



## 低金利の宴の後



アダム・フィリップス  
スペシャル・シチュエーション  
運用チーム責任者



ダンカン・ファーレイ  
スペシャル・シチュエーション  
ポートフォリオ・マネジャー

2024年6月

このレポートでは、欧州の中堅企業市場において過剰な債務を抱えた企業がどのように私たちに投資機会をもたらしているかを見ていきます。

過去10年間、企業は安価な資金調達で食いつなぎ、負債を増やすことにますます慣れていきました。多くの借り手は、低価格のメニューに釣られて自腹を切り、財務レバレッジをさらに利用するようになりました。

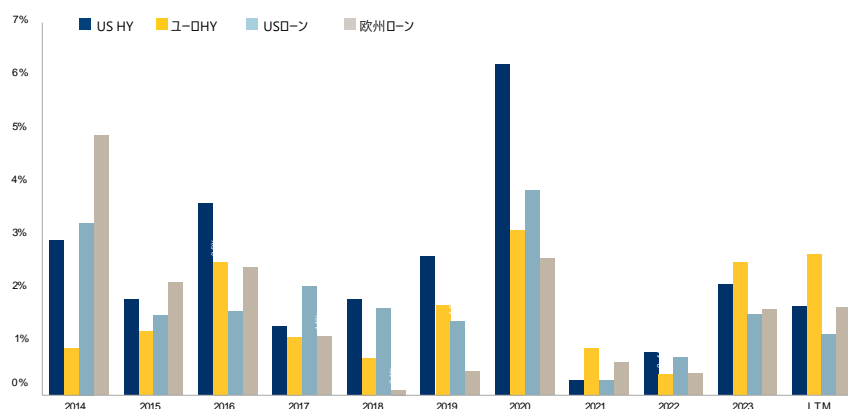
その後、新型コロナウイルスの流行が起きました。一部の企業では収益性が大きな影響を受け、負債がさらに拡大しました。過剰な債務を抱えたにもかかわらず、こうした企業は将来の収益改善、キャッシュフローの成長性、債務削減の見通しといった理由によって、しばしば資金の借り換えを行なうことができました。

しかし今、近年で最も積極的な利上げサイクルの結果、多くの企業の財務は明らかにストレスの兆候を示すようになってきました。これまで比較的低い水準のデフォルト率が続いてきましたが、ここ数四半期、レバレッジド・ファイナンス市場全体でデフォルト率が着実に上昇しています（図表1）。

ディストレスト投資はシクリカル性を活用する性質を持っていることから、金融市場の混乱はディストレスト投資家に投資機会を創出することになります。その結果として、今日、欧州中堅企業のディストレスト市場には、はるかに広範な投資機会が存在するようになりました。

「過去10年間、企業は安価な資金調達で食いつなぎ、負債を増やすことにますます慣れていきました。」

図表1: 米欧のHY債券とローンのデフォルト率



出所：米国・欧州HYデータはJPMorgan、米国・欧州ローンはS&P LCD、2024年3月31日時点。

## 高レバレッジ企業のストレス

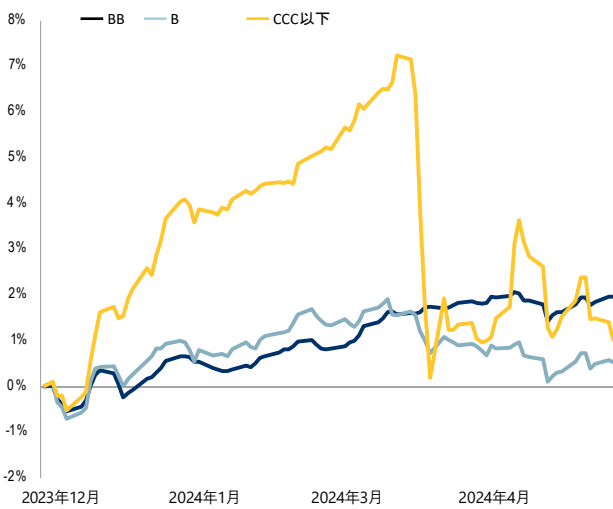
2024年には、最も信用レバレッジの高いクレジットの発行体グループにおいて価格の変動性が高まりました。年初来において欧州市場は、一部のCCC格クレジットの価格変動を受けて、顕著なアンダーパフォームを記録しました（図表2）。

価格変動の主な要因は、世界的な包装会社であるアーダーグ・グループ、フランスの通信大手アルティス、スウェーデンの債権回収会社イントルムです。これらの企業の困難な状況は、事業運営の課題によるものではなく、財務における過剰債務によって引き起こされたものです。

その結果、欧州のレバレッジド・ファイナンス市場はますます分断されることになりました。ディストレストに陥った企業と、そうでない企業のバリュエーション格差は著しく拡大しました。今日、欧州ハイイールドの3分の1以上が200bpsを下回る（オプション調整後）スプレッドで取引されている一方で、一部の低格付企業は、1000bpsのスプレッドを上回って取引されています（図表4）。

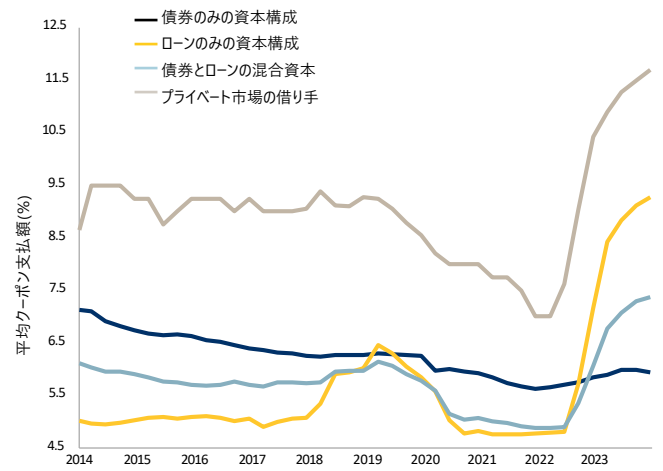
同様に、非流動市場（プライベート市場）では、金利上昇に伴って、低格付企業が事業利益によって金利支払いをカバーする能力が低下しています（図表3、5）。

図表2: 格付別の欧州ハイイールド債のリターン



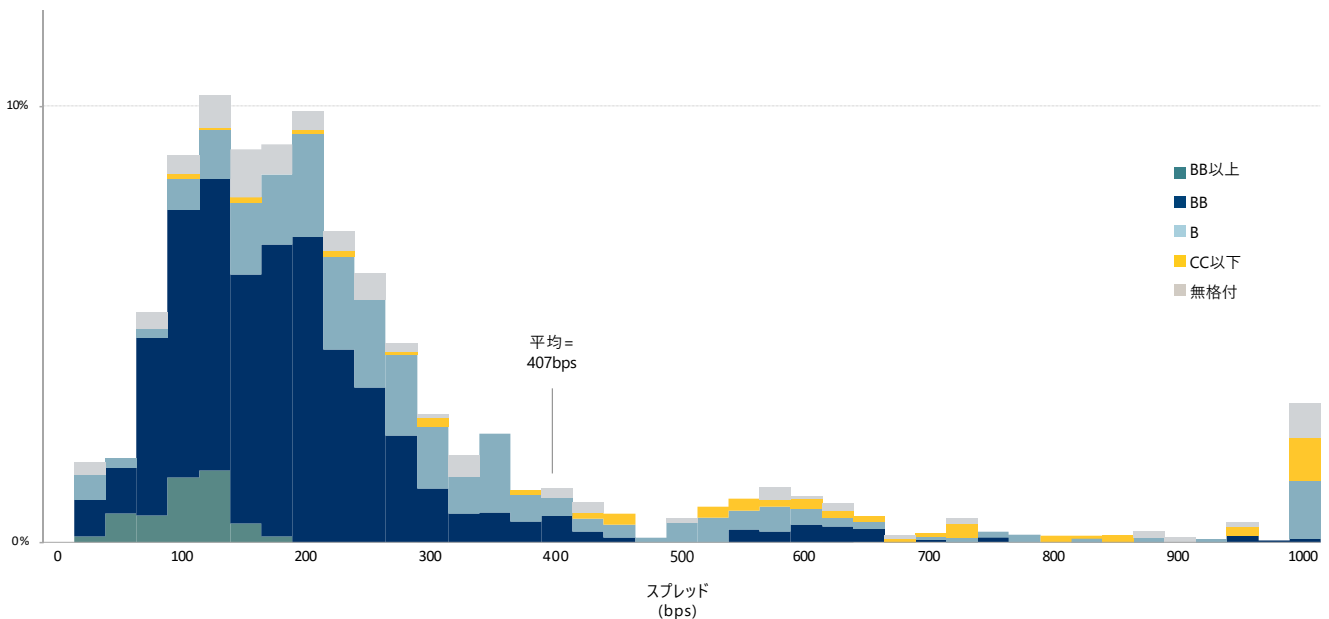
出所：RBC GAM, 2024年4月30日。BB = ICE BofA BBユーロ・ハイ・イールド・インデックス、B = ICE BofA Single-B Euro High Yield Index, CCC以下 = ICE BofA CCC & Lower Euro High Yield Index

図表3: 米国のレバレッジド・ファイナンス市場における平均クーポン支払額



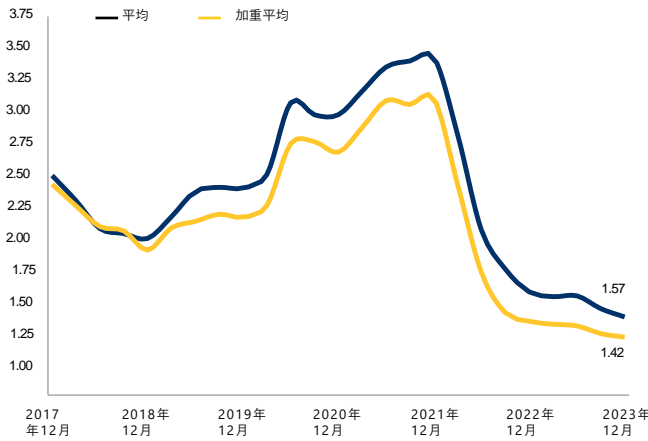
出所：Morningstar LCD, Goldman Sachs Global Investment Research, 2023年12月31日。

図表4: 欧州HYスプレッド(格付別)



出所：RBC GAM, Bloomberg, 2023年12月31日。Bloombergコード: HP00インデックス

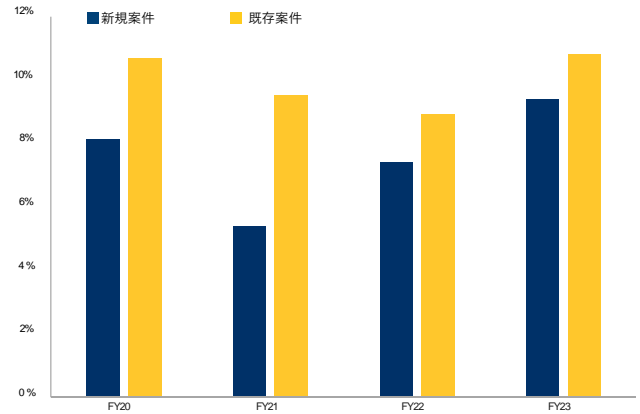
図表5: プライベート市場の金利カバレッジ比率は、ここ数四半期で急速に低下しています



出所: リンカーン・インターナショナルのVOG独自のデータベース、パークレイズ・リサーチ

金利カバレッジ（金利負担に対する事業利益の割合）の低下は、このストレスの増加を示していますが、プライベート市場のデフォルト率は、これまでのところ比較的低水準にとどまっています。

図表6: 新しいプライベート・クレジット取引では、PIKがより頻繁に利用されています



これは、プライベート市場の貸し手は借り手に対して、現金の代わりに債務による「現物払い(PIK)」で利息を支払う方法を容易に提供できるからかもしれません。しかし、PIKの利用が持続的でなくなるにつれて、プライベート市場の借り手においてもストレス・イベントが増加する可能性があると考えています(図表6)。

### 欧州中堅企業市場における投資機会

スペシャル・シチュエーションやディストレストの投資家が豊富な投資機会を得るのに、本格的な危機は必要ありません。実際に、現在の市場全体のストレスレベルは、すでに魅力的な投資候補を提供しています。

スペシャル・シチュエーションの投資家として、私たちの役割は、資金調達を自由に行えなくなった対象に資金を投入することです。

現在の市場環境では、リストラクチャリングというテーマに積極的に参加する機会が頻繁に見られるようになりました。このような状況とは、資金の借り手が債務返済に対応するために財務をリストラクチャリングする必要があり、また非常に割安な価格で資産売却を回避する必要があるような状況です。

私たちがディストレストの運用者としてのアプローチを行う上で、リストラクチャリングの話合いのテーブルにつき、積極的に参加することは不可欠なプロセスです。このような状況に積極的に参加することで、投資対象のダウンサイド・プロテクションを正確に把握するとともに、投資案件をコントロールしやすくなります。

以下でディストレストの投資機会を2つご紹介します。

■ **欧州の熱交換器メーカー。** 既存債務を履行することができなくなり、債務の条件修正・延長を試みましたが、成功しませんでした。

私たちは、同社の再編された債務の価値と、部分的な現金支払いの金額が、必要とされる投資金額を上回ると考え、同社に投資を行いました。

2024年初頭には、再建支援者からの資金注入とデット・エクイティ・スワップ（負債を株式に転換）を伴う本格的なリストラクチャリングが行われました。

■ **欧州のプレキャストコンクリート大手。** 欧州と新興国で事業を展開していますが、欧州を中心とした建設市場の需要が特に弱まった結果として、収益性が低下しています。同社はリストラクチャリングを発表し、債券保有者が新たな資金を注入するとともに会社の支配権を握ることになりました。その結果、シニア担保債の価格は大幅に下落し、私たちに投資機会をもたらしました。長期的には、建設市場は回復傾向にあり、同社の業績も以前の水準に戻ると考えています。



## 私たちの戦略

欧州CCC格クレジットの最近の大幅下落は、市場が簡単に受け止められる一時的な出来事に過ぎないのか、それともより構造的な問題を示唆するものなのかは、まだ明らかではありません。同様に、今後数ヶ月の間にプライベート市場においてどれくらいの借り手が債務不履行に陥るかは、まだ明らかではありません。

しかし、私たちの戦略にとっては、現在の市場の混乱とストレスの程度は、すでに、欧州中堅市場において広範囲にわたる魅力的な投資機会を提供しています。金利が高止まりし、インフレが持続すればするほど、その投資機会は拡大する可能性が高いと考えています。

私たちは、この環境で生じる機会を見つけ出し、活用できる投資活動を行なっています。



## ディスクレマー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029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、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management