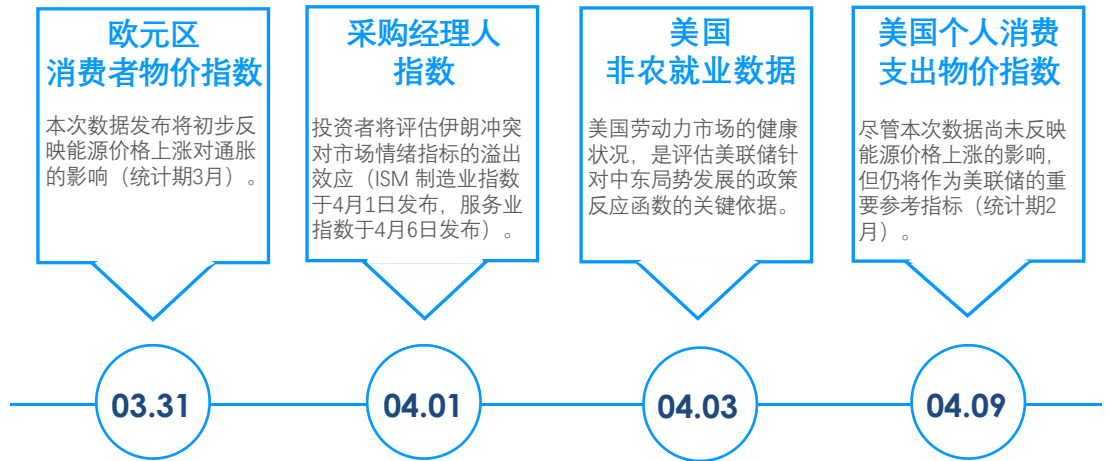


主要事件

安中集团 全球网络

- * Milan 米兰
- * Abu Dhabi 阿布扎比
- * Austin 奥斯汀
- * Cairo 开罗
- * Chicago 芝加哥
- * Dubai 迪拜
- * Dublin 都柏林
- * Estoril 埃斯托里尔
- * Hong Kong 中国香港
- * Istanbul 伊斯坦布尔
- * Lugano 卢加诺
- * Luxembourg 卢森堡
- * Mexico City 墨西哥城
- * Miami 迈阿密
- * Monaco 摩纳哥
- * New York 纽约
- * Santiago 圣地亚哥
- * São Paulo 圣保罗
- * Shanghai 中国上海
- * Singapore 新加坡
- * St Louis 圣路易斯
- * Sydney 悉尼
- * Taipei 中国台北



私募信贷市场展望

- 受全球金融危机后银行收缩业务、投资者对收益需求旺盛的推动，私募信贷作为一类资产规模已增长至约3万亿美元，其中直接贷款约占市场规模的一半。
- 当前，私募信贷正面临多重因素叠加考验，包括个别企业破产、软件行业估值下行压力等。
- 市场多次出现大规模资金净流出，成为金融市场关注焦点；不过，赎回限制与封闭式基金结构形成了安全缓冲。
- 杠杆水平更低、持有主体分散、机构间关联性有限，进一步增强了这类资产的抗风险能力。

私募信贷核心解读

私募信贷是指在传统银行体系与公开债券市场之外开展的贷款业务。在这一资本市场领域，非银金融机构直接向企业提供融资，融资主体多被私募股权机构持有或控制的中型企业，这类企业无法或选择不进入银团贷款与公开债券市场融资。该类资产兼具杠杆贷款的信用风险特征与私募市场的结构特征，包括流动性有限、条款协商确定、基于模型估值（而非实时市场定价）。

尽管私募信贷仍是相对年轻的资产类别，但其增长态势显著。当前市场总规模预计突破3万亿美元，年化增速约15%。扩张主要受两大因素驱动：全球金融危机后银行业监管框架收紧，传统银行退出中型企业信贷市场，形成结构性供给缺口。

长期低利率环境下，机构与个人投资者均寻求更高收益，私募信贷凭借流动性溢价与浮动利率结构具备显著吸引力。

私募信贷中规模最大的策略为直接贷款，占全球市场总规模50%以上，资产规模约1.7万亿美元。直接贷款本质上是企业杠杆信贷：基金管理人向企业发放贷款，通常与私募股权交易相关，并将贷款持有至到期。这类贷款一般为高级有担保贷款，在资本结构中优先级最高，

(接上文)

同时具备抵押品支持、条款私下协商、不在公开交易所交易等特点。由于缺乏活跃二级市场，估值由管理人基于模型自主评估，通常按季度更新。该估值方式使得披露收益的波动率低于同类公开信贷工具。直接贷款组合高度集中于特定行业，包括软件与科技服务、医疗健康、商业服务、细分工业领域，这一结构与中型市场私募股权交易的行业构成高度契合。

个人投资者与财富渠道参与私募信贷的主要载体为业务发展公司（BDC）。这类受监管投资工具向投资者募集资金，并投向私募贷款，将相关资产计入自身资产负债表。业务发展公司总规模约5000亿美元，在整体私募信贷市场中占重要份额。这类工具通常投资于与机构直接贷款基金相同的浮动利率、高级有担保贷款，行业集中度特征相近。

业务发展公司主要形式包括：上市型、非上市型（常称永续型）、私募配售型。增长最快的类别为非上市永续型业务发展公司，通常按净资产价值每月发售，设置季度赎回窗口，赎回上限约为净资产价值的5%。当赎回申请超过限额，投资者仅能按比例获得赎回资金，剩余部分顺延至后续季度。

图表 1：业务发展公司总资产结构分解



资料来源：CreditSights、纽约联邦储备银行、路孚特业务发展公司抵押品数据，截至 2025 年 6 月

从区域分布看，美国（为主）与英国的私募信贷市场相比其他地区更广泛、深入、复杂。具体而言，美国私募信贷市场规模约2万亿美元，欧洲约5000亿美元；欧洲市场中法国最成熟，其次为德国、荷兰；意大利与西班牙增速最快，但基数较低。

当前面临的挑战

2026年，私募信贷（尤其是业务发展公司）面临多重压力叠加。市场对利率下行的预期，压制了浮动利率策略的未来收益前景。多起高信用风险事件引发对底层资产质量的担忧。此外，软件服务企业估值大幅下行（即所谓“Saaspocalypse, SaaS 崩盘”），给多数私募信贷组合中第一大重仓行业带来了不确定性。

市场关注度显著提升的导火索出现在2025年末：汽车零部件供应商First Brands Group与次级汽车贷款机构Tricolor破产，引发市场担忧，认为此类违约可能预示私募信贷市场整体走弱。

当前私募信贷面临的挑战可分为两个维度：1. 流动性与资金流向的技术性挑战。2. 信用质量与行业集中度的基本面挑战。

两类挑战性质不同但高度关联：信用质量恶化会加速赎回压力；为满足赎回而被迫出售资产会压低估值，形成负反馈循环，同步放大两类问题。

(接上文)

1. 零售端产品的流动性约束

更紧迫的是财富管理渠道资金流向带来的技术性压力。将个人及高净值资产配置至私募资产的核心逻辑在于：历史上私募信贷与私募股权资产相对公开市场资产具备风险溢价，可提升收益并实现分散化配置。基于这一逻辑，私募信贷市场近年增长相当一部分来自财富渠道，主要通过提供有限流动性的非上市业务发展公司实现。

但近几个月，该渠道出现新增销售放缓、总赎回规模显著上升，自非上市业务发展公司推出以来首次出现资金净流出。由于底层资产流动性差、业务发展公司赎回存在结构限制，多家另类资产管理机构已限制投资者从私募信贷基金中赎回资金。

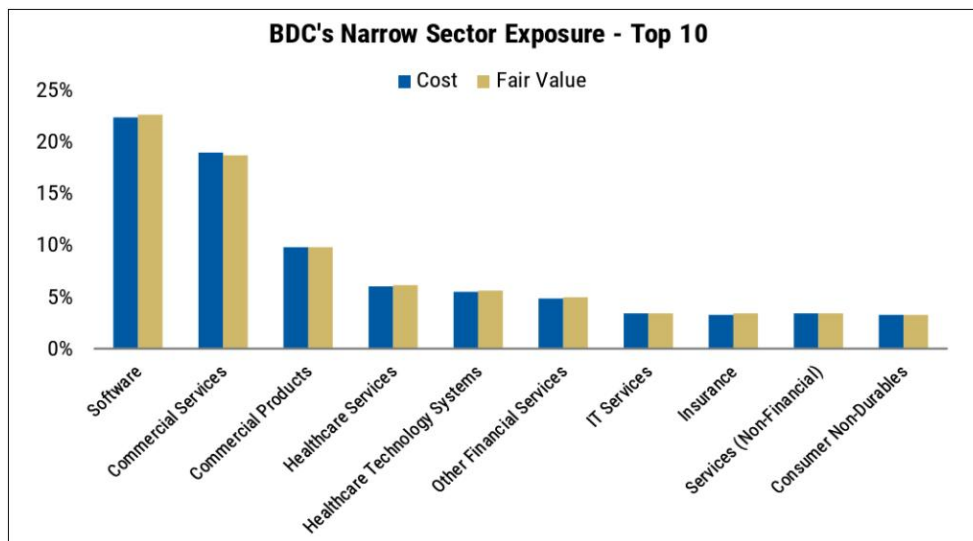
核心问题在于：这类工具能否在不触发资产被迫出售的情况下，承受赎回压力。

直接贷款领域中，80%以上资产在久期更长的工具中，主要为封闭式基金与业务发展公司，不设自动赎回机制。非上市业务发展公司占直接贷款资产规模不足20%，虽设置定期赎回窗口，但设有上限（通常每季度不超过净资产价值的5%）。这类赎回限制构成结构性缓冲，旨在防止被迫出售引发资产减值，进而形成估值自我强化下行的螺旋。基于这些结构保护，短期内大规模强制清算发生概率较低。尽管如此，在系统性压力时期，流动性约束历来是引发更广泛市场动荡的初始诱因，因此需持续监测这一动态。

2. 信用质量与软件行业敞口

第二项更核心的挑战，关乎底层贷款组合的信用质量，尤其是对软件行业的高集中度敞口。软件企业在直接贷款市场中占比超20%；在宏观环境不确定、人工智能可能颠覆现有软件商业模式的背景下，这一行业集中度受到更严格审视。

图表 2：软件为业务发展公司组合第一大重仓行业



资料来源：PitchBook | LCD, Morgan Stanley Research

2月初以来，上市软件股跌幅超30%，但私募信贷市场反应相对温和：BB级私募贷款下跌约2.5%，B级贷款平均下跌9.5%。这种分化一定程度上反映了贷款在资本结构中的优先级地位。

作为高级有担保工具，这类贷款具备还款优先权与抵押品保护，意味着在债务覆盖能力实质性受损前，股权价值可大幅缩水。但人工智能带来的潜在颠覆，可能导致软件借款主体表现显著分化：部分企业可顺利转型，部分企业偿债能力恶化。

(接上文)

抛开行业特定扰动风险，公开与私募市场整体信用质量基本面依然稳健。多数借款主体经营状况良好，部分管理人已开始更细致披露底层组合信息，显示EBITDA、利润率、利息保障倍数均有改善。但需注意一项重要前提：信贷环境长期宽松往往伴随授信标准逐步放松，市场竞争加剧导致贷款人接受更弱的保障条款与更高杠杆，这一趋势可能形成潜在风险隐患。

风险传导评估

将当前市场结构与过往系统性危机（尤其是全球金融危机）对比可见：**当前情况虽需警惕，但在规模、杠杆水平、机构间关联性上存在本质差异。**

过往系统性危机具备若干典型特征：信贷敞口集中于少数高杠杆金融机构、机构间强关联导致损失快速传导、资产负债久期严重错配，在融资枯竭时被迫低价抛售资产。当前私募信贷市场结构在各维度均与上述模式不同：

敞口分散。直接贷款市场规模约1.7万亿美元，分布于数千个市场主体（基金管理人、机构投资者、财富渠道工具），而非集中于少数系统重要性银行的资产负债表。这种分散化，叠加多数私募信贷工具的封闭式与赎回限制结构，使得资产久期与负债久期更匹配，降低被迫出售连锁反应风险。

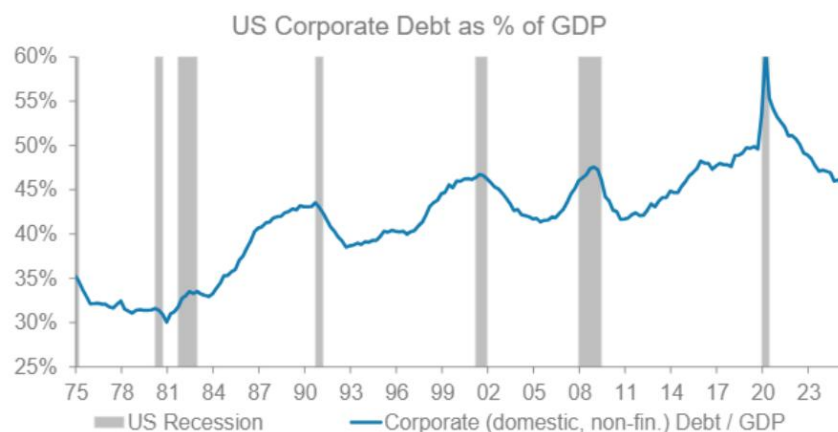
私募信贷敞口相对较高的领域为美国寿险行业，私募信贷资产约占寿险公司总账户¹投资的8%。不过，保险机构持仓的信用质量优于整体私募信贷市场，配置主要集中于投资级资产支持型工具，风险特征相对更稳健。

杠杆水平与市场规模。私募信贷工具杠杆比例通常约1:1，与过往危机核心机构10:1至20:1的杠杆水平形成鲜明对比。

此外，与次贷危机相比，私募信贷在整体经济中的影响范围更可控，反映过去十年美国GDP强劲增长。对比来看：2008年美国次贷市场规模约2万亿美元，与当前私募信贷市场相近，但当时美国GDP仅为当前约一半。

更宏观视角验证这一结论：非金融企业债务/GDP比率显示，即便纳入私募信贷增长，非投资级企业贷款总额占GDP比重过去十年基本保持稳定。

图表 3：2020 年以来非金融企业债务/GDP 持续下降



资料来源：Board of Governors of the Federal Reserve System

机构间关联性有限。放大过往危机的传导机制（包括衍生品交易对手风险、回购融资链条、银行间拆借）在私募信贷体系中基本不存在。私募信贷组合损失由基金直接持有人承担，而非通过高杠杆交易对手关系网络扩散。这虽不消除损失可能性，但显著降低私募信贷压力演变为更广泛金融危机的概率（类似全球金融危机时期，次贷危机对当时约12万亿美元的美国按揭市场构成系统性风险）。

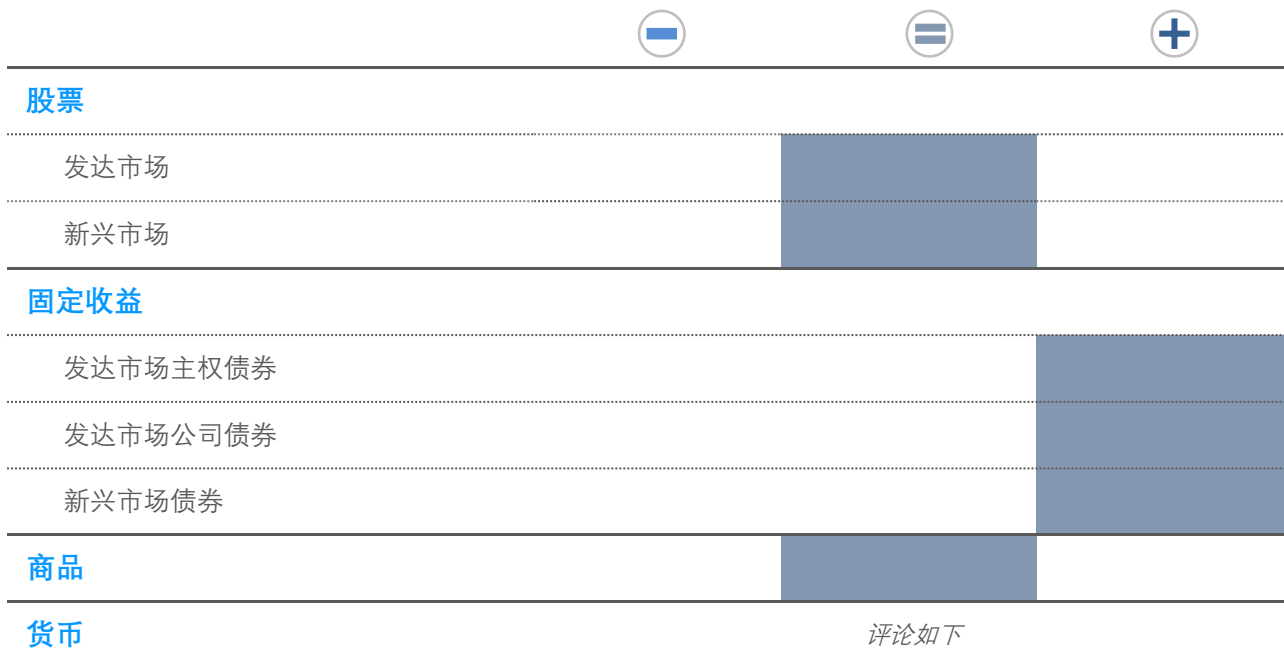
注：1指寿险公司运用保费收入持有并管理的投资组合。

(接上文)

某瑞士大型金融机构发布的研究报告给出极端下行情景，预测私募信贷违约率14%–15%。需明确：该数据为压力测试情景，而非基准预期。对比来看，全球金融危机期间，广义银团贷款违约率峰值为10.82%；当前业务发展公司组合中，不良贷款率（私募信贷口径违约率，衡量借款主体停止按期支付的贷款占比）约1%–5%，具体取决于工具类型与设立年份。

从风险传导角度，私募信贷的结构特征决定其体系相对稳定、机构间关联性较弱。因此，即便后续出现压力事件，影响更可能是周期性，而非系统性。

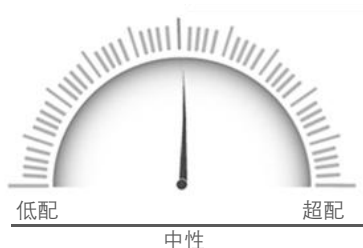
资产配置观点



⊖ 低配
 ⊞ 中性
 ⊕ 超配

股票

发达市场



维持中性立场。伊朗冲突持续不确定性导致市场方向难以判断，中性配置最为审慎；市场走势取决于冲突演变，或反弹或加速调整。除地缘政治外，即将公布的宏观数据为决定因素。一方面，韧性较强的增长数据可能触发短期反弹，显示全球经济可吸收当前能源冲击；另一方面，经济放缓明确信号将导致市场定价计入衰退预期。在二元环境下，持续建议组合广泛分散配置。将美国股票调整回中性，对欧洲股票维持低配（欧洲受能源成本上升影响更大）。

美国



欧洲



日本



新兴市场



维持中性立场。新兴市场估值相对发达市场仍具吸引力，尤其是伊朗冲突爆发后调整阶段。但历史显示，全球不稳定时期新兴市场股票通常受冲击最大。因此，新兴市场短期前景与伊朗冲突进展高度绑定：冲突快速解决有望强劲反弹；冲突升级则面临更显著调整风险。长期视角仍偏积极。

除日本外的亚洲



欧洲、中东和非洲地区



拉丁美洲



固定收益

发达市场主权债券



维持小幅超配建议。近期主权债券收益率曲线上行，利率水平具备更高配置吸引力。但仍需谨慎：冲突快速且持久解决将提供有吸引力的入场机会，包括超长久期品种；反之，冲突持续或升级，主权债券面临进一步调整风险上升。委员会多数支持延长久期，共识偏好曲线中端（5-10年），既可捕捉可观收益率，又可规避地缘不稳定时期超长久期的高波动。

欧盟核心



欧盟外围



美国国债



日本国债



发达市场信用债



维持小幅超配建议。但考虑到私募信贷部分板块持续走弱、伊朗冲突地缘风险升级、油价大幅飙升，委员会认为该类资产风险显著上升。若冲突持续且能源价格未能回归正常，可能下调评级。信用债内部，投资级品种优先于高收益品种。

欧洲投资级



美国投资级



欧洲高收益



美国高收益



新兴市场债券



维持小幅超配建议。新兴市场债同样受伊朗冲突爆发负面影响，地缘危机与风险偏好快速上升时期，新兴市场投资通常率先被削减。与上述信用债逻辑一致，委员会认为该类资产风险显著上升。除非冲突快速解决、能源价格回归正常，否则可能下调评级。

本地货币



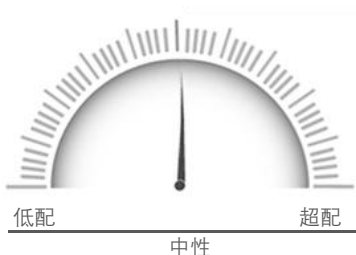
硬货币投资级



硬货币高收益



商品



维持中性建议。贵金属波动率上升，但仍为对冲地缘不确定性的重要组合工具。同时，近期原油与天然气价格飙升推动能源板块强势。投资者需注意：美元走强支撑贵金属看多逻辑。

贵金属



能源



工业



农业



货币

美元：维持中性建议。美元仍发挥传统避险货币作用，但近期走强幅度相对温和。冲突若无快速解决方案，美元或保持强势；中期而言（尤其停火达成后），美元下行风险仍存。

欧元：维持中性。冲突爆发以来欧元相对偏弱，反映其对能源进口依赖度更高。不过，多位欧洲央行管委表态，2026年可能因能源价格飙升加息，或对欧元形成支撑。

人民币：维持中性偏看多。

其他新兴市场货币：维持中性偏看多，偏好能源净出口国货币。

欧元	美元	人民币	其他新兴市场货币
----	----	-----	----------

本文件仅为安中投资管理(上海)有限公司(以下简称“安中上海”)市场观点。未经安中上海事先书面同意，任何接收对象不得为任何目的以任何形式全部或部分复制、分发、传送、传播或公开发布本文件所含信息。使用本档推介基金的任何代销机构必须已具备中国证券监督管理委员会或其地方分局(以下简称“证监会”)授予的证券投资基金销售资格并且需为中国证券投资基金业协会(以下简称“基金业协会”)的会员。本基金仅可面向证监会及基金业协会允许的合格投资者进行推介，代销机构需严格遵照证监会及基金业协会的相关要求开展推介活动。

本文件中提到的全部或者部分信息来源于可信任的第三方公开信息。安中上海并未进一步核实该等信息，安中上海就任何个人或机构依赖该等信息作为或不作为不承担任何直接或者间接责任。

安中上海对本文件中的数据、信息及观点的正确性不承担任何责任。因此，如本档的内容有任何遗漏、不准确或可能存在的错误，安中上海对此不承担任何责任。本文件有中英文两个版本，若对中英文有不同理解，请以中文翻译版为准。

安中上海保留不预先通知而随时修改本档的权利，但安中上海并无义务亦不保证对本档进行更新及/或更正。此外，安中上海对本文件接收对象或任何第三方因使用本文件中的数据、信息及观点而遭受的损失或与之相关的任何索赔不承担责任。

欲了解基金相关的具体投资风险，请参考基金的招募说明书、基金合同和风险揭示书。

本档描述的投资不保证投资者可以收回本金，也不保证投资收益。

本文件的接收对象应完全承担使用本文件数据、信息、观点以及据此作出的任何投资决定的全部责任。

本档不得转载或给第三方传阅。