

险资配置系列报告（三）： 海外保险资管发展经验借鉴

行业评级

保险 强大于市（维持）

平安证券研究所非银金融&金融科技研究团队

王维逸 S1060520040001（证券投资咨询） WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 S1060520040002（证券投资咨询） LIBINGTING419@pingan.com.cn

韦霁雯 S1060122070023（一般证券业务） WEIJIWEN854@pingan.com.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

摘要

- **一、全球资管业概况：规模增长波动，保险系占据一席之地。**根据ADV ratings，截至23Q1末，在全球AUM排名前50的资管机构中，保险系资管机构不到15家，保险资管AUM合计约15万亿美元、在前50合计AUM中占比不足20%。
- **二、安联集团：保险资管龙头，第三方业务先驱。**安联在投资管理业务上实行集中化管理，由安联资管统筹、下设PIMCO和AGI两大专业资管机构，分别主要负责管理第三方资金和集团内保险客户资金。收购PIMCO后，安联第三方AUM迅速增长、目前在资管AUM中占比超过75%，是安联资管AUM增长的主要动力。由于以主动型策略为主，近年来，安联资管管理费率约0.3%、利润率约40%，均处于较高水平；2022年资管业务对集团营收与利润贡献分别5.39%、22.59%，利润贡献更高。
- **三、法通集团：养老金机构资金推动三方AUM增长。**法通集团保险、养老金、直投和资管四大业务形成闭环，其中养老金业务营业利润贡献过半。法通注重发展英国中小型企业养老金业务和国际化战略，LGIM的AUM增长主要由第三方资金拉动，2022年英国养老金业务和国际业务资金在AUM中分别占比57.1%、30.4%。但LGIM投资策略以指数基金和LDI为主，投资管理费率和营业利润率整体偏低，分别约0.08%、0.05%。
- **四、安盛集团：险资为主，进行专业化分工管理。**安盛资管业务2019年以前主要由AXA IM与AB两大资管公司负责，2019年出售EQH（含AB）后，资管业务由AXA IM统筹，下设AXA IM Core和AXA IM Alts两大平台，分别负责传统资产和另类资产投资。由于AUM以险资为主、第三方AUM占比约40%，AXA IM费率总体不高（不超过0.2%），2022年AXA IM收入在集团占比约1.55%。
- **五、经验借鉴：专业化投资管理，内生外延双轮驱动。**1) 险资与三方并重，扩大资产管理规模。我国保险资管资金以险资为主，第三方资金主要来源于保险、银行和养老金等长期、稳健的资金。除借鉴法通经验、进一步发展养老金等机构业务外，也应加快零售业务发展和主动管理转型，进而提升AUM规模、资管业务管理费率和收入贡献。2) 提高投资管理能力，挖掘超额收益。在满足风控要求的基础上，我国未来在另类资产和公司债投资方面，可以围绕优质信用主体这一核心，适当放宽底层资产准入标准，通过适当信用下沉来获得超额收益。我国险资海外投资受到外汇等有关限制，未来或可通过在海外设立子公司的方式，实现部分海外保险业务资金的全球配置、丰富险资大类资产配置、提升投资收益率。

■ **风险提示：**1) 权益市场大幅



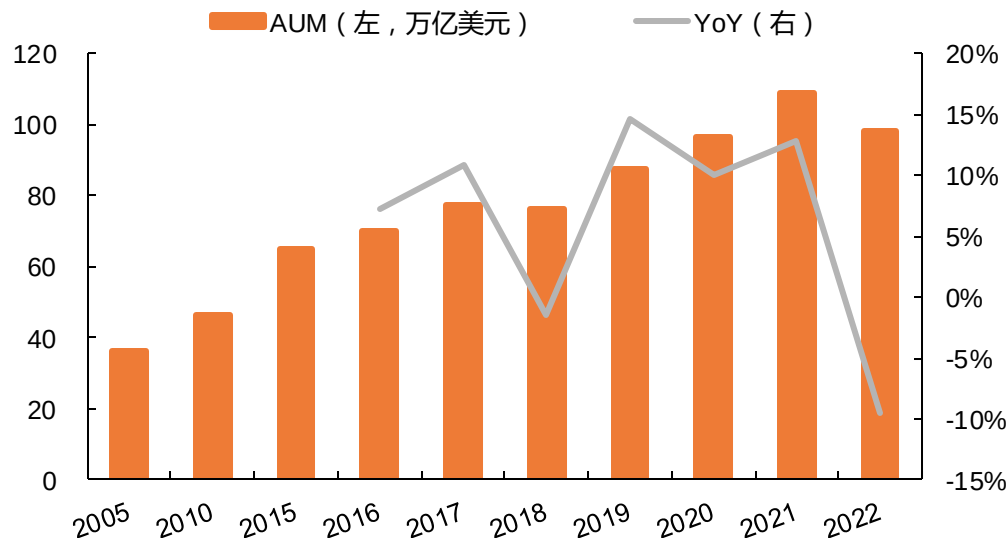
CONTENT 目录

- ① 一、全球资管业概况：规模增长波动，保险系占据一席之地
- ② 二、安联集团：保险资管龙头，第三方业务先驱
- ③ 三、法通集团：养老金机构资金推动三方AUM增长
- ④ 四、安盛集团：险资为主，进行专业化分工管理
- ⑤ 五、经验借鉴：专业化投资管理，内生外延双轮驱动
 - 5.1 险资与三方并重，扩大资产管理规模
 - 5.2 提高投资管理能力，挖掘超额收益
- ⑥ 六、风险提示

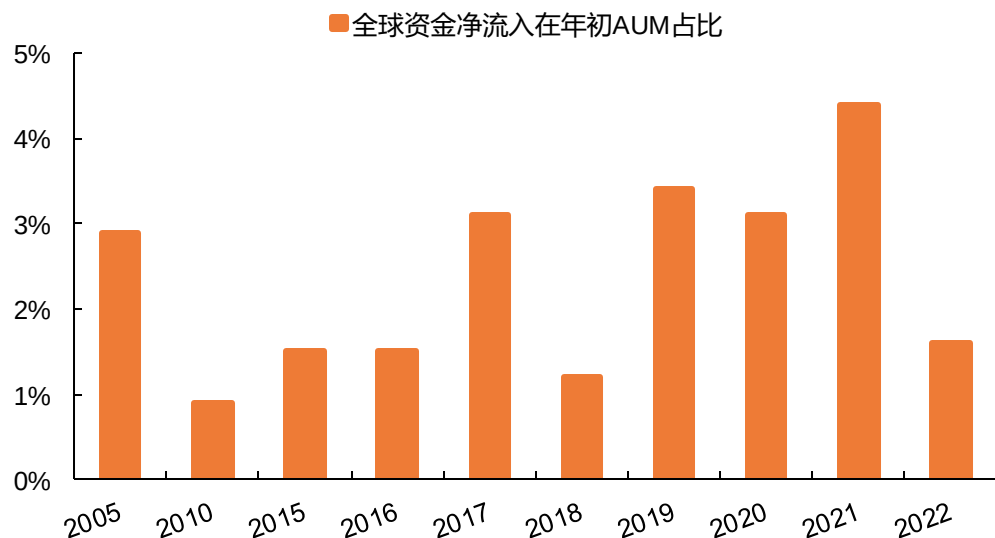
1.1 规模变化：全球资管规模增长出现波动，但头部效应明显

- 近年来全球资产管理规模总体保持增长；2022年主要经济体加息、宏观经济下行压力加剧，全球资管规模拐头向下。2010年以来，全球权益市场表现总体较好、资产管理规模总体保持增长。根据BCG，截至2021年末，全球资管AUM约110万亿美元，较2010年翻倍。但利率水平上升、宏观经济承压，股票和债券市场回调，2022年全球资管AUM仅98.3万亿美元（YoY-9.5%）；其中，BCG统计的2022年74家资管机构AUM净流入1.7万亿美元，在2022年初AUM占比仅1.6%、不及2019-2021年比例的一半。
- 根据WTW统计，在2021年全球AUM排名前500的资管机构中，排名前20机构的AUM占比高达45.2%，市场份额自2018年以来保持稳健增长，头部效应明显。

◆ 图表1：全球资产管理规模



◆ 图表2：全球资产管理行业资金净流入情况

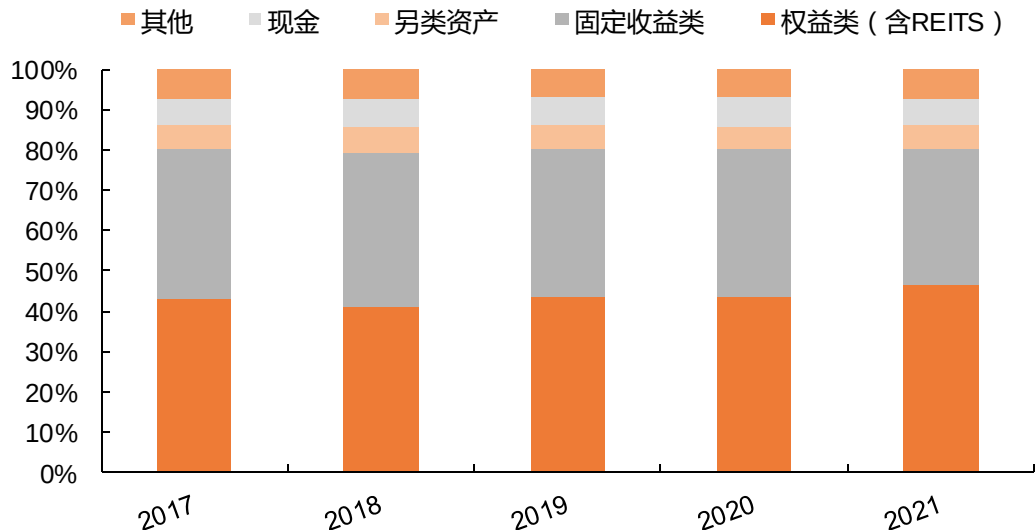


注：数据采用74家资管机构的平均水平，反映了63%的全球AUM情况。

1.2 资产配置：权益类资产为主，主要投向共同基金

- 全球资管业大类资产配置结构总体稳定，权益类资产占据主力、固收次之。根据WTW，2017年以来，被统计机构AUM在权益和固收类资产配置比例总体维持在80%左右；截至2021年末，投向权益类资产的AUM占比46.6%、固收类资产占比33.9%、另类资产占比5.9%、现金占比6.5%、其他资产占比7.1%。
- 资产配置工具以基金为主，各类工具占比总体保持稳定。根据WTW，2017年以来，被统计机构AUM投向基金的资产占比始终保持在70%以上，投向独立账户占比约20%左右；截至2021年末，投向基金、独立账户和其他工具的工具的AUM占比分别74.9%、19.2%、5.9%。

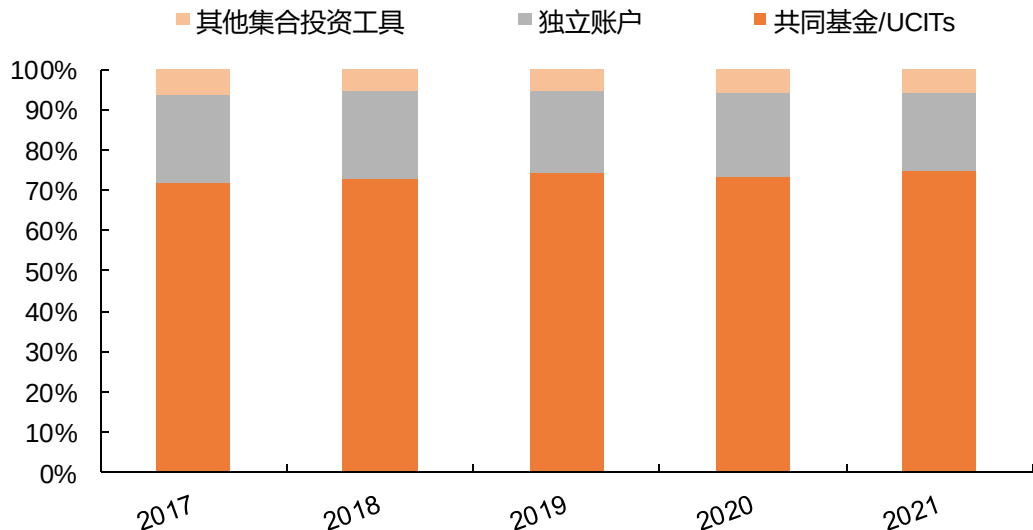
◆ 图表3：全球资管业大类资产配置结构



注：数据来源于提供自2017年以来数据的213家资管机构

资料来源：WTW，平安证券研究所

◆ 图表4：全球资管业资产配置工具结构



注：数据来源于提供自2017年以来数据的139家资管机构

1.3 保险系资管：在行业占据一席之地，头部机构更具规模优势

➤ 保险系资管在头部机构中占据一席之地，但资金来源和产品形态与专业资管公司和投行相比较为有限，机构数量和AUM占比有限。根据ADV ratings，总体来看，头部资管机构以独立的专业资管公司和投行为主，保险系资管机构数量和AUM占比相对有限。截至23Q1末，在全球AUM排名前50的资管机构中，保险系资管机构不到15家，保险资管AUM合计约15万亿美元、在前50合计AUM中占比不足20%。其中，安联集团及其独立子公司PIMCO、法通保险集团、保德信、安盛集团和永明金融的AUM规模均超过1万亿美元，在前50合计AUM中占比10.51%，保险系头部资管机构的管理规模具备一定优势。

◆ 图表5：23Q1全球资管公司AUM排名TOP20一览（单位：十亿美元）

排名	公司	类型	地区	AUM	排名	公司	类型	地区	AUM
1	贝莱德	独立	美国	9,090	11	东方汇理	银行	法国	2,103
2	先锋集团	独立	美国	7,600	12	纽约梅隆银行	银行	美国	1,910
3	富达投资	独立	美国	4,240	13	瑞银集团	银行	瑞士	1,830
4	道富全球	银行	美国	3,600	14	PIMCO	保险	德国	1,800
5	摩根士丹利	银行	美国	3,131	15	爱德华·琼斯	独立	美国	1,700
6	摩根大通	银行	美国	3,006	16	德意志银行	银行	德国	1,492
7	高盛集团	银行	美国	2,672	17	景顺	独立	美国	1,484
8	法国农业信贷银行	银行	法国	2,660	18	法通保险	保险	英国	1,477
9	安联集团	保险	德国	2,364	19	美国银行	银行	美国	1,467
10	资本集团	独立	美国	2,300	20	富兰克林邓普顿	独立	美国	1,421

资料来源：ADV ratings，平安证券研究所

险采用2022年末数据。



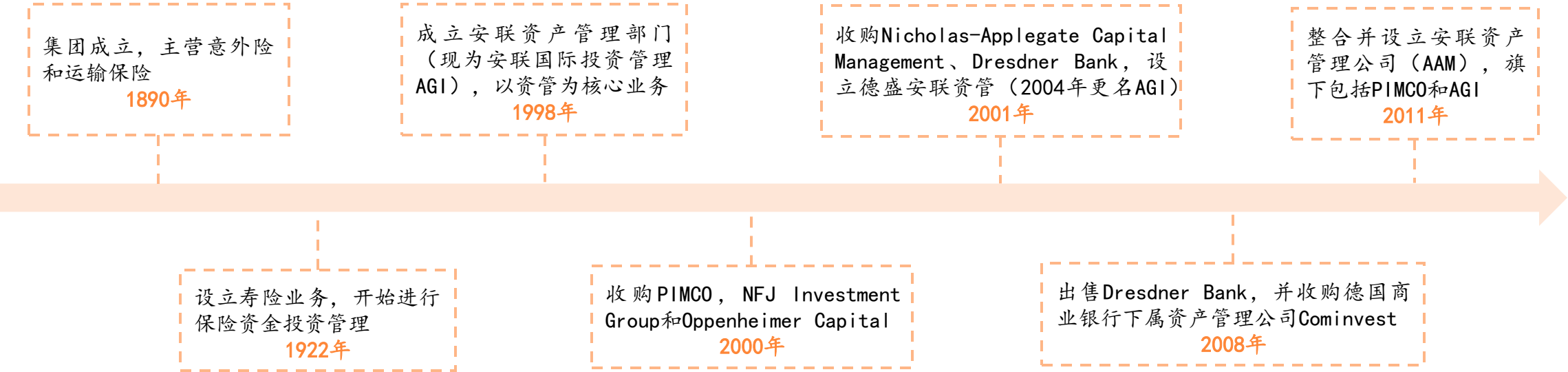
CONTENT 目录

- ① 一、全球资管业概况：规模增长波动，保险系占据一席之地
- ② 二、安联集团：保险资管龙头，第三方业务先驱
- ③ 三、法通集团：养老金机构资金推动三方AUM增长
- ④ 四、安盛集团：险资为主，进行专业化分工管理
- ⑤ 五、经验借鉴：专业化投资管理，内生外延双轮驱动
 - 5.1 险资与三方并重，扩大资产管理规模
 - 5.2 提高投资管理能力，挖掘超额收益
- ⑥ 六、风险提示

2.1 发展历程：外延并购增强资管业务实力

➤ 安联集团保险业务与资管业务均为行业龙头，早期通过外延并购不断壮大资管业务。安联集团是全球领先的保险系综合金融公司，在70多个国家和地区为超过1.22亿客户提供寿险、产险和资管在内的全方位保险服务。安联集团早期经营产险业务，而后覆盖寿险业务，1998年起将资管业务作为战略核心。经过PIMCO（2000年）、Nicholas-Applegate（2001年）和Cominvest（2008年）等多轮外延并购，以及数次内部重组，完善资管业务分工、细化资管业务布局，最终于2011年正式设立安联资产管理公司（Allianz Asset Management，也即AAM），形成“PIMCO+AGI”的资管双支柱。

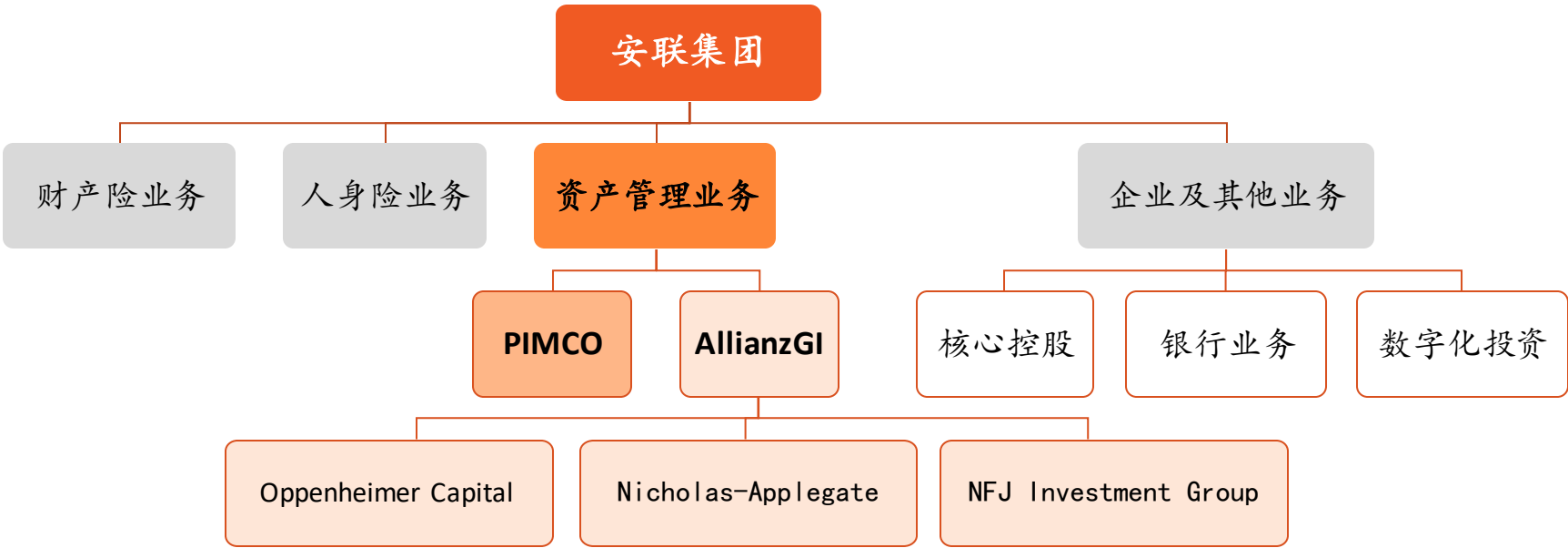
◆ 图表6：安联集团主要发展历程



2.2 资管战略：保险资管龙头，坚持集中化管理、模块化分工

➤ 安联集团在投资管理业务上实行集中化管理，由安联资管（AAM）统筹管理安联集团的内部资金和第三方资金。安联资管下设PIMCO和AllianzGI（简称AGI）两大专业资管机构，其中PIMCO主要受托管理第三方资金，固收类投资具备较强优势；AGI主要管理集团内保险客户资金，资产配置结构相对均衡。根据安联集团官网，截至23Q1末，安联管理保险客户资金约7170亿欧元，PIMCO和AGI的第三方AUM约1.7万亿欧元。根据ADV ratings，23Q1安联集团和PIMCO的AUM分别排名全球第9和第14，是全球AUM规模最大的保险资管机构。

◆ 图表7：安联集团业务布局

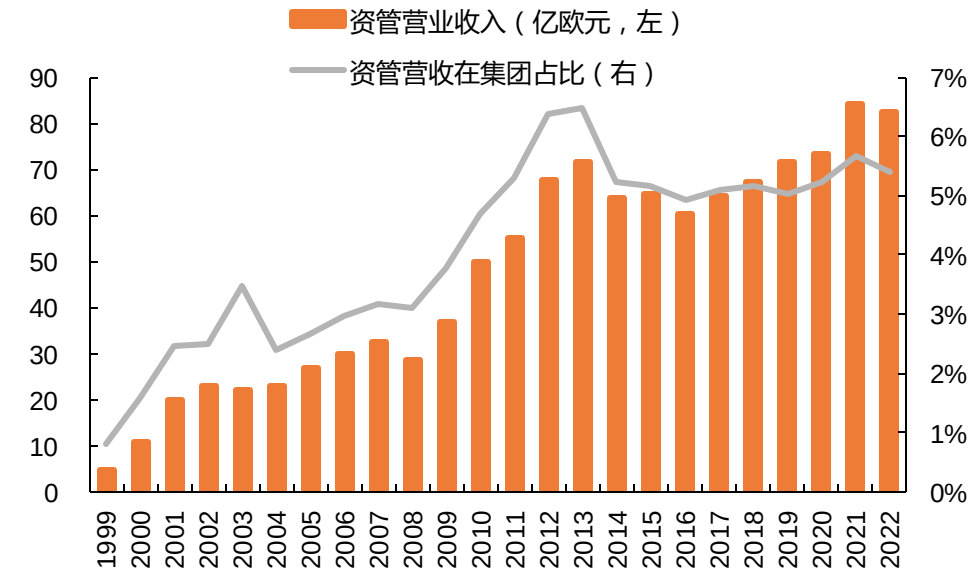


资料来源：公司年报，平安证券研究所

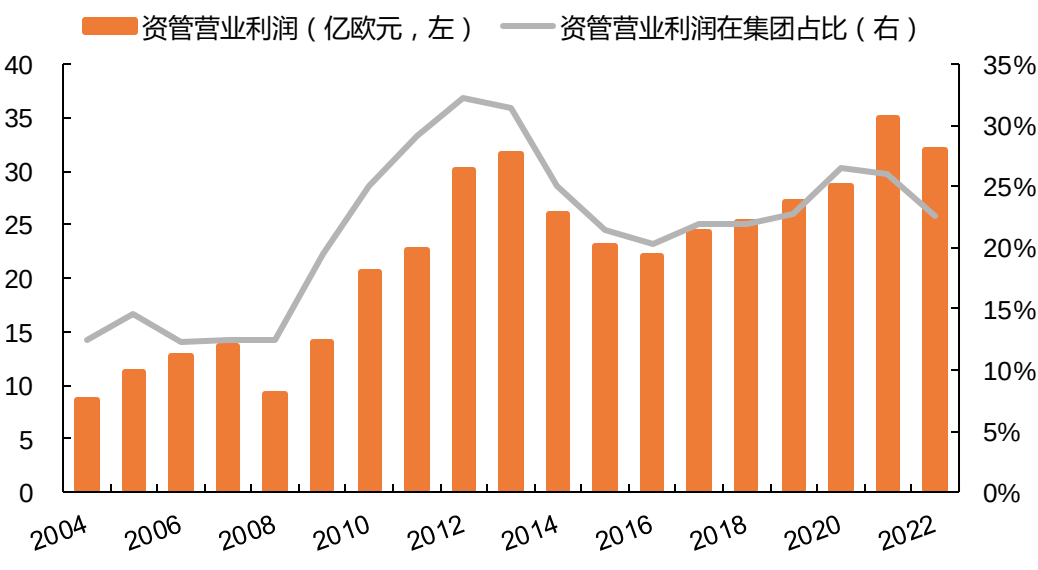
2.3 资管业务是集团业绩稳健增长的重要驱动因素

➤ 资管业务是安联集团业务版图的重要组成部分，近年来资管业务对安联集团的营收与利润贡献持续增长、利润贡献更高。截至2022年末，安联资管营业收入82.34亿欧元（YoY-1.93%）、营业利润31.99亿欧元（YoY-8.31%），在集团总营收和总营业利润占比分别为5.39%、22.59%；主要由于2022年受经济环境影响，资管AUM下滑、业绩提成下降，但运营费用增长。尽管安联资管业务营收占比较低，但营业利润占比较高——资管业务营收在集团总营收中占比仅约5%，但利润贡献自2010年起稳定在20%以上。近年来，安联资管业务已成为集团业绩持续稳健增长、长期稳定发展的重要驱动因素之一，是安联集团业务版图的重要组成部分。

◆ 图表8：安联资管业务营收情况



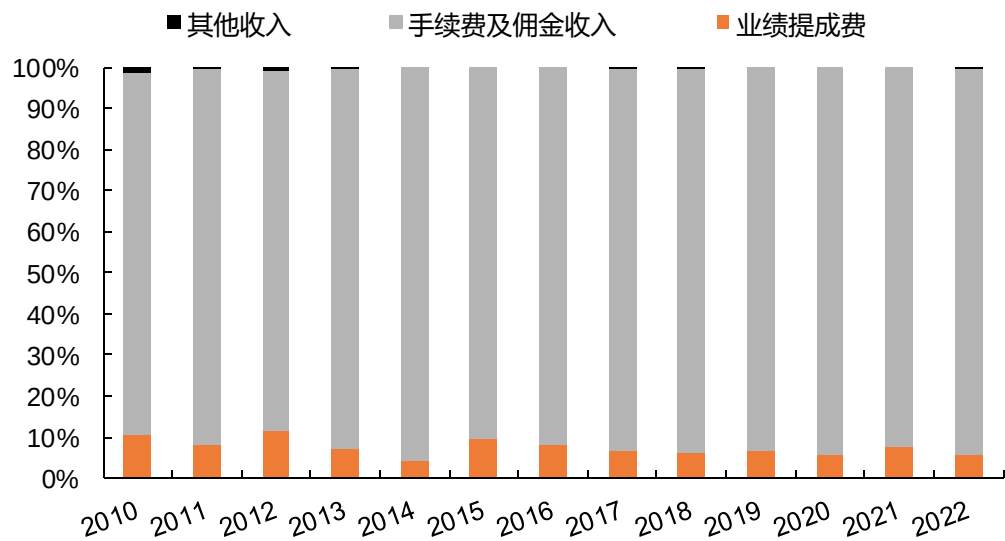
◆ 图表9：安联资管业务营业利润情况



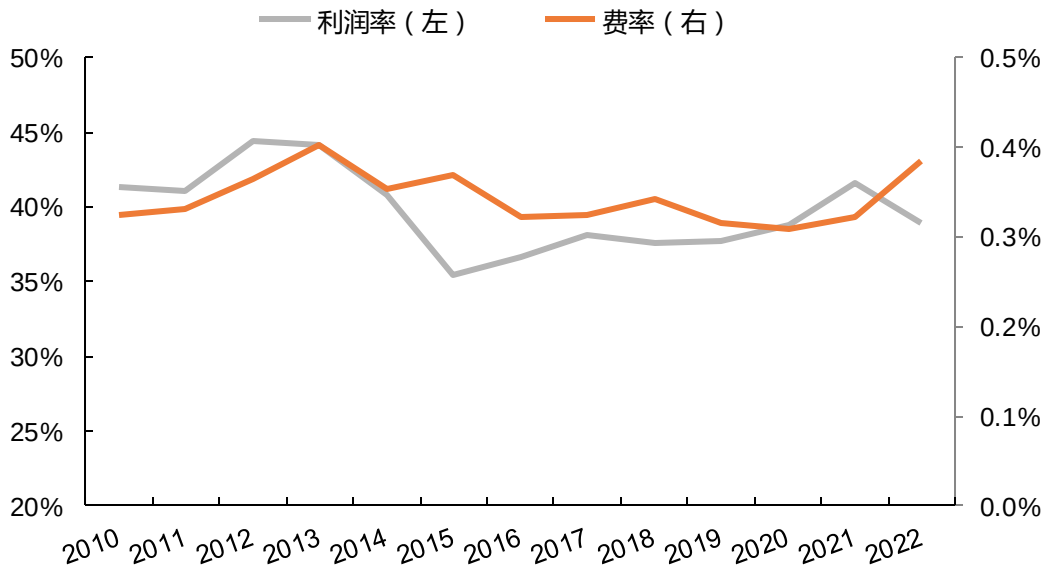
2.4 高费率模式下，资管业务盈利能力较强

➤ 安联资管业务以主动型策略为主，资管业务费率和利润率较高。手续费及佣金收入是安联资管最主要的收入来源，近年来在资管业务营收中占比保持在90%以上；业绩提成费相对平稳、平均约5亿欧元左右。因此，安联资管业务营收的持续增长主要由手续费及佣金收入随着AUM增长而拉动。截至2022年末，手续费及佣金收入、业绩提成费在安联资管业务营收中分别占比94.0%、5.8%。根据年报及官网信息，PIMCO资金主要源于各国央行、主权基金、养老基金、大型公司和个人投资者，以固收类主动管理型基金为主；AGI资金主要来源于退休储蓄或财富传统需求，主要提供包括权益、固收、多元资产和私募基金等多元化的主动投资策略。因此，安联资管业务管理费率长期保持在0.3%以上、利润率保持在40%左右。

◆ 图表10：安联资管营收结构



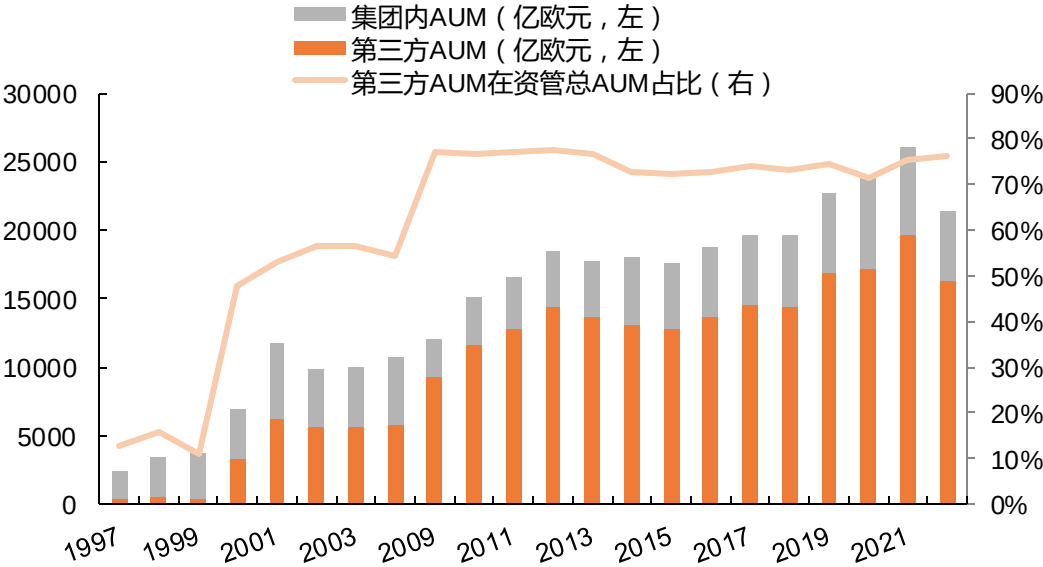
◆ 图表11：安联资管业务管理费率与利润率



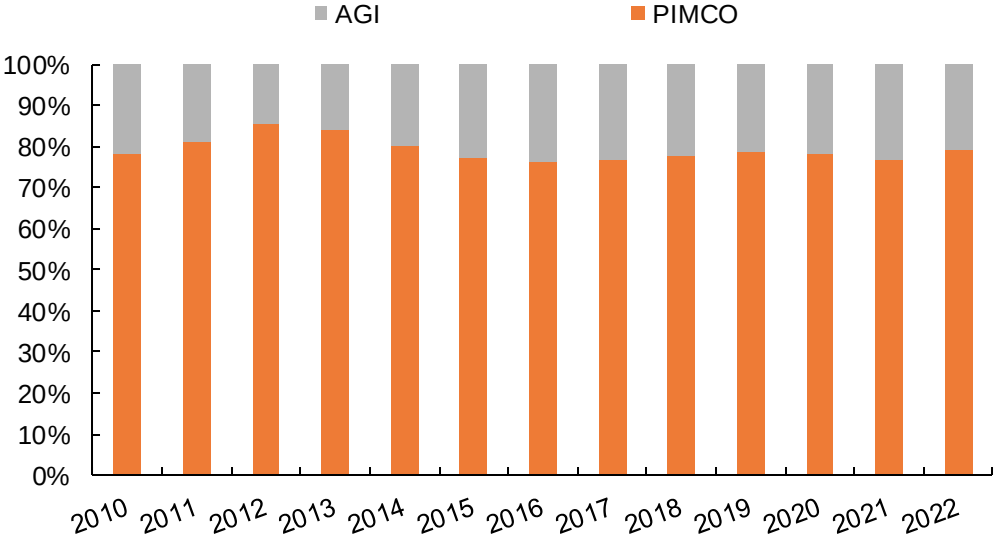
2.5 第三方业务助力资管AUM高位增长

➤ 第三方业务AUM占比较高，助力安联资管AUM增长。根据ADV ratings，安联资管AUM显著领先于其他保险资管机构，我们认为主要得益于早期通过外延并购拓展第三方资管业务，尤其是2000年收购PIMCO之后，第三方资管业务AUM显著增长。2009年以来，第三方AUM在资管总AUM中占比长期保持在70%以上，而第三方AUM主要由PIMCO贡献约80%。截至2022年末，安联资管AUM达2.14万亿欧元，其中第三方AUM约1.64万亿欧元，在资管总AUM中占比76.37%；第三方AUM中PIMCO占比79.20%。此外，整体资管业务、集团业务和第三方业务1997-2022年AUM的CAGR分别约9.1%、3.5%和17.1%，2000-2022年AUM的CAGR分别约5.2%、1.5%和7.5%，因此安联资管在较高的存量AUM基础上实现增长主要由于第三方业务AUM持续稳健增长驱动。

◆ 图表12：安联资管业务AUM构成



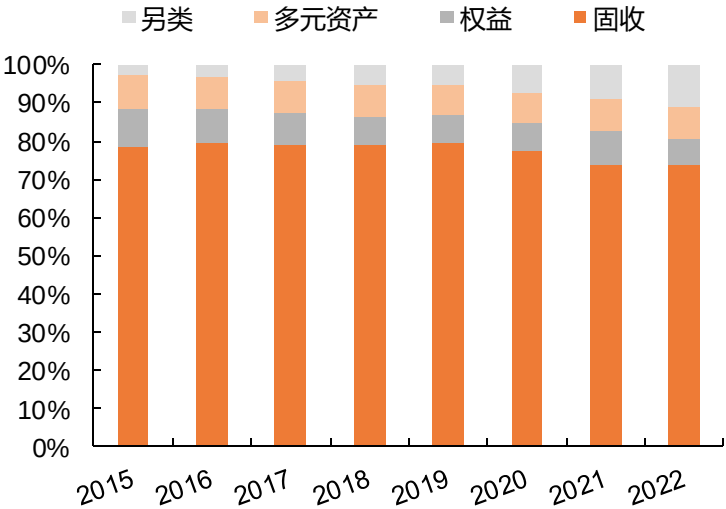
◆ 图表13：安联资管第三方AUM结构



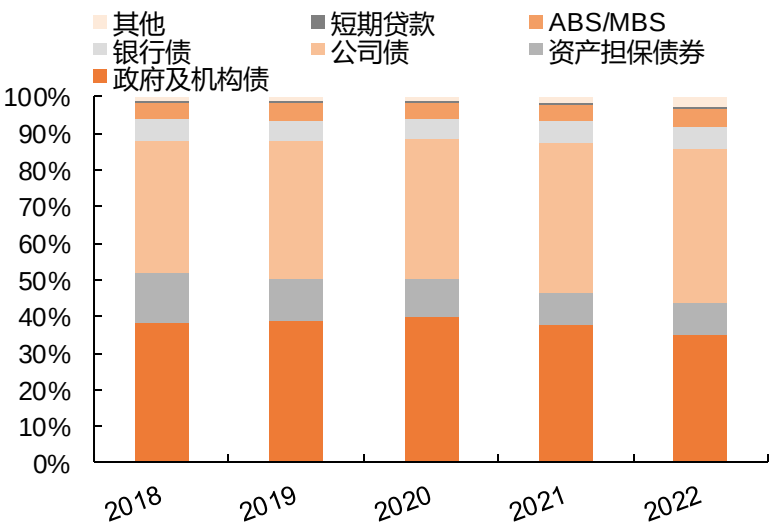
2.6 资产配置：以固收为主，通过增加另类投资和信用下沉来稳定收益率

- 安联资管整体资产配置风格稳健、配置多元化，总体以固收为主；近年来固收和权益类资产配置比例稳中略有降、多元资产占比稳定、另类资产占比持续提升。近年来，安联另类资产投资比例从2015年的2.9%提升至2022年的11.0%；另类资产可投资产品丰富，久期普遍较长，可以优化资产负债久期匹配、缓解投资组合对利率风险的敏感性、提供长期稳定的投资回报。
- 通过结构调整和信用下沉来稳定固收投资收益率。近年来，安联资管固收资产配置中的政府及机构债占比从2018年的38.2%下降至2022年的35.0%、公司债占比则从36.2%提升至42.4%。而公司债总体以BBB级债券为主，固收类资产呈现出结构调整与信用下沉的特征，有助于拉长资产久期、提高投资收益率，同时也对保险公司风控能力提出更高要求。

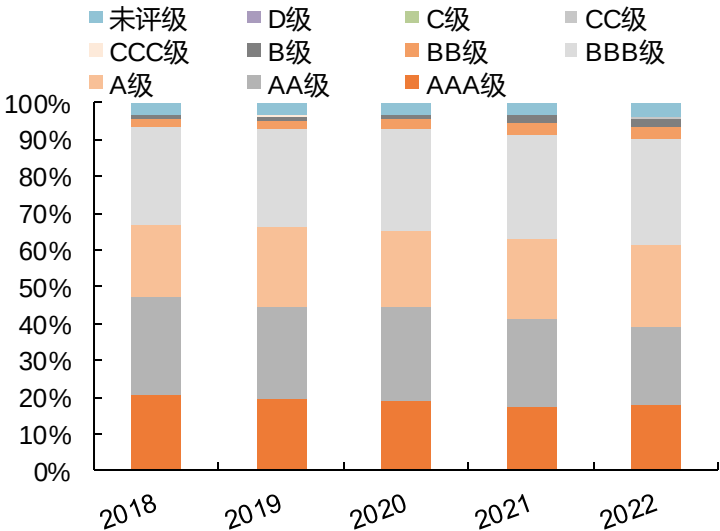
◆ 图表14：安联资管大类资产配置



◆ 图表15：安联资管固收资产结构



◆ 图表16：安联资管固收资产评级构成



注：由于年报披露和比例存在四舍五入问题，相加未必完全等于100%。

资料来源：公司年报，平安证券研究所

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

源：公司年报，平安证券研究所



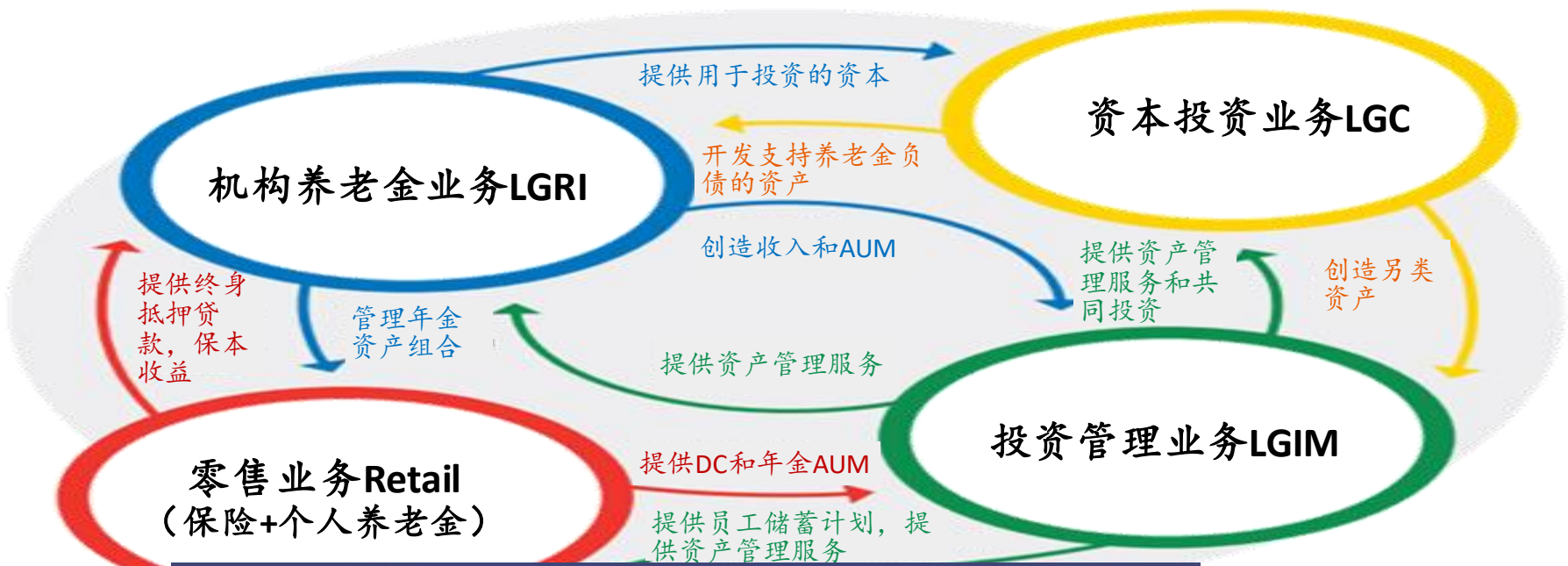
CONTENT 目录

- ① 一、全球资管业概况：规模增长波动，保险系占据一席之地
- ② 二、安联集团：保险资管龙头，第三方业务先驱
- ③ 三、法通集团：养老金机构资金推动三方AUM增长
- ④ 四、安盛集团：险资为主，进行专业化分工管理
- ⑤ 五、经验借鉴：专业化投资管理，内生外延双轮驱动
 - 5.1 险资与三方并重，扩大资产管理规模
 - 5.2 提高投资管理能力，挖掘超额收益
- ⑥ 六、风险提示

3.1 发展概况：协同性强，资管业务实力强劲

➤ 法通集团保险、养老金、直投和资管四大业务相互协同，资管业务实力强劲。根据ADV ratings，23Q1法通集团AUM排名全球第18，是除安联集团及其独立子公司PIMCO外唯一一家进入AUM规模排名前20的保险资管机构。法通集团保险、养老金、直投和资管四大业务协同性较强，充分形成业务闭环。其中LGRI面向英国和美国机构客户提供养老金解决方案，零售业务包括保险业务和LGRR个人养老金业务，LGIM面向自有资金和第三方资金提供资管业务、LGC提供对房地产和新能源等领域的直接投资。机构养老金是资管和直投业务最主要的资金来源，LGIM是法通集团业务闭环的核心——LGRI为LGIM提供AUM、为LGC提供资本，LGC通过直投为LGIM提供另类资产；而LGIM为LGRI、零售业务和LGC提供资管服务，并与LGC进行共同投资。

◆ 图表17：法通集团业务结构

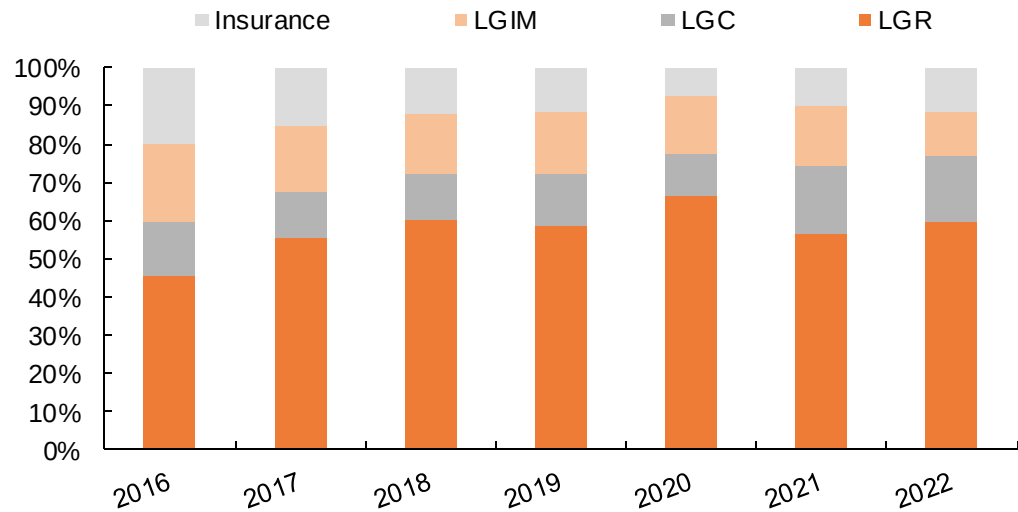


资料来源：公司年报，平安证券研究所

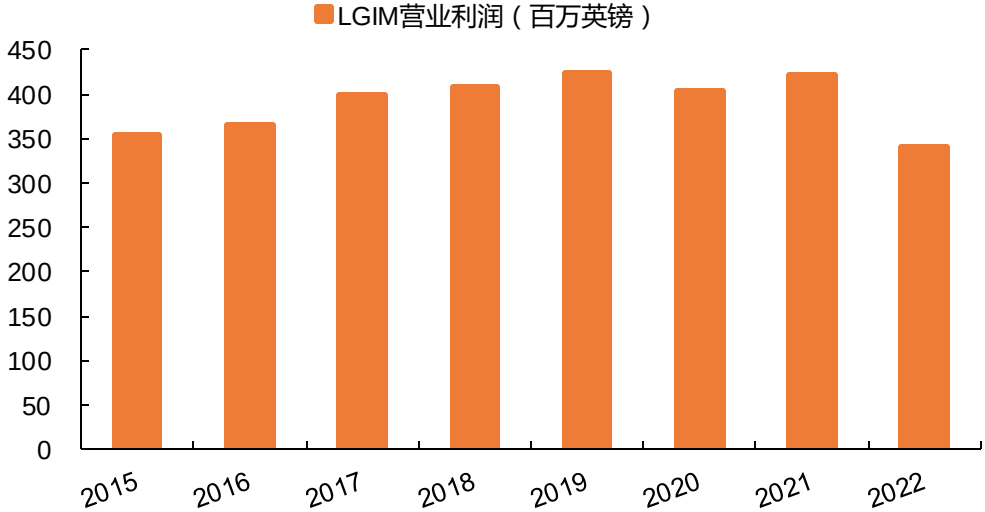
3.2 养老金业务独占鳌头，资管业务利润贡献有所下滑

➤ 法通集团养老金业务营业利润贡献过半，其他业务基本相当，近年来LGIM资管业务利润贡献呈现下降趋势。截至2022年末，法通集团税前营业利润29.31亿英镑（YoY+10.31%），其中机构养老金、资本投资、资产管理和零售业务在集团的利润占比分别为42.9%、17.4%、11.6%、28.1%。若将零售业务按照原有口径分为LGRR个人养老金业务和保险业务，养老金业务整体营业利润达17.41亿英镑（YoY+15.60%）、在集团占比高达59.4%。由于法通集团注重资产规模小于1亿英镑的中小养老金计划，养老金业务在较高利润贡献的基础上保持增长是集团利润最主要的来源。尽管LGIM是法通业务闭环的核心，但利润贡献持续下滑，2022年受宏观环境影响，税前营业利润3.40亿英镑（YoY-19.43%）、在集团利润占比仅11.6%，较2016年下滑9pct。

◆ 图表18：法通集团税前营业利润构成



◆ 图表19：LGIM税前营业利润



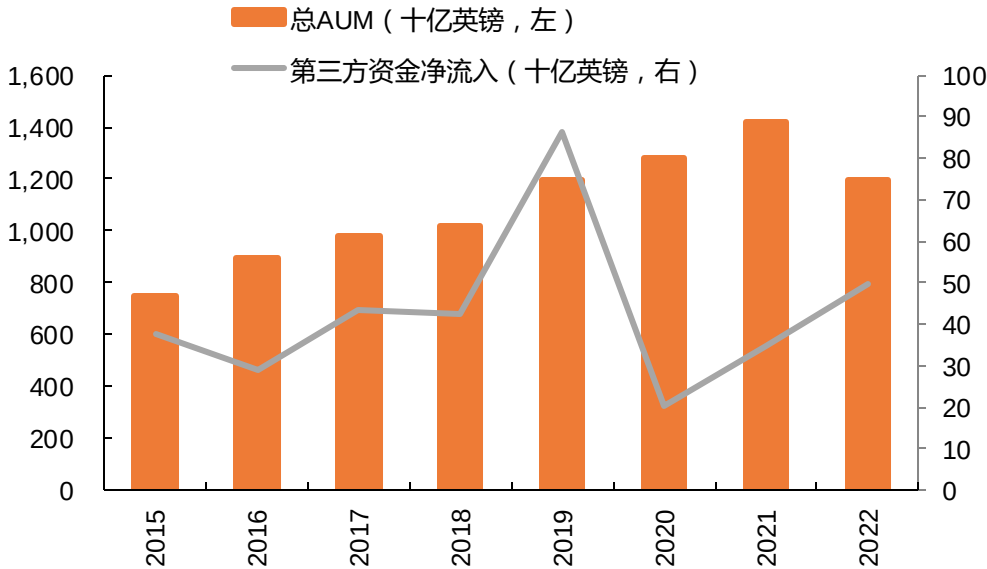
注：公司2022年调整披露口径，将个人养老金业务和保险业务统称为零售业务，在此我们对披露口径再调整，LGR包括LGRI和LGRR。

资料来源：公司年报，平安证券研究所

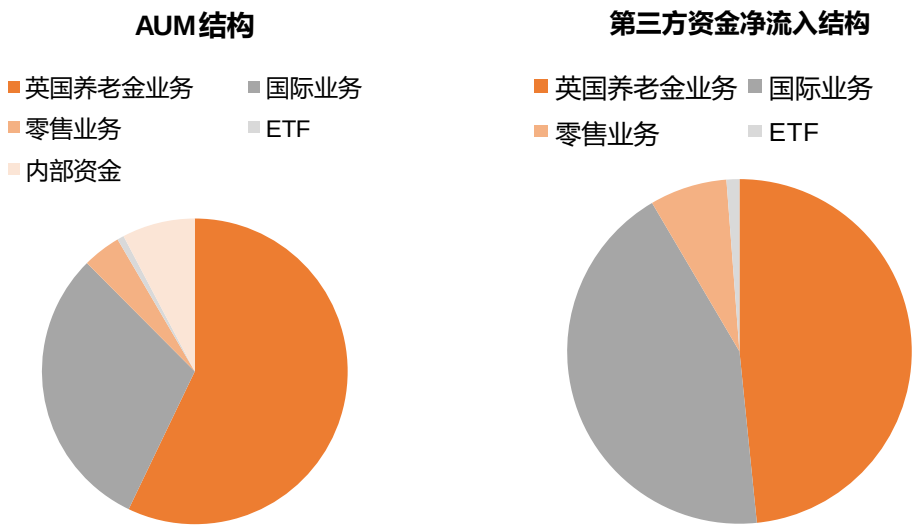
3.3 三方业务注重养老金和国际化，是AUM的主要来源

➤ **LGIM养老金业务与国际化战略助力第三方资金持续保持净流入、AUM规模总体保持较高水平。**2018年以来，LGIM的AUM总体保持在1万亿英镑以上、第三方资金持续净流入——2022年受宏观经济环境和投资承压影响，AUM同比-16%至1.2万亿英镑；但第三方资金净流入规模保持增长，达496亿英镑。由于英国73%的养老金计划资产小于1亿英镑，法通注重发展中小型企业养老金业务；同时注重国际化战略，美国和全球其他国家的养老金业务发展较快。因此，LGIM的AUM增长主要由第三方资金拉动，而第三方资金保持净流入主要由英国养老金和国际业务两大机构投资者驱动——2022年内部资金在AUM中占比仅7.7%，而英国养老金业务和国际业务资金在AUM中分别占比57.1%、30.4%，在第三方净流入资金中分别占比48.4%、43.1%。

◆ 图表20: LGIM的AUM与第三方资金净流入情况



◆ 图表21: 2022年LGIM的AUM与第三方资金净流入结构

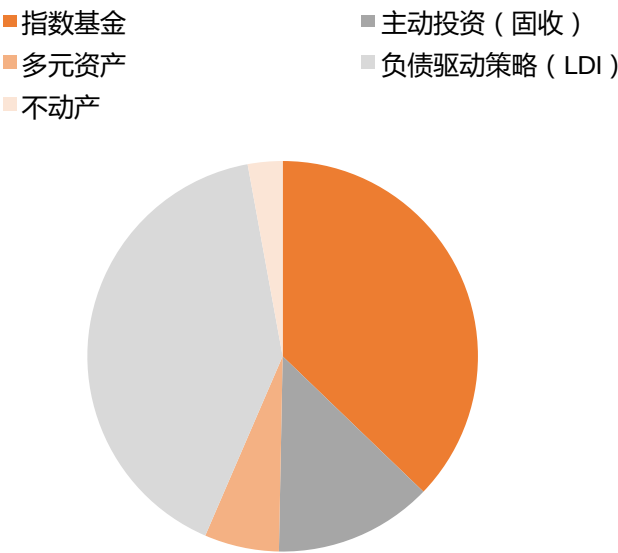


资料来源：公司年报，平安证券研究所

3.4 投资策略多元、被动投资为主，资管业务费率和利润率偏低

- 投资策略多元化，以负债驱动投资为特色。LGIM为全球养老基金、机构客户、主权财富客户、零售客户和集团子公司提供主动和被动型资产管理服务。LGIM主要提供投连型机构养老金、集合投资计划等产品，产品运用的核心策略包括指数型基金、主动投资型固收类基金、负债驱动投资（LDI）、多元资产和不动产。
- 产品偏被动管理风格，资管业务费率和利润率偏低。LGIM的投资策略以指数基金和LDI为主，2022年LDI和指数基金的AUM占比分别40.6%、37.2%。因此，LGIM的投资管理费率和营业利润率整体偏低，近年来管理费率保持在0.08%左右、营业利润率不足0.05%，2022年分别仅0.08%、0.03%。

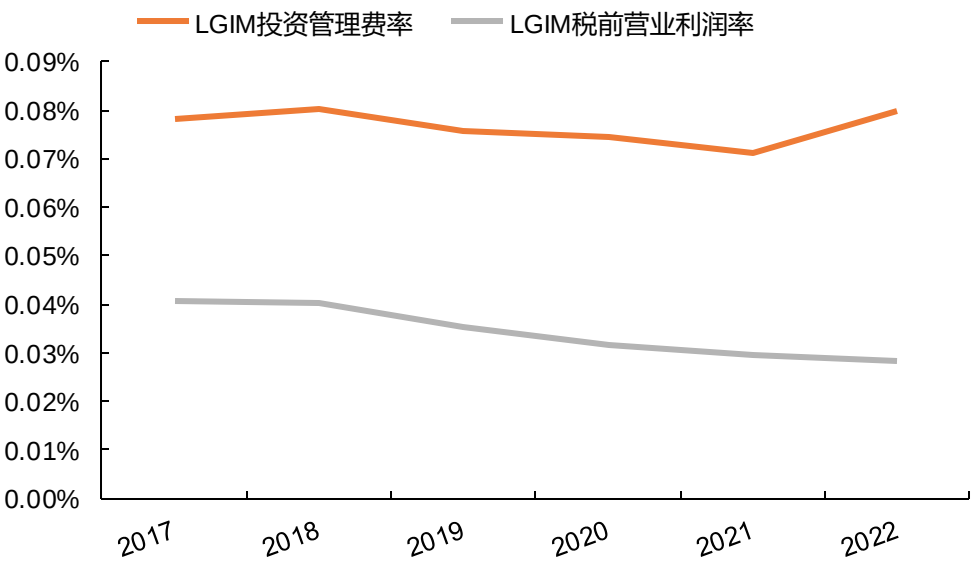
◆ 图表22：2022年LGIM投资策略结构



注：LDI是为降低固定收益养老金计划的风险，将主动或被动的基金投资组合与衍生品相结合。

资料来源：公司官网资料，平安证券研究

◆ 图表23：LGIM管理费率与利润率





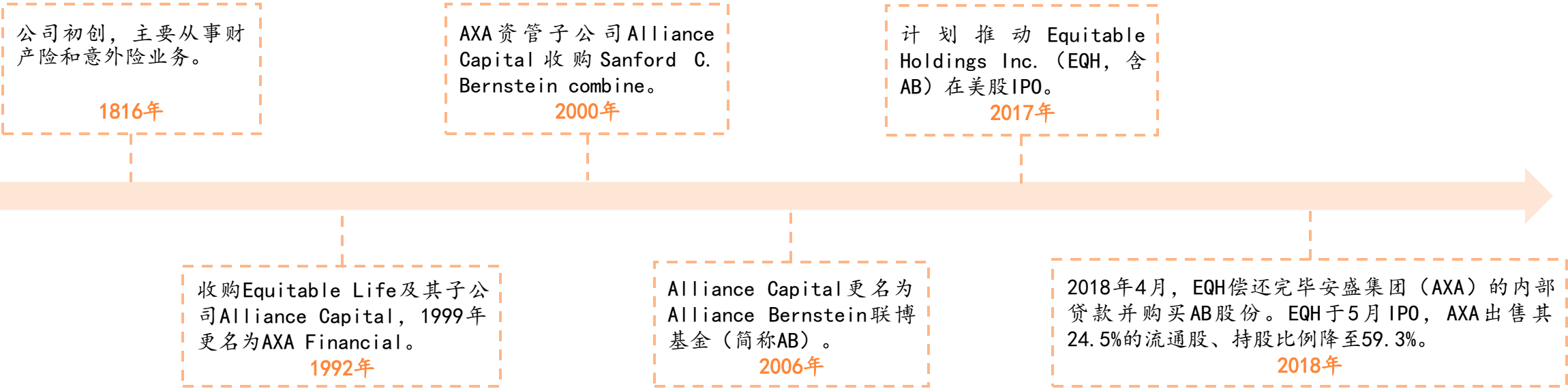
CONTENT 目录

- ① 一、全球资管业概况：规模增长波动，保险系占据一席之地
- ② 二、安联集团：保险资管龙头，第三方业务先驱
- ③ 三、法通集团：养老金机构资金推动三方AUM增长
- ④ 四、安盛集团：险资为主，进行专业化分工管理
- ⑤ 五、经验借鉴：专业化投资管理，内生外延双轮驱动
 - 5.1 险资与三方并重，扩大资产管理规模
 - 5.2 提高投资管理能力，挖掘超额收益
- ⑥ 六、风险提示

4.1 发展概况：以外延并购加速规模扩张，贯彻专业化分工管理

➤ 2019年以前，主要由AXA IM与AB两大资管公司负责。安盛集团主要经营财产险、寿险、健康险和资产管理四项核心业务，创立初期专门从事财产险和意外险业务，此后通过多轮并购实现保险业务版图和规模的扩张。2000年Alliance Capital收购Bernstein、2006年更名为AB，安盛资管业务在2019年以前主要由AXA IM与AB两大资管公司负责。其中，1) AB总部位于美国，AXA持股63.7%，主要为个人投资者、私人（高净值）客户和机构客户提供多元化投资管理和相关服务，也为机构客户提供股票和期权投研服务。2) AXA IM总部位于巴黎，通过共同基金和专项投资组合为机构客户、集团保险子公司（包括传统产品和投连险）和部分通过AXA等渠道购买共同基金的个人投资者提供产品和服务。

◆ 图表24-1：安盛集团主要发展历程（2019年以前资管业务）

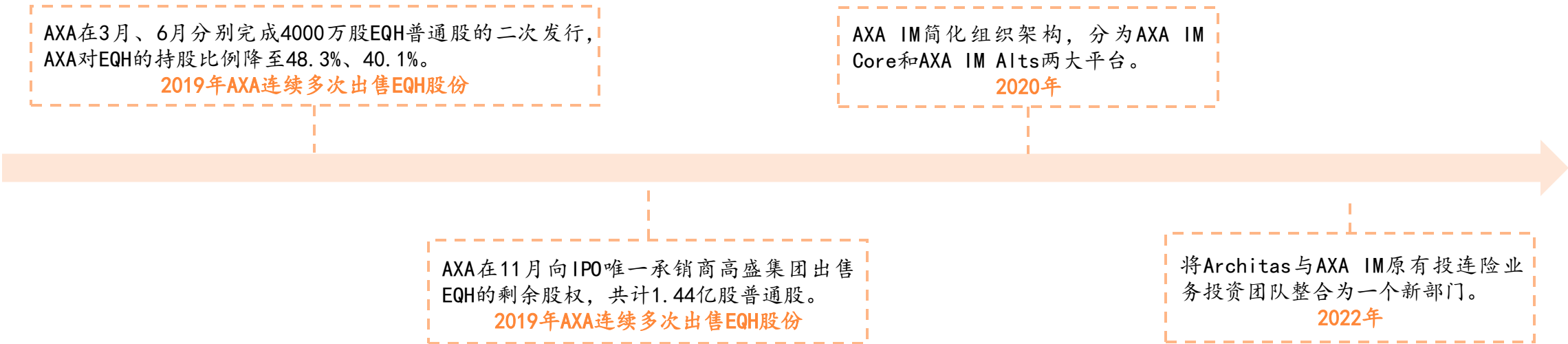


资料来源：公司年报，公司官网，平安证

4.1 发展概况：以外延并购加速规模扩张，贯彻专业化分工管理

- 根据ADV ratings，23Q1安盛集团AUM约1.01万亿美元、排名全球第30，是全球AUM超过万亿美元的六家保险资管机构之一。
- 2019年出售EQH（含AB）剩余股份后，AXA资管业务由AXA IM统筹，下设AXA IM Core和AXA IM Alts两大平台，分别负责传统资产和另类资产投资。AXA IM Core主要投资于固收、股票、多元资产、ETF等传统资产，AXA IM Alts主要投资于房地产、私募债权和另类信贷、私募股权和基础设施、对冲基金等另类资产。此外，Architas是AXA SA旗下一家多元资产管理机构，提供多管理人基金和多元资产基金。为提升投连险业务资产管理能力，2022年AXA IM将Architas与投连险业务投资团队整合为一个新业务部门——AXA IM Architas，也将成为投连险产品的独特分销渠道。

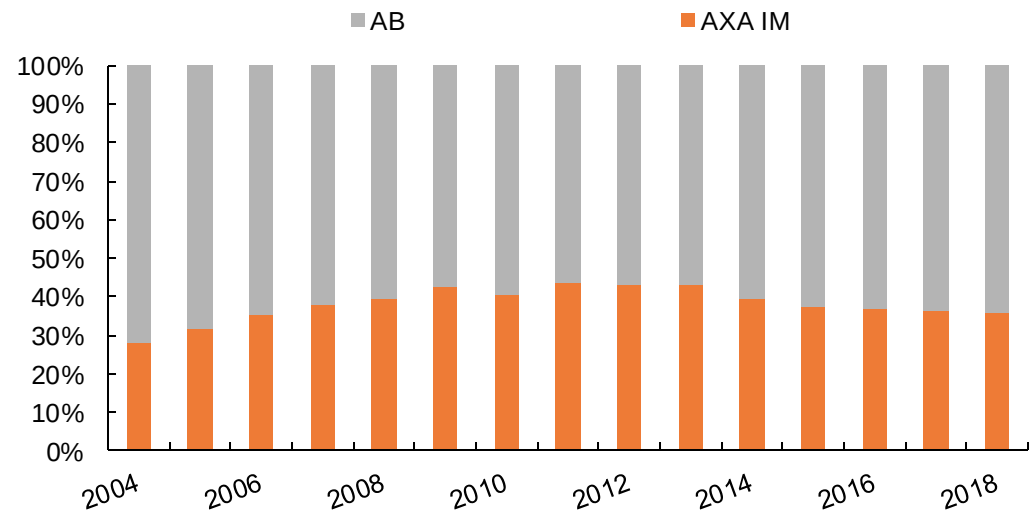
◆ 图表24-2：安盛集团主要发展历程（2019年以后资管业务）



4.2 资管业务收入贡献整体不高，AXA IM贡献近年保持相对稳定

➤ 尽管资管业务是AXA集团的重要战略构成，但收入规模有限、对集团的收入贡献比例有限。1) 在2019年AXA出售EQH（含AB）剩余股份以前，AXA资管业务收入对集团总收入的贡献比例平均约4%，AB是资管业务收入的重要来源。不考虑内部冲销的情况下，2018年AXA资管业务收入43.85亿欧元、在集团收入占比4.26%，其中AB占比64.3%、AXA IM仅35.7%——2018年AXA IM收入15.64亿欧元、在集团收入占比1.52%。2) 在2019年EQH（含AB）出售后，AXA资管业务仅剩AXA IM，大资管业务收入规模和对集团收入贡献比例显著下滑。截至2022年，AXA IM收入15.89亿欧元，在集团收入中占比约1.55%；但近年来AXA IM收入总体呈现增长趋势，但对集团收入贡献比例保持相对稳定（最高约2%、平均约1.5%）。

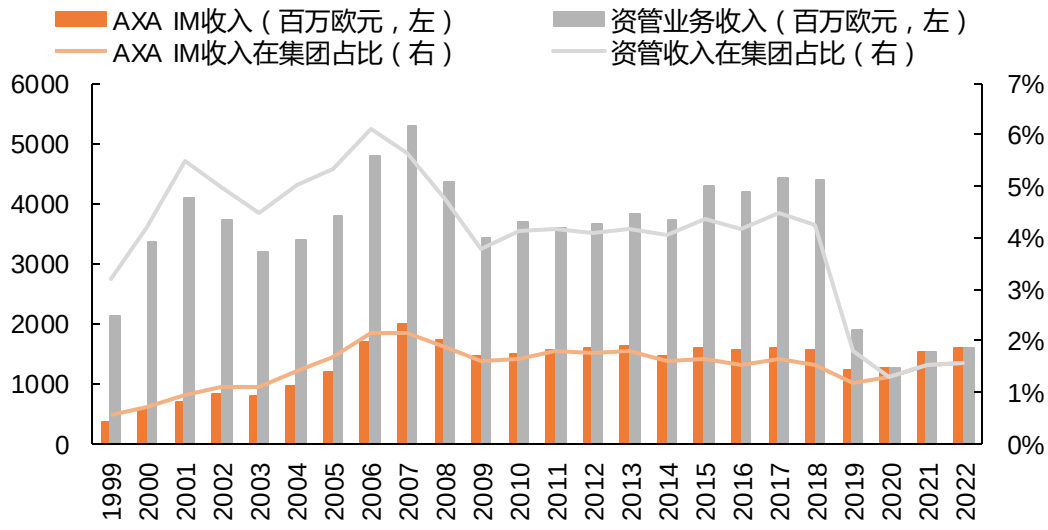
◆ 图表25：AXA资管业务收入构成（2018年以前）



注：不考虑内部冲销；由于年报四舍五入原因，直接相加未必等于披露数据。

资料来源：公司年报，平安证券研究所

◆ 图表26：AXA IM和资管业务收入情况

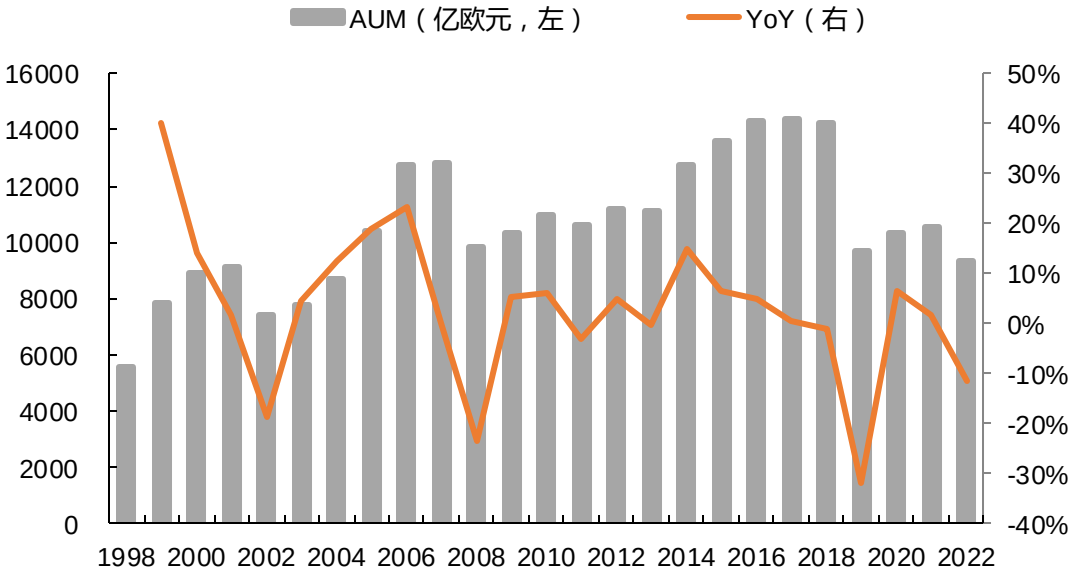


注：2018年以前不考虑内部冲销，2019年末披露内部冲销；2020年起不再持有EQH（含AB）股份，资管业务仅包含AXA IM，不涉及冲销问题。

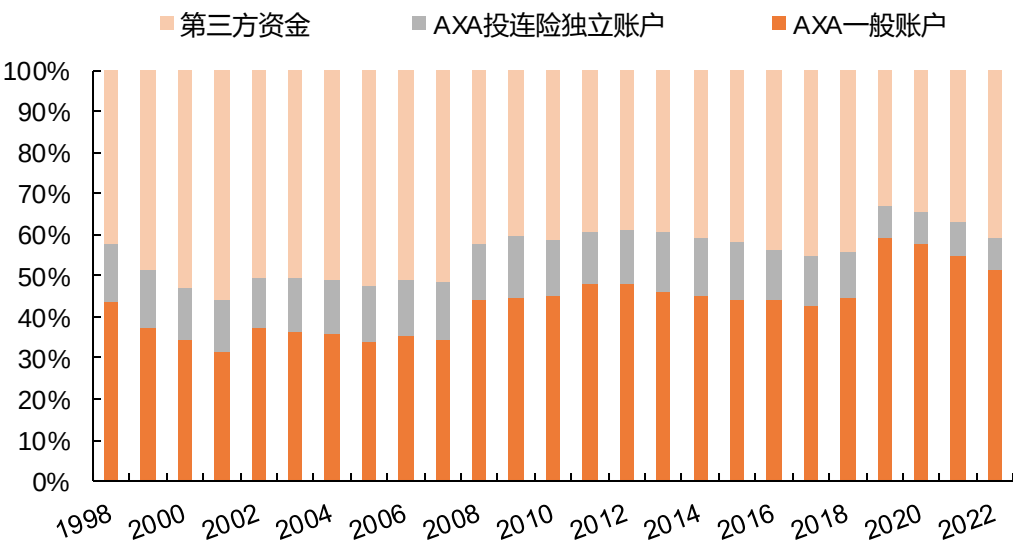
4.3 集团内资金（险资）始终是AUM的主要来源

➤ 险资始终是AXA子公司管理的整体AUM最主要的组成部分，第三方资金AUM占比约40%。截至2022年，AXA子公司管理的整体AUM约9324.74亿欧元（YoY-11.28%），1998-2022年整体AUM的CAGR约2.15%；AXA一般账户、AXA投连险独立账户和第三方资金AUM分别占比51.21%、8.20%、40.59%。具体来看，2002年、2008年和2019年整体AUM规模出现大幅下滑，其中2002年和2008年主要由于宏观经济影响，2019年主要由于AXA出售EQH（含AB）。AB原为AXA重要的投连险独立账户和第三方资金来源，2019年出售后，一般账户、投连险独立账户和第三方资金AUM分别同比-9.10%、-54.64%、-49.11%，导致2019年整体AUM仅9693.60亿欧元（YoY-31.92%），投连险独立账户和第三方资金AUM占比分别同比-3.75pct、-11.17pct。

◆ 图表27：AXA子公司管理的AUM规模及其同比变动



◆ 图表28：AXA子公司管理的AUM构成

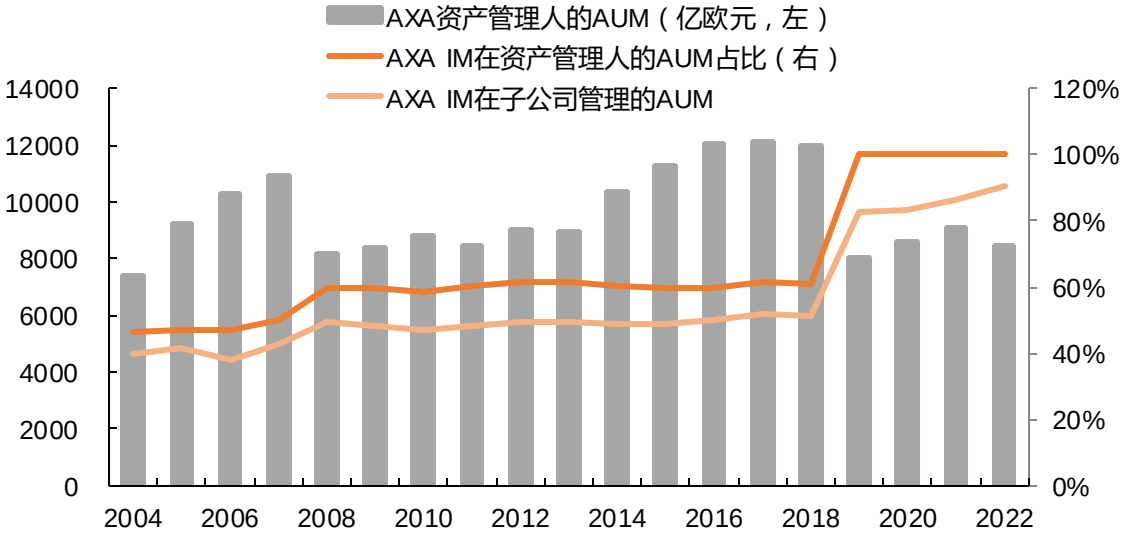


资料来源：公司年报，平安证券研究所

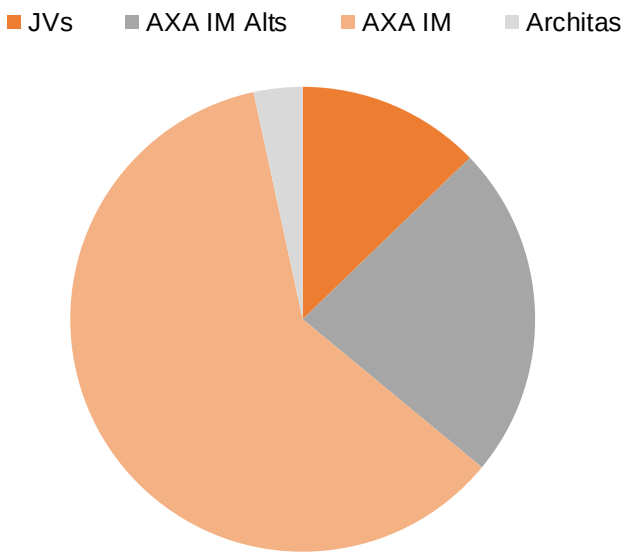
4.4 AXA IM是最重要的资产管理人

- 2019年以前，AXA资管业务主要由AXA IM和AB两大资产管理人分工管理，资产管理人AUM是AXA子公司管理的整体AUM的主要来源。2019年以前，资产管理人AUM是AXA子公司管理的整体AUM中占比约85%左右，其中AXA IM的AUM占比持续提升——截至2018年末，AXA IM的AUM在资产管理人和子公司管理的AUM中分别占比60.99%、51.27%。
- 2019年AXA出售EQH（含AB）后，AXA IM在子公司管理的整体AUM中占比持续提升，以核心资产投资为主。截至2022年，AXA IM的AUM约8450亿欧元，AXA子公司管理的整体AUM中占比90.62%、近年来比例持续提升。从AXA IM的AUM构成来看，AXA IM Core、AXA IM Alts和联合投资分别61.18%、23.43%、12.90%。

◆ 图表29：AXA资产管理人的AUM情况



◆ 图表30：2022年AXA IM的AUM构成



注：2017年和2018年末披露该口径下的AUM，由披露的AB平均AUM和AXA IM年末AUM加总而得。

资料来源：公司年报，平安证券研究所

更多免费行业报告

并购家

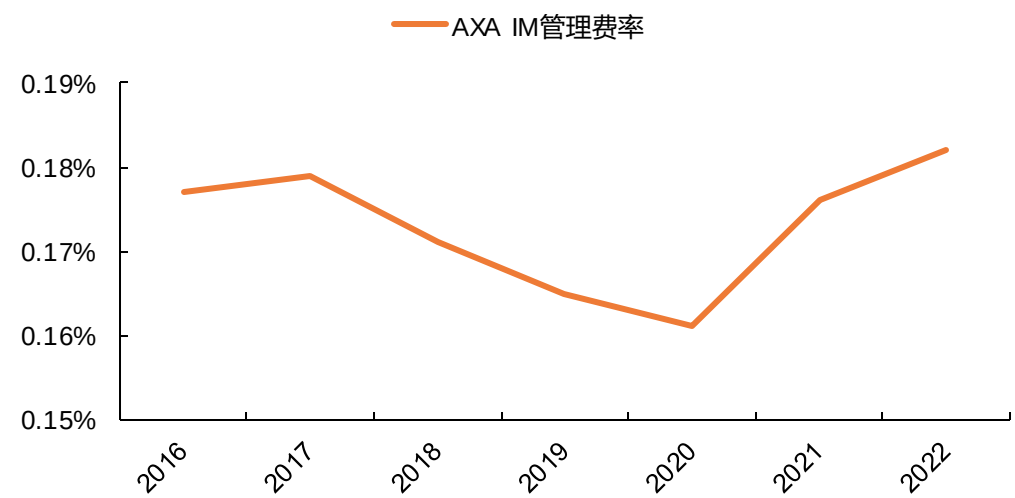
www.ipoipo.cn

证券研究所

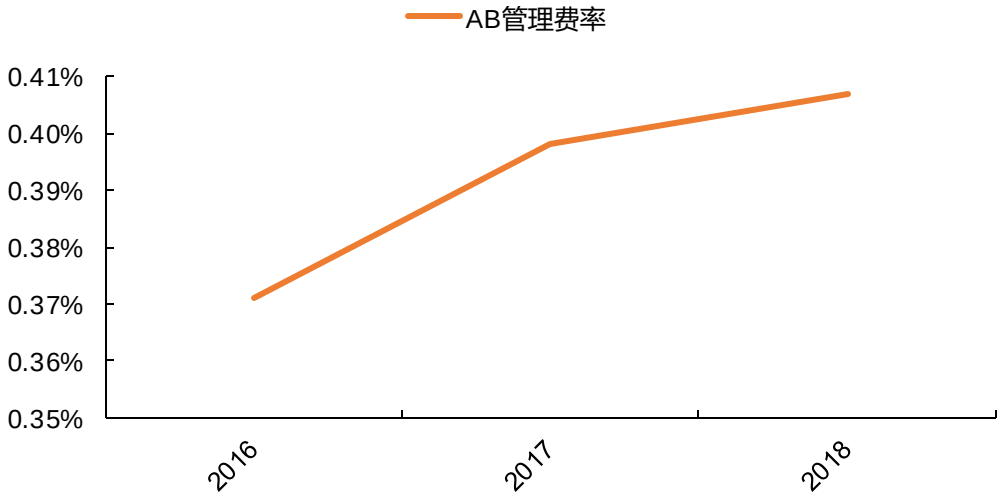
4.5 管理费率分化，AXA IM以险资为主、费率总体不高

➤ AXA从2017年年报开始分AXA IM和AB披露平均AUM和管理费率等信息。2019年出售EQH（含AB）之前，AB管理费率显著高于AXA IM且持续提升，主要由于AB以投连险资金和第三方资金为主、以多元化投资管理服务为主；同时，零售客户和私人客户业务发展较好。由于AXA IM的资金主要来源于集团内部险资，保险资金大类资产配置风格稳健，以固收类资产配置为主、权益类和另类资产配置比例相对不高——截至2022年末，AXA资产配置组合中，固收类资产占比73%、房地产和结构化权益资产占比11%、私募股权占比4%，2016年以来，AXA IM管理费率不超过0.2%；但2020年以来呈现上升趋势、2022年末约0.182%（YoY+0.6bps），主要由于产品组合向权益和另类资产为主的产品转型。

◆ 图表31：AXA IM管理费率



◆ 图表32：AB管理费率





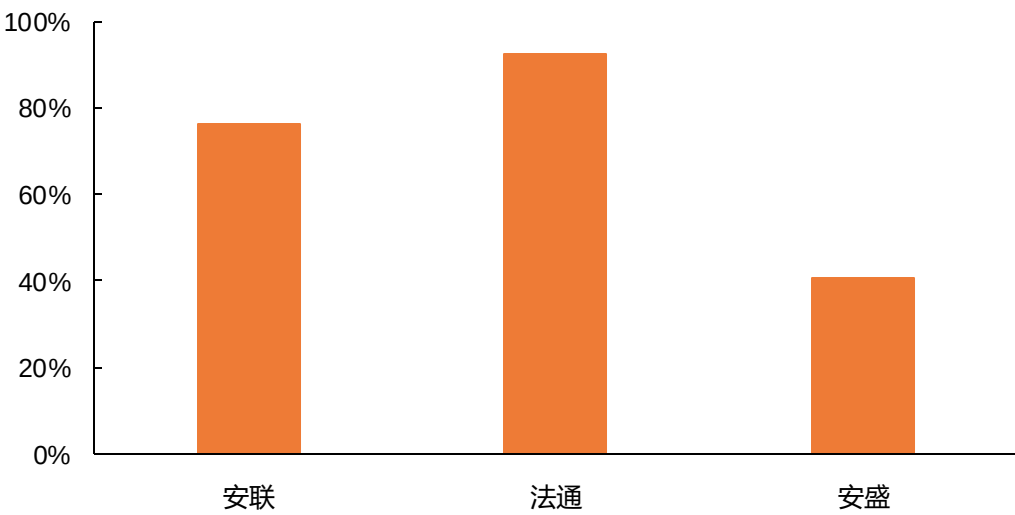
CONTENT 目录

- ① 一、全球资管业概况：规模增长波动，保险系占据一席之地
- ② 二、安联集团：保险资管龙头，第三方业务先驱
- ③ 三、法通集团：养老金机构资金推动三方AUM增长
- ④ 四、安盛集团：险资为主，进行专业化分工管理
- ⑤ 五、经验借鉴：专业化投资管理，内生外延双轮驱动
 - 5.1 险资与三方并重，扩大资产管理规模
 - 5.2 提高投资管理能力，挖掘超额收益
- ⑥ 六、风险提示

5.1 险资与三方并重，扩大资产管理规模

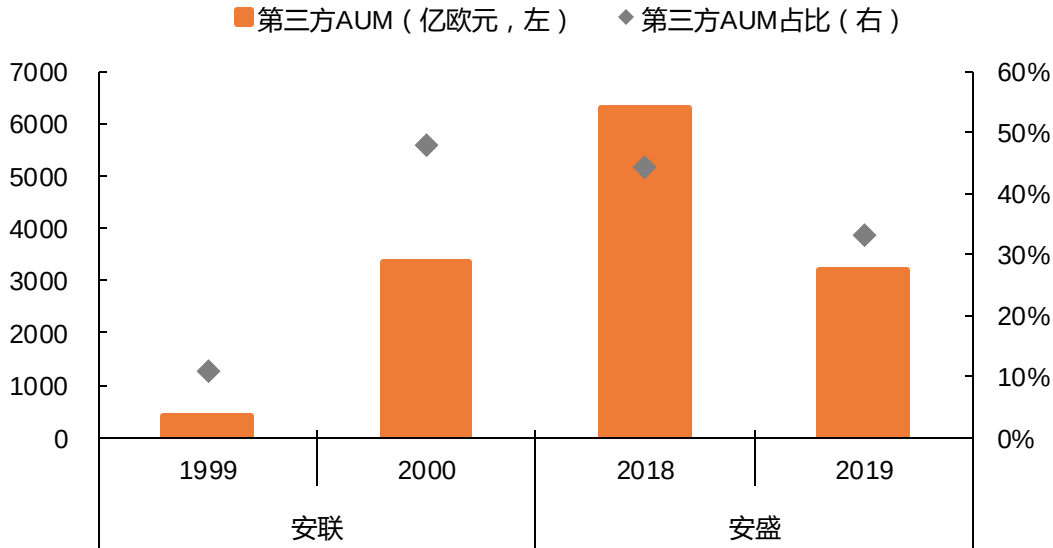
➤ 从安联、法通和安盛集团三家AUM规模较大且具有代表性的头部保险资管机构发展历程来看，一方面充分发挥保险业务规模效应，持续扩大保险主业及保险资金管理规模；另一方面通过着力发展第三方业务来扩充资管AUM规模。安联和安盛通过收购独立资产管理机构、法通集团通过抓住养老金投资细分市场来推动第三方资管业务规模的发展。截至2022年末，安联、法通和安盛集团AUM中第三方资金占比分别达76.37%、92.28%、40.59%。其中，安联2000年收购PIMCO，第三方AUM从1999年的规模422亿欧元、占比11%，增至2000年的3360亿欧元、48%；安盛2000年收购Bernstein、2019年出售，但AUM以险资为主、且有子公司经营三方，降幅不大——第三方AUM从2018年的规模6298亿欧元、占比44%，降至2019年的3205亿欧元、33%。

◆ 图表33：2022年安联、法通和安盛集团第三方AUM占比



资料来源：公司年报，平安证券研究所

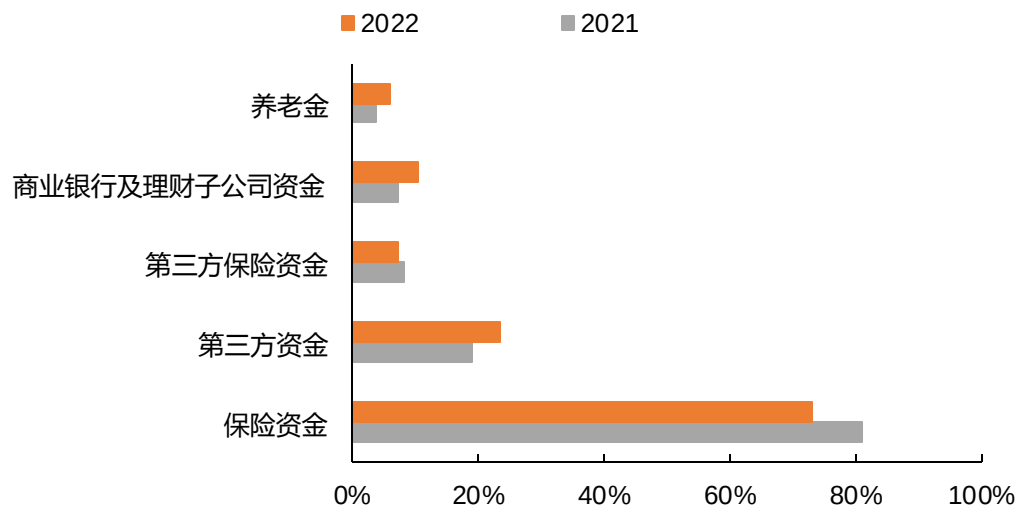
◆ 图表34：安联和安盛集团第三方AUM变化



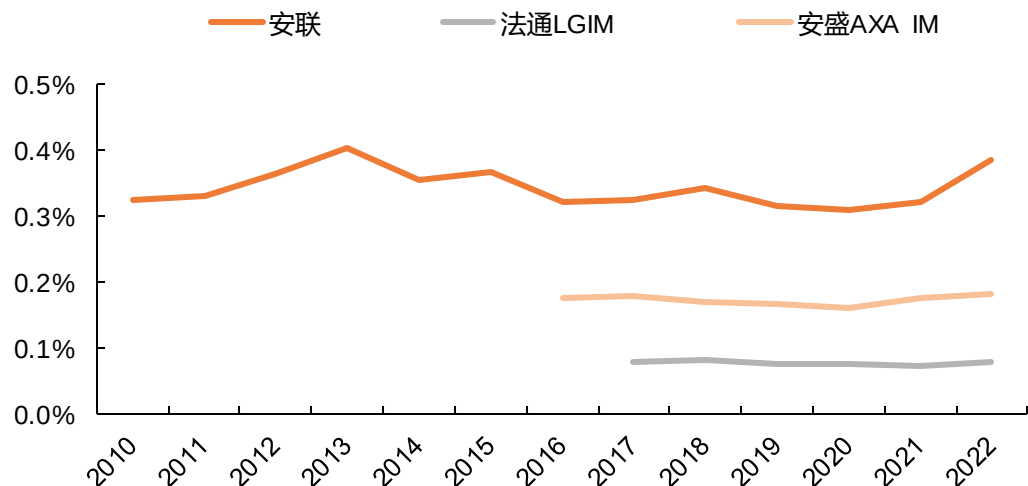
5.1 险资与三方并重，扩大资产管理规模

➤ 我国保险资管资金以险资为主，第三方资金主要来源于保险、银行和养老金等长期、稳健的资金。除借鉴法通经验、进一步发展养老金等机构业务外，也应加快零售业务发展和主动管理转型，进而提升AUM规模、资管业务管理费率和收入贡献。截至2022年末，我国保险资管全口径AUM规模24.52万亿元，业务收入（包括管理费、投顾和财顾等咨询费）仅274亿元、预计费用率仅约0.11%。从资金来源看，系统内保险资金在全口径保险资管AUM中占比72.88%；第三方资金占比23.45%（包括第三方保险资金7.34%、银行资金10.32%和养老金5.79%）。海外保险资管第三方业务以机构客户为主，但由于投资策略的差异，安联、法通和安盛的管理费率分化明显——分别约0.3%、0.08%、0.2%。其中，安联第三方业务以PIMCO的主动管理为主、费率最高，法通第三方业务以养老金为主，负债驱动策略、费率最低。

◆ 图表35：中国保险资管AUM资金来源构成



◆ 图表36：安联、法通和安盛集团管理费率对比



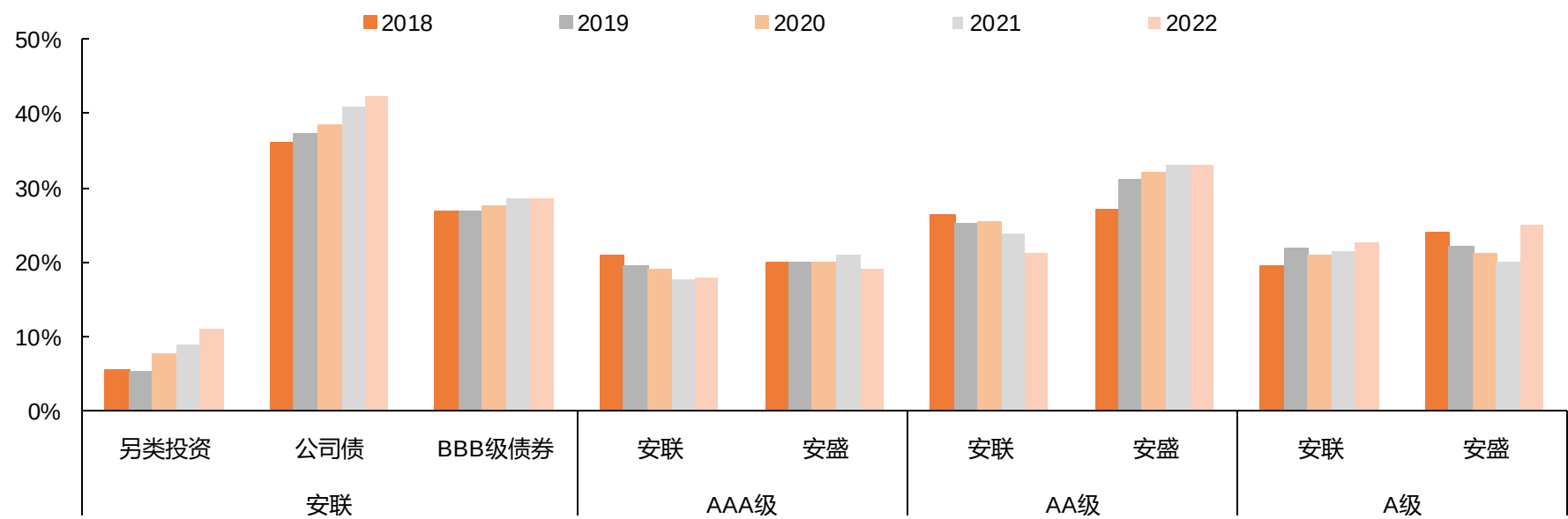
注：各资金来源的AUM占比=各资金来源的AUM/全口径保险资管AUM，与中国保险资产管理业协会披露数据计算方式或有差异、因此不完全相等。

资料来源：中国保险资产管理业协会，平

5.2 提高投资管理能力，挖掘超额收益

➤ 在利率下行背景下，头部保险资管机构通过加大另类投资和适当信用下沉来获得一定超额收益。安联、法通、安盛的资产配置总体以固收类资产为主。近年来，安联适当增加另类资产和公司债投资，2022年分别占比11%、42%。同时，通过在风险可控范围内的债券信用下沉来获得一定风险溢价——从债券等级来看，安联AAA、AA级债券占比下降，A、BBB级占比提升；安盛AAA级债券占比下降，AA级占比提升、A级占比先降后升。另类资产久期较长、产品丰富，优质另类资产可以提供长期稳定的投资回报；债券投资相对稳健，品种调整优化将带来收益率的改善。在满足风控要求的基础上，我国未来在另类资产和公司债投资方面，可以围绕优质信用主体这一核心，适当放宽底层资产准入标准，通过适当信用下沉来获得超额收益。

◆ 图表37：加大另类投资，适当信用下沉

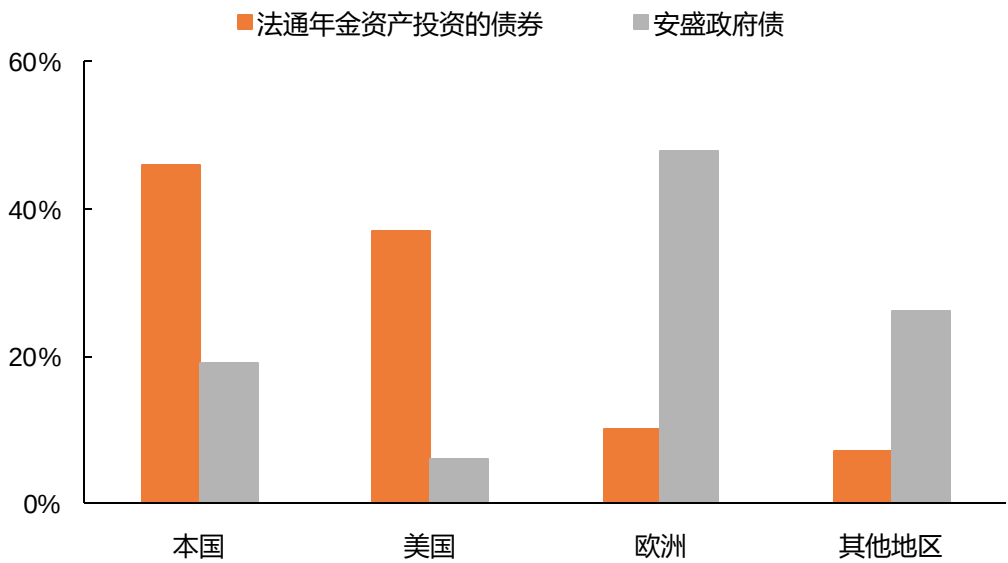


资料来源：公司年报，平安证券研究所

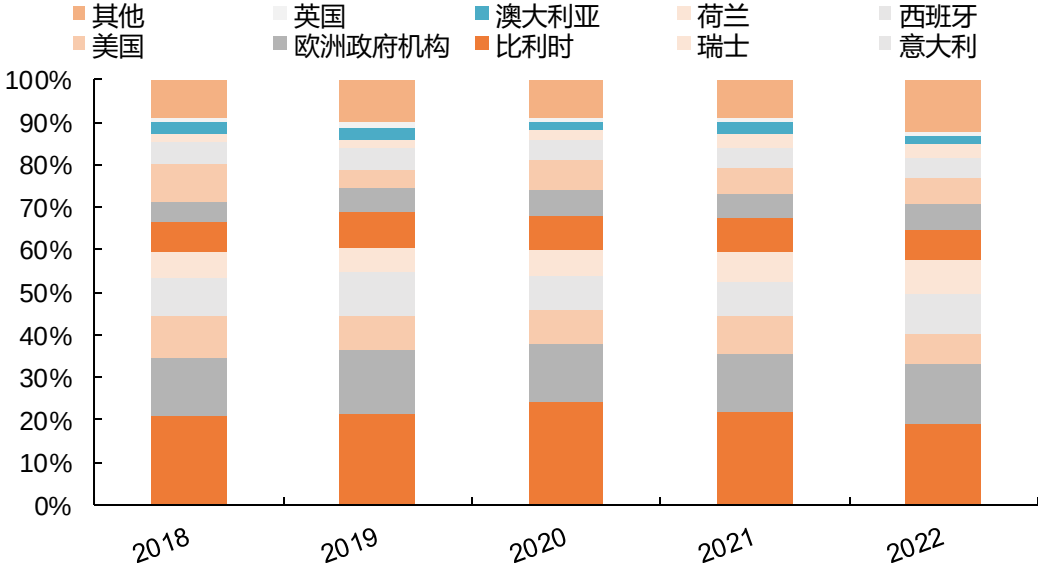
5.2 提高投资管理能力，挖掘超额收益

➤ 关注全球化资产配置，提升投资收益率、规避单一经济体的系统性风险。根据我们此前的系列报告，中国台湾地区和日本在利率下行周期通过加大境外债券投资，促使险资长期收益率保持在平均约4%的水平。一方面，优质境外债券收益率高、风险可控，可以有效提升投资收益率；另一方面，全球化资产配置有利于规避单一经济体的系统性风险。欧洲头部保险资管机构也类似，法通和安盛的债券投资主要分布于发达国家和地区，除本国债券外，对美国、欧洲、日本等国家和地区的债券配置比例也较高，呈现出明显的全球化配置特征。我国险资海外投资受到外汇等有关限制，未来或可通过在海外设立子公司的方式，实现部分海外保险业务资金的全球配置、丰富险资大类资产配置。

◆ 图表38：2022年法通和安盛的债券分布（按国家）



◆ 图表39：AXA政府债券分布（按国家）



资料来源：公司年报，公司官网材料，平



CONTENT 目录

- ① 一、全球资管业概况：规模增长波动，保险系占据一席之地
- ② 二、安联集团：保险资管龙头，第三方业务先驱
- ③ 三、法通集团：养老金机构资金推动三方AUM增长
- ④ 四、安盛集团：险资为主，进行专业化分工管理
- ⑤ 五、经验借鉴：专业化投资管理，内生外延双轮驱动
 - 5.1 险资与三方并重，扩大资产管理规模
 - 5.2 提高投资管理能力，挖掘超额收益
- ⑥ 六、风险提示

6 风险提示

- 1、权益市场大幅波动， β 属性导致板块行情波动加剧。
- 2、全球经济周期波动和汇率波动加剧，宏观经济恢复不及预期，信用债投资等风险增加。
- 3、长期利率超预期下行，到期资产与新增资产配置承压。
- 4、2016年前后配置的非标资产批量到期，当前优质非标资产供给有限，存在再配置缺口。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

分析师声明及风险提示：

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。
市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券研究所 金融&金融科技研究团队

分析师	邮箱	资格类型	资格编号
王维逸	WANGWEIYI059@pingan.com.cn	证券投资咨询	S1060520040001
袁喆奇	YUANZHEQI052@pingan.com.cn	证券投资咨询	S1060520080003
李冰婷	LIBINGTING419@pingan.com.cn	证券投资咨询	S1060520040002
研究助理	邮箱	资格类型	资格编号
韦霁雯	WEIJIWEN854@pingan.com.cn	一般证券业务	S1060122070023
许 淼	XUMIAO533@pingan.com.cn	一般证券业务	S1060123020012