

## 行業概覽

### 亞太及中東地區房地產私募債務市場的發展

當今亞太及中東地區的房地產私募債務市場，是全球金融危機後為降低全球銀行業風險而實施監管改革所直接催生的結果。巴塞爾協議三 (Basel III) 及四 (Basel IV) 標準逐步實施—該等標準於2024年及2025年在香港及新加坡等亞洲主要金融中心全面生效—已從根本上改變貸款的經濟邏輯。該等協議規定了嚴格的資本適足性要求，迫使傳統銀行對商業地產 (產生收益的地產資產) 風險持有顯著更高的準備金，並從複雜交易中撤出。監管收緊正為經驗豐富的發展商築起一道關鍵的再融資高牆，並加速該地區從銀行主導地位轉向的結構性變革。

因此，各大銀行為保全資本，已轉向低收益的核心資產，使得受特定區域性催化因素驅動的高品質過渡性項目面臨結構性資金缺口。例如，南韓的國內流動性限制，以及澳洲對投資貸款的嚴格監管，已為非銀行貸款人開啟服務不足的市場領域。與此同時，中東地區的主權資產多元化政策正推動對靈活私人資本的需求，以支持規模往往超出傳統區域性銀行單一借款人集中度限額的巨型項目。這一轉變推動亞太及中東地區的房地產及基礎設施私募債務市場規模，預計將於2025年突破1,614億美元。儘管呈現增長，2024年私募債務僅佔區域房地產融資的約6%，2025年亦僅佔7.3%，遠低於美國的41%及歐洲的21%。鑒於傳統銀行於2025年持有亞太及中東地區約93%的房地產債務，這一差距凸顯出巨大的結構性增長機會，因為監管壓力正加速該地區擺脫銀行主導的態勢。

### 特定經濟體的房地產與基礎設施私募債務市場規模

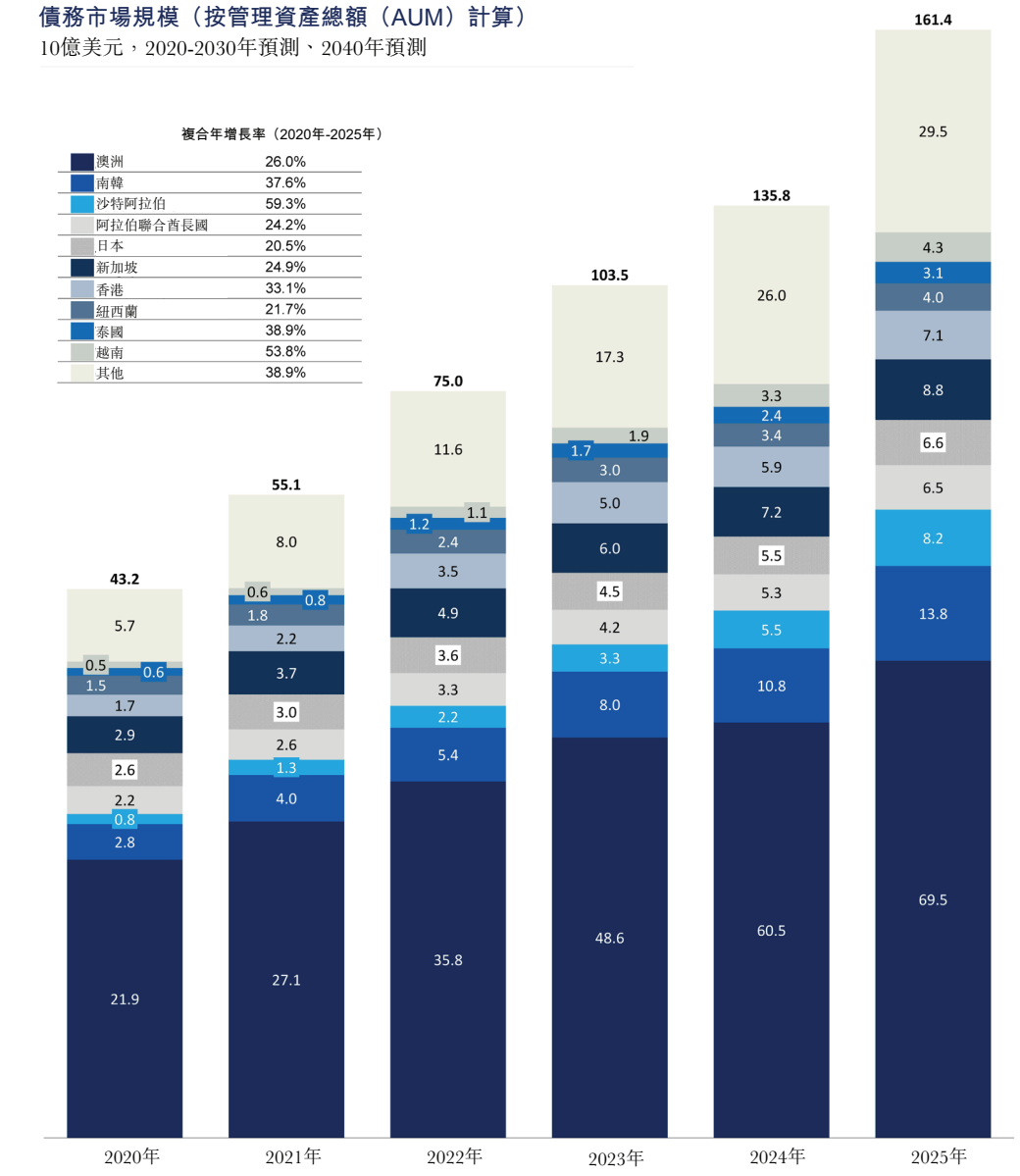
按特定經濟體劃分的亞太及中東地區房地產及基礎設施私募債務市場規模已從2020年的432億美元大幅擴張至2025年的1,614億美元，複合年增長率達30.2%。此增長勢頭與更廣泛的信貸緊縮趨勢相呼應，因非銀行貸款人從正因應資本充足率要求而調整業務的傳統金融機構手中奪取市場份額。預計該資產類別將進入持續的機構擴張階段，並於2030年達到約3,727億美元，這反映出私募債務正成為區域資本結構中永久組成部分的長期轉變。

澳洲約佔該地區2025年資產管理規模的43%，反映出其作為亞太地區最成熟的私募債務市場的地位。這種主導地位得益於成熟的機構投資者群體及有利的監管環境—澳洲審慎監管局 (「澳洲審慎監管局」) 的標準促使傳統銀行專注於核心抵押貸款業務，使私募債務成為中型發展商的主要融資渠道。南韓市場的擴張主要源於房地產項目融資 (「項目融資」) 的流動性危機。這場由2022年底南韓樂高樂園違約引發、並持續至2024年的融資凍結，影響特定房地產開發項目，因證券公司撤資後，基金提供救援資本。沙特阿拉伯則利用私募債務推動「**2030願景**」計劃，該等計劃的規模往往超出銀行法定集中度限額。

## 行業概覽

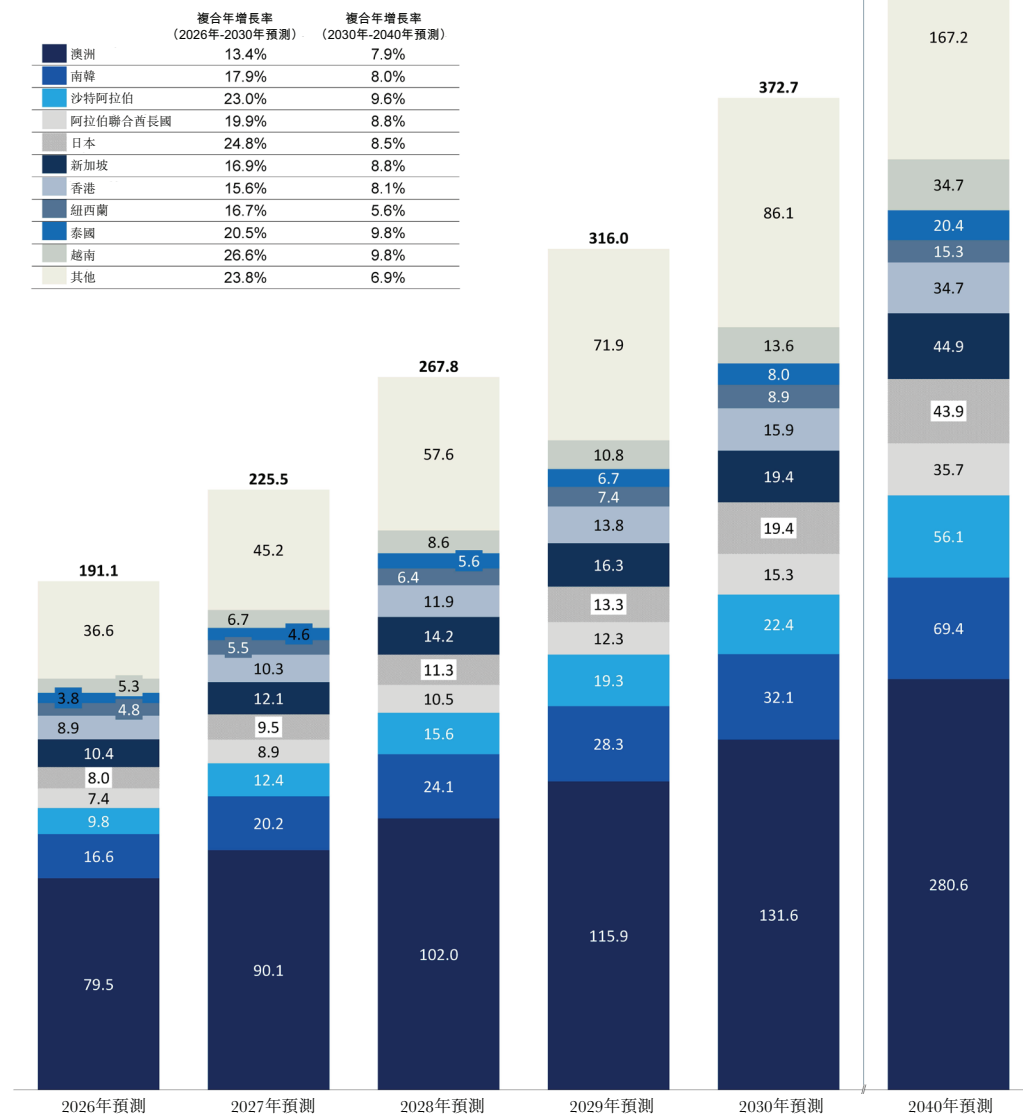
該等由沙特阿拉伯中央銀行（「**SAMA**」）強制規定的監管上限，限制銀行對單一借款人或項群組的總風險額度。新加坡及香港作為融資發起樞紐，其中香港特別針對銀行已調降貸款價值比的標誌性資產，填補其流動性缺口。日本則在酒店業及住宅升級領域，持續作為夾層融資的利基解決方案，因當地銀行在此類業務上仍持保守態度。在泰國，市場擴張主要受嚴格的貸款價值比法規及高企的家庭負債所驅動，隨著當地銀行收緊信貸標準，促使私募基金介入，為中級開發項目及酒店業重定位提供資金。與此同時，越南市場的增長則源於監管當局打壓企業債券發行所引發的嚴重流動性危機，使私募債務成為滯銷住宅及工業項目的關鍵救援資金。

亞太及中東地區特定經濟體之房地產及基礎設施私募  
債務市場規模（按管理資產總額（AUM）計算）  
10億美元，2020-2030年預測、2040年預測



## 行業概覽

亞太及中東地區特定經濟體之房地產及基礎設施私募  
債務市場規模（按管理資產總額（AUM）計算）  
10億美元，2020-2030年預測、2040年預測



資料來源：弗若斯特沙利文

## 行業概覽

### 亞太及中東地區按建築類型劃分的房地產及基礎設施私募債務市場規模

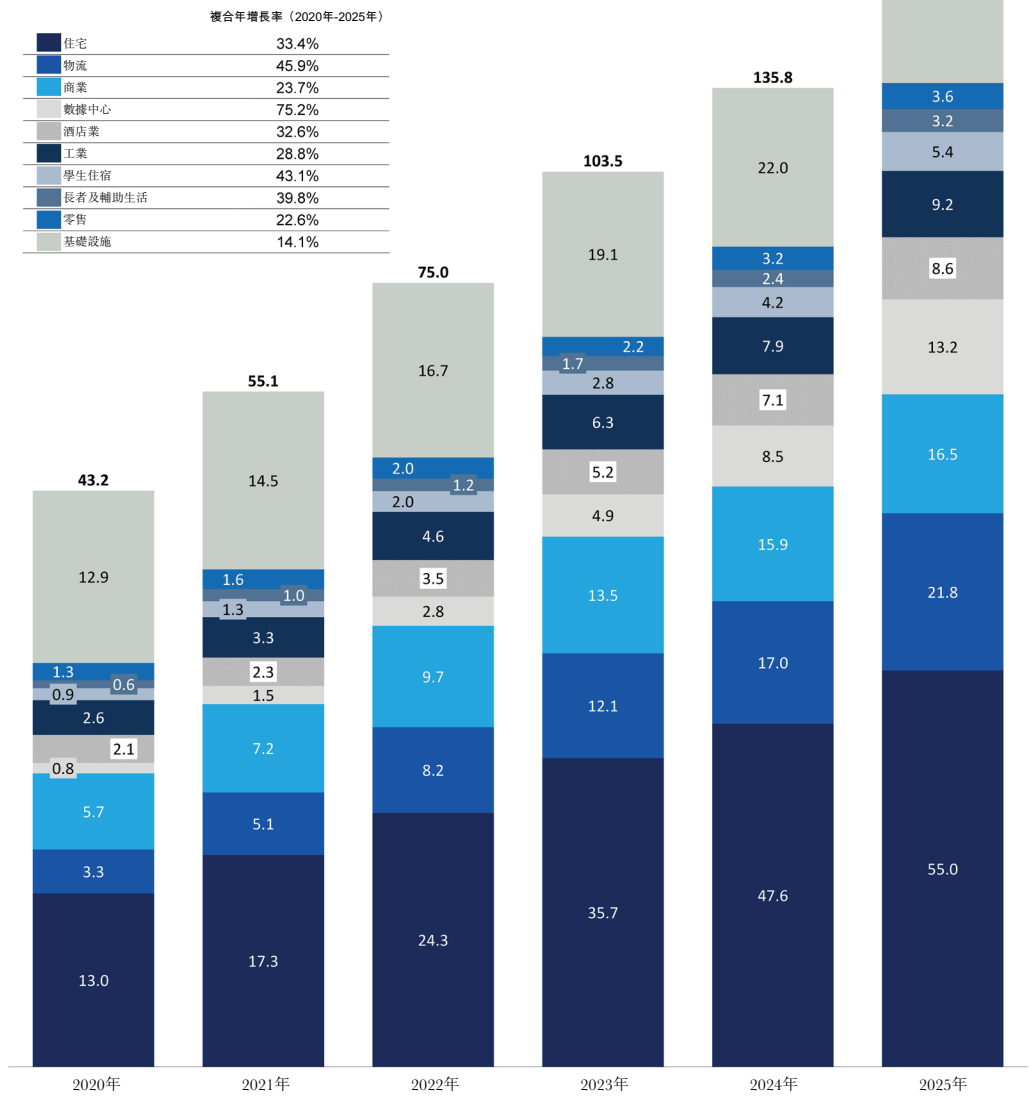
亞太及中東地區的私募債務市場正結構性地轉向「居住」領域及優質房地產，這反映該等市場與長期人口結構趨勢的策略契合。受澳洲等主要市場結構性短缺驅動，住宅仍為主導性細分市場。隨著銀行面臨巴塞爾協議四的資本限制，亞太及中東地區住宅細分市場的私募債務已成為發展商的成熟融資渠道，預計到2030年將達到1,186億美元，自2026年起複合年增長率為15.4%。亞太及中東地區的學生住宿、長者及輔助生活領域亦持續擴張，2026年市場規模分別達65億美元及41億美元，預期分別按22.0%及26.5%的複合年增長率增長，於2030年分別達144億美元及105億美元。該等資產受惠於日本人口老化及澳洲留學生流動等驅動因素，能為投資組合提供抵禦整體市場波動的穩定性。

在商業地產領域，市場焦點集中在面臨流動性缺口的優質資產上。隨著傳統貸款人降低貸款價值比，私人貸款人正積極介入，為供應受限的中央商務區內的優質辦公樓及零售物業提供融資。隨著旅遊業復甦，酒店業債務也成為一個顯著的投資機會，特別是在日本及東南亞地區。在傳統銀行對週期性現金流仍持保守態度情況下，私募債務正積極填補資產升級及翻新所需的資金缺口。

與此同時，於亞太及中東地區的基礎設施私募債務已成為一個快速擴張且具互補性的資產類別，規模從2020年的129億美元增長至2025年的249億美元，複合年增長率達14.1%。此一增長背後，是關鍵資產融資結構的轉變—隨著私人貸款人介入，為該地區在能源轉型、交通現代化及數碼基礎設施方面的龐大需求提供資金。區域需求正日益顯現差異，例如：澳洲亟需籌措資金建設約10,000公里的新輸電線，以達成其2030年再生能源目標；日本則需要大量私人資本來現代化老舊的交通基礎設施，該國目前超過30%的橋樑及隧道已使用超過50年；而中東地區，特別是沙特阿拉伯，正積極利用私募債務為「2030願景」的大型項目提供資金，該等項目往往超出國內銀行對單一借款人的限額。在日本及南韓，為實現全國淨零承諾所需的電網現代化及數碼化連通性項目仍存在顯著缺口，而私募債務則作為靈活資本的補充來源。展望未來，於亞太及中東地區的基礎設施私募債務領域預計將維持強勁動能，受惠於長期主權政策推動，以及傳統銀行日益退出長期項目融資，管理資產規模預計將於2030年達到495億美元（自2026年的292億美元起複合年增長率為14.1%），並進一步擴張至2040年的1,222億美元。

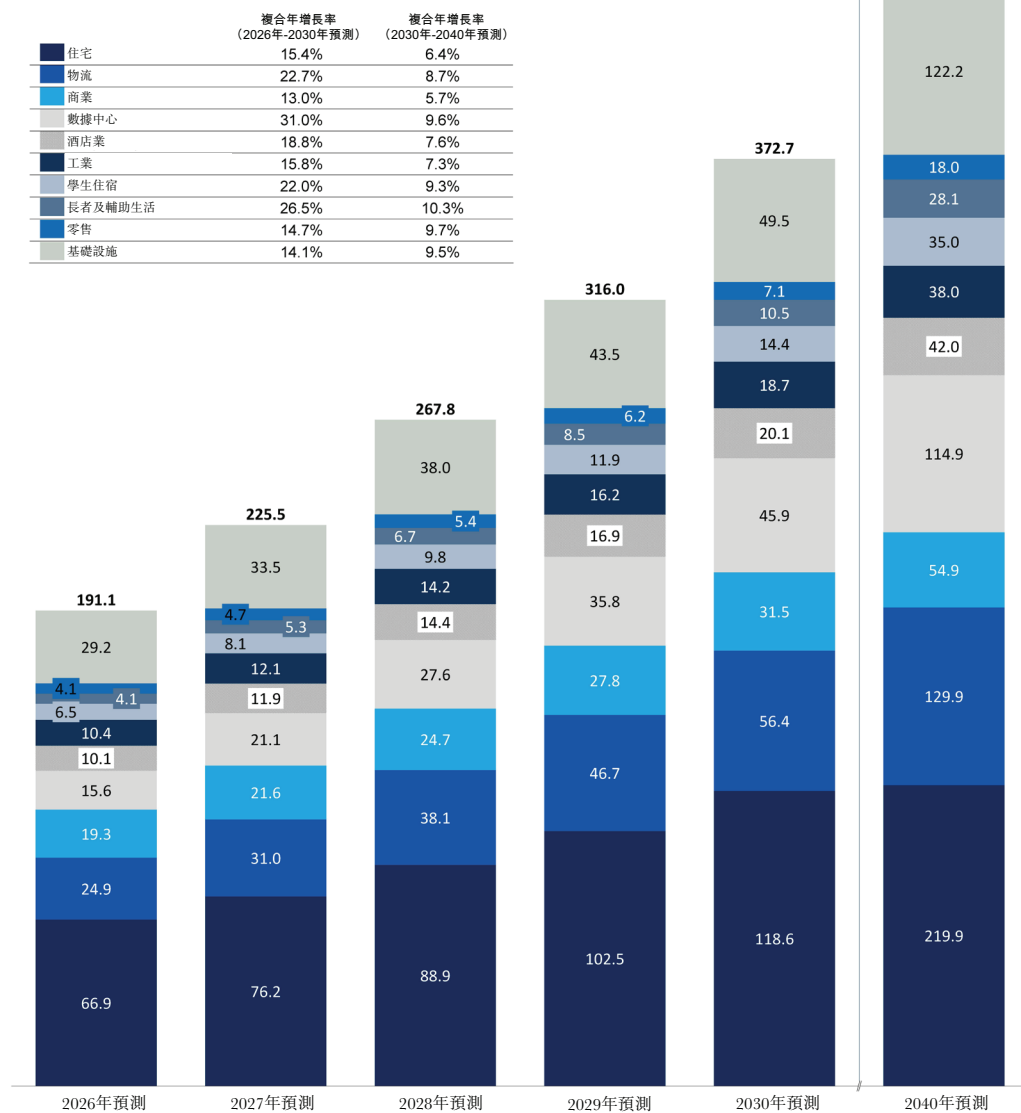
行業概覽

亞太及中東地區按建築類型劃分的房地產及  
基礎設施私募基金市場規模（按管理資產計算）  
10億美元，2020-2030年預測、2040年預測



## 行業概覽

亞太及中東地區按建築類型劃分的房地產及  
基礎設施私募債務市場規模（按管理資產計算）  
10億美元，2020-2030年預測、2040年預測



資料來源：弗若斯特沙利文

附註：(i)數字反映亞太及中東地區的潛在市場，不包括中國大陸國內市場；(ii)「基礎設施」類別不包括物流及數據中心，該等類別作為獨立資產類別追蹤。此處的「基礎設施」指核心實體系統及網絡，主要包括能源及電力（例如可再生能源、電網輸電）、交通（例如收費公路、機場、海港）、公用事業及電信網絡。

---

## 行業概覽

---

### 亞太及中東地區的房地產融資需求、供應及缺口

房地產的融資需求可分為三個部分：(i)建築支出，定義為住宅、商業及工業領域(不包括民用基礎設施)的建築產出所產生的需求；(ii)投資交易，代表每年交易之收益型資產所產生的需求；及(iii)房地產債務到期，指因房地產貸款達到期限而需再融資所產生的需求。

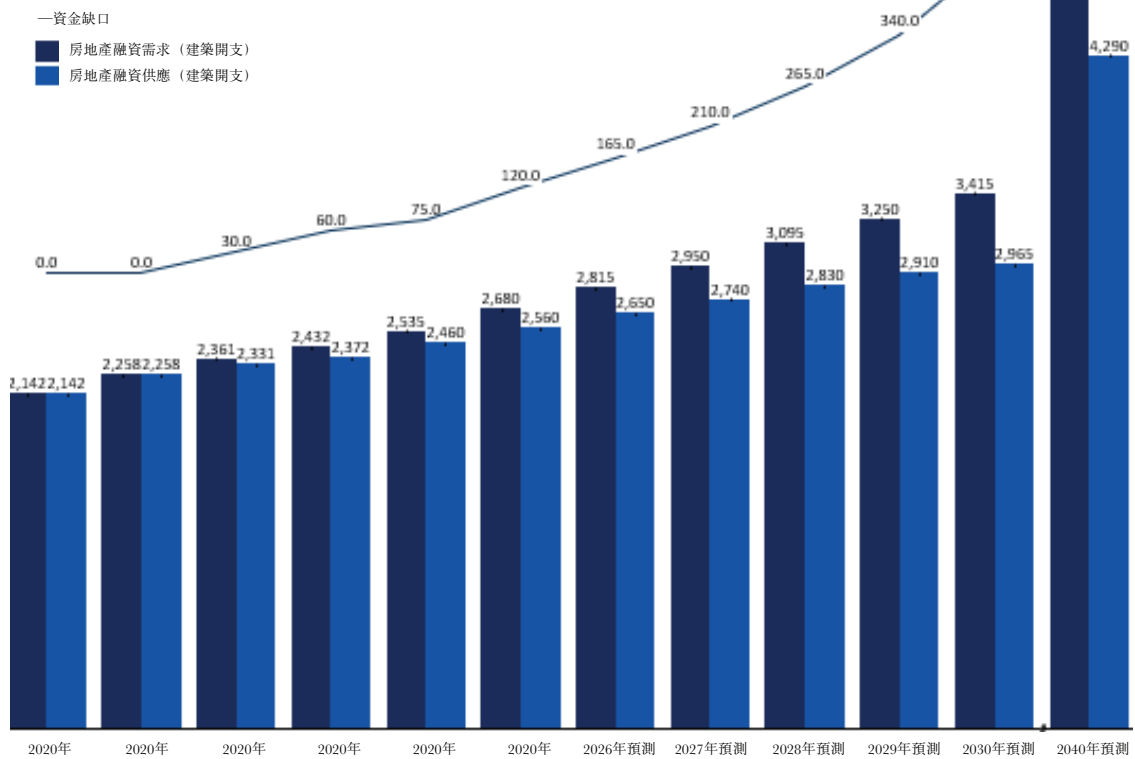
從歷史趨勢看，2020年至2021年間，建設融資供需保持平衡，因財政刺激措施確保資本供給與每年約21,420億至22,580億美元的需求相匹配。2022年出現供需失衡，需求上升至23,610億美元，而供給增長開始滯後，造成初期300億美元的流動性缺口。

展望未來，受持續城市化支撐，融資需求預計將從2026年的28,150億美元擴增至2030年的34,150億美元。特別是，建築領域更因公共部門的承諾而獲得進一步提振；預計至2030年，主要司法管轄區的政府房地產及城市發展支出將達12,000億美元，為新建建築產出提供宏觀經濟支撐。相對地，模型預測，銀行可用資本至2030年僅能達到29,650億美元。此增長放緩反映巴塞爾協議III與巴塞爾協議IV法規的影響，該等法規提高建設貸款的資本要求，加上在利率波動環境下，傳統貸款人的風險敏感度加劇，使情況雪上加霜。由此產生的結構性缺口預計將從2026年的1,650億美元擴大至2030年的4,500億美元，此為替代性貸款人創造特定機遇，使其能為不受傳統銀行嚴格監管限制的可行項目提供資金。

## 行業概覽

### 亞太及中東地區房地產融資需求、供應及建築支出缺口

10億美元，2020-2030年預測、2040年預測



資料來源：弗若斯特沙利文

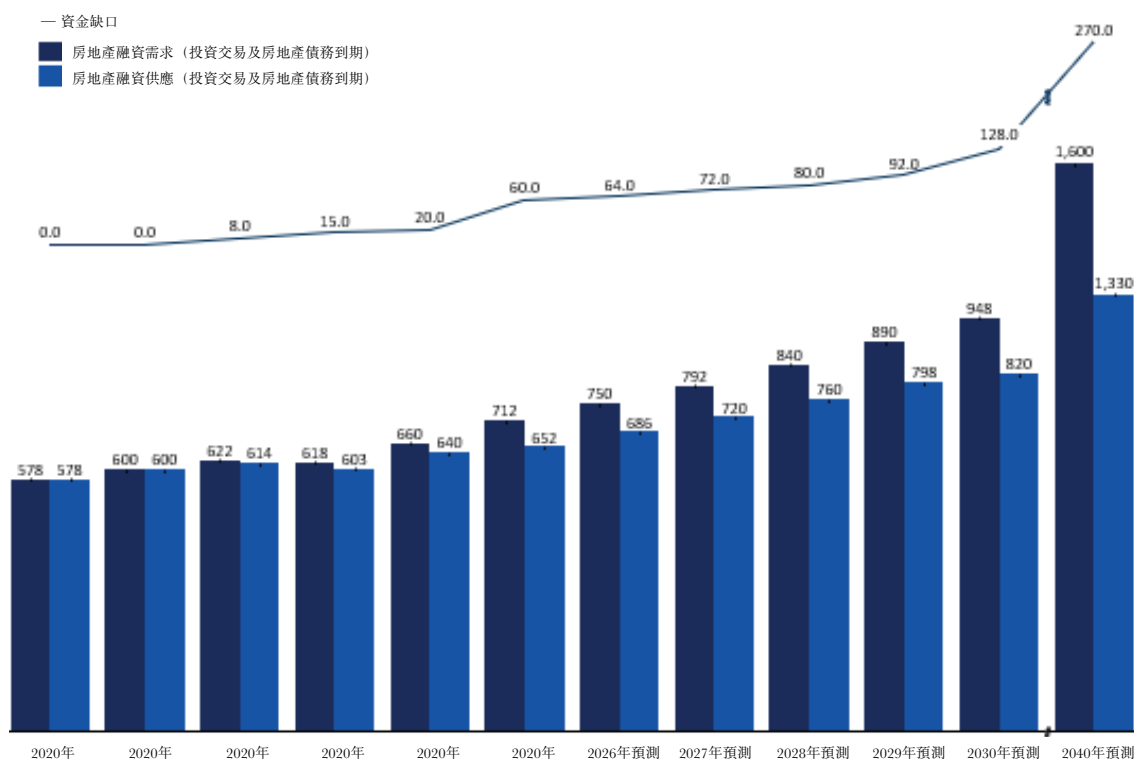
附註：數字反映亞太及中東地區的潛在市場，不包括中國大陸國內市場

## 行業概覽

在投資及房地產到期債務領域，於2020年至2021年間，市場的融資缺口有限，因可用資本完全滿足約5,775億至6,000億美元的年度需求。此期間未出現資金缺口，主要歸因於監管寬鬆措施及貸款還款寬限期，該等措施避免不良貸款的確認，並抑制廣泛的債務危機。資金缺口於2022年首次出現，規模為80億美元，並於2025年擴大至600億美元。

展望未來，預計2025年至2028年間房地產交易量將增加20%至25%，從而創造持續的再融資及收購融資需求。特定領域的租金增長進一步支撐該領域；受限於新供應量有限，預計2026年至2030年間核心中央商務區的優質辦公樓租金將以每年2.0%至3.0%的速度增長。此外，受電子商務滲透率提升以及亞太及中東地區持續進行的供應鏈重組所支撐，物流及工業物業租金預計在2030年前將以每年3.5%至4.5%的速度增加。據此，投資及房地產到期債務的總融資需求預計將從2026年的7,500億美元增加至2030年的9,480億美元，2026年至2030年間的複合年增長率為6.0%。儘管資金供應也在增加，但仍無法跟上到期債務規模及新交易活動的步伐。因此，預計到2030年，融資缺口將擴大至1,280億美元。此趨勢凸顯出市場對補充性資本解決方案的需求日益增長，以彌合資產所有者的再融資需求與銀行優先級市場可用流動性之間的差距。

亞太及中東地區房地產債務融資中私募債務與傳統銀行貸款人的滲透率  
(按商業房地產未償債務總額計算)：  
10億美元，2020-2030年預測、2040年預測



資料來源：弗若斯特沙利文

附註：數字反映亞太及中東地區的潛在市場，不包括中國大陸國內市場

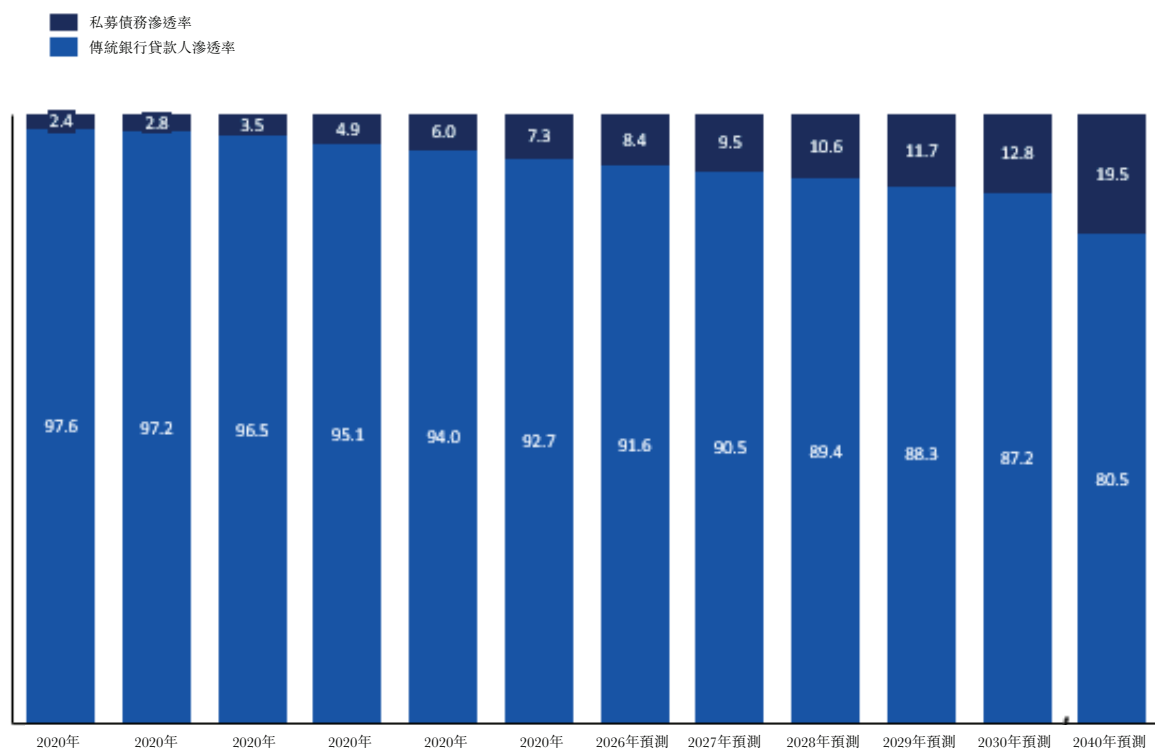
## 行業概覽

### 亞太及中東地區的私募債務及傳統銀行貸款人滲透率

在亞太及中東地區，以貸款規模計，私募債務在房地產債務融資中的滲透率雖仍處於較低水平，但在銀行收緊信貸及市場對靈活資本存在結構性需求的背景下，正迅速擴大。截至2025年，私募債務預計佔商業房地產未償債務總額的7.3%。

受關鍵市場資產管理規模預期增長推動，私募債務在亞太地區商業房地產債務融資總額中的滲透率預計將從2026年的8.4%上升至2030年的12.8%，並可能在2040年達到19.5%，隨著市場日趨成熟，逐步向西方市場水準（美國41%、歐洲21%）靠攏。該等趨勢反映，非銀行貸款正透過填補再融資與開發資金缺口發揮互補作用，而銀行則在核心優先級融資領域維持主導地位。

私募債務滲透率  
傳統銀行貸款人滲透率  
%, 2020-2030年預測、2040年預測



資料來源：弗若斯特沙利文

附註：數字反映亞太及中東地區的潛在市場，不包括中國大陸國內市場

## 行業概覽

### 特定經濟體的發展展望

亞太及中東地區歷來依賴銀行融資，銀行持有約94%的房地產債務，於2024年銀行持有約94%的房地產債務，但受監管壓力與週期成熟化影響，市場格局正迅速轉變，以下例子即為明證：

- **澳洲**於2017年澳洲審慎監管局對投資貸款實施管制後，展現出最顯著的轉變。隨著房地產及基礎設施私募債務市場規模預計在2025年達到695億美元，並預估於2030年攀升至1,316億美元，非銀行貸款機構已成為中型住宅開發項目主要的資金來源，而大型銀行於此領域則缺乏靈活性。
- 在**南韓**，繼2022至2023年的樂高樂園危機後，目前正進行重大壓力測試。由於家庭債務水平居高不下引發系統性隱憂，監管機構已收緊宏觀審慎上限，以降低金融業的總債務風險。該監管壓力迫使國內證券公司及保險公司縮減資產負債表規模，並優先保留資本儲備，而非投入新項目融資。因此，國際私募債務現已成為受困於當地債務緊縮的高品質資產所不可或缺的流動性來源。
- **香港**的結構性變革正值巴塞爾協議三改革於2025年1月1日實施之際。當傳統貸款機構正致力管理集中風險並面臨再融資需求的「到期牆」時，私募債務為在市場週期中駕馭自如的資深開發商提供至關重要的靈活流動性。
- 在**日本**，國內銀行的資本仍十分充裕且成本低廉，但其運用方式卻是透過高度標準化且避險的債務模式。私募債務則在複雜交易中捕捉到寶貴機會，例如針對外國投資者的無追索權貸款、資產翻新或情境重組，該等領域為當地銀行難以高效承銷者。此外，日本歷史性的低利率環境導致傳統銀行利潤微薄，使得針對客制化或「增值型」房地產交易所需的密集盡職調查，對它們而言在商業上難以成立。
- **新加坡**的需求主要源於跨境交易的複雜性，而非市場動盪。儘管新加坡的銀行業高度發達，但當地傳統貸款機構仍優先處理標準化的國內債務，並根據2024年／2025年的市場風險標準，採取保守的跨境風險策略。私募債務透過運用靈活的授權，為複雜且橫跨多個司法管轄區的結構提供融資，從而把握獨特商機，例如為區域投資組合提供過渡性資金，或為家族辦公室提供專項融資—該等業務往往超出傳統商業銀行僵化的信貸參數及地域限制。

## 行業概覽

- **中東地區**正迅速崛起為一個高速增長的新興市場，其發展動力源自各國推動的經濟多元化計劃，例如沙特阿拉伯的「2030願景」及阿聯酋的非石油戰略。僅以沙特阿拉伯的房地產及基礎設施私募債務市場為例，其規模自2020年以來已激增十倍，於2025年達到82億美元；而此股需求主要由眾多大型項目所驅動，該等項目往往超出區域性銀行對單一借款人的集中度限額。此外，隨著該地區監管機構逐步與全球巴塞爾標準接軌，當地銀行正收緊房地產風險，此為私募債務管理機構在利雅得及杜拜等樞紐城市為建設及過渡性資產提供資金創造了明確契機。
- **泰國**的融資缺口持續擴大，截至2025年底，家庭債務已達國內生產總值(GDP)的約87%，促使泰國央行維持嚴格的宏觀審慎監管措施。代表企業及家庭新增貸款年增長率的私營部門債務增長，至2025年11月已放緩至年增率僅0.4%。此外，市場正面臨巨大的到期債務壓力，2025年底至2026年間將有超過2,600億泰銖的房地產開發商債券到期。此類狀況迫使商業銀行對房地產業採取極為保守的放貸態度。私募債務為項目竣工及酒店業重建提供關鍵流動性，尤其在開發商面臨貸款核准率下降，且大眾市場住宅庫存持續積壓的背景下。
- **越南**在經歷2022年國內企業債券市場的流動性危機後，已成為替代性債務的高增長市場。越南國家銀行的債務增長目標及日益嚴格的監管，已限制商業銀行為大型房地產項目提供資金的能力。私募債務基金正日益積極地提供結構性債務及救援資金，以確保高品質住宅及工業資產完工。機構貸款方利用靈活的授權條款，在不斷演變的法律環境中尋找出路，並在傳統債務受限情況下，確保交易得以順利執行。

### 房地產私募債務的驅動因素

- **結構性銀行去槓桿及監管替代效應**：監管壓力仍是私募債務擴張的主要催化劑，因為巴塞爾協議III及巴塞爾協議IV的框架迫使傳統貸款機構保留資本。該趨勢因特定區域政策而加劇：在澳洲，澳洲審慎監管局對開發業務風險權重的嚴格規定，限制銀行對住宅項目的放貸能力；而在沙特阿拉伯，市場的快速擴張已使許多國內銀行接近其單一債務人限額。因此，銀行已從中型市場及週期性產業撤出，造成持續的資金缺口，而私募債務提供者正處於填補此缺口的有利位置。
- **資金缺口及再融資壓力**：亞太及中東地區房地產市場面臨顯著的融資短缺，2025年達1,800億美元。該缺口在澳洲、南韓及沙特阿拉伯最為明顯，據估計，該三個經濟體合計佔該地區2025年1,800億美元融資缺口的約1,120億美元（分別約為800億美元、200億美元及120億美元）。隨著傳統貸款機構逐步退場，該種情況正推升對替代性資本解決方案的需求，包括救援融資、夾層債務及其他私募債務結構。

## 行業概覽

- **到期日壓縮與銀行業緊縮：**2023至2024年間廣泛採用的「展期與修訂」安排，已將大量房地產債務的到期日推遲至2025年至2026年期間，從而形成一波集中再融資潮。與此同時，銀行為應對日益加劇的經濟不確定性及監管審查，已收緊貸款標準並提高整體借款成本。此雙重壓力正促使借款人轉向提供更靈活結構的私募債務供應商，例如單一組合融資及高順位延展貸款。全球範圍內，房地產債務到期高峰於2025年接近1萬億美元，並預計將於2026年升至1.15萬億美元，並於2027年達到1.26萬億美元的峰值；儘管亞太及中東地區的風險較不嚴重，但在以辦公樓為主的投資組合中，其影響仍不容小覷。在此環境下，私募債務正日益成為過渡性及過橋融資的重要來源。
- **估值重置與貸款價值比壓力：**受資本化率擴大50至200個基點的推動，亞太及中東地區持續進行估值調整，導致有效貸款價值比上升，即使名義上的貸款價值比上限維持不變，實際比率仍經常突破契約規定的門檻。此使得原本表現良好的貸款面臨技術性違約風險。在澳洲，MSCI數據顯示，辦公樓資本價值自高峰水平下跌21.8%後，於2025年初觸及週期性低位，其後於下半年明顯回穩，最終在2025年第四季度錄得1.1%的資本增長，並將主要批發基金的全年度非上市物業資本增長推升至2.1%。在南韓，儘管租賃基本面穩健，但過往三年來，辦公樓價值較峰值下跌8%至13%，物流地產價值則下跌15%至20%。該等估值重置使得傳統的高級再融資變得困難，並推動對更高貸款價值比私募債務解決方案的需求，包括夾層融資及優先股結構。
- **監管與政策限制：**審慎監管措施持續強化亞太及中東地區各銀行的保守放貸行為。在香港，香港金融管理局（「金管局」）已將所有住宅及非住宅物業（包括商業、工業及獨立車位）的最高貸款價值比統一為70%，不論物業價值或用途為何。此舉乃繼2024年10月調整後，將逆週期措施恢復至2009年前水平的後續措施；債務償還比率（「債務償還比率」）上限亦已統一為50%。於資產價值下跌期間，該等上限仍具特別嚴格的限制性，因其限制銀行向面臨估值壓力的借款人提供靈活再融資或額外貸款能力。在澳洲，澳洲審慎監管局（「澳洲審慎監管局」）的APS220架構對不良貸款及重組貸款的處理施加更嚴格的要求；而自2026年2月起，新的債務收入比（「債務收入比」）放貸限額將高債務收入比住宅抵押貸款（債務收入比 $\geq$  6倍收入）的上限設定為不超過自住及投資者組合新貸款總額的20%，進一步限制銀行在房地產相關風險方面的資產負債表靈活性。該等與巴塞爾協議接軌的審慎標準，加上南韓等市場實施的類似監管措施，當地已實施更嚴格的項目融資法規及壓力債務償還比率措施，直接為私募債務提供者拓展可觸及的市場。該等替代貸款人現可介入，提供量身訂製的抵押融資解決方案，填補過渡性、困境或中型市場房地產貸款的缺口。

## 行業概覽

- **長期結構性投資機會：**隨著債務牆日趨成熟、估值普遍修正，以及監管逆風持續，該等因素的交匯正在亞太及中東地區的主要市場（尤其是澳洲、南韓及香港特別行政區）為房地產擔保的私募債務創造出持久且不斷擴大的投資機會。預期該等結構性驅動因素將持續作用於當前利率週期之後，維持對非銀行資本的需求，以解決資金缺口、支持資產穩定，並推動增值型及過渡型投資策略。儘管該地區目前僅佔全球私募債務配置的5%至12%，但隨著傳統貸款機構持續採用嚴格的信貸標準，且中型市場的資金缺口依然顯著，亞太及中東地區已具備良好條件，有望在房地產融資領域佔據日益增長的份額。

### 房地產私募債務的未來趨勢

- **經理專業化：**亞太及中東地區的私募債務市場日趨成熟，經理正逐漸從廣泛的通才型投資策略，轉向透過地域及資產類別的深度垂直專業知識來建立競爭優勢的專業化策略。此種細分使經理能在該地區多元化市場中，實現更精準的風險定價、更強大的業務開發網絡，以及更優異的經風險調整報酬率。舉例而言，經理正日益採取雙軌策略：在成熟市場部署保守型高級有擔保貸款，同時鎖定新興市場的高收益夾層融資或特殊情況投資。另有經理則建立純粹的房地產策略，完全專注於開發商融資、過渡性資產或機會型貸款等利基領域，藉此把握當地銀行縮減業務的契機。受制於分散的監管環境、各異的經濟週期以及獨特的借款人需求，專業化趨勢預計將隨著區域私募債務管理資產規模的持續增長而加劇，此將進一步擴大績效差異，並吸引尋求特定領域超額報酬的機構資金。
- **ESG整合：**可持續發展已從合規要求演變為區域性私募債務的核心結構要素。貸款機構正日益廣泛運用綠色貸款及可持續連結貸款（「**可持續連結貸款**」），其中嵌入ESG契約條款及利差遞增機制。據估計，目前約有50%的區域性私募債務貸款採用該類機制，其根據借款人達成特定關鍵績效指標（如減排目標或取得LEED及NABERS等認證）的情況，調整利率。於監管框架趨同（如東協分類法）以及機構投資者優先考慮淨零排放目標的推動下，此類結構有助緩解長期資產陳舊化風險。隨著資本日益流向能源轉型及數碼基礎設施，預期到2026年，ESG掛鉤融資將成為普遍標準。

## 行業概覽

### 房地產私募債務的挑戰

- **利率波動導致的資產估值不確定性：**持續的利率波動為資產估值帶來顯著的不確定性。借款成本上升及資本化率波動已壓縮辦公樓及零售等領域的物業價值，此使得抵押品評估更加複雜，並加劇違反貸款價值比契約的風險。此環境挑戰了貸款機構自信調整持倉的能力，迫使業者採取保守承保標準，並對下行風險保障作出更嚴格的審查。
- **跨司法管轄區不斷演變的監管要求：**亞太地區多樣化的監管環境對業務擴展構成重大障礙。受巴塞爾協議三／四影響的執法機制、稅制及資本規則差異，要求建立完善的合規框架並具備在地專業知識。頻繁的政策調整，例如南韓及澳洲對非銀行貸款加強監管，可能延長交易時程並為跨境交易引入執行風險，此使得擁有成熟在地網絡的經理佔盡優勢。

### 房地產私募債務市場的競爭格局

#### 競爭格局

- 亞太地區的私募房地產基金管理市場競爭激烈，且高度集中於少數幾間領先業者手中。ESR Group及GLP Capital Partners憑藉其廣泛的區域平台及強勁的集資往績，主導物流及工業領域。Gaw Capital Partner及PAG (Pacific Alliance Group) 為兩間總部位於香港的知名企業，在整個地區成功推行機會型及增值型策略。

以2021年至2025年間的集資規模計算，Gaw Capital Partner為亞太地區第二大總部位於香港的私募房地產基金管理公司。

| 2021年至2025年亞太地區私募房地產基金管理公司集資額排名 |      |     |               |                  |      |
|---------------------------------|------|-----|---------------|------------------|------|
| 排名                              | 經理   | 總部  | 集資額<br>(百萬美元) | 資產管理規模<br>(百萬美元) | 市場份額 |
| 1                               | 公司A  | 新加坡 | 10,032        | 60,900           | 8.7% |
| 2                               | 公司B  | 新加坡 | 8,927         | 79,000           | 7.8% |
| 3                               | 公司C  | 紐約  | 8,448         | 320,000          | 7.4% |
| 4                               | 公司D  | 香港  | 7,129         | 55,000           | 6.2% |
| 5                               | 公司E  | 上海  | 7,049         | 19,000           | 6.1% |
| 6                               | 公司F  | 洛杉磯 | 6,567         | 121,300          | 5.7% |
| 7                               | 公司G  | 紐約  | 6,484         | 104,000          | 5.7% |
| 8                               | 公司H  | 紐約  | 5,887         | 89,000           | 5.1% |
| 9                               | 公司I  | 北京  | 5,279         | 8,000            | 4.6% |
| 10                              | 公司J  | 新加坡 | 4,841         | 97,800           | 4.2% |
| 11                              | 公司K  | 北京  | 4,560         | 7,000            | 4.0% |
| 12                              | 公司L  | 舊金山 | 4,128         | 23,600           | 3.6% |
| 13                              | 基滙資本 | 香港  | 4,105         | 35,600           | 3.6% |
| 14                              | 公司N  | 紐約  | 3,798         | 28,000           | 3.3% |
| 15                              | 公司O  | 紐約  | 3,303         | 15,000           | 2.9% |

資料來源：PERE、弗若斯特沙利文

---

## 行業概覽

---

### 市場進入門檻

- **交易來源：**亞太地區的交易開發高度分散且仰賴人脈關係，優質投資機會往往透過專屬網絡在場外取得。新進業者若缺乏與家族企業及中型市場開發商的在地人脈，將難以接觸雙邊交易來源；此外，該地區在法律及文化上的多樣性，亦為有效的跨區域開發構成重大障礙。
- **資本成本：**集資活動高度集中於既有經理手中，因機構投資者認為相對欠發達的亞太及中東市場風險較高。新進業者面臨漫長的集資週期，且往往需要更高的回報溢價以補償市場流動性不足及複雜性所帶來的風險。相較擁有成熟資金配置紀錄的既有業者，此種資本稀缺性形成極高的進入門檻。
- **營運基礎設施：**要取得成功，必須投入大量前期資金，以應對各司法管轄區多樣化的許可證、稅務及合規制度。管理客制化跨境交易的複雜性，需要專業的在地團隊及技術平台。高昂的營運成本及信貸分析人才短缺，為試圖複製成熟公司能力的全新平台帶來巨大執行風險。
- **經證實的往績：**機構投資者優先選擇於經濟週期中展現過實績的經理，特別是具備重組及擔保權執行經驗者。歷史數據缺乏形成一種自我強化的障礙：未經考驗的基金面臨更嚴苛的質疑，而既有業者則能憑藉其公信力，談判有利條款並吸引穩定資金。

### 關鍵成功因素

- **執行速度：**在以時間敏感性及雙邊交易為特徵的市場中，速度是關鍵的差異化因素。借款人優先考量快速決策及資金確切性。擁有精簡在地審批流程的成熟經理能鎖定高品質非公開市場機會，而新進業者往往面臨執行延遲，導致其只能參與競爭更激烈或層級較低的交易。
- **風險評估嚴謹度：**鑒於交易的客制化性質，以及亞太及中東地區各地執法制度差異，嚴謹的信貸流程至關重要。成功的基金經理仰賴專有數據及深厚在地專業知識，以設計出堅實的下行風險保護機制。相較之下，尚未經市場考驗的新進業者往往缺乏準確定價風險所需的歷史損失經驗，此使得他們面臨更大的執法挑戰及信貸損失風險。

---

## 行業概覽

---

- **與借款人的關係：**亞太及中東市場的不透明特性形成極高的進入門檻，因為優質借款人傾向選擇具備可靠往績且值得信賴的貸款機構。既有業者能透過既有網絡，從專屬交易來源及有利的條款中獲益；反之，新進業者則面臨需耗費相當長時間才能具備競爭力，且必須更加依賴中介機構以獲取交易機會。

### 房地產私募債務與一般企業債務之比較

- **抵押品與擔保：**房地產私募債務主要以有形實體資產作為擔保，透過出售權及聚焦貸款價值比（貸款價值比）與債務服務覆蓋率（DSCR）等物業指標的標準化契約條款，提供強勁的下行保護。相較之下，一般企業債務則仰賴無形企業價值及營運現金流，其契約條款繫於EBITDA及槓桿比率等財務健康指標，因此提供的內在資產擔保較少。
- **風險特徵與波動性：**該資產類別因受人口結構及住屋需求等長期趨勢影響，通常呈現較低波動性。儘管對利率週期及估值變動較為敏感，但其避免一般企業債務所伴隨的較高營運波動性—後者主要受企業績效波動、產業週期及借款人特有風險所驅動。
- **借款人吸引力與靈活性：**房地產債務吸引追求執行確定性，且融資條款需與特定物業生命週期相符的開發商及營運商。一般企業債務則主要針對尋求靈活增長資金的中小企業及投資方，於此類情況下，借款人重視非銀行貸款機構於複雜或服務不足的情境中所提供的客制化方案及放款速度。