格上昇が続けば、現在の市場予測を超えたさらなる金利正常化が見込まれます。次の利上げのタイミングはおそらく1月で、日銀は10月のサービス価格の上昇率と国内政治の行方を見極めたいと考えています。

**英国：オーバーウェイト。**イングランド銀行が2025年に市場の予想以上に金利を引き下げる可能性が高いと考えているため、現在の英国の債券市場に対して強気の見通しを持っています。最近のインフレデータは予想を下回り、総裁を含む金融政策委員会の一部のメンバーは、年初に予想していたよりも早く金利を引き下げる必要があるかもしれないと示唆しています。英国の金利は、最近数ヶ月間、米国および欧州の金利に対して劣後しており、市場は新しい労働党政権の最初の予算を待っています。公共サービス支出の増加へのコミットメントが、はるかに高いレベルの債券発行をもたらす可能性があるとの憶測もあります。しかし、バリュエーションは魅力的に見え、予算が発表されれば、年末にかけて英国の金利は良好なパフォーマンスを示すと予想しています。

**豪州：ニュートラル。**オーストラリアの債券利回りは、過去1ヶ月間で上昇し、世界的な金利市場と同様な動きをしています。オーストラリアの債券は売り優勢となる市場環境の中で相対的に良好なパフォーマンスを示しています。オーストラリア準備銀行（RBA）は、国内経済の相対的な回復力を考慮して、他の中央銀行に比べて政策金利の引き下げが遅れており、今年のコアインフレの期待を押し戻しました。大局的には、オーストラリアは低調な成長と比較的穏やかな賃金動向を示しています。最終的にはRBAも金利引き下げに参加する可能性が高いですが、現時点では中立的な立場を取っています。

**Rob Waldner**

Head of IFI Strategy and Macro Research

**James Ong**

Senior Portfolio Manager

**Gareth Isaac**

Head of Multi-Sector Portfolio Management

**Tom Sartain**

Senior Portfolio Manager

**Michael Siviter**

Senior Portfolio Manager

**Yi Hu**

Head of Asia Credit Research

**為替見通し**

**米ドル：ニュートラル。**米ドルに対して全般的に中立的な立場を取っています。高金利と労働市場の減速にもかかわらず、米国経済のパフォーマンスは依然として堅調です。とはいえ、米国の選挙が今後のドルの方向性にとって重要な役割を果たすでしょう。世論調査はトランプ大統領に有利に動き始めており、それに応じてドルが上昇しています。トランプ氏の勝利と、それに伴う貿易関税、減税、高い赤字の政策は、短期的にはドルの下支えとなる可能性が高いです。しかし、長期的には見通しが不透明です。

**ユーロ：アンダーウェイト。**ユーロに対してアンダーウェイトの立場を取っています。通貨が直面する逆風がいくつかあると考えているからです。例えば、低成長、政治的混乱、そして政策対応が遅れ気味の中央銀行などです。ECBが来年金利を2%以下に引き下げ、成長が低迷し続ける中、特にキャリアが高い通貨や成長見通しが良い国の通貨に対して、投資家はユーロを保有することに消極的になるでしょう。

**人民元：オーバーウェイト。**人民元に対してオーバーウェイトの立場を維持しています。市場のボラティリティの中で、他の通貨に比べて回復力があると期待しているからです。新しい米国政権の下での貿易関税の可能性に対する市場の懸念にもかかわらず、人民元は他の通貨に対して比較的強いパフォーマンスを示すと予想しています。これは、刺激策や、9月に見られたような輸出収入の人民元への転換の増加、そしてオンショア資本市場への流入の増加が一因です。国際投資家の中には、政策の効果に懐疑的な人もおり、現在の人民元ポジションは比較的軽いことを認識しています。

**日本円：オーバーウェイト。**円の急落を利用してエクスポージャーを追加しました。短期的には金利差が逆風となるかもしれませんが、円は多くの指標で根本的に過小評価されていると考えています。国内のインフレ圧力の拡大により、今後12ヶ月で日本の金利は上昇する可能性が高いと見ています。円は政策介入が再開されると予想される水準に近づいていると考えています。

**英ポンド：ニュートラル。**最近のポンドの素晴らしいパフォーマンスは、予想を下回る英国のインフレデータと、イングランド銀行が以前の予想よりも金利をさらに引き下げる兆候を市場が消化するにつれて、衰え始めています。それでも、ユーロに対しては、ユーロが数々の逆風に直面しているため、ポンドは堅調に推移すると予想しています。一方で、米国や日本など、成長見通しが良い経済の通貨に対しては、ポンドが苦戦することを予想しています。

**豪ドル：ニュートラル。**相対的な金利に対する期待はオーストラリアドルを支えていましたが、この差が縮小するにつれて、オーストラリアドルは米ドルに対して大きな売り圧力を受けています。中国の緩和策はオーストラリアドルに対するセンチメントを支えるはずですが、米国選挙後の強い米ドルは、オーストラリアドルのような高ベータ通貨のパフォーマンスを低下させることが想定されます。



## グローバル・クレジット・ストラテジー ABSを活用して債券ポートフォリオを強化

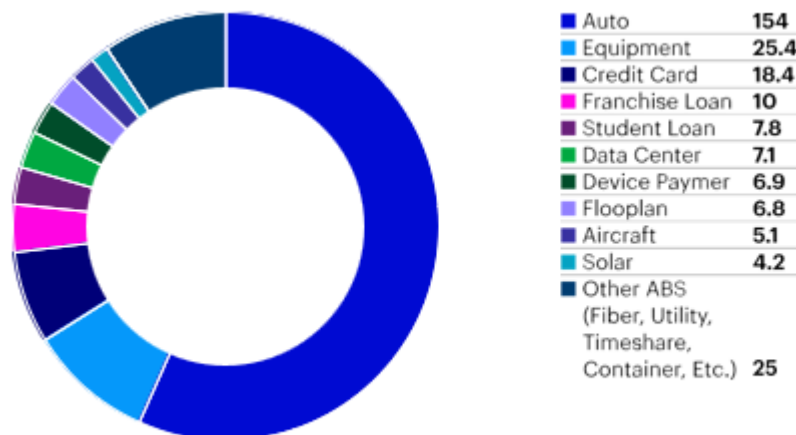
### ABSの投資機会

資産担保証券（ABS）は、米国債や政府機関債、投資適格社債に代わる魅力的な投資対象です。発行者や担保の種類が豊富で、さまざまなリスク許容度を持つ構造を持つABSへの投資は、追加的な収益とクレジットの分散をもたらし、ポートフォリオのリスク・リターン目標にプラスの影響を与える可能性があります。

ABS市場は、消費者向けおよび商業用資産の種類において、十分に多様化されています。消費者向けABSには、自動車、クレジットカード、学生ローンなどの資産が含まれます。商業用ABSには、設備や輸送用ローンまたはリースなどの資産が含まれます。新たな資産クラスとして、デジタルインフラストラクチャーABSが台頭しており、これにはファイバー・トゥ・ザ・ホームやデータセンターなどが含まれます。これらの小規模なセクターは拡大を続けており、ベンチマークABSに追加的なスプレッドを提供することができます。

年初来、プライマリー市場で発行された資産担保証券の数は非常に多く、25種類以上のユニークな資産が含まれています。

図1: 2024 ABSのグロス供給(年初来で2870億米ドル)



出所: Invesco, J.P. Morgan, Data as of Oct. 22, 2024.

ABSの利点には、他の債券と比較して、歴史的に良好な流動性、スプレッドの変動の低さ、格付けの安定性を備えた、より質の高い資産に投資できるという点があります。ABSはまた、市場の先行きが不透明な時期には、比較的安全な資産への投資先として有効であることが証明されています。米国の選挙やFRBの政策決定が近い将来に及ぼす影響が不透明であること、また経済データが予想よりも弱くなる可能性があることを踏まえると、ABSを追加することは、潜在的に健全な投資戦略となり得ます。

ABSに関するいくつかの考慮事項とリスクとしては、米国の家計債務の大幅な増加や労働市場の悪化、インフレ圧力の長期化、消費者向け金利の上昇などが考えられます。これらは以下で説明します。

### ファンダメンタルズとテクニカルはサポーティブ

総じて、比較的健全な家計のバランスシートと現在の労働市場の状況を踏まえ、消費者のファンダメンタルズについては中立的な見方をしています。レイオフは当面低水準で推移すると予想されています。ほとんどの資産クラスを裏付けている担保は、当初の予想通りに推移しており、年末に向けて典型的な季節的パターンに沿って正常化が進んでいます。信用基準の引き締めと消費者の回復力を踏まえ、担保のパフォーマンスは、現在のベースラインであるソフトランディングリスクシナリオの下では、今後しばらくは緩やかに悪化するにとどまり、場合によっては安定化するものと予想されます。

金利の上昇とインフレは、低所得世帯により大きな悪影響を与えており、この層は労働市場の状況悪化に対して最も敏感に反応します。予想を上回る解雇の増加や消費者債務水準の上昇は逆風となる可能性があります。しかし、格付け機関が要求する構造的なクレジット・エンハンスメントと保守的な損失補償倍率により、下振れリスクは限定的であり、さまざまなストレス経済状況から保護されます。

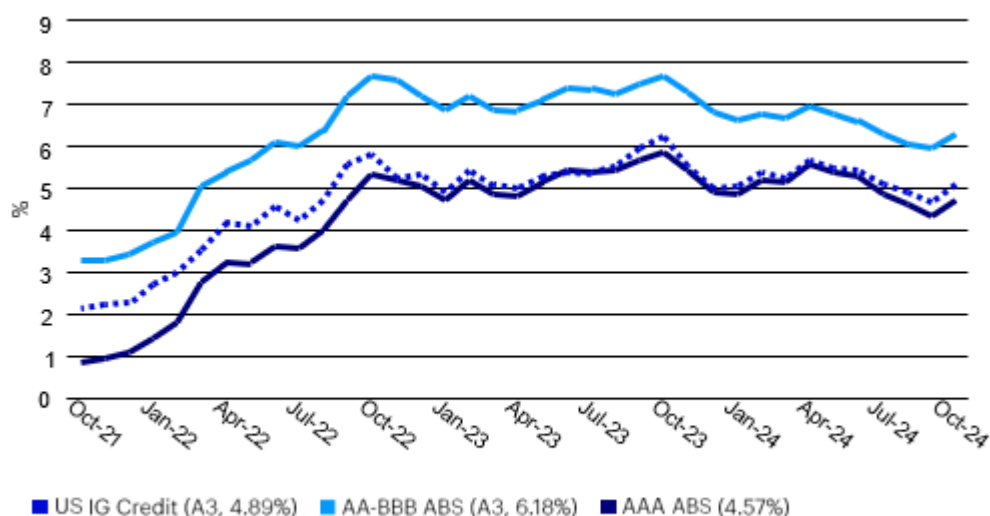
技術的なトレンドもABSの追加を後押ししていません。プライマリー市場における新規供給総額が過去最高を記録し、セカンダリー市場の取引活動も今年に入って活発な状態が続いている一方で、ほとんどのABSセクターでは、割安感とファンダメンタルズの正常化を背景に投資家の需要は依然として堅調です。

## スプレッドと利回りへの寄与

今年前半には、ほとんどのABSのスプレッドが過去24ヶ月で最低水準まで縮小しました。しかし、8月初旬以降は、予想を下回る労働市場の状況や不透明なFRBの金利政策など、より広範な市場の懸念を背景にスプレッドは拡大しています。しかし、ABSは投資適格社債における最近のスプレッド縮小に遅れをとっており、近い将来にはアウトパフォームする可能性があると考えられています。

現在の利回りは4.5%~6.5%の範囲にあり、第2四半期の最近のピークからは低下しているものの、当社の見解では、同格付けの投資適格社債と比較して相対的に魅力的な水準であり、追加的な収入源となる可能性があります（図2）。この良好な利回り貢献は、当面の間、ABSに対する投資家の強い需要を維持する要因となるでしょう。

図2: ABSと米国社債の比較



出所: Invesco, Bank of America, Bloomberg L.P. Data from Oct. 31, 2021 to Oct. 29, 2024. Note: Parentheses show average composite rating and current yield of each index.

## パネリスト



**Daniel Phillips**  
Senior Emerging Market  
Strategist

## ボトムライン:税金、汚職、選挙：新興国市場の財政健全化への道筋か？

今日、新興国（EM）諸国では、汚職体質と見なされる政府に対する不信感も一因となり、1兆5000億米ドルもの税収が失われていると推定されています。しかし、最近、若者たちが主導した反汚職候補者の選挙により、徴収できていない税収が今後、さらなる開発と成長のための資金源として活用される可能性が出てきました。政治の変化がこの必要な資金の活用に向けた第一歩となる可能性について、EMストラテジストのダニエル・フィリップスに聞きました。

### Q: 税収不足は、その国の成長を抑制し、信用力を脅かす可能性があります。新興国における税収不足の規模はどの程度でしょうか？

ダニエル：税金の徴収に関しては、政府は税収の対GDP比を最低でも15%程度にすべきであるというのが広く受け入れられている考え方です。国際通貨基金（IMF）は、低所得国の税率は現在約13%となっていますが、納税義務総額を徴収し、徴税能力が改善されれば、GDP比22%に達する可能性もあると指摘しています<sup>1</sup>。JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド・インデックス（EMBIGD）の各国が同水準の徴税を実現した場合、政府は毎年1兆5000億米ドルの税収増が見込めると推定されます。この資金は、必要な開発資金の調達に役立てることができます<sup>2</sup>。

### Q: なぜ多くのEM諸国は税収が少ないのでしょうか？

ダニエル：通常、エリート層による汚職の認識があるため、新興国が自国民に増税を求める正当性は限られています。腐敗した政府と納税意欲の関係は直感的であり、データもその関連性を裏付けています。IMFは発展途上国における納税順守に関する研究で、その国の税収とGDPの関係を最も予測する5つの変数を特定しました。その5つとは、公共部門の腐敗、政府の効率性、経済における農業の規模、貿易のオープンさ、そして全体的な富です<sup>3</sup>。最初の2つは腐敗と直接的な関係があります。

### Q: 追加調査により、蔓延する汚職は特に若い有権者層に不評であることが示されています。これはどのような影響を及ぼすのでしょうか？

ダニエル：汚職に対する嫌悪感から、新興国の若い有権者は自国の民主主義体制にますます懐疑的になっています。彼らは、経験したことのない過去の時代との比較ではなく、目に見えるメリットに基づいて政府を判断します。つまり、現在の新興国の若い有権者は、もはや汚職にまみれた政府を25年前や60年前の独裁政権や植民地政府と比較するようなことはしません。代わりに、彼らは自国の政府を理想的な政府や汚職の少ない国の政府と比較します。2024年の調査によると、回答者の83%が自国の汚職を懸念しており、62%が政府が汚職に対処できていないと考えています<sup>4</sup>。また、58%が「非常に可能性が高い」または「やや可能性が高い」として、今後3年以内に汚職の少ない別の国に移住するつもりであると回答しています。

これらの国々の人口動態が若いことを考えると、新興市場では、この若い層の見解が非常に重要です。EMBIGD諸国が若ければ若いほど、その国の税基盤は小さくなります。つまり、生活水準が低く、税収がほとんどなく、若年層がこの状況に不満を抱いている国がいくつかあるということです。この問題に対処するための選択肢としては、その国から完全に離れるか、民主主義を完全に否定するかかの2つがありますが、汚職と戦うための最も明白で一般的な方法は、やはり投票です。

### Q: 新興国における若年層の有権者の間で高まっている汚職への懸念は、今後の選挙にどのような影響を与えますか？

ダニエル：2024年末までに、世界中で42億人が選挙で投票することになり、その有権者の大半を新興国が占めることになるでしょう<sup>5</sup>。不完全な民主主義国家であっても、既存の政党に忠誠心を持たない、あるいは従来の政治の対立軸に焦点を当てない若年層の市民が急増し、彼らに意見を述べる機会が与えられるでしょう。汚職に怒りを抱くこれらの若い有権者は、汚職と戦うことを公約に掲げる候補者を見つけ、選挙で彼らに投票するケースが増えています。

一般的に、こうした運動はポピュリズムと呼ばれます。なぜなら、それらは政治体制を横断する大衆運動であり、一般市民を弾圧するエリートを退陣させることを目的としているからです。ポピュリズムは否定的な意味で用いられることもありますが、新興国では多くの場合、実際に国民を搾取しようと共謀する支配エリートが存在しています。

当然のことながら、新興国ではポピュリズムが台頭しています。世界中のポピュリズムの傾向に関するイプソス（Ipsos）の世論調査では、新興国の有権者は「従来の政党や政治家は自分と同じような人々を気にかけていない」という意見に先進国の有権者よりも17%多く同意し、「経済は富裕層や権力者層に有利になるよう操作されている」という意見に12%多く同意していることが分かりました<sup>6</sup>。

1. 出所: IMF, "Tax Capacity and Growth: Is there a Tipping Point?", Nov. 2016. The optimal number is 13%, but 15% is the recommended goal, given revenue volatility. Fifteen percent should, therefore, be considered a floor for countries in the investable world of publicly traded EM sovereign debt (i.e., countries with bonds in the JP EMBIGD Index).
2. 出所: JP Morgan as of Sept. 2024; "World Economic Outlook" IMF, April 2024. This Invesco calculation took IMF WEO revenue as percentage of nominal GDP, imputed the uncollected percentage for every country that was collecting less than 22.2%, then summed those amounts across each country.
3. 出所: IMF, "Building Tax Capacity in Developing Countries", Sept. 2023.
4. 出所: Ichikowitz Family Foundation, "The African Youth Survey 2024", 2024.
5. 出所: World Economic Forum, "4.2 Billion People at the Ballot Box", Jan. 19, 2024.
6. 出所: IPSOS, "Populism in 2024", Feb. 2024.



**Q:新興国で汚職撲滅を掲げる政治家を支持することが、より良い税収につながる可能性はあるのでしょうか？**

ダニエル：グアテマラとセネガルは、政府への信頼と納税コンプライアンスの関連性を浮き彫りにした最近の2つの例です。これら2か国の出来事がトレンドとなるわけではありませんし、政府の透明性や税収能力の向上につながるわけでもありません。しかし、若者の票を集めて政権を握り、より清廉でより代表的な政府を約束する反体制派候補者が誕生する可能性を示唆するテンプレートとなるかもしれません。

2023年8月、グアテマラ国民は、20ポイントの差をつけて、反汚職を掲げる無所属の弱小候補、ベルナルド・アレヴァロ氏を大統領に選出しました。選挙結果に関する報告書の中で、米国平和研究所は「選挙運動中も投票所でも、若者の参加が重要な要素であったことは明らかである」と述べています<sup>7</sup>。アレヴァロ氏は、より迅速で包括的な経済発展と汚職撲滅に重点を置いた選挙キャンペーンを展開しました。経済面では、IMFは「グアテマラは開発への道を歩み続けるために、より多くの税収が必要である。税収は依然として世界で最低水準であり、国の喫緊のニーズ（インフラ、教育、保健、栄養不良など）に対応することは、公的債務を大幅に増やさなければ困難である」と明確に述べています。IMFは、国家の汚職防止計画に裏打ちされた改革アジェンダを推奨しています。

大西洋を隔てたセネガルでも同様のことが起こっています。今年初めに大統領と首相に立候補し、当選した若いコンビ、バシル・ジョマイ・ファイとウスマン・ゾンゴは、汚職（賄賂や政治に利用された無駄な公共支出の両方）と戦うことを公約に掲げた元徴税官です。若者たちの支持に関する実際のデータは少ないものの、選挙期間中に現場にいたジャーナリストたちは、これらの候補者の支持者やボランティアの若々しい雰囲気を確認しています<sup>8</sup>。IMFは、課税ベースを広げ、徴税率をGDPの20%に引き上げることで、追加の歳入を確保することを推奨しています。

政府の透明性を高め、尊重することは必要ですが、新興国政府が生産的な投資に必要な税金を増税するには十分ではありません。実際、人々は税金を払うことを好みません。しかし、政府の正当性が認識されることによって、コンプライアンスの向上が促されることは明らかです。グアテマラとセネガルは、持続的な成功例となるにはまだ十分な取り組みを行っていませんが、新興国に共通して見られる特徴、すなわち、低い課税ベース、若い人口、そして汚職撲滅を公約に掲げる新しく選出された人気のある政府、といった特徴を踏まえると、理想的な成果を導くための青写真となり得る可能性を示しています。

7. 出所: U.S. Institute of Peace, "Youth Mobilization Sparks Hope for Guatemala's Democratic Future", Aug. 28, 2023.

8. 出所: Christian Science Monitor, "Uncertain but undeterred: Young Senegalese prepare to vote", March 1, 2024.

## 当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループが作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

## 受託資産の運用に係るリスクについて

受託資産の運用にはリスクが伴い、場合によっては元本に損失が生じる可能性があります。各受託資産へご投資された場合、各受託資産は価格変動を伴う有価証券に投資するため、投資リスク（株価の変動リスク、株価指数先物の価格変動リスク、公社債にかかるリスク、債券先物の価格変動リスク、コモディティにかかるリスク、信用リスク、デフォルト・リスク、流動性リスク、カントリー・リスク、為替変動リスク、中小型株式への投資リスク、デリバティブ（金融派生商品）に関するリスク等）による損失が生じるおそれがあります。ご投資の際には、各受託資産の契約締結前書面、信託約款、商品説明書、目論見書等を必ずご確認ください。

## 受託資産の運用に係る費用等について

投資一任契約に関しては、次の事項にご留意ください。【投資一任契約に係る報酬】直接投資の場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.88%（税込）を上限とする料率を乗じた金額、投資先ファンドを組み入れる場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.605%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてそれぞれかかります。また、投資先外国籍ファンドの運用報酬については契約資産額に対して年率1.30%を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。一部の受託資産では投資一任契約に加えて成功報酬がかかる場合があります。成功報酬については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。【特定(金銭)信託の管理報酬】当該信託口座の受託銀行である信託銀行に管理報酬をお支払いいただく必要があります。具体的料率については信託銀行にご確認ください。【組入有価証券の売買時に発生する売買委託手数料等】当該費用については、運用状況や取引量等により変動するものであり、事前に具体的な料率、金額、上限または計算方法等を示すことができません。【費用合計額】上記の費用の合計額については、運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

### インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306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