

BARINGS

2026年展望 直接融資市場

在雜訊中 洞察真實訊號

霸菱訪談

直接融資市場並未衰退-而是在不斷演變。

在本次對談中，Orla Walsh就增長、競爭，以及隨著市場的成熟、有紀律的基金經理需要洞察什麼，分享了她的深刻見解。



Orla Walsh

歐洲私募信用投資組合管理主管

面對迅速的增長及競爭加劇，直接融資(Direct Lending)是否正在失色？

在我們看來並沒有，但有關動態在不斷演變。全球直接融資(Direct Lending)市場以非比尋常的速度取得增長，資本流入創下歷史新高，並在北美、歐洲及亞太區擁有更廣泛的債務人(borrower)。這一飆漲開闢了新的布局管道並釋放出新的機會，但也增加了複雜性並引發有關市場是否會面臨新漏洞的擔憂。競爭加劇已讓部分債權人(lender)為追求交易而擴大槓桿、接受更低的定價或放寬標準，而且隨著公募與私募市場間的界限逐漸模糊，市場開始懷疑直接融資(Direct Lending)的「黃金時代」是否即將結束。

然而，私募信貸的可持續表現並不在於追趕動能，而是保持紀律。最穩健的基金經理，是那些隨著交易規模擴大及市場壓力上升，仍能堅守自身核心實力及承銷標準的基金經理。為此，並非所有的直接融資(Direct Lending)都有同樣的表現。傳統的中型市場仍提供具吸引力的經風險調整後報酬，特別是在資本結構中較保守的部分，即是受強有力的文件和結構支撐的第一優先權優先擔保債。雖然整體利差收緊，但起始的殖利率保持穩定，在截至6月止的過去12個月維持在9%左右¹。相較廣泛的銀行團貸款市場，該市場也持續提供溢價，在北美介於100至150個基點，而在歐洲介於200至250個基點²。這說明私募股權贊助人(sponsors)仍願意支付溢價以換取穩定性、可靠性及執行的確定性。

“傳統的中型市場仍提供具吸引力的經風險調整後報酬，特別是在資本結構中較保守的部分，即是受強有力的文件和結構支撐的第一優先權優先擔保債。”

同樣值得注意的是，雖然併購活動低迷導致部分債權人(lender)交易放緩，但規模較大、投資經驗豐富且擁有永久資本基礎的成熟債權人(lender)仍有望透過場外發起交易或附加交易，物色到差異化的投資機會。簡言之，直接融資(Direct Lending)並沒有失色-只是不斷成熟。對嚴守紀律、專注於對的子市場，並利用規模與關係應對更加激烈競爭格局的基金經理而言，機會仍具吸引力。

1. 資料來源：霸菱。截至2025年6月。

2. 資料來源：霸菱、瑞士信貸。截至2025年6月。

有關違約和欺詐的消息引發市場對信用品質的質疑。投資者是否應感到擔憂？

顧慮可以理解，但脈絡至關重要。近期消息突顯出信用市場整體(特別是私募信貸)的脆弱性。雖然重大違約消息更多是由欺詐而非信用壓力所致，且並非來自核心中型市場直接融資(Direct Lending)，但也引發對風險的疑慮。與此同時，總體經濟也存在差異：人工智慧驅動的投資為一些行業帶來支持，而勞工市場及消費者情緒顯現疲態。政策波動(特別是有關央行利率的變動)加劇了複雜性。

在此環境下，違約數量溫和上升或許是合理的，特別是就週期性更強或承銷標準有所下降的子市場而言。好消息是，基金經理正透過優先考慮主動監控、在壓力顯現初期迅速採取補救行動來解決相關問題，同時利用合約保護資本以及與債務人(Borrower)交涉。在此環境下，「紅色預警」並不代表低迷，而是謹慎的盡職管理。

“雖然併購活動低迷導致部分債權人(lender)交易放緩，但規模較大、投資經驗豐富且擁有永久資本基礎的成熟債權人(lender)仍有望透過場外發起交易或附加交易，物色到差異化的投資機會。”

重要的是，我們看到整個行業都在積極地重新審視盡職調查及文件的標準。市場重新關注更嚴明的契約、更嚴格的增量債務限制以及更高的報告要求。投資者當前的問題更加尖銳，基金經理正透過將風險控制措施編制成法律條款，而不僅是作為意向來加以應對。雖然這一轉變部分是由近期事件引起的，但從更廣泛的層面上而言，說明市場意識到健全的文件及透明度對駕馭更加複雜和競爭更激烈的環境而言必不可少。實際上，這意味著即便在競爭激烈的交易環境中，能夠並且願意放棄不符合若干標準的交易仍至關重要。

就風險而言，實物支付債券(PIK)*在當下市場扮演了什麼角色？

有關實物支付債券特色的討論引人注目，但從結構上而言，投資組合無意對此作大量布局。從策略角度而言，我們仍專注於表現良好、支付現金的優先擔保貸款。在歐洲，大部分相關債務人(Borrower)根據合約能夠在必要時選擇實物支付債券，且已存在相關預設機制，但實際採用比率仍有限，主因是設定約4%的最低現金支付，已成為行業標準。

雖然未來幾年實物支付債券可能繼續是更廣泛市場內的一個特色，但並不是我們專注的焦點，我們認為未來也不會如此。

*實物支付債券(Payment-in-Kind Bond, PIK)：發行人可以選擇用額外的債券、股票或其他資產來支付利息，而不是現金。

地區情勢對直接融資市場有何影響，您又如何看待北美、歐洲及亞太區的機會？

地區差異無疑會影響投資機會，令全球策略變得日益重要。在新聞頭條背後，各地區市場成熟度、競爭壓力及總體經濟的差異，均影響著表現及投資組合的建構策略。憑藉廣泛而又深入的機會，**北美**仍是規模最大且最成熟的市場。然而，總經衝擊(例如關稅影響)為債務人(Borrower)帶來了新的複雜性，同時費用與利潤率的下滑壓力持續加劇，令謹慎的承銷與精選交易執行變得至關重要。

與此同時，**歐洲**正處於結構性轉型當中。非銀行貸款比重持續增加，經風險調整後報酬仍具吸引力。定價動態一直溫和，允許就投資組合建構採取謹慎的方式。地區發展軌跡也值得注意：雖然其成熟度不及北美，但已取得顯著進步，更多市場參與其中，提供多元化潛力。

亞太區成熟市場的狀況則不同。雖然該市場成交量不大，但可為能夠駕馭當地市場細微差別並保持承銷紀律的投資經理提供部分機會，以增強投資組合的多元化。然而，要想在亞太區取得成功，就要全面理解當地市場動態、法律及競爭結構，突顯出專業化團隊與當地專業知識的重要性。

鑒於這些差異，能偏重布局經風險調整後報酬最具吸引力的地區，已成為複雜投資組合建構的特點。

展望 2026 年，投資人應關注的核心重點為何？

直接融資(Direct Lending)市場並非一成不變，而是在與時俱進。**各種消息將繼續放大市場噪音，但實際上這是一個正在演變的市場：在此環境下，保持紀律、採取周全的風險管理並且願意隨市況變化做出調整，就有望獲得報酬。**對投資者而言，成功取決於與其合作的基金經理能夠專注於基本面，同時對結構性變動及地區細微差別保持警惕。就一個正在不斷成熟的資產類別而言，清晰度和投資信念將比以往任何時候都更加重要。

霸菱為一家管理4,701億美元*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9月30日

TW25-5037881 出刊日期：2025年12月5日