

如何释放无评级资产担保融资的价值

无评级资产担保融资（ABF）指以实物资产或合约现金流为担保、且未经信贷评级机构评估的信贷投资。由于无评级 ABF 通常提供更高的收益潜力，有时会被误解为风险较高。实际上，此类收益所反映的，正是市场在资金匮乏且长期被忽略的情况下，为应对其复杂性和低流动性而给出的补偿。通过运用无评级 ABF 贷款，多元化且结构良好的投资组合可能会在审慎管理风险的同时，带来可观的收益潜力。

ABF 格局概览

ABF 领域涵盖范围广泛，但可认为市场由三个部分组成：



1. 投资级别（有评级）

保险公司及其他关注监管资本的投资者的主要选择。通常被视为风险较低、息差较低，且日益拥挤。



2. 机会型

困境和复杂性可能带来更高回报，但也伴随更高风险。



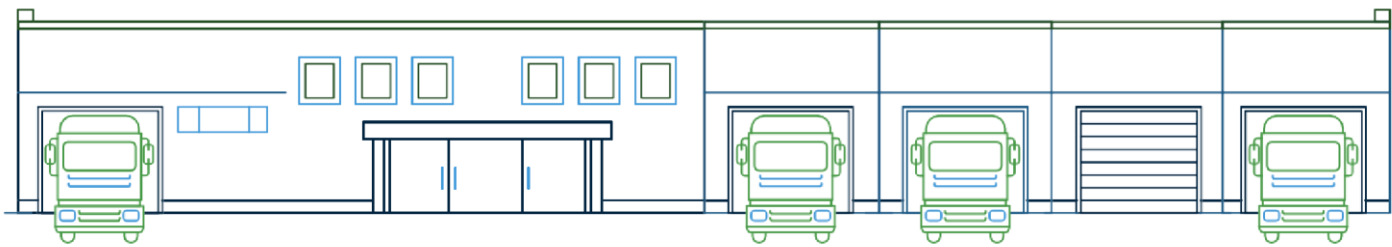
3. 核心型

被忽视的中间地带。拥有具吸引力的优质合同性资产池，可以是有评级或无评级。某些核心型结构并不总能满足评级机构的标准；例如，期限较短或具有延迟提款特征的贷款，或不符合标准模式的抵押品形式。但这些特征并不一定反映信贷质量较弱。

“无评级”不一定意味着风险更高

ABF 中的大部分资本仍流向有评级的投资，因为保险公司及其关联的资产管理人通常要求有评级。相比之下，银行已从无评级贷款业务中退场，因为此类交易需要对多样化的相关资产池进行深入、定制化的尽职调查，并持续进行监控，而许多表内放贷机构并不具备提供这些的能力。加之监管资本要求不断提高，这导致无评级核心型细分市场渗透率不足、服务供给欠缺。

多元化既不能保证盈利，亦不能防止亏损。



“无评级”常被误解为“风险更高”。实际上，这往往只是因为结构性特征不符合僵化的评级模型所致，而并非出于风险考量，包括：

- 1

期限较短
例如，以较长期贷款为担保的两年期仓单式融资额度。
- 2

灵活资金安排
结构设计为允许借款人根据需要提取和偿还资金的融资安排；例如，循环贷款或延迟提款贷款。这些要求持续的发起和监控，因为相关资产池的构成可能随时间而变化。
- 3

非标准形式
超出评级机构所用固定假设范围的交易；例如，不符合标准模板的期限、可预测性较低或摊销不规律的现金流，或者类型多样或难以建模的抵押品。

在所有这些情况下，评级的缺失并不能说明相关资产质量的好坏。其真正含义是，借款人愿意为灵活、定制化的资本支付溢价——可能比企业直接借贷高出 160 多个基点¹。该息差溢价相对于所承担的可比信贷风险而言，可能偏高。

核心型无评级 ABF 的投资逻辑

当前，核心型无评级细分市场呈现出颇具吸引力的风险 / 回报动态。曾在此领域占据主导地位的银行正在退场，而受制于评级敏感性的保险公司无法填补这一空白。这催生了一个相对不那么拥挤的市场，有能力的基金管理人可提供定制化、灵活的资本，并有能力协商争取有力的保护条款。

但有评级市场并非没有机会——其整体规模庞大。不过，该市场参与者更多、竞争更激烈，息差也因此更窄，从当前相对价值的角度来看，吸引力相对有限。

我们认为，在机会型 ABF 领域的长期经验为评估复杂抵押品、协调利益以及预判行业趋势提供了有利基础。在当前环境下，这些经验可应用于核心型无评级 ABF，与机会型 ABF 相比，其通常具有更简单的结构和更高质量的资产池。换言之，重心正在转向一个复杂性较低但韧性更强，且仍属市场渗透不足的领域。

1. 基于橡树的观察。息差越高通常代表信贷风险越高，但并不保证实际回报会越高。ABF 与企业私募信贷之间的重大差异包括投资目标、风险特征、流动性、成本费用以及结构性保护。与企业私募信贷相比，ABF 投资可能涉及更高的复杂性、更低的流动性以及不同的风险缓释特征。过去的息差优势并不保证未来业绩，实际回报可能因上述和其他因素而有所不同。相对的息差优势可能不会持续存在，息差潜力并不能确保实际业绩表现。投资决策不应仅仅依据不同策略之间的息差高低。

基金管理人的投资纪律是关键

在众多基金管理人要么扎堆有评级交易、要么追逐高风险机会型交易以博取收益提升的市场中，经验丰富的基金管理人凭借其深厚的机构知识，通过其承销复杂交易、构建保护条款，以及最重要的是主动拒绝不良交易的能力，从而脱颖而出。

我们认为投资者在选择基金管理人时应关注的关键能力包括：

- **丰富的 ABF 经验。**跨越周期的技能为承销多样化抵押品类型和识别具吸引力的相对价值机会奠定了基础。
- **机会型信贷专业知识。**这增添了另一层技能和纪律，使基金管理人不仅能发现具吸引力的机会，还能避免可能损害业绩的“失败”交易。在消费、设备、数字基础设施和交通等行业的深厚专业知识，是理解抵押品和发起人利益驱动的基础。
- **结构设计技能。**包含严谨分析、创新融资方法、灵活性和谈判技巧的经验，使基金管理人能够在银行不再活跃的领域提供定制化融资解决方案。
- **严格的风险缓释方法。**运用严格抵押品标准、现金储备和业绩触发机制（在资产质量恶化时加强管控）以及借款限额（与相关资产价值挂钩）等工具的经验，有助于管理风险。项目挖掘的规模来自于广泛的发起人网络和关系，而选择性则来自于只专注于最佳机会的纪律。
- **作为首选合作伙伴的声誉。**优先选择能在传统渠道失灵时提供灵活资本解决方案的基金管理人。

把握无评级机遇

无评级 ABF 的机遇，本质上源于借款人愿为资本支付溢价——而这类资本，正是对评级敏感的贷款人所无法提供的。该溢价相对于所承担的可比信贷风险而言可能偏高。

我们认为，具备规模优势、结构设计专业能力和策略灵活性的优秀基金管理人更有能力把握这一机遇。同时，纪律对于防范下行风险至关重要。对于投资者而言，无评级核心型 ABF 可作为多元化信贷投资组合中颇具吸引力的组成部分，在目前竞争相对较少的市场领域，可在审慎管理风险的前提下，提供较为丰厚的收益潜力。

重要披露事项

所有投资都涉及风险。投资的价值会随时间波动，投资者或会赚取或损失资金甚至全部投资。**过往表现并不保证未来业绩。**

作为一种资产类别，私募信贷包含多种不同的债务工具。尽管各类工具的风险回报状况不尽相同，但相较于公募信贷，私募信贷资产通常投机性集中投资于融资渠道受限的公司，因此违约风险普遍更高。私募信贷往往涉及向低于投资级别或无评级的发行人提供贷款，承担更高风险以换取更高的私募信贷资产收益率。

风险提示

投资涉及风险。可能损失本金。概不保证该策略将实现其投资目标。相较于不投资此类证券的基金，该策略将面临更高层次的信贷风险、赎回风险和流动性风险。一般而言，同等信贷质量下，评级较低或无评级的证券比评级较高的证券具有更高的回报潜力，但价格波动更大，损失收益和本金的风险也更高，包括此类证券的发行人可能出现违约或破产。对财务困境发行人的证券投资可能涉及重大风险。这些证券可能面临重大的违约风险，或在投资时已经违约。该策略目前拟运用杠杆以寻求实现其投资目标。杠杆产生的风险可能对普通股持有人的回报产生不利影响。投资于商业房地产、交通、医疗保健贷款、特许权使用费支持信贷及其他资产担保贷款（包括困境贷款）的风险敞口，也可能使该策略比投资于传统证券面临更大的波动性。

对困境贷款的投资需承担与低于投资级别证券相关的风险。此外，当某一策略集中投资于经济的某些行业时，其表现可能在很大程度上受该行业表现驱动，且与基金在各行业间更均衡投资相比，波动幅度可能更大。该投资策略可能无法产生预期效果。

本文件表达的观点为博枫（包括其子公司和附属公司）的当前观点，如有变更，恕不另行通知。博枫（包括其子公司和附属公司）不承担更新此类信息或就任何变动通知客户的责任。本文件提出的任何展望、预测或投资组合权重仅截至本材料显示之日期，如有变更，恕不另行通知。过往表现并不预示未来业绩，投资价值及该等投资产生的收益可能会上下波动。

本文件所含信息仅供教育和参考之用，并不构成、亦不得被诠释为出售或招揽购买任何证券或相关金融工具的要约。本评论讨论大市、行业或板块趋势，或其他总体经济或市场状况，且在保密基础上提供。此外，本通讯不构成、亦不应被诠释为对任何证券、相关金融工具、产品或服务的推荐或证明。

前瞻性声明

本文件信息包含、包括或基于前瞻性声明。前瞻性声明的定义载于联邦证券法（具体为修订版 1934 年《证券交易法》第 21E 条）及加拿大证券法。前瞻性声明包括除历史事实声明以外的所有声明，这些声明涉及未来活动、事件或发展，包括但不限于业务或投资策略或实施策略的措施、竞争实力、目标、我们业务的扩张和增长、计划、前景和对我们未来成功的提述。您可以通过这些声明并不与历史或当前事实严格相关加以识别。您可通过诸如“预计”、“估计”、“期望”、“预期”、“打算”、“计划”、“相信”及其他类似用语来识别这些前瞻性声明。前瞻性声明可受到不准确的假设或已知或未知风险及不确定性的影响。其中很多因素在决定我们实际未来业绩或结果方面将起重要作用。因此，概不保证任何前瞻性声明。我们的实际业绩或结果可能存在重大差异。鉴于这些不确定性，您不应过分依赖这些前瞻性声明。

本案例研究讨论仅供参考，旨在说明投资流程，不构成推荐或投资建议，也不应作为任何投资决策的依据。概不代表对所述证券的投资已经获利或将会获利。

本通讯无意提供博枫公司及其附属公司（合称“博枫”）担保的任何产品适用条款的概览。

本文所含信息和观点如有变更，恕不另行通知。本文件提供的某些信息基于博枫的内部研究而编制，某些信息是基于博枫作出的各种假设，其中任何一项均可能被证明为不正确。博枫可能并未验证（并声明不承担任何此类验证义务）本文件所载任何信息的准确性或完整性，其中包括第三方提供的信息。您不可因认为博枫已验证任何该等信息而有所依赖。

本文件提供的信息反映博枫截至本评论作出之日的观点和信念。

© 2026 博枫

B810442

联系我们



privatewealth.brookfield.com



privatewealth@brookfield.com



+1855-777-8001