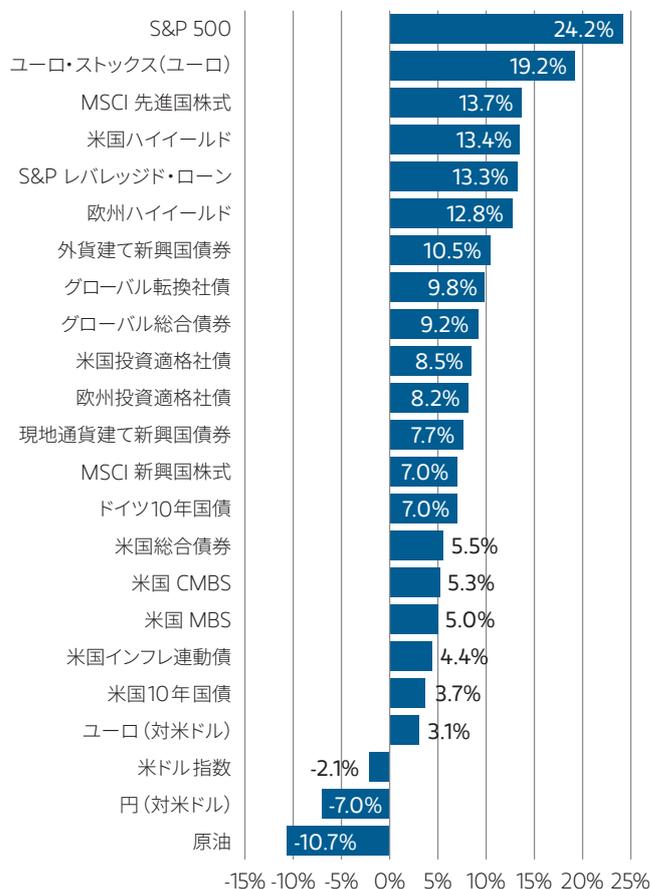


そして音楽は続く、 しかしいつまで？

マクロ・インサイト | ブロード・マーケット・チーム | 2024年1月

12月は11月に続き、月間の大半を通して世界中で国債利回りが低下し、スプレッドは縮小しました。米国の10年物国債利回りが月間で45ベース・ポイント(bps)低下したほか、ドイツでは42bps、カナダでは64bps、オーストラリアでは46bps、ニュージーランドでは56bps低下しました。これは、インフレ率が引き続き低下し、各中央銀行の政策が従来の予想よりも早期に利下げを実施する方向に修正されたためです。また、米ドルが下落し利下げ観測が高まったため、新興国市場(EM)資産は特に好調に推移しました。投資適格債とハイイールド債のクレジット・スプレッドが揃って縮小し、米国とユーロ圏は同程度のパフォーマンスとなりました。また、ハイイールド債が投資適格債をアウトパフォームしました。証券化クレジットのパフォーマンスは、社債に後れを取ったものの、証券化クレジットのスプレッドは、当月も引き続き縮小し、勢いを増しています。

図表1
資産別年初来リターン

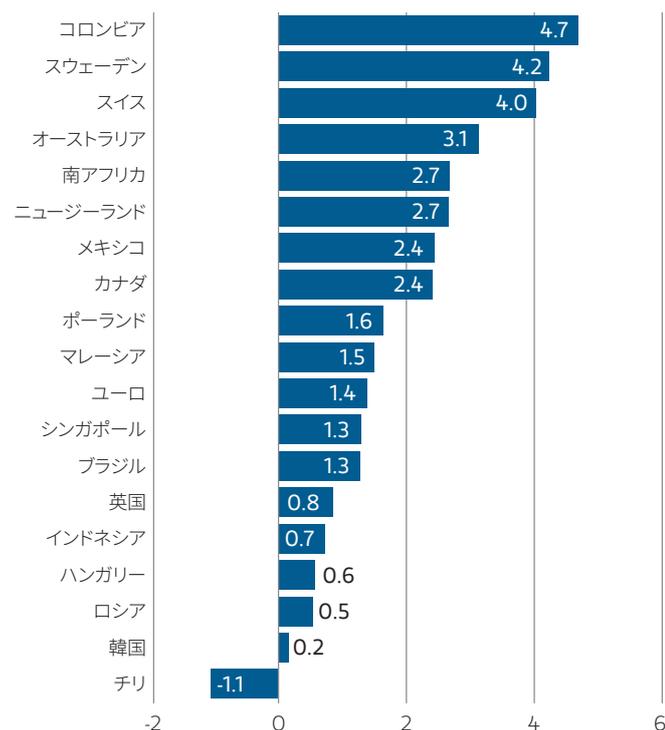


注記:米ドル・ベースのパフォーマンス 出所:ブルームバーグ(2023年12月末時点)
各インデックスは情報提供のみを目的として掲載しており、特定の投資実績を示唆するものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

図表2

対米ドルでの月次為替変化率

(プラス：上昇、マイナス：下落)



注記：変化率がプラスの場合、米ドルに対して通貨が上昇していることを意味します。出所：ブルームバーグ 2023年12月末時点。

図表3

主要市場の金利水準および対10年債スプレッド

国	10年債利回り(%)	月次変化(BPS)	10年スプレッド(BPS)	月次変化(BPS)
(対米国債スプレッド)				
米国	3.88	-45		
英国	3.54	-64	-34	-19
ドイツ	2.02	-42	-186	2
日本	0.61	-6	-327	39
オーストラリア	3.96	-46	8	-1
カナダ	3.11	-44	-77	0
ニュージーランド	4.32	-56	44	-11
(対独国債スプレッド)				
フランス	2.56	-46	54	-4
ギリシャ	3.06	-63	104	-21
イタリア	3.70	-53	168	-11
ポルトガル	2.66	-48	63	-6
スペイン	2.99	-48	97	-6
新興国債券	現地通貨建て債券利回り(%)	月次変化(BPS)	米ドル建て債券スプレッド(BPS)	月次変化(BPS)
米ドル建て債券スプレッド			444	-14
社債スプレッド			393	4
現地通貨建て債券利回り	6.89	-23		
(対米国債スプレッド)				
ブラジル	10.37	-54	649	-9
コロンビア	9.96	-84	608	-39
ハンガリー	5.87	-97	199	-52
インドネシア	6.45	-15	257	30
マレーシア	3.73	-9	-15	36
メキシコ	8.94	-45	506	0
ペルー	6.68	-53	280	-8
ポーランド	5.19	-31	131	14
南アフリカ	11.37	-20	749	25
クレジット			スプレッド(BPS)	月次変化(BPS)
米国投資適格			99	-5
欧州投資適格			138	-9
米国ハイイールド			323	-47
欧州ハイイールド			381	-45
証券化商品				
エージェンシーMBS			139	-18
米国BBB格CMBS			966	22

ポジティブ ニュートラル ネガティブ

出所：ブルームバーグ、JP モルガン 2023年12月末時点。

上記は本資料作成時点（2024年1月上旬）の債券運用部門による見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2023年12月末時点です。

債券市場アウトLOOK

12月の債券市場の良好なパフォーマンスは、ジェットコースターのような1年の締めくりにふさわしいものでした。年初からの9カ月間は散々な結果でしたが、その後は好調に転じプラスのリターンを重ねるといふ、まるでおとぎ話のような結末となりました。2024年のリターンがこのポジティブなトレンドを維持されることは誰もが望むところですが、ボラティリティが同じ水準にならないよう祈るばかりです。2024年における債券のリターンは2023年には及ばないかもしれないものの、各中央銀行の金融緩和により世界のキャッシュ金利が低下する可能性が高いため、キャッシュのリターンを上回る可能性は十分に高いです。

最大の懸念は、12月の目覚ましいリターンが2024年のリターンをどれだけ先取りしてしまっているかという点です。この点は、11月にリターンが好転した際に既に懸念材料となっていました。12月になってさらに懸念が高まりました。2023年10-12月期のリターンの大半は、7-9月期の悲観論からの巻き戻しだったことは確かです。2つの四半期を合計すると、それほど突飛な結果には見えません。実際のところ、2024年内に金利がまったく下がらないかもしれないという懸念があったところから、FRB予想のほぼ2倍利下げを予想する動きへの転換は驚くべきものでした。間違いなく要因はFRBにありますし、見方によっては称賛されるべきでもあるでしょう。12月に開催された連邦公開市場委員会 (FOMC) では、市場の強気な見方が全面的に支持され、追加利上げが予想から外され追加利下げが予想に加えられました。

しかし、大変なのはこれからです。経済成長、インフレ、金融安定に対する懸念が高まってきた経緯があるからといって、それが果たしてグローバル市場の大半で織り込み済みの大幅な利下げを正当化するでしょうか？ なぜなら、結局のところ素晴らしい結果を示したのは米国債券市場だけではなかったからです。ユーロ債市場も素晴らしいリターンを挙げ、新興国市場とハイイールド債市場はリスク資産のスプレッドが縮小したため、好調なリターンとなりました。現在期待されている利下げが実現しなければ、国債市場、社債市場、証券化市場などの債券市場はアンダーパフォームする可能性が高いと言えます。

米国でもその他の地域でも利下げが実施される可能性が高いという点は、朗報です。しかしながら、そのペースと規模はまだ不透明です。各中央銀行は、市場の強気な見方が正しいとまでは未だ確信していません。つまり、成長率は(弱まることはないにせよ)引き続き緩やかに推移し、労働市場は強含むことなく(横ばいの可能性はある)、最も重要な点としてインフレ率は低下し続けなければならないということです。過去1年間のインフレ率の急速な低下を考えれば、FRBの75bpsの利下げ予想が正当化されることは間違いありません。実際、インフレ率が後退を続けていることを考えれば、100bps以上の利下げが正当化される可能性もあります。利下げは実質金利の上昇を抑えることにはなりますが、これは保証の限りではありません。さ

らなる利下げが必要かどうかは、景気次第と言えます。市場は、FRBが2024年に6回以上の利下げを行うことに大きくベットしており、これは大胆ではあるものの、不可能ではありません。

では、このことが私たちにどのような影響を及ぼすのでしょうか？ 金利は中期的にはまだ魅力的ですが、2023年の価格上昇を踏まえると、短期的には妥当な水準に達していると考えられます。経済が市場の予測通りに推移するかどうかはわかりません。運用チームでは、期待しつつも警戒感を維持しています。投資適格債とハイイールド債のクレジット・スプレッドは、2023年に大幅に縮小しました。このため、今後数カ月間にさらに縮小する可能性はかなり低いことから、債券市場に割高感が出ています。オールイン利回りは引き続き良好に見えますが、スプレッドはサイクルの最低水準に近づいています。オールイン利回りがまだ妥当な水準にあるため、2024年を通し債券市場がキャッシュをアウトパフォームすると確信していますが、キャピタル・ゲインよりもキャリア・ゲーム (インカムゲイン中心) の色彩が強くなっていることは間違いありません。FRBが景気に対する「プット」を発動する可能性が高いことから、スプレッドが拡大すれば、エクスポージャーの追加を検討したいと考えています。このような環境下では、より短期のハイイールド債が魅力的と言えます。また、金融セクターは非金融セクターより、まだ割安感がありそうです。

運用チームでは、上昇相場を経ても一部のEM債券市場は引き続き魅力的であると見ていますが、10-12月期の上昇相場を鑑みて、アロケーションを引き上げる段階にはないと考えています。利回り低下は最近の水準には及ばないとは思われますが、多くのEM諸国の中央銀行が利下げサイクルを開始した一方で、FRBの利下げは依然として意欲的です。ここでも、米国と同様、さらなる大幅利下げが正当化されるかどうか大きな問題と言えます。米国債の価格上昇と米ドルの下落はEM債にとって有益であり、金融市場の環境がより穏やかでポジティブなものになっています。投資妙味があると見ているのは、ラテンアメリカの債券市場です。当該地域の各中央銀行はこれまで利下げに成功しており、FRBが本当に利下げを継続するのであれば、これに追随して利下げを継続するでしょう。但し、米国の各種データが、金融市場が織り込んでいるハト派的なシナリオを下支えする内容である必要があります。債券市場が良好なパフォーマンスを継続するうえでの最大のリスクのひとつは、景気の加速、あるいは米国の場合、大幅な景気減速がないことです。そうなれば、短期金利の低下が長期利回りの低下につながり、それがクレジット・スプレッドの縮小につながるという正のフィードバック・ループを短縮することになります。どのようになるかは、時間が経てば判明することでしょう。

運用チームは、引き続き、住宅ローン担保証券 (RMBS)、資産担保証券 (ABS)、一部の商業用不動産担保証券 (CMBS、除くオフィス関連) など、より高い利回りと健全な担保を持つ、

上記は本資料作成時点 (2024年1月上旬) の債券運用部門による見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2023年12月末時点です。

より短期の証券化クレジットに引き続き妙味があると見ています。とはいえ、家計のバランスシートがより逼迫し、家計貯蓄が過剰になるにつれて、見通しはわずかですが悪化しています。証券化クレジットの中では、引き続き、住宅取得能力が厳しいものの、ノンエージェンシー・モーゲージに最も妙味が高いと考えています。意外なことに、米国の住宅価格は再び上昇しており、底を打ったように見えます。米国のエージェンシー・モーゲージは、10-12月期の業績が好調だったにもかかわらず、少なくとも相対的にクーポンが高いものについては、投資適格債と比較して相応の価値を維持していると見られます。

米ドルの先行きも変化しているようです。10-12月期は堅調に推移しましたが、12月には大きく売り込まれました。米国経済は減速しているとはいえ、その状況は他の先進国の大半よりも良好で、金利も高水準です。そのため、米ドルを他のG20通貨に対してアンダーウェイトすることが合理的との確信は持っていません。一部のEM通貨はより良いポジションにあるように見えますが、最近の上昇の後では、市場を追いかける局面ではないと考えています。現地通貨建てEM債券は、EM通貨の上昇から得られるバリュエーションよりも、より良いバリュエーションを提供すると思われる。

上記は本資料作成時点（2024年1月上旬）の債券運用部門による見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2023年12月末時点です。

先進国市場

12月の先進国債券市場は、インフレ指標が引き続き事前予想を下回る結果となったことから、上昇しました。英国の11月の消費者物価指数（CPI）はコンセンサス予想を0.5%近く下回り、米国のコア個人消費支出（PCE）も同様に大幅な減速を示しました。その結果、パウエル議長が2024年の利下げ観測の高まりをほとんどプッシュバックせず、FOMCメンバーも2024年末の政策金利とインフレ率の見通しを下方修正するなど、FRBのシグナルはハト派色を強めました。市場がより早期かつ積極的な政策緩和を織り込み始めたため、2年物および10年物の米国債利回りはそれぞれ43bpsおよび45bps低下し、後者は4%を突破しました。英国債（10年物利回りが64bps低下）は、インフレ率低下が著しかったことからアウトパフォーマンスしたものの、10年物独国債（-42bps）は米国債にやや遅れをとりました。その他に関しては、オーストラリア、カナダ、日本、スイスの中央銀行は政策金利を据え置きましたが、ノルウェー中銀は市場予想に反し、利上げを実施しました¹。

今後、欧州の中央銀行は、市場が現在期待している利下げを実現するために労力を費やすことになるでしょう。12月末現在、FRB、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BOE）に関しては、2024年を通し25bpsの利下げが6回以上行われることが織り込まれています。しかし、経済活動は底堅く推移しています。さらに、FRBのシグナルがハト派色を強めているにもかかわらず、BOEとECBはそれと同じ程度にはトーンを変えておらず、むしろインフレが望ましい下降経路にあることを確認するにはさらなるデータが必要であることを強調しています。現在、米国とカナダの金利差は、これまでの実績からもファンダメンタルズと比較しても極端に大きく、クロスマーケットの金利取引に投資機会を見出せると考えています。また、これに加えて、ターム・プレミアムの拡大またはイールドカーブの中期ゾーンの価格上昇から恩恵を受ける一部のテナー（特に5s30s）のステイプナー戦略を維持します。

外国為替市場では、FRBが他の中央銀行よりもハト派色を強めており、実質実効為替レートベースでは依然として割高であることから、米ドルは12月も弱含みで推移しました。運用チームでは、引き続きドルに対して弱気な見方を持っており、カナダドルよりも豪ドルを選好しています。

新興国市場

新興国市場債券は、当該資産クラスのすべてのセグメントで引き続き上昇しました。FRBは12月の会合で金利を据え置きましたが、市場は2024年に利下げが実施される可能性が高く、年前半に実施される可能性もあるとして見えています。米ドルは当月も弱含みで推移し、EM通貨にとって好材料となりました。ソブリン債と社債のスプレッドは縮小し、ほとんどのEM通貨が上昇しました。ラテンアメリカでは全体的に利下げサイクルが進行しており、コロンビアとチリが利下げを実施したほか、メキシコは2024年に利下げを実施する方向へシフトしています。スリナムは、石油に連動したバリュー・リカバリー・インスツルメントを通じて債権団との債務再編を完了しました。アルゼンチンは、苦境にあえぐ経済を救う緊急措置として、通貨を50%以上切り下げました。当該資産クラスからの資金流出が続いており、ハード・カレンシー・ファンドから-15億ドル、現地通貨建てファンドから-14億ドルの資金が流出しましたが、流出は落ち着きをみせています²。

FRBは引き締めサイクルの終了に近づいており、市場は早ければ2024年前半に利下げする可能性を見込んでいます。EM資産は、先進国市場のハト派的な流れと米ドル安を追い風に、年末に向けた最後の数カ月間に上昇しました。EMDは、バリュエーションが引き続き魅力的であり、先進国市場の金利引き下げが間近に迫っていることから、引き続き上昇する可能性があります。マクロ環境が現地通貨建て債券に有利な方向へとシフトしているため、現地通貨建て債券は魅力的です。資産クラス、特に外貨建て新興国債券の分野では、クレジットの二極化が続いているため、乖離が残っています。2024年は当該資産クラスの価値を見極めるには、国別・クレジット水準別の分析が極めて重要になると考えられます。

¹ 出所：ブルームバーグ、2023年12月末時点。

² 出所：ブルームバーグ、2023年12月末時点。新興国社債はJP Morgan CEMBI Broad Diversified Index。

上記は本資料作成時点（2024年1月上旬）の債券運用部門による見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2023年12月末時点です。

クレジット市場

12月はユーロと米国のIGスプレッドがともに5bps縮小し、10-12月期の流れが継続しました。市場が、インフレデータと中央銀行総裁の声明を背景に、政策がインフレ対応から成長懸念に軸足を移したこと、金利がピークに達したこと、そして政策金利の引き下げが低成長と低インフレという「ゴルディロックス」につながる可能性があることを確認したと解釈したため、クレジット市場のスプレッドが縮小し、リスクフリー利回りは上昇しました。当月の市場センチメントは、いくつかの要因によって左右されました。第1に、月末にかけて紅海での動向が活発化し、この地域に緊張が残っていることが浮き彫りになったものの、地政学的懸念がそれ以上エスカレートしませんでした。第2に、M&Aの憶測、敗訴、業績修正により、個別銘柄のクレジットのボラティリティが拡大しました。最後に、IG債への旺盛な資金流入と年末休暇シーズンによる市場流動性の低下により、テクニカル面が下支え要因となりました³。

米国およびグローバル・ハイイールド債市場は12月も優れたリターンをもたらしたが、これは12月のFOMCで金融政策が突然転換したと、投資家が解釈したためと見られます。ハイイールド債市場のテクニカルは12月も引き続き堅調でした。新規発行額は少なく、2023年で6か月連続の資金純流入となりました。米国債利回りが月間を通し大幅に低下したため、ハイイールド債市場の平均利回りは約80bps低下し、ハイイールド債のリターンは年末まで堅調に推移しました。リスク・センチメントが一段と改善したことを受け、12月の米国ハイイールド債市場のアウトパフォーマンスは高格付けセグメントから低格付けセグメントへとシフトしました⁴。

12月のFOMCで金融政策が突然転換したと投資家が解釈したため、グローバル転換社債は他のリスク資産とともに12月を通し再び上昇しました。グローバル転換社債は当月、グローバル株式をアンダーパフォームしましたが、グローバル債券をアウトパフォームしました。グローバル転換社債市場における12月の新規発行額は44億ドルにとどまり、月次ベースで2023年で最低の発行額を記録しました。通年の傾向と同様、12月の新規発行は米国に集中しました⁵。

今後の見通しに関しては、中央銀行がインフレ懸念から行き過ぎた成長への懸念に軸足を移したことでクレジット取引のマクロ環境が改善する中、基本的に1月の新規供給は小幅なディスカウントで債券を購入する好機と見ています。キャリアは魅力的なリターンの機会ですが、中期的なファンダメンタルズの先行きが不透明であるため、スプレッド縮小に関しては確信度は比較的低めです。

2023年のハイイールド債市場は、依然として歴史的に魅力的な利回りと市場サイクル最低水準に近いスプレッドという、特殊な組み合わせで幕を閉じました。経済の完全なソフトランディングをほぼ反映したハイイールド債のバリュエーションの年末の修正およびその規模を考慮し、慎重な見通しを維持しています。明るい兆しは、歴史的に高水準で推移するオールイン利回りであり、弱気シナリオの分析においても、2024年のハイイールド債投資家のリターンがプラスになることを裏付けています。

2024年を迎えるにあたり、グローバル転換社債市場については引き続き建設的な見方を維持しています。2023年のグローバル転換社債市場は、価格とデルタが上昇し、転換プレミアムが減少したため、テクニカルは概ね改善しました。これらの要因を総合すると、グローバル転換社債のプロファイルはよりバランスの取れたものになると見ています。さらに運用チームでは、相対的に高金利環境の中、各企業が伝統的債券に加え、転換社債市場で既発の転換社債の借り換えを検討していることから、2024年も引き続き新規発行量が増加すると予想しています。より伝統的な非対称のリターン特性に加え、新規供給の増加が見込まれることから、2024年のグローバル転換社債に対する楽観的な見方を有しています。

³ 出所：ブルームバーグ・インデックス (U.S Corporate Index, European Aggregate Corporate Index)、2023年12月末時点。

⁴ 出所：JPモルガン、Bloomberg US Corporate High Yield Index、2023年12月末時点。

⁵ 出所：ブルームバーグ、Refinitiv Global Convertibles Focus Index、2023年12月末時点。

上記は本資料作成時点（2024年1月上旬）の債券運用部門による見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2023年12月末時点です。

証券化商品

エージェンシー MBS のスプレッドは12月を通し18bps 縮小し、同程度のデュレーションの米国債を139bps 上回り、年初に50bps 拡大したのち、通年では4Bps の縮小で年末を迎えました。FRB のMBS 保有残高は12月に160億ドル減少して2兆4,230億ドルとなり、2023年通年で合計2,090億ドル減少、2022年のピークからは3,090億ドル減少しました。米銀のMBS 保有残高は1,700万ドル増の2兆5,100億ドルに達しましたが、それでも2023年は2,300億ドルの減少となっており、2022年初頭から見ると5,000億ドル近く減少しています。証券化商品の新規発行が少なく、需要が堅調に推移したため、証券化商品のクレジット・スプレッドも12月を通し縮小しました。欧州の証券化市場の活動は12月を通し鈍化し、2023年の欧州における証券化商品の発行額は大幅に軽量な内容となりました⁶。

2023年を通し金利とスプレッドの両方が乱高下しましたが、2024年は証券化商品の金利とスプレッドが2023年年初と同様の水準での幕開けとなります。運用チームではまた、住宅ローン・セクターとビジネス関連ABSはポジティブ、商業用不動産と消費者関連ABSは慎重、エージェンシー MBSは中立、デュレーション・ポジショニングは全般的に中立と、これらについて2023年初頭と同様の見通しを持っています。市場がFRBによる150bpsの利下げを織り込んでいることから、最近の急激な金利上昇はやや行き過ぎであると考えています。金利低下は証券化クレジットのサポートになるはずで、住宅取得能力の改善、元利金返済カバー率の低下、リファイナンスの蓋然性上昇が期待できます。現在の金利水準は多くの借り手にとって、依然としてストレスの高いものであり、家計のバランスシートを引き続き蝕み、一部の消費者向けABS、特に低所得者向けABSにストレスをもたらすものと引き続き確信しています。商業用不動産もまた、現在の借入金利水準によって厳しい状況が続いており、一部のセクターでは2024年に営業収益が減少する可能性があります。住宅ローン・クレジット分野は現在も最も妙味が高いと見るセクターであり、低格付けのABSやCMBSについてはより慎重に見ているため、クレジット水準を引き下げても引き続き安心していられるセクターの1つとなっています。エージェンシー MBSについては、ここ数カ月の大幅なスプレッド縮小を受け、中立の見方に転じています。エージェンシー MBSのスプレッドは、投資適格社債のスプレッドや過去のエージェンシー MBSのスプレッドと比較すると引き続き魅力的ですが、2024年の需給動向は依然として厳しい内容となっています。短期的にはスプレッドのさらなる縮小は考えにくいと見えています。

⁶ 出所：ブルームバーグ、2023年12月末時点。

当資料の複製、公衆への提示・引用および販売用資料への利用はご遠慮ください。当資料はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものです。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、我々は一切の責任を負いません。当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は我々に帰属します。我々からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。

当資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての予想や見解ではありません。また予想や見解が実際に実現するとは限らず、将来のパフォーマンスを示唆するものではないことにご留意ください。当資料の情報はモルガン・スタンレーの金融商品にかかわるものではなく、また商品を推奨するものでもありません。当資料で表明された見解は原書執筆時点の筆者の見解であり、市場や経済、その他の状況による変化を免れません。これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

当資料は情報提供のみを目的としたものであり、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料ではありません。また、商品の売買の助言もしくは勧誘または我々が提供するサービスに関する勧誘を意図するものではありません。当資料に含まれる情報は信頼できる公開情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料で表示している過去の実績は、必ずしも将来の結果を保証す

るものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り原書執筆時点現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り原書執筆時点の見解を示すものです。当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性があります。

我々およびモルガン・スタンレーは、当資料に含まれる情報を利用し、信頼または利用できなかったことに起因する一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。

お問い合わせ先

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

〒100-8109

東京都千代田区大手町1-9-7

大手町フィナンシャルシティ サウスタワー

tel: 03-6836-5100

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第410号

加入協会：日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています

www.morganstanley.com/im/jp