

公開固定收益

優先擔保貸款：101

霸菱洞察

過去15年以來，全球優先擔保貸款市場大幅成長，規模已達1.8兆美元。在此，我們將細分該資產類別的主要特點，並探討投資人如何獲得其帶來的諸多潛在利益。



Casey McKinney

投資組合經理人
優先擔保貸款



Chris Sawyer

歐洲團隊主管
非投資等級

大型聯貸市場中的優先擔保貸款所提供的組合相當獨特，既有潛在的可觀收益，又有若干信用和利率風險的保障。從專業的眼光來看，該資產類別不僅有潛在具吸引力的風險調整後報酬，還有以下的若干好處：

- 多層信用風險保障。
- 資產抵押和契約限制形式的擔保。
- 相對波動小。
- 具相對價值機會。
- 與私募信貸相比，價格透明度更高，流動性更強。

圖1：優先擔保貸款的其他名稱

銀行貸款	浮動利率貸款	槓桿貸款
這些貸款由一家主辦銀行承銷，然後再聯貸給其他銀行。	採用非固定貸款利率，通常每三個月按市場利率變化重新設定一次。	當公司借款時，資產負債表上的槓桿率就會增加。

資料來源：僅供參考。

什麼是優先擔保貸款？

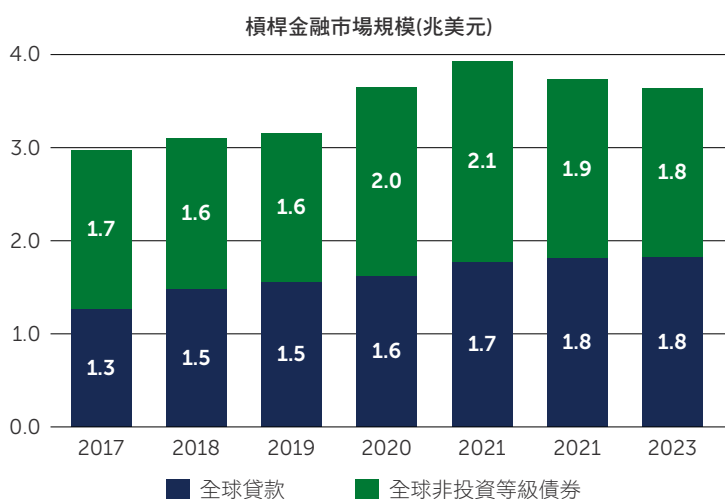
優先擔保貸款通常由投資等級以下公司發行，用途多元，為收購融資、為現有債務再融資，乃至於支持擴張計畫都有。這些貸款大多數都是為私募控股公司而發行，因此能獲得私募股權發起人的支持。這些貸款需按基準利率(通常是有抵押隔夜融資利率(SOFR)或歐元銀行間同業拆借利率(Euribor))而定的浮動利率支付，再外加額外的固定保證加成(fixed margin)，補償向投資等級以下公司融資的信用風險。

這些大型聯合貸款由一家主辦銀行承銷，然後再聯貸(或出售)給其他銀行和機構投資人。不同於私募信貸或直接融資市場，大型聯合貸款往往是聯貸給超過百個以上的大量債權人，因此這些貸款的次級市場十分活躍。舉例來說，2023年期間，美國這類貸款的交易額超過7,000億美元，略高於整體市場的一半¹。即使在充滿挑戰的時期，投資人不僅能獲得流動性，而且透明度更高，因為每日按市值計價的評價會反映出對貸款的感知風險和相對價值。

1. 資料來源：LSTA 每月貿易統計。截至2024年5月15日。

自從金融危機以來，美國和歐洲的大型聯貸市場都有大幅增長。該市場現在約達1.8兆美元，與全球非投資等級債券市場的規模相當（圖2）。大多數債務人往往是業務多元的大型公司，年度稅前息前折舊攤銷前盈餘(EBITDA)從最低的1億美元到10億美元以上不等。這與私募信貸市場不同，因為大多數私募信貸市場的債務人規模較小。此外，與私募信貸市場相比，該類貸款市場的品質更高，24.7%的市場評等達BB-或更高²。

圖2：貸款市場的規模與非投資等級債券市場相當



資料來源：瑞士信貸、美國銀行。截至2023年12月31日。

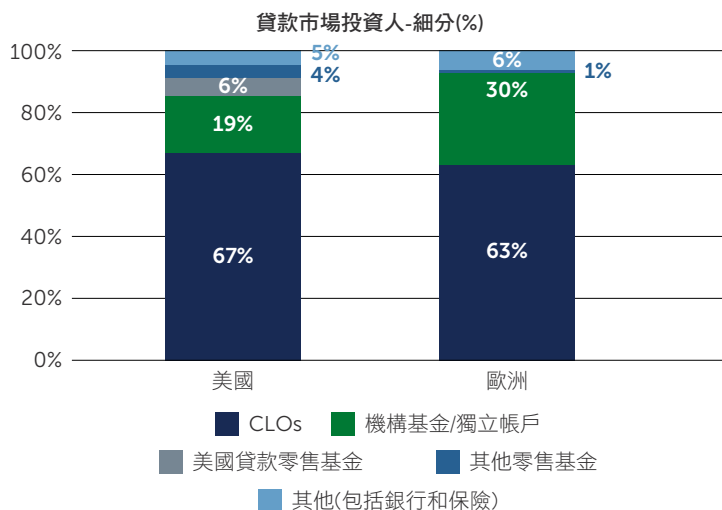
投資人參與大型聯貸市場的方式相當多元，其中包括：

- 獨立帳戶
- 綜合基金
- 零售基金
- 擔保貸款憑證(CLO)，本質上是投資於諸多貸款的結構性工具

在未償還的貸款市場中，CLO所占比例約為60至70%，而且因具有封閉性質，因此為貸款需求提供非常持穩的來源（圖 3）。相比之下，零售基金在美國貸款市場需求中所占比例不到10%，在歐洲需求中所占比例也很小。這意味著該資產類別大部分需求和活動的參與者都是機構投資人，這樣有助於減少資金外流並保持貸款價格持穩，即使在不確定性或波動加劇的時期亦然。此外，由於次級市場相當活躍，使得現金能夠進行快速有效的投資，而避免延誤。

2. 資料來源：標準普爾。截至2024年5月30日。

圖 3：在貸款需求中，大多數參與者為機構投資人



資料來源：霸菱、霸菱研究部、Kanerai、理柏(Lipper)、EPFR、Pitchbook LCD 和 HFR。截至2023年12月01日。

為何要投資優先擔保貸款？

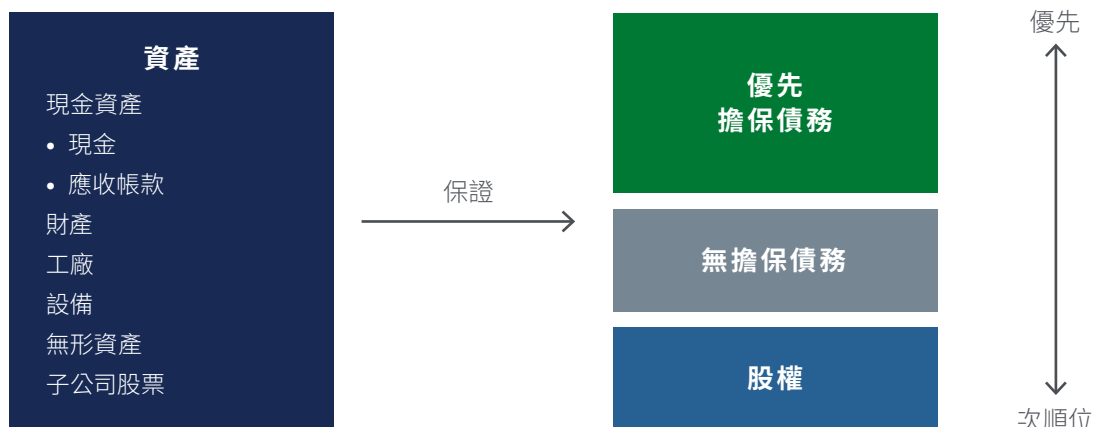
對投資人來說，優先擔保貸款有諸多潛在的好處。

1. 多層信用風險保障

在發行公司的資本結構中，優先擔保貸款通常比其他未償還的次順位債務及股權具有更高的優先權。這種優先權意味著必須優先支付這類貸款的利息和本金，然後才支付其他優先權較低的債務。這一點在發生違約時非常重要，因為資本結構中優先權較低的債權人和股權持有人可以緩衝這類貸款投資人的損失。這也意味著在出現壓力或困境之前，這些公司及其發起人往往會積極與優先貸款人合作，找出可接受、具潛在吸引力的解決方案。

優先擔保貸款也是以債務人的部分或全部資產作為擔保。許多不同的資產都可作為抵押品，包括房地產、設備、車輛與軟體或商標等無形物品。這樣的擔保給予投資人額外的信用風險保障，因為這些擔保貸款通常對債務人的資產享有第一優先求償權。

圖4：具有優先順位和擔保權的貸款



資料來源：霸菱。僅供參考。

2. 歷來的違約率低、回復率高

鑒於優先擔保貸款的發行對象都是投資等級以下的公司，投資人也許擔心出現違約的可能性。但值得注意的是，美歐這類貸款的長期平均違約率歷來相對較低，兩市場的年均違約率都僅在2%至3%之間³。再論及這類貸款的優先性和安全性，當出現違約時，相對於其他資產類別來說，其回復率歷來也較高。以1987年到2023年為例，優先擔保貸款的回復率就略高於初始投資額的70%⁴。

除此之外，單就違約率和回復率來看，並不一定能反映出對貸款總報酬的影響。這是因為在貸款有效期內支付的利息會提高總報酬，而且次級市場相當活躍，使得投資人能夠在投資有效期內增減對這類貸款的曝險。在大型分散投資組合中，這些特點可部分抵銷本金損失的影響。

3. 相對波動小

與其他資產類別相比，這類貸款的歷來波動也較小。以過去十年為例，全球貸款的年化波動率約為全球非投資等級債券的三分之二，更只有全球股票的三分之一⁵。這主要歸功於浮動利率的票息，縮短利率存續期間，換言之，就是降低對利率變化的敏感性。在大型分散投資組合的框架下，此有助於降低整體波動性，並提高可能的長期風險調整後報酬。

3. 資料來源：晨星；LSTA。截至2024年04月30日。

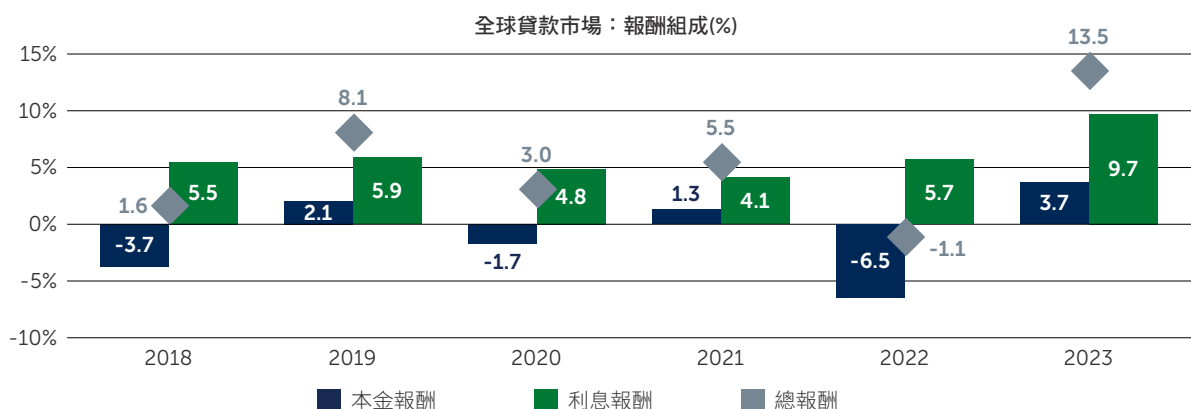
4. 資料來源：穆迪年度違約研究。截至2024年02月26日。

5. 資料來源：瑞士信貸；美國銀行；MSCI。截至2024年04月30日。

4. 具吸引力的持穩報酬潛力

大型聯合貸款另一大特點就是收益組成或票息，此有助於提高總報酬的潛在吸引力和持穩性。就背景而言，該市場的長期平均報酬約為4%至6%，尤其是在低利率的環境下，與平均票息相近⁶。雖然可能的價格上漲也對提高總報酬有所助益，但歸根究柢，收益組成的特點將這類貸款市場出現負報酬的年份數降到最低（圖5）。事實上，過去 25 年來，美國只有 3 年、歐洲只有 4 年的總報酬是負數⁷。

圖5：收益組成提供持穩的貸款報酬



資料來源：瑞士信貸。截至2023年12月31日。

5. 分散投資的潛力

由於這些貸款與其他資產類別的相關性低，因此在大型固定收益投資組合中，也能當作有效的分散投資工具。過去十年來，全球貸款市場與傳統投資等級市場的相關性低且甚至為負相關，而與其他非投資等級固定收益市場的相關性也不高⁸。

如何抓住這個機會

縱觀整個優先擔保貸款市場，無論是美國還是歐洲，都看到了潛在的誘人機會。然而，推動每個市場發展的因素都可能會發生變化，而且往往確實會發生變化。這是由於每個區域的經濟前景不同，而且地緣政治事件對每個市場的潛在影響也不盡相同。若干技術因素也有影響，例如新發行量、CLO發行、零售共同基金進出流量等。

特別是技術和其他因素的變化，可能造成證券的市場價格與其潛在的基本價值脫鉤。眼光長遠的投資人透過買入價格偏低的證券，或賣出相對於其基本價值而言偏高的證券，也就能夠抓住這些市場負面影響所帶來的機會。

鑒於市場價格對技術面變化的反應速度非常快，對優先擔保貸款進行策略性配置將有助於及時抓住不斷變化的相對價值機會，並使投資人能夠在持穩時期獲取可觀的收益潛力。全球策略還能提供更多更廣泛的機會，使經理人、進而是投資人能夠靈活抓住美歐區域出現的機會。

6. 資料來源：瑞士信貸。截至2023年12月31日。

7. 資料來源：瑞士信貸。截至2023年12月31日。

8. 資料來源：瑞士信貸；美國銀行；摩根大通；彭博。截至2023年10月31日。

尋找經理人的要點

雖然我們看到投資優先擔保貸款好處不少，但也得考量潛在風險。儘管該資產類別在資本結構中具有優先順位，但若發生違約或價格波動，仍有可能造成投資人的本金損失。有鑒於此，為充分利用這樣的投資機會，我們認為投資人必須與跨地域、有能力為特殊信用風險進行分析和定價的主動型經理人合作。

經理人應具備的其他關鍵特點包括：

- **資源豐富的大型團隊。**優先擔保貸款由近 1,600 家發行人組成⁹。要真正能夠對一家公司的基本面進行承銷，需要規模龐大的研究團隊進行必要的嚴格信用分析。每個區域都有團隊成員派駐，能夠定期與交易對手互動，並與當地管理團隊和發起人會面，這一點也至關重要，特別是在評估跨區域的相對價值機會時。
- **擁有不同週期的經驗。**鑒於貸款市場會隨著時間而不斷變化，也務必與行事嚴謹、在不同市場週期中累積豐富經驗的管理人合作。儘管不同的環境會帶來不同的挑戰和機會，但在整個市場擁有深厚關係的長期經理人更有能力應對不確定時期。
- **具有全球影響力。**務必與具有靈活性的全球經理人合作，因為這樣的經理人能夠快速有效地抓住不同區域、行業和信貸領域出現的相對價值機會。關鍵是要能夠在不斷發展的市場中隨時調整解決方案，最終使投資人處於最佳位置，以利獲得具吸引力的長期風險調整後報酬。

9. 資料來源：瑞士信貸。截至2023年12月31日。

霸菱為一家管理4,061億美元*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 台北市基隆路一段 333 號 21 樓 2112 室
一百零六金管投顧新字第零零貳號 0800 062 068

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本基金無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。基金投資可能產生的最大損失為全部本金，投資人需自負盈虧。如因基金投資產生紛爭，投資人可先向本公司提出申訴，投資人不接受本公司申訴處理結果或未在三十日內處理回覆時，投資人可在處理結果或期限屆滿之日六十日內再向「金融消費評議中心」申請評議。所提供之資料僅供參考，此所提供之資料、建議或預測乃基於或來自相信為可靠之消息來源。然而，本公司並不保證其準確及完整性。該等資料、建議或預測將根據市場情況而隨時更改。本公司不保證其預測將可實現，並不對任何人因使用任何此提供之資料、建議或預測所引起之損失而負責。本文之經濟走勢預測亦不代表相關基金績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用（含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。基金投資涉及投資於新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。本資料可能載有根據霸菱資產管理現時的意見、預期及預測而作出的前瞻性陳述。本公司並無責任更新或訂任何前瞻性陳述，而實際結果可能與前瞻性陳述所預期者有重大差異。本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經驗信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。

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

*截至2024年3月31日

TW24-3648082 出刊日期：2024年6月18日