



Research and
Development Center

第三方业务加速保险资管向财富管理转型

保险行业

2021年05月09日

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

行业名称 保险行业

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: +86 (010) 83326877

邮箱: Wangfangzhao@cindasc.com

朱丁宁 研究助理

邮箱: zhudingning@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

第三方业务加速保险资管向财富管理转型

2021年05月09日

本期内容提要:

- **向财富管理转型有望成为保险资管行业下一个风口。**我国保险资管发展较为缓慢,过去保险资管多以管理自有保险资金为主,资产管理产品存续规模仅3.43万亿元(截止2020年6月),比起保险资产管理总规模的18.11万亿元具备较大提升空间。保险资管新规的推出为行业拓展了个人高净值客户和养老金资金来源,为保险资管向财富管理转型带来了机遇,推动第三方业务的发展。截止2019年,保险资管行业第三方资产管理总规模约4.72万亿,占行业管理资产规模(18.11万亿)的26%,占比较2018年提升3.14ppts,但远低于海外保险巨头(安联占比超过70%)。在老龄化加剧、个人财富积聚且财富传承和保值增值的意识逐步提升的背景下,来自养老金等第三方保险金规模以及高净值人群资产管理规模占比有望持续增长。此外,保险资管机构具有来自母公司强大的销售队伍和客户资源,更广的投资范围和灵活的投资策略,较强的产品创设能力,长期以来对大规模长久期资金的运作能力使其较其他资管机构具备差异化竞争优势,未来将与这些机构在财富管理领域开展正面角逐。
- **海外保险集团通过并购做大业务和资产管理组织机构,同时大力发展第三方业务提升规模和盈利水平。**安联集团通过1999-2001年并购多家专业资产管理机构,实现规模从230亿欧元到6200亿欧元的飞速突破。同样,安盛集团不仅通过收购兼并同业扩充业务体系,从原来的火险、财产险拓展到寿险、财险、再保险等较为完善的业务体系,另外还通过收购Equitable Life间接持有Alliance Bernstein收购以及AXA IM收购美盛股票投资和量化先驱罗森博格股票投资团队壮大资产管理业务,并实行专业化分工的投资管理模式,提升集团综合多元服务能力。此外,安联大力发展第三方业务(占资产总规模的比重超过70%),目前已成为主要收入和利润来源(2020年利润占比为26.5%)。2018年安盛第三方资产管理规模占总规模的44%,利润占比为8.8%。此外,国际顶尖保险公司都具备强大的全球资产配置能力,实现长期稳定收益。安盛在欧洲、北美、亚洲等19个国家设有分支,安盛控股的AB公司投资于美国市场以外的资产占比超过50%。
- **四大因素带来保险资管市场发展机遇。**我们认为,未来保险资管市场将迎来重大发展机遇,主要因为**1)居民财富向金融资产转移,储蓄养老向投资养老转变空间大:**高净值人群财富增长、资管新规引导金融资产配置、老龄化加剧将带来保险购买力和购买意愿的提升。另外,储蓄养老转投资养老空间大,将为养老资产带来10万亿元资金流入(假设储蓄存款的10%)。**2)权益市场配比增加将提升投资收益水平,为大规模养老金入市提供基础,****3)保险资管新规拓展个人高净值客户和养老金资金来源,为第三方业务蓄力:**2020年3月保险资管新规落地,明确了保险资管产品可面向合格个人投资者非公开发行(原来必须是机构投资者),销售渠道拓宽至所有金融机构,同时合格投资者范

围扩大至养老金，助推保险资管第三方资产规模的提升；**4) 保险资管独有的优势助力其发展：**注重短期及长期收益的平衡、集团协同、更广的投资范围以及更灵活的产品设计等优势，将提高保险资管机构角逐财富管理市场的竞争力，实现差异化竞争。

- **投资建议：**借鉴海外经验，我国保险资管机构有望通过发展第三方业务扩大资产管理规模，把握个人财富管理和养老金的机遇。个人业务方面，私人财富持续增长、保险保障和财富增值需求提升、销售渠道拓宽均为零售业务发展提供了基础。同时储蓄养老转投资养老将带来大规模增量保险资金。机构业务方面，保险资金多年来积累的大规模、长周期、收益稳健的投资理念在承接养老金、企业年金等资金上具备天然优势，能够抗住经济周期，实现长期稳健回报。另外，权益市场配比的增加将提升投资收益水平，为大规模养老金入市铺路。未来我国保险资管机构将主要在品牌、渠道资源优势、卓越财富顾问团队、产品创设能力、风险管控能力、数字化运营、强大投研能力等方面开展角逐，大型险企优势明显。我们推荐第三方业务占比（44%）最高且养老产业布局领先的中国太保，以及财富管理战略和部署明确、第三方业务快速增长的新华保险。
- **风险因素：**利率持续下行；权益市场波动加剧；第三方业务拓展低于预期；海外投资受限。

目 录

一、我国保险资管发展历程及现状.....	7
(一) 我国保险资管发展历程.....	7
(二) 现状：我国保险资管行业向财富管理转型有望提速.....	8
(三) 保险资金运用范围逐步拓宽.....	13
(四) 保险资管新规政策落地，保险资管角逐个人财富管理和养老金市场.....	15
二、海外保险资管巨头经验.....	16
(一) 安联集团——通过外延式并购和第三方业务壮大资产管理规模.....	16
(二) 安盛集团——结合外延式扩张和专业化投资管理模式.....	23
三、国内案例：新华保险.....	28
(一) 战略定位.....	28
(二) 实施情况.....	28
(三) 新华优势.....	30
(四) 未来展望.....	30
四、未来发展机遇.....	31
(一) 居民财富向金融资产转移，储蓄养老向投资养老转变空间大.....	31
(二) 权益资产配置提升投资收益水平，助力养老金加快入市.....	32
(三) 保险资管新规落地拓展零售业务和养老金账户投资，第三方业务发展迎来新机遇.....	34
(四) 保险资管较其他资管机构的差异化优势突出.....	35
五、投资建议.....	35
风险因素.....	36

表 目 录

表 1: 保险资管行业发展不同时期重大政策.....	7
表 2: 保险行业第三方资产管理规模（亿元）.....	10
表 3: 保险资金投资范围.....	13
表 4: 保险资金投资范围放开.....	14
表 5: 保险资管新规要点.....	15
表 6: 2019 年全球资产管理公司规模排名.....	16
表 7: 安联资产管理第三方业务分类.....	19
表 8: 安盛集团发展历程.....	23
表 9: AXA 集团两大资产管理子/孙公司概况（2018 年）.....	25

图 目 录

图 1: 保险资产管理规模（万亿元）及增长率.....	8
图 2: 各类资管产品余额（万亿元）.....	8
图 3: 保险资管产品注册规模（亿元）不断上升.....	8
图 4: 保险资管产品注册规模（十亿元）及数量.....	8
图 5: 保险资产管理机构数量.....	9
图 6: 平安资产的资管产品介绍.....	9
图 7: 2019 年部分保险资产管理机构净利润（亿元）.....	9
图 8: 2019 保险资管公司业务结构.....	10
图 9: 2019 年保险资管公司资金来源结构.....	10
图 10: 第三方资金占比增长.....	10
图 11: 2019 年保险资管机构对母公司利润贡献.....	11
图 12: 2018 和 2019 年末保险资管机构产品存续情况（亿元）.....	11
图 13: 固定收益类和基础设施债权计划规模居前（亿元）.....	11
图 14: 保险资管产品资金来源（亿元）.....	12
图 15: 2019 年保险资管机构投资资产构成.....	12

图 16: 2018-2019 年投资产品规模增速	12
图 17: 保险资金资产配置比例 (%)	13
图 18: 2001-2019 保险资金运用平均收益率	13
图 19: 安联资产管理大事记	17
图 20: 安联资产管理公司收入结构	17
图 21: 安联资产管理公司利润结构	17
图 22: 安联资产管理业务 ROE 较高	18
图 23: 安联资产管理公司资产规模	18
图 24: 安联资产管理公司资产结构	18
图 25: PIMCO 和 AllianzGI 第三方资产管理规模 (十亿欧元)	19
图 26: PIMCO 和 AllianzGI 第三方资产管理规模占比	19
图 27: 安联第三方资产管理区域分布	19
图 28: 机构和零售客户占比	20
图 29: 安联投研体系	20
图 30: PIMCO 自上而下投资流程	21
图 31: 三年期滚动投资成功率 (%)	21
图 32: PIMCO 三年滚动投资成功率	22
图 33: AllianzGI 三年滚动投资成功率	22
图 34: 安联集团资产配置结构	22
图 35: 安联集团保险资产配置结构 (2020)	22
图 36: 安联集团第三方资产配置	23
图 37: 安联集团固收类资产评级 (2020)	23
图 38: 安联集团固定收益类期限结构 (2020)	23
图 39: 安盛集团收入区域分布 (2018)	24
图 40: 安盛集团利润区域分布	24
图 41: 安盛集团收入结构	25
图 42: 安盛集团利润结构	25
图 43: AXA 集团资产管理规模及分部占比 (单位: 百万欧元)	26
图 44: 安盛集团资产第三方规模及占比 (单位: 百万欧元)	26
图 45: 安盛 AB 管理资产第三方占比 (2016 年)	26
图 46: AB 和 AXA IM 管理收入贡献 (单位: 百万欧元)	26
图 47: AB 和 AXA IM 利润贡献 (单位: 百万欧元)	26
图 48: 安盛集团第三方资产管理客户结构 (2017 年)	27
图 49: 安盛 AB 客户来源占比 (按资产规模分)	27
图 50: 安盛集团投资资产占比	27
图 51: 安盛 AB 提供投资服务占比	27
图 52: 安盛集团固收类资产评级 (2018)	27
图 53: 一体两翼+科技赋能	28
图 54: 资产负债双轮驱动, 打造统一融合的财富管理平台	29
图 55: 保险资管产品 (境内)	29
图 56: 保险资管产品 (境外)	29
图 57: 投资收益率	30
图 58: 新华资产配置	30
图 59: 新华财富管理发展路线	31
图 60: 高净值人群(可投资资产超过 1000 万)可投资资产占比提升 (万亿元)	31
图 61: 金融资产占比稳步提升 (亿元)	31

图 62: 高净值个人可投资金融资产总额 (万亿)	32
图 63: 中国个人金融资产结构	32
图 64: 美国居民资产配置 (%)	32
图 65: DC 投资资产结构	33
图 66: DC 投资收益率	33
图 67: 社保基金投资收益率 vs 权益投资收益率 (%)	33
图 68: 社保基金投资资产结构	33

一、我国保险资管发展历程及现状

(一) 我国保险资管发展历程

起步期 (2003-2011): 投资渠道放开

2003年,我国第一家保险资产管理公司成立,标志保险资管行业市场化、集中化、专业化运作开启。股票、QDII、企业债、私募股权、另类投资等投资渠道逐步放开,多项政策同期发布,施行“开放渠道”和“严加管控”的政策方针。因一系列金融衍生品导致的08年金融危机,减缓了保险资金投资渠道开发的步伐,进一步提高了监管对保险资金运用的管控。

改革期 (2012-2015): 市场化改革

金融危机后,面对我国保险资金运用效益低下,自主发展动力不足等,与我国金融市场发展不相匹配等原因,保险资管行业开启了市场化改革。在进一步拓展资金投资渠道的同时,通过一系列文件规范保险资管机构的运营和产品设计。这一阶段,更多决策权、风险责任承担交给保险资管机构,通过“放开前端,管住后端”管控风险。

强监管期 (2016-2018): 乱象整治

该阶段的标志性事件为原保监会2016年发布《关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》,要求各保险资管公司清理规范银行存款通道等业务,对前期机构违规行为进行打击,防范风险、弥补短板、防止部分保险资管机构激进经营和激进投资。2017年,原保监会发布1+4系列文件,进一步明确金融安全,强化监管力度。该阶段,保险业十三五规划纲要发布,同时保险资金监管明显加强,市场逐渐进入规范化、稳定化的发展期。

快速发展期 (2018年下半年起):

在上市公司股权质押风险凸显的大背景下,2018年10月,银保监会下发《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》,允许保险资产管理公司设立专项产品。随后进一步推出了股权投资管理办法、关联交易办法、资管产品管理办法等一系列法律法规,并鼓励保险资管机构的设立。2020年,银保监会下发“1+3”系列文件,保险资管行业进入快速发展期。

表 1: 保险资管行业发展不同时期重大政策

	相关政策
起步期 (2003-2011)	《保险机构投资者股票投资者管理暂行办法》(2004) 《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》(2006) 《关于保险机构投资者商业银行股权的通知》(2006) 《保险资金投资股权暂行办法》(2010) 《保险资金投资不动产暂行办法》(2010)
改革期 (2012-2015)	《基础设施债权投资计划管理暂行规定》(2012) 《关于保险资金投资有关金融产品的通知》(2012) 《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》(2012) 《保险资金参与股指期货交易规定》(2012) 《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》(2013) 《关于保险资金投资创业板上市公司股票等有关问题的通知》(2014) 《中国保险业发展十三五规划纲要》(2016)
强监管期 (2016-2018)	《关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》(2016) 《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》(2016) 《关于进一步加强保险监管维护保险业稳定健康发展》及《关于进一步加强保险业风险防范工作的通知》等“1+4”系列文件(2017) 《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》(2017)
快速发展期 (2018年下半年起)	《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》(2018) 《保险资金投资股权管理办法(征求意见稿)》(2018) 《关于印发保险公司关联交易管理办法的通知》(2018) 《保险资产负债管理监管暂行办法》(2019)

《保险资产管理产品管理暂行办法》及三类产品实施细则等“1+3”系列文件（2020）
 《保险资金参与金融衍生品交易办法》（2020）

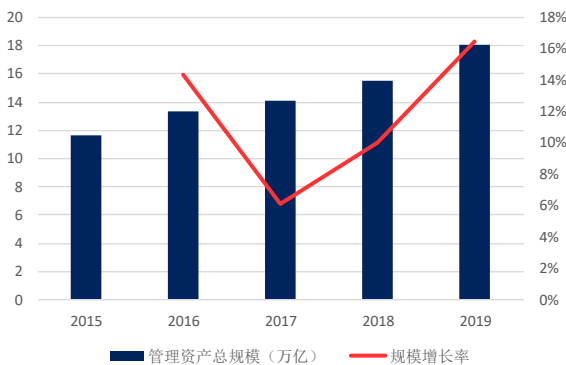
资料来源：银保监会，信达证券研发中心

（二）现状：我国保险资管行业向财富管理转型有望提速

1、保险资管产品规模提升空间大

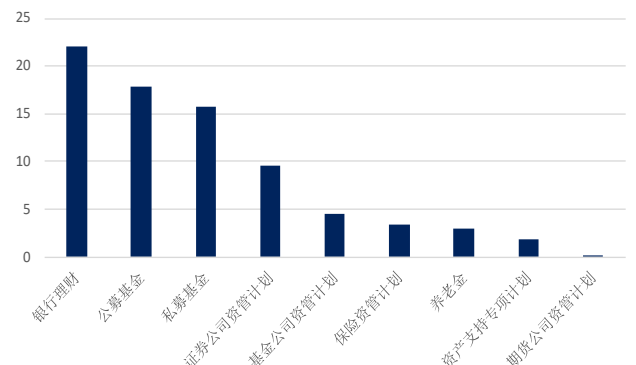
保险资管产品余额相比管理总资产规模较低。根据中国保险资产管理业协会发布的《2019-2020年保险资管业综合调研数据》显示，截止至2019年底，保险资产管理业管理的总资产规模达到18.11万亿元，同比增长16.5%。根据银保监会2020年6月发布的数据显示，截至月末，保险资产管理产品存续规模仅3.43万亿元，而同月银行理财规模约22.10亿元，公募基金规模为17.80万亿元，私募基金规模15.82万亿元，证券公司资管计划及基金公司资管计划分别为9.50万亿元及4.46万亿元。保险资产管理产品规模仍较低，市场产品规模提升空间较大。

图 1：保险资产管理规模（万亿元）及增长率



资料来源：《2019-2020年保险资管业综合调研》，信达证券研发中心

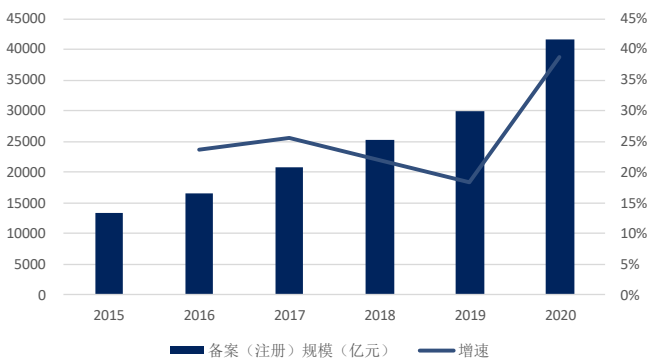
图 2：各类资管产品余额（万亿元）



资料来源：中国银行业协会，中国证券投资基金业协会，中国保险资产管理业协会，信达证券研发中心

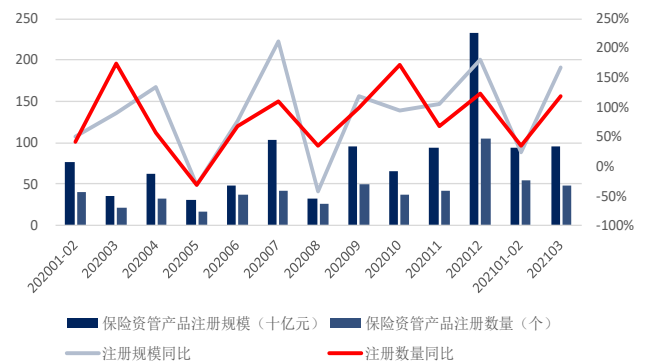
保险资管产品注册规模不断上升，新规落地后产品备案数大幅增加。中国保险资产管理业协会产品注册登记数据显示，各家保险管理机构及保险私募基金管理人共登记（注册）的产品规模，从2015年的1.3万亿上升至2020年的4.2万亿，年复合增长为25.5%，其中2020年增长速度最快，达到39%。2020年7月保险资管新规落地当月保险资管产品注册规模突破1000亿元，同比增长211%；注册产品数量为42个，同比增长110%。自新规落地起，保险资管产品注册规模及数量大幅上升，同比增速大多保持在50%以上。

图 3：保险资管产品注册规模（亿元）不断上升



资料来源：中国保险资产管理业协会，信达证券研发中心

图 4：保险资管产品注册规模（十亿元）及数量



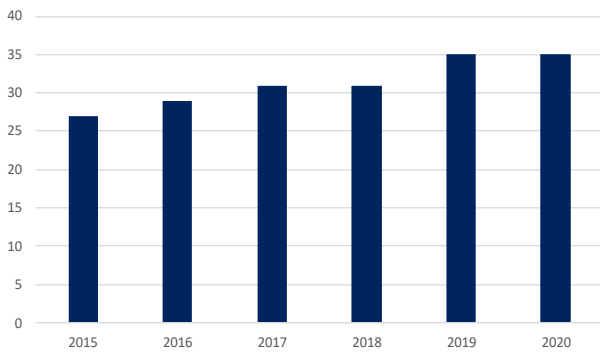
资料来源：中国保险资产管理业协会，信达证券研发中心

机构数量稳步增加，各资管公司已经形成了丰富的资管产品体系。2019年，我国的保险资产管理机构共35家，分为保险资产管理公司（26家），专业型保险资产管理机构（6家），具备保险资管能力的养老险公司（3家）。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8

以平安资产为例，已经形成了债权计划、股权计划、货币市场、债券、混合、股票、另类投资等多种类型资管产品。

图 5：保险资产管理机构数量



资料来源：中国保险资产管理业协会，信达证券研发中心

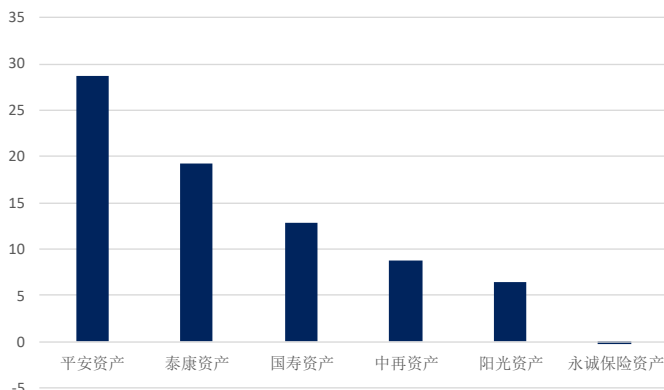
图 6：平安资产的资管产品介绍

货币市场	流动性管理	平安资管货币市场类(如意19号)	
	传统货币类	平安资管货币市场类(如意37号)	更多>>
债券型	中长期纯债型	平安资管纯债增强(如意26号)	
	混合债券型二级	平安资管债多策略增强(如意20号)	更多>>
混合型	偏股混合型	平安资管偏股型(如意2号)	更多>>
	灵活配置型	平安资管主动管理MOM(如意30号)	更多>>
股票型	普通股票型	平安资管医疗主题股票精选(如意10号)	更多>>
	被动指数型	平安资管恒生指数(如意25号)	
另类投资	股票多空	平安资管量化对冲(如意16号)	

资料来源：平安资管官网，信达证券研发中心

大型保险管理机构存在高壁垒。各个保险公司在股东背景、机构性质、投资风格、管理规模上差异化明显，呈现百花齐放格局。但由于保险资产管理机构设立条件较为严苛，同时受保险公司的品牌力、管理投资能力和资金筹集能力的影响，各个保险资管机构经营差异较大。大型险企为资管机构提供的保险资金、人才及资源，使得大型保险资产管理机构存在较高的壁垒。2019年，平安资产、泰康资产、国寿资产分别以 28.66 亿、19.30 亿、12.87 亿的净利润，排名保险资管机构前 3，但永诚保险资产却亏损 0.27 亿元。平安资产 2020 年末资产管理规模达 3.6 万亿元，但如英大资产 2019 年年中管理规模则仅超过 500 亿元，差异明显。

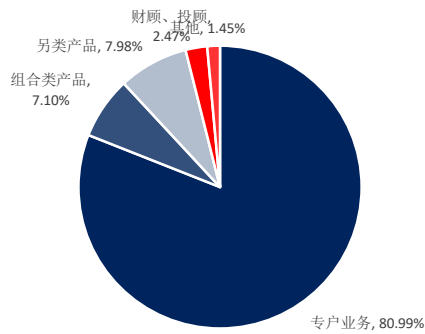
图 7：2019 年部分保险资产管理机构净利润（亿元）



资料来源：各公司年报，信达证券研发中心

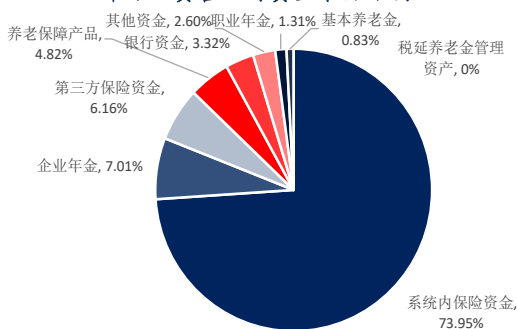
2、负债端：以专户业务为主，第三方资金来源持续增长

业务开展模式以专户业务为主。保险资管的业务开展模式以专户业务为主，占比超过 80%。专户业务即为保险资管机构根据客户的资金情况、风险承受程度、收益目标等因素，针对性地设计符合客户要求的资产管理方案，满足客户的个性化需求。通过一定设计及产品组合，构建符合客户要求的投资产品池，同时对各产品的投资比例进行灵活调整。此外，另类产品、组合类产品管理规模占比分别为 8%、7%，投顾、财股、公募事业部规模占比较小。不同资金业务模式偏好不同，第三方保险资金业务模式以另类、组合类和专户为主，银行资金以组合类、专户和另类为主，基本养老金以专户、另类为主，企业年金、职业年金和基本养老保障产品以专户为主。

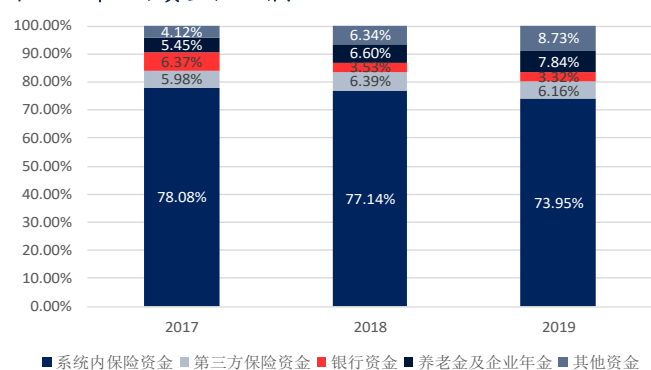
图 8：2019 保险资管公司业务结构


资料来源：《2019-2020 年保险资管业综合调研》，信达证券研发中心

保险资管公司资金来源仍以系统内资金为主，第三方资金占比持续增长。根据《2019-2020 年保险资管业综合调研》显示，2019 保险资管业管理总资产规模达 18.11 万亿，以机构客户为主，其中来源于保险资管系统内的保险资金 15.18 万亿元，占比 73.95%。截止 2019 年，第三方资产管理总规模约 4.72 万亿，占行业管理资产规模 (18.11 万亿) 的 26%，占比较 2018 年提升 3.14ppts：其中各类养老金（包括基本养老金、企业年金、职业年金、养老保障产品）、第三方保险资金、第三方非保险（银行+其他）资金占比分别为 13.97%、6.16%、5.9%。从增长速度上看，养老金及年金增长率最高，达 44%；其次为第三方保险金，为 17%。在老龄化加剧、个人财富积聚且财富传承和保值增值的意识逐步提升的背景下，来自养老金等第三方保险金规模以及高净值人群资产管理规模占比有望持续增长。

图 9：2019 年保险资管公司资金来源结构


资料来源：保险资产管理行业协会，信达证券研发中心

图 10：第三方资金占比增长


资料来源：《2019-2020 年保险资管业综合调研》，信达证券研发中心

从公司定期报告数据得出，截止 2019 年末，第三方资产管理规模最大的是泰康资产，管理资产规模 9000 亿元，较 2018 年增长 20%，占总资产管理规模的比重为 52.9%。太保是第三方资产管理规模第二大的险企，2019 年资产管理规模 6238 亿元，同比+44.3%，占总资产管理规模的比重为 44%，较上年提升 8.9ppts，源于长江养老资产规模大幅增长（68.9%）。第三方管理规模排名第三的是中国人保，2019 年占总资产规模 32.5%。平安第三方资管规模排名第四，2019 年为 2919 亿元，同比+8.6%，占总资产规模的 8.9%，占比下降 0.4ppts。

表 2：保险行业第三方资产管理规模（亿元）

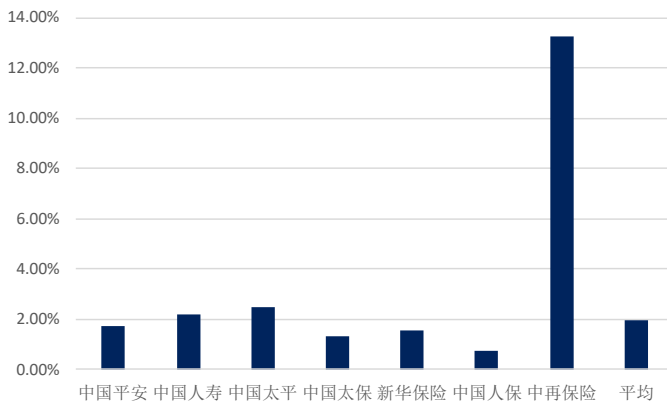
	2019	2018	YoY
泰康资产			
投资资产	17000	14000	21.4%
第三方管理资产	9000	7500	20.0%
占比	52.9%	53.6%	
太保			
集团投资资产	14193	12332	15.1%
第三方管理资产	6238	4324	44.3%

占比		44.0%	35.1%
其中：太保资产	1948	1779	9.5%
长江养老	3952.77	2339.62	68.9%
平安资管			
投资管理资产规模	32716.3	28896	13.2%
第三方资产	2919	2687	8.6%
占比		8.9%	9.3%
中国人保			
投资管理规模	9782	8955	9.2%
第三方	3182.17	2780	14.5%
占比		32.5%	31.0%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

较低的第三方业务规模使得资管业务对母公司的利润贡献较小。2019 年我国 7 家上市险企资管业务利润合计 61.5 亿元，仅占控股集团整体利润的 1.95%。

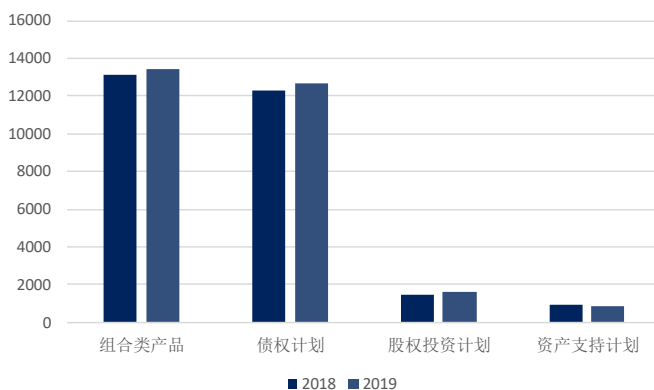
图 11：2019 年保险资管机构对母公司利润贡献



资料来源：各公司年报，信达证券研发中心

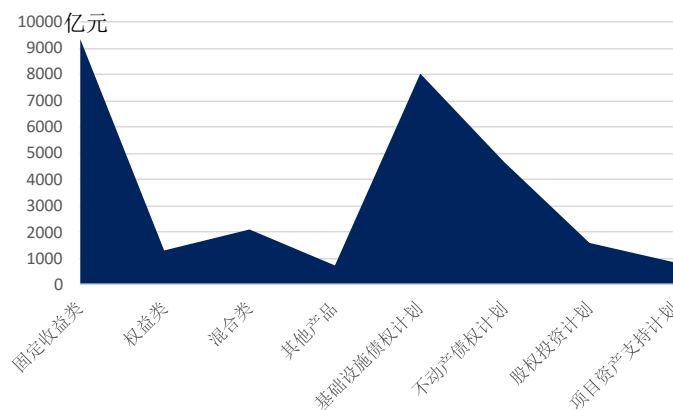
资管产品以组合类和债权投资计划为主。保险资管产品包括组合类产品、债权计划、股权投资计划、资产支持计划。从资管产品存续规模来看，2019 年末，产品存续规模 2.86 万亿元。其中，组合类产品存续规模 1.35 万亿元，占比 47%，主要投资于股票、债券等公开市场品种；债权投资计划和股权投资计划存续规模分别为 1.27 和 0.16 万亿元，占比分别为 44.4%和 5.5%，投向为交通、基建、能源等重大项目，为保险资金支持实体经济的重要方式。资产支持计划规模较小，仅 840 亿元，占比 2.9%。具体而言，固收类产品、债权计划存续规模排名前 2 名，前者规模 9356 亿元，占比 33%，后者规模 8031 亿元，占比 44%。

图 12：2018 和 2019 年末保险资管机构产品存续情况（亿元）



资料来源：《2019-2020 年保险资管业综合调研》，信达证券研发中心

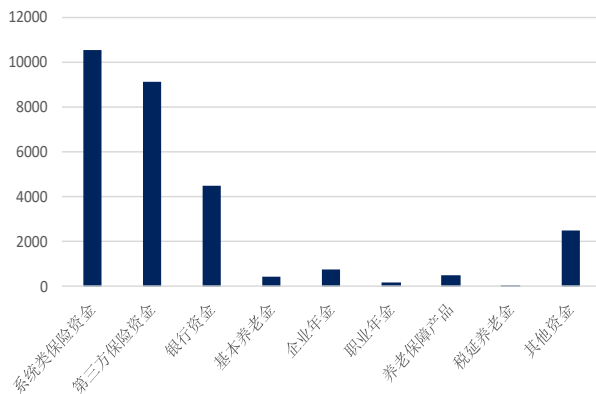
图 13：固定收益类和基础设施债权计划规模居前（亿元）



资料来源：《2019-2020 年保险资管业综合调研》，信达证券研发中心

保险资管产品资金来源主要为系统内保险资金、第三方保险资金和银行资金。组合类产品和另类产品存续规模整体以系统内保险资金、第三方险资、银行资金为主，投资偏好以债权计划和固收类为主。系统内保险资金主要投向基础设施、不动产债权投资计划和固收类产品；第三方保险资金主要投向固收类产品、基础设施计划和不动产计划；银行资金主要投向固收类产品。

图 14: 保险资管产品资金来源 (亿元)

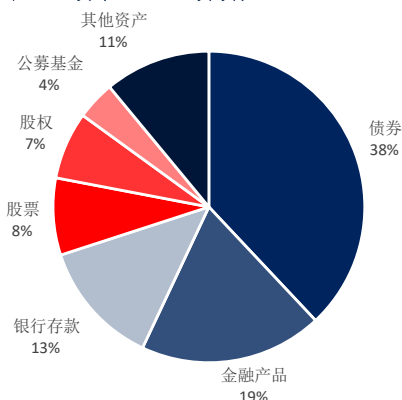


资料来源:《2019-2020 年保险资管业综合调研》, 信达证券研发中心

3、投资端: 以固收为主, 注重长期收益

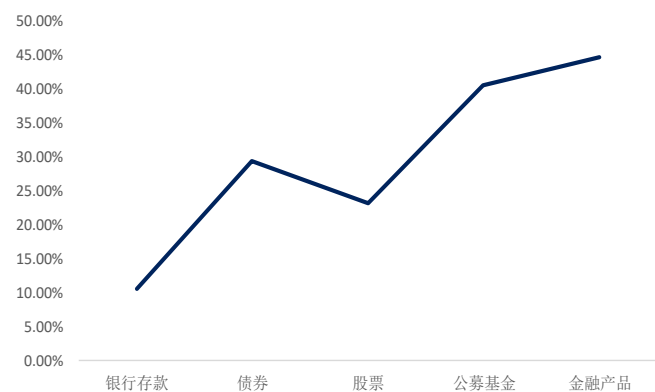
行业投资资产以固收类为主, 金融产品增速最快。在资金投资方面, 行业的投资以固收类投资为主。债券、银行存款和金融产品 (债权投资计划、集合资金信托计划、商业银行理财产品、信贷资产支持证券、证券公司专项资产管理计划和项目资产支持计划等) 三者占比超 70%。2018-2019 年各投资资产规模及增速中, 金融产品增速最快, 达到 44.66%; 其次为公募基金, 增速为 40.66%, 规模增长迅速。从趋势来看, 银行占比持续下降, 2019 年 2.4 万亿, 占比 14% (2012 年占比超过 30%), 债券 6.4 万亿元, 占比 35%, 逐年下降, 股票和证券投资基金 2.4 万亿, 占比 13%, 而另类投资 7.2 万亿, 占比 39%, 逐年上升, 目前已成为最主要投资方向。

图 15: 2019 年保险资管机构投资资产构成

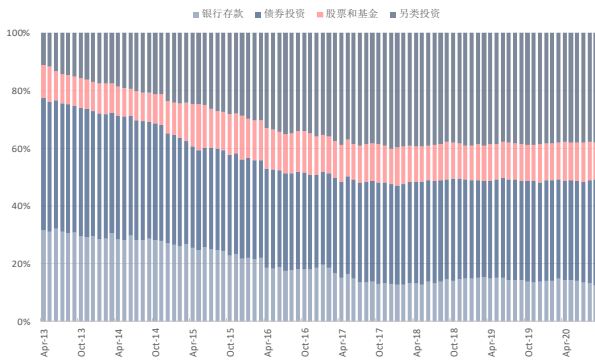


资料来源:《2019-2020 年保险资管业综合调研》, 信达证券研发中心

图 16: 2018-2019 年投资产品规模增速

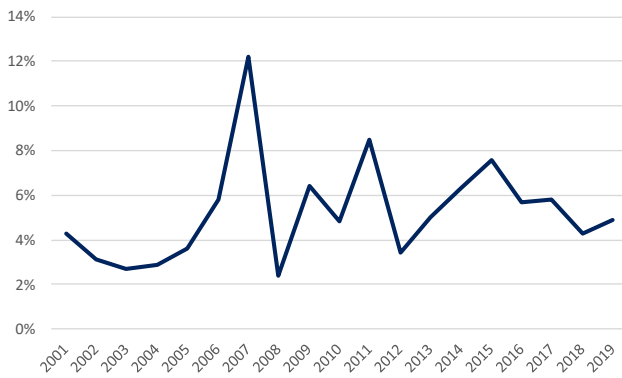


资料来源:《2019-2020 年保险资管业综合调研》, 信达证券研发中心

图 17: 保险资金资产配置比例 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

眼光长远, 注重长期复利收益。保险资产管理机构由于其自身的资金, 近八成来源于险企保费收入, 拥有较长的负债久期。为避免久期错配下的市场扰动导致的利润波动, 保险资金多追求长期的、能够提供一定现金流的、稳定回报的金融资产。因此, 保险资产管理机构在投资端更为谨慎, 同时更注重长期的复利回报, 平滑收益曲线。2008-2019 年保险资金运用平均收益率为 5%。

图 18: 2001-2019 保险资金运用平均收益率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(三) 保险资金运用范围逐步拓宽

1995 年保险法出台前, 保险资金因投资机制不健全导致投资领域过于杂乱, 系统性风险较严峻。在 1995 年《保险法》颁布之后, 保险资金开始向规范化和专业化发展, 先后建立了保险投资债券、股票、基础设施、不动产、股权以及境外投资等制度。保险资金运用放宽开始于 2004 年。2004 年以前, 保险资金主要投资于银行存款、国债、金融债券。2004 年以来保险资金运用主要经历了三个阶段, 1) 2004-2005, 保险资金允许投资于股票市场和海外投资, 同时增加银行次级债、可转换公司债。2) 2006-2010 年, 保险资金进一步放开, 允许间接投资基础设施建设债权投资计划以及商业银行股权、未上市企业股权、不动产。3) 2012 年下半年开始, 开启市场化改革时期。银保监会颁布一系列资金运用新政, 进一步放宽投资范围和占比, 例如 2012 年增加信托和银行理财等金融产品以及股指期货等衍生品, 2014 年新增优先股、创业板、以及创投基金等, 2015 年增加保险私募基金, 非标占比开始上升, 在 2016 年后成为第一大配置资产。

表 3: 保险资金投资范围

时间	保险资金投资范围
1995-1999	银行存款、国债、金融债券
1999-2004	银行存款、国债、金融债券、基金
2004-2006	银行存款、国债、金融债券、基金、股票
2006-2010	银行存款、国债、金融债券、基金、股票、国家基础设施建设项目(间接)、不动产

2010-2012

银行存款、国债、金融债、基金、股票、国家基础社会建设项目（间接）、不动产、PE

2012 年以后

银行存款、国债、金融债、企业或公司债、基金、股票、国家基础设施项目（直接或间接）、不动产、PE、股指期货、金融衍生品、海外投资；银行理财、银行业信贷资产支持证券、信托公司集合信托计划、券商专项资管计划、保险资管基础设施投资计划、不动产投资计划以及项目资产支持计划。

资料来源：银保监会、信达证券研发中心

近年来，**险资投资渠道范围进一步拓宽**。2018 年设立专项纾困基金专项产品投资上市公司股票、债券以及可交换债等，规定保险公司投资专项产品的账面余额，不纳入权益类资产计算投资比例监管，并允许专项产品通过券商资管计划和信托计划化解股票质押风险。此外，鼓励保险资金投资商业银行二级资本债和无固定期限债券，其中永续债信用级别大部分为 AA+ 或者 AA+ 以上，二级资本债投资信用评级为 AAA 级或 AAA 级以上，且银保监会新修订的《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》对发行人的条件由原先的大行放宽至中小行。2019 年商业银行二级资本债发行规模同比+191%至 1.2 万亿元，且评级较高，AA+ 以上规模为 1.12 万亿元，占比达 94%，平均发行利率为 4.4%，平均期限达 8 年，收益高于同期限国债收益率。另外，监管鼓励长期资金入市开展价值投资，以及扩大股权投资比例以及拓宽股权投资行业范围等，为实体经济提供长期资金。

表 4：保险资金投资范围放开

日期	相关政策	主要内容
2018/1/1	《保险资金运用管理办法》	保险资金开展股票投资，分为一般股票投资、重大股票投资和上市公司收购等，中国保监会根据不同情形实施差别监管； 保险资金可以投资资产证券化产品、创业投资基金，可以投资设立不动产、基础设施、养老等专业保险资产管理机构，专业保险资产管理机构可以设立符合条件的保险私募基金
2018/10/25	保险资管公司设立专项产品有关通知	专项产品主要用于 化解优质上市公司股票质押流动性风险 ，
2018/10/26	《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》	不再限制财务性股权投资和重大股权投资的行业范围 ，要求保险公司综合考虑自身实际，自主审慎选择行业和企业类型，并加强股权投资能力和风险管控能力建设
2019/1/24	允许保险机构投资商业银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券	为支持商业银行进一步充实资本，优化资本结构，扩大信贷投放空间，增强服务实体经济和风险抵御能力， 银保监会允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债和无固定期限资本债券
2019/5/1	《关于保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知》	保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务仅限于对冲风险 ，保险机构不得作为信用风险承担方
2019/7/1	《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》	保险资金投资的集合资金信托，基础资产限于非标准化债权资产、非上市权益类资产等，非标准化债权资产的集合资金信托，信用等级不得低于 AA 级；
2020/7/17	《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》	设置差异化的权益类资产配置监管比例 。根据保险公司偿付能力充足率、资产负债管理能力及风险状况等指标，明确八档权益类资产配置比例，最高可占到占上季末总资产的 45%。
2020/9/9	《关于保险资金投资债转股投资计划有关事项的通知》	保险资金投资的债转股投资计划，投向市场化债转股资产原则上不低于净资产的 60%，可投资的其他资产包括合同约定的存款（包括大额存单）、标准化债权类资产等银保监会认可的资产；债转股投资计划进行份额分级的，应当为优先级份额。
2020/11/13	中国银保监会取消保险资金开展财务性股权投资行业限制	1) 取消财务性股权投资行业限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗等特定企业要求，允许保险机构自主选择投资行业范围。 2) 鼓励保险资金开展市场化、法治化债转股项目。
2020/9/11	《保险资产管理产品管理暂行办法配套实施细则》：《组合类保险资产管理产品实施细则》、《债权投资计划实施细则》和《股权投资计划实施细则》	组合类产品 ：在原 6 大类基础上增加“ 大额存单、同业存单 ”，股票拓展为“ 上市或挂牌交易的股票 ”； 股权投资计划 ：允许投资可转换为普通股的 优先股、可转换债券

资料来源：银保监会、信达证券研发中心

（四）保险资管新规政策落地，保险资管角逐个人财富管理和养老金市场

资管新规拓宽销售端，允许面向个人、养老金等投资者。2020年3月25日，银保监会发布《保险资产管理产品管理暂行办法》，从定位、合作机构、产品端、销售端、投资端五个方面对保险资管进行了规定。其中，资管定位、合作机构、产品端、投资端的规定，较之前的征求意见稿基本一致，但在销售端有所放松，主要体现在：

- 可向合格个人投资者进行销售，意味着保险资管机构可以开展高净值客户业务。但销售仅限于组合类产品，债权计划及股权计划不可向个人投资者开放；
- 代销机构在之前的征求意见稿规定的自销和银行保险业代销两种的基础上，进一步拓展至金融机构及其他机构，代销范围与理财子公司保持一致；
- 合格投资者增加了养老基金。

表 5：保险资管新规要点

	财产法律关系：信托，即独立于相关机构及个人
定位	产品类型：定位为私募产品
	产品审核：组合类产品由首单核准改为登记，对债权投资计划和股权投资计划继续使用注册制
	可以聘请提供独立监督、信用评估、投资顾问、法律服务、财务审计或资产评估等专业机构，机构需具备认可的专业资质；
合作机构	对于投资顾问机构，需具备专业资质外，还需受金融监督管理部门监管； 保险资管机构与投资机构合作时，需提前 10 个工作日报银保监会，同时投资顾问不可承担投资决策、不得直接执行投资命令、不得承诺保本保收益等。
产品端	保险产品大致可分为：固定收益类、权益类、商品类、金融衍生品类、混合类。 又可分为：债权投资计划、股权投资计划、组合类 保险资产支持计划、保险私募基金、险类产品不属于保险资管产品
销售端	可向合格个人投资者销售（意味可开展高净值客户业务），但仅限于组合类产品 资管产品代销机构扩展至金融及其他机构 合格投资者新增“基本养老保险、社会保障基金、企业年金等养老基金”
投资端	投资范围较大，投资非标比例不得超过净资产 35%、不可直接投资银行信贷 由保险资管投资保险资管，投资范围与保险资金保持一致

资料来源：信达证券研发中心

（五）政策因素及业务转型成为行业发展的最大掣肘

保险资管新规及配套政策完全落地尚不足 1 年时间，虽然保险资管公司在财富管理上具有一部分天然的优势，但在政策的限制和机构内部的业务转型依然对其进入财富管理市场竞争造成阻碍，行业发展依然存在着以下问题：

政策未对个人投资者放开股权、债权计划。虽然保险资产新规允许保险机构对合格个人投资者销售组合类产品，但保险公司区别于其他资产管理机构的股权计划、债权计划产品并未放开。并且，组合类产品面向个人投资者销售时，仅能投资于可投资银行存款、公开市场交易品种和公募基金，而不能投资于保险资管产品、资产支持计划、保险私募等品种。在此情况下，保险资管将面临基金、券商资管等机构的同质化竞争，同时限制了产品组合创新，无法发挥保险资管真正的优势。

客户管理成为新课题。保险资管新规前，绝大多数保险机构的客户均来源于集团或关联公司，而当保险资管面向个人及其他第三方开展业务时，对销售队伍、顾问团队、配置团队等提出了更高的专业要求，管理成本也将提升。

单轮前进变成双轮驱动。个人投资者相对于机构投资者，差异性更大，对财富管理的需求更难趋同。因此，面对不同需求，公司必须能够开发相对应的产品，要求保险资管机构进行转型：由原来的机构需求转变为机构及个人需求，从原来的只注重资产管理转型到注重资产管理与投资服务相结合，从产品与投资转变为产品与投资，渠道与销售相结合。保险资管机构需要额外花费管理成本建设相对应服务队伍。

二、海外保险资管巨头经验

海外顶级保险资管公司初期都依托于母公司集团业务，后通过收购、兼并等方式组建各类专业化资管公司，不断拓展第三方委托资产管理规模，提升综合化以及全球化资产管理服务。主要经验总结如下，1、**管理模式上**，主要实行控股集团化组织架构，集团公司控股保险、银行、资管等专业子公司，同时子公司也控股相关的公司（例如安联资管业务平台 AAM 下设 PIMCO 和 AGI）。同时采用**专业化集中管理模式**。保险巨头通过专业化分工和共享平台下资源优势实现资产管理的精细化，提升投资能力。2、**并购方面**，海外保险集团通过**并购做大资产管理组织机构，实现较为完善的投资管理体系**。安联集团通过 1999-2001 年并购多家专业资产管理机构，实现规模从 230 亿欧元到 6200 亿欧元的飞速突破。同样，安盛集团不仅通过收购兼并同业扩充业务体系，从原来的火险、财产险拓展到寿险、财险、再保险等较为完善的业务体系，另外还通过收购 Equitable Life 间接持有 Alliance Bernstein，同时 AXA IM 收购美盛股票投资和量化先驱罗森博格股票投资团队壮大资产管理业务，提升集团综合多元服务能力。3、**全力发展第三方业务**。安联大力发展第三方业务（占资产总规模的比重超过 70%），目前已成为主要收入和利润来源（2020 年利润占比为 26.5%），4、**全球化资产配置**。国际顶尖保险公司都具备强大的全球资产配置能力，实现长期稳定收益。安盛在欧洲、北美、亚洲等 19 个国家设有分支，安盛控股的 AB 公司投资于美国市场以外的资产占比超过 50%。

（一）安联集团——通过外延式并购和第三方业务壮大资产管理规模

德国安联集团是世界上最大的金融保险集团之一，安联资产管理公司（AAM）是世界上最大的保险系资产管理公司之一，旗下有太平洋投资管理公司（PIMCO）和安联全球投资者（AGI）两家公司。安联资产管理公司在全世界范围内提供公募基金、养老金管理、专户管理等全面资产管理服务。截止 2019 年，安联管理资产规模达 2.3 万亿欧元，位列世界资管公司第五，保险系资管公司第一。

表 6：2019 年全球资产管理公司规模排名

排名	名称	国别	资产管理规模（十亿欧元）	性质
1	贝莱德基金公司	美国	6704	基金系
2	先锋资产管理公司	美国	5625	基金系
3	美国富达投资集团	美国	2852	基金系
4	道富环球投资管理公司	美国	2776	银行系
5	安联投资管理	德国、美国	2268	保险系
6	资本集团	美国	1833	基金系
7	摩根资产管理公司	美国	1805	银行系
8	梅隆投资管理公司	美国	1709	银行系
9	东方汇理资产管理公司	美国	1653	银行系
10	安盛投资管理公司	法国、美国	1604	保险系
11	高盛投资管理公司	美国	1500	银行系
12	法通投资管理公司	美国	1155	保险系
13	保德信投资管理公司	美国	1316	保险系
14	景顺投资管理公司	美国、法国	1093	基金系
15	T.Rowe Price	美国	1075	基金系
16	威灵顿管理公司	美国	1029	基金系
17	纽文投资公司	美国	948	基金系
18	法国外贸银行投资管理公司	法国	934	银行系
19	北方信托资产管理公司	美国	906	银行系
20	三井住友信托银行	日本	829	银行系

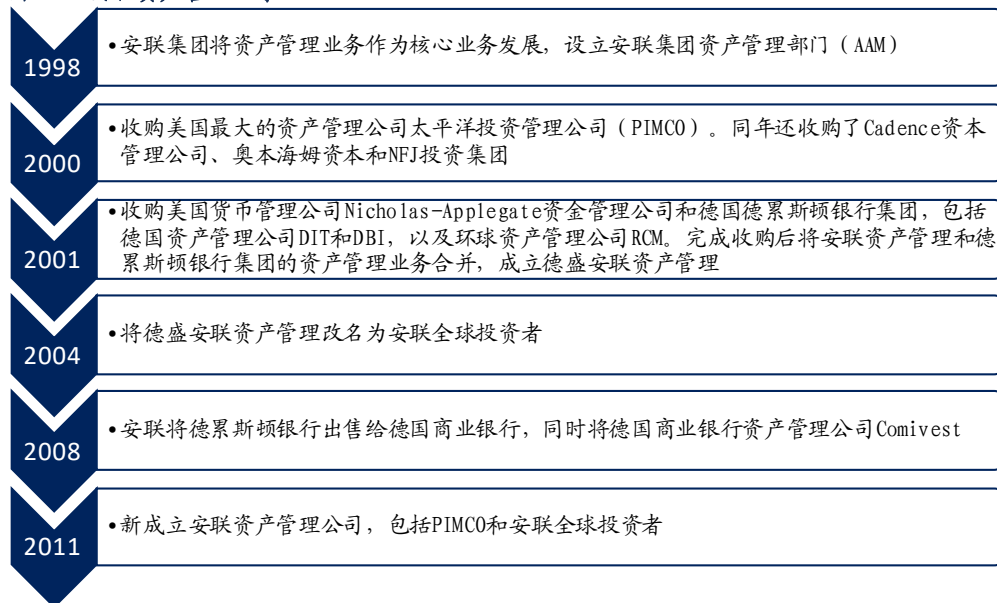
资料来源：IPE、麦肯锡、信达证券研发中心

1、通过并购实现资管规模快速扩张

通过收购兼并一系列专业资产管理机构扩张资产管理业务，实现投资运作。在全球化背景下，安联集团旨在将公

司打造成综合金融服务商，于 1998 年将资产管理业务作为集团独立核心业务并大力发展，并设立了安联集团资产管理部门 Allianz Asset Management (AAM, 德盛安联资产管理的前身)，同年年底资产管理规模达到 230 亿欧元。安联集团于 1999-2001 年开启了大规模收购, 2000 年先后收购了太平洋资产管理公司(PIMCO)、Cadence 资本管理公司, 奥本海姆资本 (Oppenheimer Capital) 以及 NFJ 投资集团, 2000 年底资产管理规模高达 3360 亿欧元。此后于 2001 年收购了 Nicholas Applegate Capital 和 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。完成收购后, 安联将 AAM 和 Dresdner Bank Group 资产管理业务合并, 成立德盛安联资产管理公司。通过近三年并购, 安联资产管理规模达到 6200 亿欧元 (2001 年)。2008 年, 安联将 Dresdner Bank 出售给德国商业银行, 并将德国商业银行资产管理公司 Cominvest 并入德盛安联 (AGI)。2011 年, 安联集团成立安联资产管理公司, 统一管理旗下各家投资公司, 包括 PIMCO 和 AGI 两家企业。截止 2021 年 3 月, PIMCO 资产管理规模达 2.16 万亿美元, 主要负责二级市场投资, AGI 主要负责另类投资。

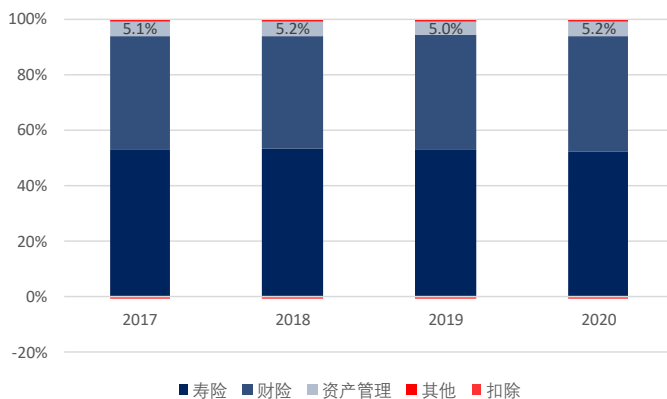
图 19: 安联资产管理大事记



资料来源: 安联集团, 信达证券研发中心

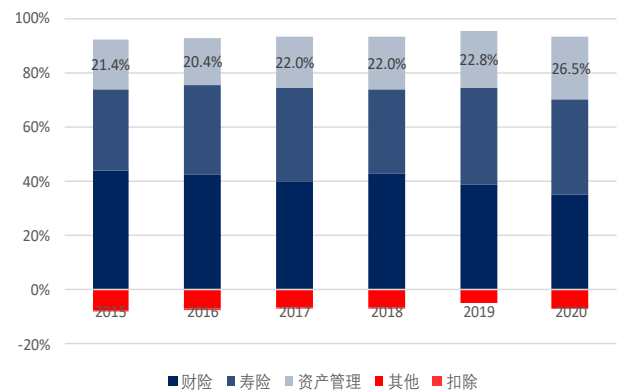
资管业务为母公司重要利润组成部分。较高的第三方业务占比带来较多的管理费收入, 对母公司盈利贡献稳步提升。2020 年, 资管业务收入为 73.5 亿欧元, 占比为 5.2%, 收入占比基本维持在 5%, 为寿险和财险外第三大收入贡献。2020 年, 资管业务营运利润 28.5 亿欧元, 占比 26.5%, 较 2006 年的 14% 显著提升, 且过去十年基本维持在 20-30%。

图 20: 安联资产管理公司收入结构



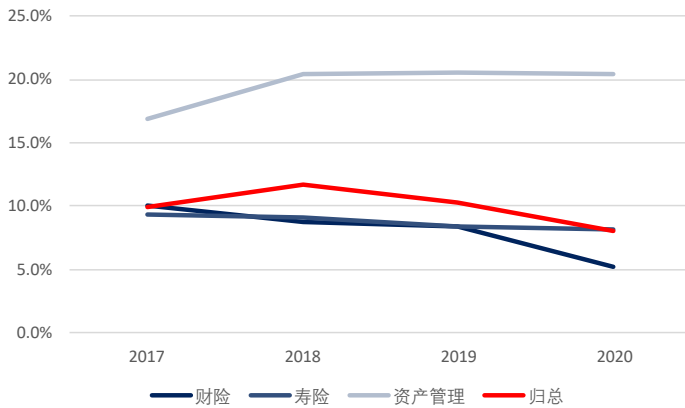
资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

图 21: 安联资产管理公司利润结构



资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

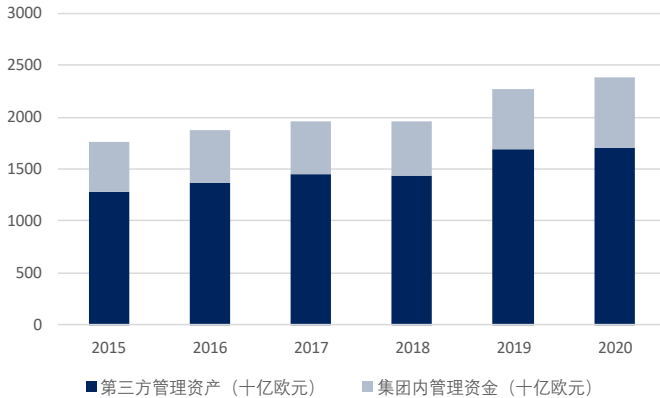
资产管理业务 ROE 较高。2017-2020 年, 资产管理业务平均 ROE 为 19.6%, 远高于财险 (8.1%) 和寿险 (8.8%), 同时也高于集团 ROE (10%), 体现出较高的盈利能力。

图 22: 安联资产管理业务 ROE 较高


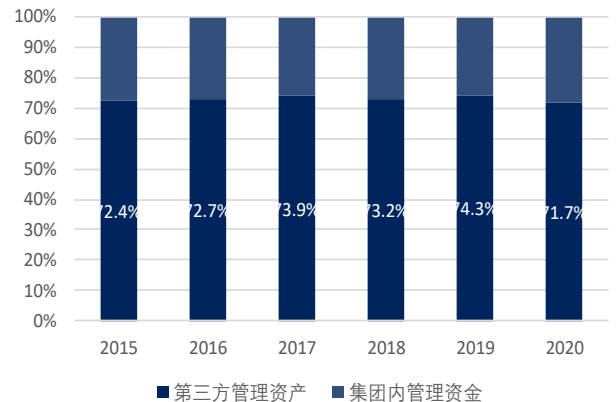
资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

2、受托结构以第三方业务为主, 近年来零售业务开始发力

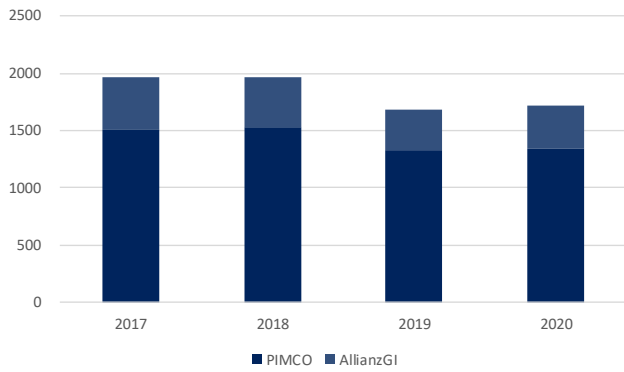
第三方业务为重要资金来源。尽管安联为保险系资产管理公司, 但受托结构以第三方业务为主, 为资管业务提供了较为广阔的发展空间。截止 2020 年, 安联管理资产规模达 2.4 万亿欧元, 其中第三方资产 1.7 万亿欧元, 占比 71.7%, 基本维持在 70-80%, 且较 2005 年的 58.7% 明显上升。而第三方业务中, 2020 年 PIMCO 占比为 78.1%, AllianzGI 占比为 21.9%。安联根据客户需求、资金性质等为第三方客户提供多元化的投资管理产品和服务(表 7)。从客户来源来看, PIMCO 第三方业务分为来自机构的中央银行、主权财富基金、养老基金、公司、基金会和捐赠基金等以及来自零售客户的全球个人投资者资产。我们认为, 第三方业务的发展有助于减少对股东关联资金的依赖, 拓宽资金来源范围, 提升资管规模, 同时市场化资金管理也有助于促进投资管理能力的提升。

图 23: 安联资产管理公司资产规模


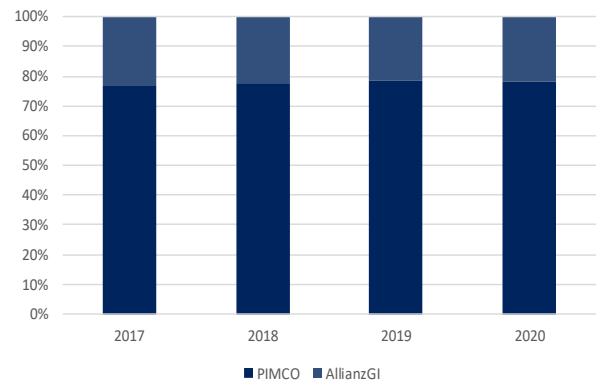
资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

图 24: 安联资产管理公司资产结构


资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

图 25: 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, 信达证券研发中心

图 26: PIMCO 和 AllianzGI 第三方资产管理规模占比


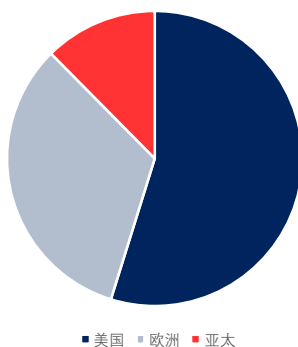
资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

表 7: 安联资产管理第三方业务分类

按照投资目的	按照资产类别	按照管理方式	按照客户
资产配置型	现金和短久期	独立账户	退休计划
抗通胀型	固定收益	公募基金	金融机构
收入型	权益	私募基金	教育机构
避税型	通胀相关	ETF 基金	非营利性机构
流动性管理型	货币	集合理财信托	健康保险机构
绝对收益型	另类投资	可变年金信托	企业年金
全球资产配置	资产配置		一般企业
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			

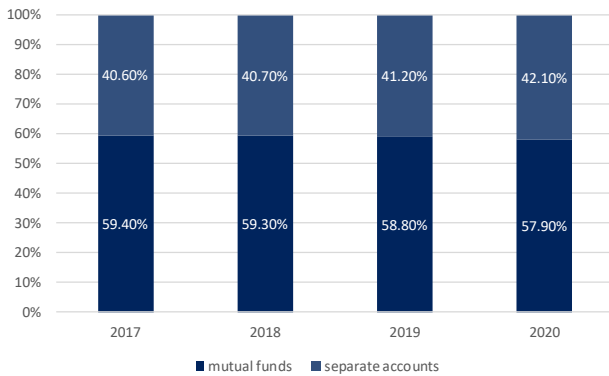
资料来源: 安联集团, 信达证券研发中心

第三方业务主要来自美国, 近年来拓展亚太业务。安联在国际化发展中, 通过收购 PIMCO, 将美国作为第三方业务重要发展区域, 2020 年第三方业务中来自美国的占比达到 54.8%。近年来, 安联也在积极拓展亚太地区资管业务。2020 年亚太地区第三方业务的占比达到 12.4% (2015 年占比为 11.3%)。

图 27: 安联第三方资产管理区域分布


资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

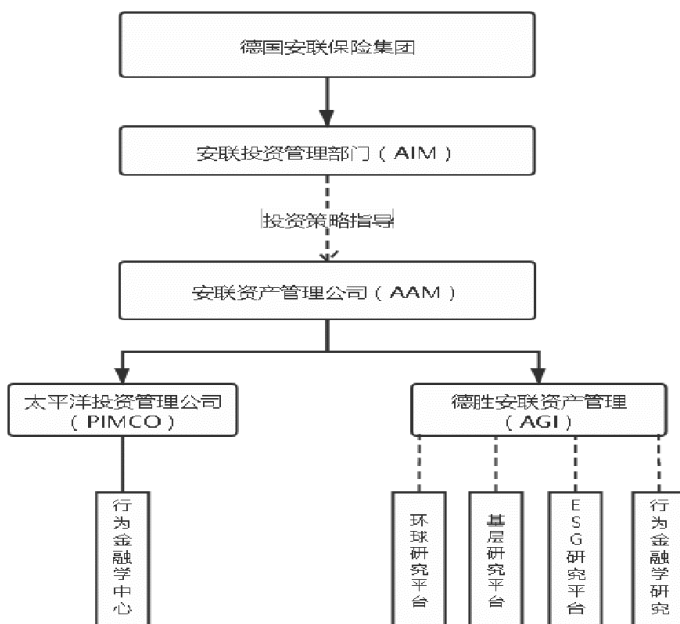
以机构客户为主, 近年来开始拓展零售业务。安联集团客户分类中, 机构业务占主要地位, 2020 年占比为 57.9%。近年来, 随着私人财富的增长, 个人投资者比例呈现上升趋势。截止 2020 年, 机构客户占比从 2008 年的 74% 降至 58%, 而零售客户占比从 26% 提升至 42%。其中美国地区零售业务占比较高, 而欧洲和亚太地区以机构业务为主。

图 28: 机构和零售客户占比


资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

3、具备强大的投研能力

构建强大的投研能力体系。为加强投研指导, 更好统筹全球范围内的投资活动, 2007 年安联集团成立投资管理部门 (AIM), 对安联资产管理公司做出投资策略的指导, 具体的投资管理仍由 PIMCO 和 AGI 独立完成。AIM 汇聚了大量的来自不同文化背景及不同学术背景的人员, 为公司旗下的资产管理公司提供专业化的投资方案, 致力于资产全球化配置, 分散风险。安联资产管理公司的各个业务部通过 AIM 进行交流、投资咨询, AIM 在全球各大中心城市均有业务中心。经过多年的发展, AGI 和 PIMCO 形成了较成熟的投研体系。PIMCO 专注于固定收益投资, 2019 年固收类资产配置高达 90%; AGI 重点以权益投资和混合投资为主。

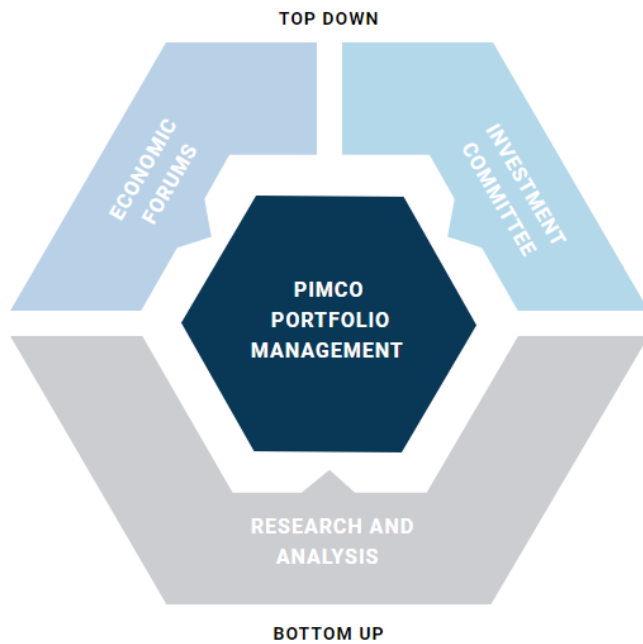
图 29: 安联投研体系


资料来源: 信达证券研发中心

- **AGI** : 下设有四个研究平台, 其中 1、基层研究平台是由 10 名内部员工, 超过 300 名独立记者, 实地研究人员, 以及全球 50000 名业界人士组成的环球网络, 致力于公司或行业的基本面实地研究; 2、ESG 研究平台是由 10 名资深的具有全球视野的分析师组成, 通过环境方面 (E)、社会方面 (S)、以及公司治理方面 (G) 三个方面的综合研究, 得出一家公司的 ESG 因子, 他从社会价值的角度来考虑公司价值, 致力于寻求真正具有可持续发展能力的优秀公司; 3、行为金融学研究平台借助金融和心理学的综合观点, 致力于帮助投资者及其投资顾问做出妥善的财务安排。
- **PIMCO** : 构建了一套著名的自上而下的从经济论坛、投资委员会、到研究团队和投资经理的成熟投研体系。

PIMCO 作为专业的固定收益投资机构，宏观研究起着举足轻重的作用。经济论坛是形成宏观观点的核心安排。PIMCO 每年都会邀请资深经济学家、政治家、企业家等参加公司内部为期三天的经济论坛，与自己的投资智囊团充分讨论研究达成未来 3-5 年宏观观点共识，还会在每年 3,6,9 月举行短期宏观论坛，目的在于展望未来 2-4 个月的市场波动。投资委员会根据宏观观点，以及对各经济因子包括经济增长、通胀在内的因子的风险、收益的分析量化，最终形成未来一年的每季度可以调整的投资指导框架。最后，由研究团队和投资经理确定投资组合。PIMCO 构建的这套自上而下的投研体系经受住长时间不同经济环境的考验，其在 2006 年认为美国房地产市场是一个泡沫，远离了次级房地产抵押证券，在 2008 年次债危机全面爆发时还能保持 4.82% 的收益；在 2008 年成功预言欧盟会出现债危机，远离了欧洲国家主权债券，躲过了欧洲债务危机。

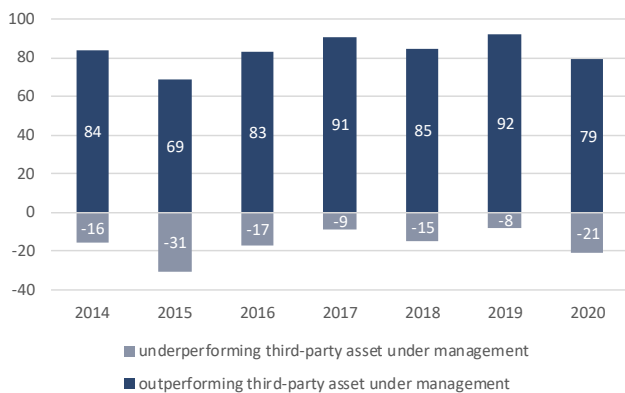
图 30: PIMCO 自上而下投资流程



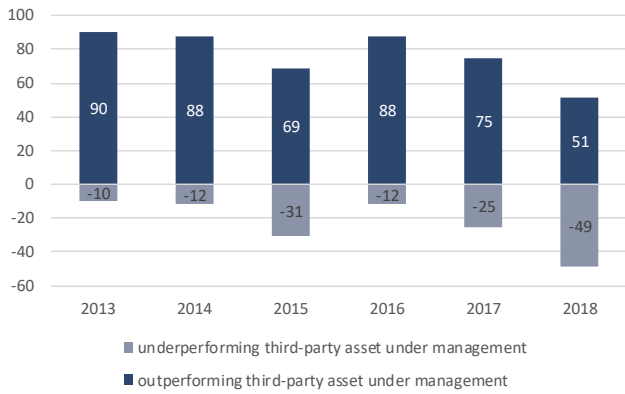
资料来源: PIMCO、信达证券研发中心

市场化投资管理带来较好业绩。受新冠疫情影响，资产管理三年滚动投资业绩较前几年均有所下滑，但仍然处于高位。2020 年，79% 的第三方资产管理好于基准。其中，2018 年 PIMCO 51% 的三年滚动投资业绩好于标准，过去几年基本在 70-90%。2018 年 AllianzGI 三年滚动投资成功率 93%，且较 2013 年的 55% 明显提升。

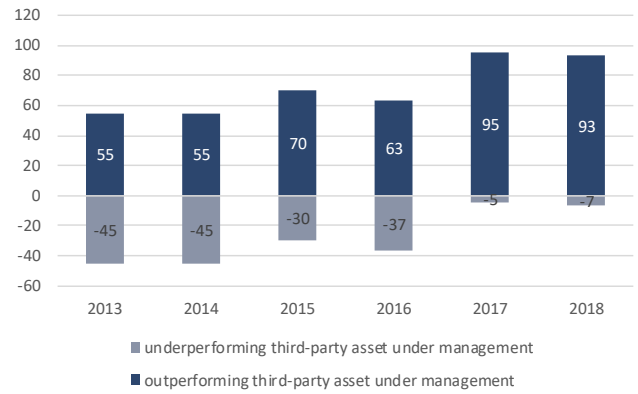
图 31: 三年期滚动投资成功率(%)



资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

图 32: PIMCO 三年滚动投资成功率


资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

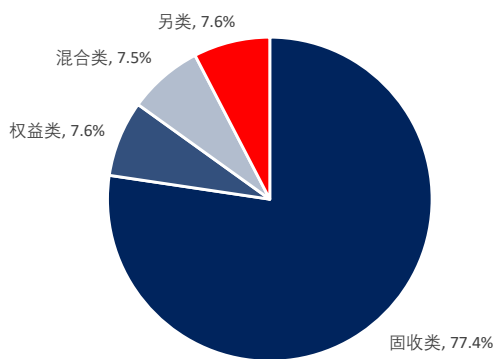
图 33: AllianzGI 三年滚动投资成功率


资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

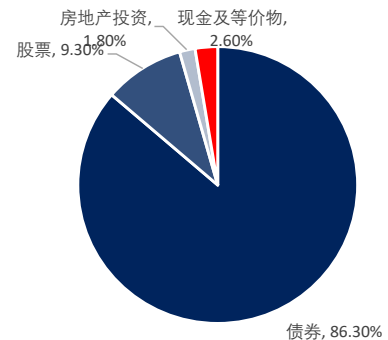
4、投资以固收类为主, 持仓评级较低且久期较长

安联集团资产管理投资策略上具备三大特征,

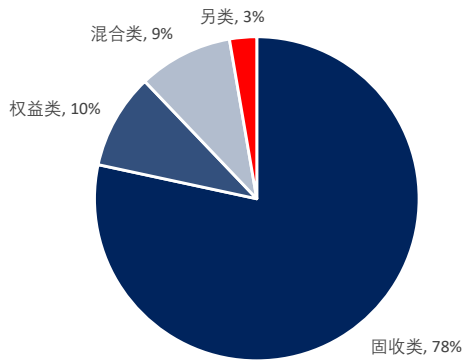
1) 以固收类配置为主, 权益类占比较低。安联集团资产配置以固收类为主, 权益类资产和另类资产较低。2020年固收类配置占比高达 77.4%, 权益类和混合类仅占 15%。从保险资金配置来看, 债券占比达 86.3%, 股票配置 9.3%。第三方业务同样以固收类为主。2005 年以来, 第三方管理资产中固收类资产配置基本为 80-90%, 而权益类占比基本小于 20%。截止 2020 年, 受托管理的 1.7 万亿欧元资金中, 固收类占比高达 78.3%, 权益类占比仅 9.5%。这主要因为 PIMCO 是债券型资产管理公司。安联以固收为主的资产配置反映了其有效依托保险投资领域的经验, 发挥了公司对长期稳健型资金优秀的管理能力。

图 34: 安联集团资产配置结构


资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

图 35: 安联集团保险资产配置结构 (2020)


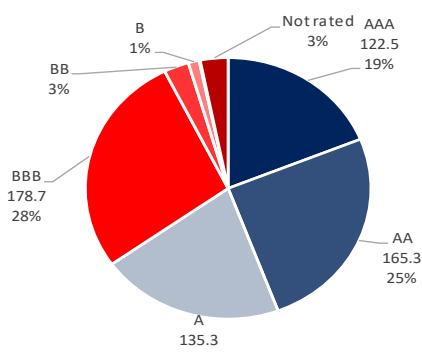
资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

图 36: 安联集团第三方资产配置


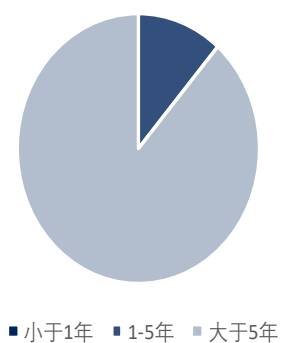
资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

2) 固收持仓评级低于我国保险业。安联集团资产投资的债券中, 政府债券和公司债券占比最高, 2020 年占总投资资产比重分别为 37.9%和 36.6%。2020 年安联集团 AAA 级占比为 19%, AA 级和 A 级占比分别为 25%和 21%, BBB 级占比高达 28%。评级差异主要因为国内评级机构评定结果相对国外宽松, 也有国内监管对保险资金投资固收类资产较为严格的原因, 而海外保险资金通过信用下沉获取更高收益。

3) 固收类久期较长。安联集团固收类资产期限较长, 期限大于 5 年的占比 88.6%, 1-5 年期占比 11.4%, 资产负债错配较小, 仅不到 1 年。

图 37: 安联集团固收类资产评级 (2020)


资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

图 38: 安联集团固定收益类期限结构 (2020)


资料来源: 安联集团年报, 信达证券研发中心

(二) 安盛集团——结合外延式扩张和专业化投资管理模式

1、外延并购打造资产管理航母

通过外延式收购扩张业务经营范围, 提升资产管理规模。安盛集团前身是法国诺曼底互助保险公司, 成立于 1816 年。1982 年, 通过收购 Drouot 集团成为英国当时最大的非国有保险公司。随后与 Compagnie du Midi 合并保险业务, 并最终更名为 AXA。AXA 成立后通过并购扩张自己战略版图。1992 年, AXA 收购了 Equitable Companies (AXA Financial 前身), 进入资产管理领域。1995-1997 年收购了 National Mutual Holdings (AXA Asia Pacific Holdings 前身)、并与竞争对手 Compagnie UAP 合并, 全球市场份额不断扩大。2000 年, 安盛通过收购 Sanford C. Bernstein (Alliance Bernstein 前身), 进一步加强资产管理业务实力。随后的 20 年内, 安盛通过多项并购, 迅速扩大了公司保险业务在美洲、欧洲、亚洲的市场份额。2020 末总资产达 8050 亿欧元。

表 8: 安盛集团发展历程

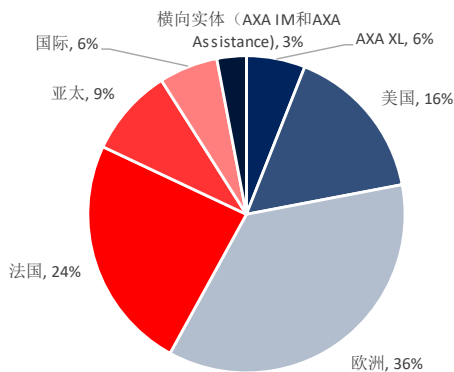
日期	相关政策
1816 年	法国诺曼底互助保险公司成立
1982 年	收购 Drouot 集团, 成为法国当时最大的非国有保险公司
1988 年	与 Compagnie du Midi 合并保险业务, 后更名为 AXA Midi, 而后更名为 AXA

1992年	获得 Equitable Companies 控制权，后改名为 AXA Financial
1995年	收购 National Mutual Holdings 大部分股权，后更名为 AXA Asia Pacific Holdings
1997年	与竞争对手 Compagnie UAP 合并
2000年	子公司 Alliance Capital 收购 Sanford C. Bernstein，随后更名为 Alliance Bernstein。当年还收购了 AXA Financial 少数股权。
2004年	收购美国保险机构 MONY，使得安盛的寿险市场份额进一步扩大
2006年	收购 Winterthur Group，加强了安盛在欧洲市场的地位
2008年	收购 Seguros ING
2011年	收购 AXA Asia Pacific Holdings 剩余股权，并出售澳洲部分业务
2012年	成立工银安盛，并收购汇丰在香港和新加坡的一般保险业务
2013年	收购汇丰在墨西哥的一般保险业务
2014年	完成了三项国际保险业务的收购
2015年	创立 AXA 战略投资
2016年	将英国投资、养老金和直接投资业务出售给 Phoenix Group Holdings
2018年	美国子公司 Equitable Holdings, IPO 上市
2019年	出售 Equitable Holdings 的股权；出售 AXA Bank Belgium，并与 Crelan Bank 达成保险销售合作；完成安盛天平剩余 50% 股权的收购
2020年	出售波兰、捷克和斯洛文尼亚的保险和养老金业务 出售海湾地区及希腊业务

资料来源：安盛集团官网、信达证券研发中心

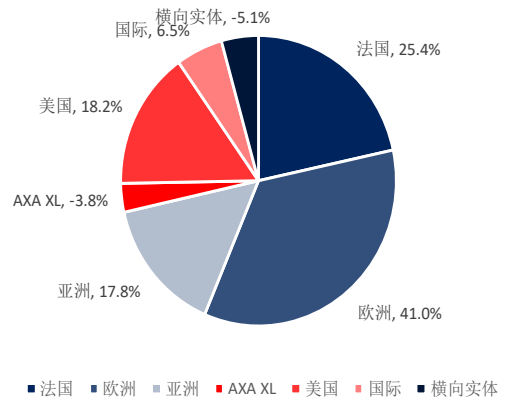
安盛集团业务经营覆盖全世界范围。安盛集团主要经营区域为法国，以及法国以外的欧洲地区、亚洲、美国以及其他地区。截止 2018 年，法国以外的地区收入和盈利贡献均为 75%，显示对海外盈利的依存度较高。

图 39：安盛集团收入区域分布（2018）



资料来源：安盛集团年报，信达证券研发中心

图 40：安盛集团利润区域分布



资料来源：安盛集团年报，信达证券研发中心

安盛资产管理业务主要包括立足于美国的联博基金（Alliance Bernstein）和总部位于法国的安盛投资管理公司（AXA IM）。两者均为安盛集团的独立子公司，管理资产规模占总规模的 83.5%（2018 年），通过共同基金、对冲基金和投资组合为个人、机构和集团附属公司提供服务。截止 2020 年 12 月 31 日，资产管理规模达 1.03 万亿欧元。

➤ **联博基金（AB）：**源于安联资本和伯恩斯坦公司。安联资本设立于 1971 年，1985 年被 Equitable Life 收购，1992 年 AXA 取得 Equitable Life 控股权并于 1999 易名为 AXA Financial。伯恩斯坦创立于 1967 年，最初为私人证券公司，此后成长为最大的独立投资管理人之一。2000 年，安联资本合并伯恩斯坦，更名为 Alliance Bernstein（即现在的 AB），结合了安联资本在成长股权和公司固定收益方面以及零售共同基金家族方面的优势和伯恩斯坦在价值股本和免税固定收益以及私人客户方面的优势。联博基金为独立的投资管理公司，以第三方业务为主，主要提供个人零售和私人财富管理，机构业务，以及研究服务。2018 年底，AB 资产管理规模 4590 亿元，其中第三方业务占比超过 70%。2019 年，安盛集团分拆子公司 Equitable Holdings

(EQH) 在美国上市。2019 年年底，安盛集团出售所有的 EQH 股份，自 2019 年末起，AB 资产管理业务不再并入集团报表。

- **安盛投资管理公司(AXA IM):** 公司是主动管理、长线投资、拥有多元化资产的环球投资公司，由集团集中持股，持股比例达 78.96% (2018 年)，主要为集团保险资金提供投资产品组合服务。此外，公司并购了包括美盛股票投资、罗森博格股票在内的投资团队。2018 年底，AXA IM 资产管理规模为 7300 亿欧元，主要服务集团内资产，第三方资金占比仅 32%。

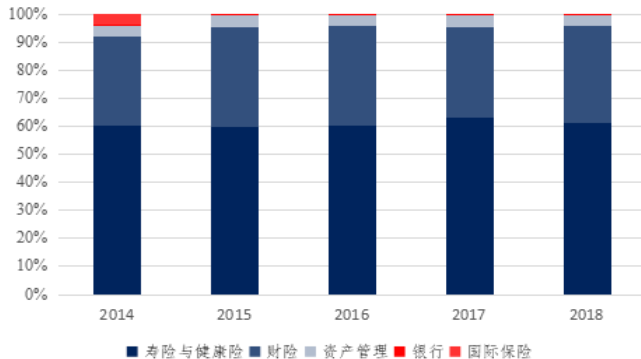
表 9: AXA 集团两大资产管理子/孙公司概况 (2018 年)

	Alliance Bernstein	AXA IM
AXA 集团持股比例 (2018 年)	持有 59.25% EQH, EQH 及其子公司持有 AB 62.5% 股权	78.96%
业务构成	第三方服务为主，机构服务、个人客户零售业务、私人财富管理业务、研究服务	自有保险资金投资为主，为客户提供共同基金和丰富专门的投资产品组合
2018 年管理规模	4590 亿欧元，第三方资产管理约占 70%	7300 亿欧元，自有保险资金管理约占 68%
2018 年营业收入	27 亿欧元	12.43 亿欧元
2018 年税前基础盈利	6.9 亿欧元	3.4 亿欧元
全球资产管理公司排名	34	19

资料来源: 安盛集团官网、信达证券研发中心

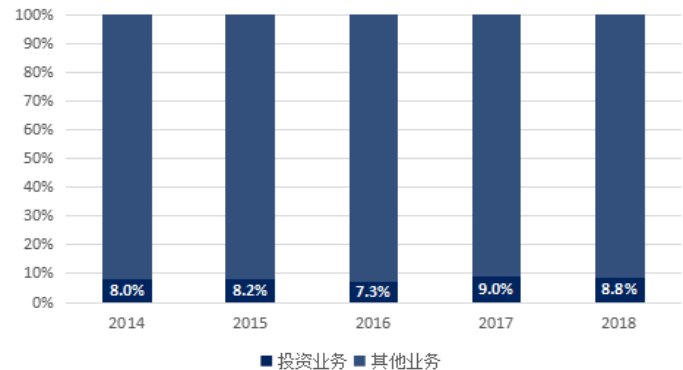
安盛集团资产管理业务成为集团重要利润贡献。2018 年，资管业务收入为 39.5 亿欧元，占比 3.8%，维持稳定。2018 年，资管业务归属集团的基础盈利为 5.41 亿欧元，占比 8.8%，较 2014 年有所提升+0.8pct，但低于安联。

图 41: 安盛集团收入结构



资料来源: 安盛集团年报, 信达证券研发中心

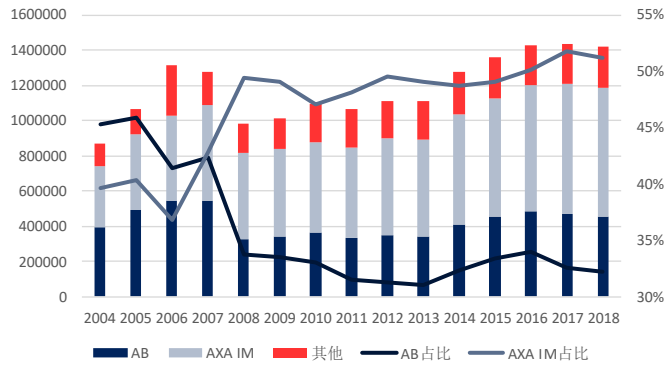
图 42: 安盛集团利润结构



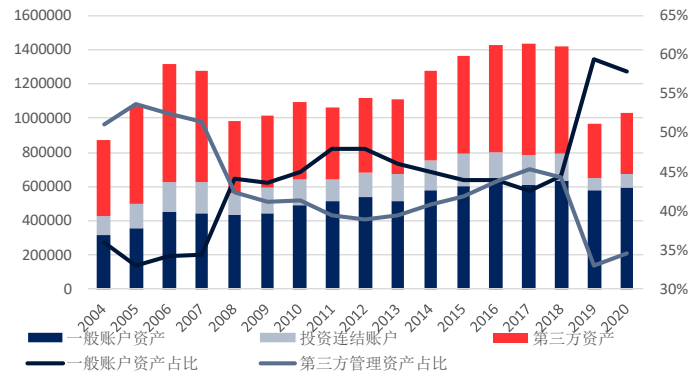
资料来源: 安盛集团年报, 信达证券研发中心

2、近年来第三方资产规模占比和零售业务占比均有所提升

管理资产规模 08 年以来稳步增长，第三方占比有所扩大。自 2000 年安联资本收购伯恩斯坦以来，资产管理业务开始进入快速发展时期，自 2008 年金融危机导致规模触底后，AB 和 AXA IM 资产管理规模再次稳步增加。截止 2018 年底 (因 2019 年 AB 不再并表)，安盛集团管理资产总规模达到 1.42 万亿欧元，相较于 2011 年的 1.06 万亿欧元增长 33.7%。其中 AB 管理规模为 4590 亿欧元，AXA IM 管理规模为 7300 亿欧元，分别较 2011 年增加 37.0%、42.5%。从管理规模占比上看，AXA IM 占比不断提升，由 2004 年的 40% 上升至 2018 年的 51%，而 AB 占比从 2004 年的 45% 下滑至 2018 年的 32%。08 年以后，安盛集团第三方管理资产规模逐渐恢复并提升。2008 年受金融危机影响，第三方资产管理规模占比从 2007 年的 51.4% 下降至 2012 年的低点 38.9%，随后缓步回升至 2018 年的 44.2%，但相比安联资管仍然较低。

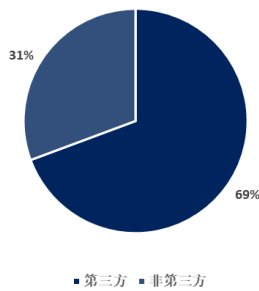
图 43: AXA 集团资产管理规模及分部占比 (单位: 百万欧元)


资料来源: 安盛集团年报, 信达证券研发中心

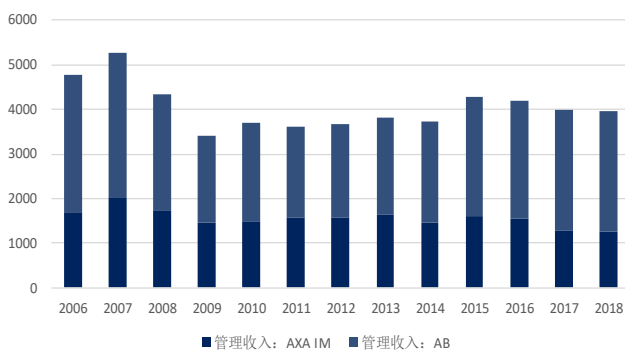
图 44: 安盛集团资产第三方规模及占比 (单位: 百万欧元)


资料来源: 安盛集团年报, 信达证券研发中心

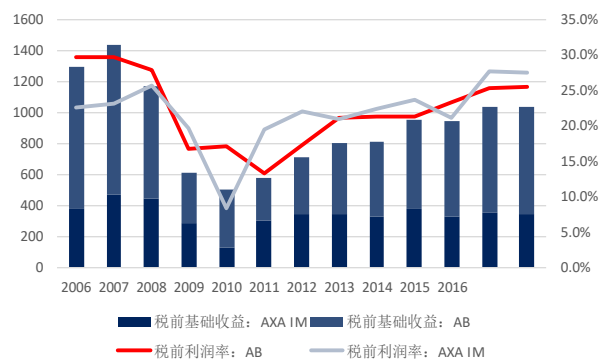
第三方业务占比较高的 AB 盈利贡献较大。AB 第三方业务占比近 70% (2016 年)。近十年, 集团资产管理收入变动幅度较小, 2011 年 (36.01 亿欧元) 至 2018 年 (39.50 亿欧元) 仅提升 9.7%。而税前收益率提升较为明显, 2018 年 (26.2%) 较 2011 年 (16.0%) 提升 10pct。其中, 以第三方资产管理业务为主的 AB 公司 2018 年实现管理收入 27.06 亿欧元, 较 2011 年提升 32.8%, 收入占比为 68%, 税前利润 6.85 亿欧元, 较 2011 年提升 152%, 利润占比为 65%, 税前利润率 25.4%, 较 2011 年提升 12.2pct。

图 45: 安盛 AB 管理资产第三方占比 (2016 年)


资料来源: 安盛 AB 年报, 信达证券研发中心

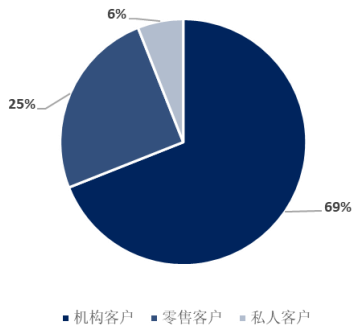
图 46: AB 和 AXA IM 管理收入贡献 (单位: 百万欧元)


资料来源: 安盛集团年报, 信达证券研发中心

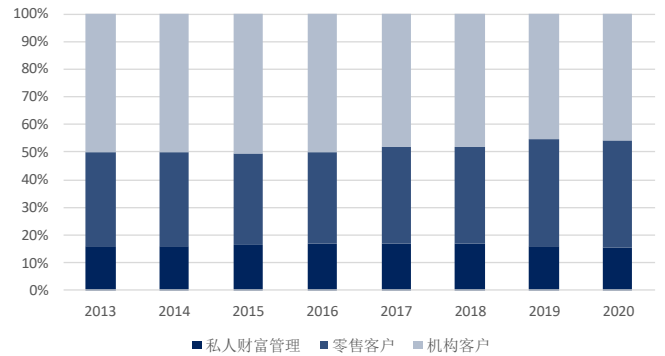
图 47: AB 和 AXA IM 利润贡献 (单位: 百万欧元)


资料来源: 安盛集团年报, 信达证券研发中心

第三方业务以机构客户为主, 非机构客户占比上升。第三方资产管理客户主要包括: 高净值私人财富管理需求客户 (私人客户)、零售客户及机构客户。安盛集团的客户结构中, 机构客户占比近 70%, 零售客户占比为 25%, 私人客户占比为 6%。安盛 AB 的资管客户也以机构客户为主, 占比接近 50%, 但随着近年来私人财富管理的需求不断上升, 个人客户自主化管理财富意愿的不断增强, AB 非机构客户占比略有上升, 2013-2020 年私人财富管理客户及零售客户占比从 49.8% 提升至 54.0%。

图 48: 安盛集团第三方资产管理客户结构 (2017 年)


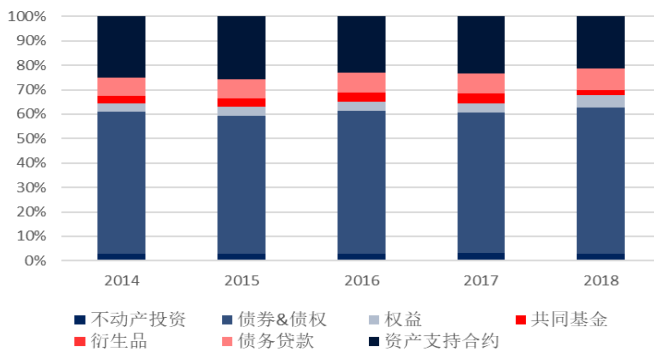
资料来源: 安盛集团年报, 信达证券研发中心

图 49: 安盛 AB 客户来源占比 (按资产规模分)


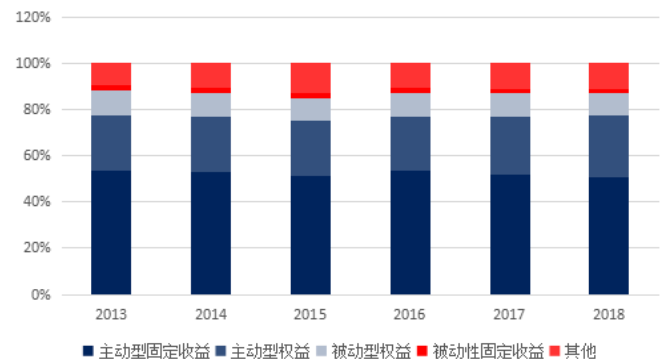
资料来源: 安盛 AB 年报, 信达证券研发中心

3、投资策略: 以固收类投资为主, 采用专业化分工的投资管理模式

以固定收益投资为主。安盛集团的投资资产占比中, 债券和债权类固定收益金融产品占比超 50%, 其次为资产支持合约 (21.14%, 2018) 及债务贷款 (8.74%, 2018), 权益占比较小 (5.17%, 2018)。自 2014 年起, 债券和债权类资产及权益占比不断上升。安盛 AB 也以固定收益为主, 但权益类配置占比较高。在 2013-2018 年提供的投资服务中, 固定收益占比基本超一半 (2018 年为 53%), 而权益产品配置超过三成 (2018 年为 36%)。此外, 被动型产品 (包括权益和固收) 及其他产品的投资服务占比较小, 约 23%。

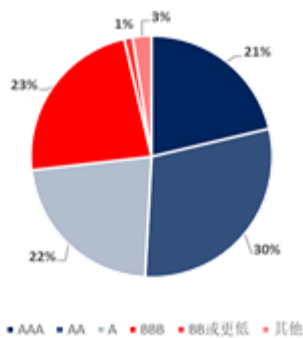
图 50: 安盛集团投资资产占比


资料来源: 安盛集团年报, 信达证券研发中心

图 51: 安盛 AB 提供投资服务占比


资料来源: 安盛集团年报, 信达证券研发中心

固收持仓评级较低。2018 年安盛集团 AAA 级占比为 21%, AA 级和 A 级占比分别为 30%和 22%, BBB 级占比为 23%, 固收持仓评级低于我国保险业。评级差异主要因为国内评级机构评定结果相对国外宽松, 也有国内监管对保险资金投资固收类资产较为严格的原因, 而海外保险资金通过信用下沉获取更高收益。

图 52: 安盛集团固收类资产评级 (2018)


资料来源: 安盛集团年报, 信达证券研发中心

实施专业化分工的投资管理模式助力投资收益提升。AXA IM 采用模块化管管理, 通过组建专业子公司或收购其他专业投资机构, 并根据固定收益、股票、另类投资等分类方式配套专业化的投研团队和投资公司。固定收益方面, 分为全球组合配置、发达国家与亚太投资、货币市场投资、新兴市场投资, 权益投资分为数量化投资(由 Rosenberg

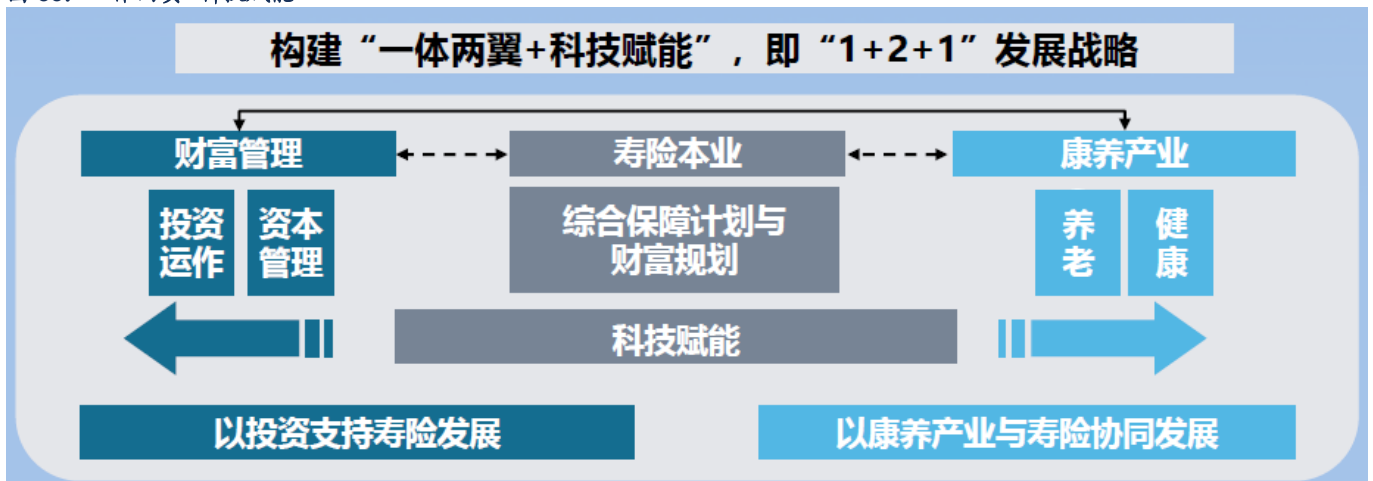
全球基金投资公司负责)，主动型投资（安盛 Framlington 资产组合公司负责）。另类投资分为结构性产品、房地产投资、私人股权投资、和对冲基金等资产管理模块。专业化分工和共同平台，以及平台下资源共享模式有助于资管业务的精细化发展，提升投资收益水平，同时也有助于提升资管能力和效率。

三、国内案例：新华保险

（一）战略定位

新华是较早提出财富管理战略定位并对财富管理概念逐步明晰和落实的险企。国内鲜有保险机构真正提出财富管理。2019 年李全总上任后，新华提出二次腾飞“1+2+1”战略构想，传承与落实上市之初提出的“一体两翼”发展布局，即以寿险为主体，以财富管理和康养为两翼，以科技赋能为驱动。其中寿险主业旨在为客户提供综合保障计划于财富规划；康养产业旨在通过健康和养老生态圈布局来协同寿险主业发展；财富管理业务旨在通过合理的投资运作和资本管理支持寿险的发展。在此战略下，公司首次提出“资产负债双轮驱动，规模价值全面发展”的理念，财富管理为主要驱动力之一。过去几年新华仅专注于负债端的转型，此次调整对投资端的重视程度也明显提升，强调新华资管在新华发展中的战略定位。资产负债双轮驱动体现在资产负债双向融合，双向打通，负债端将依托保险主业资金供给，发挥风险保障与财富管理职能，扩大资产端规模，并保持负债端业务结构良好，确保规模和价值均衡发展。资产端聚焦财富管理业务发展，通过开拓优质资产，通过提高投资效益以及风险控制来支撑负债业务的发展，满足客户需求同时为股东创造价值。需要强调的是，双轮驱动下财富管理不同于资产管理在于 1) 相比资产管理单一保险资金和产品体系，财富管理资金更加多渠道，产品体系更多元，2) 服务对象不只是股东，还有客户，提供保障以外的财富增值服务，3) 模式从“负债驱动资产”转变为“资产负债双轮驱动”。

图 53：一体两翼+科技赋能



资料来源：新华保险 2020 年开放日 PPT，信达证券研发中心

（二）实施情况

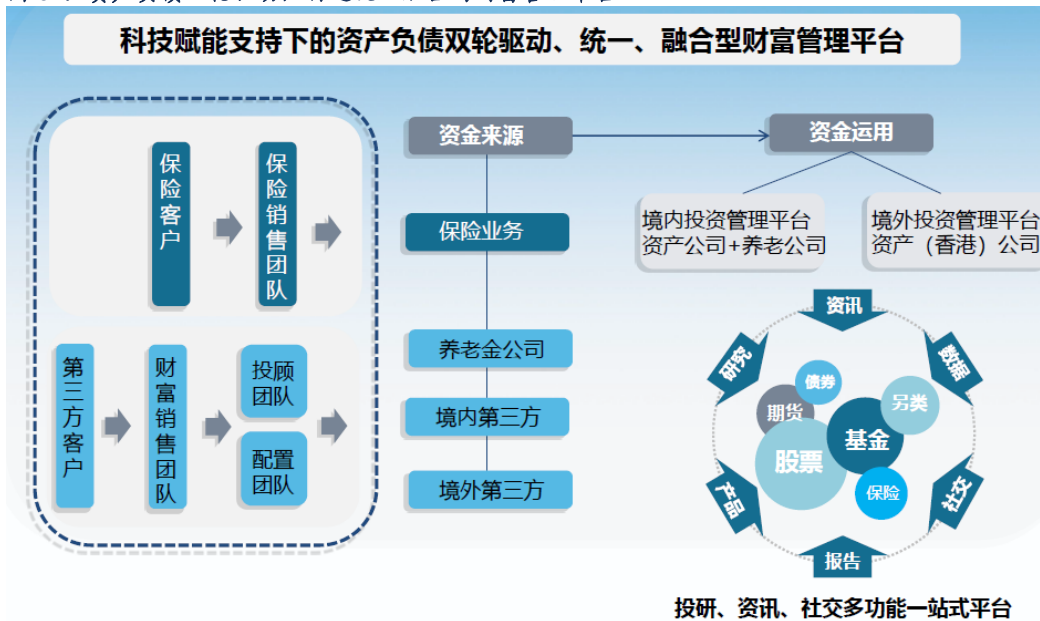
打造综合型财富管理机构。公司致力于打造自上而下的统一财富管理平台，将财富管理从单一的母公司资金受托转变为以客户为中心的专业综合性财富管理机构，整合保险资金、养老金和第三方渠道资管业务，为客户提供保障需求以外的多元化财富管理服务，满足客户差异化需求。公司战略目标是依托保险主业，服务“1+2+1”战略，打造以客户为中心的全方位、专业化、有特色的综合性财富管理平台，并继续做大资产规模。战略定位是以养老金、第三方资金作为突破口，以科技赋能加强渠道获客能力，丰富产品体系，形成资产负债双轮驱动，打造统一、融合型的财富管理平台。

从目前实施情况来看，公司主要从**财富管理平台搭建、投资能力建设、资管产品开发**等方面着手，打造综合型财富管理机构。

- **平台搭建方面：**以新华资管公司为主体，协同养老公司、新华资产香港打造统一财富管理平台，同时强化渠道建设，搭建融合化销售平台，促进保险销售和财富管理销售产生协同。

- **投资能力建设方面：**围绕“一中心、双核力、三支柱”发展思路，即以客户体验为中心，以专业化投资研究和数字化科技支持为两大核心能力，以人才为根本、市场化机制为动力、企业稳健投资文化，以绝对收益为导向，坚持长期投资和价值投资理念，提升投资能力。
- **资管产品开发方面：**境内外平台建立涵盖不同资产类别、投资策略的完整产品体系，同时在完善第二支柱养老金产品线的同时积极开拓第三支柱个人养老保障业务产品线，为客户创造稳定回报。公司现有境内产品体系包括行业策略产品、量化策略产品、存款型产品、主动选股产品、纾困专项产品以及固定收益类产品。境外资管产品包括混合型、权益型和债券型产品。

图 54：资产负债双轮驱动，打造统一融合的财富管理平台



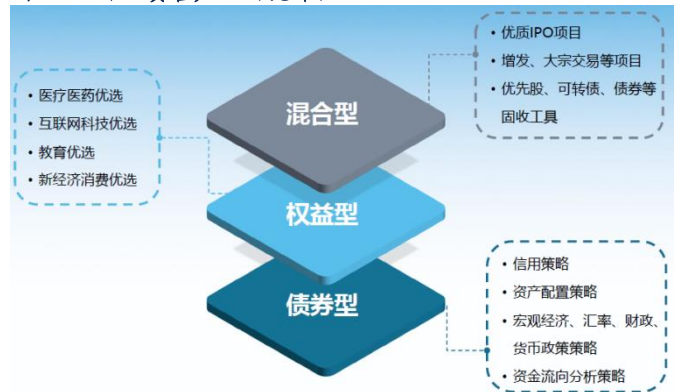
资料来源：新华保险 2020 年开放日 PPT，信达证券研发中心

图 55：保险资管产品（境内）



资料来源：公司 2020 年开放日 PPT，信达证券研发中心

图 56：保险资管产品（境外）



资料来源：公司 2020 年开放日 PPT，信达证券研发中心

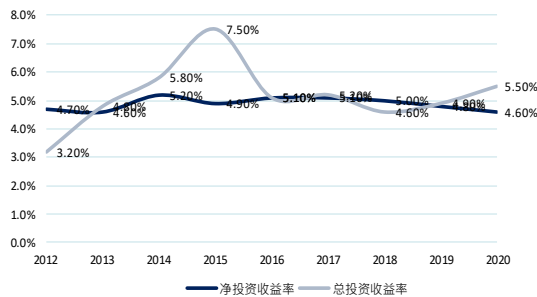
新华第三方资管业务取得快速增长，今年将开展高净值个人业务。截止 2020 年前三季度，新华资产管理规模为 1.13 万亿，而 2019 年同期仅 7000 多亿，实现较快增长。其中第三方业务起到了较大的助推作用，仅用一年的时间实现了迅猛发展。截止 2020 年三季度末，第三方业务规模达到 3500 亿，占比超过 30%，预计到 2020 年底第三方资管规模可以达到 4000 亿元人民币。第三方利润贡献也显著提升。这主要因为新华过往管理资产创造的效益得到了银行、券商、信托和其他大机构的认同，2020 年获得了大单。另外，此前资管客户全是机构客户，2020 年底公司已获批经营个人资金，今年起将面对政策松绑下的高净值个人客户开发产品，将成为业绩重要增长点。未来公司将继续发挥投资管理优势管理好体系内保险资金并驱动负债端产品销售，另外也将积极扩张第三方资金来源，包括养老金等机构客户以及更多的高净值个人客户，满足财富保值以及财富传承需求，并通过收取

管理费收入提升投资管理利润占比。

（三）新华优势

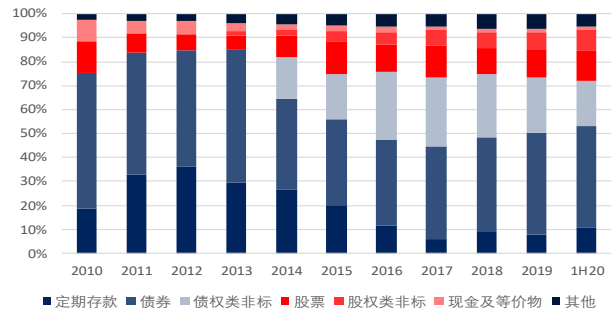
新华资管所有的投资都是基于长期以来积累了大规模、长期资金的资本市场投资管理经验，具备安全、收益稳健特征，为打造财富管理平台提供了基础。新华主要优势有**1) 具备大规模、长周期、稳定的寿险主业优质资金支持。****2) 建立了全面的投资管理体系，同时培养了专业人才队伍，****3) 丰富的投资资产类别和产品创设能力。**新华投资横跨一、二级市场，涉及标准化资产和另类资产，涵盖境内和境外资产，具备强大的产品创设能力，在投资多元化方面比券商、基金和信托更具优势。例如，新华在非标投资领域建立了独特优势，具有强大的定价权优势，同时在基金的投资经验上也具备领先优势，而大部分券商和基金更专注公开市场。**4) 较强的项目组织能力。**新华以投行的思维推动项目投资，具备主动管理优势，而其他机构更多是被动买方。**5) 强大的客户基础。**凭借保险主业积累的客户资源，新华可以加大代理人团队交叉销售力度，加大零售财富管理产品的销售。**6) 投资业绩稳健，风控能力强。**新华以绝对收益为考核，且业绩波动较小，显示出较强的风险控制能力。近年来公司投资收益率较为平稳，除2015年，净投资收益率和总投资收益率基本维持在5%。基于此，2020年公司第三方业务增长3000-4000多亿，为行业最大增量，同时较强的项目能力也为公司吸引了优质的大单。此外，公司较为市场化的机制以及第三方业务的资产跟投也保证了业绩的长期稳定。

图 57: 投资收益率



资料来源: 公司2020年开放日PPT, 信达证券研发中心

图 58: 新华资产配置



资料来源: 公司2020年开放日PPT, 信达证券研发中心

（四）未来展望

未来新华将通过三步走战略推进财富管理发展：**1) 过渡调整期(2020年):** 整合内部资源，调整架构职能；**2) 深化建设期(2021-2023年):** 锻炼专业队伍、搭建技术平台；**3) 体系完善期(2024-2025年):** 完善管理体系、建成融合平台。从产品、科技支撑、渠道以及团队来实施布局，**1、产品端:** 构建多资产（融合股票、基金、另类。债券、期货、保险）、多策略（坚持长期投资和价值投资理念，坚持绝对收益为目标，融合不同期限、风险差异、全球视野、多元策略）的开放产品平台；**2) 科技支撑:** 搭建数字化智能科技支持平台，满足数字化投研、数字化营销及数字化运营三大需求；**3) 渠道端:** 搭建与银行、信托、券商、基金的多方合作渠道，其中银行方面涉及长期资产管理、股权投资管理、养老金管理等，信托方面涉及共同开发另类项目及其他项目，券商方面加大资产证券化等合作，基金方面加大金融科技和产品创新；**4) 团队建设:** 致力于建设融合型财富管理团队（打造专业资产配置和顾问团队提升市场拓展和服务客户能力，以及建立专业的投资管理团队提升投资管理能力）。

图 59: 新华财富管理发展路线

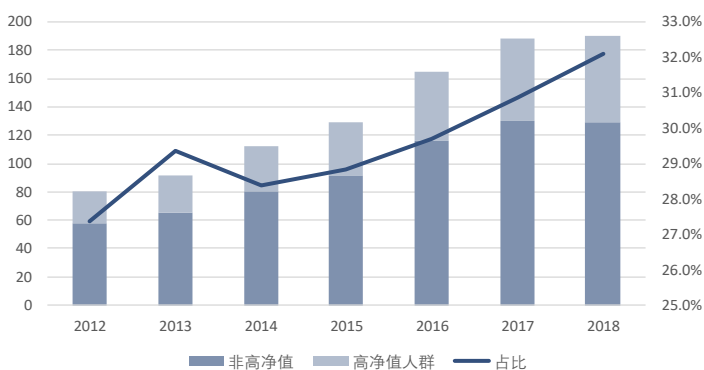

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

四、未来发展机遇

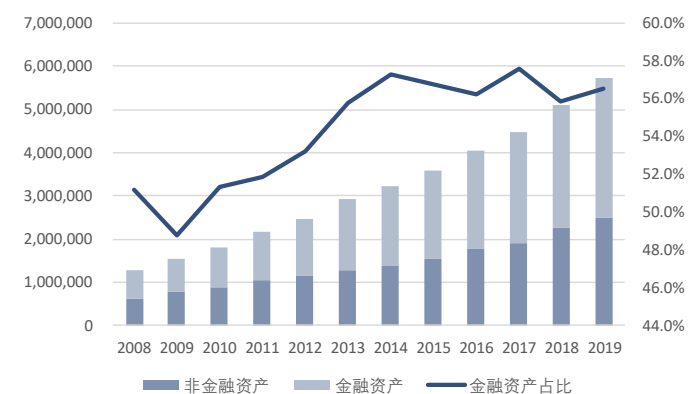
我们认为, 未来保险资管市场将迎来重大发展机遇, 主要因为 1) 居民财富加大向金融资产转移, 储蓄养老变投资养老有较大空间, 2) 权益资产配置提升投资收益水平, 助力养老金加快入市, 3) 保险资管新规拓展个人高净值客户和养老金资金来源, 为第三方业务蓄力, 4) 保险资管独有的优势助力其发展。

(一) 居民财富向金融资产转移, 储蓄养老向投资养老转变空间大

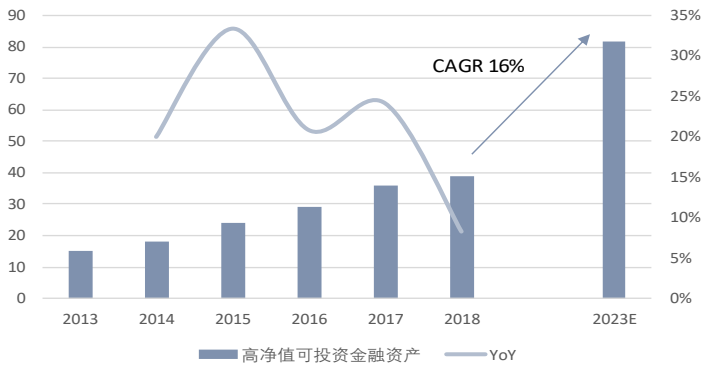
高净值人群可投资金融资产增加驱动财富管理需求提升。 尽管 2019 年以来国内整体居民财富增长速度放缓, 但高净值人群可投资资产提速。截至 2018 年我国个人持有的可投资资产规模已达 190 万亿元, 其中资产大于 1000 万的高净值人群的可投资资产规模达 61 万亿元, 占比从 2012 年的 27.4% 提升至 32.1%。此外, 居民对金融资产的配置意愿逐步提升。2005-2019 年金融资产配置增长 8.4x, 年复合增速高达 17.3%, 金融资产占居民总资产比重从 44.5% 提升至 56.5%, 但较美国仍然偏低 (2019 年美国金融资产占家庭总财富比例为 73.7%)。未来随着房地产作为致富引擎的作用逐渐下降, 居民对存量资产的保值增值和财富传承的需求日益迫切, 我们预计未来金融资产配置仍有提升空间。根据 BCG 预测, 2018-2023 年高净值客户可投资金融资产仍将维持年化 16% 的快速增长, 达到 82 万亿人民币。

图 60: 高净值人群(可投资资产超过 1000 万)可投资资产占比提升 (万亿元)


资料来源: 招商银行私人银行报告, 信达证券研发中心

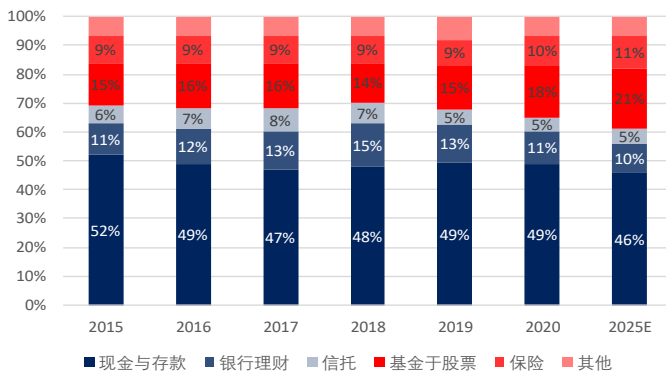
图 61: 金融资产占比稳步提升 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

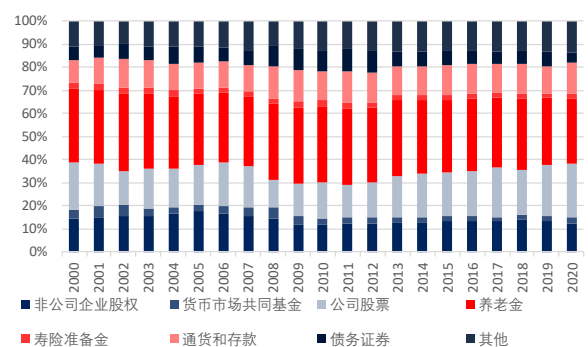
图 62: 高净值个人可投资金融资产总额 (万亿)


资料来源:BCG, 信达证券研发中心

储蓄养老转为投资养老有较大空间。我国储蓄率较高，且主要以短期为主，不具备养老特征。2020年我国个人金融资产中，居民本外币存款为100.45万亿元，占个人金融资产的比重49%。而美国储蓄存款占可投资金融资产比重为13.5%。表明我国金融资产配置结构仍有较大改善空间。期限结构中，居民储蓄存款中3年期以上定存仅占30%，5年期占比不到10%。银行理财24万亿产品中，1年期以上的占比仅9%。**金融资产中保险配置比例较低。**麦肯锡数据显示2020年我国保险配置占个人金融资产比重仅10%。而美国居民保险配置占比超30%。从储蓄转化率来看，2020年我国居民保险投资规模20.5万亿元，仅为储蓄存款的20%。而美国居民保险投资规模32.6万亿美元，为储蓄存款的2.3倍。近期银保监会副主席肖远企强调在建立第三支柱中，要把不具备养老特征的个人资金转化为长期、有养老属性的且具备一定收益的第三支柱养老产品。随着未来居民健康养老意识的提升，以及长期利率下行，资管新规对银行理财、券商、信托等通道业务的规范相对利好保险，未来居民将加大储蓄存款、理财等向养老保险的转换。假设居民金融资产维持不变，假设仅当前储蓄存款10%转化成养老金，可为养老资产带来10万亿元资金流入。

图 63: 中国个人金融资产结构


资料来源: 麦肯锡, 信达证券研发中心

图 64: 美国居民资产配置 (%)


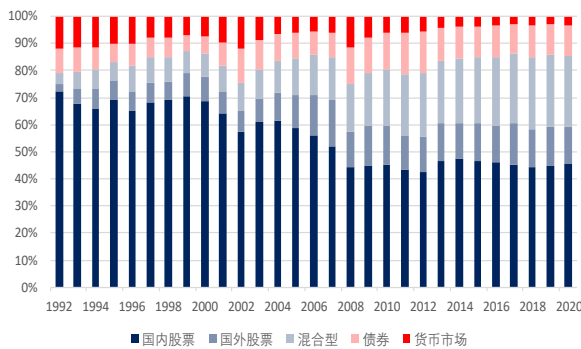
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

另外，老龄化的加剧提升了养老保障和理财需求，促进养老险销售。老龄化加剧、抚养比增加、养老金收支矛盾、财政支出压力激增、企业年金覆盖面较窄、投资端入市规模较小、第三支柱发展迟缓等一系列问题为我国商业养老保险发展提供了契机。根据日本经验，日本1995年进入深度老龄化（65岁以上人口占比达到14%）以来，养老保险产品配置大幅提升。1995-2019年，日本保险配置结构中，居民储蓄类和理财类产品配置基本占据50%。从日本居民大类资产配置来看，1994-2014（从老龄化进入深度老龄化）保险和退休金资产规模年复合增速达到1.97%，高于金融资产的年复合增速（1.75%），占比从28%提升至29.1%。随着养老需求的提升以及第三支柱建设的推进，我国养老保险有望迎来高速发展期，将为保险系资管机构带来更多资金来源。

(二) 权益资产配置提升投资收益水平，助力养老金加快入市

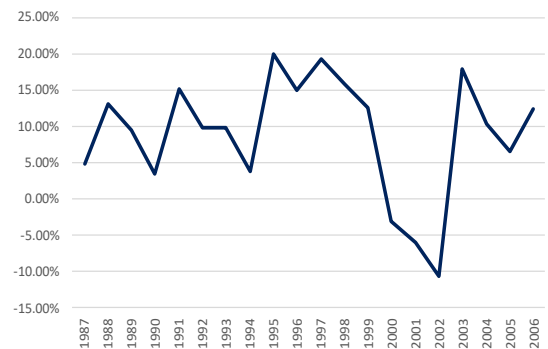
我国养老金权益类投资占比较低，投资收益水平有限。未来保险资管将注重资产负债双轮驱动，通过投资能力建设来驱动负债端发展，而权益投资配置比例增加有望提升投资收益水平，为保险资管赢得竞争力。美国养老金投资市场化程度较高，DC计划和IRA计划将超过一半的资产投入共同基金。从共同基金配置来看，股票基金配置占比最高，超过50%。从投资收益率来看，1987-2006年大部分年份，DC计划收益率为正数，且超过一半年份投资收益率水平高达双位数，而负值仅出现在2000-2002年三年（当时正处于股市危机时期）。因此只要国家经济不出现大幅衰退，较高的权益投资占比均能为退休金提供较好的增值收益。反观我国，1) **市场化运营能力低**。自2015年批准基本养老保险基金委托社保基金投资以来，截止2019年底，基本养老保险委托社保理事会签约规模共计10930亿元，占基本养老保险累计结存的17.4%，委托投资占比仍有待进一步提升。2) **养老金投资风格较为保守，过度关注资产安全性**，主要投资于服务国家战略以及民生工程为主的收益相对稳定的领域。且**权益投资占比远低于社保基金投资基金和股票的比例上限的40%和企业年金股票投资比例上限的30%**。我国养老金投资以固收类为主，其中社保基金以交易性金融资产和持有至到期投资为主，权益投资占比仅不到10%，2010年以来社保基金年均投资收益率区间位于8-9%，投资回报相对有限，难以实现大规模增值。企业年金固收类占比超过80%，权益类投资占比仅7%。我们认为，提升权益市场配置有望提升收益率水平，为保险资管赢得更多的养老金入市机会，实现和基金公司、券商资管等资产管理机构的共同竞争。

图 65: DC 投资资产结构



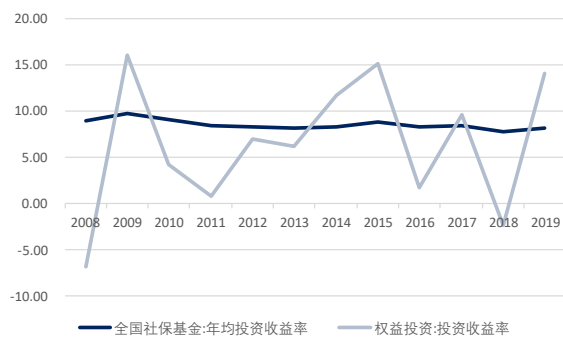
资料来源: ICI, 信达证券研发中心

图 66: DC 投资收益率



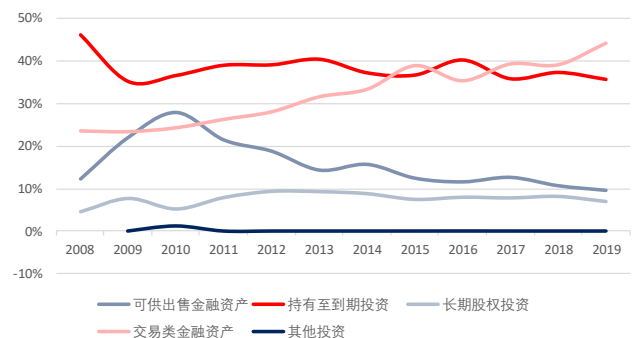
资料来源: 《美国 DC 型企业年金计划投资运营与借鉴》，信达证券研发中心

图 67: 社保基金投资收益率 vs 权益投资收益率 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 68: 社保基金投资资产结构



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

反过来，养老金入市规模提升也有助于保持收益稳健增长。养老金作为典型的长期投资者，是权益市场的重要参与者。从美国实践来看，养老金是美国权益市场长牛的重要资金来源，长期稳定的资金减少了权益市场波动。反过来，持续稳健的慢牛，也为美国养老金的投资绩效提供坚实的保障。我国权益市场仍存在“散户市”和“政策市”的特点，波动较大。同时，部分公募基金基于业绩考核及资金赎回的因素，也会增大市场的波动，导致长期来看，绝大部分基金的年化收益率较低。养老金作为国家层面的长期资金来源，能够克服公募基金的部分缺陷，提高权益市场的稳定性，提升收益水平。

间接融资转直接融资背景下，保险资金加大项目投资以提升收益率水平。保险资管机构以投行发行模式注册债权

投资计划，直接对接基础设施、能源、轨交等项目。保险资金具有期限长、规模大、收益稳定等特点，而粤港澳大湾区建设、“一带一路”建设等国家重大项目工程、以及能带动区域经济发展的基础设施及民生项目等投资同样具备资金需求体量较大、回收周期较长、回报稳定等特点，在解决保险资金长期配置和收益压力的同时也为实体经济提供了稳定的优质资金，推动经济结构调整和产业结构升级。

（三）保险资管新规落地拓展零售业务和养老金账户投资，第三方业务发展迎来新机遇

第三方业务市场空间较大。根据央行发布的《中国金融稳定报告 2020》，截止 2019 年，金融机构存续资管产品募集资金余额 79.4 万亿元，其中银行理财占比 30%、证券期货经营机构私募资管产品占比 24.2%、信托资管产品占比 23.4%，公募基金占比 18.6%，而保险资管占比仅 3.3%。相对 22 万亿的保险资金规模，保险资管 4 万亿左右的规模相对较小，主要因为我国保险资管大多服务于内部资金，且仅涉及机构客户，市场化程度不足。随着未来个人财富市场的发展以及机构业务方面养老金、企业年金等第三方业务的扩张，保险资管规模有望提升。

3.1 零售业务

保险资管角逐个人财富管理市场，为第三方业务发展提供了新的突破口。2020 年 3 月保险资管新规落地，在资金募集对象、销售渠道、投资者范围、产品投资范围等方面均有所拓宽，尤其在**资金募集对象上，明确保险资管产品可面向合格个人投资者非公开发行**（原来必须是机构投资者），**标志着保险公司个人财富管理正式起航**。目前我国财富管理市场中个人客户资金占比约 60%（65 万亿元），且数量少于 1%的高净值和超高净值人群（个人金融资产大于 100 万美元）个人金融资产规模将占到总量的 1/3。根据麦肯锡预计 2025 年我国个人财富管理市场将扩容至 79 万亿元，中高净值人群将占据个人可投资金融资产的 1/2，因此保险资管公司角逐私人财富市场具有重大战略意义。参考国际领先保险资管公司的成功经验，安联集团旗下安联资产管理公司以第三方资产为主，个人业务占比后来居上，第三方业务中有 40%以上来自于个人客户。我们认为，在中国高净值客户财富管理市场加速发展的背景下，保险资管机构积极发展个人业务有助于大力拓展第三方业务规模，带来新的利润增长点。

销售渠道拓宽至所有金融机构，利好保险资管产品销售。代销机构在之前的征求意见稿规定的自销和银行业保险业金融机构代销两种的基础上，进一步拓展至所有金融机构及银保监会认可的其他机构。从当前的业务情况来看，保险资管产品主要采用自行销售的形式，基本不存在委托第三方销售的情况，因此销售渠道的放开有助于保险公司拓宽保险资管产品的销售渠道。保险公司可通过 1) 搭建保险集团内部协同渠道，充分利用好寿险和财险代理人，可将其培养成财富管理人员，为客户提供产品销售、顾问等综合服务，开展代理人交叉销售保险资管产品，2) 加强与商行私人银行的合作，为高端客户提供保险资管特色产品，3) 积极与券商、基金、以及第三方平台合作，尤其加强与互联网代销平台合作，提升规模效应，4) 搭建数字化网络平台，促进线上线下自销融合发展。

保险资管投资理念契合高净值人群除保险产品外的综合财富管理需求。除购买保险外，保险资管产品对高净值个人客户销售放开将提升个人客户综合财富管理需求，而保险资管公司定位也将由集团内部资金托管人向财富管理机构转变，与银行、信托、公募等资管机构开展角逐。高净值人群在资产配置上体现出明显的避险偏好，对保证财富安全和财富传承有着强烈的诉求，而保险资金投资理念与这些需求紧密契合，可以提供其他财富管理工具，满足客户综合化财富管理需求。

3.2 养老金业务

保险资管新规明示合格投资者范围扩大至养老金，助推保险资管规模的提升。保险资管新规明确保险资产管理产品投资者范围扩大至基本养老金、社保基金、企业年金等。我们认为，**过往保险资金大规模、长久期的大类资产配置经验有助于养老金账户的管理**。保险资管机构大类资产配置遵循长期审慎稳健的原则，致力于在严格风险管控前提下实现收益最大化，这与养老账户资金追求长期稳健增值性质相匹配。未来随着养老金入市加大，具备相同投资理念的保险资管机构占据先发优势。从收益表现看，近年来，尽管利率处于长期下行且资本市场波动较大，保险资金仍然实现 5%以上的投资收益率，体现了稳健和安全的投资特性。在老龄化加剧的背景下，近年来养老金委托投资占比逐步提升，占比从 2017 年的 5.45%提升至 2019 年的 7.84%。未来养老金市场将成为保险资管机构重要战略方向。保险资管机构将协同寿险、年金管理机构，参与企业年金制度政策研究，以及合作开发税延

养老金以外的商业养老账户产品，丰富第三支柱体系，助推保险资管规模的提升。

第三方业务发展推动保险资管机构市场化转型。过往保险资管机构主要管理内部资金，人员缺乏激励机制。近年来，随着银行、第三方保险资金、企业年金、养老金等第三方资金占比持续增长，叠加未来保险资管产品向更多非保险客户以及合格个人投资者发行，**保险资管公司定位也从集团内部资金托管人向财富管理机构转变**，开始与银行、信托、公募基金、券商等资管机构开展角逐。保险公司有望凭借在大类资产配置，尤其是非标产品创设能力、囊括海内外的丰富产品体系、全面的投资管理体系建设和投研专业化水平、严密的风险管控能力等竞争优势，强化主动管理能力和绝对收益投资能力，发挥保险资管大规模、长期化、稳健投资的优势。

（四）保险资管较其他资管机构的差异化优势突出

保险资管凭借其自身的特性及优势，未来有望在财富管理市场中占得一席之地：

追求稳定长期回报。由于保险资管资金来源的特性，整体的投资理念区别于其他资管机构追求短期收益，而更注重短期收益与长期收益的平衡，平衡绝对收益与相对收益，平滑收益曲线，能抗住长期风险，追求稳定回报。与公募、私募相比，保险资管在固定收益、非标领域及大类资产配置上存在一定的优势，适合风险偏好低、追求绝对收益、财富管理规模较大、更注重稳定及传承的客户；

实现集团协同。保险资管机构拥有雄厚的股东背景及优异的客户资源，使其能够与险企本身实现一定的协同。对险企本身的高净值客户引入资管机构的财富管理服务，一方面能够提高客户的黏度，另一方面也能够实现资源共享，降低获客成本；

可投资范围较广，产品设计更灵活。保险资管可投资资产有股票、债券、公募基金、股权、债权以及ABS等类型，产品包括货币类、固收类、权益类、量化、债券投资计划、股权投资计划、FOF等产品。与部分资产管理机构仅能提供单一化的理财产品不同，保险资管可投资范围与信托类似，更广、更灵活，能够提供丰富的投资组合。因此，在面对不同财富管理规模，不同负债特性，不同目标的客户，能够针对性地提供一系列风格策略迥异的投资组合满足客户需求，成为个性化、定制化的财富管理产品创造者及提供商。

高度严密的风控体系。在未涉及财富管理之前，保险资管机构大多都是向关联方提供资产管理服务，更加追求绝对收益，追求收益的稳定，并因此建立的严密的风控体系，能够吸引对于资金安全性特别看重的客户。

五、投资建议

对比海外顶级金融保险集团，我国保险资管公司在投资管理能力、盈利模式等方面均存在较大不足，体现在 1、专业投资能力较弱。基本按保险机构的方式运作，尚未建立起强大的投研体系，投研资源过于分散，尚未新改成专业化分工和协作。在投资能力、管理模式方面与基金公司和券商仍存在一定差距。2、盈利模式较为单一。我国保险资管主要以内部资金为主，缺乏第三方资金，尚未建立以收费为主的盈利模式，规模拓展有待加速，以便构建起独立的利润来源。3、产品创新能力不足。受托管理资产主要以专户管理方式为主，针对客户需求的产品较少，缺乏创造性。4、风控能力有待加强。我国保险公司与国际上保险业的全面风险管理仍然有较大差距，需要在风险监测和评估，预警以及管理能力上进一步提升。

借鉴海外经验，我国保险资管机构有望通过发展第三方业务扩大资产管理规模，把握个人财富管理和养老金的机遇。个人业务方面，私人财富持续增长、保险保障和财富增值需求提升、销售渠道拓宽均为零售业务发展提供了基础。同时储蓄养老转投资养老也将带来大规模增量保险资金。机构业务方面，保险资金多年来积累的大规模、长周期、收益稳健的投资理念在承接养老金、企业年金等资金上具备天然优势，能够抗住经济周期，实现长期稳健回报。未来保险资管将发挥资产负债双轮驱动作用，加强投资端能力建设，提升权益资产占比，吸引更多养老金入市，与其他资管机构开展正面竞争。未来保险资管公司定位也将由集团内部资金托管人向综合财富管理机构转变，与银行、信托、公募等资管机构开展正面角逐。保险资管公司将独立于母公司，对母公司的利润贡献将逐步提升。

比起其他机构，保险资管 1) 拥有来自母公司的强大的销售队伍，有望通过代理人交叉销售资管产品，2) 保险资金投资范围更广，投资策略更为灵活，具备跨界投资能力，能为客户提供个性化、定制化的财富管理方案，同时也可开拓境外投资模式，推动全球化配置，3) 保险长期资金符合国家经济结构转型和产业升级的方向，在间接转直接过程中扮演更重要的角色，投资定价能力有望不断提升，在匹配长期资金的同时提升收益水平。未来我国保险资管机构将主要在品牌、渠道资源优势、卓越财富顾问团队、产品创设能力、风险管控能力、数字化运营、强大投研能力等方面开展角逐。我们推荐第三方业务占比（44%）最高，且养老产品布局较为领先的中国太保，以及财富管理战略和部署明确、第三方业务快速增长的新华保险。

风险因素

利率持续下行；权益市场波动加剧；第三方业务拓展低于预期；海外投资受限。

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售 总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北副总 监 (主持工 作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总 监 (主持工 作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	1599555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。