

## 美国五大上市私募股权投资及管理公司二季度经营业绩分析

2020年8月,美国五大上市私募股权投资及管理公司——黑石、凯雷、KKR、阿波罗和阿瑞斯资本相继发布2020年中报。现将其要点分析点评如下。

### 一、私募股权巨头已弥补一季度以来的大部分跌幅,但总体仍损失较重

二季度,受益于美联储等众央行货币和财政政策的有力支持,全球主要风险资产大幅反弹。其中美股单季收涨20%、美国债上涨1%、信用债上涨4-7%不等。截至年中,美国主要风险资产大部分已突破或者接近收复前高。

表1: 美国大类资产上半年涨跌幅情况

大类资产		参考指标	涨跌幅		
			Q1	Q2	H1
股票	美国股票	标普500指数	-20%	20%	-4%
地产	美国REITs	标普A-REITs指数	-28%	15%	-17%
固收	美国国债	标普10年期美国国债指数	12%	1%	13%
	美国投资级债	标普30美国投资级债	0%	6%	6%
	美国高收益债	标普B级高收益企业债指数	-5%	4%	-1%
	美国杠杆贷款	标普100美国杠杆贷款	-10%	7%	-3%
对冲	美国风险平价策略	标普股债风险平价策略( $\sigma=8\%$ )	-11%	9%	-2%
商品	黄金	COMEX黄金期货结算价	5%	13%	18%
	原油	布伦特原油期货结算价	-66%	81%	-38%

资料来源: 公开市场数据

### 1) 基金层面的组合收益

受市场回暖、股票价格普涨和债券利差收窄的连带影响,美国五大上市私募资管公司二季度基金层面组合业绩大幅回升。其中私募股权投资业务平均取得了11.8%的单季净回报;房地产、信贷业务和对冲策略分别平均取得1.8%、7.9%和3.1%的单季净回报。这样,截至年中,五大资管公司总体已收复基金层面的组合业绩约7成的跌幅。但因一季度受损较深,上半年业绩整体仍较年初折损了约5%。

**表 2：美国五大上市私募资管公司一季度、二季度基金层面大类资产组合业绩**

大类资产	私募股权		房地产		信贷业务		对冲策略	
	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2
黑石	-21.6%*	12.8%*	-8.8%*	1.6%*	-13.6%	10.1%	-8.6%	6.0%
KKR	-6.0%*	11.0%*	-1.0%	2.0%	-15.0%	2.0%	-	11.0%
凯雷	-10.8%	13.0%	-1.0%	3.0%	-21.0%	8.0%	1.0%	-6.0%
阿波罗	-21.6%	11.7%	-6.5%	1.4%	-8.1%*	7.7%*	-	-
阿瑞斯	-9.3%	4.6%	-4.2%	3.4%	-12.2%*	9.4%*	-	-
加权平均	-15.2%	11.8%	-7.3%	1.8%	-12.1%	7.9%	-4.0%	3.1%
二季度回升原因	上市待售股票上涨		利差收窄		利差收窄		股市上涨	

资料来源：五大私募资管一季、二季报；带“\*”数据用旗舰基金替代反映组合整体情况

## 2) 母公司盈利

反映到母公司层面，五大资管公司的二季度业绩亦大为好转。单季平均盈利达到上年利润的 35%和净资产的 4%，已修复一季度的近半亏损，实现“V 字反弹”。<sup>1</sup>尽管如此，就整个上半年而言，仍相当于亏损了上年利润的 40%和净资产的 4%。拿黑石来看，其在母公司层面一季度大幅亏损 10.7 亿美元，占上年利润的 52%和年末净资产的 7%；二季度利润大幅反弹至 5.7 亿美元，占到上年利润的 28%和净资产的 4%。但是一、二季度轧差，总的来看上半年仍亏损 5 亿美元，占到上年利润的 24%，和净资产的 3%。

**表 3：美国五大上市私募资管公司一季度、二季度母公司损益情况**

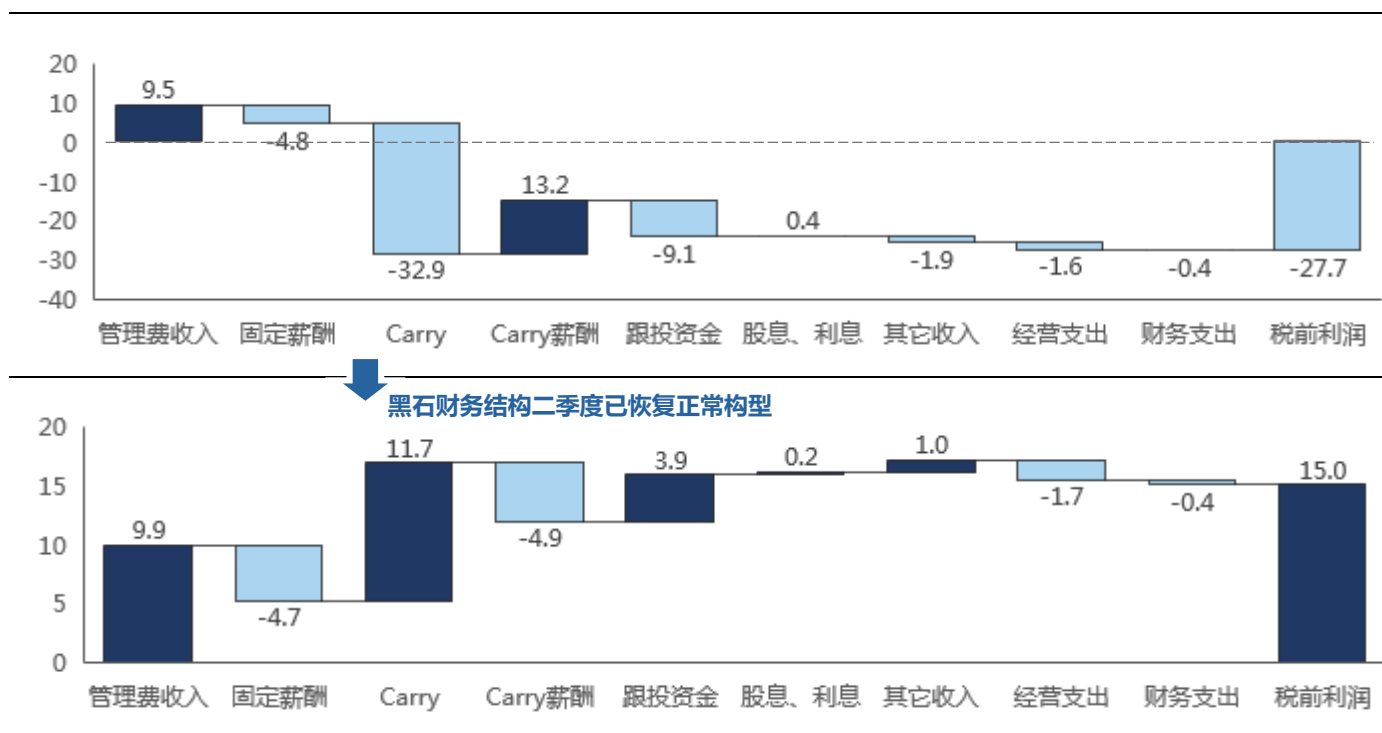
		黑石	KKR	凯雷	阿波罗	阿瑞斯	平均
H1	母公司损益	-5.0	-5.8	-4.6	-5.7	0.3	-4.2
	损益/上年利润	-24%	-29%	-122%	-68%	18%	-39%
	损益/上年末净资产	-3%	-2%	-16%	-19%	1%	-4%
Q2	母公司损益	5.7	7.0	1.5	4.4	0.6	4
	损益/上年利润	28%	35%	38%	52%	38%	35%
	损益/上年末净资产	4%	2%	5%	14%	3%	4%
Q1	母公司损益	-10.7	-12.8	-6.1	-10.1	-0.3	-8
	损益/上年利润	-52%	-64%	-161%	-120%	-20%	-74%
	损益/上年末净资产	-7%	-4%	-21%	-33%	-2%	-7%

资料来源：五大私募资管一季、二季报，2019 年年报，亿美元

<sup>1</sup> 五家私募资产管理公司母公司层面一季度的平均单季亏损相当于上年利润的 8 成，和净资产的 10%。

见下图，以黑石为例，显示了业绩表现费收入的回暖是主要资管机构业绩大幅反弹的重要因素。典型资管机构收益（和开支）的主要构成——包括管理费和业绩表现（Carry）两个部分。其中管理费收入与 AUM 直接挂钩，无论市场走势如何，只要 AUM 保持稳定，就不会大幅变化。和历次金融危机一样，一季度管理费收入成为黑石盈利的压舱石；相较于管理费收入，业绩表现收入则建诸于旗下基金的组合收益，按一定比例提成。一季度，在基金业绩深度重挫的情况下，黑石 Carry 净收益由正转负，拖累母公司业绩表现。而二季度，随基金表现回调，Carry 也相应由负转正，恢复正常构型，推动业绩回暖。

图 1：黑石 2020 年一季度（上图）及二季度（下图）的财务数据结构



资料来源：黑石财报，单位：亿美元；注：管理费收入-固定薪酬取决于 AUM 规模；Carry-Carry 薪酬取决于当期业绩；国际资管公司丰年从投资人预提和当期回报挂钩的 Carry，并按比例向基金团队预支 Carry 薪酬；欠年则逐级返还

需要指出的是，五大资管公司无论是其私募股权还是信贷业务，二季度以来的业绩修复均主要建立在货币和财政政策干预下的市场反弹上。若要实现完整、彻底的业绩修复，仍有赖于旗下被投企业的经营业绩和现金流情况出现决定性好转。

### 3) 负债率

见下表，五大资管公司上半年的计息负债率<sup>2</sup>较年初有约 8 个百分点的提升，目前在 82% 一线，处于历史中位略偏高的水平。负债率较大程度提升的原因，一则在于五大资管公司上半年在母公司层面大约平均亏损了净资产的 4%；二则五大资管公司正利用有利的低息窗口举债融资，改善资产负债表结构。

**表 4：五大资管机构计息负债率变化（单位：%）**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020.H
黑石	61%	53%	74%	112%	76%	76%	89%
KKR	21%	38%	112%	106%	92%	89%	98%
凯雷	13%	19%	87%	53%	55%	67%	91%
阿波罗	-	-	72%	82%	90%	87%	74%
阿瑞斯	-	-	26%	38%	49%	23%	40%
平均	39%	42%	77%	89%	76%	74%	82%

资料来源：五大私募资管历年财报；母公司净资产受损较重的凯雷计息负债率增幅较大、阿波罗此处未计新收购的欧洲再保险公司的负债以免数据扭曲

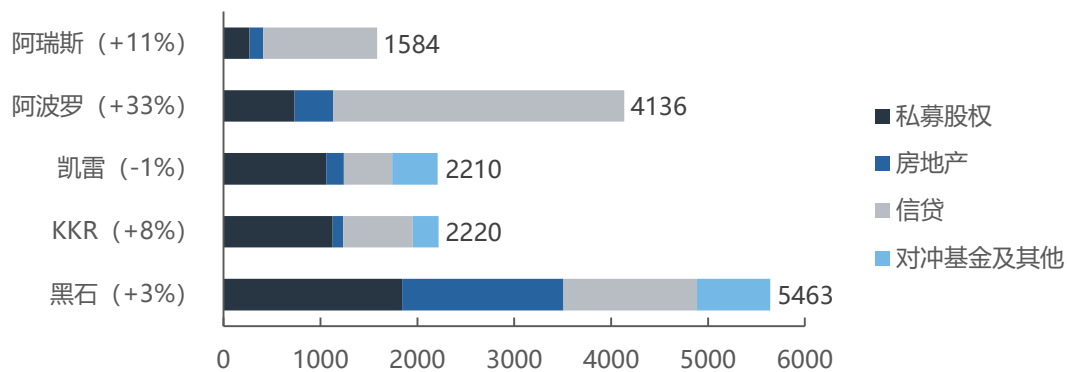
### 4) 募资

尽管美国私募股权投资上半年的整体募资额同比大幅下滑了 64%（相比于公募股票基金，私募股权募资高度有赖于线下路演，但被疫情所阻），头部五大上市私募资管公司的平均募资额仍然维持了 4% 的同比正增长。<sup>3</sup>原因一是美联储放水、降息、大规模购债，使养老金等大型出资人在公开市场低利率、高估值的背景下，面临过剩资金无处安放的两难局面；二是在剧烈波动的市场环境下，出资人不敢将资金委以新的基金管理人去试探业绩表现，而是更多分配给有历史业绩、公司品牌和合作经验的大型基金管理人。“头部效应”使五大资管公司上半年远远超募于行业。

**图 2：美国五大上市私募资管公司二季度管理资产（AUM）规模及其同比变动情况**

<sup>2</sup> 计息负债/净资产。

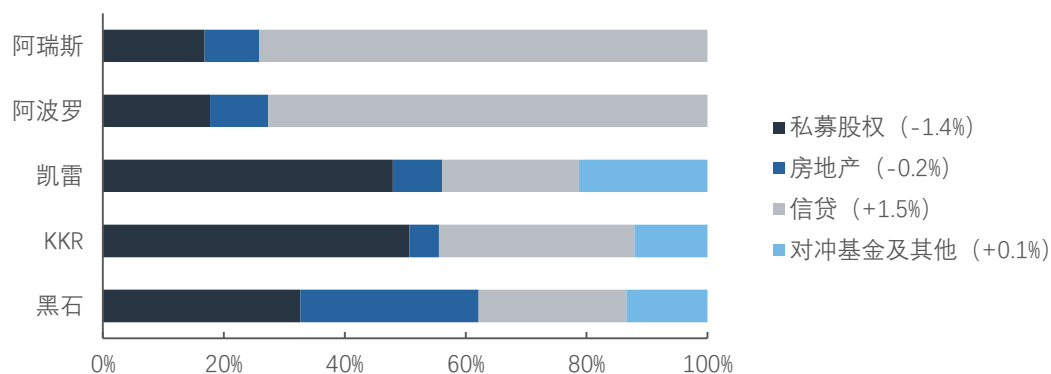
<sup>3</sup> 已剔除阿波罗资本并购欧洲再保险公司 Athora 带来的信贷业务管理规模近千亿的超常增长。



资料来源：五大私募资管二季报，亿美元；阿波罗的信贷规模超常增长是由于并购欧洲再保险公司 Athora

从结构上看，五大资管公司私募股权投资业务占总 AUM 比例，较年初大幅下降了 1.4 个百分点至 33%；房地产和对冲基金所占的比例大致不变，分别是 12% 和 9%；信贷业务的比例则上升 1.5 个百分点至 45%，反映在剧烈波动和高度不确定的市场环境下，机构出资人更加青睐安全性相对较高的固收类投资。

**图 3：美国五大上市私募资管公司二季度管理资产 (AUM) 结构及平均较年初的变动情况**



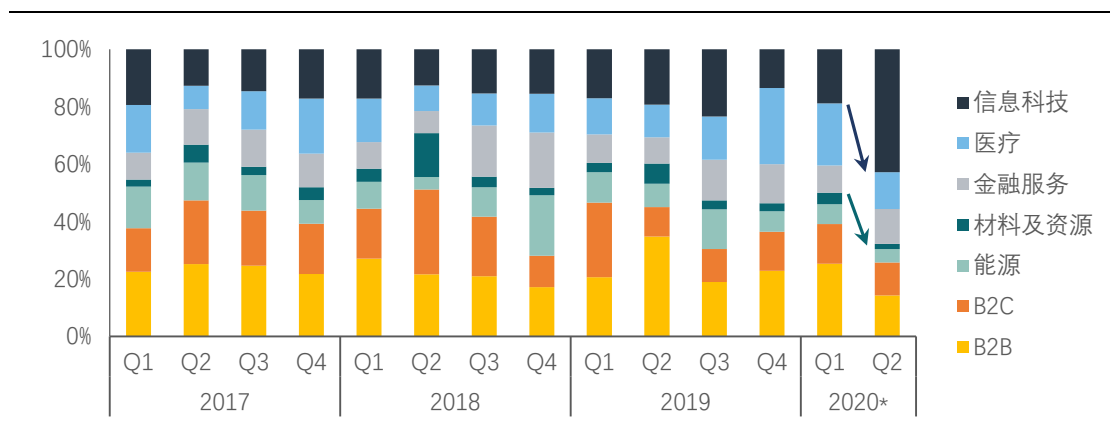
资料来源：五大上市私募资管公司二季报

## 二、私募股权巨头把握不确定性中的确定性的做法和启示

一是敏锐捕捉了二级市场股票和一级市场融资需求的时间差。一季度末，伴随美联储财政和货币刺激措施以空前的速度和范围涌入，股票市场快速反弹，市场流动性危机快速消弭。但一级市场融资利差收敛下行还有一个滞后期。这个时间窗口为敏锐的投资人和资产管理机构提供了难能的投资机遇。表现突出的如阿瑞斯资本，迅速转向为危机中需要融资自保的企业提供多样化融资，并借此获利颇丰。

二是根据环境变化，有方向性地把握业务机遇。二季度，美国的并购交易整体寡淡，同环比分别下降 27%和 24%。然而资管机构帮助头部企业兼并市场份额，确立行业垄断优势，进而退出获利。这一传统盈利模式并未因疫情影响而根本改变，交易依然强劲，<sup>4</sup>只不过在行业上更偏好受疫情不确定性波及较小、乃至获益的科技行业。例如，北美二季度的前六大并购交易，清一色来自科技领域。其中又以埃森哲 107 亿美元收购博通的网络安全业务 Symantec 居冠。<sup>5</sup>

图 4：北美并购交易的行业结构变化（信息技术行业崛起，线下消费及能源领域消退）



资料来源：PitchBook，时间：2020 年二季度

三是审时度势，及时出清和减少过剩投资领域的损失。二季度，在罗纳和查特吉资本斡旋下，印度最大石化公司 HPL 集团以 27.3 亿美元的对价，从美国油气公司麦克德莫特集团处，接手了石化技术子公司鲁姆斯科技，这两家资管公司借此重组出清了麦克德莫特 46 亿美元的债务，在尽可能挽回损失后及时止损。类似的例子还有在一季度市场下行期，凯雷选择性放弃主题公园企业 APG，黑石放弃加维兰能源和新西兰汉堡王，伯克希尔果断清仓航空股和部分金融股等。

四是保持尽可能灵活的交易结构，在风险中谋求有安全边际的收益。凯雷和阿瑞斯资本的管理团队年中一致认为，美国资本市场正处于本轮经济危机一系列连锁反应的早期（而非尾声阶段），机遇风险并存（估值和经济基本面脱节）。投资人应着眼未来一两年内缓慢且不均的复苏，为市场潜在的二次波动提前做准备。

<sup>4</sup> 事实上，在美国当下脆弱的经济基本面和动荡的市场环境下，相比于凭空投资收购新企业，私募资管公司更倾向于在已有被投企业的基础上，追加同业并购来争取利润和估值提升。

<sup>5</sup> 美国人因疫情长期化转向远程工作，引发信息安全担忧。

在这种市场环境下，一个屡试不爽的方法是使交易结构尽可能灵活——即通过含权贷款、可转债、可转换优先股投资来替代一般的股权、债权投资，在波动的市场环境下为投资添一道保障、并保留上行收益。过往的经典案例包括黑石 2013 年注资财务困境下的“洞洞鞋”生产商卡骆驰等。事实上，不仅是私募资管机构，巴菲特也喜好在高波动的市场环境下，通过投资可转债/可转换优先股来规避风险、获取收益。例如伯克希尔公司在 1988 年帮助吉列剃须刀修复资产负债表，及 2008 年救助危机下的高盛。一旦这些困境企业两三年后度过危机，投资人赚到的是可转债/可转换优先股高利率（美国为 9%左右），和企业包括资本市场戴维斯双击后转股的钱。

**五是充分利用低利率窗口借钱，以储备充裕资金弹药，并改善资产负债表。**无论是黑石、阿瑞斯还是其它资管机构，均判断美国举债成本正处于低位。这一机遇是当前充斥着不确定的市场环境下公认的最大确定性。上述资管公司都在尽可能利用眼下的有利时机，借低还高、调整债务结构。比如阿瑞斯资本正积极发债以赎回存量 7%利率的永续优先股，以使下半年进入到资金充裕，没有短期到期债务、没有净债务、没有盯市杠杆的轻装状态。再比如手握 1500 亿美元现金，完全“不差钱”的伯克希尔公司仍在寻求以美元、日元低息计价，发债融资，转手又在二季度支出了创纪录的 51 亿美元回购股票，借此凭空为股东创造回报。

通过借鉴头部资产管理公司的有益经验，私募股权投资机构或能在阶段性的行业下行期中，把握能力圈内的确定性，更好地找到发展和保全自身的机遇和策略。