



INVESTMENTS

From the desk of Jae Yoon / Jae Yoon (ジェイ・ユーン) のデスクから

*Chief Investment Officer of New York Life Investment Management (NYLIM)
Chairman of NYL Investments Asia*

ニューヨークライフ・インベストメント・マネジメント (NYLIM) 最高投資責任者
ニューヨークライフ・インベストメンツ・アジア会長

<日本語は英語の後に続きます>

The economy & markets

- In the global economy, 2022 was about inflation. In 2023, the question is whether economic growth can keep up. In some countries like the United States, consumers received considerable policy support in recent years. Now, though, households are feeling the crunch. In many countries, incomes have not kept up with the cost of living for over a year. It is an open question whether consumers will continue to show resilience in 2023.
- The Chinese Communist Party's decision to remove its zero-Covid policy is a major change for the global economy. In the near term, we expect continued economic slowdown as health concerns spread. Leading indicators of services and manufacturing activity have already begun to fall. In the medium term, though, reopening should lead to stronger economic activity. While this is good news for exporters, including in Japan, this global tailwind could also contribute to stronger energy demand and persistent inflation in 2023.
- Despite the Bank of Japan (BoJ)'s surprise move in December, Japan's monetary policy is still diverging from its developed market peers. This divergence may create an opportunity for equity investors. We believe Japanese equities as measured in local currencies should remain in moderately low-volatility territory and decorrelated from global assets.

Japan focus

- In December, the Bank of Japan decided to widen its band on 10-year Japanese government bonds (JGBs) from 25bps to 50bps, effectively allowing interest rates to move higher. This move was a shock to investors, but so far the impact to global bond markets has settled without any crisis. The global yield adjustment means that the change in yield with the appreciation of the yen are not likely to result in meaningful repatriation of capital back to JGBs.
- Meanwhile, the appreciated yen makes imported goods relatively less expensive, which should be more sustainable for Japanese consumers.
- It is important to note that expectations around future inflation have stabilized, meaning Japanese consumers expect inflation to persist around current levels. If higher inflation is accompanied by modest wage growth, then this would be a positive development for

the Bank of Japan. Moderate inflation around 2% is widely understood to be commensurate with a healthy economy.

- If inflation persists and the Japanese economy looks healthy, then the Bank of Japan could take further steps to reduce its highly accommodative monetary policy, whether by widening its yield curve control bands further, or, in my view more likely, reducing the tenor of its focus from 10-year bonds to 5-year bonds. However, I would be surprised if the Bank of Japan took further action before Governor Kuroda's transition in April. I believe more surprise policy change would make investors skeptical of the Bank of Japan's control and credibility, which could prompt an unexpected spike in bond yields.

- We recently conducted research on the risks that could upset investment consensus in 2023, and found that pockets of the Japanese market may be unprepared for a sudden rise in interest rates if the BOJ were to move further. The pension sector in Japan appears eerily similar to that of the UK before its pension crisis in 2022. For years, due to the challenge low interest rates pose for meeting future liabilities, asset-liability matching investors in Japan have used derivatives to hedge interest rate risk. Japan's shrinking population has increased the need for future payouts, likely amplifying the use of risky yield-generation strategies and further increasing the fragility of the market. And, Japan's bond market is five times bigger than the UK's gilt market. While a pension crisis is far from our base case perspective, this is where we see a potential risk unfolding if bond yields were to increase meaningfully and for a prolonged period of time.

High conviction investment idea: higher rates make credit attractive

- We see challenges for global equity markets ahead. While interest rate pressures may be nearing their peak, they are unlikely to unwind any time soon. And, as economic growth slows, we expect further equity market weakness as multiple compression yields to earnings compression.

- However, being chronically underweight global equities can be a losing strategy, for at least two reasons. First, we expect strong melt-up days as central banks near their pausing points. Second, resilience to inflation is still key. The last cycle's low-volatility asset classes, such as cash and core bonds, can create drag on total return when inflation is still high.

- As a result, investors have to consider a new recession playbook, focused on defensiveness, quality and income. We like asset classes that may provide inflation resilience via higher yield, but that have also leveraged the post-pandemic environment to build higher quality and therefore potentially lower risk of default as economic risk rises. We are focused on strategies such as value equity, infrastructure, commodities, high yield bonds and municipal bonds that may deliver these factors.

以下は、英語原文の日本語翻訳です。翻訳にあたっては誤りのないよう最善を尽くしておりますが、万が一英語原文と内容に齟齬があった場合には英語原文が優先しますことをご了承ください。

経済・市場

- 世界経済にとって、2022年は「インフレ」の年だった。2023年は、経済成長を維持できるかどうか焦点となる。米国などの一部の国ではここ数年、消費者はかなりの政策支援を受けてきた。しかし現在、家計はひっ迫を感じるようになってきた。多くの国では1年以上にわたり、所得が生活費の増加ペースに追いついていない。消費者行動が2023年もレジリエンス（強靭さ）を示し続けるかどうかは何とも言えない。

- 中国共産党がゼロコロナ政策の解除を決めたことは、世界経済にとって大きな変化である。当社は目先、健康への不安が広がるにつれ景気の鈍化は続く予想しており、すでにサービスと製造活動の先行指標は低下し始めている。しかし、中期的には、経済再開はより力強い経済活動につながると予想される。これは、日本を含む輸出国にとっては好材料だが、同時にこの世界的な追い風は2023年、エネルギー需要をさらに押し上げ、根強いインフレをより悪化させる可能性がある。

- 日本銀行は12月に予想外の動きに出たものの、日本の金融政策は依然、世界の先進各国とは大きく異なっている。この乖離は、株式投資家にとって機会をもたらす可能性がある。当社は、現地通貨ベースでの日本株は、ボラティリティが適度に低めの領域に留まり、他のグローバル資産との相関性も低い状態が続くとみている。

日本に関して

- 日銀は昨年12月、10年国債利回りの許容変動幅の上限を0.25%から0.5%に引き上げることを決め、実質的に金利の上昇を容認した。この措置は投資家にとって衝撃だったが、これまでのところ世界の債券市場へのインパクトは落ち着き、危機的状況とはなっていない。世界的に利回りが調整されるということは、円の上昇を伴う利回りの変化が日本国債への大規模な資本回帰へとつながる可能性が低いと考えられる。

- 一方、円高は、輸入品の価格を相対的に下落させ、日本の消費者にとってより持続可能な水準に近づけよう。

- 重要な点は、今後のインフレをめぐる期待が安定したこと、つまり、日本の消費者がインフレは現行水準近辺で続く予想していることである。インフレが高くても緩やかな賃金の上昇が伴えば、これは日銀にとってプラスの展開になる。2%前後の緩やかなインフレは健全な経済に見合うものとの認識は広く共有されている。

- インフレが長引き、それでも日本経済が健全そうであれば、日銀は、イールドカーブ・コントロールの変動幅をさらに拡大するか、焦点となる利回りを10年国債から5年国債に移すことで（私はその可能性がより高いとみている）、超緩和的な金融政策の縮小に向けた措置をさらに進める可能性がある。しかし、もし日銀が4月の黒田総裁の任期満了前にさらなる措置をとったとしたら、それはサプライズであると考えられる。私は、このようなサプライズな政策変更は、日銀の統制と信頼性に対する投資家の不信感を呼び起こし、債券利回りの予想外の急上昇を招く可能性があると考えている。

- 当社は先ごろ、2023 年に投資のコンセンサスを揺るがしかねないリスクについて調査を行い、日本市場には、日銀のさらなる行動により金利が突然上昇した場合、その準備ができていないことを確認した。日本の年金セクターは、2022 年の「年金クライシス」前の英国のそれに不気味なほど似通っているように見える。何年にもわたり、低金利を背景に将来債務の帳尻をどう合わせるかという難問を抱え、資産と負債のマッチングをしている日本の投資家は、デリバティブ商品を使って金利リスクをヘッジしてきた。日本の人口減少は、将来の給付金のニーズを高めており、リスクの高い高利回り戦略が選好され、その結果市場のもろさをさらに強める可能性がある。また、日本の債券市場は、英国国債市場の 5 倍の規模を持つ。年金クライシスは当社の基本シナリオの視点からはかけ離れているが、債券利回りが目に見えて、かつ長期にわたって上昇した場合、潜在的リスクが表面化するのはこの部分ではないかとみている。

期待のもてる投資アイデア：高い利回りレベルとクレジット投資の魅力

- 世界の株式市場は先行き厳しいと当社はみている。金利圧力はピークに近づいているかもしれないが、すぐに反転する可能性は低い。また、経済成長が鈍化するなか、マルチプルの縮小から収益の圧縮に移り、株式市場がさらに脆弱になると当社は予想している。

- しかしながら、グローバル株式を長期間アンダーウエイトとするのは、少なくとも 2 つの理由から「負ける戦略」になりそうだ。まず、当社は、各国中央銀行が政策休止のタイミングに近づくなか、強力な「メルトアップ」、すなわち劇的な株価上昇の時期が訪れると予想している。2 番目に、インフレへの抵抗力が依然、カギである。キャッシュやコア債券など、前回サイクルの低ボラティリティ資産クラスは、インフレが高水準で推移する時期にはトータルリターンを引っ張りかねない。

- こうしたことから投資家は、ディフェンシブであること、クオリティを維持すること、そしてインカムを軸とした新たな景気後退の攻略法を考える必要がある。当社が選好する資産クラスは、より高い利回りを通じてインフレへの抵抗力を維持できる一方、同時にポスト・パンデミック環境を活かしてより高いクオリティを獲得し、それゆえ景気リスクが生じても潜在的にデフォルト・リスクが低い資産クラスである。当社は、これらの要素を備えているとの判断から、バリュー株、インフラ、コモディティ、ハイイールド債券、地方債などの戦略を重視している。

About New York Life Investments

With over \$700 billion in assets under management as of December 31, 2021, New York Life Investments (www.newyorklifeinvestments.com) is comprised of the affiliated global asset management businesses of its parent company, New York Life Insurance Company (New York Life), and offers clients access to specialized, independent investment teams through its family of affiliated boutiques. New York Life Investment Management Asia Limited is based in Tokyo (www.newyorklifeinvestments.jp) and serves as a contact point for Japanese institutional investors in Japan.

ニューヨークライフ・インベストメンツとは

ニューヨークライフ・インベストメンツ(www.newyorklifeinvestments.com)は、米国生命保険会社ニューヨークライフ・インシュアランス・カンパニー傘下のグローバル資産運用事業として、2021年12月31日時点で7,000億ドル以上の資産を運用し、系列ブティックを通じて専門的かつ独立した投資チームへのアクセスを顧客に提供しています。ニューヨークライフ・インベストメント・マネジメント・アジア・リミテッド(www.newyorklifeinvestments.jp)は、東京を拠点に、グループ内運用会社の日本における窓口として、日本の機関投資家のみなさまの運用ニーズにお応えするべく取り組んでいます。

Connect with Us



Disclosures:

This material represents an assessment of the market environment as of a specific date; is subject to change; and is not intended to be a forecast of future events or a guarantee of future results. This information should not be relied upon by the reader as research or investment advice regarding the funds or any particular issuer/security. The strategies discussed are strictly for illustrative and educational purposes and are not a recommendation, offer or solicitation to buy or sell any securities or to adopt any investment strategy. There is no guarantee that any strategies discussed will be effective.

This material contains general information only and does not take into account an individual's financial circumstances. This information should not be relied upon as a primary basis for an investment decision. Rather, an assessment should be made as to whether the information is appropriate in individual circumstances and consideration should be given to talking to a financial professional before making an investment decision.

本ニュースレターについて

当資料は、ある時点での市場環境についての意見・判断を示したものであり、今後変更される可能性があり、また、将来の事象を予想または将来の結果を保証するものではありません。当該情報について、特定のファンドまたは特定の発行体、証券に対する調査や投資助言として、読者が依拠しないようご注意ください。本文内で言及した戦略は、あくまでも説明または教育を目的としており、特定証券の売買または特定投資戦略の採用を推奨、提案、勧誘するものではありません。本文内で言及した戦略が効果的であるかを保証するものではありません。

当資料は、一般的な情報のみを含んでおり、個々の財務状況は考慮していません。当該情報について、投資判断の主要根拠として依拠しないようご注意ください。そして、個々の状況に応じて情報が妥当であるかを評価し、投資決定を行う前に金融の専門家と相談することを検討してください。

当資料は、一般的な情報提供のみを目的としています。

当資料は、投資助言の提供、有価証券その他の金融商品の売買の勧誘、または取引戦略への参加の提案を意図するものではありません。

また、当資料は、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律または東京証券取引所が規定する上場に関する規則等に基づく開示書類または運用報告書ではありません。New York Life Investment Management Asia Limited およびその関係会社は、当資料に記載された情報について正確であることを表明または保証するものではありません。

当資料は、その配布または使用が認められていない国・地域にて提供することを意図したものではありません。

当資料は、機密情報を含み、お客様のみを提供する目的で作成されています。New York Life Investment Management Asia Limited による事前の許可がない限り、当資料を配布、複製、転用することはできません。

New York Life Investment Management Asia Limited

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第 2964 号

一般社団法人日本投資顧問業協会会員

一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員