

The background of the entire page is a photograph of modern skyscrapers. On the left, a building with a curved facade and many windows is visible. On the right, a taller, more rectangular building with a grid-like facade of windows and concrete panels rises. The sky is a mix of blue and orange, suggesting a sunset or sunrise. The Brookfield logo is in the top left corner.

Brookfield

2026 年第三季度另类投资季刊

逆风与顺风： 驾驭前路



目录

引言	1
房地产的新篇章	3
基础设施：顺风渐起	8
私募股权：选择性复苏渐次成形	13
私募信贷：今日逆风，明日顺风？	17
另类投资市场数据看板	22

引言

第二季度，风险资产持续飙升。股票及其他风险资产在第二季度延续涨势，令标普 500 指数与纳斯达克指数双双录得自 2000 年以来表现最佳的季度。¹股市受益于多重顺风，尤其是盈利增长、市场情绪亢奋，以及伊朗停火后油价回落。

涨势全面。尽管此轮股市上涨（及其背后的强劲盈利）在很大程度上被描绘为科技现象——尤其是人工智能（AI）——但其推动力也来自金融和工业等其他行业。²新兴市场跑赢美国市场，而发达市场国际股票则再度录得一个强劲季度。

潜在逆风依然存在。尽管涨势一度看似势不可挡——任何抛售都迅速迎来反弹——但股票仍面临一些潜在逆风。按多数历史标准衡量，估值依然偏高，地缘政治紧张局势持续发酵，经济前景（尤其是通胀方面）晦暗不明。

顺风与逆风。当前市场面临的一大问题是：这些顺风还能抵消挥之不去的逆风多久？市场参与者眼下还在自问的其他问题包括：人工智能革命带来的潜在收益，是否比这场革命前沿公司的估值更重要？消费支出的顺风能否胜过通胀的逆风？

投资始终是在风险与回报之间权衡——也就是在逆风与顺风之间权衡——即使前者常常被忽视或低估。事实上，就美国公募股票以外的其他资产类别而言，当前市场故事更为微妙，核心在于权衡这两股力量。而在这个市场周期阶段，懂得如何平衡两者尤为重要。多元化一如既往地不可或缺。³

在此背景下，本期《另类投资季刊》将探讨投资者在四大主要另类投资资产类别（私募房地产、基础设施、私募股权与私募信贷）中正面临的顺风与逆风。我们发现一个反复出现的主题：如今看似逆风的因素，未来可能会变成顺风。

私募房地产。我们认为，房地产复苏可能才刚刚起步，未来数年将提供强劲的投资机会。在本期《另类投资季刊》中，我们探讨了支撑房地产投资的五大因素，以及那些可能由逆风转为顺风的因素。

1. 纳斯达克，2026 年 6 月 30 日。

2. Vicky Ge Huang，“为什么华尔街看涨人士并不担心股价高企”，《华尔街日报》，2026 年 6 月 29 日。

3. 多元化既不能确保盈利，亦不能防止亏损。

基础设施。基础设施投资格局正在转变，既受顺风因素（包括对电力的强劲需求）推动，也面临监管障碍等逆风——这些障碍制约了为满足需求而进行的设施建设。我们认为，资本充裕、具备项目挖掘优势与运营专长的投资者，可能更有能力应对这一环境。

私募股权。私募股权活动虽在升温，但复苏仍具选择性。大量未售出的公司积压给交易带来压力，而 AI 热潮与先进制造业正在实体经济的某些领域扩大机会版图。与此同时，交易活动正在改善，但甄选仍然不可或缺。

私募信贷。我们审视了私募信贷近期的困境，并阐释了为何我们认为这可能预示着一场良性重置，而非市场失灵。交易活动放缓或有助于恢复贷款人纪律。贷款重新定价或可改善其未来的经济回报。同时，尽管借款人承压与流动性紧张可能导致管理人表现分化加剧，但也可催生二级市场机会，并带来扩大私募信贷配置的潜力。

我们的季度《另类投资市场数据看板》汇集了来自整个另类投资领域、我们认为值得关注的的数据及市场与投资见解。值得关注的的数据包括：

- **29%：**2026 年第二季度，全球私募房地产募资额环比增长 29%，达到 343 亿美元，印证了早期复苏的迹象。⁴
- **12.7%：**基础设施交易数量环比增长 12.7%，其中可再生能源交易占绝大部分，彰显出对电力和能源系统日益增长的需求。⁵
- **1,000 亿美元：**2026 年上半年，私募股权二级市场交易金额突破 1,000 亿美元，反映出市场交投活跃，同时管理人甄选更加审慎。⁶



4. Preqin, 《房地产 2026 年第二季度：Preqin 季度更新》，2026 年 7 月 31 日。

5. Preqin, 《基础设施 2026 年第二季度：Preqin 季度更新》，2026 年 7 月 31 日。

6. PEFOX, “二级市场更新——2026 年第二季度”，2026 年 6 月 8 日。

房地产的新篇章

要点

- 我们认为，房地产复苏可能尚处于早期阶段。
- 从旺盛的需求、受限的供应到有利的贷款环境，一系列因素正在支撑这轮复苏。
- 我们认为，眼下或是投资私募房地产的合适时机，这轮复苏有望在未来数年带来强劲的投资机会与潜在回报。



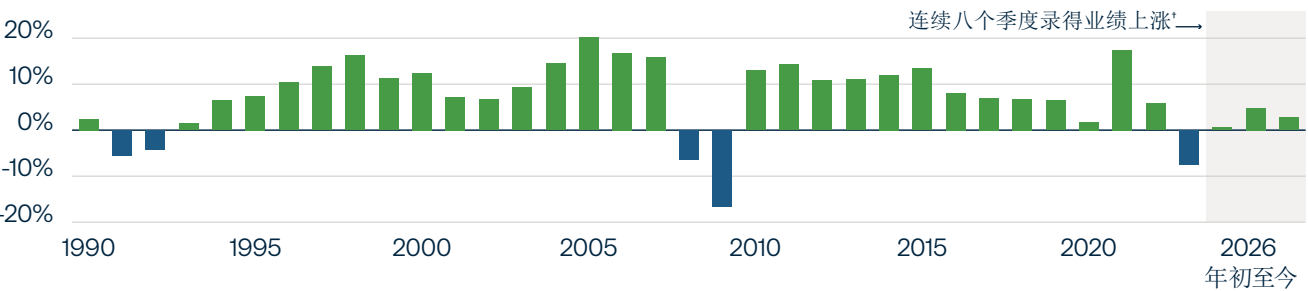
涨势支撑：房地产复苏

我们认为，房地产复苏正处于早期阶段，未来数年将为投资者带来强劲的投资机会。可以说，当前房地产面临的顺风多于逆风，而当前的市场环境或可为长期投资者带来机遇。

近期，多个行业的房地产价值经历了显著回调。如今该行业正在复苏，而且复苏正在提速。我们已连续八个季度录得业绩增长（图1），交易金额持续改善，融资市场也更具建设性。2026 年上半年的估值改善幅度是 2024 年全年的四倍。

图 1：重置期后，私募房地产的历史年均回报率约为 10%*

私募房地产表现



过往表现并不代表未来业绩。无法保证投资目标能够实现。投资者无法直接投资于指数。尽管当前环境可能带来机会，但房地产市场仍具周期性且存在不确定性，实际结果将因市场状况和投资选择而异。

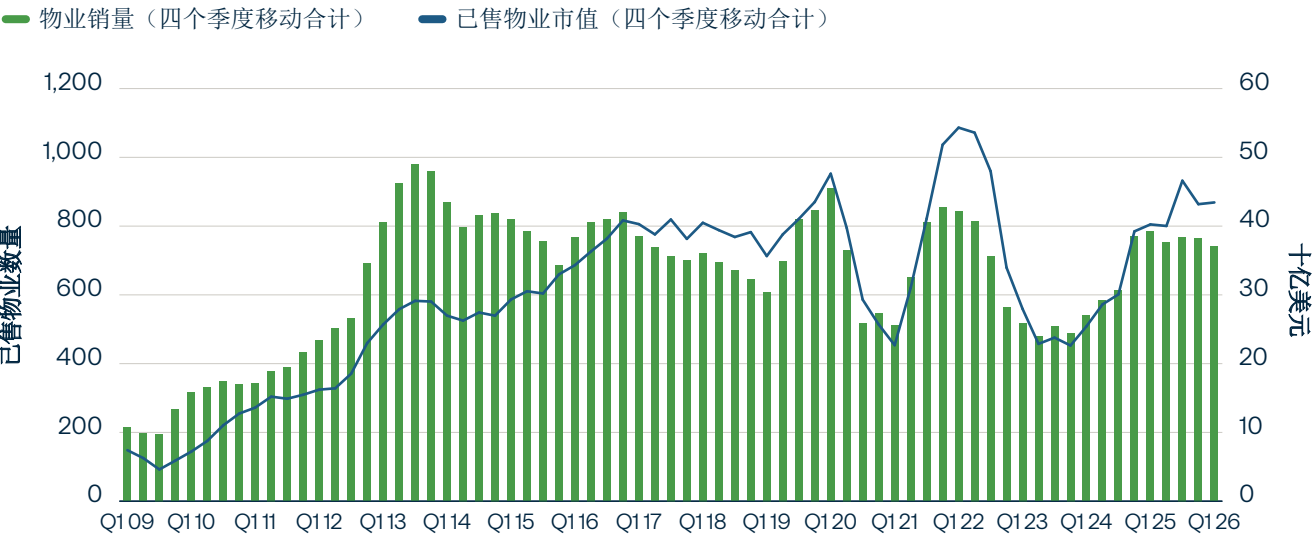
* 基于特定的市场观察。所引述的时期基于选定的历史下行阶段，未必能代表所有市场周期。私募房地产以 NCREIF 房地产指数和 NFI-ODCE（美国指数）为代表，数据截至 2026 年 6 月 30 日。2026 年初至今即截至 2026 年 6 月 30 日的累计数据。

† 代表下行后五年期的年回报率。

资料来源：美国房地产投资受托人委员会（NCREIF）。截至 2026 年 6 月。

截至 2026 年第一季度末，美国房地产销售市场录得 3,426 宗交易，总额达 629 亿美元——交易宗数较 2025 年第一季度增长 7.71%，交易额增长 18%。⁷这一成交量是市场解冻迄今最清晰的信号（图 2 和图 3）。

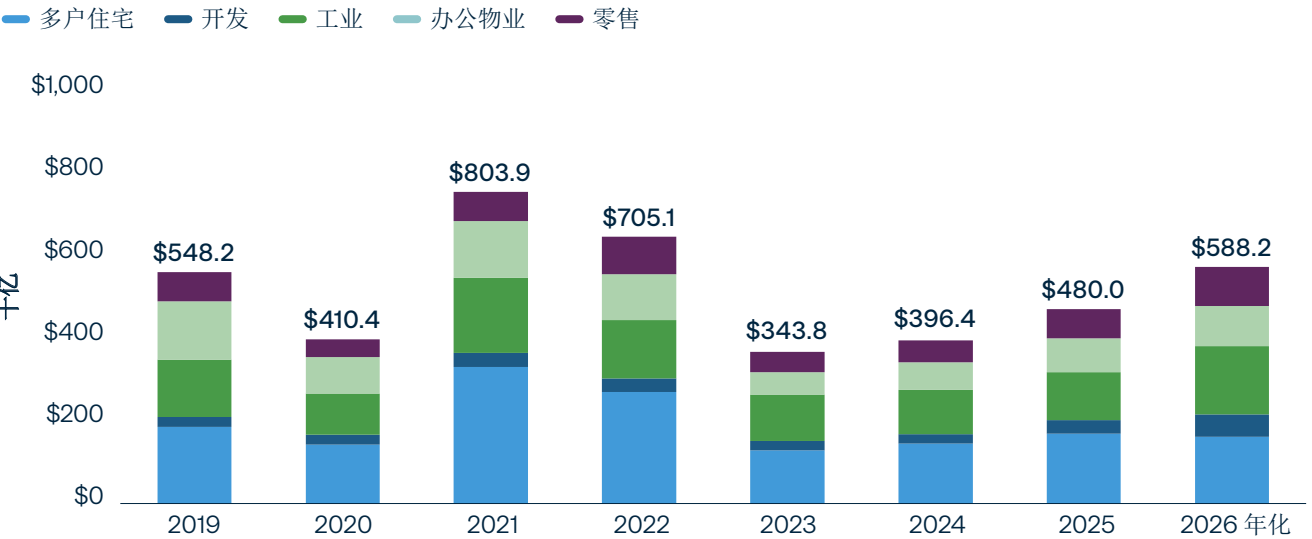
图 2：年化物业销售额



过往表现并不代表未来业绩。

资料来源：NCREIF。截至 2026 年 3 月 31 日。

图 3：按房地产资产类别划分的美国成交总额



过往表现并不代表未来业绩。

资料来源：Avison Young。截至 2026 年 3 月 31 日。

7. Avison Young，截至 2026 年 3 月 31 日。

从过往周期看，房地产在复苏后通常会在随后数年录得强劲表现。这表明我们或许仍处于复苏的早期阶段，随着时间推移有望带来强劲的投资机会。

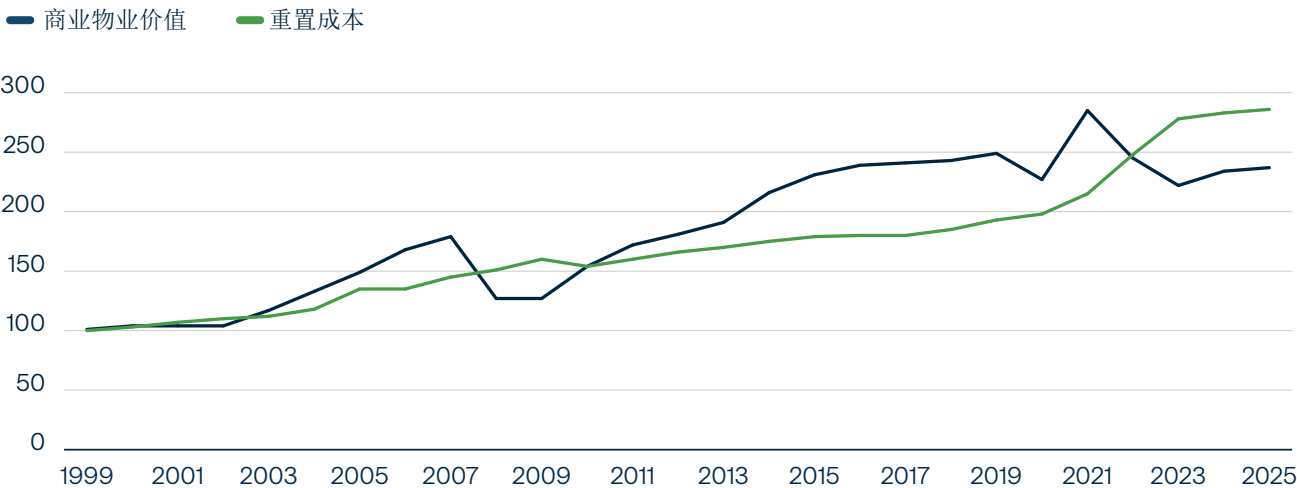
支撑房地产投资机遇的五大因素

我们认为，有五大关键因素支撑着房地产投资机遇：

- 1. **强劲的长期需求驱动因素。**房地产市场的需求根基深厚，源于长期主题，如房地产投资——例如支持 AI 的发展、推动物流地现代化，以及应对持续的住房短缺。
- 2. **新增供应受限。**尽管需求强劲，但全球新开工量滞后，新增供应寥寥无几，而重置成本处于历史高位（图 4）。与以往伴随激进开发的房地产复苏不同，如今更高的建筑成本与融资成本已显著抑制开发活动。所有这些都意味着物业价值将维持在高位，使投资者受益。

图 4：重置成本处于长期高位

商业物业价格回报与重置成本



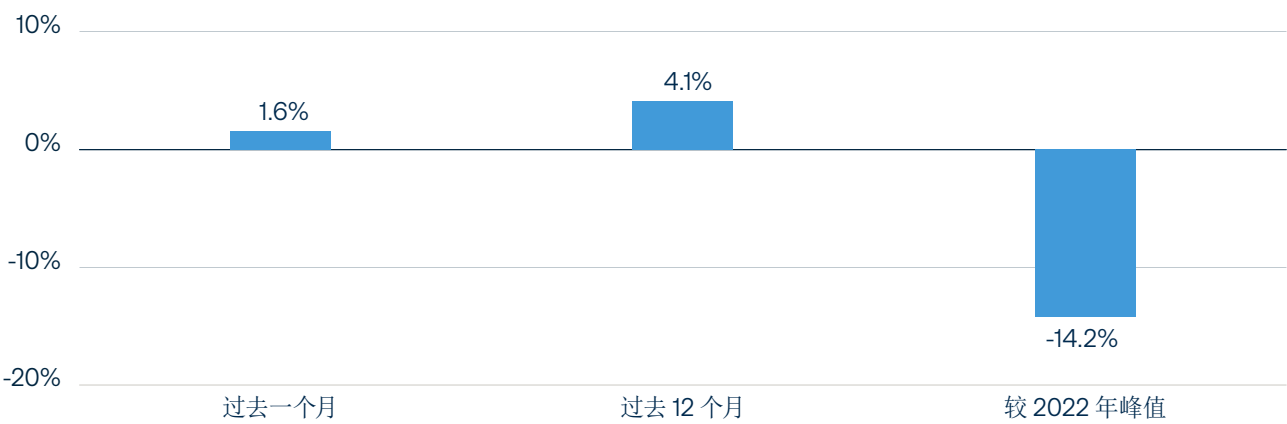
过往表现并不代表未来业绩。无法保证投资目标能够实现。指数不受主动管理，投资者无法直接投资于指数。指数以 100 为基准。重置成本以 Zurich 重置价值成本趋势为代表。发布这些成本趋势，旨在协助为商业及工业物业维持适当的可投保重置成本水平。重置成本指按当前市价重建或替换物业或资产的估算成本。

资料来源：Cohen & Steers、Green Street、Zurich。截至 2025 年 9 月。

- 3. **资本市场环境稳定。**预计利率在近期至中期内将保持相对稳定。这一点很重要，因为利率波动下降可提振投资者信心，并支撑房地产资本市场活动。房地产资本市场的复苏已在推进，尤其是前述交易金额的增长。对投资者而言，这一环境可为手握可投资资金（或有资本获取渠道）的人创造机会。

- 4. 更强的放贷纪律。**随着资本市场更加稳定，我们看到放贷也更具纪律性。以往的房地产复苏往往高度依赖杠杆。如今，我们看到的是更高质量的信贷承销以及更审慎的放贷标准。因此，价值增长可能更多来自物业收益的真实增长和市场基本面的改善，而非人为压低利率或高杠杆资本结构推动。
- 5. 具吸引力的估值与初始收益率。**尽管近期已有所复苏，但仍有改善空间：估值仍较 2022 年峰值低 14%（图 5），而此时物业的重置成本却要高得多。此外，初始收益率高于以往周期，为投资者提供了购入那些在持有期内可能增值的资产的机会。

图 5：商业物业价值变化



资料来源：Green Street。截至 2026 年 6 月 4 日。

可能转为顺风的逆风

尽管私募房地产面临一些逆风，但困境之中也蕴含希望。对该资产类别仍应保持审慎，尤其是在当前经济与地缘政治不确定性弥漫的环境下。但这有助于减少长期资本在收购资产上的竞争，从而使投资者受益。

此外，尽管房地产基本面稳固且不断改善，但局部错位依然存在。大量房地产资产正面临资本或存续期压力。据抵押贷款银行家协会称，约 8,750 亿美元的商业及多户住宅抵押贷款债务——约占全部未偿商业抵押贷款的 17%——将于 2026 年到期，届时可能面临以更高利率进行资本重组的境况。这为普通合伙人主导的资本重组和二级市场交易创造了机会，并可能惠及投资于此类工具的投资者。

核心要点

我们认为，随着复苏提速，围绕该资产类别的市场情绪实际上正开始向基本面靠拢。鉴于地缘政治的不确定性和持续高企的通胀，我们看到迹象显示，投资者正重新关注硬资产及能提供稳定收益的投资。在其他投资者尚未全面回归之前，手握可投资资金的贷款人仍可达成交易。

与近期股市水平相比，房地产或可为投资者提供相对价值机会。此外，它还可能带来显著的多元化优势，并在投资组合中发挥潜在的稳定与压舱石作用。尽管多重因素叠加表明当前正是投资房地产的好时机，但审慎甄选、选择具备专业能力、规模、经验与运营优势的管理人依然至关重要。



基础设施：顺风渐起

要点

- AI 与电气化的快速发展，加快了对可靠电力和电网现代化的需求。与此同时，近期中东的地缘政治紧张局势凸显了供应链韧性与能源安全的重要性。
- 这些动态凸显了关键能源基础设施的需求日益增长，也凸显了在受限市场中运筹帷幄所需的纪律与经验。
- 监管与技术方面的制约——而非仅仅是需求——正越来越决定基础设施资产能在何处建设及规模化。



强劲需求推动格局之变

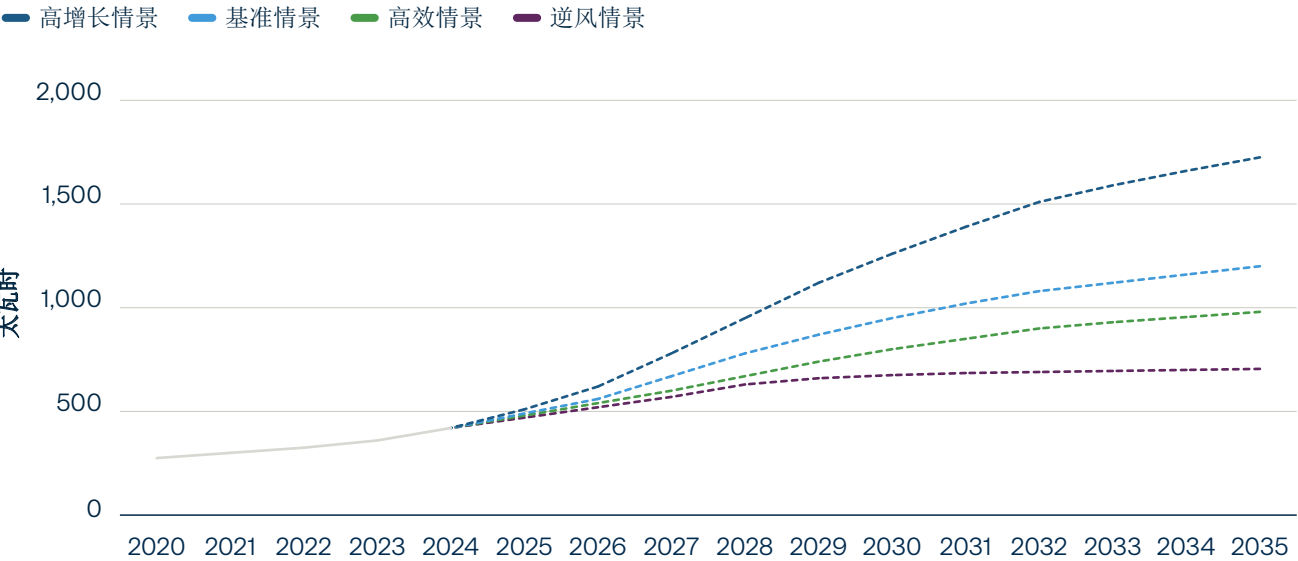
基础设施投资格局正在转变，其背后是顺风与逆风的共同作用。顺风之一是数据基础设施（包括数据中心、通信铁塔和光纤网络）对电力的强劲需求。因此，与数据相关的资产已成为基础设施投资的核心焦点。

AI 已成为数据基础设施增长的重要催化剂，云计算及移动使用量上升等技术发展同样功不可没。AI 在扩大数据基础设施活动规模与强度的同时，也在加剧现有的电力与选址限制。

到 2030 年，在基准情景下，全球数据中心的电力需求预计将达到近 1,000 太瓦时，反映出 AI 驱动的工作负载正迅速扩张（图 6，第 9 页）。这也凸显了消除电网瓶颈的必要性——需要持续投资于发电、电网容量与互联。

图 6：全球数据中心电力需求正快速攀升

按敏感性情景划分的全球数据中心电力消耗



概不保证所示事件必然发生，实际结果可能与所示情况存在重大差异。这些数字作为探索性情景，旨在为技术与政策选择提供参考。关键是要充分认识广泛的不确定性，包括 AI 应用的规模，以及满足这一新增服务需求的效率。

高增长情景：该情景探讨 AI 应用更加强劲以及全球数字服务需求上升所产生的影响。**基准情景：**尽管增长势头强劲，但预计 2024 年至 2030 年间，数据中心电力需求的增长在全球电力需求增长中的占比将不足 10%。**高效情景：**在该情景中，我们假设 AI 与数字服务需求沿基准情景相同的轨迹发展。然而，多项能效策略已付诸实施，以对冲数字技术应用率提高所导致的能源需求增加。**逆风情景：**在该情景中，服务需求增速不及其他情景，且 AI 的应用步伐放缓。

资料来源：国际能源署，《能源与 AI：世界能源展望特别报告》，2025 年 4 月。

这一电力需求主要源于 AI 工作负载，大致可分为两大类（图 7，第 10 页）：

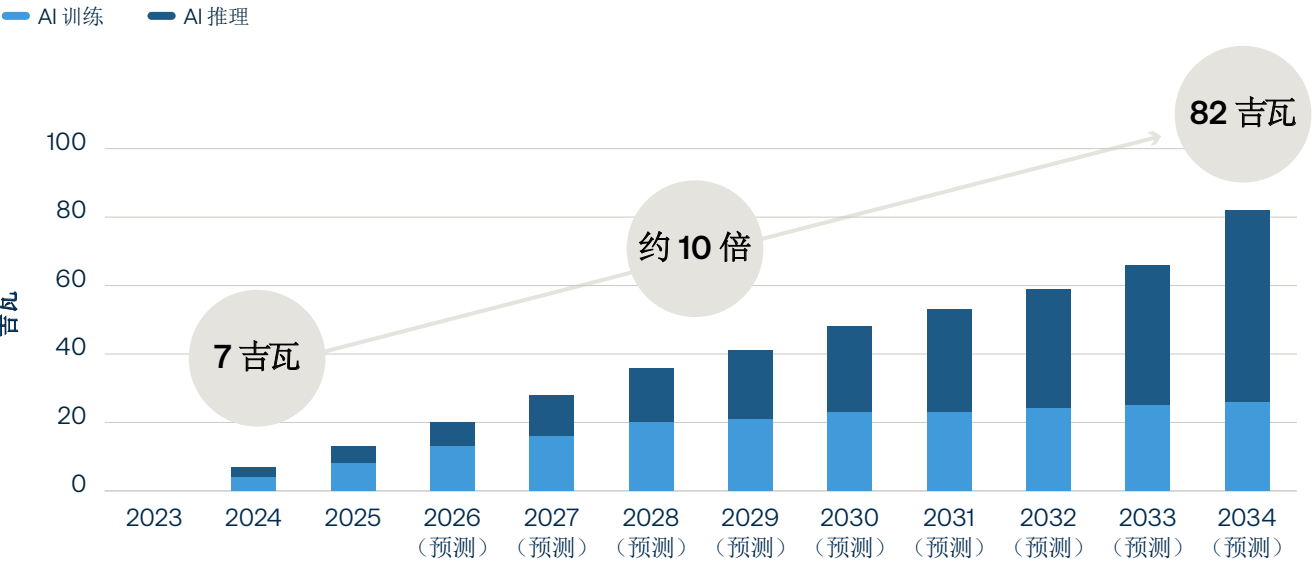
- 1. 模型训练：**模型训练是指通过向机器学习模型提供大量数据集、教会其识别模式与关系的过程。⁸这需要强大的算力，且必须选址于能源供应充足的地区。
- 2. 实时推理：**推理是训练好的 AI 模型基于新数据进行推理与预测、从而生成新输出的过程。⁹它要求低延迟，意味着基础设施必须靠近终端用户。

8. Kyle Aubrey, “深度学习训练与推理有何区别？” NVIDIA 博客, 2016 年 7 月 29 日。
更新于 2025 年 10 月。

9. Aubrey, “深度学习训练与推理有何区别？”

图 7：AI 工厂的工作负载集中于模型训练与实时推理

全球 AI 工厂装机容量（吉瓦）



过往表现并非未来业绩的可靠指标或保证。概不保证所示事件必然发生，实际结果可能与所示情况存在重大差异。吉瓦是电力单位，等于 10 亿瓦。AI 工厂是大型数字枢纽，配备高性能算力、图形处理器等专用硬件、海量存储容量及冷却系统，协同用于 AI 模型的训练与部署。资料来源：博枫。截至 2025 年 8 月。

这些工作负载类型有助于揭示一个更宏观的动态：尽管强劲需求推动着对新容量的需要，但需求本身并不必然决定容量能在何处、以多快速度交付。结果可能越来越取决于电力、选址与连接方面的具体要求，凸显出制约因素——而不仅是需求——正成为数据基础设施发展的决定性因素。

制约因素与障碍

数据基础设施作为一套集成系统运行，其表现主要取决于电力获取、选址与网络连接。其中任何一个环节受限，都可能限制容量的交付能力，即使需求强劲也不例外。

AI 工作负载有助于说明这一动态。驱动 AI 所需的部分电力，可以布局在远离终端用户、电力充沛的大型园区。然而，相当一部分需求仍与终端用户附近的小型设施紧密相连。这便构成一种潜在制约：能否在对的地点、对的时间提供电力。这些工作负载要求，也正是数据基础设施发展所面临逆风的典型例证。

潜在制约并不局限于 AI。移动宽带覆盖范围的持续扩张，要求基础设施能够承载不断增长的数据用量。即便有如此需求，土地许可与并网互联方面的制约仍可能拉长基础设施开发周期，而监管流程与劳动力短缺也可能延误项目、打乱进度。

有趣的是，不同地区面临的障碍各异，反映出各自数字化成熟度的差异（图 8）。在一些市场，当务之急是继续扩大基础覆盖。在另一些市场，快速普及正推动网络密集化，并推高对光纤和并网互联的需求。更为发达、渗透率更高的市场，则日益受到电力、土地和网络容量上限的制约。

图 8：新出现的制约因素及其潜在影响

制约类型	示例市场	投资启示
电力可用性	北弗吉尼亚、伦敦、法兰克福、都柏林	电力有保障的地块存在溢价
土地与许可	全球核心城市群	土地储备与许可审批蕴含价值
并网互联	成熟的超大规模枢纽	强化现有选址的地位
光纤回程	亚洲与拉美的新兴大都市	城域与长途光纤蕴含机会

资料来源：博枫。仅用于说明目的。

不过，在所有环境中，我们都看到一种一致的根本模式：基础设施的交付能力，与其说取决于需求，不如说取决于能否克服或消除结构性制约——这些制约会限制基础设施在长期内可于何处交付、开发与扩张。

制约因素的影响

随着 AI 的飞速发展，基础设施制约已对整个价值链产生多重影响。¹⁰ 例如，超大规模云服务提供商正优先选择能提供可靠产品、满足特定技术与运营要求、并能准时交货的工业设备供应商。就供应商而言，他们正调整运营模式，聚焦于执行就绪度与协同开发产品的能力。数据中心客户则日益青睐用于电力、冷却与控制系统的高度模块化、一体化设备。

AI 价值链上的关键参与者，对其投入品与长期合作伙伴的选择正变得更加审慎。在这种环境下，我们认为，拥有必要资本、项目挖掘优势与运营专长的投资者，可能更有能力应对电力、连接与选址方面的制约。

10. Maria Goodpaster 等人，“7 万亿美元的数据中心建设热潮：工业企业如何从中分得一杯羹”，麦肯锡公司，2026 年 3 月 27 日。

核心要点

我们认为，数据基础设施为投资者提供了重大机遇，但把握这些机遇需要专业能力与专长。数据基础设施投资的下一个阶段，胜负手不在于谁建得最多，而在于谁能持续识别、锁定并把握受制约最深的机遇。

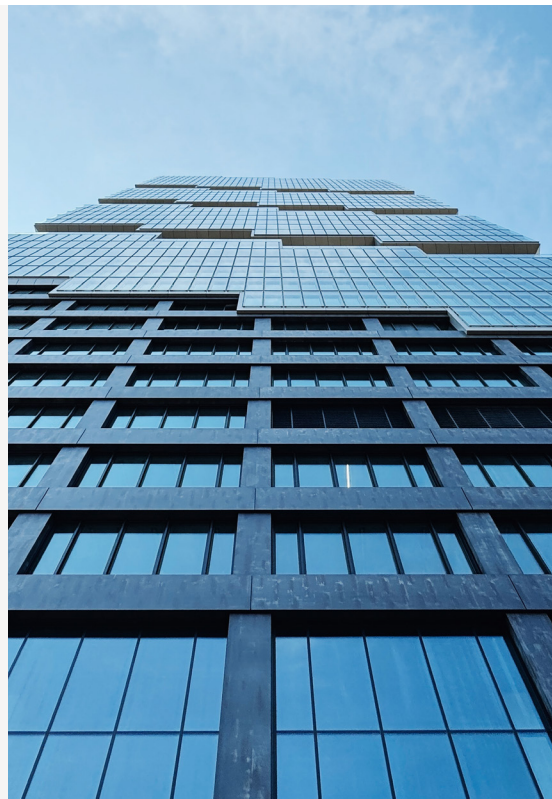
对投资者而言，这需要获取稀缺资源（如电力、土地与并网互联），并配合可能带来收入可见性及长期扩张能力的商业模式。同时，投资者应寻找具备以下条件的合作伙伴：横跨基础设施价值链的全球项目挖掘与项目开发渠道、资本获取能力，以及跨多元市场环境执行交易的专业能力。



私募股权：选择性复苏渐次成形

要点

- 私募股权投资活动正在改善，但复苏仍具选择性。
- 当前前景由以下三大关键因素决定：
 - 大量未售出的公司积压，可能为未来交易活动提供支撑。
 - 交易与退出活动改善，但反弹仍集中于局部。
 - AI 热潮与先进制造业正把机会版图扩展至实体经济的部分领域。



选择性复苏

私募股权正进入一个更为微妙的阶段：活动正在改善，但复苏仍具选择性。简言之，对投资者而言，关键问题不只是私募股权是否卷土重来。而是他们持有的是何种私募股权敞口。

当前前景主要由三大因素决定：

1. 大量未售出公司的积压，正给交易带来压力。
2. AI 热潮与先进制造业，正把机会版图扩展至实体经济的部分领域。
3. 交易活动改善，但保持选择性的必要性依然存在。我们认为，与能够凭借专业能力、甄选眼光及改善企业的经验来驾驭这些要素的管理人合作，至关重要。

等待成交的积压

私募股权常用金融术语来描述，但其基本模式直截了当：买入企业、加以改善、最终卖出。然而过去几年，最后一步却步履维艰。

较高的利率推高了融资成本。买家变得更为审慎。卖家往往迟迟不愿适应更低的估值。退出市场依然冷热不均。

由此形成了大量随时可以出售的企业积压。据估计，私募股权基金持有约 32,000 家未售出公司，价值 3.8 万亿美元；同时，向投资者派息的金额占资产净值的比例已连续四年低于 15%。¹¹



这一积压既是挑战，也是未来潜在活动的源泉。发起人需要向投资者返还资本，并部署新资本。买家手握可投资资金，可促成交易。而且许多企业已被持有多年，所有者寻求变现的动力与日俱增。

市场好转并不需要完美条件。它只需要足够的稳定性，让价格预期得以重置、买卖双方就价值达成一致。若果真如此，曾拖累行业的同一批积压，反而可能助推下一波私募股权交易。

对投资者而言，机会不只是更多的交易金额。更在于一个更具纪律性的交易环境——资本流向现金流更清晰、估值更贴近现实、更需要运营改善的企业。

交易活动虽在改善，但甄选仍然不可或缺

尽管待退出私募股权公司积压的压力持续存在，已有迹象表明交易市场正开始好转。2025 年，全球并购交易额增长 44%，达到 9,040 亿美元；全球并购退出额增长 47%，达到 7,170 亿美元。^{12,13}

11. 贝恩公司，《2026 年全球私募股权报告》，2026 年 2 月 22 日。

12. 贝恩公司，《2026 年全球私募股权报告》。

13. Hyder Kazimi、John Spivey 和 Warren Teichner，《2025 年私募信贷：日趋成熟的行业应对变革》，麦肯锡公司，2026 年 6 月 9 日。

但这轮反弹并非全面开花。并购市场由大额交易主导，而超大型交易级别以下的交投仍不均衡。例如，共有 13 宗超大型交易（均超过 100 亿美元），合计 2,740 亿美元，约占全球并购总值的 30%（图 9）。

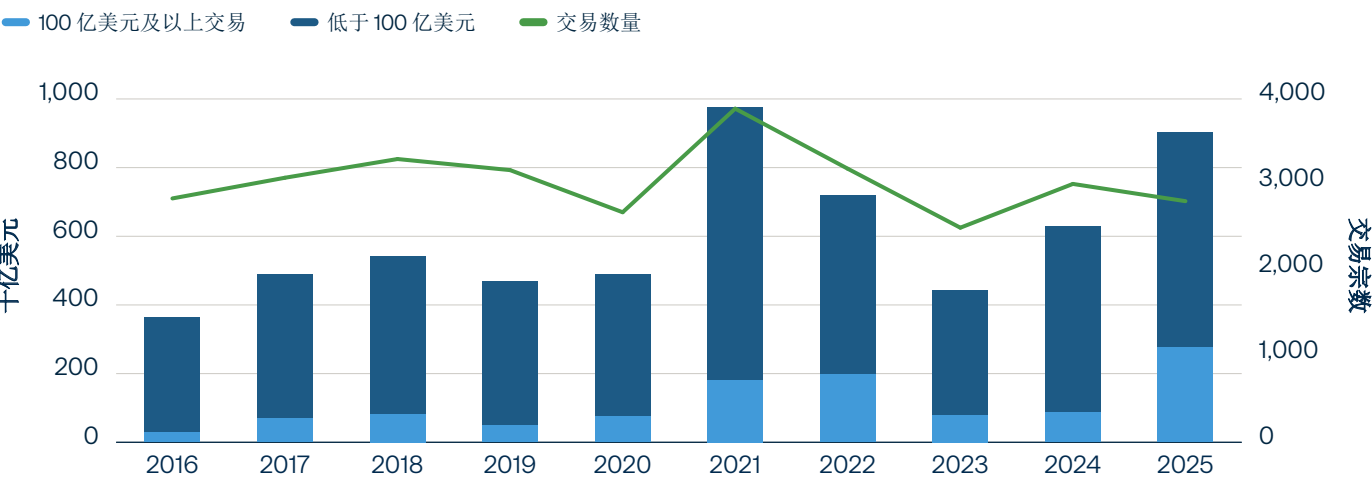
这轮反弹意义重大，但仍集中于规模最大的交易。

在这种市场中，质量至关重要。现金流持久、融资路径清晰、运营改善空间明确的企业，可能更容易达成交易。而那些仍依赖廉价杠杆与估值倍数上升等旧有做法的资产，可能需要更长时间才能出手。

正因如此，管理人甄选依然重要。私募股权的投资结果因管理人不同而差异悬殊。业绩反映的是所收购企业的质量、支付的价格、采用的资本结构，以及收购后实现的运营改善。

图 9：大型交易贡献了交易额增长的大部分

全球并购交易活动与交易额



资料来源：贝恩公司，《2026 年全球私募股权报告》。截至 2026 年 2 月 22 日。
2024 年的数值根据公布的同比增长率估算。

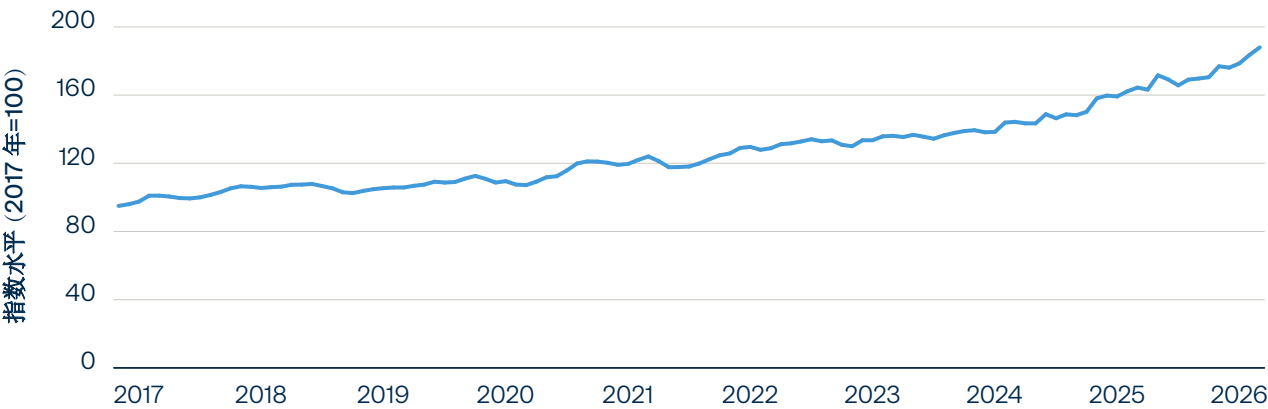
AI 正驱动第四次工业革命

人们常将 AI 视为一个软件故事。但每一次工业革命都需要实体支撑。蒸汽动力需要工厂和铁路。大规模生产需要装配线。计算机时代需要半导体和网络。

当今的 AI 时代需要芯片、电力、冷却与自动化，而这些都离不开先进制造业与专业服务。AI 不仅改变着软件的能力边界——它还在加速一轮更广泛的再工业化周期，实物资产与运营专长在此重新变得举足轻重。

数据已开始印证这一点。2026 年 5 月，美国半导体及其他电子元件制造业的工业产值达到 188.0（图 10），该指数以 2017 年=100 为基准。通俗地说，当前产值已比 2017 年基准水平高出约 88%。

图 10：先进制造业势头正盛
美国半导体及电子元件产量



过往表现并不代表未来业绩。指数不受主动管理，投资者无法直接投资于指数。
数据代表工业生产指数：制造业：耐用品：半导体及其他电子元件（NAICS=3344）指数。月度季节性调整指数。2017 年=100。2026 年 5 月读数：188.0105。
资料来源：圣路易斯联邦储备银行。截至 2026 年 5 月。

当然，这一增长并非仅由 AI 推动。但它确实表明，先进制造业与电子产业正成为经济叙事中更重要的部分。

对私募股权而言，机会并不只是投资于“AI”这个概念。机会在于拥有并改善那些让第四次工业革命成为可能的企业：元件制造商、自动化供应商、工业服务、物流网络、电力系统及关键任务设备。

这是一项长期趋势。价值正是在这些公司的细节中创造：生产计划、采购、定价、自动化、预测性维护与营运资金纪律。换言之，AI 或许是催化剂，但决定结果的是经营——而选择性依然重要。

核心要点

私募股权正进入一个更具选择性的周期。更高的融资成本使“改善企业”成为回报来源的重心，而第四次工业革命正在美国工业、先进制造业及关键任务服务领域拓展机遇。

对投资者而言，下一周期可能更青睐那些善于买入、长期持有优质企业并改善其运营的管理人。目标不只是进入私募市场。而是拥有未来——并审慎投资。

私募信贷：今日逆风，明日顺风？

要点

- 私募信贷近期在企业直接借贷领域屡登头条，这背后是切实的挑战。但我们认为，这些逆风与其说是市场失灵的证据，不如说可能揭示了一个更成熟市场中良性重置的特征。
- 今日的逆风或将为明日创造顺风。交易活动低迷有助于恢复贷款人纪律，重新定价或可改善新资本的未来回报，借款人承压则可能加大管理人之间的分化——区分出哪些管理人恪守纪律，哪些过度依赖有利的市场环境。
- 下一阶段，那些长期以来令企业直接借贷颇具吸引力的特质或将再次迎来回报：契约型收益、资本结构中相对股权的优先级别、结构安排与风险缓释潜力。直接借贷也会回报那些有能力灵活布局更广泛私募信贷策略的管理人。



引言：私募信贷的重置

私募信贷已进入一个崭新而更微妙的阶段。经过十多年的快速增长，企业直接借贷市场在信贷承销、估值、流动性、行业敞口与借款人健康状况等方面正受到更多审视。

这些担忧不无道理，但我们认为它们更可能是市场走向成熟的迹象，而非失灵的表现。我们虽然不认为当前环境必然代表一个完整的信贷周期，但我们确实认为市场正在经受考验。这场考验揭示了借款人、行业与结构之间的分化，也区分了信贷承销纪律严明的管理人与那些可能过度依赖有利市场环境的管理人。

我们认为，私募信贷当前的一些逆风可能转为顺风，例如更优的定价、更强的结构、更审慎的资本部署、更大的管理人分化，以及对超越企业直接借贷的私募信贷策略的重新关注。这一切能否成为现实，将取决于信贷周期的演变，以及管理人发掘机会、严谨承销并恪守说“不”的纪律的能力——尤其是当私募信贷那些不那么抢眼的点，包括契约型收益、契约条款、抵押品、优先级别与耐心资本，变得更有价值之时。

值得关注的逆风与潜在顺风

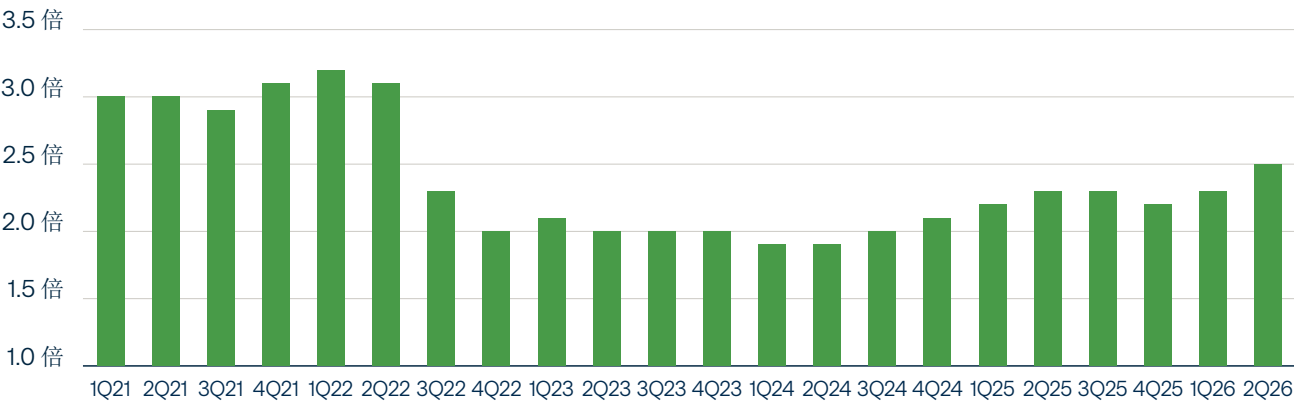


逆风：交易活动低迷。近几个月来，私募信贷市场明显降温。2025 年，美国直接借贷规模下降 10%，交易宗数下降约 16%。¹⁴这是实实在在的回落，但活动水平仍高于 2024 年之前。交易宗数降幅大于规模降幅，也表明随着贷款人与借款人变得更加审慎，市场正呈现“数量减少、单笔更大”的特点。



潜在顺风。交易活动放缓可能提升配置纪律的重要性，但供应减少并不自动意味着条款更优或交易更好。在一个更具选择性的市场中，纪律严明的贷款人可以等待更优的风险调整后机会，而不是为每一笔交易激烈竞争。与此同时，供应有限可能加剧贷款人对同一批优质借款人的竞争，从而对利差构成压力。已有初步迹象显示，新增交易可能包含质量更高的借款人组合：2026 年第二季度利息覆盖率平均为 2.5 倍，高于第一季度的 2.3 倍，创下 2022 年第三季度以来的最高水平¹⁵（图 11）。有耐心且资金充裕的管理人，或许更有条件发放质量更高的年份批次贷款。

图 11：利息覆盖率升至 2022 年以来最高水平
美国新发放直接借贷贷款的利息覆盖率*



利息覆盖率衡量借款人履行利息支付义务的能力，通常以盈利除以利息支出计算。比率越高，通常表明偿债能力越强。

* 不含年度经常性收入（ARR）交易。

资料来源：KBRA DLD Research。截至 2026 年 6 月 30 日。

14. Kazimi 等人，《2025 年私募信贷》。

15. 利息覆盖率按美国新发放直接借贷贷款计算；不含年度经常性收入（ARR）交易。KBRA DLD Research，2026 年 6 月 30 日。

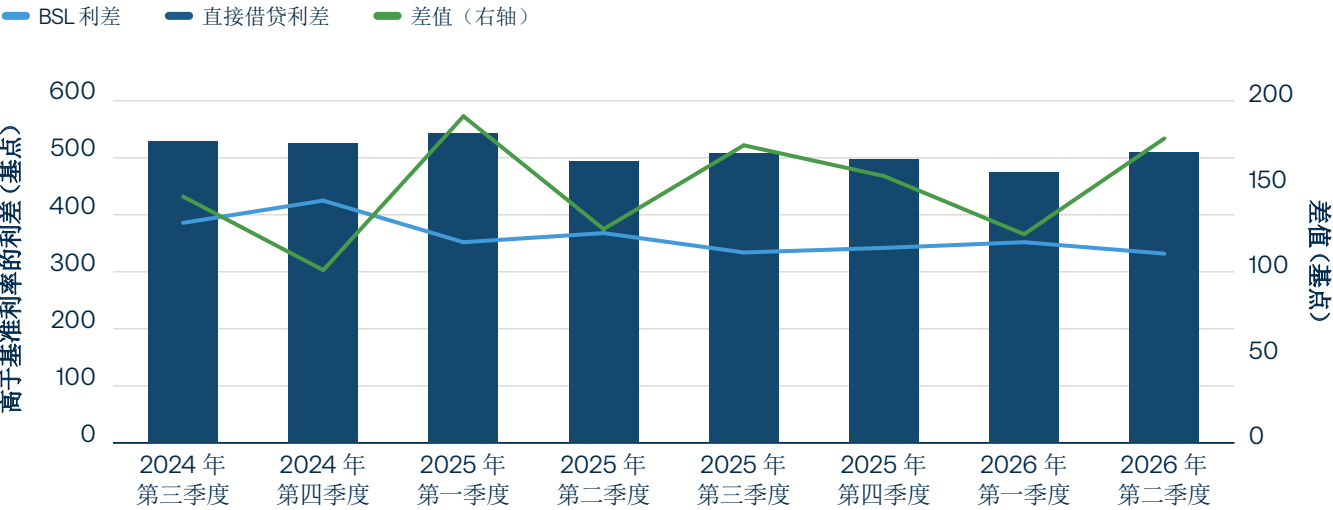


逆风：重新定价与估值压力。随着投资者重新评估整个信贷市场的风险，私募信贷估值面临压力。在利率与信贷周期较为宽松阶段发放的贷款，如今可能因管理人重新评估信用风险、借款人表现以及支撑早期估值的假设而面临更低的估值。与此同时，企业直接借贷利差已从历史较宽水平收窄，相对流动性信用的利差溢价随之下降。这使得投资者是否获得了与其所承担风险相称的补偿，成为更受关注的问题。



潜在顺风。重新定价可以创造机会，因为它往往反映风险偏好的变化，并可能改善新资本的未来回报。即便在利差收窄之后，过去 12 个月企业直接借贷利差平均仍比银团贷款利差高出约 150 个基点（图 12）。但私募信贷的价值主张也在于结构、契约条款、抵押品与优先级别，以及能够以公开市场通常无法企及的方式为借款人量身定制方案。在配置环境不那么宽松时，私募信贷的重点或许不再是追逐增量收益，而是通过严谨的信贷承销、审慎的信用甄选与风险缓释，为流动性不足、结构复杂与信用风险争取合理的报酬。

图 12：直接借贷利差仍具吸引力
银团贷款市场融资的杠杆收购（所有借款人）与直接借贷市场的利差



过往表现并不代表未来业绩。直接借贷利差数据反映的是优先有担保第一留置权贷款与统包债务安排。统包债务安排通常是单一层级的定期贷款，结合了优先和次级债务层级。银团贷款（BSL）数据反映向所有杠杆借款人发放的贷款。杠杆收购是指利用高比例债务收购被投企业。杠杆比例最高可达 90%，其余部分由股权出资。进行杠杆收购时，被投企业的资产通常会作为债务抵押品用以支持收购。基点是一种计量单位，等于 1 个百分点的百分之一。例如，100 个基点等于 1.00%。

资料来源：PitchBook LCD。截至 2026 年 6 月 30 日。



逆风：借款人承压。尽管整体信贷市场看似风平浪静，但我们认为，平静的表象之下，借款人正承受压力。较高的利率、上升的杠杆水平与宽松的信贷承销标准，使部分借款人承压，尤其是那些资本结构形成于周期低利率阶段的企业。随着再融资需求临近，资质较弱的借款人将承受更大压力——包括部分专为低利率、高估值环境而设的 2022 年前软件贷款、基于 ARR 的贷款¹⁶，以及高杠杆结构。

例如，软件业历来被视为私募信贷颇具吸引力的领域，因为许多企业拥有经常性收入、粘性客户群和稳定的现金流。但较高利率、高杠杆与 AI 相关颠覆的组合，已改变了信贷承销方程式。并非所有软件企业都面临同样的风险：客户关系持久、转换成本高、产品属关键任务且再融资路径现实的企业，与那些严重依赖高估值倍数或激进资本结构的企业可能大相径庭。这一区别强化了更广泛的分化，也凸显了信用甄选势在必行。



潜在顺风。借款人承压同样可能带来潜在机会，而机会并不只源于压力本身。更确切地说，更具挑战性的环境有助于市场更清晰地分辨风险，加大管理人之间的分化，并强化信贷承销、信用甄选与管理人甄选的重要性。纪律更严明的管理人可能更有能力识别更优质的借款人、规避信用损失并保全价值。

压力与错位也可能创造机会。当抛售演变为无差别抛售时，手握可用资本的管理人或能精挑细选，以更具吸引力的价格买入。如果压力进一步加剧，还可能催生纾困放贷的机会。

与此同时，私募信贷正超越传统的企业直接借贷而不断演进。并非所有私募信贷都同样优质，已配置企业直接借贷的投资者，或可通过涉足私募信贷市场的其他领域而受益。例如，资产担保融资可提供对各行业契约型现金流资产的敞口，这些资产与传统企业资产负债表偿债风险的相关性可能较低。

你知道吗？

2025 年，专注于资产担保融资的封闭式基金占封闭式私募信贷募资额的 16.4%，高于 2024 年的 10.6%。¹⁷这表明，投资者已在企业直接借贷之外寻找更多元的方式以分散其私募信贷敞口。

16. ARR 贷款通常发放给息税折旧摊销前利润（EBITDA）为负或偏低的公司。这些企业往往对增长预期及现金流持久性的变化更为敏感，尤其是在技术颠覆时期。ARR 衡量的是由经常性客户合同或订阅产生的可预测年化收入。

17. Kazimi 等人，《2025 年私募信贷》。

核心要点

当前企业直接借贷的逆风真实存在，但这并非私募信贷故事的全貌。

交易活动放缓或有助于恢复贷款人纪律。重新定价或可改善新资本的未来回报。而借款人承压虽可能加大管理人分化，但也可能为有准备的管理人创造机会——他们拥有资本、信贷承销纪律、周期经验，以及布局更广泛信贷策略的灵活性。

这些趋势或许不如近年定义私募信贷的快速增长故事那般引人注目。然而，当市场平静、资本充裕时，稳定收益、优先级别、结构保护与风险缓释潜力的价值很容易被忽视。当今日的逆风考验市场之时，这些特质或将成为明日顺风的驱动力。



另类投资市场数据看板

下文列出部分指标，可帮助投资者解读各类另类资产的市场状况。博枫认为，在投资者的投资组合中纳入私募和私募另类投资都能够发挥重要作用。

信贷	■ 私募信贷 ■ 高收益债券 423 亿美元 交易金额 2026 年第二季度 -51.8% 同比变化	9.21% 直接借贷收益率 2026 年第一季度	6.86% 高收益债券收益率* 2026 年第一季度	5,210 亿美元 可投资资金 2025 年第四季度	2026 年第二季度，直接借贷约占私募信贷募资总额的 72%。 - 尽管基金收官数量减少，2026 年第二季度私募信贷募资额仍环比增长近三倍、达到 987 亿美元，凸显资本集中度上升与管理人甄选趋严。
基础设施	■ 私募基础设施 ■ 公募基础设施 799 亿美元 交易金额 2026 年第二季度 -19.3% 同比变化	3.1% 公募基础设施收益率 2026 年第二季度	9.45 倍 公募平均 EV/EBITDA 倍数 2026 年第二季度	4,400 亿美元 可投资资金 2025 年第四季度	2026 年第二季度，可再生能源占基础设施交易额的 34%。 2023 年基础设施基金的上四分位净内部收益率为 20.6%，而下四分位仅为 0.5%，凸显回报分化之大及管理人甄选的重要性。
私募股权	■ 私募股权 ■ 公募股权 10,810 亿美元 交易金额 2026 年第二季度 +100.9% 同比变化	85.8% 二级市场平均定价 2025 年第四季度	15.0 倍 中位 EV/EBITDA 交易倍数 2026 年第二季度	28,760 亿美元 可投资资金 2025 年第四季度	2026 年上半年，私募股权二级市场交易金额超过 1,000 亿美元，反映市场交投活跃。 2026 年年初至今，私募股权交易总额累计达 3.37 万亿美元——已较 2025 年全年高出 40%——平均交易规模也从 1.39 亿美元增至 3.46 亿美元。
房地产	■ 私募房地产 ■ 公募房地产 443 亿美元 交易金额 2026 年第二季度 +5.0% 同比变化	6.6% 平均资本化率 2026 年第二季度	0.6% 1 年期净营运收入增长 2026 年第二季度	6,130 亿美元 可投资资金 2025 年第四季度	2026 年第二季度，全球私募房地产募资额环比增长 29%，达到 343 亿美元，印证了早期复苏的迹象。 - 平均资本化率已连续八个季度下降约 20 个基点，由 2024 年第三季度的 6.76% 降至 2026 年第二季度的 6.56%。

过往表现并不保证未来业绩。以上指数均不受管理，且不能供投资者直接购买。指数表现仅供说明之用，并非对任何投资表现的预测或描述。私募信贷以 Cliffwater 直接借贷指数为代表；高收益债券以 ICE BofA 美国高收益指数为代表；私募基础设施以 Preqin 私募基础设施指数为代表；公募基础设施以富时全球核心基础设施 50/50 指数为代表；私募股权以 Preqin 私募股权指数为代表；公募股权以 MSCI 世界指数为代表；私募房地产以 Preqin 房地产指数为代表；公募房地产以富时 EPRA Nareit 发达市场指数为代表。来自 Preqin 的交易金额、可投资资金及表现数据均为截至 2026 年 6 月 30 日的初步数据，可能作出修订，并分别反映 Preqin 私募信贷、基础设施、私募股权及房地产指数。交易金额指某一特定时间段内已成交交易的累计价值。净营运收入是用于分析可产生收益的房地产投资盈利能力的计算指标。其计算方式为：房地产产生的全部收入减去合理必要的运营支出。

资料来源：彭博、Cliffwater、PEFOX、Preqin（除非另有说明），数据截至 2026 年 6 月 30 日；所示的私募市场指数以其可得的最新数据为准。

*高收益债券以彭博美国公司高收益债券指数为代表。

风险提示

作为一种资产类别，私募信贷涵盖多种不同的债务工具。尽管每种债务工具的风险和回报特征各不相同，但与公募同类工具相比，私募信贷资产的违约风险通常更高，原因在于这些资产通常奉行机会型策略，聚焦于融资渠道有限的公司。由于私募信贷通常涉及向低于投资级别或无评级的发行人放贷，私募信贷资产的收益率会相应提高，以作为承担更高风险的回报。

对房地产相关工具的投资可能受到经济、法律或环境因素的影响，而这些因素会影响物业价值、租金或房地产出租率。

基础设施公司可能会受到对其业务不利的多重因素影响，包括高利息成本、高杠杆率、监管成本、经济放缓、产能过剩、竞争加剧、燃料供应短缺以及节能政策等。

另类投资通常具有投机性且涉及高度风险。投资者可能会损失全部或大量投资金额。高收益债券面临利率风险。当利率上升时，债券价格下跌；通常，债券的期限越长，对此风险的敏感度越高。收益率会随经济状况波动。收益率只是作出投资决策时应考量的因素之一。

与人工智能及新兴技术相关的投资机会涉及重大风险，包括技术快速变革、监管不确定性、市场投机，以及预期中的技术进步可能无法如期兑现的风险。聚焦人工智能的投资本质上可能具有高波动性和投机性。有关人工智能应用、数据中心需求、电力消耗及相关基础设施发展的预测本质上具有不确定性，实际发展也可能不及预期。

本出版物中的信息并非亦不应被视为投资建议，不代表任何交易意向或持仓情况，亦不构成投资表现预测。多元化既不能保证盈利，亦不能防止亏损。此处所示的观点和信息随时可能发生变更。博枫声明不承担更新该等观点和/或信息的任何责任。本信息被视为来自可靠来源；但博枫并不保证其完整性或准确性。

本文所表达的意见为博枫（包括其子公司和附属公司）当前的意见，如有变更，恕不另行通知。博枫（包括其子公司和附属公司）不就更新该等信息或就任何变动通知客户承担责任。本文件所示的任何展望、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表现，投资的价值及由该等投资所得收益均可能出现波动。**

前瞻性声明

本文所载信息包含、包括或基于符合联邦证券法（特指经修订的1934年《证券交易法》第21E条）及加拿大证券法含义的前瞻性声明。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。这些声明可通过以下事实加以识别：它们并不严格涉及历史或当前事实。

您可通过诸如“预计”、“估计”、“预期”、“预测”、“打算”、“计划”、“相信”及其他类似词语来识别这些前瞻性声明。前瞻性声明可能会受到不准确的假设或已知或未知风险及不确定性的影响。其中许多因素都将对我们未来的实际业绩或结果产生重大影响。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。本文件无意提供博枫公司及其附属公司（合称“博枫”）发起的任何产品适用条款的概览。信息与观点如有变更，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。

指数提供者免责声明

本出版物中引用的指数均不受管理，且不能供投资者直接购买。指数表现仅供说明之用，并非对任何投资表现的预测或描述。比较所示指数与对任何博枫策略、组合或基金的投资时，应考虑可能存在的重大相关因素，例如在波动性以及监管和法律限制方面的差异。博枫从第三方指数提供者获得所有指数数据，并相信这些数据准确无误；然而，博枫不对其准确性作任何声明。

博枫并不拥有本文件所提及的指数，亦不参与其编制及日常管理。所提供的指数信息仅供您参考，并不暗示或预示博枫产品将达到类似业绩。该等信息如有变更，恕不另行通知。本文件中提及的指数不反映任何费用、支出、销售费用或税项。投资者无法直接投资于指数。指数提供者允许按“现状”基础使用其指数和相关数据，但对此不作任何担保，也不保证其指数或指数中包含、与指数相关或由其衍生的任何数据之适用性、质量、准确性、及时性和/或完整性，并且不承担与使用前述内容相关的任何责任。对于任何直接、间接、特殊、附带、惩罚性、后果性或其他损害（包括利润损失），指数提供者概不承担任何责任。指数提供者并未赞助、认可或推荐博枫或其任何产品或服务。除非另有说明，否则所有指数均为总回报指数。

关键术语与指数定义

年化净回报是将回报按一年期折算后计算的几何平均数。也就是说，它把各期回报重新换算成以一年为期的回报。

彭博全球综合指数是由全球交易的投资级别债券构成的市值加权指数。该指数纳入政府债券、抵押担保证券、资产担保证券和公司证券，以模拟市场中的债券整体情况。该指数内的债券到期时间均超过一年。

彭博美国公司高收益债券指数用于衡量以美元计价的高收益固定利率公司债券市场。

资本化率（Cap Rate）是一种房地产回报指标，用于根据物业的收益潜力估算物业价值。其计算方式为：将物业的净营运收入除以按现行市场利率确定的物业现值。

Cliffwater 直接借贷指数旨在衡量美国中型企业市场公司贷款的无杠杆和未扣除费用的表现，由商业发展公司（BDC）相关资产的资产加权表现代表，这些公司包括交易所买卖及非上市 BDC，并须符合特定资格要求。

直接借贷收益率以当期收益率表示，即最近一个季度的利息支付额除以该季度平均资产。

可投资资金指私募基金管理人已获承诺但尚未投资、可用于未来投资机会的资本。

企业价值与息税折旧摊销前利润之比（EV/EBITDA）是一种估值指标，通过将公司的总企业价值与其 EBITDA 进行比较，常用于评估公司与交易之间的相对估值。

富时 EPRA Nareit 发达市场房地产指数是不受管理的市值加权总回报指数，由来自发达市场的公开交易的权益型 REIT 及上市房地产公司组成。

Green Street 商业房地产价格指数是 Green Street 发布的时序指数，用于追踪美国商业房地产物业的价值。该指数基于主要行业（包括办公物业、工业物业、零售物业及多户住宅）中机构级质量房地产的交易价格与评估价值编制而成，被广泛用作衡量商业房地产价值随时间变化的基准。

ICE BofA 美国高收益指数追踪在美国国内市场公开发行的以美元计价、低于投资级别的公司债务的表现。

工业生产：制造业：耐用品：半导体和其他电子元件指数计量位于美国的所有相关生产单位的实际产出，不论其所有权归属，但不包括位于美国属地的生产单位。美联储的月度工业生产指数及相关产能指数与产能利用率涵盖制造业、采矿业以及电力和天然气公用事业。

MSCI 世界指数是经自由流通股调整后的市值加权指数，旨在衡量发达市场的股票市场表现。

NCREIF 房地产指数 (NPI) 是仅为投资目的而持有的私募商业房地产物业的季度无杠杆综合总回报指标。NPI 中所有物业均至少部分代表免税机构投资者收购，并以受托人身份持有。

资产净值：指共同基金的每股价值，计算方式为：以基金资产减去负债，再除以流通在外股份数。

NFI-ODCE 指数是奉行核心投资策略的最大型私募房地产基金的投资回报指数（未扣除费用）；核心投资策略通常以低风险、低杠杆（低于 40%）及物业稳定、分散于美国各地为特征。

Preqin 基础设施指数基于投资者在私募资本合伙企业中实际投资的金额，反映其在私募基础设施投资组合中平均赚取的回报。每个数据点均以持有全面表现数据的封闭式基金池为基础单独计算，分别截至季度初及季度末。

Preqin 私募股权指数基于投资者在私募资本合伙企业中实际投资的金额，反映他们在私募股权投资组合中平均赚取的回报。每个数据点均以持有全面表现数据的封闭式基金池为基础单独计算，分别截至季度初及季度末。

Preqin 房地产指数基于投资者在私募资本合伙企业中实际投资的金额，反映他们在私募房地产投资组合中平均赚取的回报。每个数据点均以持有全面表现数据的封闭式基金池为基础单独计算，分别截至季度初及季度末。

资本重组是为优化融资而改变投资资本结构中债务与股权配比的过程。在私募股权投资中，这可能涉及以债换股或以股换债，例如出售股份以偿还债务。在房地产投资中，资本重组通常指引入新投资者以调整债务与股权的平衡。其主要目标包括改善财务结构、管理债务、重组所有权，或提升表现欠佳资产的价值。

二级市场定价指私募基金现有权益在二级市场买卖的价格，通常以相关基金资产净值的百分比表示。

标普 500 指数是市值加权股票指数，涵盖 500 家被广泛持有的大市值美国公司。

Brookfield

联系我们



privatewealth.brookfield.com



privatewealth@brookfield.com



+1 855-777-8001