



ストレス環境下の欧州中堅企業



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10月

変化し続けるマクロ環境とともに欧州の中堅企業市場におけるストレスとデフォルトの見通しについて解説し、それが投資家にとって何を意味するかを見てみましょう。

金融市場は依然として楽観的であり、米連邦準備制度理事会は金利政策における予防的措置と、米国経済のソフトランディングを成功させてきたと考えています。最新のデータによると、雇用は減速しているものの、労働市場は力強さを維持し続けています。

しかし、ボラティリティ上昇の可能性はまだ残っています。いくつか例を挙げると、ウクライナや中東の紛争の長期化、欧州における選挙、そして何よりも米国のトランプ氏とハリス氏両候補の大統領選挙から生まれる地政学的リスク、ドイツ経済の弱さがあります。

本稿では、投機的格付企業への貸出に影響を与える以下の要因について考察します。

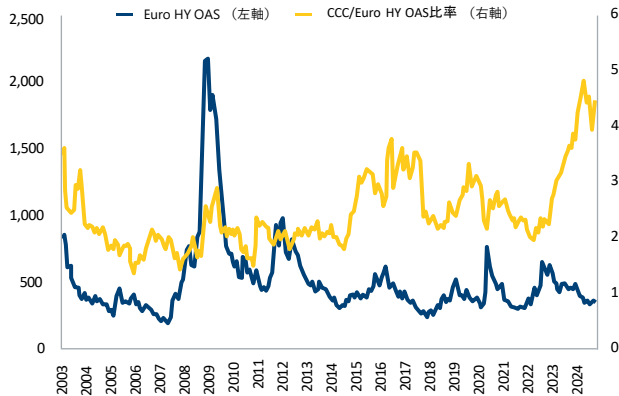
- 借入環境
- デイストレスの環境
- プライベート・クレジットの状況
- ドイツ - 欧州の「病人」
- 投資家にとっての機会

現在の借入環境

企業の借入能力を把握するために現在の借入コストを見えます。規模が大きく財務が健全で、キャッシュフローが潤沢な企業は市場へのアクセスが容易です。それとは対照的に困難な状況に陥っている企業には、過酷な金利や制約の大きいコバナンツが適用される傾向が強まっています。

ローンやプライベート・デット市場では、企業の借入コストの増加によってインタレスト・カバレッジ・レシオ（支払利息に対する利益の倍率）が大幅に低下し、債務返済能力は大幅に悪化しました。ローンとハイ・イールド債の発行額は、2022年から2023年にかけて減少しましたが、2024年に入ると既存債務が満期を迎えることや、借り換えにかかるコストが幾分低下したことから、資金の借り手は市場に戻ってきているようです。

図1: 欧州ハイイールド指数に対するCCCスプレッドの比率



出所: Bloomberg, 2024年8月31日時点

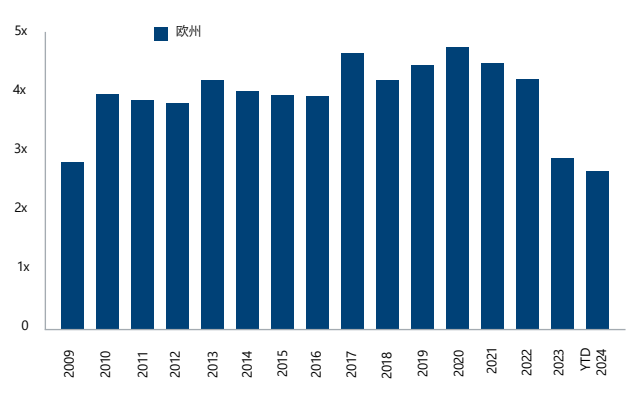
それにもかかわらず、欧州ハイイールド市場は過去最高の水準まで二極化が進んでいます。ハイイールド指数全体に対するCCC格のスプレッド比率がそれを表わしています（図1）。これは、CCCや低格付けの発行体にとって借り換えや社債発行がほとんど不可能であることを意味します。パブリックのクレジット市場を利用できない企業は、資金需要を賄うためにそれ以外の資金源に目を向けなければなりません。

ディストレストの背景にあるもの

主要国全体ではインフレが緩やかになっているにもかかわらず、欧州経済は依然として厳しい状況にあります。今後数年間にわたって行われる過剰債務の巻き戻しは、欧州で大規模な景気後退が無いとしても、スペシャル・シチュエーション投資家に投資の好機をもたらすでしょう。欧州では、ハイイールド債の過去12ヶ月間のデフォルト率は2.41%¹、ローンは0.78%²でした。市場でそれほどのストレスが生じていない理由は、レバレッジド・ローン市場におけるコバナンツ・ライトでの発行が大きいことが一因となっています。以前であれば、借入企業がコバナンツに抵触した場合には銀行などの貸し手が行動を起こし、それに応じて債券やローンの価格が変動していました。

現在では、レバレッジド・ローンの発行額のほぼ100%がコバナンツ・ライトとなっています。2015年は約50%に過ぎませんでした³。つまり、現在は、ローン価格の大幅な引き下げにつながるようなコバナンツ上のきっかけがほとんど無いこととなります。したがって問題を抱えた企業が、実際に現金を使い果たしたり、債務を借り換える必要が出てくるまで相応の時間が経たないとストレスが顕在化してこないのです。ファンダメンタルズの観点からみると、欧州のインタレスト・カバレッジ・レシオ（支払利息に対する利益の倍率）は2009年以来的の水準まで低下しています（図2）。利下げサイクルが続けば圧力は緩和しますが、多くの企業や業種において、利益率や売上がこれまでのピークの水準まで回復しておらず、今後も回復しやうにないという問題は残り続けます。さらに関税などの潜在的な外部要因が、企業の収益性に大きな影響を与える可能性があります。

図2: 欧州レバレッジド・ローンのインタレスト・カバレッジ・レシオ



出所: S&P LCD, 2024年6月30日時点

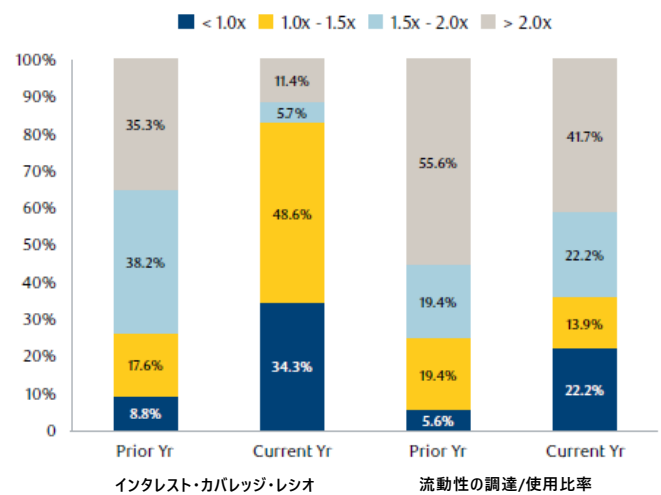
プライベート・クレジットの状況

コバナンツが存在するプライベート・クレジット市場を見ると、モーニングスターDBRSは、格付けされた発行体の9.8%が、免除または修正されたコバナンツの下で活動していると報告しています。さらに重要なことに、コバナンツ解除の頻度が上昇しており、新型コロナウイルス流行の時期を除けば、2016年以来の高水準となっています。プライベート・クレジット全てがこのような状況ではないと考えるかもしれませんが、私たちは、プライベート市場のストレスの度合いは実際にははるかに大きいだろうと考えています。

「主要国全体ではインフレが緩やかになっているにもかかわらず、欧州経済は依然として厳しい状況にあります。」

コバナンツ解除・修正が行なわれた発行体の業績を分析すると、この1年でインタレスト・カバレッジ・レシオが1倍未満のグループの割合が34%にまで上昇し、平均的な流動性比率も低下しました（図3）。

図3: プライベート・クレジットの借り手信用指標は悪化



出所: モーニングスター、2024年6月17日時点

プライベート・クレジット市場における注目すべき変化は、利息を現金で払うか繰り延べるかを選択できるPIK（ペイメント・イン・カインド）トグル条項の増加です。これはコベナンツ解除の16%を占めています。ブルームバーグによると、企業の提出書類、プレゼンテーション、記録におけるPIK条項の記述は、新型コロナウイルスの流行初期と比べて倍増しています（図4）。

PIK債務は、繰り延べられた利息が元本に充当されるため、企業にとっては潜在的な過剰債務につながる事が多いと言えます。バリュエーションの低下と借入コストの上昇により、PIK債務はプライベート資産の投資家にとって特に魅力的なものとなっています。利払いを数四半期遅らせることは、短期的な現金不足を緩和する可能性がある一方で、借り換えをより困難なものにします。そして、これが規制上の懸念をさらに高めることにつながっています。

「欧州経済にとっての重要性を考えると、特にドイツの経済情勢に注目しています。」

PIKの利用にはリスクを伴いますが、それでも現金を成長機会に投資しようとする発行体にとっては、負債の返済よりも優先すべき手段となり得ます。さらに、これを利用すれば、企業は債務不履行を宣言する前に、ストレス時の条件交渉を行う時間を増やすことができます。

しかし、PIKの利用が増加していることを無視することはできません。マクロ経済が悪化した場合には、企業は債務の返済期限が来たときに対処しなければならない可能性が高まります。

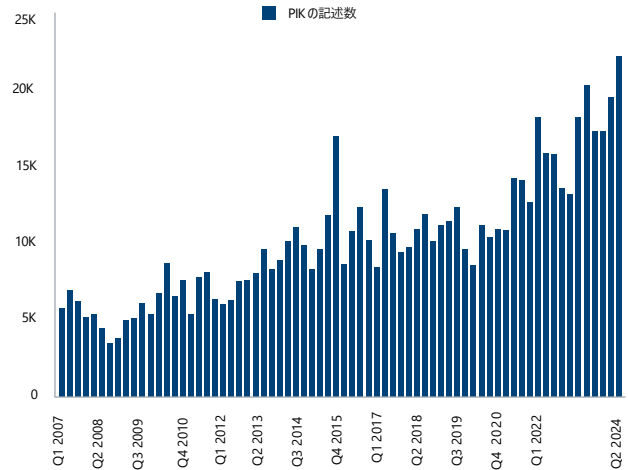
ドイツ-欧州の「病人」

欧州経済にとっての重要性を考えると、特にドイツの経済情勢を注視しています。過去50年間、ドイツは欧州の経済大国であり、GDPは4兆4600億米ドルで、これは欧州のGDPの24%に相当します⁴。

同国の重要性を考慮すると、現在のGDP予測には懸念を抱きます。2024年にはわずか0.1%、2025年は1%の成長見込みとなっています⁵。これは、スペイン、フランス、イタリア、英国を大きく下回ります（図5）。

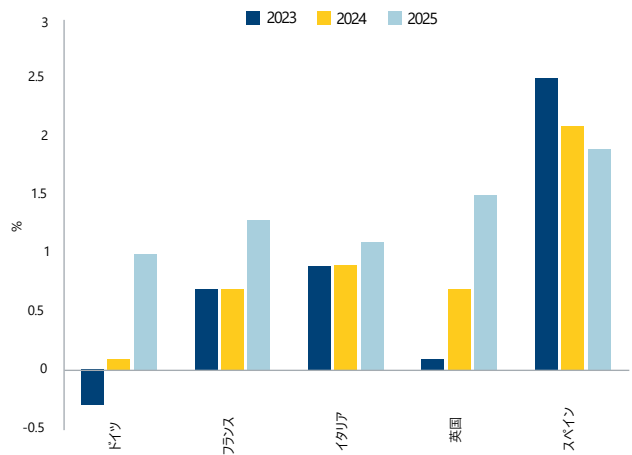
同様に、PMIとZEWのドイツ経済に関するデータは暗い予測となっています。PMIデータでは8月の統合指数は48.4に低下しましたが（図6）、製造業指数はさらに悪化し42.4となりました。

図4: PIKに関する記述



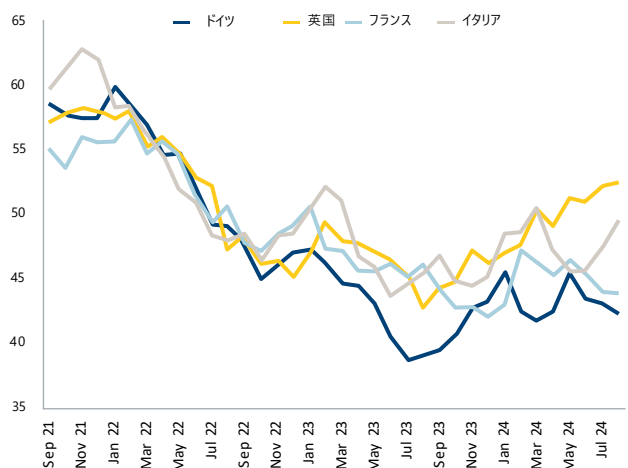
出所: Bloomberg, 2024年6月30日時点

図5: GDP成長率の実績と予測



出所: IMF (英国)、2024年9月10日時点
2024年5月15日時点の欧州委員会（フランス、ドイツ、イタリア、スペイン）

図6: 欧州の製造業PMI

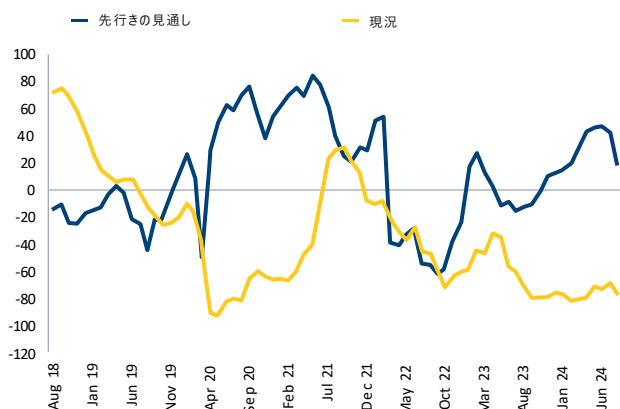


出所: Bloomberg, 2024年8月31日時点

4 ドイツGDP (tradingeconomics.com)(Link)

5 ドイツの経済見通し-欧州委員会（欧州）(Link)

図7: ドイツのZEW景気期待指数



出所: Bloomberg, 2024年8月31日時点

ZEW景気期待指数は34.0と予測されていましたが19.2に低下し、1月以来の最低水準となりました。現況の景況感指数も、予測の-74.5に反し、それを下回る-77.3となっています（図7）。8月中旬、ZEWのアヒム・ワンバック社長は、データの悪化は「不透明な金融政策、期待外れの米国経済指標、中東紛争の激化によって不確実性が高まったことに起因している」と述べました。

投資機会が見られ、さらに今後もその機会が増加するとみられる業種は、自動車産業および製造業です。製造業の生産は縮小傾向にあり、7月のPMIデータは3か月連続の低下となりました。両セクターとも、過去24か月間にわたって賃金上昇とエネルギー価格上昇の影響を受けています。ここ数カ月では、大手企業でさえ、需要の弱さと賃金インフレを理由に業績見通しを下方修正しています。資金が豊富な大企業でさえ、ドイツの経済悪化の痛みを感じているのです。中堅規模の企業の痛みはさらに強いものでしょう。

さらに、中国の電気自動車に対する新たなEU関税が発表されたことから、状況は悪化する可能性があります。これは、ドイツの自動車メーカーや自動車部品メーカーに意図せざる波及効果をもたらす可能性があります。また、トランプ氏が大統領となった場合、10%の関税を全面的に実施すると以前から述べているため、これも逆風となる可能性があります。

投資家にとって何を意味するのか？

借り手の困難は、中堅規模の企業においてはさらに深刻です。資本市場へのアクセスが限られており、ストレスの状況に陥っても資金調達を行うことができません。経済環境が良好だった時代に借入を急速に拡大させた結果として、現在、多くの企業が困難に直面しています。成長率の低下、インフレ率の上昇、および金利の上昇による経済的な課題の増加が、欧州の発行体、特に中堅規模の発行体に、さらなるストレス・ディストレストの状況をもたらしつつあります。欧州の倒産データは、私たちが真剣に向き合うべき時期に来ていることを示しています。

「地政学的緊張と欧米の選挙から、ボラティリティが高まる可能性は依然として残っています。」

世界金融危機後の量的緩和政策の結果として過剰なレバレッジが生まれましたが、その巻き戻しが必要な時期に来ていることを考えると、スペシャル・シチュエーション投資家にとってはかなりのチャンスがあると考えています。今後についても、地政学的緊張と欧米の選挙から、ボラティリティが高まる可能性は依然として残っています。本格的な景気後退はないだろうと考えていますが、そのような景気後退は必要ありません。というのも、欧州の中堅企業を対象とした投資市場では、すでにスペシャル・シチュエーションの豊富な投資機会が存在しているからです。

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