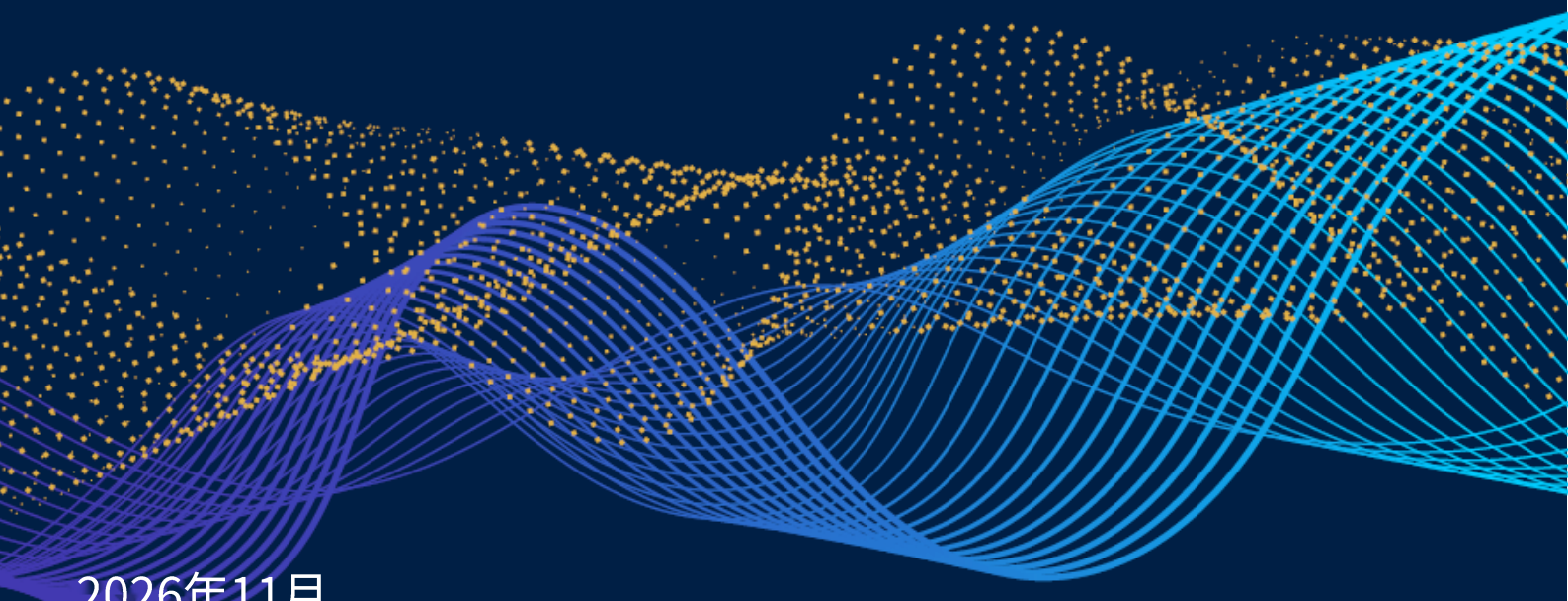
PGIM

2027年 グローバル市場見通し

ゴルディロックスなき成長

制約、ショック、集中リスクを乗り切る



2026年11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

グローバル・マクロ経済
ゴルディロックスなき成長 03

投資テーマ
方向感をつかみにくい市場環境下の投資テーマ 07

パブリック債券
これまでとは全く異なる展開へ：正常なサイクルへの回帰 10

パブリック株式
AIインフラ構築を支える需要とその持続性を読み解く 13

プライベート・クレジット
プライベート・クレジットの相対価値 15

プライベート不動産
不動産サイクルの初期段階は長期化する見込み 18

グローバル•マクロ経済

ゴルディロックスなき成長

- 投資家は、2027年に向けて理想的とは言えない環境に直面している。AI関連設備投資の拡大は成長を押し上げ、生産性を大きく変革する可能性を秘めている一方、その投資収益率は依然として極めて不透明である。
- グローバル化の再編、貿易摩擦、武力紛争により、供給ショックは深刻化しており、インフレの変動も大きくなっている。一方で、世界的な大規模財政支出には概ね歯止めがかかっていない。
- 従来型の「バランスの取れた」資産配分アプローチでは、資産価格の新たな変動要因を見落とすリスクがある。こうした環境を踏まえ、PGIMのマクロ経済シナリオでは、大きく異なる複数の結果が生じる可能性を考慮している。

※「ゴルディロックス」とは景気が過熱も失速もせず、インフレも抑制された『適温』の経済環境を指します。

地政学が高水準かつ不安定なインフレをもたらす

地政学的緊張、貿易摩擦、AI関連のインフラ構築の影響という3つのグローバルな要因が、高水準かつ不安定なインフレをもたらしており、これは現在のマクロ経済環境の特徴として定着しつつある。

地政学面では、中東情勢を巡る我々の基本シナリオは「長期化する泥沼状態」と表現するのが最も適切であり、米国とイランは政治的、経済的、軍事的に互いを消耗させようと積極的に動いている。このシナリオでは、原油価格は、ロシアのウクライナ侵攻後の2022年のピークに近い90～120米ドル/バレルのレンジで推移すると見ている。中東情勢を巡る基本シナリオに対する主要かつ高まりつつあるリスクは全面戦争の再開であり、2026年10月時点でその生起確率を30%と見ている。このシナリオでは、原油価格は2022年のピークを上回って120米ドル/バレルを大きく超える可能性が高く、成長、インフレ、市場に重大な影響をもたらすだろう。

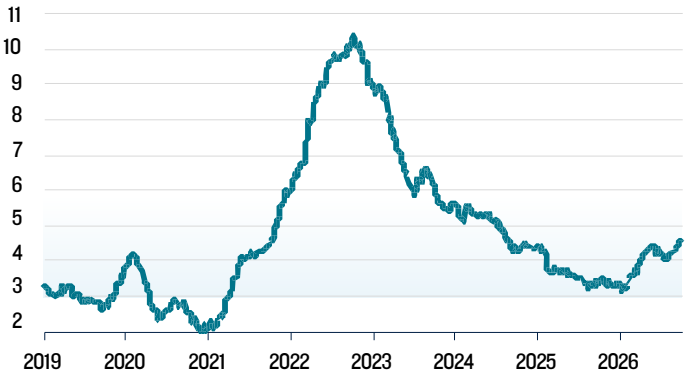
例えば欧州では、晩冬の寒波によってガス価格が再び上昇し、ユーロ圏の総合インフレ率が現在予想されるピークの4%を上回るリスクがある。

新興国への影響は国によって大きく異なるだろう。フィリピンやインドなど、エネルギーの純輸入国、通貨が脆弱な国、あるいは為替変動の物価への転嫁度合いが大きい国では、インフレ・ショックの波及がはるかに大きくなる。一方、マレーシアやコロンビアなどのコモディティ輸出国は、交易条件の改善によって影響が相殺され、恩恵を受ける可能性もある。世界的な食料関連コモディティ価格の上昇は、食料サプライチェーンのエネルギー集約度の高さを反映しており、異常気象によってサプライチェーンがさらに逼迫する可能性もある。

世界的な貿易摩擦も、コスト上昇圧力のもう一つの要因となっている。

図表1：グローバル・インフレの新時代

世界経済の加重平均インフレ率、前年比（%）



出所：PGIM、Macrobond、2026年10月時点。

2027年に米議会が膠着状態に陥る可能性を考慮すると、大統領令などの行政措置が、最初に頼る手段であると同時に最後の政策手段として浮上している。その結果、トランプ政権は大統領令の活用を拡大し、既に約10%と高水準にある平均関税率を15%近くまで引き上げる可能性があると我々は予想する。一方、EUは最近、化学セクターにおけるセーフガード（緊急輸入制限）措置を発表し、対中通商政策を転換した。これらの措置が成功したと判断されれば、機械や家具など他のセクターにも同様の措置が拡大される可能性がある。

最後に重要な点として、**AI関連の設備投資拡大**に伴うサプライチェーンへの圧力が米国と欧州で高まっており、企業にとってさらなるコスト上昇圧力となることを示唆している[1]。要するに、グローバル・インフレの新時代（**図表1**）において、中央銀行はこれらをインフレ期待に対する警戒信号と捉える可能性が高い。一般的な家計の消費支出において、食料とエネルギーが大きなウェイトを占めることを踏まえると、なおさらである。

1. 詳細については、「新たな時代のリアルアセット：供給制約の世界における新たな投資戦略」を参照。

AI関連の設備投資と新たなグローバル化

現時点で我々は引き続き、AI関連のインフラ構築を、主として生産性ではなく世界的な需要を巡る動向と捉えている。データセンター、発電、送配電網、半導体、関連インフラには、多額の資本、大量のエネルギーやコモディティが必要となる。実際、テクノロジー分野の覇権を巡って中国と競い合う中、**AI関連の設備投資**は米国の際立った成長の強さを説明する重要な要因となっている**（図表2）**。我々は、2026年のハイパースケーラーによる設備投資の増加が、同年の米国の実質GDP成長率を最大1%押し上げる可能性があり、翌年にはその押し上げ効果が小幅に鈍化すると推計している。

当面は、AI関連投資の拡大に伴う旺盛な需要によって、成長率は潜在成長率を上回り、インフレ率は米連邦準備制度理事会（FRB）の2%目標を上回る「経済の過熱」という我々の米国経済に対する基本シナリオは下支えされるだろう。実際、米国の内需は非常に力強く、消費と投資を合わせた伸びはGDP成長率を上回っている。つまり、米国の内需が国内生産を上回り、その差を輸入が埋めている状況である。世論の変化に伴いAI設備投資が鈍化する可能性は、2027年の米国の成長にとってリスクとなり得る。しかし、大国間競争においては、たとえ米国がAI投資のペースを落としたとしても、中国が同様の対応をとる可能性は低い。

AIの投入財に対する需要は、AIインフラ構築を軸とした**新たな形のグローバル化**を示唆している。米国のハイパースケーラーによる設備投資は、半導体、メモリー、サーバー、電気機器、専門サービスに対する輸入需要を押し上げており、その結果、供給国の輸出と国内成長を下支えしている。その例として、ドイツのデータ処理装置や電気製品、英国の専門サービスやITサービス、台湾のAI関連GPUチップ、韓国の半導体ハードウェアなどが挙げられる。

このように、AIを巡る需要効果とそれに伴うインフレへの影響が、世界経済見通し全体において支配的な要因であると我々は考えている。一方、待望されるAIによる生産性向上は依然として実現しておらず、好ましい上振れ方向のテールシナリオにとどまっているが、最終的には、成長率の上昇、インフレの低下、より管理可能な政府財政赤字という「ゴルディロックス」の組み合わせをもたらす可能性はある。

歯止めのかからない財政圧力

国債の発行は今や、限られた世界の貯蓄を巡って、AIインフラ構築の資金調達によってもたらされる大量の社債発行と競合しなければならない。財政圧力はコロナ禍以降続いている**（図表3）**。歳出削減に対する有権者の抵抗があり、防衛やインフラへの投資ニーズも高まる中、財政再建の兆しは相対的に限られている。エネルギー価格の上昇により、さらなるコスト圧迫に直面する家計や企業を支援するよう、政府への圧力が一段と強まっている。さらに、金利上昇そのものが政府の利払い費を増大させ、その他の支出に回す余地を狭めている。

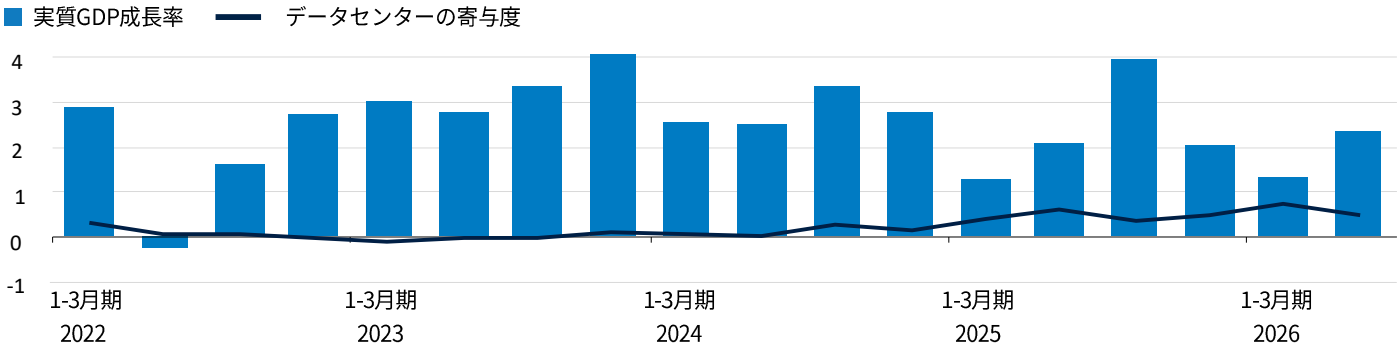
政府債務がどの水準に達すると「過大」と見なされるかについて、決まった数値はない。とはいえ、市場の監視という点では、フランスが欧州の最も脆弱な部分となっている。フランス国債の対ドイツ国債スプレッドは大幅に拡大し、現在ユーロ圏で最も高い水準にある。これは、欧州債務危機で最も大きな打撃を受けたイタリアとギリシャをも上回る水準である。

金融構造の観点から見ると、フランスでは長期固定金利の住宅ローンが主流であり、家計による国債保有も限られていることから、家計は国債スプレッド拡大の影響を相対的に受けにくい。フランスの金利感応度が相対的に低いことは、市場からの圧力に対する耐性が非常に高い可能性を示唆している。最終的に、我々の基本シナリオは、EUからの一定の対応を受けつつ「何とか持ち堪える（Muddle Through）」というものであり、これによってフランスは本格的な危機を回避できると考える。ただし、少なくとも今後6～12ヵ月間、新政権が発足して予算が成立するまで、状況は流動的かつ不透明な状態が続く可能性が高い。

米国の財政赤字は、足元でフランスをも上回っており、フランスの対GDP比5～6%に対し、米国は6～8%で推移している。

図表2： AI関連の設備投資が引き続き米国GDPを押し上げる

データセンターの実質GDP成長率への寄与度（2四半期移動平均、%ポイント）



出所：PGIM、Macrobond。2026年11月時点。

しかし、民間投資に支えられた米国の堅調な成長が、発行される米国債の市場での消化を下支えしてきた。とはいえ、米国経済の減速、米国の中間選挙後の追加財政支出、あるいは2027年に控える債務上限引き上げを巡る議会の瀬戸際の駆け引きが、米国債の価格調整を再び引き起こす可能性がある。

今後、市場は各国の財政状況を比較する際、より選別的になる可能性が高い。財政が安定化している事例もある。英国とイタリアの政府債務の対GDP比率は今後数年で安定化すると予想され、スペイン、ギリシャ、ポルトガル、日本では最近低下している。ポーランド、チリ、タイなど、政府の借入を国内で賄うことができる新興国は、海外投資家からの資金フローに依存する国に比べ、世界的なリスク選好が弱まる局面において影響を受けにくいと考えられる。

中国は引き続き、地方政府債務や過剰なオフバランスシート債務問題、家計部門のデレバレッジ（債務削減）に直面している。中央政府の債務は世界的に見て低水準にあるものの、財政支出による消費主導のバブルの資金を賄うために中央政府のバランスシートを積極的に拡大する意欲は限られている。それでも、利払い費を管理可能な水準に維持するのに十分な流動性は確保されるだろう。

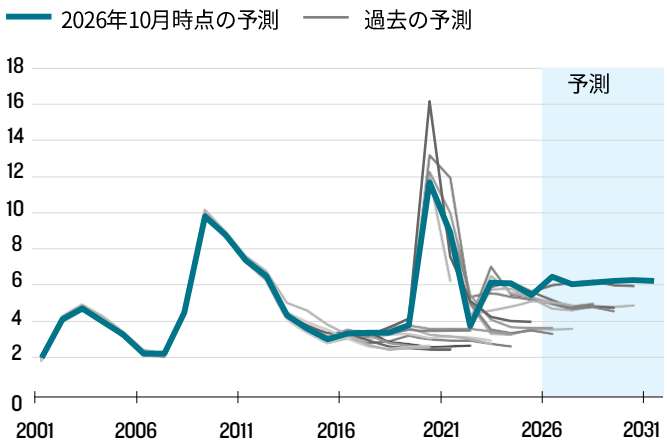
結論として、地政学的なインフレリスクを背景に、公的部門の低い貯蓄と旺盛な投資需要が相まって、中央銀行が政策金利を高水準に維持する要因となっている。

中央銀行は政策金利を高水準に維持

米国では、対応が後手に回っていると危惧されるFRBは、インフレ期待を抑制し、中期的にインフレ率を2%の目標水準に戻すために、さらなる利上げを余儀なくされる可能性が高い。これは、我々の基本シナリオである「経済の過熱」と整合的である。しかし、金利上昇は、景気後退の生起確率を歴史的低水準から過去平均の約25%近くまで引き上げることにもなる。

図表3：財政赤字の拡大は世界共通の傾向

G7の一般政府財政赤字予測（対GDP比、%）



出所：PGIM、Macrobond。2026年10月時点。

我々は、FRBが合計で100bpsの追加利上げを実施し、FF金利のターミナルレートは5%に達すると予想しており、リスクは利上げ回数の増加と引き締めペースの加速に傾いている。現時点では、FRBは2026年12月の次回利上げを皮切りに、四半期ごとに利上げを行うと予想している。

欧州中央銀行（ECB）は、早期に利上げを実施し、エネルギーショックに対する明確な反応関数を示したことから、金融政策の面では引き続きより有利な立場にある。我々は、ECBが最後の利上げを実施して政策金利を2.75%とし、金融環境は引き締め的な領域に入ると見ている。ECBにとってより難しい課題は、フランス問題と、ベルギーやイタリアなど他の欧州ソブリン債への波及リスクである。

金利上昇圧力が最も顕著に表れているのは、おそらく日本であろう。我々は引き続き、**日銀**（BoJ）が利上げを続け、そのペースはやや速まると見ている。次回の利上げは12月で、その後さらに2回の25bpsの利上げが行われ、政策金利はBoJが推計する中立金利のレンジ（1.0～2.5%）の中間値である1.75%に達すると予想する。政策金利が1.75%を超えた後も、日本経済が底堅さを維持し、BoJの利上げに対する制約が引き続き薄れていけば、政策金利が中立金利の上限に向かう可能性もある。

世界的な金利の流れとは逆に、我々は、**中国人民銀行**が、的を絞ったセクター別の流動性供給策や貸出金利による下支えを伴いつつ、主要な政策金利を据え置くことで緩和的なスタンスを維持すると予想する。新興国全体では、中央銀行によるさらなる金融引き締めは、特に先進国の利回り上昇、米ドル高、世界的な流動性の低下と重なった場合、各国経済の底堅さを試すことになるだろう。対外資金調達コストの上昇、通貨安圧力、国内の金融緩和余地の縮小、金融環境の引き締まりといった、新興国における従来からの波及経路が再び表面化する可能性が高い。しかし、脆弱性はもはや新興国特有のものでも新興国に限ったものでもない。潤沢な外貨準備、信認の高い中央銀行、経常収支面のバッファ、厚みのある国内市場を有する国は、対外依存度の高い国に比べて、はるかに有利な立場にあると考えられる。

インフレ圧力、旺盛な投資需要、公的部門の低い貯蓄という組み合わせから導かれる重要な示唆は、先進国と大半の新興国を含む主要中央銀行全体で、利上げサイクルが同調しつつあるということである（図表4）。中国を除けば、現在の利上げサイクルは2022年と比べて相対的に緩やかなものになると見ている。これは、これまでのエネルギーショックが相対的に小さいことと、投資主導の需要ブームを反映している。インフレ、ひいては政策金利のリスクは上振れ方向に傾いており、中央銀行が経済・金融システムの一部に深刻な歪みが生じるまで利上げを続けざるを得なくなる可能性がある。

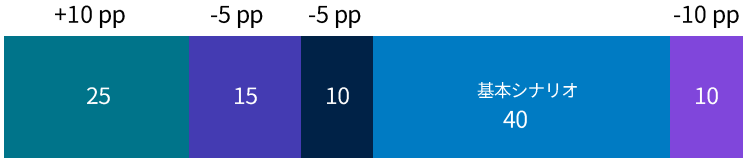
図表4：PGIMによる2027年のグローバル経済シナリオ

生起確率（全体に占める割合、%）。前回からの変化がある場合は、各セグメントの上に表示



米国

我々は基本シナリオとして力強い成長「経済の過熱」を想定する。主な下振れシナリオは「景気後退」（AIを巡る懸念、FRBの過度な金融引き締め、またはその両方による需要面での負のショック）である。インフレリスクは上振れに傾いており、主な上振れシナリオは「緩やかなスタグフレーション」とする。



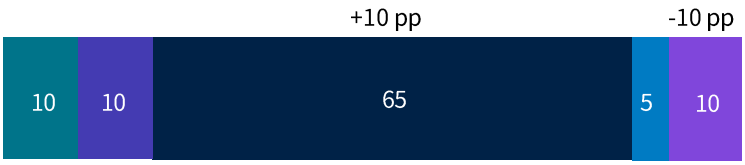
ユーロ圏

基本シナリオ「何とか持ち堪える」の生起確率は40%で、成長に対するリスクは上下に概ね均衡している。上振れリスクは、財政拡張、力強い米国経済、AIによる大幅な生産性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。



中国

基本シナリオ「何とか持ち堪える」の生起確率は65%で、成長リスクは上振れ方向である。エネルギーと民間部門の勢いの減速が主な下振れリスクである一方、政策緩和、生産性向上、米国の堅調な成長が上振れリスクとなる。



新興国

我々は基本シナリオとして「何とか持ち堪える（Muddle　Through）」（生起確率37%）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いる。

出所：PGIM、2026年10月現在。シナリオの生起確率はPGIMによる推計であり、実際の結果を予測するものではなく、変更される可能性があります。

投資テーマ

方向感をつかみにくい市場環境下の投資テーマ

- 地政学的な動向を巡る不透明感が続くなか、景気循環的要因と構造的なマクロ要因が異例の形で重なり合っており、2027年以降の市場を左右する投資テーマを見極めることが重要となっている。
- PGIMは、2027年に向けて注目すべき投資テーマを4つ挙げる。

テーマ1：「正常」な金利水準は長期的には債券の追い風に。長期デュレーションより銘柄選別を通じたキャリーの獲得を優先

債券市場のファンダメンタルズは、世界の景気サイクルとともに成熟してきた。米国では、力強い成長と高インフレを背景に、FRBが金融引き締めを進めている。我々は今後12ヵ月の間に、25bpsの利上げがさらに4回実施されると予想している。タームプレミアムの押し上げ要因も、利回りに上昇圧力をかけている。具体的には、政府債務残高の拡大と大規模な財政支出の継続への懸念、国債と投資家資金を奪い合う大規模な社債発行、そして高水準のエネルギー価格といった供給ショックが常態化する中での、インフレを巡る不確実性の高まりがこれらに含まれる。

明るい材料は、主要市場で利回りの調整が相当程度進んだことである。例えば、米国10年国債利回りは現在、米国経済に関する我々の「経済の過熱」という基本シナリオに概ね見合う水準にある。足元の市場変動や利回りの一段の上昇リスクはあるものの、金利が高水準にある環境では、利回りそのものがトータル・リターンの重要な源泉となる。利上げサイクルの現段階では、ポートフォリオのリスクを抑える安定材料として債券を活用する投資家は、リスクの高いイールドカーブの長期ゾーンに踏み込むより、短期・中期の債券を選好すべきである。

図表5：金利は金融危機前の水準まで上昇した一方、クレジット・スプレッドは依然としてタイト



出所：PGIM、Macrobond、2026年10月時点。

資産クラスを横断して見ると、もう一つ注目すべき点がある。足元の市場変動の高まりを経てさえも、デュレーションと信用力を調整後のクレジット・スプレッドは、過去最低の水準に近い（図表5）。そのため、投資家がスプレッド・リスクを取る際には選別的になる必要がある。ここでの明るい材料は、過大な信用リスクやデュレーション・リスクを負わずに、魅力的なキャリー収益を得られるクレジット分野が存在することである。先進国および新興国の残存期間の短いハイイールド債や、AAA格のCLOなど一部の証券化商品が該当する。プライベート・クレジットでも、インフラやアセット・ベースト・ファイナンス（ABF）の分野が魅力的なインカムの源泉となるほか、ダイレクト・レンディングのセカンダリー投資にも選別的な投資機会が存在する。

一方、デュレーション・リスクは過去数年間では主要な課題の一つとなっている。これは、インフレ抑制に向けた中央銀行の金融引き締めだけが理由ではない。財政リスクやインフレ懸念、長期社債の発行を背景とするタームプレミアムの調整も反映している。このため、債券の総合利回りは長期投資家にとって引き続き魅力的であるものの、今後12ヵ月間の戦術的な観点では、我々は長期デュレーションになお慎重な姿勢を維持している[2]。

テーマ2：金利上昇がリスク資産を失速させるとは限らない

金利が高い環境では企業の資金調達コストが上昇し、FRBが利上げを進める局面では株価収益率（PER）も拡大しにくいため、通常はリスク資産にとって逆風となる。ただし、成長環境が底堅さを保つ限り、リスク資産が失速するとは限らない。例えば、米国株式のリターンは、米国国債利回りの上昇に対して比較的低い感応度を示してきた（図表6）。

さらに、現在も続くAIサイクルの重要な特徴として、投資に対するコミットメントが金利動向に比較的左右されにくいことが挙げられる。要するに、投資家は、ポートフォリオの強靭性とインカムを源泉とするリターンの両立を支える力強い需要環境の下で、2027年を迎えることになる。

2. 債券の今後10年間の見通しについては、「今後10年の資本市場見通し」を参照。

金利の影響を相対的に受けにくい特性は、ハイイールド社債や新興国のソブリン債・社債にも当てはまる。2000年以降、米国国債利回りが上昇する環境では、これらのセクターの国債に対する超過リターンはプラスとなってきた。我々は、力強い成長が不動産収入の増加を引き続き支える中で、コア型およびハイイールド型の不動産クレジットも債券利回りの上昇から恩恵を受けると予想している。これは、ファンダメンタルズが健全なダイレクト・レンディングの不動産分野にも当てはまる。また、インフレ・リスクを軽減する手段として実物資産を選好する投資家にとっても、不動産は投資機会を提供する。

テーマ3：AIインフラ整備の次なる局面は需給のボトルネック

株式については、AI関連市場の一部でボラティリティが高まっていてもなお、AIサイクルは引き続きファンダメンタルズに裏付けられていると我々は考えている。企業利益は好調であり、利益予想は上方修正され、クラウド事業の成長は加速し、計算処理能力への需要は供給能力を上回り続けている。ただし、投資家が投下資本利益率（ROIC）をより重視するようになる中、銘柄選別が重要になっており、AIインフラ整備に不可欠な、供給能力が限られる分野を担う企業に注目すべきである。計算処理需要が依然として強いため、半導体へのエクスポージャーは引き続き中核となるが、投資機会はアジアのサプライチェーン、半導体メモリ、クラウドサービス、電力設備、電力網技術、選別的に資本財・産業企業へと広がっている。

AIというテーマは、不動産やクレジットなど他の資産クラスにも及ぶ。不動産では、AI関連のエクイティ投資とデット投資の双方への需要が堅調に拡大している。

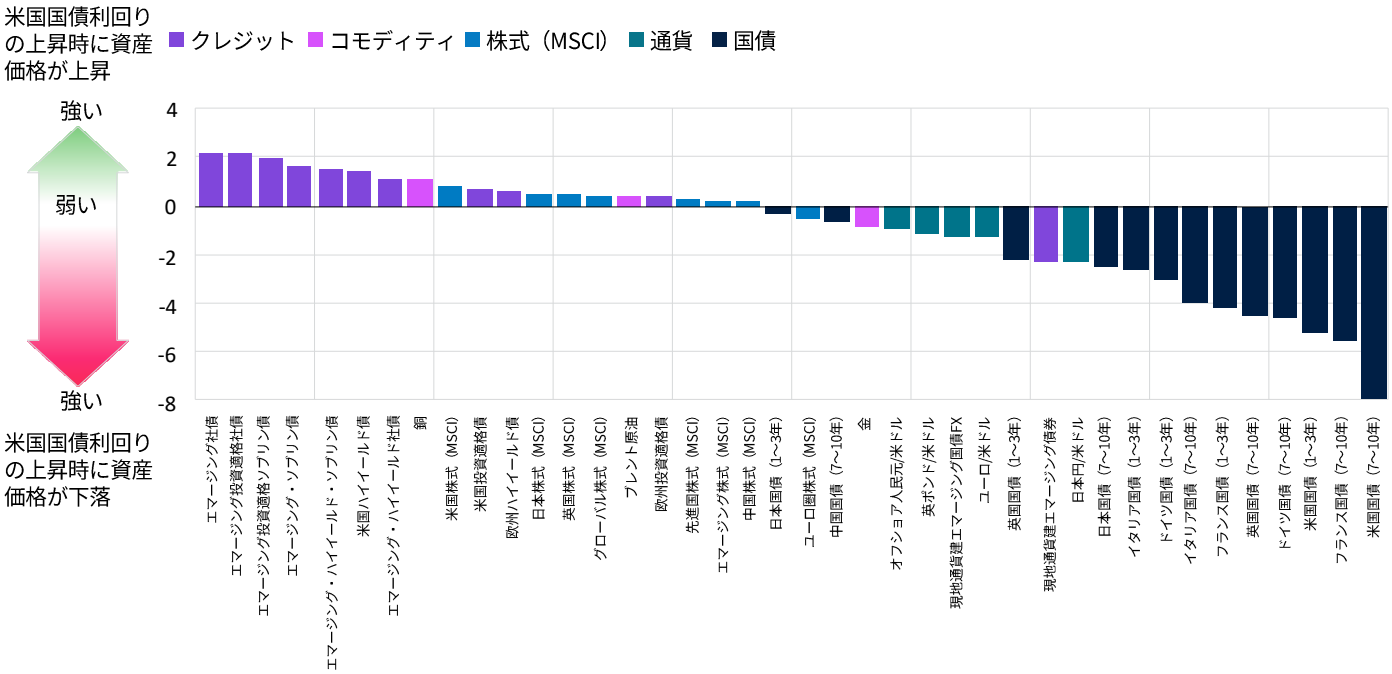
テーマ4：超過収益をもたらす供給制約

ほとんどの家計や企業に影響を及ぼしている供給制約は、中東紛争に伴うエネルギーショックに端を発している。AIインフラ整備に必要な資源（ベースメタル、レアアース、電力など）の不足や、気候ショックに伴う混乱など、その他の供給制約も続く可能性が高い。我々は特にエネルギーおよび電力分野に、プライベート・クレジットとパブリック・クレジットの双方で投資妙味を見出している。プライベート・クレジットでは従来あまり選好されてこなかった欧州でも、プライベート・プレースメントやABFを含め、インフラおよび電力分野に投資機会があると考えている。

株式では、長期にわたる供給能力の制約から恩恵を受け得る航空宇宙や電力関連の資本財などに投資妙味を見出している。社債では、米国の電力・エネルギー供給企業にも選別的な投資機会があると考えている。

図表6：複数のリスク資産クラスは、米国国債利回りの上昇に対し、歴史的に比較的低い感応度を示してきた

米国国債利回りの週次上昇幅に対する世界の資産の感応度（ベータ）、2000年から現在まで



出所：PGIM、マクロボンド、2026年10月現在。クレジットのベータは、国債に対する超過リターンに基づく。上記の指標は予測を示すものではありません。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。対応する資産クラスの指数は、留意事項を参照。

図表7：2027年の投資テーマと、それぞれに対応する資産クラスの検討事項

 **01** **「正常」な金利水準は長期的に債券の追い風に。長期デュレーションよりも、選別を通じたキャリー収益を優先**	• 利回りはトータル・リターンの主要な源泉になると見込まれる。ただし、我々は長期デュレーションのエクスポージャーには引き続き慎重 • 先進国および新興国の残存期間の短いハイイールド債 • AAA格のCLOなど、質の高い証券化商品 • 実物資産に関するダイレクト・レンディングや、選別されたセカンダリー案件は、魅力的なインカムをもたらす可能性がある
 **02** **金利上昇がリスク資産を失速させるとは限らない**	• 景気サイクル後期の局面では、米国株式のリターンは通常プラス • AI関連の設備投資は、ハイイールド社債や新興国のソブリン債・社債と同様に、金利動向に比較的左右されにくいとみられる • 不動産は、長期的なインフレ・リスクからポートフォリオを保護する手段を提供する。景気拡大が賃料収入の増加を支え続ける一方、コア型およびハイイールド型の不動産クレジットも金利上昇の恩恵を受けると見込まれる
 **03** **AIインフラ整備の次なる局面は需給のボトルネック**	• 計算処理需要が積み上がる中、半導体へのエクスポージャーは引き続き中核となる • 株式の投資機会は、アジアのサプライチェーン、半導体メモリ、クラウドサービス、電力設備、電力網技術、選別された資本財・産業企業にある • 不動産では、AI関連のエクイティ投資とデット投資の双方への需要が堅調に拡大
 **04** **超過収益をもたらす供給制約**	• エネルギーおよび電力分野は、プライベート・クレジットとパブリック・クレジットの双方で投資妙味を提供 • 欧州のインフラおよび電力分野に、プライベート・プレースメントやABFなどの投資機会 • 我々は、長期にわたる供給能力の制約から恩恵を受け得る航空宇宙や電力関連の資本財に、株式投資の妙味を見出している

出所：PGIM、2026年10月現在。プライベート投資は一般に流動性が低く、レバレッジを利用する場合があり、信用リスクや評価リスクを伴います。一般的に、パブリック市場への投資よりも手数料が高く、すべての投資家またはすべての法域において投資が可能または適切であるとは限りません。投資には、元本の損失を含むリスクが伴います。

パブリック債券

これまでとは全く異なる展開へ：正常なサイクルへの回帰

- 金利は歴史的に見て「正常」な水準に回帰したものの、まだピークには達していない可能性がある。
- クレジット環境は引き続き健全だが、パフォーマンスやバリュエーションのばらつきが拡大しており、選別的な投資の重要性が増している。
- 短期から中期の年限で利回り獲得を目指す一方、長期債への投資には慎重な見方。

今世紀は債券市場の歴史において異例の時代となっている。中央銀行は、通常では見られない超低金利政策を一度や二度ではなく、三度も実施した。ITバブル崩壊、世界金融危機、コロナ禍を経て、金利はようやく我々が「正常」と考える水準に回帰し、債券の長期的なリターン見通しにとって明るい材料となっている。では、足元の金利変動（金利が上昇して「正常」な水準に回帰し、短期的には落ち着きを見せている状況）を、2027年に向けて投資家はどのように捉えるべきだろうか？

第1段階：金利は2022年には正常な水準に回帰

まず、「正常」な水準への回帰について簡単に振り返る。2022年後半までに、世界のほとんどの地域で金利は歴史的に正常な水準に回帰し、例えば米国10年国債利回りは4%となった（図表8）。しかし、過去25年間の経験から、中央銀行が考える「正常」あるいは「中立的」な金利水準は、依然として相対的に低い水準にとどまっていた。振り返ってみれば、インフレ率がコロナ禍後のピークから2%目標に向けて低下するなか、中央銀行は2024年と2025年に積極的に利下げを進めすぎた可能性がある。

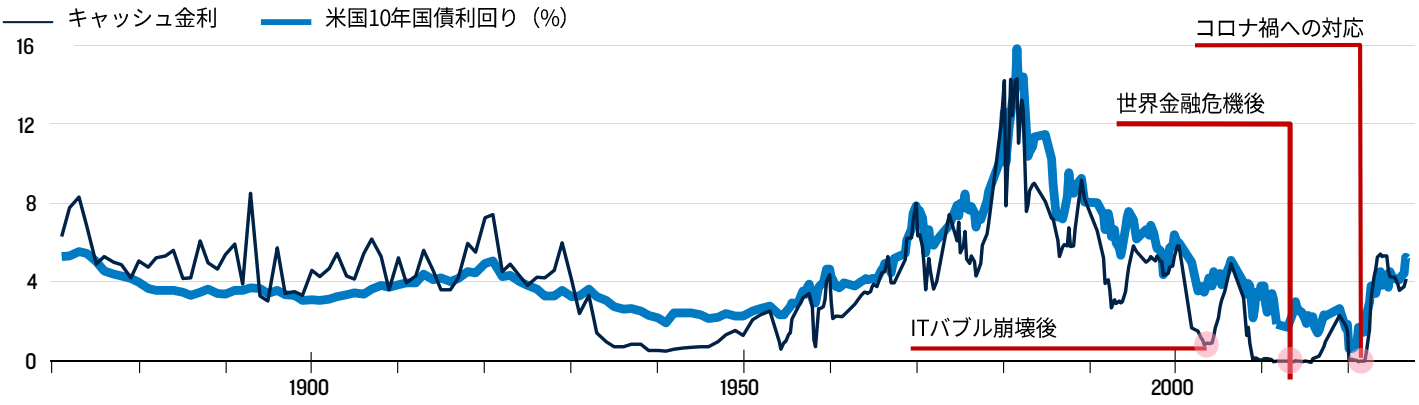
第2段階：インフレ対処の金融引き締め

しかし、2026年の一連のイベントを受けてインフレ率が上昇に転じると、各国中央銀行は、経済成長を支えるさまざまな要因が存在し、インフレ率が目標を上回る環境では、より高い金利が必要であると認識するようになった。市場もこうした見方に追随し、長期利回りはインフレ抑制に向けて利上げ局面にあった2023年のピークを上回る水準まで上昇した。2023年に利回りがピークに達した時期は、欧米のインフレ率が2桁近い水準から2%目標の付近まで急低下したタイミングと重なっている。

長期金利の次のピークを見極めるには時期尚早

最近の金利上昇により、金利はインフレを抑制し得る引き締め的な水準に達した可能性がある。しかし、今回のサイクルでは成長とインフレを押し上げる要因が数多く存在しているため、インフレ率を目標まで低下させるためには、先進国のイールドカーブがもう一段階上方にシフトする必要があると我々は考えている。ただし、中央銀行や市場がそうした判断を下すまでには時間を要する可能性がある。

図表8：米国金利は過去25年間の大半の期間にわたりゼロ近辺で推移した後、歴史的に正常な水準へと回帰



出所：PGIM、Bloomberg、2026年9月30日時点。

それまでは、10月下旬に見られたように、金利の期間構造は現行の水準近辺でもみ合う展開になるだろう。

金利見通しを左右する例外的な要因

多くの先進国債券市場では、目先は一服感が強まる可能性が高いものの、依然として地域や国による大きなばらつきが予想される。

欧米の大半の市場では、今後の利上げを十分に織り込んだ水準まで金利が上昇した可能性があるが、日本については判断が難しい。財政刺激策が成長やインフレに及ぼす影響、エネルギー市場の動向がインフレに与える影響、さらには円安を巡る懸念を踏まえると、日本銀行は利上げペースを加速させる可能性が高い。現時点において、市場はこれを十分に織り込んでいる可能性があるものの、金利が予想以上に上昇し、グローバル市場に波及する可能性も排除できない。

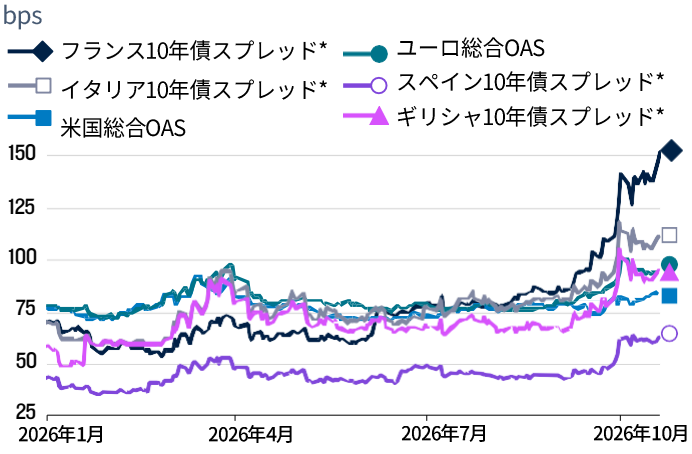
多くの国で、拡大する財政赤字とそれに伴う債務負担への懸念が高まっている。なかでもフランスは、財政問題や社会的緊張に加え、2027年の大統領選挙を控えた政治的不透明感を背景に、スプレッドは2012年の欧州債務危機以来の水準まで拡大している（図表9）。さらに、その影響は他の欧州ソブリン債のスプレッド拡大にとどまらず、欧州社債にも波及しており、欧州社債は全体的に米国社債をアンダーパフォームしている。

市場参加者、専門家、政治家などは、スプレッド拡大の流れを食い止めるための欧州中央銀行（ECB）による介入の兆候を注視するだろう。しかし、ECBが市場に介入するハードルは非常に高く、その期待は裏切られる可能性が高い。そのため、2027年もフランスではスプレッドのボラティリティが高い状況が継続し、他の欧州債券への波及が続く可能性がある。

金利を除けば、スプレッドは横ばいの見通し

ほとんどの市場セクターで、スプレッドは過去最もタイトだった水準から拡大しているものの、依然として歴史的なレンジの下限近辺にあることから、地政学的な不透明感や金利ボラティリティが続くなかでも、相対的に安定して推移していることが示されている。ファンダメンタルズの観点から見ると、安定した経済成長が引き続きクレジット市場の幅広い領域を支えており、こうした状況は理に適っている（2027年の各債券資産クラスに対する我々の見方については図表10を参照）。

図表9：フランスのスプレッドは大きく拡大



出所：PGIM、Bloomberg、2026年10月時点。*ドイツ10年国債に対するスプレッド。

旺盛な需要もスプレッドの追い風に

さらに、過去の金利上昇局面では世界の富裕層投資家によるパニック的な売りが見られたが、これまでのところ需要は底堅く推移している。金利ボラティリティの高まりに対する警戒感を利回り上昇の魅力が相殺しているように見える。

今後も、クレジット市場ではこうした傾向が続くとみている。つまり、クレジット市場では概ね良好なファンダメンタルズが持続するほか、高水準の供給を旺盛な需要が吸収し、スプレッドはタイトな水準を維持すると予想している。ただし、一部に例外も存在する。

ハイパースケーラーとCCC格債

ハイパースケーラーは、巨額の設備投資計画や大規模な債券発行、それに付随して長期的な投資リターンへの懸念を背景に、これまで断続的にアンダーパフォームしてきた。こうした傾向は今後も続くとみられ、ハイパースケーラーによる長期債の発行が市場の需給を圧迫するなか、今後も断続的にアンダーパフォームし、各社のスプレッド・カーブがスティープ化する可能性がある。

ハイイールド債市場では、CCC格債が他の格付とは異なる動きを示しており、クレジット市場全般にとって相対的に良好な環境が続くなかでも、BB格やB格を大幅にアンダーパフォームしている。その背景には、経営難に陥った一部の大口発行体が指数全体のスプレッドを押し広げているという個別発行体による要因と、通信・ケーブル業界の低迷というセクター要因の双方がある。

投資適格債とハイイールド債のいずれにおいても、こうしたパフォーマンスのばらつきは、アクティブ運用を通じてリスクを管理し付加価値を生み出す上で、慎重な銘柄選別が重要であることを浮き彫りにしている。

結論

金利がピークに達するまでは、長期デュレーションへのエクスポージャーがリターンへの寄与以上にボラティリティを高めるリスクが残る。とはいえ、中央銀行は緩やかなペースで利上げを進めるとみられる上、戦略的な観点から見れば、利回りは既に魅力的な水準にある。よって、今後数四半期から数年にわたり、相対的に利回りの高い債券や短中期債セクターは、引き続き良好なパフォーマンスを上げると予想している。

図表10：パブリック債券セクターの見通し一覧

この図表は、当社の今後12ヵ月の各資産クラスの見通しと、その背景を一覧にしたものである。当社の見通しは、「弱気」、「調整」、「ホールド」、「緩やかなスプレッド縮小」、「強気」の5段階で評価している。

資産クラス	見通し	背景
先進国金利	ホールド	FRBが段階的に追加利上げを進める場合、米国金利はもみ合った後、レンジ内で推移する展開が見込まれる。一方、米国以外の先進国市場では、成長とインフレのファンダメンタルズが良好であり、一部の国ではフォワード・カーブがよりスティープとなっている。よって、為替ヘッジ後ベースでは、米国以外の先進国国債とエマージング市場は選別的に見て、米国国債をアウトパフォームする可能性がある。
証券化クレジット	ホールド	全体としては慎重な姿勢を維持する一方、金利上昇による調整によって生じた一部の投資機会、特にAAA格の住宅ローン担保証券（RMBS）への関心を我々は高めている。商業用不動産ローン担保証券（CMBS）については、バリュエーションや元利金返済能力に対して金利上昇が大きなリスクとなるため、より警戒的な見方をしている。住宅、商業用不動産、自動車ローン関連の証券化商品は、AIがもたらす創造的破壊に対する耐性をもたらす可能性がある。
投資適格社債	ホールド	スプレッドが歴史的にタイトな水準にあることから、我々はディフェンシブな見方を維持し、スプレッド縮小よりもキャリーの投資機会を重視している。その上で、機動的に対応する姿勢も維持しつつ、特にデータセンターやAI関連の案件に加え、中核的なオーバーウェイト・ポジションである大手銀行、電力会社、パイプライン企業に注目している。欧州投資適格債の総合利回りも引き続き魅力的だと考えている。
グローバル・レバレッジド・ファイナンス	ホールド	グローバル・レバレッジド・ファイナンス市場は、堅固なファンダメンタルズと良好なネット供給環境が維持された、正常で質の高いクレジットと、スプレッドの拡大やばらつきといった市場の歪みが一段と顕著になっている、脆弱で質の低いクレジットに二分されている。我々の基本シナリオでは、市場の大半をパフォーマンスが良好なセグメントが占めていることから、クレジット・スプレッドは底堅く推移するとみている。足元でスプレッドが拡大したことを受け、我々はやや強気な見方をしている。現在のバリュエーション水準と、欧州でマクロ環境が一段と複雑化していることを踏まえ、欧州よりも米国を選好する。
新興国債券	ホールド	エマージング債券は中長期的に底堅さを維持する可能性が高いが、パフォーマンスにはばらつきが生じるだろう。エマージング市場のファンダメンタルズは堅調だが、世界経済の減速や外的ショックの影響は免れない。しかし、エマージング債券はそうしたリスクに対して良好な態勢にある。外貨準備は増加し、実質金利は高水準にあり、国内市場も拡大している。全体的に、エマージング債券の外的ショックに対する脆弱性は過去と比べて大幅に低下している。
米国地方債	ホールド	デュレーションに対するエクスポージャーは中立を維持している。米国地方債のイールドカーブは足元でフラット化したものの、その傾きは依然としてややスティープであることから、なお小幅にフラット化する余地があると考えている。地方債の信用力は底堅さを維持しており、地方自治体は歳入減少の可能性に備えて、歳出抑制に取り組んでいる。

出所：PGIM、2026年10月時点。この図表で示された見解は本資料作成時点のものであり、今後変更される可能性があります。また、投資を推奨するものではありません。実際のポートフォリオのポジションはこれらとは異なる場合があります。債券投資には金利リスクおよび信用リスクが伴い、一般に金利が上昇すると債券価格は下落します。ハイイールド債券、エマージング債券、CLOを含む証券化商品への投資には、デフォルト・リスクや流動性リスクなど、より高いリスクが伴います。すべての投資商品または投資戦略が、すべての投資家もしくは法域において投資可能、または適切であるとは限りません。

パブリック株式

AIインフラ構築を支える需要とその持続性を読み解く

- 市場では時折、AIサイクルの持続性が疑問視されるものの、需要の強さは引き続き明確に確認されている。
- 現在の投資機会は、供給面の制約を抱えながら進む幅広いAIインフラの構築を背景としている。
- AIによる収益化の機会は、初期段階の活用領域を超えて拡大しつつあり、投資家には選別的かつ柔軟な姿勢が求められる。

AIの投資サイクルは、生成AIアプリケーションそのものへ期待が先行する段階から、その利用を支える幅広いインフラを構築する段階へと移行しつつある。最近のボラティリティの高まりを受け、こうした移行を巡る不透明感も強まっている。2026年4-6月期に大きくアウトパフォームしたAI関連株は、7-9月期には反落に転じ、半導体、ネオクラウド、電力インフラ関連銘柄が下落の主要因となった。これまでの極めて高い成長率の持続性に投資家が疑問を持ち始めるなか、モメンタムの反転、ヘッジファンドによるポジションの解消、広範なリスク削減の動きにより、バリュエーションは低下した。

とはいえ、事業のファンダメンタルズは堅調さを維持している。企業業績は好調で、業績見通しも上方修正され、クラウド事業の成長は加速しており、コンピューティング能力に対する需要は引き続き供給を上回っている。市場パフォーマンスと企業業績の乖離は、需要の悪化を示すものではなく、サイクルの持続性と最終的なリターンを巡る議論を反映したものだと我々は考えている。4-6月期の決算発表では、こうした見方を裏付ける具体的な兆候が多く見られた。

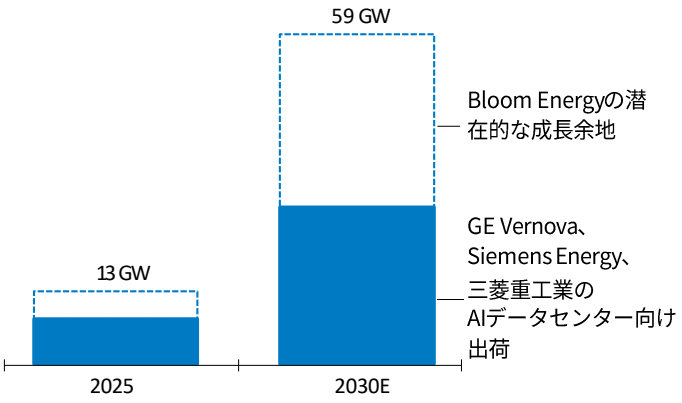
単一製品のサイクルではない、構造的なインフラ構築

我々は、データセンター関連の設備投資額は、2026年に8,000億米ドル、2027年には1兆米ドルを上回ると予想している。こうした規模の大きさから懐疑的な見方が生じるのは当然だが、需要の強さは引き続き明確に確認されている。コンピューティング能力は引き続き供給不足の状態にあり、主要なAIプラットフォームの利用は拡大しており、民間資本はクラウド・インフラへの資金提供を続けている。また、Google、Amazon、Microsoftのクラウド事業の売上高の伸びも加速している。さらに、エヌビディアの顧客基盤は、最大手のハイパースケーラーのみにとどまらず、ネオクラウド、各国政府によるAI構築の取り組み、一般企業など、その他の新たな需要源へと裾野が広がっている。

こうした需要への対応は、半導体、発電能力、送配電網インフラという、相互に関連する3つのボトルネックに左右される[3]。ハイパースケーラーは、最先端の半導体やデータセンターの処理能力増強に数千億米ドル規模の投資を振り向けているが、主要なGPU半導体やメモリ製品は依然として供給不足が続いている。同時に、これらのシステムを稼働させるために必要な電力も制約要因になりつつある（図表11）。新たなデータセンターの建設には信頼性の高い発電能力が不可欠であり、これにはガス・タービンやオンサイト型の発電設備が含まれる。一方、老朽化した送配電網は大規模な近代化が必要である。

図表11：データセンターの拡大で電力需要の増加が続く見通し

AIデータセンターの予想追加電力需要（GW）



出所：Jennisonおよび各社資料。2025年以降の数値は予想値。本セクションにおける個別企業への言及は例示のみを目的としたものであり、投資を推奨するものではありません。

タービンの納期の長期化、半導体受託製造会社（ファウンドリー）の生産能力の逼迫、メモリの争奪戦は、いずれも「供給が需要に追い付けていない」ことを示している。

初期段階の活用領域を超えて拡大しつつあるAIの収益化機会

AIがこれほどの支出に見合ったリターンを生み出せるかどうかについて、投資家の懸念は高まっている。初期のAI導入がコーディング、ソフトウェア開発、生産性向上ツールの分野に集中していたことから、AIの潜在的な市場規模について、一部の投資家はインフラ投資の見通しが示唆するほど大きくないと見ている。

[3] 詳細については、PGIMが発行した「新たな時代のリアルアセット：供給制約の世界における投資戦略」を参照。

図表12：幅広いAI製品・サービスに対する株式エクスポージャーのアプローチ例

株式スタイル	グローバル	グロース	中小型	バリュー
広範なAI関連製品・サービスにわたる潜在的な資産配分	• 半導体、半導体製造 • クラウド、ソフトウェア • 発電、送配電網インフラ	• 半導体、接続技術、データセンター機器 • クラウド基盤、データインフラ • 企業向けソフトウェア、AIアプリ	• 特殊チップ、半導体製造装置 • 電子部品、電力インフラ • 業務用ソフトウェア、データ管理	• 半導体、メモリ、半導体製造装置 • サーバー、ネットワーク、ビル設備 • クラウド基盤、企業向けソフトウェア
エクスポージャー例	~25%	~25%	~5%	~10%

出所：PGIM、Bloomberg、2026年9月30日時点。本セクションにおける個別企業への言及は例示のみを目的としたものであり、投資を推奨するものではありません。右列の比率は、幅広い市場に投資する上場株式戦略における潜在的なエクスポージャーを例示したものです。例示のみを目的としたものであり、記載されたカテゴリーおよび比率は、PGIMのいかなる戦略における実際または推奨される資産配分、保有銘柄、ポジションを示すものではなく、また投資を推奨するものでもありません。

しかし、そうした見方はAIの技術の適用範囲を過小評価している可能性がある。AIの活用は、より幅広い知的労働の領域へと広がり始めており、調査、顧客サービス、サイバーセキュリティ、設計、意思決定、業務プロセスの自動化など、幅広い領域の高度化に貢献する可能性がある。こうした移行は一直線に進むものではなく、すべてのAI活用が持続可能なビジネスにつながるわけではないものの、AIネイティブ・ソフトウェアの登場により、AIの収益化の機会は、インフラ投資の第一波を超えて広がっていくだろう。

こうした認識の違いは、パブリック市場とプライベート市場の動きの違いを説明するうえでも役立つ。プライベート市場の投資家は、投資機会がまだ初期段階にあるとの認識から、ネオクラウドやAIネイティブ企業への資金供給を続けている。一方、パブリック市場では、既にAIの恩恵を受けている企業について、成長がピークに近づいているかのような評価が下されることが多い。AIエコシステム内での資金調達のあり方も、議論を呼ぶ一因となっている。GPUベースの処理能力を構築する顧客に対する半導体メーカーによる支援は、単なる資金の循環とも受け取れる一方で、巨額な設備投資が必要な産業における供給不足を解消するための現実的な対応とも考えることができる。重要なのは、最終需要、稼働率、顧客の売上が引き続き伸びているかという点である。これまでのところ、これらの指標は堅調に推移している。

リスクと制約

リスクは存在する。データセンター開発に対する政治的な抵抗によって開発プロジェクトが遅れる可能性があり、雇用、エネルギー消費、資金調達、規制を巡る懸念も続くだろう。ただし、一部の制約によって需要そのものが失われるのではなく、需要の向かう先が変わる可能性がある。例えば、送配電網へのアクセスの制限により、オンサイト発電や燃料電池システムの魅力が高まるかもしれない。同様に、現時点でのAIは熟練労働者を幅広く代替するというよりも、その能力を補完する可能性が高いと見られる。これは、生産性の向上を下支えする一方で、労働市場への長期的な影響については依然として明らかではない。重要なのは、こうしたリスクを軽視することではなく、需要の本質的な変化と市場センチメントや投資家のポジションの変化とを見極めることである。

投資への影響

変化の速さを踏まえると、機動的なアプローチが求められる（図表12）。新たなAIネイティブ企業が株式市場に上場し、既存企業が「創造的破壊」に直面するなか、市場の牽引役は変化していくだろう。コンピューティング能力に対する需要は依然として供給面での制約を受けており、半導体への投資は引き続き中心的な位置を占める。しかし、投資機会はアジアのサプライチェーン、半導体メモリ、クラウド・サービス、電力設備、送配電網関連技術、一部の資本財企業にまで広がっている。

ソフトウェア企業への投資では、より慎重な選別が求められる。AIシステムが新たなセキュリティ需要を生み出すことから、サイバーセキュリティを取り巻く環境は引き続き良好である。一方、AIネイティブのプラットフォームは従来型のソフトウェア・モデルからシェアを奪う可能性がある。テクノロジー以外では、持続的な成長が期待できる分野はより限られているものの、航空宇宙や電力関連などの資本財企業は、長期化する供給能力の制約から恩恵を受ける可能性がある。

底堅い需要、限られたコンピューティング能力、そして用途の拡大が、引き続きAIサイクルを支えると我々は考えている。必要とされる資金調達の規模やその妥当性、政治的な影響、最終的なリターンを巡っては今後も議論が続き、市場では急激なセクター・ローテーションやボラティリティの高まりが生じるだろう。バリュエーションが低下する一方で、企業業績や事業見通しが改善するなか、重要なのは、長期的な投資テーマそのものに変化が生じているのかという点である。現時点の状況を見る限り、投資テーマには変化がないと考えられる。AIを巡る投資サイクルは、個別製品に着目する段階から、AIを支える基盤構築に投資する段階へと進化しつつある。そのなかで長期的に恩恵を受ける企業を見極めるには、各社のファンダメンタルズがこれまで以上に重要になると考えられる。

プライベート・クレジットの相対価値

- 報道などで懸念が取り沙汰されるものの、プライベート・クレジットは引き続き魅力的な非流動性プレミアムと複雑性プレミアムを提供しており、一部の市場ではその水準が過去平均を上回っている。
- 投資機会は、クレジット・サイクルではなく構造的トレンドによって拡大している。
- 前向きな見通しを維持するものの、ばらつきの拡大やテールリスクには注意が求められ、厳格な引き受け姿勢が求められる。

プライベート・クレジット市場は、良好な状況で2027年を迎える。市場規模は2010年以降で3倍以上に拡大し、推定値で3兆米ドルを超えている（図表13）。パブリック・クレジット市場の成長ペースを大きく上回っているが、両市場ともに健全な成長を続けている。機関投資家は、利回りの確保、ポートフォリオの分散、ダウンサイド・プロテクション、資産と負債のマッチングの改善といったニーズから、インカム重視のプライベート市場への配分を引き続き拡大している。

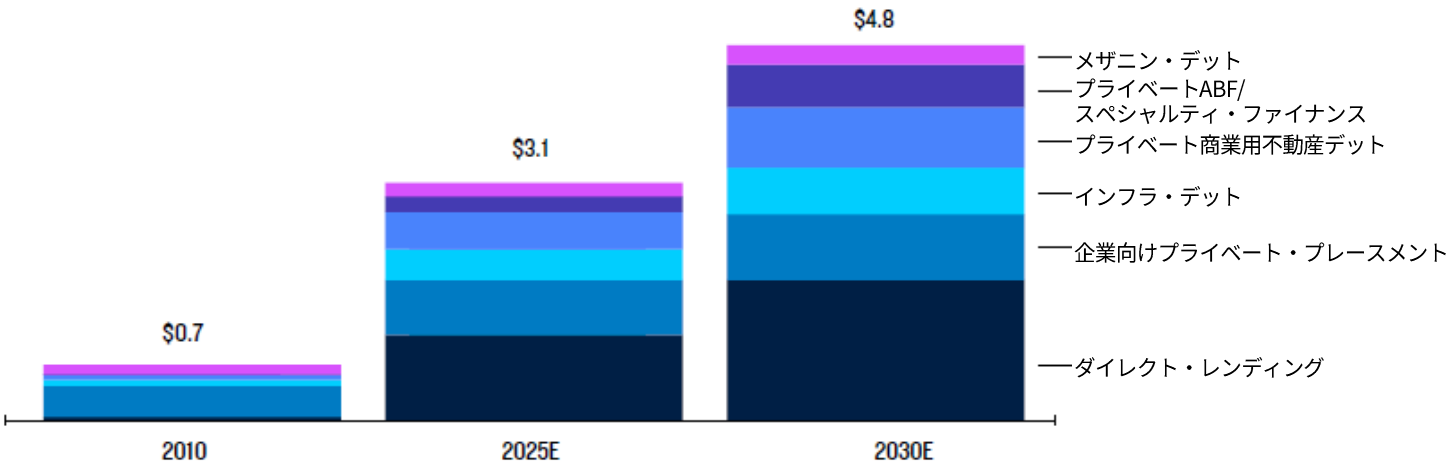
資金流入は、2021～2022年のピーク時からは鈍化したものの、ダイレクト・レンディング（DL）、アセットベースド・ファイナンス（ABF）、インフラ・デット、私募債、一部のメザニン戦略に対する投資家の需要は依然として力強い。パブリックとプライベートの両市場を横断して価値を評価し、資産配分を行う投資家が増えている点は重要である（図表14の「プライベート・クレジットを相対価値の観点から考察する」を参照）。

供給面では、銀行による継続的なバランスシートの最適化、規制面からの自己資本への圧力、資金調達の複雑化を背景に、銀行以外からの資金を求める借り手の裾野が広がっている。ストラクチャーの柔軟性、執行の確実性、案件を保有し続ける能力、専門的な引き受け能力が求められる取引において、プライベート・クレジットが銀行を補完する場面が増えている。

- ABFでは、消費者、運輸、AI関連、住宅といった分野における投資機会が、2027年の案件供給を支えると見ている。住宅セクターでは、マニュファクチャード・ハウジングのように、手頃な価格での住宅取得を可能にする仕組みに注目している。
- DLも、従来型のスポンサード案件とノン・スポンサード案件の両分野で成長するだろう。後者については、欧州市場への関心が高まっている点に注目している。特にドイツにおいて、財務基盤の強固な中堅の同族企業が数多く存在し、そこに大きな投資機会があるとの認識が広がりつつあり、我々も同市場の拡大を見込んでいる。

図表13：世界のプライベート・クレジット市場は2010年以降3倍以上に拡大し、3兆米ドル超に

プライベート•クレジットの市場規模（兆米ドル）



出所：PGIM、Preqin、Macquarie、MetLife/HIMCO、ACC/AIMA、Deloitte、2026年4月時点。2025Eおよび2030Eの数値は予想値であり、実現しない可能性があります。

- インフラ・デットの分野では、先送りされてきた投資とエネルギー価格の上昇が、電力や運輸といった従来型のプロジェクト全般の成長を後押ししている。ニューエコノミー分野では、AIやデジタル関連のインフラ構築は、今後見込まれる金利上昇の影響をほとんど受けず、大規模な新規資金を吸収すると考えられる。
- 最後に、プライベート・クレジットのセカンダリー取引市場は、特にDLの分野で拡大を続けるだろう。その主な原動力は、成熟したポートフォリオを管理し、投資家のために流動性を生み出そうとするジェネラル・パートナー（GP）であり、次いでリスク・エクスポージャーを微調整しようとするリミテッド・パートナー（LP）である。

パブリック債券のベンチマークの信用スプレッドは、特に投資適格の分野において歴史的にタイトな水準にあるが、プライベート・クレジットにおける多くの市場では、非流動性プレミアムが過去平均を上回る状況が続いている。当初のストラクチャーや条件面での優位性が維持される限り、こうした状況はプライベート資産にとってプラス材料となる。

こうした環境では、優良な借り手の獲得競争が激化し、特に大型案件のDLと投資適格私募債では、プレミアムが最近のピーク水準から縮小する可能性がある。ABF、インフラ・デット、一部のミドルマーケット案件は、複雑性や資産レベルのリスクを審査できる投資家にとって、今後も大きな非流動性プレミアムを提供するだろう。

金利上昇は信用力を圧迫し得るが、その影響は2022～2024年のサイクルほど大きくないと見られる。約5年前にはゼロ近辺にあった政策金利が大幅に引き上げられ、バリュエーション・マルチプルとインタレスト・カバレッジが低下するとともに、取引市場が停滞した。現在、高水準で変動の大きい長期金利によってクレジット・サイクルへの影響を巡る懸念が強まっているが、金利変動の影響は、借り手に徐々に波及するにとどまる。信用力が低い借り手には打撃となり得るが、それだけで広範な信用イベントを引き起こすことはないだろう。運用会社、セクター、ビンテージ間でばらつきが拡大し始めたとしても、特に驚くことではない。

条件付きで前向きな見方

投資家は、データセンターの建設資金としてハイパースケーラーが求める、際限がないようにも見える資本需要がもたらすテールリスクには、引き続き注意を払う必要がある。このリスクの直接的な影響からポートフォリオを守ることはできても、経済活動全体への寄与が大きいことを踏まえると、間接的な影響を免れることは難しい。

地政学的な動向は依然としてマクロ面で最大の不確実要因である。戦略的競争、貿易関係の変化、エネルギー安全保障、財政面の圧力、地域紛争によって、断続的にボラティリティが生じる可能性がある。しかし同時に、こうした要因はサプライチェーンの強靭化、生産拠点の国内回帰、エネルギー転換に資金を供給するプライベート資本への需要を高めている。

最後に、過去数十年間で、信用リスク（特にプライベート・クレジット）を細分化し、より効率的に配分するための多様なストラクチャーが生まれてきた。具体的には、格付付きフィーダー、ローン担保証券（CLO）、重要なリスク移転（SRT）、クレジット・リスク・トランスファー（CRT）取引などである。これらのビークルは有用な手段であると考えているが、仕組みが複雑な場合があり、それぞれ固有のリスクも伴う。とはいえ、これらの市場の劣後トランシェは、いわば「炭鉱のカナリア」の役割を果たし得る。現時点でそのシグナルは穏やかだが、ストレスが生じる際には、まずそこで顕在化する可能性がある。

全体としては、2027年のプライベート・クレジットに対して前向きな見方をしている。プライベート・クレジット市場全般にわたって、ファンダメンタルズとバリュエーションはともに、我々が正常と考える範囲にある。前述のリスクを踏まえ、過度に楽観視することはできないが、適切な規律に基づく引き受けと案件のプライシングは、サイクルを通じてプライベート・クレジットのリターンを下支えすると考えている。

図表14：プライベート・クレジットを相対価値の観点から考察する

以下は、PGIMのシニア投資担当者がクレジット市場全体の相対価値を評価する「パブリック・プライベート投資カウンシル」の見解であり、2026年9月時点の評価の一部を示したものである（同カウンシルと相対価値評価のアプローチの詳細については、脚注を参照[4]）。

資産クラス	見方	背景	主な資産特性
ABF	前向き	個人向けローン、設備向けローン、ファンド・ファイナンス、その他の特殊資産にわたり魅力的な投資機会が存在する。	分散、元本償還、ストラクチャー上の保護、案件の発掘能力
デジタル・インフラ/コンピューティング向けファイナンス	選別的	大規模な資金流入と今後の案件供給が見込まれる。流動性の高い債券や規則144Aに基づく債券などが代替的な投資先となることで、一部のプライベート市場ではスプレッドが縮小している。	集中度、契約に基づくキャッシュフロー、担保リスク、パブリックとプライベート市場間での相対価値
住宅ローン	前向き/選別的	ホールローンのスプレッドは縮小が続いており、同等の証券化された住宅ローン関連クレジットに対するプレミアムが縮小している。	元本償還、デュレーション、担保、案件の発掘能力、流動性、パブリックとプライベート市場間での相対価値
投資適格の商業用不動産クレジット	前向き	セクターの調整を経て投資を行う上での魅力的なエントリーポイントがもたらされており、投資家の需要も戻り始めている。最近の取引では、同等のパブリック市場のA格債に対して大幅なプレミアムが乗っている。	デュレーション、実物資産による裏付け、セクター・エクスポージャー、ダウンサイド・プロテクション
トランジショナル/投資適格未満の商業用不動産クレジット	前向き	魅力的なスプレッドに加え、案件の執行を通じた価値創造の可能性はある。ただし、リスク特性やストラクチャーは個別資産によって大きく異なる。	資本集約度、資産価値、執行に伴うリスク
インフラ・デット	前向き/選別的	契約に基づくキャッシュフローに魅力があり、長期賃貸契約に裏付けられた短期または即時実行可能なデットを選好している。供給の拡大により、魅力的な環境が維持されている。	キャッシュフローの確実性、融資期間、担保、分散、資金投入余力
シニア・ダイレクト・レンディング	前向き/選別的	ミドルマーケットは、引き続き昨年よりも魅力的なエントリーポイントがもたらされている。大型案件の機会は、個別案件ごとのばらつきが大きくなっている。	非流動性プレミアム、ストラクチャー上の保護、変動金利へのエクスポージャー、運用会社の選択、資金投入余力
ジュニア・ダイレクト・レンディング	投資機会次第	M&Aの減速とシニア資本の積極的な供給が投資実行の制約となっている。一方、エグジット環境の改善は、状況が好転する初期的なシグナルとなる可能性がある。	資本集約度、ダウンサイド・プロテクション、案件の発掘能力、投資のペース
プライベート・プレースメント	前向き	差別化された案件への需要は引き続き堅調であり、同等のパブリック・クレジットに対して相応のプレミアムで取引されている。	負債との整合性、デュレーション、コベナンツ、資本効率
パブリック証券化クレジット	前向き/銘柄次第	AAA格のRMBSは、ホールローンに比べて魅力がある。また、CLOのシニア債も引き続き魅力的であり、特に保険会社における資本規制上の取り扱いが変化する中で投資妙味が増している。	流動性、連邦住宅貸付銀行（FHLB）の適格性、元本償却、担保/コンベクシティ、資本規制上の取り扱い

出所：PGIM、2026年9月時点。見解は本資料時点のものであり、今後変更される可能性があります。また、投資を推奨するものではありません。相対価値、プレミアムおよび投資機会に関する記述はPGIMの見解を反映したものであり、投資成果を保証するものではありません。プライベート資産への投資は一般に流動性が低く、レバレッジを利用する場合があるほか、信用リスクおよび評価リスクを伴い、通常、パブリック市場への投資よりも高い手数料が必要となります。ここで示した投資アプローチが、すべての投資家または法域において利用可能、もしくは適切であるとは限りません。投資には元本毀損を含むリスクが伴います。

4. PGIMが2026年4月に発行した「融合のその先へ：パブリック資産とプライベート資産からなるポートフォリオの相対価値を評価するフレームワーク」を参照。

プライベート不動産

不動産サイクルの初期段階は長期化する見込み

- 金利上昇を背景に、不動産市場では新たなサイクルの初期段階が長期化しており、影響は地域によって異なる。
- 良好なファンダメンタルズが引き続きインカム収入の成長を支えており、逆風の中にも投資機会が存在することを示している。
- 今後数ヵ月は、インカム収入、成長、価値創造に焦点を当てたアプローチにとって魅力的なエントリーポイントとなる。

足元の世界的な利回り上昇と、それが不動産価格に及ぼす影響により、2026年初めから続く、回復と成長を特徴とする不動産セクターのサイクル初期段階が長期化している。データセンターを除き、多くのセクターや地域で資金流入の鈍化や取引量の減少がみられる。

ただし、グローバルなクレジット市場と金利市場の足元の動向を背景に、地域によってばらつきが見られる。米国では、景気循環的に高水準にある長期金利が不動産価値の下押し要因となっているが、堅調な経済成長と供給の減少が賃料上昇を促しており、その影響を相殺している。アジア太平洋地域では、オーストラリアと日本の中央銀行が政策金利を引き上げているが、日本では不動産のキャップレート（還元利回り）が非常に低いため、今後数ヵ月はより厳しい調整局面を迎える可能性がある。欧州に関しては、政府債務と財政赤字が相対的に抑制されているドイツ、オランダ、北欧では、目先の不動産価格への下押し圧力は限定的だと考えられる。これに対し、ソブリン債のスプレッドが拡大しているイタリア、フランス、英国では、より大きな下押し圧力がかかるとみられる。

長期的な視点が重要な資産クラス

不動産は長期投資に適した資産クラスであり、投資家は、日々の金融市場の激しい変動に振り回されないことが重要である。市場サイクルの影響や、長期実質金利の低下・上昇局面といった一時的な構造変化の影響を除けば、不動産の長期リターンは、賃貸借から得られるキャッシュフローを中心としたインカム収入と、その賃料収入の長期的な成長という2つの要素に集約される（図表15）。

重要なのは、不動産のファンダメンタルズが引き続き物件のインカム成長を支えていることであり、次の要因が重なることで、その伸びは今後も高水準を維持すると見られる。

- 低水準の空室率
- 歴史的に低水準にある新規供給予定の案件量（借入コストの上昇が不動産開発業者の利益率を圧迫するなか、新規供給はさらに減少している）
- トレンドを上回るインフレの影響が、物価連動や市場賃料の上昇を通じて賃料水準にも反映される環境

ポートフォリオの観点から見ると、不動産のキャッシュフローは、分散効果をもたらすとともに、インフレの変動に対するポートフォリオの耐性を高める上で明確な役割を果たしている。

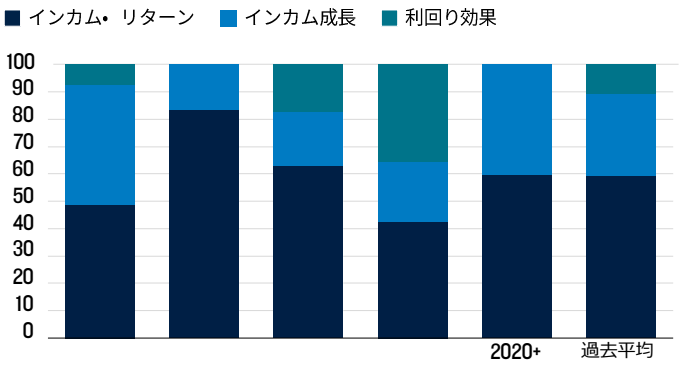
経済および不動産市場のファンダメンタルズは引き続き健全であり、足元の市場調整は、投資余力のある投資家にとって魅力的な投資機会をもたらしていると考えられる。市場金利の上昇を受けた不動産価格の調整は、短期的な資本コストの上昇を反映したものではあるものの、一部では価格が長期的な適正価値を下回る水準まで調整する可能性がある。　また、市場への資金流入が一服し、一部では資金流出もみられるなか、当面は市場の流動性が低い状況が続くとみられる。こうした環境では、投資余力のある投資家の交渉力が相対的に高まり、エクイティ投資、新規融資、リファイナンスのいずれにおいても、より魅力的な条件で投資できる機会が生まれやすいと考えている。

長期的な視点が重要な資産クラス

不動産市場には明確な逆風が見られるものの、デット戦略とエクイティ戦略に投資機会をもたらす可能性がある。その際、足元の市場環境を踏まえて適切な投資アプローチを選択することが重要となる。ここでは、現在の市場で価値を引き出すため、インカム収入、成長、バリューに焦点を当てた投資アプローチを取り上げる。

図表15：インカム収入とキャッシュフローが不動産リターンの牽引役

年代別のグローバル不動産のリターンの内訳



注記：利回り効果の平均がマイナスだった期間は、トータル・リターンへの寄与をゼロとして表示しています。出所：CoStar、クシュマン&ウェイクフィールド、JLL、PMA、PGIM、2026年11月時点。提供各社のデータに基づくPGIMの推計。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。不動産投資には、不動産価格や賃料収入の変動、金利変動、低い流動性などのリスクが伴います。

今こそ投資機会を捉える：インカム収入を重視した投資戦略

世界の不動産デット市場では、コアからハイイールドまで、高いクーポン収入に加え、低水準の空室率と限定的な供給を背景とする底堅いキャッシュフローに支えられ、高水準のトータル・リターンを実現している。他のパブリックおよびプライベート・クレジットの領域と同様、パフォーマンスの最も良好な資産向けのシニア・ローンのスプレッドはタイトな水準にあるが、付加的に取れるリスクを加味することでより魅力的な案件を見出すことが可能である。このような投資機会には、次のようなデット戦略が含まれる：金利上昇と短期的な不動産価格の下押し圧力に直面している借り手に対するリファイナンスの提供、リーシングや開発リスクを伴う融資といったハイイールド戦略、物件の評価益の分配を受ける利益分配条項や物件へのエクイティ出資といったアップサイドとデット投資との組み合わせ。

短期的には不動産価格の下振れリスクに注意が必要だが、これまでの大幅な調整を経て、不動産価格は既に低い水準にある。また、そのような価格調整のリスクに対して、デット投資家の資金はオーナーのエクイティ出資より優位な位置にあり、資本構成上より安全な位置づけにあるといえる。オーストラリア、ドイツ、日本、英国、米国は、いずれも大規模かつ多様な不動産デット市場を有しており、プライベートな貸し手にとって大きな投資機会が存在している。

エクイティ投資に関しては、オーストラリア、ドイツ、米国などにおける食料品店やスーパーマーケットを核テナントとする商業施設など、生活必需品需要に支えられたディフェンシブな商業施設への投資が魅力的と見られる。この投資機会は、大幅な調整（世界の多くの市場では2022年以前から大幅な調整が始まっていた）後の低水準の不動産取得価格、高いインカム利回り、テナント需要の安定化を背景としている。供給は限定的で、多くの市場ではむしろ減少していることが賃料水準を下支えしている。また、小売業者はオンライン販売チャネルに適応し、今や実店舗を再び価値創出の手段として活用し始めている。

成長の機会を捉える：データセンター開発

ハイパースケーラーの債券発行のペースと規模に対する信用面の懸念はあるものの、不動産投資家は、資本と開発用地を提供し、現在も進行中のデータセンター拡充を支える上で大きな役割を果たすことができる。データ利用やデータ保存に対する根本的な需要は引き続き急速に拡大を続ける一方、当セクターは土地や電力供給の制約、開発に対する地域住民の反対運動に直面している。データセンター容量の不足が続くことから、賃料の上昇は今後も持続する見込みである。経済の中で最も急成長している分野との関連性が深いため、データセンターはあらゆる不動産セクターの中で最も力強いリターンが期待できると我々は考えている。最大かつ最も急速に拡大しているデータセンター市場である米国に加え、オーストラリア、日本、ドイツ、オランダ、英国の主要な通信接続拠点とその周辺地域に投資機会がある。

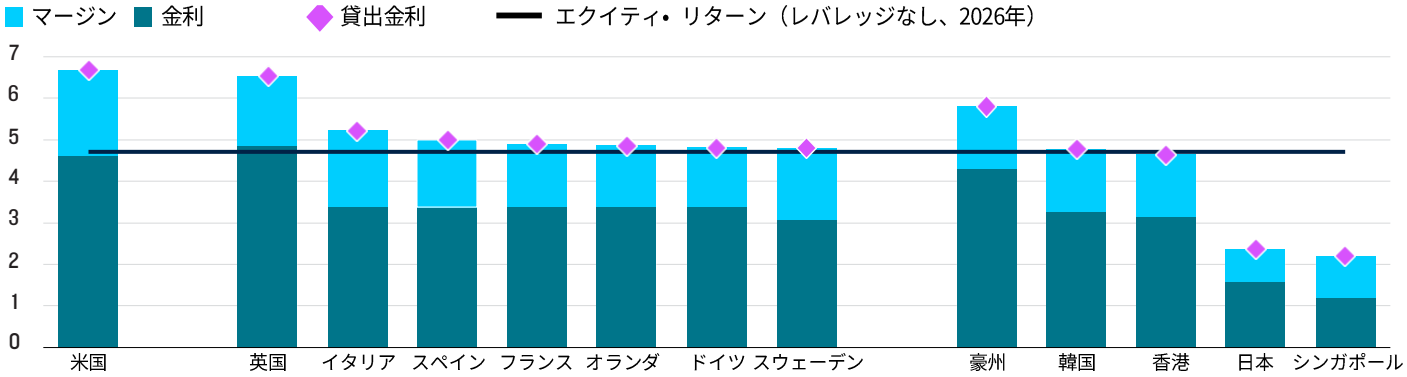
サイクルの先を見据える：価値を創造する戦略

市場の流動性低下により、魅力的な価格水準で資産を取得し、資金を提供する機会が生まれている。十分に長期にわたる投資期間を確保できる投資家は、短期的な市場の逆風の先を見据え、単なる市場価格の上昇にとどまらない多様な価値創出の手段を活用できるより幅広いバリューアッド型のエクイティ戦略とデット戦略に目を向けることが可能である。不動産においては、個々の物件のキャッシュフローを拡大し強化するための手段として、リーシングリスクを取ること、改修・用途転換・開発プロジェクトを自ら実施または支援すること、さらには運営プラットフォームを構築する手法などが挙げられる。

米国では、相対的に速いペースの経済成長、収益不動産や住宅用不動産における老朽化した物件の用途転換需要を背景に、多くの価値創造の機会が存在している。セルフストレージ、シニアハウジング（高齢者向け住宅）、ステューデントハウジング（学生向け住宅）といった米国や英国のような成熟した市場で既に確立されているセクターは、アジア太平洋や欧州大陸では未だ市場規模が小さく、今後大きく成長する機会がある。

図表17：不動産デット戦略は高水準の貸出金利の恩恵を受けている

主要市場別の収益不動産の貸出金利の目安（2026年7-9月期、%）



出所：PMA、Cushman & Wakefield、Oxford Economics、PGIM、2026年11月時点。注記：主要な収益不動産タイプの平均の貸出金利の目安で、LTV60%以下の固定金利を前提としています。表示した貸出金利は借り手の金利の目安であり、投資家が得られるリターンではありません。投資家のリターンは、手数料、費用、デフォルトなどの要因に左右されます。エクイティ•リターン（レバレッジなし、2026年）はPGIMの推計。推計は達成されない可能性があり、変更されることがあります。MSCIに関する開示は留意事項を参照。

図表18：グローバル不動産の投資機会のまとめ

金利上昇は短期的に不動産価格への圧力となる一方、不動産投資を開始するに当たって魅力的な利回りをもたらす要素である。需要が拡大する一方で供給が制約される中、新たな投資によってリターンの改善が期待できる環境にある。グローバルな不動産市場には、地域による違い、構造的なテーマ、特に生活に根差したニーズ、デジタル・トランスフォーメーション、人口動態に関連するテーマに加え、成長余地や資本ニーズ、不動産価格の大幅な調整を経た魅力的な投資機会を捉える戦術的な投資機会を背景に、不動産エクイティと不動産デットの両面で幅広い投資機会が存在している。

		投資機会の特徴	対象セクター	米国	メキシコ	欧州	APAC*
構造的	住宅	住宅取得の制約	シニアハウジング	●		●	●
		参入障壁/建設コスト	賃貸住宅	●		●	●
		供給不足	戸建て住宅	●		●	
		人口動態	コリビング			●	●
			マニュファクチャード•ハウジング	●			●
	都市部のインフラ	Eコマースの拡大	都市部の物流施設	●	●	●	●
		製造業/ニアショアリング	輸出向け物流施設	●	●		
		外来医療ニーズの拡大	メディカル•オフィス	●			
		狭い居住スペース	セルフストレージ	●		●	
		食料品支出	生活必需品を扱う商業施設	●		●	
		実店舗での 消費支出の増加	一等地の商業施設			●	●
			地域を代表する商業施設				●
	データセンター	AI•クラウドが牽引する需要	**ハイパースケール**	●		●	●
		電力を確保できる用地の不足	**コロケーション**	●		●	●
	不動産デット	長期にわたって高水準の金利	コア融資の組成	●		●	●
		リファイナンス・資本再構成のニーズ	リファイナンス	●		●	●
		代替的な貸し手の台頭	トランジショナル•ファイナンス	●		●	●
戦術的	モメンタムと成長	観光需要の拡大	ホテル			●	●
			屋外の宿泊施設			●	
		オフィスの供給不足/質へのシフト	ゲートウェイ都市のCBDオフィス*	●		●	●
		資本不足	設備投資/改修	●		●	●

* APACはアジア太平洋、CBDオフィスはビジネス中心地のオフィスを指します。

出所：PGIM、2026年10月時点。見解は本資料作成時点のものであり、今後変更される可能性があります。また、投資を推奨するものではありません。すべての投資商品または投資戦略が、すべての投資家もしくは法域において投資可能、または適切であるとは限りません。注記：丸印は、各地域において幅広い投資機会が存在することを示します。実際の投資実行の可能性は、その時点の価格水準、案件の実行可能性、市場環境などに左右されます。

インデックス等に関する注記

図表6の資産クラスは次の指数で表しています：新興国債券はJ.P.モルガン•エマージング•マーケット•ボンド•インデックス、米国と欧州のハイイールド債はICE BofAML米国ハイイールド指数とICE BofA欧州通貨ハイイールド指数、米国と欧州の投資適格債はブルームバーグ米国社債指数と欧州社債指数（為替ヘッジなし）、銅•ブレント原油•金はブルームバーグの各商品サブ指数、株式は表示した各MSCI指数、国債はブルームバーグの各国債サブ指数、為替ペアはブルームバーグのスポット価格。

ICE Data Indices, LLC（「ICE Data」）のデータは許諾を得て使用しています。ICE Data、その関連会社およびそれぞれの第三者の提供者は、指数、指数データおよびそれらに含まれる、関連する、またはそれらから派生するデータについて、商品性または特定の目的•用途への適合性の保証を含め、明示または黙示を問わず一切の保証および表明を行いません。ICE　Data、その関連会社およびそれぞれの第三者の提供者は、指数もしくは指数データまたはその構成要素の妥当性、正確性、適時性または完全性について、いかなる損害または責任も負いません。指数および指数データならびにそのすべての構成要素は「現状のまま」提供されるものですので、利用は利用者自身の責任によります。ICE　Data、その関連会社およびそれぞれの第三者の提供者は、PGIMまたはその商品•サービスを後援、保証または推奨するものではありません。

MSCIならびにその関連会社および第三者の情報源•提供者（総称して「MSCI」）は、本資料に含まれるMSCIのデータについて、明示または黙示を問わず一切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のデータは、再配布したり、他の指数や証券•金融商品の基礎として使用することはできません。本資料は、MSCIが承認、審査または作成したものではありません。過去のMSCIのデータおよび分析は、将来の運用成果の分析、予想または予測を示唆または保証するものではありません。MSCIのデータはいずれも、投資助言または何らかの投資判断を行う（または控える）ことの推奨を意図したものではなく、そのようなものとして依拠することはできません。

BLOOMBERGは、Bloomberg Finance L.P.およびその関連会社（総称して「ブルームバーグ」）の商標およびサービスマークです。ブルームバーグまたはそのライセンサーは、ブルームバーグ指数に関するすべての所有権を有しています。ブルームバーグは、本資料を承認または推奨するものではなく、本資料に含まれる情報の正確性または完全性を保証するものではありません。また、そこから得られる結果について明示または黙示を問わず一切の保証を行わず、法律で認められる最大限の範囲で、それに関連して生じる傷害または損害について一切の責任を負いません。

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•編集したものです。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にご相談ください。
個別銘柄の表示はその売買等を推奨するものではありません。

本資料に記載された内容等は、今後変更されることがあります。

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。

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および情報等は、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。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権およ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。

当社による事前の承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは固くお断りいたします。

“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）および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、日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
6115285-20261113