

焦点访谈 — 2025 年 7 月

驾驭私募信贷的挑战并把握机遇 — 视像访问记录

Neha

大家好！欢迎收看新一集投资总监焦点访谈，今集我们将探讨当前市场和投资者关注的热点议题。今天的讨论主题是私募信贷，这是私募市场内一个增长迅速的领域。我们会跟另类投资环球主管 Mathieu Forcioli 一同探讨投资者在投资私募信贷时，应如何驾驭当中的挑战和机遇。Mathieu，欢迎并感谢你的参与。Mathieu，为了让对这类资产非常陌生的观众更容易理解，你可否解释一下，私募信贷实际上是什么？

Mathieu

Neha，理论上，私募信贷泛指由两个交易方私下协议的任何贷款安排。时至今日，当投资者谈论私募信贷时，通常是指私募信贷的其中一个特定范畴，我们称为直接放贷。什么是直接放贷？直接放贷实际上是向企业提供贷款，通常由正在对该企业进行杠杆收购的私募股权经理人提供担保。过往，这类贷款由银行提供，当贷款规模足够大时，银行会将贷款出售并进行银团融资，在公开市场分销给公众投资者。这就是我们今天所称的广泛银团贷款，这类贷款已成为债券资产类别的一个重要组成部分。不过，有些企业可能规模太小，未能进入这个市场；或期望获得一些不适用于公开市场的特定条款；又或希望贷款继续以私募方式进行，这就是我们所说的直接放贷。以往这类贷款会由银行提供，但基于其潜在风险，监管机构鼓励银行逐步退出这个贷款市场。正是在这样的背景下，直接放贷人应运而生。实际上，这些直接放贷人是资产管理公司，代表其客户管理资金，并通过向企业提供直接贷款，力求争取最佳回报。

Neha

Mathieu，为何持有 60/40 投资组合的一般投资者应考虑涉足私募信贷？尤其是考虑到投资组合已将大部分资产配置于公开债券市场，理论上应可在市场受压时为其提供下行保障。

Mathieu

私募信贷和直接放贷往往在投资组合中提供较高回报和较低波幅，这正是越来越多投资者选择配置私募信贷的主要原因。不过，天下没有免费午餐。为何投资者可从这些优势中受益？因为他们需要承受低流通性风险。这是观众需要理解的最重要一点。所以，那些投资年期长，并能够承受低流通性风险的投资者，确实会将资金配置于这类资产，尤其是退休基金和保险公司，包括汇丰旗下的保险公司。我们观察到越来越多客户能够承受低流通性风险，并符合资格购买这类私募信贷基金，我们确实看到这些投资者开始配置于私募信贷，以把握其优势。

Neha

谢谢，Mathieu。我认为这正好提醒我们，如果投资者以长远为目标，并能够承受一定程度的低流通性风险，那么在投资组合中配置私募信贷，有望带来更高回报，并可能降低波幅。在此，我也想向观众展示一张图表，可见从历史数据来看，与图表的其他资产类别相比，私募信贷在市场下行时的跌幅最小，而且回升速度最快。Mathieu，现在让我们谈谈私募信贷面临的主要挑战。最近，国际货币基金组织警告，指出通过直接放贷人进行借贷的企业当中，接近半数事实上是以负自由现金流营运，令这些企业实际上依赖所谓的“实物支付”票据来继续运营，因为这些票据延迟利息支付至较后日期，但往往需承担较高利率。你认为直接放贷的基本因素是否正在恶化？

Mathieu

Neha，正如我们常说的，魔鬼藏在细节中，对吧？首先，我今天确实希望提醒观众，整体来说，直接放贷和私募信贷没有上行空间，只有下行风险。这是什么意思呢？实际上，你最多只能收回你已借出的贷款本金，加上你跟借款人已协商需要支付的票息，但你面临的下行风险是损失所有资金。因此，选择能有效管控下行风险的经理人非常重要。谈到你刚才提到的“实物支付”，概括来说，我认为实物支付有两种：第一种是贷款初始时，借款人与放贷人已协商的实物支付，因为根据企业的个别状况，这被视为对双方最有利的安排。第二种实物支付结构是在贷款期内进行协商，因为借款人突然无法再支付票息。

显然，第二种实物支付结构值得多加注意，因为这反映借款人可能难以偿还债务。整体而言，现时直接放贷和私募信贷的环境仍然相对稳健。但当然，如果整体经济和经济状况恶化，私募信贷也会经历信贷周期的压力，正如其他资产类别一样。我们的职责是确保我们的私募信贷投资者在投资于直接放贷时，仍能持续获得优于传统流通信贷资产的表现。

Neha

Mathieu，数据显示直接放贷再次恢复升势，尤其是美国。不过从地区来看，我们希望分散投资于不同的地区和地域，除了美国之外，你认为那些地区也展现机遇？举例说，欧洲或亚洲是否有值得关注的投资机会？

Mathieu

美国是最发达的直接放贷市场，但也是竞争最激烈的市场。我们已开始观察到，不同经理人所管理的投资组合开始出现重叠。在某位经理人的贷款投资组合中，大约有 10%至 20%与另一位经理人的投资组合重叠。欧洲实际上是另一个值得关注的地区。这个市场高度分散，作为直接放贷人，你需要在每个运营国家设有当地据点，这为投资者和分散投资提供非常值得关注的机会。因此，我强烈建议投资者参与欧洲市场。亚洲目前仍处于起步阶段，市场依然以银行为主导。不过，很明显在未来某个时候，亚洲市场很可能会跟随美国和欧洲的发展路径。

Neha

总括而言，私募信贷因其私募性质，与公开市场的信贷相比，拥有截然不同的风险回报特性。其次，对于那些采用传统 60/40 投资组合并以长线回报为目标的投资者来说，只要能够承受一定程度的低流动性风险，应可受益于私募信贷配置，尤其是长远有助提升回报和降低波幅。然而，投资于私募信贷的下行风险是投资者可能损失全部资本。因此，选择合适的私募信贷经理人至关重要。最后，虽然美国仍是最活跃的私募信贷市场，但欧洲已开始出现一些新机遇，而随着亚洲市场逐步发展，未来也将孕育出不少别具潜力的私募信贷投资机会。Mathieu，非常感谢你今天分享有关私募信贷的精辟见解。