



## 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**

- Global investors are increasingly focused on risks. Inflation in the U.S. appears to be firming, at least temporarily, which results in concern that the Federal Reserve will keep interest rates “higher for longer.” Investors are also worried about rising U.S. yields, as the country grapples with political risk and a large fiscal deficit. We expect yields to continue to be volatile.

- We are deeply saddened by events unfolding in Israel. From an investor perspective, we think the main risk is that the conflict broadens to include oil producing states, impacting supply. Currently, the global economy isn’t facing an oil shock. But if it did, the experiences of 1973 and 1990 suggest that an economy already slowing due to tightening financial conditions – such as the United States and Europe – may be weakened further by an oil price shock, via the consumer stress and tightening financial conditions it brings. For investors concerned about an energy price shock, we see that the energy sector, including renewable energy, have tended to benefit from higher energy prices in the past. We think adding exposure to commodities can also help to hedge a portfolio against inflation and event risk.

### **Japan focus**

- I recently participated in Nikkei’s conference, “The International Financial Frontier: Scenarios for Japanese Prosperity.” It was an important and valuable experience to hear global investors’ candid views on Japan. We see green shoots of progress suggesting that Japan is becoming nimbler to our changing world. In the public sector, we think Prime Minister Kishida san’s reforms are encouraging, including the effort to spur international participation in the Japanese market. In the private sector, Tokyo Stock Exchange has encouraged listed companies whose stocks are trading below their book value to announce measures to improve. These actions are promising, but alone they are not enough. We are looking for two things to determine that this is a fresh start and not a false dawn: the consistency of government programs in this supportive direction, and whether the Japanese government can convince the private sector to make more changes as well.

- Because of the potential for structural change in Japan, because of an attractively priced yen, and because the economy is earlier in its economic cycle in our view, we have maintained our overweight position in Japanese equity in our global portfolios.

- We expected the Bank of Japan to abandon yield curve control (YCC), but even this expected development is very important for global asset allocation. In the near term, we believe there is likely to be some volatility in especially 10-year Japanese government bonds (JGB). We would not be surprised to see the 10-year JGB yield test 1.0% in the coming weeks. Looking forward to the next few months, we believe that the level of 10-year JGB will be influenced by developments in U.S. and other global yields. Lately, concerns about the path of the U.S. economy and government deficit have prompted yields to move higher. Higher yields from other global securities create competition for investors' allocation, and a higher U.S. yield may mean less demand on the margin for JGBs.

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

- Recently, I have written about our strong conviction in allocating to senior real estate debt, given the generational opportunity we see opening there after the pandemic. In our view, another generational opportunity is unfolding in private credit. From a global asset allocation perspective, we see U.S. and European private credit as particularly interesting due to their strong potential to add investor yield.

- In addition, we believe that including both U.S. and European private credit exposure in a global portfolio may allow investors to leverage the regions differing historical backdrops and funding environments. The U.S. is a large, mature, and fairly homogeneous structure, while the European market is more fragmented, with documentation, origination strategy, and banking structure varying by country. Together, we believe these markets may offer opportunities for private credit partners who can navigate the respective challenges and opportunities of their regions.

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**

- グローバルな投資家はいっそうリスクに敏感になっている。米国のインフレは、少なくとも一時的には高い水準を維持しているようで、FRB（米連邦準備制度理事会）が金利を「より高くより長く（higher for longer）」維持するとの懸念を生んでいる。投資家はまた、米国の利回りは、米国が政治リスクと多額の財政赤字に取り組むなかで上昇するのではと憂慮している。我々は、利回りは不安定な動きを続けると予想している。

- 我々は、イスラエルでの出来事を深く悲しんでいる。投資家の視点からすると、主なリスクはこの紛争が石油生産国を巻き込んで拡散し、石油の供給に影響を与えることだと考えている。今のところ、世界経済はオイルショックに直面してはいない。しかし、仮にそうなった場合、1973年と90年の事例から考えると、米国や欧州など金融情勢の引き締めによりすでに減速している経済が、消費者のストレスと金融情勢の引き締めが引き起こされることで、石油価格ショックによってさらに弱まる可能性がある。エネルギー価格の高騰を懸念する投資家のためにいうと、再生可能エネルギーを含むエネルギーセクターはこれまで、エ

エネルギー価格の上昇から恩恵を受ける傾向のあることがわかっている。コモディティ（商品）へのエクスポージャーを高めることは、インフレとイベント・リスクに対するポートフォリオのヘッジにも役立つと思われる。

## 日本に関して

- 筆者は先ごろ、「日経フォーラム 国際金融フロンティア～日本繁栄へのシナリオ」に参加した。これは、グローバルな投資家の日本に対する率直な見方を知るための重要かつ貴重な体験となった。私たちは今、日本が変化する世界に対して機敏になりつつあることを示す進化の芽を目の当たりにしている。公共部門では、日本市場への海外勢の参入を促す取り組みなど、岸田首相の改革は期待を持つことができると考えている。民間部門では、東京証券取引所が、株式が純資産の簿価を下回って取引されている上場企業に対し、改善策を示すよう奨励している。ただ、これらの措置は有望だが、それだけでは十分でない。これが本当に新たなスタートであって、期待をもたせるだけで終わらないことを確認するためには 2 つのことが必要である。それは、この政府プログラムの支援の方向性の一貫性、そして日本政府が民間部門に、より大きな変革を行うのだということ信じさせられるかどうか、である。

- 日本の構造改革のポテンシャルがあること、円が魅力的な価格となっていること、そして我々の見方では経済がその経済サイクルの初期段階にあることから、当社のグローバル・ポートフォリオでは日本株式のオーバーウエイト・ポジションを維持している。

- 我々は、日本銀行はイールドカーブ・コントロール（長短金利操作、YCC）を放棄すると予想していたが、この予想された動きでさえ、グローバルなアセットアロケーションにとってきわめて重要である。短期的には、特に 10 年物日本国債にある程度の変動が生じる可能性が高い。今後数週間内に 10 年物日本国債の利回りが 1.0%を試す場面があっても驚きはしない。今後数カ月についていえば、10 年物日本国債の水準は、米国その他のグローバルな利回りの動きに影響されると我々はみている。最近では、米国の経済と財政赤字の道筋に対する懸念が利回りを押し上げるきっかけとなった。他のグローバルな証券の利回り上昇が投資家の配分を競い合うことになり、米国の利回りが上昇すれば、日本国債への需要は両者の差によって減退しよう。

## 期待の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

- 筆者は最近、シニア不動産デットについて、コロナ禍後にそこで生じている世代を超えて所有できる不動産物件の機会を踏まえ、我々がこの分野へのアロケーションに強い自信をもって書いた。我々の見解では、プライベート・クレジットでも別の世代を超えた機会が生まれようとしている。グローバルなアセットアロケーションの視点からは、米国と欧州のプライベート・クレジットは投資家の利回りを増やす可能性がきわめて大きいことから、特に興味深いとみている。

- - 加えて、グローバル・ポートフォリオに米欧両方のプライベート・クレジット・エクスポージャーを組み入れることは、投資家が、歴史的な背景と資金調達環境が異なる地域を活用できるという点で有効である。米国は巨大で成熟した、かなり均質的な構造をもつ一方、欧州市場は国によって書類手続きやオ

リジネーション戦略、バンキング構造が異なり、より細分化している。これらの市場をともに組み入れることは、地域のそれぞれの課題と機会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る。

## 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](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こと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