

---

## 焦點訪談 — 2025 年 7 月

### 駕馭私募信貸的挑戰並把握機遇 — 視像訪問記錄

---

Neha

大家好！歡迎收看新一集投資總監焦點訪談，今集我們將探討當前市場和投資者關注的熱點議題。今天的討論主題是私募信貸，這是私募市場內一個增長迅速的領域。我們會跟另類投資環球主管 Mathieu Forcioli 一同探討投資者在投資私募信貸時，應如何駕馭當中的挑戰和機遇。Mathieu，歡迎並感謝你的參與。Mathieu，為了讓對這類資產非常陌生的觀眾更容易理解，你可否解釋一下，私募信貸實際上是甚麼？

Mathieu

Neha，理論上，私募信貸泛指由兩個交易方私下協議的任何貸款安排。時至今天，當投資者談論私募信貸時，通常是指私募信貸的其中一個特定範疇，我們稱為直接放貸。甚麼是直接放貸？直接放貸實際上是向企業提供貸款，通常由正在對該企業進行槓桿收購的私募股權經理人提供擔保。過往，這類貸款由銀行提供，當貸款規模足夠大時，銀行會將貸款出售並進行銀團融資，在公開市場分銷給公眾投資者。這就是我們今天所稱的廣泛銀團貸款，這類貸款已成為債券資產類別的一個重要組成部分。不過，有些企業可能規模太小，未能進入這個市場；或期望獲得一些不適用於公開市場的特定條款；又或希望貸款繼續以私募方式進行，這就是我們所說的直接放貸。以往這類貸款會由銀行提供，但基於其潛在風險，監管機構鼓勵銀行逐步退出這個貸款市場。正是在這樣的背景下，直接放貸人應運而生。實際上，這些直接放貸人是資產管理公司，代表其客戶管理資金，並通過向企業提供直接貸款，力求爭取最佳回報。

Neha

Mathieu，為何持有 60/40 投資組合的一般投資者應考慮涉足私募信貸？尤其是考慮到投資組合已將大部分資產配置於公開債券市場，理論上應可在市場受壓時為其提供下行保障。

Mathieu

私募信貸和直接放貸往往在投資組合中提供較高回報和較低波幅，這正是越來越多投資者選擇配置私募信貸的主要原因。不過，天下沒有免費午餐。為何投資者可從這些優勢中受惠？因為他們需要承受低流通性風險。這是觀眾需要理解的最重要一點。所以，那些投資年期長，並能夠承受低流通性風險的投資者，確實會將資金配置於這類資產，尤其是退休基金和保險公司，包括滙豐旗下的保險公司。我們觀察到越來越多客戶能夠承受低流通性風險，並符合資格購買這類私募信貸基金，我們確實看到這些投資者開始配置於私募信貸，以把握其優勢。

Neha

謝謝，Mathieu。我認為這正好提醒我們，如果投資者以長遠為目標，並能夠承受一定程度的低流通性風險，那麼在投資組合中配置私募信貸，有望帶來更高回報，並可能降低波幅。在此，我也想向觀眾展示一張圖表，可見從歷史數據來看，與圖表的其他資產類別相比，私募信貸在市場下行時的跌幅最小，而且回升速度最快。Mathieu，現在讓我們談談私募信貸面臨的主要挑戰。最近，國際貨幣基金組織警告，指出通過直接放貸人進行借貸的企業當中，接近半數事實上是負自由現金流營運，令這些企業實際上依賴所謂的「實物支付」票據來繼續營運，因為這些票據延遲利息支付至較後日期，但往往需承擔較高利率。你認為直接放貸的基本因素是否正在惡化？

Mathieu

Neha，正如我們常說的，魔鬼藏在細節中，對吧？首先，我今天確實希望提醒觀眾，整體來說，直接放貸和私募信貸沒有上行空間，只有下行風險。這是甚麼意思呢？實際上，你最多只能收回你已借出的貸款本金，加上你跟借款人已協商需要支付的票息，但你面對的下行風險是損失所有資金。因此，選擇能有效管控下行風險的經理人非常重要。談到你剛才提到的「實物支付」，概括來說，我認為實物支付有兩種：第一種是貸款初始時，借款人與放貸人已協商的實物支付，因為根據企業的個別狀況，這被視為對雙方最有利的安排。第二種實物支付結構是在貸款期內進行協商，因為借款人突然無法再支付票息。

顯然，第二種實物支付結構值得多加注意，因為這反映借款人可能難以償還債務。整體而言，現時直接放貸和私募信貸的環境仍然相對穩健。但當然，如果整體經濟和經濟狀況惡化，私募信貸也會經歷信貸周期的壓力，正如其他資產類別一樣。我們的職責是確保我們的私募信貸投資者在投資於直接放貸時，仍能持續獲得優於傳統流通信貸資產的表現。

Neha

Mathieu，數據顯示直接放貸再次恢復升勢，尤其是美國。不過從地區來看，我們希望分散投資於不同的地區和地域，除了美國之外，你認為哪些地區也展現機遇？舉例說，歐洲或亞洲是否有值得注視的投資機會？

Mathieu

美國是最發達的直接放貸市場，但也是競爭最激烈的市場。我們已開始觀察到，不同經理人所管理的投資組合開始出現重疊。在某位經理人的貸款投資組合中，大約有 10%至 20%與另一位經理人的投資組合重疊。歐洲實際上是另一個值得注視的地區。這個市場高度分散，作為直接放貸人，你需要在每個營運國家設有當地據點，這為投資者和分散投資提供非常值得注視的機會。因此，我強烈建議投資者參與歐洲市場。亞洲目前仍處於起步階段，市場依然以銀行為主導。不過，很明顯在未來某個時候，亞洲市場很可能會跟隨美國和歐洲的發展路徑。

Neha

總括而言，私募信貸因其私募性質，與公開市場的信貸相比，擁有截然不同的風險回報特性。其次，對於那些採用傳統 60/40 投資組合並以長線回報為目標的投資者來說，只要能夠承受一定程度的低通動性風險，應可受惠於私募信貸配置，尤其是長遠有助提升回報和降低波幅。然而，投資於私募信貸的下行風險是投資者可能損失全部資本。因此，選擇合適的私募信貸經理人至關重要。最後，雖然美國仍是最活躍的私募信貸市場，但歐洲已開始出現一些新機遇，而隨著亞洲市場逐步發展，未來也將孕育出不少別具潛力的私募信貸投資機會。Mathieu，非常感謝你今天分享有關私募信貸的精闢見解。