

BARINGS

私募信貸

是時候將直接 融資納入投組

霸菱洞察

私募信貸日益受到關注，然不同策略之表現存在差異。唯有看穿市場雜音、回歸基本面，才能理解傳統中型市場直接融資在長期投資中的關鍵角色。



Tyler Gately

北美直接融資團隊主管



Stuart Mathieson

歐洲直接融資團隊主管

近期私募信貸持續成為市場關注焦點。隨著市場規模擴大及能見度提升，**在不確定性升高的時期，整體資產類別，特別是直接融資，更容易受到關注**，而相關討論往往受到個別信用事件或資金流向變化所引發的媒體標題所放大。然而，儘管這些關注提升了市場討論的深度，卻未必能完整反映該策略於不同景氣循環中的實際表現。

在此背景下，有必要重新檢視傳統中型市場直接融資的本質，**包括哪些已有所改變、哪些仍維持不變，以及市場如何持續演進**。其核心特性—優先償債順位、契約型收益，以及對下檔風險的重視—有助於說明該策略為何在長期投資組合配置中，持續扮演重要角色。

直接融資的定義

傳統由贊助人贊助(sponsor-backed)的中型市場直接融資，是廣泛私募信貸體系中一個具備明確定位且發展成熟的子類別。其最常見的形式，係針對具有穩定營運基礎之企業，**提供優先擔保、第一順位之貸款**，並以契約型收益、債權人保護機制及資本保全為核心設計。雖然不同管理人的投資方式有所差異，但其核心特性大致一致：

- **優先擔保部位**，通常為第一順位，對債務人資產享有優先求償權
- **透過協商取得之債權人保護機制**，包括財務契約條款(covenants)與資訊揭露要求
- **贊助人支持的交易結構**，多數涉及成熟之私募股權機構
- **以浮動利率為主**之契約型收益來源
- **採「買入並持有與管理」策略**，投資成果高度仰賴管理人之紀律與執行能力

直接融資多數屬於非投資等級範疇，因此隨著時間推移，信用壓力可能逐步浮現，而最終投資結果將取決於投資組合的建構與管理方式，包括跨發行人與產業的分散配置、嚴謹的承銷紀律，以及對債務人營運表現的持續監控。與債務人及其贊助人之間的持續互動，並輔以持續的資訊揭露及債權人保護機制，有助於及早辨識潛在風險，並在市場環境變化時維持資產價值。由於優先融資本身的上漲空間相對有限，若為追求額外收益而放寬槓桿或結構條件，當市場環境轉趨緊縮時，可能須付出相當顯著的代價。

變與不變

儘管私募信貸市場持續演進，許多最初吸引投資人配置於傳統直接融資的特性，至今仍維持不變。

不變之處

從本質上來看，直接融資仍以其在**資本結構中的優先順位**以及對**契約型現金流的依賴**為核心。維持性財務契約(maintenance covenants)及其他結構性保護機制，旨在支持**及早介入並強化下檔風險控管**。不同於公募市場—價格往往受到流動性環境與資金流向影響—直接融資的表現，更緊密地連結於基本面的信貸承銷以及持續的投資組合管理。

在市場波動升高時，這些特性尤為關鍵：**完善的契約文件與保守的槓桿結構**，有助於在企業獲利承壓時**維持操作彈性**，而結構較為寬鬆的交易則往往更容易顯現其限制。

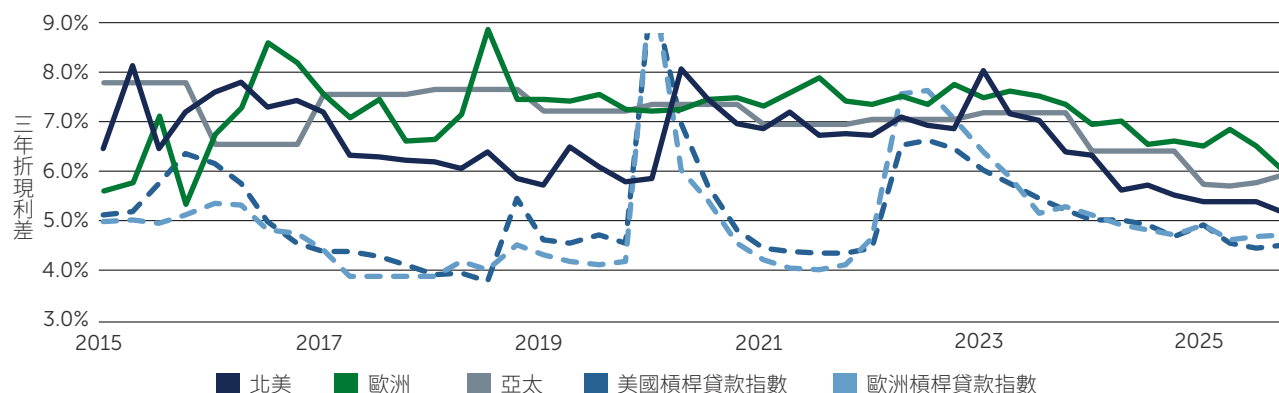
該資產類別在整體投資組合中，仍持續扮演分散配置的重要角色。儘管無法完全免受總體經濟壓力影響，私募信貸的報酬過去在歷史上，**與公募股票及流動性信貸市場之相關性相對較低**。

相對價值動態亦大致維持不變。相較於可相比的公募信貸市場，利差溢酬在各區域仍持續存在：

- **北美**為規模最大且最成熟的市場，相較於廣泛銀行聯貸，其平均利差溢酬約為175至200個基點。隨著邊際買方變化帶動訂價調整，利差已較近期低點略為走寬¹。
- **歐洲與成熟亞太市場**則持續反映銀行退出授信市場的趨勢及較嚴謹的文件要求。相較於聯貸市場，其利差溢酬相對穩定，歐洲約為200至250個基點，成熟亞太市場約為200至350個基點²。

從「每單位槓桿所對應之利差」的角度來看，直接融資相較於廣泛銀行聯貸市場，仍持續提供具吸引力的報酬補償。即使在不同景氣循環下絕對利差有所波動，較低的槓桿水準、較嚴謹的交易結構，以及更高程度的債權人控制權，使此優勢得以維持(圖一)。

圖一：直接融資於各區域維持結構性收益溢酬

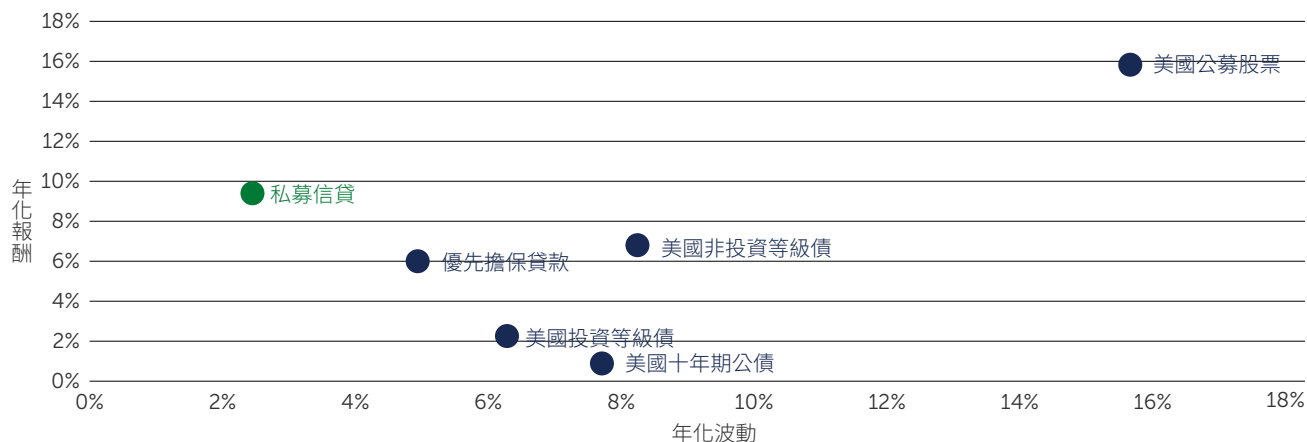


資料來源：S&P UBS槓桿貸款指數及霸菱。霸菱之投資部署係根據各區域於該季度完成交易之平均值計算。截至2026年2月。

1. 資料來源：霸菱；LSTA。數據期間為2022年第1季至2026年第1季。
2. 資料來源：霸菱；LSTA。數據期間為2022年第1季至2026年第1季。

投資人通常會將直接融資與廣泛銀行聯貸、非投資等級債及投資等級債等資產一併納入整體投資組合架構中評估，在報酬潛力、波動度與下檔風險之間取得平衡(圖二)。從此角度來看，**私募信貸過去在歷史上，展現出具競爭力的報酬，同時相較之下具備較低的實際波動度**，此一特性可從Cliffwater直接融資指數觀察得到。儘管私募信貸所隱含的非流動性溢酬並非固定不變，但其仍為長期資產配置邏輯中的核心要素。

圖二：私募信貸有具吸引力的歷史報酬以及較低的波動



資料來源：Cliffwater；Morningstar Direct。數據為2016年至2025年間之平均年化總報酬。年化波動係以年化總報酬之標準差衡量。所引用指數如下：「私募信貸」為Cliffwater直接融資指數；「優先擔保貸款」為Morningstar LSTA LL100指數；「美國投資等級債」為彭博美國綜合債券指數；「美國非投資等級債」為彭博美國非投資等級企業債指數；「美國十年期公債」為ICE美銀美國十年期公債指數；「美國公募股票」為標普500指數。**過去績效不代表未來表現。**

基於上述因素，**機構投資人**對該資產類別的需求仍維持強勁。儘管市場波動加劇，且媒體多聚焦於以零售投資人為主的私募信貸議題，投資人仍持續將資金配置於直接融資，主要看重其**收益潛力、浮動利率特性、契約型現金流，以及具吸引力的風險報酬特性**。近期市場動態亦顯示，投資人對直接融資在投資組合建構中的長期角色仍持正向看法，成熟平台持續出現資本部署與募資活動活躍的情形。

改變之處

改變之處在於市場結構本身。近期Preqin研究顯示，直接融資資本正趨於集中，並日益由少數具備成熟執行能力與機構型基礎架構的大型平台主導³。

- 在**北美**地區，前十大管理機構於2025年完成約38%的直接融資交易⁴。
- 在**歐洲**市場(相較美國發展程度較低)，前五大管理機構於2025年完成約47%的直接融資交易，而前十大管理機構全年占比則達約65%⁵。

3. 資料來源：Preqin，〈Investor Outlook: H1 2026〉。

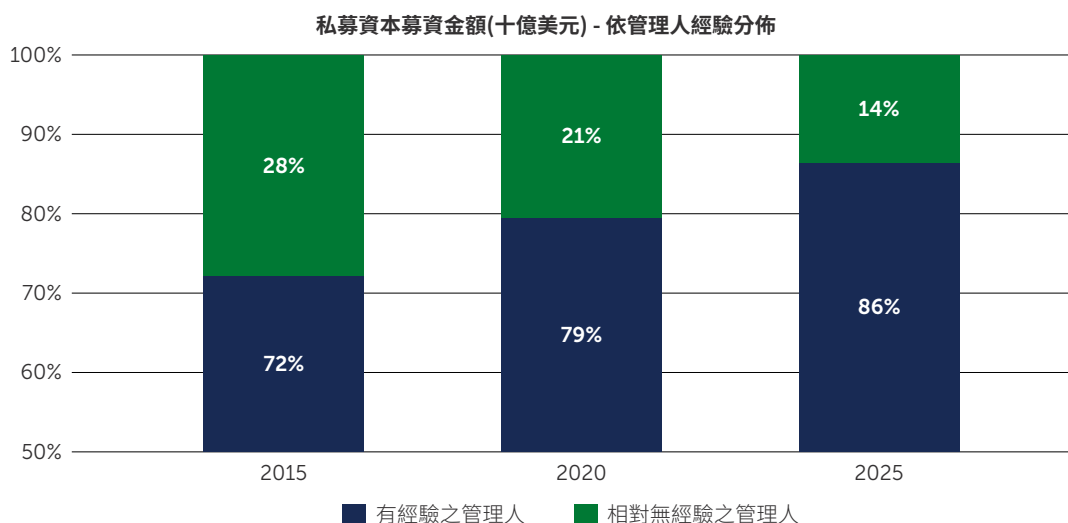
4. 資料來源：Octus。截至2025年12月。

5. 資料來源：Houlihan Lokey，〈Q4 2025 MidCap Monitor—European Unitranche Financings〉(LTM)。

直接融資資本正趨於集中， 並逐步集中於少數具規模且成熟的主要平台。

資本集中現象亦反映於募資結構之中。過去五年來，具備豐富經驗的管理機構在私募資本承諾中所占比重持續提升(圖三)。此趨勢亦進一步強化另一項結構性轉變：即「既有平台主導之案件來源能力(incumbency-driven origination)」的重要性日益提高。大型且具歷史績效的投資組合管理人，愈來愈多透過再融資、後續併購以及重複交易來取得投資機會，而非主要依賴全新案源。

圖三：募資活動日益集中於經驗豐富的管理人



資料來源：PitchBook(全球募資資料)。截至2025年12月31日。

以霸菱為例，目前約有58%的投資部署來自加碼融資，相較之下，新平台交易約占42%；而在五年前，此一結構幾乎相反，當時新平台交易占比約為70%，加碼融資則約為30%⁶。此一轉變顯示，透過既有投組公司關係所取得之非公開市場投資機會正持續提升。在此情況下，投資部署對於廣泛銀行聯貸或由私募股權主導之競價流程的依賴程度降低，因此在併購活動及市場競爭環境波動期間，所受影響相對有限。

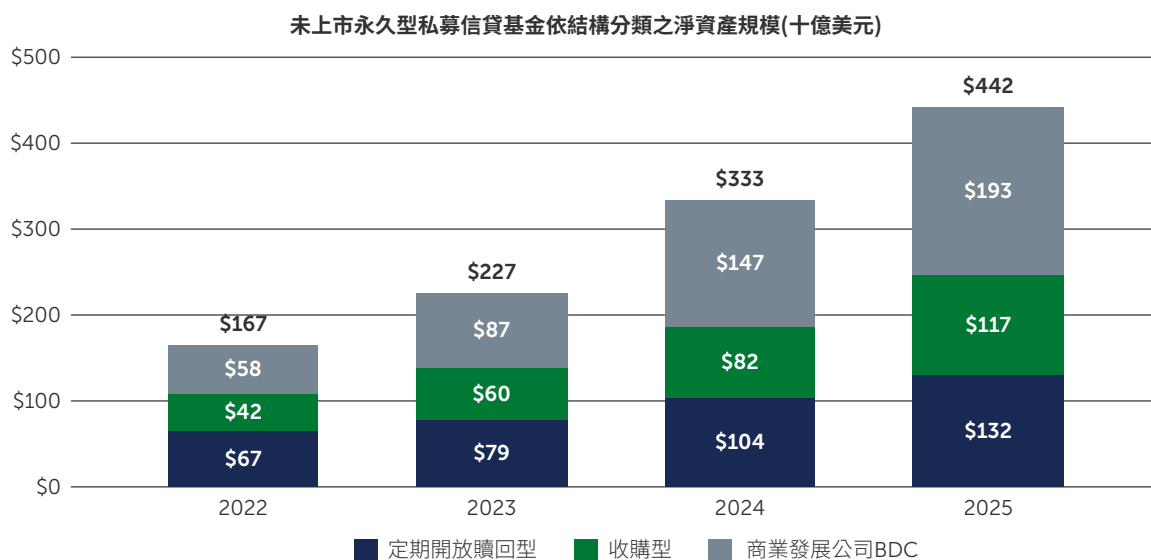
此外，規模優勢與既有地位亦有助於確保對交易條款與最終結果的影響力。當債權人掌握初級案源並具備交易條款主導權時，相較於結構分散或多方參與的交易，債務重整路徑通常更為明確；而在後者情況下，影響力往往容易迅速下降。此一差異，往往決定當投資標的表現偏離預期時，最終由誰主導整體處理方向。

6. 資料來源：霸菱。數據截至2026年3月31日。

零售資金崛起

另一項重要變化在於投資人結構的演進，與財富管理相關的資金已成為市場中愈來愈顯著的組成部分。此一轉變反映於近年來永久型及半流動性投資工具的快速發展(四)。此類工具的整體淨資產規模顯著擴大，同時，美國市場中活躍的永久型基金數量自2018年以來已成長超過一倍⁷。

圖四：美國永久型私募信貸投資工具按結構之成長情形



資料來源：Morningstar、PitchBook。數據係於2026年3月13日彙整。

由於半流動性投資工具的資金流入與流出較為透明，在市場壓力升高或活動熱絡期間，往往更容易成為市場關注的焦點。實際上，**此類工具在直接融資整體資產管理規模中僅占少數，而整體直接融資市場規模已超過1.5兆美元**。市場中大多數資本仍透過封閉式基金進行投資，該類基金不涉及贖回壓力。此外，在永久型與封閉型基金之間，仍存在大量尚未部署資本，約達5,000億美元的乾火藥(投資備用金)，同時銀行亦持有相當規模的未動用授信額度。

上述因素顯示，直接融資仍由**深厚且具持續性的資本池所支持**，機構投資人亦持續為該資產類別的重要配置來源。整體已承諾及可部署資本的充足程度，提供**多重流動性緩衝機制**，即使資本結構出現變化亦然。因此，雖然財富管理資金流的短期波動，可能在邊際上影響訂價與交易結構，但單就此因素而言，並不必然代表整體資產類別出現壓力。

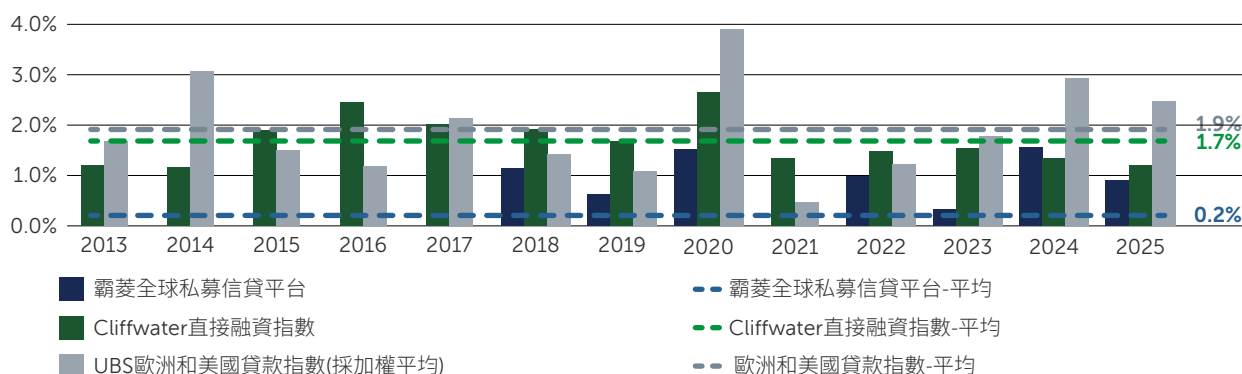
7. 資料來源：Morningstar、PitchBook。2026年2月28日。

差異擴大

隨著市場對該資產類別關注度提升，對承銷標準及契約文件品質的檢視亦更加嚴格。在資本供給充沛、但優質投資機會相對有限的環境下，各管理人之投資策略差異，將愈發反映於最終投資結果之中。

在此背景下，**有必要區分資產類別整體表現與個別管理人之績效差異**。從歷史經驗來看，私募信貸的平均違約率相較於廣泛銀行聯貸市場表現較佳，主要反映其優先擔保地位及透過協商取得之結構性條款(圖五)。然而，單一資產類別的平均數據，往往**難以呈現其內部差異**；實際上，違約率在不同管理人之間可能存在顯著差異，取決於其可取得之資產品質，以及在市場壓力期間對風險之結構設計與管理能力。

圖五：私募信貸與公募貸款之平均違約率比較



資料來源：霸菱、Cliffwater及UBS。數據截至2025年12月31日。

上述差異有助於解釋為何績效分化持續擴大。此類差異在很大程度上，源自投資週期早期所做出的決策。於資金充沛時期，在**槓桿水準、契約文件品質及產業曝險**等方面的承銷決策，如今在市場環境回歸常態之際正逐步受到檢驗。此外，資本部署的時點亦為關鍵因素，不同投資年度之間的差異，亦進一步造成投資結果的分歧。

相對具韌性的投資組合，通常配置於**具防禦特性或盈餘穩定度較高之企業**，同時降低對景氣循環或產業變革較為敏感領域的曝險。隨著科技發展，特別是軟體與服務產業的結構性變化，亦進一步強化了承銷方式需隨環境調整的重要性，而非僅依賴過去經驗進行判斷。

結構性力量持續推動需求

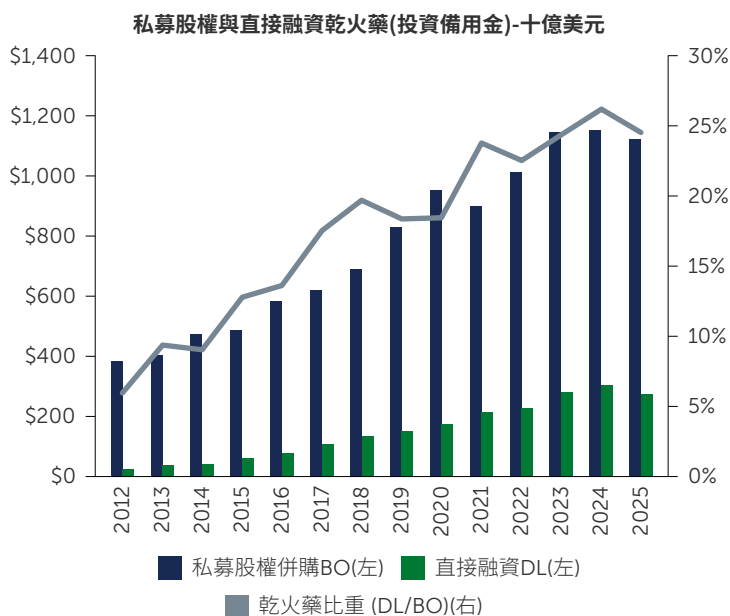
儘管市場持續演進，仍有多項長期性趨勢持續支撐傳統直接融資的需求—這不僅反映債務人取得資本方式的轉變，也體現在投資人資產配置策略的調整。

私募股權主導的融資需求

私募股權贊助方日益重視**交易執行的確定性、融資彈性及資金取得的穩定性**，特別是在公募市場可能出現快速重新訂價的環境下更為明顯。即使整體交易量隨市場循環起伏，直接融資能提供客製化結構及確定性資金來源的能力，仍具高度相關性。

同時，尚未部署的併購資金持續維持在高檔，進一步帶動新平台投資、後續併購及再融資的資金需求(圖六)。因此，即使退出時程延長，目前併購乾火藥(投資備用金)與可用直接融資資本之間的缺口，預期將在未來數年持續支撐直接融資需求，隨著私募股權機構逐步部署過去已募集之資金，此一趨勢將更為明顯。

圖六：私募股權併購與直接融資之未部署資本持續支撐融資需求



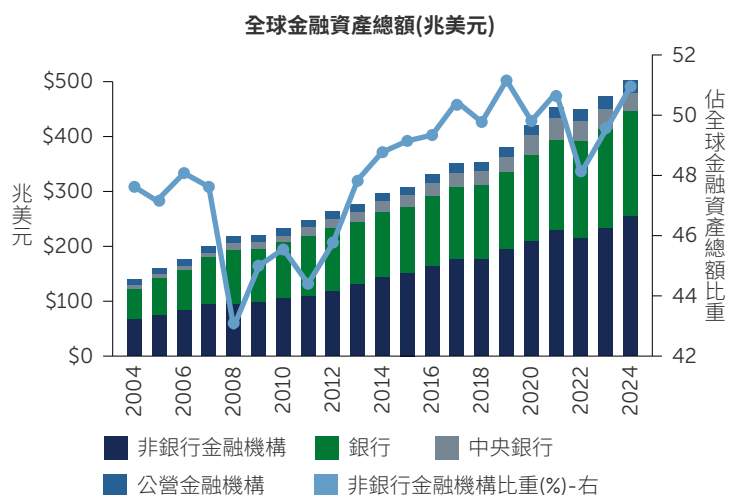
資料來源：Preqin。截至2025年12月31日。

供給面的限制

銀行去中介化持續重塑企業融資市場。在美國，此一轉變已相當成熟，非銀行之融資機構在中型市場融資中扮演關鍵角色。於美國以外地區，該趨勢近年亦持續升溫，特別是在歐洲與亞太地區，較為嚴格的監管環境、更高的資本要求、資產負債表限制，以及風險承受度的變化，正逐步限制銀行對部分信貸業務的承作意願與能力。

因此，**全球金融資產中，由傳統銀行轉向非銀行之融資機構的比重持續上升**，目前非銀行機構約已占全球金融資產的一半(圖七)。

圖七：全球金融資產逐步轉向非銀行之融資機構



資料來源：金融穩定委員會。資料截至2025年12月。非銀行金融機構包括資產管理機構、保險公司、退休基金、私募信貸基金及其他以市場為基礎之債權機構。

持續的投資人需求

投資人對以**收益為導向的信貸策略**需求持續強勁，尤其是對於追求具結構性保護及浮動利率收益來源之機構投資人而言更為明顯。儘管資金流向可能因投資工具及資本管道而有所波動，但對於著重長期投組建構、而非短期市場時機掌握的投資人而言，**直接融資的策略性配置價值仍持續受到肯定**。

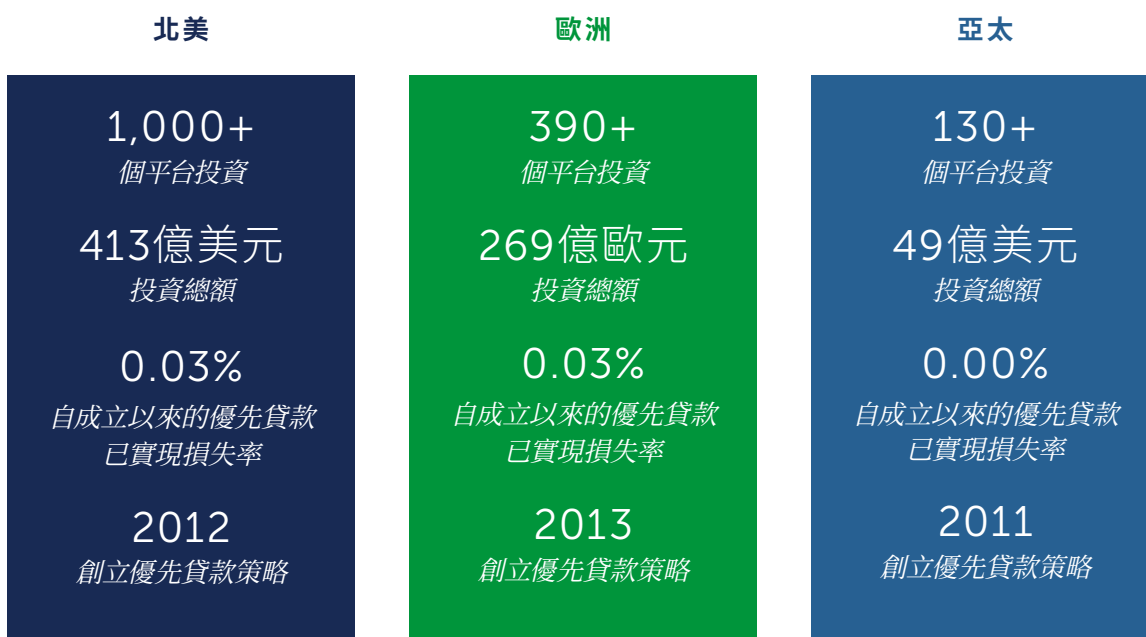
撥開市場雜音

隨著私募信貸市場規模與能見度持續擴大，不確定性升高時，市場評論聲量亦隨之增加，但相關觀點往往流於簡化。媒體標題經常將不同策略與投資結果混為一談，掩蓋了資產類別內部的重要差異。

對長期投資人而言，**更關鍵的問題並非市場是否出現波動，而是該波動是否反映結構性惡化**。近期多數市場重新訂價，主要受資金流向與風險偏好變動影響，而非整體基本面出現廣泛惡化。

在此背景下，直接融資在投資組合中的角色，應以基本面而非短期市場訊息加以理解。投資紀律、精選標的及風險控管能力，仍持續主導投資成果，並進一步強化傳統中型市場直接融資於長期投資組合中的核心地位。

霸菱全球直接融資平台



2026年3月31日

霸菱為一家管理4,817億美元*資產、並以另類資產為核心的全球資產管理公司，致力與機構、保險及財富客戶合作，透過靈活的金融解決方案為領先企業提供支持。作為美國萬通(MassMutual)旗下的子公司，並獲MS&AD進行少數股權投資，霸菱旨在善用其環球規模，透過信用資產、實物資產、資本解決方案及新興市場的投資能力，為投資者實現超額報酬。

【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.baring.com)

*2026年3月31日

TW26-5626471 出刊日期：2026年6月23日