



**Patrick Machir**  
Principal, WL Ross & Co.  
New York

受到全球主要經濟中心央行貨幣政策持續支撐，2017年全球整體總經狀況逐漸改善。本來預期波動較大，部份是因為美國總統選舉的影響。然而，市場已習慣了幾個不確定性問題，包括華盛頓方面可能的政策變動、中國的經濟及整體利率與原物料環境，波動因而下降。我們預計在美國景氣擴張進入第9年的情況下，2018年波動可能升高<sup>1</sup>。雖然基本看法是目前的經濟將持續成長，但2018年後有較大的不確定性，我們監控好幾個重要主題，每個都在私募股權和不良債權範圍內扮演重要角色。

### 評價和槓桿

和上市股票及公司債市場相同，私募股權市場評價也非常高，中型和大型企業融資購併的指標倍數目前正超過金融危機前水準。明確地說，2017年前三季大型融資購併的平均企業價值對息稅折舊攤提前獲利(EBITDA)收購比例為10.5倍<sup>2</sup>，融資市場接受度高和資金持續流入私募基金是支撐評價的重要因素，私募股權的資金截至2017年9月成長到9420億美元的歷史高點<sup>3</sup>。全球同步進行貨幣刺激措施、信用垂手可得和龐大資金結合，近年來創造出有利融資購併的環境。因股權交易買價的倍數上揚，股權價格在受惠於這些轉手交易的情況下，其價格仍高於金融危機前水準。此外，越來越多主權財富基金、家族辦公室和其他資金組合參與市場，使傳統私募股權投資人面臨更多競爭。這些因素加上升息環境造成傳統融資購併潛在隱含報酬下降的壓力，並限制報酬吸收意外風險的能力。近幾年的融資購併交易量和融資信用市場的擴張應能為不良債權和特殊狀況私募股權提供更多投資機會，尤其是在景氣成長和取得信用減緩時。

「和上市股票和公司債市場相同，私募股權市場評價也非常高，中間市場和大型企業融資購併的指標倍數目前正超過金融危機前水準。」

### 特定公司機會

目前的環境也顯示系統性投資不良債權公司債的機會有限，但整體市場中有幾個因素仍產生越來越多特定公司機會，特別是表現欠佳的中小型發行機構。隨著投入資金的增加，融資結構槓桿較高的私募股權投資成交量也跟著攀升。中小型投資範圍內的總槓桿水準接近6倍，第一順位債權目前超過2007年水準<sup>4</sup>。升高的風險屬性顯現在今日市場的槓桿分佈上-2016年完成的中小型交易量有三分之一以上(2017年前三季則有近40%)達到6倍或更高槓桿倍數<sup>5</sup>。如果升息或市場氣氛改變，以高槓桿水準融資的中小企業將因現金流量減少和/或資金取得來源有限而受到影響。此外，這些小公司一般比較沒有能力因應對其表現有負面影響的意外發展，我們相信這些動態將創造投資某些特定狀況、非控制權的負債比例偏高公司債及特殊情況私募股權的機會。

### 中國的衝擊

中國仍然是全世界商品和原物料流動的重要驅動因子，在全球經濟扮演舉足輕重的角色。中國政府執行的經濟和社會政策在國內外可能都有很廣泛的意涵，一個例子是其目前努力處理鋼鐵業及其他特定工業與製造業的產能過剩和債務過高的問題。在執行政策時，中國政府會尋找具營運和重整專業能力的合作夥伴，因而創造獨特的投資機會。除了鋼鐵業，工業如煤礦或水泥業可能也是供給側改革的目標。

中國應該會持續積極向外購併的活動並影響整體私募股權市場，雖然中國對資金外流設下特定限制，我們相信政府仍將支持提供中國策略購併者取得新技術、市場或成長方法的交易。



### 重點摘要

- 由於評價攀升，可出錯的空間更小，而吸收意外風險的報酬確定性也較低。
- 逐步縮減貨幣刺激措施應可支撐市場，但對槓桿較大的資本結構或許有壓力。
- 在特殊情形下，價格低於隱含價值的負債比例偏高公司債有些機會。

## 結論

目前投資環境允許出錯的空間很小，因此必須嚴格進行實質審查，而選擇交易案的識別能力更為重要。展望2018年，我們相信負債比例偏高/不良債權公司債和私募股權最吸引人的機會是來自衝擊多個產業的異常狀況，提供低於隱含價值的潛在介入點。我們的重點仍在找出能顯示可確認和修正的公司問題之特定狀況，引進強大的防禦性商業模式並提供適當的下檔保護。



「展望2018年，我們相信負債比例偏高的公司債和私募股權最吸引人的機會是來自衝擊多個產業的異常狀況，提供低於隱含價值的潛在介入點。」

<sup>1</sup> 資料來源：國家經濟研究院(National Bureau of Economic Research)。

<sup>2</sup> 資料來源：標準普爾槓桿評論及數據(S&P LCD)，季刊，截至2017年9月30日。

<sup>3</sup> 資料來源：Prequin，截至2017年9月30日。

<sup>4</sup> 資料來源：S&P LCD，季刊，截至2017年9月30日。

<sup>5</sup> 資料來源：S&P LCD，季刊，截至2017年9月30日。