

备忘录： 致橡树资本（Oaktree）客户  
发信人： 霍华德·马克斯（Howard Marks）  
主题： 私募信贷变局？

---

在我的职业生涯中，“信用（Credit）”这一资产大类经历了大量的创新。其受欢迎程度稳步上升，在金融界中的规模和地位也成倍增长。前几天，橡树资本的一位同事问我，究竟哪些发展成就了信用板块如今的地位。我整理出以下这份列表：

### 起始时间

20 世纪 70 年代	非投资级债务获接纳
20 世纪 80 年代	杠杆收购普及，企业杠杆率提升
20 世纪 90 年代	广泛银团贷款与分层证券化结构
21 世纪 00 年代	“另类”投资趋势兴起 次级抵押贷款和抵押贷款支持证券
21 世纪 10 年代	直接放贷业务扩张
21 世纪 20 年代	向个人和退休投资者推介直接放贷投资工具

回想起来，我最初接触到的投资世界仅由股票和高评级债券构成，与上文所列种种发展相比，显得古板又局限。这些进步彻底改变了投资管理业务，而橡树及其客户正是这其中的主要受益者。上述所有变化都涉及——或得益于——如今被广泛称为“信用”的东西，其本质是非政府部门债务。我将简要梳理一下时间脉络，以便说明背景情况。

在 1977 年至 1978 年之前，信用评级未达投资级（BBB 级或以上）的公司几乎不可能在公开市场发行债券。当时存在的投机级债务，主要来自那些此前属于投资级、后因陷入困境而被下调评级的公司，即所谓的“堕落天使”。缺乏投资级评级的公司通常只能申请银行贷款，或通过“私募”方式向保险公司借款。迈克尔·米尔肯（Michael Milken）被普遍认为在 20 世纪 70 年代末提出并践行了这样一种理念：只要利率高到足以补偿违约风险，那么非投资级公司就应当能够发行债券。这种“风险 / 回报思维”推动了如今规模约达 1.5 万亿美元的美国高收益债券市场的发展，也为本文所讨论的大多数其他发展奠定了基础。

20 世纪 70 年代中期曾出现过几起小规模杠杆收购，但随着高收益债券在 20 世纪 80 年代普及，杠杆收购基金、小型公司以及“收购专家”才得以借入足够资金，从而收购体量远超以往的公司。这导致杠杆收购大规模扩张，并催生出一个在 20 世纪 90 年代更名为“私募股权”的行业。

将债务工具进行打包，并按不同的受偿顺序、风险水平及对应利率进行分层出售，这一理念始于 20 世纪 70 年代抵押贷款支持证券的诞生。该创新多与所罗门兄弟（Salomon Brothers）的刘易斯·拉涅里（Louis Ranieri）联系在一起，并在 20 世纪 80 年代和 90 年代得到进一步发展。

在 20 世纪 90 年代之前，银行发放贷款——其中部分面向非投资级公司——并将这些贷款“银团化”，分售给少数几家同业银行。但随后，华尔街发展出“广泛银团贷款”、“杠杆贷款”或

“优先债务”。这些贷款被大量出售给机构投资者，发展至今，其在美国的市场规模已达约 1.5 万亿美元。此类融资发行能力的显著提升，助力了私募股权的增长。

在 20 世纪 90 年代末的科技泡沫于 2000 年破裂后，标普股指遭遇自大萧条以来首次连续三年下跌，投资者由此对股市失去兴趣，并在此后十年一直保持冷淡。而当各国央行为应对由此引发的经济和市场低迷而下调利率时，投资者开始寻求高于债券收益率的回报。随着股票和债券相继失去青睐，投资者开始寻找新的解决方案。他们转向表现相对稳健的对冲基金和私募股权，“另类投资”这一概念随之诞生。由于对冲基金难以找到足够的折价投资机会来承接大量的机构资金，许多投资者转而选择私募股权作为当前的解决方案。首批规模达 100 亿美元的私募股权基金应运而生。

大约在同一时期，企业债务开始被纳入“结构性信用”工具中进行证券化，例如贷款抵押债券（Collateralized Loan Obligations 或 CLO）。打包这些工具的银行通过“分层”产生内部杠杆，发现无论是提供高收益的次级层级，还是具备超额抵押的优先层级，都拥有热切的买家。对 CLO 的强劲需求以及经结构化可获取的利润，催生了对贷款证券化的需求，从而推动广泛银团贷款发行量上升。

许多同样的银行将发放给资质存疑的借款人的次级抵押贷款，打包成住宅抵押贷款支持证券（RMBS）。令人惊叹的是，银行家们竟然能为由“欺诈性贷款”支持的 RMBS 获得数以千计的 AAA 评级。当这些贷款和结构的严重缺陷暴露无遗，其结果便是 2008 年至 2009 年的全球金融危机。

全球金融危机结束后，银行资本缩水、行事更为谨慎且重新受到监管，因此无法提供足够银行贷款来满足蓬勃发展的私募股权行业的需求。投资管理人便通过非银行放贷或“私募信贷”来填补这一资金缺口。其中增长最快的部分是“直接放贷”：即向信用评级低于投资级、有私募股权投资人支持的中型市场投资组合公司提供私募贷款。（请注意：“私募信贷”和“直接放贷”并非同义词；后者是前者的一个子集。如今许多提及私募信贷的场景，实际谈论的都是直接放贷。我在本篇备忘录中会尽量明确区分两者；尽管大多数评论者并未加以区分。）

最近，向个人投资者和退休账户推介持有直接贷款的投资工具已成为流行趋势。这一趋势为直接放贷市场注入更多资本，并使得抓住机遇的管理人的资产管理规模急剧膨胀。

## 常态模式

新投资形式热度的极端高涨——通常被贴上“泡沫”的标签——无不具有某些共同特征：

- **核心要素在于“新”。**当某事物刚刚出现，（一）其拥护者通过吹捧其优点可轻松激发买家兴趣，以及（二）由于未经检验，其缺陷尚未暴露。使得投资热潮演变为泡沫。
- **通常都带着几分真实。**“漂亮五十”确实是优秀的公司，互联网和数字通信确实改变了世界，抵押贷款通常也是安全的投资标的。但正是这些真实性，为最终演变成极具破坏性的泡沫提供了基础。
- **对新事物的早期投资往往回报丰厚，**因为先行入场的人所支付的价格，尚未因其受欢迎程度的上升而被推高。
- **早期投资者的成功令场外的人心生嫉妒，并促使其加入这场盛宴。**正如查尔斯·P.金德尔伯格（Charles P. Kindleberger）在《*疯狂、惊恐和崩溃——金融危机史*》（*Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*）中所写：“没有什么比看到朋友发家致富，更能扰乱一个人的心境与判断。”嫉妒或许是世上最强大的力量。

- **巨大成功的可能性点燃了投资者的希望。**可能与概率混为一谈，进而演变为确定。怀疑精神和风险规避意识被抛诸脑后。
- **那个关键问题——追逐热潮的投资者极少问及的问题——是以什么价格参与其中才是安全的。**嫉妒、兴奋、致富的梦想以及错失恐惧症，正是谨慎和拒绝盲从的天敌。
- **后来者轻信承诺、降低标准并推高价格，致使大多数投资趋势变为过度追捧。**对我而言，最重要的投资格言是：“智者始愚者终。”沃伦·巴菲特（Warren Buffett）的表述则更为生动：“先为创新者，后为模仿者，终为盲从者。”
- **当形势大好时，投资者往往轻易忽视其中的缺陷、潜在陷阱和无法兑现的承诺，而一旦被证实对新事物的情绪过度乐观，或支付的价格过高，就不可避免地导致幻灭与损失。**

据传马克·吐温（Mark Twain）曾说：“历史不会重演，但总是踏着相同的韵脚”，想必他所说的，正是这种周而复始的模式。我认为这是投资领域亘古不变的真理之一。

### 这是否适用于直接放贷？

我认为可以合理地说，作为私募信贷领域的一部分，直接放贷在过去 15 年间确实呈现了上述发展进程中的若干特征：

- 已发展出一种新型融资形式。
- 随着银行放贷意愿降低，私募股权对融资的需求超过了供给。这使得早期的直接放贷人能够借助较为完备的贷款文件，要求较高的利率及强有力的保护。
- 21 世纪 10 年代的低利率环境使得直接放贷的较高预期回报显得极具吸引力，尤其是考虑到可以通过低成本借款运用杠杆以放大回报。
- 机构投资者注意到了早期贷款的吸引力，纷纷入场参与。
- 毫无疑问，由于没有可供盯市的市场，私募贷款价格波动较低，而这进一步放大了其吸引力。其支持者或许可就此宣称“私募贷款将提供较高的经风险调整后回报”，但这种说法并不正确。投资者可合理预期私募贷款将提供较高的**波动调整后**回报（这正是夏普比率），但我必须强调，风险与波动绝非同一概念。直接贷款蕴含的信用风险并不亚于高收益债券和广泛银团贷款等流动性信用工具。只是这种风险并未直观地反映在价格之中。
- 数以百计的投资公司提供直接放贷服务，其中绝大多数在全球金融危机结束后才进入私募信贷市场，这意味着它们从未经历过艰难时期的考验。尽管如此，这些机构仍然获得了大量可管理资金。
- 众多新管理人和大量新增资本的涌入，导致放贷人竞相提供直接贷款，为此接受更低的收益率、更窄的利差以及更低的安全边际。毫无疑问，一些管理人为了将大量资本投入运作，从而降低了放贷标准。
- 自全球金融危机结束后的 17 年间，经济和投资环境整体呈良性态势，使得直接贷款即便在贷款标准已出现走弱迹象的情况下，仍取得成功，从而推动上述趋势愈演愈烈。在以上种种因素的共同作用下，推动了向渴望在低利率环境中获取回报的个人和退休投资者销售直接放贷产品的行为。

可供投资于直接放贷的巨额资本催生出淘金热心态。过去 15 年，直接贷款发放规模已达约 2 万亿美元。（20 年前，整个私募信贷板块的规模仅为 1,500 亿美元左右。）因此，我推测部分直接放贷管理人过度吸纳资金，投资速度过快，采用的标准过低，从而为市场修正埋下了伏笔。

过去几个月，直接放贷领域（那些未作细致区分的人将其泛指为整个私募信贷领域）的潮水已开始退去。借用巴菲特的话说，这意味着某些“裸泳者”可能将被暴露。

正如我在 2025 年 11 月的备忘录 [《矿井里的蟑螂》](#) (*Cockroaches in the Coal Mine*) 中所描述，2025 年年中两起引人注目的破产案——First Brands 和 Tricolor——令信用投资者始料未及。两起事件均引发了市场对潜在欺诈行为的担忧，而这或许正是源于放贷人在市场繁荣时期所采用的宽松标准。

这引发了对直接贷款公开市场投资工具——商业发展公司（BDC）的担忧。当部分“非上市 BDC”的投资者想要赎回资金却无法全额赎回时，流动性随之受到质疑。同样，投资者对这些工具如何对其私募债务持仓进行估值存有疑问，进而对所报告账面价值的准确性及退出机制产生疑虑。或许受此影响，可交易但不可赎回的“公开交易的 BDC”的股价，较其资产净值的折价幅度显著扩大。

此前的事件大多被视为个例，这意味着当时投资者并未普遍幻想破灭或信心丧失。但通常而言，如果一系列令人不安的事件不断累积，终将达到临界点，致使投资者再也无法忽视这项新事物中新近暴露出的缺陷。这就引出了软件债务这一话题。

## 直接放贷与软件板块

在 21 世纪 00 年代中期之前，多数科技公司被认为基本面风险过高而不具备信用资质，高收益债券和杠杆贷款的投资者对其提供贷款的意愿较低。而且由于无法对其运用杠杆，这些公司也并非私募股权基金的收购对象。

但随着对私募股权基金投资的强劲增长，管理人需要寻找收购对象，这促使他们扩大考虑范围。管理人得出结论，那些在难以被替代的关键性软件领域占据市场领先地位的公司将（一）享有订阅模式下的经常性现金流，从而具备可融资性；以及（二）受益于其业务所构建的可持续护城河。于是，私募股权基金开始买入软件公司，信用投资者也开始为此出借资金。

**根据我的经验，制约信用市场的从来不是借款人的融资需求，而是放贷人的出借意愿。**借用电影 *《梦幻成真》* (*Field of Dreams*) 中凯文·科斯特纳 (Kevin Costner) 饰演角色的台词：“只要提供资金，借款人便会借入资金并投入运作。”因此，信用市场的格局深受私募股权板块的增长、直接放贷领域可用资本的激增，以及双方对软件公司是优质投资对象的共识所影响。

近年来，私募股权投资人越来越多地将直接放贷作为广泛银团贷款的替代方案，前者使其能够仅通过少数几家大型放贷人便获得所需资金，从而避免冗长的路演和广泛的财务信息披露，以及在出现需要重新协商的情况时与众多交易对手协商的繁琐流程。直接放贷人也表现出支持更高债务水平的意愿，使得私募股权投资人能够实现高于银团贷款市场所能接受的杠杆水平。此外，他们还愿意向尚未盈利的公司提供更多贷款，形式为基于年度经常性收入的“ARR (Annual Recurring Revenue) 贷款”。

相较于债券以及公开市场，贷款和私募市场对私募股权投资人而言更具吸引力，因此美国非投资级信用市场中软件公司债务的占比大致如下：

高收益债券	4-5%
广泛银团贷款	10-15%
直接放贷	20-30%

此外，鉴于同样的因素，在广泛银团贷款市场中，软件债务在被杠杆收购的标的（意味着杠杆水平更高）所占的比例，要高于高收益债券市场，而在直接放贷市场中这一比例则更高。

综合上述各种因素，相当一部分的直接贷款流向了软件公司，其被收购时的 EBITDA 倍数通常高达约 20 倍，且杠杆率极高。如今，软件公司债务突然成为新闻焦点。

过去一两年，人工智能（AI）已大幅降低人类编写代码（即计算机编程或编写软件）的需求，很大程度上将程序员的角色转变为向人工智能模型下达指令。2024 年至 2025 年，软件公司股票和债券市场对此反应平淡。随后，在 2025 年 11 月，Anthropic 推出编码能力强大的新一代模型，并于 1 月下旬推出了 11 个用于自动化多个领域任务的“插件”。2 月的最初几天，市场似乎触及了一个认知拐点。投资者终于正视长期累积的负面因素，此后私募信贷市场持续面临审查并经历波动：

- 对软件债务的担忧促使半流动性公开市场投资工具的投资者提交赎回申请。
- 赎回限制导致投资者质疑其投资的安全性。
- 部分投资者按披露的资产净值成功退出，则可能让仍持有基金的投资者怀疑该资产净值是否准确，以及向赎回的投资者支付过高价格会对其自身产生何种影响。
- 当基金限制赎回时，投资者可能会合理地认为，下次赎回时应提交更多份额。

目前看来，直接放贷基金中设置的赎回限制机制，似乎已发挥了预设的作用，使管理人避免折价抛售。但若投资者得知自己无法在需要时赎回资金，从而作出负面反应，这也情有可原。

### 私募信贷和大众投资者

当前私募信贷领域的变化可归纳为两个维度：一方面是借款人基本面及贷款稳固性的变化，另一方面则是投资者的反应。正如 Armen、Bob 和 Craig 在近期的一篇内部备忘录中所写：

尽管这些软件公司总体表现良好（仅有少数例外），但市场对其面临人工智能带来重大颠覆风险的担忧持续升温，这种情绪已对其股权价值造成了实质性影响，并削弱了放贷人的股权安全垫。如今，投资者并未区分软件板块潜在的赢家和输家，整个行业都面临压力……这种冲击和舆论很大程度上由资金流向和市场情绪驱动，而非信用恶化的结果。

投资者极少能像本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和大卫·多德（David Dodd）在《*证券分析*》（*Security Analysis*）中所描述的那样，成为信息充分、方法严谨且理性客观的“称重机”，在短期内尤其如此。正如我在 2016 年的备忘录《*市场到底知道什么？*》（*What Does the Market Know?*）中所写：在现实世界中，事态总在“相当好”与“没有那么好”之间波动，而投资者认为，事态能在“完美无瑕”与“绝望透顶”之间大起大落。

投资者起初往往会对新生事物爱不释手，全盘接受其增长叙事并为此支付过高的价格。而乐观与兴奋从来无益于保持怀疑精神、进行冷静客观的分析、维持适当的风险规避意识，以及坚守高标准。

然后，当失望与幻灭浮现时，最初支撑投资的勇敢和信心也随之消散。此时，分析走向相反的方向：过度悲观与怀疑情绪取代了当初的热切与轻信，彻底的恐慌则替代了在顺境中驱使人们投资的盲目信念。

人工智能对软件板块的影响、私募资产流动性受限，以及直接放贷基金定价准确性方面的不确定性，早已存在多年。但简言之，人们在市场繁荣时期可能并未追问太多或投入足够的关注……一如既往。

这导致了投资者当前对直接放贷投资工具感到不安。对于直接贷款这种新事物，个人投资者难以充分理解其潜在的复杂性，尤其是其从未经历过艰难时期的考验。这些投资工具中引入的杠杆此前可能被吹捧为提升利润的手段，而如今投资者正目睹其产生相反的效果。此外，这些投资工具对流动性的限制——此前可能被“多数情况下问题不大”这种说法轻描淡写地带过——如今正以惊人的威力展现其影响。

笃信者在狂热期赚得最多，怀疑者在崩盘时损失最小。但我们所追求的投资成功，其关键在于始终在相信与怀疑之间保持一种健康的平衡。正如查理·芒格（Charlie Munger）引述古希腊哲学家德摩斯梯尼（Demosthenes）所言：“人倾向于相信他所希望的。”大多数人都梦想致富，当听见无风险致富的承诺时，往往愿意选择相信。但新事物很少能如预期般带来回报，更别说是其风头正劲时不加怀疑地做出投资。

最稳妥的做法是坚守那些久经考验的投资，将更具创新性的发展留给能够理解并应对其影响的专家。但鲜少有人能抵住那些未经检验的风潮所伴随的轻松获利的诱惑。历来如此，未来亦然。

## 1929年的教训

安德鲁·罗斯·索尔金（Andrew Ross Sorkin）所著《1929：华尔街史上最严重股灾内幕——以及它如何摧毁一个国家》（*1929: Inside the Greatest Crash in Wall Street History - and How It Shattered a Nation*），是我近年来读过的最佳投资著作，其精彩程度让我手不释卷。该书通过对当时主要人物的刻画，再现了1929年10月29日大崩盘的酝酿过程及其后果，而非枯燥地罗列历史事件。可以从《1929》中汲取诸多教训，这与我钟爱的两本关于市场过度行为的经典著作——约翰·肯尼斯·加尔布雷思（John Kenneth Galbraith）的《金融狂热简史》（*A Short History of Financial Euphoria*）（1994年），以及爱德华·钱塞勒（Edward Chancellor）的《贪婪时代》（*Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation*）（2000年）——所传递的观点不谋而合。

我从《1929》得出的结论是，导致最终引发大崩盘的资产泡沫，主要源于三个方面：

- 向公众出售股票而不考虑其适当性，
- 向买家提供极高杠杆，和
- 所购资产的非流动性与为购买这些资产提供融资的贷款的短期性之间存在错配。

在股市持续多年的上涨行情吸引下，个人投资者纷纷入场；1921年至1928年间，主要股指平均涨幅已达约400%。券商渴望赚取大额交易的佣金与价差，向投资者提供最高可达买入价90%的保证金贷款。而一旦股价下跌至耗尽投资者10%的权益，且其无法追加保证金时，券商将要求偿还贷款，并强制平仓。这段历史似曾相识（且此后又屡次重演）：

- 个人投资者缺乏金融专业知识，易受推销宣传以及“好得令人难以置信”的承诺所诱惑。
- 杠杆被描述为能够放大成功果实的利器，但与之相伴的下行风险却往往被销售话术忽略。
- 保证金债务中那些可能未被提及的条款——加上难以想象市场潜在暴跌的程度——使得投资者面临破产风险。

在股市中亏光所有并非易事，但在一个足够严峻的繁荣 / 萧条周期中，上述三重因素的叠加便足以让人倾家荡产。

上述种种现象发生于 1929 年，当时投资行业几乎处于监管真空状态，包括对招股说明书真实性的基本要求；同时，部分华尔街领导者的自利妄想、缺乏原则及毫不掩饰的逐利行为进一步加剧了事态的发展。最终演变为一场市场与经济层面的灾难，对几代人产生了深远影响。

索尔金在书中的大部分篇幅里，主要以纪实方式呈现人物行为，而将结论与价值判断置于最后。但他的结语掷地有声：

股市崩盘造成的破坏——不仅在崩盘期间，而且在随后十年间的大部分时间里——给数百万美国人带来难以忍受的苦痛。这不仅让他们对股市望而却步，更对那些以买卖股票谋生的人嗤之以鼻。

然而，那些曾将市场推向云端的力量——乐观、雄心，以及对未来可能无限光明的信念——并未就此永远消失，它们从未消失。

归根结底，1929 年的事件并非利率或监管问题，也无关于做空者的精明或银行家的失误。它关乎一种更为永恒的主题：人性。无论发出多少警示、制定多少法律，人们总能找到新的方式去相信繁荣可以永远持续下去。他们会将希望伪装成确定。在那种集体狂热中，人类将一次又一次地失去理智。

经久不衰的经验教训并非是繁荣可被阻止，或萧条可被彻底规避。关键在于认识到：我们极易遗忘。应对非理性繁荣的关键，并非依靠监管本身或怀疑精神，而在于保持谦逊——谦逊地认知到，没有任何系统是万无一失的，没有任何市场是完全理性的，也没有哪一代人可以例外。我们笃定的程度攀升得越高，跌落得就越漫长、越惨痛。

索尔金在结尾处的观察，道出了从那些在各个周期中一再重演的错误中可以汲取的教训。

### 管理人该如何应对？

在我看来，尽职尽责的管理人面临的重大难题，或许会发生在其所在的市场涌入过多资本，且投资者急于将资金投入运作之时。我在 2007 年 2 月的备忘录 [《逐底竞争》](#) (*The Race to the Bottom*) 中对此进行了详细展开，当时正值全球金融危机爆发前夕（难以置信这已过去近 20 年了）。大约也是在那个时候，花旗银行时任首席执行官查克·普林斯 (Chuck Prince) 有感而发：“只要音乐不停，你就必须起身跳舞。” 管理人面临着艰难的抉择：是在狂热的投资者为了让资金运转而降低标准时，加入其中，还是坐观其变、按兵不动，眼看其他管理人不断累积资产管理规模，并且在怀疑精神和纪律性最终得到回报之前，这段看似没有尽头的等待期很可能导致客户流失？

我从未试图将橡树 / 博枫塑造为坚守投资美德的典范，也从不声称我们完美无缺。然而，卓越的投资并非源于无所不知和完美的决策，而是源于那些优于他人的决策。事实上，自我 48 年前开始管理高收益债券投资组合以来，我们几乎每年都会出现违约……只不过违约率远低于多数同行，也远低于我们因承担违约风险而获得的收益率差所允许的水平。话虽如此，我希望说明我们在私募信贷、直接放贷以及公开市场投资工具方面的现状。我为我们的表现深感自豪，并且认为其具有一定参考意义。

首先，自数十年前高收益债券和广泛银团贷款诞生之初，我们便一直投资于这些领域，但始终未过度投入私募信贷领域。正如我在一年前那篇题为《[信用探秘](#)》(Gimme Credit) 的备忘录中所提及的：过去几年投资者最常提出的问题是“能否谈谈私募信贷？”，我总是回答：“不如让我们先从信用说起？”我们坚持认为，私募信贷和流动性信用在投资组合中都应有一席之地。

其次，我们投资于私募信贷已有数十年之久——通过困境债务基金购买银行贷款，并开展夹层贷款和资产支持贷款业务——但我们从未像其他管理人那样大举涉足直接放贷领域。在直接放贷于 21 世纪 10 年代初期兴起之时，我们认为其相对回报虽高，但绝对收益较低。而后，我们认为新入场的管理人与资本将定价和条款方面的优势竞争殆尽，使其吸引力趋于平均，而非卓越。

基于上述原因，私募信贷在橡树常规信用资产中的占比远低于一半，而直接放贷在我们私募信贷板块中的占比也不足一半。因此，直接放贷仅占橡树常规信用投资的 20% 左右，在我们整体资产管理规模中的占比不足 15%。

第三，由于（一）我们的资产规模扩张速度远低于许多其他另类信用管理人（橡树的资产管理规模在过去十年里“仅”翻了一番），且（二）直接放贷在我们资产管理规模增长中的占比有限，我们压力较小，无需仓促投资或降低标准。这使我们得以保持精挑细选，严格控制对软件板块的投资规模，并聚焦于我们认定的最优投资机会。

无论从绝对规模还是与同行的相对水平看，我们的整个信用平台对软件公司的敞口都极低。博枫 / 橡树的大部分私募信贷基金都不涉足直接放贷领域，因此对软件板块的持仓十分有限。即便在我们的直接放贷投资组合中，软件敞口也通常较为有限，且在过去的 12 到 18 个月里，我们对参与新的软件交易保持了极高的门槛。

因此，我们认为我们的私募信贷投资采取了防御性策略，并实行了保守的结构设计。我们在软件板块的投资敞口远低于同业水平，且主要为第一留置权贷款，实物付息 (PIK) 占比极低。

第四，橡树私募信贷投资中约 80% 来自机构客户，这意味着面向公众投资者的比例极低。相比之下，市场上领先管理人面向公众的直接放贷产品规模通常为 400 亿至 500 亿美元，甚至更高，而我们的规模仅略高于 100 亿美元。

由于我们在直接放贷方面的投资有限，并未像其他一些信用管理人那样经历资产管理规模的显著增长。这反而使我们在当前投资者热情趋于降温的环境下，处于有利位置。**投资者近来显著升温的怀疑情绪，很可能在未来一段时间内为我们带来投资机会，这些机会将显著优于刚刚结束的这一阶段我们所放弃的那些。**恪守纪律并拒绝追逐最新市场风潮，虽并非实现短期收益最大化的路径，但却是我们追求卓越投资表现的必由之路。

## 直接放贷与私募股权

鉴于私募股权在直接放贷发展过程中扮演的重要角色，我想在此引入私募股权这一话题，并探讨未来几年两者将如何相互影响。尽管私募股权的发展历程远早于直接放贷，但如今两者的命运已紧密交织在一起。

如前所述，私募股权诞生于 20 世纪 70 年代，随 80 年代高收益债券的普及而壮大，在 21 世纪 00 年代成为市场公认的解决方案，并自 21 世纪 10 年代起，受直接放贷趋势的推动而加速发展。其结果是私募股权板块取得了巨大的成功，这一资产类别也为投资者提供了所期望的回报。这些收益在很大程度上归功于私募股权公司有能力识别优质投资标的、建立所有者文化，以及通过战略和财务举措实现增值。然而，这些收益中的相当一部分——尽管并未被充分认知——是源于私募股权行业所处的利率环境。

2022 年 12 月，我撰写了一篇题为 [《沧海桑田》](#) (*Sea Change*) 的备忘录。在那篇备忘录中，我谈及自己在 1980 年有一笔未偿银行贷款，邮寄而来的通知单告知我的贷款利率已升至 22.25%。随后我提到，到了 2020 年，我的贷款利率仅为 2.25%。我认为，利率在 40 年里下降 2,000 个基点，是过去半个世纪金融界最具影响力的事件，但却未得到充分关注。

在诸多影响之中，利率下行会推高资产估值（引发各国央行所担忧的资产泡沫），并降低借贷成本。因此，当利率下行时，通过举债购买资产的人便获得了双重收益，而这正是私募股权投资的模式。正如我在 [《沧海桑田》](#) 中所写，得益于利率下行和 / 或超低利率，私募股权行业在其出现以来的大部分时间里都享有强劲的顺风助力。在 2009 至 2021 年间尤其如此，在这十三年间，联邦基金利率大部分时间维持在零的水平，平均水平仅约 0.5%。**归根结底：私募股权自诞生并存续至 2021 年，始终处于极度有利的利率环境之中。**

不出所料，一切进展顺利。投资者认为私募股权是灵丹妙药；有限合伙人（LP）的资金不断流入；普通合伙人（GP）则能利用触手可得的低成本债务资本提高杠杆水平（尤其是在直接放贷这一融资渠道进入市场之后）。经济环境持续利好，美国经济迎来史上最长的复苏期。长达 10 年的牛市让私募股权公司能轻松出售其投资组合公司，而新成立的私募股权基金急于部署资本，争相从老基金手中收购公司。投资回报符合预期，向有限合伙人的分配也同样令人满意，而这又使得私募股权基金能够持续吸引有限合伙人资本，从而延续这一“良性循环”。

但在 2022 年初，各国央行决定通过加息来抑制通胀，以联邦基金利率为例，利率从零的水平攀升至 5.25% 至 5.50%。[《沧海桑田》](#) 一文的核心观点是，超低利率和利率长期下行的时代已然结束，而此前从中获益最大的投资策略，未来的表现将大不如前。

[《沧海桑田》](#) 撰写于 2022 年秋，当时疫情封锁刚解除，我正与布鲁斯·高树（Bruce Karsh）一同走访客户。我不会忘记 Bruce 对当时局势的总结：“过去几年，许多私募股权公司背负的资本结构根本没有预料到利率会上升 400 个基点。”利率上行无疑是私募股权运转机制的“绊脚石”，如今的情况与前文所描述的截然不同：

- 利息成本上升导致许多被投企业的盈利能力下降。在杠杆成本较低时利润可观的交易，如今的经济合理性已有所降低。
- 利率上升意味着利息支出增加，从而降低利息覆盖率——即盈利与利息支出的比率，使得在低利率环境下借入的债务难以进行再融资。
- 加息降低了企业未来现金流对于买家的价值，正如降息曾推高其价值。
- 因此，被投企业的出售价格走低，其出售速度也随之放缓。

- 受此影响，私募股权投资有限合伙人获得的分配减少，而有限合伙人基于过往基金“常态”分配预期所做出的资本承诺如今已成为沉重负担。
- 由此产生的进一步后果是，有限合伙人向新基金出资的能力有所下降。
- 私募股权基金的回报急剧下滑。根据 Claude 检索的信息：“MSCI 估计，2022 年至 2025 年第三季度期间，美国私募股权基金指数的年化回报率为 5.8%，而标普 500 指数的年化回报率为 11.6%。”这进一步削弱了投资者对新私募股权基金的热情。

未来，被投企业的表现将高度取决于私募股权公司在筛选、融资及管理环节所运用的专业技能。这些因素——加上公司的可售性——将在很大程度上决定为收购交易提供融资的债务（包括私募贷款）的表现。盈利能力下滑可能要求公司通过实物付息的方式增加债务规模，而非按计划偿还债务。到期偿还债务还可能因以下因素的共同作用而变得复杂：（一）被投资企业难以变现；（二）再融资面临挑战；（三）公司估值已跌破其债务面值总额。放贷人会选择展期处理吗？如果会，这对信用基金的投资者有何影响？

放贷人最终的安全保障源于借款公司的表现，及其在资本结构中处于优先受偿地位所带来的安全边际。那些进行专业尽职调查、坚持高标准并做出明智信用决策的放贷人将取得成功（值得注意的是，作为直接放贷前身的高收益债券和广泛银团贷款，在包括全球金融危机在内的多年周期中表现出色）。即便部分借款人不得不去杠杆，只要公司表现尚可，仍应具备偿付本息的能力。当然，如果商业模式出现问题，或者公司估值下调，前景便不会那么乐观，因为这会削弱放贷人的安全边际，对于次级债务层级而言尤其如此。

\* \* \*

为了说明事物的发展总是踏着相同的韵脚，我将以 Bob O’Leary 前几天写给我的一段话作为结尾：

我突然发现，当下的信用市场与 20 世纪 80 年代末 / 90 年代初存在着耐人寻味的相似之处，那时您与 Bruce 创立了首支特殊信用基金。当时，许多投资者正过度追捧一种新兴的金融创新产品（高收益债券）。一场中东战争突然引发市场恐慌，投资者争相抛售高收益债券。

将高收益债券替换为直接放贷，再加入技术驱动的创造性破坏，便会发现两者存在某些相同的动态（包括又一场中东战争引发的衰退担忧）。最终，高收益债券表现良好（甚至堪称出色），直接放贷亦将如此，但其可能仍需经历一轮信用周期，方能更上层楼。

2026 年 4 月 9 日

## 重要法律信息和披露事项

本材料表达作者截止至所示日期的观点，该等观点可能随时发生变化，恕不另行通知。橡树无责任或义务更新本材料所载信息。此外，橡树并未陈述过往投资表现是未来业绩的指标，阁下亦不得作出此等假设。实际上但凡有获利之机会，亦有损失之可能。

本材料仅供参考且不得被用于任何其他目的。本材料所载信息不构成亦不得被释为在任何司法管辖区要约提供咨询顾问服务或要约销售或招揽购买任何证券或相关金融工具。本材料所载部分涉及经济趋势和业绩的资料乃基于或取自独立第三方来源提供的资料。Oaktree Capital Management, L.P. (“橡树”) 相信取得资料的来源可靠，但无法保证该资料的准确性，也并未独立核实该资料或根据该资料作出的假设的准确性或完整性。

未经橡树事先书面同意，不得以任何方式复印、复制、重刊或发布本材料（包括本材料所载信息）的全部或任何部分。

在本材料或其部分内容为中文的范围内，该等中文译稿仅供参考，且若中文译稿和英文文稿之间存在任何差异，概以英文文稿为准。Oaktree Capital (Hong Kong) Limited 可提供本材料的英文文本。橡树、其联属公司或其各自的任何管理人员、合伙人、员工、关联方、股东或代理人均(i) 不对本材料译稿的任何不准确、错误或遗漏之处承担任何责任，且(ii) 无任何义务在发现译稿任何不准确、错误或遗漏之时通知任何收件人。

