

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 徐麒钧

文晨宇 祝修业

近期美国私募信贷赎回事件简析

阅读摘要

美国私募信贷 (Private Credit) 是指由非银行机构 (主要是私募基金、商业发展公司、保险资金平台等) 直接向企业提供的非公开贷款融资, 是传统公开债券市场或传统银团贷款渠道的重要补充形式。过去十多年, 随着银行监管趋严 (如 Basel III 和美国杠杆贷款监管)、私募股权并购活动增加以及机构投资者对稳定收益资产需求上升, 美国私募信贷市场快速扩张, 已成为中型企业融资的重要渠道。RBA (Reserve Bank of Australia, 澳大利亚储备银行) 指出, 全球私募信贷资产管理规模在 2023 年已升至约 2.1 万亿美元, 北美自 2008 年以来占全球募资约 70%。根据 IMF 和 FSOC (Financial Stability Oversight Council, 美国金融稳定委员会) 等机构研究, 近几年美国主导的私募信贷市场规模已达到约 1.3 - 1.6 万亿美元, 并保持较快增长 (年均增速约 20%)。2026 年以来, 美国私募信贷集中赎回事件引发市场关注和担忧, 相关消息称高盛、摩根大通等投行近期已向对冲基金客户提供做空规模达 1.8 万亿美元私募信贷市场的途径。本报告梳理私募信贷市场结构、本次集中赎回事件诱因, 与次贷危机事件比较的基础上预判其演化为系统性风险的概率较低, 但需持续关注三个方面因素的持续发酵动态。

近期美国私募信贷赎回事件简析

美国私募信贷 (Private Credit) 是指由非银行机构 (主要是私募基金、商业发展公司、保险资金平台等) 直接向企业提供的非公开贷款融资, 是传统公开债券市场或传统银团贷款渠道的重要补充形式。过去十多年, 随着银行监管趋严 (如 Basel III 和美国杠杆贷款监管)、私募股权并购活动增加以及机构投资者对稳定收益资产需求上升, 美国私募信贷市场快速扩张, 已成为中型企业融资的重要渠道。RBA (Reserve Bank of Australia, 澳大利亚储备银行) 指出, 全球私募信贷资产管理规模在 2023 年已升至约 2.1 万亿美元, 北美自 2008 年以来占全球募资约 70%。根据 IMF 和 FSOC (Financial Stability Oversight Council, 美国金融稳定委员会) 等机构研究, 近几年美国主导的私募信贷市场规模已达到约 1.3-1.6 万亿美元, 并保持较快增长 (年均增速约 20%)。2026 年以来, 美国私募信贷集中赎回事件引发市场关注和担忧, 相关消息称高盛、摩根大通等投行近期已向对冲基金客户提供做空规模达 1.8 万亿美元私募信贷市场的途径。本报告梳理私募信贷市场结构、本次集中赎回事件诱因, 与次贷危机事件比较的基础上预判其演化为系统性风险的概率较低, 但需持续关注三个方面因素的持续发酵动态。

一、近期美国私募信贷赎回事件回顾

2026 年以来美国私募信贷集中赎回事件频发。

BlackRock 旗下规模约 260 亿美元的 HLEND 基金在 2026 年一季度收到约 12 亿美元赎回申请，约相当于基金净资产的 9.3%，超过其通常 5% 的季度回购框架，因此仅按 5% 执行，支付约 6.2 亿美元；**Blackstone** 旗下规模约 820 亿美元的 BCRED 同期收到约 37 亿美元赎回申请，约为基金份额的 7.9%，公司将通常的 5% 回购上限上调到 7%，并由公司及员工额外投入 4 亿美元，最终完成全部赎回；而更早之前，**Blue Owl** 则宣布把三只信贷基金中的 14 亿美元直接贷款资产出售给养老金和保险投资者，并将 OBDCII 的常规赎回机制永久改成通过季度资本返还提供流动性。

头部机构目前仍表现出一定冲击缓冲能力，但赎回事件引发市场对潜在流动性危机的高度警觉。该事件与同期私募信贷市场违约、中东地缘冲突等事件共同发酵，引起 BlackRock、Blue Owl、KKR 等公司股价在 3 月初集体下跌。此轮赎回潮暴露了私募信贷行业资产负债管理的脆弱点，其底层资产是流动性较差的私募贷款，但产品端却向客户提供按季度退出的预期，一旦赎回申请短时间内明显高于贷款自然回收、新申购与流动性储备的承接能力，管理人就只能在限赎、卖资产、动用内部资金或调整产品规则之间做选择。目前头部机构仍表现出一定冲击缓冲能力。**Blue Owl** 卖出的资产据称接近面值成交，**Blackstone** 也靠内部资金与更高回

购比例满足了客户退出的申请。复杂形势下市场担忧潜在的流动性风险，以往受较强募集能力、缓慢估值节奏和较少公开价格发现等因素影响，市场对其流动性压力关注较少，当违约率上升、软件敞口受质疑¹、财富管理客户更倾向撤出资金时，结构性问题开始集中显现，甚至有声音担忧赎回潮是否会引发类似 2008 年的系统性危机。

二、私募信贷市场的参与者和业务模式

与传统商业银行“吸存放贷”模式不同，私募信贷通常由管理人向养老金、保险公司、捐赠基金、主权财富基金及家族办公室等长期机构投资者募集资本，再通过私募基金、BDC（Business Development Companies，商业发展公司）或半流动基金等载体，将资金以浮动利率担保贷款形式直接提供给中端市场企业或私募股权支持企业，主要用于杠杆收购、再融资和企业扩张。

（一）美国私募信贷市场主要参与者

除了放贷基金和借款企业两端，美国私募信贷市场参与者还包括资金提供者、管理人与放贷平台、借款人、股权赞助人、中介服务机构、以及提供杠杆和流动性的银行与保险机构等共同构成的多层生态。

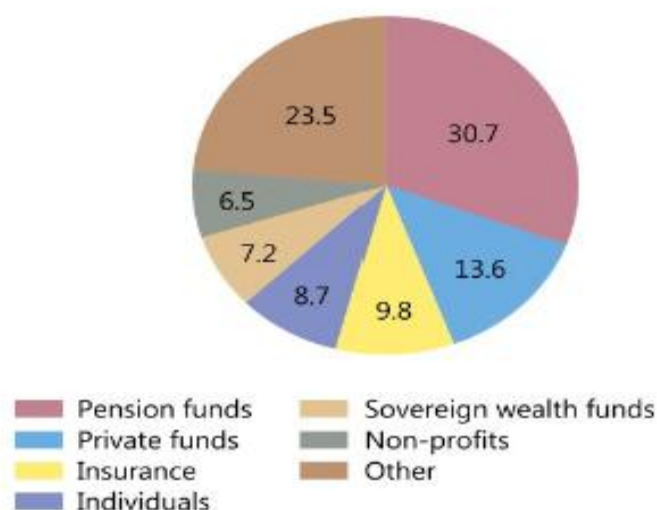
一是资金提供者（Capital Providers/LPs），主要包括养老金、保险公司、捐赠基金、主权财富基金和家族办公室。其向私募信贷基金作出资本承诺，主要由长期机构资金

¹ 2月13日，据彭博社对七大主要商业发展公司（BDC，一种常见的私募信贷基金）数千笔贷款的审查，发现至少有价值超过90亿美元的贷款，没有被归类为“软件行业”，导致实际软件敞口远超业绩披露水平。

主导。国际清算银行（BIS）报告显示（见图表 1），截至 2023 年末，全球私募基金投资者结构中，养老金基金占比最高（30.7%），是最核心的资金来源，这与其长期负债匹配、对稳定现金流资产需求强的投资特征高度契合；其次是私募基金（13.6%）和保险机构（9.8%），两者同样偏好期限较长、收益相对稳定的信用资产，因此成为私募信贷的重要配置者。相比之下，个人投资者占比仅约 8.7%，但呈上升趋势。芝加哥联储研究显示，2024 年末美国寿险公司资产负债表上的私募信贷及类似私募贷款资产约为 8,490 亿美元，占其投资资产约 14%。

图表 1：全球私募信贷市场主要参与者

B. Large institutional investors dominate the investor base in private credit²



数据来源：BIS 2025 年报告《The Global Drivers Of Private Credit》、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二是**私募信贷管理人和放贷平台，也即“资产创造者”**。通常是大型另类资产管理公司、专业直贷基金、私募债基金顾问、保险资管平台，以及以私募信贷为主业的独立机构，负责募资、寻找项目、信用尽调、设计贷款结构、发放贷款、贷后管理以及最终回收。具体可分为三类：**一是封闭式私募信贷基金**，主要面向养老金、保险公司、捐赠基金等机构资金，构成行业主体；**二是 BDC(Business Development Company, 商业发展公司)**，这是美国最有特色、也是最透明的放贷载体之一，主要投向美国中小和中型企业，公开上市 BDC 通常在美国主要交易所挂牌，投资者可通过券商账户直接交易；**三是半流动零售/财富管理载体**，如 interval funds 和 tender offer funds，把私募信贷部分引入高净值与零售渠道。**从规模看**，FSOC 2025 年报数据显示，北美私募信贷基金 2024 年末资产规模约为 1.1 万亿美元；金融研究办公室 (OFR) 数据显示 2024 年末 BDC 资产规模约 4,200 亿美元；美国投资公司协会 (ICI) 数据显示，截至 2024 年末美国共有 162 家 BDC、净资产 2,250 亿美元,118 只 interval funds、资产 990 亿美元，113 只 tender offer funds、资产 800 亿美元，三类合计 4,040 亿美元。

三是**借款人**，主要集中在传统银行与公开债券市场之间的“中端市场企业”。通常是息税折旧摊销前利润 (EBITDA) 约 1,000 万—1 亿美元、融资规模约 2,500 万—10 亿美元的企业。这类借款人通常规模较小、杠杆水平高于公开市场发

行人，但融资需求稳定，因此成为非银行贷款机构的重要客户。具体分为三类：**第一类是私募股权支持企业**，即由私募股权基金控股的企业，这类企业在杠杆收购（LBO）、再融资或股息资本重组时大量使用私募信贷，占比 70% - 80%。**第二类是非私募股权支持的中型企业**，包括家族企业或成长型公司，它们通常寻求增长资本或替代银行贷款。**第三类是近年来快速增长的资产支持借款人**，如消费金融、设备租赁、基础设施或应收账款融资项目，是私募信贷扩张最快的细分领域之一。

四是银行和私募股权赞助人。商业银行虽然在资产端部分被非银放贷机构取代，但通过向私募信贷基金、BDC 和其他放贷平台提供杠杆融资、循环授信和仓储融资等方式参与。**私募股权赞助人（Private Equity Sponsor）**通常是私募股权机构充当特定角色时的称呼，强调“发起”和“背书”，通常出现在具体交易中，在杠杆收购、再融资或股息资本重组等活动时，负责牵头安排融资。

根据行业研究机构 Preqin 和 PitchBook 的统计，全球私募股权管理资产规模已超过 8 万亿美元，其中美国占比最大，活跃的私募股权机构超过 4,000 家。典型赞助人包括大型全球机构，如 Blackstone、KKR、ApolloGlobal、CarlyleGroup 和 TPG Capital 等，既是交易结构设计和风险管理中的关键参与者，也是美国私募信贷市场最重要的借款需求来源（见图表 2）。

图表 2：美国市场主要私募信贷管理人

类别	名称	私募信贷管理规模	简介
综合型私募信贷管理人	阿波罗全球管理公司 (Apollo Global Management)	约 3,600 亿美元	全球最大的私募信贷平台之一，核心业务包括企业直贷、资产支持融资、保险资金信贷配置等，在中大型企业融资和结构化信贷领域影响力极大。
	黑石集团 (Blackstone)	约 3,300 亿美元	全球最大的另类资管之一，信贷业务覆盖企业直贷、房地产信贷和保险资金信贷，其中 BCRED 等产品是财富管理渠道进入私募信贷的重要载体。
	阿瑞斯管理 (Ares Management)	约 2,400 亿美元	美国中端市场直贷最具代表性的管理人之一，长期专注私募股权赞助型企业融资，在 sponsor finance 市场拥有极强交易来源。
	KKR (Kohlberg Kravis Roberts & Co)	约 2,000 亿美元	以企业私募贷款、资产支持融资和保险资金信贷投资为核心，近年在直接贷款和资产支持融资市场快速扩张。
	蓝鸮资本 (Blue Owl Capital)	约 1,600 亿美元	主要聚焦中端市场直接贷款，通过 BDC、私募基金和财富管理渠道筹资，是近年来增长最快的直贷平台之一。
专业化私募信贷管理人	HPS 投资伙伴公司 (HPS Investment Partners)	约 1,500 亿美元	全球大型专业信贷管理机构之一，主要从事企业私募贷款、特殊机会投资和结构化信贷；2024 年被贝莱德收购。
	戈卢布资本 (Golub Capital)	约 700 亿美元	美国私募股权赞助型融资的重要参与者之一，长期深耕中端市场直接贷款，在 sponsor finance 领域具有强大交易网络。
	阿克希尔顾问公司 (OakHill Advisors)	约 600 亿美元	侧重企业贷款、困境债务与结构化信贷投资，长期活跃于杠杆贷款和私募信贷市场。
	门罗资本 (Monroe Capital)	约 200 亿美元	主要专注中小企业直接贷款，同时布局风险债务和结构化信贷，美国中小企业融资重要参与者。
上市商业发展公司 (BDC)	阿瑞斯资本公司 (Ares Capital Corporation)	约 300 亿美元	美国最大的上市私募信贷放贷平台之一 (BDC)，投资对象主要为中端市场企业的优先担保贷款。
	蓝鸮资本公司 (Blue Owl Capital Corporation)	约 170 亿美元	蓝鸮资本旗下重要直贷平台，投资组合主要为优先担保贷款，面向美国中端企业。
	黑石担保贷款基金 (Blackstone Secured Lending Fund)	约 140 亿美元	黑石集团旗下公开市场直贷平台，资产以浮动利率优先担保贷款为主。
	FSKKR 资本公司 (FSKKR Capital Corp)	约 130 亿美元	由 KKR 与 FSInvestments 共同管理的 BDC，主要投资美国企业的优先担保贷款。
	黑石私募信贷基金 (BCRED)	约 820 亿美元	面向高净值投资者的旗舰私募信贷基金，是财富管理渠道进入私募信贷市场的重要产品之一。

数据来源：各大公司官网、公开信息、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）业务模式

在结构设计上，私募信贷主流产品是 senior secured 和 unitranche 两类贷款结构，通常采用 SOFR 等浮动基准利率加点的定价方式，并辅以担保包、财务契约、限制性支付

条款、信息权和控制权变更条款等保护性安排；其中，**senior secured** 在资本结构中优先级最高、并由借款人资产提供担保，若企业违约或破产，贷款人优先于次级债和股权获得偿付；**unitranche** 的核心价值在于把传统优先债与次级债合并成一笔贷款，由一个或少数贷款人直接提供融资，从而提高并购融资和再融资交易的执行效率。由于私募信贷主要有非银行贷款人与借款企业进行双边或小范围俱乐部式谈判形成，贷款结构天然更重“定制化”和“控制权”而不是公开市场的标准化发行。

在存续期管理上，私募信贷管理人通常采取“发起并持有”模式，在贷款存续期内持续跟踪借款企业经营状况，包括定期获取财务报表、现金流数据、经营指标以及贷款契约（covenant）测算结果，并通过与企业管理层和私募股权赞助人保持高频沟通来识别风险变化。相比之下，传统银行信贷在贷款发放后往往依赖标准化风险评级和周期性审查机制，且贷款通常分散在银团或银行资产组合中，贷后管理的深度和灵活性较低。**私募信贷的另一个重要特点是其契约管理与重谈能力更强**：在企业经营压力上升时，贷款人可以通过修约、豁免、展期、资本化利息（PIK, Payment-in-kind）或追加融资等方式调整贷款结构，以避免立即违约并稳定企业现金流。

在退出机制上，私募信贷通常不依赖活跃的二级市场交易，而主要依靠合同现金流和企业资本结构变化来实现回收，

这是其区别于公开债券投资的重要特征。主要包括四类路径：**第一是正常到期偿还或分期摊还**，即企业在贷款期限内按约定支付利息并在到期偿还本金；**第二是再融资退出**，企业在经营改善或市场条件变化后，通过银行贷款、银团贷款或公开债券市场重新融资并偿还私募信贷；**第三是并购或私募股权退出触发提前偿还**，当企业被出售、IPO 或私募股权基金退出时，原贷款通常会被提前清偿。但由于缺少类似于公开债券的二级市场，其风险释放和损失确认往往缓慢和滞后。

三、当前美国私募信贷市场的风险分析

（一）2021 年美联储快节奏、大幅度加息以来私募信贷市场违约率呈上行趋势

与公开高收益债和杠杆贷款借款人相比，私募贷款借款人通常规模更小、杠杆更高、风险更高，且贷款大多为浮动利率，因此对利率上升尤其敏感。2021 年以来，伴随着美联储加息周期，联邦基金目标区间上限从 2021 年末的 0.25% 快速抬升至 2023 年末的 5.50%，虽然在 2025 年有所下降，但私募贷款借款人的付息压力明显上升。根据 Fitch 报告显示，美国私募信贷违约率已从 2023 年的 3.6% 升至 2024 年的 8.1%，并在 2025 年升至 9.2% 的纪录高位，违约主要集中在 EBITDA 2,500 万美元以下、总债务 5 亿美元以下的中端市场借款人，大量贷款没有足够利率对冲安排（见图表 3）。

图表 3：近年来美国典型的私募信贷违约事件

时间	公司	行业	贷款金额	触发原因
2024-07	ChickenSoupfortheSoulEntertainment(Redbox 母公司)	媒体娱乐 / 流媒体/DVD 租赁	总债务约 9.7 亿美元; 其中 HPS 敞口约 5 亿美元; 拟申请的破产融资约 2,000 万美元; 另有被阻止的新增贷款约 4,000 万美元。	公司 2023 年净亏损约 6.366 亿美元, 现金流不足; 核心贷款人 HPS 反对新的破产融资并试图接管公司, 叠加内容采购融资受阻, 公司于 2024 年 7 月申请破产后, 于近期被法院下令从破产重组转为破产清算, 目前正在彻底关闭业务并处置资产。
2024-07	Pluralsight	企业软件 / 教育科技	Vista 2021 年收购该公司的交易中, 使用了超过 15 亿美元债务, 主要来自私募信贷而非传统银行; Vista 早前向公司追加约 7,500 万美元股权, 并通过认购额度工具再借入约 1.625 亿美元。	估值显著下滑、营收走弱、利率上升导致债务负担不可持续, Vista 最终与债权人谈判, 已将控制权移交给贷款人, Vista 股权完全清零。该公司目前处于债权人完全控制下的重组运营。
2025-09	TricolorHoldings	次级汽车金融 / 二手车经销 / 资产支持融资	FifthThird 披露其对 Tricolor 的资产支持贷款约 2 亿美元; Reuters 同时称 JPMorgan 也有接近 2 亿美元风险敞口。公司破产申报显示其资产和负债均超过 10 亿美元。	FifthThird 先披露与一笔 2 亿美元资产支持贷款有关的“涉嫌外部欺诈活动”, 随后 Tricolor 申请 Chapter7 清算; 美国司法部也对相关异常展开调查。2025 年 12 月, 该公司创始人兼 CEO 已被逮捕并面临联邦欺诈指控, 该公司目前处于破产清算与刑事司法程序并行阶段。
2025-09	FirstBrandsGroup	汽车零部件 / 应收账款融资 / 资产支持融资	公司申请破产重组时披露总负债约 116 亿美元; 法院文件称其资产负债表上与保理安排有关的缺口约 23 亿美元; 公司还从第一留置权贷款人获得约 11 亿美元 DIP 融资维持重组。	贷款人发现财务申报异常后, 公司申请破产; 内部调查聚焦发票可能被重复保理、应收回款去向不明和抵押品混同等问题, 最终触发破产重组。2026 年 1 月, 公司创始人兼前 CEO 以及兄弟被捕, 面临九项联邦指控, 该公司目前处于破产重组和刑事司法程序并行、大规模收缩运营阶段。

数据来源：路透社、Nasdaq、NAI500、智通财经、公开信息、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）AI 应用影响软件行业盈利能力引发市场对私募信贷底层资产质量的担忧

私募信贷投放领域较多集中在“轻资产、现金流相对稳定、可由私募股权推动并购整合”的中端服务型行业，尤其是软件/科技、医疗健康、商业服务和部分工业/专业制造占比较高。据 Barclays 估计称，美国 BDC 平均对软件行业的敞口约为 20%。举例来看，截至 2025 年末，美国最大 BDC 之一 Ares Capital 其 295 亿美元投资组合覆盖 603 家企业，公开披露显示其中最大行业是软件服务（约 23.8%），其后是金融服务（约 12.4%）和医疗服务（约 11.3%）；Blue Owl 旗下 OBDC 投资组合覆盖最大行业是软件服务（11%）、其次是医疗服务（9%）。

随着生成式 AI 工具、AI Agent 等在法律、金融分析、编程等知识密集型场景中的应用扩展，投资者开始担心相关工具会直接削弱传统企业软件的商业模式。全球软件股经历了近年来最剧烈的开年下跌之一，S&P 500 软件与服务指数年内至今累计下跌约 20%，微软、ServiceNow、Salesforce 等龙头公司股价也出现明显回调。尤其是，AI 扰动担忧已从股市蔓延到信贷市场和募资流程，高盛高管公开表示，软件行业商业模式的不确定性造成未来 6—24 个月的相关承销格外困难²。市场担忧的核心逻辑在于：AI 的接近零边际成本自动化能力可能压缩软件工具的价值，如果 AI Agent 能跨多个应用执行任务，企业客户就可能减少软件数量、压缩订

² 2026 年 3 月 4 日，根据彭博社报道，高盛资本解决方案集团联席主管 Mahesh Saireddy 在纽约彭博投资会议上指出，“人工智能对商业模式的颠覆所带来的不确定，将使放贷机构在未来两年内对承担多少风险的决策变得更加复杂，不仅仅是软件行业，其他正在被颠覆的行业也将受到更多关注。在未来 6 个月、12 个月、24 个月内将会有很多未知因素。因此，这将是一个充满挑战的承保时期。”

阅席位规模并要求更低价格，从而影响 SaaS (Software as a Service, 软件即服务) 企业长期依赖的高毛利率和高续费模式。随着市场担忧持续发酵，市场对软件行业持续增长的隐忧开始反映在股价与估值压力上，并向信用市场传导。根据路透社报道，美国软件公司已经面临更高借款成本和更严格尽调，而美国科技相关杠杆贷款也开始计入更高违约预期，一级债务市场自 2 月初甲骨文巨额发债之后，几乎没有新的大型软件相关融资成交。

(三) 近年零售资金涌入私募信贷造成期限错配，增大潜在流动性风险

传统上，私募信贷主要由养老基金、主权基金、捐赠基金、保险资金和大型家族办公室等机构投资者持有，但随着机构端配置逐渐接近上限、公开市场上市公司数量下降，越来越多管理人开始主动把产品设计、销售渠道和流动性安排改造成更适合财富管理客户和个人投资者的形式。路透社援引行业数据称，零售资金在私募信贷中的占比已从 2020 年的 5.5% 升至 2024 年末的 16.6%。零售资金的涌入增加了私募信贷的流动性风险，使其从过去主要依靠长锁定期机构资本变为越来越依赖高流动性资金，一旦市场情绪走弱容易引起资金波动并造成估值承压。

目前零售资金主要通过四类产品进入私募信贷市场，第一类是公开上市 BDC，对所有投资者开放，不限于机构客户；第二类是非上市、面向零售发售的 BDC，这类产品通过注册

发行面向零售投资者销售，但由于不在交易所上市，投资者不能像股票那样随时卖出，只能依赖管理人安排的定期回购窗口退出；**第三类是 interval funds 和 tender offer funds**，规模较小；**第四类是最新出现的私募信贷资产 ETF**，如 2025 年 StateStreet 与 Apollo 合作推出 SPDR SSGA Apollo IG Public&Private Credit ETF。

（四）私募信贷链条存在一定的杠杆风险

从借款端看，私募信贷借款人通常比公开市场同类借款人规模更小，承担更高利率（浮动利率），且部分具备高杠杆化特点，在高利率环境中面临更大的还款压力。更危险的是，私募信贷管理人通过 PIK（允许借款人把当期应付利息滚入本金）将逾期风险“向后推迟”。根据 Lincoln International 的数据，**2025 年二季度，存在 PIK 成分的债务投资占比升至 11.4%，高于 2021 年第三季度的 7.4%**。这种信贷安排虽然短期缓解了现金流压力，但实质上是在继续抬高本金和未来偿债负担，把“付息困难”包装成“暂时没有违约”，一旦增长放缓、融资成本维持高位或经营现金流不及预期，这类高杠杆中端企业会面临更集中的风险暴露。

从放款端看，以美国为例，大多数私募信贷基金为封闭式或长期锁定资本结构，直接杠杆水平通常显著低于银行，但银行正越来越多地向这类非银机构提供流动性与杠杆支持，主要包括几类：**一是资本调用贷款**，在基金发起初期先用银行资金“短期过桥”完成贷款或收购交易，几周后待 LP

资金到位后偿还银行融资；二是通过银行融资进行直接放贷或流动性周转，主要包括资产净值（NAV）贷款、贷款回购或资产支持贷款等。一方面，通过已持有的贷款组合为抵押从银行融资，再用于发放新的贷款或扩大投资规模。另一方面，先用银行资金暂时持有贷款资产，等到规模足够时再出售或再融资。美国联邦储备体系研究显示，截至2024年第四季度，美国大型银行对私募信贷载体的承诺授信约950亿美元，其中约790亿美元为循环授信额度、160亿美元为定期贷款，已提款规模约440亿美元。与此同时，FSOC报告指出，银行对BDC的承诺授信从2020年约420亿美元增长至2024年第三季度接近1,170亿美元。

此外，近年受利率高企、地缘形势复杂等影响，中小型企业投资能力受限、投资情绪趋于谨慎，市场上优质项目缺少，资产管理公司在有限的优质资产供给下竞相部署资金，也可能存在潜在的承销标准降低风险。

四、比较与展望

整体看，在不伴随其他重大波动风险的情况下，同时考虑到2008年金融危机后美联储创新了一系列针对性流动性缓释工具，单私募信贷违约事件引发系统性危机的概率较低。持续关注私募信贷市场情况、AI创新的复杂影响、中东地缘形势演化路径等不确定性因素。

（一）对比2008年金融危机的异同

本轮私募信贷流动性危机与 2008 年金融危机存在相似性，但系统性风险或相对较低。相似之处在于，两者都带有明显的“影子银行”特征，且底层资产不透明、估值依赖模型、融资链条嵌套、风险在银行表外和非银机构之间迁移，整体看具有分散且收益稳定的特点，一旦信用恶化和赎回压力叠加，就会暴露出“流动性承诺强于底层资产流动性”的问题。不同之处在于，2008 年危机的核心是住房泡沫破裂后，短久期批发融资支撑长久期按揭资产的体系性挤兑，冲击直接穿透到大型银行、券商、货币市场和支付清算体系，而本轮私募信贷赎回危机诱因是中端企业估值恶化、半流动产品赎回受限，相关机构流动性管理承压，短期资本市场出现情绪恐慌，尚未引致系统性的流动性压力。

从整体规模看，2008 年市场对美国次级按揭余额的常见估算约为 1.3 万亿美元，与当前美国私募信贷约 1.3-1.6 万亿美元的绝对规模相当接近，但 2008 年真正出问题的不是“次贷贷款余额”本身，而是整个影子银行与证券化融资体系，彼时美国影子银行负债在 2007 年 6 月接近 22 万亿美元，规模甚至高于当时传统银行负债。对于当前的私募信贷，美国监管仍普遍定义为“需要密切监测的非银脆弱性”，而不是系统性的金融危机。

从底层资产看，2008 年的核心底层资产（住房按揭）质量较差，时任美联储主席伯南克（Ben Bernanke）2007 年披露的次贷规模约 750 万笔、占全部一押按揭 14%，通过 MBS、

CDO、CDO-squared 等结构化产品被大规模嵌入 AAA 评级证券中；当前私募信贷的底层资产主要是中端企业贷款，虽然在软件等关注行业的占比较高，但整体行业分布较为广泛。

从杠杆水平看，2008 年银行、券商、SIV、ABC Pconduit、证券化 SPV 与回购市场之间层层嵌套、高度依赖短期融资滚动，一旦抵押品折价上升，就出现典型的链式融资挤兑；相比之下，当前私募信贷基金整体的直接杠杆低于银行，主流基金仍是封闭式结构，虽然存在借款人高杠杆以及放款人银行敞口的情况，但是整体信贷链条更短、期限安排相对更“合理”。整体看，银行私募信贷风险敞口规模相对于整个资产负债表较为有限。

（二）后续关注要点

一是关注中东地缘局势发酵或带来叠加冲击。2026 年 2 月底中东地缘形势急剧升温，布伦特油价一度逼近每桶 120 美元后高位震荡，而美国全国汽油均价在冲突爆发以来连涨 20 天，累计涨幅达 30%，一定程度上抬高通胀隐忧，掣肘降息预期，对私募信贷赎回造成了情绪上的扰动。从宏观经济层面来看，此次冲突带来的潜在危险在于“滞胀式扰动”隐忧，进而加大美联储决策难度。不少私募信贷底层借款人是相对脆弱的中端企业，高油价和供应链扰动，影响行业利润，再融资成本也可能因风险溢价上升而走高，继而提升基金端违约风险并可能向金融体系传导。

二是 AI 是否对软件行业造成实质冲击。2026 年以来，AI Agent 在应用端的快速落地，已经对传统软件公司的估值造成冲击，但也在推动软件公司加速 AI 转型，后续是否会造成商业模式颠覆仍有待观察。如果 AI 持续影响传统软件的定价权、席位收费模式和续费能力，那么以软件公司为重要借款人的私募信贷会面临抵押品和估值锚下移、再融资更难、违约风险上升、基金净值和赎回压力加大的连锁冲击。但也应该看到，拥有专有数据、深嵌客户 workflow、高切换成本的软件公司可能更有韧性，甚至会因 AI 增强产品能力而受益。如果更多软件公司证明 AI 是在增强而非替代其核心产品，那么当前压力更可能被证明是一次估值重置和情绪释放，而非信用基本面的系统性恶化。后续应持续观察验证核心经营硬指标，如收入增速、净收入留存率、毛利率、客户席位数、债务再融资条件和退出倍数等，具体判断软件公司的表现。

三是关注私募信贷赎回是否会持续发酵。从当前市场共识来看，近期私募信贷赎回更多体现为短期情绪释放与市场再定价，大型基金出现提款限制或赎回上限触发，这些措施更多被管理人解释为避免被迫折价出售资产、保护长期投资者利益的正常流动性管理机制。后续重点关注赎回是否持续扩散并触发跨市场共振：如果赎回持续增加，基金可能被迫出售流动性较低的贷款资产，从而压低市场估值并形成“赎回—资产出售—估值下降—进一步赎回”的负反馈循环；同

时，由于私募信贷与银行、保险和财富管理渠道之间存在越来越紧密的融资和投资联系，压力还可能通过融资额度提取、资产减值或资本配置调整传导到更广泛的金融体系。

***免责声明**

本报告由中国工商银行（亚洲）有限公司发出，以上条款建立在我行认为可靠信息的基础上，但我行并不表示对报告的准确或完整负责。如以上资料有所更改，我行恕不另行通知。上述资料仅供参考，我行并非借此诱导任何投资行为或预期未来利率/价格走势。我行或我行的任何关联机构可能拥有以上投资产品。

本报告并不构成我行作为上述交易及任何其他投资交易的顾问或令我行负上任何信托责任。我行不对报告或其内容运用负上任何法律责任。投资者在决定进行任何交易之前，应充分了解交易的详情和细则，并进行独立的分析，以评估该交易是否切合个人的条件和目标。我们也建议投资者作出独立的调查以达上述的目的。我行不保证或指示此投资产品将出现任何的投资结果。

这份报告是提供的资料仅供参考。本报告并不构成任何要约，招揽或邀请购买，出售或持有任何证券。投资价格可跌可升，投资者可能会损失部分或全部的投资。在本报告所载资料没有考虑到任何人的投资目标，财务状况和风险偏好及投资者的任何个人资料，因此不应依赖作出任何投资决定。订立任何投资交易前，你应该参照自己的财务状况及投资目标考虑这种买卖是否适合你，并寻求咨询意见的独立法律、财务、税务或其他专业顾问。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**