



## 美股叙事发掘与框架重构（二）： 私募信贷是否会导致系统性风险？

近期全球私募信贷市场出现流动性压力引发市场关注。经过研究，我们发现，当前私募信贷的底层资产质量尚可、银行业直接敞口有限，风险传导机制也不同于 2008 年次贷危机，私募信贷风险演变成系统性风险的概率偏低。然而，私募信贷内生性结构脆弱，私募机构与保险公司形成闭环资金循环，且科技行业敞口较大，尤其软件企业面临 AI 变革冲击。我们仍需警惕保险公司的关联交易、部分周期性中小企业违约率上升以及资产估值压力，对商业发展公司（BDCs）及相关机构应保持审慎。

- 当下风险传导机制与 2008 年次贷危机不同。**从传导机制的关键要素对比分析，当前状况与 2008 年次贷危机存在本质差异。从底层资产质量观察，私募信贷主要投向中小企业，当前违约率在 5% 以下，尽管高利率环境构成压力，但并未出现断崖式恶化。根据 Proskauer，截至 2025 年四季度，EBITDA 规模在 2500 万以上、5000 万美元以下企业的违约率最高，达 3.6%。从资产证券化复杂程度分析，当前结构化产品的链条远短于 2008 年高度不透明的债务抵押债券（CDO）衍生品。
- 目前私募信贷带来的金融稳定风险似乎仍在可控范围内。**根据国际清算银行，私募信贷基金的主要资金来源为养老基金、保险公司以及主权财富基金等机构投资者。截至 2021 年四季度，保险公司和养老基金占比已达 41%，在私募信贷市场占据主导地位。从大型美国商业银行公布的 2025 年度财报上看，他们对私募信贷的直接敞口有限，这意味着即使私募信贷市场发生剧烈动荡，其对传统银行资产负债表的直接冲击也相对可控。然而，风险传导渠道仍存，包括银行通过对非存款金融机构的授信产生间接风险敞口，以及基金为应对赎回而折价抛售资产，这些可能引发市场对同类资产的重新定价与减值压力。
- 从资产投向分析，科技行业占比较高。**在私募信贷的投资组合中，科技行业占据最大比重，其中又以软件企业为主。随着人工智能技术的快速演进，传统软件业务的商业模式正面临长期的潜在冲击，这可能削弱相关借款企业的现金流和偿债能力。这不仅关乎短期的资金周转问题，更触及这些贷款资产的核心信用质量。尽管美国大型科技公司的投资主要依靠自有资金，但在人工智能产业链中，仍有大量中小企业面临资金压力，例如芯片设计公司、数据中心运营商、以及依赖私募信贷市场融资的 AI 应用公司。这些中小企业普遍高投入、回报周期长、盈利能力偏弱，抗风险能力较差，而私募信贷伴随高杠杆和相对宽松的借贷条款，在经济环境不确定时，风险容易被放大。
- 内部结构性嵌套是私募信贷的核心脆弱点。**尤其是私募机构与保险公司形成的闭环资金循环。一方面，保险公司是私募信贷的重要资金来源；另一方面，Blue Owl、KKR 等私募巨头控股多家保险公司，后者将高达 40% 的资产配置于关联方。这种模式虽扩大了管理规模，却放大了风险传导的潜在冲击。根据彭博，目前多数商业发展公司股价已低于净资产，呈现明显折价。建议对关联保险机构和科技敞口过大的基金保持审慎，并关注利率政策、软件行业违约率及银行授信态度变化。
- 投资风险：政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。**

赖焯焯

首席策略分析师

Melody\_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

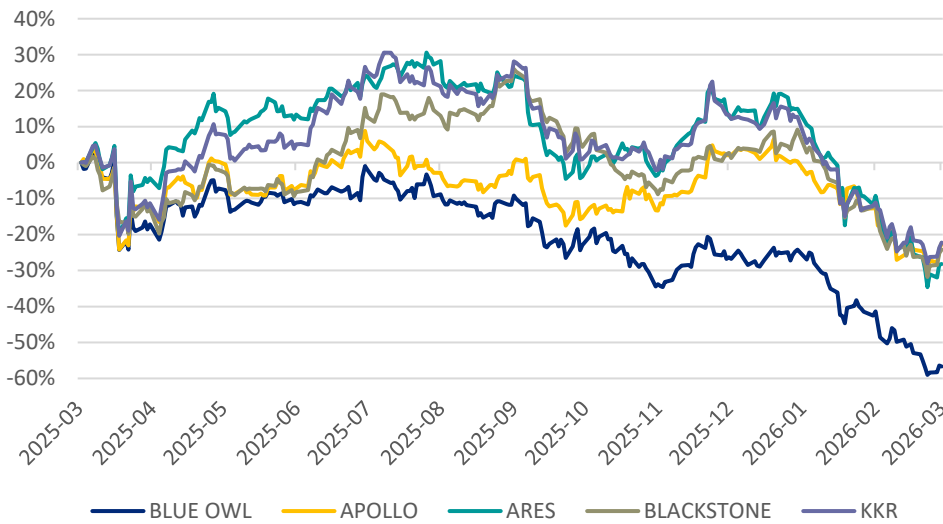
2026 年 3 月 20 日



扫码关注浦银国际研究

**近期风险事件揭示流动性错配隐患。**近期全球私募信贷市场遭遇严峻的流动性压力测试，一系列事件引发市场对该资产类别稳定性的广泛担忧。资产管理巨头贝莱德对其规模达 260 亿美元的私募信贷基金实施赎回限制，仅批准了相当于基金规模 5% 的赎回请求，远低于投资者申请的 9.3%。与此同时，Blue Owl 旗下基金面临大额赎回申请，被迫出售约 14 亿美元的贷款资产以应对流动性需求，并暂停部分基金的季度赎回机制。此外，英国贷款机构 MFS 因涉及 11.6 亿英镑的资产重复抵押欺诈而破产，其真实抵押资产价值仅约 2.3 亿英镑，暴露出私募信贷市场在信息披露与风控标准上的固有脆弱性。受上述事件冲击，市场信心受挫，相关资管机构股价大幅下挫，年初至今 Blue Owl 股价下跌 64%，Apollo、KKR 等机构股价亦同步走弱(图表 1)。

**图表 1: 去年 12 月以来，发行私募信贷的多个全球资产管理公司股价持续走低**

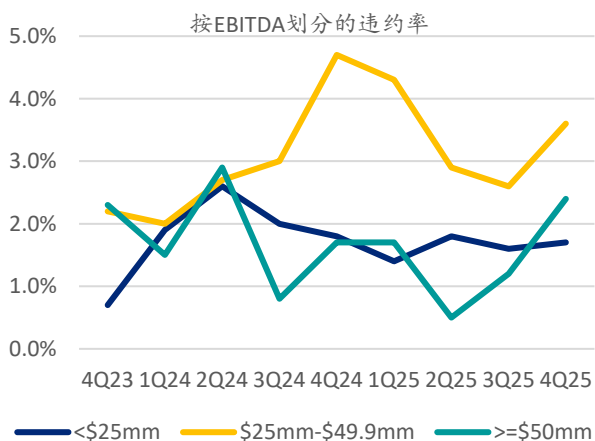


注：数据截至 2026 年 3 月 18 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

**当下风险传导机制与 2008 年次贷危机不同。**市场关于本轮私募信贷风险是否会演变为类似 2008 年次贷危机的讨论持续升温，但从传导机制的关键要素对比分析，当前状况与系统性金融危机存在本质差异。从底层资产质量观察，私募信贷主要投向中小企业，当前违约率在 5% 以下，尽管高利率环境构成压力，但并未出现断崖式恶化。根据 Proskauer，截至 2025 年四季度，EBITDA 规模在 2500 万以上、5000 万美元以下企业的违约率最高，达 3.6% (图表 2)。从资产证券化复杂程度分析，当前结构化产品的链条远短于 2008 年高度不透明的债务抵押债券 (CDO) 衍生品。

目前来看，私募信贷带来的金融稳定风险似乎仍在可控范围内。根据国际清算银行(BIS)，私募信贷基金的主要资金来源是机构投资者，包括养老基金、保险公司以及主权财富基金等。截至2021年四季度，保险公司和养老基金这类大型机构投资者在私募信贷市场占据主导地位，占比已达41%（图表3）。机构投资者看重其锁定投资带来可观的回报，而个人投资者占比虽然目前较小，但正处于增长趋势中。从大型美国商业银行公布的2025年度财报上看，他们对私募信贷的直接敞口有限，这意味着即使私募信贷市场发生剧烈动荡，其对传统银行资产负债表的直接冲击也相对可控。然而，我们需警惕风险传导渠道仍存，包括银行通过对非存款金融机构的授信产生间接风险敞口，以及基金为应对赎回而折价抛售资产，这些可能引发市场对同类资产的重新定价与减值压力。

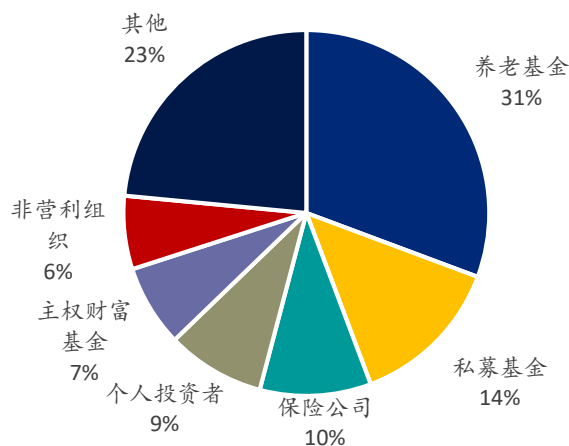
图表 2：私募信贷底层资产的违约率较低



注：按照 EBITDA 规模大小来分析企业的违约率。货币单位为美元。

资料来源：Proskauer、浦银国际

图表 3：大型机构投资者在私募信贷市场中占据主导地位

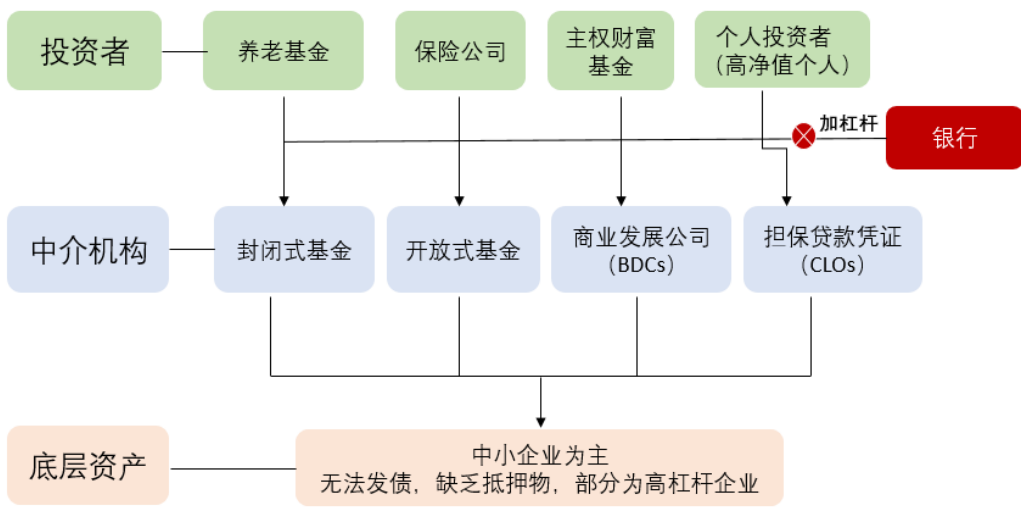


注：数据截至 2021 年 Q4。

资料来源：国际清算银行、浦银国际

**内生性循环结构与科技行业敞口构成核心脆弱点。**本轮风险的特殊性根植于私募信贷市场内部的结构嵌套，特别是私募机构与保险公司之间形成的闭环资金循环（图表 4）。一方面，养老金和保险公司是私募信贷的重要资金来源。另一方面，Blue Owl、KKR、Apollo 等私募巨头本身又是多家保险公司的控股方。根据 AM Best，截至 2023 年，由私募股权和资产管理机构控股的保险公司资产约占全行业的 10%。而在这些由私募股权控制的保险公司中，其资产配置中投向关联方的资金比例高达 40%。在这种模式下，私募机构将贷款打包出售给自身旗下的保险公司，既通过扩大资产管理规模获得管理费，又为保险公司提供了符合其收益预期的高收益资产。然而，这种结构性嵌套一旦遭遇底层资产质量动摇，风险的传导将不排除会形成系统性的冲击。

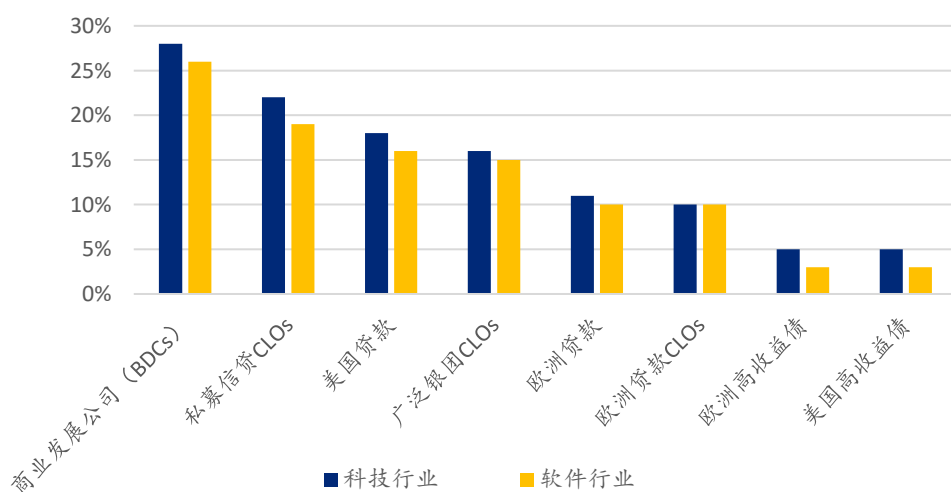
图表 4：私募信贷的业务模式拆解



资料来源：IMF、浦银国际

从资产投向分析，科技行业占比较高。在私募信贷的投资组合中，科技行业占据最大比重，其中又以软件企业为主（图表 5）。随着人工智能技术的快速演进，传统软件业务的商业模式正面临长期的潜在冲击，这可能削弱相关借款企业的现金流和偿债能力。这不仅关乎短期的资金周转问题，更触及这些贷款资产的核心信用质量。尽管美国大型科技公司的投资主要依靠自有资金，但在人工智能产业链中，仍有大量中小企业面临资金压力，例如芯片设计公司、数据中心运营商、以及依赖私募信贷市场融资的 AI 应用公司。这些中小企业普遍高投入、回报周期长、盈利能力偏弱，抗风险能力较差，而私募信贷伴随高杠杆和相对宽松的借贷条款，在经济环境不确定时，风险容易被放大。

图表 5：私募信贷资产投向中，科技与软件行业敞口较高



注：CLOs：担保贷款凭证。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

就当下情况看，私募信贷市场风险不太会造成瞬间崩塌的系统性危机。目前，银行业直接风险敞口有限且过去几年呈现下降趋势，底层资产违约率虽面临压力但尚未出现显著恶化，同时市场仍有大量未动用资金可用于承接资产，提供一定的流动性缓冲。然而，风险的高度集中不容忽视，特别是通过保险公司形成的关联交易链条，以及高利率环境下中小企业持续承受的经营压力。若未来违约率超预期攀升，或赎回潮导致更多机构被迫限制赎回，投资者信心将进一步受到打击，引发资产价格重估、资金持续流出、信贷供给紧缩的负向循环。当前，市场担忧主要集中于三个方面：对软件公司的大规模投资、因贷款利息收入减少而可能影响未来的分红派息、以及投资标的公允价值缺乏透明度。这些因素共同对商业发展公司及其普通合伙人的估值构成了压力。目前，许多上市的大型商业发展公司的股价低于其每股净资产，呈现明显折价。因此，对与私募信贷关联紧密的保险机构及部分科技行业敞口过大的商业发展公司基金需保持审慎态度，后续需密切关注美联储利率政策走向、软件行业实际违约率数据以及银行体系对非银行金融机构的授信态度变化（图表 6）。

图表 6：部分商业发展公司的估值呈现明显折价

股票代码	BDC 公司名称	收盘价/NAV (倍)
MAIN.US	Main Street Capital Corp.	1.7
CSWC.US	Capital Southwest Corp.	1.3
HTGC.US	Hercules Technology Growth Capital	1.2
TRIN.US	Trinity Capital Inc.	1.1
TSLX.US	TPG Specialty Lending Inc.	1.1
ARCC.US	Ares Capital Corp.	1.0
BXSL.US	Blackstone Secured Lending Fund	0.9
GBDC.US	Golub Capital BDC Inc.	0.8
BBDC.US	Barings BDC Inc.	0.8
PFLT.US	Pennantpark Floating Rate Capital	0.8
OBDC.US	Blue Owl Capital Corp.	0.8
MSDL.US	Morgan Stanley Direct Lending Fund	0.8
BCSF.US	Bain Capital Specialty Finance	0.7
MFIC.US	Midcap Financial Investment Corp.	0.7
GSBD.US	Goldman Sachs BDC Inc.	0.7
OCSL.US	Oaktree Specialty Lending Corp.	0.7
CGBD.US	Carlyle Secured Lending Inc.	0.7
NMFC.US	New Mountain Finance Corp.	0.7
FSK.US	FS KKR Capital Corp.	0.6
PSEC.US	Prospect Capital Corp.	0.5

注：数据截至 2026 年 3 月 18 日。我们用绿-黄-红色阶进行标识，绿色代表溢价程度较高，而红色代表折价程度更高。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 张帆

vane\_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

