

遭遇“估值迷雾”与“赎回浪潮”

# 私募信贷行业分水岭时刻或将来临

□本报记者 郝健

当双线资本创始人杰弗里·冈拉克与瑞士知名对冲基金经理费利克斯·祖劳夫同时发出警告，私募信贷市场的结构性裂痕正在逐渐暴露。从“同一笔贷款、两种悬殊估值”的现象，到有头部机构永久关闭赎回通道，一场由产业技术颠覆、流动性错配和信用标准滑坡等因素引起的信任危机，正将这个长期隐匿于聚光灯外的“影子银行”体系推向分化的十字路口。

## 估值“罗生门”

冈拉克在近日对话中表示，业内出现“不同经理对相同的贷款估值差异很大”的情况。同一笔头寸，一家机构估值为面值的95%（即接近全额），另一家却仅为标价的8%。

估值何以出现如此大的偏差？一个原因在于，私募信贷的底层资产缺乏公开交易价格，定价高度依赖管理人的模型判断。不同机构对同一笔贷款的信用风险、回收率假设不同，估值可能天差地别。金融稳定委员会（FSB）在2026年5月发布的报告中，同样将“估值不透明性”列为私募信贷的关键脆弱点之一。

紧随而来的，是众多贷款管理



视觉中国图片 制图/苏振

人始料未及的产业颠覆浪潮。有报告显示，私募信贷资产中，软件行业敞口占比高达约30%，成为最大的单一行业敞口。然而，人工智能工具的迅猛发展，正对软件公司的传统商业模式构成实质性威胁。此前发放的贷款大多未将AI视为重大风险，信用敞口可能被普遍低估。橡树资本联合创始人霍华德·马克斯认为，部分管理人接受了过多资金，投放过快，标准过低，为当前的市场修正埋下了隐患。

## 赎回潮涌

估值的不透明或许还能被掩盖，但赎回压力却是实实在在的。

2026年2月，Blue Owl决定对规模16亿美元的OBDC II基金永久关闭赎回窗口，这是该类头部机

构首次将非交易型BDC（商业发展公司）转为变相清算型基金，被晨星评论为“半流动性基金投资者的惨痛教训”。

更多头部机构加入了限制赎回的行列。一季度，贝莱德旗下260亿美元的HLEND基金赎回申请比例达到净资产的9.3%，近一半被搁置，消息当日贝莱德股价重挫。摩根士丹利旗下基金尽管一季度赎回申请达10.9%，仍执行5%的上限。Cliffwater旗下基金一季度赎回申请达14%，仍执行7%的上限。

二季度，赎回压力并未缓解。黑石旗下私募信贷基金BCRED二季度赎回申请达10%左右，公司按5%上限兑付。该基金一季度曾出现约38亿美元的赎回申请，当时黑石将回购上限从5%提高至7%，并额外注入4亿美元自有资金以满足全部赎回。阿

波罗旗下基金二季度赎回请求升至16.8%（约24亿美元），而基金将赎回上限设为5%，预计二季度净流出约4亿美元。6月初，瑞士私募股权公司Partners Group对旗下86亿美元规模的常青基金实施赎回限制，同样以此类策略闻名的KKR等机构股价同步下跌。

赎回潮的连锁反应正在蔓延：一旦机构开始限制赎回，会引发更多投资者争相退出。当赎回请求超过季度5%的上限时，机构通常会按比例分配赎回款，客户往往需要再等至少一个季度才能取回剩余资金。

有国际机构在今年4月发布的报告中指出，美国私募信贷违约率在2025年已创下9.2%的新高，并且市场普遍预期该趋势或将持续甚至恶化，这些正在动摇投资者对整个资产类别的信心。

## 分化的十字路口

面对当前私募信贷市场出现的困境，祖劳夫表示：“这个资产类别本身不会消失，但部分私募信贷公司会消失。”这一判断似乎正被现实趋势印证。

一边是“逃离风险”。资金正从高风险的直接贷款基金向更高透明度和分散度的品种进行迁移。根据LSEG Lipper数据，22只BDC基金一季度共获8.68亿美元资金流入。还有机构称一季度有大额资金涌入部分AA评级私募信贷基金及优质BDC的细分ETF，这与赎回潮形成反差。

另一边是“逆势布局”。在Blue Owl遭遇困境时，资管巨头PIMCO买下了其旗下基金发行的4亿美元债券；高盛旗下私募信贷平台也完成了7.5亿美元的债券发行。

与此同时，机构还从制度入手重建市场信任。阿波罗全球管理CEO马克·罗文强调“提升基金定价透明度至关重要”，并承诺将在9月底前为其信贷基金提供日度价格。橡树资本旗下战略信贷基金传来积极信号，二季度赎回请求降至4.5%，低于赎回上限。

危机如同一场充满挑战的压力测试。正如PIMCO报告所指出的，在直接贷款终将迎来周期考验的背景下，投资者正被迫重新审视自身的非流动性敞口及相应的风险补偿。当“淘金热”退潮，资产质量、风控纪律和透明度，终将取代规模和速度，成为这个庞大“影子银行”体系下一轮竞赛的人场券。

## 华夏基金阳琨：

# 中国资管机构将迎来弯道超车历史性机遇

□本报记者 张舒琳

AI产业链的快速发展正在改写全球竞争格局，也在重塑资管行业的战略坐标。在信息效率极大提升、认知壁垒被打破的市场上，主动投资的核心价值将体现在哪里？

在华夏基金副总经理、投资总监阳琨看来，核心是从个人能力驱动走向体系能力驱动，从国内研究走向全球视野。这一轮AI产业革命不仅提供了显著的投资机会，更是中国资管机构可能实现比肩国际一流投资机构的历史性窗口。近期，华夏基金投研体系迭代至5.0版本，以国际化、平台化、生态化为核心，力争在这一窗口期实现跨越式突破。

## AI带来巨大创新机遇

随着科技行情持续演绎，AI是否出现了巨大的泡沫，成为当下行情里争论最多、也难有定论的问题。阳琨认为，分歧实际上存在于金融从业人员与实业人群之间的体感割裂。金融市场的短期指标的确指向过热，但做实业的人看到的是长期指标均在向好。本轮科技行情不是简单的主题炒作，背后有AI算力基建、半导体景气复苏、国产化等产业趋势支撑。虽然经过快速上涨后，部分方向估值和交易拥挤度已经不低，波动自然加大，但长期来看，阳琨持乐观态度。

他将这轮AI浪潮定性为一次重要的技术创新，用康波周期的视角

看，可能是一个四五十年量级的巨大创新机遇。从产业层面看，无论是模型训练、模型推理还是AI应用端，乃至AI产业链拉动的芯片、半导体及上下游各环节，全球各国对AI资本开支的规划仍在进一步增长。AI需求的长期增长是一个不断渗透的过程，即使中间会遭遇阶段性的周期波动，但长期向上的大方向并不因此改变。

对于AI商业模式，阳琨提出了一个有别于主流叙事的判断，他认为，AI更接近制造业模型，而非互联网模型。互联网时代，用户为网站和APP付出的边际使用成本为零，往往只选最好的那个，由此造就了国际上MAGA（Microsoft、Apple、Google、Amazon四巨头）和国内BAT（百度、阿里、腾讯）赢家通吃的格局。但AI时代的不同在于，全球主要互联网厂商每年投入的资本开支十分庞大，其中80%流向算力和基础设施，Token的成本是真实存在且高昂的，用户需要付费，也需要评估性价比，因此会导致市场发展为大众市场、奢侈品市场和长尾市场并存的分层格局，而非一家独大。如果中国开源模型能持续保持以“30%的成本提供80%的效率”的追赶态势，未来的全球市场有机会重复中国制造业崛起的故事。

具体到产业内部走势，阳琨判断，未来行情大概率会从普涨走向分化，从产业趋势和风险偏好驱动，逐步进入业绩验证阶段。真正能兑现收入、利润和订单的公司，可能继续获

得估值溢价。后续投资需要在产业趋势、公司竞争力、业绩兑现和估值性价比之间做平衡。

## 力争成为国际一流投资机构

AI产业的投资机会，并不会均等地被全球所有投资机构把握。靠近产业、对产业有直观理解是主观投资最重要的优势。过去几年，AI硬件端的供应链大多分布在中国大陆、中国台湾、日本、韩国，AI软件端的竞争则刚刚开始。

阳琨认为，从这一角度出发，中资机构有着天然的地理和认知优势。就像新能源时代中国汽车行业弯道超车吸引全球消费者一样，AI产业链的崛起，也给中国资管机构在全球市场竞争中提供了同样的机会。对华夏基金而言，需要做的是在产业机遇窗口期完成自身体系的系统性升级，打造为国际一流投资机构。

当前，华夏基金投研体系已升级为“5.0”版本，核心包含三个维度。首先是国际化能力建设，阳琨介绍，华夏基金通过构建全球科技跟踪框架，把握全球产业趋势，打造拥有全球视野、全球研究、全球配置和全球服务的国际化投资团队。其投资研究部专设海外研究小组，对全球科技、智能驾驶、医药、消费等重点行业形成持续覆盖。并定期前往美国、日韩、东南亚等地实地调研，通过对海外龙头、供应链企业、终端需求和技术路线的交叉验证，积极把握全球产业趋势中

的投资机会。此外，华夏基金香港子公司资产管理规模已超过2000亿港元，是公司走向国际化的重要平台。

其次是平台化重构。华夏基金推动投资决策从个人经验向系统化、流程化转变，构建“A+H+美股”联动的全域研究平台，并在此基础上形成全市场基金的六大投研小组和以龙头系列为代表的行业基金。在研究架构上，股、债、汇率、商品等融合研究，产业链上下游协同研究，交叉验证。

第三是生态化布局。作为一家多资产全能平台，华夏基金旗下共有超过400只公募基金，覆盖主动权益、固收、量化、FOF、REITs等多个领域，使投资能力能够以标准化工具形式输出给不同类型投资者，实现从产品销售向资产配置解决方案的转型。

从业绩表现来看，据国泰海通证券数据，截至2026年3月31日，华夏基金近5年绝对收益率为18.37%，超额收益率达到19.24%，两项指标在13家大型基金公司中均位列第一。

## 加强投研平台体系化建设

华夏基金在业内最早提出了研究创造价值的投资理念，但在A股市场信息效率显著提升的背景下，研究创造价值正面临新的挑战。

阳琨指出，当前市场已进入“高认知竞争时代”，单纯的信息优势几乎消失，投资越来越依赖对产业本质的深度理解。华夏基金通过“专家式研究员+行业组长、行业

投资牵头人+全行业投资经理”三级架构，在研究团队和投资团队之间设置了衔接角色，实现研究成果的高效转化。

阳琨认为，最深层的变化是从“个股选择”转向“组合管理”，从“基金经理单兵作战模式”转向“体系化投研平台”，过去是在单一资产类别里寻找Alpha（超额收益），未来要建立跨资产的组合管理能力。华夏基金定位于底层产品和解决方案供应商，近年来大力发展多资产投资团队，致力于打造足够多标准化、风格鲜明且稳定的投资产品和工具。

在投研架构上，华夏基金既强调自上而下，又重视自下而上。在自上而下方面，搭建宏观策略团队、大类资产配置团队、行业研究团队，对大势有前瞻性预判，明确未来3至5年真正具备投资价值的产业方向，深度进行产品布局。在自下而上方面，培养深耕产业和企业的专家式研究团队，哪怕是冷门行业，在行情低迷时也仍然有研究员坚守跟踪，方能在产业机会来临时脱颖而出。

阳琨以一只军工主题基金举例，该基金过去受行情影响沉寂了三年，规模一度下降至两千万元，但华夏基金内部依旧给予了那只基金优秀考核。最终，这只基金成长为百亿量级的产品。“一个好的基金经理必须真正相信他所深耕的产业趋势，这是他能做出超额收益的前提。避免风格漂移不能依靠基金经理的自律来实现，而是要依靠制度来保障。”阳琨表示。