

アセット・アロケーションの視点:2025 年 10 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

日本は 10 月に入り、経済の主要な要因はいくつか改善が見られるものの、依然として未解決の課題が残っている。政治情勢は依然として不安定で、インフレ率は鈍化しているものの目標を上回っており、貿易条件も実施途上にある。そのため、長期的には建設的な見方を維持しつつも、当面はヘッドライン要因によるボラティリティが続くとみている。

- 日銀は市場にショックを与えるのではなく、シグナルを通じて正常化を進めている。日銀は 9 月に金利を 0.50% に据え置いたが、ETF 保有を年間約 3,300 億円 (簿価ベース、時価換算で約 6,200 億円) のペースで売却する計画を公表した。このペースは意図的に緩やかなものだが、日銀の政策スタンス全体における体制転換を示している。市場はこれをタカ派的な据え置きと受け止め、正常化は金利や国債購入だけでなく ETF も含めた幅広いツールに及ぶとの見方を強めた。今後の政策正常化は米国との貿易動向など、グローバル要因に大きく依存すると考えられる。
- 財政の方向性は依然として不透明だ。石破首相が 9 月 7 日に辞任する意向を表明し、自民党総裁選が 10 月 4 日に予定されているため、新内閣が発足するまで予算の優先順位は固まらない。候補者は幅広い財政スタンスを持っており、当面の政策ガイダンスは不透明な状態にある。
- マクロ環境は底堅さを増したが、依然として脆弱だ。8 月のコア CPI は前年比 2.7% と鈍化し、インフレ率は目標を上回りながらも緩和が進んでいる。経済成長は堅調さを保っており、第 2 四半期の GDP 成長率は年率約 1.0% となった。しかしインフレの影響は実質賃金に表れており、7 月時点のデータでは 7 か月連続で前年比減少が続いている。先行指標である PMI はまちまちで、製造業は低迷する一方、サービス業は緩やかに拡大している。
- 貿易の影響は依然として流動的だ。米国政府は 7 月に日米貿易枠組みの実施を命じる大統領令を発表したが、8 月の対米輸出は、自動車の主因となって再び減少した。「関税緩和」という見出しにもかかわらず、目先では摩擦が続いている。特に戦略産業の特例措置を含む実施の詳細が第 4 四半期の重要なテーマになる。
- 世界的な金融政策は緩和基調にあるが、容易な道ではない。FRB は利下げを開始し、政策を「やや制約的」と位置付けている。ECB は政策金利を 2.0% 前後に維持しつつ、必要に応じた追加利下げの余地を残している。貿易や移民政策の変化による影響は米国経済データにまだ十分反映されていないとみており、利下げサイクルは市場予想よりも緩慢になる可能性がある。市場は 2026 年半ばまでに 100~125bp の追加利下げを織り込んでいるが、当社の見方ではそれより 25bp ほど小幅にとどまると考える。
- 投資家は日本市場に対して建設的な見方を保ちながらも、投資先を慎重に選別している。9 月の外国人による株式フローは、政治的不透明感や日銀の ETF 売却方針を受けて不安定

になり、マイナスに転じた。ただし、日本の成長軌道は前向きに評価されており、政権の安定化、予算の方向性、日銀のタイミングが明確になれば、フローは安定化すると予想する。

アセット・アロケーションの見解：欧州ダイレクトレンディングにおける利回りと分散の機会

- ここ数四半期で欧州はソフトランディングに成功した。ECB は一貫した利下げサイクルを進め、中立的な政策水準に近づきつつある。その結果、銀行融資や資金供給が増加し、総需要も改善している。この環境は企業のキャッシュフローを下支えし、デフォルト率の安定にもつながっている。一方で、不確実性は依然として残っており、リスクが割安に評価されているため、優先担保付融資は魅力的な状況となっている。
- 銀行は直近まで融資を大幅に引き締めていたが、融資基準は徐々に緩和に転じ、貸出成長も回復基調にある。一方で企業の投資意欲は依然として低調だ。この組み合わせにより、ロウアー・ミドル市場における高成長企業に資金ギャップが生じており、ダイレクトレンダーはコベナントを重視した柔軟なストラクチャーと厳格なプライシングで応じることができる。
- 円投資家にとっては、分散と為替管理の両面で優位性がある。ユーロの実効為替レートは2024～2025 年を通じて上昇しており、ECB はユーロ高が続く場合にはよりハト派に傾くとみられるため、極端な為替リスクは抑制されている。

英語原文

Asset Allocation Perspective: October 2025

New York Life Investment Management (NYLIM)

The economy & markets

Japan enters October with several major economic drivers improved but not fully resolved: politics are still fluid, inflation is easing but still above target, and trade dynamics are still mid-implementation. As a result, we stay constructive long term but expect headline-driven volatility near term.

- *BOJ normalization by signal, not shock.* The BOJ held at 0.50% in September but unveiled a plan to sell its ETF holdings at ~¥330bn (book) per year (~¥620bn at market). This pace is deliberately glacial, but marks a regime shift in the BOJ's overall policy stance. Markets have read the meeting as a hawkish hold, and as confirmation that normalization will be socialized across tools (rates, JGB purchases, and not ETFs). In our view, further policy normalization depends heavily on global dynamics such as U.S. trade.
- *Fiscal path still cloudy for now:* With Prime Minister Ishiba's September 7 resignation and the LDP leadership vote set for October 4, budget priorities cannot crystallize until a new cabinet is seated. Candidates span different fiscal leanings, keeping near-term guidance tentative.
- *Macro pulse: backdrop firmer, but still fragile.* Japan's core CPI slowed to 2.7% year-over-year in August, keeping inflation above target but easing. Growth remains reasonable; Q2 GDP came in at about 1.0% annualized. But the pain of inflation is being felt in real wages, which showed seven consecutive months of decline as of the July data. Leading indicators such as PMIs are mixed, with manufacturing struggling while services expand modestly.

- *Trade impact still in flux:* The White House issued an order to implement the July U.S.–Japan trade framework, but U.S.-bound exports fell again in August (auto-led), highlighting near-term friction even with headline “tariff relief.” Implementation details, and especially any carve-outs for strategic industries, remain key for Q4.
- *Global backdrop: easier, but not easy.* The U.S. Federal Reserve has begun easing and characterizes policy as “modestly restrictive,” while the ECB sits near a 2.0% policy rate with optional contingency cuts. In our view, the impacts of trade and immigration changes have not impacted the U.S. data to their fullest extent yet; in response, we believe the U.S. cutting cycle is likely to be modestly slower than the market expects. The market is pricing 100bps-125bps of additional easing by mid-year 2026; we believe there may be 25bps less.
- *Investors remain constructive but selective on Japanese securities:* Foreign equity flows turned choppy-to-negative in September, based on political uncertainty and the BOJ’s ETF decision. Given an overall constructive view on Japan’s growth path, we expect stabilization when leadership, budget signals, and BOJ timing are clearer.

Asset allocation views: yield generation and diversification opportunities in European direct lending

- *Macro window and policy tailwinds:* In recent quarters, Europe has managed soft landing. The ECB has managed a consistent interest rate cutting cycle toward a neutral policy level. As a result, credit creation and aggregate demand have improved. That mix can help borrower cash flows and stabilize defaults, while today’s uncertainty still prices risk attractively for senior secured lending.
- *Financing need:* After a period of material bank tightening, bank lending standards are only gradually easing and loan growth is recovering, yet corporate investment intentions remain subdued. That combination typically leaves a funding gap among high-performing lower-middle-market companies that direct lenders can address with bespoke, covenant-rich structures and pricing discipline.
- *JPY allocator advantages: diversification and FX management:* The euro’s effective exchange rate strengthened through 2024–25, and the ECB would lean more dovish if euro strength persisted, containing extreme FX risk.

当資料に関する留意事項:

当資料は、情報提供を目的としてNew York Life Investment Management Asia Limited（以下「当社」といいます。）が作成したものであり、特定の金融商品またはサービスの勧誘や投資助言を目的とするものではなく、金融商品取引法に基づく開示資料でもありません。当資料は、当社が信頼できると判断した情報等をもとに作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当資料の内容は作成日時点のものであり、当社および当社のグループ会社の見解・予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、市場環境やその他の状況によって予告なく変更されることがあります。また、将来の投資成果や市場環境の変動等を保証または予想するものではありません。特定の銘柄や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではありません。当社が提供する金融商品およびサービスは、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、商品・サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合があるため、あらかじめその金額または計算方法等を表示することはできません。「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



INVESTMENTS

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および通称です。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。当社による事前の同意無く、当資料の全部またはその一部を複製、転用、または配布することはご遠慮ください。

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