

## 2023年の経済・市場見通し

マルチアセットの視点から

サイクルを通して着実に：  
新たな景気後退の攻略法

ポスト・パンデミックの景気サイクルが曲がり角を迎えている。成長が鈍化することとは企業収益が鈍化し、金利がピークを打つことを意味し、資産価格が下落するだろう。

堅実な企業と家計のバランスシートは景気を下支えするとみられるが、同時にそれは、さらなる政策支援の実現を遠ざけることになりかねない。こうしたことから、2023年の当社の基本シナリオは景気後退である。ただし、この景気サイクルは最近の過去の事例とは違い、豊富な投資機会をもたらすとみている。

インフレは落ち着きを見せるが、前回サイクルの平均までは下がらない。そのため、投資家にとっての「安全」資産の意味が変化し、それが我々に確信度の高い投資アイデアをもたらすことになるだろう。



INVESTMENTS



2022年は移行の年だった。コロナ禍に伴う様々な都市封鎖の実施と停止が2年にわたって繰り返された後、多くの国では全般的に社会経済活動が再開された。コロナ禍で空前の政策支援が行われ、それがエネルギー供給の混乱と相まって世界的なインフレ亢進を招いた。これに伴って利上げが実施されたため、2022年は市場のボラティリティが際立つ1年となった。

これらのテーマは、2023年中に成熟段階を迎えよう。金利がピークを打つに従いインフレは穏やかになり、経済活動はおそらく景気後退という形で底に達すると予想される。アセット・アロケーションでは、これらの出来事がいつ生じるか、そのタイミングが重要な意味をもつ。特に、サイクルが底を打つなかで、どの時点でリスクを増やすか、またどこで、どのようにこれを行うかを判断する際に重要な意味をもってくる。

また、今後5～10年にわたって経済を変化させる構造的要因も登場している。パンデミックの波及効果は、雇用市場や不動産、政府資金調達、グローバルなサプライチェーンなどの領域で、100年に一度のパラダイム・シフトを生じさせた。最も重要な点は、過去10年間の常態であった低インフレと資金調達が容易な環境が失われる可能性があり、それが来年の景気鈍化と回復の道筋をさらに不透明にしているということである。

2023年を控え、一つ確かに思えることがある。それは、「このサイクルは前回とは違う」ということである。



## このサイクルが異質なものとなる 3つの要因

このサイクルは以下の3つの主要な要因により、過去30年のサイクルとは違うものになる。



インフレが高止まりする可能性がある



政策支援は期待できない



地政学的リスク・プレミアムが上昇している



## インフレが高止まりする可能性がある

インフレは1990年代以降、米国経済とは概ね無縁のものだった。しかし、当社は現在、インフレが今後数年間の政策見通しとアセット・アロケーションの選択を左右すると予想している。

物価圧力の源泉は徐々に変化してきた。当初は「ステイ・アット・ホーム」向けの財とサービスだったが、ガソリン、エネルギー価格へと移行し、今では住宅および中核サービスが最大の圧力源となっている。この変遷は、食品・エネルギーなどの変動しやすい物価が落ち着いてきたものの、「粘着（sticky）」価格は容易に下がらないという全般的傾向を示している。粘着価格はせいぜい数カ月ごとにしか調整されず、これには賃料、輸送、保険、ヘルスケアのコストなどが含まれている。

### 粘着価格-すなわち住宅費-は収まりを見せないかもしれない



Sources: New York Life Investments Multi-Asset Solutions, Bloomberg Finance LP, Federal Reserve Bank of Atlanta, November 2022. Index definitions can be found at the back of this document.

インフレが容認できるレベルまで下がり、そこで定着するには何が必要だろうか？一言でいうと「時間」である。金融引き締めが徐々に浸透し、景気を減速させるための時間、政策が労働市場の逼迫を緩め、賃金の上昇圧力を和らげるための時間が必要である。ここまで改善の兆しはあるものの、インフレが持続的に低下するためには労働市場が折損する必要がある。歴史的にみて雇用市場は、経済成長が鈍化し、企業収益が圧迫されて初めて悪化する。この悪化の過程は2023年上半期に生じると当社は予想している。

## 労働市場は未だ軟化を見せておらず、それがインフレを後押ししている



Sources: New York Life Investments Multi-Asset Solutions, Bloomberg Finance LP, Bureau of Labor Statistics, November 2022. Index definitions can be found at the back of this document.

### これは単なるサイクルではない：中期的には小幅に高いインフレ

当社は、物価圧力は2023年にピークを打つとみているが、複数のコロナ禍後のパラダイム・シフトを背景に、インフレは数年にわたり、FRB（米連邦準備制度理事会）の目標を上回る水準にとどまるのではないかと考えている。ワーカー・モビリティ（就労者の移動性）における構造的変化が住居費と賃金に影響を与えている一方で、エネルギー供給の混乱（戦争）と需要の混乱（グリーンエネルギー・トランジション）が価格のバランスを狂わせている。前回サイクルのインフレ平均値は1.8%前後だったが、今回のサイクルは平均して高めのインフレになると考えられる。インフレが4.0%以下で安定するまで何年かかかる可能性がある。



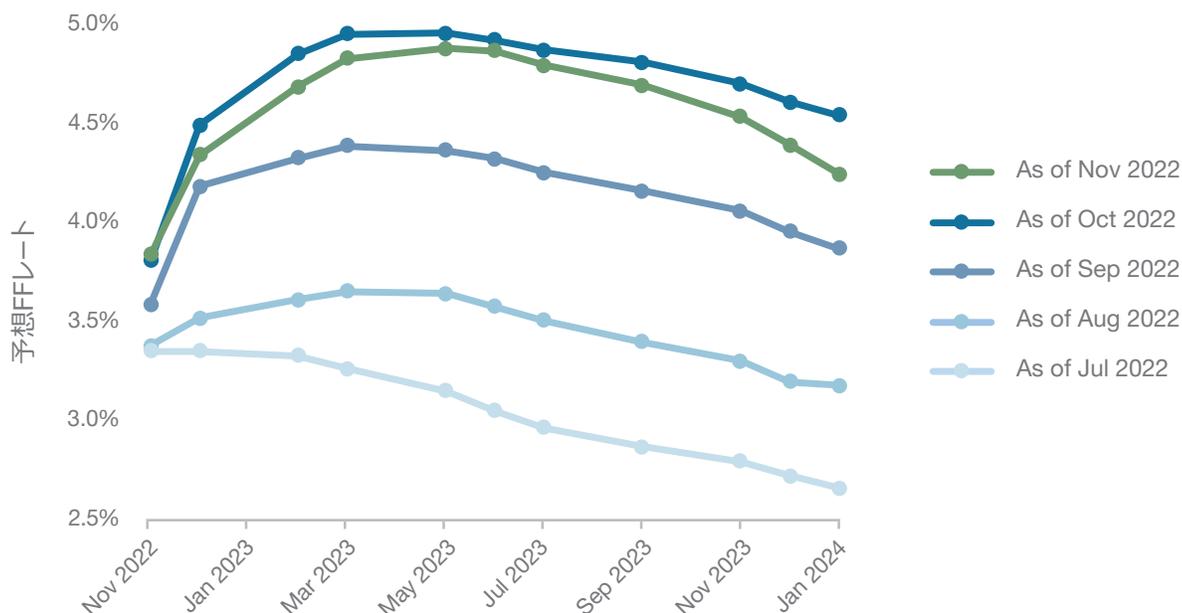
## 政策支援は期待できない

根強いインフレが壁となり、来年、米国が景気後退の瀬戸際に追い込まれたとしても、政策立案者が取れる成長支援策には限界がある可能性がある。

### 連銀は一時停止するかもしれないが、戦略変更ではない

一部の投資家は、2023年の成長鈍化が「FRBの戦略変更（pivot）」、すなわち金融引き締めからの転換につながると予想している。これは確かに景気後退に対する典型的な政策対応ではあるが、インフレは、利下げへの本格的な政策転換ができるほど十分迅速に、あるいは決定的に低下しない可能性がある。代わりにFRB高官は利上げを一時停止するかもしれない。現在のFF金利先物のカーブが示しているように、ある程度の金融緩和が実施できるほど十分にインフレが鈍化した場合でも、2023年の政策金利は通年、あるいは大部分の期間、引き締め寄りの水準にとどまると当社はみている。ちなみに当社では、2.5%の中立金利を上回る水準を引き締め寄りとみなしている。FRB高官は、景気後退と失業率の上昇は単に引き締め策の副産物ということにとどまらず、インフレ抑制というFRBの公式目標の一環であると示唆している。

たとえインフレが落ち着き若干の緩和ができたとしても、2023年全体の政策は引き締めを維持

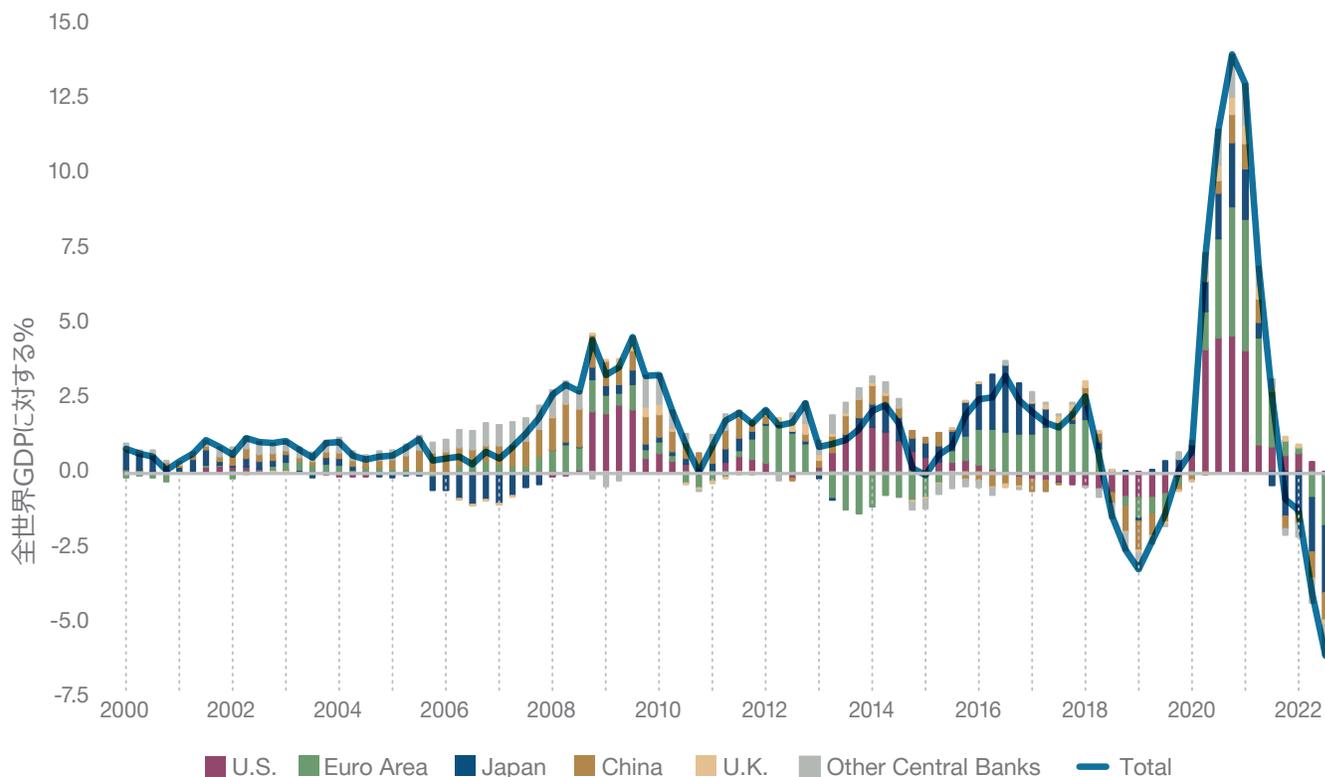


Sources: New York Life Investments Multi-Asset Solutions, Bloomberg Finance LP, November 2022. Index definitions can be found at the back of this document.

## 大規模な政策支援から流動性流出へ

コロナ禍へのグローバルな対応には、家計（給付金）と企業（給与支援助成金と債務免除）への緊急経済対策の財源確保に向けた各国の大規模な国債発行が含まれていた。この歳出を円滑に進めるため、中央銀行は大量の国債を買い入れる量的緩和策（QE）を実施し、その結果、過剰流動性が生じた。この強力な政策の組み合わせは、世界経済が最悪のパンデミック・シナリオを回避するのに役立ったとみられるが、2年後の今、世界はインフレという大きな副作用に見舞われている。この不均衡は、FRBのバランスシートの圧縮、すなわち量的引き締め（QT）を通してゆっくりと是正されつつある。その結果として生じた流動性流出は、すでに債券市場の一部領域で感じられるようになった。2023年、FRBは綱渡りを強いられよう。一方でインフレを阻止するために金融を引き締めながら、他方では適正な市場機能を守らなければならない。インフレが高水準である限り、それが主な優先課題であり続けると当社はみている。

### 世界的資金フローにおいて資金流出が進行中



Sources: New York Life Investments Multi-Asset Solutions, Macrobond, Central Banks of the U.S., United Kingdom, Euro Area, Japan, China; International Monetary Fund, November 2022. Observations within 2022 are based on International Monetary Fund World Economic Outlook estimates of global GDP.

## 政府は事態打開のための資金を出せない

パンデミックの衝撃のなかで、財政支出は米国の消費者と企業を破綻から守るために重要な役割を果たした。しかし、2023年は2つの理由からこの様な支援が再現される可能性は低い。まず、財政支出が現在のインフレ環境の主な元凶と目されていること。誰も、さらに物価を上昇させたいとは思わない。2番目に、債務の持続可能性への懸念が強まっている。上下両院とも与野党の議席数が拮抗し、分断する米議会はこれを克服できそうにない。

### これは単なるサイクルではない： 「Fedプット」機能はインフレが解消するまで期待できない

FRBの政策反応関数、すなわちFRBが時々相反するインフレ政策と経済的リスク政策の間でどのように重きを置くか、が変化した可能性がある。その結果はどうか？ FRBは、市場価格に「プットオプションによるフロア」を設定するような概念への関心を失ったのかもしれない。

前回の景気サイクルでは、根強い低インフレを背景にFRBは低水準で安定した金利を維持し、自らのバランスシートの拡大（QE＝量的緩和）を通じてさらなる支援をしてきた。その結果、資本の入手が容易な「イーザーマネー」が豊富な10年間のユーフォリアが訪れ、市場ではレバレッジが多用され、リスクを取ることが報われる局面となった。

グロース株や暗号通貨などが、この10年間のリスク・オン局面の「勝者」となった。同様に、伝統的な金融セクターの低金利と緩い規制が、プライベートエクイティやプライベートクレジット、ベンチャーキャピタルの活況を押し上げた。

ポスト・パンデミック時代は、FRBが物価の安定を重視するなかで、まったく異なるスタートを切ることとなった。イーザーマネーの10年は逆方向へと進みつつある。こうした影響を受けた資産クラスには依然豊富な機会があると当社はみているが、「Fedプット」機能が消え去るなかでリスクを避けるためには、強力な信用分析、複数のサイクルを通じた経験、アクティブ・ポートフォリオ・マネジメントが必要になってこよう。

## ポストパンデミックは次の全く異なる時代の始まり

	世界金融危機後	ポストパンデミック時代の始まり
金融環境：金利	ゼロ金利政策(ZIRP)	引き締め
インフレ	インフレ・ターゲットより下	インフレ・ターゲットより上
流動性：連銀バランスシート	拡大傾向：QE	縮小傾向：QT
米国国家債務	増加	増加幅は縮小傾向
経済成長	トレンド通り、または上	トレンドより下
株式	強気・ブル	弱気・ベア
コア債券	強気・ブル	弱気・ベア

Source: New York Life Investments Multi-Asset Solutions, November 2022. Definitions can be found at the back of this document.



## 地政学的リスク・プレミアムが上昇している

何かしらの地政学的リスクが常に世界、経済、市場にのしかかっていると思われる。しかし、今回のサイクルは、リスクが現実になったという点で異質であり、グローバル・ポートフォリオにおける地域選好に大きな影響を与えている。企業と投資家にとってのリスクが高まると言うことは、彼らがリターンに期待する価格またはリターン・プレミアムも上昇する。これらのリスクはインフレと経済成長の両方に影響を与える。

地政学上のイベントは、既存の経済トレンドを悪化させるか、既存の構造的関係を変化させた場合にマーケットに織り込まれていく。ロシアのウクライナ侵攻は世界的なインフレ傾向を煽り、かつグローバルなエネルギー構造を根底から覆したため、その両方に該当する。その結果、欧州は深刻な景気悪化に直面し、成長を抑え込む圧力が欧州中央銀行（ECB）のインフレ対策を難しくしている。

中国問題も依然、国際的なリスク課題の最前線にある。さらに、台湾との緊張が続く一方、2つの主要政策であるゼロコロナ政策と独占禁止法がそれ以上に経済と投資家の活動を冷え込ませている。2022年は、コロナ禍に伴う厳しいロックダウンが産業活動と消費者需要を減退させた。同時に独占禁止措置は、公開・非公開市場双方の投資家の信頼感を損ねた。これらの政策の一方または両方が反転すれば、中国だけでなく、新興市場全体の投資家の信頼感を押し上げる可能性はある。ただし、そうした政策変更がインフレ悪化を招きかねないことにも留意すべきである。

### 単なるサイクルではない：グローバリゼーションから自立へ

この数十年グローバル化をけん引した原動力は、コストの削減だった。しかし、この2年間で痛みを感じつつ明らかになったのは、「グローバル化された」サプライチェーンはなお、集中したリスクの源泉を作り出す可能性があるということだ。例えば、世界の半導体生産は台湾と韓国に集中しているため、無数のテクノロジーが地政学的リスクにさらされている。インドは世界のワクチン生産の60%近くを占めており、多くの国ではコロナ禍に対応する自前の手段が限られている。

これらのリスクの一部は、使い捨て手袋やガラス製バイアル（医薬品用容器）、バッテリーなど、全体の構成から考えたらほんの小さな要素なのだが、実は現実的にははるかに大きな貢献をしている。そのため、テック、医薬品、食品、防衛、エネルギーを含むセンシティブな産業については、グローバリゼーションは国家の脆弱性を作り出す可能性がある。とはいえ、自立の度合いを高めることはコスト増を伴う。産業のリショアリング（国内回帰）とサプライチェーンの冗長性（redundancies）の確保は、中期的にインフレ亢進を悪化させる可能性がきわめて高い。

## 必要な修正： 景気後退はどのような姿となるか

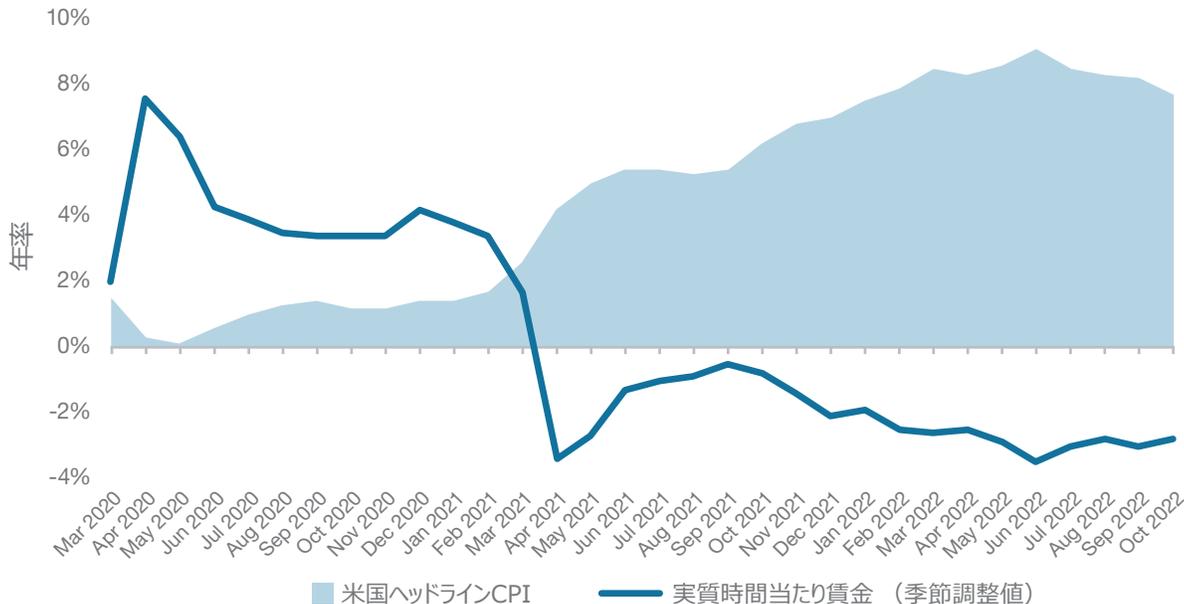
景気後退リスクの高まりは、2022年のかなりの期間、投資家に暗い影を投げかけてきた。これは当然のことである。長引くインフレと政策の後退が重なり、景気後退に陥る確率が格段に高まったからである。しかし、この数カ月間、当社ではクライアントからこういう質問をよく受ける。すなわち、「すでに景気後退に入っているのではないか？」。

### 2022年の「軽度のスタグフレーション」によるひっ迫から……

当社は2022年4月の見通しで、高インフレの1年になるのはほぼ確実と推測し、問題は経済成長が維持できるかどうかだと指摘した。実質（インフレ調整後）成長率がマイナスになれば、スタグフレーションのシナリオとなるが、2022年のGDP（国内総生産）実績は在庫の激しい増減によって混乱しているものの（12ページを参照）、米国は明らかにスタグフレーションの領域に足を踏み入れている。ただ、インフレと成長鈍化の度合いは1970年代のスタグフレーション時代より緩やかであるため、現状は軽量版のスタグフレーション、すなわち「スタグフレーション・ライト」と呼べるかもしれない。

それをどう呼ぶかは別として、家計はひっ迫を感じている。所得は優に1年以上、生活費の上昇ペースに追いついておらず、個人消費は相対的に堅調だが貯蓄率は落ち込んでいる。これは、消費者が貯蓄を取り崩して支出のニーズを補填しているからであって、センチメントは史上最低水準にある。

### 賃金上昇率はトレンドを上回っているが、それでもインフレ上昇率よりは下である

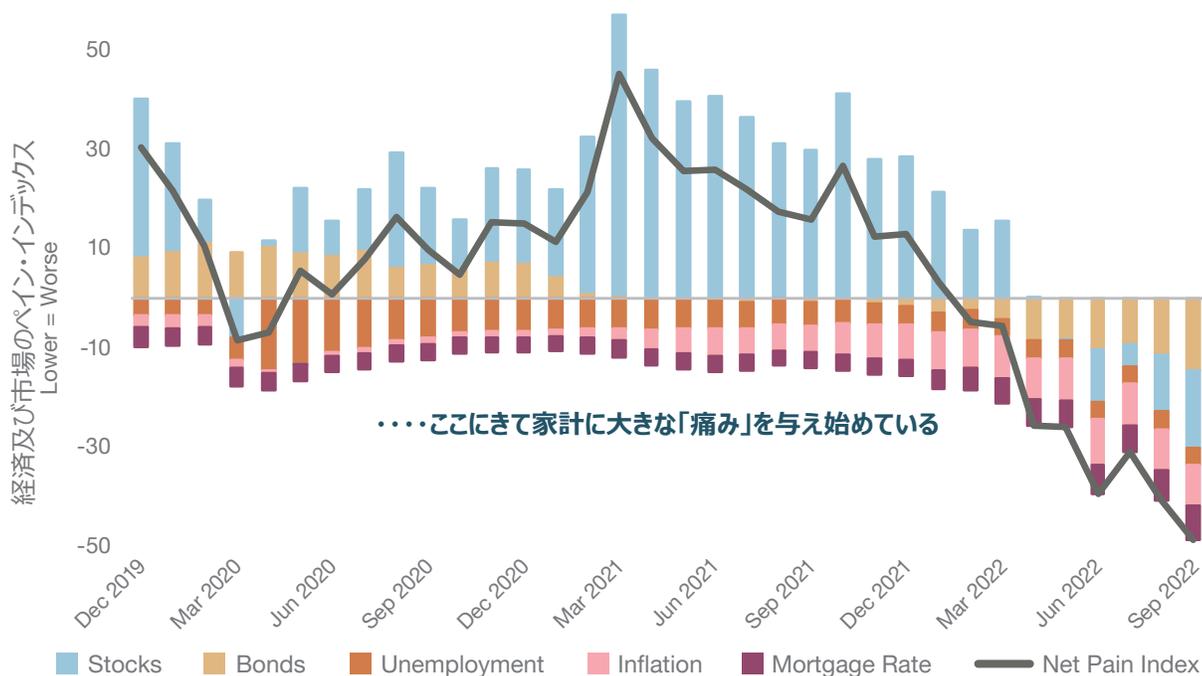


Sources: New York Life Investments Multi-Asset Solutions, Bloomberg Finance LP, Bureau of Labor Statistics, November 2022. “SA” refers to seasonal adjustment. Index definitions can be found at the back of this document.

当社は、経済とマーケットの「痛み」の中身は、2023年に向けて引き続き変化していくとみている。インフレと金利は来年後半までに和らぐだろうが、それで一息つけても、失業率の上昇という痛みを完全に相殺するのは難しい。そのため株式・債券市場は、家計に対するサイクルの累積圧力の動向によって右往左往する「浮動票」のように反応し続けるであろう。つまり、家計の痛みが悪化すれば下落し、痛みを相殺するような動向があれば上昇すると思われる。

## 米国経済及び市場における「痛みPain」はこの一年徐々に悪化してきた

市場からの堅調なリターンが今まではそれを打ち消してきたが……



Sources: New York Life Investments Multi-Asset Solutions, Bloomberg Finance LP, November 2022. Bonds = 12-month rolling total return of Bloomberg U.S. Aggregate Bond Total Return Index. Stocks = 12-month rolling total return of S&P 500 Index. Unemployment is in % terms. Inflation is in % year-over-year terms. Mortgage Rate = 30-year fixed rate, %, per Bankrate.com. Net Pain Index = total effect of unemployment, CPI, mortgage rates, and stock and bond performance to provide a sense of the impact of the economic cycle on households. A lower index level indicates higher levels of pain for households. Index definitions can be found at the back of this document. Past performance is no guarantee of future results, which will vary. It is not possible to invest directly in an index.

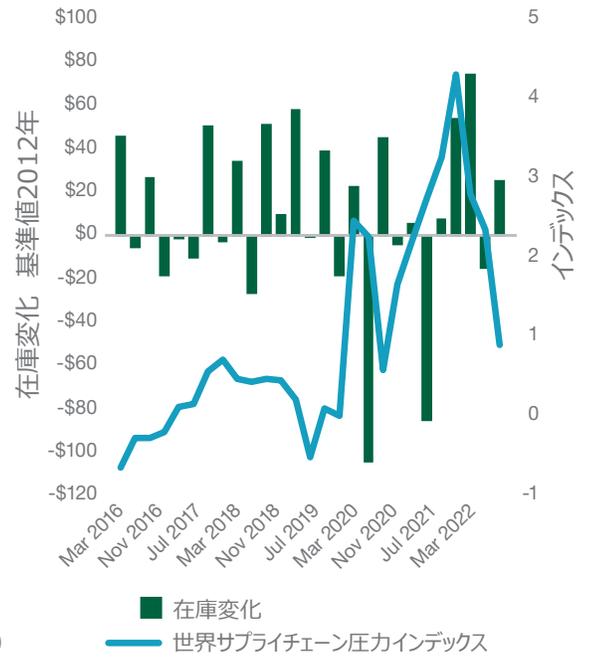
一方、企業は当面のところ、物価の上昇に加え、コロナ禍の余波ともいべき状況に良く対処している。企業の利益率と収益は、ほとんど1年かけてインフレに対抗してきた後、反転し始めたところだが、それでもコロナ禍で利益が急増した後の最高水準近辺を維持している。企業がきわめて巧みにコストを消費者に転嫁し、最終利益を確保できていることは明らかである。しかし、供給サイドはそれほどうまくやれていないようだ。2020年、2021年はサプライチェーンの緊張が強く、車や耐久財、食品供給を含む各種業態では企業の在庫積み増しがまみならず、在庫不足と受注残が深刻化した。その後、サプライチェーンの緊張が和らぐと一部のセクターでは購買過剰が生じたが、ちょうどその時期に家具や電化製品などの消費者需要が鈍化し始めた。そのため、多くの企業では現在、在庫過剰が利益率圧迫につながっている。

### 企業収益の後退は市場の下げを引き起こすのか？



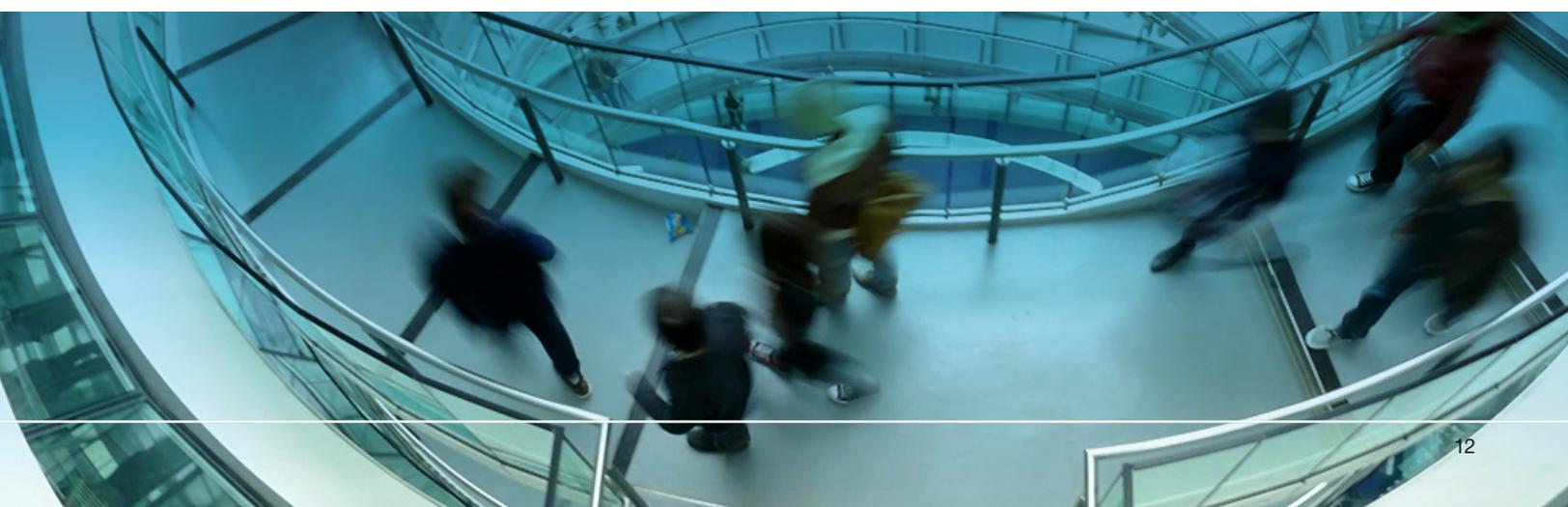
Sources: New York Life Investments Multi-Asset Solutions, Bloomberg Finance LP, November 2022. Index definitions can be found at the back of this document.

### サプライチェーンからの圧力は緩和されたが、在庫管理は今だ苦戦を強いられている



Sources: New York Life Investments Multi-Asset Solutions, Bloomberg Finance LP, Federal Reserve Bank of New York, Bureau of Economic Analysis, November 2022. Index definitions can be found at the back of this document.

投資の視点からすると、「スタグレーション・ライト」のシナリオでは、微細な針に糸を通すような繊細なポジショニングが求められる。インフレに対抗できるだけのリターンを確保するに十分なリスクを取る一方で、同時に成長への圧力に対して十分レジリエント（強靱）でなければならない。当社は、このアプローチは、成長が停滞（スタグレーション・ライト）、あるいは縮小（景気後退）しているかどうかと言うことではなく、インフレが高い間は適用できると見ている。



## ……浅い景気後退へ

投資の世界では、景気後退は最悪の結末とみなされることが多い。しかし、景気後退は、過剰なレバレッジや手に負えないインフレなどの経済不均衡を是正するという重要な意味合いをもつ。

深く深刻な景気後退にはしばしば過度のレバレッジが伴う。しかし、今回のサイクルでは、バランスシートは驚くほど健全で、債務水準は歴史的にみても低い。そのため、当社は家計や上場企業がレバレッジを解消する必要はないとみている。これが投資家に一定の安心感を与える可能性がある。当社は、景気後退は相対的に浅いと予想している。

### 家計も上場企業も債務比率は過去20年で最低のレベルに近い

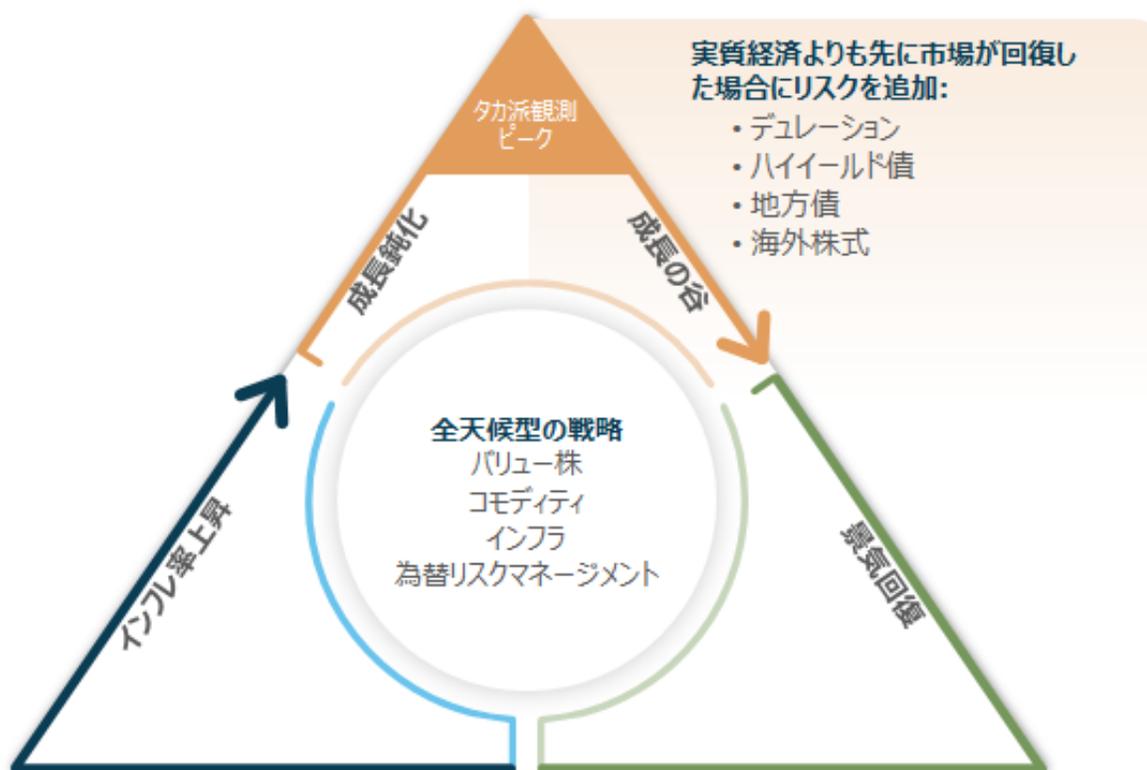


Sources: New York Life Investments Multi-Asset Solutions, Bloomberg Finance LP, November 2022. Index definitions can be found at the back of this document.

## 新たな景気後退の攻略法

FRBが、成長鈍化の中でインフレと闘っている限り、ボラティリティとリスク・プレミアムは高水準にとどまる可能性が高い。こうした環境では買いの機会はあるが、サイクルのそれぞれの時点でどの資産クラス、どのテーマにうまみがあるかを知ること、投資家はアロケーションの選択を最適化することができる。

### 次のサイクルの各局面におけるアセット・アロケーション



Source: New York Life Investments Multi-Asset Solutions, December 2022. For illustrative and information purposes only. Definitions can be found at the back of this document.

## 全天候型の戦略

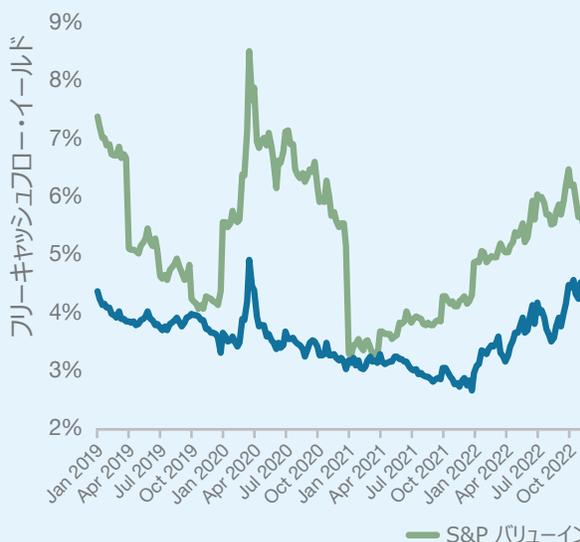
### バリュー株

バリュー株は、トレンドを上回るインフレ率とトレンドを下回る成長率を特徴とするサイクルに関して、当社が選好するテーマの3つを実現する。それらは**ディフェンシブ性**、**クオリティ（質の高さ）**、そして**インカム**である。

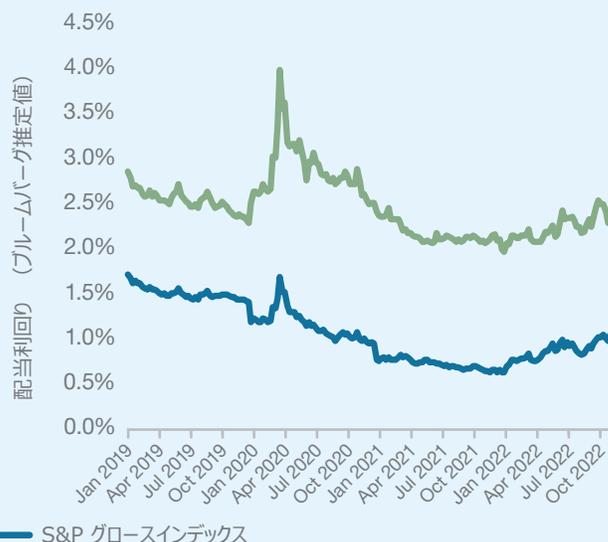
バリュー株には、利益が景気サイクルとそれほど相関しない4つの最も伝統的な「ディフェンシブ」セクター、すなわち不動産、公益事業、生活必需品、ヘルスケアが含まれる。これらのセクターは、後退局面でよりレジリエントな傾向を示すだけでなく、キャッシュフローがインフレと正の相関性をもつことが多い。

「クオリティ」は、利益変動性（の低さ）、収益性（の高さ）、健全なインタレストカバレッジなど複数の尺度で判断することができる。バリュー株は、こと利益変動性に関してはグロース株より格段に優れている。成長企業は、利益率は高い傾向にあるが、バリュー株は、コロナ後のフリーキャッシュフロー・イールドについては依然、より高いパフォーマンスを示している。そのおかげで、バリュー株は株主により高い配当利回りを提供できることが多い。

### バリュー株のフリーキャッシュフロー・イールドが...



### ...グロース株より高い配当利回りの背景である



Sources: New York Life Investments Multi-Asset Solutions, Bloomberg Finance LP, November 2022. Index definitions can be found at the back of this document.

### グロース株への注意喚起

構造的な株式配分について語る時、当社は「バリューとグロース、どちらも少しずつ」と考える。しかし、サイクルが底を探る局面でリスクを増やす場合、グロース株には一定の注意が必要だろう。2022年同様、グロース株は進行中の2つの圧力に直面している。

まず、収益見通しが引き続き混乱している。コロナ禍では、多くの成長企業が「ステイ・アット・ホーム」やリモートワークなどの動きを追い風に、数年分の利益を前倒しで確保した。これに伴って今や収益見通しは低下しているが、革新的であったり、新製品の投入を行うことができたり、新たなトレンドの恩恵を受けることができる企業はこの混乱を相殺できるとみられるため、アウトパフォーマンスする可能性がある。

2番目に、バリュエーション圧力は反転しそうにない。成長企業のバリュエーションは高金利からの圧力を特に強く感じがちだが、これは、こうした企業が概して資産をあまり持たないビジネスモデルで、実物資産ではなく収益や売上高、将来の成長ポテンシャルのマルチプルとして評価される傾向があるためだ。グロース株は、FRBの利上げの一時中断で一息つくだろうが、2023年を通して考えるとFRBが金利を引締め傾向に維持するなかではこれも限界があるか、短命に終わる可能性がある。

そのため当社は、グロース株の中ではより質が高く、キャッシュフロー創出型の企業に着目することになる。

## 全天候型の戦略

### インフラストラクチャー・エクイティ

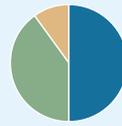
インフラ・エクイティは、資金調達コストが上昇する時期に実物資産に投資するのは不安に対してユニークなソリューションを提供すると同時に、コアセットを分散化できる魅力的な手段となっている。インフラのキャッシュフローはしばしばインフレに連動し、しかもそのコストに関していえば、長期契約にインフレ防衛条項が含まれていることが多いのだ。

また、当社の見方では、インフラは構造的かつグローバルな投資テーマでもある。世界的なエネルギー不安が今後どのように解決されるかに関係なく、インフラの土台は、基幹的な公益産業や輸送、デジタル資産など、従来型とグリーンエネルギー・インフラの両方にまたがって存在する。さらに、グローバルなインフラ投資資産配分すれば、ハイリスク地域に過度に依存することなく一定の地理的分散化を維持することが可能である。

### インフラ・エクイティをサテライト・エクスポージャーとして導入する方法

インフラ・エクイティは、歴史的にみて株式市場全般より低いボラティリティを示してきた。そのため、望ましいリスク限度を超えずにより大幅に組み入れることが可能である。当社の分析では、インフラ・リスクの引き上げを検討しているマルチアセット投資家は、ポートフォリオのリスク特性に応じて最大15%のポートフォリオ・アロケーションが可能と出ている。下の表は、従来の株と債券の割合が60対40の仮想ポートフォリオと、10%のインフラ・サテライトを加えた修正ポートフォリオを比較したものである。

### 株6割・債券4割のポートフォリオへインフラ・エクイティを追加する場合

	 伝統的 6割・4割	 インフラをサテライトに追加した一例
株式	60%	50%
債券	40%	40%
インフラストラクチャー	0%	10%

### モデルポートフォリオのデータ（1998年1月～2022年10月）

シャープ・レシオ	0.74	0.76
ボラティリティ	9.5%	9.1%
平均ドローダウン	-4.5%	-4.3%

Equities are represented by the S&P 500 Index. Bonds are represented by the Bloomberg U.S. Aggregate Bond Total Return Index. Infrastructure is represented by the Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Total Return Index. It is not possible to invest directly in an index. Sharpe ratio and volatility are provided on an annualized basis. Portfolio metrics assume annual rebalancing. Index definitions can be found at the back of this document.

## 全天候型の戦略

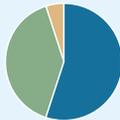
### コモディティ

これが典型的な景気サイクルであれば、コモディティは、経済成長の高ベータ資産とみなされ、下降局面で保有する当社の選好資産クラスには入らないだろう。しかし、今回のサイクルでは、コモディティは背後からさまざまな追い風を受けている。直近では、エネルギー供給の混乱で価格が高水準に維持されている。構造的な側面では、エネルギーの自給、あるいは同盟国のみへの依存は、西側諸国にとって国益の重要な焦点になる可能性がある。エネルギー時給の推進は、中期的に言ってコモディティの強気材料である。この目標を実現するための投資対象が従来能力（エネルギーに強気）であろうと、グリーン能力（金属・鉱物資材に強気）やその両方であろうと変わりはない。しかも、コモディティ重視のシナリオを強めているのは欧州だけのものではない。仮に中国がコロナ禍のロックダウンを止めれば産業需要が正常化し、強力なコモディティの新たな波が到来する可能性がある。

### コモディティをサテライト・エクスポージャーとして導入する

**方法：**コモディティ・リスクの引き上げを検討している投資家は、おそらく次にこう考えるだろう。「どれくらい引き上げるか？」、そして「コモディティを買うために何を売るべきか？」これらの疑問に答えるため、過去の高インフレ期間を確実に捕捉できるよう1970年代まで遡って多くのモデル・ポートフォリオを分析してみた。その結果、マルチアセット投資家については、ポートフォリオのリスク特性に応じてコモディティへの配分を1%から7%の間とすることで、リスク調整後投資リターンボラティリティを軽減しながら、このリターンを改善することが判明した。ポートフォリオのボラティリティを一定のレベルに保つため、コモディティのポジションは、株式保有分を減らした分に充当することを検討すべきだろう。当社の手法は5%のリスク限度を前提としている。これは、戦術的組入における合理的な誤差の範囲を織り込んだうえ、ショートフォールの確率を低減させる水準である。下の表は、従来の株・債券の割合60/40の仮想ポートフォリオと、5%のコモディティ・サテライトを組み込んだ修正ポートフォリオを比較したものである。

### 株6割・債券4割のポートフォリオへコモディティを追加する場合

	 伝統的 6割・4割	 コモディティをサテライトに追加した一例
株式	60%	55%
債券	40%	40%
コモディティ	0%	5%
<b>モデルポートフォリオのデータ（1998年1月～2022年10月）</b>		
シャープ・レシオ	0.96	1.02
ボラティリティ	9.3%	9.3%
平均ドローダウン	-4.2%	-3.7%

Equities are represented by the S&P 500 Index. Bonds are represented by the Bloomberg U.S. Aggregate Bond Total Return Index. Commodities are represented by the Bloomberg Commodity Total Return Index. It is not possible to invest directly in an index. Sharpe ratio and volatility are provided on an annualized basis. Portfolio metrics assume annual rebalancing. Index definitions can be found at the back of this document.

## 全天候型の戦略

### 為替リスク・マネジメント

引締め金融政策に支えられた強いドルは、2022年の世界の通貨に壊滅的な影響を与えた。為替相場が相対パフォーマンスの観点から打撃を受けただけでなく、グローバルな流動性収縮が先進国、新興国を問わず、1年を通して通貨のボラティリティを徐々に上昇させた。

当社は、為替リスクを高めることについての見直しには慎重だが、これは必ずしも国際的なエクスポージャーは論外という意味ではない。全部または一部のヘッジを伴う国際戦略であれば、無理に為替パフォーマンスにポジションを確保せず、景気循環へのエクスポージャーを米国以外に分散化したい投資家には適している。

### サイクルの転換期に期待のできる追加戦略

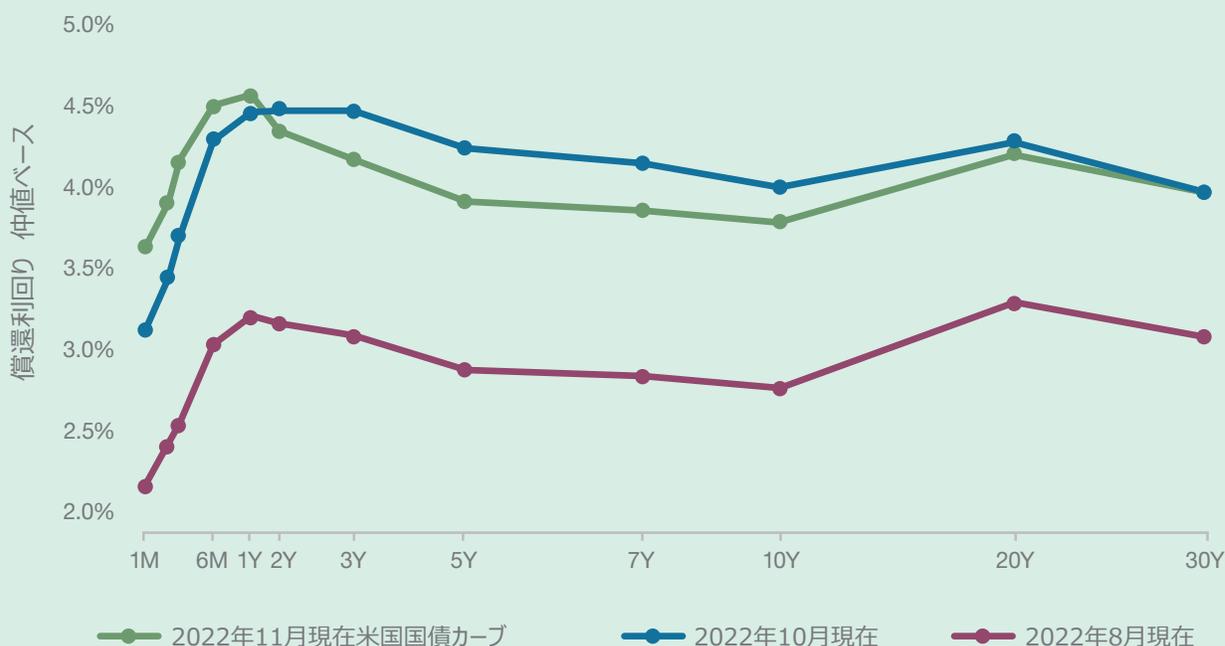
今後数か月、景気サイクルが進展していく中で、極めて有望な機会を提供すると思われる資産クラスが数多くある。

### デデュレーション

デデュレーション・リスクの追加を検討する際、イールドカーブの形状に留意するものである。簡単に言うと、逆転している（左肩上がり）イールドカーブの場合、カーブの長期部分へ投資を移行することで金利感応度を高めようという動機は働かない。

当社のデデュレーション投資は、インフレがピークを打ったとの確信がもてるまで（それには、数か月にわたる賃料などのコア・コストの明確なピーク打ちが前提になる）、短期サイドを維持する。

**米国のイールドカーブは2021年3月以降確実に逆転の度合いを深めている。**



Sources: New York Life Investments Multi-Asset Solutions, Bloomberg Finance LP, November 2022. Index definitions can be found at the back of this document.

## サイクル転換時に期待のできる追加戦略

### ハイイールド社債

金利がピークに近づくなか、当社の注目はデレーションからクレジット・クオリティへと移っている。当社は今年中旬にリリースしたアウトルックの中で、ハイイールド社債はもともと非投資適格ではあるものの、徐々にそのクレジットの質を改善しており、HYベンチマークの60%以上がBB格（この資産クラスでは最高の信用格付）に集中していると指摘した。このセグメントの質が相対的に高いことで、流動性状況の縮小と資金調達コストの上昇に対する当社の懸念も和らいでいる。

つまり我々は、デフォルト率の急上昇とスプレッドの急拡大は予想していない。むしろ、過去の流動性危機（2016年、2018年）のように穏やかではあるが明らかなデフォルトの増加を考えており、世界金融危機時のメルトダウンのようなものではないであろう。当面の間、このアセットの魅力的な価格と利回りは、投資家を取るリスクに十分見合うものとなるであろう。そして政策の引き締めがピークを打つに伴い、このセグメントに対する当社のリスク選好度はさらに高まりそうだ。

**我々チームのデフォルト・モデルによると、今後12か月でリセッションに陥る確率をおよそ50%と前提した場合、ハイイールド債のデフォルトの増加とスプレッド拡大が起きると予想している**



Sources: New York Life Investments Multi-Asset Solutions (MAS), Moody's, September 2022. The MAS team default rate model is a machine-learning model that aims to predict the expected default rate among the speculative-grade debt of U.S. companies as captured in the Moody's speculative-grade historical default rate. The MAS model predicts the default rate in the coming 12-month period, while the Moody's historical rate covers the trailing 12-month period. The default rate model is based on the MAS team's recession model, which estimates the chance of recession in the coming 12-month period using a variety of economic indicators based on historical patterns. Index definitions can be found at the back of this document.

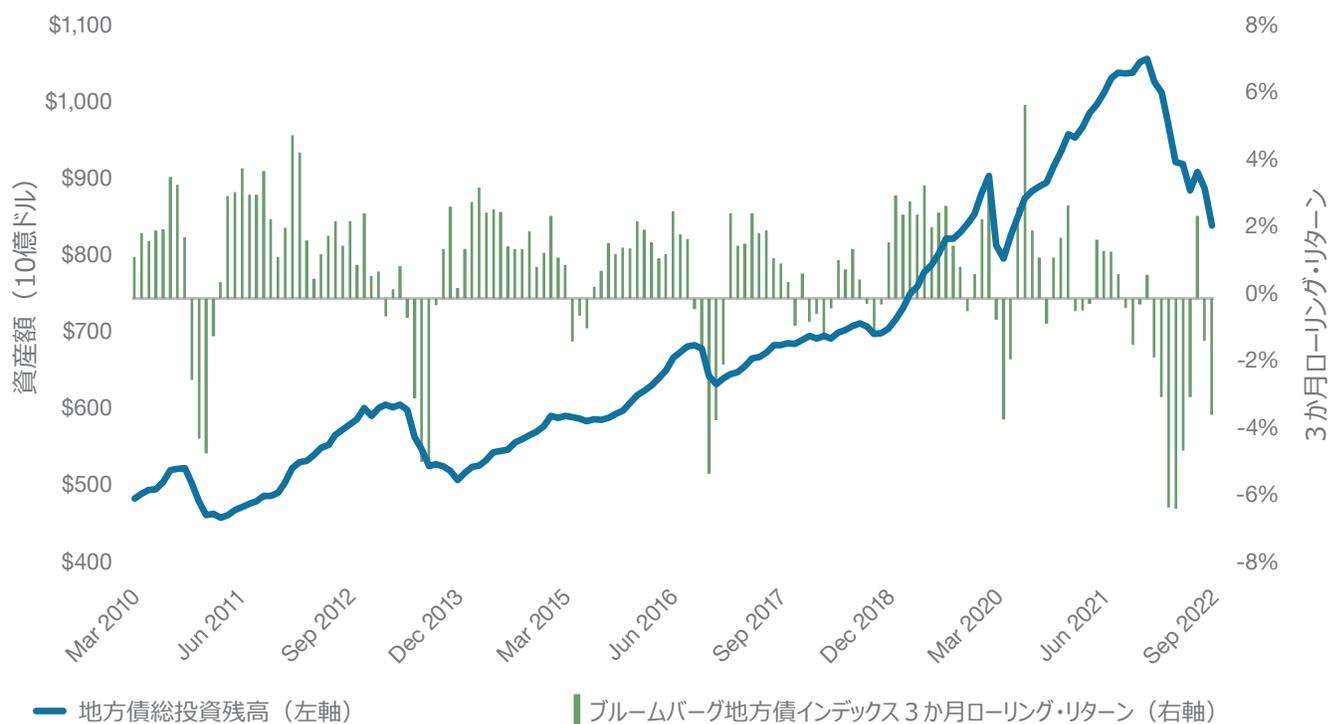
## サイクル転換時に期待のできる追加戦略

### 地方債

地方債は2022年、投資家の頭を悩ませた。自治体のバランスシートは健全なのに、この資産クラスとしては史上最も厳しい資金流出サイクルに直面したからである。地方自治体のキャッシュフローは通常インフレに対するレジリエンス（強靭性）を提供するものである。

州政府やその他自治体の税収入額は2019年以降、急激に増えている（2022年第2四半期は前年同期比29%増）。地方債市場のセンチメントが底を打てば、健全な信用の質が輝きを放つと当社はみている。

### 2022年地方債は過去最大の資金流出を見た。転換期がくるのだろうか？



Sources: New York Life Investments, Morningstar, November 2022. 3-month rolling index return shows the rolling 3-month return of the Bloomberg Municipal Bond Index. Past performance is no guarantee of future results, which will vary. It is not possible to invest directly in an index. Index definitions can be found at the back of this document.

## マルチアセット・ソリューションズ・チームは、ニューヨークライフ・インベストメンツのマルチアセット投資のスペシャリストです。

このチームは、ニューヨークライフ・インベストメンツのプラットフォームの厚みと広がりを活用し、マルチアセット戦略における強力な投資機会やマーケットの情報と知見、戦略的パートナーへのカスタマイズド・ソリューションを提供することを目的としています。



**Jae Yoon**  
*Chief Investment  
Officer*



**Jonathan Swaney**  
*Senior Portfolio  
Manager*



**Poul Kristensen**  
*Chief Economist,  
Portfolio Manager*



**Amit Soni**  
*Portfolio Manager*



**Lauren Goodwin**  
*Director of  
Portfolio Strategy*



**Julia Hermann**  
*Multi-Asset  
Portfolio Strategist*



**Michael LoGalbo**  
*Multi-Asset  
Portfolio Strategist*

## INDEX DEFINITIONS

**5-year Real U.S. Treasury Yield** subtracts the average expected inflation over the coming 5-year period.

**5-year U.S. Treasury Yield** is the average of the yield paid on actively traded U.S. Treasury bonds with a 5-year maturity.

**10- and 30-year AAA Tax Exempt Muni Yields** are based on Bloomberg's baseline curve for tax-exempt municipal bonds, populated with U.S. municipals with an average rating of AAA from Moody's and S&P.

**10-year Real U.S. Treasury Yield** subtracts the average expected inflation over the coming 10-year period.

**10-year U.S. Treasury Yield** is the average of the yield paid on actively traded U.S. Treasury bonds with a 10-year maturity.

**30-year U.S. Treasury Yield** is the average of the yield paid on actively traded U.S. Treasury bonds with a 30-year maturity.

**Bloomberg Commodity Total Return Index** is composed of futures contracts and reflects the returns on a fully collateralized investment in the Bloomberg Commodity Index, which broadly reflects futures price movements of major commodities in energy, materials, and agriculture.

**Bloomberg Municipal Bond Index** covers the USD-denominated long-term tax-exempt bond market. The index has four main sectors: state and local general obligation bonds, revenue bonds, insured bonds and pre-refunded bonds.

**Bloomberg U.S. Aggregate Bond Total Return Index** measures the performance of publicly issued U.S. dollar-denominated investment-grade debt, including the reinvestment of coupons.

**Bloomberg U.S. High Yield Corporate average option-adjusted spread (OAS)** measures the spread between the index's coupon rate and the Treasury return for the same tenor, adjusted for embedded options.

**Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index (VIX)** is a calculation designed to produce a measure of constant, 30-day expected volatility of the U.S. stock market, derived from real-time, mid-quote prices of S&P 500 Index call and put options.

**Credit Suisse Leveraged Loan Total Return Index** tracks the investable market of the U.S. dollar denominated leveraged loan market, including the reinvestment of coupon payments.

**Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Total Return Index** measures a global index of companies with >70% of cash flows derived from infrastructure lines of business. Components must pass screens for country domicile, minimum float market cap and trading volume.

**Federal Funds Futures** are financial futures contracts based on the federal funds rate and traded on the Chicago Mercantile Exchange.

**Federal Funds Rate** is the rate banks charge each other for overnight unsecured loans of reserves on deposit with the U.S. Federal Reserve. It is the effective policy interest rate for the Federal Reserve.

**Federal Reserve Put** is also known as the "Fed Put." A put option is a contract allowing its buyer the right to sell shares of an asset back to the issuer. The Fed Put refers to the expectation that the Fed will step in to support markets if prices fall excessively.

**Global Supply Chain Pressure Index** integrates transportation cost data and manufacturing indicators to provide a gauge of global supply chain conditions.

**ICE Bank of America (BoFA) U.S. High Yield Index Spread** measures the difference between yields of bonds in the high yield category and a spot Treasury curve.

**Inter-Continental Exchange (ICE) Bank of America (BoFA) U.S. High Yield Index** tracks the performance of U.S. dollar-denominated below investment-grade rated corporate debt publicly issued in the U.S. domestic market.

**Moody's High Yield Historical Default Rate** describes the default rate among high-yield issuers as defined by Moody's credit ratings.

**Purchasing Managers' Index (PMI)** is an economic sentiment indicator from a survey-based index of the prevailing direction of economic trends in the manufacturing and service sectors.

**Russell 2000 Small Cap Index** is comprised of the smallest 2000 U.S. companies of the Russell 3000 index.

**S&P 500 Growth Index** measures the performance of companies from the S&P 500 that fit Growth style characteristics of valuation and earnings.

**S&P 500 Index** measures the performance of 500 U.S.-listed large-cap companies. The total return of this index includes the reinvestment of dividends in addition to price performance.

**S&P 500 Value Index** measures the performance of companies from the S&P 500 that fit Value style characteristics of valuation and earnings.

**S&P 600 Small Cap Index** measures 600 U.S. stocks with small market capitalization.

**Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)** are Treasury bonds indexed to an inflationary gauge to protect investors from the decline in the purchasing power of their money.

**U.S. Treasury Actives Curve** refers to the yields of actively traded U.S. Treasuries over various tenors, charted together as a curve.

## DEFINITIONS

A **bear market** refers to a period of risk-off market sentiment accompanied by a price drawdown of 20% or more in the referenced asset class.

**Beta** is the measure of volatility, or systematic risk, of a security or portfolio compared to the market as a whole. **High beta** securities or strategies would therefore exhibit higher volatility than the market as a whole.

A **bull market** refers to a period of risk-on market sentiment accompanied by meaningful positive price action in the referenced asset class.

**Consumer Price Index (CPI)** is a measure of the average change over time in the prices paid by urban consumers for a market basket of consumer goods and services. This is also referred to as Headline CPI.

**Corporate earnings** are the net benefits of a corporation's operation.

**Dollar Cost Averaging** is the practice of investing a fixed dollar amount on a regular basis, regardless of the share price.

**Duration** measures the sensitivity of a bond's price to a given change in interest rates. Higher duration indicates greater price sensitivity to changes in interest rates. Short duration indicates lesser price sensitivity.

**Earnings growth** is the annual compound annual growth rate (CAGR) of earnings from investments.

**Earnings momentum** measures the year-over-year, quarter-over-quarter, or month-over-month rate of change in corporate earnings.

**Earnings per Share (EPS)** is a company's net profit divided by the number of common shares it has outstanding.

**Employment Cost Index (ECI)** is a quarterly measure of the change in the price of labor, defined as compensation per employee hour worked.

**Flexible consumer price index (CPI)**: published by the Atlanta Federal Reserve, a weighted basket of items whose prices are more flexible, including food, energy, vehicles, apparel and more.

**High Yield and Speculative Grade** are largely interchangeable terms that describe non-investment grade debt issuance with a credit rating of BB or below.

**Job Quits Rate** measures voluntary separations by employees, with the exception of retirements.

**National Bureau of Economic Research (NBER)** traditionally defines recession as a significant decline in economic activity that is spread across the economy and that lasts more than a few months.

**Producer Price Inflation (PPI)** measures changes in the selling prices received by domestic producers for their output.

**Quantitative Easing (QE)** refers to the enlargement of the Federal Reserve's balance sheet holdings of Treasuries, mortgage-backed securities, and other instruments, through the purchase of these instruments.

**Quantitative Tightening (QT)** refers to the reduction of the Federal Reserve's balance sheet holdings of Treasuries, mortgage-backed securities, and other instruments, through the allowed expiry of these instruments.

**Satellite exposure** represents an actively managed portion of a portfolio in which a portfolio manager's skill provides an opportunity to earn greater returns than the broad market benchmark, as opposed to the "core" portion of a portfolio which may be passively managed.

**Sharpe Ratio**: a measure that compares the return of an investment to its risk. Calculation: average return minus the risk-free return, divided by the standard deviation of return on an investment.

**Sticky-price consumer price index (CPI)**: published by the Atlanta Federal Reserve, a weighted basket of goods and services included in the CPI that change price relatively infrequently (greater than 4.3 months). Items in this basket include shelter prices, transportation, insurance, medical care, education and more.

**Yield to Maturity** is the percentage rate of return for a bond assuming that the investor holds the asset until its maturity date.

**Zero Interest Rate Policy (ZIRP)** refers to the Federal Reserve's policy of monetary accommodation by anchoring the lower bound of the Fed Funds policy rate to zero (upper rate of 0.25%).

## FOR DISTRIBUTION IN JAPAN:

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

## FOR DISTRIBUTION IN KOREA:

The content of this document shall not be construed as marketing or soliciting investment of any products or services and is being made available to you for general educational/economic purposes only. Any products or services that may be offered will be done separately in accordance with the applicable laws and regulations of Korea. Not all products and services are available to all clients and in all jurisdictions or regions.

## IMPORTANT DISCLOSURES

All investments are subject to market risk, including possible loss of principal. Diversification cannot assure a profit or protect against loss in a declining market.

This material contains the opinions of its authors but not necessarily those of New York Life Investments or its affiliates. It is distributed for informational purposes only and is not intended to constitute the giving of advice or the making of any recommendation to purchase a product. The opinions expressed herein are subject to change without notice. The investments or strategies presented are not appropriate for every investor and do not take into account the investment objectives or financial needs of particular investors.

The Multi-Asset Solutions team is a part of New York Life Investment Management LLC, an indirect wholly owned subsidiary of New York Life Insurance Company.

This material represents an assessment of the market environment as at 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 any 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.

Any forward-looking statements are based on a number of assumptions concerning future events, and although we believe the sources used are reliable, the information contained in these materials has not been independently verified, and its accuracy is not guaranteed. In addition, there is no guarantee that market expectations will be achieved.

New York Life Investments and its affiliates do not provide tax advice. You should obtain advice specific to your circumstances from your own legal, accounting, and tax advisors.

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.



INVESTMENTS

当資料は"Steady through the cycle: The new recession playbook"を原資料とした日本語訳であくまで参考資料として作成したものです。翻訳にあたり細心の注意を払っておりますが、万が一英文オリジナルと内容に齟齬があった場合、英文が優先することにご留意ください。

## For more information

[newyorlifeinvestments.com](http://newyorlifeinvestments.com)

"New York Life Investments" is both a service mark, and the common trade name, of certain investment advisors affiliated with New York Life Insurance Company. Securities distributed by NYLIFE Distributors LLC, 30 Hudson Street, Jersey City, NJ 07302, a wholly owned subsidiary of New York Life Insurance Company.

Not FDIC/NCUA Insured

Not a Deposit

May Lose Value

No Bank Guarantee

Not Insured by Any Government Agency