

美國五大上市私募資產管理公司一季經營業績分析

光大控股 2020.05

2020年5月初，美國五大上市私募資產管理公司——黑石、凱雷、KKR、阿波羅和阿瑞斯資本相繼發佈2020年一季度財務報告，各家機構均遭遇了2008年以來最大幅度的單季虧損。本報告重點分析五大資管公司經營業績現狀、危機的影響，和他們在危機中的應對舉措，以供參考。

一、國際頂尖私募資管公司一季業績急轉直下

2020年初以來，新冠疫情給全球經濟和金融市場帶來重大衝擊。各國經濟供需兩端同時大幅收縮，金融市場巨震。特別是三月，隨著疫情快速蔓延和惡化，市場陷入極度恐慌，股市連續跌停，債券市場流動性一度高度緊縮，大有引發連鎖反應和踩踏之勢，2008年的全球金融危機似又重來。此後由於美聯儲第一時間內採取了積極措施，為市場無限量供應流動性，和為企業提供貸款支援，市場流動性逐漸舒緩。但生產停擺、收入和需求下降的負面影響仍在繼續發酵。價格方面，一季度，標普500指數下跌20%¹；全美房地產REITs均價下跌23.5%、高收益債均價下跌12.7%。盈利方面，FactSet對標普500上市公司全年四個季度的淨利潤同比預期分別為-13.7%、-36.7%、-20.1%和-9.4%。

被投企業的利潤縮水和估值下跌，令全美五大上市私募資產管理巨擘——黑石、凱雷、KKR、阿波羅和阿瑞斯，一季度的經營業績大幅轉負，同比降幅達到300%以上，經歷了自2008年以來最大幅度的單季虧損（表1）。平均而言，五大私募資管在母公司層面的單季虧損，約相當於上年利潤的8成，和淨資產的10%。這還不包括旗下被投企業的並表虧損。以KKR為例，其包含旗下所有投資實體的單季並表虧損合計達到46億美元，約相當於母公司2年淨利潤和15%的淨資產²。

表1：五大上市私募資管公司2020年一季度，母公司層面的虧損幅度

	母公司損益		淨資產 2019. A	虧損/上年度 利潤	虧損/上年末 淨資產
	2019. A	2020. Q1			
黑石	20.5	-10.7	151	-0.5倍	-7%
凱雷	3.8	-6.1	30	-1.6倍	-21%
KKR	20.1	-12.8	305	-0.6倍	-4%
阿波羅	8.4	-10.1	30	-1.2倍	-33%
阿瑞斯	1.5	-0.3	19	-0.2倍	-2%
加權平均	-	-	-	-0.8倍	-10%

資料來源：五大上市私募資管公司年報、一季報；單位：億美元

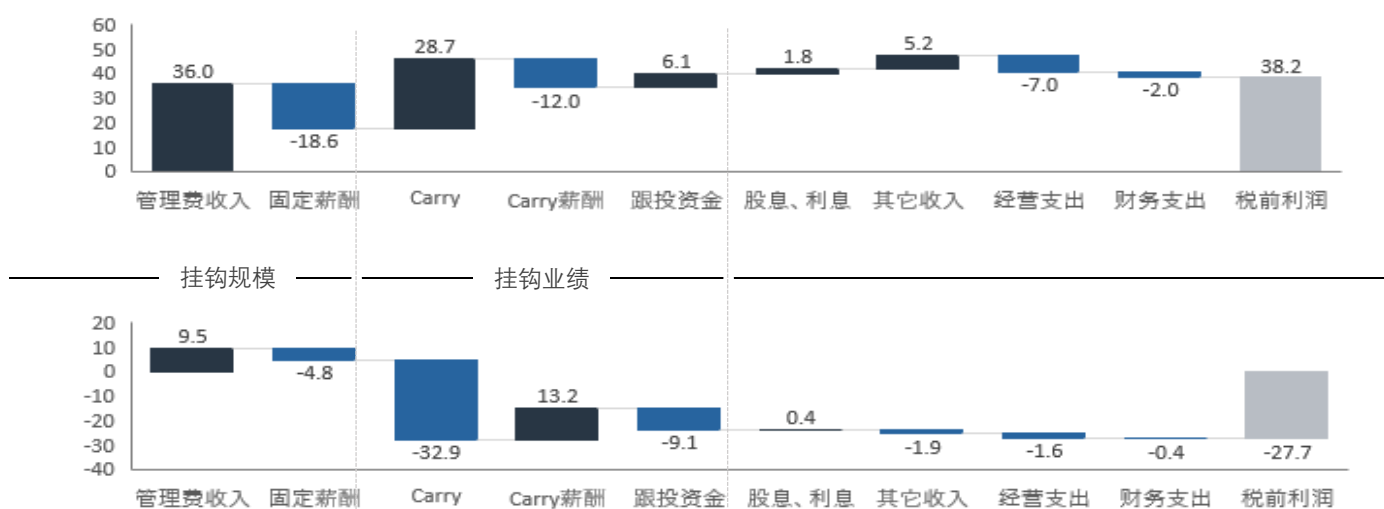
¹ 同期恒指和沪深300指數分別下跌16.3%和10.0%。

² 所幸由於資產管理具有風險隔離特性，被投企業破產後，超過投資額的虧損和流動性壓力不會直接傳導到母公司。

二、國際頂尖私募資管公司業績大幅虧損的原因

向投資人返還往年業績提成是私募資管公司一季度虧損的主要原因。圖 1 剖析了黑石常態年份和危機時期的利潤構成和虧損情況。見圖，國際私募股權投資公司的利潤主要由與管理規模掛鉤的管理費收入，和與業績表現掛鉤的 Carry 兩部分構成。其中，Carry 由正轉負是導致一季度業績大幅虧損的主要因素。以黑石為例，其單季向投資人返還了近 33 億美元 Carry，超過去年一年的預提總和；加之在沉澱在旗下基金中的少量跟投資金連帶的估值虧損，合併造成了利潤表的大幅虧空。

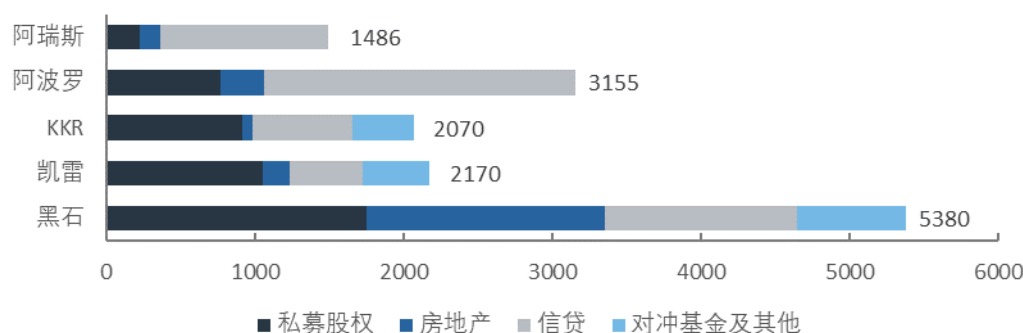
圖 1：黑石 2019 年（上圖）及 2020 年一季度（下圖）的財務資料結構



資料來源：單位：億美元；注：國際資管公司豐年從投資人預提 Carry，並按比例向基金團隊預支 Carry 薪酬；欠年則逐級返還

而在疫情影響下，表外基金投資組合收益的大幅下降，則是私募資管公司需要向投資人返還往年提成的直接原因。見表 2，一季度五家私募資產管理公司的四大主營業務領域——私募股權（PE 投資）、房地產業務（商業地產投資運營）、信貸業務（高收益債、結構性融資、夾層融資和銀團貸款），和對沖策略（對沖基金和證券投資工具）的平均單季淨回報分別為-15.6%、-7.4%，-12.1%和-5.0%，單季損益較全年常態下跌達 16-30%，各大資產類別全數陷於虧損。

圖 2：五大上市私募資管公司 2020 年一季度的 AUM 結構



資料來源：一季報；注：實物資產 AUM 中非房地產相關的能源、基建類管理資產此處歸入私募股權

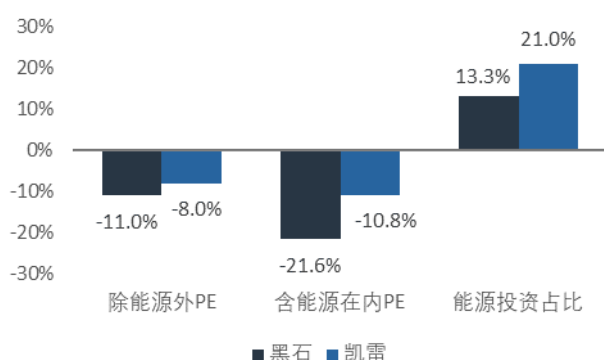
表 2：五大上市私募資管公司 2020 年一季度，基金層面的組合回報清一色陷於虧損

	私募股權		房地產		信貸業務		對沖策略	
	單季	近 12 月	單季	近 12 月	單季	近 12 月	單季	近 12 月
黑石	-22%*	-17%*	-9%*	-4%*	-14%	-10%	-9%	-4%
凱雷	-11%	-9%	-1%	10%	-2%	-28%	1%	13%
KKR	-6%*	13%*	-1%	14%	-15%	-9%	-	-
阿波羅	-22%	-13%	-7%	9%	-8%*	-2%*	-	-
阿瑞斯	-9%	-4%	-4%	7%	-12%*	-10%*	-	-
加權平均	-15.6%	-8.3%	-7.4%	0%	-12.1%	-8.5%	-5.0%	2.3%
行業常態	-	14.6%	-	9.4%	-	10.7%	-	10.5%

資料來源：一季報；注：帶 “*” 資料用旗艦基金替代反映大致情況；行業常態指過往十年（Vintage: 2007-2017），全美私募股權投資的中位元回報率，資料援引 Global Fund Performance, Pitchbook, 2020.

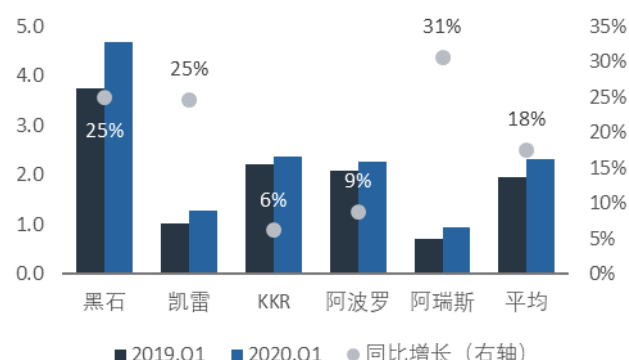
總的來看，私募股權是一個高度親週期的行業。在市場遭遇系統性風險的情況下，私募資產管理公司的組合回報遭受重大損失形勢使然。一是被投企業系統性遭受經營虧損和估值損失。本次疫情導致供需兩弱甚至停滯，幾乎是系統性影響了被投企業經營利潤乃至現金流，造成股、債權估值的全面和大幅下降；二是資產流動性凍結造成收益損失。市場流動性緊縮會首當其衝影響低流動性資產的退出。伴隨資產價格的大幅下滑，期望變現前期持有的股、債權補充收益，變得非常困難；三是杠桿帶來的成倍虧損。私募股權投資和資產管理公司的基礎盈利模式是“‘低風險業務’的高杠桿運營”。加之近年來，私募資管公司重倉配置了能源領域的股加債。在一季度的危機中，能源價格大幅下跌，國際資管公司站在了危機風暴的中心。伴隨高息債市場逆轉，高杠桿成了國際資管公司的不堪承受之重。以上綜合作用的結果是，一季度，私募資管公司組合回報快速下降並穿透到盈虧線以下，並在杠桿作用下成倍擴大。以黑石和凱雷為例，一季度不包含能源行業在內的私募股權組合分別虧損 11%，和 8%；而一旦包含能源投資在內，組合虧損幅度分別擴大至 21.6%和 10.8%（圖 3）。

圖 3：黑石、凱雷 2020 年一季度 PE 投資組合虧損情況



資料來源：黑石虧損更大是因為旗下加維蘭能源公司宣告破產

圖 4：五大私募資管 2020 年一季度管理費收入同比變動



資料來源：五大上市私募資管公司財報

不過需要指出的是，五大私募資管公司雖然在 Carry 上遭受重挫，經營業績卻仍獲得了管理費收入的托底。黑石的管理費收入同比增長達到 25%（圖 4），五家機構平均也達到 18% 以上，成為支撐業績的重要力量。過去幾年，出於低利率壓力，投資人向頭部私募股權資產管理公司傾注了大量的待投資金，私募另類資管公司 AUM 規模快速提升，普遍達到自身淨資產的 30 倍以上，管理費收入也大幅增加，例如黑石，其管理費收入占到 2019 年收益的 50% 左右，基本上可以應付公司最主要的支出——人力成本。在危機下，充足的管理費為頂尖資管公司的低谷期業

績提供了寶貴緩衝。只要資管公司最寶貴的資產——人力資源得以保留，公司就將度過嚴冬無虞。事實上，有力管理費收入也是以黑石為代表的國際頂尖資管公司在本輪危機中單季股價跌幅明顯低於 2008 年最差單季的關鍵原因之一。相較之下，沒有管理費收入這一層額外保護的伯克希爾股價在 2008 和 2020 年兩輪危機中的單季下跌幅度就相對接近。見下表 3，一季度上述五家資管公司股價跌幅在 18%-32% 之間。

表 3：資管和投資公司股價在 2020 年和 2008 年金融危機中最差單季下跌幅度比較

	黑石	凱雷	KKR	阿波羅	阿瑞斯	平均	伯克希爾
2008.Q4	-55%	彼時未上市				/	-26%
2020.Q1	-18%	-32%	-19%	-28%	-12%	-22%	-20%

資料來源：公開市場股價資料，前複權；黑石的 AUM/淨資產已從 2008 年的 8.5 倍增長到 2019 年的 38 倍

三、國際頂尖私募資管公司業績損失的可逆程度

從 2020 年全年看，在宏觀環境沒有顯著改變的情況下，我們預計國際頂尖私募股權資產管理公司的投資業績可能經歷進一步損失。一方面，在資產價格下行通道中，買賣雙方難以就交易價格達成一致，資管公司退出 Carry 可能難有起色；另一方面，考慮到全球疫情持續和經濟長期停擺，資產價格整年內的走向仍不明朗，資管公司估值 Carry 大概率也指望不上。然而雪中送炭的是，國際頂尖資管公司管理費收益可能依然強勁，進而在其收入結構中扮演至關重要的托底角色。大膽預測，大型資管公司得益於養老金、保險等大型投資人在低利率環境下，待投資金“無處安身”的兩難局面，全年資產管理規模和對應管理費收入反而可能不降反升³，從而平滑全年收益。

而從更長期的角度看，當市場恐慌平抑、企業恢復常態運營，國際頂尖私募資產管理公司的大部分存量資產有條件修復此前價值，估值 Carry 也可能相應轉正；如果這樣，資管公司的經營業績也僅僅是帳面上的起起落落。成熟市場的 PE 投資主要集中在並購投資上。被投企業通常是具有成熟盈利模式的行業寡頭，市場格局和企業自身的現金流造血能力穩定。無論市場週期和風向如何變化，企業盈利和現金流就已經為自身估值提供了跨週期的可靠錨定⁴。好比一張五年到期的國庫券，無論外界以什麼價格交易，五年後總能按票面贖回。舉例來看，黑石 2007 年秋，在房地產泡沫高峰中動用 60 億美元基金和 200 億美元貸款收購希爾頓。儘管在隨後的金融危機中，黑石被迫對希爾頓減記 60 億美元，帳面上相當於將全部股權資產清零，但酒店業常態的盈利能力和希爾頓在業內的盛名並不因為危機的短期影響而受到不可逆的折損。危機消退後，黑石最終以 140 億美元的利潤完整退出希爾頓，成為 PE 投資史上回報最為豐厚的一筆投資。此外，私募資管機構通常在市場橫風和下行期，一方面減少項目退出，等待資產價格回暖；另一方面，前期募資到位的資金開始伺機而動，以求抓住新的發展機遇（見下）。隨著市場回暖，私募機構可能會迎來業績新的高點，正如 2008 年以後經歷的一

³ 事實上，上述頂尖資管公司一季度在退出節奏大幅放緩的同時，信貸和房地產等固收、類固收項目的投資却如火如荼地展開。以阿波羅全球管理公司為例，其趁一季度債券價格下跌，當季投資超過 400 億美元，達到去年同期的兩倍；並在 4 月份繼續追投約 100 億美元。凱雷也正在同步跟進。退出放緩疊加投資提速，其結果是管理費收入的進一步提高。

⁴ 相較之下，國內 VC 和成長期投資則往往要面臨市場格局的激烈變化和上市退出方面的重大不確定性，受外部沖擊後資產價格修復的可能性低於成熟期投資。

樣，這已經成了私募資管行業的特點和規律。

然而，如果投資失誤、遭受不可逆轉的損失，則資管公司的 Carry 還是將遭受難以修復的虧損，甚至影響公司本金。舉例來看，KKR 攜手高盛和 TPG 於 2007 年動用 450 億美元收購了德州電力公司 TXU。該美國迄今最大規模的杠杆收購交易，提前為短期需求不足做了充足準備，但在不期而至的葉岩油革命下，即便苦苦支撐了五年，最終仍不免大敗虧輸⁵。同樣，國際資管公司本輪危機中的原油投資，可預見也已難以恢復此前價值。所幸的是，資管公司的風險隔離機制使得平臺可以有效保護表內資產免遭被投企業超投資限度虧損的牽連，但是資管公司用以募資最重要的聲譽，仍將蒙灰，影響未來的資管業務。說到底，損失多大程度可逆的問題，核心還是在投資能力和品牌長期積累的聲譽。

四、國際頂尖私募資管公司應對危機的方法

從上世紀 80 年代美國利率週期見頂、私募股權投資和資產管理公司開始批量湧現開始至今，近 40 年來，至少經歷過 1987 年（儲貸危機）、1990 年（經濟危機）、2001 年（科網泡沫），及 2008 年（次貸危機）五次大規模的週期性衰退。

總結來看，國際頂尖資管公司和投資人應對並穿越行業週期，主要有以下措施：

第一，及時調整組織結構。即便是前述五大私募資管這般傑出的投資和管理機構，組織結構也並非一成不變。相反，它們之所以歷經危機脫穎而出，其根本在於擅長從危機中總結經驗，以驚人的魄力做出與投資環境變化，和自身成熟化發展相適應的結構調整。以黑石為例，1987 年，埃德科姆並購交易的潰敗，使黑石遭遇了自成立以來最大的公司危機。事件促使黑石反思並重塑了此前投資決議過於零散粗放的決策流程。從那時起，黑石所有的項目必須交由投資委員會集體統籌，再做出符合黑石整體投資目標的投資決定。掌門人施瓦茨曼將黑石在這次災難性危機中做出的調整，定義為黑石在隨後數十年中取得成功的關鍵。2008 年，黑石上市首年遭遇次貸危機。旗下資產如希爾頓酒店等雖然事後證明價值非凡，但在危機檔口，黑石的私募股權投資組合仍不免減記 20%，房地產組合減記 30%，盈利和剩餘流動性甚至不足派發股息，股價從 30 美元跌到不足 10 美元。事件促使黑石思考平衡投資人和股東的利益，開拓更多能帶來穩定收入的管理資產。這也是黑石當前背靠龐大 AUM 和管理費收入，較 2008 年更能從容應對危機的關鍵。

第二，力保流動性——危機時的生命線。鑒於私募股權投資的杠杆經營和低流動性本質，私募股權投資和管理公司必須為抗禦週期，全力爭取流動性。一是盡可能爭取外部流動性支持。2008 年，黑石不僅深度參與了美國政府的救援計畫，甚至急電時任美國財政部長保爾森，建議美國政府以資金注入大型金融機構和銀行，確保市場對於金融體系的信心；而美聯儲的出手最終也幫助黑石等資管公司擺脫了迫在眉睫的流動性危機。在 2020 年的本次危機中，施瓦茨曼和巴菲特也都對美聯儲主席鮑威爾對金融市場流動性的及時救助給予了高度評價，並積極利用低利率的視窗發行高等級債。二是有選擇地放棄一些問題較重的下屬公司，保存流動性。疫情蔓延初期，黑石、凱雷都分別向被投企業發出警告，提醒被投企

⁵ TXU 支撐到 2014 年最終破產，巴菲特在股東大會上承認該投資案為重大錯誤。而本次危機中的原油投資實則是同一錯誤的重演，即開採技術革命導致油氣供不應求的局面被永久性打破。

業“採取一切手段避免出現信貸緊縮”。近兩個月內，凱雷控股的主題公園企業 APG，黑石控股的加維蘭能源和紐西蘭漢堡王相繼宣佈破產。這並非由於黑石和凱雷缺乏拯救上述企業的流動性資金。但考慮到疫情長期化導致的油氣需求低迷、線下娛樂和餐飲消費受阻，黑石和凱雷都有選擇性地、放棄為部分現金流出問題的子公司輸血。

第三，及時清理缺乏收益前景的資產包袱，並投入有增長潛力的新業務。施瓦茨曼認為，幫助公司穿越週期最重要的原則是認准增長的領域、社會變革的方向，脫手行將不振的資產，並對認定的方向投入巨大資本。施瓦茨曼以黑石的不動產業務舉例，“當我們看到互聯網高歌猛進時，便出手了所持有的購物中心和商場類資產。再持有這類資產是不明智的。我們拿著套現商業地產的錢購買了倉儲資產。為什麼要買倉庫？因為所有的互聯網銷售企業，都需要倉庫來備貨發貨。所以倉儲資產在全球範圍內最終成為了不動產領域中收益最理想的類別。在過去十年裡，黑石一直是全球最大的倉儲資產買家。”

而在本輪危機中，我們看到巴菲特清倉了航空股和高盛股票；高瓴大規模減持了陌陌、特斯拉、蔚來等熱門科技公司，轉而加大了抗禦週期能力較強的生物醫藥和遠端辦公領域的投資；索羅斯、艾因霍恩和勒布等知名對沖基金的掌門人均小規模加倉了在疫情中損失慘重的迪士尼⁶。總的來看，國際頂尖投資人在本輪危機中的清倉行為異常果斷，而股權投資行為則更多是試探性的。一則反映他們對疫情發展有分歧，但整體沒有市場上多數投資人那麼樂觀；二則反映他們對美股的“第二輪”下行風險有擔憂。

第四，反週期併購。危機期間，企業為換取流動性、專注於核心主業而做出的緊急拋售，可能會創造出難得的優質資產收購機遇。上輪危機中，貝萊德和黑石分別借機收購了巴克萊 BGI 和陷入客戶危機的杠杆融資公司 GSO，確立了行業龍頭的地位。在 2020 年的本輪危機中，黑石先後收購了生命科學投資公司 Clarus，並為 RNAi 療法公司 Alnylam 提供了高達 20 億美元的戰略合作資金，試圖以醫療服務為突破口彌補其在醫療健康領域的投資短板，分享行業長期增長紅利。

第五，開拓新市場。除了上述幾點，私募股權資產管理公司也會利用市場週期，開拓新市場、新客戶。以阿瑞斯資本為例，其充分發掘了危機加劇的低利率環境對日本保險業的重壓，在 3 月末成功引入日本三井住友銀行作為其新股東，進而在日本市場上推出投資產品，獲得新的募資來源。

借鑒國際資管公司應對危機的經驗，私募股權資產管理和投資機構應對眼下危機，應首先採取必要措施緩解流動性壓力，同時積極做出與投資環境及自身發展變化相適應的組織結構調整。其次，應積極研判未來增長的領域和社會變革的方向，結合機構自身的能力、稟賦和長短板，調整存量資產結構，果斷放棄一些不具有趨勢性增長性的投資，同時研究佈局新的增長點，化危機為契機，提升中長期投資業績。

⁶ 迪士尼一季度和二季度淨利潤分別同比下降 24%和 91%，但屬於娛樂行業內最容易恢復業績的公司（米老鼠不領工資）。不過，頂尖對沖基金投資人迪士尼的加倉幅度較輕，屬於試探性投資。