



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

- Recent data suggested that U.S. inflation is slowing more quickly than expected. As a result, investors became convinced that the Federal Reserve is done hiking interest rates. A “Fed relief rally”, accompanied by rallies in stocks, bonds, and credit, is typical of the late cycle.
- Our concern is that this late cycle dynamic is no different from those of the past. Inflation is slowing because growth is slowing. Once earnings expectations slow, too, then a decline in bond yields would not be enough to support equities.
- The good news for investors is that recession isn’t here yet for most countries. As a result, investors can use moments of market uplift to rebalance their portfolios to the themes that they expect to be more durable. For example, we believe there may be investment opportunity in credit asset classes, where we perceive higher yields compensating investors for known macroeconomic risks. U.S. high yield credit in particular has benefited from pandemic-era programs to shore up balance sheets. We also believe private credit in U.S. and European markets offers opportunities, which I discuss in more detail below.

### Japan focus

- We believe the very weak yen, which contributed to higher inflation, increases the likelihood that the Bank of Japan will take further steps towards a more flexible yield curve and higher interest rates. For investors, this means that past experience may not be helpful in charting the path of the future – we are in a new paradigm now. We believe it is unlikely that the Bank of Japan moves too quickly, as they want to ensure proper wage growth and demand-side driven inflation before they move away from the long-held negative interest rate policy.
- In terms of demand-driven inflation, Prime Minister Kishida recently announced more fiscal stimulus to support households through the higher inflationary period. He has also encouraged companies to partner with the government in boosting wages next year. These policies are likely to contribute to stronger economic growth, which would align with what the Bank of Japan would need to see before changing its negative interest rate policy. But investors should be aware of the tendency of fiscal stimulus, in the form of

income tax cuts and stimulus payments to lower income households, to contribute to inflationary pressure rather than to combat them.

### **High conviction investment idea: U.S. and European private credit**

- Periods of high volatility and rising economic risk can feel like the time to retrench in risk assets. Instead, we encourage investors to consider it a time to prepare.
- I mentioned last month that a generational opportunity may be unfolding in private credit. In my view, this is a perfect example of an area to prepare for a market opportunity. To balance risk and opportunity, we are particularly interested in private credit in the lower middle market of the United States and Europe.
- The U.S. is large, mature, and fairly homogenous in structure, increasing competitive pressure for larger deals. This makes the lower middle market an area of the market with more attractive valuations and company fundamentals in our view.
- The European market, by contrast, is more fluid – growing, maturing, and expanding where its U.S. peers are more rigid. It is also more fragmented, with documentation, origination strategy, and banking structure varying by country. This creates an opportunity for private credit partners who can navigate a decentralized region, offering distinct advantages to investors. Here, we are also focused on the sponsor-less market, which, due to Europe's many countries and fragmented opportunity, is approximately nine times bigger than the sponsor-driven market. In our view, focusing on this segment allows investment teams to avoid compromising on quality of management teams, information provided, collateral secured, and other essential investment items.

Please note that starting in January 2024, this note will no longer be distributed to media reporters directly. Instead, it will be available on the NYLIM Japan website.

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**

- 最新のデータによると、米国のインフレは予想を上回るペースで鈍化している。その結果、投資家は、FRB（米連邦準備制度理事会）は利上げを完了したと確信するようになった。株式、債券、クレジット市場におけるラリーを伴う「FRB のリーフラリー（relief rally = 安堵感からの相場上昇）」は、景気サイクル後期の特有の現象である。
- 我々の懸念は、今回のサイクル後期の展開が過去の事例と変わらないということである。インフレは、成長が鈍化しているがゆえに鈍化している。いったん企業の収益期待も鈍化すれば、債券利回りが低下しても株式を支えるのに十分ではないだろう。
- 投資家にとっての好材料は、多くの国々ではまだリセッションが到来していないことである。その結果、投資家は相場上昇のタイミングを活用して、より耐久性があると期待できるテーマにポートフォリオをリバランスすることができる。例えば、クレジット資産クラスにおいて投資機会があるのではと我々は考えるが、その理

由は投資家に対し、既知のマクロ経済リスクを埋め合わせるのに十分な利回りを提供していると考えているからである。特に、米国のハイイールド・クレジットは、コロナ禍時代のバランスシート強化に向けたプログラムから恩恵を受けている。我々は米国と欧州市場のプライベート・クレジットも選好しているが、これについては後述する。

## 日本に関して

- インフレ加速を助長している超円安を背景に、日本銀行が、より柔軟なイールドカーブ政策と金利引き上げに向けたさらなる措置をとる可能性が高まっている。投資家にとってこれは、今後の道筋を考えるうえで過去の経験が役に立たないことを意味しているといえる。私たちは今、新しいパラダイムに直面している。日銀は、長く維持してきたマイナス金利政策を撤回するための前提条件として、適正な賃金の伸びと需要サイド主導型のインフレを挙げているため、日銀が速すぎるペースで動く可能性は小さいと我々はみている。

- 需要主導型インフレの点からいうと、岸田首相は先ごろ、物価高に苦しむ家計を支援するため追加の財政刺激策を行うと発表した。また、首相は、来年の賃金引上げに向けて企業に政府と連携するよう呼びかけている。これらの政策はより高い経済成長に寄与するとみられ、そうなれば日銀がマイナス金利政策を変更するための前提条件としているものと合致する。ただし、投資家は財政刺激策の性質に注意すべきである。所得税減税および低所得世帯への給付金という形での刺激策は、インフレ対策というより、むしろインフレ圧力を助長する傾向がある。

## 期待もてる投資アイデア：米国および欧州のプライベート・クレジット

- ボラティリティが高く経済リスクが高まっている時期は、リスク資産を減らすタイミングであるかのように感じられる。しかし、投資家には準備のための時期ととらえることを勧めたい。

- 筆者は先月号で、プライベート・クレジットでは世代を超えた機会が生まれつつあるのかもしれないと書いた。私の見方では、これは市場機会に備えるための領域として完璧な例である。リスクと機会をバランスさせるため、我々は特に、米国と欧州のロウワーミドルマーケットのプライベート・クレジットに関心をもっている。

- 米国は巨大で成熟し、かなり均質的な構造をもつ市場であり、大型案件をめぐる競争圧力が強まっている。そのため、ロウワーミドルマーケットはより魅力的なバリュエーションと企業ファンダメンタルズをもつ市場領域になっている、というのが我々の見方である。

- 対照的に、欧州市場はまだ流動的で、米国ではすでに硬直化している領域で成長し、成熟し、拡大している途中にある。また、欧州市場は国によってドキュメンテーション手続きや案件のオリジネーション戦略、銀行システムの構造が異なり、より細分化している。このことは地域の分散化にうまく対処できるプライベート・クレジット・パートナーにとってはチャンスとなり、投資家にとっては大きな利点となっている。ここでは、我々はスポンサーの付いていない案件（スポンサーレス）市場にも注目している。欧州には多くの国々が

あり、機会が細分化されているため、スポンサーレス市場はスポンサー主導市場より約 9 倍も大きい。我々は、このセグメントに焦点をあてることにより、投資担当チームは、経営陣の質、提供される情報、設定された担保、そして、その他重要な投資項目について妥協するのを避けられると考えている。

(注) 2024 年 1 月よりこのニュースレターはメディア関係の方々に直接配布されることはなくなります。代わりに、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・リミテッドのウェブサイトに掲載されることになりました。

## About New York Life Investments

With \$674 billion assets under managements<sup>1</sup> as of March 31, 2023, New York Life Investments ([www.newyorklifeinvestments.com](http://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](http://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](http://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<sup>2</sup>の運用資産残高を有し、系列プ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](http://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。

<sup>1</sup>Assets 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.

<sup>2</sup>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ブ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