

看世界

“茶壶”里有风暴

最近，曾经惨绝人寰的一众金融大佬的“茶壶风暴说”又开始在华尔街悄悄流行起来。

简单来说，“茶壶风暴说”探讨的其实就是风险系数。如果风险只局限在某个行业内部，且总体风险可控，那么就会被形象地称为“茶壶里的风暴”；但如果风险已经大到“壶盖”都盖不住的地步，那就叫作“风险外溢”，这时候，需要警惕的就是系统性风险了。

在美国历史上，“茶壶里的风暴”经常发生，“炸壶”的事儿也发生了不是一次两次，2008年国际金融危机就是进入新世纪以来最狠的一回。只不过和2008年相比，这一次，这把“茶壶”并没有出现在房贷市场，而是蛰伏在一个更隐秘的角落——美国私募信贷市场。

蓝鸟资本旗下零售基金冻结赎回；黑石旗舰私募信贷基金遭遇创纪录赎回申请；贝莱德在3个月内将一笔贷款面值直接减记为零，并宣布对旗下规模260亿美元的HPS企业信贷基金实施限制赎回……一连串被各大私募股权基金称为“不值得被过度解读”的“技术性调整”，让市场隐约嗅到了风雨欲来的熟悉气息。

根据美国联邦储备系统（以下简称“美联储”）的定义，所谓私募信贷，是指由资产管理公司、私募股权基金等非银行机构，直接向无法或不愿从传统银行获取贷款的企业提供资金支持。其最明显的标志在于两点：第一，发放贷款的主体并非银行，而是非银行机构；第二，贷款的性质偏向于高风险，至少不符合传统银行的放贷要求。在操作层面，私募信贷通常具有私下协商、利率浮动、期限较长等特点，且不会进入公开市场交易。这意味着，投资者大多需要持有贷款直至到期，既没有连续报价，也不存在活跃的二级市场。

通俗来讲，如果把公募市场比作明码标价、随时能按照标准合约交易的“大卖场”，那私募市场更像只对特定人群开放、不对外公示“服务项目”以及收费标准的“私人俱乐部”。它从诞生之日起就存在两个致命弱点：不透明和流动性差。由于没有公开交易和连续报价，其估值基本依赖基金管理者个人的风险偏好，管理者所采用的模型略微激进一点点，或采用的数

据略微滞后一点点，估值就会出现严重偏离。国际货币基金组织曾在报告中直白地指出了这一点，称“私募信贷的低透明度和估值滞后”，会让风险“在看不见的地方越积越多”。

更关键的是，不少私募信贷还设置了“实物付息”条款，即当企业没钱还利息时，可以把利息“挂账”滚入本金。这样做的结果是，短期的“账面现金流”不仅不会表现出压力，甚至会比以前还“好看”，但其实质只是风险后移。

如今，这个“私人俱乐部”的规模已经不容小觑。据美国国际金融服务公司摩根士丹利（常被称为“大摩”）的数据，私募信贷行业的市场规模已从2020年的约2万亿美元增长至2025年底的约3万亿美元，预计到2029年将达到5万亿美元。其中，美国本土私募信贷市场占据绝对“大头”，规模根据统计口径的不同在2万亿美元至2.3万亿美元区间浮动。

另据摩根大通（常被称为“小摩”）的报告，当前私募信贷市场已经接近公开的高收益债券市场。最新趋势是，私募信贷已不再局限于向中小型企业提供贷款。随着交易规模的扩张和抵押品类型的多样化，大型资产配置者正将其视为“与高收益债券和杠杆贷款同等的主流投资选项”，市场开始有意识地对标几乎所有公募信贷产品推出相应的私募信贷产品。报告警告，模糊公募与私募的界限，将带来“巨大风险”。

讽刺的是，私募信贷其实是风险管理的“副产品”。

2008年国际金融危机爆发后，美国开始推动监管改革，出台了《多德-弗兰克法案》等多个法律法规及行业规范。这些具有法律效力的文本不仅对银行资本充足率、杠杆率提出了明确要求，还要求管理机构定期对银行进行压力测试。自那一刻起，银行的高风险贷款业务，理论上被叫停了。

但在银行放贷“缩手缩脚”的同时，企业的借款需求却并没有消失，尤其是那些杠杆高、规模小，连债券发行资格都没有的中小型企业，只能另辟蹊径。于是，高风险融资需求开始集体“搬家”，从银行的资产负债表上转移到了私募基金的资产负债表上。奥地利央

行的报告指出，正是2008年后的严格监管让银行愈加惜贷，私募信贷只是“顺势填补了融资缺口”，高风险贷款就这样顺理成章地完成了“去银行化”。

在随后的日子里，一个庞大的影子银行体系开始滋长。养老金、保险公司、主权财富基金，甚至越来越多的个人投资者，把钱交给私募信贷基金，由基金“出面”向企业放贷。与此同时，被监管束缚住手脚的银行也没闲着，它们通过授信、资产支持融资工具等方式，暗暗为私募提供“后端杠杆”。这一切，像极了当年的次贷危机——风险看似被转移出了银行体系，实际上只是改变了其在报表中的“明细科目”，风险从来没有真正消失，只是从银行的“大堂”挪到了非银行机构这个“后院”，与整个金融体系依旧藕断丝连。

最近两年，美联储多次加息、利率高位运行，让这个本就艰难维系的平衡愈加脆弱。由于私募信贷大多采用浮动利率，只要基准利率走高，企业的利息支出必然水涨船高。同时，大量企业盈利增速放缓甚至转为负增长，利润能覆盖利息的企业越来越少，“债务雪球”越滚越大。雪上加霜的是，人工智能的突破性发展，正冲击着私募信贷重仓板块——传统软件和科技服务。当市场开始怀疑那些更加依赖工程师群体智慧的软件公司还能不能赚到钱时，相关企业的股价和估值就会大幅下跌，进而导致私募信贷的底层资产价值也跟着缩水。来自国际信用评级机构惠誉的数据显示，2026年初，美国私募信贷违约率已升至5.8%，远超前几年2%至4%的水平。

于是，一场连锁反应开始从资产端蔓延至资金端：底层资产质量恶化，导致投资者纷纷要求赎回资金；赎回的人多了，基金就得卖出资产变现。可私募信贷本就没有活跃的二级市场，一旦集中抛售，资产价格必然大打折扣。为避免被逼入甩卖资产的恶性循环，黑石、贝莱德、摩根士丹利等多家机构纷纷关上“闸门”，给季度赎回比例设下“5%或7%的上限”，超过的部分要么顺延，要么按比例兑付。

当前市场最关心的问题，莫过于风险会不会从影子银行体系，顺着这

孙昌岳

条隐形的资金链，“烧回”传统银行体系。

对此，美联储及多家机构的压力测试给出了相对令人“安心”的结论。美联储的研究显示，截至2024年底，美国大型银行对私募信贷机构的授信承诺接近950亿美元，实际提款约560亿美元，虽然增长速度很快，但占银行总资产的比例很小。美联储认为，即便在极端情景下，私募信贷机构大幅提取授信，对银行整体资本充足率和流动性覆盖率的影响也有限，银行体系“扛得住”。

摩根士丹利的研究也认为，当前美国企业的整体杠杆率并没有系统性飙升，私募信贷面临的问题更多体现为“信贷中介结构”的变化，而非全社会杠杆水平失控。

简而言之，这些机构均认为，虽然局部风险出清在所难免，但在美国经济软着陆的基准假设下，风险外溢或者演变为系统性风险的可能性不高，也即“风暴还在茶壶里，壶盖还在茶壶上”。但市场显然对此心存疑虑，从投资者不断申请赎回，到越来越多的基金方开始限制或冻结赎回，双方用实打实的现金流向，上演了一出“用脚投票”。

对于全球金融市场而言，如今这把“茶壶”不仅正在风暴的洗礼下咔嚓作响，而且已经显现出开裂的迹象，未来会不会碎成一地渣，甚至冲击整个金融体系，还很难说。这不仅取决于市场信心的变化，也取决于全球经济环境、高新技术发展趋势以及地缘政治冲突等外部因素。除此以外，美国金融体系能否在放松监管和控制风险之间找到新的平衡，也是个值得持续关注的问题。

国际

来稿邮箱 gjb@jirbs.cn



肯尼亚

望着满载甘蔗的大卡车沿着新建的柏油路缓缓驶向远处的工厂，43岁的肯尼亚蔗农罗斯林·阿布多露出欣慰的笑容。“以前这里没有路，全靠驴车和拖拉机在泥泞的甘蔗田里往外运。”她对记者说。

肯尼亚西南部城市基苏木是地区经济中心和交通枢纽，以盛产甘蔗和加工蔗糖闻名。中国电力建设集团有限公司（中国电建）在当地甘蔗主产区修建了一条40多公里长的沥青公路，连通了制糖厂和甘蔗田，为当地经济社会发展注入新的活力。

“我家有2英亩甘蔗田，全部卖完能挣10万先令（约合5400元人民币）。”阿布多说，新修的公路解决了蔗农急难愁盼的问题，修路的过程也为周边村民带来就业机会。

中国电建基苏木项目经理李英涛介绍，这条公路是基苏木至穆穆罗尼公路建设的第二标段项目，全长45公里，当地人称它为“蔗糖之路”。它是肯尼亚西部重要的交通走廊和经济纽带，目前项目进度已完成35%。

“项目大量培训并使用当地雇员，建成后也能为当地留下筑路技术和建设人才。”李英涛说，目前项目中的测绘员、设计师、司机、操作手等都是肯尼亚当地人。

在施工现场，不同颜色的旗帜划分出各个施工区域，当地工人井然有序地进行沥青铺设，两侧的甘蔗田正值采收季节，已经有大卡车满载甘蔗在修建好的路段上行驶。

大卫·马甘达是肯尼亚政府派驻项目的监理负责人，从项目开工起，他几乎每天都要到施工现场巡检。“我与中国电建已经合作很多年了，之前的项目建设非常出色，已成为基苏木的地标和标杆工程。”马甘达说，目前的公路项目建成后将串联起肯尼亚的“蔗糖带”，并连接贯通肯尼亚和乌干达的边境公路。公路建设过程中还直接创造了200多个工作岗位，为当地农民带来实实在在的好处。

据介绍，截至目前，中国电建已累计在肯尼亚承建31条公路，总里程超过1580公里。这些项目坚持属地化管理，为当地创造了大量就业岗位，并培养了一批技术工人。

严钰景

蔗糖

（据新华社电）

悦读

“定向”改变营销

肖瀚

100多年前，美国百货业之父约翰·沃纳梅克提出了那个困扰了营销学界许久的著名问题：“我知道在广告上的投入有一半是无用的，但问题是，我不知道是哪一半。”如今，这个问题已经基本得到解决，解决方案就是“定向”营销。

在美国互联网公司Meta（原Facebook）首席营销官亚历克斯·舒尔茨所著的《流量营销》一书中，作者花了很大篇幅，阐述了“定向”营销对于当代营销学的改变。

所谓定向营销，是指在正确的时间、用正确的方式、向正确的人推送正确的信息。作者认为，没有定向策略，广告就只能停留在“跟着感觉走”的阶段；反之，营销学才“进化”为可量化、可计算、可分析的“经济科学”。

定向概念诞生于互联网时代，只不过，二者之间有一个短暂的时间差。

在互联网刚刚兴起的那几年，广告从报纸、杂志、电视等传统媒体上，集体“搬家”到互联网上。不过，当时的互联网广告和传统广告没有什么本质区别，只要资金实力允许，广告商会在所有知名门户网站上投放广告，主打一个无差别、全覆盖。

“网络定向”是定向策略的首次重大突破。所谓网络定向，其实就是“上下文广告”，也即网站展示的广告内容和与用户浏览的内容紧密相关。例如，当你访问健身网站时，页面上会同步跳出健身器材的广告，而不是旅游网站的推送信息。在这个阶段，搜索引擎的优势巨大，这也是许多人误以为网络定向策略是谷歌原创的重要原因之一。

再后来，网络定向又发展出更多垂直层面的子策略。

比较有名的一个子策略是“深度定向”。这种策略认为，用户第一次访问网站时所看到的广告，与第50次访问时看到的广告应该有所不同，即便他浏览的信息主题是一样的。比如，同样都是浏览塞班岛的旅游信息，对于初次浏览的潜在消费者而言，转化率最高的广告可能是机票打折或者酒店预订信息；但对于那些已经对塞班岛基本信息烂熟于胸的消费者而言，街角的咖啡馆、本地人常去的小餐馆以及那些不起眼的宝藏小店吸引力更大。

另一个很流行的子策略是“分时定向”。研究者发现，对于那些日常生活中常用的刚需产品，比如手纸、洗衣液，无论网站在什么时间段投放广告，转化率都是差不多的。但对于那些带点调性的非必需品，比如香水、鲜花，夜间转化率则明显偏高。在作者看来，深夜购物往往意味着用户的购买意愿非常强烈。不过也有人猜测，夜间网购的消费者中少不了因为饮酒而冲动消费的人。究竟哪种解释更贴近现实，见仁见智。但无论如何，这个观察结果对于制定更精准的定向策略具有很强的参考价值。

定向策略真正迈入新阶段，是从“行为定向”兴起开始的。“行为定向”说白了就是用户画像，其基本含义是，随着大数据的发展，广告投放平台不能再局限于用户的即时浏览行为，而要把更多维度的信息纳入考量。

“行为定向”的典型应用场景就是社交媒体。以男性护肤品为例，精明的广告投放平台不仅会对男性用户进行分类，优先为追求精致生活的群体推送广告，而且还会将那些习惯于为自己的男性亲友代购护肤品的女性用户纳入重点

消费客群。

“行为定向”再向前发展一步，就说到如今在业界备受推崇的“排除式定向”策略了。它要求后台在用户完成第一波流量转化时立刻为其打上新标签，并据此调低同类产品广告投放频次，并调高相关产品广告投放频次。比如，最好不要反复给刚刚购买了男士洗面奶的客户推送洁面广告，男士护肤乳、剃须膏都是可替代的选项。毕竟，脾气再好的客户也不愿意被类似的广告“穷追猛打”，这不仅容易引发用户的反感，还会白白浪费广告商的预算。

由此，我们也就理解为什么作者对“烧钱”这种营销策略评价不高的原因了。从纸媒广播时代的一对多单向叙事，到互联网初期的门户网站与搜索引擎，再到移动时代的社交媒体与短视频平台，每一次营销形态的跃迁，都重构了内容生产力与消费转化率的关系，也重新定义了“什么是有用的营销”。在营销学已经发展到精算阶段的今天，继续依赖这种类似于“铺摊子”的老旧思维做事，效率会高才叫奇怪。



本版编辑 韩叙 王一伊 美编 夏祎