



ディストレスト債: 2025年の投資機会



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



ディロン・ニール
クライアント担当ポート
フォリオ・マネジャー

2025年1月

ポイント

- 欧州のスペシャル・シチュエーション市場では、ライアビリティ・マネジメント・エクササイズ（LME）が増加し、その結果、債権者間の大規模な協力協定につながっています。
- 欧州の経済環境は米国とは異なり、欧州のスペシャル・シチュエーション投資家に有力な投資機会を生み出しています。
- 欧州の2025年の見通しは、経済の低迷、政治的不安定さ、主要国における人員削減などによる不確実性に満ちているものの、各セクターに投資機会が存在しています。

欧州企業は、高金利、パンデミックの長引く影響、エネルギー価格の高騰、消費者マインドの後退などを特徴とする混乱を経験してきました。2024年には若干の改善が見られたものの、欧州全体にわたって依然として厳しい状況にあります。インフレの動向が不透明であったことから、金利の引き下げは以前想定されたよりも遅れています。企業はパンデミックに端を発する流動性の問題に引き続き取り組んでいます。また、相当数の企業が、パンデミック後の収益性低下に苦しんでおり、それ以前の収益性水準に戻ることができずにいます。

2024年の主な傾向:

1. 協力協定の増加

協力協定は、特に大規模な債務再編において債権者間の侵害や、スポンサーによる債権者の侵害への対応策として、欧州で活発に利用されるようになってきました。欧州では、既存債務の見直しを行なうライアビリティ・マネジメント・エクササイズ（LME）は以前はそれほど利用されていませんでしたが、2024年には資金調達に苦しむ企業が、債務再編に向けてより積極的な方策を必要としたため、この利用が増加しました。債権者は自らを守るために、協力協定によって、集団として与信契約以外の部分において一定のルールに従うことに同意します。これは、すべての債権者に恩恵をもたらす追加的保護策として利用されてきました。2024年には、Dish Network、Altice、iHeartMedia、Ardagh、Bausch Healthなどの企業に対する債権者間で大規模な協力協定が締結されました。この傾向は2025年に減速するとは考えていません。

2. 経済環境の違い: 欧州対米国

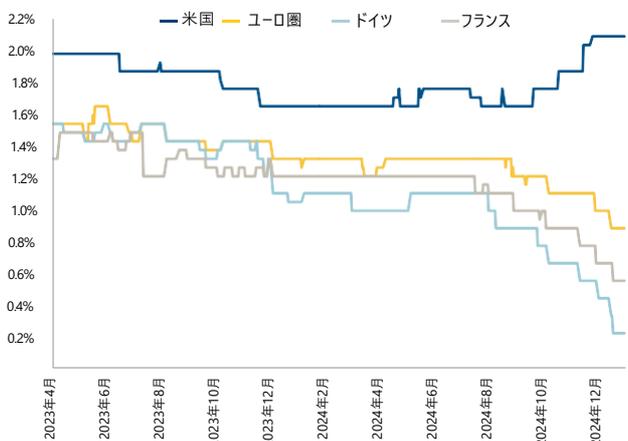
2024年に入って最初の市場をめぐる議論は、米国経済がソフト・ランディングを達成できるかどうかということでした。結果として、米国経済は健全な成長を続け、インフレを抑制し、労働市場も底堅さを維持しています。欧州はこれと対照的です。欧州の主要国の大半が景気後退の瀬戸際にあり、大手企業は人員削減を進め、フランスやドイツでは政治的混乱が続き、ウクライナや中東といった欧州国境、周辺地域では紛争が続いています。この結果、米国とユーロ圏の景気循環には、はっきりとした相違がみられるようになりました（図表1）。2025年についてもGDP成長率の見通しは弱含みで推移しており、欧州域内の景気は冷え込んでいる状況にあります。

3. 資本市場の活動: 債務の再評価と条件変更・延長取引

欧州の資本市場は、債務の再評価（リプライシング）や条件変更・延長取引の影響を大きく受けています（図表2）。しかし、レバレッジが高く、デストレストに陥った発行体が、このような取引を用いて持続可能なバランスシートを構築するには、しばしば、スポンサーの支援を必要とするようになりました。実際にいくつかの事例において既存株主は財務上の困難に対処するために支配権を放棄しました。

「欧州の資本市場は、債務の再評価（リプライシング）や条件変更・延長取引の影響を大きく受けています。」

図表1: Bloomberg 2025年GDP コンセンサス予測



出所: ブルームバーグ、2024年12月時点

図表2: 欧州のレバレッジド・ローン市場の動向



出所: JPMorgan、Pitchbook LCD、2024年11月時点
「延長」データは2017年以前は入手できません

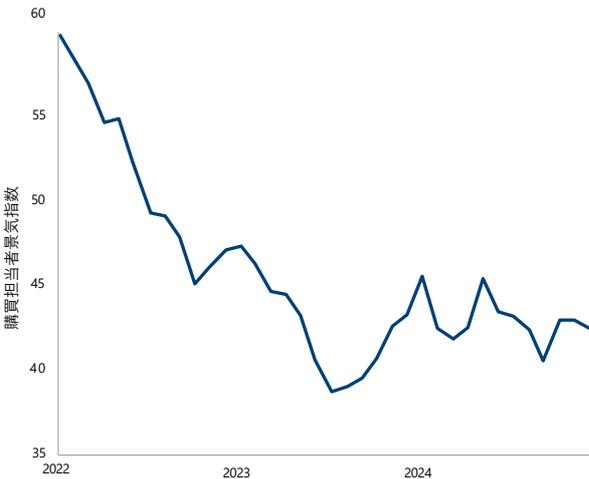


2025年の見通し

2025年に入り、欧州先進国の健全性に大きな疑問符がついています。この状況はスペシャル・シチュエーション投資家にとって大きな投資機会になると見えています。2024年後半、経済大国であるドイツでは、Volkswagen、Bosch、Thyssenkrupp、Siemensなどの大企業が、業績悪化に対応するために数千人規模の人員削減を相次いで発表しました。12月に発表されたドイツの鉱工業生産指数は、経済が徐々に回復するという希望を打ち砕き、1%増の予想に比して、前月比で1%減となりました。また、製造業PMIも回復の兆しを見せませんでした（図表3）。

さらに、欧州主要国全体として政治的な懸念もあります。英国は現在、労働党政権下で、景気と消費者信頼感の悪化に苦しんでいます。一方、英国の長期金利は、本稿執筆時点で、2022年のトラス・ショックや、2023年の水準を上回っています。ドイツでは、シュルツ首相の不信任投票の後、連立政権が崩壊し、近く選挙が実施されることになりました。そして、フランスは2024年後半の解散総選挙の結果、議会での確固たる過半数を欠いたまま、再び波乱の年に突入しています。このような政情不安の結果として投資の減少、与信基準の厳格化、金利コストの上昇がもたらされるでしょう。

図表3:ドイツの製造業PMI



出所: ブルームバーグ、2024年12月時点

さらに、米国の関税が欧州市場に与える影響が懸念されています。特に米国へのエクスポージャーが大きいセクターについてはそれが顕著です。中東やウクライナなどの地政学的緊張は、引き続きエネルギー価格の高止まりをもたらし、これはほとんどの企業に対して収益性を低下させる影響を与えます。

「このような政情不安の結果として投資の減少、与信基準の厳格化、金利コストの上昇がもたらされるでしょう。」

私たちが注目する欧州の中堅企業市場は、経済悪化に対する耐性が低いこと、事業の多角化が進んでいないこと、銀行資金への依存度が高いことなどから、特に脆弱と言えます。

2025年に注目するセクターは次のとおりです。

- **BPO:** ビジネス・プロセス・アウトソーシング（例えば、顧客サービスのアウトソース）企業は、AIの影響に対する懸念からバリュエーションが低下しています。しかし、AIへの移行は時間をかけて徐々に進むと見られており、この状況によって過去半年間で数多くの投資機会が生まれています。
- **自動車部品:** 自動車部品企業は、自動車生産台数の減少、大手完成車メーカーの工場閉鎖、中国との競争激化、内燃機関から電気自動車への移行などにより、総じて苦戦しています。その結果、多くの企業が財務の適正化に向けたリストラを進めています。
- **公益事業:** 英国の水道セクターは、非常に高い債務水準、公共料金に対する政治的反応、規制の複雑さから困難に直面しています。2024年はテムズ・ウォーターを取り巻くニュースが多く見られましたが、2025年にはさらなる投資機会を見込んでいます。
- **エネルギー・海運:** 原油価格の下落とマクロ経済に対する懸念を背景に、両セクターとも2024年は低調となりました。エネルギーセクターと同セクター内の一部企業は、利益とキャッシュフローの改善による恩恵を受ける可能性があります。海運業界では、世界の海運企業のかなりの部分をブラックリストに載せるという新たな国際政策によって、その対象とならない企業が利益を得る可能性があります。

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