

Asset Allocation Perspective: January 2024

New York Life Investment Management (NYLIM)

The economy & markets

- At the end of 2023, the United States Federal Reserve (Fed) changed its rhetoric around inflation, and has generated a showstopping loosening in financial conditions. Risk assets across bonds, equities, and alternative asset classes have benefited, and investor narratives have shifted towards a soft landing. We are concerned that this rally in risk assets is akin to “Fed relief rallies” of the past, which have historically been moments of relief before the reason the Fed is ending its hiking cycle – slowing growth – become clearer in the data.
- The euro showed resilience in the face of last winter’s gas shock—the economy stagnated but avoided a sharp downturn. However, growth has subsequently disappointed. With the economy’s weak growth performance, we expect that inflation will continue to retreat during the first half of 2024, which could mean the European Central Bank (ECB) could ease policy around the middle of this year. If policy easing were to arrive, it may be accompanied by improvement in risk asset performance.
- Globally, inflation remains, in our view, the single most important determinant of financial conditions and therefore market behavior ahead. This is true for the United States, Europe, and increasingly Japan as well. With this background, slowing economic growth would likely slow inflation, too, making it a more optimistic scenario than some investors may appreciate.

Asset allocation

- 2023 proved to investors that sitting it out is not the answer, even when experts are calling for a recession. Still, capital preservation can feel challenging amid rising risks. We encourage a holistic approach: focus on real returns, and consider how the recent runup in valuations can be used to rebalance towards longer-term goals. We have particularly high conviction in U.S. credit and U.S. and European private credit, where we perceive higher credit quality and flexibility of borrowers, particularly among the middle market. We also believe we may be experiencing a generational opportunity in U.S. and European real estate.
- Global equity valuations have moved higher in recent months, making their risk-reward relatively less attractive in our view. Regionally, we are underweight European equities, neutral U.S. equities, and overweight Japan. We maintain our high conviction in our Japanese equity overweight, despite improvements in valuations, thanks to the sustained government support of competitiveness programs. The recent increase in equity valuations may provide an opportunity for investors to rebalance towards themes, such as infrastructure, or portfolio construction approaches, such as credit and income, that we believe may provide portfolio resilience as the economic cycle changes this year.
- As for bonds, last year we had a strong focus on credit, with the view that credit spreads would likely stay narrow. In the second half of 2023, this turned out to be the case, with even high yield corporate credit providing strong credit quality and income for investors. This year, we are equally focused on credit risk and duration, under the assumption that central banks will cut rates as the economy slows. The U.S. Treasury curve is still inverted, and so we have been using municipal bonds as an opportunity to add duration where we perceive it to be better rewarded.
- The Bank of Japan stands out in this context, because it is only beginning to tighten policy, whereas other central banks are beginning to loosen policy. We expect that the Bank of Japan is



unlikely to change its negative interest rate policy until wages are declared at the end of the fiscal year. This would likely cause bond yields to drift higher, and then yen to strengthen. We believe the yen could strengthen to the 120-140 level at some time in 2024.

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。

アセットアロケーションの視点:2024年1月

ニューヨークライフ・インベストメント・マネジメント (NYLIM)

経済・市場

- 2023年末、米FRB（連邦準備制度理事会）はインフレをめぐる発言のトーンを変化させ、拍手喝采ものの金融環境の緩和を市場にもたらした。債券、株式、オルタナティブ資産クラスなどのリスク資産はその恩恵を受けており、投資家のシナリオはソフトランディングへと変化した。当社は、このリスク資産のラリーは、過去の「FRBのリーフ・ラリー（relief rally = 安堵感からの相場上昇）」に近いのではと懸念している。こういった状況は過去にも同様にFRBの利上げサイクルが完了に近づいている原因、すなわち成長鈍化がデータとして明確に出てくる前の安堵感の時期にあった。
- ユーロは、昨年冬の「ガス・ショック」にもかかわらず、レジリエンス（強靱性）を示した。経済は停滞したものの、急激な後退は避けられたからである。しかし、成長はその後、期待外れの推移となっている。経済の成長実績が弱いため、当社では、2024年前半はインフレが引き続き後退すると予想しており、そうなれば、欧州中央銀行（ECB）が今年半ばごろに政策を緩和する可能性が高い。仮に政策緩和が実施された場合、それに伴ってリスク資産のパフォーマンスは改善しよう。
- グローバルには、インフレは引き続き金融環境の、したがってこの先の市場行動の唯一最大の決定要因であると当社は考えている。このことは米国、欧州に当てはまるほか、日本についてもさらに該当するようになっている。こうした状況から、経済成長が鈍化すればインフレも低下し、一部の投資家が理解している以上に楽観的なシナリオが実現しよう。

アセットアロケーション

- 2023年は投資家にとって、専門家がリセッション（景気後退）予想を展開していても、市場に参加しないことが正解でないことを実感させる年だった。とはいえ、リスクが高まるなかで資本を保全することは難しいと感じられよう。当社は全体像を把握したアプローチを奨励している。これは、実質的なリターンを重視し、最近のバリュエーションの急上昇を、長期的な目標に向けたリバランスのためにどのように活用できるかを考える手法である。当社は、米国のクレジットおよび米国と欧州のプライベート・クレジットに特に高い期待感を抱いており、この分野の借り手、中でもミドルマーケットの借り手の信用度と柔



軟性はより高いと受け止めている。また、米国および欧州の不動産には世代を超えた機会が生まれつつあるのではとみている。

- グローバル株式のバリュエーションはここ数カ月に上昇しているため、そのリスクリターン特性は相対的に魅力を失いつつあると当社はみている。地域別では、欧州株をアンダーウエイト、米国株をニュートラル、日本株をオーバーウエイトとしている。日本株については、政府の競争力強化に向けた継続的な支援策のおかげでバリュエーションが改善しているにもかかわらず、当社のオーバーウエイトへの強い自信は続いている。このところの株式のバリュエーション上昇は投資家にとって、インフラなどのテーマ、あるいはクレジットおよびインカムなどのポートフォリオ構築アプローチに向けたリバランスを行う機会になるかもしれない。これにより、経済サイクルが今年変化するなか、ポートフォリオのレジリエンスを高めることができると当社はみている。
- 債券については、当社は昨年、クレジット・スプレッドはタイトに維持される可能性が高いとの見方から、クレジットに大きく重点を置いた。2023 年後半、その見方が現実のものとなり、ハイイールド社債のクレジットでさえ投資家に高い信用度とインカムを提供した。今年、当社は、経済が減速するなかで各国中央銀行が金利を引き下げると想定し、信用リスクとデフレを同程度に注目している。米国債の利回り曲線は依然、逆転状態にあるため、当社は、より高いリターンを見込めるデフレ追加の機会として地方債を活用している。
- 日本銀行は、この背景の中では目立つ存在である。諸外国の中央銀行が政策を緩和し始めているのに対し、唯一引き締めを始めたばかりだからである。当社は、日銀は年度末の賃上げ交渉が確定するまでは、マイナス金利政策を変更する可能性は低いと予想している。その結果、債券利回りはゆっくりと上昇し、円も上昇しよう。当社では、円は 2024 年のどこかの時点で 120～140 円の水準まで上昇する可能性があるかとみている。

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.

情報開示:

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す。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、お客様のみ提供を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