

備忘錄： 致橡樹資本（Oaktree）客戶
發信人： 霍華德·馬克斯（Howard Marks）
主題： 私募信貸變局？

在我的職業生涯中，“信用（Credit）”這一資產大類經歷了大量的創新。其受歡迎程度穩步上升，在金融界中的規模和地位也成倍增長。前幾天，橡樹資本的一位同事問我，究竟哪些發展成就了信用板塊如今的地位。我整理出以下這份列表：

起始時間

20 世紀 70 年代	非投資級債務獲接納
20 世紀 80 年代	杠杆收購普及，企業杠杆率提升
20 世紀 90 年代	廣泛銀團貸款與分層證券化結構
21 世紀 00 年代	“另類”投資趨勢興起 次級抵押貸款和抵押貸款支持證券
21 世紀 10 年代	直接放貸業務擴張
21 世紀 20 年代	向個人和退休投資者推介直接放貸投資工具

回想起來，我最初接觸到的投資世界僅由股票和高評級債券構成，與上文所列種種發展相比，顯得古板又局限。這些進步徹底改變了投資管理業務，而橡樹及其客戶正是這其中的主要受益者。上述所有變化都涉及——或得益於——如今被廣泛稱為“信用”的東西，其本質是非政府部門債務。我將簡要梳理一下時間脈絡，以便說明背景情況。

在 1977 年至 1978 年之前，信用評級未達投資級（BBB 級或以上）的公司幾乎不可能在公開市場發行債券。當時存在的投機級債務，主要來自那些此前屬於投資級、後因陷入困境而被下調評級的公司，即所謂的“墮落天使”。缺乏投資級評級的公司通常只能申請銀行貸款，或通過“私募”方式向保險公司借款。邁克爾·米爾肯（Michael Milken）被普遍認為在 20 世紀 70 年代末提出並踐行了這樣一種理念：只要利率高到足以補償違約風險，那麼非投資級公司就應當能夠發行債券。這種“風險 / 回報思維”推動了如今規模約達 1.5 萬億美元的美國高收益債券市場的發展，也為本文所討論的大多數其他發展奠定了基礎。

20 世紀 70 年代中期曾出現過幾起小規模杠杆收購，但隨著高收益債券在 20 世紀 80 年代普及，杠杆收購基金、小型公司以及“收購專家”才得以借入足夠資金，從而收購體量遠超以往的公司。這導致杠杆收購大規模擴張，並催生出一個在 20 世紀 90 年代更名為“私募股權”的行業。

將債務工具進行打包，並按不同的受償順序、風險水準及對應利率進行分層出售，這一理念始於 20 世紀 70 年代抵押貸款支持證券的誕生。該創新多與所羅門兄弟（Salomon Brothers）的路易斯·拉涅裡（Louis Ranieri）聯繫在一起，並在 20 世紀 80 年代和 90 年代得到進一步發展。

在 20 世紀 90 年代之前，銀行發放貸款——其中部分面向非投資級公司——並將這些貸款“銀團化”，分售給少數幾家同業銀行。但隨後，華爾街發展出“廣泛銀團貸款”、“杠杆貸款”

或“優先債務”。這些貸款被大量出售給機構投資者，發展至今，其在美國的市場規模已達約 1.5 萬億美元。此類融資發行能力的顯著提升，助力了私募股權的增長。

在 20 世紀 90 年代末的科技泡沫於 2000 年破裂後，標普股指遭遇自大蕭條以來首次連續三年下跌，投資者由此對股市失去興趣，並在此後十年一直保持冷淡。而當各國央行為應對由此引發的經濟和市場低迷而下調利率時，投資者開始尋求高於債券收益率的回報。隨著股票和債券相繼失去青睞，投資者開始尋找新的解決方案。他們轉向表現相對穩健的對沖基金和私募股權，“另類投資”這一概念隨之誕生。由於對沖基金難以找到足夠的折價投資機會來承接大量的機構資金，許多投資者轉而選擇私募股權作為當前的解決方案。首批規模達 100 億美元的私募股權基金應運而生。

大約在同一時期，企業債務開始被納入“結構性信用”工具中進行證券化，例如貸款抵押債券（Collateralized Loan Obligations 或 CLO）。打包這些工具的銀行通過“分層”產生內部杠杆，發現無論是提供高收益的次級層級，還是具備超額抵押的優先層級，都擁有熱切的買家。對 CLO 的強勁需求以及經結構化可獲取的利潤，催生了對貸款證券化的需求，從而推動廣泛銀團貸款發行量上升。

許多同樣的銀行將發放給資質存疑的借款人的次級抵押貸款，打包成住宅抵押貸款支持證券（RMBS）。令人驚歎的是，銀行家們竟然能為由“欺詐性貸款”支持的 RMBS 獲得數以千計的 AAA 評級。當這些貸款和結構的嚴重缺陷暴露無遺，其結果便是 2008 年至 2009 年的全球金融危機。

全球金融危機結束後，銀行資本縮水、行事更為謹慎且重新受到監管，因此無法提供足夠銀行貸款來滿足蓬勃發展的私募股權行業的需求。投資管理人便通過非銀行放貸或“私募信貸”來填補這一資金缺口。其中增長最快的部分是“直接放貸”：即向信用評級低於投資級、有私募股權投資人支援的中型市場投資組合公司提供私募貸款。（請注意：“私募信貸”和“直接放貸”並非同義詞；後者是前者的一個子集。如今許多提及私募信貸的場景，實際談論的都是直接放貸。我在本篇備忘錄中會盡量明確區分兩者；儘管大多數評論者並未加以區分。）

最近，向個人投資者和退休帳戶推介持有直接貸款的投資工具已成為流行趨勢。這一趨勢為直接放貸市場注入更多資本，並使得抓住機遇的管理人的資產管理規模急劇膨脹。

常態模式

新投資形式熱度的極端高漲——通常被貼上“泡沫”的標籤——無不具有某些共同特徵：

- **核心要素在於“新”**。當某事物剛剛出現，（一）其擁護者通過吹捧其優點可輕鬆激發買家興趣，以及（二）由於未經檢驗，其缺陷尚未暴露。使得投資熱潮演變為泡沫。
- **通常都帶著幾分真實**。“漂亮五十”確實是優秀的公司，互聯網和數位通信確實改變了世界，抵押貸款通常也是安全的投資標的。但正是這些真實性，為最終演變成極具破壞性的泡沫提供了基礎。
- **對新事物的早期投資往往回報豐厚**，因為先行入場的人所支付的價格，尚未因其受歡迎程度的上升而被推高。
- **早期投資者的成功令場外的人心生嫉妒，並促使其加入這場盛宴**。正如查理斯·P·金德爾伯格（Charles P. Kindleberger）在《瘋狂、驚恐和崩潰——金融危機史》（*Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*）中所寫：“沒有什麼比看到朋友發家致富，更能擾亂一個人的心境與判斷。”嫉妒或許是世上最強大的力量。

- 巨大成功的可能性點燃了投資者的希望。可能與概率混為一談，進而演變為確定。懷疑精神和風險規避意識被拋諸腦後。
- 那個關鍵問題——追逐熱潮的投資者極少問及的問題——是以什麼價格參與其中才是安全的。嫉妒、興奮、致富的夢想以及錯失恐懼症，正是謹慎和拒絕盲從的天敵。
- 後來者輕信承諾、降低標準並推高價格，致使大多數投資趨勢變為過度追捧。對我而言，最重要的投資格言是：“智者始愚者終。”沃倫·巴菲特（Warren Buffett）的表述則更為生動：“先為創新者，後為模仿者，終為盲從者。”
- 當形勢大好時，投資者往往輕易忽視其中的缺陷、潛在陷阱和無法兌現的承諾，而一旦被證實對新事物的情緒過度樂觀，或支付的價格過高，就不可避免地導致幻滅與損失。

據傳馬克·吐溫（Mark Twain）曾說：“歷史不會重演，但總是踏著相同的韻腳”，想必他所說的，正是這種周而復始的模式。我認為這是投資領域亙古不變的真理之一。

這是否適用於直接放貸？

我認為可以合理地說，作為私募信貸領域的一部分，直接放貸在過去 15 年間確實呈現了上述發展過程中的若干特徵：

- 已發展出一種新型融資形式。
- 隨著銀行放貸意願降低，私募股權對融資的需求超過了供給。這使得早期的直接放貸人能夠借助較為完備的貸款檔，要求較高的利率及強有力的保護。
- 21 世紀 10 年代的低利率環境使得直接放貸的較高預期回報顯得極具吸引力，尤其是考慮到可以通過低成本借款運用杠杆以放大回報。
- 機構投資者注意到了早期貸款的吸引力，紛紛入場參與。
- 毫無疑問，由於沒有可供盯市的市場，私募貸款價格波動較低，而這進一步放大了其吸引力。其支持者或許可就此宣稱“私募貸款將提供較高的經風險調整後回報”，但這種說法並不正確。投資者可合理預期私募貸款將提供較高的波動調整後回報（這正是夏普比率），但我必須強調，風險與波動絕非同一概念。直接貸款蘊含的信用風險並不亞于高收益債券和廣泛銀團貸款等流動性信用工具。只是這種風險並未直觀地反映在價格之中。
- 數以百計的投資公司提供直接放貸服務，其中絕大多數在全球金融危機結束後才進入私募信貸市場，這意味著它們從未經歷過艱難時期的考驗。儘管如此，這些機構仍然獲得了大量可管理資金。
- 眾多新管理人和大量新增資本的湧入，導致放貸人競相提供直接貸款，為此接受更低的收益率、更窄的利差以及更低的安全邊際。毫無疑問，一些管理人為了將大量資本投入運作，從而降低了放貸標準。
- 自全球金融危機結束後的 17 年間，經濟和投資環境整體呈良性態勢，使得直接貸款即便在貸款標準已出現走弱跡象的情況下，仍取得成功，從而推動上述趨勢愈演愈烈。在以上種種因素的共同作用下，推動了向渴望在低利率環境中獲取回報的個人和退休投資者銷售直接放貸產品的行為。

可供投資於直接放貸的巨額資本催生出淘金熱心態。過去 15 年，直接貸款發放規模已達約 2 萬億美元。（20 年前，整個私募信貸板塊的規模僅為 1,500 億美元左右。）因此，我推測部分直接放貸管理人過度吸納資金，投資速度過快，採用的標準過低，從而為市場修正埋下了伏筆。



過去幾個月，直接放貸領域（那些未作細緻區分的人將其泛指為整個私募信貸領域）的潮水已開始退去。借用巴菲特的話說，這意味著某些“裸泳者”可能將被暴露。

正如我在 2025 年 11 月的備忘錄 [《礦井裡的蟑螂》](#) (*Cockroaches in the Coal Mine*) 中所描述，2025 年年中兩起引人注目的破產案——First Brands 和 Tricolor——令信用投資者始料未及。兩起事件均引發了市場對潛在欺詐行為的擔憂，而這或許正是源於放貸人在市場繁榮時期所採用的寬鬆標準。

這引發了對直接貸款公開市場投資工具——商業發展公司（BDC）的擔憂。當部分“非上市 BDC”的投資者想要贖回資金卻無法全額贖回時，流動性隨之受到質疑。同樣，投資者對這些工具如何對其私募債務持倉進行估值存有疑問，進而對所報告帳面價值的準確性及退出機制產生疑慮。或許受此影響，可交易但不可贖回的“公開交易的 BDC”的股價，較其資產淨值的折價幅度顯著擴大。

此前的事件大多被視為個例，這意味著當時投資者並未普遍幻想破滅或信心喪失。但通常而言，如果一系列令人不安的事件不斷累積，終會達到臨界點，致使投資者再也無法忽視這項新事物中新近暴露出的缺陷。這就引出了軟體債務這一話題。

直接放貸與軟體板塊

在 21 世紀 00 年代中期之前，多數科技公司被認為基本面風險過高而不具備信用資質，高收益債券和杠杆貸款的投資者對其提供貸款的意願較低。而且由於無法對其運用杠杆，這些公司也並非私募股權基金的收購物件。

但隨著對私募股權基金投資的強勁增長，管理人需要尋找收購物件，這促使他們擴大考慮範圍。管理人得出結論，那些在難以被替代的關鍵性軟體領域佔據市場領先地位的公司將（一）享有訂閱模式下的經常性現金流，從而具備可融資性；以及（二）受益於其業務所構建的可持續護城河。於是，私募股權基金開始買入軟體公司，信用投資者也開始為此出借資金。

根據我的經驗，制約信用市場的從來不是借款人的融資需求，而是放貸人的出借意願。借用電影 *《夢幻成真》* (*Field of Dreams*) 中凱文·科斯特納 (Kevin Costner) 飾演角色的臺詞：“只要提供資金，借款人便會借入資金並投入運作。”因此，信用市場的格局深受私募股權板塊的增長、直接放貸領域可用資本的激增，以及雙方對軟體公司是優質投資物件的共識所影響。

近年來，私募股權投資人越來越多地將直接放貸作為廣泛銀團貸款的替代方案，前者使其能夠僅通過少數幾家大型放貸人便獲得所需資金，從而避免冗長的路演和廣泛的財務資訊披露，以及在出現需要重新協商的情況時與眾多交易對手協商的繁瑣流程。直接放貸人也表現出支持更高債務水準的意願，使得私募股權投資人能夠實現高於銀團貸款市場所能接受的杠杆水準。此外，他們還願意向尚未盈利的公司提供更多貸款，形式為基於年度經常性收入的“ARR (Annual Recurring Revenue) 貸款”。

相較於債券以及公開市場，貸款和私募市場對私募股權投資人而言更具吸引力，因此美國非投資級信用市場中軟體公司債務的占比大致如下：

高收益債券	4-5%
廣泛銀團貸款	10-15%
直接放貸	20-30%

此外，鑒於同樣的因素，在廣泛銀團貸款市場中，軟體債務在被杠杆收購的標的（意味著杠杆水準更高）所占的比例，要高於高收益債券市場，而在直接放貸市場中這一比例則更高。

綜合上述各種因素，相當一部分的直接貸款流向了軟體公司，其被收購時的 EBITDA 倍數通常高達約 20 倍，且杠杆率極高。如今，軟體公司債務突然成為新聞焦點。

過去一兩年，人工智慧（AI）已大幅降低人類編寫代碼（即電腦程式設計或編寫軟體）的需求，很大程度上將程式師的角色轉變為向人工智慧模型下達指令。2024 年至 2025 年，軟體公司股票和債券市場對此反應平淡。隨後，在 2025 年 11 月，Anthropic 推出編碼能力強大的新一代模型，並於 1 月下旬推出了 11 個用於自動化多個領域任務的“外掛程式”。2 月的最初幾天，市場似乎觸及了一個認知拐點。投資者終於正視長期累積的負面因素，此後私募信貸市場持續面臨審查並經歷波動：

- 對軟體債務的擔憂促使半流動性公開市場投資工具的投資者提交贖回申請。
- 贖回限制導致投資者質疑其投資的安全性。
- 部分投資者按披露的資產淨值成功退出，則可能讓仍持有基金的投資者懷疑該資產淨值是否準確，以及向贖回的投資者支付過高價格會對其自身產生何種影響。
- 當基金限制贖回時，投資者可能會合理地認為，下次贖回時應提交更多份額。

目前看來，直接放貸基金中設置的贖回限制機制，似乎已發揮了預設的作用，使管理人避免折價拋售。但若投資者得知自己無法在需要時贖回資金，從而作出負面反應，這也情有可原。

私募信貸和大眾投資者

當前私募信貸領域的變化可歸納為兩個維度：一方面是借款人基本面及貸款穩固性的變化，另一方面則是投資者的反應。正如 Armen、Bob 和 Craig 在近期的一篇內部備忘錄中所寫：

儘管這些軟體公司總體表現良好（僅有少數例外），但市場對其面臨人工智慧帶來重大顛覆風險的擔憂持續升溫，這種情緒已對其股權價值造成了實質性影響，並削弱了放貸人的股權安全墊。如今，投資者並未區分軟體板塊潛在的贏家和輸家，整個行業都面臨壓力……這種衝擊和輿論很大程度上由資金流向和市場情緒驅動，而非信用惡化的結果。

投資者極少能像本傑明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和大衛·多德（David Dodd）在《證券分析》（*Security Analysis*）中所描述的那樣，成為資訊充分、方法嚴謹且理性客觀的“稱重機”，在短期內尤其如此。正如我在 2016 年的備忘錄《[市場到底知道什麼？](#)》（*What Does the Market Know?*）中所寫：在現實世界中，事態總在“相當好”與“沒有那麼好”之間波動，而投資者認為，事態能在“完美無瑕”與“絕望透頂”之間大起大落。

投資者起初往往會對新生事物愛不釋手，全盤接受其增長敘事並為此支付過高的價格。而樂觀與興奮從來無益於保持懷疑精神、進行冷靜客觀的分析、維持適當的風險規避意識，以及堅守高標準。



然後，當失望與幻滅浮現時，最初支撐投資的勇敢和信心也隨之消散。此時，分析走向相反的方向：過度悲觀與懷疑情緒取代了當初的熱切與輕信，徹底的恐慌則替代了在順境中驅使人們投資的盲目信念。

人工智慧對軟體板塊的影響、私募資產流動性受限，以及直接放貸基金定價準確性方面的不確定性，早已存在多年。但簡言之，人們在市場繁榮時期可能並未追問太多或投入足夠的關注……一如既往。

這導致了投資者當前對直接放貸投資工具感到不安。對於直接貸款這種新事物，個人投資者難以充分理解其潛在的複雜性，尤其是其從未經歷過艱難時期的考驗。這些投資工具中引入的杠杆此前可能被吹捧為提升利潤的手段，而如今投資者正目睹其產生相反的效果。此外，這些投資工具對流動性的限制——此前可能被“多數情況下問題不大”這種說法輕描淡寫地帶過——如今正以驚人的威力展現其影響。

篤信者在狂熱期賺得最多，懷疑者在崩盤時損失最小。但我們所追求的投資成功，其關鍵在於始終在相信與懷疑之間保持一種健康的平衡。正如查理·芒格（Charlie Munger）引述古希臘哲學家德摩斯梯尼（Demosthenes）所言：“人傾向於相信他所希望的。”大多數人都夢想致富，當聽見無風險致富的承諾時，往往願意選擇相信。但新事物很少能如預期般帶來回報，更別說在其風頭正勁時不加懷疑地做出投資。

最穩妥的做法是堅守那些久經考驗的投資，將更具創新性的發展留給能夠理解並應對其影響的專家。但鮮少有人能抵住那些未經檢驗的風潮所伴隨的輕鬆獲利的誘惑。歷來如此，未來亦然。

1929年的教訓

安德魯·羅斯·索爾金（Andrew Ross Sorkin）所著《1929：華爾街史上最嚴重股災內幕——以及它如何摧毀一個國家》（*1929: Inside the Greatest Crash in Wall Street History - and How It Shattered a Nation*），是我近年來讀過的最佳投資著作，其精彩程度讓我手不釋卷。該書通過對當時主要人物的刻畫，再現了1929年10月29日大崩盤的醞釀過程及其後果，而非枯燥地羅列歷史事件。可以從《1929》中汲取諸多教訓，這與我鍾愛的兩本關於市場過度行為的經典著作——約翰·肯尼斯·加爾佈雷思（John Kenneth Galbraith）的《金融狂熱簡史》（*A Short History of Financial Euphoria*）（1994年），以及愛德華·錢塞勒（Edward Chancellor）的《貪婪時代》（*Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation*）（2000年）——所傳遞的觀點不謀而合。

我從《1929》得出的結論是，導致最終引發大崩盤的資產泡沫，主要源於三個方面：

- 向公眾出售股票而不考慮其適當性，
- 向買家提供極高杠杆，和
- 所購資產的非流動性與為購買這些資產提供融資的貸款的短期性之間存在錯配。

在股市持續多年的上漲行情吸引下，個人投資者紛紛入場；1921年至1928年間，主要股指平均漲幅已達約400%。券商渴望賺取大額交易的佣金與價差，向投資者提供最高可達買入價90%的保證金貸款。而一旦股價下跌至耗盡投資者10%的權益，且其無法追加保證金時，券商將要求償還貸款，並強制平倉。這段歷史似曾相識（且此後又屢次重演）：

- 個人投資者缺乏金融專業知識，易受推銷宣傳以及“好得令人難以置信”的承諾所誘惑。
- 杠杆被描述為能夠放大成功果實的利器，但與之相伴的下行風險卻往往被銷售話術忽略。
- 保證金債務中那些可能未被提及的條款——加上難以想像市場潛在暴跌的程度——使得投資者面臨破產風險。

在股市中虧光所有並非易事，但在一個足夠嚴峻的繁榮 / 蕭條週期中，上述三重因素的疊加便足以讓人傾家蕩產。

上述種種現象發生於 1929 年，當時投資行業幾乎處於監管真空狀態，包括對招股說明書真實性的基本要求；同時，部分華爾街領導者的自利妄想、缺乏原則及毫不掩飾的逐利行為進一步加劇了事態的發展。最終演變為一場市場與經濟層面的災難，對幾代人產生了深遠影響。

索爾金在書中的大部分篇幅裡，主要以紀實方式呈現人物行為，而將結論與價值判斷置於最後。但他的結語擲地有聲：

股市崩盤造成的破壞——不僅在崩盤期間，而且在隨後十年間的大部分時間裡——給數百萬美國人帶來難以忍受的苦痛。這不僅讓他們對股市望而卻步，更對那些以買賣股票謀生的人嗤之以鼻。

然而，那些曾將市場推向雲端的力量——樂觀、雄心，以及對未來可能無限光明的信念——並未就此永遠消失，它們從未消失。

歸根結底，1929 年的事件並非利率或監管問題，也無關於做空者的精明或銀行家的失誤。它關乎一種更為永恆的主題：人性。無論發出多少警示、制定多少法律，人們總能找到新的方式去相信繁榮可以永遠持續下去。他們會將希望偽裝成確定。在那種集體狂熱中，人類將一次又一次地失去理智。

經久不衰的經驗教訓並非是繁榮可被阻止，或蕭條可被徹底規避。關鍵在於認識到：我們極易遺忘。應對非理性繁榮的關鍵，並非依靠監管本身或懷疑精神，而在於保持謙遜——謙遜地認知到，沒有任何系統是萬無一失的，沒有任何市場是完全理性的，也沒有哪一代人可以例外。我們篤定的程度攀升得越高，跌落得就越漫長、越慘痛。

索爾金在結尾處的觀察，道出了從那些在各個週期中一再重演的錯誤中可以汲取的教訓。

管理人該如何應對？

在我看來，盡職盡責的管理人面臨的最大難題，或許會發生在其所在的市場湧入過多資本，且投資者急於將資金投入運作之時。我在 2007 年 2 月的備忘錄 [《逐底競爭》](#) (*The Race to the Bottom*) 中對此進行了詳細展開，當時正值全球金融危機爆發前夕（難以置信這已過去近 20 年了）。大約也是在那個時候，花旗銀行時任首席執行官查克·普林斯 (Chuck Prince) 有感而發：“只要音樂不停，你就必須起身跳舞。” 管理人面臨著艱難的抉擇：是在狂熱的投資者為了讓資金運轉而降低標準時，加入其中，還是坐觀其變、按兵不動，眼看其他管理人不斷累積資產管理規模，並且在懷疑精神和紀律性最終得到回報之前，這段看似沒有盡頭的等待期很可能導致客戶流失？

我從未試圖將橡樹 / 博楓塑造為堅守投資美德的典範，也從不聲稱我們完美無缺。然而，卓越的投資並非源于無所不知和完美的決策，而是源于那些優於他人的決策。事實上，自我 48 年前開始管理高收益債券投資組合以來，我們幾乎每年都會出現違約……只不過違約率遠低於多數同行，也遠低於我們因承擔違約風險而獲得的收益率差所允許的水準。話雖如此，我希望說明我們在私募信貸、直接放貸以及公開市場投資工具方面的現狀。我為我們的表現深感自豪，並且認為其具有一定參考意義。

首先，自數十年前高收益債券和廣泛銀團貸款誕生之初，我們便一直投資於這些領域，但始終未過度投入私募信貸領域。正如我在一年前那篇題為《[信用探秘](#)》(Gimme Credit) 的備忘錄中所提及的：過去幾年投資者最常提出的問題是“能否談談私募信貸？”，我總是回答：“不如讓我們先從信用說起？”我們堅持認為，私募信貸和流動性信用在投資組合中都應有一席之地。

其次，我們投資於私募信貸已有數十年之久——通過困境債務基金購買銀行貸款，並開展夾層貸款和資產支援貸款業務——但我們從未像其他管理人那樣大舉涉足直接放貸領域。在直接放貸於 21 世紀 10 年代初期興起之時，我們認為其相對回報雖高，但絕對收益較低。而後，我們認為新入場的管理人與資本將定價和條款方面的優勢競爭殆盡，使其吸引力趨於平均，而非卓越。

基於上述原因，私募信貸在橡樹常規信用資產中的占比遠低於一半，而直接放貸在我們私募信貸板塊中的占比也不足一半。因此，直接放貸僅占橡樹常規信用投資的 20% 左右，在我們整體資產管理規模中的占比不足 15%。

第三，由於（一）我們的資產規模擴張速度遠低於許多其他另類信用管理人（橡樹的資產管理規模在過去十年裡“僅”翻了一番），且（二）直接放貸在我們資產管理規模增長中的占比有限，我們壓力較小，無需倉促投資或降低標準。這使我們得以保持精挑細選，嚴格控制對軟體板塊的投資規模，並聚焦於我們認定的最優投資機會。

無論從絕對規模還是與同行的相對水準看，我們的整個信用平臺對軟體公司的敞口都極低。博楓 / 橡樹的大部分私募信貸基金都不涉足直接放貸領域，因此對軟體板塊的持倉十分有限。即便在我們的直接放貸投資組合中，軟體敞口也通常較為有限，且在過去的 12 到 18 個月裡，我們對參與新的軟體交易保持了極高的門檻。

因此，我們認為我們的私募信貸投資採取了防禦性策略，並實行了保守的結構設計。我們在軟體板塊的投資敞口遠低於同業水準，且主要為第一留置權貸款，實物付息 (PIK) 占比極低。

第四，橡樹私募信貸投資中約 80% 來自機構客戶，這意味著面向公眾投資者的比例極低。相比之下，市場上領先管理人面向公眾的直接放貸產品規模通常為 400 億至 500 億美元，甚至更高，而我們的規模僅略高於 100 億美元。

由於我們在直接放貸方面的投資有限，並未像其他一些信用管理人那樣經歷資產管理規模的顯著增長。這反而使我們在當前投資者熱情趨於降溫的環境下，處於有利位置。投資者近來顯著升溫的懷疑情緒，很可能會在未來一段時間內為我們帶來投資機會，這些機會將顯著優於剛剛結束的這一階段我們所放棄的那些。恪守紀律並拒絕追逐最新市場風潮，雖並非實現短期收益最大化的路徑，但卻是我們追求卓越投資表現的必由之路。

直接放貸與私募股權

鑒於私募股權在直接放貸發展過程中扮演的重要角色，我想在此引入私募股權這一話題，並探討未來幾年兩者將如何相互影響。儘管私募股權的發展歷程遠早於直接放貸，但如今兩者的命運已緊密交織在一起。

如前所述，私募股權誕生於 20 世紀 70 年代，隨 80 年代高收益債券的普及而壯大，在 21 世紀 00 年代成為市場公認的解決方案，並自 21 世紀 10 年代起，受直接放貸趨勢的推動而加速發展。其結果是私募股權板塊取得了巨大的成功，這一資產類別也為投資者提供了所期望的回報。這些收益在很大程度上歸功於私募股權公司有能力識別優質投資標的、建立所有者文化，以及通過戰略和財務舉措實現增值。然而，這些收益中的相當一部分——儘管並未被充分認知——是源於私募股權行業所處的利率環境。

2022 年 12 月，我撰寫了一篇題為《[滄海桑田](#)》(Sea Change) 的備忘錄。在那篇備忘錄中，我談及自己在 1980 年有一筆未償銀行貸款，郵寄而來的通知單告知我的貸款利率已升至 22.25%。隨後我提到，到了 2020 年，我的貸款利率僅為 2.25%。我認為，利率在 40 年裡下降 2,000 個基點，是過去半個世紀金融界最具影響力的事件，但卻未得到充分關注。

在諸多影響之中，利率下行會推高資產估值（引發各國央行所擔憂的資產泡沫），並降低借貸成本。因此，當利率下行時，通過舉債購買資產的人便獲得了雙重收益，而這正是私募股權投資的運作模式。正如我在《[滄海桑田](#)》中所寫，得益於利率下行和 / 或超低利率，私募股權行業在其出現以來的大部分時間裡都享有強勁的順風助力。在 2009 至 2021 年間尤其如此，在這十三年間，聯邦基金利率大部分時間維持在零的水準，平均水準僅約 0.5%。**歸根結底：私募股權自誕生並存續至 2021 年，始終處於極度有利的利率環境之中。**

不出所料，一切進展順利。投資者認為私募股權是靈丹妙藥；有限合夥人 (LP) 的資金不斷流入；普通合夥人 (GP) 則能利用觸手可得的低成本債務資本提高杠杆水準（尤其是在直接放貸這一融資管道進入市場之後）。經濟環境持續利好，美國經濟迎來史上最長的復蘇期。長達 10 年的牛市讓私募股權公司能輕鬆出售其投資組合公司，而新成立的私募股權基金急於部署資本，爭相從老基金手中收購公司。投資回報符合預期，向有限合夥人的分配也同樣令人滿意，而這又使得私募股權基金能夠持續吸引有限合夥人資本，從而延續這一“良性迴圈”。

但在 2022 年初，各國央行決定通過加息來抑制通脹，以聯邦基金利率為例，利率從零的水準攀升至 5.25% 至 5.50%。《[滄海桑田](#)》一文的核心觀點是，超低利率和利率長期下行的時代已然結束，而此前從中獲益最大的投資策略，未來的表現將大不如前。

《[滄海桑田](#)》撰寫於 2022 年秋，當時疫情封鎖剛解除，我正與布魯斯·高樹 (Bruce Karsh) 一同走訪客戶。我不會忘記 Bruce 對當時局勢的總結：“過去幾年，許多私募股權公司背負的資本結構根本沒有預料到利率會上升 400 個基點。”利率上行無疑是私募股權運轉機制的“絆腳石”，如今的情況與前文所描述的截然不同：

- 利息成本上升導致許多被投企業的盈利能力下降。在杠杆成本較低時利潤可觀的交易，如今的經濟合理性已有所降低。
- 利率上升意味著利息支出增加，從而降低利息覆蓋率——即盈利與利息支出的比率，使得在低利率環境下借入的債務難以進行再融資。
- 加息降低了企業未來現金流對於買家的價值，正如降息曾推高其價值。
- 因此，被投企業的出售價格走低，其出售速度也隨之放緩。

- 受此影響，私募股權投資有限合夥人獲得的分配減少，而有限合夥人基於過往基金“常態”分配預期所做出的資本承諾如今已成為沉重負擔。
- 由此產生的進一步後果是，有限合夥人向新基金出資的能力有所下降。
- 私募股權基金的回報急劇下滑。根據 Claude 檢索的資訊：“MSCI 估計，2022 年至 2025 年第三季度期間，美國私募股權基金指數的年化回報率為 5.8%，而標普 500 指數的年化回報率為 11.6%。”這進一步削弱了投資者對新私募股權基金的熱情。

未來，被投企業表現將高度取決於私募股權公司在篩選、融資及管理環節所運用的專業技能。這些因素——加上公司的可售性——將在很大程度上決定為收購交易提供融資的債務（包括私募貸款）的表現。盈利能力下滑可能要求公司通過實物付息的方式增加債務規模，而非按計劃償還債務。到期償還債務還可能因以下因素的共同作用而變得複雜：（一）被投企業難以變現；（二）再融資面臨挑戰；（三）公司估值已跌破其債務面值總額。放貸人會選擇展期處理嗎？如果會，這對信用基金的投資者有何影響？

放貸人最終的安全保障源於借款公司的表現，及其在資本結構中處於優先受償地位所帶來的安全邊際。那些進行專業盡職調查、堅持高標準並做出明智信用決策的放貸人將取得成功（值得注意的是，作為直接放貸前身的高收益債券和廣泛銀團貸款，在包括全球金融危機在內的多年週期中表現出色）。即便部分借款人不得不去杠杆，只要公司表現尚可，仍應具備償付本息的能力。當然，如果商業模式出現問題，或者公司估值下調，前景便不會那麼樂觀，因為這會削弱放貸人的安全邊際，對於次級債務層級而言尤其如此。

* * *

為了說明事物的發展總是踏著相同的韻腳，我將以 Bob O’Leary 前幾天寫給我的一段話作為結尾：

我突然發現，當下的信用市場與 20 世紀 80 年代末 / 90 年代初存在著耐人尋味的相似之處，那時您與 Bruce 創立了首支特殊信用基金。當時，許多投資者正過度追捧一種新興的金融創新產品（高收益債券）。一場中東戰爭突然引發市場恐慌，投資者爭相拋售高收益債券。

將高收益債券替換為直接放貸，再加入技術驅動的創造性破壞，便會發現兩者存在某些相同的動態（包括又一場中東戰爭引發的衰退擔憂）。最終，高收益債券表現良好（甚至堪稱出色），直接放貸亦將如此，但其可能仍需經歷一輪信用週期，方能更上層樓。

2026 年 4 月 9 日

重要法律資訊和披露事項

本材料表達作者截止至所示日期的觀點，該等觀點可能隨時發生變化，恕不另行通知。橡樹無責任或義務更新本材料所載資訊。此外，橡樹並未陳述過往投資表現是未來業績的指標，閣下亦不得作出此等假設。實際上但凡有獲利之機會，亦有損失之可能。

本材料僅供參考且不得被用於任何其他目的。本材料所載資訊不構成亦不得被釋為在任何司法管轄區要約提供諮詢顧問服務或要約銷售或招攬購買任何證券或相關金融工具。本材料所載部分涉及經濟趨勢和業績的資料乃基於或取自獨立協力廠商來源提供的資料。Oaktree Capital Management, L.P.（“橡樹”）相信取得資料的來源可靠，但無法保證該資料的準確性，也並未獨立核實該資料或根據該資料作出的假設的準確性或完整性。

未經橡樹事先書面同意，不得以任何方式複印、複製、重刊或發佈本材料（包括本材料所載資訊）的全部或任何部分。

在本材料或其部分內容為中文的範圍內，該等中文譯稿僅供參考，且若中文譯稿和英文文稿之間存在任何差異，概以英文文稿為準。Oaktree Capital (Hong Kong) Limited 可提供本材料的英文文本。橡樹、其聯屬公司或其各自的任何管理人員、合夥人、員工、關聯方、股東或代理人均(i)不對本材料譯稿的任何不準確、錯誤或遺漏之處承擔任何責任，且(ii)無任何義務在發現譯稿任何不準確、錯誤或遺漏之時通知任何收件人。

