



**nuveen**

A TIAA Company

2024年の世界債券市場展望

# 好機到来

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

## キャッシュを眠らせたままに していると機会を逃す可能性

世界的に、金利とインフレ、経済加速のピークは過ぎたように見えます。当社では、これから2四半期ほど、米国は金利も経済成長も高水準で横ばい推移した後、2024年後半には利下げが開始し、緩やかな景気後退局面に入るとみており、アジア太平洋地域と欧州も同様の状況になると予想しています。したがって、ポートフォリオの債券をオーバーウェイトとし、現在の利回りを活用して相対価値のあるエリアに現金を投入することを検討することが望ましいと考えます。キャッシュを眠らせたままにしていると機会を逃す可能性があります。

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

## 米国金利の見通し

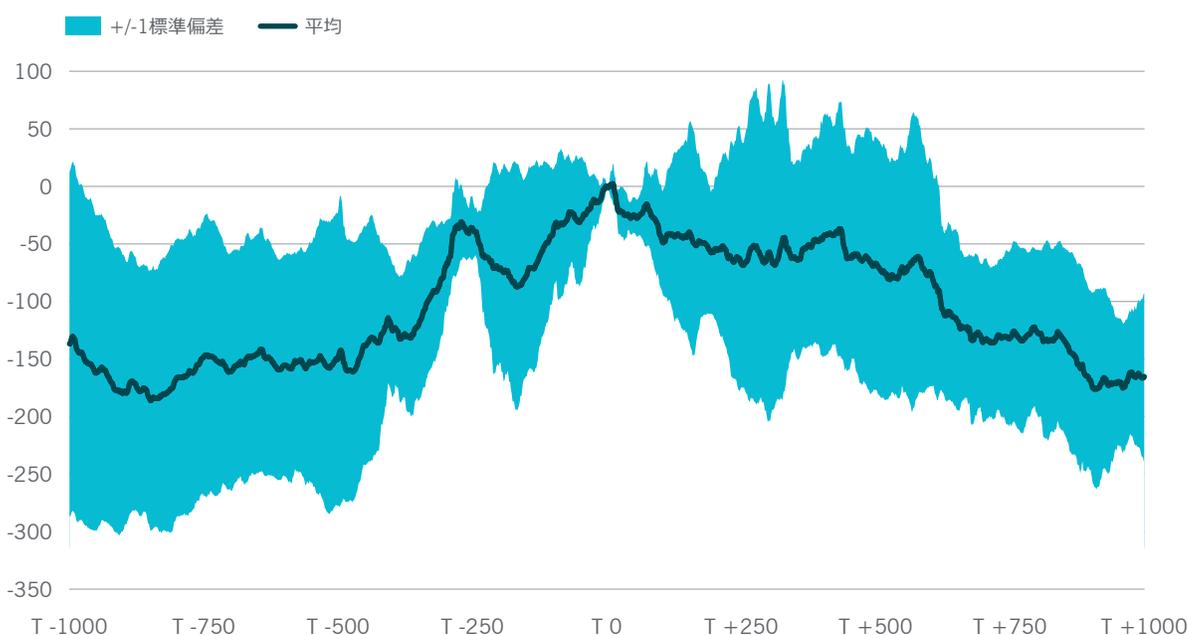
- 米国連邦準備制度理事会（FRB）の利上げサイクルは一巡し、今では今後の利下げペースが注目されると思われます。当社は今年から緩やかな利下げが始まると考え、米国公債のイールドカーブは下方向に動く予想しています。
- 利下げはヘッジコストの圧力を緩和し、おそらく米国公債市場に外国人投資家からの需要が戻ってくるでしょう。また、FRBがバランスシートのランオフ（債券償還に伴う自然減）ポリシーを終了して、国債の過剰供給をさらに緩和する可能性もあります。
- 当社は中期的に、10年物米国債利回りの公正価値は実質金利約1.50%、インフレ率約2.00%を含め3.50%程度と考えています。

## 米GDP成長率は2024年に鈍化の見通し

当社では、米GDP実質成長率は、2023年の3%近辺から、2024年には1%まで大幅に減速すると予想します。2023年に追い風をもたらした政府支出と純輸出は、おそらく横ばい推移となるか、やや下向くでしょう。消費支出は堅調を維持しても、やや鈍化すると思われます。直接設備投資は、非住宅投資の一段の減速と住宅建設活動の回復を背景に、まだら模様になることが予想されます。

図表1：債券市場は利上げ終了後に上昇する傾向がある

利上げ前後の10年物国債利回りの平均変動幅（bp）



出所：ブルームバーグLP。掲載されている運用実績データは過去の運用実績で、将来の結果を予測または保証するものではありません。データは、1974年以降のすべてのFRB利上げサイクル終了時（1974年、1980年、1984年、1987年、1989年、1995年、2000年、2006年、2018年）から1,000日前～1,000日後までの10年物国債利回りの平均および+/-1の標準偏差をベースポイントで示しています。

## 米国のインフレ見通しは楽観的だが、上振れのリスクにも注意

当社の基本シナリオは、コアインフレ率が2023年末は3.2%前後、2024年は2.75%~3.00%前後というものです。

この予想の根拠は以下の通りです。

- 賃料が大幅に減速し、2024年半ばまでに年率3%近くまで正常化すると予想。
- 非住宅コアサービスは、年率約4%から来年には年率3%に減速を予想。
- 財からサービスへ市場の焦点が移る中、財のインフレ率はほぼゼロを予想。
- エネルギー価格の安定化。

しかし、上振れリスクは残っています。

- 住宅価格が最近いくらか反発しており、インフレデータにおいては住宅市場の実際の活動と住宅価格との間に通常約15カ月の遅行性が見られるため、2024年後半の住宅インフレに上振れリスクが生じる可能性があります。
- エネルギー価格は国際動向を反映するため、不透明な中東情勢が影響を与える可能性があります。
- 労働市場の軟化に伴って賃金インフレ率が減速しており、それはコアサービスのインフレ率緩和に役立ちますが、労働市場が予想以上に堅調となれば賃金インフレに上押し圧力がかかり、最終的にコアサービスを通じて物価上昇をもたらす可能性があります。

## 米国に追従する世界のマクロトレンド

当社では大半の先進国市場におけるマクロ経済動向は米国と同様の状況になるとみており、特に、英国と欧州では、来年のGDP成長率は1.0%前後と、緩やかな成長になると予想します。日本のGDP成長率も同様と予想されますが、潜在成長率が比較的低いことに照らすと、もっと良好な結果を示すことになるでしょう。失業率は、米国で4.4%、欧州で7%程度まで上昇すると予想しています。中国では、当社の予想する通期の成長率は4.2%とコンセンサスを下回り、さらなる軟化を見込んでいます。

先進国市場のインフレ率はさらに減速が予想され、中央銀行が利下げを行う可能性が高いと思われます。欧州中央銀行（ECB）はおそらく2024年初頭に行動を開始するでしょう。

## 米労働市場は軟化の見込み

雇用創出のペースは、2023年初頭の月間約30万人から足元では約20万人に減速しており、さらに2024年初頭には10万人まで落ち込むと予想され、失業率に上昇圧力が生じると予想されます。FRBの「経済予測概要（SEP）」では、来年の失業率を4.1%と予想していますが、民間のコンセンサスでは4.4%と予想されています。当社では、リスクは高い失業率の方に傾いていると考えます。

製造業の残業労働時間、臨時雇用者数、民間企業離職率など、労働市場の強さを測る循環的な指標はすでに大幅に悪化しています。労働市場の冷え込みに伴い、求人数、離職率、新規および継続失業保険申請件数といったその他の指標も、おそらく悪化が続くでしょう。その結果、現在年率5%となっている賃金インフレ率に下押し圧力がかかり、来年は4%を切る可能性が高いと思われます。

## FF金利目標は流動的

当社では今のところ、主に以下の2つを理由として、来年は150bp（ベースポイント）の利下げを予想しています。つまり、インフレ率はさらに減速して、利下げがない限り実質金利が上昇し、経済成長は鈍化するとの予想です。

完全にリセッション入りするとのパッケージでは、来年はもっと大幅な利下げとなり、利下げ幅は200bp近くとなる可能性が高いと予想されます。インフレ率が高止まりし、経済成長が悪化しないとのブルケースでは、2024年に金利引き下げはないと予想されます。当社では、ECBは2024年初頭に利下げを開始し、年末までに50bp、下期にはさらに75bpの利下げを行うと予想しています。

# セクター見通し

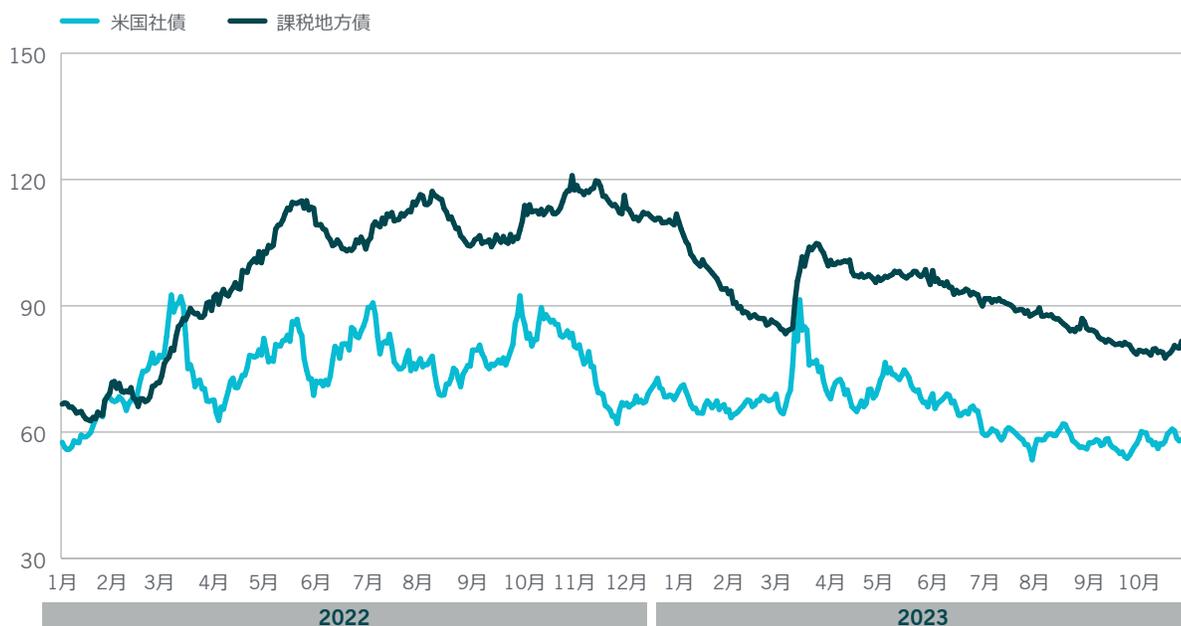
## 課税地方債

- 2024年初めの課税地方債のバリュエーションは、投資家にとって魅力的な水準にあります。Bloomberg Taxable Municipal Bond Indexの利回りは2023年10-12月期に6%に近付きました。金利はピーク時から低下していますが、現在の課税地方債の絶対利回りは過去10年間ではめったに見られない水準にとどまっています。このような環境下では、投資家は債券からのインカムのみでも魅力的なトータルリターンを享受できる可能性があります。
- さらに、課税地方債は、AAA格からAA、A、BBB格付まで、社債よりもワイドな信用スプレッドを提供します。強力な信用ファンダメンタルズと需給要因により、地方債は、経済見通しが不確実な中で底堅いポートフォリオを提供することができます。

- 今後に関しては、2024年には環境が改善すると考えています。FRBが急ピッチで利上げしたことで、課税地方債の利回りは影響を受けましたが、信用面のファンダメンタルズは依然堅調であり、景気が減速したとしても財政状況は揺るぎないと予想されます。
- 長期課税地方債に対する投資家需要は大幅に増加しており、FRBによる利上げが一巡したとの確信が得られれば、トータルリターン重視の投資家を引きつけると予想されます。2023年は金利ボラティリティの高まりを受けて新規発行が抑えられていたため、需要が回復すれば供給がタイトな中、地方債市場はラリーとなる可能性があります。当社予想通りにセンチメントが改善すれば、需要の高まりによって流通市場の供給もすぐに吸収され、供給が少ない環境下でスプレッド縮小をもたらすもう一つのカタリストとなるでしょう。

図表2：課税地方債の信用スプレッドは依然として社債から乖離

AA格地方債と社債の信用スプレッド (bp)



出所:ブルームバーグ、L.P.、2021年12月31日～2023年10月31日の日次データ。スプレッドは、オプション調整後スプレッド(OAS)です。掲載されている運用実績データは過去の運用実績で、将来の結果を予測または保証するものではありません。代表的な指数:課税地方債:Bloomberg U.S. Taxable Municipal Bond Index、米国社債:Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index。

## 投資適格債

- 信用ファンダメンタルズは、悪化が予想される証左を示しています。支払利息の増加によってカバレッジ比率が低下し、レバレッジは緩やかに上昇しています。今後金融コストが上昇する中で個人消費が軟化すれば、こうした指標はさらに悪化するでしょう。多くの消費者が余剰貯蓄を使い果たしており、学生ローンの返済が再開して家計支出がさらに制約され、クレジットカードや自動車ローンの延滞率は上昇しています。そのため当社の中期的見通しは先行きについて警戒しており、スプレッドは緩やかに拡大すると予想しています。
- 2023年に市場を支えた需給要因は目先、続かないかもしれません。2024年1-3月期には季節的に高水準の発行額が予想されるためです。10年以上の長期社債は新規発行のない状況が続くクレジットカーブはフラットな状態が続くでしょう。
- 需給の不均衡に基づいて当社は長期デュレーションを 선호しますが、短期ゾーンにもある程度割安感があると考えます。ディフェンシブな特徴を提供するセクターにあつて堅固な財務指標、低レバレッジ、潤沢なフリーキャッシュフローを持つ発行体は、経済成長鈍化が見込まれる中、今後も旺盛な需要が見込まれます。2024年に当社が選好するセクターは、通信、エネルギー、公益事業、銀行です。

## 優先証券

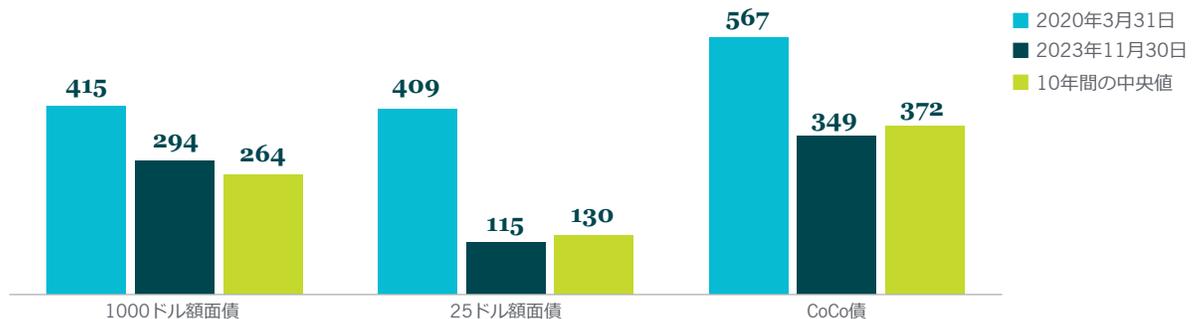
- 2023年の米国銀行業界では波乱の春を迎えた後、商業用不動産を主なストレスエリアとしてストレステストが行われましたが、厳しい経済環境にもかかわらずバランスシートは堅固であることが示されました。さらに、銀行セ

クターの7-9月期決算は平均して予想以上となりました。優先債やAT1 CoCo債（偶発転換社債）の投資家も含め、債券投資家にとって、規制の強化は銀行システムの全体的な健全性を改善するため、最終的にプラスの影響をもたらすと思われる。

- 2023年は優先証券の償還が新規発行を上回って純発行額はマイナスとなり、債券の供給不足が他の債券市場ではみられないような需給面での下支え要因となりました。最近になって、当初表面利率の高い魅力的な構造の新規発行がやや増加しています。ただし、既存の取引からの調達資金は、目先、または現在コール可能な優先債の償還に充当されているため、これらの新発債によって有利な供給環境が実質的に変わるわけではありません。
- バリュエーションは適正ないしやや割安に思われます。25ドル額面優先債は、長期的中央値と比較してオプション調整後スプレッド（OAS）が若干低く、米ドル建てCoCo債のOASは1,000ドル額面優先債とのスプレッドが過去レンジに比べてタイトになっています。当社は、25ドル額面優先債に対してOASが高い1,000ドル額面優先債を引き続き選好しますが、CoCo債においても魅力的な機会があると考えています。全体的に、大半の債券は現在、額面に対して大幅なディスカウントで取引されています。例えば、当社のブレンド・インデックスに含まれる債券の平均ドル価格は、2023年10月31日時点で87ドルでした。<sup>1</sup> さらに、表面利率が固定金利でないディスカウント価格の債券は、時間の経過とともに利率が高く改定される可能性があります。

図表3：優先債のスプレッドが依然として魅力的

米国債とのオプション調整後スプレッド（OAS、ベースポイント）



出所:Bank of America, Nuveen, 2023年11月30日現在。掲載されている運用実績データは過去の運用実績で、将来の結果を予測または保証するものではありません。代表的なインデックス：1,000ドル額面優先債：ICE BofA U.S. Investment Grade Institutional Capital Securities IndexとICE BofA U.S. High Yield Institutional Capital Securities Indexとの時価総額加重ブレンド、25ドル額面優先債：ICE BofA Core Plus Fixed Rate Preferred Index、CoCo債（偶発転換社債）：ICE BofA Contingent Capital Index。

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

## 証券化債券

### 資産担保証券 (ABS)

- 消費者クレジットと商業クレジットのパフォーマンスは安定の兆しを見せていますが、トリプルネット・リースなど資産価格が圧迫されている場合にはリスクが残っています。多くの場合、これらのスポンサーは流動性を補完するためにABSの新発行市場にアクセスすることができました。
- 市場や経済がピークアウトしつつあることから、当社は信用リスクについて警戒的であり、データを注視します。経済が減速した場合は、質の低いクレジットカードや自動車ローンにまず延滞/債務不履行が生じるとの恐れ、2024年には消費者ベースのABSと商業ベースのABSとの間でパフォーマンスがやや二極化すると思われる。

### 商業住宅ローン担保証券 (CMBS)

- 2024年は利下げの年と予想されていますが、どのような道筋で利下げが行われるかが投資家にとって大きな違いをもたらすでしょう。通常、リスク資産が幅広く上昇した場合、CMBSは当初出遅れますが、最終的には歴史的に足元スプレッドがワイドでリスクプロファイルも低い優良CMBSのスプレッドは大幅にタイト化します。一方、質の低い低格付け債は、担保価格の上昇がより確実になるまで足元のボラティリティが続きます。
- 2024年に米国のGDPがマイナス成長に落ち込んで予想以上に利下げが加速した場合、CMBSスプレッドはさらに拡大して価格は低迷すると思われる。カーブのスティープ化が急速に進む場合は、最も質の高い変動金利債券はよく持ちこたえるでしょうが、商業用不動産市場全体で

ルの取引件数が大幅に減少し、セクター全体にさらに悪影響となる可能性があります。

### 住宅ローン担保証券 (MBS)

- 住宅ローン市場のファンダメンタルズは、住宅販売件数の減少や金利上昇にもかかわらず、堅調に推移しています。住宅供給量は少なく、家賃は高いですが、住宅ローン金利が上昇して、発行額は冷え込んでいます。政府機関MBSに関して、当社は、本セクターがキャパシティに近く、バリュエーションも魅力的であることから、高格付けのポートフォリオを 선호します。BBB格付けやそれより低い格付けのMBSの利回りは、トータルリターンのパテンシャルは限られているものの、同様の格付けの社債に比べると依然として魅力的です。
- 金利が低下すれば発行額が増えるかもしれませんが、経済の減速が住宅需要にどのような影響を与えるかはまだ不明です。米国住宅市場は大幅な供給不足となっており、需要水準はやや低下するかもしれませんが、当面は旺盛な需要が続くと予想されます。

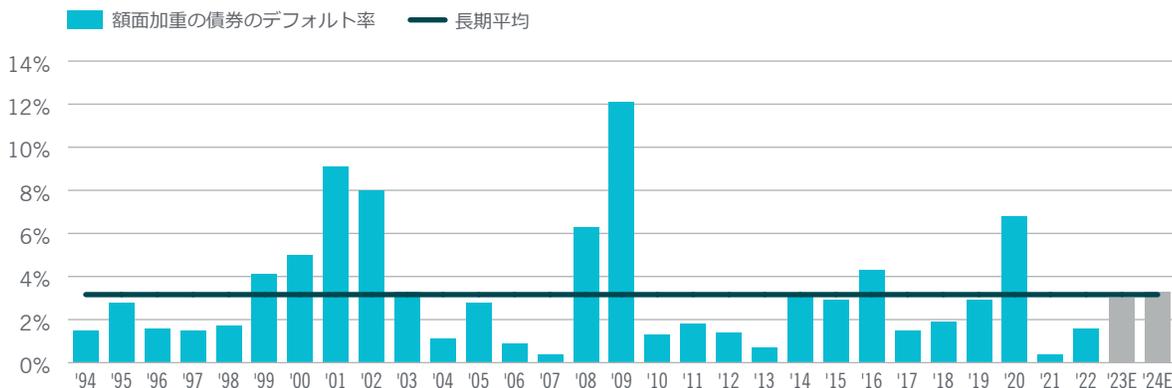
## レバレッジド・ファイナンス

### 米ハイールド社債

- ファンダメンタルズは引き続き堅調で、債券残高の半分近くがBB格付けとなっており、CCC格付けの債券は約10%に過ぎません。2020年の不況とデフォルトでは、最も弱い企業が市場から淘汰される一方で、フォーリン・エンジェルの銘柄が増えたことから、ハイールド債発行体の信用の質が高まる結果がもたらされました。

図表4：ハイールド社債のファンダメンタルズは引き続き堅調

ハイールド社債のデフォルト率 (額面加重)



出所：JPモルガン、1994年～2024年（推定値）。掲載されている運用実績データは過去の運用実績で、将来の結果を予測または保証するものではありません。

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

- 需給要因は堅調に推移しています。発行総額は2022年と2023年の水準から大幅に増加すると予想されますが、主にリファイナンスを中心とした取引になるでしょう。したがって、償還期限の到来やライジングスター銘柄の増加、コール/買付/再投資などによって、正味供給量は今後も自然需要に追いつかない状況が予想されます。また、リート・ファンドの資金フローも、明確にプラスに転じています。
- 2024年を迎えるにあたり、当社は、経済の減速と資金調達コストの上昇が遅行して企業に与える影響を考慮し、ディフェンシブなポジションをとっています。非循環的のセクターと比較的質の高い発行体を引き続き選好し、比較的低格付けの発行体には慎重姿勢を維持します。後者のカテゴリーでは、信用力悪化や価格ボラティリティの高まりが予想され、アクティブ運用を行う運用会社にとっては好機を提供するかもしれません。発行市場では、バランスシートの大きい発行体が表面利率を少しでも低くし、資本アクセスの多様化を図るためにシニア・ローンのリファイナンスを行うとみられ、有担保債務市場で魅力的な機会が生じると思われます。この傾向は2024年も続くでしょう。

### シンジケートローン (BSL)

- 2023年もアウトパフォームが続きました。主な要因は、(1) FF金利が上昇してインカムレベルが上昇したこと、(2) デフォルト環境が良好で、安定した価格につながったこと、(3) ローン担保証券 (CLO) の組成と機関投資家需要が新規発行供給量並みとなり、需給バランスがとれたことの3つです。
- レバレッジド・ファイナンスの借り手にとってFF金利の上昇は資金調達コスト増を意味するにもかかわらず、質の低いセグメントの発行が質の高いセグメントを上回るペースとなりました。しかし、2023年10-12月期以降は、質の高いローンの発行が質の低いローンを上回っています。市場は金利がより長く高止まりすることを理解しており、2023年7-9月期の決算シーズンでは、借り手の間で信用の質の違いに分散が見られ、比較的質の低いローンに関しては買い手が見られませんでした。今後に関しては、2024年には新規発行の供給が増加すると予想され、新規発行CLOと機関投資家の双方からの需要が継続すると考えます。

- 当社は現在がデフォルトサイクルの初期にあると考え、今後デフォルトは長期平均よりもやや増えるかとみえていますが、重要な点はそれが信用の質の低い発行体に集中するということです。注意すべきは、現実的なFF金利上昇・経済成長シナリオの下では、質の低いローンの信用指標はCCCレベルへの格下げの大幅増をもたらす可能性があり、その場合CLO投資家がリスクの最も高いエクスポージャーを適正サイズにすることを余儀なくされ、価格が大幅に下落する可能性があるということです。
- 2024年には、投資家は、1桁台後半のインカムと、ミスプライスされたディスカウントローンから10%代半ばのトータルリターンを生み出す機会に恵まれる可能性があります。

### ローン担保証券 (CLO)

- 米国でのCLOの新規発行は、2022年の250件、約1,100億ドルに対して、2023年には200件以上、1,000億ドルに達すると予想されています。米国のBSL CLO市場は8,880億ドルを超えています。ウエアハウス組成ペースは2023年7-9月期も鈍化が続き、2020年4-6月期の過去最低記録を下回りましたが、今後は新規発行が増えるともみられ、回復が予想されます。
- 2022年下半期を組成年とする多くのCLOがノンコール期間を終了して市場に入り、再投資期間が延長されました。2022年下半期に組成されたCLOは、ロシア・ウクライナ紛争というマクロイベント後、2022年で最も負債コストがワイドとなっているため、こうした状況は2024年1月上旬まで続くと思われる。このリファイナンス/リセット活動は、2022年に発行された2年のノンコール期間を持つ取引がイン・ザ・マネーとなる2024年を通して継続すると予想されます。
- CLOの負債スプレッドは2023年後半にタイト化しましたが、それでも過去最もワイドな水準が続いています。新規発行スプレッドは、トップレベルのマネジャーの過去水準と比較してややワイドですが、米銀のRWA規制の変更によりAAA格債券の需要が回復する可能性があるため、2024年には縮小すると予想されます。スプレッドは年末の170~180レベルから来年半ばまでに150~160に縮小する可能性があります。

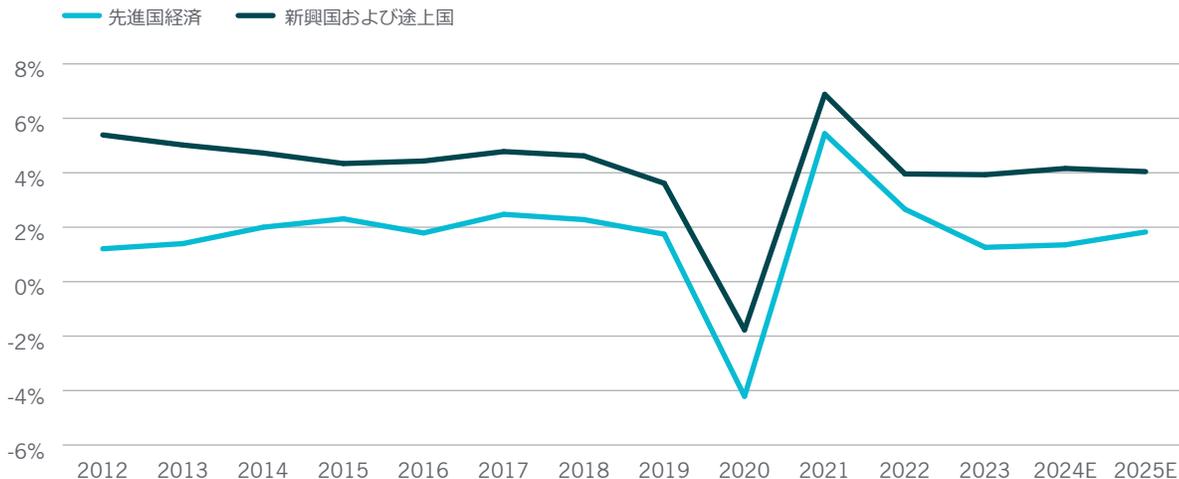
## 新興市場債 (EM)

- 当社は、グローバルなマクロ・リスクはよりバランスが取れていると考えます。これは最近続いていた逆風からの歓迎すべき変化といえます。FRBの金融引き締め、歴史的なドル高、インフレのまん延すべてが相まって、新興市場債は他の大半の資産クラスよりも早く金融引き締めの現実に適応せざるを得ませんでした。
- より長期的に高金利が続く金利レジームの下では、トータルリターンのパテンシャルは依然として魅力的であり、スプレッドが年間を通じて拡大した場合には、高利回りがバッファーを提供します。新興市場のグローバルな成長見通しは堅調に見えますが、中国経済が上振れたり、米国以外の先進国市場で同時成長が実現したりすれば、追い風がさらに加速することも考えられます。
- 現行予想よりも大幅な利下げとなった場合、比較的デュレーションが長い新興国国債は恩恵を受けるでしょう。新興国の現地市場は、FRBが緩和に動いた場合は金利を通して、中期的に米ドルが下落した場合にはFXを通して、アウトパフォームできる別の要因となつて、魅力的な利回りを提供することになります。新興国社債は依然として、米国投資適格社債およびハイイールド社債に対して魅力的な利回りと追加スプレッドを提供しています。

- 数年にわたって資金流出が続いた後、2024年初頭における新興市場ポジションは非常に軽くなっています。さらに、ハイイールドのソブリン債や新興国社債の供給はネットでマイナスになっており、それも需給面での下支え要因です。
- 当社のプロセスは好ましい国と銘柄の選別に大きく依存するため、ファンダメンタルズには変わらず注目し続けます。当社はソブリン債の格付けは安定が続き、格下げよりも格上げが多くなると予想しており、ソブリン債デフォルトの可能性は後退しています。新興国ハイイールド社債のファンダメンタルズの見通しも明らかになりつつあり、デフォルト件数は高水準だった2022/23年から半減すると予想されます。
- 2024年は選挙が多い年となり、国債ベンチマーク市場価値の4分の1近くを占める市場で、何らかの形で立法選挙や大統領選挙が行われる予定です。局地的には、その国固有のリスク事象が発生する可能性は考えられるものの、インドネシア、メキシコ、インドなど多くの大国では不測の事態が発生する可能性は低く、継続性が維持されると当社は考えています。

図表5：先進国と新興国の間では、成長率の格差が続く見通し

GDP成長率の変化率



出所：国際通貨基金、2012年～2025年（推定値）。掲載されている運用実績データは過去の運用実績で、将来の結果を予測または保証するものではありません。

## 米国以外の先進国市場 (DM)

- グローバルなマクロ・リスクはよりバランスが取れているように見えますが、グローバルなインフレと米国以外の先進国市場の経済成長の見通しに関しては不確実性が根強く残り、債券が適正価値であることも相まって、当社は質の高い銘柄を選好しています。米国の経済活動は予想以上に底堅さを維持していますが、欧州の経済成長はもっと劇的に減速しています。中国の景気と、米国以外の先進国との成長が同期するかどうかは依然として不透明です。当社のバイアスは高品質に向かっていますが、堅実な信用ファンダメンタルズとテクニカル要因、2023年初頭と比較してオールイン利回りが上昇したことによるインカムのクッションなどに照らし、スプレッド商品が好調に推移すると予想します。
- 2024年にはデフレーションのプロセスとFRBがどの程度緩和するのかが主な不透明要因として残るでしょう。当

は、機敏であることが重要だと考えています。世界的なインフレ圧力は全体的に緩和しているものの、タイトな労働市場やサービス価格の動向が懸念として残っています。欧州は特に強いデフレーションの傾向と弱い2024年の成長が予想されます。その結果、おそらく2024年上半期にはECBが利下げをすることになるでしょう。それに軟調な成長見通しが相まって、当社はデフレーション・ニュートラルとしています。日本の国債は、最近のグローバルな先進国市場のラリーに遅れをとっています。日銀は実質マイナス金利政策から脱却する可能性が高い一方で、利上げは緩やかなものにとどまるとの予想に基づき、当社はアンダーウェイトを減らしています。

- 依然として米国では実質金利が大幅なプラスとなっている上、米国以外の世界の経済成長率が不透明な中、短期的には再びドル高となる可能性があります。中期的にはFRBはターミナルレートに達し、金利は反転すると当社は考えます。

図表6：米ドルが上昇

米ドル・インデックス



出所：ブルームバーグLP、2021年～2023年。掲載されている運用実績データは過去の運用実績で、将来の結果を予測または保証するものではありません。

## インパクト投資

- グローバルなグリーン、ソーシャル、サステナブル (GSS) 債の発行額は、2018年の2,000億米ドル強から2022年には約9,000億米ドルへと増加しました。2023年通年の発行額は、2022年の水準と、2021年に過去最高を付けた約1.1兆ドルとの間になるとみられます。
- 2024年の発行額は1兆ドルを突破すると予想されています。再生可能エネルギープロジェクトを資金用途とするグリーンボンドは、2024年もラベル付きGSS市場の最大セグメントであり続けると予想されています。これは、再生可能エネルギーのコストが低下するにつれて、世界のエネルギーグリッドが化石燃料から移行し続けているためです。また、IRA (インフレ削減法) の規定と太陽電池や電気自動車のコスト低減、さらには利回り低下環境が相まって再生可能エネルギー技術のアフォーダビリティが増し、分散型太陽光・電気自動車 (EV) を裏付けとした証券化も増加が見込まれます。
- 2024年に予想される自然保護債務スワップは2件に過ぎません。これは海洋地域の保全と持続可能な漁業革新の支援と資金調達を訴えるもので、その他の自然保護にも拡張可能です。しかし、このプログラムは複雑で、設計、監視、執行が困難であり、1年に市場で実行できる取引件数は限られています。また、新興市場の投機家が入札前に発行済みの債券に高値で入札することで、この交換によって発行国に提供できる債務救済が限定されてしまう状況を避けるために、引受人および見込み投資家は、発行体候補のアイデンティティが市場で公開されないようにすることが重要です。
- 2024年には「グリーン」米国債の発行や調達資金の使用はないと思われます。近年、ドイツ、フランス、英国、イタリアなどの先進国および新興国の発行体はグリーン国債を発行しており、2022年には米国でIRAが可決されましたが、米大統領選挙の年にあつて議会が分裂していることを考えると、米国でグリーン国債が発行されるとは考えにくいのが現状です。
- サステナビリティ・リンク・ボンド (SLB) の発行は2024年には減少し続けるでしょう。2019年に初めて発行された後、SLBの発行ペースは鈍かったものの、市場価値は2021年に960億ドル、2022年は760億ドルに達しました。しかし、その後、当然とはいえ投資家の間でその構造に対して疑念が広がり、新規SLB取引フローは2023年に大幅に減少しました (11月13日までに前年比26%減)。これら債券は透明性と発行体レベルの説明責任の欠如によって打撃を受けました。発行体が自身への財政的影響を無効化または中和できるよう構造的なグレーゾーンを利用したためです。代わりに、私たちは資金調達商品を選好します。2024年にSLBの発行額も取引フローもさらに減速が予想される中、現行構造のSLBは間もなく終わるかもしれません。



詳細については、[nuveen.com](https://nuveen.com)をご覧ください。

## 出所

1 出所：ブルームバーグLLC。60% ICE BofA U.S. All Capital Securities Index/40% ICE USD Contingent Capital Indexに基づきます。

## 重要なお知らせ

ヌビーン・ジャパン株式会社（以下「当社」といいます。）は、第二種金融商品取引業、投資運用業及び投資助言・代理業を行う金融商品取引業者です。第二種金融商品取引業者として、当社は金融商品取引法（昭和二十三年法律第二十五号、その後の改正を含む）第二条二項に規定された有価証券についてのみ勧誘を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で当社が私募の取扱いを行う対象とはならない同有価証券、及びその他いかなる有価証券の取得の勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資運用業者として、当社は日本の投資家向けに投資一任運用サービスを提供することができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資助言・代理業者として、当社は投資助言の提供及び国内投資運用業者と海外の運用業者との間の投資助言契約あるいは投資一任契約の締結の代理を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

本資料に記載の情報は資料作成時点で実質的に正しいと考えられますが、その情報の正確性あるいは完全性を当社が表明あるいは保証するものではありません。データは資料作成者が信頼しうると判断した提供元から取得していますが、その正確性を当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産の価値および投資によりもたらされる収益は増加することもあれば減少することもあり、投資家は投資元本を失う可能性もあります。

本資料に含まれる見解は、資料作成時点での資料作成者の所見や展望であり、将来予告なく変更されることがあります。また、それらの見解は、過去あるいは将来の動向についての表明あるいは保証とみなして依拠されるべきものではありません。

経済あるいは市場に関する予測は不確実性を伴い、市場、政治、経済などの状況により変化する可能性があります。

本資料中に個別格付けの記載が含まれる場合、下記ウェブページの「無登録格付に関する説明書」をご覧ください。

<https://www.nuveen.com/ja-jp/global/-/media/nuveen/documents/legal-and-compliance/unregisteredratingagencies.ashx>

Nuveen, LLC及びその傘下の関連会社を総じて「Nuveen」あるいは「ヌビーン」と称する場合があります。Nuveen, LLCはTeachers Insurance and Annuity of America (TIAA、米国教職員退職年金/保険組合)の資産運用部門です。

本資料は、情報提供を目的として、受領者限りの資料としてご提供するものです。本資料を当社の書面による許諾なく第三者による使用または第三者への提供を禁じます。本資料で特定のファンドについて言及している場合、本資料でご紹介する運用戦略を投資一任口座で実現するための投資対象の一例として掲載するものであり、当該ファンドの募集やその他勧誘を目的とするものではありません。

### 金融商品取引法に基づく広告規制に関する重要事項

【費用】当社が投資一任契約口座にてお客様から受託した資産の運用を行う場合、お客様には、運用報酬、売買手数料、保管費用等をご負担いただきます。運用報酬やその他手数料については、投資形態、資産残高、運用手法等によって異なるため、あらかじめその料率やその上限値を本資料中に表示することはできません。具体的な費用については、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

【リスク】受託資産の運用に際しては、組入れファンドの価格変動リスク、組入れファンド内で投資する有価証券等投資対象の価格変動リスク、金利および金融市場の変動リスク、流動性が十分でないために取引できない流動性リスク、株式や債券に投資する場合には発行体の信用リスク、外貨建て資産の場合は為替変動リスク等の影響を受けます。これらの影響により、組入資産の価格が変動して損失を生じ、投資元本を失う可能性があります。運用によって生じた損失はすべてお客様に帰属します。具体的なリスクについては、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

ヌビーン・ジャパン株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第3132号

一般社団法人日本投資顧問業協会/一般社団法人第二種金融商品取引業協会加入

# nuveen

A TIAA Company