

BARINGS

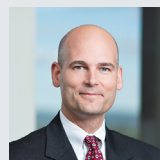
# グローバル債券： 2026年の注目テーマ

政策の不確実性や人工知能 (AI) 投資、経済成長のばらつきを背景に、スプレッドは縮小しオールイン利回りは上昇しています。ハイイールドやローン担保証券 (CLO)、投資適格社債、エマージング債券の市場において選別的な投資機会が見出されており、2026年はより厳格な銘柄選択が重要となると見えています。

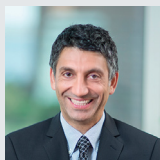
INSIGHTS



アドリエンヌ・バトラー  
(Adrienne Butler)  
グローバルCLO責任者



チャールズ・サンフォード  
(Charles Sanford)  
投資適格社債責任者



ジェム・カラジャダ  
(Cem Karacadag)  
グローバルソブリン債券&為替  
責任者



ブライアン・パチェコ  
(Brian Pacheco)  
グローバル・ハイイールド  
ポートフォリオ・マネジャー

2026年は乖離が際立つ年となると予想されます。AIおよびインフラ投資による企業投資が加速する一方で、労働市場はここ数年で見られなかった水準まで軟化しています。株式市場は歴史的な高値付近にあるにもかかわらず、消費者経済の一部は困難に直面しています。そして、米連邦準備制度理事会（FRB）は政策スタンスをめぐる両陣営からの異論に対応し調整しています。

ヘッドラインの下では、投資家は、ほとんどのセクターでスプレッドが縮小する市場に直面していますが、一方で、ベース金利の上昇によりオールイン利回りは歴史的に魅力的な水準となっています。タイトなバリュエーションと高水準のインカムという組み合わせにより、繊細な対応が必要とされています。これは、ベータ市場ではなく精度が必要とされる市場であり、銘柄選択やイールドカーブのポジショニング、リスク管理が重要となります。こうした状況の中、ハイイールド、CLO、投資適格社債およびエマージング社債の4つの主要セグメントについて議論します。それらのセグメントには投資機会が存在しますが、成功の鍵は持続的なシグナルと一過性のノイズを見極めることにあります。

## ハイイールド：クオリティは上昇する一方、スプレッド・デュレーションは縮小

2026年のハイイールドは、過小評価されることの多い構造的変化に直面すると見ています。ヘッドライン・スプレッドは歴史的にタイトな水準付近にありますが、世界金融危機以降、市場の構成は劇的に変化しました。当時、CCC格以下の割合は約20%でしたが、現在では約10%に低下しています<sup>1</sup>。一方、BB格は現在インデックスの約60%を占めており、10年前の40%から増加しています<sup>2</sup>。このクオリティの変化は重要であり、総合的なクレジット・リスクを低減し、スプレッドのタイト化を部分的に正当化する要因となっています。

もう一つ重要な指標は、スプレッドの変化に対する価格感応度を測定するスプレッド・デュレーションです。2022年にはハイイールドのスプレッド・デュレーションは約4.5年でしたが、現在では約3年に近づいています<sup>3</sup>。この短期化により、スプレッド拡大時の価格への影響を軽減し、ボラティリティ当たりのリターン・プロファイルを改善し、市場全体の耐久性を高めます。同時に、オールイン・クーポンは依然として高水準であり、リスクフリーレートの上昇により、世界金融危機後の平均水準近辺を維持しています。このように、高クオリティな市場、非常に低いスプレッド・デュレーション、そして強固なインカム、という3つの要素により、スプレッドが縮小した環境下においても建設的な見通しが維持されています。

### 市場のばらつき

それでもリスクは存在します。経済の乖離は市場のばらつきをさらに拡大させる可能性があります。消費者のストレスは低所得層に集中している一方、米国消費の約半分を担う富裕層は株式の上昇に下支えされています。このダイナミクスにより、株式市場はハイイールドのファンダメンタルズにとって重要な伝達チャネルとなります。株式や住宅市場において急速な調整が行われれば、過去のサイクルよりも迅速にクレジット市場へ影響を及ぼす可能性があります。

1. 出所: ICE BofA 2025年9月30日現在

2. 出所: ICE BofA 2025年9月30日現在

3. 出所: ICE BofA 2025年9月30日現在

マクロ要因以外では、セクター固有の脆弱性が顕在化しつつあります。裁量的支出に関連する企業や景気循環型の製造業、低価格志向の小売業は、賃金の伸びが鈍化したり失業率が上昇した場合、マージンが圧迫される可能性があります。同時に、特にAI導入の加速などの技術革新により、コールセンターや外部委託業務などサービス依存度の高い産業のビジネスモデルは困難な状況となる可能性があります。これらは現時点ではシステミック・リスクではありませんが、詳細な銘柄分析の重要性を指摘しています。TricolorやFirst Brandsなどのデフォルトの事例はこの点を明示するとともに、特異なリスクがいかに迅速に顕在化するかを強調しています。First Brandsの場合、不透明な所有構造や疑わしい運転資本比率、標準ではない会計慣行など、急速に悪化する相当前から警告を発していました。これらの事例は、質の高い市場であってもガバナンスおよび透明性が重要であること、そして深度のあるクレジット・リサーチ能力を有するアクティブ・マネジャーは見落とされがちな危険を回避できることの裏付けとなっています。

## 総括

スプレッドが歴史的にタイトな水準にあっても、市場のクオリティの構造的な改善とスプレッド・デュレーションの低下により、市場に耐性がもたらされています。しかし、特異なリスクを選別するには、規律ある銘柄選択の必要性が重視されます。

## CLO：イノベーションの途上

2026年のCLOは、引き続きイノベーションと進化する投資家需要による構造的な追い風を受けると見ています。イノベーションの観点では、2年前にはほぼ存在しなかった欧州ミドルマーケットCLOが注目を集めており、再投資やマルチカレンシー構造が複雑性および投資機会をもたらしています。投資家にとって、ミドルマーケットCLOは、潜在的に高いスプレッドを有する、取引量の少ないクレジットへのエクスポージャーを提供する一方、CLOの構造的保護を維持します。インフラストラクチャーCLOも新しいプロダクトであり、データセンターや送配電インフラ、交通ネットワークなどに関連する資本需要の急増を反映しています。CLO構造は、投資家が、長期的な成長ドライバーを有する高クオリティ資産の分散プールに、自身のリスク・リターン・プロファイルに応じて効率的にアクセスするための最も有効な手段の一つを提供します。

### 資本構造のダイナミクス

CLOのパフォーマンスおよび需要は、資本構造によって異なります。エクイティ投資家は、現在の歴史的にタイトな水準にある負債スプレッドを固定することに注力しています。AAAトランシェが世界金融危機後の縮小した水準に近づく中、エクイティ投資家は今後5〜7年間の低コスト資金調達を確保する機会を見出しています。これにより、スプレッドが多少縮小したとしても、依然としてポジティブな裁定取引を提供するスプレッドでローンへの再投資が可能になります。一方、デットの投資家にとっては計算は異なります。CLOトランシェのオールイン利回りは大幅に縮小しており、特にAAAおよびメザニン・トランシェで顕著となっています。例えば、BB格のCLOトランシェとBB格の社債ローンのスプレッド差は約250bpsとなっていますが、一部の投資家はこの差が構造的な複雑性に対する補償として不十分と考えています<sup>4</sup>。その結果、デットの需要はますます選別的になり、投資家はローン市場において同等のリスクに対するトランシェ価格を精査しています。それでも、CLOデットは分散および構造的保護を提供し、保険会社や銀行、年金基金にとって魅力的な選択肢となっています。

4. 出所: Barings 2025年10月現在



投資家エコシステムも引き続き拡大しています。保険会社は、全米保険監督官協会（NAIC）による有利な取り扱いと安定したスプレッドにより、資本構造の上位における主要な買い手として存在感を示しています。銀行は、大手から地銀までAAAトランシェの取引に注力する一方、年金基金はメザニンおよびエクイティ・トランシェをオルタナティブ資産の分散手段として捉えています。さらに、上場投資信託（ETF）を通じたリテールからのアクセスも急速に拡大しており、わずか2年で運用資産残高はほぼゼロから約400億米ドルにまで成長しました。このCLOエクスポージャーを有する投資家層の拡大は、縮小するスプレッド環境に寄与する追加の需要を創出し、規律ある銘柄選択の必要性を一層重視しています。

### 裏付け資産からのアルファ

負債コストが固定され、スプレッドが歴史的にタイトな水準にある中、次のリターン源泉は構造的な裁定取引ではなく裏付け資産からのアルファ、すなわち裏付けとなるローンプール内でのアクティブな銘柄選択および取引によって生じる追加リターンとなります。マネジャーは、消費動向の不均衡や技術革新による混乱の中で分散が拡大するレバレッジドローンにおける特異なリスクを管理する必要があると思われます。アクティブ取引や厳格な引受業務、運用能力が、間違いなく2026年のパフォーマンスを決定すると考えます。

#### 総括

イノベーションによりCLOの投資機会は引き続き拡大すると思われますが、卓越した銘柄選択とアクティブな裏付け資産の管理が可能なマネジャーが2026年に優位に立つと見ています。

## 投資適格社債：バーベル型戦略とニッチ市場の選択

投資適格社債は、2026年に入っても、強固なファンダメンタルズと微妙なリスクが混在する魅力的な状況であると見ています。バランスシートは堅固で、流動性は潤沢であり、経営陣はパンデミックによる混乱やサプライチェーンの再編などの複数のイベントを乗り越える耐性を示してきました。これらの特徴により、同資産クラスは、スプレッドが歴史的に縮小した水準にある中でも、ポートフォリオにおける安定化要因としての役割を担っています。

今日最も注目すべきテーマの一つは、トップティア企業の債券が米国債を下回るスプレッドで取引される可能性をめぐる議論です。歴史的に、米国債はリスクフリーと見なされてきましたが、継続的な財政赤字や市場流動性に対する懸念が議論となっています。「10年米国債と10年満期のマイクロソフト社債、どちらを保有しますか？」というものです。課税や通貨発行が可能なものの債務対GDP比率や財政赤字が拡大している政府とは対照的に、企業発行体はしばしばネット債務がマイナスとなり、すべての未払い債務を償還可能な程度に十分な現金準備を有しています。ストレスシナリオでは、一部のAA格およびAAA格社債は、スプレッドが米国債の水準まで縮小する、あるいはそれを下回る可能性があります。これは過去に欧州で、そして米国でも一時的に見られた現象です。

## 2026年に注目すべき3つの点

1. カーブ戦略: スプレッドがタイトでボラティリティが抑制されている状況では、ポートフォリオ戦略が重要です。相対リターンを重視する投資家は、キャリア獲得のために短期でリスクをオーバーウェイトし、長期のスプレッド・エクスポージャーをアンダーウェイトするバーベル戦略により、柔軟性を損なうことなくベンチマークをアウトパフォームすることが可能であると見ています。満期までの期間が短い場合、プル・トゥ・パーのダイナミクス（額面価格に向けて収束する動き）は、スプレッド拡大に対する自然なクッションを提供し、長期のベータへのエクスポージャーを制限することで、ボラティリティが再度上昇した場合の下方リスクを軽減します。
2. ニッチな投資機会: 広く採用されている代表的なベンチマーク以外では、特に構造的保護を提供し、劣後性に見合うスプレッドを提供する高格付発行体の優先証券に依然として選別的な価値があります。中小の保険会社や適切に構成されたビジネス・デベロップメント・カンパニー（BDC）も投資機会を提供します。ただし、引受基準やポートフォリオ構成におけるエクスポージャーが第一順位の担保に偏っていることが条件です。
3. AIの波及効果: AI投資の加速により、発行形態が変化しています。大型テック企業はデータセンター拡張を自社資金で賄えますが、規制下にある公益事業による送電網のアップグレードや、資本財メーカーによる生産拡大など二次的な恩恵を受ける企業は、積極的に債券市場を活用する可能性があります。これらの銘柄は上昇余地の可能性のあるものの、実行リスクや規制リスクを伴うため、厳重なモニタリングが必要です。

### 総括

2026年は二極化すると見ています。スプレッドは年初にかけて縮小する可能性があるものの、ボラティリティが上昇し、アクティブなポジショニングや相対価値取引の投資機会が創出されると見ています。

## エマージング債券：キャリア、イールドカーブ、通貨

エマージング債券は、グローバル債券において最も幅広く多様な投資機会を提供する資産クラスの一つです。スプレッドが歴史的にタイトな水準にあっても、デフォルトリスクに対する補償はインデックスの水準で十分であり、オールイン利回りは過去のレンジの上限付近にあります。この組み合わせは、バリュエーションが低下しているにもかかわらず、投資を継続する根拠の裏付けとなります。

### 投資家が積極的に関与する理由

エマージング債券には、先進国市場への集中を回避し、より高い実質利回りを確保するための分散投資のニーズがあるため、機関投資家の関心が高まっています。ハードカレンシー建てソブリン債券は依然として多くの投資家にとってコアの投資対象ですが、現地通貨建て債券はアルファの源泉としてますます注目されており、インフレ調整後利回りが制約的で政策に対する信頼度が高い場合は特に魅力があります。フロンティア市場への選別的な投資は魅力的な投資機会を提供しますが、価値を獲得しながら損失を回避するためには、厳格な分析や慎重な投資プロセス、適切なポジションサイズ、流動性の管理が不可欠です。



## 現地通貨建て債券：金利および通貨

### 金利

複数の主要市場では実質利回りが依然として高水準にあり、インフレが安定するにつれて政策の正常化と利回り縮小の余地が生じています。たとえばメキシコでは、2025年初の名目利回りは約8%でした。ブラジルやコロンビア、南アフリカでも同様の動きが見られ、名目利回りは二桁台に達しています。さらに、フロンティア市場の現地通貨は別の可能性を提供しており、ウガンダではインフレ率が4%未満であるにもかかわらず、名目利回りが約17%に達しています。ただし、流動性やガバナンスのリスクがあるため、ポジションサイズには注意が必要です<sup>5</sup>。

### 通貨

多くの新興国では、国際収支のファンダメンタルが過去のサイクルよりも強化されており、米国中心のエクスポージャーからの分散傾向が追加的なサポート要因となる可能性があります。信頼性の高い政策枠組みと外部バッファにより、特定の新興国通貨は魅力的な投資対象となっています。特に、米国の成長が鈍化し米ドルが弱含むシナリオではその傾向が高まります。分散投資を追求する投資家にとって、現地通貨建て債券のエクスポージャーはハードカレンシー建てソブリン債券や現地の金利を補完し、追加的なリターン<sup>5</sup>の源泉となり得ます。

## 総括

投資家が分散投資と高い名目利回りを追求する中、エマージング債券への投資意欲は強まっています。スプレッドがさらに縮小する可能性を踏まえると、価値を確実に獲得するためには、規律ある国別選択および流動性管理が重要となります。

## 結論

グローバル債券全体では、2026年はベータ取引というよりも、分散が主導する市場になると思われます。スプレッドはタイトな水準にありますが、キャリーは依然として魅力的です。課題でもあり投資機会でもあるのは、構造的なシグナルと景気循環的なノイズを見極めることです。

### ベアリングスの見通し

- ・ ハイイールド： スプレッドは縮小しているものの、質の高いキャリーと規律あるリスク管理により、適切なリターンを提供
- ・ CLO： 継続的なイノベーションの恩恵を受け、タイトな負債コスト環境下で裏付け資産によるアルファの創出が可能なマネジャーが有望
- ・ 投資適格社債： 安定したインカムを提供し、ニッチな分野やイールドカーブ戦略における選別的な上振れ余地が見込まれる
- ・ エマージング債券： 特に信頼性の高い政策枠組みを有する現地市場において、魅力的な実質利回り<sup>5</sup>と通貨オプションを提供

2026年は、銘柄選択を重視しリスクを柔軟に保つことで、ボラティリティによってエントリーポイントがリセットされる可能性に備えるべきではあるものの、マクロ経済見通しを大きく変更する必要はないと考えます。アクティブ運用は付加価値を提供するだけでなく、必要不可欠な要素であると思われます。

このレポートは2026年グローバル債券見通しに関するウェビナーをもとに作成したものです。ウェビナーは[こちら](#)よりご視聴いただけます。

*Barings is a \$470+ billion\* global asset management firm that partners with institutional, insurance, and intermediary clients, and supports leading businesses with flexible financing solutions. The firm, a subsidiary of MassMutual, seeks to deliver excess returns by leveraging its global scale and capabilities across public and private markets in fixed income, real assets and capital solutions.*

#### IMPORTANT INFORMATION

Forecasts in this document reflect Barings' market views as of the preparation date and may change without notice. Projections are not guarantees of future performance. Investments involve risk, including potential loss of principal. The value of investments and any income may fluctuate and are not guaranteed by Barings or any other party. **PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.** Examples, portfolio compositions, and investment results shown are for illustrative purposes only and do not predict future outcomes. Actual investments may differ significantly in size, composition and risk. No assurance is given that any investment will be profitable or avoid losses. Currency exchange rate fluctuations may impact investment value. Prospective investors should consult the offering documents for detailed information and specific risk factors related to any Fund/Strategy mentioned.

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, Baring Asset Management Korea Limited, and Barings Singapore Pte. Ltd. each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate"). Some Affiliates may act as an introducer or distributor of the products and services of some others and may be paid a fee for doing so.

#### Copyright and Trademark

Copyright © 2025 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

当資料は、ベアリングスLLCが作成した資料をベアリングス・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396号、一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人投資信託協会会員）が翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらに変更されたり修正されたりすることがあります。 5045833

LEARN MORE AT **BARINGS.COM**

\*As of September 30, 2025

25-5015665