

私募信贷工具的估值

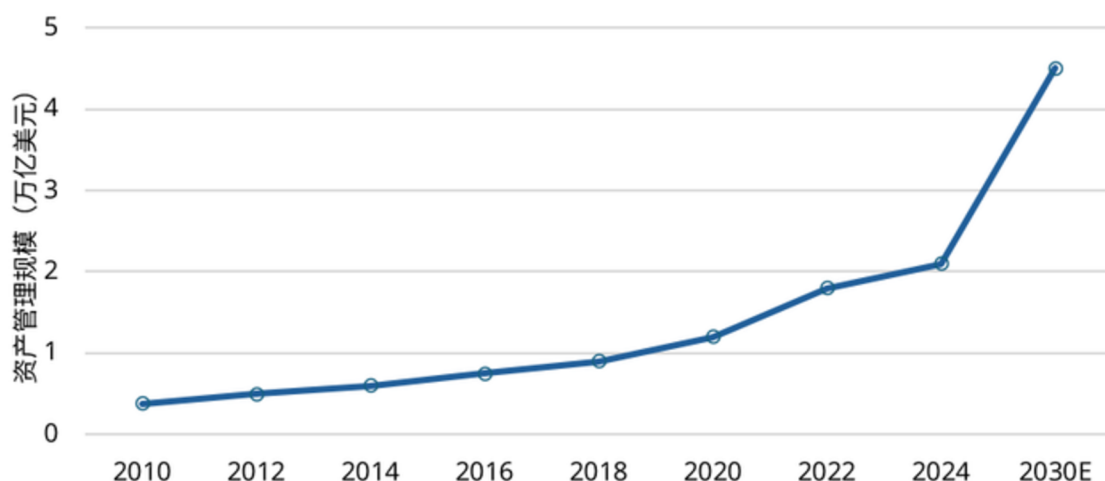
信息不透明下的2万亿美元私募信贷估值：
为何公允价值已取代利差，成为最关键的指标

一. 私募信贷市场正处于转折点

十年复利增长

在过去十年间，私募信贷已由小众的另类投资工具，逐步发展成为全球金融市场中的重要核心资产类别。根据Preqin及《金融时报》的数据，全球私募信贷市场的资产管理规模（AUM）已由2010年的约3,800亿美元增至2025年的逾2万亿美元，预计未来将以约13%的复合年增长率持续扩张，并于2030年达到4.5万亿美元。

图表 1：全球私募信贷资产管理规模，2010-2030E



资料来源：Preqin (2025) 及金融时报

私募借贷的兴起可以追溯到全球金融危机之后。对传统银行机构实施的更严格监管框架，严重限制了它们向中型企业提供资本的能力。这种收缩创造了巨大的流动性缺口，增加了企业对传统借贷渠道之外的替代融资来源的需求，而非银行直接贷款机构则迅速进入市场并填补了这一缺口。



私募信贷为借款人和投资者都带来了独特的优势：

- **对借款人:** 直接贷款机构可提供定制化融资条款、更灵活的交易结构、更高效的执行流程，以及更高的融资交割确定性。
- **对投资者:** 资产管理机构可通过私募信贷实现投资组合多元化，获取具有吸引力的风险调整后回报，并相较公开市场固定收益产品享有较为稳定的收益率溢价。

私募信贷策略非常广泛，涵盖优先级直接贷款、次级/夹层债务、不良债务、特殊机会和基础设施信贷等，使机构投资者能够根据自身投资目标，灵活配置并定制投资组合的风险收益特征。

私募信贷周期迎来转折

然而，在多年的快速扩张之后，市场正面临着对借款人信贷质量日益严格的审查。根据惠誉评级（Fitch Ratings）的数据，截至 2026 年 5 月的 12 个月内，美国私募信贷违约率达到了创纪录的 6.0%。

值得关注的是，在上述违约事件中，约52%涉及延期支付利息或将利息转换为实物支付（PIK）安排，即未支付利息不以现金结算，而是计入贷款本金。尽管PIK条款可在短期内缓解借款人的流动性压力，但其亦可能掩盖潜在的财务困境，并随着利息不断资本化而显著推高杠杆水平。摩根士丹利的分析师警告称，2026 年整体违约率可能会攀升至 8% 左右。

图表2：私募信贷违约事件构成（截至2026年5月止过去十二个月）

违约事件类型	违约占比
延期支付利息或转为PIK	52%
困境债务展期	36%
未修复的违约支付	6%
破产、清算、债转股或庭外债务重组	6%

资料来源：惠誉评级

PIK的使用是借款人压力渗透至账面价值的最清晰渠道。评估了约三分之一美国私募信贷投资组合的 Lincoln International 报告称，包含PIK结构的贷款比例从 2022 年初占市场的 5% 翻倍增长至 2025 年底的 11%。更关键的是，“坏 PIK”（即困境下由现金支付转为 PIK 条款的贷款）在同一时期从 2% 上升至 6.4%。公开上市的商业发展公司（BDC）目前约有 8% 的投资收入是以非现金形式确认的。

对于估值专业人士而言，每一次由现金付息转为PIK付息安排都涉及一个核心问题：该金融工具的现金流是否仅被延期，还是其基础风险状况已发生实质性变化，以致即使利息仍在账面上持续计提，折现率也必须提高？

该行业对软件和科技借款人的集中敞口进一步放大了这些担忧。据估计，在所有由私募股权投资机构支持的私募信贷贷款中，约40%投向软件及科技企业。人工智能的快速发展正在重塑既有商业模式，并对未能及时转型的软件企业形成压力，进而削弱其偿债能力。

在违约指标持续上升的背景下，这些结构性变化亦可能导致相关风险向更广泛的金融市场传导，使估值透明度成为市场关注的核心议题。

为何估值现在成了核心约束

与广泛银团贷款或企业债券不同，私募信贷工具是通过双边形式发行的。由于这些贷款不在公开市场交易，根据公允价值层级，它们被归类为第三层级（Level 3）投资，这使得它们具备非流动性且高度依赖模型驱动的估值方法。

这种归类所带来的后果远远超出了合规报告的范畴。在 2026 年第一季度，几家著名的半流动性基金限制了投资者的赎回：

- 贝莱德旗下HLEND基金，由于约12亿美元的赎回申请超过新增的8.4亿美元资金流入，对投资者赎回规模实施限制。
- 摩根士丹利旗下某私募信贷投资工具在赎回申请达到净资产的10.9% 后，对赎回规模实施了限制。
- Cliffwater旗下规模达330亿美元的基金在赎回申请达到基金净资产的14% 时，将实际赎回比例上限设定为7%。

在以资产净值（NAV）进行赎回且该 NAV 是由模型推导出的情况下，估值标记就不再只是一个会计处理，它成为了资本在退出投资者和留存投资者之间转化的确切价格。因此，公允价值的严谨性已从中后台的合规常规转变为核心的信托责任。

此外，二级市场尚未提供可靠的价格发现。2025 年私募信贷二级市场的交易量估计为 180 亿美元，仅占市场总 AUM 的约 1%（相比之下，私募股权的年翻转率约为 2-3%）。在缺乏可观察到的退出交易的情况下，折现率承担了捕获信用恶化状况的全部重任。



二. 估值方法

具体估值方法

现金流折现法（DCF）是评估私募信贷工具价值的基础估值方法，其估值过程主要包括以下两个步骤：

- **现金流预测:** 首先，根据贷款合同条款梳理并测算未来各期现金流，包括定期支付的现金利息、累计PIK利息以及贷款到期时偿还的本金。
- **折现至现值:** 随后，采用适当的折现率，将上述预计现金流折算为现值。折现率是估值中的关键参数，其代表当前市场环境下，独立市场参与者为承接一项在风险特征、信用质量及剩余期限方面均与被估值贷款相同的贷款，而要求获得的市场收益率。

折现率推导

折现率的推导通常会首先选取与被估值金融工具在信用评级、剩余期限及交易特征等方面具有较高可比性的公开市场债券收益率作为基准收益率。随后，在该基准收益率的基础上，根据被估值金融工具所面临的特定风险因素作出相应调整，包括国家风险及流动性不足风险等。

从数学上，折现率是采用以下累加法（Build-up approach）构建的：

图表3：折现率累加框架示意

利率构成项	利率	具体说明
同类公开债券的收益率	9.5%	与被估值贷款具相近信用等级的公开市场可比债券基准收益率
减：同类债券的无风险利率	4.0%	扣除与基准债券计价货币及所属司法管辖区对应的无风险利率
= 隐含信用利差	5.5%	基于无风险利率基准推导的信用风险溢价
加：被估值金融工具对应的无风险利率	3.2%	加回与被估值贷款计价货币及剩余期限相匹配的无风险利率
= 推算基准收益率	8.7%	经调整的基准收益率
加：国家风险溢价	1.1%	根据借款人所在司法管辖区的政治及经济风险作出相应调整
加：流动性不足溢价	1.5%	补偿二级市场流动性不足而计取的溢价
= 最终确定的折现率	11.3%	适用于预计现金流的折现率

注：折现率的实际推导方式可能因具体交易情况、可获取数据及金融工具结构的不同而有所差异。上述框架仅供示例说明之用。



三. 私募信贷的关键估值考量

确定私募信贷的公允价值，需要同时评估量化信用指标及定性结构特征。由于此类资产流动性较低，且不在公开市场交易，因此必须审慎分析可观察市场数据与被估值贷款独特特征之间的差异，并通过合理调整予以衔接。

下表概述了全面的私募信贷估值框架下需要重点考虑的主要估值因素：

图表4：私募信贷估值考量框架

考量维度	具体描述
市场参数校准	估值首先应测算贷款在购入或承销时点的隐含收益率及信用利差，以建立具有实际交易依据的初始估值基准。后续估值则需根据借款人信用状况、财务表现以及当前市场利差的变化，对上述参数作出相应调整
信用风险评估	通过持续跟踪关键绩效指标、信用指标及基础财务表现，监测借款人信用状况的量化变化。借款人信用评级如发生任何变动，均应在后续估值中相应调整并反映于折现率
流动性及国家风险溢价调整	在折现率中加入流动性不足溢价，以反映该贷款缺乏二级市场交易流动性的影响。在适用情况下，如借款人的主要经营所在国与公开市场可比公司的所在国不同，还应计入国家风险溢价，以反映借款人经营所在国特有的制度、政治及经济风险。
结构性保护条款	评估贷款特定结构性条款对价值的影响，包括优先级担保安排（如第一顺位抵押担保）、财务契约的遵守情况及可用缓冲空间，以及嵌入式期权或其他特殊条款（如认股权证或提前赎回保护条款）
PIK、条款修订及财务契约调整	评估由现金付息转为PIK付息或豁免财务契约，究竟属于常规流动性管理安排，还是反映借款人信用状况恶化。对于在财务压力下达成的重组安排，即使利息仍按合同约定正常计提，也应立即调整信用利差
估值治理、校准频率及回溯检验	建立并持续执行正式的估值政策，明确重估频率，对第三层级（Level 3）资产估值开展独立复核，并将历史估值结果与实际退出结果（包括贷款偿还、再融资及资产出售）进行系统性回溯检验

四. 估值治理的最佳实践

在我们所有的咨询工作中，有五个实用步骤能够使估值经受住审计师和有限合伙人（LP）的严格审查：

1. **锚定初始起点:** 在承销时建立明确收益率及信用利差指标。此后每次估值均应与该初始基准进行明确核对，并说明各项估值变动的原因。
2. **拆解利率与信用驱动因素:** 将各期收益率调整分解为无风险利率、市场利差、国家风险及借款人信用风险等独立组成部分。任何无法明确归因的估值变动均难以通过审计复核。
3. **将贷款条款变更视为重估触发事件:** PIK 转换、契约重置和到期展期必须触发正式的模型重新评估，而不是直接使用历史输入值。
4. **针对下行情景进行压力测试:** 围绕折现率开展敏感性分析，并针对列入重点观察名单的资产，建立以预计回收率为基础的清算估值模型。
5. **记录决策依据，而不仅仅是计算公式:** 第三层级（Level 3）资产估值能否经得起审查，取决于各项风险溢价背后是否具备完整、可追溯的定性证据，而非仅依赖公式化计算。

五. 结论

在计量私募信贷工具的公允价值时，所应用的方法论必须随着时间的推移保持一致，并锚定在交易初始时建立的参数上。鉴于私募市场本质上的不可观察性，聘请具有丰富直接借贷经验的独立估值专家对于维持可信的估算至关重要。

独立估值在基金治理的三大核心支柱中发挥着关键作用：

- **提升投资者信心:** 独立估值有助于提高估值过程的透明度及结果的可信度，使投资者更有信心相信所披露的NAV能够公允反映相关贷款组合的实际价值。
- **强化风险管理:** 独立专业机构可对内部关于信用质量、违约概率及回收率等关键假设进行客观审视与独立质询，从而构建额外的风险控制层，有助于更早识别潜在及新出现的风险。
- **确保符合审计及监管要求:** 形成完整、可追溯且具备充分依据的估值记录，以满足审计师、监管机构及有限合伙人严格的审查要求。

随着私募信贷逐步发展成为规模逾2万亿美元、支撑全球资本市场的重要资产类别，独立估值将不再仅是一项定期合规程序，而将成为机构级基金管理的标准要求。

联系我们



彭颂邦

特许金融分析师，资深会计师(香港)，资深会计师(澳洲)
皇家特许测量师学会专业会员，皇家特许测量师学会注册评估师

首席合伙人

+852 3702 7338

+86 138 1023 8603

vincent.pang@avaval.com

艾华迪集团

艾华迪集团 ("AVISTA") 是一家领先的专业咨询机构。我们擅长为多种目的提供全方位的服务，包括：估值咨询、风险管理咨询、ESG咨询、企业咨询及房地产顾问服务。艾华迪集团是国际估值准则理事会 ("IVSC") 的企业会员。我们在亚太地区实力雄厚，分布于香港、上海、北京和深圳。通过有效利用本地与国际网络以及各业务线间的协同效应，我们致力于为客户提供高质量的服务，并协助他们在复杂的商业环境中制定战略，以实现价值最大化。



资料来源：Preqin (2025); 金融时报; 惠誉评级; U.S. Private Credit Default Rate (2026年5月); Moody's Ratings; Proskauer Private Credit Default Index (2026年第一季度); 林肯国际; With Intelligence Private Credit Outlook 2026; 摩根士丹利; IPEV 估值指引。市场数据截至2026年7月。

本文件由艾华迪集团从其自认为可靠的来源汇编而成。其中所含的所有观点、分析、预测、展望及预期，均仅为基于该等信息的主观判断，不具有任何保证性质。艾华迪集团或任何其他方均概不就其准确性或完整性作出任何明示或暗示的陈述、保证或担保。本文件所载的所有观点与估计均可随时更改，不另行通知。