

图8: 2021年黑石集团各板块产生收费管理资产规模

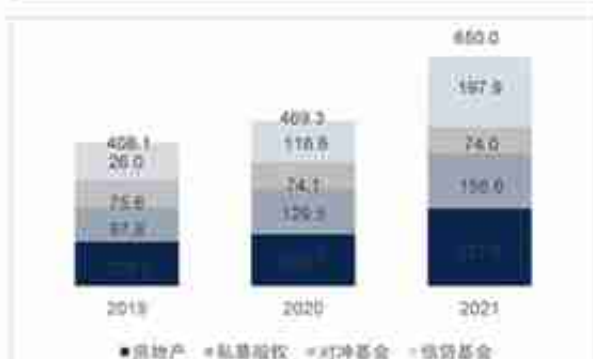


图9: 2021年黑石集团各业务板块资产规模



再看收入结构，2021年黑石信贷业务的管理费收入占比30%，私募股权占比24%，以少于私募股权业务的AUM，实现了多于私募股权的收入。

PAG招股书中有句话我认为写的很好，大意是信贷、不动产、股权这三种不同的策略，帮助PAG进行横向思考，综合所有的信息、资源、分析和方法，为交易和投资结构提出创新性的解决方案。

放贷也好、股权也罢，怎么赚不是赚呢？

单伟健说，过去几十年成长性投资是主流，现在经济增速放缓，或者说看到了增长的尽头，超高回报的可能性下降了，在存量市场，信贷一定会迎来大发展。

所以，人类社会这么多年，兜兜转转只有放贷才是YYDS。

除了放贷，经济环境还会让并购和不良资产处置的机会井喷，今年的投中十问中，主打并购的德弘资本合伙人王玮就表示，类似美国70年代KKR崛起之时，经济的不确定性加剧，会伴随大量的结构性机会。

5月24日，安宏资本宣布完成250亿美元的新基金募资，将重点投向大中华市场。安宏资本表示，正在加快对大中华地区等市场的投资速度，过去三年超过了此前七年的总投资额。9月20日，安宏出手收购了拥有23年历史，“轻食天花板”Wagas

。

进一步讲，收购和不良资产处置中，除了来自银行的资金，PE募集信贷基金也能提供更多的廉价、可控的资金。

从Vivian的经验看，信贷基金也能服务PE，“equity能够在市场上融到便宜的seni

or tranche (优先层) ，信贷基金作为mezzanine tranche (夹层) ，所以PE部分是基于自己的需求，才兴起了信贷基金。像黑石下面的很多信贷基金，也是帮PE做Sourcing和配资。”

人民币市场有机会吗？

相比于美元同行，人民币PE想募信贷基金，几无可能，首先从政策上，就断了PE从事信贷类业务的念想儿。

2018年以前，放贷或底层结构是债的人民币基金并不少，一位曾经的私募基金经理丁浩告诉我，他所在的机构是2016年成立的，老板的想法简单，“搞私募容易赚钱啊！”

他所谓的“容易”，我听下来，其实是政策和资源的红利，说白了，与2014年P2P热没什么区别。丁浩告诉我，他要做的就是通过银行募集短期资金，然后再搞成资金池，购买信托产品，信托去“放贷”，只要按时回款，新募资金按时进账，再把各路资金还本付息时间搞清楚，“别的不用分析，一张Excel搞定。”

“信托2年期的12%，银行募1年期的给6%，中间有6%的利差，刨除一些损耗，最终利润在4-5%上下。”

我问，这么容易赚钱的机会，没加点杠杆？他答，“信托那边可能去搞，但私募基金只持有信托类资产，市场一般不接受这类质押，最关键的是，老板躺赚很开心，根本没有必要找麻烦。”

一切在2018年资管新规后戛然而止。

银行渠道被掐断，PE也没法再投信托，更别说放贷了，这不光是和银行“抢生意”，更重要的是，以前赚钱太容易，给创业公司放贷这种麻烦事儿，压根没几个人懂。

一位投资市场多年的分析者认为，“中国投资人连并购都玩不明白，更别提这种更original的产品了。”这话得到了某顶级会计所信贷与并购组Tim的认可，核心还是人才的匮乏。

他进一步对此解释说，Credit即使募了钱，可投资资产也没那么多，而且，对风险的把控与股权完全不同，重点是对现金流的管理，“每期都要去review现金流，而不是像股权一样，坐等退出。”

不光是中国，私募信贷第二大市场欧洲也被人才问题困扰。伦敦的私募信贷机构Boatstrap Europe刚募集了第三只直接贷款基金，有望超过2亿美元，其合伙人Fatou Diagne认为，同时了解信用、创业公司股权投资的人才极少，能找到的最合适投资人，无外乎从事过结构性信贷或可转债的。

进一步看，要给创业公司放贷，还得具备说服对方接受贷款，毕竟创业未知，但钱是一定要还的。“企业家及其股东的思维方式仍需时间来渗透，了解债务融资的重要性。”

并购或不良资产的处置也一样，即使出现了不少并购机会，也大多是“国外投资者出技术，国内出钱”，这个“技术”指的就是人，涉及交易资产的选择、与不同债务方的谈判能力，寻找专业的管理团队以及如何包装、退出、选择时机。

安宏资本也是擅长并购的PE，在投中网《刚刚，成立23年的Wagas被卖了》一文中，还介绍了其并购整合高端床垫品牌席梦思和金可儿的经典案例，2018年将两个品牌合并，2021年实现退出，接盘的是谁呢？高瓴。

也可以和地产结合。Tim透露，他接触的几家外资大PE，正在“盘”中国的一些医院，“买下楼，再租给医院，然后将物业放交易所以REITs上市。”而香港、新加坡对这类资产青睐有加，新加坡交易所一位人士就曾告诉我，一些REITs在新交所能达到20%的年化收益。

说完政策、人才，最后就是老生常谈的市场环境了。

Tim认为，核心还是能否建立信用体系。他此前做过某股份银行的审计，那民营企业坏账率一说出来，让我心惊肉跳，都20世纪30年代了，实控人挪用钱款这种事儿，还比比皆是。

一方面，以银行为主要贷款机构的模式下，很难建立起真正能识别民营企业的风控体系和贷款能力，还是那句话，有好赚的钱，哪位行长会再费心神呢？

KKR 亚洲信贷主管迪拉德表示，在经济的高增长和繁荣之下，亚洲也产生了企业发展的融资需求和可用融资间的失衡，“在亚洲，每一美元信贷资本中，80美分来自银行，这一比例远高于北美和欧洲。”

建立多层次的融资体系和信用体系互为因果，对于PE来说，给创业公司放贷的动力，要比银行足得多，风险贷款、成长贷款.....美国是成熟市场，欧洲则正在兴起，亚洲和中国的的机会，全球投资者都在盯着，谁能吃肉不说，问题是，谁能喝到汤？

(文中Vivian、丁浩、Tim均为化名)

*本文插画系授权使用，版权归插画师王大源所有

*书袋 | 投中网旗下案例栏目，口号是“轻轻掉个书袋”。对照一本书籍，论述一个案例。旨在回溯兼具价值和趣味的商业短史。