



BARINGS

私募信貸

直接融資： 現在是全球投資 好時機

霸菱洞察

對希望創造收益、保全資本及實現多元化的投資人來說，特別是在總經與地緣政治不確定性升溫之際，投資全球直接融資市場，可能是解方之一。



Tyler Gately
北美私募信貸主管



Orla Walsh
歐洲私募信貸董事總經理



Justin Hooley
亞太私募信貸主管

市場的演變

過去十多年來，直接融資的蓬勃發展吸引了許多投資人，也吸引了不少頭條新聞。北美是最大、最成熟的市場，在2010年至2024年間規模增加了三倍。目前的市場規模估計約為1.5兆美元，預計到十年後將達到近2兆美元。歐洲直接融資市場的規模大約是北美的一半，估計在5,000億美元到1兆美元之間，而且仍不斷成長。按資產管理規模而言，亞太已開發國家規模最小，但有長足的成長空間，目前資產管理規模約為280億美元¹。

這些市場令人印象深刻的成長不只在於規模。**特別是在過去的五年期間，從不同管道投資私募信貸都出現明顯增加。**過去直接融資主要限於保險公司和退休基金等機構投資人，如今直接融資的投資人基礎已相當龐大。在北美，商業發展公司(BDC)近來的崛起對此擴張做出重大貢獻。根據LSEG的資料，BDC的資產管理規模在2024年超過3,000億美元，其中約一半來自公開上市的工具，北美約有50家，其餘則來自非公開上市的BDC²。

全球直接融資市場概況



資料來源：霸菱、瑞士信貸、Preqin。截至2025年3月。*和大型銀行團市場相比之平均溢酬。
報價收益率的參考貨幣為美元(北美、已開發亞太區)和歐元(歐洲)。

沒有放緩的跡象

投資人對直接融資的配置也在演變。五到十年前，私募信貸在很大程度上被視為一種衛星策略，大多數機構投資人都集中在北美，對直接融資的配置比重約為1%，而這1%主要用於傳統的中型市場直接融資。**如今，許多有限合夥(LP)已將其私募信貸配置提高到20%以上，通常包含多項子策略並橫跨多個地區。**舉例來說，全球策略並非只狹隘地專注於北美或歐洲，而是著重於獲取各區域的相對價值，因而獲得更多人的關注。

1. 資料來源：Preqin。截至2025年3月。

2. 資料來源：LSEG LPC。截至2024年12月。

事實上，全球投資策略有多項優勢，尤其是有限合夥(LP)尋求更廣泛的企業投資。首先，它增加了潛在投資的機會，從而使私募信貸經理人能夠更有選擇性進行投資。**由於不同地區的競爭態勢時有起伏(以及差異)，因此全球投資策略也能讓經理人有效率地擴展多元化的投資組合，而無須在相對價值吸引力較低的時點、投資於特定區域的資產，而不會有壓力。**

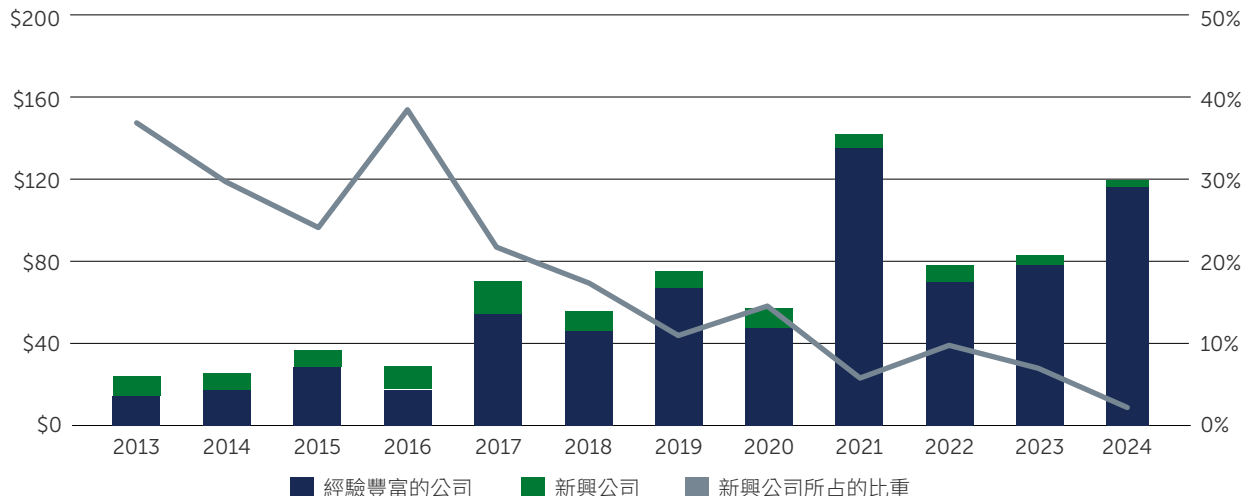
但全球策略就其本質而言是複雜的，需投資人與在不同區域設有據點的經理人合作，並徹底瞭解驅動每個市場的動力。

北美：最大且最成熟

除了是最大且最成熟的直接融資市場外，北美的競爭也非常激烈，過去五年來估計有500家新公司加入。儘管如此，交易流仍持續圍繞在較少、較大且較穩定的經理人(圖1)。舉例來說，**五年前，前20大經理人募集到市場35%的資金；2024年時，前20大私募信貸經理人募集到超過65%的資金³**。換句話說，競爭很激烈，但接觸點(尤其是傳統或真正的中間市場)卻縮小了。募資資料也顯示類似的趨勢，2024年新加入者僅占募資總額的2%⁴。

就市場結構而言，相較於歐洲和已開發亞太，北美更像是一個「俱樂部(club)」市場，這表示通常有多個債權人共同為一個債務人提供貸款。Club的特色在中高階市場最為明顯，交易規模可能非常龐大，有時甚至超過25位經理人。這些交易必須謹慎處理，因為很容易受到不利情況的影響，失去了直接融資的一些傳統優勢，例如在條件改變時可私下協商和重整交易條款。

圖 1：按經理人類型分類的直接融資資本募集(十億美元)



資料來源：Pitchbook。截至2024年12月31日。

3. 資料來源：Preqin。截至2024年9月。

4. 資料來源：Pitchbook。截至2024年12月31日。

然而，即使在債權人較少的小型交易中，擔任牽頭人或共同牽頭人也至關重要，將有助於經理人確保其投資組合在方法、文件和結構性保護方面的一致性，而所有這些都是影響長期績效的因素。

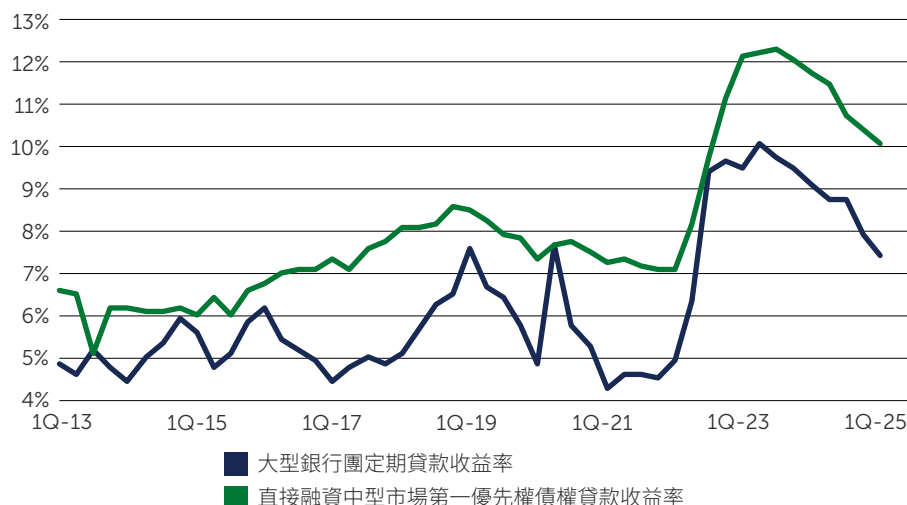
核心中間市場

北美的交易條件和定價結構主要取決於經理人交易的市場區域。概括而言，由於近年來購併業務稀少，市場上的交易流仍然有限。尤其是新的平台交易，供需嚴重失衡。雖然這導致整體定價緊縮，但利潤的壓縮在上層市場更為明顯。對於擁有龐大現有投資組合並有能力尋找差異化機會，以及透過場外發行或附加交易調配資金的成熟平台而言，交易流量低迷不是太大的議題。

核心中型市場的傳統第一優先權債權條款仍相對有利。儘管近期利差受到壓縮，但整體第一優先權債權的收益率仍相當具吸引力，截至今年3月的過去12個月，收益率約為10.5%⁵。歷史上中間市場提供的利差溢酬高於大規模銀行團貸款，這一點也仍然引人注目。

從歷史上看，霸菱北美直接融資策略的溢酬介於200至400個基本點之間，過去五年平均為250個基本點。⁶

圖 2：北美直接融資-來自流動性的溢酬(與大規模銀行團貸款相較)



資料來源：LSEG LPC。截至2025年3月31日。



2024年，

北美
前20大經理人
募集的資金比重
>65%

5. 資料來源：霸菱。截至2025年3月31日。

6. 資料來源：霸菱、瑞士信貸。截至2025年3月31日。



2024年

歐洲

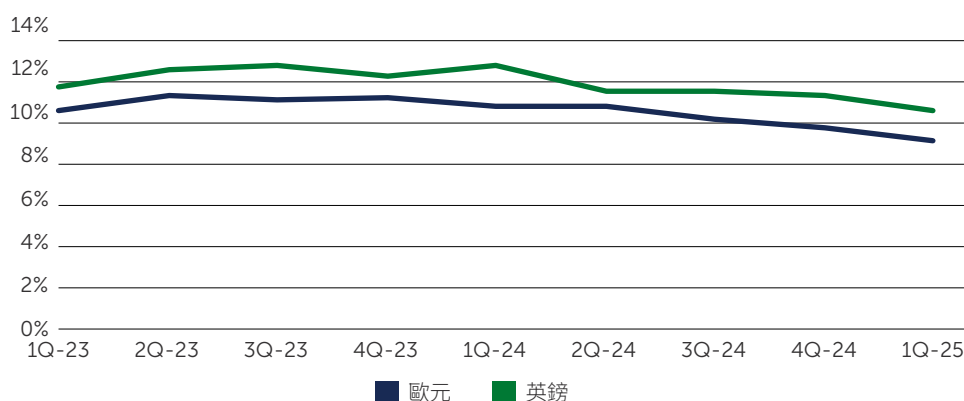
排名前五大經理人
占有所有已完成交易的
約50%

歐洲：成長與多元化

歐洲直接融資市場在過去十年經歷了重大的演變，與北美市場相似，但也有其獨特的動能。雖然有人估計歐洲私募信貸的發展比美國晚五到十年，但我們認為差距已經縮小(尤其是自新冠疫情以來)。

與北美的情況類似，這種成長主要是由銀行的緊縮政策所帶動。由於槓桿融資指導原則和其他法規不斷限制銀行融資，非銀行債權人便有機會介入，為銀行無法再支持的交易所提供資金。**尤其是在過去五年中，新的債權人紛紛加入。但就像北美一樣，有規模和現任的頂尖經理人也紛紛湧入。**在 2024 年，前五大經理人約占歐洲所有已完成交易的一半⁷。

圖 3：歐洲私募收益率在基準利率仍居高的情況下依然持穩



資料來源：KBRA DLD。截至2025年3月31日。

從定價及總收益率的角度來看，歐洲的利差最近有所縮減，截至3月底的過去12個月徘徊在620個基本點左右⁸。然而，由於基準利率仍居高，發起收益率仍持穩，截至3月的過去12個月約為9.5%，而2021年為7%，2023年為10.9%⁹。市場也繼續提供比大規模銀行團市場高250-300個基本點的溢酬¹⁰。這表明了，以及我們持續觀察到**私募股權(PE)贊助**人仍願意支付溢酬，以換取執行的韌性、可靠性和確定性-這在市場波動期間顯得更有價值。

7. 資料來源：Houlihan Lokey。截至2024年12月。

8. 資料來源：霸菱。截至2025年3月。

9. 資料來源：霸菱。截至2025年3月。

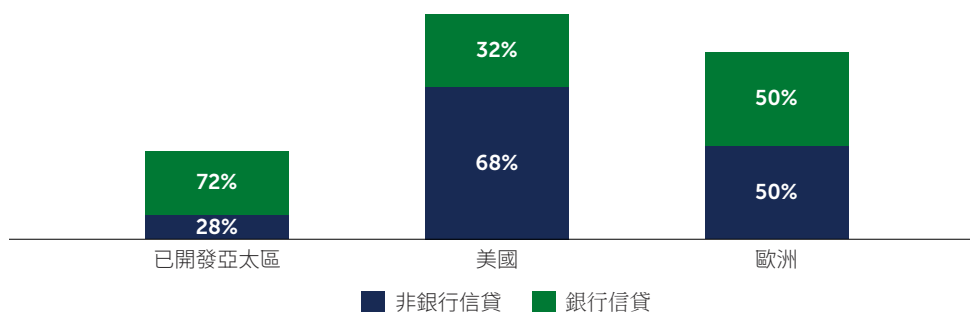
10. 資料來源：霸菱、瑞士信貸。截至2025年3月31日。

歐洲與北美之間的一個主要差異來自於歐洲許多地區的特殊性和監管的複雜性。就地理位置而言，英國是第一個大規模採用直接融資的國家，甚至在五年前，歐洲市場70%-80%的貸款發行量都發生在英國，接下來是法國、德國和比荷盧國家，最近則是西班牙和義大利等南歐國家。這些市場和司法管轄區都有自己的法律制度和稅制，進一步強調需要具備當地專業知識和語言技能的龐大且高度專業化的團隊。

已開發亞太區：長足空間成長

過去十年來，亞太地區的直接融資市場經歷了顯著的成長與轉型，但相較於北美與歐洲的同業，仍處於起步階段。這種演變的部分原因是亞太地區中型市場的成長，加速了以亞太地區為據點的企業之資金需求，並增加了對創新、靈活和高效融資解決方案的需求。與此同時，銀行作為中型市場資金的傳統來源，一直在收緊融資標準和縮減規模，這與我們在北美和歐洲看到的情況類似。**雖然非銀行債權人的增加導致更多的競爭，但整體效果是正面的，有助於增加供應量和更有效率的市場，以及更深層次的機會。**此外，即使銀行縮減規模，目前仍提供70%的融資，顯示隨著市場持續成熟，仍可長時間成長(圖4)。

圖4：按地區畫分的銀行信貸與非銀行信貸



資料來源：國際清算銀行。截至2024年9月30日。以銀行信貸除以私人非金融部門信貸總額計算。已開發亞太區指澳洲、紐西蘭、香港、新加坡、韓國及日本。

近年來，多家全球私募股權贊助人已進入市場，並募集了以亞太地區為重點的基金，進一步支持該地區的成長。這些贊助人中有許多在北美和歐洲直接融資市場擁有豐富經驗，他們正在尋找熟悉的優勢，例如靈活的結構、執行速度和確定性，這些都是非銀行所能提供的。因此，該地區的贊助人所募集的專用私募股權資金已大幅增加，目前的可投資資金水位(dry powder)已超過6,500億美元¹¹。隨著更多針對日益成長私募債權市場的基金被募集，這種趨勢看來可能會持續。亞太地區的信貸基金過往主要針對特殊情況及時機信貸，但現在已轉向傳統的優先直接融資，以支持贊助人的需求，並希望填補日益增加資金需求所造成的缺口，這導致越來越多全球和本地信貸基金募集資金。

11. 資料來源：Preqin、Bain & Company。2024年亞太地區私募股權報告。截至2023年12月。

已開發與新興國家的比較

亞太地區或許最為人知的就是其地域的多樣性，不同國家的吸引力和法律架構都有很大的差異。**我們認為已開發亞太區最具價值，尤其是澳洲和紐西蘭，以及新加坡和香港。這些市場的風險和報酬狀況與美國及歐洲的核心直接融資策略類似。**值得注意的是，這些國家的法規和破產法與其他已開發市場相似，國家主權信用評等與美國和歐洲相似，甚至在某些情況下優於美國和歐洲。台灣、南韓和日本也提供了越來越多的機會。相比之下，我們不會直接投資於中國、印度、印尼和泰國等新興經濟體，因為這些地區的特殊司法管轄風險較大，被視為更具挑戰性。

在已開發亞太區，中型市場公司往往是產業領導者並往往擁有主導性的市場占有率。這些公司的稅息折舊攤銷前利潤(EBITDA)的規模通常介於1,500萬美元至1億多美元之間，與美國和歐洲相似。槓桿比率也與這些市場的交易一致，有些甚至略低。定價的波動性向來也較低，雖然非銀行債權人在亞太地區日益增加，但相較於美國和歐洲市場，參與者仍較少。文件也相對保守，幾乎所有交易都有維持契約和其他結構性保護，尤其是在中型市場。

全球策略可以提供：



接觸更多的
機會



更具選擇性的
投資



取得多元化的
投資組合



特定區域的風險
能自然避險

.....當相對價值從一個地區轉移到另一個地區時，可靈活地利用相對價值。

為何選擇全球？

北美、歐洲和已開發亞太區都有獨特的特點，但考量一個同時涵蓋這三個市場的策略也有其優勢。對投資人而言，**全球策略可提供多元化的投資組合，並有取得穩定的長期潛在報酬。**由於各國所處的經濟、利率及商業週期不同，因此其直接融資市場的相對吸引力可能會在典型的四年投資期間內發生變化，有時甚至是顯著的變化。分散投資於北美、歐洲及已開發亞太區，可讓經理人在特定時間點依據最具吸引力的相對價值，在不同地區間伺機轉移。

不同地區的供需因素也不盡相同，可能會導致交易定價和結構方式的進一步差異。舉例來說，如果某個地區的交易流放緩，經理人就可以轉到另一個市場條件較有利的地區。新冠疫情就是一個很好的例子：在大部分市場都放緩的初期，北美是第一個在交易量上恢復的直接融資市場，而這種投資地區轉移（以及所帶來的機會）極為顯著。歐洲緊隨其後，儘管錯置沒那麼明顯，但持續時間更長，隨著相對價值的轉變，這為在兩個地區之間轉移提供了機會。

根據市場狀況轉移配置的能力，也能對特定區域的風險提供自然避險。在目前高度不確定的環境中，這種靈活性尤具優勢。舉例來說，關稅是當今一個很大的未知數，也是需要觀察的關鍵議題，尤其是開始影響貿易流量和通膨時。同樣的，也有許多相關於基準利率的猜測，雖然遠期曲線可作為指標，但卻無法確切預測利率的精確變化。能夠在不同區域之間靈活轉移的全球策略，不僅能幫助經理人更有效應對這些挑戰，還能確保他們的投資組合維持韌性，並為進一步的成長做好準備。

靈活的融資解決方案

全球經理人也能為債務人提供有形效益，進而讓投資人在不同區域和市場尋找機會時，也能從中獲益。**越來越多的贊助人表示有興趣與較少的經理人進行交易，並尋找策略性的方法來增加價值及降低長期的成本。**對許多人而言，這表示與有能力提供量身訂作解決方案的經理人合作，以支援公司的長期成長軌跡，即使融資需求不斷演變。在某些情況下，這意味著能夠與以多種貨幣和跨越不同司法管轄區、提供融資解決方案的全球債權人合作。舉例來說，如果位於北美洲的贊助人有意在倫敦、巴黎或亞太區進行新的平台收購，與現有的經理人合作會有實質的優勢，因為經理人也能以美元、英鎊和歐元進行融資，而且對相關的法律環境有深入的瞭解。

最終具備支援這些需求的能力與廣度的債權人，將能夠成為贊助人的策略合作夥伴，並為投資人尋找差異化和具有韌性的機會。

霸菱全球直接融資平台：
在各區經驗豐富且活躍



2個基本點
全球優先融資平台的年化損失率



超過30年
投資中型市場公司之過去經驗



超過500億美元
在全球各地的承諾資金



超過350個
全球投資組合中獨特的發行人，
有助於「場外」發行



超過30個
獨特的投資組合，
包括混合型基金、CLO、永久資本&
個別管理帳戶(SMA)

截至 2025年3月31日。

1. 損失率的計算方式為已實現投資損失總額占自成立以來總投資資本的百分比，除以自成立以來的年限。包括利息、費用、本金收益及相關費用。

過往績效並不代表未來績效，且無法保證所述目標一定能達成。

霸菱為一家管理4,566億美元*資產的全球投資管理公司，與機構、保險和中介客戶合作，並透過靈活的融資解決方案支持領先企業。作為美國萬通(MassMutual)的子公司，利用其全球規模以及公開和私募固定收益、實體資產和資本解決方案方面的能力，力求提供超額報酬。

【霸菱投顧 獨立經營管理】

霸菱證券投資顧問股份有限公司 一百一十四年金管投顧新字第零零捌號

地址：台北市信義區信義路五段 7 號 55 樓 A 室 (台北 101 大樓) 電話：0800-062-068

針對「未具證券投資信託基金性質」之境外基金商品，於台灣僅對銀行業、證券業、期貨業、保險業、基金管理公司及政府投資機構等及其他符合相關法規規定之專業投資機構及高資產客戶(以下統稱「專業投資人」)進行銷售與諮詢。除前述專業投資人外，不得向其他對象進行「未具證券投資信託基金性質」之境外基金商品之銷售與諮詢。台灣專業投資人申購此「未具證券投資信託基金性質」之境外基金商品，除贖回、轉讓予其他專業投資人、依法或依其他金融監督管理委員會認可之方式移轉外，不得拋棄或轉讓其持有股份於他人。本文件與股份相關之資訊僅提供台灣專業投資人參考，並不構成招攬、建議或要約。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*截至2025年6月30日

TW25-4697924 出刊日期：2025年7月28日