



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

- Despite significant moves in policy interest rates, long-term rates in many countries have remained rangebound. We believe this reflects a battle over key factors influencing the long end of the curve – not stable investor expectations. Long-term yields are constructed of effectively three factors: inflation expectations, the policy rate's path, and supply and demand factors, also known as the term premium. In this cycle, each of these factors is facing significant uncertainty. Recent developments, including changes in Bank of Japan (BOJ) monetary policy and Fitch's downgrade of U.S. debt from AAA to AA+, create further uncertainty in the long-term path of interest rates. In our view, where interest rates settle is important for investors, but **why** may be even more important. If long rates are moving higher because of productive investment, they can do so sustainably. If, by contrast, yields are moving because of a misstep in supply and demand (the term premium), investors can expect more volatility.

Japan focus

- As I have said in previous notes, we have long expected that the Bank of Japan may further ease its yield curve control policy this summer. As a result, we were less surprised than some investors to see the change. Looking ahead, we expect the BoJ to maintain very easy monetary policy. But in the near term, we believe investors have little confidence in the recent policy approach. At the currently very low level of yields, incremental investor interest in Japanese Government Bonds (JGBs) may be lower. Any lower demand could contribute to higher JGB yields and another modest depreciation of the yen.

- Despite this uncertain monetary policy and interest rate backdrop, we remain constructive on Japanese equity in our portfolios. Structural policy changes and an earlier stage of the economic cycle are supporting earnings growth for Japanese companies, giving us high conviction in an overweight position to the asset class.

High conviction investment idea: high yield bonds amid a different credit cycle

- During the “lower for longer” period of the last economic cycle, lower-quality issuers took advantage of lower interest rate expectations to capture funding opportunities by issuing floating rate debt, whether in the public or private markets. As a result, the high yield asset class, in the U.S. as well as many European countries, has seen a meaningful improvement in average quality. Our investors believe there may be a milder default cycle– and more resilient credit – than the median recession experience.
- While rising recession risk makes more attractive pricing opportunity (i.e. spread widening) likely, those opportunities have been fleeting. Our teams are therefore considering a higher structural allocation to the high yield asset class, taking advantage of a potentially higher total return opportunity.

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

- 政策金利が大きく変動しているにもかかわらず、多くの国では長期金利の動きが一定範囲内にとどまった。我々は、その背景にあるのはイールドカーブの長期部分に影響を与える主要ファクター間の綱引きであって、安定的な投資家期待によるものではないと考えている。長期利回りは、実質的に 3 つの要因から成り立っている。インフレ期待、政策金利の道筋、そしてタームプレミアムとしても知られる需給要因である。今回のサイクルでは、これらの要因のそれぞれが大きな不確実性に直面している。さらに、日本銀行の金融政策変更やフィッチによる米国債の AAA から AA+ への格下げといった最近の動きは、長期的な金利の道筋をいっそう不透明にしている。我々の見方では、金利がどこで落ち着くかは投資家にとって重要だが、それ以上にその理由が重要ではないかと考えている。長期金利が生産的な投資を理由に上昇するのであれば、持続的に上昇すると考えてよい。反対に、利回りが需要と供給（タームプレミアム）のつまずきを理由に変動するのであれば、投資家はさらなるボラティリティを予測できよう。

日本に関して

- これまでのニュースレターで述べたように、我々は長く、日銀は今夏にイールドカーブ・コントロール政策をさらに柔軟化する可能性があると予想してきた。そのため、実際の変更を目にして一部の投資家よりは意外感をもたなかった。この先も、日銀は超緩和的な金融政策を維持すると当社はみている。しかし、短期的には、投資家は最近の日銀の政策アプローチにほとんど信頼感をもっていないとみている。現下のきわめて低い利回り水準では、投資家が日本国債へ投資を増やそうという関心は減少する可能性がある。何らかの需要減退があれば、国債利回りの上昇と一段の小幅円安を招く可能性が高い。

- こうした不確実な金融政策と金利環境にもかかわらず、当社はポートフォリオの日本株式に対して前向きな姿勢を変えていない。構造的な政策変更と初期段階にある経済サイクルが日本企業の利益成長を

支えており、それがこの資産クラスに対する我々のオーバーウエイト・ポジションへの高い自信につながっている。

期待もてる投資アイデア：異なる信用サイクルにあるハイイールド債

- 前回経済サイクルの「より長期にわたる低金利」の期間では、質の低い発行体は低金利への期待を利用し、公募、私募市場を問わず変動金利債務を発行することにより資金調達の機会ととらえることができた。その結果、米国や多くの欧州諸国のハイイールド資産クラスは、平均的な質が目に見えて改善している。当社の投資家は、中央値水準のリセッション体験よりは緩やかなデフォルト・サイクル、およびよりレジリエント（強靱）な信用状況が生じるのではないかと判断している。

- リセッション・リスクの高まりはより魅力的なプライシングの機会（すなわちスプレッドの拡大）がある可能性を示しているが、これらの機会はある間に過ぎ去っている。そのため、我々のチームは潜在的により高いトータルリターン機会を視野に、ハイイールド資産クラスへの構造的な配分の引き上げを検討している。

About New York Life Investments

With \$674 billion assets under managements¹ as of March 31, 2023, 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、親会社であるニューヨークライフ・インシュアランス・カンパニー（ニューヨークライフ）傘下のグローバル資産運用事業であり、2023年3月31日時点で6,740億ドル²の運用資産残高を有し、系列ブティックを通じて専門的かつ独立した運用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、東京を拠点とし、日本の機関投資家の皆様のために日本における窓口の役割をはたしております。

¹Assets under management (AUM) includes assets of the investment advisers affiliated with New York Life Insurance Company, other than Kartesia Management, and Tristan Capital Partners, as of 3/31/2023. As of 12/31/2022 New York Life Investments changed its AUM calculation methodology, and AUM now includes certain assets, such as non-discretionary AUM, external fund selection, and overlay services, including ESG screening services, advisory consulting services, white labeling investment management services, and model portfolio delivery services, that do not qualify as Regulatory Assets Under Management, as defined in the SEC's Form ADV. AUM is reported in USD. AUM not denominated in USD was converted at the spot rate as of 12/31/2022. This total AUM figure is less than the sum of the AUM of each affiliated investment adviser in the group because it does not count AUM where the same assets can be counted by more than one affiliated investment adviser.

²総資産運用額には、Kartesia Management 及び Tristan Capital Partners を除くニューヨークライフ・インシュアランス・カンパニーの系列運用会社の 2023 年 3 月 31 日現在の資産運用額を含んでおります。2022 年 12 月 31 日付で

ニューヨークライフ・インベストメンツでは運用資産額の計算方法を変更しており、非一任運用資産、外部ファンド選択および ESG スクリーニング助言、アドバイザーコンサルティング、ホワイトラベル投資運用サービス、モデルポートフォリオ提供サービス等を含むオーバーレイ助言など、米国証券取引委員会フォーム ADV で定義されている法令上の運用資産には当てはまらない資産を含んでおります。運用資産額は米ドル建てです。非米ドル建ての運用資産額は、当該時点の為替スポットレートで換算しております。また、この総運用資産額は、各系列運用会社の運用資産額を足しあげた合計額よりも少なくなっております。これは、同一の資産を複数の運用会社が計上している場合には運用資産額として重複して計上しないためです。

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.

"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. The products and services of New York Life Investments' boutiques are not available to all clients and in all jurisdictions or regions.

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。

「ニューヨークライフ・インベストメンツ」はニューヨークライフ・インシュランス・カンパニー傘下の投資運用子会社のサービスマークであり、共通商号です。ニューヨークライフ・インベストメンツ内のプティック会社のプロダクトやサービスは、その提供が認められていない国・地域では提供されません。

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