解码黑石：另类资管之王押注全球

意见领袖丨任泽平团队

摘要

纵览黑石发展历程，抓住不动产另类投资赛道，一举成为私募巨头。1985 年，从雷曼兄弟辞职的史蒂夫·施瓦茨曼和彼得·彼得森关注到杠杆收购机遇，创业并购咨询公司，之后亲自参与杠杆收购，首笔收购“运输之星”大获成功，奠定长期合作伙伴基础；80 年代储贷危机后，黑石试水不动产投资，成立酒店特许经营公司成功处置不良资产，第三只私募股权投资基金募集金额跻身行业前三；2000 年以来，黑石不动产投资手法日趋娴熟，创造了闪电收购并分拆 EOP 项目，改造出售希尔顿酒店等经典案例；金融危机后，大面积抄底止赎屋，开发独栋屋租赁市场，首创超长期私募股权基金，坐稳私募之王宝座。黑石集团从创立至今 35 年，AUM 从最初的 40 万美元增长至 2020 年 6185.6 亿美元，募资总额排名位于 PEI300 榜单首位，另类资产管理行业内市占率位列第一。

黑石不动产基金在行业内久负盛名，房地产投资板块以 30%的 AUM 贡献了 43%的业务收入、46%的可分配利润，得益于三大核心能力。一是超强的募集长期资金能力。传统机构投资者占比 76%，五分之一的资金采用永久资本的融资方式，给另类投资运作提供充足空间。二是广泛获取低估资产的能力。黑石投资产品覆盖全面，敢于在经济底部抄底资产，持有超过 3410 亿美元的物业投资组合，地域覆盖美国、欧洲、亚洲，类型涵盖的商业、住宅、物流等业态，投资策略分为机会型、不动产债权、核心

https://www.yunbaogao.cn

增益型，IRR 分别达 15%、10%、9%。三是杰出的投后管理能力，黑石通过分拆出售、整合出售、改造运营后出售等三种方式修复并提升物业资产价值，获得卓越的投资收益。

黑石发展成为全球另类资产管理之王，成功秘诀在于内外联动，洞察周期，谨慎投资，迅速动员。对外，精准洞察周期趋势，黑石壮大和超越的窗口期往往伴随金融经济危机和行业低谷，凭借专业研究抄底优质资产。对内，黑石与化学银行等机构保持长期合作关系，通过银团贷款迅速获得条件优厚的杠杆收购资金，首创的新型合伙机制“分支机构”在保障黑石集团股权不被稀释的前提下留住核心人才，严谨科学的投资审核流程和亏损零容忍的风格使黑石基金行稳致远。

风险提示：本报告不构成投资建议

目录

1 发展溯源

2 发展现状

2.1 总量层面

2.1.1 横向：黑石卫冕全球另类资产管理机构榜首

2.1.2 纵向：AUM 从 40 万美元增长至 6000 亿美元

2.2 分部层面：私募股权板块 AUM 占比最高，房地产板块贡献收

https://www.yunbaogao.cn

入比重最大

3 黑石核心能力

3.1 超强的募资能力：吸引长期资金和永久资本不断流入

3.2 获取资产的能力：三大策略覆盖各业态、各地域资产

3.3 投后管理能力：三种手法提升资产价值

3.3.1 分拆出售：闪电分拆出售 EOP，低价保留核心资产

3.3.2 整合出售：把分散的酒吧、物流地产打包整合出售

3.3.3 改造出售：推动希尔顿全球特许经营，修复经营业绩

4 总结和启示

4.1 对周期趋势的敏锐洞察

4.2 建立长期伙伴关系

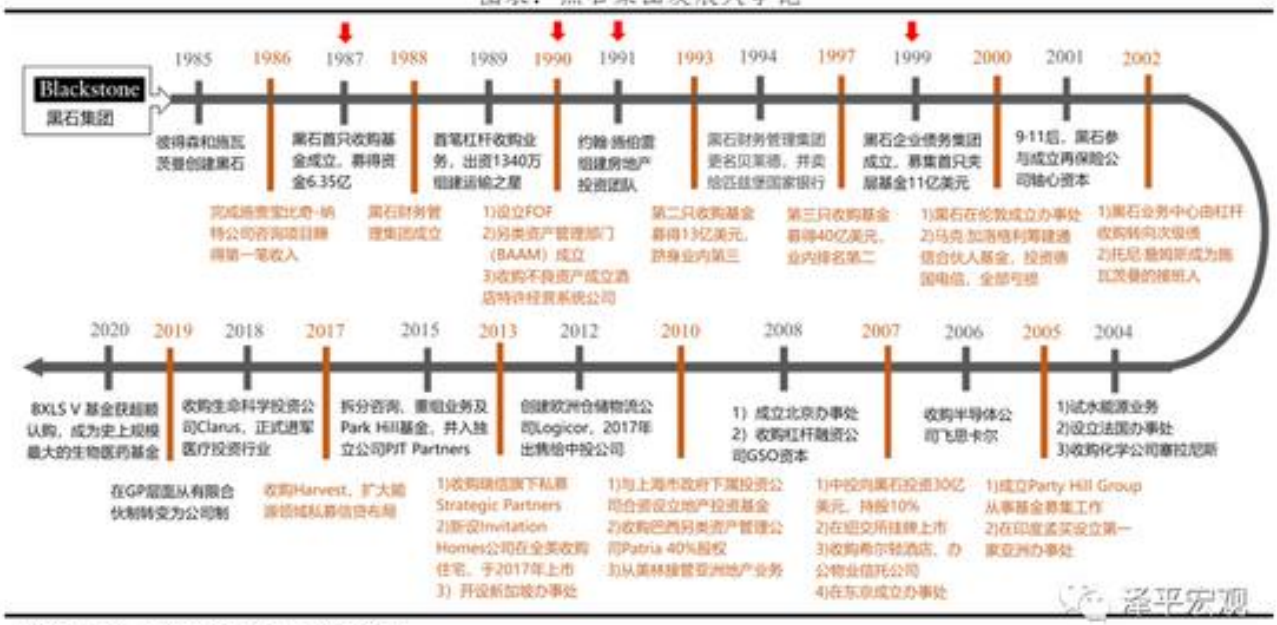
4.3 特殊的人才激励机制

4.4 公司文化及投资理念

正文

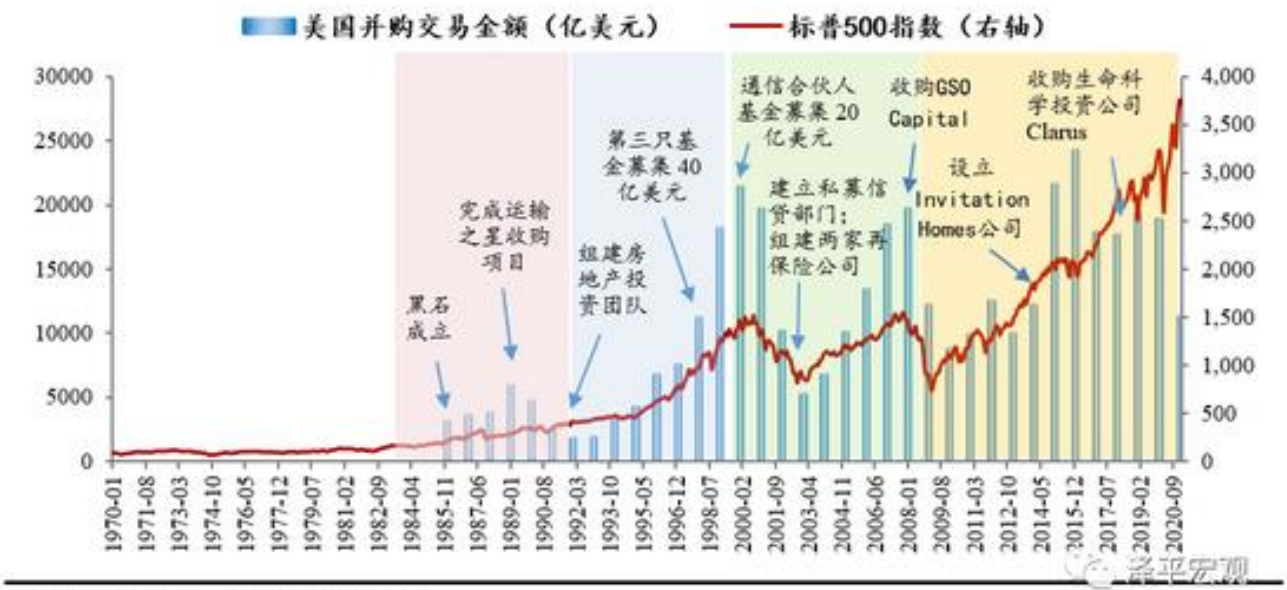
1 发展溯源

图表：黑石集团发展大事记



资料来源：《资本之王》，泽平宏观

图表： 黑石洞察市场趋势，在市场低谷孕育新的业务机会



资料来源：IMAA，Wind，泽平宏观

初创期（1985-1990）：咨询起家，杠杆收购业务破冰

20 世纪 80 年代，美国经济从滞涨中逐渐复苏，收购交易飞速发展。1978 年 KKR 借道垃圾债券融资收购了抽水机制造商乌达耶，标志着杠杆收购业正式诞生。

收购交易行业超高的投资收益引起了史蒂夫·施瓦茨曼（Steve Schwartzman）和彼得·彼得森（Peter Peterson）的关注，两人先后从雷曼兄弟离职，1985 年创办“黑石”，以并购咨询业务为切入点。至 1988 年黑石的并购咨询费达到 2900 万美元，是最主要的收入来源。同年，黑石下设资产管理部门，从事抵押证券和其他固定收益证券投资，此后该部门另立门户，发展成为全球最大的资产管理机构“贝莱德”（BlackRock），开启另一段金融巨头传奇。

黑石并不满足并购咨询带来的收益，自己开始做私募股权基金。彼得森曾担任过商务部长，其人脉为黑石首只基金募资破冰提供了便利，1987 年黑石从保诚、纽约人寿、日兴证券等机构募得 6.35 亿美元；1989 年完成第一笔收购交易——与美国钢铁集团共同出资设立“运输之星”，满足了其融资的同时保住核心资产使用权的需求。该笔业务为黑石树立了“友好收购”的形象，年均 130%的惊人收益率为黑石后来的募资铺平道路；更重要的是，为交易提供收购杠杆融资的化学银行与黑石建立了长期合作同盟，其后化学银行壮大成为摩根大通收购方之一，可谓双方相互成就。

探索期（1991-1998）：储贷危机中另辟不动产投资机遇

1990 年美国经济增长由正转负，信贷紧缩，过桥贷款爆雷，大量储贷机构破产倒闭，杠杆高企的垃圾债券创始机构德崇证券也走向末路，并购行业热潮衰减，交易金额由 1989 年的 4660.9 亿美元骤降至 1991 年的 1769.9 亿美元。黑石对经济形势出现了误判，在行业周期高点收购综合集

团维克斯公司和钢材经销商埃德加康博，最终损失了在该项目中几乎所有的投入。

并购业务陷入低谷，倒逼另谋出路。1991 年黑石组建房地产投资团队，单独成立首只房地产投资基金，规模约 1.41 亿美元，以大幅账面折价收购爱德华-德巴尔托洛公司、卡迪拉克美景集团、六旗游乐园等物业。1992 年底经济出现复苏迹象，黑石推动酒店特许经营系统公司和卡迪拉克美景集团上市，获得超过 100%的投资收益。凭借另类资产管理业务的卓越业绩，1997 年黑石第三只基金成功募得 40 亿美元，仅次于行业龙头 KKR 在 1996 年募集的 57 亿收购资本。

变革超越期（1999-2007）：科技泡沫破裂后，发展保险、信贷等多元化业务。

1995 年后网景、雅虎等互联网公司上市，科技公司成为投资热点，风投基金收益大幅飙升，KKR、凯雷集团等均成立风投基金进军硅谷，黑石也成立通信合伙人基金（BCOM）募集 20 亿美元小试牛刀。但由于施瓦茨曼坚持黑石不具备风投公司在科技领域的投资优势，故而策略更偏谨慎，在 2001 年科技泡沫破灭时损失情况好于同行。

在市场低谷，黑石建立私募信贷部门，开启“秃鹰”投资。专注于有发展潜力但暂时陷入困境的公司债务，通过债务重组、调整经营业务等方式改善公司现金流状况，代表交易如收购阿德菲亚通信公司和查特尔通信的不良债务，通过出售资产、扩建优势业务等手段，在市场回暖时使公司

经营回到正轨，黑石获利翻倍。

2003 年后，宽松的信贷环境和资产证券化创新促进私募股权投资行业大繁荣。黑石大举收购了化学公司塞拉尼斯、办公物业投资信托（Equity Office Properties，EOP）、希尔顿酒店、半导体公司飞思卡尔等，2007 年 6 月黑石在纽交所上市。2004-2007 年间，黑石集团实现总收入从 5.38 亿美元增长至 25.78 亿美元，CAGR 高达 68.6%。

后危机时代（2008-至今）：另类资产管理快速增长，行业集中度持续提升。

2008 年金融危机标普 500 指数在一年内跌去 50%，2008 年、2009 年美国 GDP 分别下滑 1%、2.5%，并购交易额从 2007 年的 19670.6 亿美元骤降至 2009 年的 8776.1 亿美元。2008 年黑石亏损 56.1 亿美元，同期 KKR 巨亏 128.65 亿美元。

金融危机后，低增长和低利率促使资产价格上升，另类资管行业迎来发展期，2010-2019 年全球另类资产管理 AUM 从 4.1 万亿美元增长至 10.8 万亿美元，CAGR 达到 11.4%，黑石更一次抓住行业周期底部的机遇

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33328