

美国五大上市私募资产管理公司一季度经营业绩分析

光大控股 2020.05

2020年5月初，美国五大上市私募资产管理公司——黑石、凯雷、KKR、阿波罗和阿瑞斯资本相继发布2020年一季度财务报告，各家机构均遭遇了2008年以来最大幅度的单季亏损。本报告重点分析五大资管公司经营业绩现状、危机的影响，和他们在危机中的应对举措，以供参考。

一、国际顶尖私募资管公司一季度业绩急转直下

2020年初以来，新冠疫情给全球经济和金融市场带来重大冲击。各国经济供需两端同时大幅收缩，金融市场巨震。特别是三月，随着疫情快速蔓延和恶化，市场陷入极度恐慌，股市连续跌停，债券市场流动性一度高度紧缩，大有引发连锁反应和踩踏之势，2008年的全球金融危机似又重来。此后由于美联储第一时间内采取了积极措施，为市场无限量供应流动性，和为企业提供贷款支持，市场流动性逐渐舒缓。但生产停摆、收入和需求下降的负面影响仍在继续发酵。价格方面，一季度，标普500指数下跌20%¹；全美房地产REITs均价下跌23.5%、高收益债均价下跌12.7%。盈利方面，FactSet对标普500上市公司全年四个季度的净利润同比预期分别为-13.7%、-36.7%、-20.1%和-9.4%。

被投企业的利润缩水和估值下跌，令全美五大上市私募资产管理巨擘——黑石、凯雷、KKR、阿波罗和阿瑞斯，一季度的经营业绩大幅转负，同比降幅达到300%以上，经历了自2008年以来最大幅度的单季亏损（表1）。平均而言，五大私募资管在母公司层面的单季亏损，约相当于上年利润的8成，和净资产的10%。这还不包括旗下被投企业的并表亏损。以KKR为例，其包含旗下所有投资实体的单季并表亏损合计达到46亿美元，约相当于母公司2年净利润和15%的净资产²。

表1：五大上市私募资管公司2020年一季度，母公司层面的亏损幅度

	母公司损益		净资产 2019. A	亏损/上年度 利润	亏损/上年末 净资产
	2019. A	2020. Q1			
黑石	20.5	-10.7	151	-0.5倍	-7%
凯雷	3.8	-6.1	30	-1.6倍	-21%
KKR	20.1	-12.8	305	-0.6倍	-4%
阿波罗	8.4	-10.1	30	-1.2倍	-33%
阿瑞斯	1.5	-0.3	19	-0.2倍	-2%
加权平均	-			-0.8倍	-10%

资料来源：五大上市私募资管公司年报、一季报；单位：亿美元

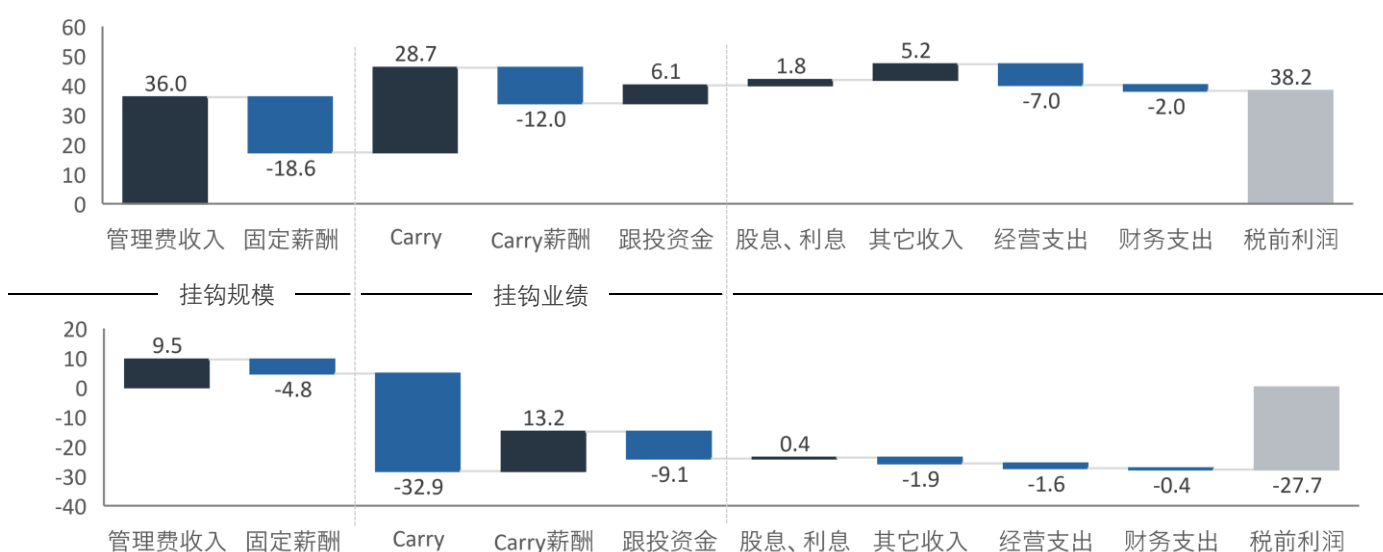
¹ 同期恒指和沪深300指数分别下跌16.3%和10.0%。

² 所幸由于资产管理具有风险隔离特性，被投资企业破产后，超过投资额的亏损和流动性压力不会直接传导到母公司。

二、国际顶尖私募资管公司业绩大幅亏损的原因

向投资人返还往年业绩提成是私募资管公司一季度亏损的主要原因。图 1 剖析了黑石常态年份和危机时期的利润构成和亏损情况。见图，国际私募股权投资公司的利润主要由与管理规模挂钩的管理费收入，和与业绩表现挂钩的 Carry 两部分构成。其中，Carry 由正转负是导致一季度业绩大幅亏损的主要因素。以黑石为例，其单季向投资人返还了近 33 亿美元 Carry，超过去年一年的预提总和；加之在沉淀在旗下基金中的少量跟投资金连带的估值亏损，合并造成了利润表的大幅亏空。

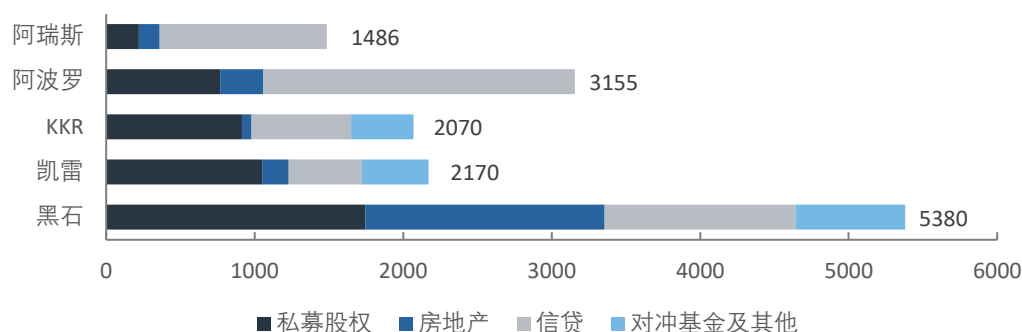
图 1：黑石 2019 年（上图）及 2020 年一季度（下图）的财务数据结构



资料来源：单位：亿美元；注：国际资管公司丰年从投资人预提 Carry，并按比例向基金团队预支 Carry 薪酬；欠年则逐级返还

而在疫情影响下，表外基金投资组合收益的大幅下降，则是私募资管公司需要向投资人返还往年提成的直接原因。见表 2，一季度五家私募资产管理公司的四大主营业务领域——私募股权（PE 投资）、房地产业务（商业地产投资运营）、信贷业务（高收益债、结构性融资、夹层融资和银团贷款），和对冲策略（对冲基金和证券投资工具）的平均单季净回报分别为-15.6%、-7.4%，-12.1%和-5.0%，单季损益较全年常态下下跌达 16-30%，各大资产类别全数陷于亏损。

图 2：五大上市私募资管公司 2020 年一季度的 AUM 结构



资料来源：一季报；注：实物资产 AUM 中非房地产相关的能源、基建类管理资产此处归入私募股权

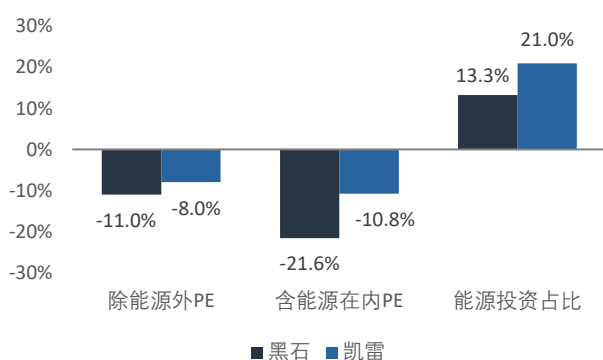
表 2：五大上市私募资管公司 2020 年一季度，基金层面的组合回报清一色陷于亏损

	私募股权		房地产		信贷业务		对冲策略	
	单季	近 12 月	单季	近 12 月	单季	近 12 月	单季	近 12 月
黑石	-22%*	-17%*	-9%*	-4%*	-14%	-10%	-9%	-4%
凯雷	-11%	-9%	-1%	10%	-2%	-28%	1%	13%
KKR	-6%*	13%*	-1%	14%	-15%	-9%	-	-
阿波罗	-22%	-13%	-7%	9%	-8%*	-2%*	-	-
阿瑞斯	-9%	-4%	-4%	7%	-12%*	-10%*	-	-
加权平均	-15.6%	-8.3%	-7.4%	0%	-12.1%	-8.5%	-5.0%	2.3%
行业常态	-	14.6%	-	9.4%	-	10.7%	-	10.5%

资料来源：一季报；注：带“*”数据用旗舰基金替代反映大致情况；行业常态指过往十年（Vintage: 2007-2017），全美私募股权投资的中位回报率，数据援引 Global Fund Performance, Pitchbook, 2020。

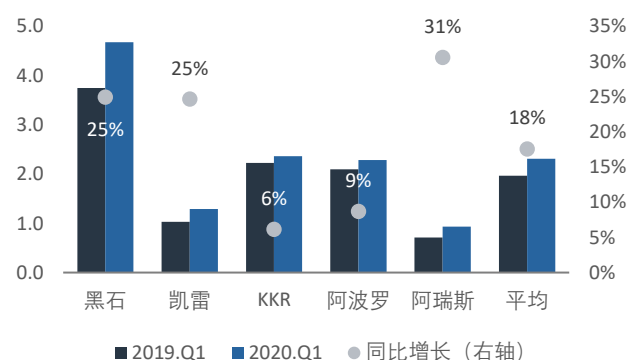
总的来看，私募股权是一个高度亲周期的行业。在市场遭遇系统性风险的情况下，私募资产管理公司的组合回报遭受重大损失形势使然。一是被投资企业系统性遭受经营亏损和估值损失。本次疫情导致供需两弱甚至停滞，几乎是系统性影响了被投资企业经营利润乃至现金流，造成股、债权估值的全面和大幅下降；二是资产流动性冻结造成收益损失。市场流动性紧缩会首当其冲影响低流动性资产的退出。伴随资产价格的大幅下滑，期望变现前期持有的股、债权补充收益，变得非常困难；三是杠杆带来的成倍亏损。私募股权投资和资产管理公司的基础盈利模式是“‘低风险业务’的高杠杆运营”。加之近年来，私募资管公司重仓配置了能源领域的股加债。在一季度的危机中，能源价格大幅下跌，国际资管公司站在了危机风暴的中心。伴随高息债市场逆转，高杠杆成了国际资管公司的不堪承受之重。以上综合作用的结果是，一季度，私募资管公司组合回报快速下降并穿透到盈亏线以下，并在杠杆作用下成倍扩大。以黑石和凯雷为例，一季度不包含能源行业在内的私募股权组合分别亏损 11%，和 8%；而一旦包含能源投资在内，组合亏损幅度分别扩大至 21.6%和 10.8%（图 3）。

图 3：黑石、凯雷 2020 年一季度 PE 投资组合亏损情况



资料来源：黑石亏损更大是因为旗下加维兰能源公司宣告破产

图 4：五大私募资管 2020 年一季度管理费收入同比变动



资料来源：五大上市私募资管公司财报

不过需要指出的是，五大私募资管公司虽然在 Carry 上遭受重挫，经营业绩却仍获得了管理费收入的托底。黑石的管理费收入同比增长达到 25%（图 4），五家机构平均也达到 18% 以上，成为支撑业绩的重要力量。过去几年，出于低利率压力，投资人向头部私募股权资产管理公司倾注了大量的待投资金，私募另类资管公司 AUM 规模快速提升，普遍达到自身净资产的 30 倍以上，管理费收入也大幅增加，例如黑石，其管理费收入占到 2019 年收益的 50% 左右，基本上可以应付公司最主要的支出——人力成本。在危机下，充足的管理费为顶尖资管公司的低谷期业绩提供了宝贵缓冲。只要资管公司最宝贵的资产——人力资源得以保留，公司就

将度过严冬无虞。事实上，有力管理费收入也是以黑石为代表的国际顶尖资管公司在本轮危机中单季股价跌幅明显低于 2008 年最差单季的关键原因之一。相较之下，没有管理费收入这一层额外保护的伯克希尔股价在 2008 和 2020 年两轮危机中的单季下跌幅度就相对接近。见下表 3，一季度上述五家资管公司股价跌幅在 18%-32% 之间。

表 3：资管和投资公司股价在 2020 年和 2008 年金融危机中最差单季下跌幅度比较

	黑石	凯雷	KKR	阿波罗	阿瑞斯	平均	伯克希尔
2008.Q4	-55%	彼时未上市				/	-26%
2020.Q1	-18%	-32%	-19%	-28%	-12%	-22%	-20%

资料来源：公开市场股价数据，前复权；黑石的 AUM/净资产已从 2008 年的 8.5 倍增长到 2019 年的 38 倍

三、国际顶尖私募资管公司业绩损失的可逆程度

从 2020 年全年看，在宏观环境没有显著改变的情况下，我们预计国际顶尖私募股权资产管理公司的投资业绩可能经历进一步损失。一方面，在资产价格下行通道中，买卖双方难以就交易价格达成一致，资管公司退出 Carry 可能难有起色；另一方面，考虑到全球疫情持续和经济长期停摆，资产价格整年内的走向仍不明朗，资管公司估值 Carry 大概率也指望不上。然而雪中送炭的是，国际顶尖资管公司管理费收益可能依然强劲，进而在其收入结构中扮演至关重要的托底角色。大胆预测，大型资管公司得益于养老金、保险等大型投资人在低利率环境下，待投资金“无处安身”的两难局面，全年资产管理规模和对应管理费收入反而可能不降反升³，从而平滑全年收益。

而从更长期的角度看，当市场恐慌平抑、企业恢复常态运营，国际顶尖私募资产管理公司的大部分存量资产有条件修复此前价值，估值 Carry 也可能相应转正；如果这样，资管公司的经营业绩也仅仅是账面上的起起落落。成熟市场的 PE 投资主要集中在并购投资上。被投企业通常是具有成熟盈利模式的行业寡头，市场格局和企业自身的现金流造血能力稳定。无论市场周期和风向如何变化，企业盈利和现金流就已经为自身估值提供了跨周期的可靠锚定⁴。好比一张五年到期的国库券，无论外界以什么价格交易，五年后总能按票面赎回。举例来看，黑石 2007 年秋，在房地产泡沫高峰中动用 60 亿美元基金和 200 亿美元贷款收购希尔顿。尽管在随后的金融危机中，黑石被迫对希尔顿减记 60 亿美元，账面上相当于将全部股权资产清零，但酒店业常态的盈利能力和希尔顿在业内的盛名并不因为危机的短期影响而受到不可逆的折损。危机消退后，黑石最终以 140 亿美元的利润完整退出希尔顿，成为 PE 投资史上回报最为丰厚的一笔投资。此外，私募资管机构通常在市场横风和下行期，一方面减少项目退出，等待资产价格回暖；另一方面，前期募资到位的资金开始伺机而动，以求抓住新的发展机遇（见下）。随着市场回暖，私募机构可能会迎来业绩新的高点，正如 2008 年以后经历的一样，这已经成了私募资管行业的特点和规律。

³ 事实上，上述顶尖资管公司一季度在退出节奏大幅放缓的同时，信贷和房地产等固收、类固收项目的投资却如火如荼地展开。以阿波罗全球管理公司为例，其趁一季度债券价格下跌，当季投资超过 400 亿美元，达到去年同期的两倍；并在 4 月份继续追投约 100 亿美元。凯雷也正在同步跟进。退出放缓叠加投资提速，其结果是管理费收入的进一步提高。

⁴ 相较之下，国内 VC 和成长期投资则往往要面临市场格局的激烈变化和上市退出方面的重大不确定性，受外部冲击后资产价格修复的可能性低于成熟期投资。

然而，如果投资失误、遭受不可逆转的损失，则资管公司的 Carry 还是将遭受难以修复的亏损，甚至影响公司本金。举例来看，KKR 携手高盛和 TPG 于 2007 年动用 450 亿美元收购了德州电力公司 TXU。该美国迄今最大规模的杠杆收购交易，提前为短期需求不足做了充足准备，但在不期而至的页岩油革命下，即便苦苦支撑了五年，最终仍不免大败亏输⁵。同样，国际资管公司本轮危机中的原油投资，可预见也已难以恢复此前价值。所幸的是，资管公司的风险隔离机制使得平台可以有效保护表内资产免遭被投资企业超投资限度亏损的牵连，但是资管公司用以募资最重要的声誉，仍将蒙灰，影响未来的资管业务。说到底，损失多大程度可逆的问题，核心还是在投资能力和品牌长期积累的声誉。

四、国际顶尖私募资管公司应对危机的方法

从上世纪 80 年代美国利率周期见顶、私募股权投资和资产管理公司开始批量涌现开始至今，近 40 年来，至少经历过 1987 年（储贷危机）、1990 年（经济危机），2001 年（科网泡沫），及 2008 年（次贷危机）五次大规模的周期性衰退。

总结来看，国际顶尖资管公司和投资人应对并穿越行业周期，主要有以下措施：

第一，及时调整组织结构。即便是前述五大私募资管这般杰出的投资和管理机构，组织结构也并非一成不变。相反，它们之所以历经危机脱颖而出，其根本在于擅长从危机中总结经验，以惊人的魄力做出与投资环境变化，和自身成熟化发展相适应的结构调整。以黑石为例，1987 年，埃德科姆并购交易的溃败，使黑石遭遇了自成立以来最大的公司危机。事件促使黑石反思并重塑了此前投资决议过于零散粗放的决策流程。从那时起，黑石所有的项目必须交由投资委员会集体统筹，再做出符合黑石整体投资目标的投资决定。掌门人施瓦茨曼将黑石在这次灾难性危机中做出的调整，定义为黑石在随后数十年中取得成功的关键。2008 年，黑石上市首年遭遇次贷危机。旗下资产如希尔顿酒店等虽然事后证明价值非凡，但在危机档口，黑石的私募股权投资组合仍不免减记 20%，房地产组合减记 30%，盈利和剩余流动性甚至不足派发股息，股价从 30 美元跌到不足 10 美元。事件促使黑石思考平衡投资人和股东的利益，开拓更多能带来稳定收入的管理资产。这也是黑石当前背靠庞大 AUM 和管理费收入，较 2008 年更能从容应对危机的关键。

第二，力保流动性——危机时的生命线。鉴于私募股权投资的杠杆经营和低流动性本质，私募股权投资和管理公司必须为抗御周期，全力争取流动性。一是尽可能争取外部流动性支持。2008 年，黑石不仅深度参与了美国政府的救援计划，甚至急电时任美国财政部长保尔森，建议美国政府以资金注入大型金融机构和银行，确保市场对于金融体系的信心；而美联储的出手最终也帮助黑石等资管公司摆脱了迫在眉睫的流动性危机。在 2020 年的本次危机中，施瓦茨曼和巴菲特也都对美联储主席鲍威尔对金融市场流动性的及时救助给予了高度评价，并积极利用低利率的窗口发行高等级债。二是有选择地放弃一些问题较重的下属公司，保存流动性。疫情蔓延初期，黑石、凯雷都分别向被投资企业发出警告，提醒被投资企业“采取一切手段避免出现信贷紧缩”。近两个月内，凯雷控股的主题公园企业 APG，黑石控股的加维兰能源和新西兰汉堡王相继宣布破产。这并非由于黑石和凯雷缺乏拯救上述企业的流动性资金。但考虑到疫情长期化导致的油气需求低迷、线下娱

⁵ TXU 支撑到 2014 年最终破产，巴菲特在股东大会上承认该投资案为重大错误。而本次危机中的原油投资实则是同一错误的重演，即开采技术革命导致油气供不应求的局面被永久性打破。

乐和餐饮消费受阻，黑石和凯雷都有选择性地、放弃为部分现金流出问题的子公司输血。

第三，及时清理缺乏收益前景的资产包袱，并投入有增长潜力的新业务。施瓦茨曼认为，帮助公司穿越周期最重要的原则是认准增长的领域、社会变革的方向，脱手行将不振的资产，并对认定的方向投入巨大资本。施瓦茨曼以黑石的不动产业务举例，“当我们看到互联网高歌猛进时，便出手了所持有的购物中心和商场类资产。再持有这类资产是不明智的。我们拿着套现商业地产的钱购买了仓储资产。为什么要买仓库？因为所有的互联网销售企业，都需要仓库来备货发货。所以仓储资产在全球范围内最终成为了不动产领域中收益最理想的类别。在过去十年里，黑石一直是全球最大的仓储资产买家。”

而在本轮危机中，我们看到巴菲特清仓了航空股和高盛股票；高瓴大规模减持了陌陌、特斯拉、蔚来等热门科技公司，转而加大了抗御周期能力较强的生物医药和远程办公领域的投资；索罗斯、艾因霍恩和勒布等知名对冲基金的掌门人均小规模加仓了在疫情中损失惨重的迪士尼⁶。总的来看，国际顶尖投资人在本轮危机中的清仓行为异常果断，而股权投资行为则更多是试探性的。一则反映他们对疫情发展有分歧，但整体没有市场上多数投资人那么乐观；二则反映他们对美股的“第二轮”下行风险有担忧。

第四，反周期并购。危机期间，企业为换取流动性、专注于核心主业而做出的紧急抛售，可能会创造出难能的优质资产收购机遇。上轮危机中，贝莱德和黑石分别借机收购了巴克莱 BGI 和陷入客户危机的杠杆融资公司 GSO，确立了行业龙头的地位。在 2020 年的本轮危机中，黑石先后收购了生命科学投资公司 Clarus，并为 RNAi 疗法公司 Alnylam 提供了高达 20 亿美元的战略合作资金，试图以医疗服务为突破口弥补其在医疗健康领域的投资短板，分享行业长期增长红利。

第五，开拓新市场。除了上述几点，私募股权资产管理公司也会利用市场周期，开拓新市场、新客户。以阿瑞斯资本为例，其充分发掘了危机加剧的低利率环境对日本保险业的重压，在 3 月末成功引入日本三井住友银行作为其新股东，进而日本市场上推出投资产品，获得新的募资来源。

借鉴国际资管公司应对危机的经验，私募股权资产管理和投资机构应对眼下危机，应首先采取必要措施缓解流动性压力，同时积极做出与投资环境及自身发展变化相适应的组织结构调整。其次，应积极研判未来增长的领域和社会变革的方向，结合机构自身的能力、禀赋和长短板，调整存量资产结构，果断放弃一些不具有趋势性增长性的投资，同时研究布局新的增长点，化危机为契机，提升中长期投资业绩。

⁶ 迪士尼一季度和二季度净利润分别同比下降 24%和 91%，但属于娱乐行业内最容易恢复业绩的公司（米老鼠不领工资）。不过，顶尖对冲基金投资人迪士尼的加仓幅度较轻，属于试探性投资。