

アジア: 変化する情勢

By Henry H. McVey, Frances B. Lim, Changchun Hua, Allen Liu



ヘンリー H. マクベイ

KKRのバランスシートCIO
グローバル・マクロ & アセット・
アロケーション責任者
henry.mcvvey@kk.com



フランシス B. リム

Head of Asia Macro
frances.lim@kk.com

チャンチュン ファ

Managing Director, Chief
Economist for Greater
China
changchun.hua@kk.com

アレン リウ

Analyst, Global Macro,
Balance Sheet and Risk
allen.liu@kk.com

私は先日、アジアのマクロ・アセットアロケーションを統括するFrances Limとともに日本と中国を訪問しました。今回の出張では、当社KKRのプライベート・エクイティ、グロース・エクイティ、不動産、クレジット、インフラなどを担当する社員や、北京オフィスのグローバルマクロチームのChang-chun Hua、Allen Liuらと時間を共にしました。また、政府関係者、CEOの方々、外部のマクロ専門家、投資家の皆さんともお会いしました。

今回の出張は新型コロナウイルスが流行する直前に訪問して以来、初めての訪中ということもあり、有意義な時間を過ごすことができました。また、アジアの2大経済圏を比較対照することができたのもよかったです。日本と中国を訪問した際の具体的な内容は後述しますが、以下が今回の訪問で得た見解の概要です。

- アジアは「1つ」ではないため、よりきめ細かなアプローチが必要です。** 今回の訪日は、欧州や米国への訪問に近い感覚で、労働力不足、サービスインフレ、金融引き締めなどのテーマに議論が集中しました。それに比べ、中国ではインフレ率が低く（PPIは実質マイナス）、海外渡航はかなり控えめで（税関は6カ所で行列も待ち時間もないのに対し、日本では25以上の入国ゲートがあるのに待ち時間は1時間以上）、輸出の伸びは好調（中国では15%増、日本では伸びず）でした。昨秋の東南アジア訪問（2022年10月のTFTR Asia: Beating to a Different Drumを参照）と比較すると、世界最大の消費経済圏を持つ地域では、地域に根差し、かつ差別化されたアプローチの両方が必要であることを再認識しました（図表12）。
- しかしながら、世界に通じる一貫したテーマも浮上しました。** 私たちは4点の「大きな」検討すべきテーマがあるとみています。第一は、当社がかねてから検証している世界的な労働市場の変化が（2023年2月発行 Eye of the Tiger参照）重要な投資機会につながるという確信を深めてアジアを後にしました。人口動態の逆風によって労働供給が減少する中、日中両国において賃金は上昇しています。したがって、特に企業部門では自動化の拡がり避けられないと考えます。

第二は、「security of everything（あらゆるものの安全保障）」という私たちの考え方は、アジアでも健在であることです。今回話をしたCEOの皆さんは、エネルギー、データ、輸送、食糧、水などの、「安全保障」について大きな懸念を示していました。実際、私の同僚であるVance Serchuk (Managing Director, KKR Global Institute) がよく言うように、私たちは穏やかなグローバル化の時代から大国間競争の時代へと移行したという認識が強まっていました。第三は、エネルギー・トランジションが、政治家、企業幹部、そして市民にとっての最重要課題となっていることです。ただし、トランジションのペースは国やセクターによって大きく異なります。そして何より、中国のような新興市場でも、環境に配慮したブランドの台頭などもあり、クリーンな環境を求める政府の方針よりも、消費者の嗜好が優先されつつあります。最後に、手つかずの貯蓄が大きなテーマであると私たちは考えています。日本、中国、欧州、米国に存在する数億人の65歳以上の人々を支えていくには、世界的に見ても預金口座に眠っている資金金額は多すぎますし、預金に対するリターンでは少なすぎます。

3. **アジア経済がより成長することで、シリコンバレー銀行の破綻による金融環境の悪化にも一定の安定性もたらされるでしょう。**特に、2022年の中国のGDP成長率は3%でしたが、弊社のChangchunは今年の成長率は市場のコンセンサスを上回る5.8%に達するとみており、この予想もさらに上振れる可能性がありそうです。GDPはコンセンサス予想の4%増、および前年同期比3.0%増に対し、23年第1四半期が4.5%と上振れたことも、当社のプラス志向、特に消費は底を打ったとする見方を支えています。アジア経済の勢いは地方銀行に資金を依存する米国の中小企業にとっては十分ではないかもしれませんが、米国、欧州、日本の大型株価指数に代表される大手多国籍企業を後押しすることは間違いない、というのがグローバル投資家に対する当社の結論です。
4. **2023年については物事をシンプルに考えるという前提で強気の姿勢を維持します。**現在のマクロ環境は深刻で複雑な逆風が吹いており、今回の出張で私たちの懸念が払拭されたわけではありません。しかしながら、資本市場には常に大きな混乱があり、これまで何度も書いてきたように、混乱はチャンスを生み出します。今は貸し手にとって絶好の時期であることは間違いなく、アクティビズムの高まりの中で、ROEの低下によって企業のカーブアウトが加速しており、低いマルチ

プルで取引されている優良な上場企業もあります。

言い換えれば、私たちは、この市場で、危険を冒すことなく、非常に優れたリターンを得ることが可能であると信じています。ただし、2010年から2020年にかけて成功したことを単に繰り返すのではなく、異なるスキルセットとアプローチを必要とする新しい時代に入ったという考えは変わりません。最後に、ファンダメンタルズ分析の結果が芳しくないときに限って、テクニカル分析の結果には非常に説得力があります。買い戻しが盛んで、供給はほとんどなく、2022年末には84%の中央銀行が引き締めを行ったのに対し、年内に引き締めを行うのは上位25の中央銀行のうち8%のみの予想となっています。したがって、投資行動に関しては、「徒歩からジョギング」へと移行するべきだというのが私たちの見方です。2023年と2024年は、負債資本コストの上昇にもかかわらず、オルタナティブ投資の分野では非常に良い年になる可能性が高いでしょう。

次のセクションでは、今回の訪日・訪中から得た、より詳細な情報と主な洞察をお伝えします。

第一に、当社がかねてから検証している世界的な労働市場の変化が重要な投資機会につながる、という確信を深めてアジアを後にしました。人口動態の逆風によって労働供給が減少する中、日本も中国も賃金は上昇しています。したがって、特に企業部門では自動化の拡がり避けられないと考えます。第二に、「security of everything（安全保障が全て）」という私たちの考え方はアジアでも健在であることです。今回話をしたCEOの皆さんは、エネルギー、データ、輸送、食糧、水などの「安全保障」についての懸念を示していました。

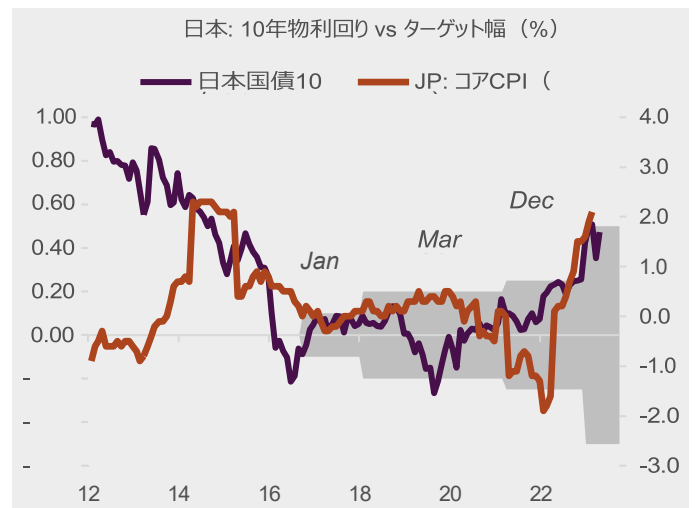
日本: 主なインサイト

- 日銀：現時点では問題ないものの...**。私たちが東京に降り立つ直前、日銀の植田和男新総裁は最初の会合で、「現在の経済、物価、金融の動向を見ると、イールドカーブ・コントロール（YCC）を維持することが適切である」と述べました。トップの入れ替えという重要な時期に、経済や市場を混乱させないという決定を賞賛します。しかし、利上げのタイミングが遅れると中央銀行も困難に陥るといのが、この2年間で私たちチームが学んだ教訓の一つです。図表3を見ると、失業率が低く、インフレ率が予想以上に高かったにもかかわらず、米国はこのサイクルでの利上げを待ちすぎたことがわかります。日本でこのようなリスクが発生しないことを願います。日銀が2023年秋までにYCCを10年から5年へと修正していく（つまり、全体としてYCCを柔軟化させる）というのが、現時点での当社のベースケースです。その後、日銀はYCCを完全に廃止するでしょう。こうした背景から、FrancesとChangchunは、10年物国債利回りが2023年末までに1.25%まで上昇し、その後、長期的には1.5%前後の水準に落ち着くと予想しています。その一方で、金融緩和を維持するために、TIBORレートは今後12ヶ月で0.3%まで緩やかに上昇し、長期的には0.5%程度までしか上昇しないと予想しています。インフレ率が2%前後で推移しているため、実質利回りは持続的にマイナスになると考えられます。つまり、市場の厚みには若干の軟化が見られるものの、日本の金利の動向を考えると、今が発行体にとっては良い時期であるということです。また、日本がデフレから脱却する可能性がある中で、実質ベースで十分なリターンを得るためには、個人と企業の両方の貯蓄者、特に預金保有者は、現金に代わる投資先を見つけなければならないということになります。

個人と企業の両方の貯蓄者、特に預金保有者は、現金に代わる投資先を見つけなければならないということです。

図表1

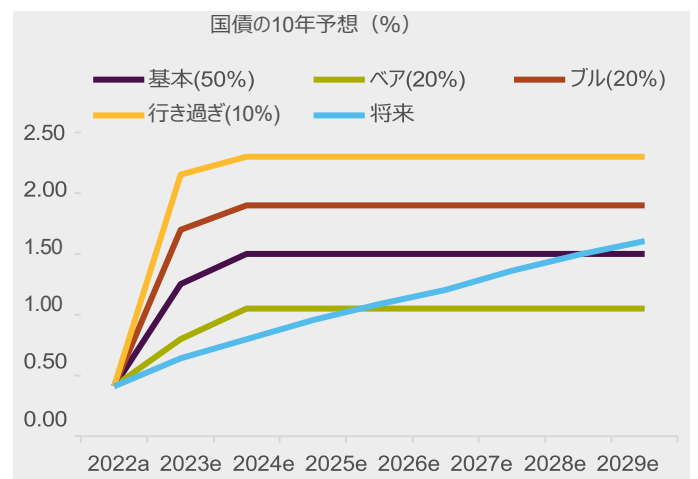
ファンダメンタルズ分析を見ると、日本ではYCCの乱れが明白に



2023年4月14日時点のデータ。出典: ブルームバーグ、ヘイバー・アナリティクス

図表2

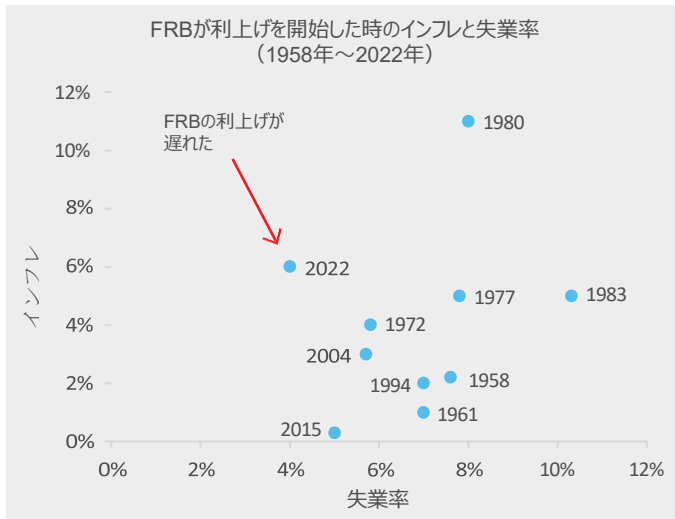
日銀がYCCを廃止すると見ており、それが10年物の利回りに影響



2023年4月14日時点のデータ。出典: ブルームバーグ、KKRグローバルマクロ&アセットアロケーションアナリティクス

図表3

日本のインフレについては構造的課題が大きいものの、FRBが利上げを遅らせたことは、日本銀行にとって教訓となる可能性も



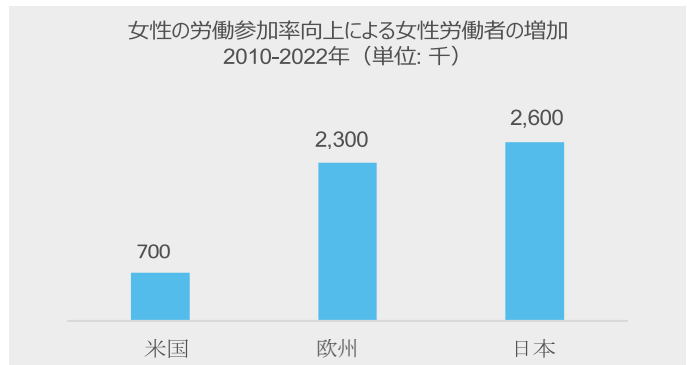
2023年3月29日時点のデータ。出典：ブルームバーグ、ヘイバー・アナリティクス

2. 労働力人口の伸び悩みにより、自動化に対する需要が大幅に増加する見込みです。成田空港は入国を待つ外国人旅行者の長蛇の列で、大混雑でした。海外渡航が未だあまり回復していない北京に到着した時とは全く異なる印象でした。空港で見たところ（東京で調べた正式なマクロデータでも確認）、日本への入国を待つ長蛇の列に並んでいた外国人の多くは、仕事目的で来ているわけではありませんでした。今回の訪問で、新型コロナウイルス後の今の世界において、日本では外国人労働者の流入が依然として少なく、人口動態の逆風が加速していることを確認することができました。しかしながらこれは新型コロナウイルスだけによる問題ではありません。2022年10月下旬に1ドル150円台まで円安が進んだことで、外国人にとって日本で働くことはあまり魅力的ではなくなりました。

これまでのように労働者を市場に参画させるために政府が打つことのできる施策の余地が小さくなっています。何より、日本ではすでに女性の労働参加率が過去最高水準に達しており、55-65歳の人々が労働力として働く期間も長くなっています。このことは、図表4と図表5でそれぞれ確認できます。日本では人口が減少しているものの、このような動きによって労働力人口は増加しています。しかし、先進国の中では高齢者と女性の労働参加率が最高水準にあることから、今後、この勢いを維持することは困難と思われる。GDP全体の伸びという点では大きな期待はできませんが（1人当たりGDPは違うかもしれませんが）、こうした背景から、私たちは自動化・デジタル化が加速するという仮説についてはさらに確信を深めています。

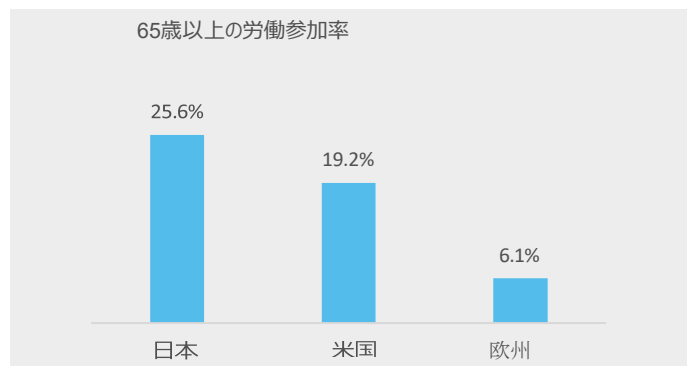
図表4

日本では2010年以降、女性労働者が260万人近く増加...



図表5

...そして、65歳以上の参加率で米国と欧州を上回る



欧州のデータは、EU加盟国のうち「ユーロ圏19カ国」のサブセットに基づいています。2022年第4四半期は、日本および欧州の入手可能な最新データを使用。2023年2月3日時点のデータ。出典：米国労働統計局、ユーロスタット、日本統計局

図表6

これまで日本は参加率の向上によって人口動態の大きな逆風を克服してきたものの、今後、どのような方策を講じることができるかは不透明

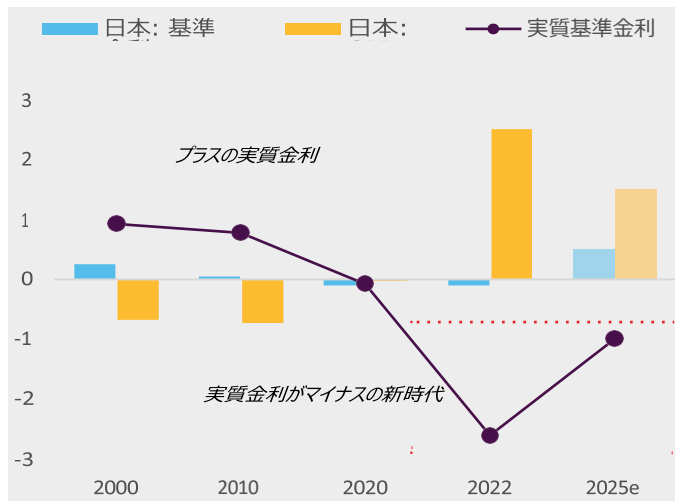
労働力増加への貢献度（単位: 百万）			
	米国	欧州	日本
2010年第4四半期の労働力	153.7	157.9	65.7
人口動態	9.6	-3.2	-3.2
参加率の変化	1.4	12.7	6.8
プライムエイジ男性参加率の変化	-0.6	-0.1	0.0
プライムエイジ女性参加率の変化	0.7	2.3	2.6
55-64歳の参加率の変化	0.1	8.6	1.8
65歳以上の参加率の変化	1.2	1.8	2.4
2022年第4四半期の労働力	164.7	167.3	69.4

欧州のデータは、EU加盟国のうち「ユーロ圏19カ国」のサブセットに基づいています。2022年第4四半期は、日本および欧州の入手可能な最新データを使用。2023年1月10日時点のデータ。出典：米国労働統計局、ユーロスタット、日本統計局

3. 欧米の水準にはないものの、日本でも長期的にインフレ基調が続くことになり、機関投資家と個人投資家双方の資産配分に大きな影響を与えることになるでしょう。つまり、世界の多くの地域でマネーサプライが急増しているにもかかわらず（私たちはこれを短期的デフレーションと認識）、構造的に引き締まった労働市場、広義の安全保障（サプライチェーン関連のさらなる削減を含む）、エネルギー・トランジションが連動して、現在の経済サイクルにおけるインフレの波を高めると考えています。私たちが正しければ、日本の投資家は現金を維持することではもはや「勝つ」ことはできないでしょう。なぜなら、現金はもはやプラスの実質収益率をもたらさないからです。これは大きな変化であるとみています。私たちは90年代半ばに来日するようになって以来初めて、日本が構造的デフレから脱却しつつあるという確信を高めました。この前提が正しいとすれば、植田新日銀総裁は当面は緩和的な政策をとるものの、現金保有の実質リターンへの優位性は失われつつあり、資金配分担当者や数兆円規模の企業のバランスシートを管理する国内経営者の多くがそれを過小評価している可能性があります。確かに、この見解は若干挑発的です。しかし、図表7が示すように、トレンドラインを見ると、今後は現金を保持するのではなく、より高い実質リターンを期待できるよりリスクの高い投資を行っていく必要があると思われます。

図表7

日本では実質金利がマイナスになる新時代が到来し、現金の魅力が薄れている。こうした背景から、資産配分の転換が進むと予想



実質基準金利は、日本の基準金利からCPI前年比を差し引いた値。2023年3月31日時点のデータ。出典：国際決済銀行、世界銀行、ヘイバー・アナリティクス

4. 日本企業のカーブアウトに関してはこれまでも強気姿勢ですが、今後さらに加速化する可能性もあると考えながら帰国しました。私たちは以前から、大幅な業務改善の可能性、低コストの資金調達の特長、株主還元への再注目など、企業のカーブアウトに伴う多くの追い風を見てきました。KKRによる大手J-REIT運用会社の買収は、この考えに興味深い新風を吹き込むものです。なぜなら、日本のコングロマリットの多くが、企業のフットプリントだけでなく不動産のフットプリントも再評価しているからです。言い換えれば、コングロマリットは現在、保有する企業や不動産の再編など、より多くの方法で価値を解放しようとしているということです。確かにこの動きはまだ始まったばかりですが、安倍首相が行ったコーポレートガバナンスと株主還元の強化は今後も勢いを増すと私たちは確信しています。

図表8

企業は非中核資産や子会社を売却していくという当社の考え
を実証する、最も説得力のある例として日本が浮上

上場企業数と連結子会社数						
	企業数	10未満	10-49	50-99	100 -299	300以上
日経400	400	51	157	91	77	24
東証1部	1,956	882	802	155	90	27
東証2部	539	467	71	1	0	0
マザーズ	239	226	13	0	0	0
JASDAQ	773	693	79	1	0	0
合計	3,907	2,319	1,122	248	167	51

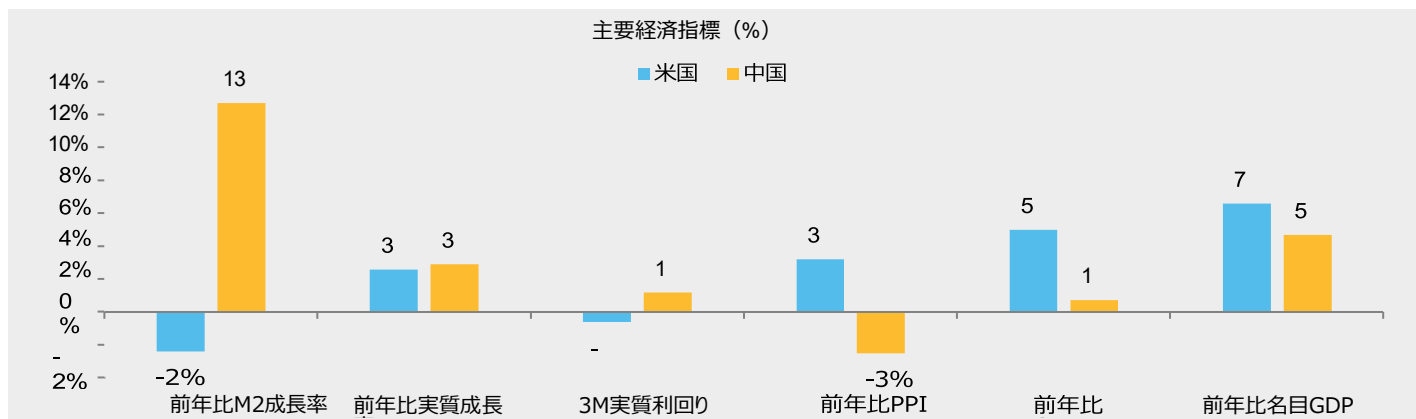
2017年12月31日時点でのデータ。出典：エコノミスト。

中国: 主な洞察

1. 一味違う中国。中国は1995年から訪問し続けているものの、今回は2019年の新型コロナウイルスの初期の大流行直前以来、初めての訪問となりました。あれから多くのことが変わりました。まず、ニューヨークから直接北京に行くことができなくなりましたが、これも米中二国間のビジネス目的の渡航が依然として低調であることに拍車を掛けているようです。とにかく時間がかかります（ミラノ経由で米国に戻る便は20時間以上かかりました）。

図表9

非同期的な世界の景気回復



最新の値。実質利回りは、3M金利-L3M前年比CPIインフレ率で計算。2022年3月31日時点のデータ。出典：ブルームバーグ

また、中国へ向かう際に東京でPCR検査を受け、ミラノで新型コロナウイルス陰性であることを証明する、というプロセスが必要でした。

そして、若い世代では名刺交換をすることがどんどん減っており、むしろWeChatでQRコードを交換するようになっています。また、特にファイル共有に関しては、WeChatが電子メールに取って代わりつつあります。これとは別に、地政学的な緊張の高まりに対する懸念があることは察しがつくところであり、これは中国に駐在する米国政府関係者や現地の中国人から何度も聞かされています。これはすべての投資家が懸念していることでしょう。また、中国経済は、米国とは大きく異なる状況にあります。図表9は、インフレ率、M2成長率、名目GDP（米国は中国よりも名目GDP成長率が高いことに注目）の実態が大きく異なっていることを示しており、この二項対立構造をよく表しています。これらの変数のうち、インフレ率が依然として極めて低いにもかかわらず、M2成長率が前年比12.7%に加速したことは、中国経済に存在する過剰生産能力を物語っているといえるでしょう。また、M2の増加による過剰流動性は、新規需要やサービスへの資本投資を刺激するのではなく、既存企業の借り換えや債務の返済に使われているという、現地で聞いた話も裏付けられています。

優先事項も変わりました。例えば、これまでの訪問では、インターネットを購買やゲーム、レジャーに利用している企業に多くの時間を割いていました。こうした企業が成熟し、規制も厳しくなっています。また、広告費をめぐる競争も激しくなっています。それに比べ、現在「ホット」なセクターは、セキュリティ、国内半導体などハイエンド製造業に集中しています。特に、米国によるロシア向け制裁が強化されていることから、中国では通貨の安全性も新たな優先事項となっています。この視点は、世界の投資家の多くが米ドルを過度に重視している中で、重要な意味を持ちます。そして、多国籍企業が中国でビジネスを行うのは、もはや中国が世界の製造業を担っているからではなく、むしろ中国の10億人の消費者、特に台頭する中産階級（現在の3億4千万人から2035年には4億9千万～5億7千万人に増加すると予想される）へのアクセスを得ることが主目的となっています。しかし、「先富論」が国内でより重視されるようになるにつれ、中国で事業を展開する外国人経営者のセンチメント調査では、過去と同じように業績を上げる能力が著しく低下していることが示唆されています。国内での競争激化によるものもありますが、現実には、中国では新型コロナウイルスの余波が、1人当たりGDPが上昇する経済を特徴とすることの多いアニマルスピリッツに重くのしかかっています。

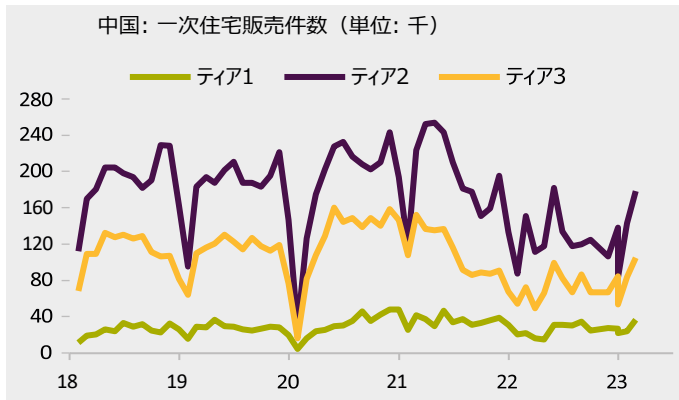
2. **国内経済は、一見底を打って上昇に向かったように見えるものの、今回はそうではないと考えます。** 2023年3月の輸出データ（輸出はマイナス7%の予想に対して15%近く増加）や2023年第1四半期のGDPデータが示すように、中国経済は非常に好調です。モールは賑わい、国内旅行は活発化し、「リベンジ消費」も見られます。3月の小売売上高は10.6%増と、前2ヶ月の約2倍となりました。とはいえ、いくつかの逆風が吹いているため、成長率がこれ以上上昇することはないだろうと思われます。

まず、ゼロコロナ政策との長い戦いの「余韻」が、中国の消費者意欲を落ち込ませ（あるいは少なくともアニマルスピリッツを抑制し）たため、完全に回復するには時間がかかると思われます。そのため、政府は減税や支出面での優遇措置を通じて、国民、特に中・高所得者の貯蓄の引き出しを促進する必要があるかもしれません。住宅用不動産市場は、これら両方の要因が成長に影響を及ぼしていることを示す好例です。私たちが話を聞いたある専門家によると、住宅需要は、1) 出生率が過去6年間で50%以上減少していること、2) 結婚件数が5年前と比べて33%減少していること、3) 1世帯あたりの人数が1991年の3.4人から米国の水準に近い2.8人に減少したと推定され、中古住宅の普及率がすでに非常に高い水準にあること、4) 都市の賃貸集合住宅市場が、特に北京や上海などのハイエンド市場において住宅所有に代わる見込みの高い選択肢になりつつあること、といった重要なトレンドに悪影響を受けているということです。そして、これには、二級都市での大幅な住宅建設が悪影響を及ぼしている供給面は考慮されていません。これらの都市には、まだ少なくとも数百万戸の売れ残りがあると私たちは考えています。もうひとつの重要なポイントは、中国が経済の転換を図るためには一層の努力が必要であるということです。具体的には、銀行が融資を増やせば、資本配分プロセスは、国有企業や不動産などのオールドエコノミーを成長させることにつながります。一方、サービス業への経済シフトの余地はまだ大きいと思われます。また、雇用増加の大部分を占める中小企業も、資本へのアクセスを改善する必要があります。

2023年3月の輸出データ（輸出はマイナス7%の予想に対して15%近く増加）や2023年第1四半期のGDPデータが示すように、中国経済は非常に好調です。モールは賑わい、国内旅行は活発化し、「リベンジ消費」も見られます。

図表10

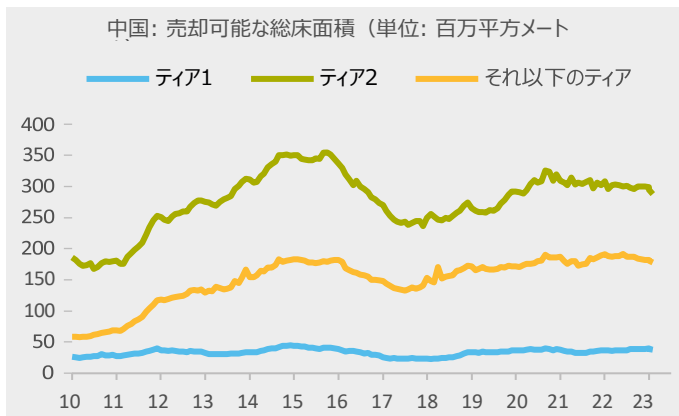
中国の不動産販売は回復傾向にあるものの...



2023年3月31日時点のデータ。出典：UBS、CEIC、国家統計局

図表11

...在庫水準は依然として非常に高い状態



2023年2月28日時点のデータ。出典：UBS、CEIC

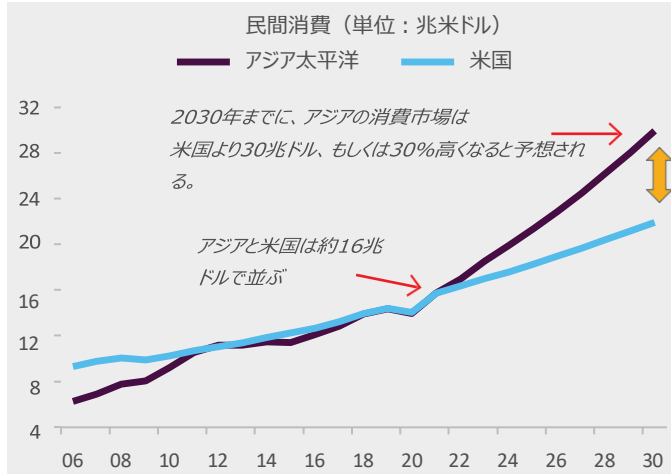
- 3. **魅力的な投資機会は、まだあります。** 数日間にわたり、私たちは、強い成長力と高い収益性を備えたワールドクラスのビジネスを構築している大変優秀な経営者たちと会うことができました。また、「中国はビジネスを歓迎している」というメッセージを発信するために、国が懸命に取り組んでいることがわかりました。

興味深いと思ったのは、銀行のバランスシート改善と、より効率的な貯蓄手段に対する個人の意欲の両方を満たすと考えられる、新興のREIT市場です。また、住宅市場は依然として軟調ですが、中国は欧米で積極的に推進している投資コンセプトである「巣ごもり」の中国版を享受しています。第二次世界大戦や9.11などの世界的な衝撃の後には、家族が家で過ごす時間が長くなり、その際に住居の改築・改修を行う傾向があるというのが当社の基本的な考えです。ただし、中国の巣ごもりのコンセプトでは、ロボット掃除機や環境に配慮した食洗機、エアコン、照明など、エネルギー効率や技術効率を高めるための住宅改修に重きを置いています。中国では、人口動態の話も盛んになってきています。欧米や日本で私たちが投資したのと同じような実態がいくつかあり、より技術的に進んだアプローチは必要なものの、私たちのこれまでの投資経験を活かすことができるだろうと考えながら、帰国の途につきました。また、貯蓄のあるアクティブな高齢者にとっては、栄養、怪我からの回復サポートサービス、モビリティの分野もブームになっています。最後に、中国が国内重視になるにつれ、世界のベストプラクティスを適用できる中間財製造業に新たなチャンスが訪れているように感じました。

また、住宅市場は依然として軟調ですが、中国は欧米で積極的に推進している投資コンセプトである「巣ごもり」の中国版を享受しています。ただし、中国の巣ごもりでは、エネルギー効率や技術効率を高めるための住宅改修に重きを置いています。

図表12

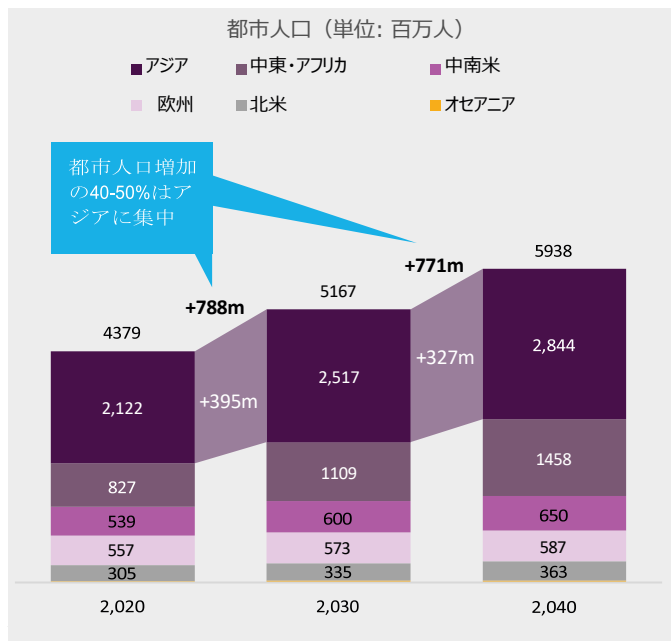
アジアの消費市場は米国とほぼ同規模ですが、成長スピードは米国より速い



アジア太平洋には、中国、インド、日本、香港、韓国、およびASEAN（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、シンガポール、ベトナム）、オーストラリア、ニュージーランドが含まれます。2021年5月31日時点のデータ。出典：世界銀行、IMF、OECD、ヘイバー、KKRグローバルマクロ&アセット・アロケーションの分析

図表13

世界では依然として都市化が進んでおり、都市人口増加の半分をアジアが占めている



結論

人や物に対する広く、健全で、慈悲深い心は、地球の片隅で一生涯ぼんやりと暮らして身につくものではない - マーク・トウエイ

2006年からオルタナティブ分野においてアジアで最大のプレゼンスを構築してきたことが、KKRの企業としての競争優位性につながったと私たちは考えています。投資機会は依然として多く存在するものの、より複雑なマクロ経済環境、地政学的環境を乗り切るためには、ディールチーム、グローバルマクロの取り組み、バリューアップチーム、広報活動など、当社のすべてのリソースを投入する必要があることを今回の出張で認識しました。

幸いなことに、欧米、特に米国で見られるような、厄介なサービスインフレと短期金利の上昇との綱引きなど、アジアには財政出動や金融刺激策といった「過剰要因」はないだろうと見ています。さらに、アジアの消費者の潜在的な成長力は、今や米国のそれを上回っており、オルタナティブ運用会社に大きな機会を提供してくれるでしょう。しかし、本レポートで詳述したように、デジタル化の加速、環境に配慮したブランド、サービスの充実など、新たな消費者行動の微妙な変化を十分に理解するためには、現地でのプレゼンスが不可欠です。同時に、日本や中国などの主要市場におけるアジアの人口が、今後10年間で、退職後のさまざまな生活や医療向け多額の支出を行うことは間違いないでしょう。

最後に、アジア、特に中国と日本では、人口動態と金融政策から、投資家が今後数年間で、より多くの経常利益とより多くの資産価値の両方を必要とする時期に、多額の低利回り預金を抱えていることを改めて指摘しておきましょう。米国のグローバル・アトランティックの買収で成功した「貯蓄戦略」と同様に、アジアでもこの価値を引き出す最善の方法を考えなければなりません。

重要情報

「私たち」「当社」という表現は、文脈に応じて、McVey氏またはKKRのグローバルマクロ及びアセットアロケーションチームを指し、KKRを指すものではありません。記載されている見解は、本書の日付現在におけるMcVey氏の見解を反映したものです。

また、McVey氏及びKKRは、本書に記載された見解の変更について、お客様に通知することを約束いたしません。金融市場の動向に関する意見または声明は、現在の市場環境に基づいており、予告なく変更されることがあります。ターゲットポートフォリオおよびかかるポートフォリオの配分に関する記載事項に関しては、仮想的な資産配分を意味するものであり、実際のポートフォリオではありません。本書に記載された見解およびターゲットポートフォリオまたは資産配分に関する考察は、KKRが提供または投資する戦略および商品（McVey氏がKKRに対して、またはKKRを代表して投資助言を行う戦略および商品を含む）に反映されない場合があります。今後、ここに記載するものと同一の投資助言をMcVey氏が行う、あるいは顧客口座や自己勘定を管理する際に、本書に記載された手法や分析方法の一部または全部を使用すると想定しないようにしてください。また、McVey氏が投資助言を行う際にも、KKRおよびその関連会社は、本書に記載された情報および見解と一致しない立場（長期的または短期的）をとったり、証券取引を行ったりする場合があります。

本書で述べられている見解は、コールバーグ・クラビス・ロバーツ・アンド・カンパニー（関連会社と合わせて以下「KKR」）のHenry H. McVeyの個人的見解であり、必ずしもKKR自身またはKKRの投資専門家の見解を反映するものではありません。本書は研究ではなく、研究として扱われるべきものではありません。本書は、本書に記載または言及されている金融商品、発

行体、証券またはセクターに関する評価判断を示すものであり、KKRの正式または公式見解を示すものではありません。本資料は、KKRが提供する投資戦略や商品に特化・関連するものではありません。本資料は、投資家がここで取り上げたトピックについて、投資家自身の分析および投資家自身の見解の表明を支援するための枠組みを提供することのみを目的としています。

本書は、情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料に掲載されている情報は、あくまでも表示された日付時点のものであり、その後の市場動向やその他の理由により変更になることがあります。本資料に掲載されている図表は、説明用に提供されているものです。本書中の情報は、社内で作成されたものであり、また信頼できると思われる情報源から入手したものです。KKRおよびMcVey氏は、これらの情報の正確性、妥当性、完全性を保証するものではありません。本資料に記載されている内容は、投資、法律、税務、その他のアドバイスではなく、投資またはその他の意思決定を行う際に参考にするものではありません。

投資戦略が成功することを保証することはできません。過去の市場動向は、将来の市場動向や特定の投資の将来のパフォーマンスを示す信頼できる指標ではなく、それとは大きく異なる可能性があり、そのようなものとして当てにするべきではありません。本資料に記載されている目標配分は変更される場合があります。また、目標配分が達成される保証はなく、実際の配分はここに示されているものと大きく異なる可能性があります。本書は、現在または過去の証券売買の推奨や投資戦略策定の勧誘とみなされるべきものではありません。

本書に記載されている情報は、ここに記載されている戦略に関する将来の事象、目標、見通し、期待などに関する予測や将来に関する記述を含んでいる場合があります、それらはあくまで表

示された時点での情報です。このような事象や目標が達成される保証はなく、ここに示されたものとは大きく異なる可能性があります。金融市場の動向に関する記述を含むため、本資料中の情報は、現在の市場環境に基づくものであり、その後の市場事象やその他の理由により、変更になることがあります。引用したすべての指数のパフォーマンスは、配当金を再投資したトータルリターン・ペ

ースで計算されています。指数にはいかなる費用、手数料、料金も含まれておらず、管理されているものではないため、投資とみなされるべきものではありません。

本資料に記載されている投資戦略やテーマは、投資家の皆様の投資目的や財務状況によっては、適切でない場合があります。通貨の為替レートの変動は、投資の価値、価格、収益に悪影響を及ぼす可能性があるにご留意ください。

KKRおよびMcVey氏は、将来見直しに関する情報を更新する義務を負うものでもありません。本書に含まれる情報の正確性、完全性または公正性について、明示的または黙示的に、KKR、McVey氏またはその他の人物によって、またはこれらを代表して、いかなる表明または保証も行われず、かかる情報に対していかなる責任または義務も負いません。本書を受領した場合、受領者は、上記の内容を理解し、承諾したものとみなします。

本資料に掲載されているMSCI出典の情報は、MSCI Inc. (MSCI) の独占所有物です。MSCIは、本書に含まれるMSCIデータに関して、明示または黙示の保証または表明を行わず、いかなる責任も負いません。MSCIのデータをさらに再配布したり、他の指数や証券・金融商品の根拠として使用することはできません。本レポートは、MSCIによって承認、審査、作成されたものではありません。