



表面は穏やか、しかし水面下では嵐の予兆: 欧州のストレートおよびディストレストにおける投資機会



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



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

2026年8月

ポイント:

- 欧州ハイ・イールド（HY）債のスプレッドが数年来の最低に近い水準で取引されているにもかかわらず、主に収益の弱さに起因するディストレスト企業は4年ぶりの高水準に急上昇し、欧州・中東・アフリカ（EMEA）全体で1,411社がディストレストに分類され、3年間で18.4%増加しています¹。
- セクターのディストレスト・リスクは特異なものではなく、システムックなリスクになりつつあります。地政学的ショック、貿易の混乱、経済成長の低迷、サプライチェーンの圧力、インフレ、借入コストの上昇、脆弱な信頼感といった様々なカタリストが、企業のファンダメンタルズに影響を及ぼしています。
- 国別の要因も見通しの悪化に寄与しており、欧州の経済大国の一部でディストレストが顕著になっています。
- 圧力を受けている企業にとって、自主的なリストラクチャリングを行う余地は狭まりつつあるかもしれませんが、クレジット投資家にとっては、現在の企業の経営困難を明日の潜在的なスペシャル・シチュエーションに転換する機会があります。

主要な欧州ハイ・イールド指数の表面は穏やかだが、水面下では嵐の予兆

一見すると、欧州ハイ・イールド債市場は嵐の状態にあり、指数のクレジット・スプレッドは数年来の最低に近い水準で取引されています（図表1）。このことから、投資家は投資適格未満の社債信用リスクを負うことに対して、あまり多くの対価を求めているように見えるかもしれません。

図表1: 指数のスプレッドは表面上穏やかですが、指数が常に深いストーリーを語るとは限りません²



出所: Bloomberg、ICE BofA、2026年6月30日時点

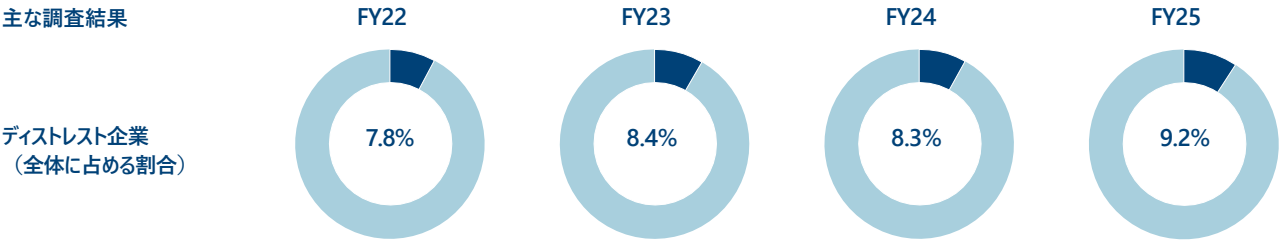
1 Alvarez & Marsal (A&M): 「The A&M Distress Alert」レポート、2026年7月。EMEAは欧州、中東、アフリカを指します。

2 ICE、Bank of America。HPC0は欧州通貨ハイ・イールド制約付指数を指します。データは2026年6月30日時点。

しかし、水面下では、主要指数のスプレッドが常により深いストーリーを語るとは限りません。当然のことのように思えるかもしれませんが、図表1の指数はストレスまたはディストレスト指数ではなく、幅広いクレジットの価格動向とパフォーマンスを反映したものです。これは重要な点です。なぜなら、この指数や他の類似の欧州ハイ・イールド・クレジット指数は、信用状況の悪化を覆い隠してしまうことがあるからです。

7月に発表された最新のAlvarez & Marsal（A&M）Distress Alertレポートは、まさにそのようなリスク・シナリオに光を当てています。2025年通期では、主に収益の弱さに起因するディストレスト企業は4年ぶりの高水準である9.2%に急上昇し、EMEA全体で1,411社がディストレストに分類され、3年間で18.4%増加しています（図表2）。

図表2: 懸念されるディストレストの増加



出所: Alvarez & Marsal（A&M）:「The A&M Distress Alert」レポート、2026年7月

各セクターのディストレストは特異なものではなく、システミックな逆風によって引き起こされています

A&Mレポートでは、ディストレストは裁量的消費と国際的サプライチェーンへのエクスポージャーが高い企業が最も深刻とされています。ファッション小売セクターが最もディストレストの割合が多いことを示しています。一方で、自動車および製造セクターでも前年比で最も急激な増加が見られます。しかし、これらだけではなく、分析対象のセクターの大部分で財務が悪化しつつあります（図表3）。

この困難な財務の増加傾向は米国とイランの戦争以前から存在していましたが、この戦争はその傾向を悪化させる可能性があります。実際、関税・貿易の混乱、経済成長の低迷、消費者信頼感の脆弱さというこれまでの状況に対して、この戦争は、世界的なコスト上昇とサプライチェーンの摩擦を加えています。販売量と利益率への圧力に加えて、インフレと金利期待の上昇が見られています。こうした既存の要因と新たな要因が相まって、企業収益、財務、経営議題に波及する逆風を生み出しています。その結果、ディストレストは今後18～24ヶ月でさらに増加すると予想されています³。

図表3: 各セクターのディストレストの状況⁴

セクター	ディストレスト企業の割合	トレンド*
ファッション小売	14.1%	🔴 +1.9ppt
化学・その他	12.0%	🔴 +1.7ppt
メディア、エンターテインメント、メディアサービス	11.7%	🟡 -0.1ppt
自動車	11.2%	🔴 +2.2ppt
専門小売	10.6%	🔴 +1.8ppt
製造	10.5%	🔴 +2.0ppt
エネルギー・公益	9.9%	🟡 +1.7ppt
ヘルスケア	9.9%	🟡 +0.9ppt
旅行、ホスピタリティ、レジャー	9.1%	🟡 +0.9ppt
建設	9.1%	🟡 +0.6ppt
ビジネスサービス	6.7%	🟡 +0.1ppt
消費者向け食品・飲料	5.9%	🟡 +0.8ppt

*FY25 対 FY24の変化 🟢 < -1ppt 🟡 -1ppt～+1ppt 🔴 > +1ppt

出所: Alvarez & Marsal（A&M）:「The A&M Distress Alert」レポート、2026年7月。

³ A&Mの調査結果、2026年7月。

⁴ A&M、2026年7月。上記は例示を目的としたものであり、ここに説明されたトレンドが今後も続くという保証はありません。

国別の要因がクレジット見通しのさらなる悪化につながっています

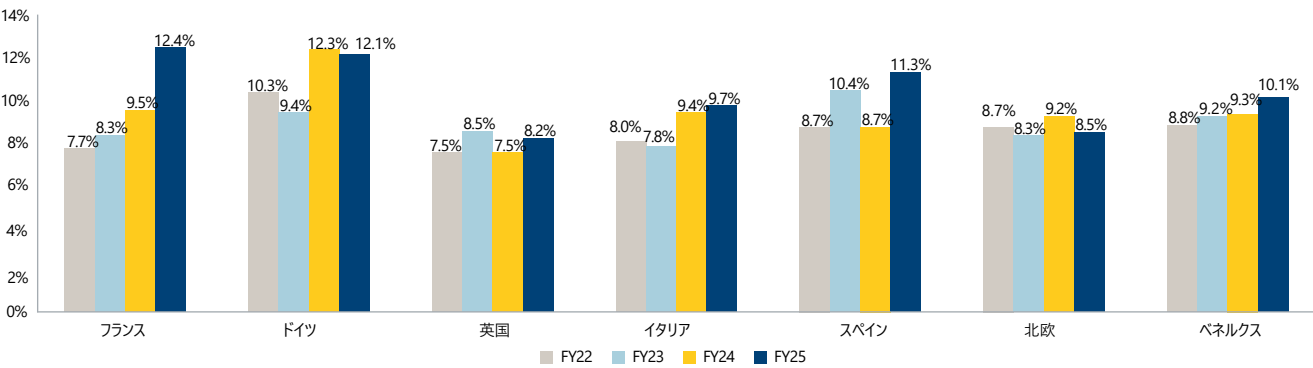
セクターレベルで見られる課題に加えて、国別の動向もさまざまな程度でディストレストの増加を引き起こしています。A&Mのレポートに記載されているように、それはディストレスト市場の第1位と第2位であるフランスとドイツで顕著です（図表4）。

フランスについての主要な懸念事項はコロナ禍で実施された国家保証付き融資の大部分が、この夏に返済期限を迎えることです。この差し迫った償還の壁は、すでに脆弱な企業の財務困難を加速させ、リストラクチャリングや倒産手続きの波を引き起こす可能性があります。

ドイツについては、同国の自動車部品サプライヤーが引き続きドイツのリストラクチャリングのテーマとなっています。受注の低迷、運営コストの上昇、競争圧力の激化という深刻な危機に陥っているこのセクターの企業は、回復への明確な短期的カタリストがないことから、特に困難な状況に直面しています。

こうしたディストレストは1つや2つの国に限定されるものではありません。ほぼすべての国および地域市場で増加しています。

図表4: 分析対象のほぼすべての国と地域で悪化するディストレスト状況⁵



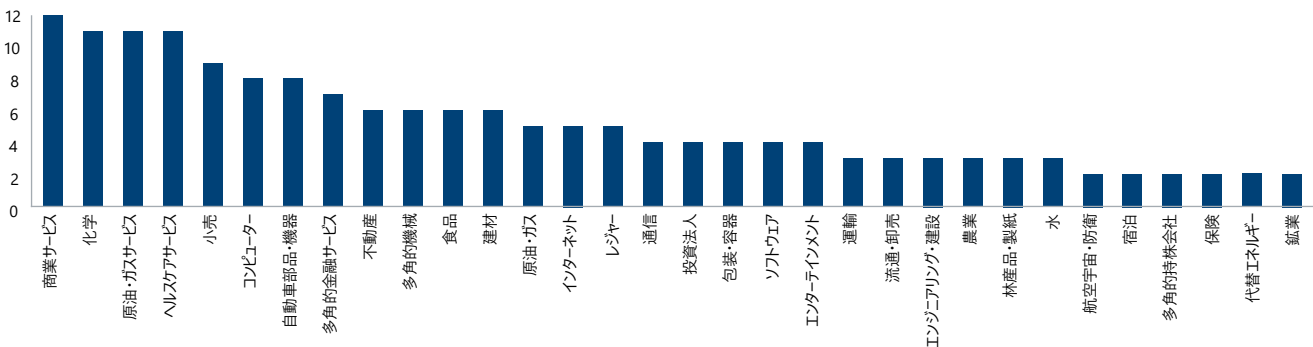
出所: RBCブルーベイ、Alvarez & Marsal（A&M）:「The A&M Distress Alert」レポート、2026年7月。

クレジット投資家には、ディストレストの豊富な投資機会が広がっています

圧力を受けている企業にとって、自主的なリストラクチャリングを行う余地は狭まりつつあるかもしれません。しかし、クレジット投資家にとっては、主要指数のタイトなスプレッドと企業のファンダメンタルズの悪化との乖離が、今後の豊富な投資機会を生み出していると私たちは考えています。

実際、私たちのウォッチリスト上の投資候補数は過去1年間で急増し、それまでの平均の3倍規模となり、過去最高水準にあります（図表5）。そして、こうした投資機会は1つや2つのセクターに限定されるものではなく、多様で、幅広い業種にまたがっています。過去の景気後退はいずれかの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。

図表5: 私たちのウォッチリスト上の企業数は過去最高水準⁶



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。

⁵ RBCブルーベイ、A&M、2026年7月。

⁶ 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。RBCブルーベイレポート「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」（2026年7月）より抜粋。

以下は幅広い投資機会を示す事例になります⁷:

■ **Antolin（内装部品を製造するスペインの自動車部品会社）**は、欧州の自動車生産台数の持続的な低迷と中国との競争の影響を受けています。10億ユーロ超の債務を抱え、収益の低迷によりレバレッジが上昇しています。2027年と2028年に到来する償還期限に対して、借り換えが困難となっており、このため、同社の債務は大幅なディスカウント水準で取引されています。争点となっているリストラクチャリング計画は、2026年9月または10月にスペインの裁判所で審理される予定です。

■ **Reno De Medici（イタリアの包装用板紙メーカー）**は、価格決定力の低下と原材料コストの上昇の中で、収益が急激に悪化しています。同社は2026年3月の利払いを履行できず、貸し手との間でリストラクチャリング交渉に入りました。合意されたリストラクチャリングの結果、貸し手は債券の50%を償却し、株式の95%と引き換えに1億ユーロの新たなスーパーシニアマネーフシリティを提供することになりました。

■ **AD Education（フランス本社の教育機関運営企業）**は、フランス政府がフランスの訓練システムである見習い制度への資金を大幅に削減する決定を下したことの影響を受けています。同社は7億ユーロのタームローンを抱えており、それは現在額面の約60%の価格で取引されています。一方で、投資家は、同グループの正常化されたランレート収益を判断するための入学者数を待っている状態です。

現在の環境は、私たちがモニタリングしているこうした企業に対して、スペシャル・シチュエーション投資の能力を発揮しやすい環境です。私たちは、収益の悪化、コベナンツ遵守余地の低下、債務償還の壁、構造的問題などの兆候を継続的に監視しています。そして、現在ディストレストを示している企業の一部は、明日の潜在的なスペシャル・シチュエーション投資の機会となる可能性が十分にあると、私たちは考えています。

⁷ ケーススタディの出所: RBCブルーベイ、2026年7月。上記は例示を目的としたものであり、証券または金融商品を売買するための推奨とみなされるべきではありません。

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