

スペシャル・シチュエーション: 不確実性から生まれる機会



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



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

2026年7月

「私たちの分析によると、スペシャル・シチュエーションへの配分を追加することは、様々なポートフォリオ構築においてリスク調整後リターンを改善する可能性があります。」

スペシャル・シチュエーション投資において、ボラティリティと資金調達ストレスは単に乗り越えるべき課題ではなく、魅力的なリターンを可能にする条件そのものです。

ポイント:

- **構造的に豊富な投資機会:** 欧州の中堅企業市場は、資金調達オプションが限られていること、かつ投資家間の競争が減少していることから、引き続き豊富な投資機会を提供しています。
- **過去最高の投資機会:** 私たちのスペシャル・シチュエーション・チームの投資候補ウォッチリストは、イラン紛争以前からすでに過去最高の水準にありました。
- **魅力的なポートフォリオ分散効果:** 私たちの分析によると、スペシャル・シチュエーションへの配分を追加することは、過去に見られたような魅力的な絶対リターンと伝統的な資産クラスとの低い相関性により、様々なポートフォリオ構築においてリスク調整後リターンを改善する可能性があります。

スペシャル・シチュエーション投資とは、資金調達の課題や特定のイベントに直面している企業を特定し、その債券価格が予想される結果に対して過度に割安となっている可能性がある状況に投資することです。

これらの戦略は、借り換えストレス、需給の歪み、複雑な状況、流動性ギャップ、イベント固有の状況、そしてより広範なマクロ経済のボラティリティを活用して成果を上げます。マクロ経済の「ショック」が頻発する世界において、スペシャル・シチュエーションの投資機会は引き続き魅力的です。

欧州の中堅企業市場における投資機会がなぜこれほど魅力的なのか、なぜ私たちのウォッチリストが過去最高水準にあるのか、そしてスペシャル・シチュエーションへの配分が投資家のポートフォリオにどのようなメリットをもたらすのかについてご説明します。

欧州の中堅企業市場がなぜこれほど魅力的なのか

欧州の中堅企業市場は投資家にとって豊富な投資機会であり続けると考えています。主な理由は以下の3点です。

- 構造的な債務返済能力の低下:** 欧州の中堅企業は、1億〜5億米ドルの債務を保有する資本構造の企業とおおむね定義できます。これらの企業は一般的に製品や地域による多様性に乏しく、ストレス耐性が低い傾向にあります。また、大企業と比較して資金調達へのアクセスが制限されていることが多く、既存の債務に対して高い金利を支払っている企業は、資本市場を通じた借り換えに苦勞する可能性があります。その結果、銀行への依存度が高まっていますが、銀行は近年、与信基準と要件を厳格化しています。こうした状況がスペシャル・シチュエーション投資家が果たすべき役割を生み出しています。

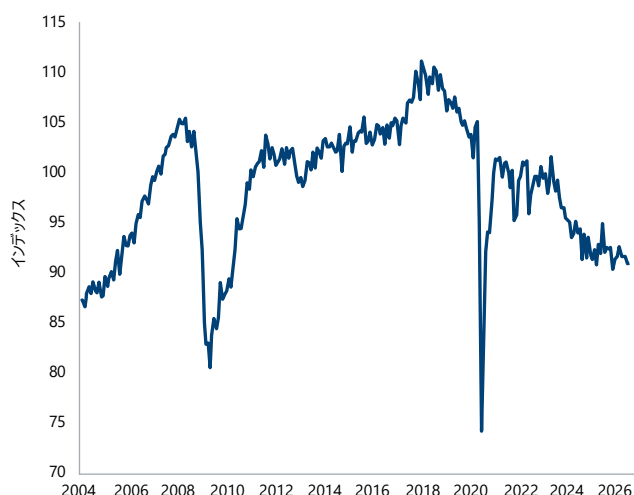
ii) シクリカル（景気敏感）な圧力が投資機会を拡大: 欧州のマクロ環境は再び悪化しており、コロナ禍やロシアのウクライナ侵攻に伴うエネルギーショックに起因する従来の成長鈍化にさらに拍車をかけています。これらの出来事から4年が経過した現在も、欧州最大の経済大国であるドイツの鉱工業生産が悪化を続けていることは注目に値し、同地域が直面する構造的な課題を反映しています。

中東のエネルギー供給危機がインフレを押し上げ、借入コストが上昇し始める中、同地域は再びディストレス（経営困難）の震源地となっています。継続的な生活費危機は、支出の先送りやトレードダウン（安価な商品への切り替え）といった消費者行動を定着させる可能性があります。米国の関税は追加的な逆風となっています。米国とイランの戦争による混乱も、湾岸地域からの石油に依存している欧州諸国、特にイタリアと英国において投資機会を増加させる可能性があります。

これらの要因は、需給の問題、あるいは単純なコストインフレに波及し、利益率と収益性を圧迫するリスクがあります。流動性が限られ、レバレッジが高い企業は、借り換えやその他の形態の支援を必要とする可能性があり、ディストレス投資家に投資機会の拡大を提供しています。

「当社のウォッチリスト上の投資機会の絶対数は過去1年間で急増し、過去最高水準にあります。」

ドイツ、鉱工業生産、固定価格、季節調整済み



出所: Macrobond、2026年6月

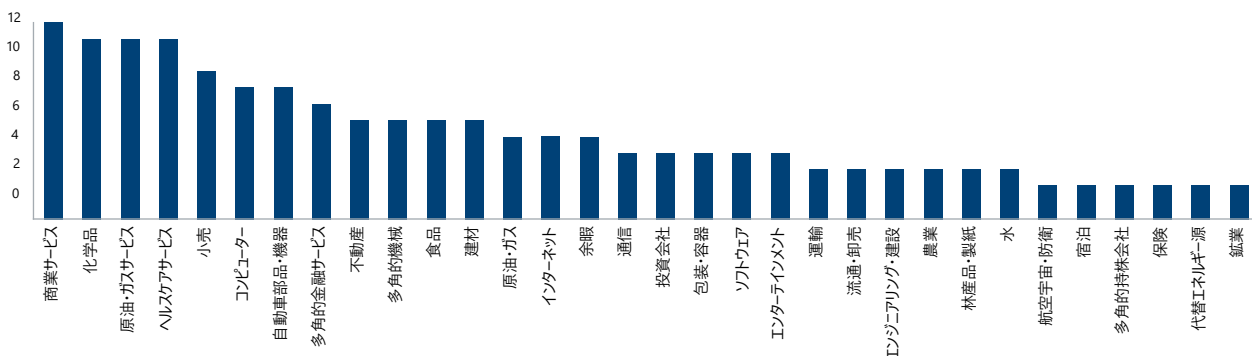
iii) 投資家間の競争が少なく、より良い条件: 欧州のスペシャル・シチュエーション投資市場は、いくつかの非常に大規模なファンドが支配しています。欧州の中堅企業がリストラクチャリングや借り換えを必要とする場合、必要な投資規模は大企業と比較して通常小さくなります。最大規模の投資ファンドにとって、これらの小規模な案件からの潜在的リターンはファンド全体に対するインパクトが限定的であり、参加意欲が低くなります。その結果、潜在的な投資家間の競争は低くなり、条件やリターンの可能性がより魅力的になります。

投資可能な機会の数は増加するのでしょうか？

私たちのウォッチリスト上の投資機会の絶対数は過去1年間で急増し、過去最高水準にあります。

これらは特定の1つや2つのセクターに限定されるものではなく、現在の投資機会は多様で、幅広い業種にまたがっています。過去の景気後退はよりセクター固有のものであったかもしれませんが、現在はほぼすべてのセクターが何らかの影響を受けています。

より幅広い業種にわたって拡大する潜在的な投資機会



出所: RBCブルーベイ、2026年2月。選択された業種を例示目的で表示しています。すべての業種を網羅しているわけではありません。

なぜスペシャル・シチュエーションはほぼすべてのポートフォリオで機能を発揮するのか

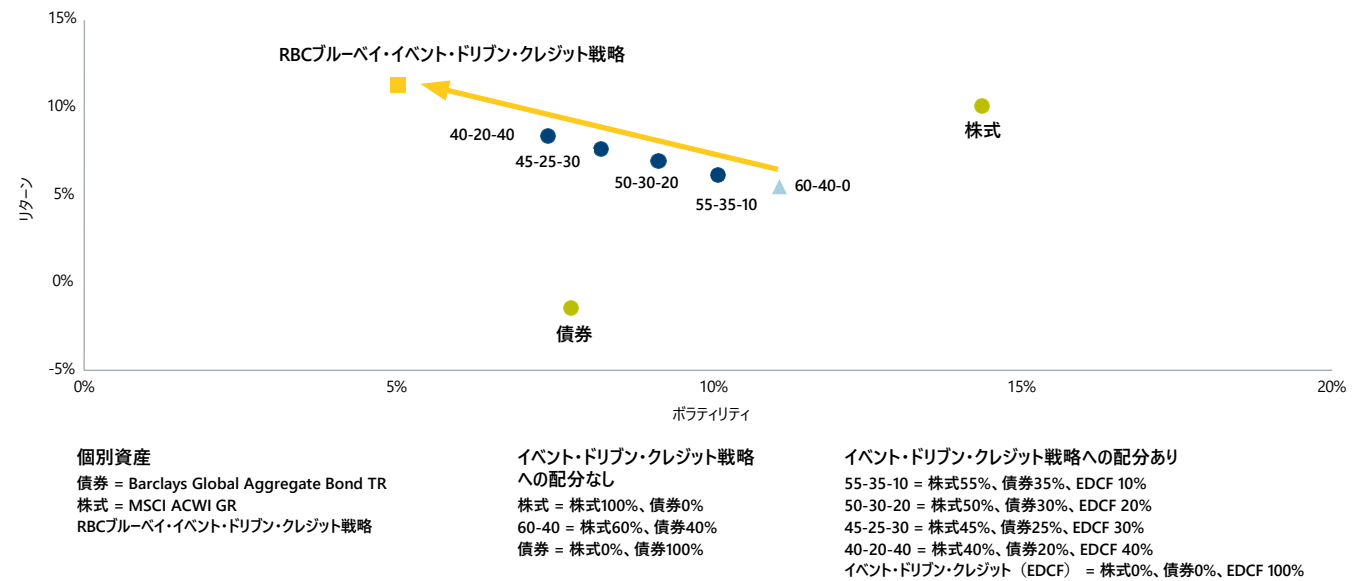
以下の分析は、ポートフォリオ構築におけるスペシャル・シチュエーション配分の可能性を示しています。魅力的な絶対リターンと伝統的な保有資産との低い相関性を持つ資産クラスを追加することで、投資家はポートフォリオ全体の効率性を向上させることができます。

効率的フロンティアのフレームワークを用いて、シンプルな伝統的ポートフォリオのリスクリターン・プロファイルを青色で表示し、これにスペシャル・シチュエーション投資の代表例としてRBCブルーベイベイ・イベント・ドリブンをクレジット戦略への配分を増やした場合と比較しました。

このデータは5年間のリスクとリターンを示しています。イベント・ドリブンをクレジット戦略への配分が増加するにつれてリスク調整後リターンが向上しており、その分散効果の可能性を示しています。

まとめると、この戦略をポートフォリオに追加することで、過去の実績ではリスクの比例的な増加なしにリターンが改善されてきたことが確認できます。

スペシャル・シチュエーションへの配分がポートフォリオ効率を改善する可能性
過去の実績は将来の結果を示すものではありません



出所: Morningstar。データ期間: 2021年4月1日から2026年3月31日。これらの数値は仮想パフォーマンスを示しています。仮想パフォーマンスは将来の結果の確実な指標ではありません。方法論: MSCI ACWI GR、Bloomberg Global Aggregate Bond TR、およびRBCブルーベイベイ・イベント・ドリブンをクレジット戦略の異なる配分。すべてのポートフォリオは年末に毎年リバランスされています。すべての情報は過去のものであり、例示目的のみです。一般的な投資家にとっての代表的な比較を提供するため、パフォーマンスは、ファンド設定時から2023年1月までの実際のユーロ建てグロス・パフォーマンスを米ドルにヘッジし、米ドル建てFシェアクラスの標準条件（運用報酬1.25%および成功報酬20%）を想定して報酬控除後で計算したものを表しています。2023年以降は、米ドル建てFシェアクラス（運用報酬1.25%および成功報酬20%）の実際のネット・パフォーマンスが使用されています。過去の実績は将来のパフォーマンスを示すものではなく、デリバティブ取引には大きな損失リスクが伴います。

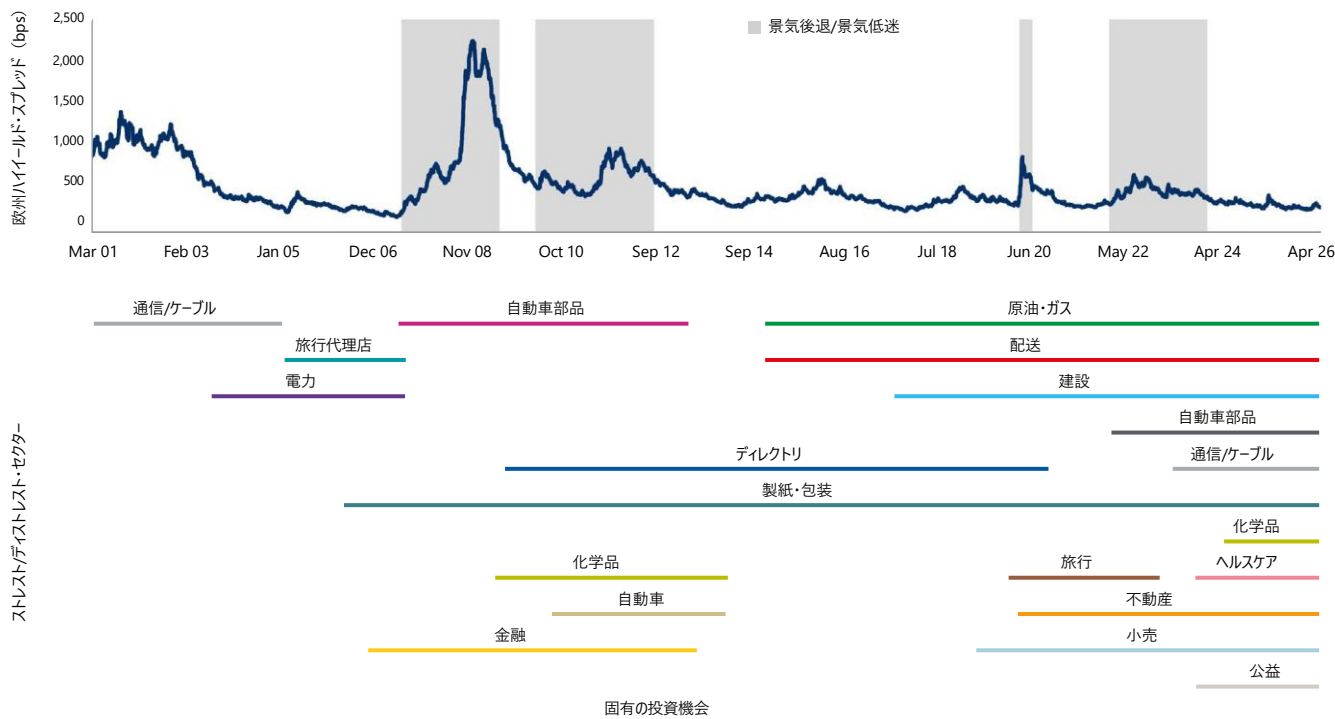


スペシャル・シチュエーション: 常に存在する投資機会

ディストレスト投資機会の数は景気後退時に急増する傾向がありますが、景気サイクルの合間でも、困難を抱えるセクターや企業は恒常的に存在します。

これらのタイプの投資機会は様々な景気サイクルを通じて常に存在しますが、その具体的な性質は、マクロ経済環境やセクター、業界、企業固有の要因によって形成され、時間とともに変化します。以下の図表は、ストレスまたはディストレスト状態にある企業を抱えるセクターの推移を示しています。つまり、スペシャル・シチュエーションは、一時的な投資機会ではなく、恒常的に存在する投資機会なのです。

常に存在する投資機会



出所: ICE BofA European Currency HY Index、2026年4月時点。
例示目的のみです。ここに図示されたまたは説明された傾向が継続する保証はありません。

不確実性から生まれる機会

欧州の中堅企業市場は、長年にわたりスペシャル・シチュエーション投資家にとって構造的に魅力的な投資機会を提供してきました。変化したのは、潜在的な投資機会の豊富さです。悪化するマクロ経済環境、高まる借り換え圧力、流動性の低下、そして広範なセクター別ストレスにより、私たちの投資候補ウォッチリストは過去最高水準に達しています。投資機会がこれほど明確で、これほど広範囲に及ぶことは稀です。

今日の状況は、マクロ環境のストレスが緩和しても消えないような投資機会が拡大しています。スペシャル・シチュエーションは常に存在する戦略です。というのも、1つのサイクルが終わると別のサイクルが始まり、ストレス、ディストレスト、イベント・ドリブンのサブ戦略間で投資機会がシフトし、その結果、継続的に投資対象が存在することになります。投資機会を特定するためのリソースと厳格さを持ち、案件を完遂する忍耐力を持つ投資家は、一貫して報われてきました。

これに加えて、ポートフォリオへの組入れを考慮すると、この戦略は魅力的な絶対的過去リターンの実績と伝統的な保有資産との低い相関性を有しており、リスク調整後のリターンを改善する可能性があります。レジリエントで相関性の低いリターンを求める投資家にとって、スペシャル・シチュエーションの利点はますます明確になりつつあります。特定のマクロ経済環境に依存して成果を上げる多くの戦略とは異なり、私たちのようなスペシャル・シチュエーション戦略は長期的に持続するように構築されています。

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 資産運用業協会会員、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になります。

(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	プロライアント戦略	
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