

中東戰火重要，美國本土核心問題更重要

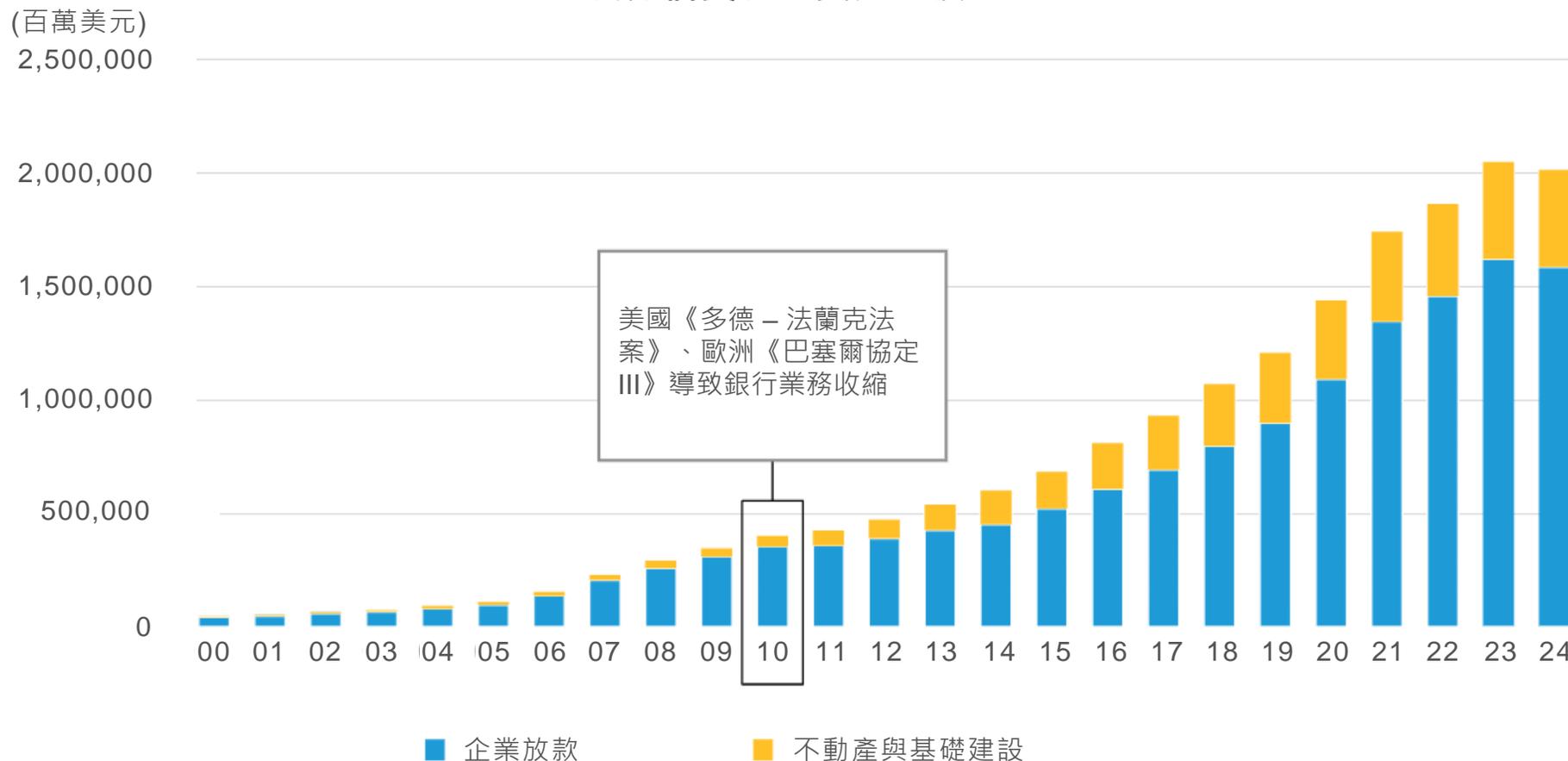
Beware of a Perfect Storm in the Making –
Eyes have been distracted by the war in the Middle East

27 March 2026

私募信貸在過去10年以14%的年複合增長率(CAGR)成長

在全球金融海嘯(GFC)之後，銀行對資產品質的要求更為嚴格

私募信貸管理資產規模

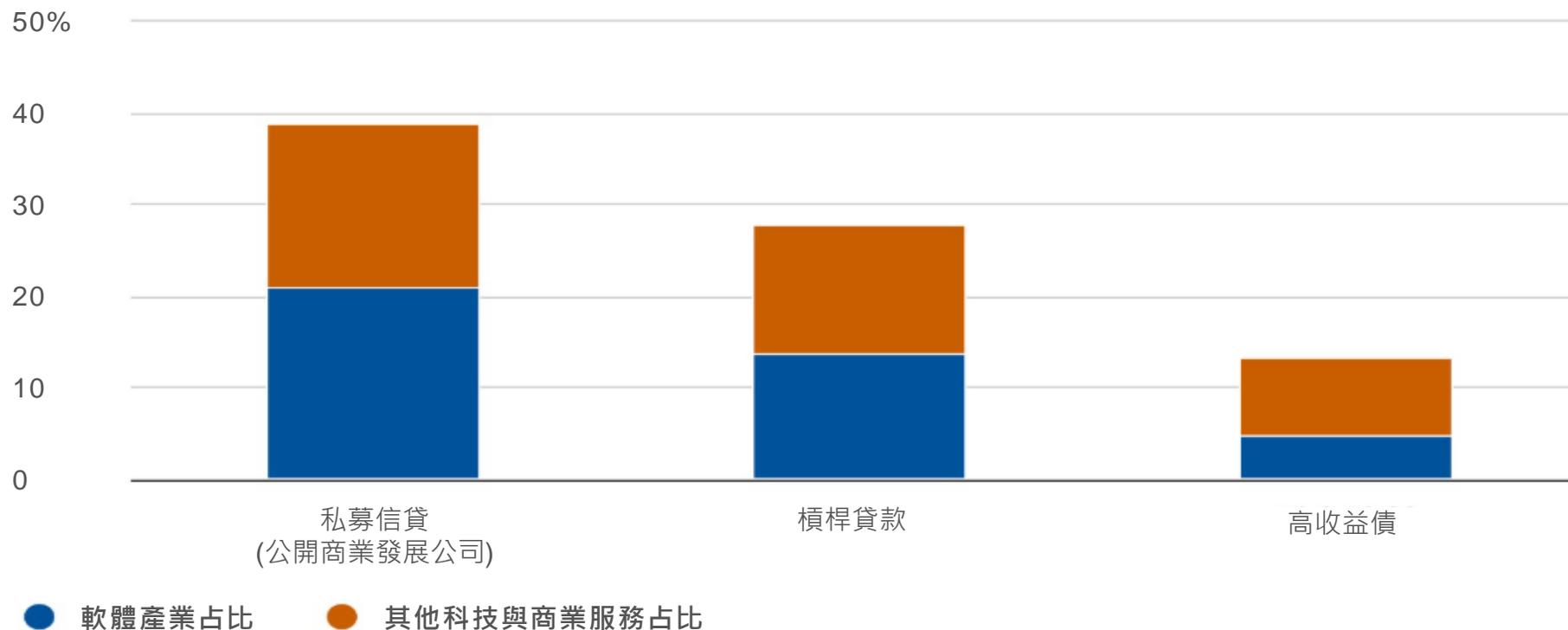


資料來源：Preqin and AllianceBernstein (AB) · 凱基證券整理

私募信貸對軟體板塊的曝險比例超過50%

AI對軟體企業的衝擊成為引發整體板塊動盪的催化劑之一

私募信貸最大曝險佔比：軟體與商業服務

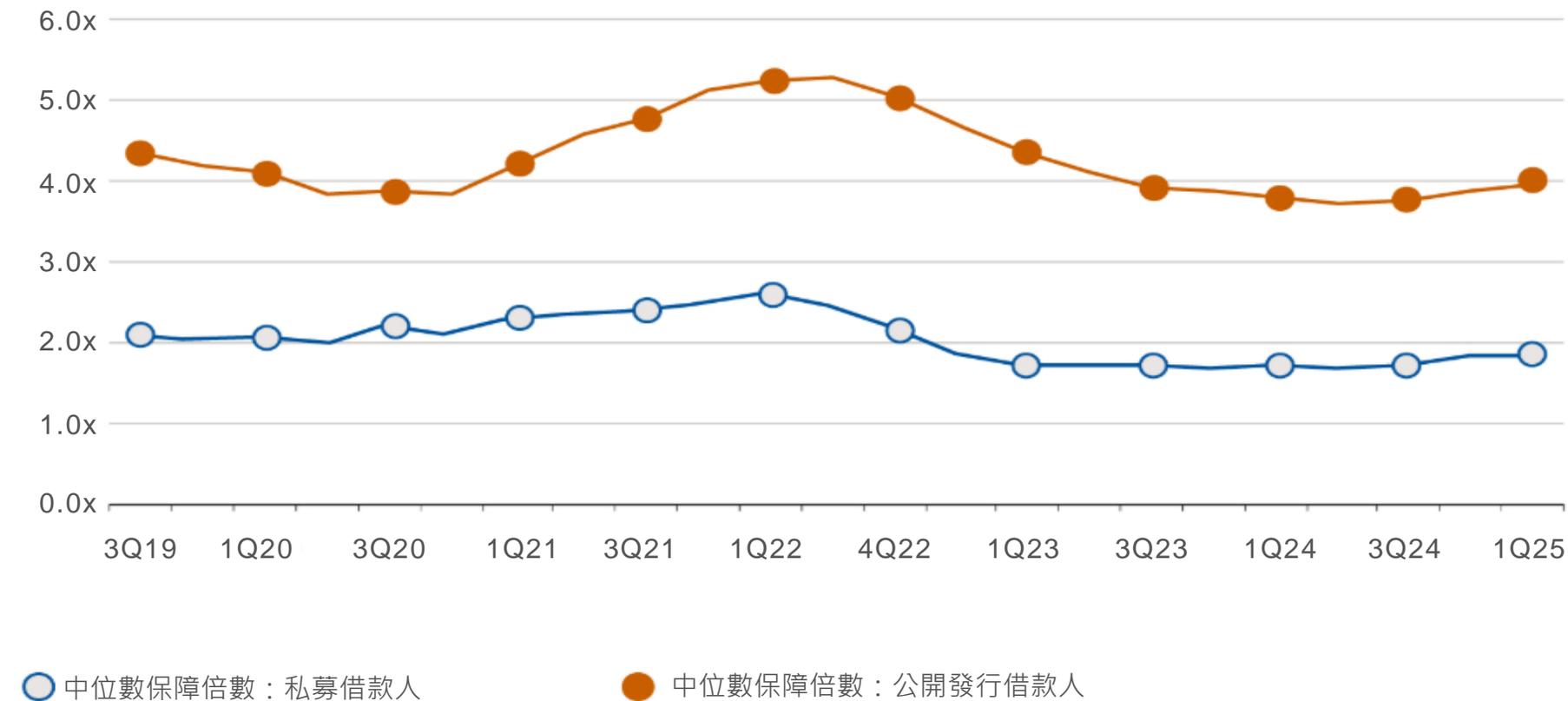


資料來源：J.P.Morgan · 凱基證券整理

私募信貸：中位數利息保障倍數遠低於公開發行債券

AI發展並未實質促進保障倍數提升

EBITDA/利息費用

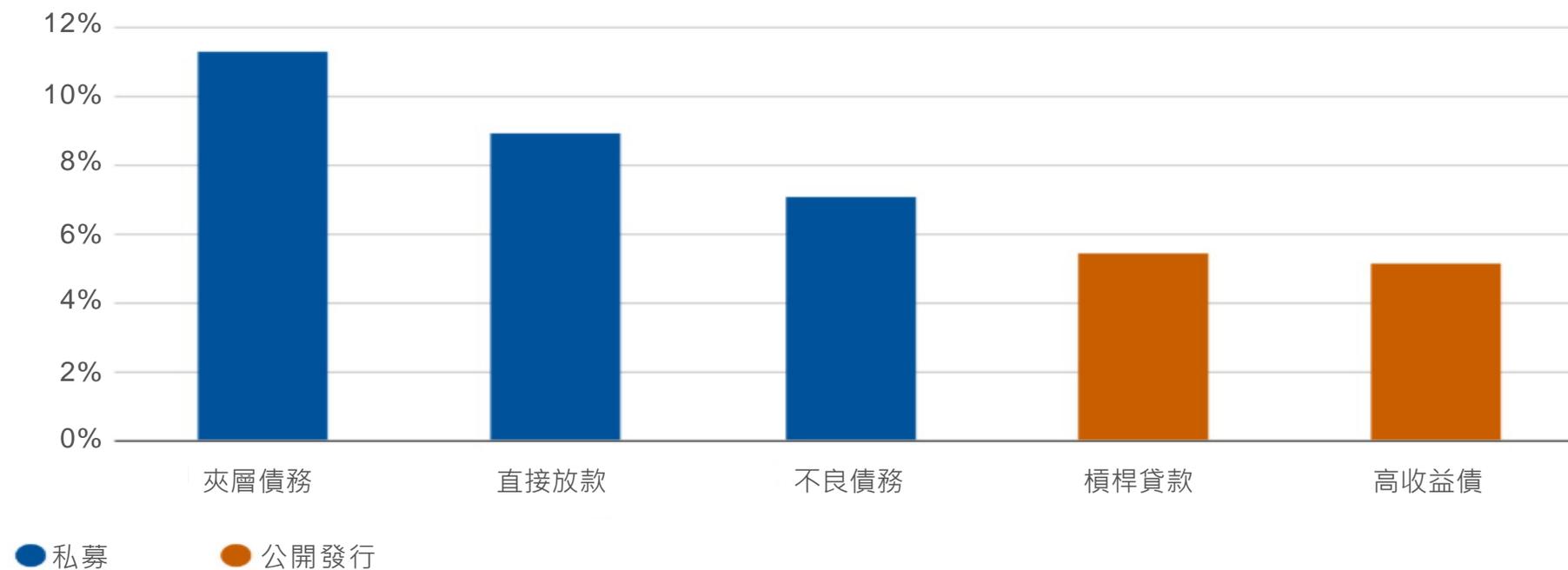


高風險，高報酬

天下沒有免費的午餐

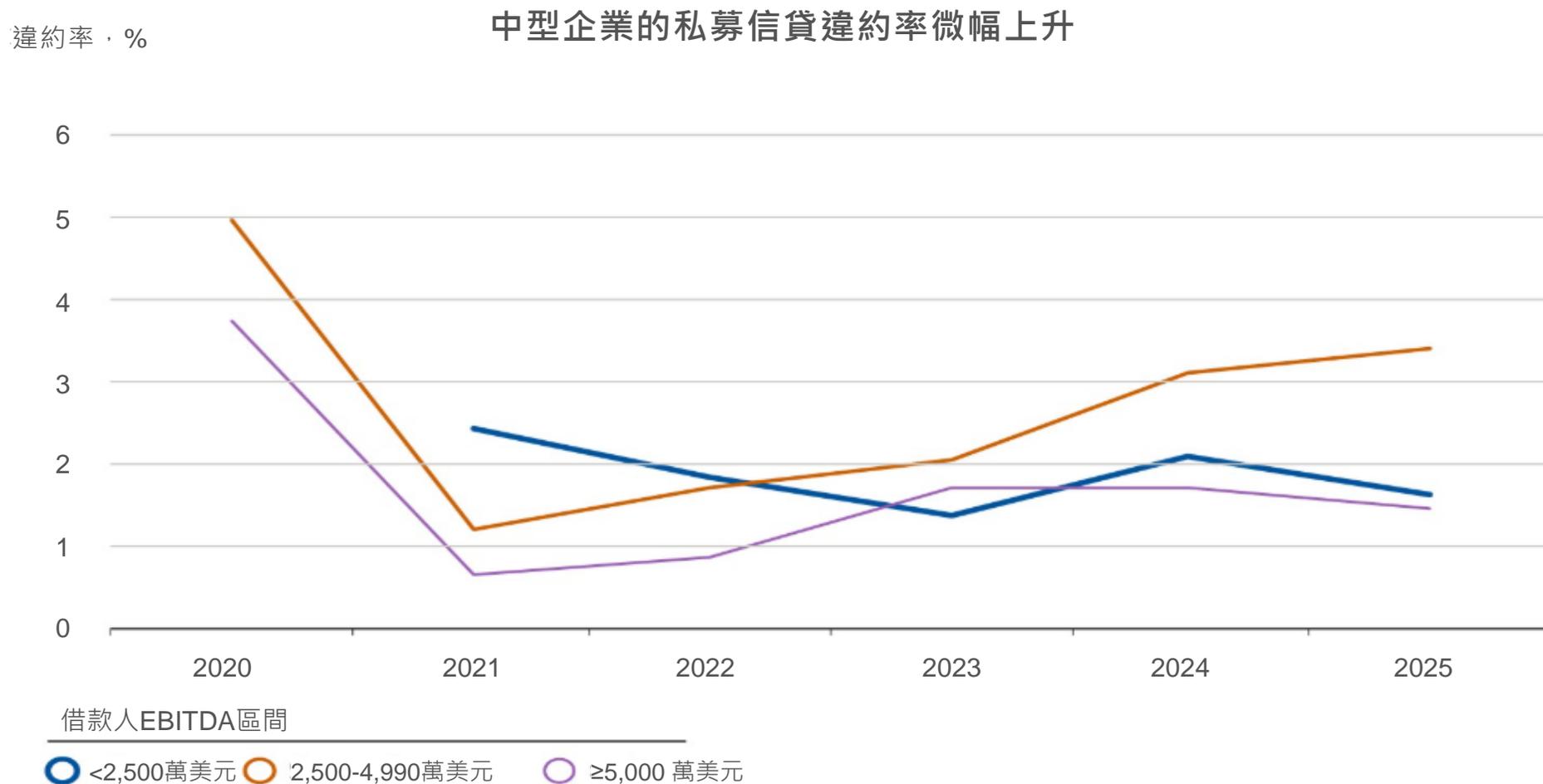
私募信貸投資者因承擔額外風險而獲得之溢酬

年化報酬率，2014-2024年



中型企業的私募信貸違約率微幅上升

若整體經濟進一步放緩，違約率恐將承受更大壓力



資料來源：J.P.Morgan · 凱基證券整理

私募信貸事件時間軸

「當你看到一隻蟑螂時，通常代表還有更多隻。」 – 摩根大通執行長 Jamie Dimon (2025年10月14日)

2025年末

「蟑螂」破產事件浮現(例如：汽車貸款公司Tricolor Holdings、汽車零組件供應商First Brands)。貸款機構損失幅度驚人(數週內損失達60%以上)；軟體板塊出現動盪；違約率開始上升。

2026年1月

惠譽國際報告指出，美國私募信貸違約率在過去12個月達到創紀錄的5.8%，為自數據追蹤以來最高，幾乎是2025年月度平均值的兩倍。僅1月就發生11起違約事件。部分指標顯示，2025全年違約率達到9.2%。

2026年2月

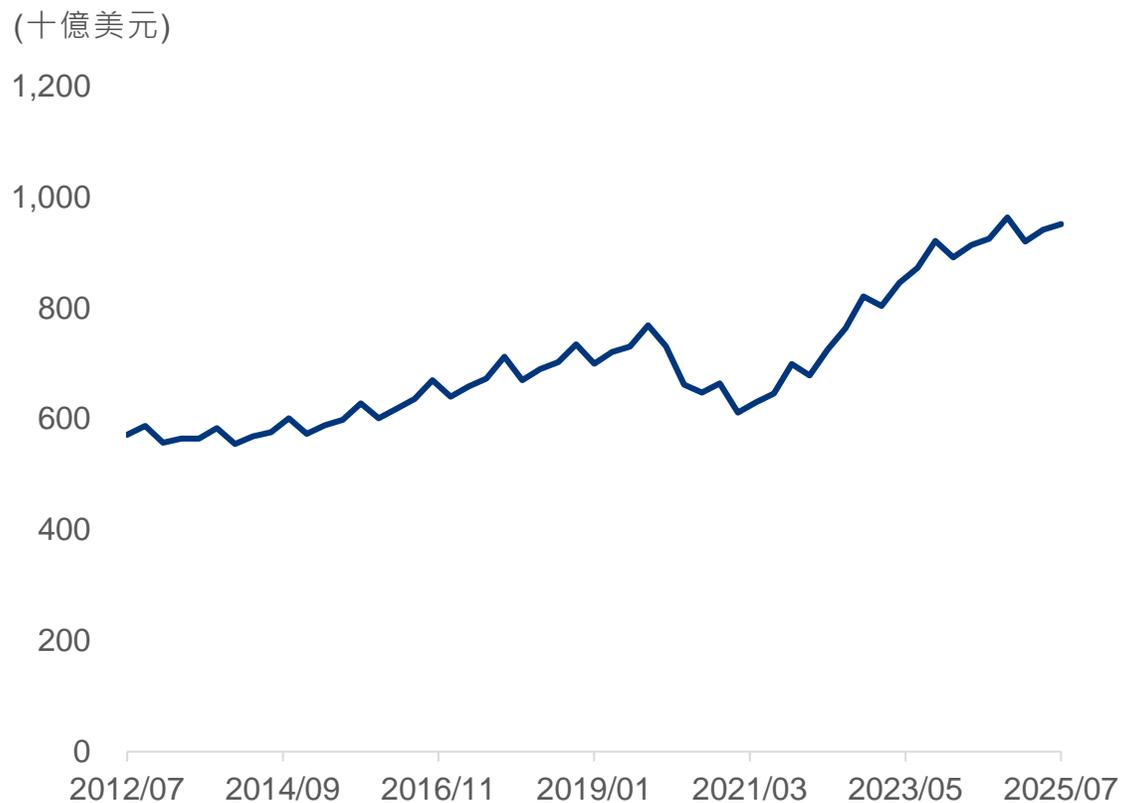
關鍵轉折點 – Blue Owl Capital (最大資產管理機構之一)在面臨大量贖回請求下，對於約16至17億美元的OBDC II散戶商業發展公司(BDC)基金永久停止其季度贖回。該公司未採用要約收購，而是出售約14億美元資產(約為票面價值的99.7%)，用以支付一次性資本返還分配(約佔淨值30%)並償還債務。其他基金(如MFS、New Mountain)亦面臨類似壓力。BlackRock在一季內將多筆貸款估值從100美分降至零(如Infinite Commerce Holdings)。投資人資金加速外流，主要私募信貸管理公司股價亦大幅下跌(自2025年9月以來合計市值蒸發2,650億美元)。2026年3月(直至目前)：銀行收緊信貸，違約率小幅回落至5.4% (2月數據)，但仍處於高位。

- 私募信貸在過去10年的年均複合成長率達14%，但僅佔整體借貸的9%。這也凸顯出這「9%」的總借款，可能正處於信貸品質序列的偏弱環節。

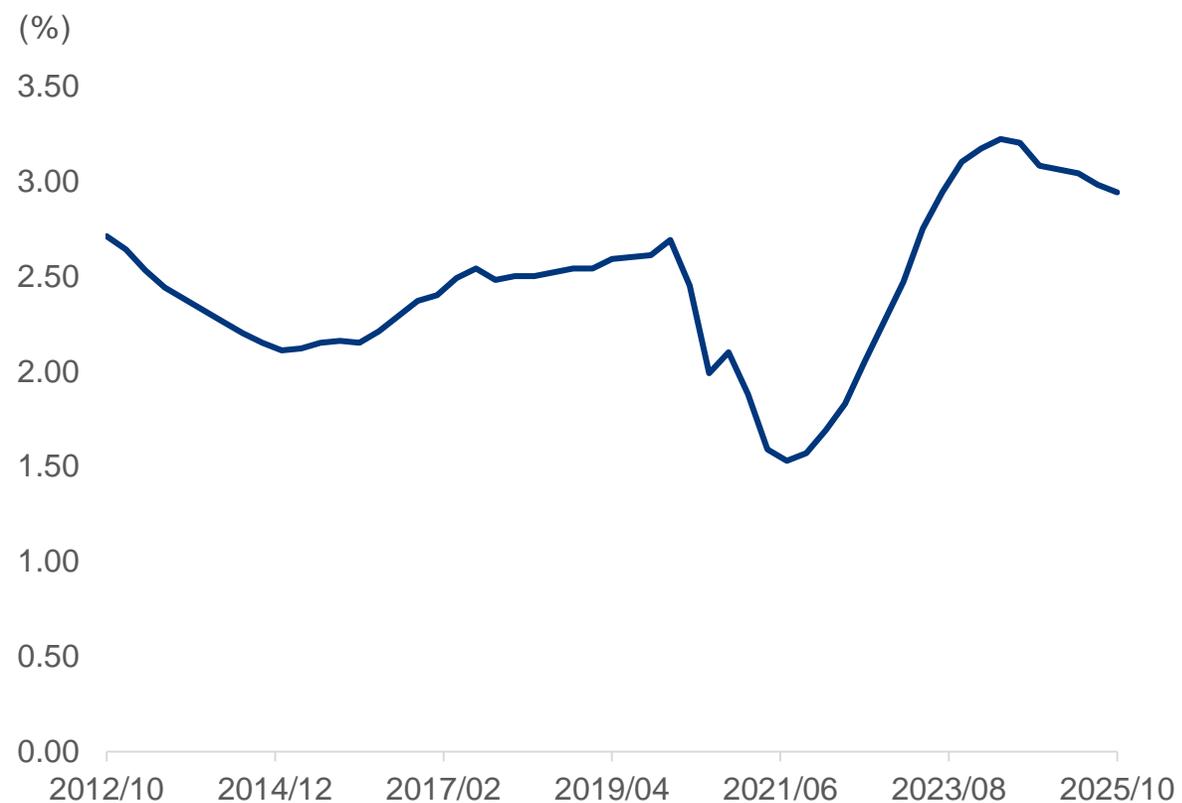
美國信用卡餘額創歷史新高

拖欠率與經濟狀況密切相關

大型銀行消費者信用卡餘額：總餘額



整體商業銀行信用卡貸款拖欠率



資料來源：FRED · 凱基證券整理

職缺數出現自2022年以來的最大跌幅

此現象與中型私募信貸借款人違約率上升走勢不謀而合

非農就業職缺數



資料來源：FRED · 凱基證券整理

美國經濟放緩跡象浮現

宏觀經濟面臨更多逆風

- **GDP成長**：2025年第4季實質GDP成長率大幅放緩至年化0.7%(從初值預估的1.4%下修)，相較於2025年第三季的4.4%顯著下降。這反映了消費支出、出口、投資的疲軟，以及政府關門等干擾因素。雖預計2026年GDP年增率將反彈至2.0-2.2%左右(受減稅等因素驅動)，然近期的放緩顯示後續的經濟動能正在減弱。
- **勞動力市場疲軟**：2026年2月失業率上升至4.4%(高於前值的4.3%)，當月意外流失92,000個工作崗位 – 遠低於市場原先預期的溫和增長。招聘持續低迷，職缺數呈下降趨勢，就業增長顯著放緩(部分修正數據甚至顯示前期數據出現就業流失)。這種「低招聘、低解雇」的均衡狀態代表勞動力需求下降，部分原因是移民減少，但同時反映了更廣泛的經濟降溫。
- **領先經濟指標(LEI)**：經濟諮商局(Conference Board)的LEI持續下降，繼2025年12月下跌0.2%之後，2026年1月下降0.1%至97.5，標誌著數據已連續多個月下跌。儘管部分組成項目表現強勁，但過去六個月仍累計下降1.3%，這預示著未來經濟活動持續面臨逆風，導致市場對2026年初的展望偏向低迷，並略微下修成長預期。
- **消費支出與信心**：消費者支出增長出現顯著放緩(如：2025年第四季下降至2.4%左右，低於先前水準)，雖然受高收入家庭支撐，但在通脹和儲蓄消耗打壓下，令消費者預期與信心回落，進一步加重LEI的疲弱。

風險偏好會隨利率預期改變

較高利率將如何影響私募信貸借款人的再融資能力？

	升息 / 降息碼數		
	3/16/2026	2/16/2026	12/16/2025
3/18/2026	-0.006	-0.093	-0.573
4/29/2026	-0.048	-0.285	-0.844
6/17/2026	-0.244	-0.859	-1.385
7/29/2026	-0.428	-1.305	-1.684
9/16/2026	-0.619	-1.843	-2.027
10/28/2026	-0.728	-2.165	-2.184
12/9/2026	-0.958	-2.499	-2.359
1/27/2027	-0.998	-2.705	-2.354
3/17/2027	-1.055	-2.674	-2.386

資料來源：凱基證券整理

美國孳息率曲線上移反映通脹預期上升

孳息率曲線的短端與長端皆不安全

美國2年期國債孳息率



美國10年期國債孳息率



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

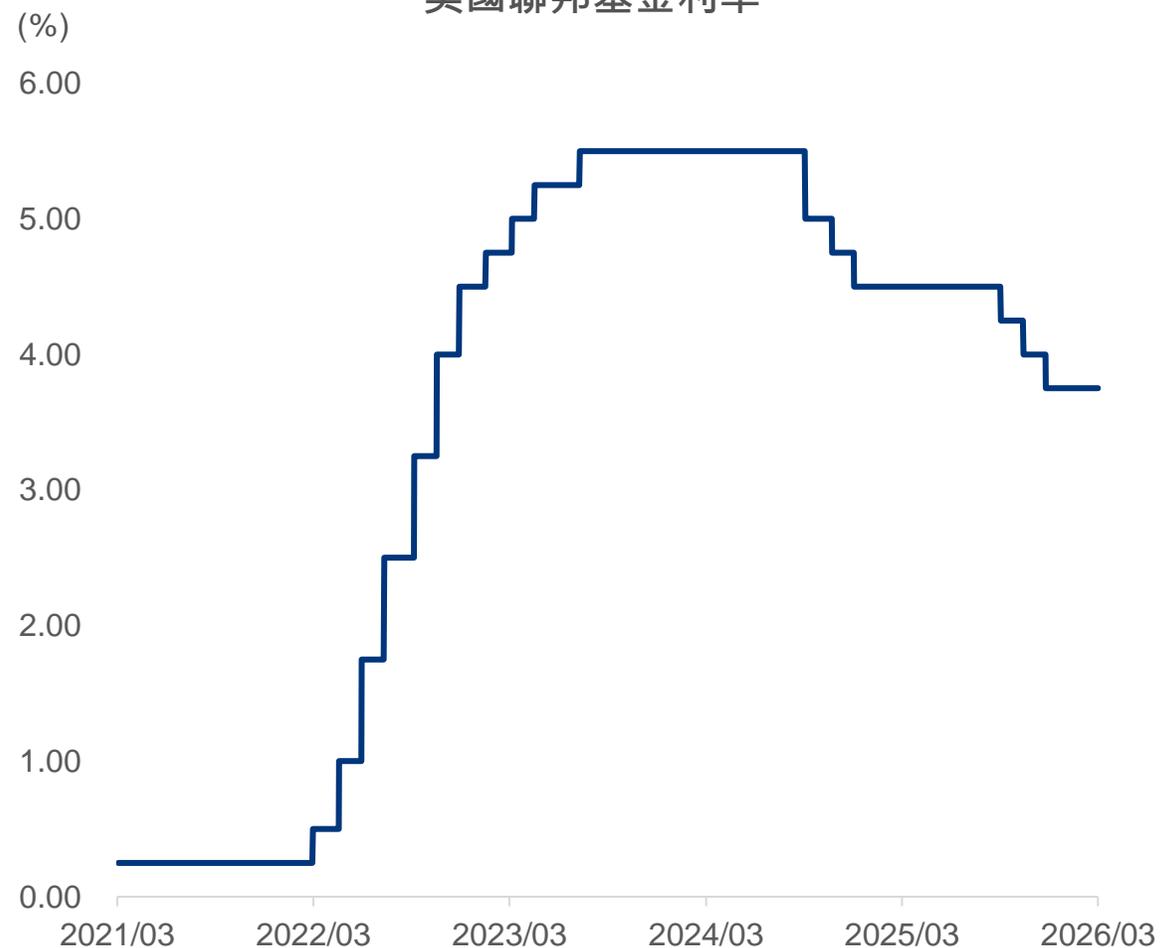
利率無法抑制不斷攀升的油價.....

然其能壓抑其他部門的需求，進而控制整體物價水準

美國消費者物價指數(CPI)年增率



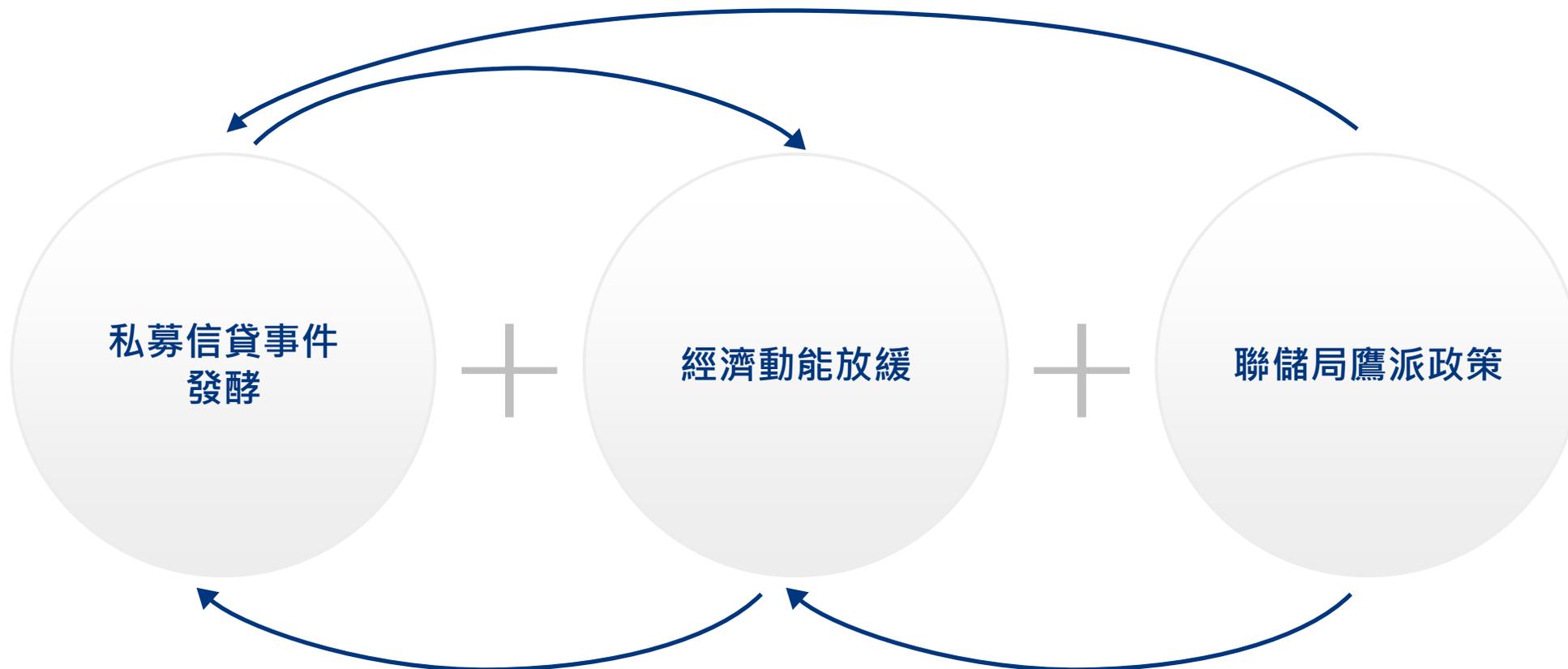
美國聯邦基金利率



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

一場完美的風暴正在成形

儘管存在尾端風險(Tail-risk) ，但目前多數投資人焦點仍集中在中東戰事



投資策略

■ 偏好低估值而非高估值股票

高估值股票的合理性往往來自於高於平均的獲利成長動能，但這僅在充裕流動性的環境下成立。當市場預期減息次數降低時，價值型與防禦型類股預期將表現較佳。

■ 偏好投資級債券(IG)優於政府國債與私募信貸

高於預期的利率將加重美國政府的財政壓力，但投資級企業的資產負債表則顯得更為穩健。另風險趨避情緒可能進一步壓縮投資級債券利差。同時，高利率環境也將惡化低信評企業的財務狀況。

■ 偏好亞洲/中國科技股優於美國科技股

美國科技公司多為產業領導者，而亞洲科技股則主要聚焦於供應鏈與應用端。考量目前亞洲/中國科技股估值偏低，在資金配置趨於謹慎時，預料將成為更具吸引力的投資選擇。

■ 偏好亞洲市場優於美國市場

在地緣政治緊張升溫的背景下，美國處於風險核心，加上市場估值偏高，使其相對更為脆弱；相比之下，亞洲市場仍具備相對低估值優勢。

■ 偏好中國市場優於日本市場

2024年，原油在日本初級能源供應總量中占比為37%，而中國僅占18%；且原油在中國發電結構中的占比低於5%。因中國具較低的原油依賴度，使其在油價若長期維持高位時，相較其他亞洲國家更具韌性。

免責聲明和重要說明

香港：本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據) 未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失(如適用)。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應就該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及之風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。

新加坡：This document is provided for general information and circulation only, and is not an offer or a solicitation to deal in any securities or to enter into any legal relations, nor an advice or a recommendation with respect to any financial products mentioned herein. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any recipient hereof. You should ensure that you understand the risk(s) involved and should independently evaluate particular investments and consult an independent financial adviser before making any investment decisions. All information and opinions contained herein is based on certain assumptions, information and conditions available as at the date of this document and may be subject to change at any time without notice. 免責聲明：本文內容僅做為一般資訊散佈用途，不構成任何證券投資的要約或招攬、成立任何法律關係、也不表示針對所提到的金融商品提供建議或推介。它並沒有考慮您的特定投資目標、財務狀況及個人需求。在做出任何投資決定前，您應確保您已瞭解所涉風險，並應獨立評估及諮詢專業投資顧問。此處提供的所有資訊及意見是依據本文作成日期所獲得的特定假設、資料及條件為基礎，因此可能在未經通知的情況下隨時變更。