PGIM

MID-YEAR 2026

グローバル債券市場見通し

2026年6月

当レポートは金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

目次

債券市場の見通し 3

セクター別見通し

先進国金利 5

エージェンシーMBS 6

証券化商品 7

投資適格社債 8

レバレッジド・ファイナンス 9

エマージング債券 10

地方債 12

見通し一覧 & 資産クラス別の見解 13

債券市場の見通し

危機の局面を通じた投資機会

再び地政学的問題が表面化しており、世界経済の先行きの不透明感が増すと同時に、市場に衝撃をもたらしている。中東情勢がエネルギー価格を押し上げており、インフレ率が長期にわたり目標を上回り続けるという世界的な問題をさらに悪化させている。

こうしたマクロ環境を背景に、市場関係者は一斉に中央銀行の利上げを織り込み始め、イールドカーブはベア・フラット化した。そうした中でも、株式とクレジット商品は底堅さを見せた。株価は最高値を更新し、クレジット・スプレッドも3月にワイド化した分をほぼ回復し、歴史的な低水準近くへと回帰している。

金利上昇：もう十分か？それとも原油価格がピークをつけるまで上昇が続くのか？

一般論としては、直近の金利上昇を受け、ほとんどのエコノミストや投資家は債券市場に投資妙味があると考えるだろう。足元で織り込まれている利上げ見通しは、かなりタカ派的に思える。実際、足元の市場は今後1年ほどで英国とユーロ圏で75bps、日本は100bps、米国で約50bpsの利上げをそれぞれ予想しており、利回りはフェアバリューに対して上振れしているのではないかとの疑問も生じる。

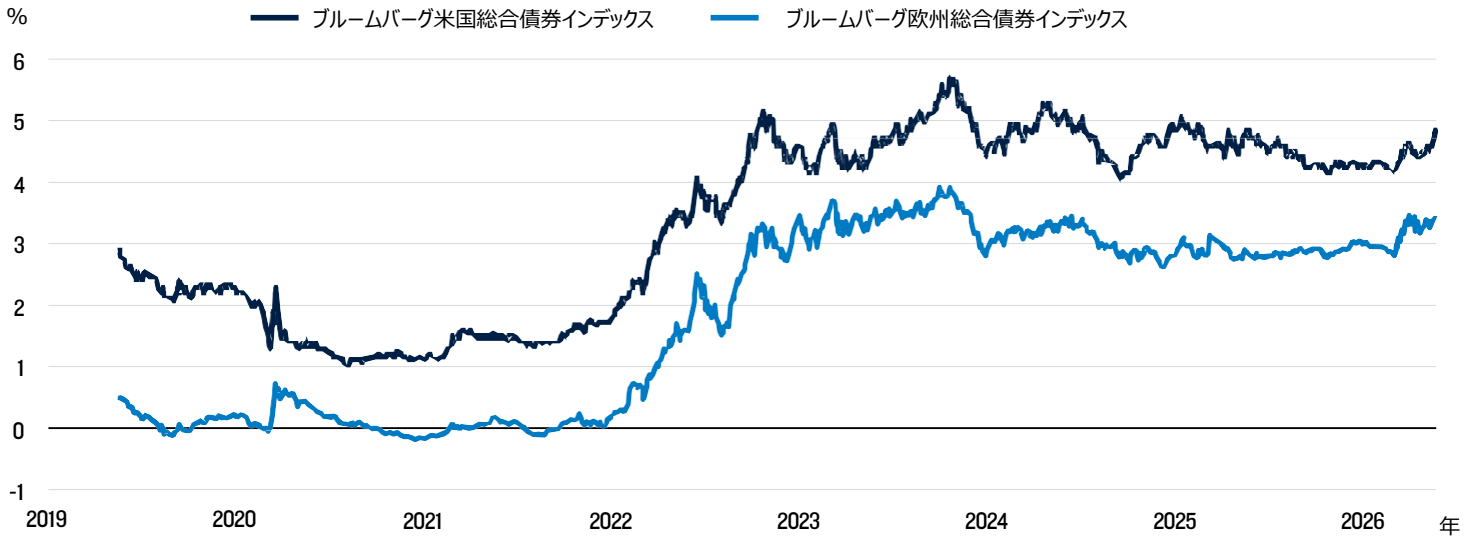
しかし、原油価格高騰とサプライチェーンを巡るショックが中東情勢によって悪化したのは事実である。こうした中で我々は、悪材料は概ね織り込み済みで、金利は新たなレンジの上限に近い（図1）ものの、エネルギー価格が天井をつけ、インフレ・リスクがピークに達するまで利回りは安定化しない可能性があるとの見方をしている。

信用と危機

驚くべきことに、イラン紛争の勃発を受けてクレジット・スプレッドは当初拡大したもののその後ほぼ回復しており、株価も最高値を更新している。市場は極端に楽観的でリスクを過小評価しているのか、それとも、これまでの強気な相場の動きには何かメッセージがあるのだろうか?

図1：イラン紛争によって長期国債利回りが上昇。さらなる上昇が見込まれるか、それとも投資機会が到来しているのか？

米国および欧州の総合債券指数（最低利回り）



出所：ブルームバーグ、2026年5月19日現在。

図2：コロナ禍後のスプレッドは底堅さを維持しているが、堅固なファンダメンタルズによってクレジット市場は大きな下落を回避することができるか？

米国投資適格社債のスプレッド

出所：ブルームバーグ、2026年5月21日現在。

より大局的に、コロナ禍以降に発生したリスクオフ局面、2022年の利上げおよびロシア・ウクライナ紛争、2023年のシリコンバレー銀行の破綻、2025年の相互関税の発動を比較すると、それらのイベントが市場に与える影響が直近になるほど軽微になっている。我々は、コロナ禍後のクレジット・ファンダメンタルズは単に強固になっただけでなく、ショックに対する耐性も高くなっていると考えている。投資家がこの事実を認識するにつれて、ショック後のリスクオフによる落ち込みはより短期かつ軽微となり、その後の回復ペースも速まっているため（図2）、クレジット市場が足元の中東危機を相対的に無傷で乗り切れる可能性が高まっている。

様子見姿勢

ロシア・ウクライナ紛争が現代の戦争のあり方を示すものだとすれば、中東紛争ならびに経済/市場を巡る不確実性は長期化し、その結果として我々の見通しには上振れ、下振れ両方向に相応のリスクが伴い続ける可能性がある。

利回り水準は戦略的な買い場にある

2022年後半、利回りは現在見られるような高水準だか過去の標準レンジに回帰した。この時に指摘したように、長期的に見れば、利回りが債券リターンを大きく左右する。この点において、中東紛争によって利回りは魅力的な水準まで押し上げられたと我々は見ている。こうした中、利回りとボラティリティの点で、現在の危機のピークがいつなのかを判断することは難しいものの、我々は金利上昇の大半は実現済みであると考え、慎重ながらも楽観的な見方をしている。こうした見方に立つと、市場は今後数年にわたり、足元の良好な利回り水準から堅実なリターンを上げる準備が整っていると考えられる。

セクター別見通し

先進国金利

見通し：先進国金利の急激なリプライシングは、構造的な高利回り環境に向かう大きな流れの一端と考えられる。リプライシングを促した直接の要因は地域ごとに異なるとはいえ、財政懸念、根強いインフレ、底堅い成長といった根本的な要因は世界共通であり、これらが同期する傾向は強まっている。

最近の金利上昇は、イールドカーブの長期ゾーンが中心となっているが、中東紛争勃発後の調整は短期セクター主導で、エネルギー高騰によるインフレ圧力に対して各国中央銀行がより強力な政策対応を迫られるとの見方を織り込んでいた。これら2つの要因が組み合わさり、米国、ドイツ、オーストラリア、英国ではイールドカーブがフラット化している。

米国では、短期ゾーンのリプライシングが特に顕著となっている。その背景として、エネルギー価格高騰と好調な景気が持続する中、米連邦準備制度理事会（FRB）の政策見通しとインフレ・プレミアムがいずれも上方にシフトしたことが挙げられる。市場ベースのインフレ指標は、短期的な物価上昇圧力を示しており、1年インフレスワップは大幅に上昇し、より持続的なインフレ期待を示す1年先1年のフォワードレートも、足元で2022年以降のレンジの上限近くにある。同様に、年末に満期を迎えるSOFR先物も利上げを織り込んでおり、2.5回の利下げを織り込んでいた年初から大きく転換している。

英国金利も、複数の要因を反映して大幅に上昇した。第一に、英国はエネルギーを輸入に依存しているため、地政学ショックの直接的な影響を受ける。第二に、足元の軟調な成長にもかかわらず、インフレが高止まりしている。第三に、国内の政局不透明感の高まりにより英国債市場が不安定化している。スターマー首相に対する辞任圧力は勢いを増しており、市場が織り込む後任の最有力候補としてマンチェスター市長のアンディ・バーナム氏が浮上している。首相交代によって財政が既存のルールから逸脱し、政策への信認が損なわれることがリスクとして挙げられる。

日本の最近の動向は、インフレ・ファイターとしての信認がやや後退したことを示している。日本国債のイールドカーブの著しいスティープ化（30年債利回りが4%超と、数十年ぶりの水準まで大幅に上昇したことによる）は、市場が日本銀行（BoJ）の政策スタンスに疑問を抱いていることを示唆している。

インフレ期待も大幅に高まっており、10年期待インフレ率は過去最高の2.23%に達し、円相場は財務省の介入にもかかわらず下落を続けている。

これらの金利市場が示唆するメッセージは明白だ。第一に、財政に対する信認が再び強い制約要因になっており、市場が財政を浪費していると見なせば、たとえG10諸国のソブリン債であっても厳しい評価を下すようになっている。第二に、インフレ期待を安定的につなぎ止める上で中央銀行に対する信認は引き続き極めて重要であり、そこに疑問が生じれば市場は明確な反応を示すだろう。

日本では、インフレ期待が上昇傾向にあり、米国でも足元で上昇し始めている。短期的には、最も信頼性の高い歯止めとなり得る要因（ホルムズ海峡の再開などエネルギー市場の大幅な緊張緩和、主要中央銀行による強力なインフレ抑制シグナル、財政規律への新たな取り組みなど）は期待できそうにない。BoJの調整ペースが慎重であることを踏まえると、日本は主要先進国市場の中で最も脆弱な市場であり続ける可能性がある。

サプライチェーンに起因するインフレ、とりわけエネルギー分野のインフレは、当面にわたり続く可能性がある。一方、先進国金利市場の調整は急速に進んできた。したがって、足元の急激な金利上昇は、さらなる50～100bpsの上昇の始まりというより、むしろ急激な調整局面の最終段階であり、今後長期にわたるグローバル金利の新たなレンジの上限を形作るものとなる可能性がある。

セクター別見通し

エージェンシーMBS

見通し：「ホールド」の見方。住宅ローン担保証券（MBS）の利回りは中期国債対比で引き続き魅力的な水準にある。我々はコンベクシティ・リスクの高まりから、30年低クーポン債のオーバーウェイトを選好し、中位クーポンは中立、高クーポン債（5.5%～）はアンダーウェイトする戦略を採用している。また、より良好なファンダメンタルズとコンベクシティの観点からTBAよりも特定プール（2022年以前発行の銘柄）を引き続き選好する[1]。

2026年前半を振り返ると、市場ではGSE（米国政府支援機関）による買い入れ、中東紛争の終結に対する楽観的な見方、新規発行の低迷、落ち着いたペースの期限前返済、利回りベースの需要などが一貫して見られ、MBSが概して恩恵を受けた。市場はこれらの要因を1-6月期に概ね織り込み済みで、長期的には地政学的リスクに対するリスク・プレミアムの上昇に焦点が移る可能性が高い。

さらに、今後は一部で需給要因が逆風となる可能性がある。GSEは1-6月期にMBSを活発に買い入れたが、優先株式取得契約の上限が引き上げられない場合、9～10月にかけて購入能力が限られる可能性がある。証券化商品やモーゲージREITによる需要もバリュエーション次第では弱まりかねない。供給面では、最近導入されたVantageScore 4.0クレジットスコア・モデルが住宅ローンの適格性を拡大するため、新規発行が増加すると思われる。

1-6月期の終わりが近づく中、市場環境が我々の見通しの基盤となっている。高クーポン債は30年、20年、15年のセクターでアウトパフォームした。金利ボラティリティの低下、相対的に抑制されたグロスの発行額、期限前返済のペースが予想を下回ったことがパフォーマンスを支えた。30年低クーポン債は季節的な要因と債券ファンドへの資金流入の恩恵を受けた。

我々は引き続き、国債利回りがほぼ20年ぶりの高水準にある中で、利回りベースの需要がジニーメイ（連邦政府抵当金庫）のカレントクーポン債を支えると見ている。ただし、この需要は住宅売買の季節的な要因による変動で新規発行が回復すれば相殺される可能性が高い。

こうした中、我々はカレントクーポン債とプレミアムクーポン債（5%以上）の上昇期待が弱まる局面では、MBSへのエクスポージャーの縮小を検討する[1]。我々は、対国債のエクスポージャーを拡大できるより良いエントリーポイントが今後出現すると見込んでおり、2026年後半にその機会が訪れる可能性があると見ている。

1. ここに記載されているポジションに関する記述は、現時点におけるPGIMのポートフォリオに関する見解を反映したものであり、投資に関して何らかの推奨をするものではありません。

セクター別見通し

証券化商品

見通し：「ホールド」の見方。証券化商品のスプレッドは過去平均に比べてタイトな中、大規模な新規発行、信用ファンダメンタルズの悪化、マクロ環境のボラティリティによって、レンジ内で推移あるいは拡大し、スプレッド・カーブはスティープ化を想定する。一方、シニアトランシェは、他の債券と比べて魅力的な相対価値を引き続き提供していることを踏まえ、我々は資本構造の最上位あるいはそれに近いトランシェを引き続き選好する。より下位の信用リスクに対する感応度の高いトランシェには、極めて選別的な姿勢を維持する。

商業用不動産担保証券（CMBS）

バリュエーションは多くの不動産タイプで安定し、2026年は価格が小幅に上昇すると予想される。集合住宅や産業セクターでは、供給圧力の緩和に伴い、賃料上昇の改善が見込まれ、延滞率もピークアウトが予想される。シングルアセット・シングル・ボロワー（SASB）では供給の高止まりが想定され、スプレッドには拡大圧力がかかるだろう。こうした中、商業用不動産（CRE）のファンダメンタルズの緩やかな悪化局面でも耐性が見込まれ、構造的なプロテクションを備えた高格付案件を選好している。AAA格コンデュイット型CMBSのスプレッドは社債対比で概ね妥当と評価しており、年限で見たスプレッド・カーブのフラット化を踏まえて、スプレッド・デュレーションの短いポジションを選好している[2]。

住宅ローン担保証券（RMBS）

歴史的に高い住宅ローン金利にもかかわらず、相対的に逼迫した在庫状況と堅調な人口動態が住宅価格を支え続けている。信用力の低い層の借り手では延滞率が上昇しているものの、全体的には住宅ローンの信用状況は健全さを維持している。非適格住宅ローンは、住宅ローンクレジットへのエクスポージャーを取る上で、規模の追求に適した投資機会を提供しており、信用力の精査が十分なされる審査書類を備えた質の高い住宅ローンを選好している。繰上返済に対する違約金条項が設定されている投資用ローンは、最も魅力的な投資対象の１つである。足元の対米国債スプレッドは130～140bpsと、他の債券セクターと比べて魅力的で、特にAAA格の非適格住宅ローンや、セカンド・リエン/HELOC（住宅担保信用枠）に注目している。

担保付ローン債務（CLO）

裏付資産であるレバレッジド・ローンのファンダメンタルズは全般的に良好だったものの、テールリスクは解消されていない。CLOは相互関税によるボラティリティの影響を最も大きく受けた業種に対するエクスポージャーは相対的に小さいが、AI関連の混乱に敏感な業種からの圧力に直面する可能性がある。スプレッドは長期平均のレンジ内にとどまっているが、年初来の最もタイトな水準を小幅に上回る水準にあり、供給が持続する中でスプレッドが一様にタイト化するとは考えていない。CLOのクレジット・カーブがスティープ化するにつれ、短期的には強弱入り混じるバリュエーションとなり、投資機会が生まれると予想する。特にシニア・トランシェに最も高い価値を見出しており、高品質のメザニン・トランシェも選別的な積み増しを検討している。ベンチマーク銘柄と非ベンチマーク銘柄の利回り較差が依然としてタイトな状態にあることから、我々の選好はやや前者に傾いている。我々は、欧州のメザニン・トランシェには、米国対比でより有利な経済条件を引き出せる選別的な投資機会があると見ている。

資産担保証券（ABS）

米国の消費において低所得層は、依然として家計余力が逼迫している。所得層を問わず、支出維持のために借入を増やす傾向が見られ、特にノンプライム層が大きな圧力を受けている。欧州とオーストラリアの消費者は依然として底堅さを維持しているほか、商業領域の信用力も安定している。世界的に、ABSのバリュエーションは他の証券化セクター対比で妥当な水準にある。ABSでは、オリジネーターごとのパフォーマンスにばらつきがあり、スプレッドも全般的にタイトなことから、資本構造全体にわたり信用力の高い発行体に焦点を当てている。特に、選別された商業セクター（例えば、光ファイバー、電気通信、車両リース、設備、小規模ビジネスなど）には前向きな見方をしており、グローバルな投資機会の中で、消費関連からの分散や魅力的な相対価値を提供していると考えている。

2. ここに記載されているポジションに関する記述は、現時点におけるPGIMのポートフォリオに関する見解を反映したものであり、投資に関して何らかの推奨をするものではありません。

セクター別見通し

投資適格社債

見通し：「ホールド」の見方。AIとM&A関連の大量発行、タイトなスプレッド、地政学的リスクなどの背景を踏まえ慎重な見方。とは言え、総合利回りは魅力的で、企業業績は依然として力強い。我々のグローバル・ポートフォリオでは、米国市場と欧州市場をほぼ同等に評価している。

米国投資適格債

米国投資適格社債のスプレッドは過去最低に近い水準にあるものの、利回りは依然として魅力的で、特に海外の買い手や生命保険会社からの利回を追求した需要や、堅調な企業業績が市場を下支えする見通しである。

我々は基本シナリオとして、穏やかな経済成長、インフレの緩和、FRBが年末に向けて金融緩和を始めることなどを背景に、年末のスプレッドを85～95bpsと予想している。強気シナリオでは、GDPと企業業績の伸びの加速、中東紛争の終結、ハイパースケーラーによる発行の縮小を受けて、スプレッドはタイト化に向かうと見ている。弱気シナリオでは、紛争の長期化、原油価格の高止まりと物価上昇、FRBによる利上げも想定されることから、スプレッドは110～130bpsまで拡大する可能性がある。

供給はハイパースケーラーからの大量発行とM&A関連の発行増加によって、前年比25%増となっている。社債の発行は、AI関連の設備投資の増加、M&A活動の活発化、負債調達による自社株買いの増加と並行して行われている。ファンダメンタルズは依然として強いものの、格上げ件数と格下げ件数の比率は1-3月期に低下し、足元では格付見通しの引き下げが引き上げを上回っている。とは言え、全体的なレバレッジ水準はほぼ変わらず、企業の利益成長は極めて堅調で、2026年の全体的な業績見通しは直近で上方修正された。

我々は、カーブの長期ゾーンをアンダーウェイトすることで、スプレッド・デュレーションをアンダーウェイトとしている[3]。スプレッドが拡大する場合は、戦術的にリスクを積み増す（例えば、新発プレミアムを伴う高格付新発債を発行市場で購入するなど）ことも検討する。テクノロジー関連発行体では、高格付銘柄への選別的な乗り換えを引き続き選好する。銀行、公益事業、エネルギーを引き続きオーバーウェイトとする一方、生命保険、化学、医薬品はアンダーウェイトとしている。

欧州投資適格債

欧州投資適格債のスプレッドも、AIやプライベート・クレジットを巡る懸念と中東紛争を背景に3月に拡大した後、1-6月期の最終月である6月に入って縮小している。最近のスプレッド縮小にもかかわらず、エネルギー価格の上昇、サプライチェーンの混乱、プライベート・クレジットを巡る懸念が燻る中でリスクは高まっている。エネルギー価格の高騰に対する欧州の脆弱性を考慮すると、紛争期間の長さとその長期的な影響は考慮すべき重要な要素である。

とは言え、総合利回りは魅力的で、短期ゾーンでは固定満期ファンドからの需要、10～12年ゾーンでは保険会社からの需要があり、これらが需給環境を支えている。また、経済は持ち堪えており、企業ファンダメンタルズは堅固で、業績は引き続き好調である。こうした背景において、新規発行と資金流入はネットで均衡を維持すると予想される。2026年の予想年間発行額は2025年を小幅に上回る水準で、供給は引き続き十分に消化されるだろう。

最近のボラティリティ上昇にもかかわらず、業種間のパフォーマンスのばらつきは抑えられている。その中で、エネルギーセクターのアウトパフォームが際立った一方、不動産（例えばREITやその他金融など）は金利上昇への感応度が高いためアンダーパフォームした。我々は産業よりも公益セクターを選好し、金融を小幅にオーバーウェイトとしている。

ユーロ建ポートフォリオではキャリーに焦点を当てており、スプレッド・デュレーションは中立としている。我々は、リバースヤンキー債の供給を魅力的と見ていることから、米国の発行体へのエクスポージャーを積み増した。グローバル・ポートフォリオでも同様のポジションを取り、スプレッド・デュレーションはややアンダーウェイトしている。以前は、グローバル・ポートフォリオでは米ドル建に対してユーロ建をオーバーウェイトしていたが、現在では、双方の市場は相対的に中立としている。

3. ここに記載されているポジションに関する記述は、現時点におけるPGIMのポートフォリオに関する見解を反映したものであり、投資に関して何らかの推奨をするものではありません。

セクター別見通し

レバレッジド・ファイナンス

見通し：「ホールド」の見方。我々の基本シナリオでは、金利の高止まりとスプレッドのレンジ内推移により、魅力的なキャリー環境が維持されると見ている。しかし、複雑なマクロおよび地政学的な状況を踏まえると、上振れ/下振れのリスク・バランスは依然として下振れ方向に偏っている。我々はベンチマーク並みのディフェンシブなポジションを維持し、相対価値に基づく投資機会に重点を置いている。

米国ハイイールド債

好調な企業業績と強気見通しが不確実なマクロ見通しを相殺し、米国ハイイールド債のスプレッドは4-6月期に世界金融危機後の最低水準近くまで縮小した。スプレッドの着実なタイト化が示すように、投資家は世界的なエネルギー危機から生じるスタグフレーションやリセッションよりも、我々の基本シナリオである「経済の過熱」に近い経済状況に注目している。

スプレッドが年初来の最タイト水準まで再び縮小している現在、リスクは下方に偏っているように見られる。しかし、金利の高止まりとハイイールド債スプレッドのレンジ内推移は魅力的なキャリー環境を生み出している。短期的には、地政学的要因による突発的なボラティリティ上昇の可能性が高いものの、足元の財政・金融見通しはクレジット・ファンダメンタルズと経済成長にとって支援材料となる。

我々の想定する「経済の過熱」シナリオが現実となった場合、超過リターンは横ばいとなり、米国ハイイールド債はリスク調整後ベースで他のセクターをアウトパフォームすると予想する。一方、イラン紛争が早期に終結した場合は、スプレッドが世界金融危機後の最低水準以下まで縮小し、一段の上振れにつながる可能性がある。

2026年7-12月期に向け、デフォルト率は依然として長期平均を大幅に下回っており、全体的なデュレーションは相対的に短い。我々は、デュレーションの短い債券に対するオーバーウェイトを維持し、引き続き高格付銘柄を選好する。

業種別では、住宅建設、通信、金融をオーバーウェイトし、テクノロジー（ソフトウェア）、メディア・娯楽、小売・外食をアンダーウェイトしている[4]。直近では、化学をオーバーウェイトし、テクノロジーのアンダーウェイトを縮小した。また、メディア・娯楽のアンダーウェイトを積み増した。

米国レバレッジド・ローン

米国レバレッジド・ローンでは、中高格付と低格付のローンの間での需要のばらつきが続く可能性が高い中、我々は引き続き2026年のトータル・リターンを5%と予想している。

キャリー主導の見方を維持するが、リプライシング取引、信用不安の高まり、ネットの新規発行が加速した場合の潜在的な需給の下押し圧力などがリターンを抑制する要因となるだろう。我々はファンダメンタルズの広範な悪化は予想していないが、デフォルトとLMEの足元の水準での高止まりはあり得ると考える。ソフトウェアおよびテクノロジーセクターの発行体は、AI普及に伴う中抜きリスクや、長期的な企業価値に対する懸念を背景に、引き続き圧力に直面する可能性がある。発行市場では、ネットの発行額は市場が消化可能な範囲にとどまると見られるが、供給増加に繋がり得るリスク要因として、データセンター関連の資金調達の増大、ビジネス寄りの政策環境によるM&Aの増加、プライベートからパブリックへの資金調達先切り替え案件の増加などが挙げられる。

ファンダメンタルズの面では、低格付ローンは今後も厳しい環境が続くと見ており、我々はスポンサー付き企業のB格下位およびCCC格ローンよりも、上場企業のBB～B格上位のローンを引き続き選好している。ファンダメンタルズに基づく綿密なクレジットリサーチや財務モデル構築が重要であり、今後12～24ヵ月にわたりデフォルトを回避することが超過収益の最大の源泉になると考えている。

欧州ハイイールド債およびレバレッジド・ローン

欧州ハイイールド債およびレバレッジド・ローン市場は、良好な需給に支えられて堅調を維持すると予想する。しかし、タイトなスプレッド水準と、複雑なマクロおよび地政学的な状況を踏まえると、上振れ/下振れのリスク・バランスは依然として下振れ方向に偏っている。

今後に目を向けると、我々は当資産クラスへの投資を継続しつつも慎重姿勢を維持する。市場中立的な水準を若干上回るリスク量を維持しつつ、個別銘柄に対しては全体的にディフェンシブなポジションを維持するとともに、景気循環業種をアンダーウェイトしている。マクロ経済で想定されるシナリオの幅が広いことから、引き続き相対価値に基づく投資機会に重点を置きつつ、高ベータ銘柄に対しては厳格な投資基準を維持する。

4. ここに記載されているポジションに関する記述は、現時点におけるPGIMのポートフォリオに関する見解を反映したものであり、投資に関して何らかの推奨をするものではありません。

セクター別見通し

エマージング債券

見通し：我々はリスク志向のスタンスを維持している。当セクター全体にわたるパフォーマンスのばらつきを踏まえ、エマージング市場の勝者と敗者を反映したポジショニングとしている。しかし、バリュエーション、テールリスク、エネルギーショックを考慮し、市場急落後に積み増したリスク量を調整する。

「ホールド」の見方を維持しつつ、各国固有の動向を注視

今年のエマージング債券セクターは、すべてのセグメントで継続的な利回り追求、リターンのばらつき、および当セクターに対する投資家需要の広がりが顕著となっている。我々はリスク志向のスタンスを維持しており、エマージング市場の勝者と敗者を反映したポジショニングとしている。一方、バリュエーション、テールリスク、およびエネルギーショックの二次的影響を考慮し、市場急落後に積み増したリスク量を調整する。引き続き一部のBB格やCCC格（ディストレスト）などのハイイールドのハードカレンシー債、高利回り国のエマージング通貨、および利上げが過度に織り込まれている現地通貨建債をオーバーウェイトとする[5]。現地通貨建債券の見通しについては、他のエマージング債セクターよりも慎重な見方をしている。

エマージング・ソブリン債とスプレッド

当セクターでは4-6月期もスプレッド縮小、資金流入、新発債供給が続いた。また、イラン紛争の勃発前後に起きたスプレッド拡大は期中に反転した。タイトなスプレッドは、必ずしも割高であることを意味するわけではないと我々は考える。ただし、スプレッドはタイトかつ未解決のリスクも残っているため、慎重なポジショニングが求められる。併せて、足元の状況や紛争による潜在的影響を綿密に検証する必要がある。年中盤に差し掛かる中、市場全体および最も脆弱性の高い国々のバリュエーションは潜在的なダウンサイド・シナリオを十分に反映していない。こうした状況は、慎重なリスク選好を正当化するとともに、相対価値の観点から見て魅力的な投資機会をもたらしている。

我々の基本シナリオでは、世界の経済成長はやや鈍化しつつも腰折れはしないと想定しており、こうした環境は特にキャリーが高水準にある中ではスプレッドに有利に働くだろう。キャリーだけを見ても、投資家に魅力的なリターンを提供するのに十分な高水準を維持している。需給についても、投資家は依然として当資産クラスをアンダーウェイトしており、エクスポージャーを拡大すればさらなる追い風となる可能性がある。

悲観的なシナリオ下でも、ダウンサイドに対するある程度安心できるバッファーが存在する。現状の利回りでは、スプレッドが約100bps拡大した場合でもキャリーだけでプラスのリターンが維持できる。

2026年末に向けて、国ごとの動向がパフォーマンスを左右する主因となる可能性が高い。過去3年間は強い相場が続き、すべての国が恩恵を受けた一方、2026年はエネルギーショックや供給混乱が広がる中で、国ごとにパフォーマンスのばらつきが生じると思われる。全体的に、ファンダメンタルズが安定または改善しているBB格発行体と、改革または交易条件を通じて信用力が改善している固有の材料のある発行体を選好する。全般に石油輸出国をオーバーウェイトし、輸入国をアンダーウェイトしている。トルコとエジプトは、信用力が同程度の発行体間でパフォーマンスのばらつきが生じ得る代表的な例と言えるだろう。いずれも財務ストレス下にある発行体ながら、イラン紛争の勃発前は全体的に信用力は改善傾向にあった。しかし、両国は足元の危機に対して異なる対応を取っており、トルコはリラ防衛のために外貨準備を取り崩している一方、エジプトは外貨準備を保持しつつ、エジプト・ポンドの自由変動を容認している。

ハードカレンシー建エマージング債の底堅さを示す要素の1つは、様々な格付の発行体が市場にアクセスできていることである。これには債券の買い戻し、LME、タップ発行（既発債を同条件で追加発行）、私募債の発行が含まれ、こうした動きは、一部の発行体の資金調達リスクを低減しているだけでなく、当資産クラスに対する投資家の需要が拡大していることも示している。

エマージング社債

エマージング社債の見通しは概ねキャリーが牽引役となり、地政学に関する報道と世界経済の行方次第で断続的なボラティリティ上昇が予想される。先進国市場より高い利回りを背景としたクロスオーバー投資家の需要を含め、新発債への需要が旺盛な中で需給は良好である。石油・ガス、コモディティ、化学といった業種の業績は総じて良好である。

5. ここに記載されているポジションに関する記述は、現時点におけるPGIMのポートフォリオに関する見解を反映したものであり、投資に関して何らかの推奨をするものではありません。

セクター別見通し：エマージング債券

消費財、紙・パルプ、製造業、小売セクターの一部の発行体は原材料コスト上昇と物流の問題により悪影響を受けているが、堅固なファンダメンタルズを踏まえると、クレジットの観点から見て、課題は対処可能な範囲内と思われる。リファイナンス需要が十分に吸収可能な水準にとどまっていることや、新興諸国の経済の底堅さを考慮すると、エマージング・ハイイールド社債の全体的なデフォルト率は先進国市場と同程度の3%程度に抑えられると予想される。

我々は、中南米の金融と石油・ガス、アジアの金属・鉱業などのセクター、エネルギーおよび運輸セクターのインフラ関連銘柄を選好する。アラブ首長国連邦（UAE）のハイイールド不動産社債とフロンティア諸国の社債には慎重な見方を強めている。キャリー主導の見通しに対するリスクとして、イラン紛争の長期化が世界経済の成長に影響を及ぼし、ハイイールド債のスプレッドが拡大に転じることが挙げられる。

現地通貨建エマージング債

現地通貨建エマージング債券の見通しは、原油価格がどこまで上昇し、どの程度長く高止まるかに大きく依存している。将来の金融引き締めの織り込み度合いは、関連する報道に応じて変動し続けている。新興諸国の中央銀行の政策対応は、紛争が引き起こしたサプライチェーン混乱による二次的インフレ効果に左右されるだろう。高いボラティリティを踏まえ、我々は、各国の特殊性と相対価値を反映する形でロング・ショート双方の金利ポジションを組み合わせている。最近では、成長見通しを脅かす可能性があっても、利上げ、または利下げサイクルのペースダウンを指向する新興国中央銀行が増えている。

我々は以下の4つのコンセプトを軸にポートフォリオを構築している。ロング・ポジションを維持しつつも縮小する一方、ショート・ポジションを拡大している。

- ユーロへの収斂に向けた構造的な追い風：ハンガリー（5～10年物）をオーバーウェイト
- 相対的利回り較差：メキシコ（2～5年物）をオーバーウェイト/チリ（2年物）をアンダーウェイト
- 正統的な金融・財政政策：南アフリカ（10～15年物）をオーバーウェイト
- アジアにおける相対価値：韓国とフィリピンをオーバーウェイト/タイとインドネシアをアンダーウェイト[6]

エマージング通貨

各通貨のパフォーマンスは石油価格に左右されており、概して石油輸出国がアウトパフォームしている。しかし、一部の石油輸入国の通貨もイラン紛争以降の下落分をほぼ回復している（ポーランド・ズロチ、ハンガリー・フォリント、チェコ・コルナ、ユーロなど）。それを踏まえると、米国はエネルギー輸出国で、エネルギー価格の上昇が米国経済成長に及ぼす影響は他の多くの地域に比べて軽微である割には、米ドルの値動きはかなり低調である。

今後に目を向けると、地政学的な不確実性が続く中、我々は主に相対価値に重点を置き、石油輸出国通貨（ブラジル・レアル、ナイジェリア・ナイラ、コロンビア・ペソ）、実質金利が魅力的で利上げ余地が拡大傾向にある一部の高キャリー石油輸入国通貨（エジプト・ポンド、トルコ・リラ）、固有の要因が存在する国の通貨（ハンガリー・フォリント）をロング・ポジションとしている。一方、成長下振れリスクが最も大きい石油輸入国通貨（タイ・バーツ、インド・ルピー、シンガポール・ドル、チェコ・コルナ）をアンダーウェイトしている[6]。

ホルムズ海峡の航行が徐々に正常化すれば、米ドルは下落基調を辿ると予想されるが、相対的に好調な米国経済や、米国債の価格調整が米ドルを下支えし続ける可能性がある。

新興諸国の中央銀行は、FRBよりもタカ派的なスタンスを取る見通しで、世界経済は景気循環の観点から見て十分に好ましい状況が続くだろう。

6. ここに記載されているポジションに関する記述は、現時点におけるPGIMのポートフォリオに関する見解を反映したものであり、投資に関して何らかの推奨をするものではありません。

セクター別見通し

米国地方債

見通し：「ホールド」の見方。FRBの新たな政策運営体制、地政学リスク、さらには中間選挙を控える中、ボラティリティは引き続き高い状態が続くと見る。金利動向については中立的な見方を維持しており、レンジ内での推移を予想する。10年債/30年債のイールドカーブは年初来でフラット化しているものの、歴史的に見れば依然としてスティープな水準にあり、投資家にとっては追加的なロールダウン収益の機会を提供している。

地方債の年初来パフォーマンスは堅調に推移しており、他の大半の債券資産クラスを概ねアウトパフォームしている（主に前年のアンダーパフォーマンスを取り戻す動きとなっている）。供給面では、発行額が2025年の過去最高水準をなお5～10%上回るペースで推移しているものの、年初来の純供給約310億米ドルは、330億米ドルの資金流入によって完全に吸収されている。米国経済はトレンドを上回る成長を続けており、資本市場も堅調であることから、税収は引き続き下支えされ、州政府および地方自治体は恩恵を享受すると見込む。税務申告シーズンが短期債運用ファンドの資金フローに与えた影響は限定的で、今年は概ね大きな材料とはならなかった。

とは言え、個別要因によるリスクは残っており、ニューヨーク市やカリフォルニア州などでは財政面の圧力が高まっており、その主因は新たな歳出計画や、「一つの大きな美しい法案」に関連する制度変更にある。連邦政府が歳出削減を進めるとともに、一部の負担を州政府へ移そうとする中、各州は連邦支援の縮小に対応を迫られている。また、所得格差や資産格差の拡大を背景に、一部の州では富裕層に社会福祉関連支出の負担増を求める声も高まっている。こうした環境の中で地方債は、富裕層の税務状況に応じて州税および連邦税の負担増から所得を守る重要な手段となる可能性が高い。

加えて、人口や資産の減少は州財政に悪影響を及ぼす可能性があり、影響を受ける地方債発行体が行う将来の起債額を減少させる要因にもなり得る。全体的に見れば、こうした状況は富裕層による節税手段としての地方債需要を押し上げる材料になると考えられる。

信用力の面では、格上げ/格下げ比率が足元で1倍をやや下回る水準で推移しており、信用力の質はコロナ禍後のピークからやや低下していることを示している。この傾向は主として教育関連セクター（公設民営の公立学校、学区、高等教育機関）が押し下げ要因となっている。

需給環境は良好と見ている。供給は引き続き高水準となる見込みだが、課税地方債の発行縮小や借換債発行の経済性低下を背景に、年間発行額は前年実績から10%以内の差に収まると予想している。同時に、夏場に償還または繰上償還される債券が約1,200億米ドルに達する見込みであり、再投資需要の拡大が期待される。また、資金がマネー・マーケット・ファンド（MMF）からより長期の資産へ移行するにつれ、地方債ファンドへの資金流入も引き続き恩恵を受けると見ている。さらに前述の通り、多くの州で所得税率の引き上げが可決または提案されていることから、地方債需要は幾分押し上げられるだろう。

一方、バリュエーションについては慎重な見方をしている。地方債と米国債の利回り比率（M/Tレシオ）は足元でやや割高な水準にあり、30年物のM/Tレシオは87%と、90日平均および1年平均のどちらと比較しても高い水準にある。より幅広い投資家層の需要を呼び込むためには、地方債のバリュエーションがさらにワイド化する必要があるだろう。とは言え、スプレッドは他の債券セクターと比較して引き続き魅力的な水準にあり、課税債相当の利回りは、例えば社債と比較しても魅力的な水準にある。

ポジショニングについては、デュレーションは中立とする一方、イールドカーブのフラット化方向に傾ていている。セクター別では、プリペイドガス、住宅関連、学生ローン、およびIDB（主に廃棄物処理関連）を選好している。一方で、運輸セクターおよび病院セクターについては、バリュエーション面を主な理由に慎重姿勢を取っている。

見通し一覧 & 資産クラス別の見解

この見通しは、当社の短期的および長期的（1年）な各資産クラスの見通しを一覧にしたものである。各資産クラスの長期的な見通しは1-5の尺度に基づいており、各セクターの超過収益に対する当社の見方は以下の通りとなっている[1]。

セクター別の短期見通し	市場スコア ｜ 市場全体のスコア： ● ホールド ● 弱気 ● 調整 ● ホールド ● 堅調 ● 強気	
先進国金利：先進国金利の急激なリプライシングは、構造的な高利回り環境に向かう大きな流れの一端と考えられる。リプライシングを促した直接の要因は地域ごとに異なるとはいえ、財政懸念、根強いインフレ、底堅い成長といった根本的な要因は世界共通であり、これらが同期する傾向は強まっている。	● 米国 ● 欧州	● 英国 ● 日本
エージェンシーMBS：「ホールド」の見方。住宅ローン担保証券（MBS）の利回りは中期国債対比で引き続き魅力的な水準にある。我々はコンベクシティ・リスクの高まりから、30年低クーポン債のオーバーウェイトを選好し、中位クーポンは中立、高クーポン債（5.5%～）はアンダーウェイトする戦略を採用している。また、より良好なファンダメンタルズとコンベクシティの観点からTBAよりも特定プール（2022年以前発行の銘柄）を引き続き選好する。	● エージェンシーMBS	
証券化商品：「ホールド」の見方。証券化商品のスプレッドは過去平均に比べてタイトな中、大規模な新規発行、信用ファンダメンタルズの悪化、マクロ環境のボラティリティによって、レンジ内で推移あるいは拡大し、スプレッド・カーブはスティープ化を想定する。一方、シニアトランシェは、他の債券と比べて魅力的な相対価値を引き続き提供していることを踏まえ、我々は資本構造の最上位あるいはそれに近いトランシェを引き続き選好する。より下位の信用リスクに対する感応度の高いトランシェには、極めて選別的な姿勢を維持する。	● CMBS ● CLOs	● RMBS ● ABS
投資適格社債：「ホールド」の見方。AIとM&A関連の大量発行、タイトなスプレッド、地政学的リスクなどの背景を踏まえ慎重な見方。とは言え、総合利回りは魅力的で、企業業績は依然として力強い。我々のグローバル・ポートフォリオでは、米国市場と欧州市場をほぼ同等に評価している。	● 米国投資適格債 (1-10年) ● 米国投資適格債 (10年超)	● 欧州投資適格債 (1-5年) ● 欧州投資適格債 (5年超)
レバレッジド・ファイナンス：「ホールド」の見方。我々の基本シナリオでは、金利の高止まりとスプレッドのレンジ内推移により、魅力的なキャリー環境が維持されると見ている。しかし、複雑なマクロおよび地政学的な状況を踏まえると、上振れ/下振れのリスク・バランスは依然として下振れ方向に偏っている。我々はベンチマーク並みのディフェンシブなポジションを維持し、相対価値に基づく投資機会に重点を置いている。	● 米国ハイイールド (1-5年) ● 米国ハイイールド (5年超) ● 米国レバレッジド・ローン	● 欧州ハイイールド (BB格) ● 欧州ハイイールド (B格以下) ● 欧州レバレッジド・ローン
エマージング債券：我々はリスク志向のスタンスを維持している。当セクター全体にわたるパフォーマンスのばらつきを踏まえ、エマージング市場の勝者と敗者を反映したポジショニングとしている。しかし、バリュエーション、テールリスク、エネルギーショックを考慮し、市場急落後に積み増したリスク量を調整する。	● ハードカレンシー建 投資適格ソブリン債 ● ハードカレンシー建 ハイイールド・ソブリン債 ● 現地通貨建 エマージング債[2]	● エマージング通貨[2] ● 投資適格エマージング社債 ● ハイイールド・エマージング社債
地方債：「ホールド」の見方。FRBの新たな政策運営体制、地政学リスク、さらには中間選挙を控える中、ボラティリティは引き続き高い状態が続くと見る。金利動向については中立的な見方を維持しており、レンジ内での推移を予想する。10年債/30年債のイールドカーブは年初来でフラット化しているものの、歴史的に見れば依然としてスティープな水準にあり、投資家にとっては追加的なロールダウン収益の機会を提供している。	● 課税債	

1 各ポートフォリオのポジションは、長期的な見通しと完全には一致しない場合があります。記載されている見通しおよびその他の情報は、比較のみを目的として示されたものです。
2 各資産クラスの見通しは、超過収益の見通しに基づきます。

PGIM

留意事項

本資料は、海外グループ会社が作成した情報提供資料をPGIMジャパン株式会社（以下「当社」）が翻訳したものです。原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

本資料は、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。

本資料は、当社グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的として作成されたものであり、特定の証券や金融商品等の販売・勧誘・推奨を目的としたものではありません。

本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

過去の運用実績は将来の運用成果等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市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスを行うために作成されたものではありません。必要に応じて専門家とご相談ください。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM ” 、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

当社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国法人のプルーデンシャルplcおよび英国法人のM&G plcの子会社であるプルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとは何ら関係がありません。

プルデンシャル生命保険株式会社、ジブラルタ生命保険株式会社、PGF生命（プルデンシャル ジブラルタ ファイナンシャル生命保険株式会社）及びPGIMリアルエステートジャパン株式会社は当社のグループ会社であり、別法人です。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号

加入協会：一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ129950

5586751-20260618