

国际大型保险资产管理机构运作经验

——国际保险资管业务发展趋势研究（1）

投资要点：

- **保险资产管理机构在全球资产管理行业占据重要地位。**保险资产管理机构，是与公募基金、私募证券基金、证券公司资产管理等机构共同竞争的投资管理子行业；在全球前 20 大资产管理机构中，太平洋投资管理公司、保德信投资管理公司、法通投资管理公司和安盛投资管理公司四家保险系资管公司分别位居第 7、8、18 和 19 位；在养老基金管理，家族企业和信托资产管理，慈善、基金会等非盈利客户资产管理，FOF 投资等方面，保险资管机构亦具有独特优势。
- **德国安联具有长期、稳健性资金管理优势。**2000、2001 年收购多家资产管理机构，2004 年正式整合确立 PIMCO 和 AllianzGI 两大资管分支，2005 年起第三方资产管理规模占比呈现快速上升趋势，截至 2015 年末第三方资产管理规模约占 72.4%；PIMCO 是纯债券资产管理公司，第三方资产管理中固定收益类资产约占 90%；2015 年资产持久期变长、偿付能力比率增强，另类投资规模比 2014 年提高 24%，以抵押贷款和房地产投资为主。
- **美国保德信全球资产管理采用“多经理人”管理模式。**以特定领域的资产类别或投资方式划分管理团队，各团队保持其投资特色，积极为投资者争取投资回报；八个业务团队以独立法人形式，分别专注于权益类、固定收益、房地产、权益量化投资、商业抵押、私募固定收益、共同基金和国际投资等。
- **英国法通连续多年位居欧洲养老金第一管理人。**英国法通主要通过基于保险业务和销售网络的内生增长模式扩大资产管理业务经营网络；投资管理业务对于集团业绩贡献较大，营业利润贡献度由 1999 年的 15.18% 上升至 2015 年的 20.86%，收入贡献度约为 45.51%、位于各项业务收入的首位；DB（收益确定型）养老金计划是集团资产管理业务的最大来源；2014 年以来 LDI 策略成为资产管理规模大力提升的主要引擎。
- **法国安盛通过优势互补的外延式扩张与组织化、专业化的内生式增长共同发力。**联博基金源于安联资本和伯恩斯坦，前者在增长型股权投资、公司固定收益投资和家庭零售共同基金等领域的专长弥补了后者在价值资产、免税固定收益管理和私人客户业务方面的欠缺。联博基金零售客户和私人客户资产规模占比 47%，净利润贡献度达到 90%。
- **其他精细化发展机构。**均采用“多经理人”管理模式。标准人寿投资注重深入研究和团队协作精神，重视房地产投资领域。宏利资产管理公司资产配置全球化、亚洲资产配置比例达到 19%；固定收益类产品投资上谨慎、99% 的资产均投资于投资级产品，另类投资上实施更多元、更长期的投资，长期另类投资中 50% 投资于房地产。
- **发展趋势。**业务扩张中“内外兼施”，遵循优势互补、本土化等原则，新兴市场炙手可热；保持运营管理独立性，构建尊重人性的投资文化和专业稳定的投研团队；资管业务战略地位提升，第三方业务规模比重对资管业绩贡献起到决定性作用；机构领域净资产流入较为疲软，零售业务受重视；固定收益产品仍占主导，被动型产品、另类产品和解决方案引领新趋势。

分析师:朱蕾

Tel:(021) 23219946

Email:zl8316@htsec.com

证书:S0850112070098

分析师:王旭

Tel:(021) 23219396

Email:wx5937@htsec.com

证书:S0850513020002

分析师:周洪荣

Tel:(021) 23219953

Email:zhr8381@htsec.com

证书:S0850112090007

分析师:吴一萍

Tel:(021) 23219387

Email:wuyiping@htsec.com

证书:S0850511010003

分析师:陈久红

Tel:(021) 23219393

Email:chenjiuhong@htsec.com

证书:S0850511030003

目 录

1. 研究范围与研究价值.....	8
2. 德国安联保险集团资产管理业务	10
2.1 资产管理业务的发展路径和经营模式	10
2.2 资产管理业务的组织架构与管理.....	12
2.3 规模与业绩贡献.....	13
2.4 业务结构.....	17
2.5 投资策略.....	20
2.6 客户结构.....	23
3. 美国保德信金融集团资产管理业务.....	25
3.1 资产管理业务的发展路径和经营模式	25
3.2 资产管理业务的组织架构.....	25
3.3 资产规模与业绩贡献.....	27
3.4 业务结构与客户结构.....	28
3.5 投资管理与策略.....	29
4. 英国法通保险集团资产管理业务	34
4.1 资产管理业务的发展路径和经营模式	34
4.2 资产管理业务的组织架构与核心地位	35
4.3 规模与业绩贡献.....	37
4.4 业务结构.....	40
4.5 资产配置.....	42
4.6 客户结构.....	43
5. 法国安盛集团资产管理业务.....	44
5.1 资产管理业务的发展路径和经营模式	44
5.2 资产管理业务的组织架构与管理.....	45
5.3 规模与业绩贡献.....	46
5.4 业务结构.....	49
5.5 投资策略.....	50
5.6 客户结构.....	55
6. 其他在专业领域具有优势的机构	56
6.1 标准人寿投资.....	56
6.2 宏利资产管理公司	60
6.3 纽约人寿投资.....	64
7. 经验总结.....	66

图目录

图 1	AIM 在全球范围内的区域中心	12
图 2	2015 年 Allianz 集团员工的教育水平分布	13
图 3	2015 年 Allianz 集团员工专业背景分布	13
图 4	2005-2015 年安联资产管理规模及其增长情况	14
图 5	2015 年安联资产管理业务结构	14
图 6	2015 年 Allianz 集团各业务收入比重	14
图 7	2015 年 Allianz 集团各地区收入比重	15
图 8	2010-2015 年安联集团营业利润（十亿欧元）	15
图 9	2015 年 Allianz 集团营业利润构成（亿欧元）	15
图 10	2015 年 Allianz 集团各地区营业利润占总营业利润的比重	16
图 11	2006-2015 年资管业务对 Allianz 集团营业利润贡献度	16
图 12	2011-2015 年 Allianz 集团股东权益（十亿欧元）	17
图 13	2011-2015 年 Allianz 集团每股分红金额（欧元）	17
图 14	2011-2015 年 PIMCO 三年期滚动投资成功率（%）	17
图 15	2011-2015 年 AllianzGI 三年期滚动投资成功率（%）	17
图 16	2005-2016 年安联集团资产管理规模构成（十亿欧元）	18
图 17	2005-2016 年安联集团资产管理规模构成（%）	18
图 18	2010-2015 年 PIMCO 和 AllianzGI 第三方资产管理规模（十亿欧元）	18
图 19	2010-2015 年 PIMCO 和 AllianzGI 第三方资产的管理比重	19
图 20	2015 年 Allianz 第三方资产管理地区分布	20
图 21	2015 年安联集团资产配置结构（十亿欧元）	21
图 22	2015 年安联第三方资产配置结构（十亿欧元）	21
图 23	2015 年 PIMCO 的资产配置结构	21
图 24	2015 年 AllianzGI 的资产配置结构	21
图 25	2015 年安联投资的债券品种占比（按发行主体）	22
图 26	2015 年安联集团固定收益类资产评级分布	22
图 27	2013-2015 年安联集团资产组合投资期限（年）	22
图 28	2015 年安联集团的资产和负债的持久期（年）	22
图 29	2015 年安联集团稳定的偿债能力比率	23

图 30	2013-2015 年安联集团另类投资规模上升（十亿欧元）	23
图 31	2015 年安联集团另类资产配置（十亿欧元）	23
图 32	2007-2014 年安联第三方资产管理规模的客户比例结构（%）	24
图 33	2012-2014 年安联第三方资产管理规模的客户比例结构（%）	24
图 34	保德信金融集团组织架构	26
图 35	保德信全球资产管理八大专业团队	26
图 36	2000-2015 年保德信全球资产管理规模	27
图 37	2015 年保德信集团各项业务收入比重	27
图 38	2007-2015 年保德信全球资产管理业务收入贡献	28
图 39	2015 年保德信全球资产管理业务结构	28
图 40	2001-2015 年保德信全球资产管理客户结构	28
图 41	2010-2016 保德信资产管理的配置	29
图 42	2016 年上半年 PGIM 固定收益团队资产配置	30
图 43	PGIM 房地产基于风险的投资策略	31
图 44	2016 年上半年 PGIM 房地产投资区域配置	31
图 45	2016 年上半年 PGIM 房地产投资品类配置	31
图 46	2016 年上半年 PGIM 房地产投资工具分布	32
图 47	2016 年第一季度 Prudential Mortgage Capital Company 的资产项目	32
图 48	2016 年上半年 Prudential Investments 资产配置	33
图 49	2016 年第一季度 Prudential Capital Group 四大业务支柱情况	33
图 50	法通保险集团组织架构及投资管理业务组织形式	36
图 51	法通保险集团中投资管理业务的核心地位	37
图 52	1995-2015 年法通资产管理规模及其增长情况	38
图 53	2015 年法通资产管理业务结构	38
图 54	2011-2015 年法通保险集团每股收益增长率（%）	38
图 55	2011-2015 年法通保险每股分红增长率（%）	38
图 56	2015 年法通六大业务营业利润占比	39
图 57	1999-2015 年法通投资管理业务营业利润贡献	39
图 58	2012-2015 年法通集团六大业务营业利润结构变化	39
图 59	2015 年法通资产管理业务收入贡献（%）	40
图 60	2009-2015 年法通资产管理业务收入贡献（%）	40
图 61	2015 年法通内外部资产管理规模结构（%）	41

图 62	2009-2015 年法通资产管理业务收入结构 (%)	41
图 63	2007-2015 年法通资产管理规模地区结构 (%)	41
图 64	法通资产管理指数基金规模	42
图 65	1995-2015 年法通资产管理指数基金比重	42
图 66	1995-2015 年法通资产管理策略分布 (%)	43
图 67	安盛资产管理业务架构	46
图 68	2005-2015 年安盛资产管理规模及分布	47
图 69	2015 年安盛资产管理业务结构	47
图 70	2010-2015 年法国安盛集团每股收益 (欧元)	47
图 71	2010-2015 年法国安盛集团每股分红 (欧元)	47
图 72	2010-2015 年法国安盛集团 ROE 水平	48
图 73	资产管理业务对安盛集团的收入贡献 (%)	48
图 74	2015 年资产管理业务对安盛集团的利润贡献 (%)	48
图 75	2005-2015 年安盛资产管理业务结构	49
图 76	2015 年安盛资产管理子公司业务结构 (%)	49
图 77	2015 年安盛集团保险业务利润区域结构	50
图 78	2006-2015 年安盛管理资产配置情况	51
图 79	2015 年 AB 的资产配置结构	51
图 80	2015 年 AXA IM 的资产配置结构	51
图 81	AXA IM 的多元化投资策略资产管理规模 (十亿欧元)	51
图 82	固定收益团队投资流程	52
图 83	固定收益团队成员地域与结构分布	52
图 84	2015 年固定收益团队投资策略 (%)	53
图 85	2015 年美盛股票投资团队前 3 年、5 年、10 年超越基准的资产比重 (%)	53
图 86	2015 年罗森博格股票投资团队地域分布及员工结构	54
图 87	AXA IM 实业资产投资策略	54
图 88	安盛集团资产管理业务客户结构 (%)	55
图 89	2015 年 AB 的客户结构	56
图 90	2015 年 AXA IM 的客户结构	56
图 91	AB 机构客户和零售客户的地域分布	56
图 92	多元资产投资团队的管理	59
图 93	宏利资产管理公司人员与业务分布 (截至 2016 年 6 月底)	60

图 94	2015 年宏利资产管理公司资产区域配置	61
图 95	2015 年宏利资产管理公司资产类别配置	61
图 96	2015 年末宏利资产管理资产配置	62
图 97	2015 年末宏利资产管理债券和私募债投资评级分布	63
图 98	2015 年末宏利资产管理债券和私募债投资行业分布	63
图 99	2015 年末宏利资产管理证券化产品投资评级分布	63
图 100	2015 年末宏利资产管理不动产投资分布情况	64
图 101	2015 年末宏利资产管理其他另类资产（不动产除外）配置情况	64
图 102	纽约人寿投资资产管理规模（十亿美元）	65
图 103	2015 年末 Candriam Investors Group 资产配置	66
图 104	2015 年末 Candriam Investors Group 客户类型	66
图 105	Candriam Investors Group 的 SRI 发展历程	66
图 106	保险资管机构第三方业务规模比重与资管业务收入贡献度的关系（2015 年报数据）	67

表目录

表 1	2015 年全球资产管理公司排名（按资产管理规模）	10
表 2	安联资产管理业务发展大事记	11
表 3	安联集团业务细分	19
表 4	安联资产管理公司的集团内资产的产品分类	19
表 5	安联资产管理公司的第三方业务分类	20
表 6	2015 年安联保险资产、财产/伤亡险、人寿/健康险的资产配置（十亿欧元） ..	21
表 7	保德信金融集团业务发展大事记	25
表 8	Prudential International Investments 的海外机构	34
表 9	法通保险集团业务发展大事记	34
表 10	法通资产管理公司发展大事记	35
表 11	法通资产管理客户类型	43
表 12	欧洲养老金管理人规模排名	44
表 13	安盛集团业务发展大事记	44
表 14	2015 年安盛人寿保险市场地位	50
表 15	2015 年安盛财产保险市场地位	50
表 16	标准人寿投资股票投资理念：五个主要问题	57
表 17	标准人寿投资擅长的股票投资领域	57
表 18	标准人寿多元资产投资策略	58
表 19	宏利资产管理公司投资范畴与策略	60
表 20	2015 年宏利金融集团在主要市场的业务排名	61
表 21	宏利资产管理公司在亚洲的业务发展进程	61
表 22	纽约人寿投资负责机构资产管理的投资管理人（截至 2016 年上半年）	65

《国际保险资管业务发展趋势研究与经验借鉴》为海通证券研究所在中国保险资产管理协会申报完成的“IAMAC 2016 年度系列研究课题”十大优秀课题之一，我们将以“国际保险资管业务发展趋势研究系列报告”的形式，通过《国际大型保险资产管理机构运作经验》、《国际资产管理业务牌照管理》、《我国保险资产管理行业发展建议》三篇报告展示研究成果。

本篇作为国际保险资管业务发展趋势研究系列的第一篇，将简单介绍整个课题的研究范围与研究价值，并着重分析国际大型保险资产管理机构的运作经验，以德国安联、美国保德信、英国法通、法国安盛四大国际大型机构和标准人寿、宏利、纽约人寿三家精细化发展机构为案例，逐一分析其发展路径、管理、业务、产品和客户结构等，为后续中观分析和政策建议做基础铺垫。

1. 研究范围与研究价值

保险资产管理机构，一般其主要股东或母公司为保险公司，最初定位于股东或母公司保险资金的投资管理，逐步接受第三方保险资金的委托管理，并愈发成熟发展至全方位资产的管理，形成与公募基金、证券公司资产管理机构、私募基金等机构共同竞争的投资管理子行业。从基本概念看，“资产管理”与“投资管理”都是指投资人委托资产管理者对其资产进行管理和维护、以实现资产保值增值的过程，委托人要承担投资风险，管理人则根据提供的服务收取佣金和服务费。但两者在概念上稍有差异，资产管理通常指集合投资管理活动，而投资管理的服务范围更广，既包含集合投资管理服务、亦包含独立账户管理，客户范畴既包含机构投资、也包含私人投资服务。在国内“资产管理”的使用频率远高于“投资管理”，而在美国则相反，“投资管理”较多出现于国家法案、机构描述和其他众多资料文献中。本课题中对于“资产管理”和“投资管理”的使用不作区分，均是指为满足投资者特定投资目标而进行的各类证券（股票、债券和其他证券）和其他类别资产（如房地产）的专业资产投资；投资者可以是包括保险公司、养老基金、公司、慈善机构和教育机构等在内的机构，也可能是通过直接投资合同或通过包括共同基金、交易所交易基金等集合投资计划进行投资的个人投资者。

在国内，“财富管理”这一概念也广泛使用，具体来看其与“资产管理”的区别主要体现在三个方面。第一在业务上，资产管理的业务核心在于投资，其中后台、销售、甚至研究部门均是服务于投资活动，所以公司内最重要的人员是投资经理们；财富管理的核心在于客户关系管理，其更多是一个平台/通道，向客户提供投资方面或投资方面，因此最重要的是客户资源。第二在产品上，资产管理公司向客户提供的是策略，其形态从产品形式上，可能是共同账户（mutual fund），也可能是单独账户（separate account），从资产类别上可能是固定收益、权益，也可能是跨资产类别；从策略类型，可能是指数ETF，也可能是其他目的策略；而财富管理向客户提供的一般是更为灵活的顾问服务，从基本的个券交易，到基金、理财产品平台、证券发行融资等，资产管理服务只是其中一部分。第三在客户方面，资产管理公司的客户范围较为广泛，可以是国家主权基金、养老金、慈善基金等机构客户，亦或是高净值私人客户，或者是普通个人客户，机构投资者及高净值客户可以是共同账户也可以是单户，而普通个人投资者只能买集合产品；而财富管理其提供的产品或服务，更多面向的是高净值个人客户，当然也不排除一些企业为满足自身投融资需求在财富管理机构开户，因为客户范围相对较窄，因此财富管理机构的规模相对资产管理公司而言会小不少。2014 年全球最大的 10 家私人银行资产管理规模总额为 9.7 万亿美元，而 2014 年全球最大的 10 家资产管理公司总资产管理规模达到 18.9 万亿美元（源于美国《机构投资者》杂志的统计数据）。

自 2003 年我国第一家保险资产管理公司成立以来，截至 2015 年底保险资产管理机构发展至 22 家，管理着 8.74 万亿元的保险资产。2012 年保险资产管理行业进入市场化改革元年，保险资金投资限制大举放开；2013 年 2 月出台《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》，保险资产管理公司可以发行定向产品及集合产品，正式步入“大资管”范畴。随着经济改革的进一步推进和产业结构调整的持续深入，“十三五”规划纲要明确提出要“实施创新驱动发展战略”、“推进‘一带一路’建设”、“支持战略性新兴产业发展”；同时，我国加速进入老龄化社会，居民财富迅速增加，居

民对财富管理需求的增长也十分迅猛，一个巨大的财富管理市场势必形成。无论是经济发展转型还是居民财富管理需求的迅猛增长，都对保险公司资产管理行业未来的经营和发展提供了巨大的发展机会，也提出了新的要求。

在弱肉强食的“大资管”环境下，把握保险资产管理行业的传统与优势，加强短板建设，是当前保险资产管理行业发展的当务之急。

为何要研究国际保险资产管理行业发展经验，其必要性何在？根据波士顿咨询集团的统计数据，2014 年全球资产管理规模达到 74 万亿美元，创造历史新高，其中保险公司的资产约占全球资管总规模的 20%。根据欧洲投资与养老机构（Investment & Pensions Europe，简称 IPE）对 2015 年全球资产管理行业的统计，在全球前 20 大资产管理机构中，太平洋投资管理公司（PIMCO）和保德信投资管理公司（Pramerica Investment Management）两家保险系资管公司分别位居第 7 位和第 8 位，法通投资管理公司（Legal & General Investment Management）、安盛投资管理公司（AXA Investment Managers）分别位于第 18 和 19 位。而且，在养老基金管理，家族企业和信托资产管理，慈善、基金会等非盈利客户资产管理，FOF 投资等方面，保险资管机构具有独特优势、发挥重要作用。可见，我国保险资产管理机构在资产管理方面具有巨大的发展前景，同时也为我国保险资产管理机构的发展增强了坚定的信念、提供了借鉴的方向。

从选取国际经验研究对象的选取来看，我们选取美国、英国等成熟市场和新加坡、中国香港等新兴市场代表作为主要研究对象。其原因在于以下几方面：

第一，国际保险资产管理行业的发展趋势有据可循，可为我国保险资管行业发展提供可取经验。经营模式上，20 世纪 90 年代全球资产管理行业发展迅速，世界保险集团纷纷通过并购资产管理公司等方式做大资产管理业务，通过设立资产管理子公司做大做强；业务结构方面，从管理内部保险资金转向内部资金管理与第三方资产管理并重；投资结构方面，多元化投资理念盛行，海外配资、另类投资等比例逐渐上升，但固定收益投资依然为重点；客户结构方面，机构客户和零售客户并重，机构客户中以养老金、慈善基金、家族信托基金为主；风险管理方面，呈现愈加关注的趋势，风险管理体系的投入也持续增加。

第二，美国等发达市场资管行业管理成熟，实行大行业牌照管理、细分资格申请制度，构建公平的竞争环境。美国证券交易委员会（SEC）统一监管其境内的所有证券经营机构，投资公司是投资顾问、经纪商和自营商、评级、清算、登记等其他机构、衍生品经纪商并列的证券经营机构类型。投资公司牌照管理制度明晰，投资公司必须依据《1940 年投资公司法》向 SEC 注册，并根据《证券法》注册公开发行的证券；对于投资公司开展不同业务设立不同的资格标准，按照自身条件进行申请。根据美国投资公司协会（ICI）的数据，2015 年美国共有各类注册投资公司 16860 家，其中共同基金 9520 家，共计管理资产 18.1 万亿美元，其中共同基金 15.65 万亿美元，封闭式基金、UITs 和 ETFs 分别 2610、940 和 21000 亿美元。

第三，保险资产管理行业是成熟市场的资产管理市场的重要参与者，在多类资金管理方面具有特别优势。美国前十大资产管理机构中保险公司占据第四和第九位，英国前三大资产管理机构中保险公司占据二席。这些国家的保险资产管理机构在资产管理业居于领先地位，其经验或可为我国保险资产管理行业提供经验借鉴。

国际大型保险资产管理机构不仅在管理保险资金方面具有优势，且第三方资产管理能力突出。2014 年，安联管理资产规模中，第三方占比达到 73%；安盛管理资产规模中第三方占比超过 50%，其中联博投资（Alliance Bernstein）的第三方占比 73%，安盛投资（AXA IM）的第三方占比 36%；宏利资产管理（Manulife Asset Management）的管理资产规模中第三方占比 2013、2014 年均稳定在 86% 以上；标准人寿投资（Standard Life Investments）2014 年的第三方业务占比达到 48%；保诚在欧洲的资产管理业务机构 M&G，2014 年的第三方业务占比达到 52%。第三方资产管理业务是保险系资产管理机构获取收入和利润的主要来源。

鉴于国际保险资产管理机构在全球资产管理中的重要地位，以及发达市场和一些新兴市场该行业的成长历程和发展趋势有据可循，并存在多方面可借鉴之处，我们认为有必要基于国内保险资管发展状况、结合国际经验，为我国保险资产管理行业的持续稳定发展提供经验借鉴和政策建议。

根据欧洲投资与养老机构（Investment & Pensions Europe，简称 IPE）对 2015 年全球资产管理行业的统计，在全球前 20 大资产管理机构中，太平洋投资管理公司（PIMCO）和保德信投资管理公司（Pramerica Investment Management）两家保险系资管公司分别位居第 7 位和第 8 位，法通投资管理公司（Legal & General Investment Management）、安盛投资管理公司（AXA Investment Managers）分别位于第 18 和 19 位。而且，在养老基金管理，家族企业和信托资产管理，慈善、基金会等非盈利客户资产管理，FOF 投资等方面，保险资管机构具有独特优势、发挥重要作用。

因此，我们主要选取德国安联、美国保德信、英国法通、法国安盛四大国际大型机构和标准人寿、宏利和纽约人寿三家精细化发展机构为研究对象，微观发现国际保险资产管理机构的运营管理及投资策略。

表 1 2015 年全球资产管理公司排名（按资产管理规模）

排名	名称	中文名称	资产管理规模（百万美元）	国别	性质
1	Black Rock	贝莱德基金公司	3,844,383	美国	独立
2	Vanguard Asset Management	先锋资产管理公司	2,577,380	美国	独立
3	State Street Global Advisors	道富环球投资管理公司	2,023,149	美国	银行
4	BNY Mellon Investment Management EMEA	梅隆投资管理公司	1,407,163	美国	银行
5	J.P. Morgan Asset Management	摩根资产管理公司	1,266,805	美国	银行
6	Capital Group	资本集团	1,167,231	美国	独立
7	PIMCO	太平洋投资管理公司	1,162,583	美国	保险
8	Pramerica Investment Management	保德信投资管理公司	968,628	美国	保险
9	Amundi	东方汇理资产管理公司	865,984.6	法国	银行
10	Goldman Sachs Asset Management International	高盛资产管理公司	846,182	美国	银行
11	Northern Trust Asset Management	北方信托资产管理公司	771,951	美国	独立
12	Wellington Management	威灵顿管理公司	755,108	美国	独立
13	Natixis Global Asset Management	法盛全球资产管理公司	735,530	法国	独立
14	Franklin Templeton Investments	富兰克林邓普顿基金集团	727,394	美国	独立
15	Deutsche Asset & Wealth Management	德意志资产及财富管理	721,747	德国	银行
16	TIAA Global Asset Management	TIAA 全球资产管理公司	703,528.5	美国	独立
17	Invesco	景顺投资管理公司	654,644.9	美国	独立
18	Legal & General Investment Management	法通投资管理公司	643,070	英国	保险
19	AXA Investment Managers	安盛投资管理公司	623,008	法国	保险
20	T. Rowe Price	T. Rowe Price	617,163	美国	独立

资料来源：欧洲投资与养老机构，海通证券研究所

2. 德国安联保险集团资产管理业务

2.1 资产管理业务的发展路径和经营模式

德国安联保险集团（Allianz SE）于 1890 年在德国柏林成立，其总部设于德国巴

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

伐利亚州首府慕尼黑市，是欧洲最大的金融集团之一，也是全球最大的保险和资产管理集团之一。作为一家世界领先的综合性保险和资产管理公司，安联集团的业务范围遍及几乎所有的金融领域，包括寿险和健康险、财产险、责任险、再保险以及风险管理咨询，并在全球范围内为机构和个人投资者提供资产管理服务。2015 年末，集团最重要的保险业务广泛分布于全球 77 个国家和地区，总客户数量约 8540 万，全世界约有 14.2 万名安联集团的员工在为客户提供服务。

安联资产管理的历史最早可追溯到 1922 年，当时安联推出人寿险业务，集团便开始投资管理客户支付的保险费。1998 年，在金融市场全球化的背景下，为了把公司发展成为一家国际性的金融综合服务提供商，安联集团做出一个重要的战略性决策：把资产管理业务作为集团独立的核心业务加以大力发展，并设立安联集团的资产管理部门（Allianz Asset Management，简称“AAM”），即德盛安联资产管理（Allianz Global Investors）的前身。

2000 年，安联出资 33 亿美元收购了美国最大的资产管理公司太平洋投资管理公司（Pacific Investment Management Company，简称“PIMCO”），包括 Cadence 资本管理公司，奥本海默资本（Oppenheimer Capital）以及 NFJ 投资集团；2001 年安联收购美国资产管理公司尼古拉斯·艾柏杰资本管理（Nicholas Applegate Capital Management）及德国德累斯登银行集团（Dresdner Bank Group），包括德国资产管理公司 DIT 及 DBI，以及环球资产管理公司 RCM。收购完成后，安联把资产管理部门（AAM）及德累斯登银行集团的资产管理业务合并，成立德盛安联资产管理有限公司（Allianz Dresdner Asset Management）。2004 年 Allianz Dresdner Asset Management 易名为 Allianz Global Investors（简称 AllianzGI）。公司易名后，更突出投资管理集团与安联的历史联系，及以环球客户为本的宗旨。借助这两起大型并购案，安联仅用了两年时间就由资产管理领域的空白变为掌管 6000 亿美元资产的强者，这标志着安联集团由单一的保险公司向多元化的金融集团发展迈出了重要的一步；2008 年安联集团将德累斯登银行出售给德国商业银行，作为交易的一部分，德国商业银行资产管理公司 Cominvest 于 2009 年 1 月并入安联全球投资者。

2011 年 9 月，安联新成立了安联资产管理公司（Allianz Asset Management），旗下包括太平洋投资管理公司（PIMCO）和德盛安联资产管理（Allianz Global Investors，简称为“AGI”）两家企业。主要市场分布于美国、德国、法国、意大利、英国以及亚太地区，在全球范围内提供公募、基金、专户管理、养老金管理等全面的资产管理服务。2015 年末，PIMCO 资产管理规模达 1.16 万亿美元，在全球各类资产管理机构中排名第 7；德盛安联资产管理（Allianz Global Investors）资产管理规模达 4124.84 亿美元，其 FOF 资产管理规模在各类资产管理机构中排名第 9。

从安联的发展路径来看，一系列的兼并收购是其实现跨越式发展的重要手段。20 世纪 90 年代，全球资产管理行业发展迅速，世界保险集团纷纷涉足资产管理业务。随着保险资产管理外包需求的日益增加，越来越多的金融机构采取并购独立资产管理公司的方式进入保险资产第三方管理市场。资金实力雄厚的大型公司经过并购，实现强强联合，表现出国际保险业的混业经营趋势。这不仅体现在保险业内部寿险业的各大公司的兼并重组，还体现在保险业与其他金融行业如银行业、证券业的融合。贝莱德基金（Black Rock）等大型资产管理公司也是通过一系列的兼并收购逐渐成为全球管理资产规模最大的金融机构。

表 2 安联资产管理业务发展大事记

时间	事件
1922	推出寿险业务，成为安联资产管理的开端
1998	成立安联资产管理部门（Allianz Asset Management，简称“AAM”），决定把资产管理业务作为集团独立的核心业务加以大力发展
2000	收购太平洋投资管理公司（Pacific Investment Management Company，简称“PIMCO”），Cadence 资本管理公司，奥本海默资本（Oppenheimer Capital）、NFJ 投资集团
2001	收购尼古拉斯·艾柏杰资本管理（Nicholas Applegate Capital Management）、德国德累斯登银行集团（Dresdner Bank Group）、德国资产管理公司 DIT 及 DBI、环球资产管理公司 RCM。资产管理部门（AAM）及德累斯登银行集团的资产管理业务合并，成立德盛安联资产管理（Allianz Dresdner Asset Management）

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2004	Allianz Dresdner Asset Management 易名为 Allianz Global Investors (AllianzGI)
2008	将德累斯顿银行出售给德国商业银行
2009	德国商业银行资产管理公司 Cominvest 并入德盛安联资产管理
2011	新成立安联资产管理公司 (Allianz Asset Management)，旗下包括太平洋投资管理公司 (PIMCO) 和德盛安联资产管理 (Allianz Global Investors, 简称“AGI”) 两家企业

资料来源：安联集团官网，海通证券研究所

2.2 资产管理业务的组织架构与管理

(1) 组织架构

安联资产管理股份有限公司为安联集团旗下资产管理业务核心事业体，秉持集团所拟定的目标市场与资产管理策略，负责管理集团旗下大多数资产管理业务，旗下拥有太平洋投资管理 (PIMCO) 与德盛安联资产管理 (Allianz Global Investors) 等主要投资平台，主要市场分布在美国、德国、法国、意大利、英国和亚太地区。

(2) 投研管理

Paul Achleitner (保罗·阿赫莱特纳) 是安联集团金融投资的负责人，他认为在集团内部进一步加强和统一投资知识、集中投资活动可以使安联更好地利用全球网络资源。2007 年，安联投资管理部门 (Allianz Investment Management, 简称 “AIM”) 成立，AIM 是隶属于安联集团一家欧洲企业，主要负责指导全球安联保险公司人寿/健康险以及财产与意外险的保费收入的投资。因此，AIM 是建立保险和投资活动之间的桥梁，其目标是将保险客户的保费转化为投资回报，投资决定则是由选定的资产管理公司来执行。AIM 致力于通过优越的投资方案在全球优化资源配置，将投资风险水平维持在可控范围内，与合作伙伴建立稳定友好的合作关系，争取更高的员工激励和更好的发展。

AIM 的区域中心分布在慕尼黑、巴黎、米兰、新加坡和明尼阿波利斯等地，在全球 60 多个国家设有办事处。为了确保 AIM 每种投资策略的更好执行，全球的业务部门通过这个区域中心提供专业支持。AIM 汇集了全球 500 多名来自当地企业和安联集团的不同学术背景的专业人员。更加紧密的合作和愈加包容化的专业学术背景使安联成为全世界实力最强的保险投资者之一。

图1 AIM 在全球范围内的区域中心



资料来源：www.allianz.com，海通证券研究所

(3) 风险管理

良好的公司治理对业务的长期可持续发展至关重要，为了有效控制风险，安联集团的董事会管理委员会和监事会均设置了相关部门，以将投资风险水平维持在可控范围内。

董事会管理委员会下设集团金融和风险管理委员会，负责为实施和监督集团资本和流动性的原则规划、投资策略和风险战略做准备，包括个人投资和货币管理指南，集团内部融资和资本管理，以及建立和监督集团的风险管理和监控系统包括动态压力测试。

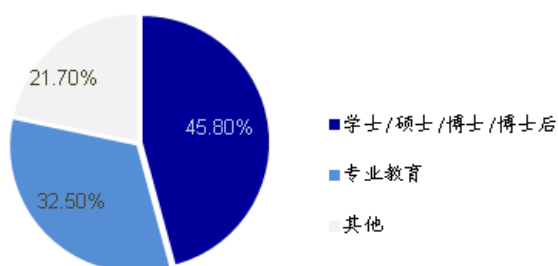
监事会下设风险委员会，负责监测安联集团的一般风险和特殊风险发展，监控风险管理体系的有效性，年度财务报表中风险报告和其他风险相关的报表的初始评价，并通知审计委员会评价结果。

此外，安联投资管理部门（Allianz Investment Management，简称“AIM”）也下设金融控制部门（Financial Control, FC），基于战略资产分配部门（Strategic Asset Allocation，简称“SAA”）开发投资计划，监控投资决策的执行，以确保投资策略的统一，培养安联各投资团队独立控制风险和投资回报的能力。

（4）人力资源管理

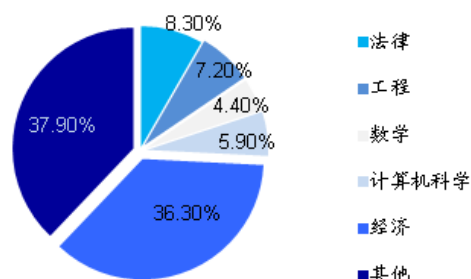
安联非常重视对人才的培养，他们认为拥有一个包容多样化背景的人才池是成为一个成功企业的必要条件。2015 年末，安联集团在全球约有 142,459 名员工在为客户提供服务。其中，45.8% 的员工接受过大学高等教育，36.3% 的员工拥有经济学背景，这为安联资管的投研团队输送了大量的专业人才。

图2 2015 年 Allianz 集团员工的教育水平分布



资料来源：Allianz《2015 HR Fact book》，海通证券研究所

图3 2015 年 Allianz 集团员工专业背景分布



资料来源：Allianz《2015 HR Fact book》，海通证券研究所

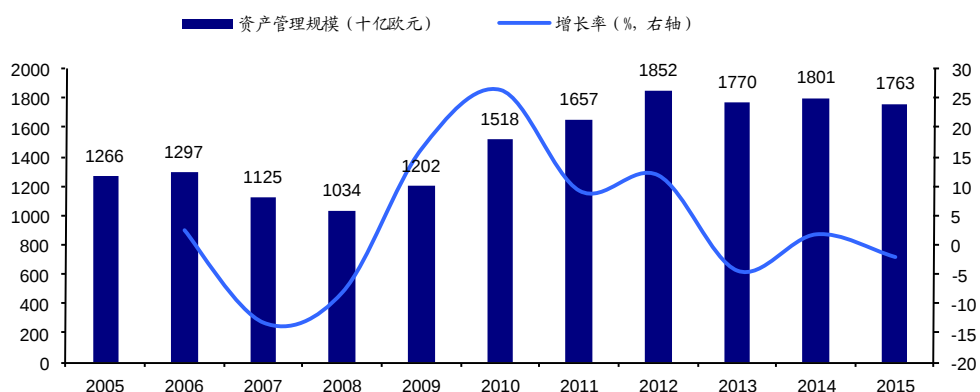
2.3 规模与业绩贡献

（1）资产管理规模

截至 2015 年，安联集团资产管理总资产规模达到 17630 亿欧元。其中，第三方资产管理规模达 12760 亿欧元，占比 72.4%；集团内部资产管理规模 4870 亿欧元，占比 27.6%。

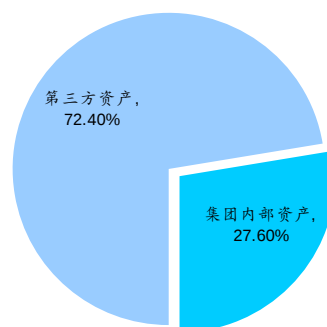
在 2007 年金融危机爆发后，集团资产管理规模有所缩水，但危机过后依然呈现逐渐增长的趋势，从 2008 年的 10340 亿欧元增长至 2012 年的 18520 亿欧元，达到历史峰值，并在 2010 年呈现最高增长速度，资产管理规模同比增长 26.29%。2012 年开始，第三方管理资产的流出和市场造成的负面影响导致安联的总资产管理规模呈下降趋势。2012 至 2015 年间，安联的资产管理额减少 890 亿欧元，其中，第三方资产管理额由 14380 亿欧元下降至 12760 亿欧元，净流出额为 1620 亿欧元。这主要是因为 PIMCO 减少了固定收益产品在美国市场的投资规模。

图4 2005-2015 年安联资产管理规模及其增长情况



资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

图5 2015 年安联资产管理业务结构

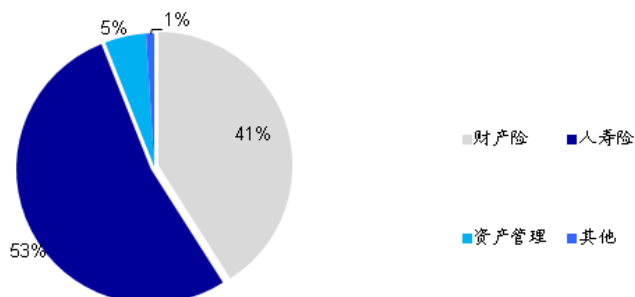


资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

（2）业务收入

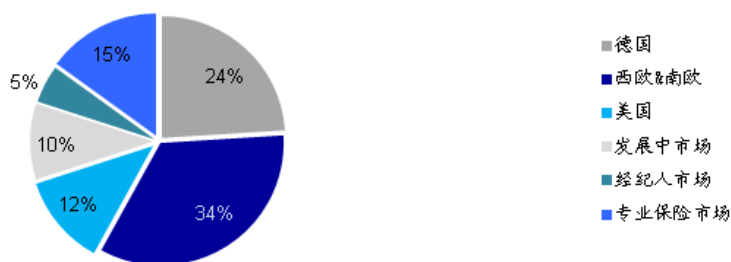
2015 年，安联集团的总收入达 1252 亿欧元，财产险和人寿险作为安联的两大创收部门，占总收入的比重达 94%，资产管理业务占总收入的 5%。从地区分布来看，安联集团的市场主要分布于西欧、南欧、德国、美国以及亚太地区。

图6 2015 年 Allianz 集团各业务收入比重



资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

图7 2015 年 Allianz 集团各地区收入比重

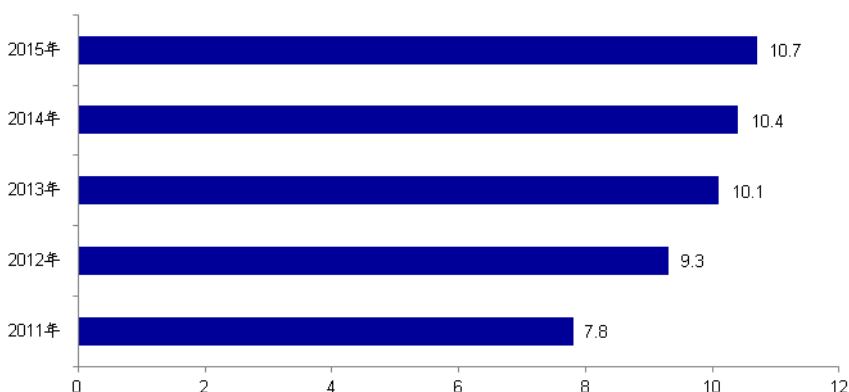


注：发展中市场：亚太地区、中欧&东欧、拉丁美洲、中东、北非；经纪人市场：澳大利亚、爱尔兰、英国；专业保险市场：安联全球公司&专营店、裕利安宜、安联全球合伙人、安联再保险公司。

资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

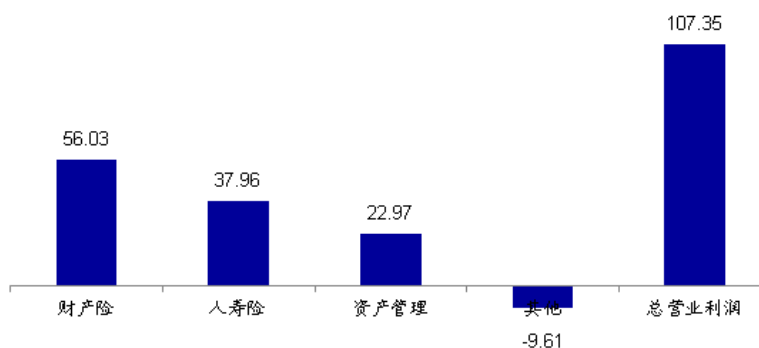
2010 年至 2015 年，安联集团的营业利润逐年上升，截至 2015 年，安联集团营业利润达 107.35 亿欧元，比 2014 年增加了 3.2%。其中资产管理业务贡献 22.97 亿欧元，约占集团总利润的 21.40%，成为集团内仅次于财产险和人寿险的第三大创利部门。

图8 2010-2015 年安联集团营业利润（十亿欧元）



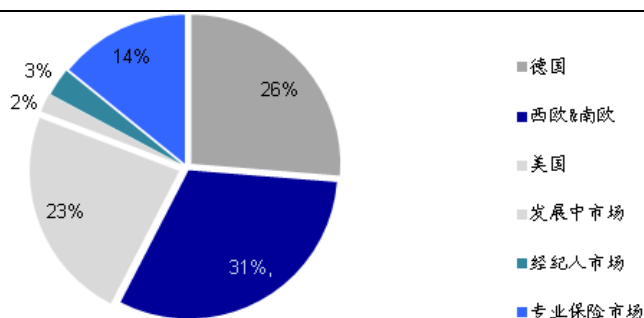
资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

图9 2015 年 Allianz 集团营业利润构成（亿欧元）



资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

图10 2015 年 Allianz 集团各地区营业利润占总营业利润的比重

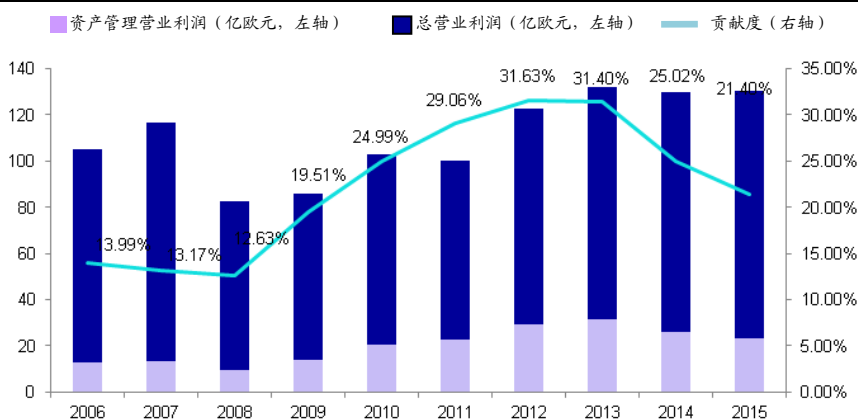


注：发展中市场：亚太地区、中欧&东欧、拉丁美洲、中东、北非；经纪人市场：澳大利亚、爱尔兰、英国；专业保险市场：安联全球公司&专营店、裕利安宜、安联全球合伙人、安联再保险公司。

资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

2012 年末，安联的资产管理总额达 18520 亿欧元，资产管理业务对总营业利润的贡献度达到 31.63%。但在 2012 至 2015 年间，安联资产管理规模从 18520 亿欧元下降至 17630 亿欧元。因此，随后该贡献度逐年下降，截至 2015 年，资产管理业务对总营业利润的贡献度下降为 21.40%。

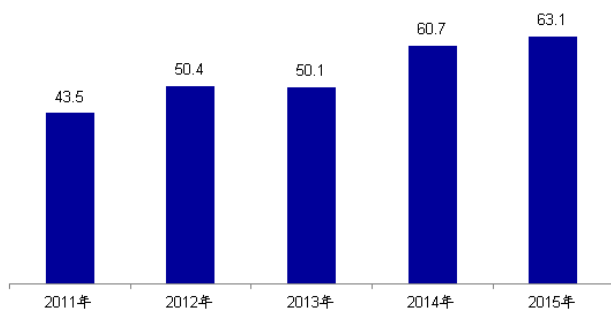
图11 2006-2015 年资管业务对 Allianz 集团营业利润贡献度



资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

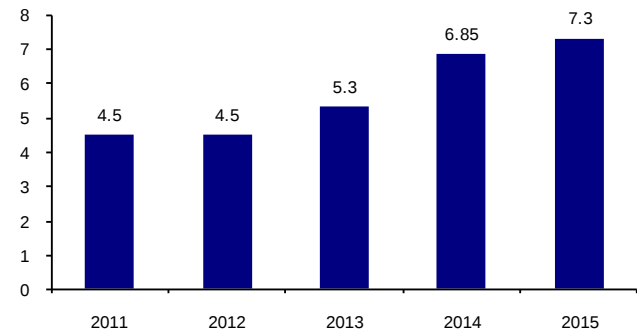
在近年来全球经济不景气的大背景下，安联多元化的业务构成保证了安联集团营收和盈利的持续性，公司继续保持强大的资本实力。据安联集团最新公布的年度财报，截至 2015 年末，安联集团资本金(股东权益)上升至 631 亿欧元，较 2011 年上升了 45%；2015 年每股分红 7.3 欧元，这一分红水平与 2011 年相比上升了 62%。

图12 2011-2015 年 Allianz 集团股东权益（十亿欧元）



资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

图13 2011-2015 年 Allianz 集团每股分红金额（欧元）

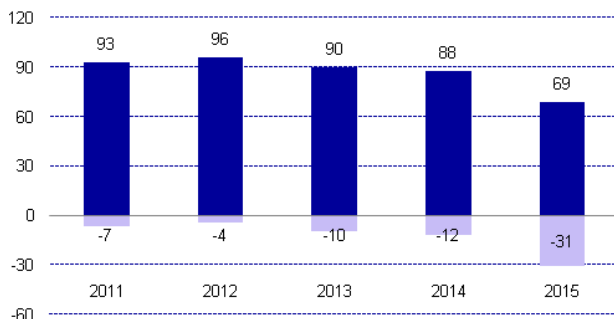


资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

PIMCO 以固定收益产品著称，是安联资产管理中业绩最优秀的部门，在有“债券之王”之称的 Bill Gross 的管理下，在 2014 年 6 月末，资产规模达到 1.97 万亿美元。2014 年 9 月 Bill Gross 宣布离职，9 月末资产规模为 1.88 万亿美元。PIMCO 旗下最著名的基金是全球最大的债券共同基金——PIMCO 总回报基金，该基金成立于 1987 年。

2011 年至 2015 年，总体管理资产的三年期滚动投资业绩呈现下降趋势，但仍然处于高位。2015 年，PIMCO 69% 的第三方资产管理业绩好于基准，AllianzGI 的三年滚动投资业绩比例则由 55% 攀升至 70%。

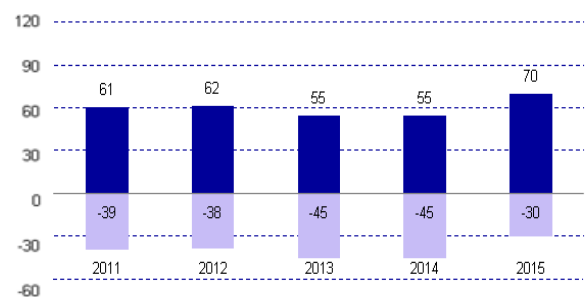
图14 2011-2015 年 PIMCO 三年期滚动投资成功率 (%)



注：位于 0 刻度线以上的表示优于第三方资产管理，位于 0 刻度线以下的表示劣于第三方资产管理。三年期滚动投资业绩反映了安联保险资产管理公司管理的所有第三方资产的，委托和加权成交量的三年期投资成功率。对于独立账户和共同基金，投资成功率（在收盘价的基础上估值）是与根据不同指标扣除成本前的投资成功率相比。对于一些共同基金，投资成功率是与同类公司的中等企业 Morningstar 公司的投资成功率相比。

资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

图15 2011-2015 年 AllianzGI 三年期滚动投资成功率 (%)



注：位于 0 刻度线以上表示优于第三方资产管理，位于 0 刻度线以下表示劣于第三方资产管理。三年期滚动投资业绩反映了安联保险资产管理公司管理的所有第三方资产的，委托和加权成交量的三年期投资成功率。对于独立账户和共同基金，投资成功率（在收盘价的基础上估值）是与根据不同指标扣除成本前的投资成功率相比。对于一些共同基金，投资成功率是与同类公司的中等企业 Morningstar 公司的投资成功率相比。

资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

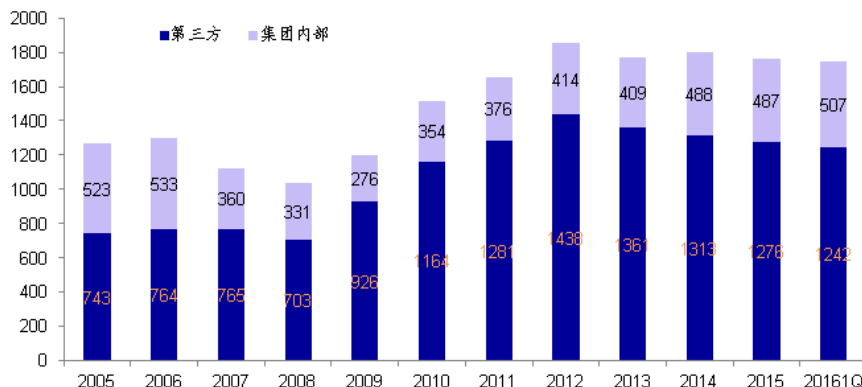
2.4 业务结构

1998 年以后，安联集团通过收购方式快速扩张其资产管理业务，其定位于“国际性的金融综合服务提供商”。因此，安联资产管理公司虽然作为保险系的资产管理公司，但采用了“以第三方资产为主”的受托结构。安联集团给予了旗下的资管子公司足够的业务运营独立性，使得太平洋资产管理公司（PIMCO），既可以为安联集团内部提供专业的资产管理服务，又可以完整保留原有第三方业务。坚实的第三方业务为集团的资产管理业务提供了广阔的发展空间。

(1) 业务结构

截至 2015 年，安联集团资产管理总资产规模达到 17630 亿欧元。其中，第三方资产管理规模达 12760 亿欧元，占比 72.4%；集团内部资产管理规模 4870 亿欧元，占比 27.6%。自 2005 年以来，安联集团第三方资产管理规模迅速扩张，2012 年达到历史峰值，由 2005 年的 7430 亿欧元增长至 2012 年末的 14380 亿欧元，年复合增长率达到 9.89%。2012 年开始，第三方管理资产的流出和市场造成的负面影响导致安联的总资产管理规模呈下降趋势。

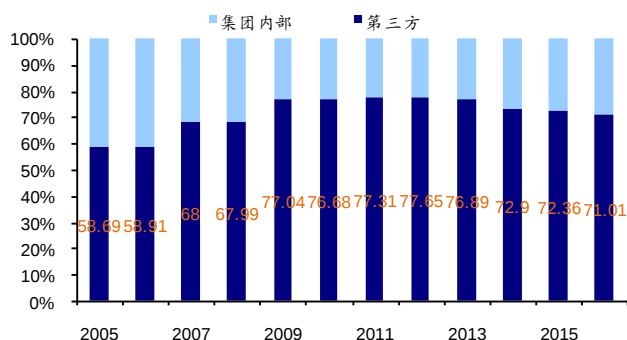
图16 2005-2016 年安联集团资产管理规模构成（十亿欧元）



资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

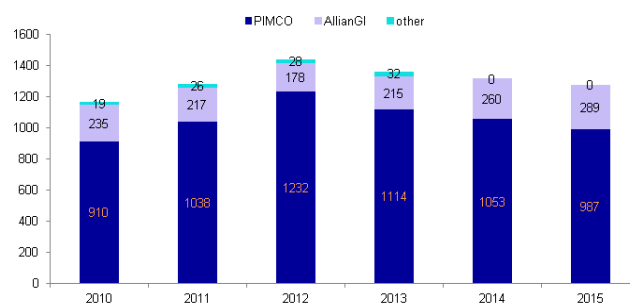
从第三方资产管理规模的比重看，2005 年起呈现快速上升趋势，由 2005 年的 58.69% 增长至 2009 年的 77.04%，其后该比例基本稳定在 70%-80% 之间，并在 2012 年到 2016 年第一季度期间持续下降，截至到 2016 年第一季度该比重约为 71.01%。2012 至 2015 年间，第三方资产管理额由 14380 亿欧元下降至 12760 亿欧元，净流出额为 1620 亿欧元。这主要是因为 PIMCO 减少了固定收益产品在美国市场的投资规模。然而同期，AllianzGI 在欧洲市场的第三方资产管理规模和比重逐年上升，截至 2015 年末，AllianzGI 的第三方资产管理规模已经保持了 12 个季度的连续增长趋势。

图17 2005-2016 年安联集团资产管理规模构成（%）



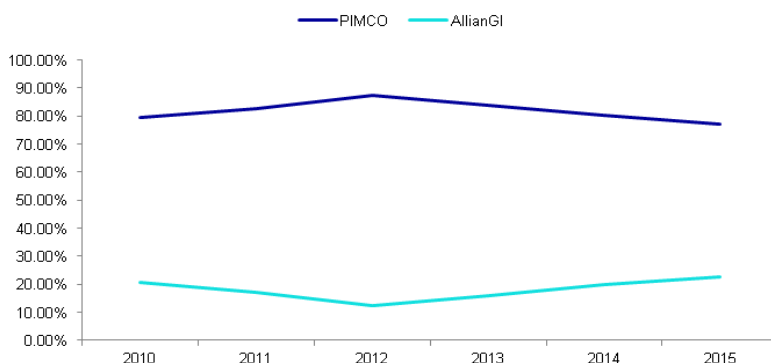
资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

图18 2010-2015 年 PIMCO 和 AllianzGI 第三方资产管理规模（十亿欧元）



资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

图19 2010-2015 年 PIMCO 和 AllianzGI 第三方资产的管理比重



资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

(2) 集团内资产管理

安联保险集团及其子公司在全球 70 多个国家和地区，为个人及机构投资者提供财产/伤亡险、寿险、健康险和资产管理等服务，总部位于德国慕尼黑。安联保险集团内的组织结构既反映了业务特征，又反映了地域特征。保险业务、资产管理业务、公司及其他业务都会首先按照产品和服务的类型来进行划分。由于在产品、风险和资产配置方面的不同，保险业务被划分为财产/伤亡、人寿和健康三个类型，每种保险类型又会按照地区特征来划分。2015 年，安联集团有 16 个业务模块。

表 3 安联集团业务细分

财产/伤亡险	人寿/健康险	企业及其他	资产管理
德语区、中欧及东欧	德语区、中欧及东欧	持有人、财政部	资产管理
西欧及南欧、中东、亚洲、印度	西欧及南欧、中东、亚洲、印度	银行	
伊利比亚、拉丁美洲	伊利比亚、拉丁美洲	另类投资	
全球保险行业、英美资源集团	全球保险行业、英美资源集团		
亚太地区	亚太地区		
安联全球合作伙伴	美国		

资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

安联提供财产/伤亡险和人寿/健康险产品和服务的对象包括零售客户和机构投资者，财产/伤亡保险全球领先，人寿/健康险在保险市场位于前五。从保费来看，核心市场集中于德国、法国、意大利和美国。

服务大部分的保险市场由当地的安联保险公司负责运营，但是，一些经营品种也由安联全球企业&专营店（AGCS）、安联全球合作伙伴（AWP）和信贷保险公司运营。

表 4 安联资产管理公司的集团内资产的产品分类

财产/伤亡保险		人寿/健康保险	
零售客户	企业客户	零售客户	企业客户
汽车(债务/自损)	财产	养老	集团人寿险
债务	债务	年金	集团健康和残疾险
财产	车队	残疾	员工养老金产品
事故	董事及负责人债务	投资型产品	
旅游和援助	信用	私人健康保险	
	海洋、航空和运输		

资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

(3) 第三方资产管理

根据客户需求和资金特性，安联资产管理公司提供全面、细化的投资服务和产品。

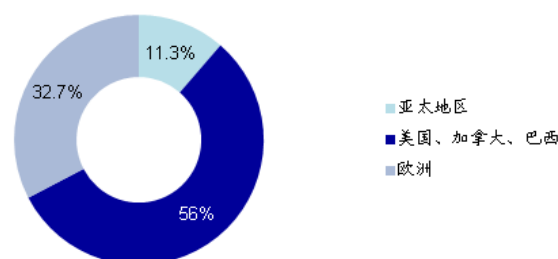
表 5 安联资产管理公司的第三方业务分类

按照投资目的	按照管理方式	按照客户	按照资产类别
资产配置型	独立账户	退休计划	现金和短久期
抗通胀型	公募基金	金融机构	固定收益
收入型	私募基金	教育机构	权益
避税型	ETF 基金	非盈利机构	通胀相关
流动性管理型	集合理财信托	健康保险机构	货币
绝对收益型	可变年金信托	企业年金	另类投资
全球资产配置		一般企业	资产配置
核心固定收益投资型		公众年金计划	
广义权益投资型			
资产负债管理概念			
生命周期概念			
风险管理概念			

资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

在安联资产管理公司的第三方资产管理业务中，2015 年固定收益类资产占比高达 74%，权益类资产占比仅为 11.8%。这主要是因为旗下的 PIMCO 是纯债券资产管理公司，安联资产管理公司的第三方业务充分发挥了其对于长期、稳健型资金的管理优势。截至 2015 年末，安联资产管理公司的第三方资产管理规模达 12760 亿欧元，其市场核心主要集中在美国，德国，法国，意大利，英国和亚太地区。

图20 2015 年 Allianz 第三方资产管理地区分布



资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

2.5 投资策略

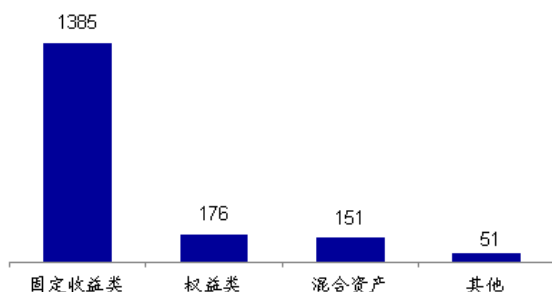
安联集团管理的资产其投资范围广泛，涵盖固定收益、股票、股权、夹层、对冲基金、大宗商品、基础设施与不动产等投资领域，总体可以分为固定收益类、权益类、混合资产类及其他四类资产。固定收益类投资是指投资于银行定期存款、政府债券、金融债券、企业债券、可转换债券等资产；权益类投资是指投资于股票、股票型基金等权益类资产；混合资产投资是指投资于多个资产类别的组合，如债券、股票、现金和不动产，混合资产类投资通过将资金分布于多个资产类别，增加投资组合整体的多样性；其他资产投资则是指除了固定收益类、权益类和混合资产以外的资产类别，如货币市场、大宗商品、房地产投资信托、基础设施投资、私募股权投资、对冲基金等。

(1) 资产配置以固定收益类产品为主，权益类资产占比较低

截至 2015 年，安联的总资产管理规模为 17630 亿欧元，资产配置结构以传统固定收益类资产为主，配置金额达 13850 亿欧元，占到总资产管理规模的 78.6%，其次为权

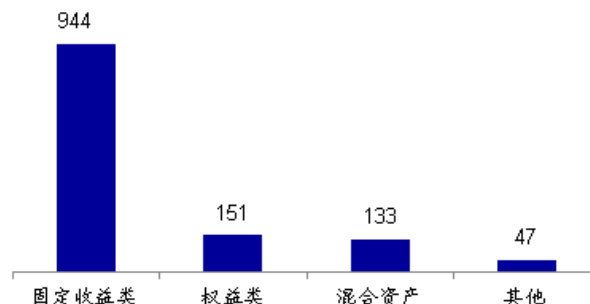
益类、混合资产。分险种来看，财产/伤亡险和人寿/健康险差异不大，财产/伤亡险的固定收益类资产配置比例为 86%，低于人寿/健康险的 90%；人寿/健康险的房地产和货币资金的配置比例略高于财产/伤亡险。这种以固定收益类产品为主的保险资金配置形式，与慕再资产管理公司、德意志保险资产管理公司的配置特征相似。

图21 2015 年安联集团资产配置结构（十亿欧元）



资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

图22 2015 年安联第三方资产配置结构（十亿欧元）



资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

表 6 2015 年安联保险资产、财产/伤亡险、人寿/健康险的资产配置（十亿欧元）

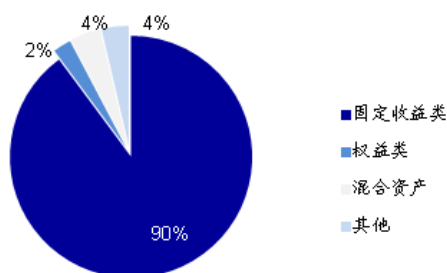
资产配置	集团保险资产	占比	财产/伤亡险	占比	人寿/健康险	占比
固定收益类	568.1	89%	85.6	86%	435.1	90%
股票	45.7	7%	6.7	7%	36	7%
房地产	12	2%	2.9	3%	8.7	2%
现金及其他	12.5	2%	3.6	4%	6	1%
总计	638.3	100%	98.8	100%	485.8	100%

注：持有的房地产不包括供自用和销售的房地产

资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

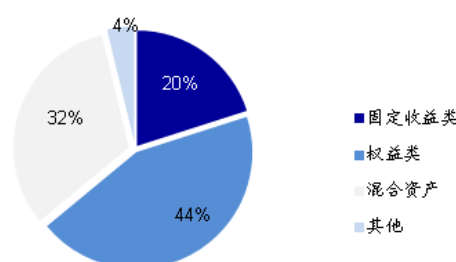
截至 2015 年末，第三方受托金额达 12760 亿欧元。其中，PIMCO 管理金额为 9870 亿欧元，AllianzGI 管理金额为 2890 亿欧元。从资产配置结构来看，PIMCO 的固定收益类产品配置金额达 8860 亿欧元，占总受托金额的 90%，其次为混合资产，权益类资产配置比例最低，占 2%；AllianzGI 则以权益类产品为主，配置金额达 1270 亿欧元，占受托总额的 44%，其次为混合资产类产品，占 32%，固定收益类产品则占 20%。

图23 2015 年 PIMCO 的资产配置结构



资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

图24 2015 年 AllianzGI 的资产配置结构



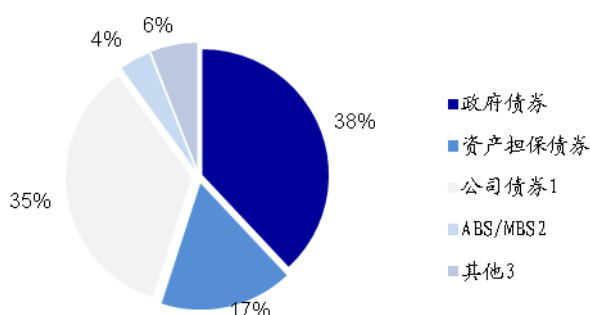
资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

(2) 投资倾向政府债券和公司债券，持仓评级偏低，资产期限较长

从持有债券的发行主体看，2015 年安联资产管理持有的债券中，政府债券和公司债券占比分别为 38%和 35%，其次为资产担保债券，占比 17%。从持仓评级来看，安联集团的固定资产类资产余额中，AAA 级产品占比为 23%，AA 级和 A 级产品分别占 26%和 17%，BBB 级产品占比最高，达 27%，免于评级的仅占 2%。安联集团固定收益产品的整体评级水平低于国内，一方面相比国外评级机构，国内的险资评级标准较宽松，另一方面国内对于投资于固定收益产品的监管政策较为严格。

从债券持欠期方面来看，从 2013 年至 2015 年期间，安联的资产平均投资期限变长。2013 年和 2014 年，债券的平均投资期限分别为 6.9 和 7.5 年，2015 年，债券的平均投资期限达 8.1 年。

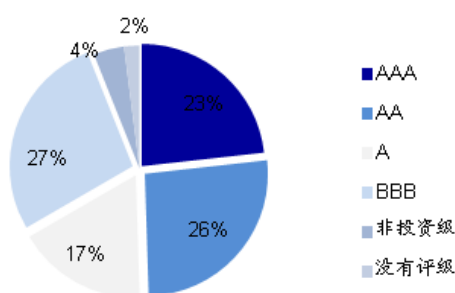
图25 2015 年安联投资的债券品种占比（按发行主体）



注：1.其中银行的发行比例为 6%；2. ABS 指资产支持证券，以结构化债券或票据抵押贷款等作为资产池，如债券或抵押贷款。作为担保物的特征(资产类别、质量、成熟度等)相差很大。MBS 指抵押贷款支持证券，以抵押贷款作为支持的债券；3. 包括自己发行的私人银行零售贷款和短期存款

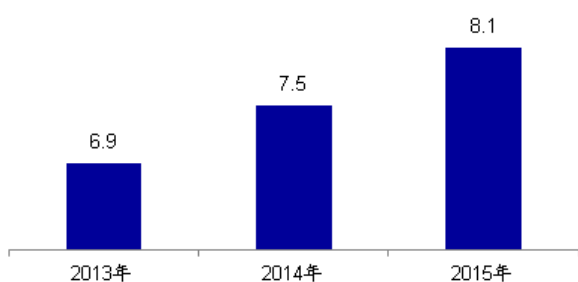
资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

图26 2015 年安联集团固定收益类资产评级分布



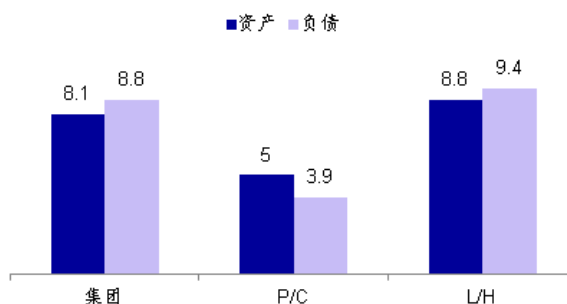
资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

图27 2013-2015 年安联集团资产组合投资期限（年）



资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

图28 2015 年安联集团的资产和负债的持欠期（年）



资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

(3) 资产风险暴露规模变大，重视风险管理

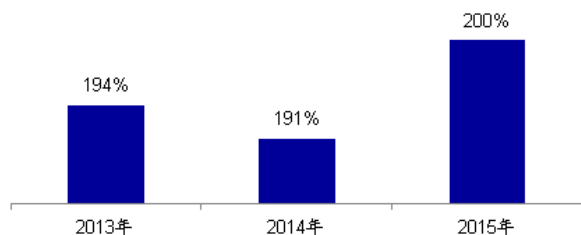
安联面临的内部风险包括市场风险、信用风险、承包风险、商业风险和操作风险。2015 年末，安联集团共有 414 亿欧元的资产面临着风险。其中，主要的风险来自市场风险，面临风险的资金规模达 235 亿欧元。

安联在集团框架下进行积极的风险管理，如财产/伤亡险的资产期限比负债期限长，人寿/健康险的负债期限则要比资产期限长，这种“天然对冲”将有效降低资产面临的风险暴露。

(4) 资产持欠期变长，偿付能力比率增强，另类投资不断上升

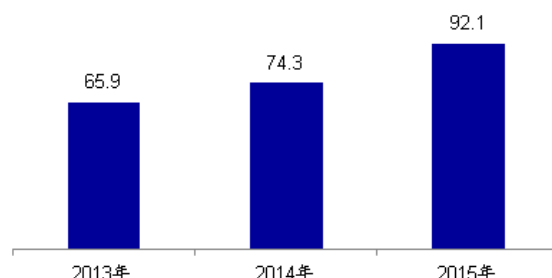
2015 年末，安联集团的资产平均持有期限达 8.1 年，偿债能力比率（即资本充足率，指保险公司的实际资本与最低资本的比率）达到了 200%。这直接导致了安联近年来投资另类资产的比例不断上升，2015 年末，安联投资另类资产的金额达 921 亿欧元，比 2014 年上升了 24%。其中，在抵押贷款和房地产方面的投资金额达 654 亿欧元，约占另类资产总额的 71%。

图29 2015 年安联集团稳定的偿债能力比率



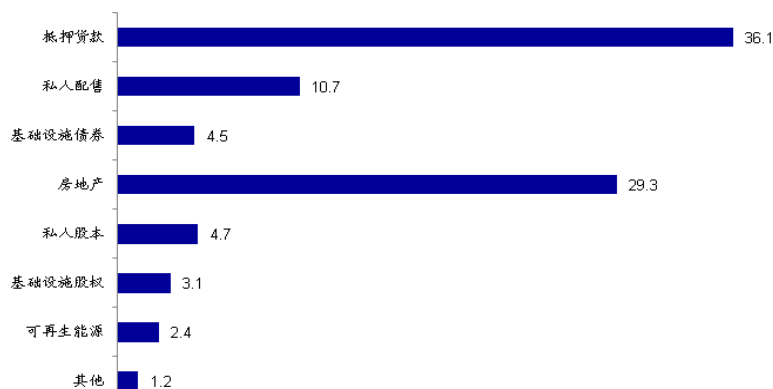
资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

图30 2013-2015 年安联集团另类投资规模上升（十亿欧元）



资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

图31 2015 年安联集团另类资产配置（十亿欧元）



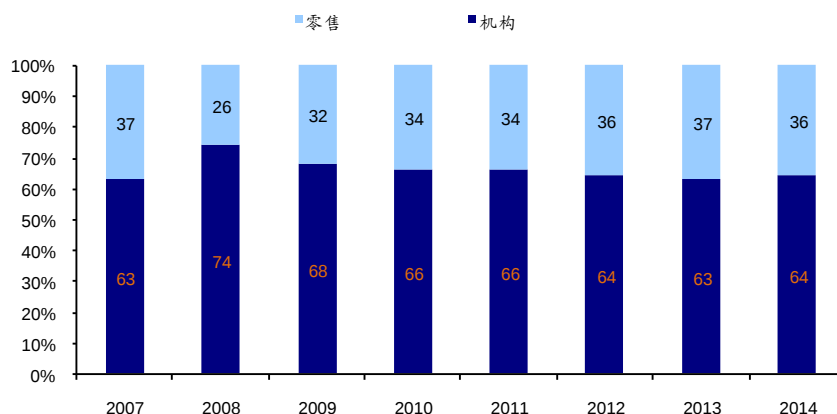
注：房地产资产包括 225 亿欧元直接持有的房地产资产(如持有用于投资的，持有自用的)和 69 亿欧元间接持有的房地产资产(如合伙和合资企业、可供出售投资)

资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

2.6 客户结构

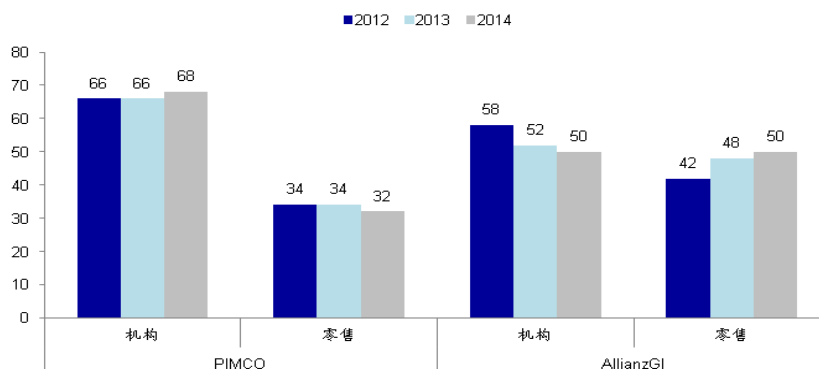
保险系资产管理机构的客户包括全球各地的各类机构投资者和个人，由于对机构投资者客户的竞争日趋激烈，零售客户逐渐成为资产管理机构的主要资金来源之一，形成了机构客户和零售客户并重的局面。安联提供服务的对象包括全球各类型养老基金、跨国大企业、慈善基金、家庭、个人客户及财务顾问等等。

2008 年以来，安联集团的个人投资者比例呈缓慢上升的趋势，截至 2014 年，其 64% 的第三方管理资产来自于机构投资者，36% 来源于个人。2015 年，安联按照投资工具的不同，将投资者划分成共同基金账户客户（将若干投资目标一致的独立投资者的账户集合为一个共同基金账户）和独立账户客户（单个投资者的账户）。其中，共同基金账户客户资产 7440 亿欧元，独立账户客户有资产 5320 亿欧元。PIMCO 和 AllianzGI 的共同基金账户客户资产分别为 5330 亿欧元和 2100 亿欧元，独立账户客户资产分别为 4530 亿欧元和 790 亿欧元。

图32 2007-2014 年安联第三方资产管理规模的客户比例结构 (%)


资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

PIMCO 和 AllianzGI 的客户结构也表现出一定的差异，截至 2014 年，AllianzGI 的机构投资者和零售客户的资产各占半壁江山，PIMCO 的机构投资者比例为 68%，零售客户占 32%。2012 至 2014 年，PIMCO 的客户结构保持平稳，2014 年机构投资者资产比例上升了 2 个百分点，而 AllianzGI 的机构投资者资产比例比例呈现逐年下降的趋势，且 AllianzGI 的零售投资者资产比例比例显著高于 PIMCO。

图33 2012-2014 年安联第三方资产管理规模的客户比例结构 (%)


资料来源：安联集团年报，海通证券研究所

近年来，一系列问题也开始困扰 PIMCO。太平洋投资管理公司 2000 年被安联集团收购，成为安联旗下管理资产的有自主权的子公司。在有“债券之王”之称的比尔·格罗斯 (Bill Gross) 的管理下，Bill Gross 领军的 PIMCO 成为安联资管最大的光环。从 1987 年开始，Bill Gross 接管了“Pimco Total Return”债券基金，该基金平均每年获利 9.4%，超过雷曼兄弟 8.1% 的基准指数年均获利。PIMCO 的资产规模从最初的 1200 万美元，在 2014 年 6 月末跃升至 1.97 万亿美元。2014 年 9 月 Bill Gross 宣布离职，9 月末资产规模为 1.88 万亿美元。Bill Gross 至此保持了连续 35 年的出色表现。安联集团对 PIMCO 的经营基本不干涉，给予 PIMCO 最大的自由度。但是也因此造成了对明星基金经理个人的过度依赖和 PIMCO 内部近乎“独裁式”的管理方式。继 2014 年 9 月 Bill Gross 宣布离职，2015 年年初，PIMCO 首席执行官默罕默德·艾里安 (Mohamed El-Erian) 也黯然离职，同时，公司业绩也出现下滑，Total Return Fund 遭遇连续 18 个月净赎回。相比之下，美国富达投资集团形成了“自下而上”的投资理念，这套成熟的投研体系得以代代相传。在富达最为知名的基金经理彼得林奇离职后，富达的品牌和声誉并没有受到影响，因为富达已经形成的投资风格和业绩稳定型理论上不会因任何一个人的离开而改变。

3. 美国保德信金融集团资产管理业务

3.1 资产管理业务的发展路径和经营模式

美国保德信金融集团（Prudential Financial）成立于 1875 年，是美国最大的保险集团之一。截至 2016 年上半年，集团在美国、亚洲、欧洲和拉丁美洲，为客户提供包括人寿保险、年金、退休金、共同基金和投资管理等各种产品与服务，公司的核心价值观在于致力于通过强大的业务基础，为客户提供具有长期价值的服务。因其强大的资本管理能力，在 2007 年金融危机后，保德信集团没有向 TARP（Troubled Asset Relief Program）提出资金帮助需求。

保德信金融集团通过三大实体：美国退休金解决方案和投资管理（U.S. Retirement Solutions and Investment Management Division）、美国人寿保险和团体保险（U.S. Individual Life and Group Insurance Division）、国际保险部门（International Insurance Division）开展具体业务。其中，资产管理业务主要通过美国退休金解决方案和投资管理公司开展，资产管理部门通过公开市场和私募市场产品，为各类客户及集团其他部门提供投资组合管理、共同基金，资产证券化活动和其他结构化产品，战略投资等广泛的投资管理和咨询服务。

保德信全球投资管理（Prudential Group Investment Management，简称 PGIM，于 2016 年 1 月 4 日 Pramerica Investment Management 更名而来）在五大洲的 16 个国家设有办公地点，通过全球化配置多类资产，包括基础性权益资产、量化股权投资、公开市场债券、私募债券、商业抵押、共同基金等，为机构和客人客户提供投资解决方案。保德信投资管理公司（Pramerica Investment Management）在养老金资产管理领域成绩突出，其管理规模位于全球第 5 位。

从保德信资产管理业务的发展历程看，其在养老金资产管理方面的发展也经过了并购这样的途径。1985 年合并了一家大型的养老金管理公司——詹尼森资本（Jennison Associates Capital Corp.），开启了第三方资产管理的历程，这家公司属于集团 PGIM 业务下负责权益类投资；2003 年，完成收购一家年金管理翘楚公司——美国泰瑞投资管理公司（American Skandia）；2004 年，收购美国信诺保险集团的退休金管理业务（Cigna's retirement business）。

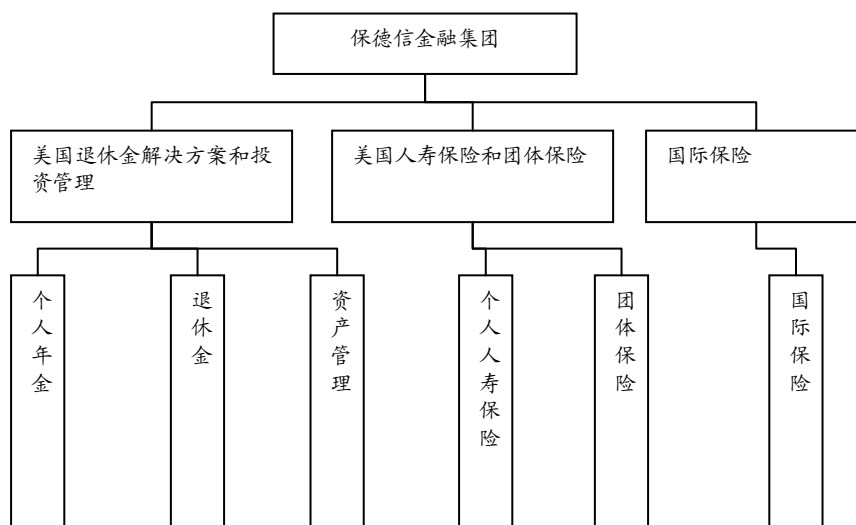
表 7 保德信金融集团业务发展大事记

时间	事件
1962	首先在投资管理领域提出区别于普通账户和独立账户的概念。
1985	合并一家大型的养老金管理公司——詹尼森资本（Jennison Associates Capital Corp.），开启为其他机构进行第三方资产管理的历程
1989	合并美林房地产公司和美林拆迁管理公司（Merrill Lynch realty and Merrill Lynch relocation management）
1989	集团管理资产总额首次超过 20 亿美元
1998	保德信国际投资公司（Prudential International Investments）成立
2001.11	保德信金融集团在纽约证券交易所发行上市
2003	完成收购一家年金管理翘楚公司——美国泰瑞投资管理公司（American Skandia）
2004	收购美国信诺保险集团的退休金管理业务（Cigna's retirement business）

资料来源：保德信金融集团官网，海通证券研究所

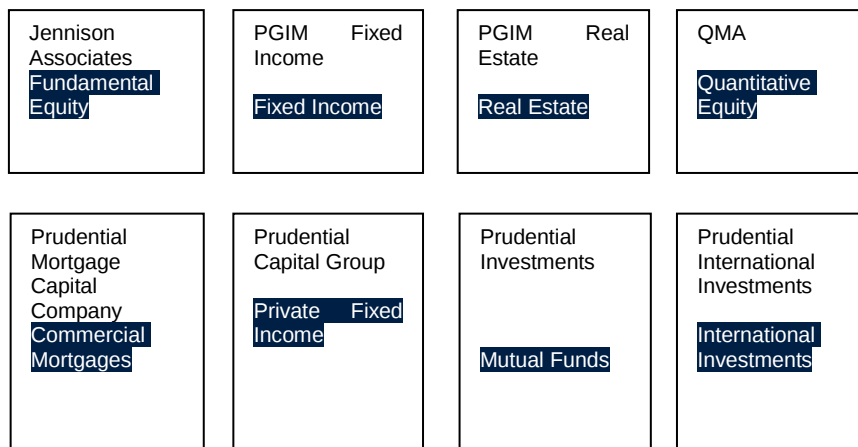
3.2 资产管理业务的组织架构

保德信金融集团的业务通过三大分支、六大部门具体开展，这六个部门分别是：个人年金、退休金、资产管理、个人人寿保险、团体保险、国际保险。

图34 保德信金融集团组织架构


资料来源：保德信金融集团官网，海通证券研究所

在资产管理业务上，保德信全球资产管理采用“多经理”管理模式（Multi-manager model），以特定领域的资产类别或投资方式划分管理团队，各团队关注于自主的资产管理业务，使得各种业务均可保持其投资特色，积极为投资者争取投资回报。从其业务划分来看，以投资标的的不同为依据，共有 Jennison Associates、PGIM Fixed Income、PGIM Real Estate、QMA、Prudential Mortgage Capital Company、Prudential Capital Group、Prudential Investments 和 Prudential International Investments 八个专业团队，分别专注于权益资产、固定收益、房地产、量化权益投资、商业抵押、私募固定收益、共同基金和国际投资。而且这八个专业团队均以独立法人形式从事相应的专业投资。

图35 保德信全球资产管理八大专业团队


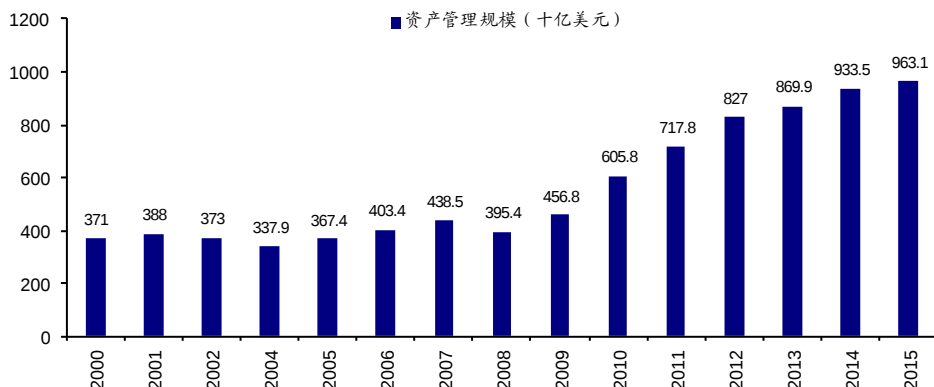
资料来源：保德信金融集团官网，海通证券研究所

另外，PGIM 机构关系团队（PGIM Institutional Relationship Group）和 PGIM 机构咨询与解决（PGIM Institutional Advisory & Solutions）是 PGIM 下的两个跨业务的团队，他们在提供观点与方案时，代表了 PGIM 所有的业务，体现了团队的整体专业智慧。其中，PGIM 机构关系团队主要了解与传递投资目标、面临的挑战及庞大的全球机构投资者的利益，PGIM 机构咨询与解决团队则对于各种资产配置、风险管理及相关问题提供咨询意见。

3.3 资产规模与业绩贡献

从 2000 年到 2009 年的十年间，保德信资产管理均在 5000 亿美元的规模以下，从 2010 年开始，资产管理规模突破 6000 亿美元，并在 2011 年、2012 年、2014 年突破 7000 亿美元、8000 亿美元和 9000 亿美元，这得益于个人客户、机构客户和普通账户资产的同步提升。

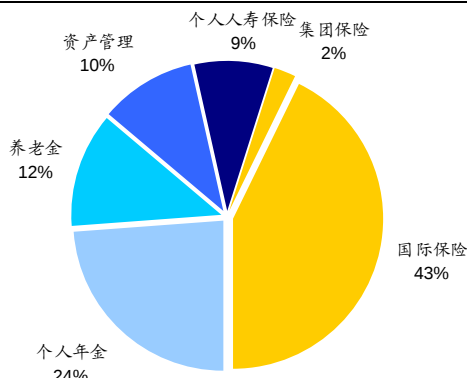
图36 2000-2015 年保德信全球资产管理规模



资料来源：保德信金融集团年报，海通证券研究所

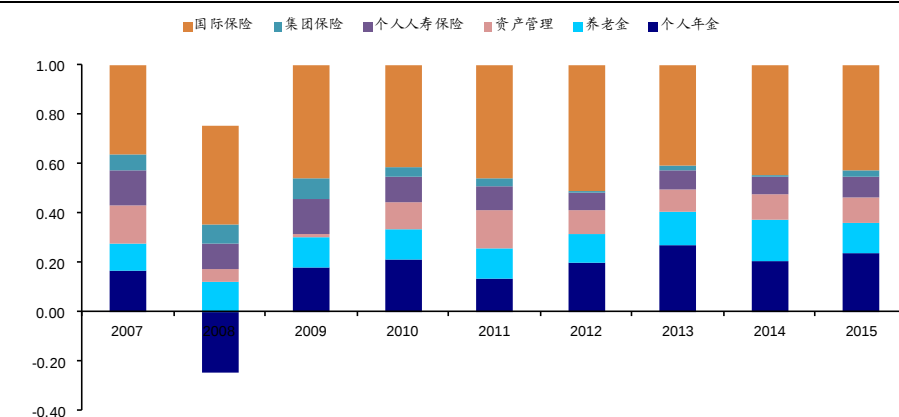
根据 2015 年的年报显示，2015 年资产管理业务对集团收入的贡献度约为 10%，次于国际保险、个人年金和养老金三项业务的业绩贡献，其中国际保险业务收入占比达 43%，国际保险业务部主要由寿险企划专才(Life Planners)这些专业代表向美国本土以外的高端零售市场提供保障寿险产品。从 2007 年以来，这六大类业务对集团收入的贡献度保持平稳状态。

图37 2015 年保德信集团各项业务收入比重



资料来源：保德信金融集团年报，海通证券研究所

图38 2007-2015 年保德信全球资产管理业务收入贡献

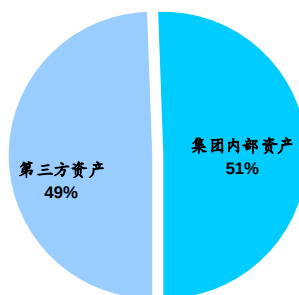


资料来源：保德信金融集团年报，海通证券研究所

3.4 业务结构与客户结构

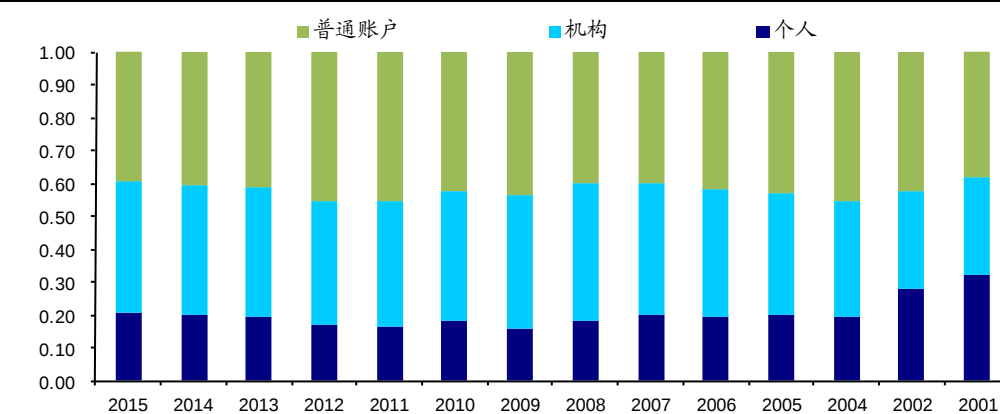
2015 年，保德信全球资产管理业务中，约 51% 的资产属于集团内部委托资产，第三方资产约为 49%。笼统地看，零售客户资产占比约 20%，机构客户资产比重约为 40%，保险普通账户资产比重近 40%。

图39 2015 年保德信全球资产管理业务结构



资料来源：保德信金融集团年报，海通证券研究所

图40 2001-2015 年保德信全球资产管理客户结构

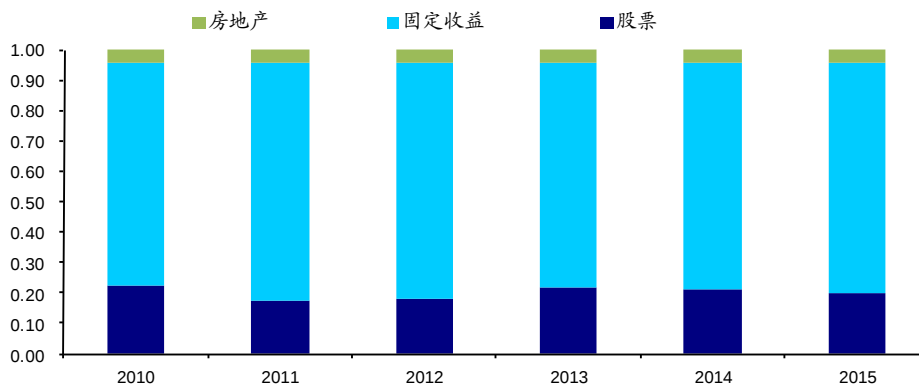


资料来源：保德信金融集团年报，海通证券研究所

3.5 投资管理与策略

近年来，保德信在整体资产的配置上基本稳定，股票、固定收益和房地产三大资产的比重保持在 20%、75%和 5%左右。具体来说，保德信资产管理通过八个子条线来实现投资管理的顺利进行，为投资者实现投资回报。

图41 2010-2016 保德信资产管理的配置



资料来源：保德信金融集团年报，海通证券研究所

(1) 詹尼森资本 (Jennison Associates)

詹尼森资本拥有超过 40 年的资产管理历史，1969 年定位于以权益投资为主的机构资产管理人，开始管理第一个养老金账户，在发展过程中公司不断拓展自身的业务和客户范畴，在 1975 年新增固定收益团队，1989 年开始为非美国客户提供资产管理服务，1990 年通过伞形基金子基金为个人投资者提供投资管理，2011 年新建立全球股票投资团队。截至 2015 年末，公司通过独立管理账户和包括伞形基金的子基金在内混合投资工具为机构和私人投资者管理超过 1740 亿美元的资产，分配于 1090 亿美元的股票资产和 660 亿美元的固定收益和平衡性资产。

詹尼森资本长期坚持的投资理念包括：广泛而扎实的基础研究；专业化投资；充分了解客户需求。

广泛而扎实的基础研究。詹尼森自身的基础性研究是其投资流程的重要基石，所有买卖交易的决定均来自分析师的基础性研究及与投资团队的每日交互。在每天的日常会议上，侧重于某个具体部门与行业的分析师，将其买卖观点传递给基金经理，彼此对于投资建议的关键点进行讨论甚至争辩，挖掘包括当前及长期的业务基础、战略地位和前景在内的股票安全边界。当然，基金经理还需要考虑整个投资组合的结构和风险。

分析师首先通过与上市公司高级管理人员的接触，来验证自身的猜想或是投资要素；进一步，通过对消费者、供应商及竞争者的调研，来加深对公司的理解。财务数据则为建立基础性预期和盈利模型提供基础。当然，第三方研究、行业上下游的信息、外部专家的定制分析也为分析师的研究与盈利预测提供辅助作用。

股票研究团队拥有 32 位专业分析师，他们以行业为条线进行分工。覆盖近 1000 家公司，包括可供大盘成长型投资组合参考的 350 到 400 家大中型公司。固定收益团队负责研究抵押贷款、商业抵押贷款支持证券 (CMBS)、信用债和资产支持证券。

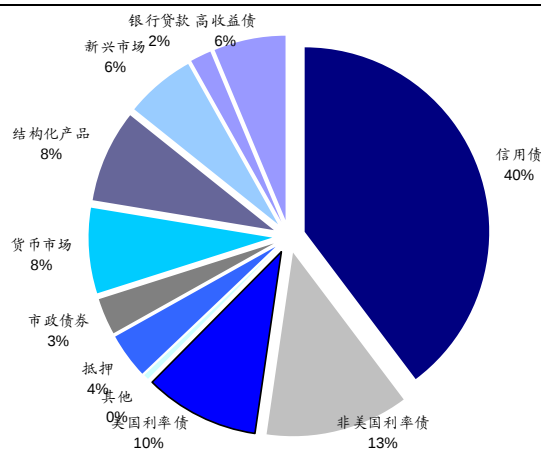
(2) PGIM 固定收益团队

保德信集团从 1875 年成立之初，即开始固定收益资产的投资，并于 1928 年开始给集团外部的机构客户管理固定收益资产，在美国、伦敦、东京和新加坡均设有附属办公室，以覆盖全球固定收益市场。截至 2016 年上半年，该固定收益团队为 496 家客户管

理了超过 6520 亿美元的资产，在八大资产管理团队中规模最大。

固定收益研究和风险管理是投资的重要环节。量化研究和风险管理团队拥有 45 名成员，其中 30 名应用开发专家为投资组合提供风险管理、分析及汇报每日资产价值与风险，其分析的风险包括系统风险、尾部风险及短期风险与情景分析。研究团队拥有 103 名固定收益基础研究员，为固定收益投资组合提供专业意见。研究团队又细分为：投资级信用债研究、杠杆融资研究、高收益债研究、银行贷款信用研究、结构化产品研究、市政债券研究。

图42 2016 年上半年 PGIM 固定收益团队资产配置



注：其他包括日本股票及日本房地产股票
资料来源：PGIM Fixed Income，海通证券研究所

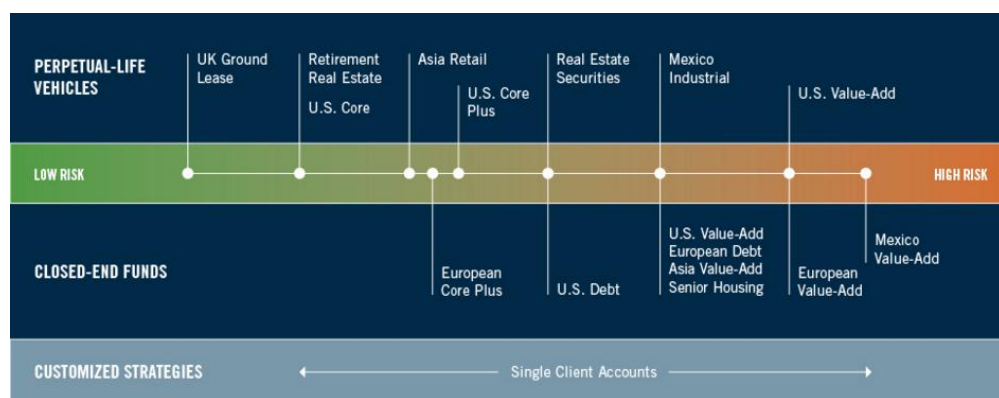
从其客户类型看，PGIM 固定收益的客户包括《财富》前 100 家公中的 26 家、全球前 100 家最大的养老基金中的 27 家，12 家包括主权财富基金、中央银行和大型政府机构在内的主权委托者。

从资产组合的类型看，包括信用产品组合、长期 LDI（Liability-driven investment）策略、对冲策略和担保贷款凭证（CLOs）。从固定收益资产配置看，信用债、以美国国内外利率债是团队的主要配置标的，当然对于新兴市场团队也保持其投资兴趣。

（3）PGIM 房地产投资团队

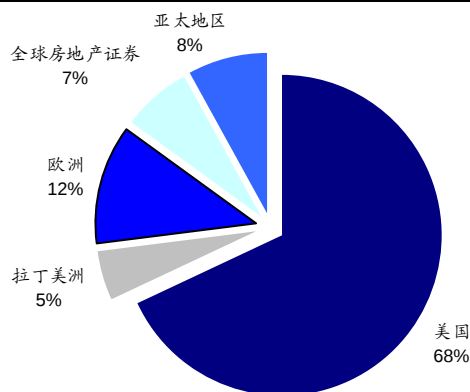
PGIM 房地产投资团队始于 1970 年，截至 2016 年上半年，在亚特兰大、芝加哥、法兰克福、香港、伦敦、卢森堡、麦迪逊、墨西哥城、迈阿密、慕尼黑、纽约、巴黎、里约热内卢、旧金山、首尔、新加坡、悉尼、东京等 18 个城市开展业务，约有 650 名专业投资员工，在区域和全球开展以研究为驱动的投资过程，有助于分散风险。截至 2015 年底，团队管理了 500 个机构客户的 654 亿美元的资产。

从投资策略上看，团队为客户提供了广泛的基于不同风险和不同区域的实业投资工具，包括开放式产品、封闭式基金、个性化策略。下图正显示了该团队成熟的基于风险的投资策略。

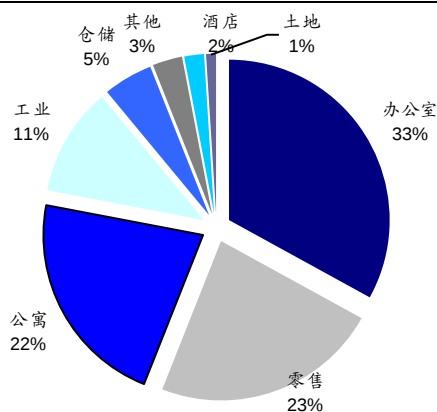
图43 PGIM 房地产基于风险的投资策略


资料来源：PGIM Real Estate，海通证券研究所

根据 2016 年上半年的数据，PGIM 房地产投资在区域配置上，美国占比 68%，是资金最为集中的地区；在房地产品类配置上，办公室、零售和公寓和工业地产的投资占比近 90%；在投资工具的选择上，19%的资产属于根据客户需求定制的个性化策略。

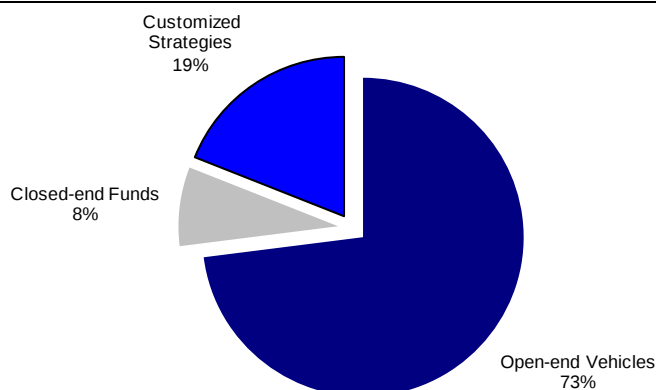
图44 2016 年上半年 PGIM 房地产投资区域配置


资料来源：PGIM Real Estate，海通证券研究所

图45 2016 年上半年 PGIM 房地产投资品类配置


资料来源：PGIM Real Estate，海通证券研究所

图46 2016 年上半年 PGIM 房地产投资工具分布

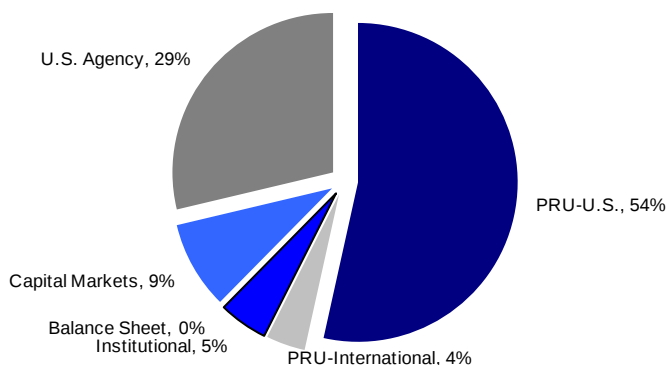


资料来源：PGIM Real Estate，海通证券研究所

另外，QMA（Quantitative Management Associates）成立于 1975 年，为全球机构客户群，包括企业和公共养老金计划、捐赠基金和基金会、多雇主养老金计划以及其他金融服务公司的子帐户的进行投资管理服务，其专业特长在于股票量化投资和多类资产投资策略。截至 2016 年上半年，QMA 资产管理规模约 1120 亿美元。

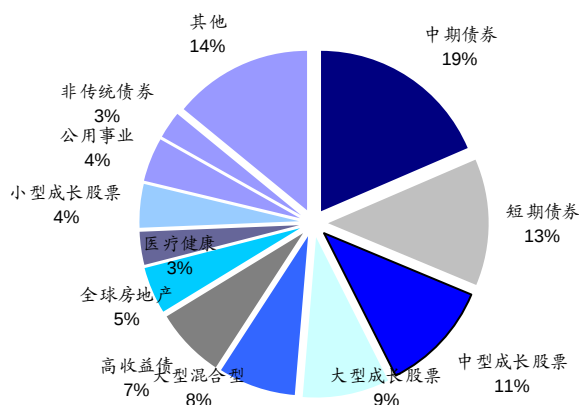
Prudential Mortgage Capital Company（保诚按揭投资公司）是一家美国全国性的商业和农业抵押贷款业务商。凭借其在房地产金融领域 140 多年的历史，公司为众多机构客户提供全国最全面的房地产金融产品和贷款，这些机构客户包括房利美，房地美和专门的保障性住房计划；联邦住房管理局；保德信的普通帐户等。截至 2016 年上半年，资产管理规模 557 亿美元。

图47 2016 年第一季度 Prudential Mortgage Capital Company 的资产项目



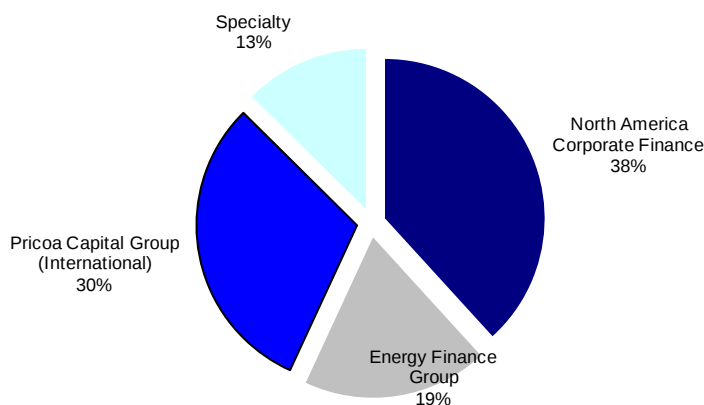
资料来源：Prudential Mortgage Capital Company，海通证券研究所

Prudential Investments 主要为零售客户、财务顾问、金融中介机构等提供共同基金、目标日期基金、封闭式基金、独立管理账户、集体投资信托等服务。截至 2016 年上半年，拥有 61 只基金产品，基金类型从收益导向型股债基金到成长型基金，从价值型基金到专业型基金。77%的产品业绩优于晨星 10 年期标准下所有基金表现。

图48 2016 年上半年 Prudential Investments 资产配置


资料来源：PGIM Prudential Investments，海通证券研究所

Prudential Capital Group 是全球领先的私募债券、夹层权益证券的供应商，其历史已超过 75 年之久，2013 年在 Media Private Placement Letter 的 Buyside Survey 排名中，列于全球传统私募投资组合管理人之首，同时也是私募固定收益市场最大的机构投资者之一（2015 年超过 100 亿美元投资于私募固定收益资产）。截至 2016 年上半年，在亚特兰大、芝加哥、达拉斯、法兰克福、伦敦、洛杉矶、米兰、明尼阿波利斯、纽瓦克、纽约、巴黎和旧金山设有工作室，主要提供公司金融、能源金融、国际多币种、杠杆租赁、信用租客租赁、基础设施和设备融资等服务，资产管理 740 亿美元（截至 2016 年上半年）。公司的主要业务支柱包括 North America Corporate Finance, Energy Finance Group, Pricoa Capital Group (International), Specialty。

图49 2016 年第一季度 Prudential Capital Group 四大业务支柱情况


资料来源：PGIM Prudential Capital Group，海通证券研究所

Prudential International Investments 包括在意大利设立于米兰的 UBI Pramerica SGR、在中国设立于上海的 Everbright Pramerica Fund Management（即光大保德信基金管理公司）、在中国台湾地区设立于台北的 Prudential Financial Securities Investment Trust Enterprise（保德信证券投资信托）、在巴西设立于里约热内卢的 GAP 保诚资产管理以及在印度设立于孟买的 DHFL 保德信资产管理。截至 2016 年上半年，共管理 706 亿美元的资产。其中，只有设于台北的保德信证券投资信托是保德信集团独立控股的，其他四家国际机构均是由保德信集团与当地金融机构合作设立，比如，UBI Pramerica SGR 即是保德信集团与意大利本土的意大利伦巴第银行（UBI Banca）以 35%和 65%的股权合作建立的，Everbright Pramerica Fund Management 是与中国本土的光大集团合作设立的。

表 8 Prudential International Investments 的海外机构

	国家	资产管理规模 (十亿美元)	成立年份	投资专业人数 (人)	产品类型
UBI Pramerica SGR	意大利	49.8	2002	62	股票、固定收益、货币市场、管理账户
Everbright Pramerica Fund Management	中国	11.1	2004	47	股票、固定收益、货币市场、独立账户
Prudential Financial Securities Investment Trust Enterprise	中国台湾	5.7	2000	37	股票、债券、FOF、货币市场
GAP Prudential Asset Management	巴西	1.2	2008	32	股票、债券、多策略、房地产、FOF
DHFL Pramerica Asset Managers	印度	2.8	2015	18	股票、债券、货币市场、独立账户

资料来源：Prudential International Investments，海通证券研究所

4. 英国法通保险集团资产管理业务

4.1 资产管理业务的发展路径和经营模式

法通保险是全球最大的保险与资产管理集团之一，截至 2015 年末，其管理的资产规模达到 7460 亿英镑，员工人数超过 8500 人，全球客户规模超过 1000 万。

1836 年，法通人寿保险协会（Legal & General Life Assurance Society）在英国伦敦成立，即为英国法通保险集团的前身。公司通过于多地收购当地的保险公司拓展其保险业务，尤其在 20 世纪八十年代迅速拓展国际市场。1933 年接管纽约大都会人寿保险公司（Metropolitan Life Insurance Company of New York）的养老险业务，从而进入美国市场；1980 年代，继续并购两家美国的人寿保险公司，Banner Life Insurance 和 William Penn Life Insurance Co.（纽约威廉-宾大人寿保险公司）；1984 年，购买 Unilife Assurance Group 公司荷兰分部，开始形成荷兰分公司。随着保险业务在全球范围内的迅速扩展，其管理集团内部保险资金的需求也日益增加。1970 年，法通投资公司（Legal & General Investments）成立，而后更名为法通投资管理公司（Legal & General Investment Management），为养老金、机构和个人投资者提供资产管理服务。

表 9 法通保险集团业务发展大事记

时间	事件
1933	接管纽约大都会人寿保险公司（Metropolitan Life Insurance Company of New York）的养老险业务，进入美国市场
1956	开始在澳大利亚进行保险销售
1970	法通投资公司（Legal & General Investments）成立，而后更名为法通投资管理公司（Legal & General Investment Management），为养老金、机构和个人投资者提供资产管理服务
1974	建立寿险和养老险的直接销售队伍
1979	法通集团（Legal & General Group PLC）建立，7 月份于伦敦证券交易所上市
1980	进入欧洲市场
1980 年代	并购，Banner Life Insurance 和 William Penn Life Insurance Co.（纽约威廉-宾大人寿保险公司）两家美国人寿保险公司
1981	并购美国 Government Employees Life Insurance Company
1984	并购 Unilife Assurance Group 公司荷兰分部，开始形成荷兰分公司
1986	组建法国分公司
1987	组建 Legal & General 抵押分公司
1997	Legal & General Bank 开始存款业务
1998	出售澳大利亚分公司
2013	收购房地产商 CALA Homes 46.5% 的股权
2015	收购 New Life Home Finance limited，进入终身抵押贷款市场，提供以房屋抵押获取退休金的服务。
2015	出售 Legal & General 控股（法国）有限公司

资料来源：法通保险集团官网，海通证券研究所

法通投资管理有限公司（Legal & General Investment Management Limited）的前身 Legal & General Investments 成立于 1970 年，开始为养老金、机构和私人客户提供资产管理服务。1971 年，LGIM 成立第一个主动固定收益基金，1987 年第一个为英国养老金提供指数基金的管理机构，1988 年 LGIM 成立其私募股权投资部门，2005 年推出了一系列汇集负债驱动投资的基金，2014 年收购 Global Index Advisors（一个基于养老金计划的美国排名前 5 的目标日期型基金产品的供应商）。

表 10 法通资产管理公司发展大事记

时间	事件
2015	法通与英国电网养老金计划商定成为战略合作伙伴共同管理 120 亿英镑固定收益资产（负债驱动投资和股票）
2015	法通在 DC 市场保持了高速发展，在法通的管理下 DC 增长了 13% 达到 461 亿英镑，客户增长到了 180 万
2015	法通巩固了其作为英国最大资产管理者的地位，其管理的资产超过 1 万亿美元（7570 亿英镑）
2014	法通收购了 Global Index Advisors（一个基于目标日期型基金产品在美国养老金计划管理规模排名前 5 的供应商）
2013	法通得到其第一次的开放型投资公司结构的批准，允许在欧洲主要市场接触更多投资者
2012	法通开设了香港办事处作为其战略部分之一并为亚洲市场提供功能和服务
2012	法通资产管理规模超过 5000 亿英镑
2011	法通扩大了其市场，覆盖所有主要成熟的股票市场
2009	法通资产达到 3000 亿英镑，这意味着对于其委托方来讲，法通负责大约 4.5% 的英国股票市场（截至 2009 年 12 月 31 日）
2008	在年度基金管理版养老基金管理者调查中保留了一席之地，法通在英国养老基金管理者上取得领导地位。（截至 2015 年底）
2006	法通成立了 LGIMA 一个在芝加哥的专门从事固定收益和负债驱动投资战略的投资管理者
2005	法通推出了一系列汇集负债驱动投资的基金
2003	法通被确立为英国养老基金的领头羊
2001	法通与主要客户合作开发了英国第一个负债驱动投资战略
1988	法通成立其私募股权部门
1987	Legal & General Property 成立
1987	法通第一个为英国养老金提供指数基金
1986	法通首次被任命为指数基金的外部委托人
1971	法通成立第一个主动固定收益基金
1970	Legal & General Investments 成立（后成为 LGIM）并为养老基金开始资产管理，对于机构和私人客户
1836	Legal & General Life Assurance Society 成立

资料来源：法通保险集团官网，海通证券研究所

与德国安联资产管理业务发展模式不同，英国法通主要通过基于保险业务和销售网络的内生增长模式扩大资产管理业务经营网络。其一，通过互联网技术拓展业务网络，其网站服务在业内屡获殊荣。20 世纪 90 年代以来，法通保险开始注重互联网技术投入，1997 年构建了公司网站以帮助客户进行金融财务规划；2000 年公司推出在线定期保险服务，向消费者及其独立财务顾问（IFAs）推出英国第一家无纸化人寿保险应用系统；2002 年，公司在人寿和养老金领域分别被授予“年度最佳电商”（e-commerce provider of the year）和“全能电商公司”（overall e-commerce company of the year）称号。自 1995 年到 2000 年，其在线客户由 110 万人增加至 1540 万人，年增长客户数量高达 286 万人次。其二，保险业务网络布局广、业务创新快，不仅为资产管理业务提供内部资金来源，而且发挥业务拓展协同效应。随着公司保险业务在美国、欧洲、亚洲等地的拓展，其资产管理业务也迅速发展，管理规模由 1995 年的 360 亿欧元增长至 2015 年的 7460 亿欧元，年复合增长率高达 16.37%。

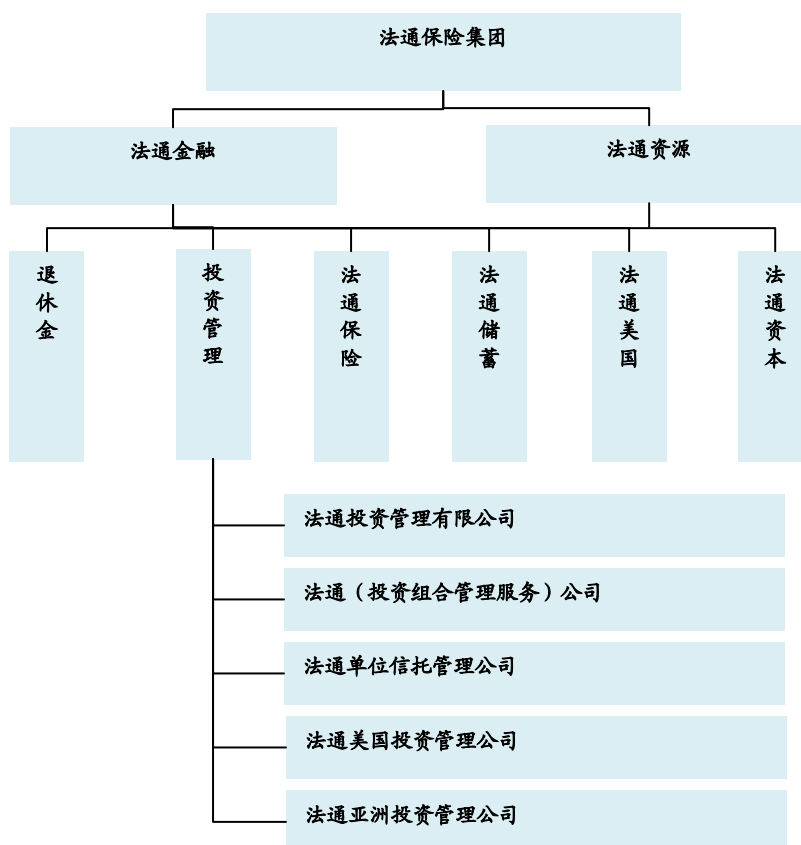
4.2 资产管理业务的组织架构与核心地位

法通保险集团通过法通金融公司（Legal & General Finance PLC）和法通资源公司（Legal & General Resources Limited）这两个直接控股平台来控制其他附属公司。事实上，法通保险集团具体的保险、储蓄、投资管理等业务通过六大事业模块来实现，包括法通退休金事业部（Legal & General Retirement）、法通投资管理（Legal & General Investment Management）、法通保险（Legal & General Insurance）、法通储蓄（Legal

& General Savings)、法通美国 (Legal & General America)、法通资本 (Legal & General Capital)。

从公司实体看，法通投资管理有限公司 (Legal& General Investment Management Limited) 具体负责机构资产管理业务，并设立法通 (投资组合管理服务) 公司 (Legal& General (Portfolio Management Services) Limited)、法通单位信托管理公司 (Legal& General (Unit Trust Managers) Limited)、法通美国投资管理公司 (Legal& General Investment Management America Inc)、法通亚洲投资管理公司 (Legal& General Investment Management Asia Limited)，其中法通美国投资管理和法通亚洲投资管理设于美国和香港，其他机构均设于英国本土。

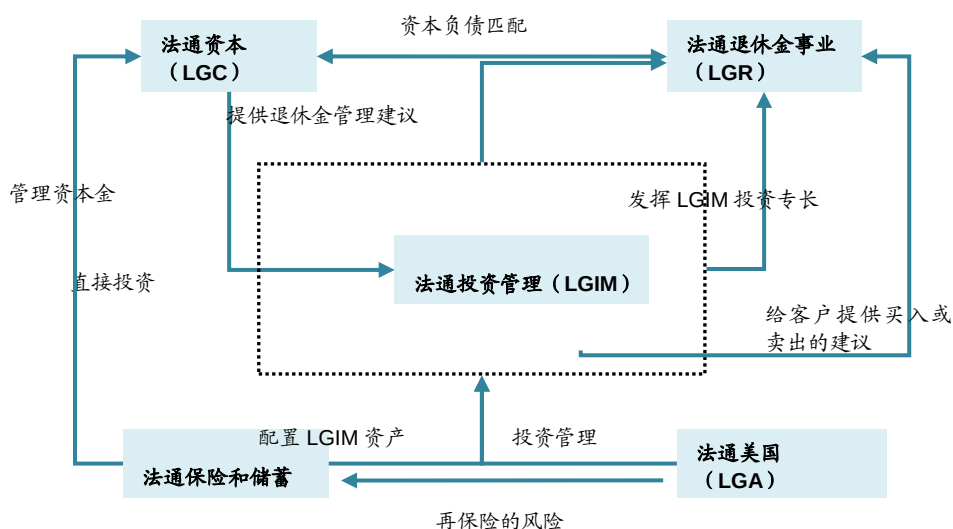
图50 法通保险集团组织架构及投资管理业务组织形式



资料来源：法通保险集团官网，海通证券研究所

在法通集团的组织架构中，法通投资管理 (LGIM) 处于核心位置。如下图所示，法通资本 (LGC)、法通退休金事业 (LGR)、法通保险和储蓄 (LGAS) 和法通美国 (LGA) 处于四个角，分别通过箭头与 LGIM 相连接。LGIM 充分其投资专长，给客户提供退休金管理和买入或卖出的建议。法通资本 (LGC) 和法通退休金事业 (LGR) 资产负债互相匹配。法通资本 (LGC) 通过“直接投资”箭头指向 LGIM。法通美国 (LGA) 通过“投资管理”箭头指向 LGIM，通过“再保险风险”箭头指向法通保险和储蓄 (LGAS)。最后，法通保险和储蓄 (LGAS) 通过“配置 LGIM 资产”与 LGIM 相连接，并通过“管理资本金”单向箭头与 LGC 相连接。

图51 法通保险集团中投资管理业务的核心地位



资料来源：法通保险集团官网，海通证券研究所

从具体的协同效应上看，法通投资管理（LGIM）与其他五大部门无缝协同合作，为客户提供独特的专业知识和创新的金融解决方案。法通投资管理（LGIM）、保险和储蓄业务企业合力构建固定缴款（DC）计划；法通投资管理（LGIM）和法通退休金事业部（LGR）更加紧密合作为现有客户提供退休金解决方案；法通投资管理（LGIM）与法通资本（LGC）合作以拓展其在房地产、商业贷款、资产金融和基础设施投资等方面的直接投资。

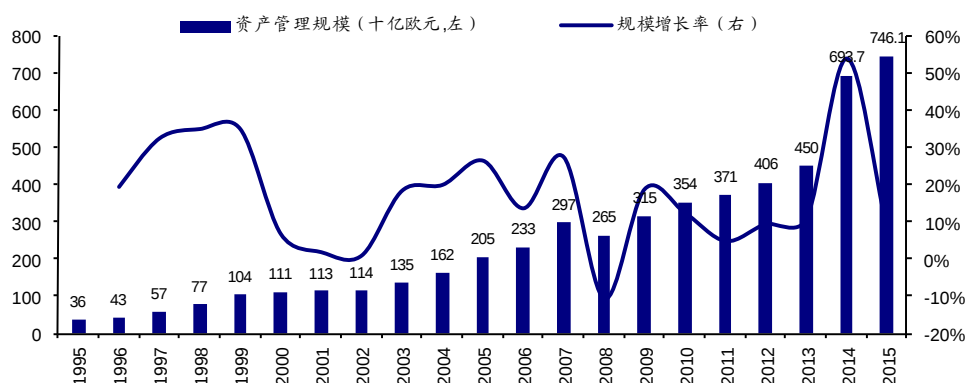
4.3 规模与业绩贡献

近年来，法通资产管理业务在全球范围内扩张，其取得的成就除了规模的迅速增长以外，还包括为英国 DB 养老金（Defined Benefit，给付固定型）客户提供全面解决方案，DC（固定缴款型）管理能力和企业年金规模扩大，国际业务逐渐壮大，零售财富管理事业壮大，内部协同能力增强。将在本章内容中具体研究。

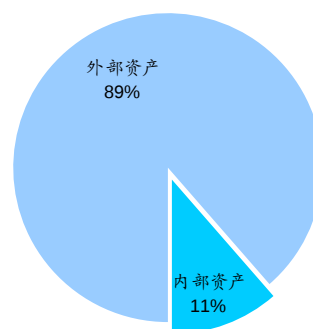
（1）资产管理规模

法通是英国最大的资产管理公司之一，作为一个全球投资者，法通在逐步建立自己的专业投资提醒。截至 2015 年末，法通集团资产管理规模达到 7461 亿欧元，为超过 3000 家的机构客户提供服务。该资管规模超过 1995 年底的 20 倍，年复合增长率达到 16.37%。其间，仅在 2008 年金融危机时，资产管理规模受到严重影响，呈现负增长状态，其后恢复增长态势。

在法通管理的 7461 亿资产中，其中外部资金 6610 亿欧元，约占 89%；集团内部资产 851 亿欧元，仅占 11%，该比例远高于安联集团 72.4% 外部资金。可见，法通资产管理业务以第三方资产管理为主。

图52 1995-2015 年法通资产管理规模及其增长情况


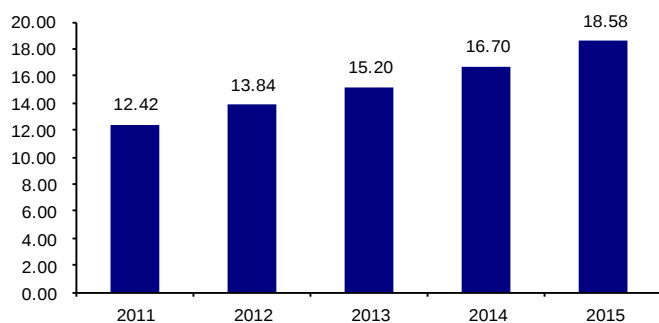
资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

图53 2015 年法通资产管理业务结构


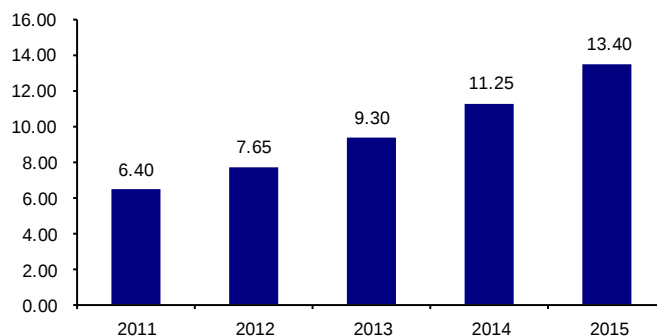
资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

(2) 业务收入

在近年来全球经济不景气的大背景下，法通保险集团多元化的业务构成以及业务的协同性保证了集团营收和盈利的持续性，公司继续保持强大的资本实力。据法通保险集团 2015 年度财报，集团股票每股收益增长率和每股分红增长率连续五年保持上升趋势，2015 年分别达到 18.58% 和 13.40%。自集团上市以来，集团股票每股收益增长率和每股分红收益复合年均增长率分别达到 11% 和 20%，我们认为具有显著投资价值。

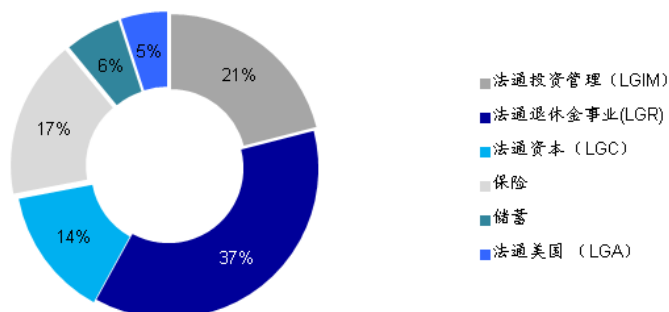
图54 2011-2015 年法通保险集团每股收益增长率 (%)


资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

图55 2011-2015 年法通保险每股分红增长率 (%)


资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

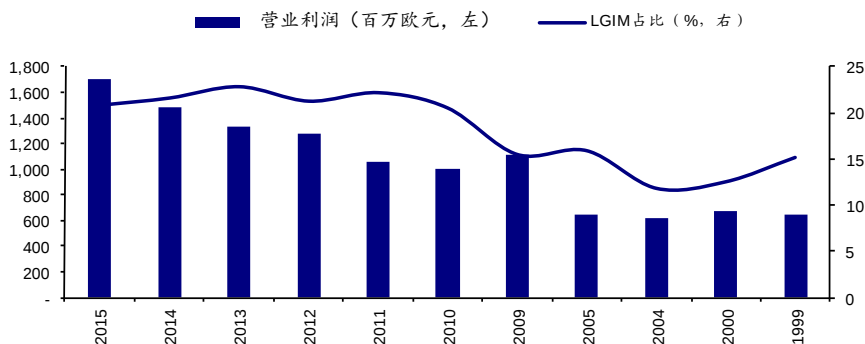
2015 年，法通集团六大业务部门共实现营业利润 17.02 亿欧元，其中投资管理业务对其贡献达到 21%，成为仅次于退休金相关业务利润贡献最大的部门。

图56 2015 年法通六大业务营业利润占比


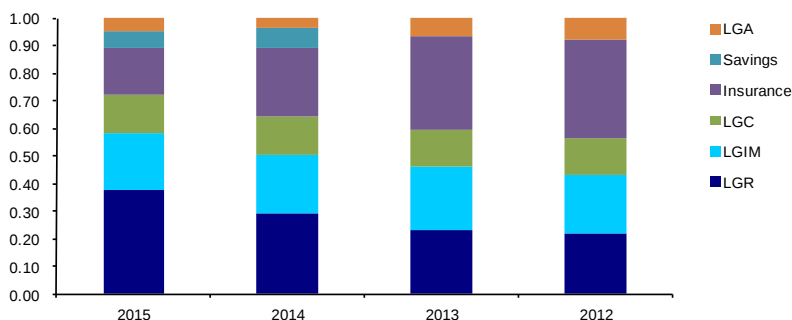
注：2015 年营业利润共 14.55 亿欧元，其中各部门的营业利润共 17.02 亿欧元，集团投资计划、利息和经费约 2.47 亿欧元。

资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

自 1999 年以来，随着法通集团整体盈利能力的增强，投资管理业务对于集团营业利润的贡献持续上升，由 1999 年的 15.18% 上升至 2015 年的 20.86%，在 2013 年达到峰值占比 22.87%。2012 年来，法通保险业务利润贡献迅速下降，与此同时，退休金相关服务及投资管理贡献逐渐上升，基于退休金事业与投资管理内在紧密的协同效应，投资管理业务的提升与退休金事业规模的扩大密切相关。

图57 1999-2015 年法通投资管理业务营业利润贡献


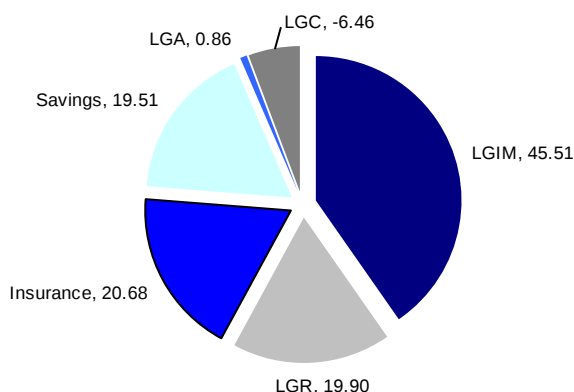
资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

图58 2012-2015 年法通集团六大业务营业利润结构变化


资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

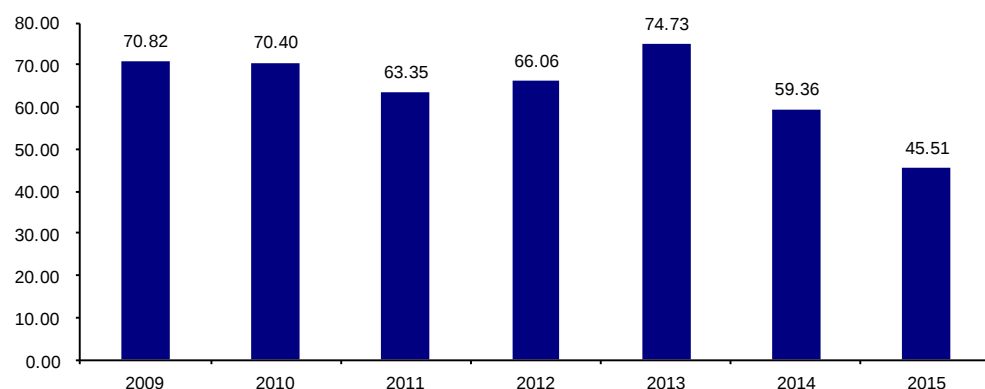
从业务收入角度看，2015 年资产管理业务对业务收入的贡献约为 45.51%，位于各项业务收入的首位。其业务收入贡献亦是在 2013 年达到收入贡献峰值，约为 74.73%。

图59 2015 年法通资产管理业务收入贡献 (%)



资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

图60 2009-2015 年法通资产管理业务收入贡献 (%)

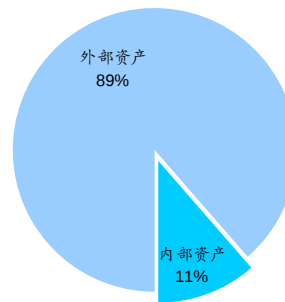


资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

4.4 业务结构

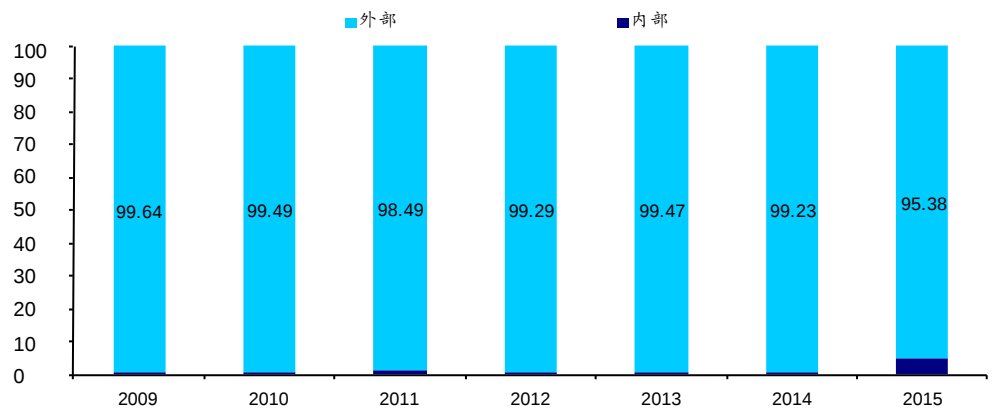
Legal & General Investments（法通投资管理有限公司的前身）自 1970 年成立起，即为养老金、机构和私人客户等第三方提供资产管理服务。截至 2015 年末，法通管理的 7461 亿欧元资产规模中，仅 11% 的资产源于集团内部，远低于安联集团 28.99% 的内部资产比重。从业务收入来源看，资产管理业务的营业收入中也仅 4.62% 的收入源于集团内部，尽管该比例已经远高于 2010 年时 0.51% 的比例水平。

图61 2015年法通内外部资产管理规模结构(%)



资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

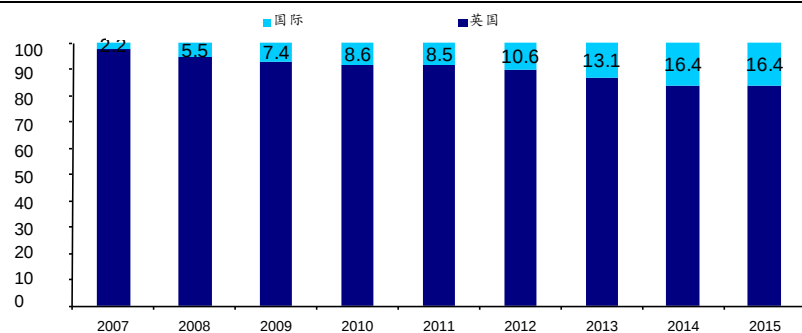
图62 2009-2015年法通资产管理业务收入结构(%)



资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

法通资产管理不仅保持在英国的领先地位，同时有选择地将业务扩大到欧洲、亚洲、美国、海湾等地区。从资产管理规模来看，其海外市场不断壮大，截至2015年末，海外资产管理规模达1224亿欧元，超出2010年的四倍，占据其资产管理总规模的16.4%，比2010年提高近8个百分点。2006年LGIM在芝加哥设立法通资产管理（美国），主要专注于固定收益投资和LDI（Liability Driven Investment）策略，2012年LGIM在中国香港地区设立法通资产管理（亚洲），截至2015年末，美国地区的资产管理规模达到811亿欧元，占其资产管理总规模的10.87%，比起海外其他地区的总比重还高。

图63 2007-2015年法通资产管理规模地区结构(%)



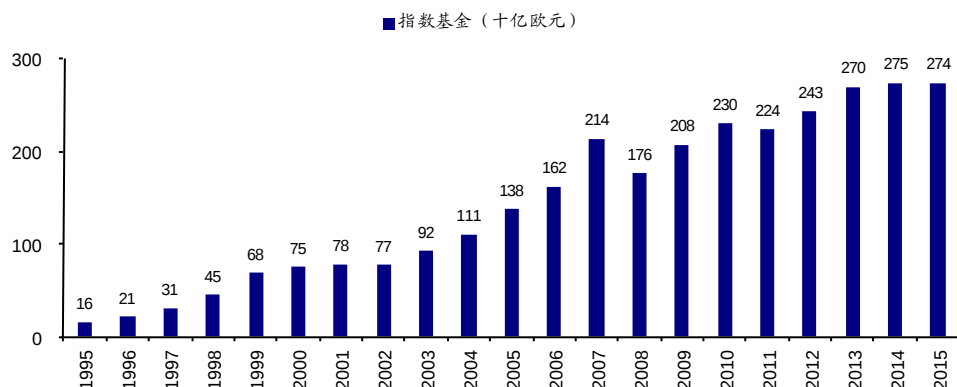
资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

4.5 资产配置

法通资产管理的投资领域涵盖了广泛的资产类别，包括股票，固定收益，商业地产和现金等，其优势领域主要包括指数追踪、活跃的流动性管理策略和基于负债的风险管理方案。

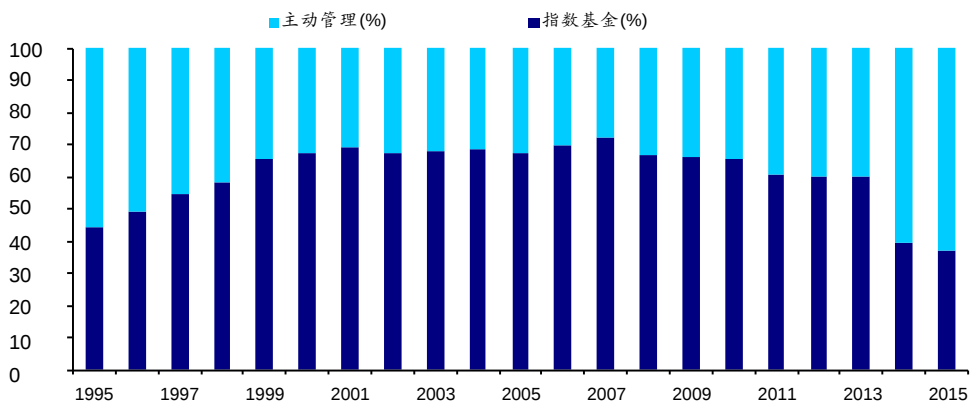
在指数追踪方面，法通资产管理公司是全球最大的指数基金管理机构。截至 2015 年末，法通指数基金规模由 1995 年的 160 亿欧元增长至 2015 年的 2740 亿欧元，年复合增长率高达 15%，指数基金规模比例为 36.76%。

图64 法通资产管理指数基金规模



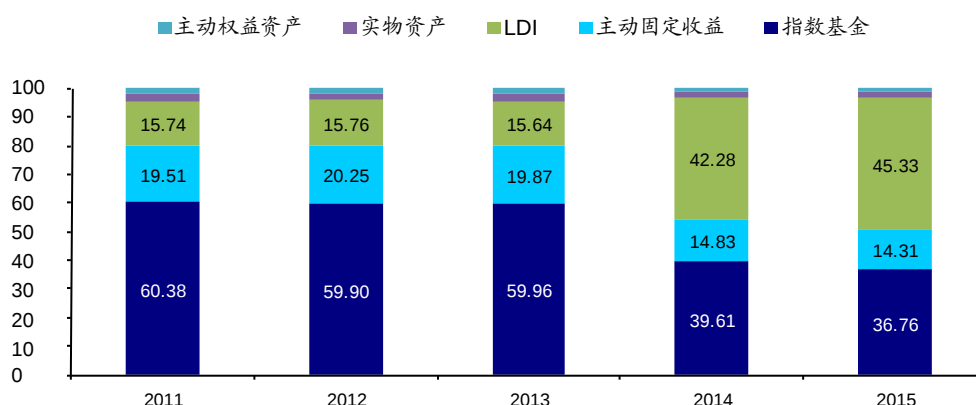
资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

图65 1995-2015 年法通资产管理指数基金比重



资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

同时，法通资产管理公司也是全球固定收益市场的主要投资者之一。2014 年开始，法通固定收益资产管理规模已超过 1000 亿欧元，约占法通资管总规模的 15% 左右。

图66 1995-2015 年法通资产管理策略分布 (%)


资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

法通资产管理公司还是 LDI 投资管理领域的先锋，为固定收益型养老金计划提供解决方案、为客户提供各种策略以满足投资需求。2014 年以来，LDI 策略成为法通资产管理规模大力提升的主要引擎，其规模由 2013 年的 704 亿欧元增长至 2014 年的 2933 亿欧元，2015 保持继续增长态势，达到 3383 亿欧元，占比也由 2013 年的 15.64% 提升至 2014 年的 42.28%，首次超越指数基金占比，成为法通投资管理的第一大投资策略。

4.6 客户结构

法通投资管理公司作为欧洲最大的机构资产管理人之一，其客户主要包括慈善机构、院校和社会团体，投资顾问，金融机构，养老金计划，公共部门，财务投资者，零售客户等。LGIM 是英国最大的地方政府养老金计划（Local Government Pension Scheme）的投资管理人。

表 11 法通资产管理客户类型

客户	服务
慈善机构、院校和社会团体	提供定制化的投资组合解决方案，对所有资产类别进行动态组合
投资顾问	每年组织超过 100 场次的管理人与投资顾问面对面会议，以了解投资顾问及其客户的需求
金融机构	为银行、家庭办公室和财富管理公司提供多样化的投资方案，或独立管理或资金池账户
养老金计划	为 DC 和 DB 养老金计划提供投资管理
公共部门	为公共部门提供指数投资、主动固定收益、实物投资及多类资产配置
财务投资者	IMMFA 认可，以定制化方案满足客户长期投资要求
零售客户	运作的效率、服务和具有竞争力的费用对于零售渠道伙伴和平台至关重要

资料来源：法通资产管理公司官网，海通证券研究所

从资产管理业务的客户结构看，机构客户比例约占到 71% 左右。其中，DB（收益确定型）养老金计划是集团资产管理业务的最大来源，约占总规模的 61.40%，其次为内部资产，约占 17.54%。从 2010 年到 2015 年，DC（缴费确定型）计划和零售客户的规模比重显著上升，其中 DC（缴费确定型）计划比重由 5.65% 上升至 6.18%。

该集团在养老金资产管理方面的优势在于：（1）在实现长期收益、多样化投资、提高风险收益、负债匹配、提供有效违约资金方面，提供资金池、独立账户和定制化服务；（2）提供可信任的教育服务；（3）提供规律性的指导性出版物。根据金融时报（Financial Times Fund Manager）统计，法通资产管理已连续多年位居欧洲养老金第一管理人，2014 年其保险金管理规模达到 5161 亿英镑，比位于第二位的贝莱德基金公司（BlackRock）高出 1805 亿英镑，处于遥遥领先地位。

表 12 欧洲养老金管理人规模排名

排名	管理人	2014 养老金管理规模 (十亿英镑)	2013 养老金管理规模 (十亿英镑)	独立账户 (十亿英镑)	资金池资金 (十亿英镑)	DB 占比 (%)	DC 占比 (%)
1	法通资管	516.1	459.5	236.3	279.8	93	7
2	BlackRock	335.6	299.8	190.7	145	86	14
3	Insight Investment	281.4	230.2	281.4	Na	Na	na
4	标准人寿投资	73.6	67.9	14.4	59.2	85	15
5	State St Global	50	50.3	19.8	30.1	74.4	25.6

资料来源：Financial Times Fund Manager，海通证券研究所

5. 法国安盛集团资产管理业务

5.1 资产管理业务的发展路径和经营模式

根据《财富》杂志对全球保险集团按照收入规模的排名，法国安盛集团是列于全球第二（仅次于巴菲特的伯克希尔哈撒韦 Berkshire Hathaway）的保险集团，其业务遍及全球 64 个国家及地区，拥有 16.6 万员工，以财产保险、人寿保险、健康保险和资产管理四大业务服务于 1.03 亿个客户。其发展历史可追溯至 1817 年，由当初的几家经营农业风险的公司合并而成，并自 1946 年起，开始以集团组织方式运作，也即安盛集团（Groupe Ancienne Mutuelle），在法国境内不断壮大。1955 年安盛集团开始向海外扩张，通过一系列的并购活动扩大业务经营范围。1996 年，安盛集团收购巴黎联合保险（UAP），成为全球最大的保险公司之一。其后集团在亚洲（澳大利亚、中国香港、中国大陆和日本等地）、欧洲（英国、土耳其和黎巴嫩等地）展开一系列的并购与植入活动。2003 年，集团着力加强亚洲和美国的业务拓展，在菲律宾、泰国、印度和中国大陆业绩显著，并购美国著名保险公司 Mutual of New York。此后在中国，与中国工商银行共同组建工银安盛人寿保险，收购天平保险 50% 的股份。

表 13 安盛集团业务发展大事记

时间	事件
1968	加拿大的 Provinces-Unies 加入安盛集团
1977	集团成立再保险公司 Ancienne Mutuelle Réassurance
1978	集团由 Ancienne Mutuelle 易名为 Mutuelles Unies；取得 Compagnie Parisienne de Garantie 的控制权，并将其易名为 Mutuelle Parisienne de Garantie
1982	收购 Drouot 集团，安盛集团成为当时法国最大的非国有保险公司
1984	安盛集团易名为 AXA
1986	收购 Providence 和 Secours，它们在法国境内外拥有庞大的业务网络
1988	与 Compagnie du Midi 合并保险业务，随后安盛取得其全部股权，成为法国境内规模仅次于巴黎联合保险（UAP）的保险商
1992	取得美国 Equitable Life 的控股权，于 1999 年易名为安盛金融（AXA Financial）
1995	取得澳大利亚国卫控股（National Mutual Holdings）的多数股权，随后易名为安盛亚太区控股公司（AXA Asia Pacific Holdings Ltd）
1997	与竞争对手 UAP 合并，安盛规模及其在许多重要市场（尤其是欧洲）的战略地位均得到显著提升
1999	通过其分公司 Sun Life & Provincial Holdings 收购了英国的 Guardian Royal Exchange，巩固了集团在英国和德国市场的地位
2002	收购 Banque Directe 取得银行业务平台
2004	收购美国 MONY（Mutual of New York）集团，在美国的寿险市场份额扩大约 25%
2006	收购瑞士丰泰集团（Winterthur Group，业务遍布 17 个国家，客户达 1300 万），安盛在许多欧洲市场的主导地位得到加强
2013	收购中国天平保险 50% 的股份
2015	收购 Genworth Lifestyle Protection Insurance（LPI），以发展其欧洲债权保险市场

资料来源：安盛集团官网，海通证券研究所。

安盛的资产管理业务，包括立足于美国的联博基金（Alliance Bernstein，简称 AB）和总部在法国的安盛投资管理公司（AXA Investment Managers，简称 AXA IM）。两者

不仅为集团内保险公司及其客户做投资与资产管理，同时也为第三方的机构和零售客户服务，根据各类资产的需求和客户的约束，进行股票、债券、对冲基金、私募股权和房地产等各类资产的配置，在一定风险水平下优化投资组合、追求最佳的投资回报。

联博基金(Alliance Bernstein)源于安联资本(Alliance Capital)和伯恩斯坦(Sanford C. Bernstein)公司。前者设立于1971年，并于1985年由Equitable Life收购，而Equitable Life于1992年被AXA并购并命名为AXA Financial；后者设立于1967年，设立之初定位于私人证券公司，并成长为最大的独立投资管理者之一，也成为了机构研究的典范。2000年10月安联资本收购伯恩斯坦公司，两者合并为安联伯恩斯坦(Alliance Bernstein)。安联资本在增长型股权投资、公司固定收益投资和家庭零售共同基金等领域的专长弥补了伯恩斯坦在价值资产、免税固定收益管理和私人客户业务方面的欠缺。两者专业与禀赋的结合在业内几乎没有先例。

安盛投资管理公司(AXAIM)在经营过程中，也不断取长补短，通过并购一些与自身优势互补的投资团队，如美盛股票投资(Framlington Equities)、罗森博格股票(Rosenberg Equities)，来形成全面的投资策略，增强在资产管理行业的竞争力。

当然，除了通过外延式扩张壮大业务，安盛集团的资产管理业务亦通过内生式增长模式继续发展，集团资产管理业务具有极强的组织化和专业化。安盛投资管理公司(AXAIM)在1999年通过了全球投资和运营流程项目的认证；在2001年，为保证第三方管理业务能按照规定的透明和精确的水平提供所有自主决定的投资基金的绩效数据，接受了全球投资绩效标准(GIPS)与投资管理和研究协会的绩效提供标准(AIMR-PPS)，促进安盛资管业务在全球的发展。

5.2 资产管理业务的组织架构与管理

(1) 组织架构

联博基金和安盛投资管理公司均是安盛集团的独立子公司，通过独立决策，以共同基金、对冲基金及投资组合等个人、机构和集团附属公司提供资产管理服务。

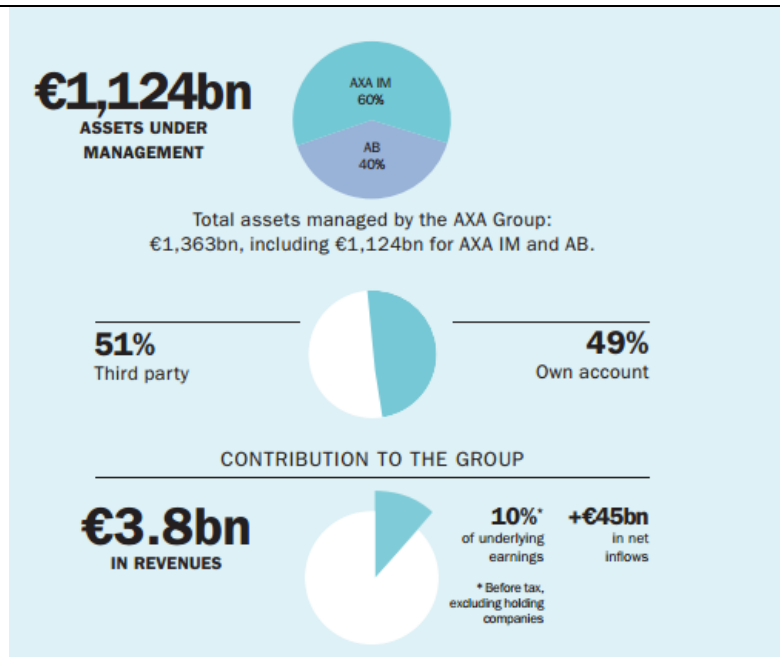
其中，联博基金(AB)主要为个人、私人客户及包括安盛及其保险子公司等各类机构投资者提供投资管理及相关服务。AB Holding L.P.在纽约证券交易所上市。具体来说，AB提供的服务包括：(1)通过独立管理账户、对冲基金、共同基金和其他投资工具，为私人客户(比如高净值客户和家庭、信托和房地产公司、慈善机构)提供各类投资管理服务；(2)为个人投资者提供共同基金零售管理服务；(3)为机构客户提供投资管理服务；(4)为机构投资者提供股票、上市期权相关的基础研究、量化服务和相关经纪服务。

截至2015年底，AB资产管理规模达4549亿欧元，其中第三方资产管理规模约为3236亿欧元，约占71.14%，2014年两者规模各为4126亿欧元和3000亿欧元；2015年，AB共实现营业收入25.8亿欧元，对集团资产管理业务贡献度68%，2014年业务收入及贡献度分别为21.75亿欧元和65%。

AXAIM，总部设于法国巴黎，截至2016年第一季度，在22个国家设有投资中心，拥有4700个客户，管理6660亿欧元资产。通过共同基金、投资组合，服务于机构投资者、个人投资者(通过AXA或者外部销售渠道购买共同基金)、集团保险资产公司的主要资金及以保险产品的单元资金。AXAIM擅长固定收益、Framlington股票、Rosenberg股票、实物资产和多类资产配置等。

截至2015年末，AXAIM资产管理规模达到6694亿欧元，包括2465亿欧元的第三方资产，占比约36.82%，2014年两者规模各为6230亿欧元和2223亿欧元，AXAIM为集团资产管理业务贡献12.42亿欧元营业收入，贡献度达32%，2014年为11.51亿欧元和35%。

图67 安盛资产管理业务架构



资料来源：AXA 官网，海通证券研究所

（2）人力资源管理

人性化的管理是安盛追求卓越的关键因素之一。员工不只是专业领域的技术专家，更是所有战略和组织的核心。对于员工的不同背景、文化和特质，安盛努力做到集中控制与地区创造力之间的平衡。集团的基本原则是：一切都可以分权化，但各部门及分公司必须分享同样的核心价值、关键绩效指针（KPI）、最高管理原则，以及核心资产的配置。各部门及分公司都会建立一个清晰的管理模式和框架，明确告诉员工，什么是可以自由发挥的，什么又是绝不能动摇的原则。

而在面对员工文化多样性的问题时，安盛遵循同样的原则：遵守同样的关键绩效指针、运用相同的技术，其它方面员工都可以自由发挥。安盛的文化倡导尊重每一个人，并鼓励不同背景的员工彼此交流和倾听对方，这对多元化的实现也有很大帮助。安盛对员工素质也有一定的要求，除了学历之外，公司更看重员工与生俱来的特质，譬如勇气、人际能力、倾听能力等。在甄选员工主要看四项特质：魅力、勇气、判断力，还有适度的聪明才智；此外，安盛的员工智商大多在 90 到 120 之间，因为太聪明的人，通常比较难以融入团队工作。

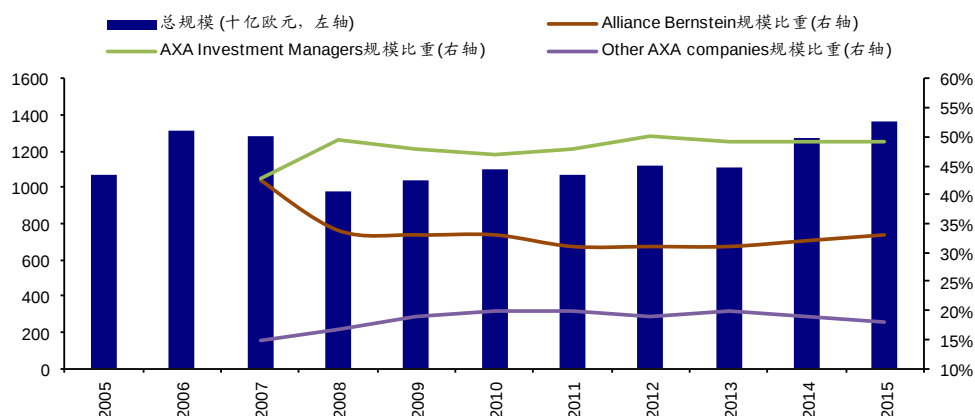
从根本上说，管理就是平衡股东、客户和员工三者的利益。安盛就是借着聚焦的战略定位、清晰的组织结构、定义清楚的业务先后顺序，以及在作业流程上追求完美，成功转型为全球金融服务中的领导者。

5.3 规模与业绩贡献

（1）资产管理规模

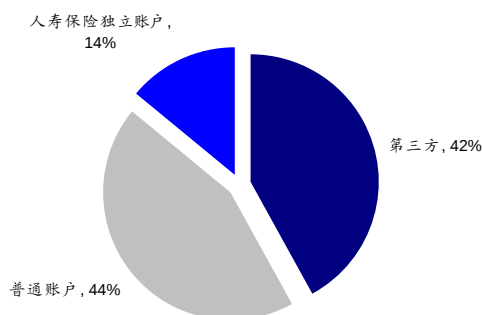
截至 2015 年底，安盛资产管理规模达到 1.36 万亿欧元。受 2007 年金融危机影响，安盛资管规模略有下降，并在 2008 年大幅减少、减速达到 23.42%；2009 年起，其资产管理业务逐步回升。近年来，安盛资产管理公司及联博基金资管规模均逐步增加，在集团资管中的规模比重保持稳定，前者约为 50%，后者约为 33%。2015 年，在万亿资管规模中，第三方资产管理规模约占 42%，该比重远低于安联和法通集团。与安联集团相比，尽管两家集团保险业务和内部委托资产管理的规模相当，但安联第三方管理的规模更突出，由此导致资产管理总规模有悬殊。

图68 2005-2015 年安盛资产管理规模及分布



资料来源：AXA 年报，海通证券研究所

图69 2015 年安盛资产管理业务结构

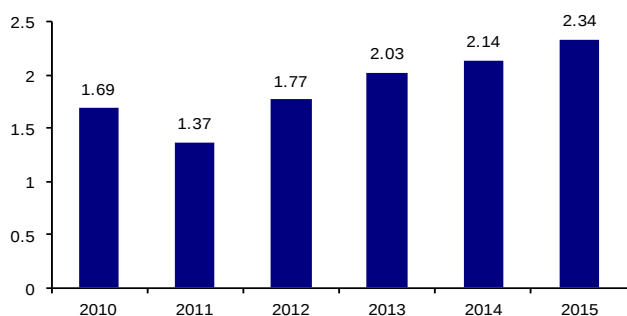


资料来源：AXA 年报，海通证券研究所

（2）业务收入

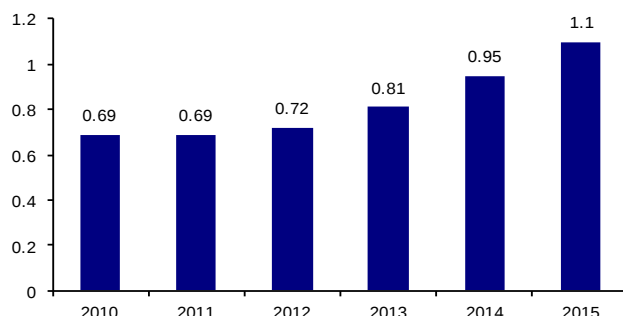
金融危机对安盛集团经营业绩的影响在 2011 年后得到恢复，2011 年后，集团每股收益和每股分红水平保持持续增长态势，每股收益由 2011 年的 1.37 欧元增长至 2015 年的 2.34 欧元，短短四年时间，增长幅度超过 70%；每股分红水平也由 2011 年的 0.69 欧元提升至 1.10 欧元，突显其投资价值。在 2013-2015 年间，集团 ROE 水平也保持在 14% 左右，高于前几年 11%-13% 的水平，盈利能力极大提升。

图70 2010-2015 年法国安盛集团每股收益（欧元）



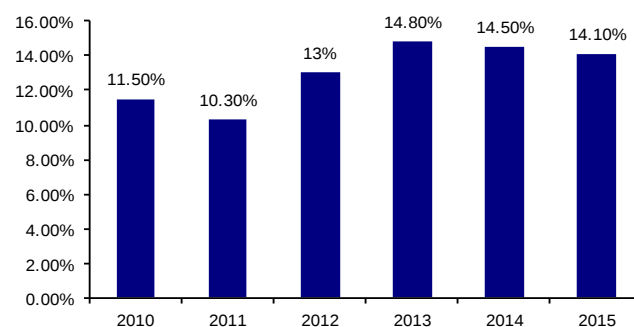
资料来源：AXA 年报，海通证券研究所

图71 2010-2015 年法国安盛集团每股分红（欧元）



资料来源：AXA 年报，海通证券研究所

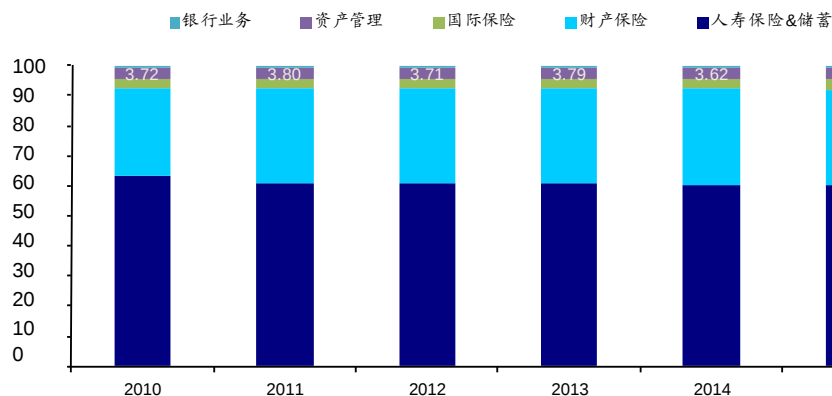
图72 2010-2015 年法国安盛集团 ROE 水平



资料来源：AXA 年报，海通证券研究所

从各项业务对集团整体营业收入的贡献看，尽管资产管理业务是集团内仅次于人寿保险和财产保险的第三大业务，但其 2015 年收入贡献度也仅达到 3.88%，人寿保险和财产保险的收入总占比高达 90%以上。

图73 资产管理业务对安盛集团的收入贡献 (%)

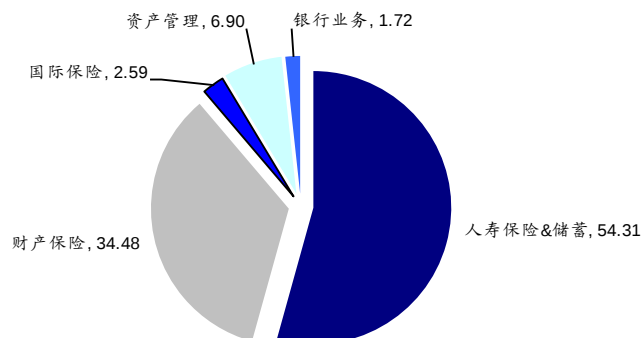


注：国际保险业务主要集中于重大风险、再保险以及紧急救助。其保险产品主要针对大型的境内及跨国公司，涵盖财产损失、运输风险、建筑风险、融资风险、第三方责任、董事责任等。

资料来源：AXA 年报，海通证券研究所

再从各项业务对集团整体营业利润的贡献看，人寿保险和财产保险的利润总贡献依然高达近 89%，资产管理业务利润贡献度约为 6.90%。可见安盛资产管理业务对集团经营状况的贡献度不高。

图74 2015 年资产管理业务对安盛集团的利润贡献 (%)



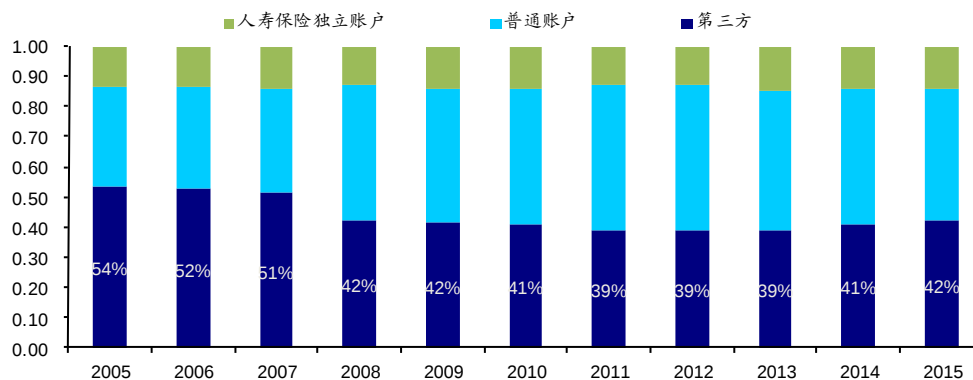
资料来源：AXA 年报，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

5.4 业务结构

截至 2015 年末，安盛第三方资产管理规模达到 5724.6 亿欧元，约占集团资产管理总规模的 42%，该比例远低于集团 2005-2007 年 50% 以上的水平，但 2008 年受全球金融危机影响，安盛第三方资产管理规模同比下降 37.5%，由此以后，集团第三方资产管理的规模基本稳定在 40% 左右。

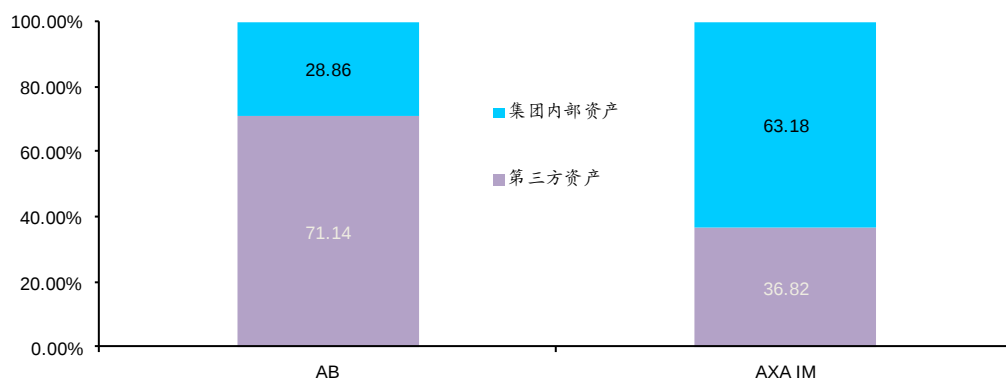
图75 2005-2015 年安盛资产管理业务结构



资料来源：AXA 年报，海通证券研究所

从 AXA IM 和 AB 两大独立子公司的业务结构看，前者本产生于集团内部，由服务于集团内资产的投资管理发展而来，因此其第三方资产管理的比重也较低，2015 年约为 36.82%；而后者本即独立的投资管理公司，因此一直以来为第三方服务的比重更大，2015 年约为 71.14%。

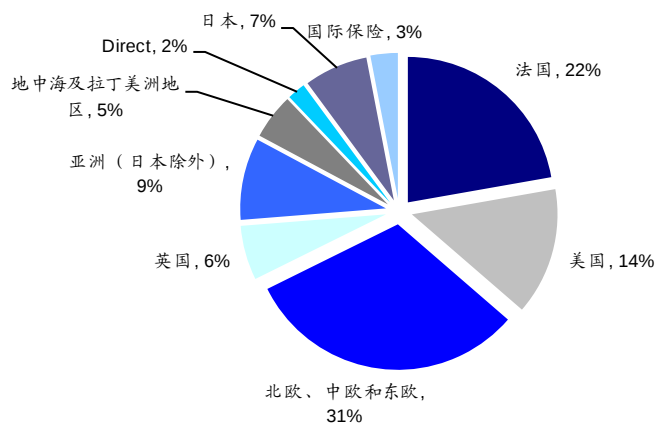
图76 2015 年安盛资产管理子公司业务结构 (%)



资料来源：AXA 年报，海通证券研究所

安盛集团从 1955 年开始拓展其国际业务，经历超过半个世纪的时间，其全球化发展已硕果累累。2015 年，法国地区的保险业务对集团保险业务的利润贡献仅为 22%，欧洲北部、中部和东部地区的保险业务利润贡献度达到 31%，其后，亚洲、美国 and 英国的利润比重依次为 16%、14% 和 6%。而且，安盛的人寿保险和财产保险业务在诸多国家和地区占据较高的市场份额，如在法国、瑞士、比利时、中国香港、印度尼西亚和泰国等地的人寿保险市场位于前五，在法国、瑞士、比利时、西班牙、墨西哥、土耳其、新加坡、马来西亚和中国香港等地的财产保险市场位于前五。

图 77 2015 年安盛集团保险业务利润区域结构



资料来源：AXA 年报，海通证券研究所

表 14 2015 年安盛人寿保险市场地位

国家/地区	排名	市场份额 (%)
法国	3	8.9
瑞士	2	27.0
比利时	2	12.6
中国香港	5	8.1
印度尼西亚	2	9.8
泰国	3	11.9

资料来源：AXA 年报，海通证券研究所

表 15 2015 年安盛财产保险市场地位

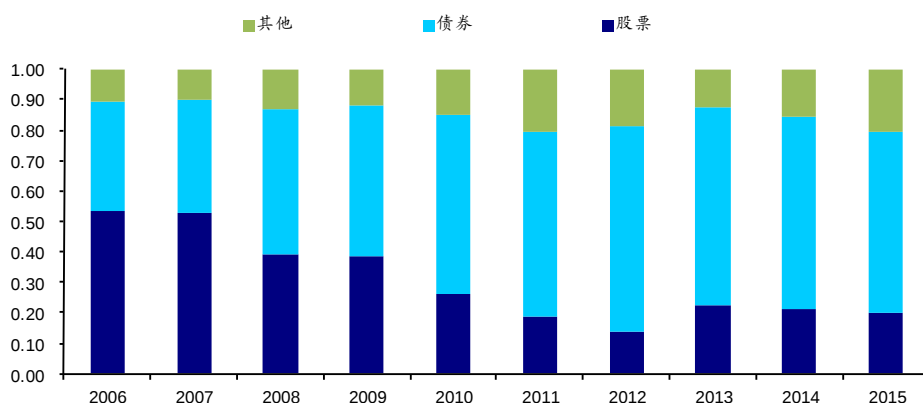
国家/地区	排名	市场份额 (%)
法国	2	15.0
瑞士	1	13.0
比利时	1	18.1
西班牙	5	5.7
墨西哥	2	11.6
土耳其	3	11.3
新加坡	2	11.6
马来西亚	5	7.8
中国香港	1	—

资料来源：AXA 年报，海通证券研究所

5.5 投资策略

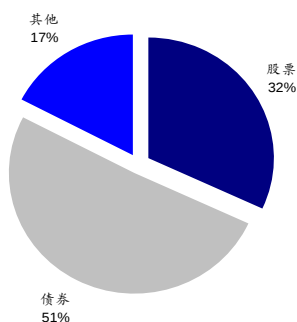
从集团资产管理业务的总体配置看，2006-2015 年来债券配置比例逐渐提高，而股票配置比例逐渐下降。截至 2015 年底，集团管理的约六成资产配置债券产品，两成资产配置股票；这与 2006 年时 54%配置于股票、36%配置于债券的比重恰好相反。从两大资产管理公司来看，AXA IM 债券配置比例更高，约占 66%，高于 AB 公司 51%的比重；AB 股票配置比例更高，约为 32%，高于 AXA IM 的 12%。

图78 2006-2015 年安盛管理资产配置情况



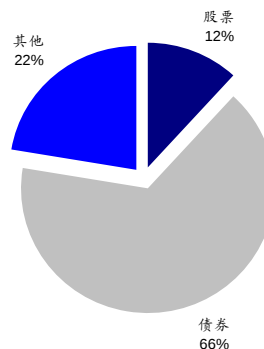
资料来源：AXA 年报，海通证券研究所

图79 2015 年 AB 的资产配置结构



资料来源：AXA 年报，海通证券研究所

图80 2015 年 AXA IM 的资产配置结构

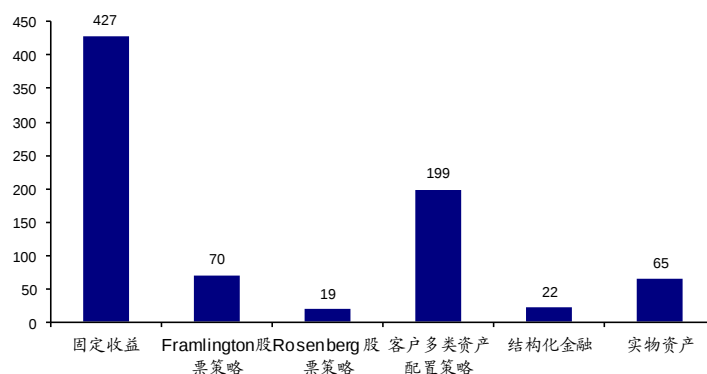


资料来源：AXA 年报，海通证券研究所

（1）安盛投资管理公司（AXA IM）

AXA IM 根据投资策略的不同配置多个专业投资团队，包括固定收益（Fixed Income）、美盛股票投资（Framlington Equities）、罗森博格股票（Rosenberg Equities）、实物资产、结构性融资及多资产客户解决方案。截至 2015 年末，公司共有 2351 名员工，其中投资专业人员 1033 人，在 21 个国家设有 29 个办公地点，遍及欧洲、美国、亚洲和中东地区。

图81 AXA IM 的多元化投资策略资产管理规模（十亿欧元）



资料来源：AXA IM 官网，海通证券研究所

第一，固定收益投资。固定收益的全球投资工作遵循自上而下的投资方法，辅之以自下而上的研究驱动（见下图），主要流程包括：宏观环境判断、主动策略、组合构建、风险监测、策略持续管理。从固定收益团队成员的构成结构来看，包括投资经理、信用研究、组合工程和交易。其中，后三者是前者的核心支持。全球 36 位研究者密切跟踪投资级别、高收益债券和新兴市场；工程师团队嵌入于各地的投资团队，优化投资组合、持续监测风险，他们利用内外部的开发工具确保投资经理获得投资组合实时详细信息；23 名固定收益交易员在择时方面具有强力优势，确保与做市商交易的最佳条件。根据晨星 2015 年第二季度的排名，AXA IM 公司 81% 的债券型基金获得 5 年表现最佳的第二四分位数，15 只债券型基金获得晨星四星或五星评级。公司以信用产品投资的深度与质量而知名。

图82 固定收益团队投资流程



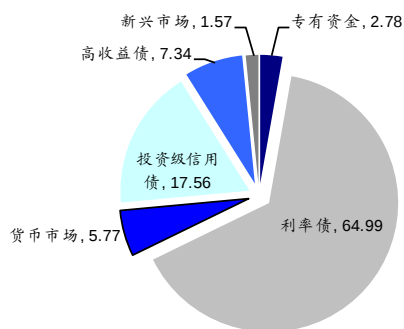
注：（1）Alpha 小组是固定收益团队下一个分支小组，主要研究国家分配、期限结构、通胀、投资级别、高收益产品、新兴市场等；（2）MVST 是指：Macro - Valuation - Sentiment - Technicals，即宏观-估值-情绪-指标。
资料来源：AXA Investment Managers，海通证券研究所

图83 固定收益团队成员地域与结构分布



注：数据截至 2015 年 6 月 30 日
资料来源：AXA Investment Managers，海通证券研究所

图84 2015年固定收益团队投资策略(%)

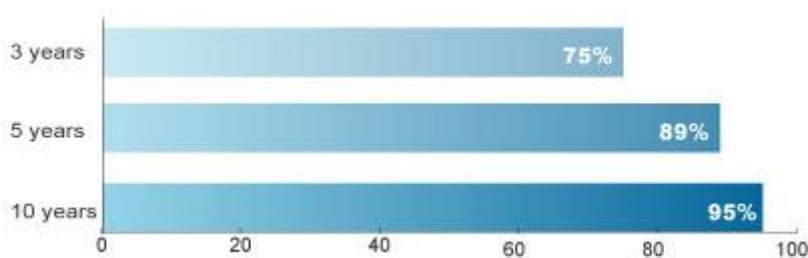


资料来源: AXA Investment Managers, 海通证券研究所

第二, 美盛股票投资 (Framlington Equities)。该公司成立于 1969 年, 并于 1994 年被 AXA IM 收购。其投资范围由最初的英国国内股票拓展至欧洲、新兴市场、美国及全球范围内的股票, 该团队在伦敦、法国和中国香港设有工作中心。

GARP (Growth At a Reasonable Price, 即在合理的价格购买产生超额增长率的股票) 为美盛股票投资的核心投资哲学, 即购买的股票能够在一定时间内, 产生超出平均增长水平的利润、收入和现金流等。其投资管理的特点有: (a) 长期投资, 股票平均持有年限超过 4 年; (b) 建立投资经理与分析家的交流机制, 将研究成果应用到投资组合中; (c) 选股过程中, 强调与公司管理层的交流, 并采用定性定量相结合的方法; (d) 投资组合的构建中需要工程师进行风险评估, 以确保投资组合与风险符合策略目标, 组合中 70% 为活跃股票; (e) 通过持续风险监控, 事前跟踪误差范围达到 3-6%。以 2011-2015 年这 5 年资产管理的业绩看, 美盛股票投资团队管理的 89% 的资产收益率超越基准水平, 以 2006-2015 年 10 年业绩看, 其管理的 95% 的资产收益率超越基准水平。

图85 2015年美盛股票投资团队前3年、5年、10年超越基准的资产比重(%)



资料来源: AXA Investment Managers, 海通证券研究所

第三, 罗森博格股票投资 (Rosenberg Equities)。该团队成立于 1985 年, 并于 1999 年被 AXA IM 收购。其投资范围由最初的美国国内股票拓展至英国、亚太地区等主要金融市场, 该团队在伦敦、法国和中国香港设有办公场所。该团队是股票量化投资的先驱。

图86 2015年罗森博格股票投资团队地域分布及员工结构



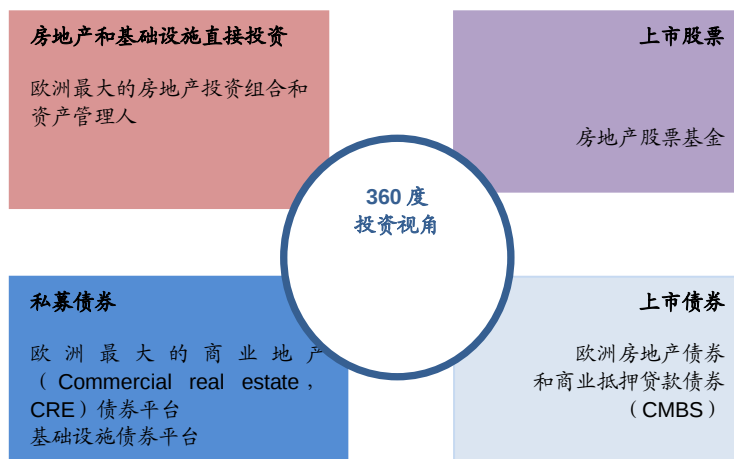
资料来源：AXA Investment Managers，海通证券研究所

第四，客户多类资产配置策略（Multi Asset Client Solutions strategies，简称MACS）。旨在通过多种资产类型的配置，以产品、独立方案或定制服务的形式服务于私人或大型机构等客户的投资需求与约束，其产品类型可分为现成的产品、定制的解决方案、量身定做的涵盖各类资产的咨询服务。

第五，结构化金融服务。主要通过两大管理平台，一是贷款和私人债务，包括杠杆贷款，二是证券化和机构化资产服务，包括抵押贷款债券（CLO，Collateralized Loan Obligations）、资产支持证券（ABS，Asset-Backed Securities）、抵押贷款、银行资本交易、保险关联证券（ILS，Insurance-Linked Securities）。

第六，实业资产投资。团队在全球 14 个办公地点拥有 600 名员工，为投资者提供跨地域、跨部门的、可通过公开市场或私募渠道进行投资。是欧洲最大的房地产投资组合和资产管理人。

图87 AXA IM 实业资产投资策略



资料来源：AXA Investment Managers，海通证券研究所

（2）联博基金（Alliance Bernstein）

联博基金致力于打造“全球最受赞赏的投资公司”，创新性的研究、智力资本、全球性平台、丰富的产品、超前的客户服务、诚信文化、有力的管理团队是联博基金的核心竞争力。公司在全球 23 个国家的 46 个城市设有办公场所，覆盖全球约 5000 家公司，包括 MSCI 新兴市场指数中所有的国家和地区、美银美林欧洲企业指数中 90% 的公司、

MSCI 全球指数中所有的国家和地区。

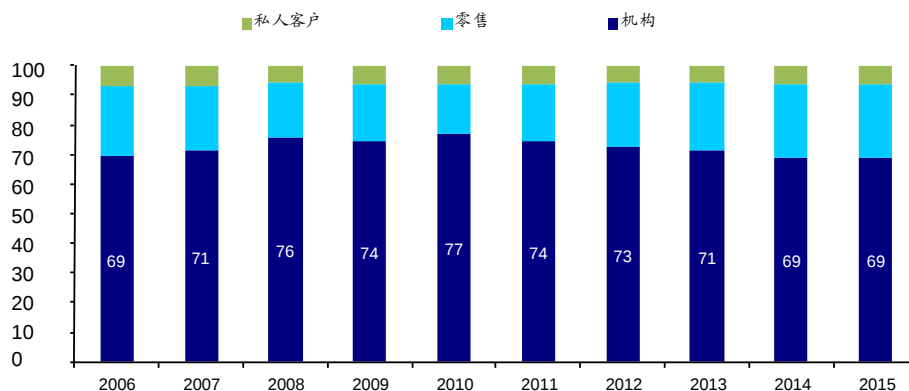
在投资策略上，联博基金在固定收益投资方面，通过在全球各地区的网点，汇集跨地区多部门或某一单独领域的创新研究和前沿观点，解决客户复杂的投资问题；多类资产配置方面，根据每一个客户的需求，确保在投资环境变化之前，为他们设计并提供全方位的综合资产投资解决方案；股票投资方面，以独特的研究视角为客户提供一套全面的跨区域、多类资产配置和各类投资风格的投资策略，为客户创造更大价值；另类资产投资方面，结合独立敏捷性和机构优势，提供各种各样的非传统投资策略，以建立多样化的证券组合降低风险、提高回报。

联博的客户类型包括机构投资者、中介机构、固定缴费养老金计划、机构研究与交易者、私人财富管理客户等。对于机构投资者，提供独家视角、设计创新策略，以满足客户特定投资目标和投资回报期；对于中介结构，致力于维护客户关系，以可行的见解和独特的投资者解决方案引导资本市场复杂性走向；对于 DC 养老金计划，引导和帮助 DC 计划的实施，解决独特的客户需求和预期退休收入挑战的灵活性；对于研究与交易者，作为一个真正独立的合作伙伴，为未来的潜在客户量化差异的市场观点并传递可信的交易执行；对于私人客户，通过综合的财富管理、机构优势和有针对性的服务，为私人客户寻求最佳的投资回报。

5.6 客户结构

2015 年，在安盛管理的 1.36 万亿欧元资产中，约七成来自于机构客户（包括安盛集团及其附属公司），该比例在近十年中基本保持稳定。零售客户和私人客户的规模比重约为 25%和 6%。AB 公司和 AXA IM 的客户结构还呈现一定的差异性，AXA IM 的机构投资者比重显著高于 AB 公司，达到 80%，比 AB 公司高出 27 个百分点，其零售客户比重仅占 20%；而 AB 公司的零售客户和私人客户占据资管规模的半壁江山，分别为 31%和 16%。

图88 安盛集团资产管理业务客户结构（%）



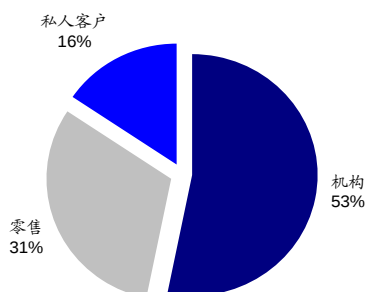
资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

AB 的机构客户包括包括私人人和公共养老金计划、基金会和捐赠基金、保险公司、中央银行和世界各地的政府，及安盛集团各子公司，提供独立管理账户、投资咨询服务、结构化产品、集体投资信托基金、共同基金、对冲基金和其他投资工具的服务。根据书面的投资咨询协议，收取投资咨询和服务费用，包括基于绩效的费用。截至 2015 年底，AB 管理的机构客户的资产占比约 53%，该部分业务对公司净利润的贡献度达到 14%。

对于零售客户提供的投资管理服务主要包括共同基金、共同基金投资咨询关系、独立管理账户和其他投资工具。2015 年为安盛集团内部提供咨询服务的共同基金是最大的零售客户，约占总资产管理规模的 22%。截至 2015 年底，AB 管理的零售客户的资产占比约 31%，该部分业务对公司净利润的贡献度达到 45%。

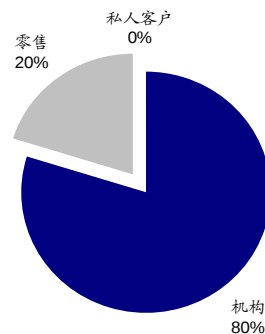
私人客户包括高净值个人和家庭、信托和遗产、慈善基金会、合伙公司、私人 and 家族企业等。根据书面的投资咨询协议，收取投资咨询和服务费用，包括基于绩效的费用。截至 2015 年底，AB 管理的私人客户的资产占比约 16%，该部分业务对公司净利润的贡献度达到 45%。

图89 2015 年 AB 的客户结构



资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

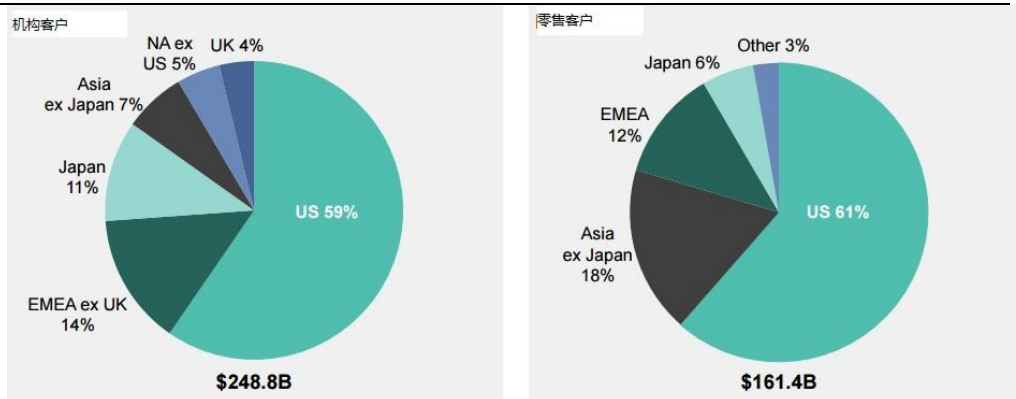
图90 2015 年 AXA IM 的客户结构



资料来源：法通保险集团年报，海通证券研究所

以 AB 公司客户的地域结构看，截至 2015 年末，公司国际客户（非美国客户）的资产比重达到 33%。其中，机构客户与零售客户的国际规模比重分别为 41% 和 39%，机构客户中的国际分布偏重于欧洲和亚洲，比重均达到 18%，零售客户中亚洲比重极其突出，达到 24%，欧洲的比重为 12%。

图91 AB 机构客户和零售客户的地域分布



资料来源：AB 年报，海通证券研究所

6. 其他在专业领域具有优势的机构

除以上四家保险系资产管理机构在全球资产管理业务中处于瞩目地位外，另外有一些保险资产管理机构在专业领域具有特别优势，如下文所提及的，根据欧洲投资与养老机构 2015 年统计排名，标准人寿投资（Standard Life Investments）在慈善、基金会等非盈利客户的资产管理方面列于第 10 位，宏利资产管理公司（Manulife Asset Management）在企业资产管理排名中列于第 8 位，纽约人寿投资（New York Life Investments）在家族企业和信托资产管理排名中列于第 9 位。而且，上述提及的安联全球投资和保德信投资管理公司（Pramerica Investment Management）在 FOF 资产管理和养老基金资产管理领域分别位于第 9 和第 5 位。

6.1 标准人寿投资

英国标准人寿投资是世界领先的资产管理公司之一，秉承“因变制胜”（在投资周期

的不同时期，推动市场变化的因素是不同的，投资理念并非是固定的增长型、价值型、或动量导向型）的投资哲学，遵循严谨的风险管理，尤其注重深入的研究和紧密合作的精神。截至 2016 年上半年，公司在全球各地为客户管理的资产达 3596 亿美元，投资范畴涵盖股票、固定收益、房地产、私募股权、多元资产方案、组合基金及绝对回报等各个方面。

（1）股票投资

在股票投资领域，通过主动型，构建全方位横跨各种风险、回报的组合，持续创造增值，避免重大的主题性风险。截至 2016 年上半年，由 60 多名专业投资人士组成规模庞大的研究与投资团队，并保持共同的投资理念，以确保方案执行的一致性；也因团队规模的庞大，团队可对大量股票进行客观研究，每年与 3000 多家公司交流、持续研究追踪超过 1300 只股票，截至 2016 年上半年管理着 650 亿美元资产。

在投资流程上，团队采用自下而上的方法，通过基础性研究，寻找尚未被市场发现的投资机会；与公司管理层的会面交流是投资流程中不可或缺的环节；投资团队可靠的规模及信誉，确保能通过与重要决策者的正式会面与定期交流，优先接触到这些公司。一旦分析师完成一只股票的研究，将由同事通过五大主要问题进行严格审核，从确信度的强弱、重要性及时间方面对“买入”推荐进行审查及评估。使用五个主要问题构建投资理念，使得团队形成在所有资产类别均适用的共同投资语言，并形成持续稳健的可重复投资流程。

表 16 标准人寿投资股票投资理念：五个主要问题

主要问题	关注点
主要动力是什么？	必须能够识别及了解推动投资市价的最重要因素；新动力的产生往往会带来重大的影响
变化因素是什么？	专注于这些主要动力的变动情况（如竞争环境、需求变动、管理层变动、盈利）
多少预期已被市场消化？	分析在当前市场投资中已反映未来预期的程度
市场为何会改变对这些预期的看法？	需要具备对所预测（而非市场预期）的变动将足以导致市场对投资重新定价的信心
触发事件是什么？	需要知道这些引发重新定价的触发事件将在我们的投资时期内产生影响

资料来源：标准人寿投资公司官网，海通证券研究所

标准人寿投资擅长的股票投资领域包括环球股票、英国股票、环球新兴市场股票、小型企业和日本股票。60 多名投资专业人士，大部分常驻苏格兰爱丁堡；美国股票由波士顿办事处管理，而加拿大股票则由蒙特利尔办事处管理。股票投资组合经理及分析师拥有平均 16 年的行业经验，当中在标准人寿投资任职达 10 年。投资专才的稳定性远超过同业，这是公司得以保持一致投资表现的重要因素。

表 17 标准人寿投资擅长的股票投资领域

团队组成	投资策略
环球股票 由 60 多名投资经理、股票分析师所组成，以共同投资见解组建囊括最高置信度的环球股票投资组合	采取着重核心、无约束及以收益为导向的策略
英国股票 研究追踪富时 350 指数的全部股票	运用众多投资策略，包括核心、收益、无约束、高阿尔法系数
环球新兴市场股票 成员拥有丰富经验及优良资源，投资涵盖单一国家及泛地区投资组合	团队采用核心、收益及无约束策略
小型企业 业内公认实力最强之一，筛选出较少研究（及较少投资）的小型公司股票，发掘新的投资机遇，为客户投资组合增值，并管理英国、欧洲及环球范围内的委托投资	
日本股票 由战略合作伙伴、日本最大资产管理公司——三井住友信托银行（住友信托）管理，确保在投资日本市场方面获得关键优势	
北美股票 位于美国波士顿的高水平团队负责投资美国股票，并主动管理全北美范围各类投资组合	

资料来源：标准人寿投资官网，海通证券研究所

（2）固定收益

截至 2016 年上半年，标准人寿投资的固定收益资产管理规模高达 815 亿欧元，且

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

客户基础不断扩大，团队覆盖广泛的行业及地域，投资范畴包括投资级企业债券、高收益企业债券、政府债券、新兴市场债券、通胀挂钩债券。基于投资类别，制定广泛的固定收益策略，包括基于传统基准的、与负债相关的，或是以绝对回报作为基础等切合现有及潜在客户的需求，寻求在所有市况下均能提供正面表现，同时亦有助于审慎控制投资风险。

该团队拥有逾 50 名固定收益投资专才，并与策略、股票及多资产类别团队紧密合作。标准人寿投资的基金经理亦担任分析师的角色，公司认为这是确保资产专家（专责国家、通胀及信贷行业分析师）同时关注其资产类别的相对价值及兼顾其他资产类别的最佳方法。

在投资模式上，在基础研究方面，积极于股票、房地产及策略专家交流，丰富投资见解；在定量研究方面，制定一系列定量模型，确保持续专注于转变背后的主要推动因素研究，近年来专有企业债券模型 Credit Matrix，已成为协助团队规避表现欠佳债券的有力助手，可筛选可能需要进一步分析的公司，协助制定研究对象的优先次序，亦有助于提早识别其后可能会面对重大财务挑战的公司；另外，拥有完善的风险管理流程，尤其着重内部流程及管控，形成一套统一的内部文化，充分强调高专业标准以及诚信。

（3）房地产

房地产回报与股票及债券的关联度较低，这意味着房地产投资能够分散风险并起到使投资组合多元化的作用，而且房地产租赁能够提供相对稳定的收益。因此标准人寿投资特别注重房地产投资领域，截至 2016 年上半年，该公司是全球 20 大养老基金房地产资产管理公司之一，所管理的房地产资产价值合计 207 亿美元，业务遍布全球六个地区。其业务规模的壮大亦使得团队能够提供与众不同的房地产投资组合。例如，投资者可选择国内和全球市场的直接投资（实体房产）、上市投资（于证券交易所上市的公司）以及混合（两者综合）房地产投资组合。

团队有超过逾 120 个专门的房地产专家，他们在商业房地产（包括开发和资产管理）各个方面具有专业知识，包括研究与策略、开发、资产管理、产品融资与结构化、信贷管理、财资、社会责任投资、健康与安全、建设服务工程、账目、保险及市场营销等领域。

研究-选股-资产管理，是投资流程中的三个关键因素。通过严谨的研究为投资团队提供有价值的洞察，进而审视每个潜在投资的地理位置、当地市场动态、物业实体状况以及收益的质量，选取最具吸引力的投资机会，并将其纳入到投资组合之内。最后，悉心管理和监控每项投资，定期为投资组合中每项物业进行估值，实行主动型的投资管理以实现内在价值。

（4）多元资产投资（Multi-asset and absolute return strategies）

该团队坚持研发既能够满足严格风险要求又能产生预期回报的创新产品。其提供的多元资产解决方案包括：（a）旨在不论市场走向如何、都能产生正年化回报的绝对回报策略；（b）寻求在中期产生与股票相近的回报、且波幅少于仅投资股票者的增强型多元化策略；（c）投资分布在一系列不同资产类别的传统平衡型投资组合；（d）旨在提供充足资产，以应对目前及未来所有债的负债驱动投资策略。

表 18 标准人寿多元资产投资策略

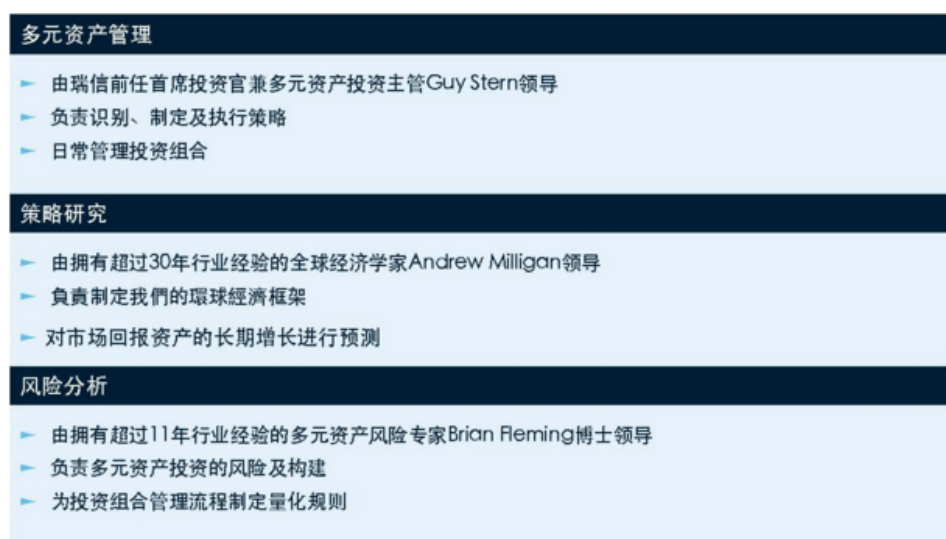
策略	详情
绝对回报投资	绝对回报债券（目标是按年增长 3%（未扣除手续费）（按滚动三年期计算），同时保持预期波幅不高于 5%）、环球绝对回报策略（按年增长 5%（未扣除手续费）（按滚动三年期计算））及环球聚焦策略（是按年增长 7.5%（按滚动三年期计算））
波动性较低的增强型多元化增长投资策略	增强型多元化增长投资策略：旨在经济周期（一般持续时间为五年至七年）中产生类似股票的回报，但波动性不足股市波动性的三分之二
传统平衡型投资组合	透过积极的资产配置决策，掌握正确的时机，投资于正确的资产类别，继而提供稳健的回报

负债驱动投资策略 积累足够的资金以偿还当前及未来的负债；特别，许多福利退休金计划在寻找量身定做的负债驱动投资解决方案，以取得足够回报略 来维持有保证的退休金收入

资料来源：标准人寿投资官网，海通证券研究所

在风险管理方面，建立了由风险专家所组成的专门团队，严格监控及管理从个人投资组合到公司层面风险等多个不同层面的风险。多元资产风险及构建团队、投资风险团队、投资管理团队及风险及投资委员会等四个不同团队均参与多元资产风险管理流程：（a）多元资产风险及构建团队是多元资产投资团队的重要组成部分，持续为多元资产经理提供有关投资组合风险状况及个人投资状况的见解，风险专家会使用专属及行业标准工具来测量及监控风险；（b）投资风险团队的运作独立于多元资产投资团队，负责监控标准人寿投资所管理全部投资组合的业绩及风险；（c）投资管理团队的运作亦独立于多元资产投资团队，负责确保投资流程与各特定投资组合授权的一致性及其完整性；（d）风险及投资委员会批准所有可予使用的投资工具及对手方，并监控有关风险。

图92 多元资产投资团队的管理



资料来源：标准人寿投资官网，海通证券研究所

2016年上半年，团队拥有超过35名专业人士团队，平均从业经验达17年，将经济学、风险管理及多元资产投资组织者等各种学科知识互相融合。此外，团队亦会采纳公司环球资产类别团队的意见，进而汲取数百位投资专家的集体智慧。

2005年，团队开发出首屈一指的绝对回报投资组合，该多元资产解决方案旨在解决母公司标准人寿集团员工退休金计划所出现的亏损。该投资组合非常成功，随后亦为外部投资者提供该投资组合。

（5）私募股权

标准人寿私募股权投资可追溯至1973年。Standard Life Capital Partners被誉为私募市场最重要的投资者之一，专注于为投资私募股权和基础设施的客户提供解决方案，或主要通过一级基金、二级市场机会及直接共同投资进行私募股权投资，或通过直接投资策略进行基础设施投资。在1999到2015年的17年间，该公司通过25个基金筹募超过97亿美元，其中来自第三方投资者的资金超过80%，客户遍布英国、美国、加拿大、欧洲、亚洲和中东的领先机构投资者，以及家族办公室及高净值人士客户，还包括为部分全球最大的养老基金管理其独立账户。

截至2016年上半年，SL Capital Partners在爱丁堡（英国）、波士顿（美国）、香港及慕尼黑（德国）等地设有办事处。公司共有54名员工，拥有22名专责的投资专业人士，管理120多个一级和二级私募股权合伙企业的投资业务，为近100个基金咨询委

员会提供服务。其业务 40%由合伙人持有，其余 60%归属于标准人寿投资。

6.2 宏利资产管理公司

宏利资产管理公司是宏利金融集团属下的投资管理分部，并透过旗下一系列的公司及附属公司，为全球各主要市场的机构投资者、投资基金及个人客户提供周全的资产管理服务。旗下的附属公司包括约翰汉考克资产管理（John Hancock Asset Management）、汉克林业资源（Hancock Timber Resource Group, HTRG）、汉克农业投资（Hancock Agricultural Investment Group, HAIG）、宏利房地产投资（Manulife Real Estate）、Declaration Management and Research、泰达宏利中国（Manulife-TEDA）。擅长管理不同类型的资产，包括股票、固定收益、另类投资工具（如石油及天然气、房地产、林场、农地），以及资产分配策略。

表 19 宏利资产管理公司投资范畴与策略

股票	固定收益	私募市场	资产配置
国内、区域、新兴、全球	国内、区域、新兴、全球	私募债	战略
大型、中型、小盘	政府，信贷，证券化	商业按揭贷款	战术
核心、成长、价值	长期、中期、短期	房地产	目标日期/目标风险
主动、被动	投资级、高收益	林场、农地	负债驱动型投资
	绝对收益、被动管理、主动管理	私募股权、夹层投资	
		石油和天然气	

资料来源：宏利资产管理公司官网，海通证券研究所

（1）资产配置全球化

截至 2016 年 6 月底，宏利资产管理所管理的资产规模为 3340 亿美元，其不仅为宏利和约翰汉考克（John Hancock）的财富管理和退休产品提供投资管理服务，还为养老金计划、基金会、捐赠基金、金融机构和其他机构投资者提供产品服务。宏利资产管理在全球遍及包括美国、加拿大、英国、日本、香港、新加坡、台湾、印尼、泰国、越南、马来西亚和菲律宾等在内的 16 个国家及地区，有超过 425 名专业投资人士。从所管理资产的具体配置来看，截至 2015 年底，美国资产约占五成、在亚洲和加拿大的投资比重约占到五成。

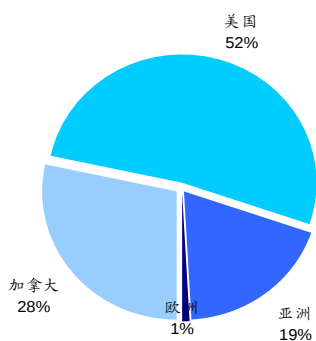
当然，这与集团业务的战略规划不无关系。宏利金融集团在亚洲、加拿大和美国占据寿险、集团保险、健康险、企业年金、养老金、共同基金、开放式基金、信托产品和银行等金融市场领先地位。

图93 宏利资产管理公司人员与业务分布（截至 2016 年 6 月底）



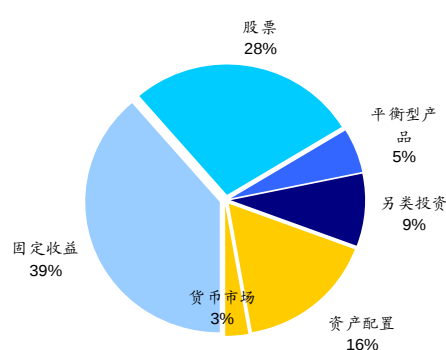
资料来源：宏利资产管理公司官网，海通证券研究所

图94 2015 年宏利资产管理公司资产区域配置



资料来源：宏利资产管理公司年报，海通证券研究所

图95 2015 年宏利资产管理公司资产类别配置



资料来源：宏利资产管理公司年报，海通证券研究所

表 20 2015 年宏利金融集团在主要市场的业务排名

加拿大排名

第 2 名	DC 养老金
第 3 名	个人独立账户
第 3 名	人寿保险
第 2 名	集团收益
第 8 名	共同基金

美国排名

第 2 名	小型 (<\$10M) 401k 计划
第 6 名	中型 (\$10M - \$100M) 401k 计划
第 9 名	共同基金
第 10 名	人寿保险
第 8 名	共同基金

亚洲排名

第 1 名	香港公积金
第 3 名	中国大陆保险（基于海外管理机构的排名）
第 5 名	菲律宾保险（2014）
第 3 名	越南保险市场
第 7 名	印度尼西亚保险市场
第 8 名	香港保险市场
第 6 名	新加坡保险市场

资料来源：宏利金融集团官网，海通证券研究所

（2）注重亚洲市场

自 20 世纪 90 年代开始，宏利资产管理开始在占据全球人口 60% 的亚洲进行业务布局。截至 2016 年上半年，公司约有 100 名专业投资人士，布局在亚洲 10 个市场，包括中国香港、日本、中国台湾、中国大陆、新加坡、马来西亚、泰国、越南和菲律宾，显示了集团深耕亚洲市场的决心。不仅对亚洲及全球机构投资者提供当地资产投资策略，而且为这 10 个地区提供各类在岸股票和固定收益型基金。宏利资产管理（香港）在 2011 被亚洲资产管理杂志（Asia Asset Management）评为最佳亚洲债券管理人。

表 21 宏利资产管理公司在亚洲的业务发展进程

1996	PT 宏利资产管理印尼成立于雅加达
1999	在日本设立资产管理办事处
2000	在中国香港设立资产管理办事处

2005	宏利资产管理越南办事处设立
2007	宏利资产管理泰国办事处设立
2008	在马来西亚和新加坡设立资产管理办事处 通过收购复华证券投资信托股份有限公司，设立宏利资产管理(台湾)
2009	建立第一个 I 类份额策略 建立亚洲旗舰固定收益策略
2010	在中国北京联合组建泰达宏利基金管理公司，并获得 QFII 资格
2011	QFII 额度顺利完成

资料来源：宏利资产管理公司官网，海通证券研究所

2015 年，加拿大和亚洲是公司业绩增长的主要贡献区域。全年利润 8.59 亿美元，比 2014 年增加 1.46 亿美元，其中，亚洲地区业务利润增加 0.3 亿美元，加拿大地区业务利润增加 1.3 亿美元。

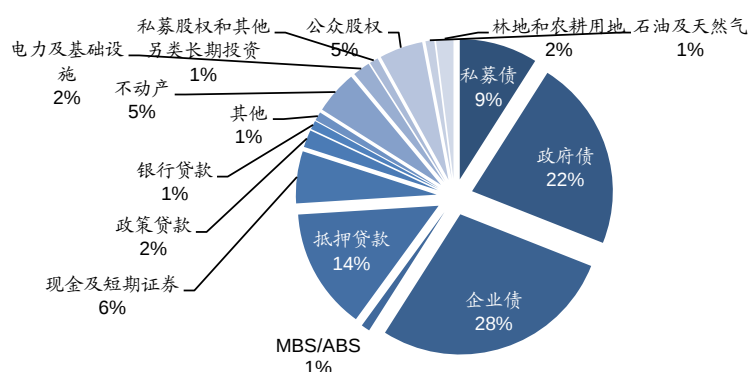
(3) 业务整合与业务扩张

从宏利资产管理的发展模式看，在向全球各地区扩张的过程中，既有自主设立办事处，如在日本、中国香港、越南、泰国等地区，也有通过收购兼并活动进行业务扩张，如在台湾收购复华投信、在加拿大收购标准人寿投资加拿大业务和标准人寿房地产投资业务。在发展过程中，也不断整合公司内部业务，如在 2012 年合并其单位信托和资产管理业务。

(4) 投资策略：注重长期另类投资

保险资产管理公司普遍注重固定收益产品的研究与投资，宏利资产管理在另类长期投资方面的经验更值得借鉴，这在分散投资风险方面极具意义。因为与其他管理人不同，宏利资产管理在固定收益类产品的投资上十分谨慎，99%的资产均投资于投资级产品，由此在另类投资上实施更多元、更长期的投资，这也是其在企业类机构客户具有领先地位的重要原因。截至 2015 年底，宏利资产管理的 3093 亿美元资产中，固定收益及贷款类产品（包括政府债、企业债、私募债、MBS/ABS、抵押贷款、现金及短期证券、政策贷款、银行贷款）约占 84%、股票占约 5%，另类资产占比 11%。

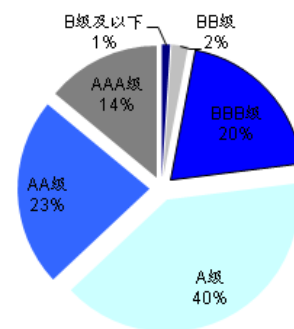
图96 2015 年末宏利资产管理资产配置



资料来源：宏利资产管理公司年报，海通证券研究所

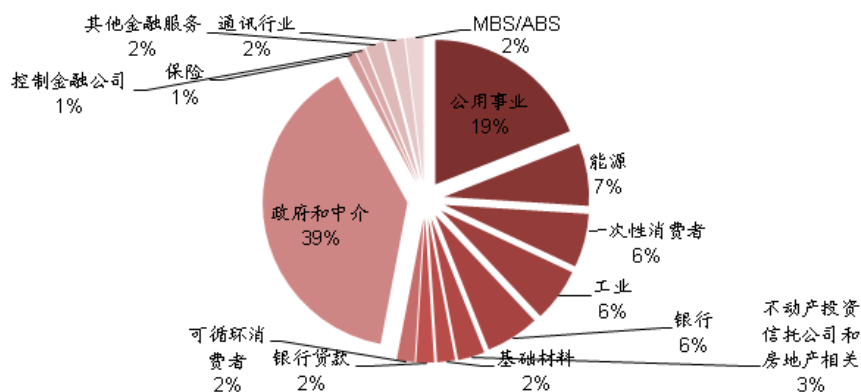
在 1854 亿美元的债券资产投资中，99%的资金投资于投资级以上（即 BB 级及以上），77%的资产投资于 A 级及以上。证券化产品的投资上，98%的资产投资于投资级以上产品。

图97 2015 年末宏利资产管理债券和私募债投资评级分布



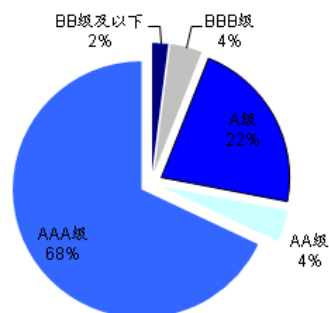
资料来源：宏利资产管理公司年报，海通证券研究所

图98 2015 年末宏利资产管理债券和私募债投资行业分布



资料来源：宏利资产管理公司年报，海通证券研究所

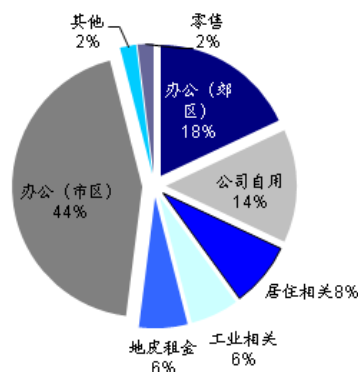
图99 2015 年末宏利资产管理证券化产品投资评级分布



资料来源：宏利资产管理公司年报，海通证券研究所

另类资产投资范围包括房地产、基础设施、私募股权、农地及林地、石油及天然气等。截至 2015 年末其中约一半的资产、164 亿美元投资于房地产。与保德信房地产投资的策略不同，其约 62% 的资产投资于办公用房（市区 44%，郊区 18%），其次为公司自有使用（14%）、公寓（8%）等。根据 2015 年年报数据显示，房地产完全不使用杠杆资金，平均入住率达 93.4%，平均出租年限 6.2 年，地域分布结构美国 63%、加拿大 31%、亚洲 6%。

图100 2015 年末宏利资产管理不动产投资分布情况

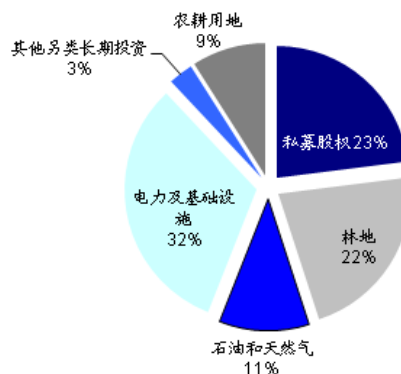


资料来源：宏利资产管理公司年报，海通证券研究所

2015 年末，除房地产外的其他长期另类投资现有价值约为 163 亿美元，约占总资产管理规模的 5%。相对于传统的固定收益市场，另类投资增加了投资效益并使其多样化。这些资产的长期性质很好地匹配了长期债务，优异的风险调整后得到的结果使得公司不必只从事固定收益战略。

在其他另类投资的配置中，32%的资产投资于电力及其基础设施，23%为私募股权，林地和农耕用地分别占比 22%和 9%，石油和天然气占了其中的 11%。这里的大多数资产都由公司内部管理，其在管理和创立这些资产方面拥有大量经验。

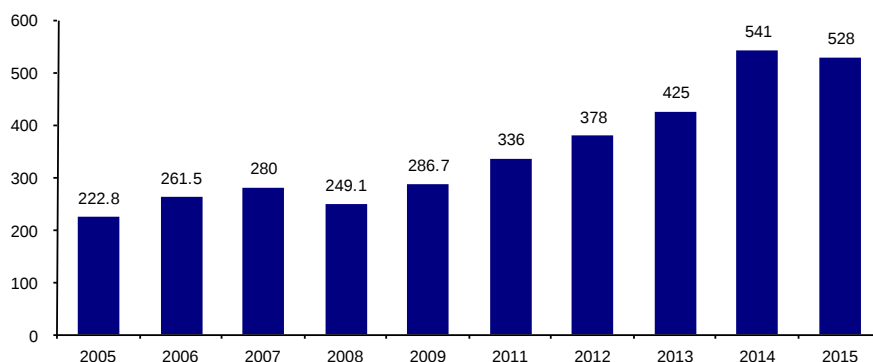
图101 2015 年末宏利资产管理其他另类资产（不动产除外）配置情况



资料来源：宏利资产管理公司年报，海通证券研究所

6.3 纽约人寿投资

纽约人寿投资管理公司（New York Life Investment Management LLC，亦称 New York Life Investments）成立于 2000 年 4 月，是纽约人寿保险投资管理控股公司（New York Life Investment Management Holdings LLC）的子公司，亦即纽约人寿保险集团（New York Life Insurance Company）的间接子公司，MainStay 是纽约人寿投资在 SEC 的注册商标，Mainstay Investments 则是运作投资业务的注册名。

图102 纽约人寿投资资产管理规模（十亿美元）


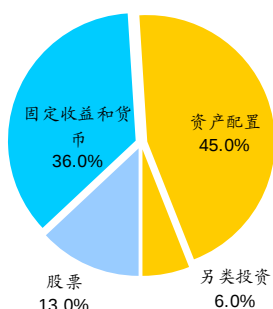
资料来源：纽约人寿年报，海通证券研究所

截至 2016 年上半年，公司资产管理规模达到 5210 亿美元，在美国资产管理行业列于第 26 位，为全球五百强企业提供资产管理专业服务。为客户提供的服务主要包括：为大型企业、国际和地方政府、Taft-Hartley 计划、基金会、捐赠基金、全球金融服务机构等机构资产管理；通过共同基金、封闭式基金、独立管理账户等为零零售客户提供多元化资管服务，纽约人寿年金提供一系列固定收益年金服务；以及企业年金服务。

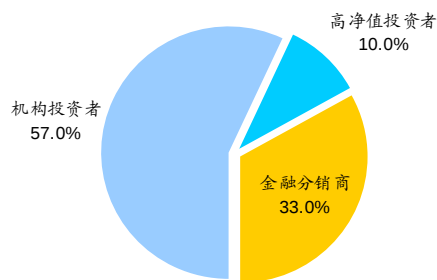
表 22 纽约人寿投资负责机构资产管理的投资管理人（截至 2016 年上半年）

机构名称	区域	主要客户	主要产品与业务	资管规模
Ausbil	澳大利亚	核心业务：为主要养老基金、机构投资者、大型信任和零售客户进行澳大利亚股票投资	Ausbil Australian Active Equity Fund; Ausbil Australian Emerging Leaders Fund; Ausbil MicroCap Fund; Ausbil 130/30 Focus Fund; Ausbil Balanced Fund; Ausbil Australian Geared Equity Fund	
Candriam Investors Group	法国	服务于欧洲、中东及非洲 (EMEA)、美洲、亚太等 20 多个国家的客户	20 年 SRI 投资经验 (Sustainable & Responsible Investing): 选择投资在环境、社会和治理等方面的领头羊公司，约 20% 的资产投资于 SRI 策略	966 亿欧元
Cornerstone Capital Management	美国伊利诺伊州	服务于高净值客户、家族企业和机构	固定收益对冲基金	
GoldPoint Partners	美国	养老金、金融机构和高净值投资者	私募股权投资：股权共同投资、夹层投资和有限合伙投资	115 亿美元
IndexIQ	美国	指数产品	结合传统指数投资与风险调整主动管理	100 亿美元
Institutional Capital	美国	全球大型机构客户（公司、基金会、捐赠基金、多雇主计划、集团内部）	美国、非美国、全球投资策略	
MacKay Shields	美国	养老金、政府和金融机构、家族企业、高净值个人客户、捐赠基金和基金会（追求风险调整后可观收益的投资者）	固定收益投资	950 亿美元
Madison Capital Funding	美国	——	私募股权投资：杠杆收购、杠杆重组、外延收购及各类成长性投资	80.5 亿美元
NYL Investors	美国	管理纽约人寿普通账户 90% 的资产	固定收益和不动产投资	2320 亿美元
Private Advisors	美国	为机构投资者和高净值客户服务	对冲基金和私募股权投资	56 亿美元

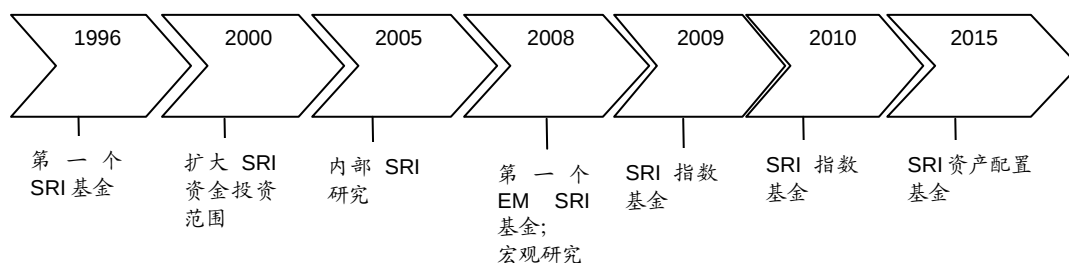
资料来源：各投资机构官网公开信息，海通证券研究所

图103 2015 年末 Candriam Investors Group 资产配置


资料来源：纽约人寿年报，海通证券研究所

图104 2015 年末 Candriam Investors Group 客户类型


资料来源：纽约人寿年报，海通证券研究所

图105 Candriam Investors Group 的 SRI 发展历程


资料来源：纽约人寿公司官网，海通证券研究所

除了提供投资管理服务外，公司还提供投资咨询服务，该业务由战略资产配置与解决方案团队（Strategic Asset Allocation and Solutions Group, SAS）、独立账户管理团队（Separately Managed Accounts Group, SMA）和共同基金团队共同组成，向集团附属公司、第三方机构客户、投资公司和其他投资机构提供投资咨询服务。通过与客户制定投资建议合同，明确投资需求与投资约束的细节内容。

SAS 团队提供资产配置和大类资产配置咨询服务主要通过 FOF 或多基金经理结构，当然也会投资于私募证券和衍生品，既采取主动 alpha 策略，也会运用 ETF 等被动投资工具，为集团内或第三方客户进行大类资产组合管理。

SMA 团队主要为高净值客户提供独立账户管理，通过无关联的交易商推荐获得投资项目，团队作为投资咨询机构为独立账户提供管理建议，一般情况下由交易商作为推荐人给付一次性管理费等收入（俗称打包服务项目），这些收入需要覆盖运作、管理、交易费用，及付给子咨询机构咨询服务费。SMA 团队的投资策略包括：可交易债券、市政债券、大盘股、大盘价值股票、各类股票、全球选择股票、全球股票收益等。

共同基金团队为各类注册投资公司提供固定收益、股票和其他咨询服务。

7. 经验总结

尽管各大机构在发展脉络、运营管理及投资策略方面均有差异，但是成功者均有相同之处，不难总结出一些海外标杆保险资产管理机构的运作经验和发展趋势。

第一，在业务扩张中“内外兼施”，遵循优势互补、本土化等原则，新兴市场炙手可热。所谓“内外兼施”，是指内生性增长和外延式并购并行，在勤修内功的基础上，适

当进行外延式扩张，是国际大型保险资管机构的扩张途径；所谓内功，其核心在于员工间的知识互补、员工和公司的总体知识之间互补所形成的吸引人才、培养人才、用好人才的环境以及不断自我更新、保持知识的互补性和先进性的能力。

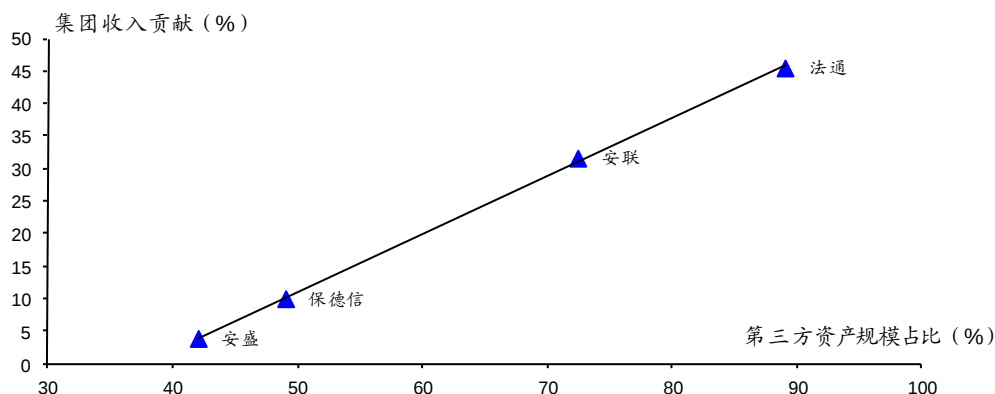
基于保险资管机构在传统保险资金投资管理上积累的固定收益投研优势，对于追求“大而全”的机构，在其业务扩张、规模化发展过程中，优势互补是外延式扩张的基本准则，或选择零售业务突出的标的，或选择权益投资、另类投资的对象。在国际化发展、海外扩张中，为克服“水土不服”的现象，业务本土化是发展原则之一，尤其在市场管理不成熟的新兴市场，根据当地市场特征，采取并购本土资管机构或与本土机构合作的方式。20 世纪 90 年代以来，新兴市场经济体高速增长、居民财富快速累积，且新兴经济体资本开放政策不断实现，国际大型保险集团以其专业敏感性，增加业务布局，拓展业务空间。

第二，保持运营管理独立性，构建尊重人性的投资文化和专业稳定的投研团队。资产管理公司独立性的重要性，已成为全行业的普遍共识。从全球资管行业的经验看，股权相对分散、充分保持独立性的资管机构治理模式更具竞争力，由于缺乏股东的支持，必须通过优秀的投资业绩才能吸引投资者，普遍形成良好的激励机制，强化投资管理能力；具有金融集团背景的资管机构，在经营管理易受母公司影响，决策效率、创新意识、发展动力均有不足，或受到外部股东强大的财务指标压力，经营行为更加商业化、短期化。

资产管理行业是知识型、智慧型行业，企业的核心资源在于投资公司长期形成的理念、制度、文化、行为习惯等，即使在人才常规流动下，亦能通过吸引人才、培养人才、用好人才的环境以及不断自我更新、保持知识的互补性和先进性的能力，形成不可复制的核心竞争力。在投资管理领域，专业稳健的投研团队，胜于个人英雄主义。

第三，集团内资管业务战略地位提升，第三方业务规模比重对资管业绩贡献起到决定性作用。20 世纪 90 年代，世界保险集团纷纷加强资产管理业务，并陆续将该业务作为集团核心业务大力发展；在近年来全球经济不景气的大背景下，大型保险集团多元化的业务构成以及业务的协同性保证了集团营收和盈利的稳定性和持续性，使公司继续保持强大的资本实力。我们发现，资产管理业务中，第三方业务的比重与资产业务对集团收入贡献度呈正比关系（见下图）。一方面源于内部保险资金投资管理业务属于资管公司与集团其他业务子公司的关联业务，在投资管理方面的独立性不如第三方业务，由此在投资收入方面亦会有所影响，从而对业绩贡献度数据影响较低；另一方面源于保险资产管理在管理内部资金时，其业务收入受集团大家庭的影响，管理费和提成的费用水平低于市场水平。

图106 保险资管机构第三方业务规模比重与资管业务收入贡献度的关系（2015 年报数据）



资料来源：根据各机构年报数据整理，海通证券研究所

第四，资管业务机构领域净资产流入较为疲软，零售业务受重视。2012 年以来全球资产管理行业机构领域与零售领域增长的差距持续拉大，零售领域的资金流入规模明

显高于机构领域。保险资产管理机构在发展战略上也愈加重视零售业务的发展，零售客户资产比重呈现上升趋势，且零售业务、尤其是私人客户业务的规模收益比机构业务更高。以联博基金为例，截至 2015 年底，机构客户的资产占比约 53%，该部分业务对公司净利润的贡献度仅为 14%；零售客户的资产规模占比约 31%，对公司净利润的贡献度达到 45%；私人客户的资产占比约 16%，对公司净利润的贡献度达到 45%。

第五，固定收益产品仍占主导，被动型产品、另类产品和解决方案引领新趋势。保险资产管理公司在固定收益资产研究和投资方面时间长、经验多，这是保险资产管理机构在投资管理市场上的最大优势；各机构固定收益的全球投资工作普遍遵循自上而下的投资方法，辅之以自下而上的研究驱动。

被动型产品、另类产品和解决方案是显著增长的产品类别。被动型产品多年来始终保持稳健的增长态势；另类投资的长期性质很好地匹配了长期债务，增加了投资效益并使其多样化；多资产类别解决方案受到包括固定缴费计划主办方、养老金计划和捐赠基金等越来越多机构投资者的青睐，以产品、独立方案或定制服务的形式服务于私人或大型机构等客户的投资需求与约束。

信息披露

分析师声明

陈久红	政策研究团队
吴一萍	政策研究团队
王 旭	政策研究团队
朱 蕾	政策研究团队
周洪荣	政策研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮副所长
(021)23219422 kljiang@htsec.com

邓勇所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队
姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
史霄安 sxa11398@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛涵 xh11528@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com

固定收益研究团队
姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
李影 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘浩 01056760098 lh11328@htsec.com

汽车行业
邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

公用事业
张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
联系人
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com

互联网及传媒
钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
联系人
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
唐宇 ty11049@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

有色金属行业
施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
联系人
金晶 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
联系人
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
张天闻 ztw11086@htsec.com

煤炭行业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
联系人
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

房青(021)23219692 fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
联系人
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
李明刚(0755)23617160 lmg10352@htsec.com
刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com
联系人
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
联系人
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
鲁立 ll11383@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
联系人
庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
联系人
童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

于旭辉(021)23219411 y xh10802@htsec.com
唐苓(021)23212208 tl9709@htsec.com
梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
联系人
马榕 23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com
联系人
周俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
联系人
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
联系人
刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
联系人
毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
联系人
陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
张恒恒(010)68067998 zhx10170@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
联系人
林瑾璐 ljl11126@htsec.com
谭歆沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

联系人
李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
顾嘉闽 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
联系人
李阳 ly11194@htsec.com
朱默辰 zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业

曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
朱悦(021)23154173 zy11048@htsec.com
赵洋 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com
伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com

上海地区销售团队

李唯佳 (021)23219384 liwj@htsec.com
胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
黄慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com
孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com
黄胜蓝 (021)23219386 hsl9754@htsec.com
张杨 (021)23219442 zy9937@htsec.com
杨洋 (021)23219281 yy9938@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦 (010) 58067988 yyq@htsec.com
隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com
杨博 (010)58067996 yb9906@htsec.com
张景才 (010)58067977 zjc10211@htsec.com
李铁生 (010)58067934 lts10224@htsec.com
张妍 (010)58067903 zy9289@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com