



Brookfield

2026 年第三季度另類投資季刊

逆風與順風： 駕馭前路



目錄

引言	1
房地產的新篇章	3
基礎設施：順風漸起	8
私募股權：選擇性復甦漸次成形	13
私募信貸：今日逆風，明日順風？	17
另類投資市場數據看板	22

引言

第二季度，風險資產持續飆升。第二季度，股票及其他風險資產延續漲勢，標普 500 指數與納斯達克指數雙雙錄得 2000 年以來最佳的單季表現。¹ 股市受惠於多項順風，尤其是盈利增長、市場情緒高漲，以及與伊朗達成停火後油價回落。

漲勢全面。儘管市場普遍將此輪股市上漲（及其背後的強勁盈利）視為科技現象——尤其是人工智能（AI）——但其推動力亦來自金融及工業等其他行業。² 新興市場跑贏美國市場，而已發展市場的國際股票則再度錄得強勁的季度表現。

潛在逆風猶存。儘管漲勢有時看似勢不可擋——每逢拋售均迅速收復失地——但股票仍面臨若干潛在逆風。以大多數歷史標準衡量，估值依然偏高，地緣政治緊張局勢持續發酵，經濟前景（尤其是通脹方面）並不明朗。

順風與逆風。當前市場面臨的一大問題是：此等順風還能抵銷揮之不去的逆風多久？市場參與者目前仍在自問的其他問題包括：人工智能革命帶來的潛在回報，是否較處於這場革命前沿的企業估值更為重要？消費支出的順風能否勝過通脹的逆風？

投資向來是在風險與回報之間求取平衡——即逆風與順風的取捨——即使前者往往被忽視或低估。事實上，就美國公募股權以外的其他資產類別而言，當前市況更為微妙，關鍵在於權衡這兩股力量。而在這個市場周期階段，懂得如何平衡兩者尤為重要。多元化一如既往地不可或缺。³

在此背景下，本期《另類投資季刊》將探討投資者面對的順風與逆風，涵蓋四大主要另類投資資產類別：私募房地產、基礎設施、私募股權與私募信貸。我們發現一個反覆出現的主題：如今看似逆風的因素，未來可能會變成順風。

私募房地產。我們認為，房地產復甦或僅處於初期，未來數年將帶來強勁的投資機遇。在本期《另類投資季刊》中，我們探討了支撐房地產投資的五大因素，以及可能由逆風轉為順風的因素。

1. 納斯達克，2026 年 6 月 30 日。

2. Vicky Ge Huang，「為何華爾街看漲人士並不擔心股價高企」，《華爾街日報》，2026 年 6 月 29 日。

3. 多元化既不能確保盈利，亦不能防止虧損。

基礎設施。基礎設施投資格局正在轉變，既受順風因素（包括對電力的強勁需求）推動，亦面臨監管障礙等逆風——這些障礙令滿足相關需求的設施建設受到限制。我們認為，資本充裕、具備項目挖掘優勢與營運專長的投資者，或更有條件駕馭當前環境。

私募股權。私募股權活動雖在升溫，但復甦仍具選擇性。大量未售出的企業積壓為交易帶來壓力，而 AI 熱潮與先進製造業則正在實體經濟的某些領域擴大機遇範圍。與此同時，交易活動正在改善，但甄選仍然不可或缺。

私募信貸。我們審視私募信貸近期的困境，並闡釋為何我們認為這可能預示著一場良性重置，而非市場失靈。交易活動放緩或有助於恢復貸款人紀律。貸款重新定價或可改善其未來的經濟回報。此外，借款人承壓及流動性緊張雖或令管理人表現分化加劇，但亦可能催生二級市場機遇，並為更廣泛的私募信貸配置創造空間。

我們的季度另類投資市場數據看板匯集了整個另類投資領域中我們認為值得關注的數據、市場動態及投資見解。值得關注的數據包括：

- **29%：**2026 年第二季度，全球私募房地產募資額按季增長 29%，達到 343 億美元，印證了復甦初現的跡象。⁴
- **12.7%：**基礎設施交易宗數按季增加 12.7%，其中以可再生能源交易為主，反映市場對電力及能源系統的需求日趨殷切。⁵
- **1,000 億美元：**2026 年上半年，私募股權二級市場交易額突破 1,000 億美元，反映市場交投活躍，同時管理人甄選更加審慎。⁶



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

5. Preqin，《基礎設施 2026 年第二季度：Preqin 季度更新》，2026 年 7 月 31 日。

6. PEFOX，「二級市場更新——2026 年第二季度」，2026 年 6 月 8 日。

房地產的新篇章

要點

- 我們認為，房地產復甦可能尚處於早期階段。
- 從強勁需求、供應緊張到有利的貸款環境，多項因素正支撐這輪復甦。
- 我們認為，目前或是投資私募房地產的合適時機，這輪復甦有望在未來數年帶來強勁的投資機會與潛在效益。



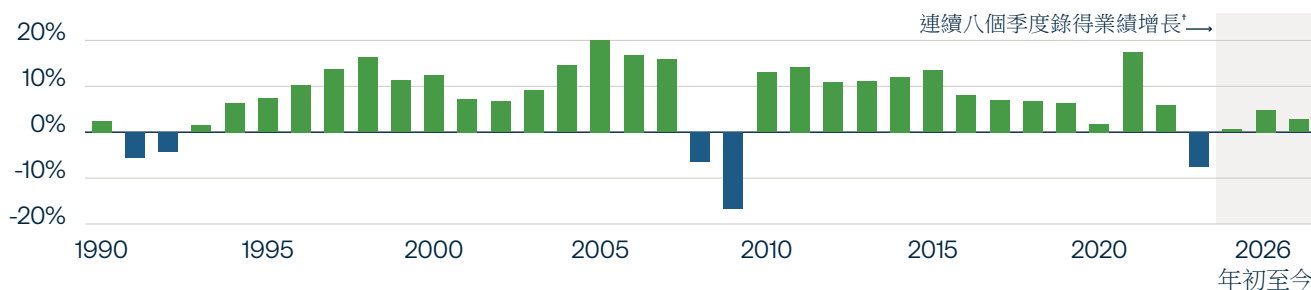
漲勢支撐：房地產復甦

我們認為，房地產復甦正處於早期階段，未來數年將為投資者帶來強勁的投資機會。可以說，房地產目前面對的順風多於逆風，而當前市場環境或可為長期投資者帶來機遇。

近期，多個行業的房地產價值經歷了顯著回調。如今該行業正在復甦，且復甦步伐正在加快。我們已連續八個季度錄得業績增長（圖1），交易金額逐步回升，融資市場亦更趨正面。2026 年上半年的估值改善幅度是 2024 年全年的四倍。

圖1：重置期後，私募房地產的歷史年均回報率約為 10%*

私募房地產表現



過往表現並不代表未來業績。概不保證能實現投資目標。

投資者不能投資於指數。儘管當前環境可能帶來機會，但房地產市場仍具週期性且存在不確定性，實際結果將因市場狀況與投資選擇而異。

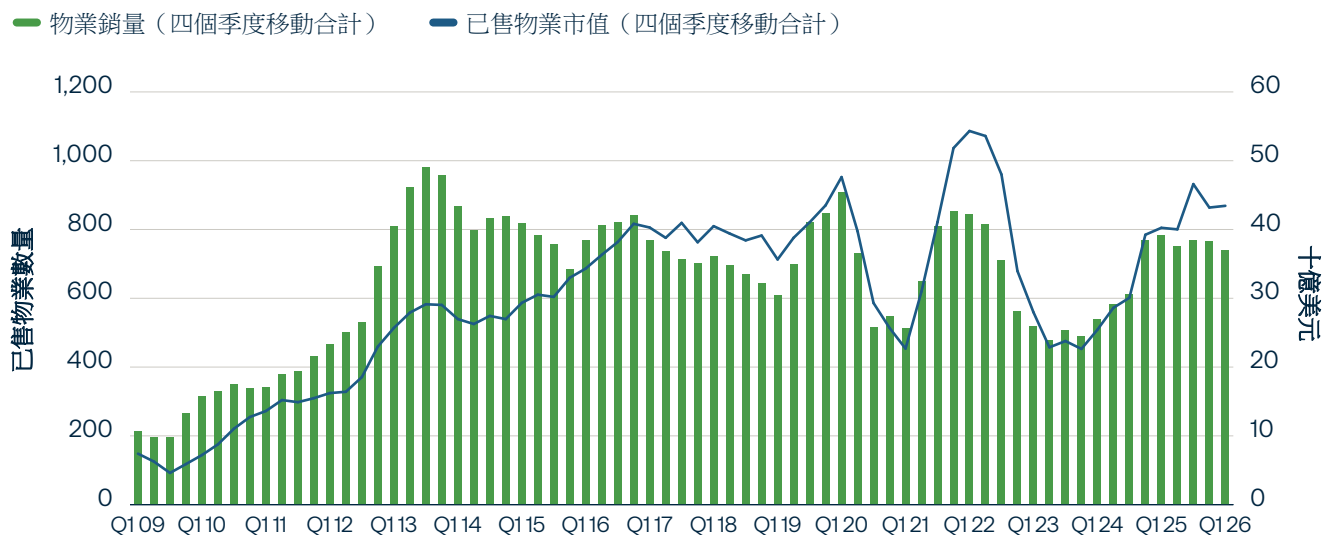
* 基於特定的市場觀察。所引述的時期基於選定的歷史下行階段，未必能代表所有市場週期。私募房地產以美國 NCREIF 房地產指數及 NFI-ODCE 為代表，數據截至 2026 年 6 月 30 日。2026 年初至今即截至 2026 年 6 月 30 日的累計數據。

† 代表下行後五年期的年回報率。

來源：美國房地產投資受託人委員會（NCREIF）。截至 2026 年 6 月。

截至 2026 年第一季度末，美國房地產銷售市場錄得 3,426 宗交易，總額達 629 億美元——交易宗數與交易額分別較 2025 年第一季度增長 7.71% 及 18%。⁷ 這一成交量是市場解凍迄今最清晰的信號（圖 2 和圖 3）。

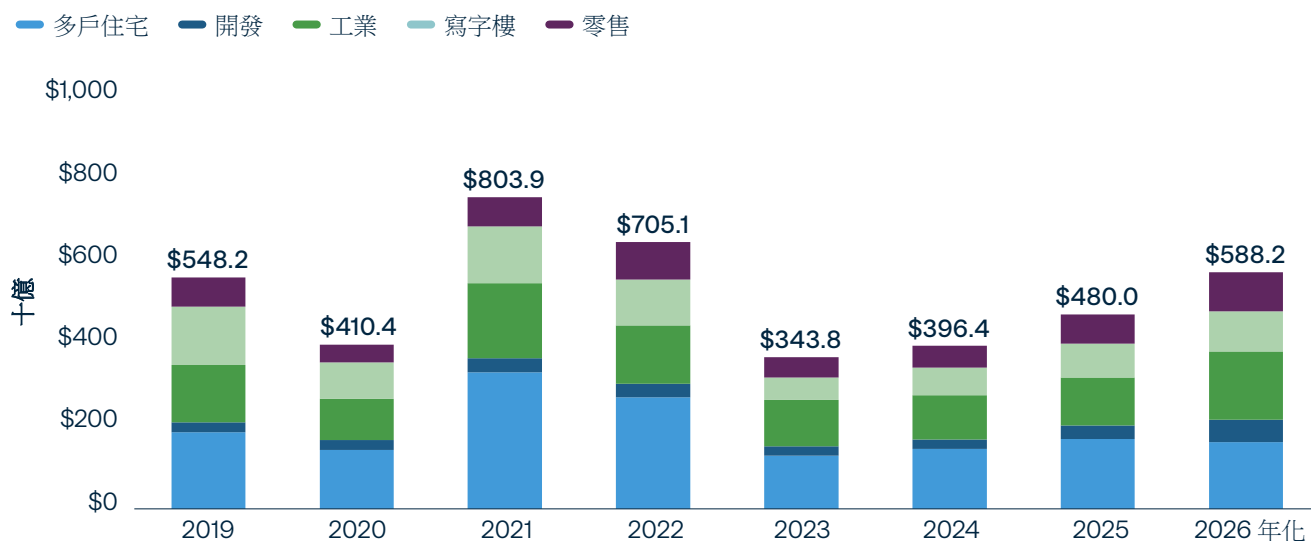
圖 2：年化物業銷售額



過往表現並不代表未來業績。

來源：NCREIF。截至 2026 年 3 月 31 日。

圖 3：按房地產資產類別劃分的美國成交總額



過往表現並不代表未來業績。

來源：Avison Young。截至 2026 年 3 月 31 日。

7. Avison Young，截至 2026 年 3 月 31 日。

從過往周期看，房地產在復甦後通常會在隨後數年錄得強勁表現。這表明我們或許仍處於復甦的早期階段，隨着時間推移有望帶來強勁的投資機會。

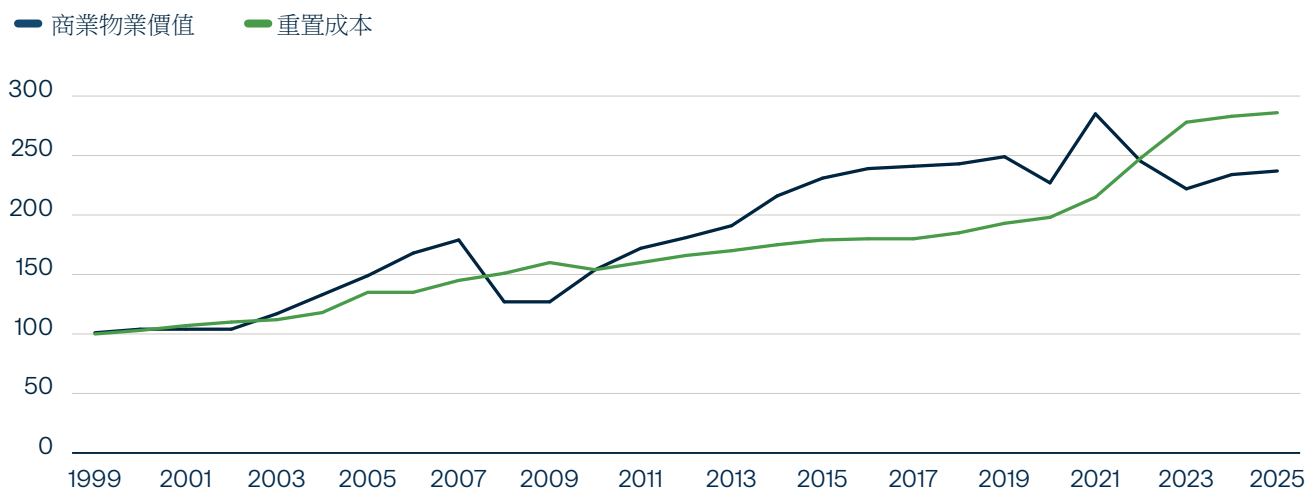
支撐房地產投資機遇的五大因素

我們認為，有五大關鍵因素支撐着房地產投資機遇：

- 1. 強勁的長期需求驅動因素。**房地產市場由強勁需求支撐，其根源在於長期主題，例如物業投資——如支持 AI 發展、推動物流地產現代化，以及應對持續的住房短缺。
- 2. 新增供應受限。**儘管需求強勁，全球新開工量卻持續滯後，新增供應有限，重置成本亦處於歷史高位（圖 4）。與以往伴隨激進開發的房地產復甦不同，如今更高的建築成本與融資成本已顯著抑制開發活動。所有這都意味着物業價值將維持在高位，使投資者受益。

圖 4：重置成本處於長期高位

商業物業價格回報與重置成本



過往表現並不代表未來業績。概不保證能實現投資目標。指數不受主動管理，投資者無法直接投資於指數。指數以 100 為基準。重置成本以 Zurich 重置價值成本趨勢為代表。公布這些成本趨勢，旨在協助商業及工業物業維持可投保重置成本的適當水平。重置成本指按當前市價重建或替換物業或資產的估算成本。

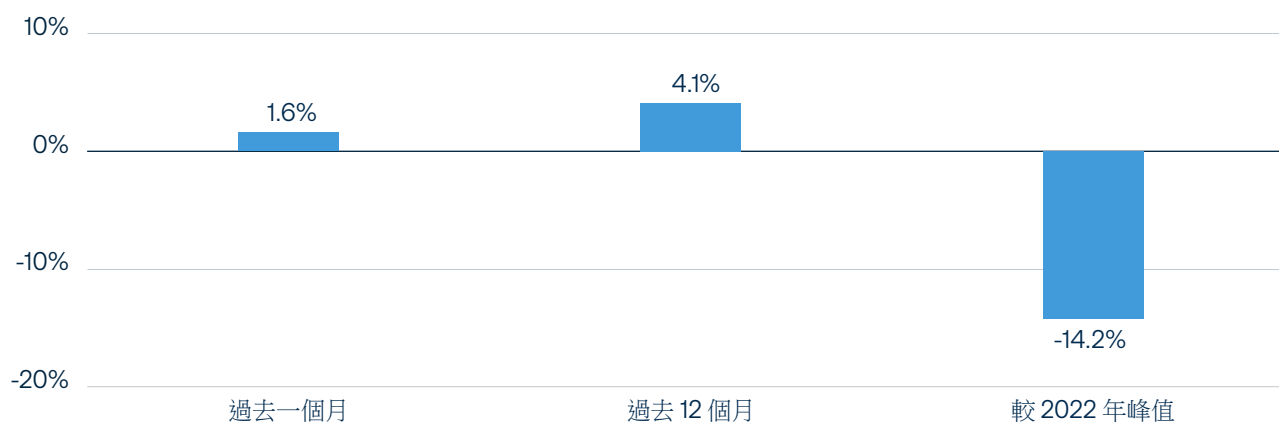
來源：Cohen & Steers、Green Street、Zurich。截至 2025 年 9 月。

- 3. 資本市場環境穩定。**預計利率在近期至中期內將保持相對穩定。這一點很重要，因為利率波動性下降可提振投資者信心，並支撐房地產資本市場活動。房地產資本市場的復甦已在推進，尤其是前述交易金額的增長。對投資者而言，這一環境可為手握可投資資金（或可獲取資本）者創造機會。

4. 更強的貸款紀律。隨着資本市場更加穩定，我們看到貸款亦更具紀律性。以往的房地產復甦往往高度依賴槓桿。如今，我們看到的是質素更高的信貸承做，以及更嚴謹的貸款標準。因此，價值增長可能更多來自物業收入實質增長及市場基本面改善，而非人為壓低利率或高槓桿資本結構推動。

5. 估值吸引及入場收益率較高。儘管近期已有所復甦，但估值仍較 2022 年峰值低 14%（圖 5），改善空間依然存在；而現時物業的重置成本卻高得多。此外，入場收益率高於以往周期，投資者可把握機會購入資產，並在持有期內等待其增值。

圖 5：商業物業價值變化



來源：Green Street。截至 2026 年 6 月 4 日。

可能轉為順風的逆風

儘管私募房地產面臨一些逆風，但困境之中亦蘊含希望。對該資產類別仍應保持審慎，尤其是在當前經濟與地緣政治不確定性瀰漫的環境下。但這有助於減少長期資本在收購資產上的競爭，從而令投資者受益。

此外，儘管房地產基本面穩固且不斷改善，但局部錯位依然存在。大量房地產資產正面臨資本或存續期壓力。據抵押貸款銀行家協會稱，約 8,750 億美元的商業及多戶住宅抵押貸款債務——約佔全部未償商業抵押貸款的 17%——將於 2026 年到期，屆時或須以更高利率進行資本重組。這為普通合夥人主導的資本重組和二級市場交易創造了機會，並可能惠及投資於此類工具的投資者。

核心要點

我們認為，隨着復甦加快，市場對該資產類別的情緒正開始追上基本面。鑑於地緣政治的不確定性與持續高企的通脹，我們看到市場對硬資產及能提供穩定收益的投資正重燃興趣。在其他投資者尚未全面回歸之前，手握可投資資金的貸款人仍可達成交易。

與近期股市水平相比，房地產或可為投資者帶來相對價值機會。此外，其亦可能帶來顯著的多元化效益，並在投資組合中發揮潛在的穩定與壓艙石作用。儘管多項因素匯聚，顯示當前正是投資房地產的良機，但審慎甄選同樣重要，宜選擇在專業能力、規模、經驗及營運方面具優勢的管理人。



基礎設施：順風漸起

要點

- AI 與電氣化的快速發展，加快了對可靠電力和電網現代化的需求。與此同時，近期中東的地緣政治緊張局勢凸顯了供應鏈韌性與能源安全的重要性。
- 這些動態凸顯市場對關鍵能源基礎設施的需求日益增長，以及駕馭受限市場所需的紀律與經驗。
- 監管與技術制約——而非僅是需求——正日益決定基礎設施資產可在何處建設及擴展規模。



強勁需求推動格局之變

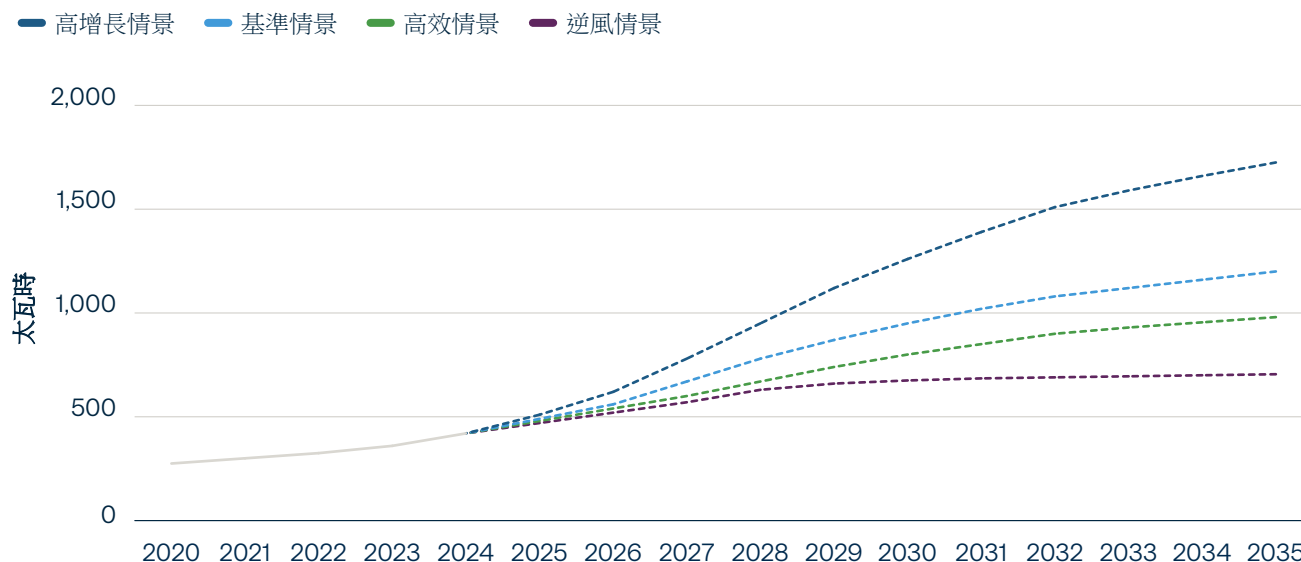
基礎設施投資格局正在轉變，其背後是順風與逆風的共同作用。順風之一是數據基礎設施（包括數據中心、電訊塔和光纖網絡）對電力的強勁需求。因此，與數據相關的資產已成為基礎設施投資的核心焦點。

AI 已成為數據基礎設施增長的重要催化因素，雲端運算及流動使用量上升等技術發展同樣功不可沒。AI 在擴大數據基礎設施活動規模與強度的同時，亦在加劇現有的電力與選址限制。

到 2030 年，在基準情景下，全球數據中心的電力需求預計將達到近 1,000 太瓦時，反映出 AI 驅動的工作負載正迅速擴張（圖 6，第 9 頁）。這亦凸顯了消除電網瓶頸的必要性——需要持續投資於發電、電網容量與互聯。

圖 6：全球數據中心電力需求正快速攀升

按敏感性情景劃分的全球數據中心電力消耗



概不保證所示事件必然發生，實際結果可能與所示情況存在重大差異。這些數字作為探索性情景，旨在為技術與政策選擇提供參考。關鍵是要充分考慮諸多不確定因素，包括 AI 應用的規模，以及滿足這一新增服務需求的效率。

高增長情景：該情景探討 AI 應用更加強勁以及全球數碼服務需求上升所產生的影響。**基準情景：**儘管增長強勁，但預計 2024 年至 2030 年間，數據中心電力需求的增長將佔全球電力需求增長的比重不足 10%。**高效情景：**在該情景中，我們假設 AI 與數碼服務需求與基準情景沿相同軌跡發展。然而，多項能效策略已付諸實施，以抵銷數碼技術應用率提高所帶來的能源需求上升。**不利因素：**在該情景中，服務需求增速不及其他情景，且 AI 的應用步伐放緩。

來源：國際能源署，《能源與 AI：世界能源展望特別報告》，2025 年 4 月。

這一電力需求主要源於 AI 工作負載，大致可分為兩大類（圖 7，第 10 頁）：

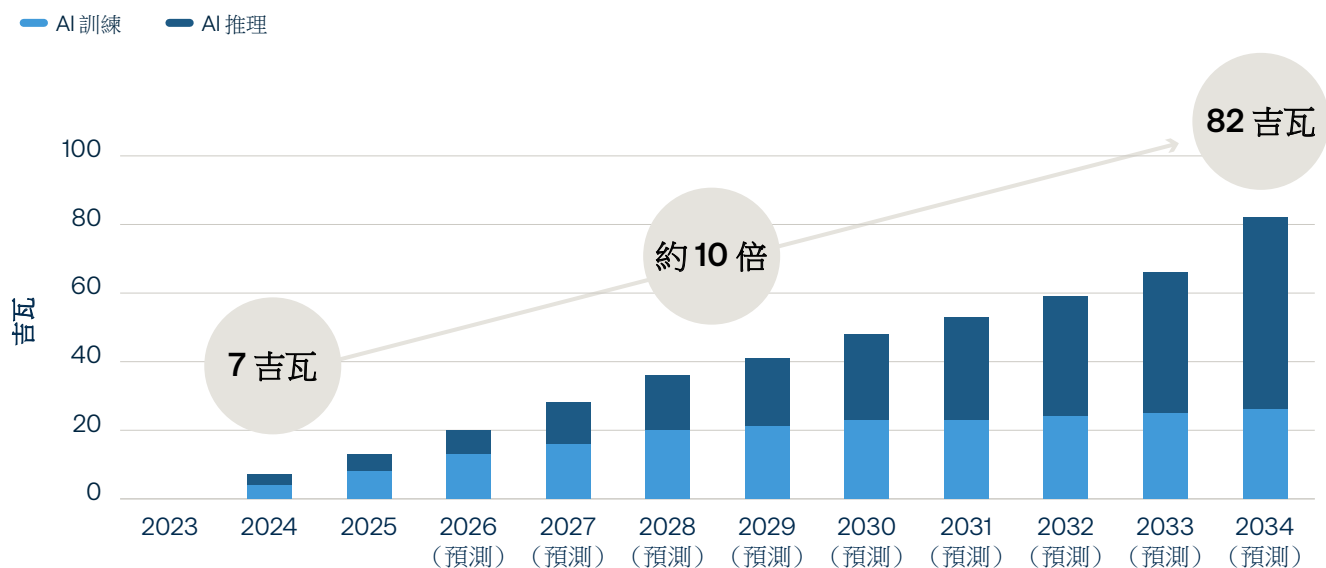
- 模型訓練：**模型訓練是指透過向機器學習模型輸入大量數據集，令其學會識別模式與關係的過程。⁸這需要強大的算力，且必須選址於能源供應充足的地區。
- 實時推理：**推理是指已訓練的 AI 模型根據新數據進行推演與預測，從而生成新輸出的過程。⁹它要求低延遲，意味着基礎設施必須鄰近終端用戶。

8. Kyle Aubrey，「深度學習訓練與推理有何區別？」NVIDIA 網誌，2016 年 7 月 29 日。
更新於 2025 年 10 月。

9. Aubrey，「深度學習訓練與推理有何區別？」

圖 7：AI 工廠的工作負載集中於模型訓練與即時推理

全球 AI 工廠裝機容量（吉瓦）



過往表現並非未來業績的可靠指標或保證。概不保證所示事件必然發生，實際結果可能與所示情況存在重大差異。吉瓦是電力單位，等於10億瓦。AI工廠是大型數碼樞紐，配備高性能算力、圖形處理器等專用硬件、海量儲存容量及冷卻系統，協同用於AI模型的訓練與部署。

來源：博楓。截至2025年8月。

這些工作負載類型有助於揭示一個更宏觀的動態：儘管強勁需求推動新容量的建設，但需求本身並不必然決定容量能在何處、以多快速度交付。結果可能愈來愈取決於電力、選址與連接方面的具體要求，凸顯出制約因素——而不僅是需求——正成為數據基礎設施發展的決定性因素。

制約因素與障礙

數據基礎設施以整合系統的形式運作，其表現主要取決於電力獲取、選址與網絡連接。上述任何一個環節出現制約，都可能削弱交付容量的能力，即使需求強勁亦然。

AI工作負載有助於說明這一動態。驅動AI所需的電力，部分可設於遠離終端用戶、電力充沛的大型園區。然而，相當一部分需求仍與終端用戶附近的小型設施緊密相連。這就構成一項潛在制約：能否在適切的地點與時間提供電力。這些工作負載要求，亦正是數據基礎設施發展面臨逆風的典型例證。

潛在制約並不局限於 AI。流動寬頻覆蓋範圍的持續擴張，要求基礎設施能夠承載不斷增長的數據用量。即使需求如此強勁，土地許可與併網互聯方面的制約仍可能拉長基礎設施開發週期，而監管流程與勞動力短缺亦可能延誤項目、打亂進度。

有趣的是，不同地區面臨的障礙各異，反映出各自數碼成熟度的差異（圖 8）。在部分市場，當務之急是繼續擴大基礎覆蓋。在另一部分市場，快速普及正推動網絡密集化，並推高對光纖和併網互聯的需求。更為發達、滲透率更高的市場，則日益受到電力、土地和網絡容量上限的制約。

圖 8：新出現的制約因素及其潛在影響

制約類型	示例市場	投資啟示
電力可用性	北弗吉尼亞、倫敦、法蘭克福、都柏林	已確保電力的選址存在溢價
土地與許可	全球核心城市群	土地儲備與許可審批蘊含價值
併網互聯	成熟的超大規模樞紐	強化現有選址的地位
光纖回程	亞洲與拉丁美洲的新興大都市	城域與長途光纖蘊含機會

來源：博楓。僅供說明。

不過，在所有環境中，我們都看到一種一致的根本模式：基礎設施的交付能力，與其說取決於需求，不如說取決於能否克服或消除結構性制約——這些制約會限制基礎設施在長期內可於何處交付、開發與擴張。

制約因素的影響

隨着 AI 的飛速發展，基礎設施制約已對整個價值鏈產生多重影響。¹⁰ 例如，超大規模雲服務提供商正優先選擇工業設備供應商，條件是供貨可靠、產品符合特定技術與營運要求，且交貨準時。供應商方面，正調整營運模式，聚焦於執行就緒程度及協同開發產品的能力。數據中心客戶則日益青睞用於電力、冷卻與控制系統的高度模組化、一體化設備。

AI 價值鏈上的關鍵持份者，對其投入品與長期合作夥伴的選擇正變得更加審慎。在這種環境下，我們認為，擁有必要資本、項目挖掘優勢與營運專長的投資者，或更有條件駕馭電力、連接與選址方面的制約。

10. Maria Goodpaster 等人，「7 萬億美元的數據中心建設熱潮：工業企業如何從中分得一杯羹」，麥肯錫公司，2026 年 3 月 27 日。

核心要點

我們認為，數據基礎設施為投資者提供了重大機遇，但把握這些機遇需要專業能力與專長。數據基礎設施投資的下一個階段，關鍵不在於誰建得最多，而在於誰能持續識別、鎖定並把握受制約最深的機遇。

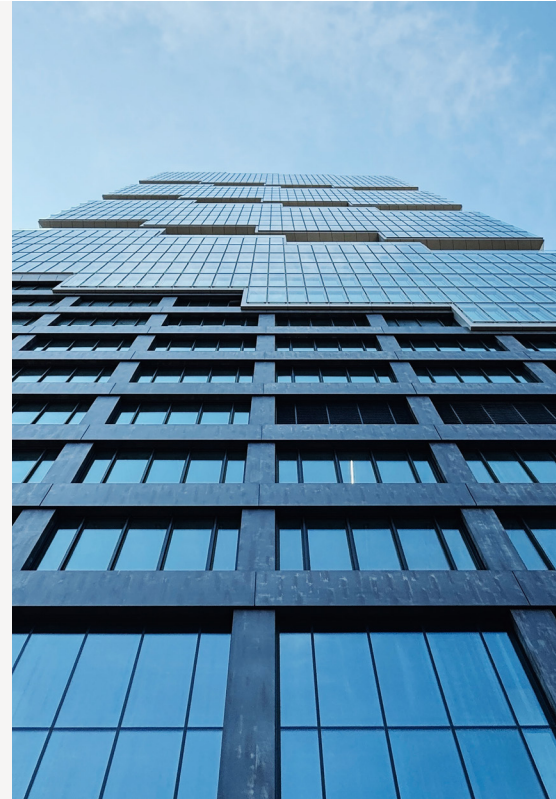
對投資者而言，這需要獲取稀缺資源（如電力、土地與併網互聯），並配合可能帶來收入能見度及長期擴張能力的商業模式。同時，投資者應尋找具備以下條件的合作夥伴：橫跨基礎設施價值鏈的全球項目挖掘與項目開發渠道、資本獲取能力，以及能在多元市場環境中執行交易的專業能力。



私募股權：選擇性復甦漸次成形

要點

- 私募股權投資活動正在改善，但復甦仍具選擇性。
- 當前前景由以下三大關鍵因素決定：
 - 大量未售出的公司積壓，可能為未來交易活動提供支撐。
 - 交易與退出活動改善，但反彈仍集中於局部。
 - AI 熱潮與先進製造業正把機遇範圍擴展至實體經濟的部分領域。



選擇性復甦

私募股權正進入一個更為微妙的階段：活動正在改善，但復甦仍具選擇性。簡言之，對投資者而言，關鍵問題不只是私募股權是否捲土重來。而是他們持有何種私募股權敞口。

當前前景主要由三大因素決定：

1. 大量未售出公司的積壓，正為交易帶來壓力。
2. AI 熱潮與先進製造業，正把機遇範圍擴展至實體經濟的部分領域。
3. 交易活動改善，但保持選擇性的必要性依然存在。我們認為，至關重要的是與能夠憑藉專業能力、甄選眼光及改善企業經驗來駕馭這些要素的管理人合作。

等待成交的積壓

私募股權常用金融術語來描述，但其基本模式直截了當：買入企業、改善經營、最終賣出。然而過去數年，最後一步卻步履維艱。

較高的利率推高了融資成本。買家變得更為審慎。賣家往往遲遲不願適應更低的估值。退出市場依然冷熱不均。

由此形成了大量隨時可以出售的企業積壓。據估計，私募股權基金持有約 32,000 間未售出公司，價值 3.8 萬億美元；同時，向投資者作出的分派佔資產淨值的比例已連續四年低於 15%。¹¹



這一積壓既是挑戰，亦是未來潛在活動的源泉。發起人需要向投資者返還資本，並部署新資本。買家手握可投資資金，可促成交易。此外，許多企業已被持有多年，擁有者尋求變現途徑的動力與日俱增。

市場好轉並不需要完美條件。它只需要足夠的穩定性，讓價格預期得以重置、買賣雙方就價值達成一致。若果真如此，曾拖累行業的同一批積壓，反而可能助推下一波私募股權交易。

對投資者而言，機會不只是更多的交易金額。更在於一個更具紀律性的交易環境——資本流向現金流更清晰、估值更貼近現實、更需要營運改善的企業。

交易活動雖在改善，但甄選仍然不可或缺

儘管私募股權持有企業待退出所形成的積壓帶來持續壓力，但已有跡象顯示交易市場正開始好轉。2025 年，全球收購交易額增長 44%，達到 9,040 億美元；全球收購退出額增長 47%，達到 7,170 億美元。^{12,13}

11. 貝恩公司，《2026 年全球私募股權報告》，2026 年 2 月 22 日。

12. 貝恩公司，《2026 年全球私募股權報告》。

13. Hyder Kazimi、John Spivey 及 Warren Teichner，《2025 年私募信貸：日趨成熟的行業應對變革》，麥肯錫公司，2026 年 6 月 9 日。

但這輪反彈並不普遍。併購市場由大額交易主導，而超大型交易級別以下的交投仍不均衡。例如，共有 13 宗超大型交易（均超過 100 億美元），合計 2,740 億美元，約佔全球收購總值的 30%（圖 9）。

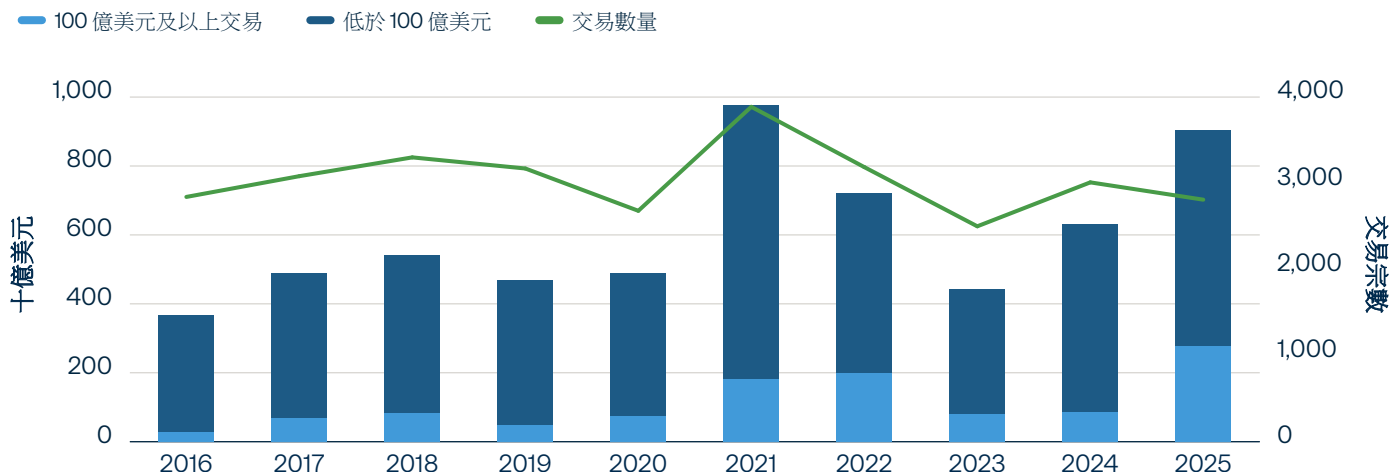
這輪反彈意義重大，但仍集中於規模最大的交易。

在這種市場中，質素至關重要。具備持久現金流、明確融資路徑及可識別營運改善空間的企業，或更有可能達成交易。而那些仍依賴廉價槓桿與估值倍數上升等舊有做法的資產，可能需要更長時間才能達成交易。

正因如此，管理人甄選依然重要。私募股權的投資結果因管理人不同而差異懸殊。業績反映的是所收購企業的質素、支付的價格、採用的資本結構，以及收購後實現的營運改善。

圖 9：超大型交易貢獻了交易額增長的大部分

全球收購交易活動與交易額



來源：貝恩公司，《2026 年全球私募股權報告》。截至 2026 年 2 月 22 日。

2024 年的數值根據公布的按年增長率估算。

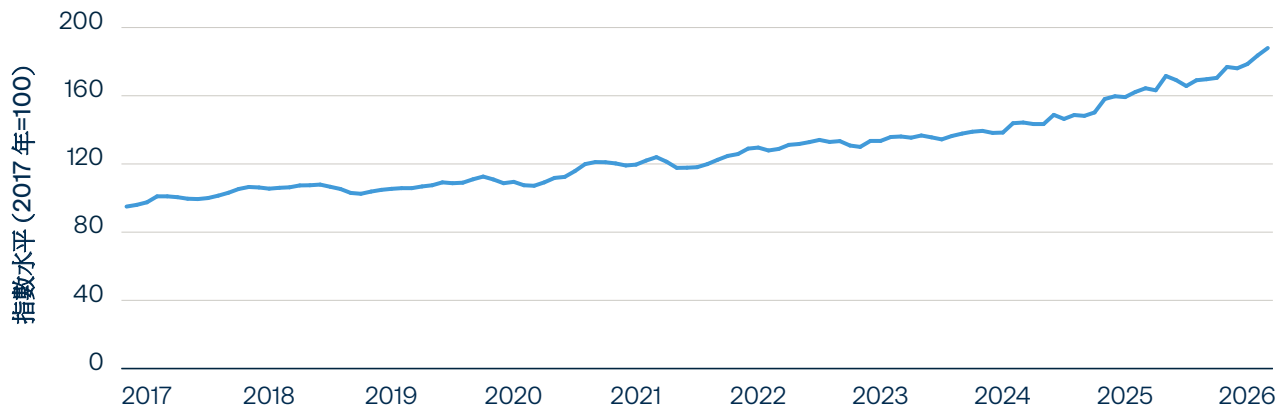
AI 正驅動第四次工業革命

人們常將 AI 視為軟件故事。但每一次工業革命都需要實體支撐。蒸汽動力需要工廠和鐵路。大規模生產需要裝配線。電腦時代需要半導體和網絡。

當今的 AI 時代需要晶片、電力、冷卻與自動化，而這些都離不開先進製造業與專業服務。AI 不僅改變著軟件的能力邊界，更在加速一輪更廣泛的再工業化週期——實物資產與營運專長在此重新變得舉足輕重。

數據已開始印證這一點。2026 年 5 月，美國半導體及其他電子元件製造業的工業產值達到 188.0（圖 10），該指數以 2017 年=100 為基準。簡單而言，目前產值較 2017 年基準水平高出約 88%。

圖 10：先進製造業勢頭正盛
美國半導體及電子元件產量



過往表現並不代表未來業績。指數不受主動管理，投資者無法直接投資於指數。

數據代表工業生產指數：製造業：耐用品：半導體及其他電子元件（NAICS=3344）指數。按月、經季節性調整的指數。2017 年=100。2026 年 5 月讀數：188.0105。

來源：聖路易斯聯邦儲備銀行。截至 2026 年 5 月。

當然，這一增長並非僅由 AI 推動。但其確實表明，先進製造業與電子產業在經濟格局中正佔據更重要的位置。

對私募股權而言，機會並不僅僅是投資於「AI」這個概念。機會在於擁有並改善那些讓第四次工業革命成為可能的企業：元件製造商、自動化供應商、工業服務、物流網絡、電力系統及關鍵任務設備。

這屬於長期趨勢。價值正是在這些公司的營運細節中創造：生產計劃、採購、定價、自動化、預測性維護與營運資金紀律。換言之，AI 或許是催化因素，但決定結果的是營運——而選擇性依然重要。

核心要點

私募股權正進入一個更具選擇性的周期。融資成本上升，令「改善企業」作為回報來源更受重視；與此同時，第四次工業革命正為美國工業、先進製造業及關鍵任務服務帶來更多機遇。

對投資者而言，下一個週期或更青睞能夠精明買入、持有持久企業並改善其營運的管理人。目標不只是進入私募市場。而是擁有未來——並審慎投資。

私募信貸：今日逆風，明日順風？

要點

- 私募信貸近期在企業直接借貸領域屢登頭條，這背後是切實的挑戰。但我們認為，這些逆風與其說是市場失靈的證據，不如說可能揭示了一個更成熟市場中良性重置的特徵。
- 今日的逆風或將為明日創造順風。交易活動低迷有助於恢復貸款人紀律，重新定價或可改善新資本的未來回報，借款人承壓則可能加大管理人之間的分化——區分出哪些管理人恪守紀律，哪些過度依賴有利的市場狀況。
- 下一階段，那些長期以來令企業直接借貸具吸引力的特質或將再次帶來回報：契約型收益、資本結構中相對股權的優先級別、結構安排與風險緩釋潛力。直接借貸亦會回報那些有能力靈活布局更廣泛私募信貸策略的管理人。



引言：私募信貸的重置

私募信貸已進入一個嶄新而更微妙的階段。經過十多年的快速增長，企業直接借貸市場在信貸承做、估值、流動性、行業敞口與借款人健康狀況等方面正受到更多審視。

這些擔憂不無道理，但我們認為它們更可能是市場走向成熟的跡象，而非失靈的表現。我們雖然不認為當前環境必然代表一個完整的信貸週期，但我們確實認為市場正在經受考驗。這場考驗揭示了借款人、行業與結構之間的分化，亦區分了信貸承做紀律嚴明的管理人與那些可能過度依賴有利市場狀況的管理人。

我們認為，私募信貸當前的一些逆風可能轉為順風，例如更優的定價、更強的結構、更審慎的資本部署、更大的管理人分化，以及市場對企業直接借貸以外的私募信貸策略重新關注。這一切能否實現，取決於信貸週期的演變，也取決於管理人發掘機會、嚴謹承做並恪守說「不」的紀律；尤其當私募信貸一些不那麼搶眼的特點——契約型收益、契約條款、抵押品、優先級別與耐心資本——變得更具價值之時。

值得關注的逆風與潛在順風



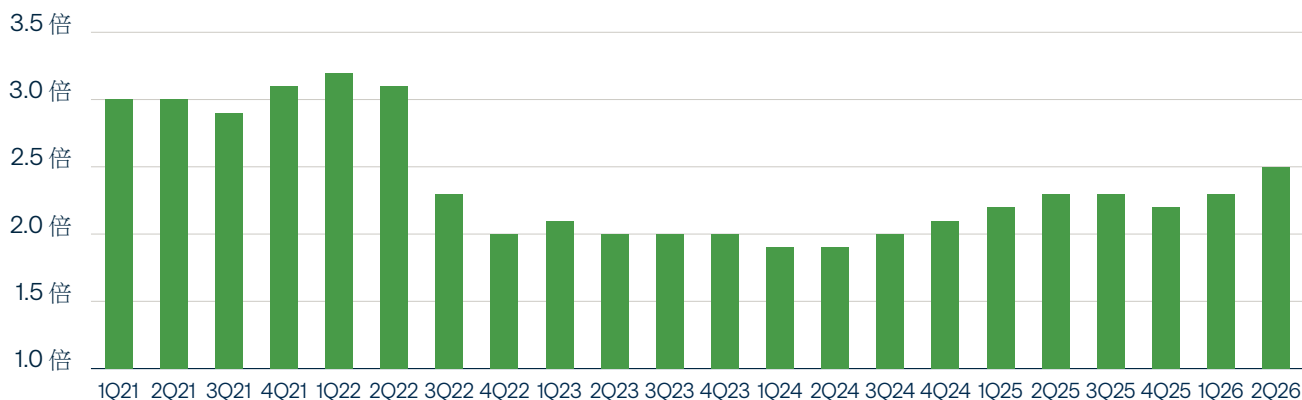
逆風：交易活動低迷。近幾個月來，私募信貸市場明顯降溫。2025 年，美國直接借貸規模下降 10%，交易宗數下降約 16%。¹⁴這屬實質回落，但活動量仍高於 2024 年之前的水平。交易宗數降幅大於規模降幅，亦表明隨着貸款人與借款人變得更加審慎，市場正呈現「數量減少、單筆更大」的特點。



潛在順風。交易活動放緩可能提升部署紀律的重要性，但供應減少並不必然帶來更優條款或更佳交易。在一個更具選擇性的市場中，紀律嚴明的貸款人可以等待風險調整後更吸引的機會，而不是為每一筆交易激烈競爭。與此同時，供應有限可能加劇貸款人對同一批優質借款人的競爭，從而對息差構成壓力。已有初步跡象顯示，新增交易或反映質素更高的借款人組合：2026 年第二季度利息覆蓋率平均為 2.5 倍，高於第一季度的 2.3 倍，創下 2022 年第三季度以來的最高水平¹⁵（圖 11）。有耐心且資金充裕的管理人，或許更有條件發放質素更高的年份批次貸款。

圖 11：利息覆蓋率升至 2022 年以來最高水平

美國新發放直接借貸貸款的利息覆蓋率*



利息覆蓋率衡量借款人履行利息支付義務的能力，通常以盈利除以利息支出計算。比率越高，通常表明償債能力越強。

*不含年度經常性收入（ARR）交易。

來源：KBRA DLD Research。截至 2026 年 6 月 30 日。

14. Kazimi 等人，《2025 年私募信貸》。

15. 利息覆蓋率按美國新發放直接借貸貸款計算；不含年度經常性收入（ARR）交易。KBRA DLD Research，2026 年 6 月 30 日。



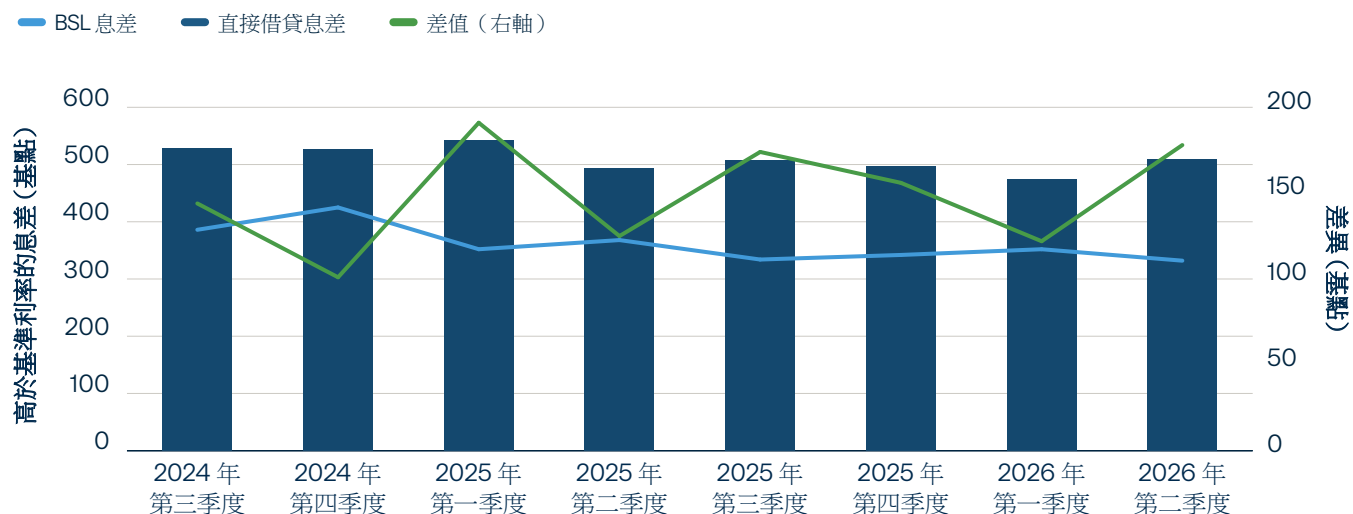
逆風：重新定價與估值壓力。隨着投資者重新評估整個信貸市場的風險，私募信貸估值面臨壓力。在利率與信貸週期較寬鬆階段發放的貸款，現時或隨管理人重新評估信貸風險、借款人表現及支撐早期估值的假設而下調估值。與此同時，企業直接借貸息差已從歷史較寬水平收窄，相對流動性信貸的息差溢價亦隨之下降。這令投資者是否獲得與其所承擔風險相稱的補償，成為更受關注的問題。



潛在順風。重新定價可以創造機會，因為它往往反映風險偏好的變化，並可能改善新資本的未來回報。即便在息差收窄之後，過去 12 個月企業直接借貸息差平均仍比銀團貸款息差高出約 150 個基點（圖 12）。但私募信貸的價值主張亦可能來自結構、契約條款、抵押品與優先級別，以及能夠以公開市場通常無法企及的方式為借款人度身訂造方案。在部署環境不那麼寬鬆時，私募信貸的重點或許已不在於追逐增量收益率，而在於透過嚴謹承做、信貸甄選與風險緩釋，為流動性不足、結構複雜及信貸風險賺取合理回報。

圖 12：直接借貸息差仍具吸引力

銀團貸款市場融資的槓桿收購（所有借款人）與直接借貸市場的息差



過往表現並不代表未來業績。直接借貸息差數據反映的是優先有抵押第一留置權貸款與統包債務融資。統包債務融資通常指單一批次的定期貸款，其中包含優先和次級債務批次。銀團貸款（BSL）數據反映向所有槓桿借款人發放的貸款。槓桿收購是指利用高比例債務收購被投企業。槓桿比例最高可達 90%，其餘部分由股權出資。槓桿收購中，被投企業的資產通常會作為債務抵押品，以支持收購。基點是一種計量單位，等於 1 個百分點的百分之一。例如，100 個基點等於 1.00%。

來源：PitchBook LCD。截至 2026 年 6 月 30 日。



逆風：借款人承壓。儘管整體信貸市場看似風平浪靜，但我們認為，平靜的表象之下，借款人正承受壓力。較高利率、槓桿水平上升及信貸承做標準放寬，令部分借款人受壓，尤其是資本結構於週期低利率階段形成的企業。隨著再融資需求臨近，資質較弱的借款人或將承受更大壓力——包括部分專為低利率、高估值環境而設的 2022 年前軟件貸款、基於 ARR 的貸款¹⁶，以及高槓桿結構。

例如，軟件業歷來被視為私募信貸頗具吸引力的領域，因為許多企業擁有經常性收入、黏性客戶群及穩定的現金流。但較高利率、高槓桿與 AI 相關顛覆的組合，已改變了信貸承做方程式。並非所有軟件企業都面臨同樣的風險：客戶關係持久、轉換成本高、產品屬關鍵任務且再融資路徑切實可行的企業，與那些嚴重依賴高估值倍數或激進資本結構的企業可能大相逕庭。這一區別強化了更廣泛的分化，亦凸顯了信貸甄選勢在必行。



潛在順風。借款人承壓同樣可能帶來潛在機會，而機會並不只源於壓力本身。更確切地說，更具挑戰性的環境有助於市場更清晰地分辨風險，加大管理人之間的分化，並強化信貸承做、信貸甄選與管理人甄選的重要性。紀律更嚴明的管理人或更有條件識別更優質的借款人、規避信貸損失並保全價值。

壓力與錯位亦可能創造機會。當市場拋售愈趨無差別時，手握可用資本的管理人或能精挑細選，以更具吸引力的價格買入。如果壓力進一步加劇，還可能催生紓困放貸的機會。

與此同時，私募信貸正不斷演進，不再局限於傳統的企業直接借貸。並非所有私募信貸都同樣優質，已配置企業直接借貸的投資者，或可透過涉足私募信貸市場其他領域獲取敞口，從中受益。例如，資產擔保融資可讓投資者涉足各行業的契約型現金流資產，這類資產與傳統企業資產負債表償債風險的相關性可能較低。

你知道嗎？

2025 年，專注於資產擔保融資的封閉式基金佔封閉式私募信貸募資額的 16.4%，高於 2024 年的 10.6%。¹⁷ 這表明，投資者已在企業直接借貸之外尋找更多元的方式以分散其私募信貸敞口。

16. ARR 貸款通常發放給息稅折舊攤銷前利潤（EBITDA）為負或偏低的公司。這些企業往往對增長預期及現金流持久性的變化更為敏感，尤其是在技術顛覆時期。ARR 衡量的是由經常性客戶合約或訂閱產生的可預測年化收入。

17. Kazimi 等人，《2025 年私募信貸》。

核心要點

當前企業直接借貸的逆風真實存在，但這並非私募信貸故事的全貌。

交易活動放緩或有助於恢復貸款人紀律。重新定價或可改善新資本的未來回報。而借款人承壓雖可能加大管理人分化，但亦可能為有準備的管理人創造機會——他們擁有資本、信貸承做紀律、周期經驗，以及投資於更廣泛信貸策略的靈活性。

相比近年為私募信貸定調的快速增長故事，這些趨勢或許並不那麼引人注目。然而，當市場平靜、資本充裕時，穩定收益、優先級別、結構保護與風險緩釋潛力的價值往往容易被忽視。當今日的逆風考驗市場之時，這些特質或將成為明日順風的驅動力。



另類投資市場數據看板

下文列出部分指標，可幫助投資者解讀各類另類資產的市場狀況。博楓認為，在投資者的投資組合中納入公募和私募另類投資都能夠發揮重要作用。

信貸	■ 私募信貸 ■ 高收益債券 423 億美元 交易金額 2026 年第二季度 -51.8% 1 年期變化	9.21% 直接借貸收益率 2026 年第一季度	6.86% 高收益債券 收益率* 2026 年第一季度	5,210 億美元 可投資資金 2025 年第四季度	2026 年第二季度，直接借貸約佔私募信貸募資額的 72%。 - 儘管完成募集的基金數目減少，2026 年第二季度私募信貸募資額仍按季增長近三倍、達到 987 億美元，凸顯資本集中度上升與管理人甄選趨嚴。
基礎設施	■ 私募基礎設施 ■ 公募基礎設施 799 億美元 交易金額 2026 年第二季度 -19.3% 1 年期變化	3.1% 公募 基礎設施收益率 2026 年第二季度	9.45 倍 公募平均 EV/ EBITDA 倍數 2026 年第二季度	4,400 億美元 可投資資金 2025 年第四季度	2026 年第二季度，可再生能源佔基礎設施交易額的 34%。 2023 年基礎設施基金的上四分位淨內部回報率為 20.6%，而下四分位僅為 0.5%，凸顯回報分化之大及管理人甄選的重要性。
私募股權	■ 私募股權 ■ 公募股權 10,810 億美元 交易金額 2026 年第二季度 +100.9% 1 年期變化	85.8% 二級市場 平均定價 2025 年第四季度	15.0 倍 中位 EV/EBITDA 交易倍數 2026 年第二季度	28,760 億美元 可投資資金 2025 年第四季度	2026 年上半年，私募股權二級市場交易金額超過 1,000 億美元，反映市場交投活躍。 2026 年年初至今，私募股權交易總額累計達 3.37 萬億美元——已較 2025 年全年高出 40%——平均交易規模亦從 1.39 億美元增至 3.46 億美元。
房地產	■ 私募房地產 ■ 公募房地產 443 億美元 交易金額 2026 年第二季度 +5.0% 1 年期變化	6.6% 平均資本化率 2026 年第二季度	0.6% 1 年期淨營運 收入增長 2026 年第二季度	6,130 億美元 可投資資金 2025 年第四季度	2026 年第二季度，全球私募房地產募資額按季增長 29%，達到 343 億美元，印證了復甦初現的跡象。 - 平均資本化率已連續八個季度下降約 20 個基點，由 2024 年第三季度的 6.76% 降至 2026 年第二季度的 6.56%。

過往表現並不保證未來業績。以上指數均不受管理，且不能供投資者直接購買。指數表現僅供說明之用，並非對任何投資表現的預測或描述。私募信貸以 Cliffwater 直接借貸指數為代表；高收益債券以 ICE 美銀美國高收益指數為代表；私募基礎設施以 Preqin 私募基礎設施指數為代表；公募基礎設施以富時全球核心基礎設施 50/50 指數為代表；私募股權以 Preqin 私募股權指數為代表；公募股權以 MSCI 世界指數為代表；私募房地產以 Preqin 房地產指數為代表；公募房地產以富時 EPRA Nareit 已發展市場指數為代表。來自 Preqin 的交易金額、可投資資金及表現數據均為截至 2026 年 6 月 30 日的初步數據，可能作出修訂，並分別反映 Preqin 私募信貸、基礎設施、私募股權及房地產指數。交易金額指某一特定時間段內已成交交易的累計價值。淨營運收入（NOI）為一項計算指標，用於分析可產生收入房地產投資的盈利能力。計算方式為：物業產生的全部收入減去合理必要的營運費用。

來源：彭博、Cliffwater、PEFOX、Preqin（除非另有說明），數據截至 2026 年 6 月 30 日；所示的私募市場指數以其可得的最新數據為準。

*高收益債券以彭博美國公司高收益債券指數為代表。

風險提示

作為一種資產類別，私募信貸涵蓋多種不同的債務工具。儘管各類工具的風險回報狀況不盡相同，但相較於公募信貸，私募信貸資產通常投機性集中投資於融資渠道受限的公司，因此違約風險普遍更高。由於私募信貸往往向低於投資級別或未評級的發行人提供貸款，其資產收益率因承擔更高風險而相應提高。

投資於房地產相關工具可能受經濟、法律或環境因素影響，這些因素會影響物業價值、租金或房地產佔用情況。

基礎設施公司可能會受到對其業務不利的多重因素影響，包括高利息成本、高槓桿率、監管成本、經濟放緩、產能過剩、競爭加劇、燃料供應短缺以及節能政策等。

另類投資通常具有投機性且涉及高度風險。投資者可能會損失全部或大量投資金額。高收益債券面臨利率風險。當利率上升時，債券價格下跌；通常，債券的期限越長，對此風險的敏感度越高。收益率會隨經濟狀況波動。收益率僅作為作出投資決策時應考量的因素之一。

與人工智能及新興技術相關的投資機會涉及重大風險，包括技術快速變革、監管不確定性、市場投機，以及預期中的技術進步可能無法如期兌現的風險。人工智能相關投資可能會劇烈波動，且具有投機性質。有關人工智能應用、數據中心需求、電力消耗及相關基礎設施發展的預測，本質上難以確定，實際發展亦可能與預期不符。

本出版物中的資料並非亦不應被視為投資建議，不代表任何交易意向或持倉情況，亦不構成投資表現預測。多元化既不能確保盈利，亦不能防止虧損。此處所示的觀點和資料隨時可能發生變更。博楓不承擔更新該等觀點及／或資料之任何義務。本資料被視為來自可靠來源；但博楓並不保證其完整性或準確性。

本文件表達的觀點乃博楓（包括其附屬公司和聯屬公司）的目前觀點，有可能發生變動，恕不另行通知。博楓（包括其附屬公司及聯屬公司）概不就更新該等資料或就任何變動通知客戶承擔責任。本文件所示的任何展望、預測或投資組合權重僅截至本材料顯示之日期，亦可能發生變動，恕不另行通知。**過往表現並非未來表現的指標，投資價值及該等投資產生的收益可上下浮動。**

前瞻性陳述

本文件資料包含、包括或基於前瞻性陳述。前瞻性陳述的定義載於聯邦證券法律（具體為修訂版《1934 年證券交易法》第 21E 條）及加拿大證券法律。前瞻性陳述包括除歷史事實陳述以外的所有陳述，這些陳述涉及未來活動、事件或發展，包括但不限於業務或投資策略或實施策略的措施、競爭實力、目標、我們業務的擴張和增長、計劃、前景和對我們未來成功的提述。這些陳述可透過以下事實加以識別：它們並非嚴格與歷史或當前事實相關。

諸如「預計」、「估計」、「期望」、「預期」、「打算」、「計劃」、「相信」及其他類似詞語，均旨在識別這些前瞻性陳述。前瞻性陳述可受到不準確的假設或已知或未知風險及不確定性的影響。其中很多因素在決定我們實際未來業績或結果方面將起重要作用。因此，概不保證任何前瞻性陳述。

我們的實際業績或結果可能存在重大差異。鑑於這些不確定性，您不應過份依賴這些前瞻性陳述。本文件不擬為博楓公司及其附屬公司（合稱「博楓」）發起的任何產品提供適用條款概覽。資料與觀點如有更改，恕不另行通知。本文件提供的部分資訊基於博楓的內部研究編製，某些資訊則基於博楓的各項假設，其中任何一項均可能證明並不正確。博楓可能並未驗證（並聲明不承擔任何驗證義務）本文件所載之任何資料的準確性或完整性，當中包括第三方提供的資料。您不可認為博楓已驗證任何該等資料而有所依賴。本文提供的資料反映博楓截至本評論所列日期的觀點與信念。

指數提供者免責聲明

本出版物中引用的指數均不受管理，且不能供投資者直接購買。指數表現僅供說明之用，並非對任何投資表現的預測或描述。比較所示指數與對任何博楓策略、組合或基金的投資時，亦應考慮可能存在的重大相關因素，例如在波動性以及監管和法律限制方面的差異。博楓從第三方指數提供者獲得所有指數數據，並相信這些數據準確無誤；然而，博楓不對其準確性作任何陳述。

博楓並不擁有本文件所引用的指數，亦不參與其建設及日常管理。所提供的指數資料僅供您參考，並不暗示或預示博楓產品將達到類似業績。這些資料如有更改，恕不另行通知。本文件中提述的指數不反映任何費用、支出、銷售費用或稅項。投資者無法直接投資於指數。指數提供者允許按「現狀」基礎使用其指數及相關數據，但對此不作任何擔保，亦不保證其指數或指數所載、與指數相關或由其衍生的任何數據之適用性、質素、準確性、及時性及／或完整性，並不承擔與使用前述內容相關的任何責任。對於任何直接、間接、特殊、附帶、懲罰性、後果性或其他損害賠償（包括利潤損失），指數提供者不承擔任何責任。指數提供者並無贊助、認可或推薦博楓或其任何產品或服務。除非另有說明，否則所有指數均為總回報指數。

關鍵條款及指數定義

年化淨回報是將回報按一年期折算後計算的幾何平均數。換言之，其將各期回報重新換算成以一年為期的回報。

彭博全球綜合指數是由全球交易的投資級別債券構成的市值加權指數。該指數納入政府證券、按揭抵押證券、資產擔保證券和公司證券，以模擬市場中的債券整體情況。該指數內的債券到期時間均超過一年。

彭博美國公司高收益債券指數衡量以美元計價的高收益固定利率公司債券市場。

資本化率（Cap Rate）屬房地產回報指標，用於根據物業的收入潛力估算物業價值。

其計算方式為：將物業的淨營運收入除以按現行市場利率確定的物業現值。

Cliffwater 直接借貸指數 (CDLI) 旨在衡量美國中間市場企業貸款的無槓桿、未扣除費用表現，並以商業發展公司（BDC）相關資產的資產加權表現為代表；這些 BDC 包括交易所買賣及非上市類別，且須符合特定資格要求。

直接借貸收益率以現時收益率表示，計算方式為最近一個季度的利息支付額除以該季度平均資產。

可投資資金指私募基金管理人已獲承諾但尚未投資、可用於未來投資機會的資本。

企業價值與息稅折舊攤銷前利潤之比（EV/EBITDA）為估值指標，比較公司的總企業價值與其 EBITDA，常用於評估公司及交易之間的相對估值。

富時 EPRA Nareit 已發展市場房地產指數是不受管理的市值加權總回報指數，由已發展市場的公開交易股權房託基金及上市房地產公司組成。

Green Street 商業物業價格指數 (CPPI) 是由 Green Street 發布的時間序列指數，用以追蹤美國商業房地產的價值。該指數根據主要板塊（包括寫字樓、工業物業、零售物業及多戶住宅）中機構級物業的交易價格與評估價值編製，廣泛用作衡量商業房地產價值隨時間變化的基準。

ICE 美銀美國高收益指數追蹤在美國國內市場公開發行、以美元計價且低於投資級別的公司債務表現。

工業生產：製造業：耐用品：半導體及其他電子元件指數計量位於美國的所有相關生產單位的實際產出，不論其所有權歸屬，但不包括位於美國屬地的生產單位。聯儲局的按月工業生產指數及相關產能指數與產能利用率涵蓋製造業、採礦業以及電力和天然氣公用事業。

MSCI 世界指數是經自由流通股調整後的市值加權指數，旨在衡量已發展市場的股票市場表現。

NCREIF 房地產指數 (NPI) 是私募商業房地產物業的季度無槓桿綜合總回報指標，相關物業僅為投資目的而持有。NPI 中所有物業均至少部分代表免稅機構投資者收購，並以受託人身份持有。

資產淨值：指互惠基金的每股價值，計算方式為：以基金資產減去負債，再除以流通在外股份數。

NFI-ODCE 指數是奉行核心投資策略的最大型私募房地產基金的投資回報指數（未扣除費用）；核心投資策略通常以低風險、低槓桿（低於 40%）及物業穩定、分散於美國各地為特徵。

Preqin 基礎設施指數以指數形式反映投資者在其私募基礎設施投資組合中平均賺取的回報，計算基礎為投放於私募資本合作關係的實際金額。每個數據點均根據在季度初及季度末皆具備綜合表現數據的封閉式基金池獨立計算。

Preqin 私募股權指數基於投資者在私募資本合作關係中實際投資的金額，反映他們在私募股權投資組合中平均賺取的回報。每個數據點均根據在季度初及季度末皆具備綜合表現數據的封閉式基金池獨立計算。

Preqin 房地產指數以指數形式反映投資者在其私募房地產投資組合中平均賺取的回報，計算基礎為投放於私募資本合作關係的實際金額。每個數據點均根據在季度初及季度末皆具備綜合表現數據的封閉式基金池獨立計算。

資本重組是為優化融資而改變投資資本結構中債務與股權配比的過程。在私募股權投資中，這可能涉及以債換股或以股換債，例如出售股份以償還債務。在房地產投資中，資本重組通常指引入新投資者以調整債務與股權的平衡。其主要目標包括改善財務結構、管理債務、重組所有權，或提升表現欠佳資產的價值。

二級市場定價指私募基金現有權益在二級市場買賣的價格，通常以相關基金資產淨值的百分比表示。

標普 500 指數是市值加權股票指數，涵蓋 500 家被廣泛持有的大市值美國公司。

Brookfield

聯繫我們



privatewealth.brookfield.com



privatewealth@brookfield.com



+1 855-777-8001