



(2026 年第 3 期，总第 206 期)

中国证券投资基金业协会

2026 年 6 月 1 日

国际私募信贷市场流动性错配风险及启示

【编者按】近年来，私募信贷（Private Credit）市场经历了爆发式增长。其兴起的重要背景之一，在于海外中小科技类企业难以从传统银行体系获得充足融资，私募信贷凭借其灵活性的特点，有效填补了这一直接融资空白，在支持科技创新和中小企业发展方面发挥了积极作用。然而，随着市场规模扩张，私募信贷借助半流动性产品结构迅速向零售投资者开放，资产端非流动性与负债端定期赎回承诺之间产生结构性矛盾。2026 年第一季度，人工智能技术迭代引发传统科技类信贷资产系统性重估，多家知名机构旗下私募信贷产品相继触发赎回限制（Gate），出现赎回压力。金融稳定委员会（FSB）于 2026 年 5 月发布了《私募信贷脆弱性报告》，将流动性错配、银行与私募信贷关联风险、估值不透明及集中度风险列为重点关注领域。值得注意的是，本轮赎回压力事件尚未演化为系统性风险，相关机构通过赎回上限、分期

给付等流动性管理工具有效化解了冲击。本文以此次赎回压力事件为切入点，比较美国、欧盟、英国三地的监管应对框架，结合FSB的最新数据与风险警示，就私募信贷流动性风险展开分析，并立足金融服务实体经济，提出相关思考。

一、私募信贷的兴起背景、产品结构与流动性承诺

（一）私募信贷的定义、兴起背景与市场规模

根据金融稳定委员会（FSB）¹的定义，私募信贷是指非银行机构向中型企业提供的、在双边基础上谈判的直接贷款，这些贷款通常期限较长且流动性较低。私募信贷市场的兴起，在很大程度上源于中小科技类企业在传统银行体系中的融资困境，这类企业往往缺乏可供抵押的重资产，难以满足银行授信标准，而私募信贷以其灵活的结构设计和双边谈判机制，有效填补了这一融资缺口。国际知名资产管理机构在私募信贷领域先后组建专门团队，深耕科技、医疗健康等领域业务，在促进直接融资、支持实体经济方面发挥了重要作用。

截至2024年底，全球私募信贷总额估计在1.5万亿至2万亿美元之间。从地理分布看，美国约1万亿美元，拥有全球最大的市场，自2019年以来增长了三倍；其次是欧洲和英国。过去五年中，私募信贷在英国的年均增长率达到17%，欧洲过去十年年均增长13%。

（二）半流动性机制设计与辖区差异

¹ 参见金融稳定委员会（FSB）于2026年5月发布的《私募信贷脆弱性报告》，<https://www.fsb.org/2026/05/report-on-vulnerabilities-in-private-credit/>。

传统上，私募信贷基金通常以封闭式结构运营，然而，为吸引更广泛的资金，设置定期赎回机制的半流动性结构近年来在全球范围内日益增多，主要包括以下四类结构：

一是美国区间基金（Interval Fund），依据《1940年投资公司法》Rule 23c-3，可按季度、半年或年度向投资者发出回购要约，每次回购比例通常为基金资产净值（NAV）的5%至25%。基金须在注册文件中明确回购政策，每次回购前履行规定的披露和定价程序。

二是美国非上市商业发展公司（Non-Traded BDC），以季度赎回设置了流动性安排，赎回上限通常为基金资产净值的5%。目前，在美国，尽管此类半流动性基金仅占美国私募信贷市场的小部分，但因其设置定期部分流动性窗口，在本次赎回压力事件中触发赎回限制的频次最高。

三是欧洲长期投资基金（ELTIF 2.0），是欧盟在《另类投资基金管理人指令》（AIFMD）框架下为引导长期资本流向实体经济而设立的专项产品类别。2024年1月生效的ELTIF 2.0修订取消了零售投资者最低认购门槛，允许基金根据合同灵活设定赎回频率及赎回上限。管理人在产品文件中明确流动性管理措施的触发条件，机构及零售投资者均可参与认购。根据FSB报告，欧洲约20%的私募信贷基金为开放式结构，其中约75%允许每月或更频繁的赎回。

四是英国长期资产基金（LTAF），由英国金融行为监管局（FCA）监管，应设置不少于90天的赎回通知期，赎回频率不得高于每月一次，并建立流动性管理措施与赎回限制。

目前，在英国，虽然大多数基金继续保持封闭式，但提供赎回限制机制的半流动性和常青（Evergreen）基金也在增长。

上述产品的赎回上限并非充分流动性的保证，而是管理人在极端压力情境下管理流动性的方式。一旦赎回申请超出上限，管理人将启动按比例分配机制，投资者届时仅能收回其申请金额的一部分。

（三）零售化趋势与流动性错配

私募信贷的快速扩张呈现出“零售化”趋势。在美国，零售投资者在商业发展公司（BDC）和注册投资公司中的资产管理规模份额，已从十年前的接近零攀升至约13%。随着半流动性投资工具的扩张，“零售化”趋势日益明显。FSB警告，零售投资者可能没有完全理解私募信贷资产类别的非流动性特征，相比机构投资者，零售投资者对暂停赎回的心理预期更低，一旦触发赎回限制，极易引发恐慌和集中性的赎回请求。

二、2026年私募信贷集中赎回事件的演化

（一）事件背景：产业集中与人工智能冲击

私募信贷的兴起与科技产业的高速发展密切相关，其借款人高度集中在商业服务、科技和医疗保健行业。私募信贷市场的崛起，正是源于大量中小型科技企业难以从传统银行体系获得融资；私募信贷凭借其更高的灵活性和风险承担意愿，通过提供直接贷款，逐步在科技领域形成了深度布局。然而，过高的行业集中度在带来发展机遇的同时，也埋下了风险隐患。2025年末至2026年初，人工智能技术的新一轮迭代引发市场对软件运营服务（SaaS）类企业的系统性重估，

部分 SaaS 企业估值倍数大幅收窄，直接冲击了以此类企业为主要借款人的私募信贷底层资产价值。FSB 报告指出，技术迭代引发的行业替代冲击，是此次赎回压力最直接的触发因素。

（二）主要机构赎回限制（Gate）事件详情

2026 年第一季度，多家国际头部资产管理机构的私募信贷产品相继触发赎回限制。据彭博社²、路透社³等媒体报道，Ares 战略收益基金、Apollo Debt Solutions、贝莱德 HPS 企业贷款基金（HLEND）等均收到远超其 5% 季度赎回上限的大额申请，各机构最终按上限封顶执行。FSB 报告亦指出，美国知名另类投资机构 Cliffwater 旗下规模约 330 亿美元的私募信贷基金，赎回申请量高达其资产净值（NAV）的 14%，成为本轮压力测试中最为典型的案例之一。在本次危机中，部分机构严格按照 5% 的赎回上限，另一部分机构则在执行上限的同时，通过出售资产等方式优化流动性安排，尽可能提升兑付比例。FSB 报告将此次事件定性为“半流动性私募信贷基金潜在流动性错配脆弱性的集中体现”。

（三）赎回限制机制的触发与化解

值得关注的是，尽管此次危机引发大量关注，但正如 FSB 报告所明确指出的，目前各辖区尚未报告过系统性压力，近期发生的仅是流动性压力事件或个别借款人违约案例。本轮赎回压力并未演化为系统性风险。触发赎回限制后，相关机构启动了分期兑付、延长赎回通知期等流动性安排，在控制

² 彭博社 (Bloomberg, 2026 年 3 月): 《Redemption Requests Surge, Leaving Billions Locked in Private Credit Funds》、《Cliffwater \$33 Billion Private Credit Fund Redemptions Reach 14%》相关报道。

³ 路透社 (Reuters, 2026 年 3 月): 《BlackRock fund limits withdrawals as redemptions rattle private credit》相关报道。

赎回规模的同时维护了基金的正常运营。机构层面的机制设计将风险限制在产品层级，未形成跨机构、跨市场的传染效应。这一观察表明，半流动性私募信贷产品在具备完善流动性管理机制的前提下，有能力应对较大规模的赎回压力冲击。

然而，赎回限制机制本身也暴露出信息披露不充分的问题。FSB 报告指出，多数机构以常规投资组合管理的名义触发赎回限制，而非将其作为风险预警信号及时向全体投资者披露，导致部分投资者因信息不对称而无法足额退出。这一信息披露机制的不完善，是 FSB 报告重点指出的需要改进的监管领域之一。

三、各司法管辖区的私募信贷监管框架与挑战

（一）美国：基于披露与算法识别的监管体系

在美国，非上市商业发展公司（Non-Traded BDC）和注册投资公司是零售投资者参与私募信贷的核心载体，零售投资者的资产占比在过去十年中已攀升至约 13%。美国证券交易委员会（SEC）主要通过 Form PF（针对私募资金）、Form N-PORT（针对注册基金）以及 Form ADV 获取定性和定量信息。由于监管数据并未标识“私募信贷基金”，监管部门主要通过名称匹配算法（Name Matching Algorithms）在报送信息数据集中识别相关主体。因此，尽管非上市商业发展公司拥有类似共同基金的披露要求，但监管仍面临挑战：一方面是银行对私募信贷基金敞口的准确度存在不确定性，另一方面是缺乏关于底层借款人的充足颗粒度数据。

（二）欧盟：流动性管理框架与 ELTIF 2.0

在欧盟，私募信贷主要受《另类投资基金管理人指令》（AIFMD）监管。2024 年生效的 ELTIF 2.0 框架进一步放开了散户准入，欧洲高达 75% 的开放式私募信贷基金允许月度甚至更频繁的赎回。尽管 AIFMD 框架提供了宏观审慎视角，但 FSB 指出其存在重大缺陷：在实体层面，缺乏专门类别以识别私募信贷基金，相关基金常被归入“其他”类别；由于大量非标资产缺乏统一识别码，监管机构难以全面评估借款人的总杠杆及信用质量；此外，由于目前的报告不要求“穿透式”监测，间接杠杆和多层 SPV 结构的风险往往被排除在常规监测之外。

（三）英国：高集中度下的主动识别模式

英国私募信贷市场呈现明显的头部效应，前五大资管公司管理了英国私募信贷基金总资产的 50% 以上。英国长期资产基金（LTAF）由 FCA 依据《集体投资计划手册》相关章节监管，须设置至少 90 天的赎回通知期，赎回频率不得高于每月一次，并须建立流动性缓冲与赎回限制。FSB 指出，英国对于半流动性或常青基金中的流动性错配数据仍然报告不完整。

四、私募信贷生态系统的脆弱性与风险评估

私募信贷市场在当前的规模、范围及复杂程度下，尚未经历过严峻且持续的经济衰退压力测试。FSB 报告指出，私募信贷的潜在脆弱性主要集中于以下四个层面。

（一）借款人信用质量与高杠杆风险

FSB 报告指出，私募信贷借款人信用评级高度集中于 B 至 B- 评级区间，约 75% 的借款人息税折旧摊销前利润

(EBITDA) 低于 1 亿美元，规模偏小且通常缺乏公开评级，信用透明度不足。在杠杆水平上，借款人债务相对于 EBITDA 倍数通常在 5 至 6 倍，高于杠杆贷款市场约 4 倍的水平；若剔除管理人通行的 EBITDA 向上调整导致杠杆被低估的因素，实际杠杆倍数可能接近 7 倍。

(二) 估值不透明、滞后，催生流动性错配风险

FSB 报告将估值不透明性列为私募信贷的重要结构性缺陷。私募信贷估值以季度为频率，主要依赖内部模型，更新具有明显的滞后性；管理人享有较大主观裁量空间，存在延迟确认损失的潜在激励；部分辖区高度依赖知名度较低的评级机构提供私人信用估算，FSB 报告指出此类机构存在评级虚高问题，并可能被保险公司用于监管资本套利。估值滞后直接催生流动性错配风险：当底层资产价值下跌而净值 (NAV) 尚未更新时，先行赎回的投资者以虚高净值退出，损失转嫁至留存投资者。

(三) 零售化加剧系统脆弱性

国际证监会组织 (IOSCO)⁴指出，半流动性产品在设计上存在流动性幻觉，产品条款往往给投资者形成流动性优于实际的主观印象。FSB 明确警示，赎回限制 (Gate) 机制在特定情景下可能加速而非遏制进一步的资金流出，投资者一旦意识到赎回受限，反而可能集中抢先申请赎回。2026 年初部分基金实际赎回申请量远超赎回上限即是例证。

(四) 生态系统深度关联与行业集中度风险

⁴ 参见国际证监会组织 (IOSCO) 于 2023 年 9 月发布的理事会报告《私募领域的新兴风险》
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD745.pdf>。

FSB 报告系统梳理了私募信贷生态系统的风险传染路径。在银行关联方面，银行通过认购信贷额度、基金投资组合融资等方式参与。研究显示，约半数私募信贷借款企业同时维持银行循环信贷安排，形成信贷敞口叠加。在保险与私募股权关联方面，私募股权通过收购保险公司将其转化为信贷资金来源，受私募股权控制的保险公司结构性证券持仓占比高达 27%，远超传统保险公司约 12% 的水平；私募信贷与私募股权杠杆收购（LBO）的深度绑定，有可能使风险跨机构、跨辖区蔓延。在行业集中度方面，私募信贷高度集中于科技、医疗及服务业，全球五大资管集团合计占据行业贷款承诺总量的约三分之一，这种高度集中极易在局部冲击下放大赎回压力。同时，FSB 还指出，上述风险因数据欠缺难以被有效监测，呼吁各辖区在监测指标和数据共享方面加强国际协调。

五、相关启示

（一）正确认识本轮事件的性质与潜在风险

就目前情况看，私募信贷市场尚未出现系统性风险，近期赎回限制事件属于出现流动性压力的案例。相关机构通过赎回上限、分期给付等方式有效化解了冲击，表明相关机制设计在应对短期压力方面具备一定能力。然而，对于私募信贷的长期风险，市场观点存在一定分歧：乐观者认为只有重大经济衰退才会引发实质性信贷损失；另一些机构则认为私募信贷是当前有可能触发系统性信贷事件的风险源头。目前私募信贷市场尚未经历过严重且持续的经济衰退考验，现有机制的有效性尚待真正意义上的经济衰退周期检验。

（二）立足服务实体经济，持续关注国际市场动态

金融的根本功能在于服务实体经济。科技创新企业普遍具有轻资产、高成长、融资需求旺盛的特点。从国际经验看，科技创新企业难以满足传统银行的抵押授信标准，私募信贷凭借双边谈判、灵活定制的特点，有效填补了这一融资缺口，在支持科技创新和中小企业发展方面发挥了积极作用。在我国现行的监管框架下，目前不允许开展此类私募信贷业务。尽管如此，在服务实体经济的导向下，仍需保持对境外私募信贷市场动态及各国监管应对经验的高度关注。

（三）私募信贷流动性风险管理的必要条件

FSB 报告将估值不透明性列为私募信贷的结构缺陷之一，并指出即便在成熟市场，季度估值机制固有的滞后效应，也已在近期的赎回压力事件中引发了实质性的“先赎套利”风险。若未来境内拟在特定条件下探索私募信贷的半流动性结构，至少须满足以下五大前置条件：**一是严守流动性匹配底线。**对非流动性资产占比设定严格上限，确保底层资产的变现能力与产品的赎回承诺相匹配，从源头防范期限错配风险。**二是明确底层资产准入。**资产投向应严格限定于流动性相对较强的私募信贷类资产，并明确具体的期限匹配要求。**三是强化投资者适当性管理。**投资者准入须严格限定于机构投资者及合格个人投资者，并须通过专项适当性评估。**四是健全赎回约束机制。**制定明确的赎回限制规则，细化触发条件、信息披露时效及投资者权益保护机制。**五是统筹制度约束与估值体系，**如建立独立第三方估值体系，以应对估值透明度方面的现实挑战。

（四）加强投资者教育，完善跨境投资机制

当前，部分境内投资者通过跨境投资机制投资境外半流动性产品时，往往对流动性限制条款认知不足，本次赎回压力事件也提醒要加强投资者教育。对此，建议从以下方面完善投资者保护机制：**一是**强化适当性管理与风险揭示，在认购环节，要求境外管理人向投资者明确底层资产的非流动性特征、赎回上限及 Gate 触发条件，确保投资者充分知悉流动性风险；**二是**压实境内外管理人的持续信披义务，要求其及时通报赎回限制触发、净值更新及流动性管理进展；**三是**建立重大风险沟通机制，在赎回受限等情形发生时，及时启动沟通程序，协助投资者掌握相关情况。

【本文由中国证券投资基金业协会撰稿】