



私募信貸

撥開市場雜音 回歸投資本質

為專業投資人提供更平衡/審慎的觀點

近期媒體報導指出，銀行主導的資產基礎融資(Asset-Based Finance)信貸市場中出現零星壓力情況，然而整體私募信貸的基本面仍維持穩定。BPCCC持續專注於核心中型市場融資，並有穩健的信用指標作為支持；相較於公募信貸市場，該策略亦具備具吸引力的潛在報酬潛力。

霸菱洞察

「關於我死亡的報導，實在是言過其實了。」 ——馬克·吐溫(Mark Twain)

近期媒體對於私募信貸的相關報導，也反映出類似的市場觀點。部分新聞標題聚焦於少數出現壓力的個別案例；然而，這些情況並不屬於霸菱所認定的私募信貸投資標的。我們認為，這類個案並不足以真實反映整體私募信貸資產的健全程度，亦不能代表霸菱直接融資策略的實際定位。

在霸菱，我們相信旗下投資組合(包括BPCC)持續展現投資人對私募信貸在多元化投資組合中所期待的核心特質，包括：投資於私募市場的優先擔保貸款，可享有流動性溢酬，以及比公募信貸市場有較低的波動。當然，私募信貸投資仍涉及相關風險，過去績效僅供參考，並不保證未來表現。

BPCC表現

從一年、三年及自成立以來之期間觀察，BPCC達成以下年化報酬表現¹：

- 9.1%(一年)
- 11.3%(三年)
- 10.8%(自成立以來)

作為比較，部分公募信貸指數於相同期間的年化報酬表現如下：

1. 資料來源：霸菱，截至2026年1月31日。BPCC成立於2021年5月13日。過去績效僅供參考，並不保證未來表現。

圖一：BPCC自成立以來之績效表現相對優於公募信貸指數

管理人	一年報酬 ¹	三年年化報酬 ¹	自BPCC成立以來年化報酬 ¹	年化配息率/到期最差收益率 ²	三年年化波動度(風險) ^{1,2}	自BPCC成立以來 ^{1,2} 年化波動度(風險)	三個月淨值最大拉回幅度 ¹
霸菱(BPCC)	9.1%	11.3%	10.8%	10.3%	1.0%	1.9%	-1.4%
廣泛銀行聯貸	5.9%	8.4%	6.2%	7.1%	2.2%	3.7%	-6.3%
美國投資等級債券	6.8%	3.6%	0.2%	4.4%	5.8%	6.5%	-9.9%
美國非投資等級債券	7.7%	8.9%	4.4%	6.6%	4.4%	6.9%	-9.9%
美國公募股票	16.1%	21.0%	12.8%	1.3%	11.7%	15.3%	-16.4%

- 資料截至2026年1月31日。「一年報酬」係以每月複利總報酬計算，其計算方式為：每股淨值之變動，加計每單位配息(假設配息再投資)，再除以前一月份之每股淨值。「三年年化報酬」及「自成立以來年化報酬」皆假設股利/利息再投資；BPCC之數據為內部計算，指數資料則取自彭博與Morningstar。相關數據期間自BPCC於2021年5月成立起計算。**過去績效不代表且不保證未來表現。**
- 年化配息率(BPCC與美國公募股票)，資料截至2026年2月28日。到期最差收益率(廣泛銀行聯貸、美國投資等級債券與美國非投資等級債券)，資料截至2025年12月31日。「年化配息率」係以最近一次可支付之配息金額乘以12，再除以最近一期季末或月末之每股淨值計算；最差收益率是指在到期前被提前贖回之情況下，投資人可預期之最差收益率。「三年年化波動度(風險)係指截至2025年12月31日止，最近三年每月總報酬之年化標準差，其計算方式為每月報酬率樣本之標準差，乘以12的平方根。

BDC(商業發展公司)被歸類為流動性有限之投資標的。投資人須提出贖回申請，且贖回並不具保證性；投資人不應預期能於所希望的金額或時間點出售其所持有之證券。

資料來源：「廣泛銀行聯貸」- Morningstar LSTA LL100指數；「投資等級債券」- 彭博美國綜合債券指數；「非投資等級債券」- 彭博美國非投資等級企業債券指數；「美國公募股票」- S&P 500指數。

免責聲明：指數績效僅供說明與比較用途，用以協助比較BPCC與市場上具代表性且廣為認知之指數表現。指數並不收取任何費用或支出，且投資人無法直接投資於指數本身。本文所呈現之指數，其波動度與風險特性，可能與BPCC存在重大差異。此外，相關指數採用之投資準則與標準，亦不同於BPCC，且未使用槓桿；因此，BPCC之投資標的及其流動性，可能與構成該等指數之證券有顯著差異。就股票指數而言，其績效已假設股利再投資。相關指數亦未必為該資產類別中表現最佳之指數，投資人在將任何基金或投資之績效與指數進行比較時，應審慎考量上述差異。

這些比較結果顯示，相較於公募信貸市場，私募信貸歷來所提供的非流動性溢酬，並突顯BPCC具差異化的報酬特性。**惟須提醒，過去績效並不保證未來表現。**

為何近期部分媒體標題未能準確反映市場全貌

近期部分報導引用了Tricolor、First Brands、Renovo等公司所面臨的個別情況。

然而，這些案例多具有特定結構性特徵，使其**不屬於核心中型市場融資的範疇**，亦與BPCC所投資的私募信貸類型有所區隔，包括：

- 多數為**銀行起始、並經聯貸安排之交易**
- 部分案件涉及較為**複雜的資本結構**
- 許多案例包含**應收帳款融資(factoring)或資產基礎融資(asset-based lending)機制**，對抵押品享有優先求償權
- 主要曝險多由大型銀行資產負債表承擔，而非私募債權人

以Tricolor為例，市場資訊顯示，其交易結構中有相當比重的曝險列於摩根大通(J.P. Morgan)的資產負債表上，進一步說明該案例並不屬於核心直接融資市場。

BPCC並未投資或曝險於上述任何公司。

相較之下，霸菱的直接融資投資策略專注於以下核心原則：

- **核心中型市場債務人**之EBITDA約介於1,500萬至7,500萬美元
- **優先擔保、第一優先擔保債權**(貸款價值比約40%)
- **簡單且透明的資本結構。**
- **避免投資於有資產基礎融資(ABL)或應收帳款融資(factoring)機制的企業**，這類企業可能讓其他融資先求償，排擠到原本債權人之求償順位

私募信貸市場部分領域出現「投資風格轉移」現象

隨著私募信貸整體管理資產規模持續成長，部分管理機構在承銷標準上逐步擴張，其做法愈來愈接近公募槓桿貸款市場。

在此情況下，部分私募信貸曝險在本質上可能僅是**以私募形式呈現的公募信貸曝險**。以此方式建構的投資組合，其表現往往與廣泛銀行聯貸這一成熟且市場高度理解的資產類別相近，因而可能出現以下特性：

- **報酬較低，與具流動性的信貸資產表現更為一致**
- **在發生違約時，潛在損失可能略高**

值得強調的是，這並不**意味私募信貸市場存在系統性風險**，亦不代表整體市場即將出現全面性下滑。同時，這些現象亦不適用於所有管理機構。然而，這確實突顯了**慎選管理人**以及充分理解不同債權機構資金配置方式的重要性。

自2012年開始這項優先貸款策略以來，霸菱一直專注在高品質的中型企業、做優先擔保貸款，投資方向始終如一，沒有因市場變化而做明顯改變風險結構的調整。

市場數據顯示，整體並未出現廣泛性壓力

儘管市場關注度近期明顯升高，我們認為多項關鍵指標顯示，私募信貸在大多數市場領域(包括BPCC)之基本面仍維持穩定。

不計息資產(Non accrual)水準仍處於低檔：

- 截至最近一期報告期間，**BPCC以公允價值計算之不計息資產比率為0.5%**
- 相較之下，**整體直接融資指數約為0.7%**

PIK(實物支付利息)使用比例維持溫和且穩定：

- 截至2025年12月31日，**BPCC的PIK利息占投資收益比重約為4%**
- 該水準與過往年度表現一致
- 亦**低於產業平均水準**，後者一般落在6-7%區間

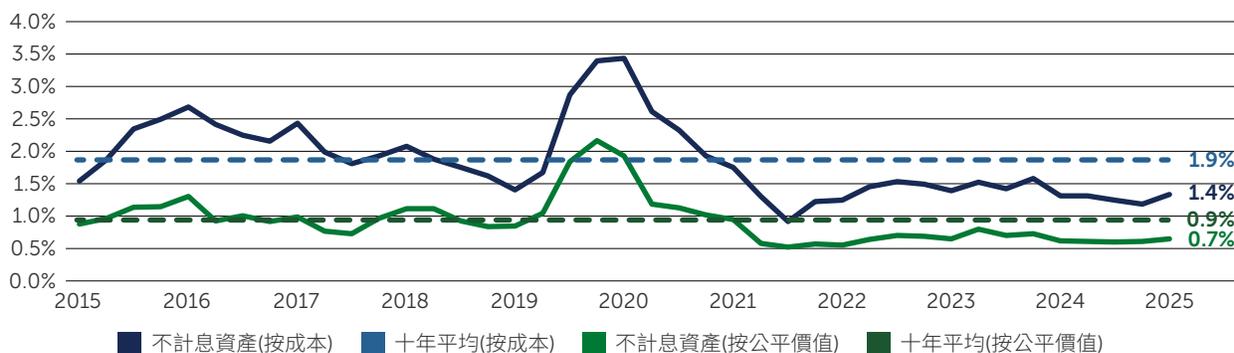
上述指標顯示，BPCC無論相較於自身歷史水準，或相較於整體私募信貸市場，均未出現壓力顯著上升的情況。當然，未來的信用環境仍可能隨市場變化而有所不同。

產業整體指標仍維持正向趨勢

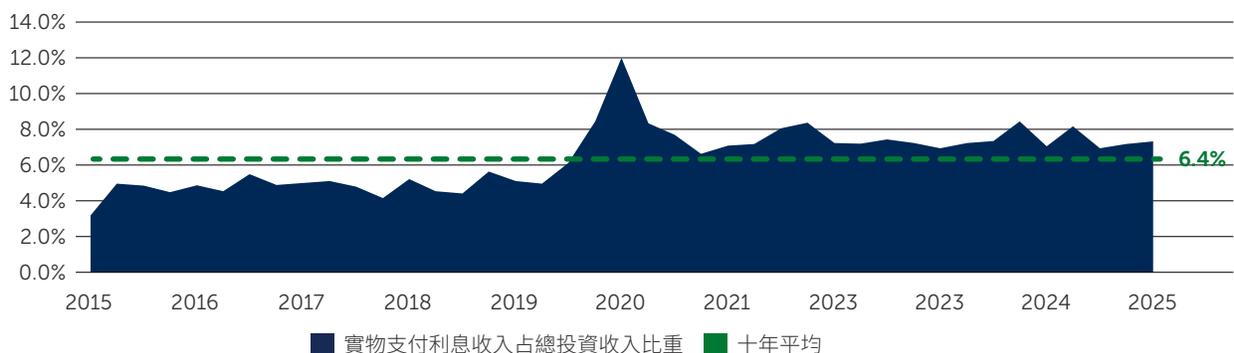
- 私募信貸整體的不計息資產比率，**仍低於長期平均水準**
- PIK(實物支付利息)使用比例，**尚未出現持續性上升趨勢**
- 中型市場企業在多數產業別中的營運表現，**整體仍維持穩**

儘管私募信貸並非完全不受景氣循環影響，但現有數據並未顯示市場出現如部分近期媒體標題所暗示的廣泛性惡化情況。

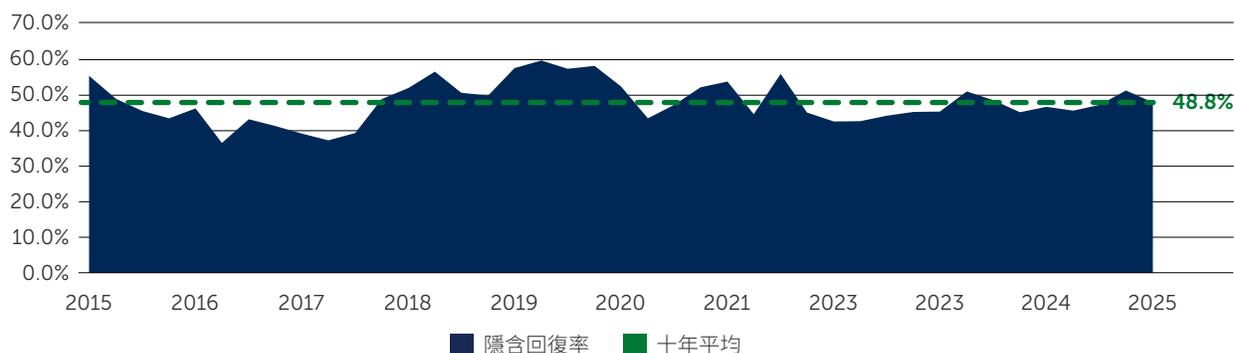
圖二：Cliffwater直接融資指數-不計息資產比率



圖三：Cliffwater直接融資指數-實物支付利息收入占總投資收入比重



圖四：Cliffwater直接融資指數-隱含回復率



資料來源：Cliffwater直接融資指數。資料截至2025年9月30日。Cliffwater直接融資指數(CDLI)旨在協助投資人更深入了解私募直接融資的特性，並作為評估管理人績效的比較基準。CDLI以季頻率編製，採用公允價值評價與依資產加權之方法，與其他私募資產指數的編製方式一致。相關放款資產依據SFAS 157會計準則進行季評價。**過往績效不代表或保證未來投資成果。**

結論：平衡且審慎的觀點

近期市場評論對私募信貸提出若干疑問，然而其中許多**疑慮源自於零星且具個別性的案例**，並不足以代表整體資產類別的實際狀況，亦未反映霸菱直接融資投資策略的核心特質。

從歷史表現來看，BPCCL持續展現以下特性：

- 投資於中型市場企業的優先擔保貸款
- 相較於公開信貸指數，具備差異化的報酬輪廓
- 較低的歷史波動
- 不計息資產比例有限
- PIK(實物支付利息)使用情況穩定
- 一致且具風險意識的承作與審核流程(自2012年霸菱優先貸款策略成立以來，年化損失僅約3個基點)

儘管私募信貸投資本身仍涉及風險(包括信用風險與流動性風險)，霸菱平台整體的基本面，持續反映自2012年以來一貫秉持的紀律化投資方法。

未來投資成果可能與過往表現不同；惟BPCCL仍持續展現私募直接融資投資所重視的核心特質，包括：**穩定收益、投資組合分散效果，以及對私下協商、優先擔保信貸的投資機會。**

霸菱為一家管理4,819億美元*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12月31日

TW26-5267347 出刊日期：2026年3月3日