

アセット・アロケーションの視点: 2025 年 6 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)

以下は、後半に続く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。

経済と市場

2025 年 5 月、グローバルの投資家は、政策リスクのプライシングに関する難題に直面した。政策の不確実性は引き続き高まっており、米国国内のみでなく世界中に広がっている。しかし、こうしたリスクを反映して各国の国債利回りが上昇した一方で、世界の株式市場は同時期に V 字回復を見せた。

- **日本国債利回りが映し出す、政策正常化への道のりにおける問題:** 5 月下旬、日本国債 (JGB) の利回りは入札需要の弱さを受けて急上昇した。この長期債利回りの急上昇は、インフレ圧力の再燃や、日銀や保険会社といった主要な買い手による需要減少など、日本が数年にわたって進めている政策正常化の流れと関係する複合的な要素を反映している。
- **日銀政策への影響:** JGB 市場のボラティリティに対して、金融当局は口先介入を行い、国債発行に関する市場の意見を求めた。日銀は、国内外の不確実性が続く中で政策判断に慎重な姿勢を維持してきた。このため、極端な状況を除き、日銀が JGB のボラティリティに対して国債の買い入れ強化やイールドカーブ・コントロールへの回帰といった対応を取ることは消極的であると私たちは見ている。目先では植田総裁の発言や、来月の政策決定会合における国債買い入れの見直しに対する市場の注目が高まるだろう。
- **米国債市場への波及:** JGB 利回りの上昇は、世界の長期国債利回り、特に米国に 2 つの影響をもたらした。
 - 第一に、JGB のボラティリティを受けて、各国政府が増大する財政赤字と債務水準にどう対応するかという構造的な懸念が浮上し、米国債を含む世界の長期債利回りが混乱に陥った (下記「アセット・アロケーションの見解」を参照)。米国債市場がとくに影響を受けた理由は 2 つある。1 つは、財政リスクの増大を理由に、5 月に米国がムーディーズの格下げにより残っていた唯一の AAA 格付けを失ったこと。もう 1 つは、この格下げが、米国議会で来年度の歳出を決定する予算法案の審議が進む中で、さらに政府が既存の債務を返済できるようにするための債務上限引き上げの措置が検討されているという不確実性が高まる中で発生したことである。
 - 第二に、日本の利回りが上昇・正常化していく中で、日本からの米国債需要が減少するのではないかという懸念が再燃した。1 カ国だけの需要が米国債市場に決定的な影響を及ぼすことはないが、他国の米国債需要の動向への注目が高まり、長期金利を押し上げる一因となった。
- **米国の政策リスクの広がり:** 米国の株式市場は、財政・関税政策に対して耐性を示す一方で、米国投資家にとって不確実性は引き続き主要なテーマである。トランプ大統領は EU の製品に対して 50% の関税を課すことを提案し、7 月を交渉期限としている。今後控える 3 つの主要な関税交渉の期限は次の 3 つである: 7 月 7 日 (多数の国に対する相互関税)、7 月 9 日 (EU)、

8月12日(中国)。こうした状況と財政政策の不透明さも相まって、市場の高いボラティリティは今夏にかけて続くとしている。

アセット・アロケーションの見解: 債務の持続可能性が、さらなる鍵になる可能性

- 世界的な債務の持続可能性への懸念は拡大しているが、長期的なアセット・アロケーションにおいてでさえ、それをどう組み込むかは難しい。私たちは、多くの主要国が今まさに財政運営の転換点にあると見ており、その選択が今後の世界的なアセット・アロケーションに大きな影響を与えていると考えている。
- 米国、欧州各国、そして日本においては、政府支出の優先順位が医療、重要なサプライチェーンへのアクセス、エネルギー自立、デジタルインフラ、気候変動に強いインフラといった分野にシフトすることへの受容が広がっている。このような支出の優先順位の変化は、国内投資の増加や成長率の上昇を示唆し、やや高めのインフレ率や利回りを容認する必要があるかもしれない。ただし、中国は例外で、財政支出の抑制的な姿勢を明確にしている。
- 多くの主要国がより高い投資と成長へと傾くならば、投資家もそれに応じて対応することができる。私たちは、生産的な公的投資が民間セクターの利益成長を後押しする場面において、魅力的な投資機会が存在するとみており、プライベート市場での選別的な投資が、こうした機会にアクセスする有効な手段となり得ると考える。また、リアルアセット、素材、コモディティなどのインフレヘッジ資産も、今後のポートフォリオにおいてより重要な役割を果たす可能性がある。

英語原文

Asset Allocation Perspective: June 2025

New York Life Investment Management (NYLIM)

The economy & markets

May 2025 presented global investors with a conundrum regarding the pricing of policy risk. Policy uncertainty remained heightened, and has broadened within and beyond the United States. Yet even as global government bond yields rose to reflect these risks, global equity markets experienced a synchronized V-shaped recovery.

- **Japanese bond yields reflect bumps in the road to policy normalization:** Japanese government bond (JGB) yields moved sharply higher in late May, in response to weak auction demand. The sharp rise in long-dated JGB yields reflects a combination of factors we associate with Japan's multi-year trend toward policy normalization: a renewed inflationary impulse, and reduced demand from key purchasers including the Bank of Japan and Japanese insurers.
- **Impact on Bank of Japan policy:** Monetary authorities responded to volatility in the JGB market with verbal intervention, and requested market feedback on debt issuance. The BOJ has been patient in determining its policy path amid both domestic and global uncertainty thus far; this guides our expectation that BOJ will be reluctant to address JGB volatility with accelerated bond purchases or a return to yield curve control – barring extreme

circumstances. We expect increased attention to commentary from Governor Ueda in the near term, and a strong investor focus on the BOJ's review of its bond purchases at its policy meeting next month.

- **Spillover into the U.S. Treasury market:** Rising JGB yields had a two-pronged effect on long-dated government bond yields globally, namely in the U.S.
 - First, JGB volatility raised structural concerns about the ability of governments to cover rising budget deficits and debt levels, causing a rout in long-duration global yields, including U.S. Treasuries (see allocation views below). We see two reasons these concerns resonated in U.S. bond markets. One, in May the U.S. lost its remaining AAA sovereign credit rating due to a Moody's downgrade, citing mounting fiscal risk. Two, the downgrade occurred just as uncertainty mounts around a budget bill moving through the U.S. legislature, determining spending for the coming fiscal year, as well as provisioning for the raise of the U.S. debt ceiling, allowing for the government to pay its existing debts.
 - Second, rising – and normalizing – bond yields in Japan spark renewed investor concerns that Japanese demand for U.S. Treasuries will fade. While no single country comprises sufficient demand to truly disrupt the U.S. Treasury market, renewed scrutiny over foreign U.S. Treasury demand helped prompt long-dated yields higher.
- **Policy uncertainty is broadening in the U.S.:** Despite U.S. equity market resilience to both fiscal and tariff policies, uncertainty remains the dominant theme for U.S. investors. President Trump proposed a 50% tariff on EU goods, with a July deadline for a trade deal. Three major trade deadlines now loom: July 7 (global reciprocal tariffs), July 9 (EU), and August 12 (China). Combined with fiscal policy uncertainty, we expect elevated market volatility to persist through the summer.

Asset allocation views: debt sustainability may increasingly become a driver of portfolio allocation

- Concerns around global debt sustainability are prevalent, but are difficult to incorporate into even long-term asset allocation. We believe many major global economies are at an inflection point in their respective debt management paths, and we expect these choices to have a meaningful impact on global asset allocation.
- In the U.S., many European countries, and Japan, we see an increased acceptance of shifts in government spending priorities toward health, access to critical supply chains, energy independence, digital infrastructure, and climate-resilient infrastructure. These evolving spending priorities imply higher domestic investment and higher growth rates, and may require greater tolerance of moderately higher inflation and bond yields. We see China as a key exception to this trend; China's debt management points more clearly toward more austere government spending.
- If many major economies lean toward higher investment and higher growth, investors can adapt accordingly. We find compelling opportunities where productive public investment supports private sector earnings growth; selection in private markets allocations can be a compelling way to access these opportunities. Natural inflation hedges, including real assets, materials, and commodities, may play an increased role in portfolios moving forward.



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、または運用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(以下「当社」といいます。)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の正確性・完全性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、お客様のみに提供する目的で作成されています。当社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 関東財務局長(金商)第 2964 号

加入協会:一般社団法人日本投資顧問業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会