

财富管理行业专题

美国资本集团：以长期主义为信仰

超配

核心观点

大浪淘沙，勇立潮头。美国资本集团（Capital Group）是世界上历史最悠久、规模最大的投资管理机构之一。由于保持着长期的优质投资业绩，资本集团受到了客户的广泛赞誉。我们回顾资本集团的发展历程发现，资本集团的成功并不是偶然，而是与其持之以恒的长期主义投资理念、独特的制度创新、灵活的组织结构、高素质且稳定的人才团队息息相关。

员工的高度稳定性践行了资本集团的长期主义理念。资本集团始终如一地高标准要求员工，并且坚持以充分研究为基础的稳健投资，一以贯之地为投资者提供良好的服务。从公司管理层的从业经历来看，管理层的平均从业年限为 30 年，在资本集团的平均工作年限也达到 22 年。投资经理中，从业 30 年以上的投资经理占比达到了 34%，从业 20 年以上的达到了 91%。

多元顾问制度是资本集团革命性的创新制度。资本集团旗下管理的基金通常有 3 到 13 名经理，这些投资经理具有多样化的文化背景、不同的投资风格和投资策略。虽然投资经理经常交流投资见解，但他们会根据各自的观点做出独立投资。在这样的模式下，他们构建的投资组合汇集多元化的投资理念，使投资组合可在不同的市场环境下表现卓越。资本集团不推崇明星基金经理，避免短期机会主义风险。

打造开放式的决策过程。在资本集团内部，每个投资经理和研究员都有权做出自己的投资决策，但这样的自由并不是毫无限制，交易必须集中控制，投资结果经过不断评估，而且与薪酬直接挂钩。资本集团投资人员的奖金是根据四年投资结果的移动平均数制定的，并不是根据短期一年的结果而定。

轻营销，重管理和服务。资本集团认为，给客户优质的服务和准确、及时的信息至关重要，服务必须达到“在一切工作中永远争取最好”的标准。资本集团从来不做广告，但是他们把对客户的报告写得更加深入、有趣。资本集团希望让投资人能通过阅读这些报告来了解他们自己基金的信息，真正让投资者受益。

注重全球化布局，享受各个国家和地区的经济增长红利。在资本集团发展壮大的过程中，非常注重全球化布局，从而通过投资充分受益于各个国家和地区经济增长的红利。资本集团很重视对新兴市场的投资，并大力挖掘发展中国家中有发展潜力公司的投资机会。

风险提示：1、疫情反复；2、竞争恶化；3、政策趋严；4、系统性风险。

投资建议：随着经济转型和我国居民财富管理需求增长，我国大财富管理行业空间广阔，优秀的财富管理机构大有可为。就券商而言，其离资本市场更近，具有资本市场人才优势和研究能力优势，建议关注在财富管理业务上具有特色的券商，包括中信证券、中金公司、东方财富、国联证券。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
600030	中信证券	买入	20.23	2,845	1.82	2.08	11.12	9.73
601995	中金公司	买入	40.71	1,444	2.46	2.94	16.55	13.85
300059	东方财富	买入	23.85	3,152	0.92	1.16	25.92	20.56
601456	国联证券	买入	11.07	281	0.39	0.63	28.38	17.57

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

非银金融

超配 · 调高评级

证券分析师：戴丹苗 0755-81982379
 daidanniao@guosen.com.cn
 S0980520040003

证券分析师：王剑 021-60875165
 cnwangjian@guosen.com.cn
 S0980518070002

证券分析师：田维伟 021-60875161
 tianweiwei@guosen.com.cn
 S0980520030002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《交易所行业 2022 年 6 月跟踪-ETF 互联互通将使交易量更平稳》——2022-06-08

《个人养老金专题-金融机构如何掘金个人养老金金融市场》——2022-05-23

《公募基金《管理人办法》及其配套规则点评-推动多元开放，促进高质量发展》——2022-05-21

《寿险投资观察一：为什么要用寿险获取超额收益》——2022-01-24

《首份 SPAC 观察：示范意义重大，将资本市场改革推向纵深》——2022-01-19

内容目录

公司概况	4
历史沿革：从家族企业起步，转型共同所有制	4
组织架构：追求平等、扁平化	7
管理层：具备长期金融服务经验	8
公司特色及竞争优势	11
经营理念：立足长远，坚持长期主义	11
业绩表现：长周期表现优异	11
制度创新：多元顾问制度，以团队作战替代个人英雄主义	13
产品体系	14
特色：多样化、低费率	14
投向：权益、多资产类产品为主要投资方向	15
布局：既投资美洲、欧洲等发达国家，也投资亚太地区等新兴市场	16
主要结论与投资建议	19
风险提示	19
免责声明	20

图表目录

图 1: 2012-2021 年美国开放式基金资产净额	4
图 2: 2012-2021 年美国开放式基金各类别资产净额	4
图 3: 美国家庭退休账户中的共同基金百分比	5
图 4: 不同国家和地区居民持有银行存款和基金比例	5
图 5: 美国基金在 17 个熊市中的表现与基准指数对比	6
图 6: 资本集团组织结构	8
图 7: 资本集团分析师和投资经理数量	8
图 11: 资本集团不同类别基金夏普比率	12
图 12: 资本集团不同类别基金换手率	12
图 13: 美国投资公司基金与指数基金年收益率对比	13
图 14: 多重基金经理制度与明星基金经理制度对比	14
图 15: 资本集团不同类别基金平均费率	15
图 16: 不同类别对应的基准基金平均费率	15
图 17: 资本集团产品分类	16
图 18: 全球平衡基金规模	17
图 19: 全球平衡基金投资地域分布图	17
图 20: 全球平衡基金各国家资产及比例	18
图 21: 全球平衡基金投资类别及比例	18
图 22: 发展中国家基金规模	18
图 23: 发展中国家基金各类别资产占比	19
图 24: 发展中国家基金资产地域占比	19
表 1: 资本集团发展历史	7
表 2: 资本集团管理层职位及从业年限	9
表 3: 资本集团主要业务从业人员从业年限	9
表 4: 资本集团员工薪酬体系特色	11
表 5: 资本集团主要管理基金自成立以来的年化收益率	12
表 6: 资本集团不同类型的基金及投资目标	14
表 7: 资本集团国际化战略	16
表 8: 重点个股估值表	19

美国资本集团（Capital Group）是一家美国金融服务公司，它是世界上历史最悠久、规模最大的投资管理机构之一。由于保持着长期的优质投资业绩，资本集团受到了客户的广泛赞誉。我们回顾资本集团的发展历程发现，资本集团的成功并不是偶然，而是与其持之以恒的长期主义投资理念、独特的制度创新、灵活的组织结构、高素质的人才团队息息相关。本报告通过分析资本集团的发展历程、制度结构及产品特色来追溯资本集团成功的原因，发现资本集团从组织架构、人才引进、考核机制等方面，都践行着其企业文化与信仰：长期的投资视野、多元化的投资方式、深入的基础研究以及相信合作的力量。

公司概况

历史沿革：从家族企业起步，转型共同所有制

1931 年，乔纳森·贝尔·洛夫莱斯（Jonathan Bell Lovelace）在加州洛杉矶创立了资本集团。乔纳森此前曾是股票经纪公司迈科龙公司（Edward E. MacCrone）的合伙人，在该公司，乔纳森探索并开发了开放式共同基金的概念。1929 年，在大萧条来临前夕，乔纳森卖掉了在迈科龙的大部分股份及所持的其他股票。1931 年，乔纳森通过资本集团接管了迈科龙公司的基金业务。从 1931 年创立到 1954 年，乔纳森都是资本集团的唯一股东。在 60 岁生日之际，乔纳森出售了资本集团 60% 的股份给内部员工和外部投资者。此后，伴随着美国共同基金的繁荣增长，资本集团开始发展壮大。

图1：2012-2021 年美国开放式基金资产净额



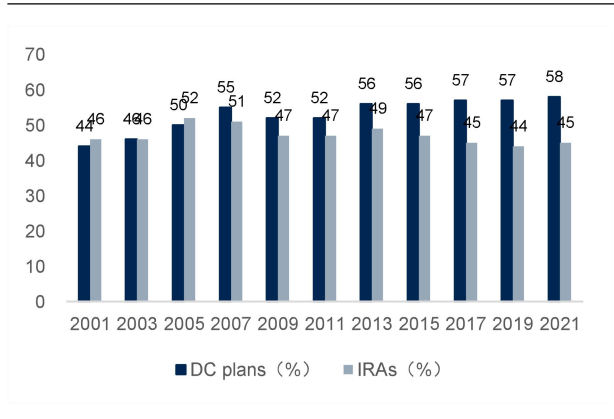
资料来源：国际投资基金业协会、国信证券经济研究所整理

图2：2012-2021 年美国开放式基金各类别资产净额



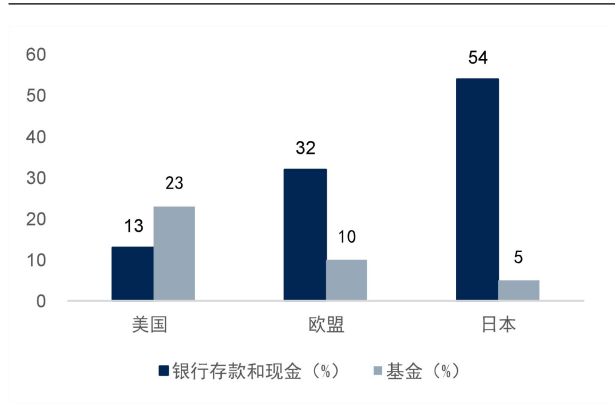
资料来源：美国投资公司协会、美国联邦储备委员会，欧洲统计局、日本银行、国信证券经济研究所整理

图3：美国家庭退休账户中的共同基金百分比



资料来源：国际投资基金协会、国信证券经济研究所整理

图4：不同国家和地区居民持有银行存款和基金比例

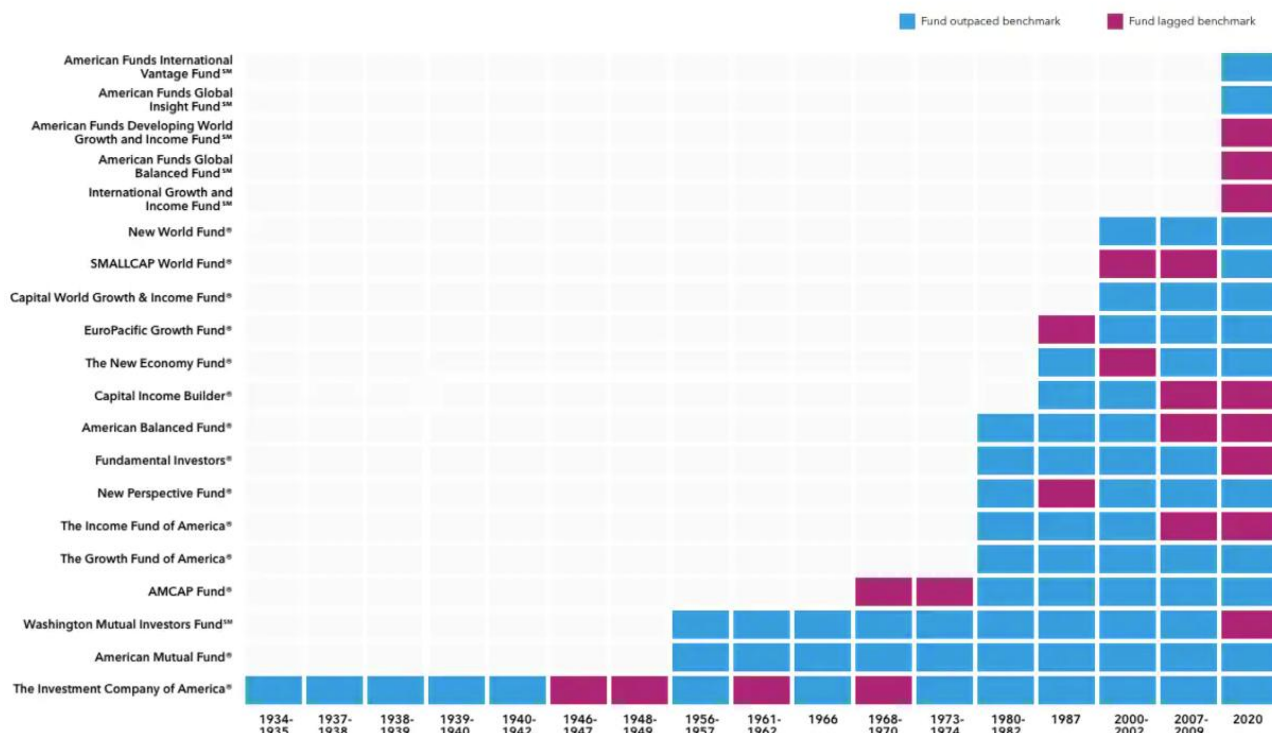


资料来源：国际投资基金协会、国信证券经济研究所整理（注：美国和日本的数据截至 2021 年四季度，欧盟数据截至 2021 年三季度）

作为一家投资管理公司，资本集团主要为个人和机构客户提供投资产品和服务。通过共同基金、集合投资基金和独立管理账户，资本集团对客户的资金进行管理。自成立 91 年来，资本集团一直保持不断增长的管理规模。目前，资本集团的管理着超过 2.6 万亿美元资产，其中包括超过 8000 亿美元的机构退休资产。

资本集团长期投资业绩优异。资本集团运用多种投资工具实现不同的投资策略，尽管不同投资策略的业绩表现不同，但专注于权益投资的各类美国基金业绩表现强于市场上的同类基金。在过去十年 92% 的时间里，其基金业绩表现强于市场基准 Lipper 指数；放宽到过去 20 年，其业绩表现在 99% 时间里强于市场基准 Lipper 指数；在经历的十七个熊市里，在 77% 的时间里跑赢了基准指数。

图5：美国基金在 17 个熊市中的表现与基准指数对比



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

专业投资，专业销售。1933 年，资本集团开始管理“美国投资公司（The Investment Company of American）”，这是该集团旗下旗舰产品、共同基金“美国基金”系列的第一只基金。1947 年，资本集团组建了一家销售公司，专门负责“美国基金”的销售。1950 年，资本集团决定仅通过专业理财顾问销售“美国基金”，这也是该集团目前所采用的方式。

涉足国际投资，拓宽投资领域。1953 年，创始人乔纳森在其儿子乔恩·洛夫莱斯（Jon Lovelace Jr）的敦促下成立了国际投资团队。1954 年，资本集团开始涉足国际投资。随后，资本集团于 1962 年在日内瓦设立了第一个海外研究办事处。1965 年，日内瓦分部创建了“资本国际指数（现名为‘摩根士丹利资本国际指数’）”，这是第一批美国市场之外的指数之一。

创立“资本系统”，避免个人英雄主义。1958 年，乔恩引入了管理公司共同基金和账户的新系统。他没有将投资组合分配给单个经理，而是将每个投资组合分配给几个经理。每个经理都可与其他人分享想法，但对投资组合的一部分拥有完全的自由决策权。这一系统避免了把单个投资经理打造成“明星”的现象，从而避免了单个投资经理离开会影响基金业绩的后果。在 1960 年代中期，资本集团开始将分析师纳入投资组合的管理中，每位分析师都可以在基金组合中去践行自己的投资理念。

资本集团的长期策略帮其避免了一些困扰其他公司的陷阱。在 1990 年代后期，资本集团因不提供当时流行的科技基金而受到了外界批评，但当科技泡沫破灭时，资本集团因没有跟风而得到了客户的认可。

表1：资本集团发展历史

时间	事件
1931 年	Jonathan Bell Lovelace 在洛杉矶创立资本集团
1934 年	资本集团担任美国投资公司的管理人，该公司是后来成为 American Funds 共同基金家族的第一家
1950 年	集团决定只通过金融专业机构卖美国基金
1953 年	对荷兰皇家石油公司的投资使资本集团成为首批在北美以外投资的美国公司之一
1958 年	投资管理方法系统建立
1965 年	日内瓦办事处的员工创建了资本国际指数，这是第一套针对非美国市场的股票市场指数
1968 年	开始管理大型机构客户的资产，并成立了一家记录保存公司，为美国基金的股东提供服务。
1974 年	开始通过资本集团私人客户服务为高净值投资者提供服务
1978 年	开始为美国机构客户管理非美国资产
1986 年	为响应世界银行对机构投资于发展中国家的工具的要求，推出了首个新兴市场增长基金
1997 年	推出美国基金网站
2002 年	美国基金扩大了其在美国退休计划市场的影响力，并成为 529 家大学储蓄计划的领先供应商
2003 年	开始为欧洲的个人提供投资管理服务
2016 年	推出三只新的债券型基金
2018 年	位列金融中介机构认可的欧洲资产管理行业前 40 大品牌
2020 年	推出了 ESG（环境、社会 and 治理）数据平台 Ethos，在整个业务中系统地整合第三方和 ESG 信息

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

组织架构：追求平等、扁平化

组织结构保持灵活型。为了不让公司的结构限制公司的战略，资本集团几乎没有设计任何可见的组织结构。同样，资本集团的领导权也总是在演变：因为每个决策者都在学习和成长，职责都制定得非常灵活，而且可以变动，这样随着个人的发展，整个组织将持续具有活力。

追求平等的组织结构。资本集团认为，组织结构能够影响其投资方式。确保员工个人对公司认同并担责任感，可以让每个个体都能享有做专业决策的权利并为之负责，也能真正为客户的利益着想，这是资本集团十分看重的管理原则。公司认为应该保持公司的整体感，而不是分成单独的部门，这对保持公司适应人员变动、投资市场变化和商业机遇变化的应变能力至关重要。

资本集团反对官僚主义。在资本集团扁平化的组织结构里，许多员工都拥有直接的决策职责。集团里几百个人执行经营管理，五个委员会负责长期的政策和组织设计，其中两个委员会负责经营（一个负责战略和计划，另一个负责经营），两个委员会负责管理集团（一个负责共同基金公司业务，另一个负责世界范围内的机构业务），两类委员会每星期都开会交流。第五个是财务委员会（负责全部薪酬和股权问题）。

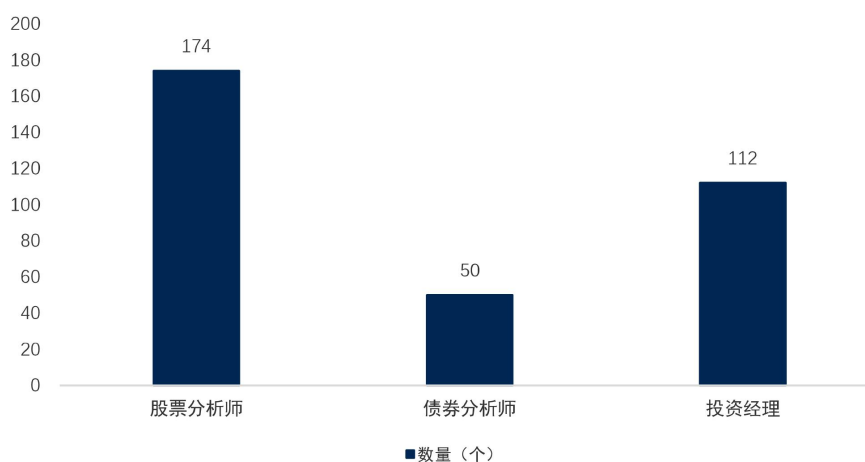
图6：资本集团组织结构



资料来源：《长线：资本集团的成功之道》，国信证券经济研究所整理

员工可灵活选择晋升和发展路径。在资本集团，不是每一位研究员都一定要转换到基金经理的岗位才算晋升和发展，每一条路都由个人自由选择，研究员认为自己条件成熟的时候，可以兼任基金基金经理，研究员序列中的资深研究员其薪酬、地位都与基金经理没有差别。资本集团的优质投资业绩离不开公司其重视内部投资研究的质量。此外，集团还有子公司资本研究公司专门负责投资研究的业务。

图7：资本集团分析师和投资经理数量



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理（截至2020年12月31日）

通过合作产生协同效应。由于资本集团的投资管理业务主要集中在共同基金领域，这就意味着公司的业务还涉及到共同基金的一系列前端和后端的管理服务。和大部分其他共同基金的机构不同，资本集团并没有直接介入基金的买卖当中，而是通过另一个独立的机构来管理，通过合作，各展所长，实现协同效应。

管理层：具备长期金融服务经验

员工的高度稳定性也践行了公司的长期主义理念。从公司管理层的从业经历来看，管理层的平均从业年限为30年，在资本集团的平均工作年限也达到22年。

表2：资本集团管理层职位及从业年限

姓名	职位	办公地	从业年限	资本集团从业年限
Timothy D. Armour	董事长、首席执行官、管理委员会成员、股票投资经理	洛杉矶	39	39
Canise Arredondo	集团首席财务官、管理委员会成员、	洛杉矶	27	13
Noriko Honda Chen	集团管理委员会成员、股票投资经理	旧金山	31	23
Michael C. Gitlin	集团管理委员会成员、固收管理委员会主席、子公司固收投资合伙人	洛杉矶	28	7
Joanna F. Jonsson	集团管理委员会成员、子公司资本研究与管理公司总裁、目标日期管理委员会成员、股票投资经理	洛杉矶	33	31
Rob Klausner	集团首席运营官、管理委员会成员	尔湾	28	11
Robert W. Lovelace	集团副董事长、副总裁、管理委员会主席、子公司资本研究与管理 CEO、股票投资经理	洛杉矶	36	36
Matthew P. O' Connor	集团旗下美国基金分销的主席兼首席执行官、集团管理委员会成员	洛杉矶	28	13
Caroline Randall	集团管理委员会成员、投资经理	伦敦	24	16
Martin Romo	集团管理委员会成员、子公司资本研究总裁、股票投资经理	旧金山	30	29
平均值			30	22

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

从主要业务从业人员的从业年限来看，各个岗位员工平均从业年限也达到了 26 年，而在资本集团的平均从业年限也达到 13 年之久。

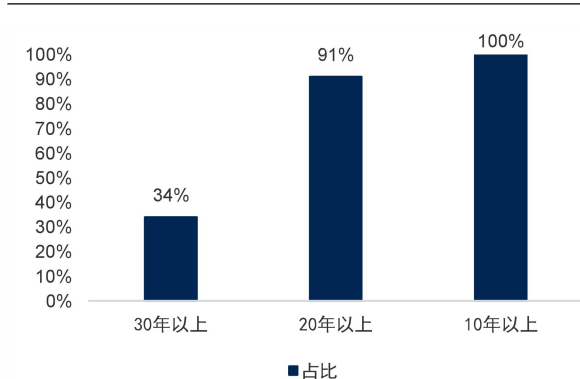
表3：资本集团主要业务从业人员从业年限

职位	平均从业年限	资本集团从业年限
投资经理及分析师	25.75	19.44
投资专员	24.22	10.46
养老金计划专员	28.50	6.50
客户经理	25.72	16.65
平均值	26.05	13.26

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

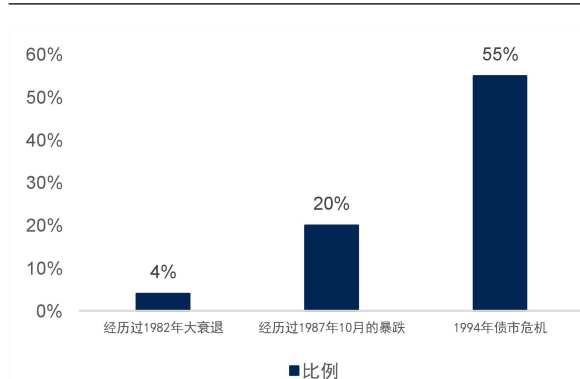
具体到投资经理这个群体，从从业年限的分布来看，从业 30 年以上的投资经理占比达到了 34%，从业 20 年以上的达到了 91%，而所有的投资经理从业经历都超过了 10 年。更长的投资经验意味着经历过更多次市场危机的考验，更有可能在市场的波动中保持冷静的思考。在资本集团的投资经理群体里，有 4% 的投资经理经历过 1982 年大衰退，有 20% 经历过 1987 年 10 月的暴跌，有 55% 经历过 1994 年债市危机。

图8：资本集团投资经理从业年限分布



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理（数据截至 2020 年 12 月 31 日）

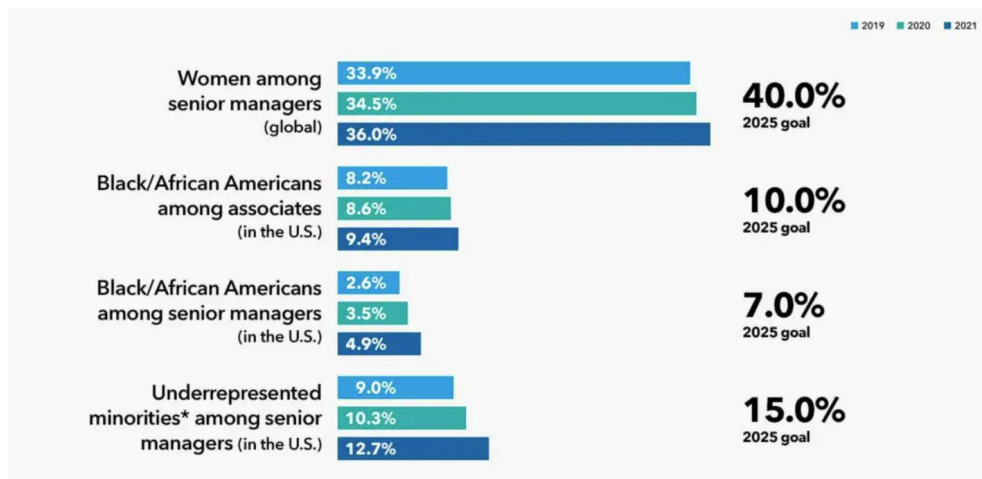
图9：资本集团投资经理投资经历分布



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理（数据截至 2020 年 12 月 31 日）

资本集团的员工结构注重多元、公平与包容。资本集团鼓励员工带来不同的观点和自己的想法。在资本集团，由于投资组合都不是由单一经理建立的，而是由不同的团队建立，这种独特的投资理念与资本集团拥抱多元、公平和包容的员工文化相辅相成。资本集团注重女性员工、非裔、少数族裔在员工中的占比，其目标是在 2025 年，女性、非裔、少数族裔在高管中的占比要达到 40%、7%、15%。

图 10：资本集团多元、公平及包容的员工结构及目标



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

资本集团坚持长期投资信念，薪酬体系也与此信念匹配。较长的绩效评估期能够给予研究员和投资经理更长的时间创造佳绩。资本集团的薪酬体系具有长期性、差异性、绑定性三大特征。资本集团认为，以较长的时间周期对员工进行考核，意味着给予有更多的时间让经过充分研究的组合取得优异表现，从而避免员工为追求短期成绩而冒险。

- **长期性：**为了鼓励长远地看问题，员工奖金是根据四年投资结果的移动平均数制定的，并不是根据短期的结果而定，而大多数投资公司则普遍采用这种短期的方法。资本集团的员工还可参加资本集团的“固定缴款员工福利计划”

（该计划投资在公司管理的美国基金里），以高于市场的复利付息，六年后获取投资收益。

- 差异性：资本集团员工个人之间的奖金差额非常大，这是根据个人的贡献而定的。当个人表现卓越、为资本集团创造收益很高时，奖金就更高。每一项投资决定都对未来四年的收入多少有着直接影响。
- 绑定性：员工可以参加资本集团的固定缴款员工福利计划，资本集团以高于市场的复利付息，六年后员工获取投资收益。资本集团的员工通过“退休计划”成为美国基金的大投资者。此外，员工还可以参加资本集团的“特殊薪酬计划”，这一计划可以分配资本集团税前利润中的很大一部分。每年年初，利润被分配给约 500 位在较长时期内做出过突出贡献的关键员工。员工获得“特殊薪酬计划”的分配利润差异很大，而同一个人每年也各有不同，小到不足一个人的工资，大到资本集团和个人合伙人全年工资的三四倍。

表4：资本集团员工薪酬体系特色

薪酬体系特色	具体表现
长期性	奖金是根据四年投资结果的移动平均数制定的，并不是根据短期结果而定。
差异性	个人之间的奖金差额非常大，这是根据个人的贡献而定的。
绑定性	员工可以参加资本集团的“固定缴款员工计划”和“特殊薪酬计划”，和公司利益深度绑定。

资料来源：《长线：资本集团的成功之道》，国信证券经济研究所整理

公司特色及竞争优势

经营理念：立足长远，坚持长期主义

注重长期是资本集团的核心价值观。资本集团创办至今已经有 91 年的历史，创始人乔纳森自创立初期就赋予了公司核心价值观：注重长期。在这一核心价值观的指导下，资本集团始终如一地要求员工职业高标准，保持员工的稳定性，并且坚持以充分论证为基础的稳健投资，一以贯之地为投资者提供良好的服务。

做决策必须符合公司当前和未来投资人的长期利益。在某些特定时期有一些非常走俏的基金时，大多数共同基金公司都将主要销售精力放在向个体消费者做广告上，资本集团则把主要精力放在那些销售共同基金的人员身上，通过培训和影响他们，使个人投资者获得长期的最佳收益。资本集团认为，如果基金销售人员能够得到良好的服务，他们就能够而且愿意为个人投资者提供可靠的指导，使其在股市混乱时仍能着眼于长期投资并且取得良好的投资结果。

轻营销，重管理和服务。资本集团认为，给客户提供优质的服务和准确、及时的信息至关重要，服务必须达到“在一切工作中永远争取最好”的标准。资本集团从来不做广告，但是他们把对客户的报告写得更加深入和有趣。资本集团希望让投资人能通过阅读这些报告来了解关于他们自己基金的信息，真正让投资者理解并受益。

业绩表现：长周期表现优异

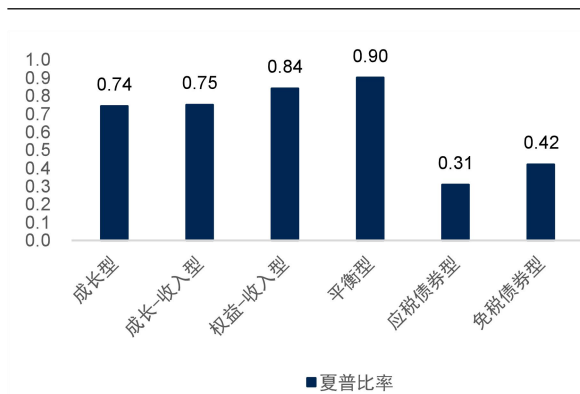
资本集团在投资领域一向以特立独行闻名，原因主要包括三方面：一是拥有强大的内部研究能力；二是它的投资经理和分析师总是在寻找独立投资或反向操作的机会；三是分析员和投资经理关注的投资回报时间范围远远超过了绝大多数投资者的视野。从资本集团管理的基金来看，自成立以来的年化收益率均表现优异。

表5: 资本集团主要管理基金自成立以来的年化收益率

基金名称	成立时间	自成立以来年化收益率(%)
Growth		
The Growth Fund of America	12/01/1973	13.41
New Perspective Fund	3/13/1973	12.15
AMCAP Fund	5/01/1967	11.32
The New Economy Fund	12/01/1983	10.97
EuroPacific Growth Fund	4/16/1984	10.03
SMALLCAP World Fund	4/30/1990	9.48
American Funds Global Insight Fund	4/01/2011	8.19
New World Fund	6/17/1999	7.58
American Funds International Vantage Fund	4/01/2011	5.01
Growth & Income		
Fundamental Investors	8/01/1978	12.27
The Investment Company of America	1/01/1934	12.03
Washington Mutual Investors Fund	7/31/1952	11.88
American Mutual Fund	2/21/1950	11.57
Capital World Growth and Income Fund	3/26/1993	10.10
International Growth and Income Fund	10/01/2008	6.13
American Funds Developing World Growth and Income Fund	2/03/2014	1.31
Equity-Income		
The Income Fund of America	12/01/1973	10.70
Capital Income Builder	7/30/1987	8.80
Balanced		
American Balanced Fund	7/26/1975	10.44
American Funds Global Balanced Fund	2/01/2011	5.74

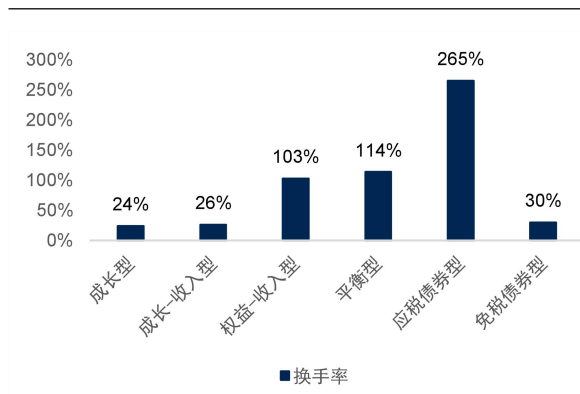
资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图11: 资本集团不同类别基金夏普比率



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

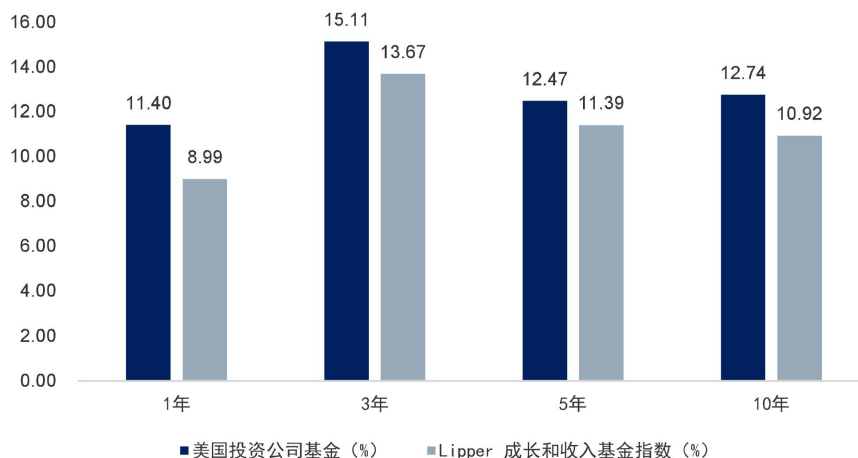
图12: 资本集团不同类别基金换手率



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

以资本集团目前管理的市值最大的美国投资公司基金为例, 其成立于 1934 年, 我们把其 1 年、3 年、5 年、10 年的年化收益率与基准 Lipper 成长和收入基金指数对比, 发现其收益率均比及基准更高。

图 13: 美国投资公司基金与指数基金年收益率对比



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

制度创新：多元顾问制度，以团队作战替代个人英雄主义

多元顾问制度是资本集团革命性的创新制度。多元顾问制度从 1958 年开始运作，运作方法制定很细致，初期的软件费用就高达 1 亿美元。资本集团管理产品时，没有按传统产品由单个基金经理管理的方式来进行，而是把资产分成不同组合，每个组合有一名主要基金经理及一个投委会，负责监督组合是否按照既定目标操作，并及时评估整个组合的风险。与此同时，该产品的研究员可以直接买卖自己行业的股票作为组合的一部分（一般 20% 左右）。当一个基金规模变得越来越大时，可将被分给更多的证券组合投资顾问那里，通过这个操作，证券组合投资顾问可以集中精力做他们最擅长的投资项目，每个人都管理一个投资组合。

打造开放式的决策过程，并通过严格审核对每个决策人进行激励和约束。资本集团鼓励扎实深入的研究，将组合作为研究员与基金经理的沟通媒介，使公司各个组合都能够真正分享资深研究员数十年的研究成果。每个投资顾问和研究员都有权做出自己的投资决策，但这样的自由并不是毫无限制，交易必须集中控制，投资结果经过不断评估，而且与薪酬直接挂钩。资本集团投资人员的奖金是根据四年投资结果的移动平均数而制定的，并不是根据短期一年的结果而定。

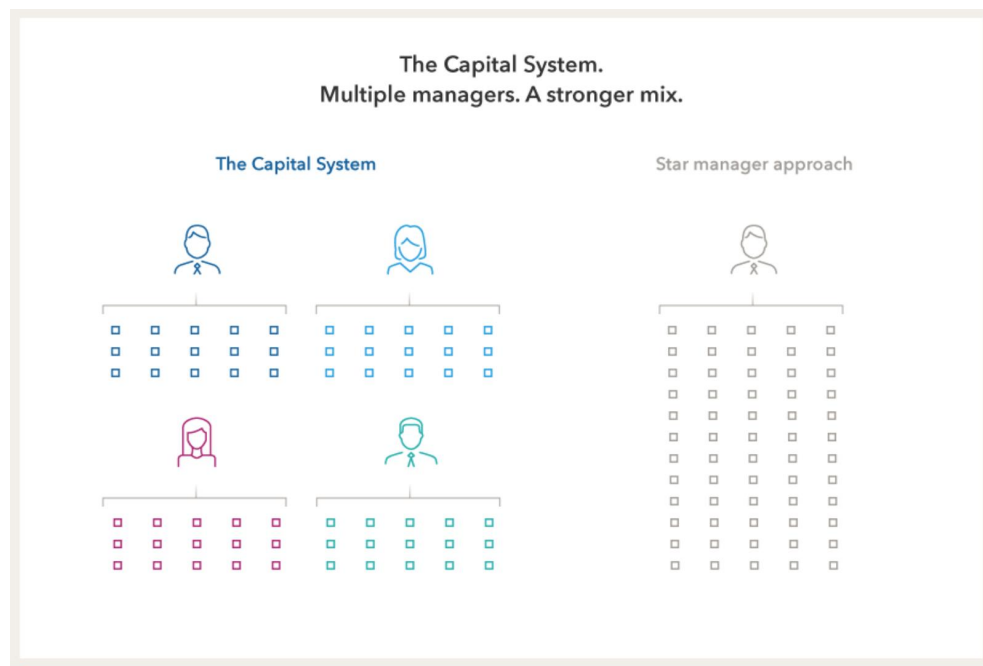
摒弃明星基金经理，避免短期机会主义风险。在大多数投资公司里，每位证券投资组合经理管理自己的投资组合。资本集团认为，打造明星基金经理意味着将投资公司置于个人的骄傲自大和企业机会主义（两者都被短期因素左右）的风险之中，因为个人的骄傲自大和企业机会主义都与企业的长远职业责任发生了冲突。资本集团消除了个人英雄主义，取而代之的是讲究谦虚、一贯的理性、严格的测评结果和行之有效的组织结构等一系列的措施方法。

降低曝光度，保持低调，专注投资管理。避免出名这种意识深深根植在资本集团的企业文化中，资本集团不鼓励员工接受媒体采访，不做广告且尽量回避媒体。资本集团担心曝光度的扩大会导致骄傲自大、自鸣得意，这往往会极大损害对客户和公司的利益。

汇集多元化的背景、多样化的投资风格。资本集团旗下的基金通常有 3 到 13 名经理；除了研究外，还会尽可能做更多的实地调研工作。这些基金经理具有多样

化的背景、不同的投资风格和策略，在相关投资问题上也有着明显不同的思维方式。虽然基金经理经常交流投资见解，但他们会根据各自的观点做出独立投资。在这样的模式下，他们构建的投资组合汇集多元化的投资理念，使投资组合可在不同的市场下表现卓越。

图 14: 多重基金经理制度与明星基金经理制度对比



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

产品体系

特色：多样化、低费率

资本集团具有多样化的产品体系。资本集团的产品体系包括投资以成长为导向的公司寻求长期资本增长的成长型基金、投资股息支付率高的公司寻求资本和当期收入增长的成长-收入型基金、投资分红派息率高的股票和债券寻求收入和增长的权益-收入型基金等。

表 6: 资本集团不同类型的基金及投资目标

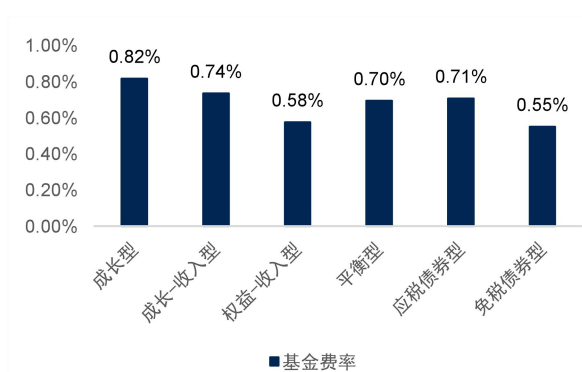
基金类别	基金目标
成长型	投资以成长为导向的公司寻求长期资本增长
成长-收入型	投资股息支付率高的公司寻求资本和当期收入增长
权益-收入型	投资分红派息率高的股票和债券寻求收入和增长
平衡型	通过投资证券组合寻求资本长期增长及保护本金和当期收入
应税债券型	通过投资固定收入证券获取当期收入
免税债券型	通过投资市政债券获取免税利息
货币市场型	通过投资高流动性的短期债券寻求稳定性

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

看重低费用率。资本集团的低费率策略和其长期主义信念同样相匹配。对长期购买和持有的投资者来说，这些小额差异累计起来就会变得相当可观。我们整理了

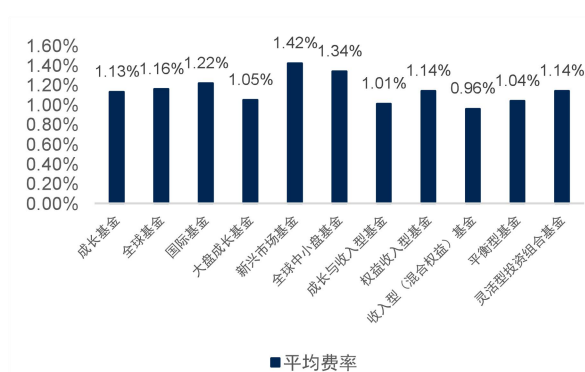
集团成长性、成长-收入型、权益-收入型、平衡型、应税债券型、免税债券型的费率平均值，发现集中在 0.55%-0.82%之间，而与此对应的基准费率平均则都在 1%以上。

图 15: 资本集团不同类别基金平均费率



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 16: 不同类别对应的基准基金平均费率



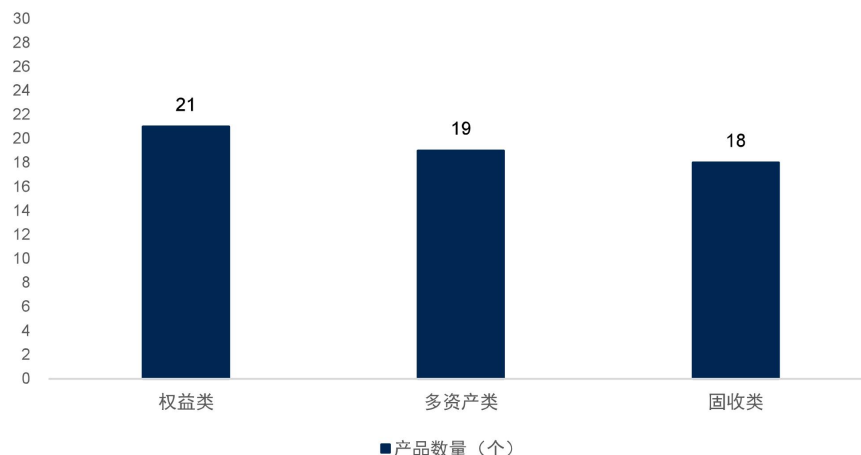
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

投向：权益、多资产类产品为主要投资方向

权益类为资本集团产品的主要投资方向。根据资产类别分类，可以看到在资本集团旗下的产品中，权益类和多资产类占更多，而这一选择，也伴随着美国资本市场迅猛增长的股票规模。证券投资组合顾问通过不同的方式做出投资决定，而且投资方式不止一种。资本集团一直以来都不认同传统意义上的“价值型投资”，因为其他投资者通常把“价值型投资”认为是投资市盈率低、高股息、资产充足的股票，而资本集团眼中的价值型股票涵盖所有前景好、回报高的投资，也包括成长型股票。

产品设计与客户的长期利益挂钩。在产品设计上，资本集团会尽力为投资者的长期利益服务，例如在推出新产品之前，投资团队会首先选择相对低估的潜在投资标的，并预期能在较长的期限内为投资者创造合理的回报，否则就宁可不行。

图 17: 资本集团产品分类



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

布局: 既投资美洲、欧洲等发达国家, 也投资亚太地区等新兴市场

在资本集团发展壮大的过程中, 公司领导非常注重全球化布局, 从而通过股票投资充分受益于各个国家和地区经济增长的红利。资本集团很重视对新兴市场的投资, 希望通过投资发展中国家中有发展潜力的公司而受益。

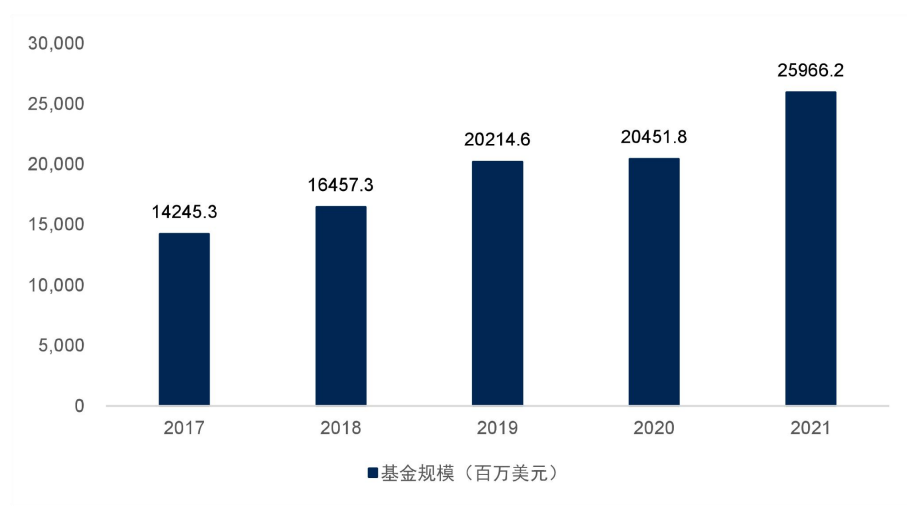
表 7: 资本集团国际化战略

- 1 通过美国基金稳步构建资本集团面向美国机构和个人的国际投资业务
- 2 发展资本集团在新兴市场投资的全球领先地位
- 3 在日本、英国和欧洲大陆等主要市场发展资本集团的投资业务
- 4 在印度、巴西、加拿大和意大利等国家建立合资公司

资料来源: 《长线: 资本集团的成功之道》, 国信证券经济研究所整理

以全球平衡基金为例, 从 2017 年至 2021 年, 其规模从 142 亿美元增长到 260 亿美元, 投资资产范围除了 49.1% 在美国、22.7% 在欧洲, 还有 13.4% 在亚太地区, 8.3% 在拉丁美洲。

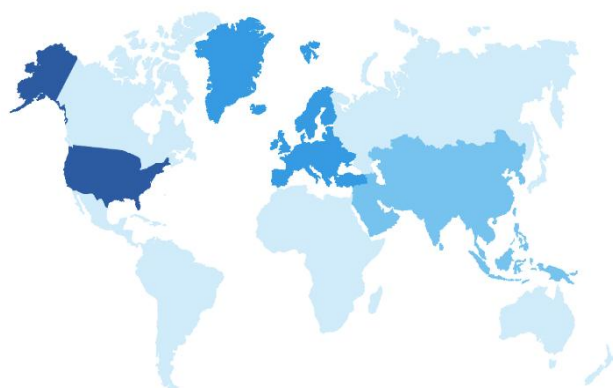
图 18: 全球平衡基金规模



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 19: 全球平衡基金投资地域分布图

Regions | Top Countries

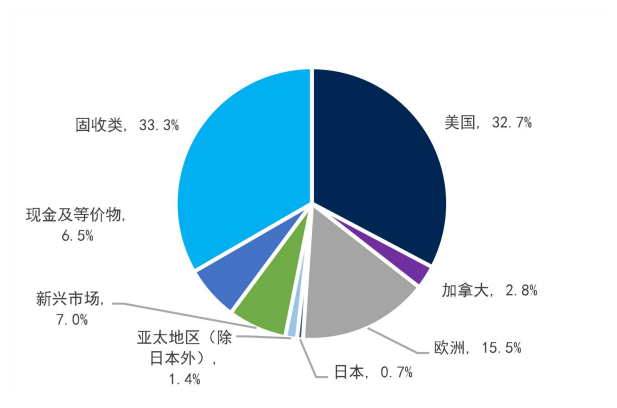


United States	49.1%
Europe	22.7%
Asia & Pacific Basin	13.4%
Other (Including Canada & Latin America)	8.3%
Cash & equivalents ³	6.5%

% of net assets as of 3/31/2022 (updated quarterly)

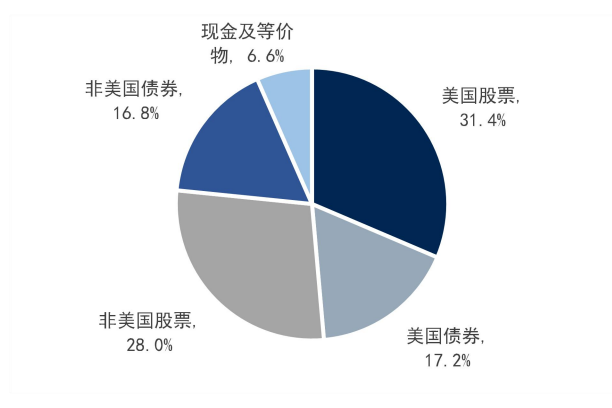
资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图20：全球平衡基金各国家资产及比例



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

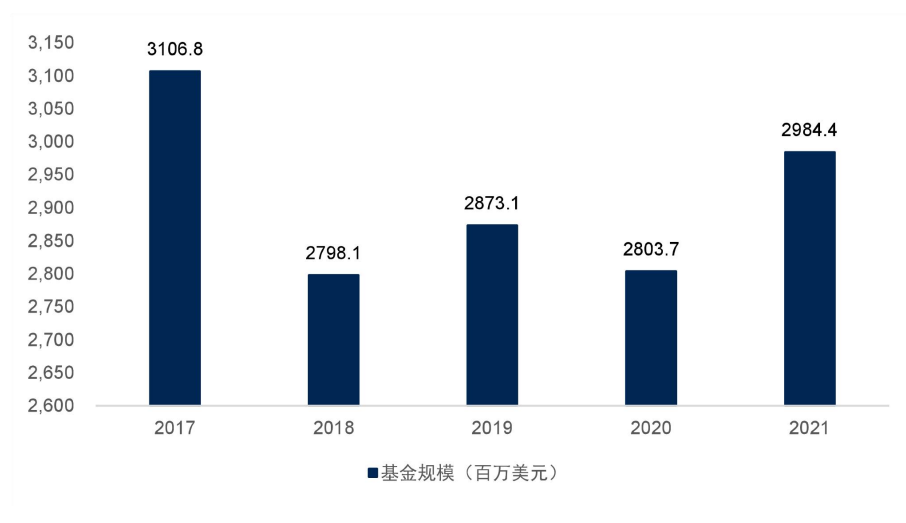
图21：全球平衡基金投资类别及比例



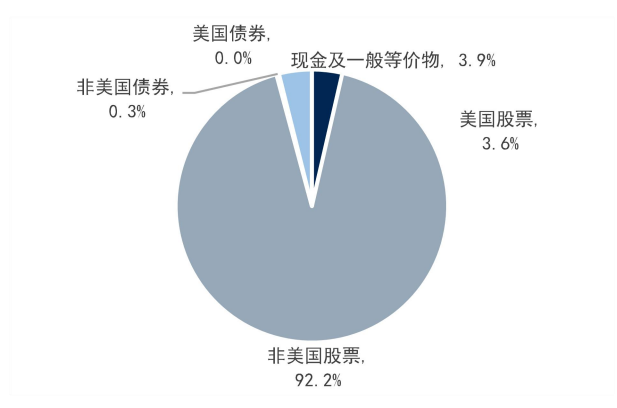
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

资本集团是全世界最大的新兴市场投资者。资本集团设有专门投资发展中国家的基金。以发展中国家基金为例，截止到2021年底，其规模达到30亿美元，投资的主要国家包括中国（40.9%）、印度（12.3%）和巴西（10.0%）。

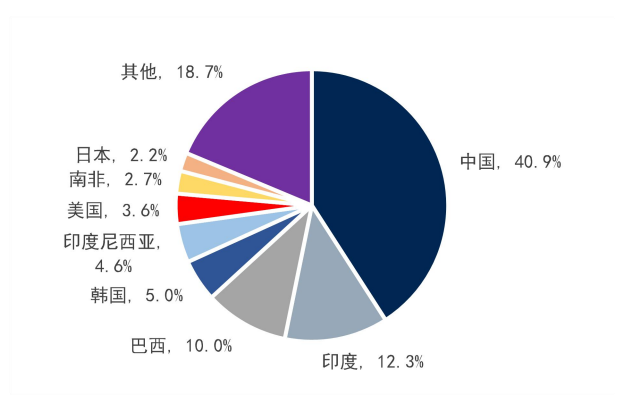
图22：发展中国家基金规模



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图23：发展中国家基金各类别资产占比


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图24：发展中国家基金资产地域占比


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

主要结论与投资建议

通过分析资本集团的发展历史、组织结构和产品体系，我们发现资本集团的成功有其必然性。在瞬息万变的市场中，资本集团坚持长期主义这一投资理念，在薪酬机制、投资方式上都深入践行。此外，资本集团敢于创新，勇于开拓创新型制度，追求扁平化和灵活性，以团队作战替代个人英雄主义。作为一家不爱曝光的机构，资本集团也不推崇明星基金经理，而是低调、踏实地用业绩说话，获得客户的信任和赞誉。

随着经济转型和我国居民财富管理需求增长，我国大财富管理行业空间广阔，优秀的财富管理机构大有可为。就券商而言，其离资本市场更近，具有资本市场人才优势和研究能力优势，建议关注在财富管理业务上具有特色的券商，包括中信证券、中金公司、东方财富、国联证券。

表8：重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价	总市值	EPS		PE	
			(元)	(亿元)	2022E	2023E	2022E	2023E
600030	中信证券	买入	20.36	2,865	1.82	2.08	11.19	9.79
601995	中金公司	买入	13.81	1,182	1.58	1.84	8.74	7.51
300059	东方财富	买入	23.95	3,165	0.92	1.16	26.03	20.65
601456	国联证券	买入	11.18	283	0.39	0.63	28.67	17.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

风险提示

1、疫情反复；2、竞争恶化；3、政策趋严；4、系统性风险

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032