



ディストレストに近づくストレス 欧州中堅企業における投資機会



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

2024年3月

2024年に入り、各国の中央銀行は、世界的な経済成長を支え、金利を高く維持し、雇用をほぼ守り続ける完璧な形の利上げサイクルという、考えられないようなことをやってのけたように思えます。しかし、物語の終わりや勝利を告げるにはまだ少し早いでしょう。「一世代に一度」と言われるデフォルト・サイクルは、予想されたものとは違うものとなっているようです。

では、企業の財務悪化とデフォルトの見通し、特に欧州の中堅規模の市場においてどのような状況になっているのでしょうか。そして、なぜこれが投資家にとって重要なのでしょうか。

本レポートでは、投機的格付の負債に影響を与える次のような要因について考察します：

- 市場の変化
- 現在の資金調達環境
- マクロ経済の逆風
- 投資家にもたらされる絶好の投資機会

アセットクラスの誕生

レバレッジド・ファイナンス（投機的格付の負債）は、過去20年間で急速に拡大した資産クラスです。格付がBB+以下の債券と定義され、ハイ・イールド（HY）、レバレッジド・ローン、プライベート・クレジットを含むこの市場は、2000年12月の0.5兆ドルから5.3兆ドルへと960%増加という驚異的な成長を遂げました。

“このような変化は、レバレッジド・ファイナンスの質とリスクに対する見方の本質を変えるものであり、重要な意味を持っています”

下の図表を見ると、これらの負債の種類が常に等しく存在していたわけではないことがわかります。世界金融危機（GFC）後の数年間は、多くの発行体が、クーポン支払いのコストが低いことから、ローンやプライベート・レンディングなどの変動金利型債務による資金調達を選択しました。その結果として、これらの分野は急速に拡大しました。

金融危機後のもう一つの現象は、銀行によるリスクの高い資本への融資が規制され、その結果、銀行がHY債市場での公募債を通じて大企業に融資することに注力するようになったことです。

このため、中小企業に対する資本的支援に空白が生じました。この空白を埋めるために登場したのが、プライベート・クレジットとCLO（ローン担保証券）市場です。

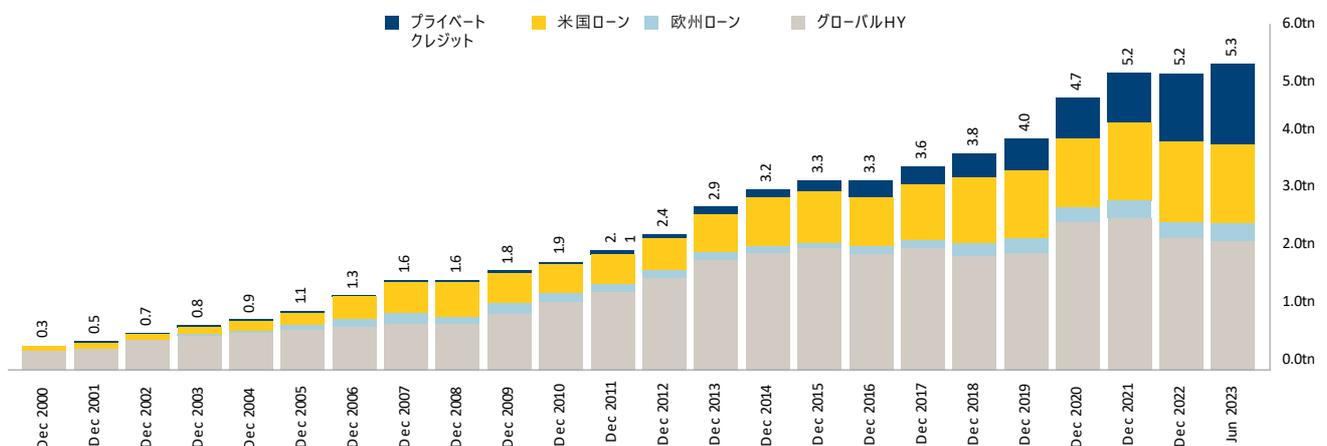
前者は、相対で流動性の無い形式でローンを提供します。後者はシンジケート・ローン市場からローンを購入し、異なるリターンとリスクを投資家にもたらすリスク・ウォーターフォールを作ります。

どちらも、低金利環境、金利の低下、安定した成長、穏やかなインフレという状況を利用して、資金調達の需要増加に対応するものでした。これはまた、信用格付の低い小規模な民間企業（通常、シングルBやCCC、またはそれに相当する格付）に資金調達の道を提供しました。それと同時に、このような発行体が伝統的なHY市場に含まれることで、HYインデックスの有用性が高まりました。

このような変化は、レバレッジド・ファイナンスの質とリスクに対する見方を変えるものであり、重要な意味を持っています。今日、HYのスプレッドは、現在の利上げサイクルの局面を考えると、奇妙なほどタイトな水準にあります。デフォルト率は4～6%の範囲になると予想されていますが、これはストレスが発生する場所について誤った見通しを与えています。ローンでは9%にもなると予測されています。一方で、プライベート・クレジットではデータを入手しにくく、それと同程度になる可能性もあれば、それ以上になる可能性もあります。



図表 1: レバレッジドファイナンスの運用規模 (兆米ドル)



出所: プライベートクレジット – Preqin (drawn/deployed capital)、グローバルHY – Ice BAML; ローン – LCD, 2023年7月

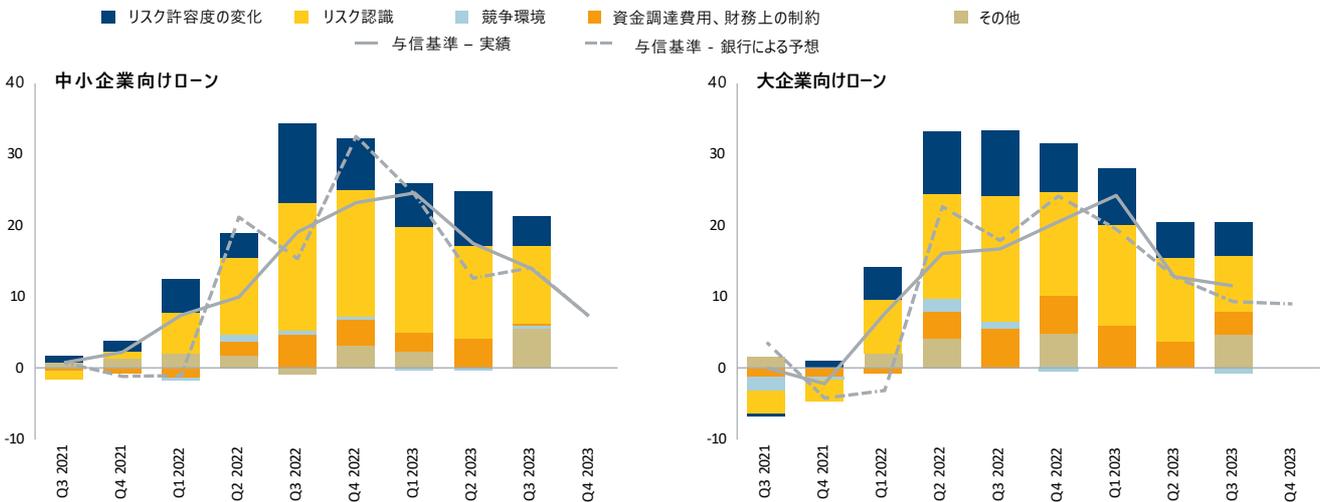
現在の資金調達環境

企業の借入能力を取り巻く環境を知るには、2つのデータに注目すると良いでしょう。借入金利、そして金融機関の与信基準です。規模が大きく財務状況に余裕があり、キャッシュフローが豊かな企業は資本市場にアクセスすることができます。しかし、事業に課題がある企業は、過酷な高金利や、厳しく制限されたコバナンツが適用される可能性が高いと思われます。

ローンやプライベート・デットでは、借入金利の上昇の結果、インタレスト・カバレッジ・レシオ（事業利益が金利負担をどの程度カバーしているかの指標）が著しく低下しました。ローン、HYともに過去2年間に発行額が減少しましたが、2024年には、多くの借り手が既存債務の満期を迎え、新たな資金調達を求めることになり、資金調達市場に戻ってくると予想されます。

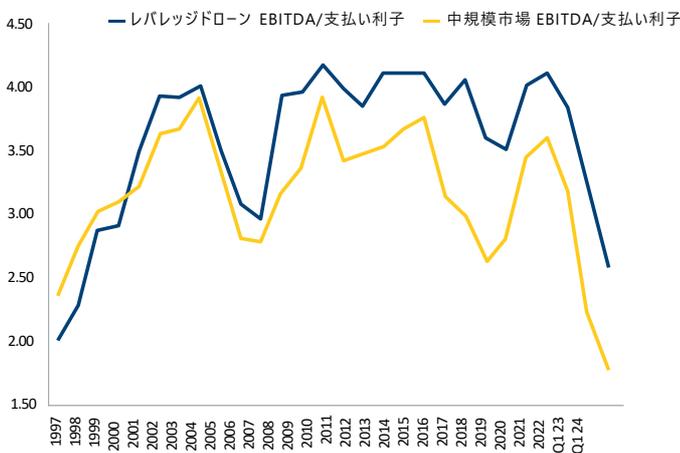


図表 2: 中小企業、大企業に対する与信基準の変化とその要因（厳格化した銀行の割合、%）



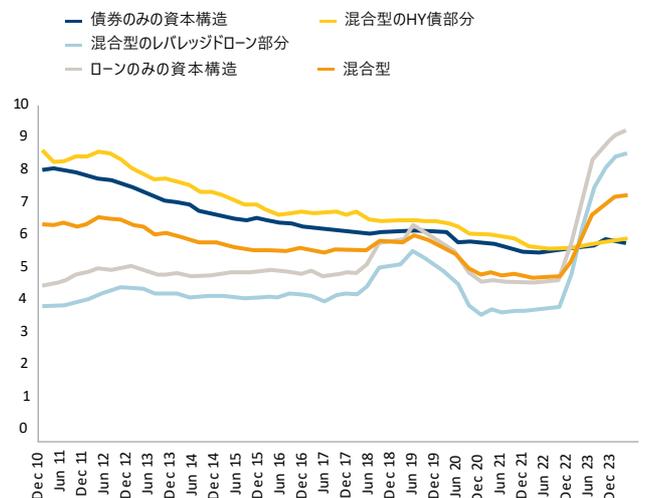
出所: ECB Bank lending survey (BLS), 2023年7月

図表 3: ダイレクト・レンディングのインタレスト・カバレッジ・レシオは低下



出所: Pitchbook LCD、ダイレクト・ローンの代表として使用される中規模市場、2024年1月

図表 4: 米国レバレッジド・ファイナンスの平均的な利払い



出所: Bloomberg、Morningstar LCD、Goldman Sachs Global Investment Research、2024年1月

HY市場では最近、金利引き下げ観測を背景に借入コストが低下していますが、変動金利債については依然高止まりしており、実際の金利低下が生じるまでは、借り入れコストも低下しないと思われます。

“より強力なビジネスモデルと収益を持つ企業の資金調達は、需要が殺到する可能性が高いでしょう”

いずれにせよ、企業にとって試金石となるのは、さらなる資金調達に対して市場がどう反応するかです。より強力なビジネスモデルと収益を持つ企業の資金調達は、需要が殺到する可能性が高いでしょう。欧州HY市場で透明性があるところを見ると、CCC格は今や20年で最も高い水準で取引されていることがわかります。弱い立場にある借り手は、市場の平均よりも3倍以上の利子を支払わなければならないということです。

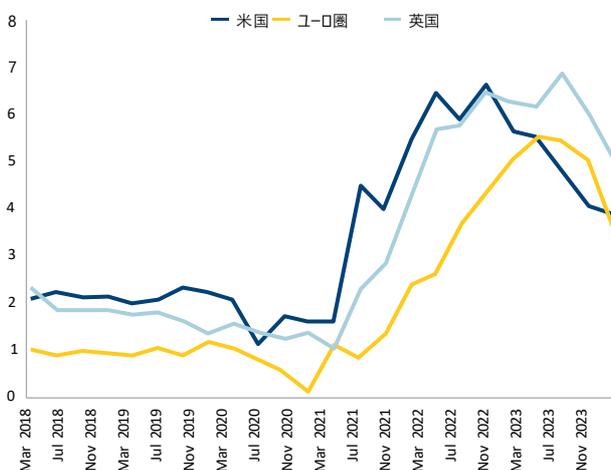
マクロ経済の逆風

金利上昇以外にも借り手に影響を与える主な要因が3つあります：

- 賃金上昇圧力を含む高いコアインフレ
- 世界貿易と需要の変化
- 財政引き締め

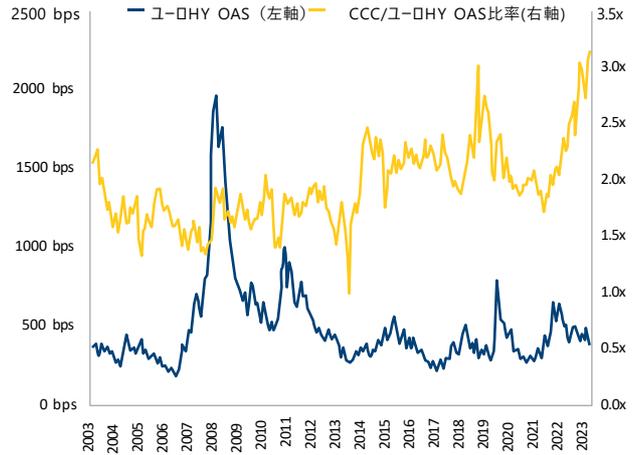
FRBによるハト派的な方向転換と、昨年第4四半期を通じて的世界的な総合インフレ率の低下を受けて、米国、英国、ユーロ圏の将来の金利予測は現在、100bps以上の利下げを織り込んでいます。これは、現在の経済データが示すよりもハードランディングの状況となることを意味します。一方、このような利下げ観測を背景に、債券を含むリスク資産は急騰していることから、リスクはよりダウンサイドに偏っていることを示唆しています。

図表 6: コアCPIインフレ率 (% yoy)



出所: Fitch Ratings, SBLs, Eurostat, ONS, Haver Analytics、2023年11月

図表 5: 欧州HYインデックスに対するCCC格のスプレッド



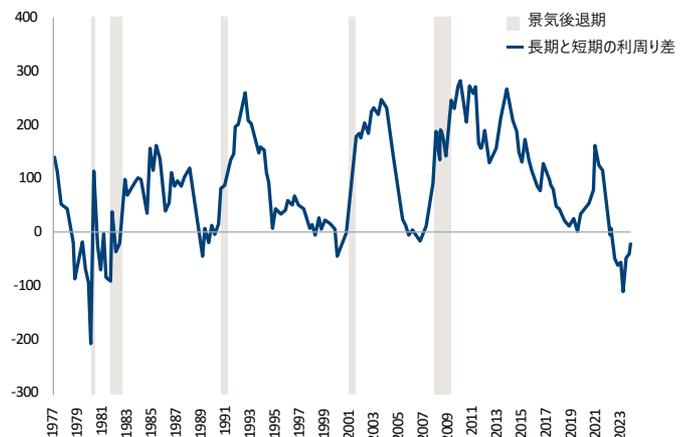
出所: Bloomberg、2023年12月

米国の経済データはソフトランディングを示唆しているかもしれませんが、それを判断するのは時期尚早です。金利ショックの影響はまだ本格的に市場に現れていません。インフレは低下していますが、これは需要の冷え込みによるものではなく、供給圧力の緩和と、原油価格の下落によるデフレ効果などによる商品価格の低下によるものです。

“遅効性とは、時間がかかるだけでなく、その期間も変化するということである。つまり、原因から結果までの時間はその時々によって異なり、予測することは困難である” ミルトン・フリードマン

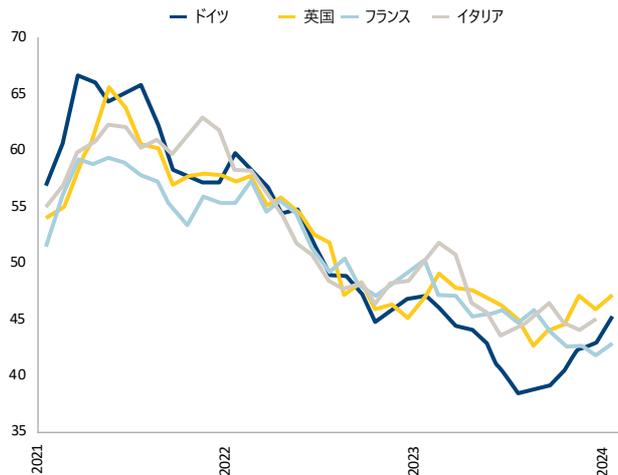
米国の雇用統計と成長率は引き続き力強い数字を示しています。雇用が好調を維持する中で、賃金上昇圧力と消費意欲が持続的なインフレを支えているようです。

図表 7: 米国の景気後退は、イールドカーブがスティープ化した後、または逆イールドが解消した後に生じることが多い



出所: GFD, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank、2024年1月

図表 8: ユーロ圏製造業PMI

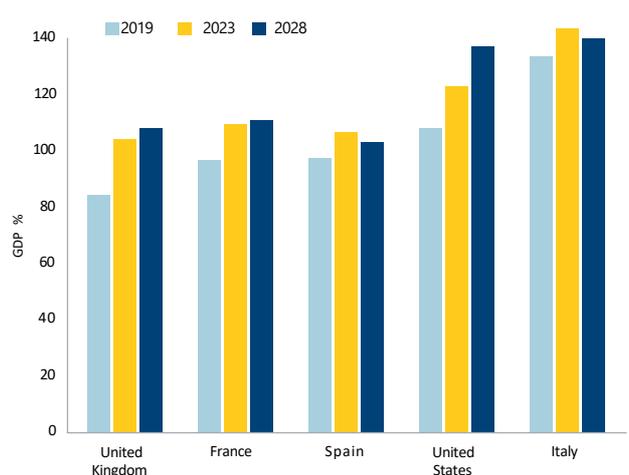


出所: Fitch Ratings, S&P Global HCOB, Haver Analytics, 2023年11月

今のところ、金利は引き下げに向かうと思われませんが、そのスピードと行き着く先は議論の余地があります。金利上昇の影響として景気後退の可能性があります。欧州では景気後退の可能性が高い一方、米国では景気後退が回避されたかどうかを知るには時期尚早です。景気後退の予測因子として正確な科学的根拠はありませんが、一般的に使用される2年10年の逆イールドカーブで見ると、景気後退は通常、金利がピークに達して初めて発生し、逆イールドカーブが解消した後に発生することが多いことに留意すべきでしょう。

その他の課題として、世界的な貿易と需要、そして量的引き締めが、事業環境にさらなる影響を与えそうだということです。欧州では、中国の景気減速が経済活動に影響を与えています。ドイツなど主要国のPMIが低調なことは、需要減退の兆候を示しています。世界貿易では、より広範に、供給ショックと保護主義が供給ルートの見直しの必要性を煽っています。

図表 9: 対GDP政府債務は上昇が見込まれる



出所: Fitch Ratings, 2024年1月

紅海の世界航路の問題は、予期せぬ外的ショックがいかんにか生産を圧迫するかを示す一つの例に過ぎません。海運コストの上昇がさらなるインフレ圧力につながり、主力商品の価格低下に対する逆風となることはすぐに分かります。

“欧州では、中国の景気減速が経済活動に影響を与えています”

パズルの最後のピースは、各国政府の財政状況です。現在、英国や米国などは、赤字が戦時中の予算に近いものとなっています。ほとんどの先進国の債務残高の対GDP比は拡大しており、それが借入れコストの上昇圧力となって現れるかもしれません。財政が困難な状況に陥っていることは、低迷する産業や貿易関連の不振に対して、政府が支援策を提供する際の能力を制限することにもなるでしょう。



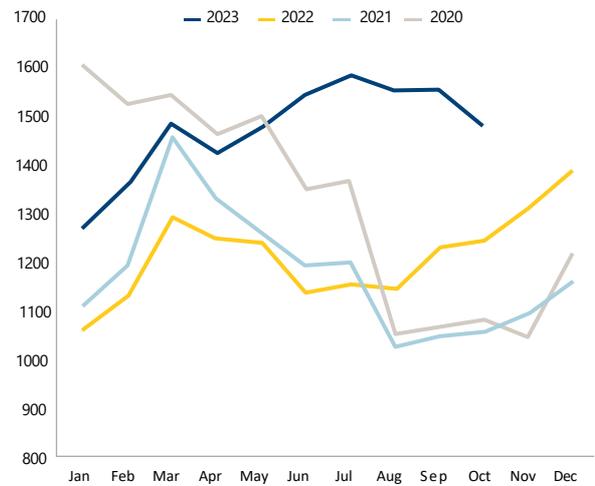
投資家にとっては何を意味するのか?

借り手の課題は、中小、中堅企業に集中しつつあります。経済的ストレスがあまりなかった時期に急速に借入れを拡大させたことが、多くの借り手の困難につながっています。

この困難には、成長率の低下、インフレ率の上昇、金利の上昇、貿易や外需の混乱などの経済的要因から、借入コストの上昇、与信基準の厳格化、投資家の需要の変化などの直接的な影響までが含まれます。私たちの予想では、大企業は、この嵐をうまく切り抜けられると思いますが、中小企業はおそらく大きな影響を受けることになるでしょう。欧州の倒産件数はすでに厳しい数字を示しています。

今日、リスク資産の価格と金利フォワードの動きを見てみると、市場はこうした問題を全く織り込んでいないことから、リスクはダウンサイドに偏っています。投資家は、景気後退が深刻化する環境下で、ポートフォリオのヘッジに役立つ戦略、あるいはそのような環境でリターンの向上につながるような戦略を検討するのが賢明であると思われます。

図表 10: ドイツの債務超過件数は高い水準



出所: Halle Institute for Economic Research、登録されていない企業は含まれていない、2023年12月

執筆者

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



2020年10月、ブルーベイ・アセット・マネジメント（現在はRBCグローバル・アセット・マネジメントの傘下）の先進国市場スペシャル・シチュエーション部門ヘッドとして入社しました。スペシャル・シチュエーションとディストレスト投資において30年の経験を有し、過去にはブランタイヤ・キャピタルの投資部長、マラソン・アセット・マネジメントの欧州CIO、リーマン・ブラザーズの欧州ハイイールド&ディストレスト部長を歴任しました。それ以前は、スタンダード・バンクでアジア・ディストレスト・チームのヘッドを務め、ブリティッシュ&COMMONWEALTH・マーチャント・バンクのストラクチャード・ファイナンスと不動産ファイナンスからキャリアをスタートさせました。ケンブリッジ大学でランド・エコノミーの修士号、ヘリオット・ワット大学で経済学の学士号を取得。

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。

| ロング・オンリー戦略 | | | | | オルタナティブ戦略 | | |
|----------------|-------|---------|---------------|-------|------------------|---------------|---------------|
| (年率、税抜き) | | | | | (年率、税抜き) | | |
| 投資対象 | 投資適格債 | エマージング債 | レバレッジド・ファイナンス | 転換社債 | 運用戦略 | トータルリターン | 絶対リターン |
| 運用管理報酬 (上限) | 0.40% | 0.70% | 0.70% | 0.65% | 運用管理報酬 (料率範囲) | 0.50% - 1.10% | 0.90% - 1.35% |
| | | | | | 成功報酬 (料率範囲) | 0.00% - 20.0% | 0.00% - 20.0% |

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