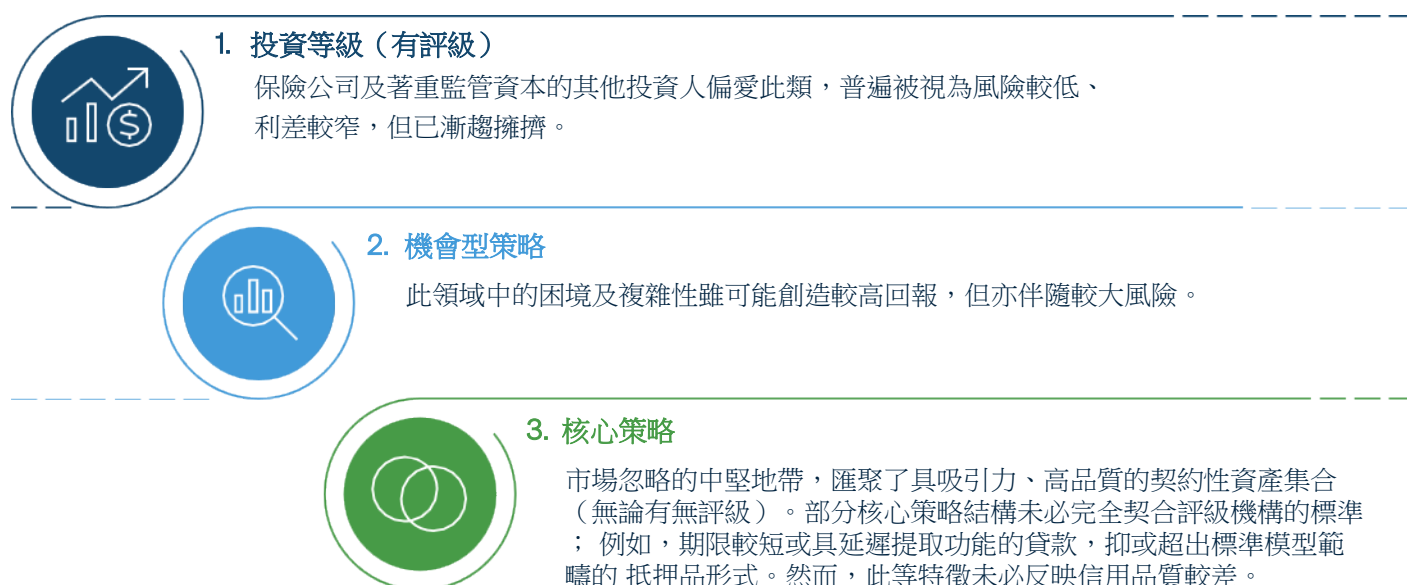


無評級資產擔保融資的價值釋放之道

無評級資產擔保融資(ABF)指以硬資產或契約性現金流為擔保，且未經評級機構評估的信用投資。無評級ABF通常具備較高的收益率潛力，因而時常被誤認為高風險投資。而實際上，此類收益率往往反映市場中資金匱乏且備受忽視的領域，其內在的複雜性與低流動性所換取的補償。透過採用無評級ABF貸款，多元化且結構完善的投資組合，可望在審慎管理風險的同時，創造收益豐厚的回報。

透視ABF市場版圖

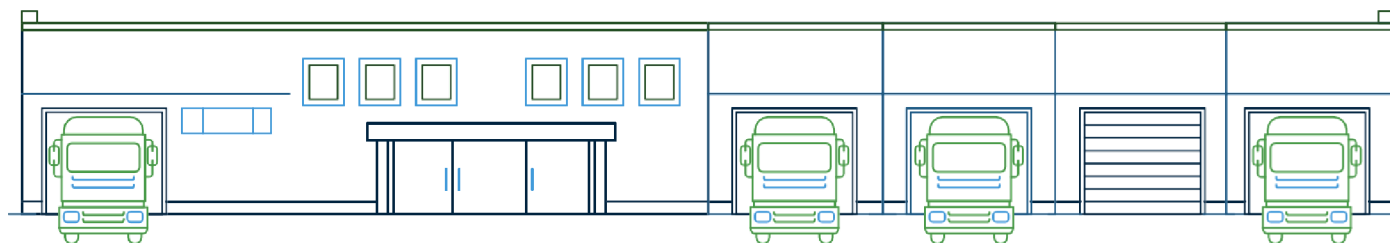
ABF市場涵蓋廣泛，大致可分為三大領域：



「無評級」未必等同高風險

ABF市場中，有評級資產仍是資金的主要去處，因為保險公司及保險關聯資產管理公司通常要求投資標的具備評級。反觀銀行，則已相繼撤出無評級借貸業務，原因在於此類交易需對多元基礎資產集合展開密集、量身定制的盡職調查，且需持續監控，而多數資產負債表貸款人對此力有不逮。再加上監管資本要求日趨嚴格，導致核心策略無評級領域呈現滲透率低落、服務供給不足的窘境。

多元化並不保證獲利或防止虧損。



「無評級」常被誤解為「風險更高」。實際上，其反映更多的是：僵化的評級模型因非風險原因，而無法納入的結構性特徵，其中包括：

1 年期較短

例如，針對較長期限貸款的兩年期倉儲融資機制。

2 變動的資金需求

允許借款人按需提取及償還資金的融資結構；例如，循環貸款或延遲提取貸款。此類機制需要持續的資產創設及監控，因為基礎資產集合的組成會隨著時間推移而改變。

3 非標準形式

超出評級機構固定假設框架的交易；例如，到期日不符合標準化模板、現金流可預測性較低或攤銷不規律，又或抵押品類型多樣化或更難以建模。

諸如此類，缺乏評級並不足以論斷基礎資產的品質優劣，但確實意味著借款人願意支付溢價——可能較企業直接貸款高出160個基點以上¹——以換取靈活、量身定製的資本。而此利差溢價可能形同對可比較信用風險的過度支付。

核心策略無評級ABF的投資價值

當下，核心策略無評級ABF領域展現出的風險回報動態引人矚目。曾主導這一領域的銀行正逐步退場，而受評級敏感度掣肘的保險公司亦無法填補供給缺口。兩相夾擊之下，反而形成了一個競爭相對和緩的市場，具備實力的資產管理人得以提供量身定製的靈活資本，並爭取到更具實質意義的保障條款。

這並非表示有評級的ABF毫無機會——其潛在市場規模依然龐大——只是該市場更加擁擠且利差更窄，就相對價值而言，其吸引力已今非昔比。

我們認為，長期深耕機會型策略ABF領域，為評估複雜抵押品、校準激勵機制及預判行業趨勢奠定了堅實基礎。在當前環境下，該等經驗可應用於核心策略無評級ABF領域，其結構通常較機會型策略ABF更為簡明，資產集合品質也更勝一

籌。換言之，策略重心正移向一個複雜度更低、韌性更強，且市場滲透率仍偏低的市場領域。

1. 根據橡樹的觀察。較高的利差通常反映較高的信用風險，且不能保證較高的實際回報。ABF與企業私募信用之間的重大差異包括投資目標、風險概況、流動性、成本和費用，以及結構保障。與企業私募信用相比，ABF投資可能涉及更高的複雜性、更低的流動性，以及不同的風險緩解措施。過去的利差優勢無法保證未來的結果，實際回報也可能因這些和其他因素而有所不同。相對利差優勢可能不會長時間持續，利差潛力也不能保證實際的績效結果。投資決策不應僅基於不同策略之間的利差比較。

資產管理人的紀律是成敗關鍵

市場上，多數資產管理人爭相湧入有評級交易，或押注高風險機會型策略交易以求拉抬收益率；而經驗豐富的資產管理人，則憑藉深厚的機構知識，展現出承銷複雜交易、構建保障機制，乃至斷然捨棄錯誤交易等能力，在同儕中脫穎而出。

我們認為，投資人評選資產管理人時，應關注以下關鍵能力：

- **豐富的ABF經驗。**具備跨越週期的技能，方能精準承銷不同抵押品類型，發掘極具吸引力的相對價值投資契機。
- **機會型策略信用專業知識。**此能力為資產管理人增添另一層技能與紀律，使其不僅能洞燭先機，更可避開潛在的「地雷」，避免損及績效。深厚的行業專業知識，涵蓋消費、設備、數位基礎設施及交通運輸等領域，是透視抵押品本質與資產發起機構激勵機制的根本所在。
- **卓越的結構設計能力。**憑藉嚴謹分析、創新融資、靈活應變與談判技巧等經驗，資產管理人能在銀行退場之處，提供量身打造的融資方案。
- **嚴謹的風險緩解方法。**善用嚴格的抵押品標準、現金緩衝及績效觸發機制，於資產品質惡化時即時強化管控，並設定與基礎資產掛鈎的借款上限，有助於管理風險。龐大的資產發起機構網絡和關係提供充沛案源，而只聚焦最佳機會的紀律，則體現寧缺勿濫的擇優原則。
- **首選合作夥伴的聲譽。**應尋找能在傳統管道失靈時，提供靈活資本解決方案的資產管理人。

掌握無評級市場機遇

無評級ABF機遇的本質，在於借款人願意為評級敏感型貸款人無法提供的資本支付溢價，而此溢價形同對可比較信用風險的過度支付。

我們相信，兼具規模、結構設計專長與靈活能力的優秀資產管理人，正處於掌握此一先機的有利位置。然而，紀律仍是防範下跌風險的關鍵所在。對投資人而言，無評級核心策略ABF堪稱多元信用投資組合中極具吸引力的一環，在當前競爭者相對稀少的市場領域中，提供了收益豐厚且風險經過審慎管理的潛在回報。

重要披露事項

所有投資均涉及風險。投資價值將隨時間波動，投資人可能獲利亦可能虧損，甚至損失全部投資。**過往績效並非未來績效的保證。**

作為一種資產類別，私募信用包含各種不同的債務工具。儘管每種資產類別均有其自身風險和回報概況，但私募信用資產通常較公開信用資產具有更高違約風險，原因是前者的投資機會通常專注於具有限融資選擇的公司。由於私募信用通常涉及向低於投資等級或無評級的發行人放貸，作為承擔更高風險的回報，私募信用資產的收益率較高。

需要考慮的風險

投資涉及風險。可能損失本金。無法保證此策略將達成其投資目標。此策略將面臨比未投資此類證券的基金更高的信用風險、贖回風險和流動性風險。一般而言，同等信用品質的較低評級或未評級證券會比評級較高的證券提供更高的潛在回報，但價格波動性更大，且收益和本金損失的風險也更大，包括此類證券發行機構違約或破產的可能性。投資於財務困窘發行機構的證券可能涉及重大風險。這些證券可能會有重大的違約風險，或在投資時可能已經違約。此策略目前擬使用槓桿以企望實現其投資目標。槓桿會產生可能會對普通股持有人的回報產生不利影響的風險。投資商業房地產、交通運輸、醫療保健貸款，以及權利金擔保信用和其他資產擔保貸款（包括不良貸款）也可能使此策略面對比投資傳統證券更大的波動性。

投資不良貸款會面臨非投資等級證券的相關風險。此外，當一項策略將其投資集中於特定的經濟領域時，其績效可能主要受這些領域表現的影響，且波動幅度可能大於基金對各個領域進行更均衡投資。此投資策略可能無法達到預期的績效。

本文件表達的觀點乃博楓（包括其子公司和聯屬公司）當前的觀點，或會發生變動，恕不另行通知。博楓（包括其子公司和聯屬公司）並無責任更新有關資料，也無責任向客戶告知有關變動。本文件內呈列的所有展望、預測或投資組合權重僅截至本材料顯示之日期，或會發生變動，恕不另行通知。過往績效並非未來績效的指標，投資價值及投資產生的收益可能波動。

本文件所載資料僅供教育及參考之用，不構成亦不得解讀為任何證券或相關金融工具的出售要約或要約購買的招攬。本評論稿討論廣泛市場、行業或範疇趨勢或其他整體經濟或市場狀況，乃於保密基礎上提供。另外，本文件不構成且不應被詮釋為對任何證券、相關金融工具、產品或服務的推薦或背書。

前瞻性陳述

本文件所載資料包含、包括或基於聯邦證券法（尤其是經修訂的1934年證券交易法第21E條）和加拿大證券法中界定的前瞻性陳述。前瞻性陳述包括除歷史事實陳述以外的所有陳述，涉及未來活動、事件或發展，包括但不限於業務或投資策略或策略實施措施、競爭優勢、目標、業務擴張和成長、計畫、前景和對我們未來成功的提述。您可以透過這些陳述並非僅與歷史或當前事實相關加以識別。「預計」、「估計」、「期望」、「預期」、「打算」、「計畫」、「據信」等類似用詞可用來識別這些前瞻性陳述。不準確的假設或已知或未知風險及不確定性可能影響前瞻性陳述。而其中許多因素極其重要，會決定我們未來實際績效或結果。因此，任何前瞻性陳述均無法得到保證。我們的實際績效或結果可能有重大差異。鑑於這些不確定性，您不得過分仰賴這些前瞻性陳述。

本案例研究討論僅供參考，旨在闡明相關投資流程，並不構成任何投資推薦或建議，亦不應作為任何投資決策的依據。本文並不表示所述證券投資過往或未來必定獲利。

本文件並非旨在概述適用於博楓公司及其聯屬公司（統稱為「博楓」）贊助的任何產品的條款。

本文件中的資料及觀點如有更改，恕不另行通知。本文件提供的某些資料乃基於博楓的內部研究編製，而某些資料則是基於博楓的各種假設，其中任何一項均可能被證明為不正確。博楓可能並未核證（並認為無核證義務）本文件內所載任何資料的準確性或完整性，包括第三方提供的資料。您不得認為博楓已核證任何資料。

本文件內提供的資料反映博楓截至本評論稿日期的觀點及看法。

© 2026 博楓

B810442

聯絡我們



privatewealth.brookfield.com



privatewealth@brookfield.com



+1855-777-8001