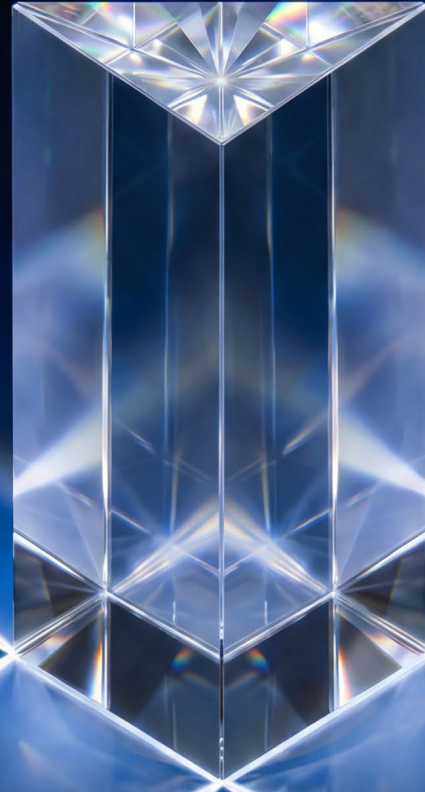




MID-YEAR 2026

グローバル市場見通し

マクロ経済の追い風と
テールリスクの増大



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

投資テーマと戦略へのインプリケーション	3
マクロ経済の追い風とテールリスクの高まり	4
利回りを巡る新たなパラダイム	7
分散投資のアプローチ	9
AIの進化とファンダメンタルズ	12
10年先を見据えたマルチアセット投資の展望	14

投資テーマと戦略へのインプリケーション

マクロ経済の追い風と テールリスクの高まり



中東紛争の大きな影響を受け、我々の経済シナリオ分析では景気下振れのテールリスクが高まっている。一方で、歴史的規模のAI投資、世界的な財政刺激策、高所得層による底堅い消費が、米国における成長加速と目標を上回るインフレ、さらには欧州および中国における緩やかで持続的な成長という基本シナリオを支えている。

ポートフォリオにおける検討事項

- ・ 前向きな基本シナリオながらもテールリスクが顕著なため、市場全体のベータには慎重さが求められ、相対価値、地域、セクター、個別銘柄の選別を通じた超過収益の獲得機会を重視する。
- ・ 不動産、コモディティ、インフラなどの実物資産は、高止まりするインフレに対する部分的なヘッジとなる。
- ・ エマージング市場の債券および株式では、相対的に底堅い地域・国を選別する。
- ・ グローバルなグロース株を通じて追い風を捉える。
- ・ 質の高い資産やダウンサイド・プロテクション機能を備えた資産は、リスクシナリオが顕在化した場合のポートフォリオの安定材料となる。

利回りを巡る 新たなパラダイム



先進国市場における金利水準の再評価は、財政懸念、根強いインフレ、底堅い成長を背景として、より高い利回り水準への移行を示している。高水準ながらレンジ内で推移する金利環境と、縮小したクレジットスプレッドが併存する中、魅力的な総合利回りは、最終的に堅調な長期リターンにつながると思われる。クレジットのファンダメンタルズは依然として良好だが、バリュエーションやテールリスクの可能性を踏まえると、銘柄選択の重要性が一段と高まっている。

ポートフォリオにおける検討事項

- ・ 柔軟なリスク配分を行うマルチセクター債券戦略。
- ・ 幅広い投資機会と分散効果を狙ったグローバル債券戦略。
- ・ 金融政策やインフレを巡る不透明感の中では短期デフレーションのクレジット。
- ・ アセット・ベースド・ファイナンス（ABF）やCLOを含む質の高い証券化クレジット。

分散投資の アプローチ



テールリスクの高まりは、分散投資の重要性を改めて示している。プライベート・クレジットでは、ABFやインフラデットが、カスタマイズ可能かつ資本構造面での柔軟性といった特性を備えており、企業向けではない信用リスクへの投資機会を提供する。また、厳格な引き受け基準を備えたダイレクト・レンディング（クレジット・セカンダリーを含む）は、流動性ニーズへの柔軟な対応を可能にしながら、パブリック・クレジットへの投資を補完する役割を果たす。

不動産は、景気サイクル初期の環境において幅広い分散効果を提供する。これは、「日々の生活に根差したニーズ（Everyday Life）」に基づく構造的な需要と「市場のモメンタム（Market Momentum）」を捉える戦術的な投資機会によって支えられている。

ポートフォリオにおける検討事項

- ・ 厳格な引き受け基準を備えたダイレクト・レンディング（クレジット・セカンダリーを含む）。
- ・ 柔軟な相対価値の判断に基づくパブリック・クレジット/プライベート・クレジット戦略。
- ・ 分散効果、インフレ耐性、景気サイクル初期の特性に着目したプライベート不動産およびREIT。

AIの進化と ファンダメンタルズ



AI関連の設備投資拡大の影響は、今後も顕在化していくと見られる。こうした中で重要なのは、イノベーション、持続的な競争優位性、業界内でのリーダーシップを発揮し、複数年にわたる成長機会を取り込んで勝者となれる企業を見極めることである。

ポートフォリオにおける検討事項

- ・ AI導入拡大の恩恵を受けるグローバルなグロース株。
- ・ AI関連のインフラ投資の恩恵を享受するプライベート不動産。

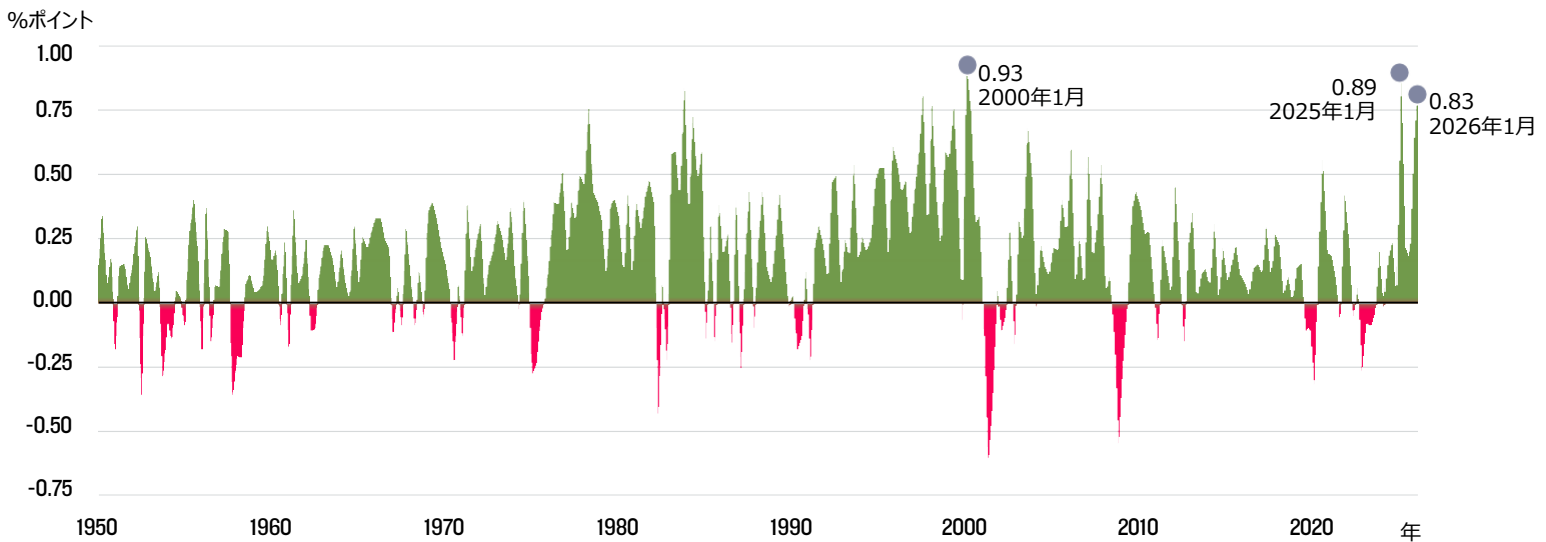
マクロ経済の追い風とテールリスクの高まり

本レポートにおける今後12カ月のマクロ経済見通しでは、AI主導の設備投資と中東紛争に起因するエネルギーショックが成長とインフレ動向にどのような変化をもたらしつつあるかを検証する。米国経済は依然として底堅いものの、経済過熱のリスクに直面しており、欧州はエネルギーへの脆弱性、中国は構造的問題と政策支援のバランスという課題にそれぞれ直面している。

グローバルなマクロ経済の課題にもかかわらず、米国経済は顕著な底堅さを維持している。我々は今年の実質GDP成長率を2.3%と予想する。これは、トレンドを上回る成長が続き、大半の先進国を上回る水準となることを意味する。米国の優位性は、AI関連の設備投資、資産効果を背景とした堅調な消費、財政刺激策によって牽引されている。例年を上回る税還付や依然として低い失業率が、引き続き個人消費を下支えしている。AIエコシステムに牽引された金融資産価格の上昇による資産効果は、特に裁量的な消費サービス領域において富裕層の消費を押し上げ続けている。

テクノロジーセクターの設備投資の急増は、1990年代後半の通信バブル期の水準に近づきつつあり（図1）、経済成長を押し上げている。AI投資が最終的には生産性向上をもたらすインフレを押し下げる可能性はあるが、AI投資を巡る需要面のブームは、エネルギー、労働、貿易を中心とする供給面の制約とも重なり、インフレを米連邦準備制度理事会（FRB）の目標を大幅に上回る水準に押し上げている。

図1：テクノロジー関連の設備投資はITバブル期の水準に迫る
情報処理分野の企業設備投資（実質GDP成長率への寄与度）



出所：PGIM、マクロボンド、2026年1月現在。

実際、米国の総合PCEインフレ率は、エネルギー価格の上昇を背景に2026年4月時点で前年比3.8%に急上昇した。食料・エネルギーを除くコアPCEインフレ率も3.3%と、なお警戒すべき高水準にある。インフレリスクは少なくとも近い将来において、引き続き上振れ方向に傾いていると見ている。理由は主に3つある。第一に、石油危機が長引くほど、エネルギー価格の上昇が他の商品・サービス価格に波及するリスクは高まる。中東紛争に関する我々の基本シナリオ（確率50%）では、脆弱な停戦が続き、ブレント原油価格にはリスクプレミアムが上乘せられた状態が続き、80～100米ドル/バレル程度のレンジで推移することを想定する。第二に、生産者物価指数など、消費者物価への上流からの価格転嫁圧力を示す先行指標は依然として高止まりしている。第三に、AI設備投資による圧力、新たな関税措置の可能性から、財価格には上振れリスクがある。

労働市場については、安定化と加速の狭間にあると評価している。

特筆すべきは、直近3か月の雇用者数の伸びは月平均18.8万人と2025年から急増していることである。この雇用増加ペースは、失業率の安定化に必要と推計される、あらゆる損益分岐点を上回っている。

こうした複合的要因は、ウォーシュFRB議長にとって難題となっている。こうした状況と、FRBが5年以上にわたり2%のインフレ目標を達成してこなかった点も考慮すると、FRBは今年3回の利上げを実施して中央銀行としての信認を維持し、インフレ期待を安定化させると我々は予想する。この利上げが供給サイドに起因するインフレや足元の長期国債利回りのボラティリティに対する予防的措置と位置づけることができれば、政治的に正当化される可能性がある。加えて、その後FRBはこれらの利上げから比較的速やかに政策転換し、2027年には3回の利下げ、2028年にはさらに1回の利下げを実施すると我々は予想する。その結果、ターミナルレートは現在の政策金利をやや下回る3.375%となり、おそらく中立金利に近い水準になると見ている。

2026年に入り、名目GDP成長率の力強さは、我々の米国経済に関する基本シナリオである「経済の過熱（生起確率40%）」を裏付けている。同シナリオでは、トレンドを上回る実質GDP成長率（2.0~2.5%）と目標を上回るインフレ率（約3%）を想定する（図4）。

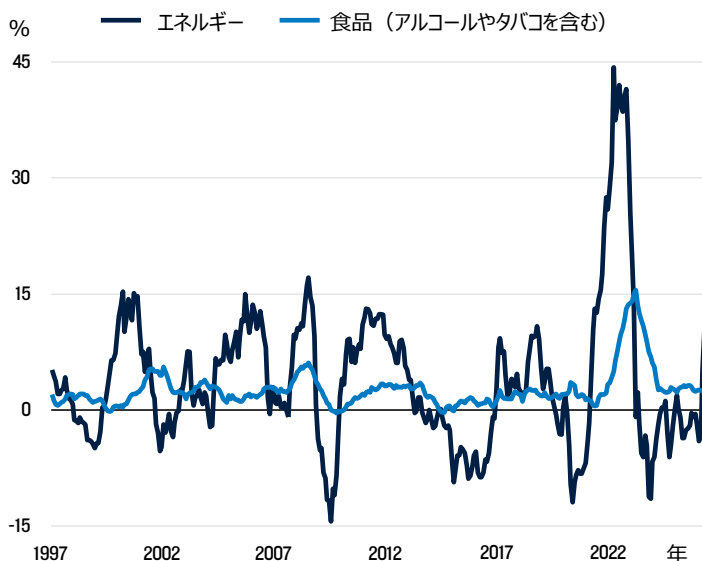
一方、地政学的ショックとエネルギー不足のリスクの高まりを踏まえ、我々は「緩やかなスタグフレーション」シナリオの生起確率を10%から15%に引き上げ、「何とか持ち堪える（Muddle Through）」シナリオの生起確率を20%から15%に引き下げた。「景気後退」シナリオの生起確率はコンセンサス予想を下回る10%に維持する一方、成長がトレンドを上回るペースに加速し、インフレが2%目標に向けて低下する「生産性の向上」シナリオは20%の生起確率を見込む。

欧州の脆弱性

欧州は、エネルギー価格に対する高い感応度から、より脆弱な立場に置かれている。EU主要国の中ではイタリアが最も脆弱であり、足元に対ドイツ国債スプレッドの拡大に表れている。エネルギーショックに加え、今後数か月で食料価格も上昇する可能性が高い（図2）。これは、エネルギー投入コストの上昇だけでなく、ホルムズ海峡閉鎖に伴う肥料供給の混乱にも起因している。

食料・エネルギー価格の同時上昇は家計への圧力をさらに強め、今後のインフレ期待に影響を及ぼすと予想される。先を見通すと、中期（3~5年）のインフレ期待は、欧州中央銀行（ECB）の政策対応を考える上で注視が必要である。本資料作成時点では、ECBは6月と9月に利上げを実施し、中銀預金金利を年末までに2.5%へ引き上げると見ている（編集者注釈：ECBは6月会合で利上げを実施）。エネルギーショックを受けて、域内各国では補助金から減税に至るまで比較的緩やかな財政対応が取られており、防衛・インフラ支出の増加に伴って既に膨らんでいる財政圧力を一段と高めている。金利上昇と家計の圧迫は、経済活動が既に低調と見込まれていたユーロ圏において、内需の重石となるだろう。

図2：ユーロ圏では食品価格の上昇が見込まれる
ユーロ圏の食品およびエネルギーのインフレ率（前年比）



出所：PGIM、マクロボンド、2026年4月現在。

こうした要因は、ユーロ圏経済に対する我々の基本シナリオである「何とか持ち堪える（生起確率40%）」に反映されている。中東紛争以前に打ち出された財政支援策は、特にドイツにおける成長の下限を形成すると見込まれる。

経済リスクの高まりは我々のテールシナリオにも反映されており、「経済の過熱」シナリオの生起確率を5%引き下げて15%とする一方、「緩やかなスタグフレーション」シナリオの生起確率を20%へ引き上げた。

中国：短期的影響と構造的課題

中国にとってエネルギーショックは短期的には対処可能なものとなり得る。その背景には、エネルギー備蓄によるバッファ、代替エネルギー市場へのシフト、混乱緩和策の積極的な展開が挙げられる。しかし中国は、不動産バブルの崩壊と内需主導型消費へのシフトという構造的課題に引き続き直面している。図3は、中国の一人当たり実質消費成長率が長期にわたって上昇傾向にあったものの、不動産価格の調整に伴い近年急速に低下していることを示している。

中国の不動産市場は、AIおよびテクノロジーが集積する都市において回復の兆しが見られ、高所得層の消費も底堅さを維持している。しかし、中小都市における過剰な不動産在庫や、幅広い経済における低調な労働市場と賃金上昇の鈍さが引き続き消費者心理全般および消費動向の重石となっており、K字型の二極化経済が生じつつある。

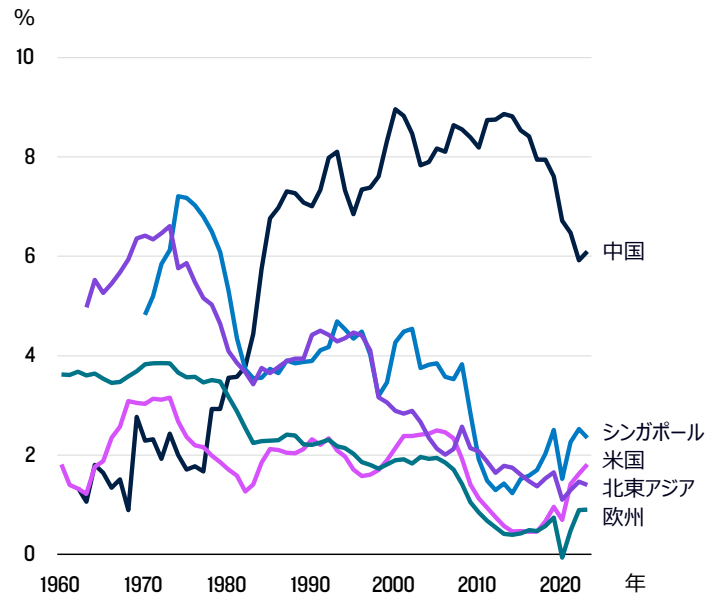
中国は、消費をサービスや新技術関連分野へ誘導する構造的な取り組みによって消費不足に段階的に対応しようとしているが、財政支出による消費主導のバブルによって需要を押し上げることは避けたい考えだ。

力強い1-3月期を経た後、最近の小売売上高と固定資産投資は、信用拡大の鈍化と消費者向け財政支援の後退を背景に明らかに減速している。政策スタンスは引き続き緩和的に維持される見通しで、中国経済が成長目標を達成できるよう、よりの絞った財政・金融緩和が7月の政治局会議までに鮮明になると見込んでいる。

我々の基本シナリオでは、中国の成長はインフラ整備/AI関連設備投資/電気自動車などの先端分野の継続的な強さ、そして財政面の支援策の具体化を支援する産業政策の組み合わせから引き続き恩恵を受けると予想する。

エネルギーショック、国内の構造的課題、そして大きな追い風という組み合わせは、中国の基本シナリオである「何とか持ち堪える（生起確率55%）」に反映されている。また、中国の現状を踏まえ、「何とか持ち堪える」シナリオの生起確率を5%引き下げた一方で、「緩やかなスタグフレーション」シナリオの生起確率を5%引き上げて10%とした。

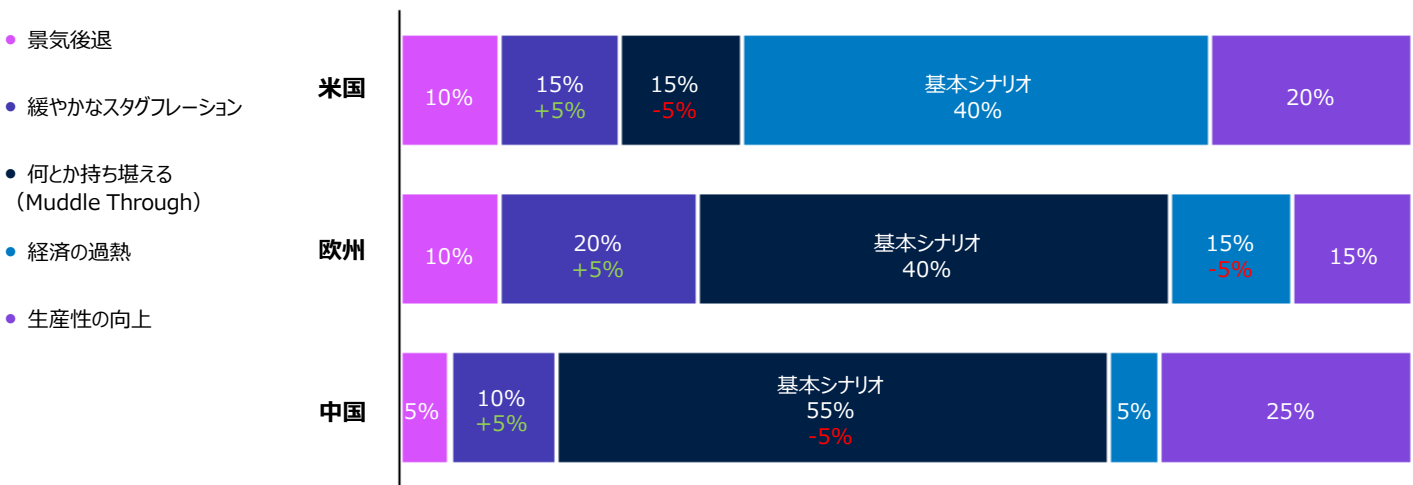
図3：中国の構造的課題が国内消費の伸びを抑制
1人当たり実質消費の伸び率（10年移動平均）



出所：ペン・ワールド・テーブル、マクロポンド、2023年1月現在。

図4：PGIMによるグローバル経済の今後12カ月の見通し

各シナリオの生起確率（合計100%）、前四半期からの変化がある場合には、各データラベルの下に記載



米国：基本シナリオとして力強い成長を想定する。その他のシナリオでは、「生産性の向上」シナリオを除けば景気の勢いが弱まる。インフレリスクは上振れ方向に傾いており、「緩やかなスタグフレーション」を主な上振れリスクとしている。これはエネルギー価格の高騰、関税、移民に関連した供給面の負のショックによるものである。

ユーロ圏：基本シナリオを中心に、上下方向のリスクは概ね均衡している。上振れリスクとしては財政拡張、力強い米国経済、AIによる生産性の向上などが挙げられる。主な下振れリスクとして、エネルギーショックが「緩やかなスタグフレーション」につながるシナリオを想定する。また、インフレリスクは「緩やかなスタグフレーション」と「経済の過熱」のリスクを踏まえ、上振れ方向に傾いている。

中国：基本シナリオには、上振れ方向に傾いた成長リスクが伴う。米中貿易摩擦と世界的なエネルギーショックが主な下振れリスクである一方、政策緩和、生産性向上、米国の景気過熱が上振れリスクとなる。デフレ圧力を踏まえ、インフレリスクは下振れ方向に傾いている。

新興国：基本シナリオは「何とか持ち堪える」（生起確率36%）を想定する。これは、米国（35%）、ユーロ圏（35%）、中国（30%）の加重平均に基づいて計算されたものである。

出所：PGIM、2026年6月現在。

利回りを巡る新たなパラダイム

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たろう。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。

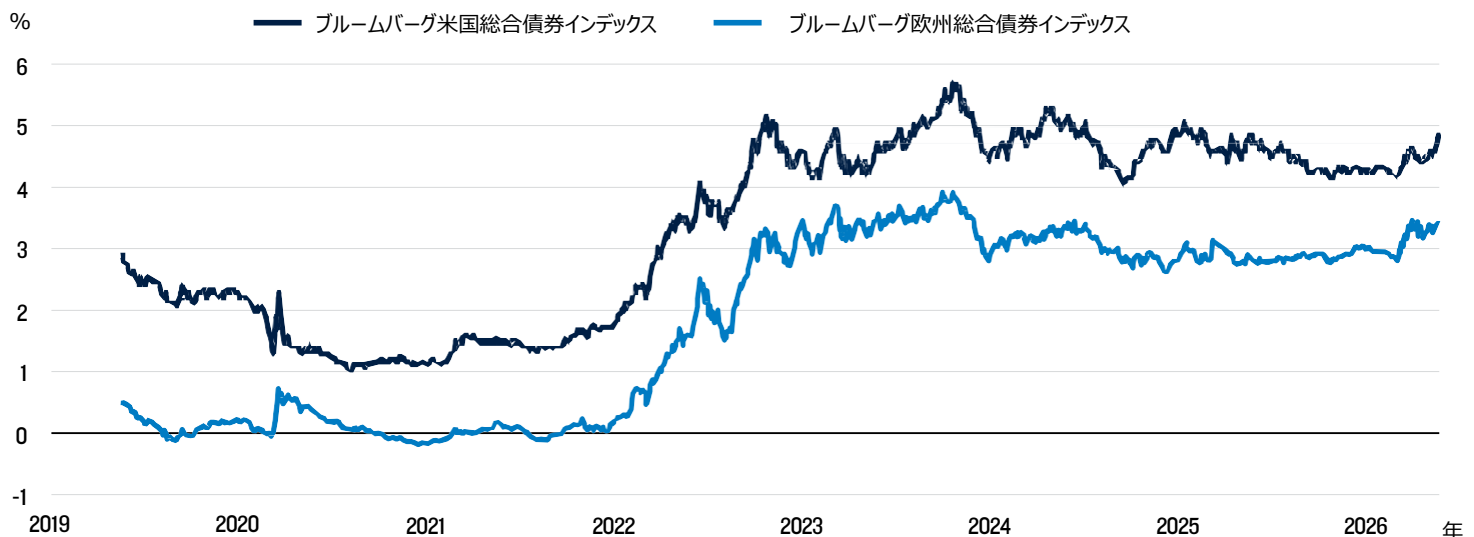
しかし、原油価格高騰とサプライチェーンを巡るショックが中東情勢によって悪化したのは事実である。こうした中で我々は、悪材料は概ね織り込み済みで、金利は新たなレンジの上限に近い（図1）ものの、エネルギー価格が天井をつけ、インフレ・リスクがピークに達するまで利回りは安定化しない可能性があるとの見方をしている。

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元の水準に回復しており、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？

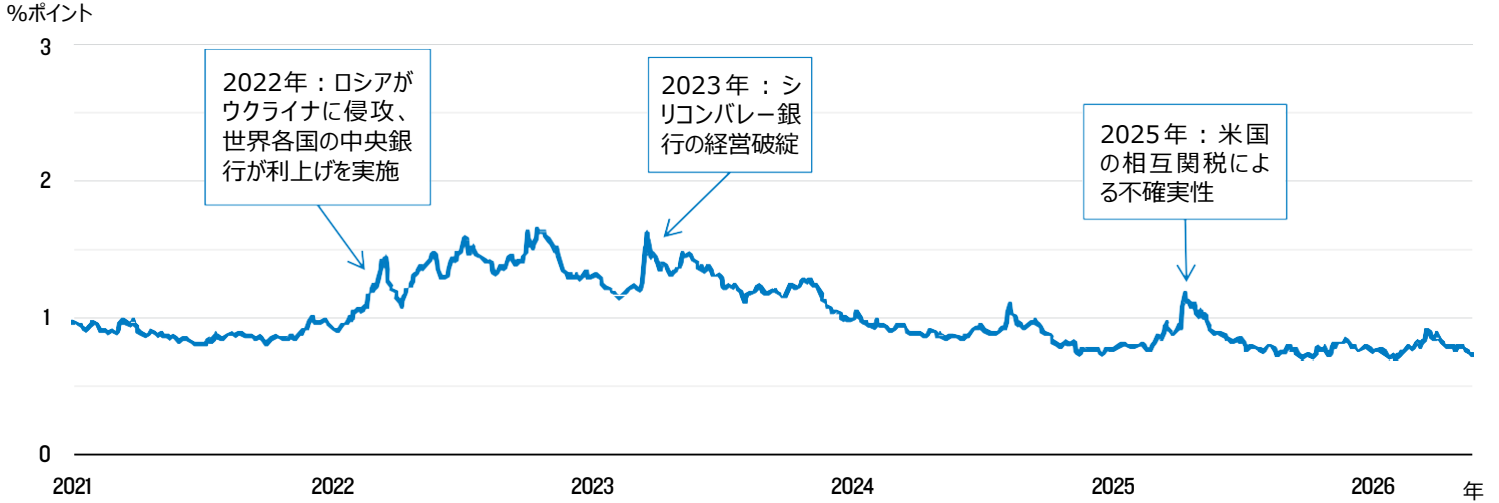
米国および欧州の総合債券指数（最低利回り）



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は直近になるにつれて軽微になっている。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ているような、高水準だが過去の標準レンジに回帰した。この時にも指摘したように、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観点において、現在の危機がいつピークを打つ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。

分散投資のアプローチ

プライベート・クレジットの分散効果

2026年7-12月期を迎えるに当たり、プライベート・クレジット市場の見通しは引き続き前向きであり、根強い投資家需要と健全な借り手からの資金需要に支えられている。報道とは裏腹に、多くのプライベート市場セクターにおいて信用ファンダメンタルズは安定的、あるいは改善傾向にある。

経済見通しには不透明感が広がっており、クレジット見通しもその例外ではないが、プライベート・クレジットが提供するカスタマイズ可能な特性と柔軟な資本構成に対する根強い需要は変わらない。ダイレクト・レンディング市場の一部では新規資金調達に鈍化しているものの、ABF（アセット・ベスト・ファイナンス）とインフラ・デットへの資金配分は全く鈍化していない。

ソフトウェア分野における「創造的破壊」を巡る懸念に対する市場の反応は、変動の小さいオールドエコノミー型の実物資産や伝統的産業を選好する方向に傾いている。実際、こうした借り手が改めて評価されていることを反映し、「HALO（Heavy Assets, Low Obsolescence：重資産・低陳腐化）」という略語が登場している。コーポレート市場（ダイレクト・レンディング、プライベート・プレースメントなど）では、テクノロジーや金融サービスなどのアセットライト型ビジネス（大きな固定資産を保有しないビジネス・モデル）に代わり、産業セクターの発行が増加すると見られる。資産を担保としたローン市場では、より多くの企業が有形資産、売掛金、棚卸資産を活用して事業資金を効率的に調達するようになるだろう。その結果、世界経済に必要な大規模インフラ投資には、より積極的な買い手が集まると考えられる。他の条件が同じであれば、こうした借り手や資産に関連するデットは、AI関連の「創造的破壊」に対する感応度、特に下方リスクへの感応度が不透明なアセットライト型企業のデットをアウトパフォームする可能性がある。

ABFおよびインフラ・デット市場は、こうしたトレンドから大きな恩恵を受けると見ている。我々は、信用力の高い大手スポンサーによるランドバンキングに加え、米国における構造的な住宅不足を背景とした住宅ローンファイナンスにも投資機会を見いだしている。

同様に、住宅改修やマニユファクチャード・ハウジング向けのファイナンスも有望と見ている。デジタル・インフラやエネルギー移行プロジェクトに対する投資家需要も引き続き大きく、各ファンドはこれらの分野への投資資金の調達を継続中だ。

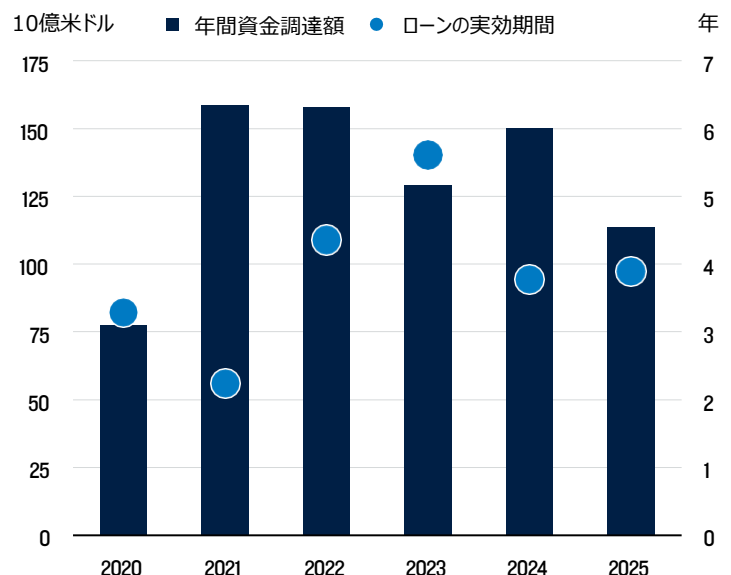
我々はダイレクト・レンディングに対して前向きな見方を維持している。ただし、ローン価格の調整により、年前半においては顕著なリターンを生みにくいだろう。ローンの加重平均残存期間は、2022年から2024年にかけて大幅に長期化した後、足元では短期化し始めている（図7）。

案件の成約が進み、加重平均残存期間の短期化が続くにつれ、直近の価格調整によるギャップは、損失として確定するか、あるいは回復に向かうことになるだろう。全般的には、低調なリターンによって一部投資家の新規ファンド組成能力が制約されるため、案件フローを巡る競争は緩和される可能性がある。

足元のダイレクト・レンディングのサイクルを踏まえると、2026年ビンテージへの需要は全般的に堅調であり、特に厳格な審査基準を有するマネジャーへの需要が強まると見られる。全体的に、特にコア・ミドルマーケットでは、条件面およびスプレッドは2～3年前と比べて大幅に改善している。よって、このビンテージの新規ローンに投資する投資家は、堅調なリターンを享受できる可能性が高い。足元のベース金利水準は許容できるものと考えている一方、いずれかの方向に急速かつ大幅な変動が生じた場合には、よりディフェンシブな見方へ転じる可能性がある。

図7：ダイレクト・レンディングの資金調達の減速によって市場の規律が高まる可能性がある

左軸：年間資金調達額、右軸：ローンの実効期間



出所：S&Pグローバル、WithIntelligence、2026年4月現在。

不動産の底堅いインカムと分散効果

経済および地政学の面から世界的に不透明感が高まる中であっても、不動産の投資環境は良好である。近年の大幅な価格調整を経て、相対的に割安な水準で、インフレに連動したインカムを創出する資産クラスへの投資機会を提供する。

幅広いセクターで物件供給が低水準にとどまっていることは、経済環境にかかわらず高水準の入居率が維持されやすいことを示唆しており、キャッシュフローの予測可能性を高めている（図8）。短期金利の高止まりへの懸念が流動性を抑制する一方で、魅力的なバリュエーションで物件のファイナンスや取得を行い、将来の景気回復局面におけるアップサイドを見込めるポートフォリオ構築の機会を生み出している。

グローバル投資家の間では、分散投資が再び重要視されている。これには主に2つの要因がある。第一に、世界情勢の行方を見通すことが難しく、戦略的・地理的な集中リスクを回避するには投資先を分散することが賢明である。第二に、市場・地域・セクターのリターン要因および見通しの差異が拡大しており、多様なポートフォリオを保有することのメリットと、効果的なポートフォリオ配分によるアウトパフォームの可能性が高まっている。

構造的な追い風と戦術的な投資機会

我々の不動産エクイティおよび不動産デット戦略全般においては、生活に不可欠な需要に支えられた資産への投資を重視しており、これによりキャッシュフローの安定性と耐性が高まっている。第一の構造的な投資の柱は「日々の生活に根差した不動産（Everyday Life）」であり、世界中の都市・都市圏の基盤を形成する不動産の開発、ファイナンス、および保有を指す。

具体的には、居住空間や生活必需品へのアクセス、さらには増大するデータ・通信ニーズを支える不動産スペースを提供することである。

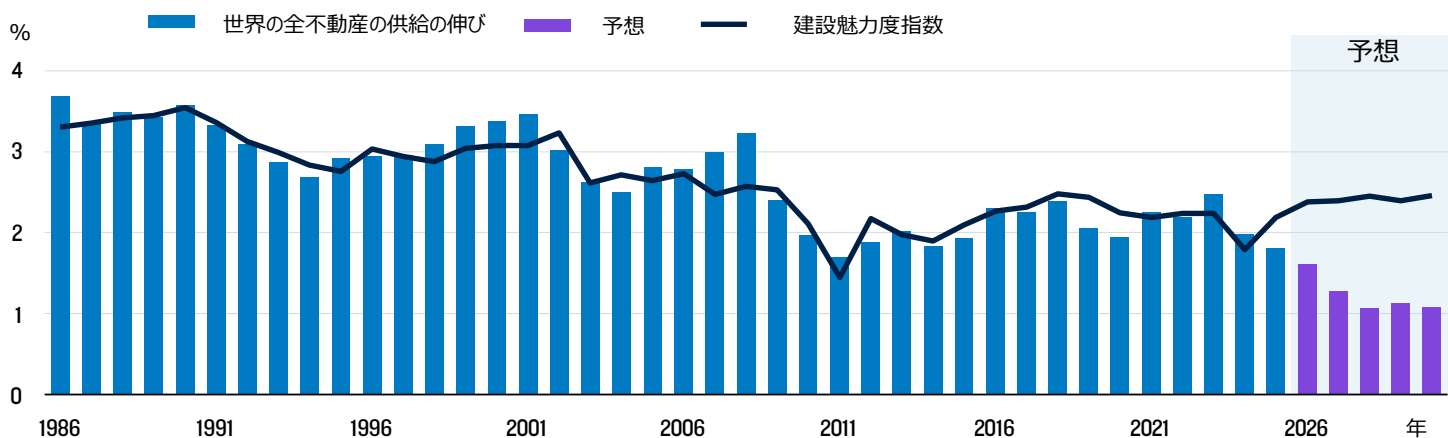
第二の柱は、より戦術的な性格を持つ「市場モメンタム（Market Momentum）」である。これは、景気循環に伴う上昇余地、割安な取得価格、ならびに借換えや設備投資に関連した継続的な資金需要が、中長期的な価値創出を通じたリターン獲得機会を支えている点に着目したものである。ただし、短期的には市場の逆風が続いていることから、こうした投資機会の選別はこれまで以上に重要となる。

日々の生活に根差したニーズ

日々の生活に根差した不動産への投資において、最も重要となる住宅セクターは極めて裾野が広い。住宅セクターへの投資手法は地域間だけでなく、同一地域内でも大きく異なり得るが、共通するテーマも存在する。これには、住宅取得負担感の高まり、主要都市における近代的な賃貸住宅の不足、専用の居住施設を必要とする学生・高齢者の増加などが含まれる。加えて、テクノロジーの進展と生産性向上は、労働市場において恩恵を受ける層と取り残される層の二極化をもたらしている。所得や資産が増加した層では、より質の高い住宅への需要が高まっている一方で、雇用の置き換えや賃金成長の鈍化に直面する層にとっては、手頃な価格の住宅の重要性が一層高まっている。

図8：新規供給予定案件は歴史的な低水準にとどまり、今後もグレードA不動産が不足することを示唆

グローバル全不動産のネット供給増加率（年率、%）と建設魅力度指数



出所：CoStar, JLL, PMA, オックスフォード・エコノミクス, 米国労働統計局, 世界銀行, PGIM, 2026年4月現在。

シニアハウジングは、多くの先進国において80歳以上人口の急増が見込まれる一方で、空室率が低く、新規供給予定案件も限定的で賃料成長が期待されることから、確信度の高い投資テーマと位置付けられる（図9）。米国は依然として世界最大の投資市場であるものの、欧州やアジア太平洋地域においても運営基盤を構築・拡大する機会の魅力が増している。

賃貸住宅は、建設コストの高止まりを背景に、短期的には開発面での逆風に直面している。また米国では、過去の過剰供給の消化がなお続いているため、当面は新規開発やエクイティ投資よりも、エージェンシー融資への借換えを見据えたブリッジローン戦略など、クレジット投資の相対的な魅力度が高い。

米国の高賃料地域では、主要都市における生産性向上と賃金上昇に支えられ、賃料成長が堅調に推移している。オーストラリア、日本、欧州大陸部の主要国では、低い空室率と都市化の進展に伴う需要の拡大によって、賃貸住宅の賃料成長見通しが支えられている。

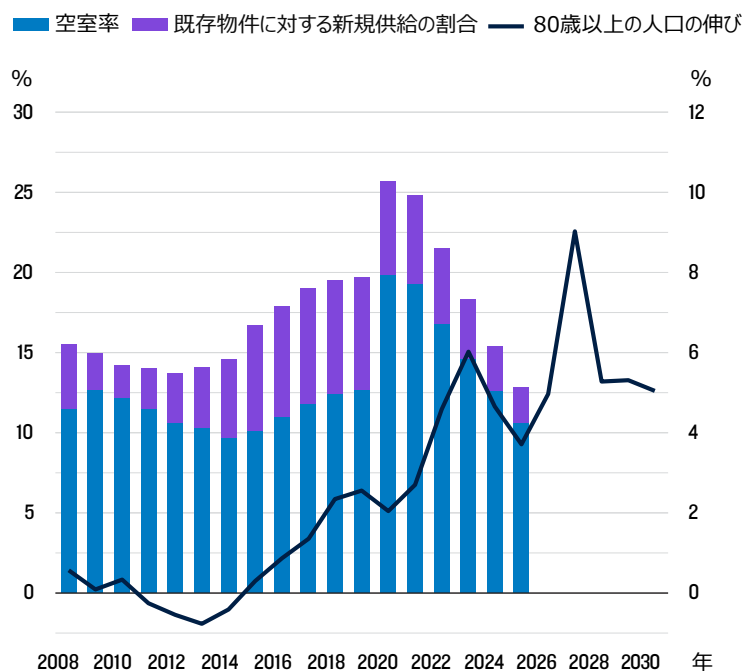
学生向け住宅や共同住宅（コリビング）といった高密度型の住宅形態は、開発採算性の改善に寄与するほか、特に欧州においては賃料規制の影響を受けにくく、相対的に高い賃料成長を見込みやすい。米国のマニファクチャード・ハウジングは、設備投資負担が低いことから、建設費や運営費の変動が大きい環境下でも、魅力的なリスク調整後リターンを提供し得る。

住宅セクターに加え、米国では、生活必需品型商業施設や外来医療施設を含む都市型インフラにも投資機会が存在している。また、都市周辺における最新施設の不足を背景に、都市型物流施設は世界の多くの地域で引き続き強い需要が見込まれる。都市近接型の低遅延データセンターについても、賃料成長は高水準を維持する見通しだ。クラウドおよびAI関連を中心に需要が急増する一方、電力供給や開発規制、ネットワーク制約が供給の制約要因となっている。

市場モメンタム

市場環境や景気循環がもたらす上昇余地を捉える不動産戦略では、不動産エクイティ、不動産デットのいずれにおいても、地域ごとに投資テーマが大きく異なる。ホテルは観光需要の回復を背景に、欧州およびアジア太平洋地域で有望な投資機会を提供している。特にオーストラリア、イタリア、日本、シンガポール、スペインなどは、景気循環の回復局面において、さらなるアップサイドを享受しやすい市場と見ている。また欧州では、アウトドア宿泊施設を含む小規模宿泊施設を近代化する機会も存在する。

図9：シニアハウジングの需要拡大に対して供給不足が続く見込み
米国のシニアハウジングの供給（左軸）と高齢者人口の伸び（右軸）



出所：NIC、オックスフォード・エコノミクス、PGIM、2026年6月現在。

事業用不動産の中では、近代的な物流施設が有望だ。アジア太平洋地域ではサプライチェーン再構築に伴う需要、メキシコでは北米への生産拠点の回帰、米国では大型物件の空室率低下に伴う賃料上昇余地がそれぞれ成長を牽引している。

オフィスを巡る投資機会は2つに大別される。一つ目は、主に欧州とアジア太平洋地域において、供給が限られた都心の高品質（グレードA）オフィスを巡る競争により、賃料成長が期待される投資機会である。もう一つは、主に欧州と米国において、グレードAオフィスとしての賃料成長が見込みにくい場合でも、好立地の既存オフィスを住宅やホテルなどへ用途転換することで生じる投資機会である。

主要なテーマと投資への影響	追い風が強まる中で高まるテールリスク	利回りを巡る新たなパラダイム	分散投資のアプローチ	AIの進化とファンダメンタルズ	今後10年間の資本市場の見通し
---------------	--------------------	----------------	------------	-----------------	-----------------

AIの進化とファンダメンタルズ

主要な成長ドライバーにおけるクオリティ銘柄の見極め

株式市場の上昇は2026年7-12月期も続く予想される。企業経営陣は成長重視の姿勢を強めており、収益の勢いは引き続きAI主導の需要を裏付けている。今後は、持続的な競争優位性を有し、利益率を向上させ、特にAIインフラや電力ソリューションといった構造的な成長分野に対してレバレッジを効かせたエクスポージャーを持つ企業が、市場パフォーマンスの主要な牽引役となり続ける可能性が高い。

株式市場のリターンは2026年1-6月期のほとんどの期間において堅調だった一方、市場のボラティリティは高く、セクター・ローテーションの動きが見られた。1-3月期の市場動向を左右したのは、中東紛争に起因する地政学的リスクの高まりと、ホルムズ海峡の事実上の封鎖である。結果的に世界の原油供給量は急激な制約を受け、総合CPI（消費者物価指数）は相対的に安定した推移を見せたとは言え、エネルギー価格は押し上げられた。こうした動きを受けて、市場ではFRBの政策見通しが修正され、2026年に予想される利下げ回数は従来より減少し、グロース株からコモディティへの感応度が高いセクターに資金を移動させるディフェンシブなローテーションを引き起こした。

1-3月期の終わり頃から、市場環境は再びグロース株を嗜好する方向に転じた。力強い決算シーズンを通じて、需要の持続性、利益率の拡大、そして将来の見通しが明確であることを示す企業が評価される展開となった。地政学的な不確実性が続く中でも、企業業績の力強さとその広がり市場リターンを押し上げた。実際に、業績は投資テーマのファンダメンタルズを裏付けるものとなっている。すなわち、AIインフラ、電力需要、先端半導体といった分野が需要の持続力を一段と強め、引き続き市場において主導的な役割を担っている。

図10：AIの進化に関するS字カーブの収益化フェーズに沿って潜在的な超過収益の源泉が存在



出所：ジェニソン。この図は例示のみを目的としたものです。

主要なテーマと投資への影響	追い風が強まる中で高まるテールリスク	利回りを巡る新たなパラダイム	分散投資のアプローチ	AIの進化とファンダメンタルズ	今後10年間の資本市場の見通し
---------------	--------------------	----------------	------------	-----------------	-----------------

先行きを見据えると、2026年7-12月期はいくつかの流動的なマクロ要因に左右される可能性が高い。これには、トランプ政権が当初課した相互関税に対する米国連邦最高裁判所の違憲判決を受けて導入された代替的な追加関税の今後の行方、今年11月の中間選挙、より広範な地政学的環境などが含まれる。

我々の投資アプローチは引き続き、独自の製品、差別化されたイノベーション、持続的な競争優位性、市場でのリーダーシップに支えられ、複数年にわたって構造的にビジネスの機会を捉えられる企業を見極めることに焦点を当てている。短期的なパフォーマンスは引き続きマクロ環境の影響を受けるかもしれないが、長期的に見れば、株式市場のリターンは主に利益成長と足元の事業ファンダメンタルズによって牽引されると我々は考える。この動きは、特にAI関連分野や構造的に優位性を有する領域において、とりわけ顕著に表れると見ている。

我々は、グローバル株式市場において最も重要な牽引役となるのは依然としてAIであると考えている。AIに注力する主要企業は2025年に巨額の資本を投じ、2026年の設備投資額も引き続き過去最高水準となっている。世界のデータセンター容量に対する需要は2030年まで大幅に増え続ける見通しで、2020年代末までは全体的なデータセンター需要の大半をAI専用データセンターが占める可能性がある。こうしたAIインフラ構築の見通しを背景に、電力と帯域幅および歩留まりの制約に対処するためにチップレット・ベース・アーキテクチャ（機能ごとの小型チップに分割し高速接続で統合するモジュール型設計）、システムレベル・インテグレーション（チップレットやメモリなどを統合して構築する高性能システム）の緊密化、設計全体の革新に向けた動きが加速している。

こうした変化を背景に、先進的ロジック半導体と高帯域メモリおよびネットワーク半導体に対する需要は依然として旺盛だ。重要なこととして、ハイパースケーラーはAIインフラ構築資金の大半をキャッシュフローによって賄っており、資金調達の制約は今のところ大きな問題とはなっていない。しかも、設備投資とAI製品需要はいずれも増加している。AI需要を牽引する根本的な要因は計算密度だ。AIモデルが処理するトークン（AIモデルがテキストを理解し生成するための最小単位）の数が増え続け、モデルの複雑さが増し続ける中、計算密度の向上はとどまるところを知らない。

AIへの投資機会は3つの異なる収益化フェーズにわたり進化している（図10）。フェーズ1における投資の対象はGPU（画像処理半導体）、ネットワーク機器、クラウド・インフラ、発電といったコア・インフラで、現在はコア・インフラへの投資額が最も大きい。フェーズ2における投資対象はアプリケーションとソフトウェアで、検索エンジンの拡張機能、AIエージェント、ソフトウェア開発ツール、顧客サービスの自動化、ワークフロー最適化などが含まれる。フェーズ3における投資対象はAIが直接実装されたネットワーク端末（エッジAI）で、これにはモバイル端末、パーソナル・アシスタント、自動運転システム、ロボティクスなどが含まれ、長期的に開拓すべき投資機会となっている。

新たなトレンドの中で最も重要なものの1つは、AIとのシングルショット・インタラクション（1回の指示や質問で完結する操作や対話）からより複雑なマルチステップのワークフローへの移行である。モデル能力が向上し、AIの活用方法がより複雑になる中、トークン強度（ユーザーとの1回のインタラクションで実行される演算処理の回数）は急激に高まっている。アンソロピックによる効率的なエージェントの構築に関する研究は、従来のチャットボット型インタラクションから、プロンプト・チューニング、ルーティング、並列処理、オーケストレーター（調整機能）とワーカー（実行機能）の構成、ツールの使用などからなるワークフローへ移行しつつあることを浮き彫りにしている。

半導体供給やクラウド・インフラに大きな注目が集まっている一方で、今や安定的な電力供給がAI構築における最大の制約要因となっている。米国では電力需要が急増し、構造的変化が進行中だ。主因は、AIワークロードを支える上で必要となるデータセンターの増加である。こうした需要ショックを受けて従来型の発電方式、特にガス火力発電が見直されており、急増する電力需要に応えるためにガスタービンを利用する動きが加速している。しかし、ガスタービンの供給は構造的なボトルネックによって制約されている。大型ガスタービン市場では寡占化がかなり進んでおり、世界の供給は3つの大手メーカーによって独占されている。メーカーの生産枠は既に数年先まで予約で埋まっており、受注残も2020年代後半にかけて大きく積み上がっている。一部製品については、納期を2030年まで先送りする方向での調整が進められている。こうした中、ガスタービンメーカー大手3社が生産体制をフル稼働させたとしても、急増するAIデータセンター向け需要に見合う追加的な電力供給を賄うことはできない。このように、ガスタービンの供給が構造的に不足しているため、分散型発電や燃料電池などの代替電力ソリューションに大きな機会が生まれている。

AIはソフトウェア主導のテーマとして捉えるのではなく、半導体、ネットワーク、データセンター建設、発電、分散型エネルギー、クラウドプラットフォーム、アプリケーション層のテクノロジーまでを包含する、広範な資本サイクルとして理解することが最も適切である。とりわけ、エージェント型AIアーキテクチャへの移行は、インフラの集約度が一段と高まるとともに、1回のインタラクション当りに必要となる計算負荷とエネルギー消費の増大を伴うとの見方を裏付けている。こうした中、AIの構築・運用を支える技術およびインフラにおいて、電力は最大の制約要因となっている。ガス火力発電、送配電インフラ、分散型ソリューションの分野で発電容量の拡張に貢献できる企業が、今後の成長局面において重要な役割を担うと考えられる。この結果、AIインフラは依然として長期的かつ持続的な成長局面にあり、エコシステム全体での投資拡大が続くとともに、需要の持続性も従来の想定を上回る可能性が高いと考えられる。

10年先を見据えたマルチアセット投資の展望

我々のマルチアセット・クオントの見通しでは、2026年後半もリスク資産にとって概ね良好な投資環境が継続するとしている。とは言え、投資環境は根強いインフレ圧力や地政学的なテールリスク、ならびに資産クラス間の力学の変化の影響を、ますます強く受けつつある。投資戦略における重要なポイントは、成長の鈍化ではなく、インフレ率が高止まりする環境への移行である。

財政拡張、依然として緩和的な金融環境、AI関連投資を中心とした構造的な投資サイクルが世界経済の成長を支えている。こうした環境は企業収益を下支えし、株式や景気への感応度が高い資産への投資に追い風となっている。我々の定量的なレジーム指標もリスクオン局面を示している。とは言え、成長の恩恵は均等ではなく、特に米国で格差が見られる。このため、投資戦略としては、一般的な個人消費の強さに依存する資産よりも、設備投資需要や生産性向上といった構造的な恩恵を受ける資産を選好する。もっとも、我々の景気後退センチメント指標および雇用動向警戒指標はいずれも安定水準を維持している。

見通しの変化として、インフレが再び主要なマクロ経済要因として浮上している。以前はデysinフレ基調の継続が想定されていたものの、中東情勢の緊迫化を背景にインフレの上振れ懸念が再燃している。その結果、金融政策に対する市場の見方は修正され、利下げサイクルの予想は後退し、政策金利が中立金利を上回る水準でより長期間維持されるとの見方が強まっている。我々の定量的なインフレ警戒指標および中央銀行の論調指標も、政策当局のインフレ警戒姿勢の高まりを示している（図11）。

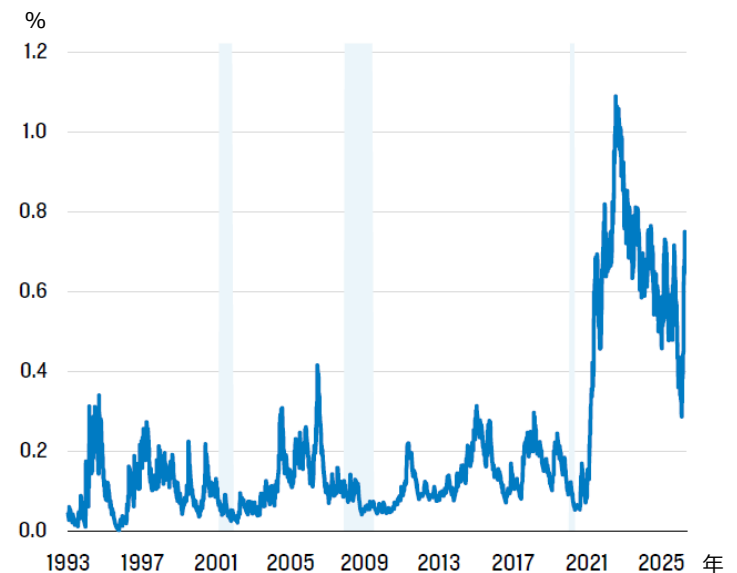
資産配分の観点では、難しい課題が増えており、より戦術的な対応が求められている。特に、インフレが高止まりし、中央銀行が慎重であり続ける場合、債券は過去の景気循環局面ほどは分散効果を発揮しないかもしれない。このため、短期デューレーションを中心とした戦術的資産配分の重要性が増している。また、FRBの指導体制をめぐる不透明感を含む政策の不確実性が、金利見通しにさらなる論点をもたらしている。

株式市場では、株価上昇をもたらすのはマルチプルの拡大ではなく、ますます利益成長によるものとなっている。特に米国では、生産性が力強く向上しており、コスト上昇圧力が続く中でも企業の利益率および利益成長を下支えしている。これらは株式への配分を維持する根拠となる一方、より戦術的な銘柄選択が求められることになっている。また、先進国市場を中心に株価バリュエーションは高水準にあるため、バリュエーションの拡大余地は限定的であり、マクロ経済的なショックに対する感応度が高まっている。

コモディティは引き続きポートフォリオの重要な構成要素である。インフレ率の高止まり、地政学リスクの不確実性、および底堅い需要という環境下において、コモディティは魅力的なキャリー収益を提供するとともに、インフレや供給面での混乱リスクに対する有効なヘッジ手段として機能している。

図11：インフレ警戒指数はインフレの上振れ懸念の高まりを反映

インフレ注目度指数



出所：ブルームバーグ、PGIM、2026年5月18日現在。網掛けは景気後退期。

また、コモディティの相対的なパフォーマンスの強さは、従来のヘッジ関係が弱まりつつある中で、分散投資手段としての重要性を改めて裏付けている。

エマージング市場については、2026年後半に向けて魅力的な投資機会を提供すると考える。エネルギー価格の上昇は短期的な逆風となる可能性があるものの、政策運営の改善、堅調な利益成長、中国による継続的な財政支援などを背景に投資環境は引き続き良好であると判断している。

最後に、資産間の相関の変化は、ポートフォリオ運営に重要な示唆を与えている。株式と債券の相関がプラス方向にシフトしていることは、伝統的な分散投資戦略に課題をもたらしており、コモディティのような代替的なヘッジ資産の必要性を高めている。同時に、米ドルと株式の相関関係が引き続きマイナスであることは、特に金利見通しの変化や地政学リスクの高まりによって米ドルの変動が大きくなる局面において、為替ヘッジの重要性を浮き彫りにしている。

PGIMの資本市場見通しは2026年央の時点で、資産クラス全体におけるリターン、ボラティリティ、ポートフォリオの構成について、今後10年間の展望を示しており、世界経済の底堅い成長、地政学的リスクの高まり、そしてインフレが高い水準で安定化することによって形成されるマクロ経済環境を反映している。

マクロ経済環境

2026年に入り、世界経済は底堅い成長を維持している。成長の牽引役は米国であり、AI関連投資や生産性向上を背景とした力強い設備投資が景気を下支えている。一方、地政学リスクの高まり、特にイラン紛争は原油価格の一時的な急騰を招き、インフレ圧力を高める要因となった。米国の消費者物価指数（CPI）は2026年3月時点で前年比3.3%まで上昇したものの、エネルギーや食品を除くコアインフレ率は約2.6%と比較的落ち着いた水準を維持している。長期的には、米国のインフレ率は2.5%近辺で安定化し、他の先進国ではこれをやや下回る水準で推移すると見込んでいる。

今後10年間のリターンの見通し

株式市場の調整を受けたバリュエーションの改善と、債券市場における初期利回りの上昇を背景に、期待リターンは1-3月期時点の見通しから若干上方修正した。各資産クラスの期待リターンは以下の通りとなっている。

株式

- 米国大型株：～6.5%
- 先進国株式（米国除く）：～7.2%
- 新興国株式：～7.9%

株式市場はバリュエーションの改善を受け期待リターンの向上が見込まれるが、経済成長の鈍化と依然として高い米国株式のバリュエーションを踏まえると、リターンの上昇余地は限定的であろう。

債券

- 米国総合債券：～4.9%
- 米国国債：年限に応じて4.3～5.2%
- ハイイールド債：～5.9%

初期利回りの上昇と信用見通しの改善を背景に、過去数年と比べて見通しがより明るくなっている。

実物資産

- REIT：6.6～6.8%
- 米国インフレ連動国債（TIPS）：～4.9%
- コモディティ：～3.5%

プライベート市場

- バイアウト型プライベート・エクイティ：～9.1%
- ベンチャー・キャピタル：～9.6%
- ダイレクト・レンディング：～7.8%
- プライベート不動産：7.7～9.1%

伝統的な株式60%/債券40%のポートフォリオは、債券利回りの改善と緩やかな株式の上昇を反映し、年率6.4～6.6%のリターンをもたらすと見込んでいる。

今後10年間にわたる投資の検討事項とポジショニング

- より魅力的なバリュエーションと良好な相対リターンの見通しを踏まえ、米国を除く先進国株式を米国株対比でオーバーウエイト
- 利回りの改善と分散効果を踏まえ、株式に対して債券をオーバーウエイト
- リターンの向上と分散効果のため、特にバイアウト・エクイティ、ダイレクト・レンディング、不動産などのプライベート資産への配分を拡大

モデルポートフォリオでは、米国大型株への配分を引き下げ一方、米国を除く先進国株式と新興国株式への配分を引き上げた。また、債券へのエクスポージャーを引き上げる一方で、コモディティへのエクスポージャーは若干引き下げた。

リスク要因と不確実性

我々は、マクロ経済環境の不確実性を織り込むため、シミュレーション分析を活用している。その結果、期待リターンには依然として大きな変動幅が存在することが示されている。下振れ要因としては、インフレの長期化、不安定な地政学リスク、世界の経済成長の減速などが挙げられる一方、上振れ要因として生産性向上の加速とインフレの低下が挙げられる。

定常状態での見通し

非常に長期的な視点で見れば、グローバル株式では8%、株式60%/債券40%のポートフォリオでは7%近くと、リターンはより高い均衡水準に向かって収束すると予想する。これは、現在の市場の歪みが解消された際の正常化されたバリュエーションを反映したものである。

結論

資本市場見通しは、過去数年と比べて資産クラス間で均衡の取れた投資環境を示している。債券市場では利回りが改善しており、株式市場には適度な上昇余地が残り、長期的なポートフォリオにおいてグローバル分散やプライベート市場は引き続き優位性を保っている。



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動向や見通し等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

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。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、英国法人のブルーデンシャルplcおよび英国法人のM&G plcの子会社であるブルーデンシャル・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

PGIMJ130017

5598522-20260621