

KKR

# Thoughts From the Road 日本を巡る考察

2026年3月

今年3月、私は日本を訪問し、企業のCEOや政策当局者、投資家の方と面談し、KKRの日本オフィスのメンバーとも意見交換を行いました。日本における企業改革は、世界の投資家の中で最も過小評価されている投資テーマの一つとみえています。特にプライベート・エクイティにとっては、オペレーション改善、戦略的な事業再構築、そして近年では、従業員オーナーシップの活用などを通じて、自ら価値向上を実現できる最も有望な市場の一つであると考えています。長期投資家にとっての朗報は、これまで日本を投資機会として捉えてこなかったとしても、まだ遅すぎることはないという点です。実際、日本は近年大きな前進を遂げているものの、私たちのデュポン分析（図表17参照）によれば、資本構成、利益率、資産回転率はいずれも依然として改善余地があり、ROEのさらなる向上が期待できる状況にあります。



**Henry H. McVey**

バランスシート CIO 兼  
グローバル・マクロ&アセット・  
アロケーション統括責任者  
[henry.mcvey@kk.com](mailto:henry.mcvey@kk.com)

**Aidan Corcoran**

マネージング・ディレクター  
グローバル・マクロ共同責任者  
[aidan.corcoran@kk.com](mailto:aidan.corcoran@kk.com)

**Changchun Hua**

マネージング・ディレクター  
グローバル・マクロ&アセット・  
アロケーション  
[changchun.hua@kk.com](mailto:changchun.hua@kk.com)

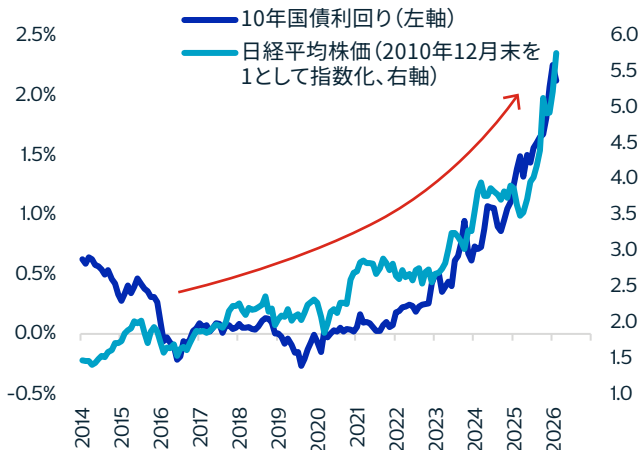
**Allen Liu**

アソシエイト  
グローバル・  
マクロ&アセット・アロケー  
ション  
[allen.liu@kk.com](mailto:allen.liu@kk.com)

マクロの観点から見ると、日本は先進国の中で「政策主導による高い名目GDP成長」が起きる「レジームチェンジ」の震源地であるとの確信を、今回の訪問を通じて一層強めました。興味深いことに、近年のデフレからインフレへの転換により、日本は名目GDPが拡大する局面において、株価上昇と債券価格の下落が同時進行する数少ない市場の一つとなっています。これは図表1に示されています。

図表1: 日本株は国債の利回りと共に上昇

### 日本: 株式 vs 債券利回り

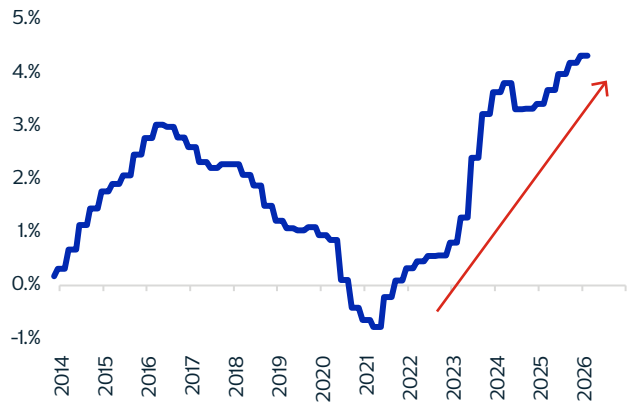


2026年2月28日時点。出所: Bloomberg

デフレからインフレへの転換により、従来型の資金調達だけでは、「サナエノミクス」下での設備投資需要に対応しきれなくなっています

図表2: 名目GDP成長が加速する環境下にある日本

### 日本の名目GDP成長率(3年移動平均)



2026年2月28日時点。出所: Bloomberg

重要なのは、日本における企業改革の動向について理解を深めたことに加え(多くのポジティブな点がある一方、買収に関する指針の見直し内容については、主観的な判断が入る懸念も浮上)、今回の訪問を通じて、投資家が注目すべきいくつかのマクロ的な示唆が得られた点です。主なポイントは次の通りです。

- **資金調達の源泉に静かだが重要な変化が進行中:** デフレからインフレへの転換により、従来型の預金ベースの資金調達だけでは、「サナエノミクス」下での設備投資需要に対応しきれなくなっています(図表3)。私たちはこれを重要な変化と捉えており、企業が市場や民間の資金調達手段へと軸足を移す中、ノンバンクレンダーやプライベート・クレジットにとって追い風になると考えています。
- **高インフレ局面において不動産は過小評価:** インフレが高止まりする中、日本の不動産は過小評価されている可能性があると考えています。CPI連動条項の普及が進み、再調達コストは資産価値を大きく上回る水準で推移しています。多くの企業ははまだ不動産ポートフォリオの最適化を十分に進めておらず、さらにはガバナンス改革によるバランスシートや資本配分見直し圧力が高まる中、不動産の投資機会はさらに拡大する可能性があります。

- **日本ではAIは脅威ではなく必要不可欠**: 米国と異なり、日本ではAIが企業の生産性向上に寄与することへの不安はほとんど見られません。AIはあれば便利なものではなく、不可欠なものとなっています。実際、日本の人口動態上の課題が、設備投資の拡大やサービス需要の加速に伴い、複数の業界で深刻な人手不足を引き起こしています。同時に、円安はサービス需要を押し上げています(例えば、外国人観光客、とりわけカップルや家族連れが増加しており、東京のホテルのロビーで席を確保することはほぼ不可能でした)。このような環境下では、成長を維持するためにAIや自動化の導入が一層不可欠となっています。後述の通り、ロボットや自動化、ソフトウェアによる業務処理の自動化を含む生産性向上は、政策を成功させるには必要不可欠です。
- **円相場がドル=160円前後で推移し、金利が急激に上昇しない前提で、私たちは前向きな見通しを堅持**: 地政学と金融政策はいずれも企業改革に対する潜在的な逆風となり得ます。特に、エネルギーや食品価格が長期にわたり高止まりする場合や、金利が急上昇する場合、あるいは通貨が過度に弱含む場合には、その影響が大きくなる可能性があります。また重要な点として、アジア全域の企業がすでに資源不足の影響を受け始めており、私たちの現地での観察は単なる理論上ものではありません。地政学的緊張が高まる中で、私たちの仮説である「レジームチェンジ」が現実化しつつあり、非常に繊細なバランスの上に成り立っている状況です。一方で朗報は、後述の通り、日本政府は、長期金利が3.0%に達するまでには、生産性向上を実現するための時間的余裕があると考えています。しかしながら、政府の「高水準の成長を維持する経済戦略」の実行には、官民が連携して市場の信頼を確保する必要があります。

総じて、私たちは日本における公開市場およびプライベート市場の双方への資本配分について、引き続き前向きな見方を維持しています。マイナスの実質金利、大胆な政策運営、確固たる法の支配、そして継続的な企業改革が相まって、地政学的緊張の高まりやプライベート・クレジットへの懸念、さらにはAIによる代替への広範な不安を上回る、良好な投資環境が整っていると考えています。

図表3: 銀行のバランスシートにおける預金の比率は低下し、ノンバンクによる貸出の必要性が上昇

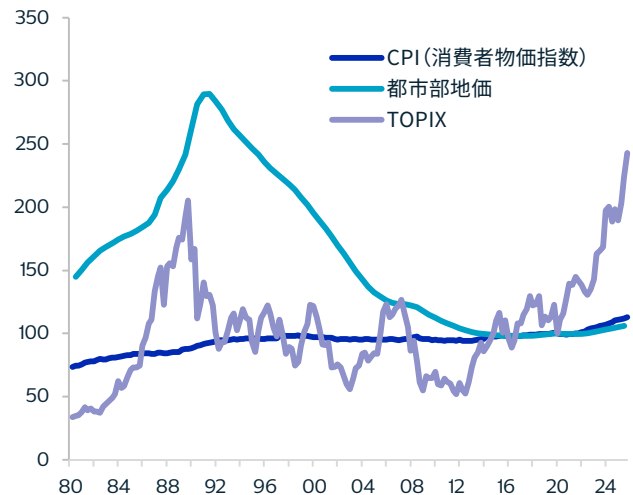
#### 日本の銀行セクター: 総資産に対する預金の比率



2025年12月31日時点。出所: 日本銀行、Haver Analytics

図表4: 高インフレ局面においても、不動産は依然として割安

#### 日本: インフレ・株式・不動産価格 ※2020年=100

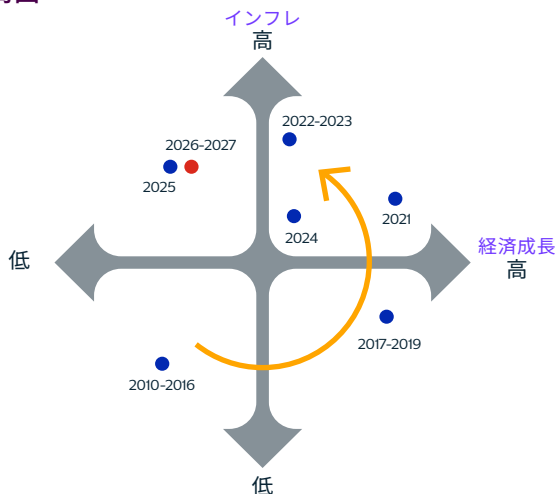


2025年12月31日時点。出所: 総務省、日本不動産研究所、Haver Analytics、KKRグローバル・マクロ&アセット・アロケーション分析

しかしながら、今回の東京訪問（や直後にパリで企業経営者や顧客と過ごした時間）を通じて、世界経済、特にアジアおよび欧州が直面しているいくつかのネガティブなショックも明らかになりました（その多くは、米国にいただけでは十分に実感することが困難です。図表6）。イラン情勢における深刻な人的被害に加え、サプライチェーンは再び打撃を受けています（コロナ禍と同様、価格よりも供給そのものの確保が問題となっています）。実際、メディアの注目はホルムズ海峡を通る原油輸送に集まっていますが、私たちが強調したいのは、アジアおよび欧州の企業がヘリウムやプラスチックといった原料不足に直面している、という話を複数の耳にした点です。また、肥料の供給も滞っており、LNG（液化天然ガス）を巡る問題も近い将来発生する可能性があるかとみています。例えば、台湾のTSMC（台湾の電力消費の約10%を占める）は半導体生産に必要なLNGの在庫をわずか11日分しか保有していません。さらに、短期的な市場のインフレ期待（ブレイクイーブンインフレ率）の観点からも、資本市場の一部は、地政学的要因により「高水準が長期化する」可能性を十分に織り込んでいないように思われます（図表7）。

図表5: 2026年も高インフレ環境は変わらず、「レジームチェンジ」の継続を予想

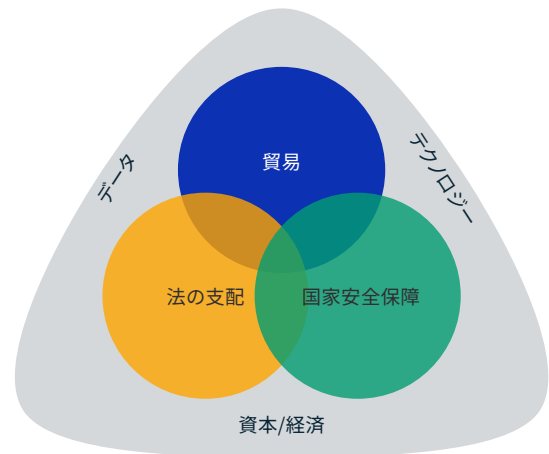
低成長／高成長 および 低インフレ／高インフレの局面



2025年11月30日時点。出所: KKRグローバル・マクロ&アセット・アロケーション分析

図表6: 国家安全保障は、法の支配や経済・貿易と一体化し、デジタル化の複雑性の中に組み込まれている

経済・法の支配・国家安全保障の境界の曖昧化



2025年11月30日時点。出所: KKRグローバル・マクロ&アセット・アロケーション分析

総じて、私たちは日本における公開市場およびプライベート市場の双方への資本配分について、引き続き前向きな見方を維持しています。マイナスの実質金利、大胆な政策運営、確固たる法の支配、そして継続的な企業改革が相まって、地政学的緊張の高まりやプライベート・クレジットへの懸念、さらにはAIによる代替に対する広範な不安を上回る、良好な投資環境が整っていると考えています

図表7:原油、LNG、クレジット・スプレッド、S&P500はいずれもやや楽観的すぎるとの見解

### イラン情勢と過去の市場混乱期との比較

	現状との比較				
	ウクライナ侵攻	相互関税発表	イラン(現状)	ウクライナ侵攻ピーク時	相互関税発表ピーク時
インフレ(2年CPIブレイクイープ)	84%	154%	5.3%	6.3%	3.4%
原油(WTI先物12カ月)	76%	N.M.	76	100	69
LNG(日本・韓国12カ月先物)	21%	89%	2,164	10,113	2,428
レバレッジドローン・スプレッド拡大	25%	53%	49	198	92
S&P 500の下落率	25%	24%	-5%	-18%	-19%

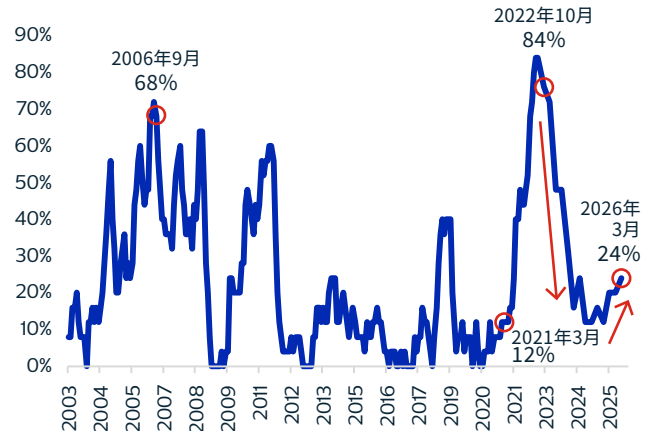
- インフレ期待は、現在も比較的落ち着いており、2年ブレイクイープインフレ率は5.3%と、米国による相互関税発表のピーク(3.4%)の154%、ウクライナ侵攻のピーク(6.3%)の84%の水準にとどまっています。
- 原油価格もさらに上昇余地があると考えられます。市場は1年後にWTIが76米ドルに戻ることを織り込んでいますが、これはOPECが通常想定する価格帯(70~80ドル)の中央値に過ぎません。在庫補充が必要な市場環境の中で、OPECが引き続き需給調整の役割を担うことを踏まえると、価格は上昇余地があると考えられます。また、ペルシャ湾での供給制約が構造的に生じる可能性も、十分には織り込まれていません。
- LNG、クレジット・スプレッド、S&P500はいずれもさらに悪化する可能性があります。日本・韓国のLNG価格は、依然としてウクライナ侵攻時のピークの約1/5の水準に過ぎません。S&P500は約5%下落しているものの、2022年および2025年のピーク下落率の約1/4程度にとどまっています。レバレッジドローン・スプレッドは約50bps拡大していますが、これはウクライナ侵攻時の拡大の約25%、リビア解放後の拡大の約50%に過ぎません。

2026年3月20日時点。出所: Bloomberg

今回の訪問では、中央銀行に近い有識者とも意見交換を行いました。最近の論調は、世界的な金融緩和の流れが概ね一巡したとの私たちの見方を裏付けるものであり、これは私たちの見通しにおける重要な変化を意味します。特に重要な点は、今回のイラン攻撃が数週間ではなく数カ月に及ぶ場合、インフレ圧力がより長期間高止まりし、結果としてFRBの対応がより引き締め方向に傾くリスクがある点です。また、米国外ではすでに変化の兆しが見られています。具体的には、オーストラリア準備銀行(RBA)の利上げに加え、欧州中央銀行(ECB)およびイングランド銀行(BoE)も、インフレが粘着性を示す場合には利上げを行う準備があることを示唆しており、よりタカ派的なスタンスへのシフトが確認されています(図表8参照)。

図表8: 世界的な金融緩和は一巡

### 世界の上位25の中央銀行における利上げの割合



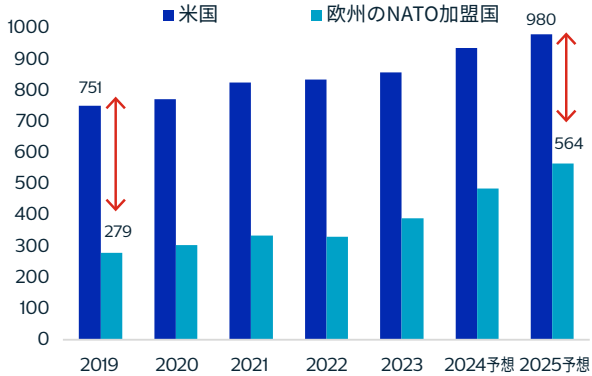
2026年3月20日時点。出所: Bloomberg、KKRグローバル・マクロ&アセット・アロケーション分析

大局的に見ると、私たちは依然として「レジームチェンジ」の環境下にあり、株式と債券の伝統的な関係性も含め、資産配分において従来とは異なる考え方が求められています。さらに私たちは、「2026年グローバル・マクロ見直し (High Grading)」で発表したように、足元のようにボラティリティの高い環境においては、投資家がポートフォリオの「ハイ・グレーディング (質の向上)」を検討することを推奨しています。実際のところ、ポートフォリオの質を引き上げるコストが歴史的に見ても非常に低い水準にあります。一方で、注目すべきいくつかの重要な投資テーマがあると考えています。具体的には、あらゆる領域における安全保障 (特にイラン情勢は、企業経営者に対して代替供給能力の確保やサプライチェーン強靱化への需要を高めています)、資本集約型から資本軽量型への移行、生産性向上・労働者の再教育、サービス分野 (詳細は後述) が挙げられます。

足元で、ポートフォリオの質を引き上げるコストは歴史的に見ても低く、私たちはこれを投資機会であると捉えています

図表9: 足元のグローバルな安全保障環境における不確定性と脅威の高まりにより、防衛費は大幅に増加

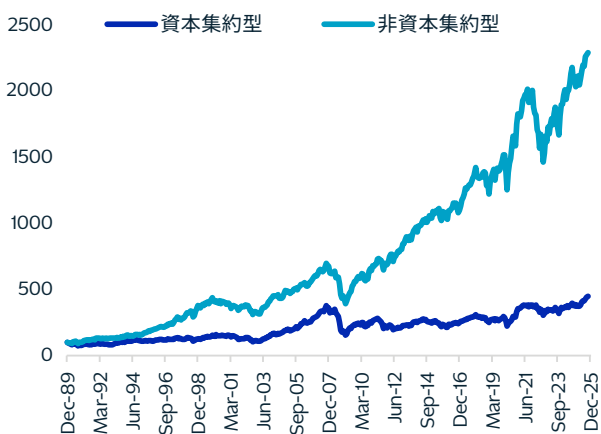
防衛費: 欧州 vs 米国 (単位: 十億米ドル)



2024年12月31日時点。出所: NATO、KKRグローバル・マクロ&アセット・アロケーション分析

図表10: 非資本集約型企業の台頭。資本効率型への転換と売却資産のファイナンス機会の双方を評価

世界株式: 資本集約型 vs 非資本集約型 (1990年1月 = 100として指数化、米ドルベース)



2025年11月30日時点。出所: KKRグローバル・マクロ&アセット・アロケーション分析

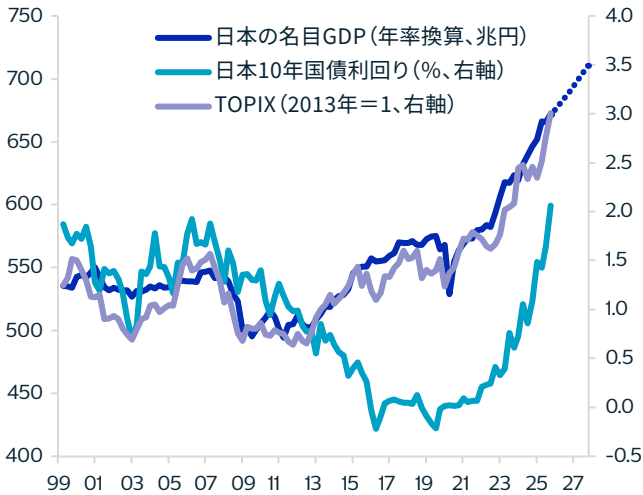
## 今回の訪問で得られた知見

サナエノミクスは、自律的で高い名目GDP成長の創出を目指しています。日本は現在、高市早苗首相が進めるサナエノミクスの下、構造転換の過程にあります。これは、リフレ志向で安全保障を軸とした枠組みであり、アベノミクスを土台としつつも、経済安全保障、テクノロジー主権、そして人口動態上の制約といった、現代の重要課題をより明確に反映しています。重要なのは、この政策意図が、経済システム内におけるレバレッジ(負債)の所在を徐々に移行させる動きを示している点です。私たちは、時間の経過とともに、政府の負債が縮小し、企業部門へと移行していくと考えています。また、長年にわたるデフレと投資不足を経て、日本企業は歴史的に見てもより大きなレバレッジを吸収できる余地があると考えています。同時に、企業は投資拡大を求められており、特に設備投資を通じて、フィジカルAI、防衛、バイオテクノロジーといった戦略分野における生産性向上を促進していくこととなります。この設備投資サイクルが持続し、生産性が向上すれば、好循環の構図はより鮮明になります。すなわち、生産性の向上が名目成長の加速をもたらし、それが賃金の上昇を支え、さらに消費の拡大と貯蓄の増加の双方を促すという流れです。この点において、この枠組みは当社の仮説である「レジームチェンジ」の中核的な考え方を反映しています。もっとも、今回の東京訪問では、企業セクターは依然として実行面でのより明確な指針を求めているという、やや慎重な印象を受けました。とりわけ、このような野心的な政策実現における各種制約に対して、日本がどのように対応していくのかが注目されています。特に海外投資家は、現政権の政策に含まれるナショナリズム的な要素が、テクノロジー分野を含む重要セクターへの参入や撤退の機動性を妨げないかどうかを注視しています。

サナエノミクスは、自律的で高い名目GDP成長環境を創出するよう設計されています

図表11: 名目GDPの複利成長が株式の堅調さと金利正常化を促す

日本の名目GDPと株式・債券の関係



2025年12月31日時点。出所：内閣府、日本経済新聞、Haver Analytics、Bloomberg、KKRグローバル・マクロおよびアセット・アロケーション分析

図表12: 企業の設備投資モメンタムは引き続き堅調に推移する見込み

日本：民間非住宅投資（兆円）

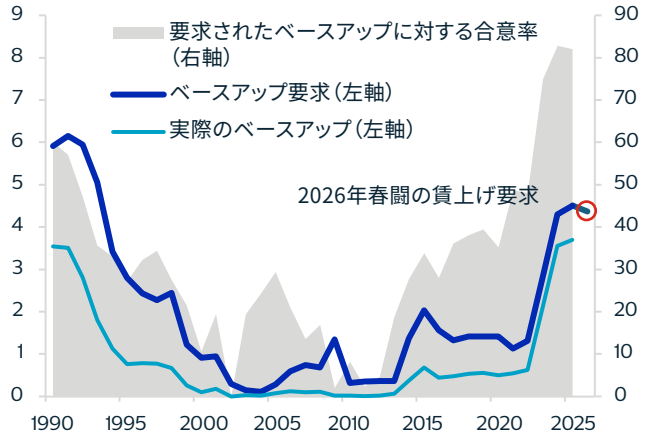


2025年12月31日時点。出所：内閣府、KKRグローバル・マクロおよびアセット・アロケーション分析

日本は引き続き、企業のカーブアウトや非中核資産売却の中心的な市場です

図表13: 大手製造業の収益が減速しても、比較的堅調な賃金上昇は持続する見込み

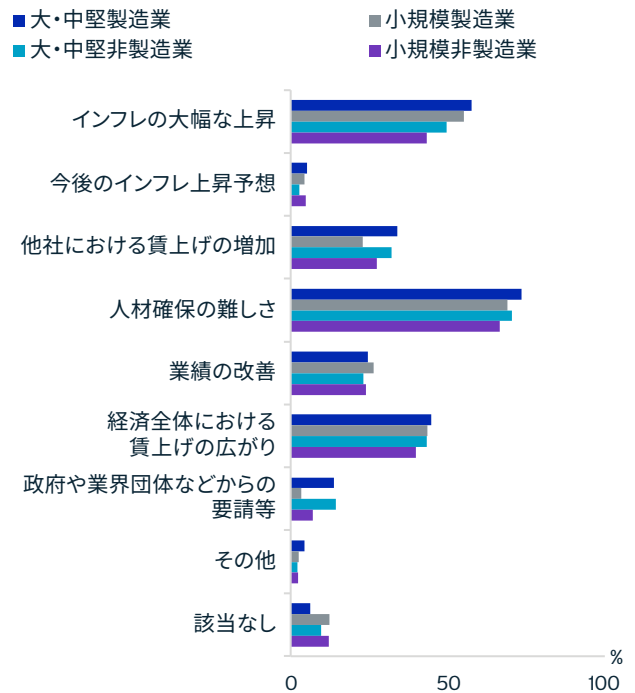
労働組合の賃上げ（ベースアップ）要求、企業側の回答、および回答率（%）



2025年12月31日時点。出所：日本銀行、連合、ゴールドマン・サックス・グローバル・インベストメント・リサーチ

図表14: 企業が積極的に賃上げを行う主な理由は、人材確保とインフレ対策

積極的な賃上げの理由（%）

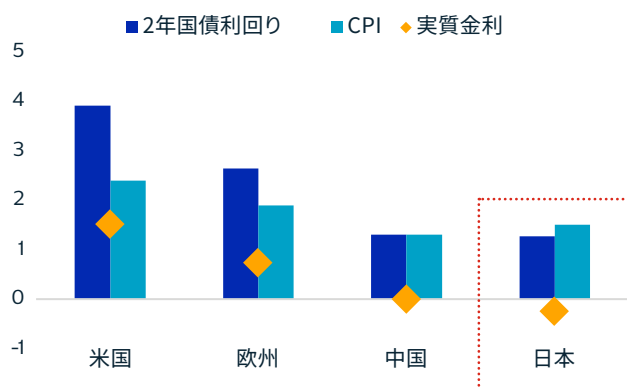


2025年12月31日時点。出所：日本銀行、連合、ゴールドマン・サックス・グローバル・インベストメント・リサーチ

もっとも、その道のりは平坦ではないと考えています。日本はこれまで、名目GDPの上昇、株式市場の上昇、そして金利の上昇という稀有な状況を同時に享受してきました。しかし、この状態を長期的に維持するのは難しく、また、リフレ政策への期待の高まりにより、サナエノミクスが目標を達成した場合には、長期金利の最終到達点が2%ではなく、3%に近づく可能性が高まっています。重要なのは、日本が依然として主要国の中で最も実質金利が低いという点です。加えて、原油価格の上昇は、特にインフレ期待や為替にとって追加的な不確定要因となっています。私たちは、1ドル=160円の水準が重要な節目になると考えており、イラン情勢が1か月以上継続する場合には、その水準が試される可能性があります。これは現在、私たちの基本シナリオになりつつあります。最後に、複数の銀行から共通して聞かれたのは、名目GDPが上昇する局面において預金獲得に苦戦しているという点です。この状況が続く場合、企業は従来のように銀行融資に大きく依存するのではなく、プライベート・クレジットや資本市場を通じた資金調達を行う必要が生じる可能性があります（日本が再びデフレに逆戻りする場合は別ですが、それは私たちの基本シナリオではありません）。

図表15: 日本は主要国の中で最も実質金利が低い

### 主要国の実質金利 (%)



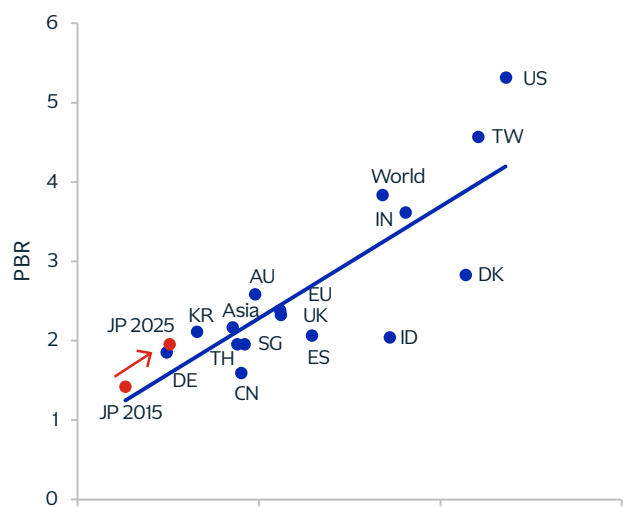
2026年3月20日時点。出所: Bloomberg

企業改革の動きは依然として力強く、十分に評価されていない状況にあります

重要な点として、企業改革の動きは依然として力強く、なお過小評価されているとみていますが、さらなる改善余地があることも認識しています。過去24カ月間で首相が3度交代したにもかかわらず、コーポレートガバナンス改革の方向性は一貫しています。経営陣は引き続き、資本効率の改善、資本利益率の向上、バランスシートの合理化といった取り組みを求められています。実際、収益性および資本規律は着実に改善しており、TOPIX構成企業の利益率は2019年の5.1%から2025年には6.7%へ上昇し、自己資本利益率(ROE)も同期間で7.9%から9.2%へと改善しています。こうした背景から、日本は引き続き、企業のカーブアウト(事業切り出し)や非中核資産売却の中心的な市場です。特に、取締役会や東京証券取引所が、資本のより効率的な活用を強く求めていることが、この動きを後押ししています。今回の訪問で新たに感じたのは、名目GDPの上昇が、カーブアウトにおける不動産の魅力をこれまで以上に高めているという点です。不動産事業者が、年間賃料にCPI連動条項を組み込む動きが加速しており、これによりリフレ環境下でのキャッシュフローの安定性が高まっています。その結果、一部の企業不動産資産においては、投資判断の観点から構造的に魅力が増しています。

図表16: 企業改革の動きは依然として力強いものの、さらなるROE改善が必要...

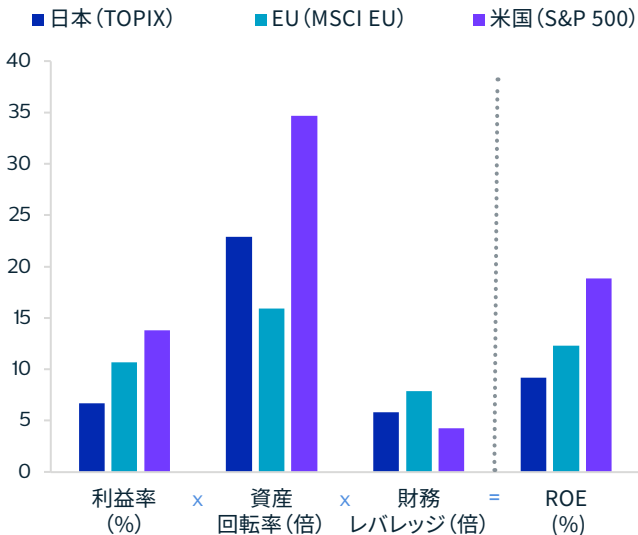
### 株価純資産倍率(PBR)と自己資本利益率(ROE)の関係



各国は対応するMSCI指数を使用。2026年3月6日時点。出所: Bloomberg, KKRグローバル・マクロおよびアセット・アロケーション分析

図表17:…利益率と資産回転率は依然として低く、特に対米国比では上昇余地が大きい

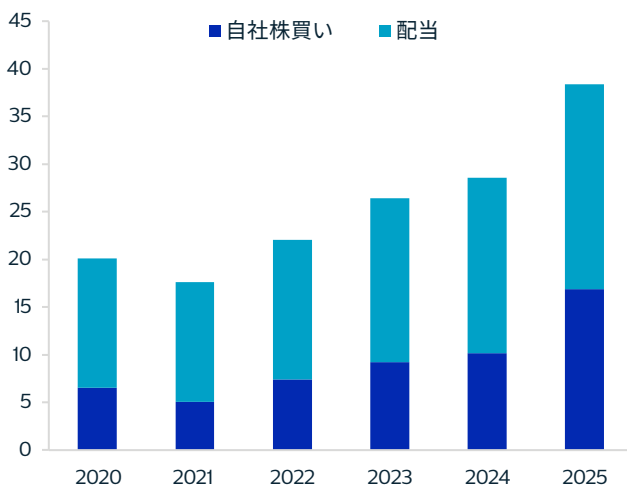
### ROEのデュポン分析



各国は対応するMSCI指数を使用。2025年12月31日時点。  
出所: Bloomberg、KKRグローバル・マクロおよびアセット・アロケーション分析

図表18: 配当と自社株買いは過去2年間で大きく増加…

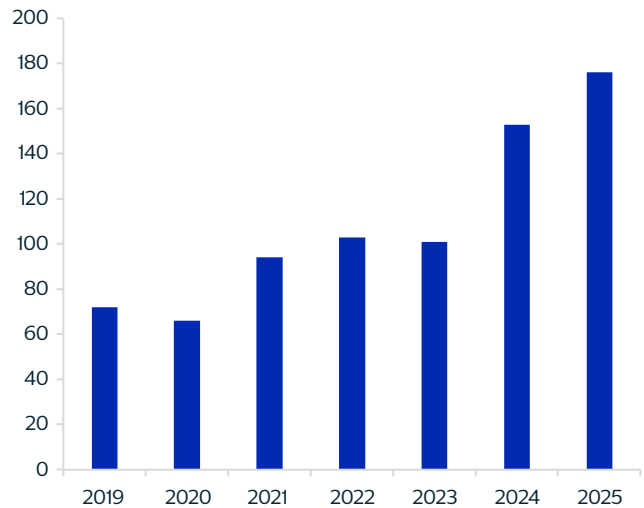
### TOPIX構成企業の自社株買いと配当(兆円)



2025年12月31日時点。出所: Bloomberg、KKRグローバル・マクロおよびアセット・アロケーション分析

図表19:…アクティビストによるコーポレートガバナンスへの関与拡大が一因

### 日本におけるアクティビスト・キャンペーン件数



2025年12月31日時点。出所: Bloomberg、KKRグローバル・マクロおよびアセット・アロケーション分析

しかし、構造的な収益性の格差は依然として解消されておらず、これがさらなる上昇余地を示していると考えています。実際、3年連続で非常に良好なリターンを記録しているにもかかわらず、TOPIXのROEは約9%にとどまっています(一部の企業は大幅に改善しているものの、全社ではないことを示唆)。この水準は、米国(18.8%)や欧州(12.4%)を大きく下回っています。

デュポン分析では、この差の主因がレバレッジではなく、事業の基礎的な収益力(オペレーティング面)にあることが明らかになっています。構造的な課題として、以下が挙げられます。

- **収益性の低さ:** 純利益率は約7%で、S&P500の約14%を下回る水準です。
- **資産生産性の低さ:** 資産回転率は約22%で、米国の約35%を下回る水準です。
- **過度に保守的なバランスシート:** 現金は総資産の約17.3%を占め、米国や韓国の3倍以上の水準です。これは資本効率を低下させ、リターンを希薄化させています。私たちは、ここに大きな改善余地があると考えています。

これまで業績改善を後押ししてきた改革(余剰現金の削減、株式持ち合いの解消、配当政策の見直しなど)は、相対的には取り組みやすい分野でした。より本質的な課題は事業運営にあります。

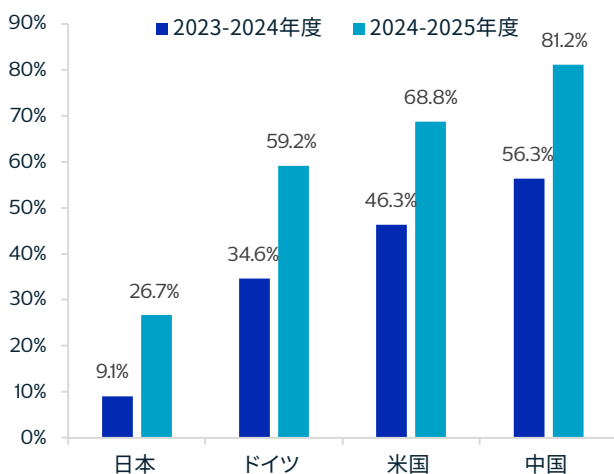
すなわち、利益率の構造的な引き上げ、資産活用の改善、株主還元の規律の定着を通じて、循環的ではなく構造に起因する格差を解消することが求められています

幸いなことに、政府の政策は現在、こうした潜在的な課題に対して正面から取り組んでいます。実際、今後予定されている金融庁 (FSA) によるコーポレートガバナンス・コードの改訂では、効果的な資本配分と、約174兆円の現金および現金同等物 (金融機関を除く) の活用効率向上が、改革の中心に据えられています。そして、成長に向けた設備投資、戦略的M&A、ポートフォリオの再構築、利益率の改善が明確に促されています。

日本におけるAIの台頭は、もはや議論の対象ではなく、必要不可欠な要素です。米国や中国で見られるような、AIによるディスラプション (創造的破壊) への不安とは異なり、日本では人口動態の現実を踏まえると、AIは成長を維持するための前提条件となっています。端的に言えば、日本は労働力の減少と人件費の上昇を補うために、生産性の向上が不可欠です。特に、労働需給が極めて逼迫している現状において、その必要性は一層高まっています。もっとも、図表20に示す通り、現時点でのAIの導入状況はトレンドを下回る水準にとどまっています。しかし、日本は後発であっても迅速に追従することで、十分に大きな生産性向上の恩恵を享受できると考えられます。

図表20: 現時点での日本のAI導入は他の主要国より遅れている…

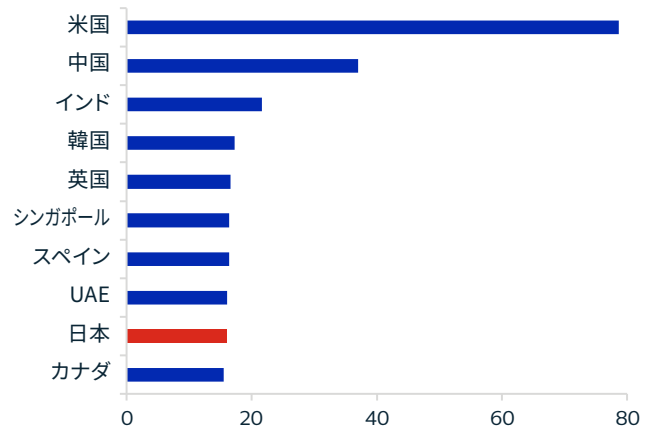
### 個人における生成AIの普及率



2025年7月31日時点。出所: 総務省、KKRグローバル・マクロおよびアセット・アロケーション分析

図表21: …AIの進展も相対的に遅れている

### AI競争力 (バイブラシー) スコア

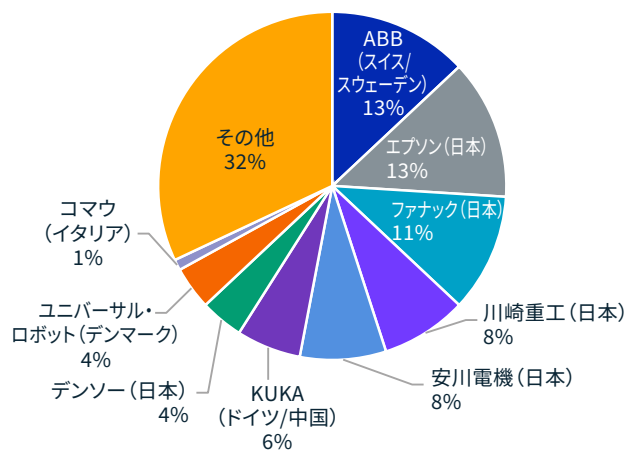


2025年11月30日時点。出所: スタンフォード大学 ヒューマン・センタード AI (HAI)

今後を見据えると、製造業におけるフィジカルAIが大きな機会になると考えています。確かに、特定の製造分野では混乱や調整への対応が必要になりますが、より重要なのは、日本は自動化への対応を避けたままGDP成長を維持することはできないという点です。今回の訪問中、ほぼすべての企業との対話において、労働力不足が重要なテーマとして挙げられました。

図表22: こうした状況にもかかわらず、日本はフィジカルAI、特に産業用ロボット分野において世界をリードしている

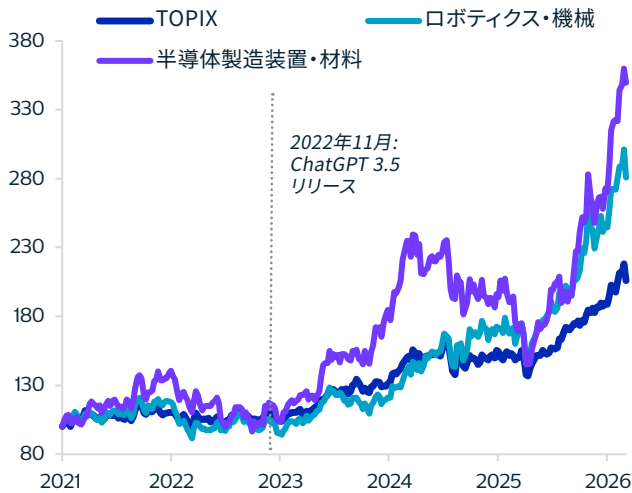
### 産業用ロボット企業の世界シェア



2024年12月31日時点。出所: Statista、KKRグローバル・マクロおよびアセット・アロケーション分析

図表23: ロボティクス・機械や半導体製造装置・材料などのセクターは、グローバルなAIバリューチェーンの恩恵を受け、超過リターンを実現

### 日本株式市場のパフォーマンス(2021年=100)

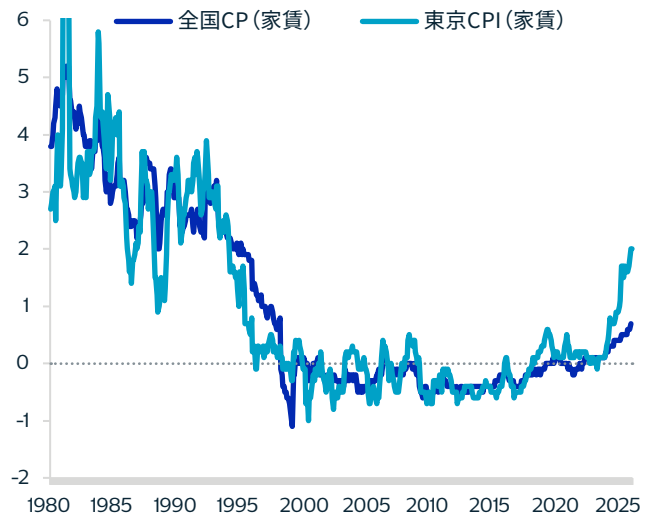


2026年3月6日時点。出所: Bloomberg, Solactive, KKRグローバル・マクロおよびアセット・アロケーション分析

現在の地政学的緊張に対する悲観論が広がる中でも、原油価格の上昇、円安、そして緩やかなインフレの恩恵を受ける明確な受益者が存在することに疑いの余地はありません。私たちが最も建設的な対話を行ったのはホテル事業者でした。円相場が1ドル=155~160円のレンジにある中では需要はきわめて堅調で、インバウンド観光にとって日本は実質的に「割安」な状態となっています。重要なのは、これは外国人需要だけの話ではないという点です。国内でも特に20代・30代を中心に消費の変化が進み、「モノ」より「体験」を重視する傾向が強まっており、これがサービス産業全体の拡大を後押ししています。また、東京をはじめとする主要都市圏の不動産も、名目GDP成長率上昇の恩恵を受けているように見受けられます。投入コストの上昇と供給逼迫が、賃料上昇へと波及しており、一部セグメントでは住宅価格の上昇圧力も強まっています。さらに、イラン情勢が長期化し、エネルギー安全保障が政策の中心課題となる場合、日本はホルムズ海峡のようなエネルギー輸送の要衝への依存度を低減するための取り組みを加速させる必要があります。私たちは、この流れが再生可能エネルギーへの継続的な投資、原子力の再注力、そしてエネルギー・インフラおよび強靱化への追加支出を後押しすると考えています。

図表24: 時間の経過とともに、インフレは東京以外の地域でも顕在化すると予想

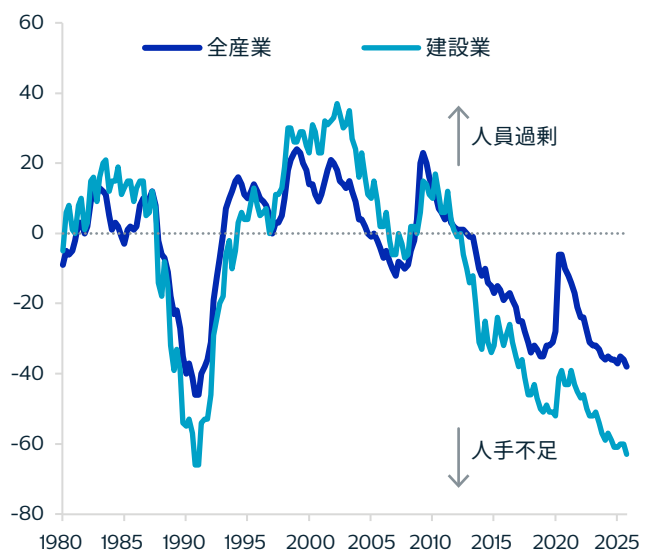
### CPI(家賃): 全国および東京(前年比%)



2025年12月31日時点。出所: 総務省、ゴールドマン・サックス・インベストメント・リサーチ

図表25: 企業は、労働力不足が依然として設備投資の妨げになっていると示唆

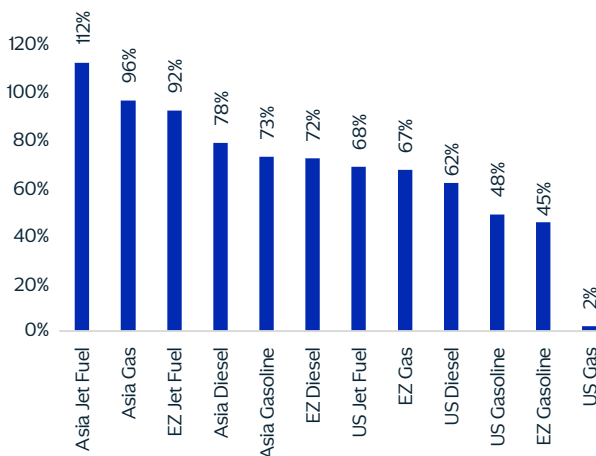
### 日銀短観(四半期企業調査): 雇用人員判断



過剰人員と人手不足のDI(ディフュージョン・インデックス)。マイナスは人手不足、プラスは人員過剰を示します。2025年12月31日時点。出所: 日本銀行、内閣府、国土交通省、ゴールドマン・サックス・ジャパン・インベストメント・リサーチ

図表26: 今回の紛争の影響が、原油および石油製品に及んでいることは疑いの余地がない

原油および精製製品 (2月28日以降の変化率%)

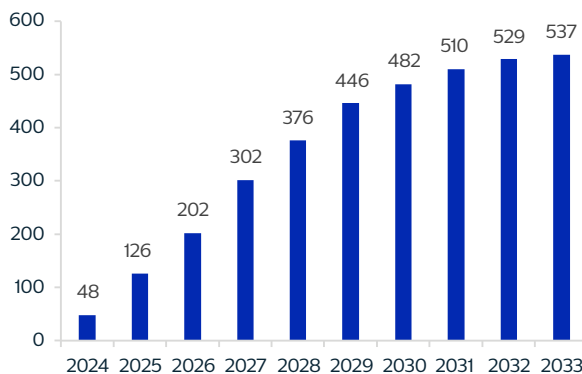


2026年3月24日時点。出所: Bloomberg

**政策の焦点: 長期を見据えた対応。**これまでの訪問で感じたと同様に、日本は3つの分野において政策変更を推進する必要があると考えています。第一に、日本はエネルギーコスト削減に向け、あらゆる形態のエネルギーについてさらなる取り組みを進める必要があります。私たちは、AI分野において世界的に成功するための前提条件は、安価なエネルギー価格にあると考えています。同時に、中東の紛争は、エネルギー自給率の向上が不可欠であることを裏付けています。具体的には、ハイブリッド、再生可能エネルギー、そして原子力のすべてを検討すべきです。第二に、デフレ期においては適切な保有対象であった銀行預金からのシフトが加速しています。インフレ率を上回るリターンを生む安全な貯蓄・投資商品を、日本が提供できるようにすることは、ますます重要になっています。また、このような背景のもと、銀行のバランスシート余力が制約される中で、プライベート・クレジットやその他の資本市場を通じた信用供与は、銀行貸出を補完する手段としてさらに発展させる必要があります。第三に、現政権の政策方針と整合するテーマとして、日本は生産性への投資をさらに強化する必要があります。特に、日本が独自のソフトウェア開発を一層進めることで、強靱性を高めるとともに、労働者の訓練および生産性の向上を実現することが期待されます。

図表27: 電力不足の可能性が主要なリスク要因として顕在化しつつあり、これがエネルギー安全保障を最優先課題と位置づける理由

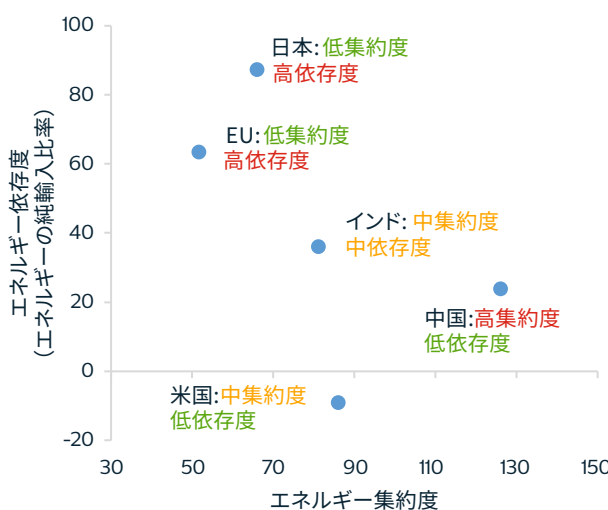
日本のデータセンターおよび半導体工場による電力需要の推計 (単位: 百万kW)



2025年12月31日時点。出所: 日本経済新聞、電力広域的運営推進機関 (OCCTO)

図表28: エネルギー構造は国によって異なる。日本は輸入依存度が高い一方でエネルギー集約度は低く、中国はエネルギー集約度が高い一方で輸入依存度は低い

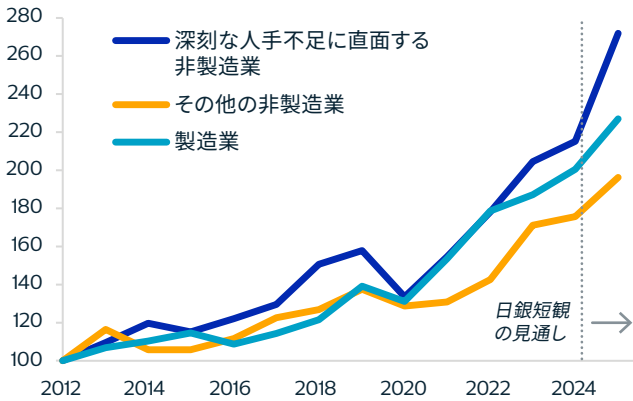
エネルギー集約度とエネルギー依存度



(GDP1,000米ドル当たりのエネルギー使用量: 石油換算kg) 2025年10月7日時点。出所: 世界銀行

図表29: 労働力不足などの構造的な逆風に対応するため、設備投資意欲は強い…

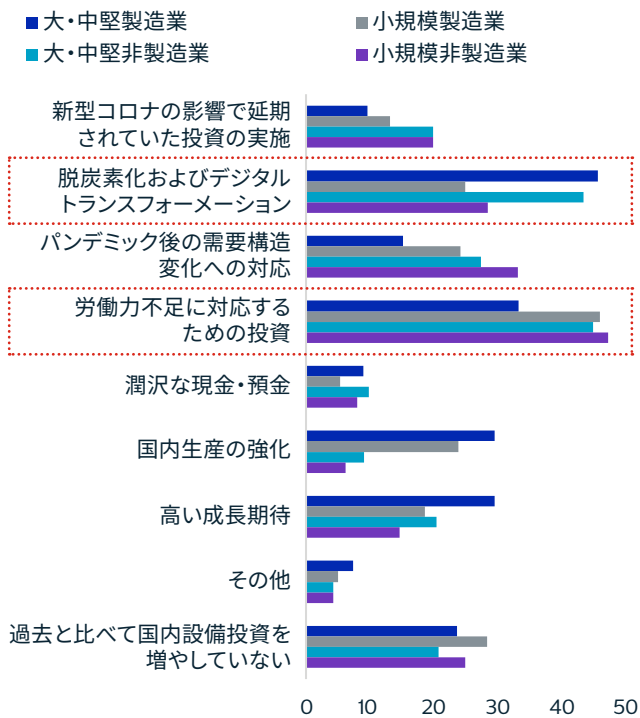
### ソフトウェア投資 (2010年=100)



2025年12月31日時点。出所: 日本銀行、ゴールドマン・サックス・ジャパン・インベストメント・リサーチ

図表30: …そして脱炭素化およびデジタルトランスフォーメーション推進に向けた旺盛な設備投資需要

### 製造業における設備投資計画の目的



2025年12月31日時点。出所: 日本銀行、ゴールドマン・サックス・ジャパン・インベストメント・リサーチ

結論: 方針の維持。日本には検討すべき投資テーマが複数存在するというのが、基本的な見解であることに変わりありません。私たちは資産運用者に対し、プライベート市場全体において、投資を継続しながらポートフォリオの質を高めていくことを推奨しています。具体的には、質、強靭性、そして市場のばらつきが拡大する環境下でも見通しを立てて予測可能なキャッシュフローに注目すべきです。私たちは、リターンがより限定的な環境において有効と考える分野に注力しています。このような環境下では、適切なテーマに基づく投資が、ポートフォリオの強靭性向上に寄与すると考えており、具体的には次のテーマが挙げられます。

- **あらゆる領域における安全保障:** 経済安全保障の優先度が高まり、半導体、AI、防衛、エネルギー自立、サプライチェーンの強靭性などの分野への投資が加速しています。
- **コーポレート・カーブアウト:** ガバナンス圧力および資本規律の強化が、M&A、事業売却、ポートフォリオ再編を後押し、企業は戦略的な注力分野を一層明確化しています。
- **インフラとエネルギー:** 送電網の近代化からクリーン・エネルギー、デジタル・インフラに至るまで、大規模な整備需要が民間資本に大きな投資機会を創出しています。
- **フィジカルAIとロボティクス:** 日本はロボティクス、自動化、AIを活用した製造において高度な能力があり、独自かつ防御可能なグローバル競争優位性をもたらしています。
- **賃金主導の消費:** 実質賃金の伸びがプラスに転じ、国内需要は回復しています。私たちは日本のプレミアム消費セグメントを引き続き選好しています。

私たちは資産運用者に対し、プライベート市場全体において、投資を継続しながらポートフォリオの質を高めていくことを推奨しています。具体的には、質、強靭性、そして金利上昇局面でも見通しを立てて予測可能なキャッシュフローに注目すべきです

## 重要情報

本資料における「私たち」は、文脈に応じて Henry H. McVey および／または KKR のグローバル・マクロ&アセット・アロケーション・チームを指し、KKR 全体を指すものではありません。本資料に記載された見解は、作成時点における McVey の見解を反映したものであり、McVey および KKR はいずれも、本資料に記載された見解の変更について通知する義務を負うものではありません。金融市場の動向に関する意見や記述は、現在の市場環境に基づくものであり、予告なく変更される可能性があります。モデルポートフォリオやその配分に関する言及は、仮想的な資産配分を示すものであり、実際のポートフォリオを示すものではありません。本資料に記載された見解やポートフォリオに関する議論は、KKR が提供または投資する戦略や商品 (McVey が KKR のために、または KKR を代表して投資助言を行うものを含む) に反映されていない可能性があります。また、McVey が将来において本資料と整合的な投資推奨を行うこと、または本資料に記載された分析手法の全部または一部を顧客資産や自己勘定の運用に用いることを前提とすべきではありません。さらに、McVey は本資料の内容と整合しない投資推奨を行う可能性があり、KKR およびその関連会社は、本資料に記載された見解と一致しないポジション (ロングまたはショート) を保有し、または証券取引を行う可能性があります。

本資料に記載された見解は、Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. (その関連会社とともに「KKR」) に所属する Henry H. McVey 個人の見解であり、KKR 全体または KKR の他の投資プロフェッショナルの見解を必ずしも反映するものではありません。本資料はリサーチレポートではなく、リサーチとして扱われるべきものでもありません。また、本資料は、本資料に記載または参照される金融商品、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はなく、KKR の公式見解を示すものでもありません。本資料は、KKR が提供するいかなる投資戦略や商品にも特定して関連するものではなく、投資家自身の分析および本テーマに関する見解の形成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。

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料に含まれる情報は、記載された時点のものであり、その後の市場動向その他の理由により変更または更新される可能性があります。本資料に掲載された図表は、あくまで例示目的のものであります。本資料の情報は、社内で作成されたもの、または信頼できると考えられる情報源から取得されたものですが、KKR および McVey は、その正確性、妥当性、完全性を保証するものではありません。本資料のいかなる内容も、投資助言、法的助言、税務助言、その他の助言を構成するものではなく、投資その他の意思決定の根拠として依拠すべきものではありません。

いかなる投資戦略についても成功が保証されるものではありません。過去の市場動向は、将来の市場動向や特定の投資のパフォーマンスを示す信頼できる指標ではなく、実際の結果は大きく異なる可能性があります。本資料に記載された目標配分は変更される可能性があり、当該配分が実現される保証はなく、実際の配分は本資料に示された内容と大きく異なる可能性があります。本資料は、現在または過去の投資推奨、あるいは証券の売買や投資戦略の採用を勧誘するものとみなされるべきではありません。

本資料には、将来の事象、目標、予測、期待に関する見通しや将来予想に関する記述が含まれている場合がありますが、これらは記載時点のものであり、当該事象や目標が実現される保証はなく、実際の結果は大きく異なる可能性があります。本資料に含まれる情報 (金融市場動向に関する記述を含む) は現在の市場環境に基づくものであり、今後変動し、後続の市場動向その他の理由により変更される可能性があります。本資料に記載された指数のパフォーマンスは、配当を再投資したトータルリターンベースで計算されています。これらの指数には費用、手数料、コストは含まれておらず、運用されていないため、投資対象とはみなされるべきではありません。

本資料で言及されている投資戦略およびテーマは、投資家の投資目的や財務状況によっては適さない場合があります。また、為替レートの変動により、投資の価値、価格、または収益が不利に影響を受ける可能性がある点にご留意ください。

KKR および McVey はいずれも、将来予想に関する記述を更新する義務を負うものではありません。本資料に含まれる情報の正確性、完全性、公平性について、KKR、McVey またはその他のいかなる者も明示または黙示の保証を行うものではなく、当該情報に関していかなる責任も負いません。本資料を受領した時点で、受領者はこれらの内容を理解し、同意したものとみなされます。

指数は運用されておらず、直接投資することはできません。

本資料に含まれる MSCI の情報は、MSCI Inc. の独占的財産です。MSCI は、本資料に含まれる MSCI データについて、明示または黙示のいかなる保証も行わず、一切の責任を負いません。当該データは再配布や他の指数、証券、金融商品への利用はできません。本レポートは MSCI によって承認、審査、または作成されたものではありません。

S&P500 は、米国の上場企業のうち時価総額上位 500 社で構成される時価総額加重指数です。

TOPIX は、浮動株調整後の時価総額加重指数であり、日本株式市場の広範な部分をカバーしています。TOPIX は現在の時価総額の指標を反映しており、日本株投資のベンチマークとして利用されています。

本資料は、KKR が 2026 年 3 月に公開した Thoughts From the Road Japan を日本語に翻訳したものです。翻訳と原文の内容に相違がある場合は、原文が優先されます。

Copyright 2026 © 重要な開示の詳細については [www.kkr.com](http://www.kkr.com) をご参照ください。All Rights Reserved. (不許複製・禁無断転載)

# KKR

Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.  
30 Hudson Yards  
New York, New York 10001  
+ 1 (212) 750.8300  
[www.kkr.com](http://www.kkr.com)