

投资管理职能委外业务对比 如何兼顾经济性与高水平

策略研究 · 策略专题

证券分析师：陈凯畅
021-60375429
chengkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

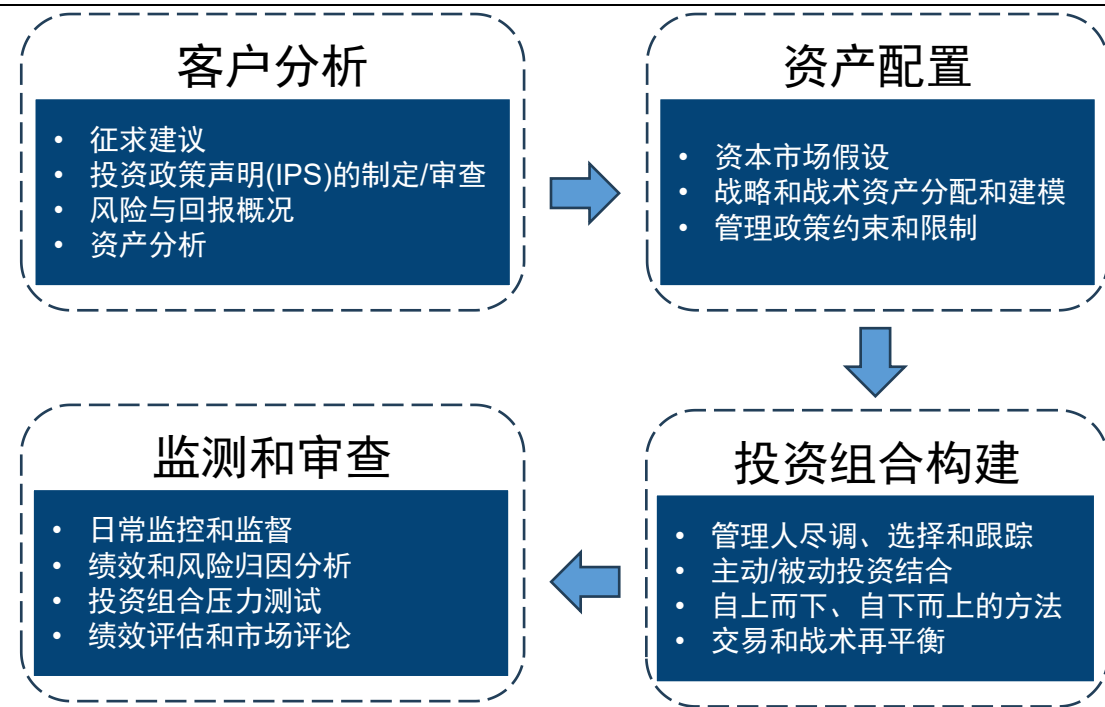
证券分析师：王 开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

- **OCIO业务概览：**OCIO（Outsourced Chief Investment Officer）是海外成熟市场中机构投资者和高净值家族委托第三方管理全部或部分投资组合时广为采纳的一个系统性安排，包括资产配置、投资管理人选择、执行组合决策、风险管理等功能。这一模式的崛起既源于资产所有者内部能力圈限制与风险调整后业绩诉求之间的沟壑，过去10年内OCIO模式的管理规模增长超过2.6倍，头部5家机构掌握67%市场份额（Mercer收购Vanguard后加剧）。美国OCIO市场仍以企业养老金（DB和DC）为主，2023年两者合计占比达61%，但捐赠基金、慈善基金会、医疗/医院及私人财富等非养老金客户的占比持续提升，显示客户结构日益多元化。预计未来5年，捐赠基金、慈善基金会和私人财富等细分市场的年复合增长率（CAGR）均超过10%，远高于企业养老金，成为OCIO资产增长的重要驱动力。
- **海外资管机构OCIO收并购里程碑：Vanguard与Mercer。**Vanguard OCIO业务客户规模和客户结构存在瓶颈，且增长相对乏力，并入Mercer后OCIO AUM规模市占率快速上升至30%+，与其他头部企业拉开差距。Vanguard底层配置模型 + Mercer主动管理/Alts平台实现主被动双轮驱动，Vanguard的捐赠基金客户与Mercer的ESG评级体系结合，实现"低成本+专业化+ESG深度"服务。Mercer通过收购Vanguard OCIO，补全非营利客户短板+强化被动投资工具链，形成对养老金/捐赠基金/保险客群的全覆盖能力，OCIO行业进入"马太效应"阶段。
- **OCIO服务商业模式对比：**1) JP Morgan战略定位在于封闭式架构+亚太扩张，LTCMA模型提供技术护城河；2) Mercer作为全球领先ESG领导者，借助MercerInsight大数据平台，巩固另类资产尽调能力圈，但费率相对较高；3) BlackRock 为家办、企业养老金、捐赠基金和基金会、医疗保健系统等提供差异化服务，定制化程度高但响应速度有提升空间；4) Goldman Sachs在架构和复杂交易层面具备优势，Marquee Algo提供技术护城河，PE暗池交易数量较多，服务门槛相对较高；5) Schroders在欧洲LDI资源和另类资产方面具备相对优势，但北美市场渗透不足。
- **核心挑战与增长机遇：**OCIO业务由于不同技术提供商存在技术代差，在另类资产估值效率方面存在较大差异，同时伴随非传统客户需求复杂度提升，资管机构OCIO业务相关运营支持团队、投委会压力有所增加。未来核心增长点与机遇来源于东南亚主权基金、医疗系统、捐赠基金，大模型优化资产配置亦将改变业务竞争格局。
- **风险提示：**本文所列举资管机构仅作复盘，不作为投资推荐依据；海外货币政策节奏和幅度的不确定性；海外局部地缘冲突风险。

- [01] OCIO业务介绍
- [02] 海外资产管理公司OCIO业务
- [03] 海外资产管理公司OCIO对比总结

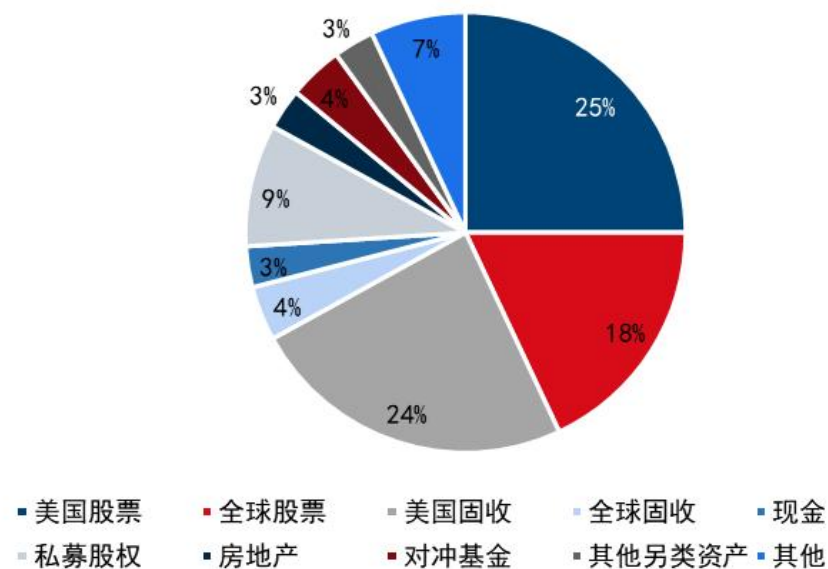
- OICO（Outsourced Chief Investment Officer）是海外成熟市场中机构投资者和高净值家族委托第三方管理全部或部分投资组合时广为采纳的一个系统性安排，包括资产配置、投资管理人选择、执行组合决策、风险管理等功能。
- 模式的崛起主要源于两个方面，一方面是资产所有者希望大幅度提升治理水平和治理效率，但同时又缺少内部的专业力量和专业资源有效地执行全部委托过程；另一方面是这个模式能够帮助投资组合实现更好的风险调整后业绩、更加准确和有效地厘清和分配投资责任，并且通过不断的自我学习为资产所有者提供持续优化的专业知识和顾问经验，提高成本有效性。
- OICO模式具有系统开放性高、顾问主导的特征，能够高效率地契合不同资产所有者针对各类或特定资产的需求。

图：OCIO解决方案



资料来源：ocio.org, P&I, 国信证券经济研究所整理

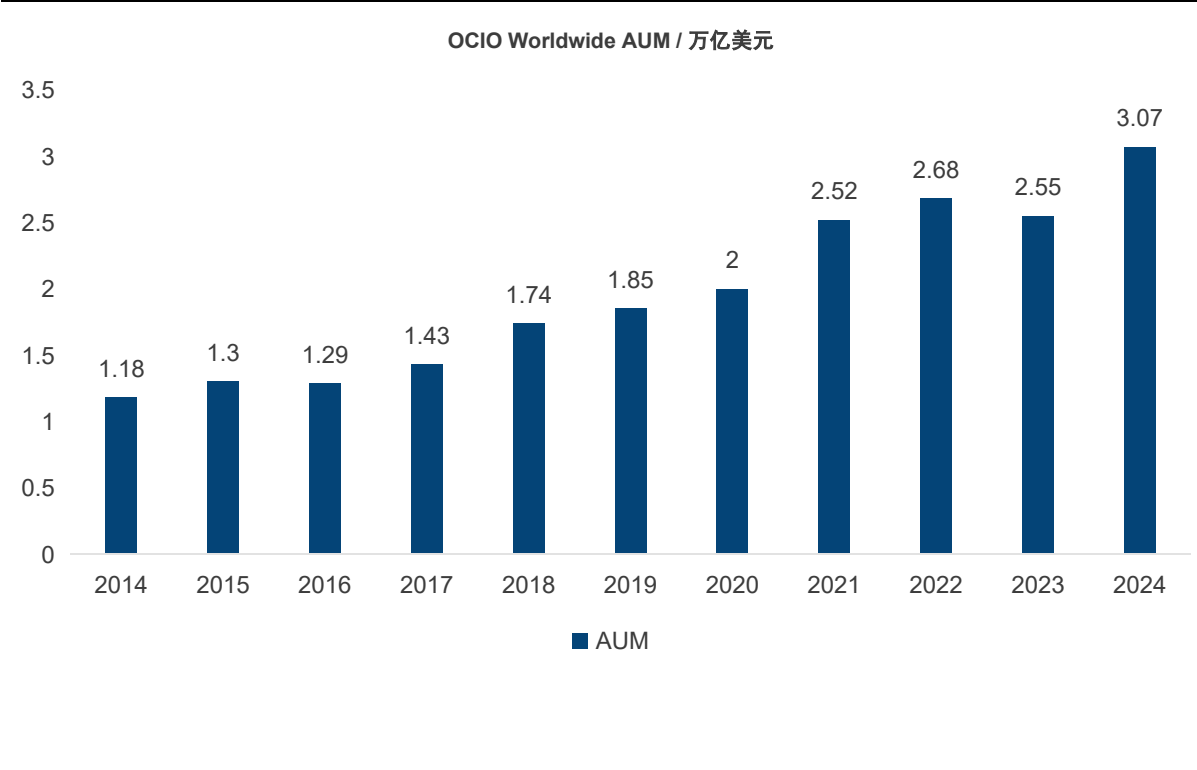
图：OCIO资产配置



资料来源：ocio.org, P&I, 国信证券经济研究所整理

- 在过去十年里，OCIO模式的管理规模增长2.6倍。
- 根据Chestnut Advisory Group的数据，全球OCIO业务的管理资产规模（AUM）预计将从2020年的2.46万亿美元增长至2026年的4.15万亿美元，年复合增长率约为9%。
- JP Morgan、Mercer等机构正积极拓展亚太市场，尤其是东南亚主权基金和中国险资的海外配置需求。

图：OCIO近年来资产规模



资料来源：ocio.org，国信证券经济研究所整理

图：全球主要金融机构OCIO业务的AUM及排名

金融机构	AUM
Mercer	\$420,000,000,000
Goldman Sachs	\$329,400,000,000
BlackRock	\$319,000,000,000
Russell	\$243,200,000,000
SEIC	\$193,500,000,000
MS Graystone	\$182,100,000,000
CAPTRUST	\$169,800,000,000
J.P. Morgan	\$164,200,000,000
WTW	\$163,000,000,000
State Street	\$157,000,000,000
AON	\$155,000,000,000
Wilshire	\$121,000,000,000

资料来源：P&I，国信证券经济研究所整理

以客户类型划分OCIO服务模式

- OCIO 客户在投资组合的选择上越来越成熟。虽然资产管理公司仍然提供自己的基金作为投资策略（占投资绝大部分），但对第三方投资方案以及另类投资等多样化投资策略的需求正在增加。在此趋势下，针对不同客群拥有定制化OCIO服务、提供多资产配置与可持续投资的金融机构在市场的竞争力将逐渐提升。
- 2020年后，机构投资者对另类资产的配置需求呈现出显著的复杂化和多样化趋势，主要体现在以下两个方面：
- 策略维度深化：超过60%的OCIO客户要求其投资组合中包含跨境税务架构优化、私募信贷分层等复杂结构，这些需求涉及法律、会计、税务等多领域的协同管理，远超传统的资产配置范畴。机构客户对“仅依赖基金和ETF的模型”越来越不信任，期望OCIO提供更灵活、定制化的投资方案，涵盖多样化的另类资产和复杂策略。
- 工具创新加速：新型投资工具如基础设施资产证券化、ESG挂钩的优先股等不断涌现，要求OCIO管理人具备快速定价、风险建模和动态调整能力。

图：OCIO业务服务客户分类

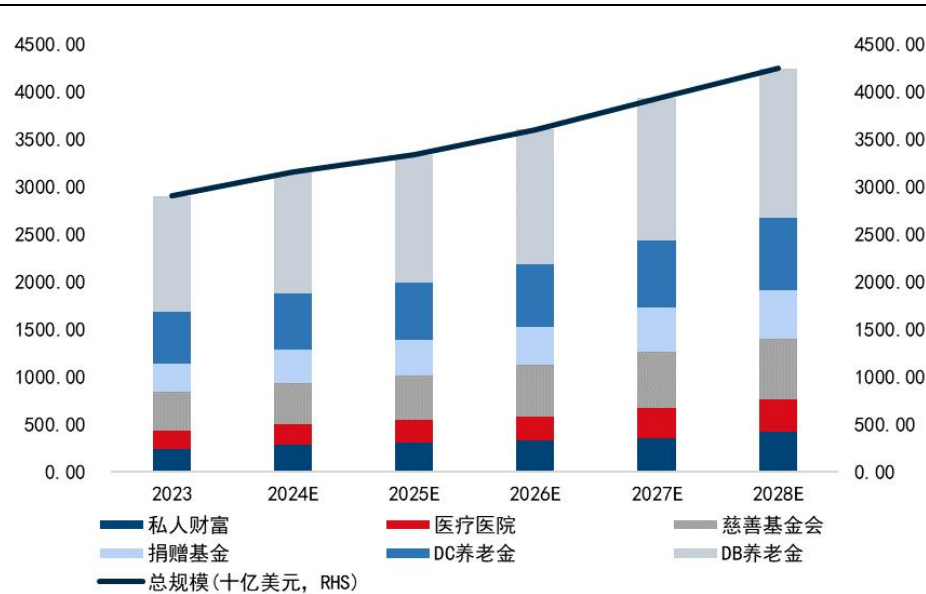
客户类型	特点	OCIO服务模式
养老基金	长期资金需求；投资回报稳定性和安全性要求高；资金来源广泛；投资目标为保值增值	提供全面投资管理服务，包括战略资产配置、投资组合构建、风险管理等；优化资产配置
基金会	具有特定公益目标；资金来源多样；投资策略需兼顾增值、流动性和安全性	提供定制化投资策略，设计合理资产配置方案；提供风险管理、投资组合监控等服务
家族办公室	为高净值家族管理财富；投资目标为财富传承和增长；满足多样化需求	提供个性化投资解决方案，设计多元化投资组合；提供财富传承规划、税务筹划等增值服务
非营利组织	资金来源多样；投资目标为稳健增值；支持组织长期发展和公益项目	提供专业投资管理服务，包括资产配置、投资组合构建、风险管理等；建立完善投资治理结构
主权财富基金	由政府拥有；资金来源包括国际收支盈余、外汇储备等；投资目标为国家财富长期增值	提供全球资产配置和风险管理服务；提供宏观经济分析、政策咨询等增值服务
保险公司	管理大量保费资金；投资目标为稳健增值；满足未来赔付需求；兼顾流动性和收益性	提供资产负债管理（ALM）和投资组合构建服务；提供风险管理、投资监控等服务
银行	管理大量客户存款和自有资金；投资目标为稳健增值；满足理财需求和监管要求	提供定制化投资管理服务，包括资产配置、投资组合构建、风险管理等；优化投资流程
其他机构	资金来源和投资目标各异；需要专业投资管理服务实现增值和风险控制	提供定制化投资管理服务，设计合理资产配置方案；提供投资监控、风险管理等服务

资料来源：ocio.org，国信证券经济研究所整理

OCIO按客户类型的规模变化

- 美国OCIO市场仍以企业养老金（DB和DC）为主，2023年两者合计占比达61%，但捐赠基金、慈善基金会、医疗/医院及私人财富等非养老金客户的占比持续提升，显示客户结构日益多元化。
- 未来五年，捐赠基金、慈善基金会和私人财富等细分市场的年复合增长率（CAGR）均超过10%，远高于企业养老金，成为OCIO资产增长的重要驱动力。
- 大型OCIO服务商对各类客户细分的关注度明显高于中小型机构，尤其在企业养老金、捐赠基金和基金会等领域表现突出。
- 行业整体AUM预计将以7.9%-8%的年复合增速增长，OCIO模式在非传统机构客户中的渗透率有望持续提升，市场前景广阔。
- Cerulli 2023年报告指出，非营利组织、捐赠基金、医疗与医院系统是近年OCIO服务增长最快的客户群体。72%的OCIO服务提供商认为，未来五年资产规模在1亿至5亿美元之间的中小型非营利机构将是OCIO市场增长的主要动力。

图：2023–2028美国OCIO AUM按客户类型分布及增长率



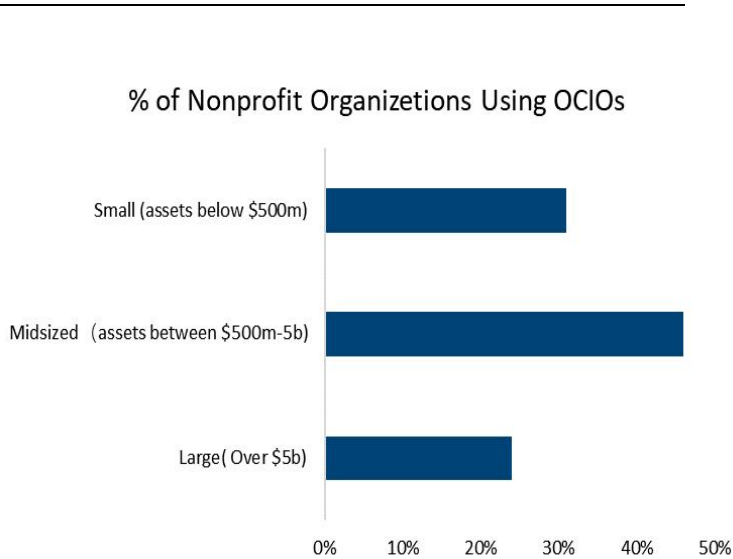
资料来源：Cerulli Associates，国信证券经济研究所整理

图：客户类型占比

客户类型	2023-2028年 预测CAGR(%)
企业DB养老金	5%
企业DC养老金	7%
捐赠基金	11%
慈善基金会	10%
医疗/医院	10%
私人财富	11%
总体	8%

资料来源：Cerulli Associates，国信证券经济研究所整理

图：不同规模的非营利组织采用OCIO的比例

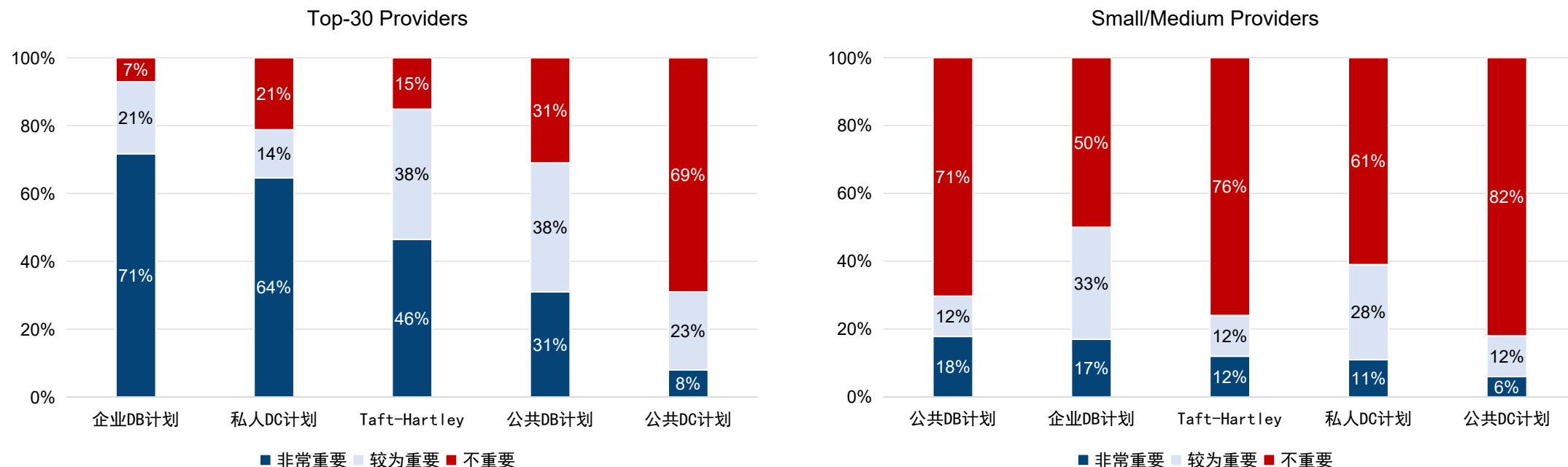


资料来源：CIO Magazine，Cerulli Associates，国信证券经济研究所整理

退休金客户细分对OCIO资产增长重要性

- 大型OCIO机构（Top-30 Providers）普遍认为企业DB计划和私人DC计划对资产增长“非常重要”，分别占比71%和64%，而公共养老金（DB/DC）和Taft-Hartley计划在中小型OCIO机构中的战略地位相对较弱，71%-82%的中小型机构认为其对资产增长“不重要”，客户结构和业务重点与大型机构存在明显差异。
- 这一分化反映大型OCIO机构依赖传统养老金市场获取规模，而中小型机构则更倾向于差异化、定制化服务以满足特定细分市场需求。

图：退休金客户细分

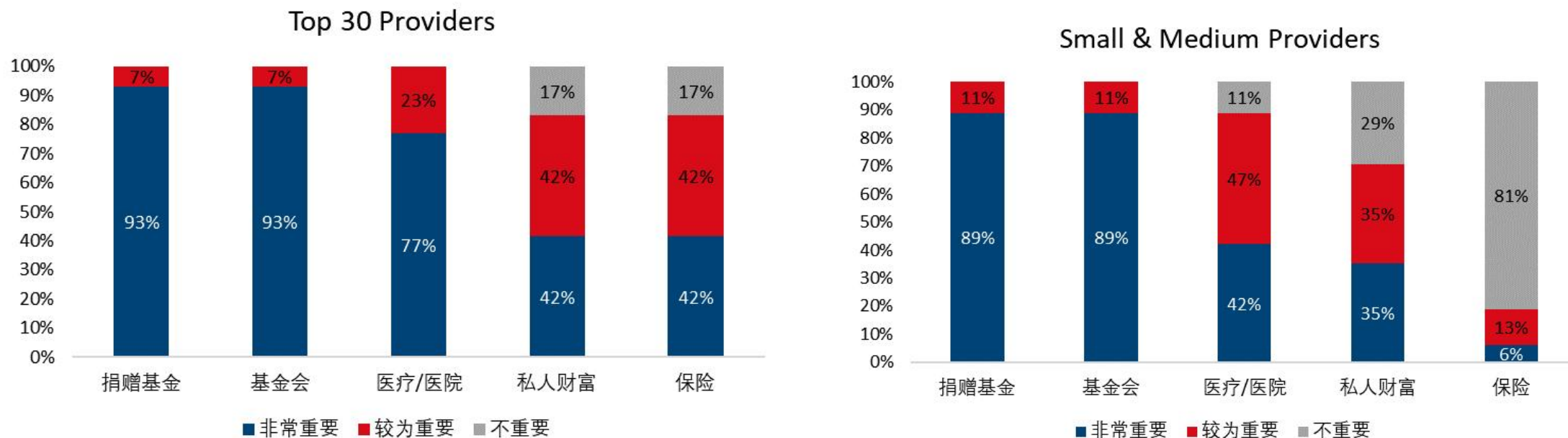


资料来源：Cerulli Associates，国信证券经济研究所整理

非退休金客户细分对OCIO资产增长重要性

- 无论机构规模大小，捐赠基金和基金会客户对OCIO资产增长都被视为“非常重要”，其中Top-30 Providers的重视度高达93%，中小型机构也达89%，显示非营利组织是OCIO未来增长的核心动力。
- 医疗/医院客户在大型机构中有77%被认为“非常重要”，中小型机构则更为分散；私人财富、保险等细分客户在中小型机构中的重要性不及大型机构，反映出中小型OCIO更聚焦于传统非营利客户，而大型OCIO则在客户多元化方面布局更广。
- 随着捐赠基金、基金会等非传统客户群体的快速增长，OCIO市场客户结构正日益多元化，未来资产增长将更多依赖非养老金类客户。

图：非退休金客户细分

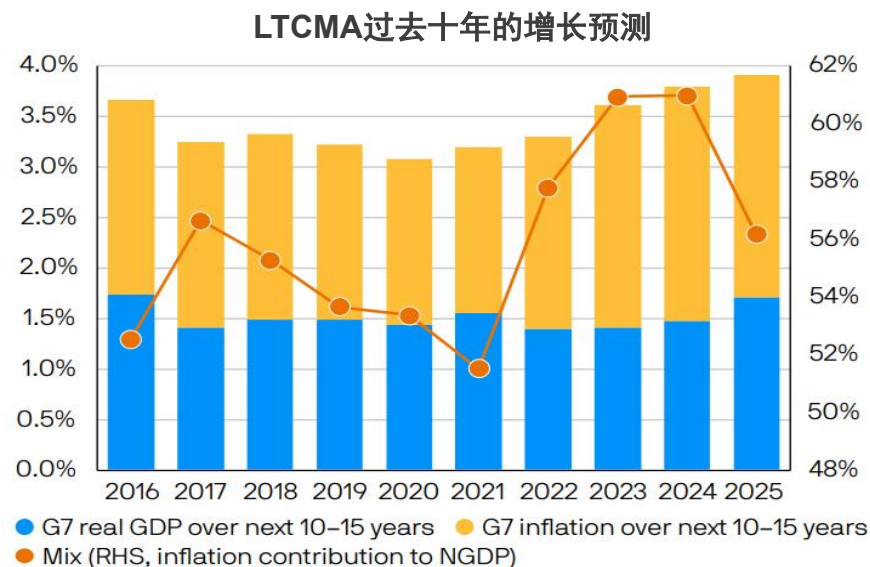


资料来源：Cerulli Associates，国信证券经济研究所整理

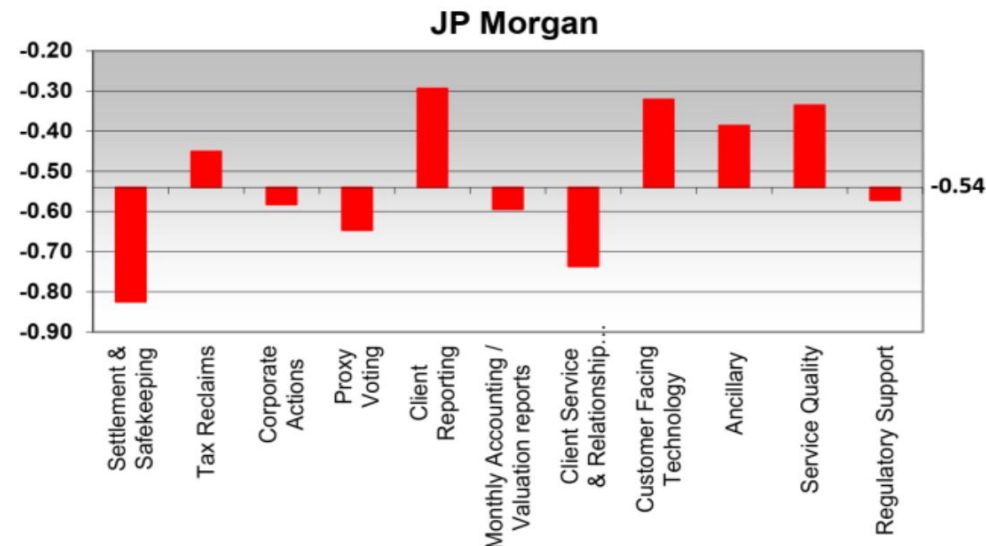
- [01] OCIO业务介绍
- [02] 海外资产管理公司OCIO业务
- [03] 海外资产管理公司OCIO对比总结

- 截至2025Q1，JP Morgan OCIO业务管理规模达1,642亿美元，服务网络遍布欧美、拉美及亚洲市场,全球市场份额位列前五。JP Morgan OCIO团队采用“封闭式架构”（Closed-architecture）投资平台，覆盖公开市场股票、债券及私募股权、实物资产等另类投资工具，通过内部开发的长期资本市场假设模型（LTCMA）动态调整战略资产配置。全球投资解决方案部门（Global Investment Solutions）下设保险、养老金、非营利机构等垂直小组，每个客户配备专属CIO、研究员及运营支持团队。此外，JP Morgan通过集团内部跨部门资源协同，降低投资门槛，扩大家庭办公室及高净值客户的资产配置边界。
- 在定制化解决方案方面，JP Morgan针对不同机构类型设计了差异化的投资策略和服务路径。对于养老金，针对确定给付型（DB）计划，采用负债驱动投资（LDI）策略匹配久期，2023年其管理的DB组合中利率互换与通胀挂钩债券配置比例达到45%，显著提升偿付能力；对于确定缴费型（DC）计划，构建智能滑行路径，动态调整股债比例，提升退休账户余额。保险资金方面，设计资本效率优化方案，通过信用风险转移和非标资产配置提升风险调整后收益。捐赠基金与基金会则重点整合ESG标准，实施负面筛查和影响力投资，实现财务回报与环境效益双赢。主权财富基金采用“核心+卫星”组合架构，参与前沿科技和生物医药等成长赛道投资，取得显著超额收益。银行客户则通过量化模型优化资本补充工具投资，提升交易账户绩效。未来JP Morgan计划将OCIO业务拓展至亚太新兴市场，重点服务东南亚主权基金及中国险资出海需求，并加大生成式AI技术投入，提升资产配置建议效率和另类资产估值精度。

图：增长预测及业务评价



R&M Surveys 2022年调研结果显示，投资者认为JPM更擅长客户报告定制化业务



组织管理架构

- OCIO业务实行全球-区域双矩阵管理，全球负责人下辖：
- 投资委员会：由12名CIO组成，季度审议大类资产配置比例，2024年将私募信贷配置上限提升至25%。
- 区域执行团队：亚洲区由新聘MD级专家领衔，配备8名专属PM对接家族办公室客户，2025年AUM目标突破100亿美元。
- 运营支持中心：在纽约、伦敦、香港设立三大中台，提供T+1定制化报告生成与另类资产净值核算。
- 针对不同客户类型，摩根大通由两个子公司分别提供OCIO服务，其中，摩根大通私人银行主要服务于捐赠基金和基金会、家族办公室；摩根大通资产管理主要服务于养老金、卫生保健、非盈利组织和保险公司。

业务流程

- 客户画像构建：采用INSTINCT评估系统，通过72小时深度访谈抓取客户流动性需求、风险容忍度等138项参数。
- 投资管治框架设计：为每个客户定制IC手册，明确ESG负面清单、杠杆使用规则等18项风控阈值。
- 组合实施阶段：通过JPM ACCESS平台接入200+第三方资管产品，2024年完成87宗PE/VC份额二级市场交易。

图：OCIO业务特点

Custom solutions for each client's unique objectives

Our OCIO relationships begin with an understanding of each client's unique objectives. We then bring our capital markets knowledge, strategic and active asset allocation experience, portfolio construction and risk management skills to deliver customized solutions that address clients' unique needs. Our Models include: Multi-asset allocation with majority of assets maintained in house, Multiple Manager Outsourcing and Single Manager Outsourcing.

1,160

Investment professionals

600+

Investment Strategies

2.2T USD

Asset Under Management

Dedicated team

Benefit from a dedicated team which works individually with each client's unique objective, leveraging specialized tools and a global network of more than 1,160 professionals.

Proprietary research

We allocate significant resources through research to develop invaluable insights that serve as the foundation of our robust investment models, including Long Term Capital Market Assumptions and portfolio recommendations.

Transparent and competitive fee structure

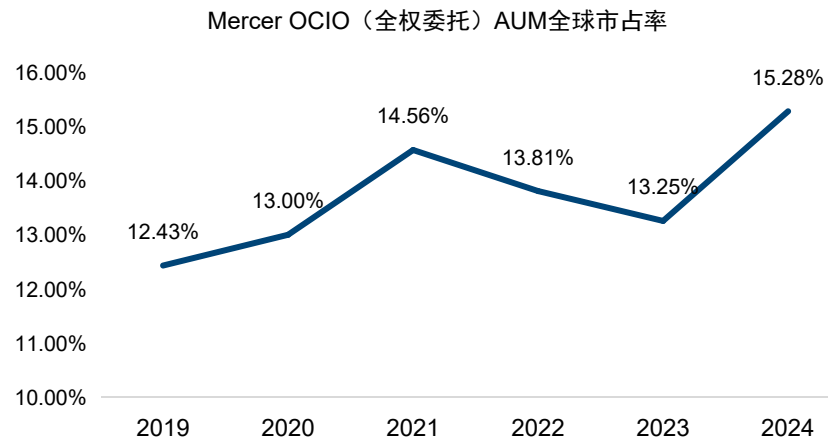
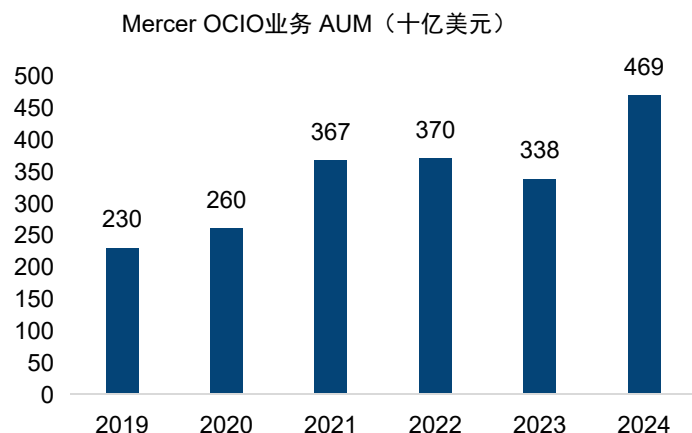
We quote a flat fee that encompasses all advisory and investment management services. OCIOs pass on the economies of scale lowering your investment costs.

Unique Investment Solutions

We offer closed-architecture investments that span across a global and diversified platform of public and private solutions, covering all the major asset classes and themes. Our unique structure allows us to respond swiftly in times of market volatility, leveraging our fully integrated portfolio management systems to provide real-time risk analysis for complete transparency over your investments.

- Mercer 是全球领先的人力资源管理咨询、健康福利、财富管理和投资咨询公司，隶属于Marsh McLennan（MMC）（全球领先的专业风险、战略和人才服务公司），背靠母公司获得极强市场公信力，契合OCIO依赖客户信任和深度服务的特点，全球最大OCIO服务商。其OCIO服务为机构客户提供全面、定制化的投资管理解决方案，帮助客户优化资产配置、提高回报、降低风险，并减轻管理负担。Mercer服务的客户类型广泛，包括养老金计划、捐赠基金、家族办公室、主权基金、保险公司等。截至2024年9月30日，Mercer在全球OCIO业务的资产管理规模已达到5480亿美元，稳居全球OCIO市场的领导地位，极高的全球资产管理规模使Mercer能在费率、策略丰富性和经理筛选上占有优势，规模经济效益显著。
- Mercer根据客户类型与资产规模为客户提供灵活的定制化设计（包括投资服务与非投资服务），Mercer投资解决方案提供一系列工具，包括（1）治理和尽职调查；（2）风险管理；（3）可持续投资；（4）资产管理人研究与评级；（5）实施服务；（6）另类投资（包括共同投资、基础设施、房地产、二级市场、私募股权、风险投资基金、对冲基金策略与多元化、公平和包容性 (DEI) 以及影响力投资）。
- 建立跨资产类别、跨风险类型、跨时间维度的风险管理体系，提供实时风险监控、情景分析、资产负债匹配等服务，并拥有一系列专有工具洞察风险，包括养老金风险交易所、动态去风险框架、MercerInsight®平台、风险咨询和尽职调查。
- Mercer拥有超过200位专业投资研究员，分布在全球主要金融中心，且拥有数字平台MercerInsight®，提供前瞻性研究，评级，有关资产管理者，公共和私人市场广泛资产类别的数据和分析。平台涵盖超过 6700 名经理信息，35,000种策略与超过 200 名研究人员信息，便于Mercer利用大数据和分析工具，帮助客户筛选制定更科学的人才和投资决策。在可持续性投资领域，Mercer拥有超过20年的经验，于2008年推出了专有的可持续投资ESG评级平台，涵盖超过4000种策略。团队为客户提供可持续投资评估（RITE）、可持续投资途径、气候转型分析（ACT）、影响力投资、整合DEI等服务。

图：OCIO业务AUM

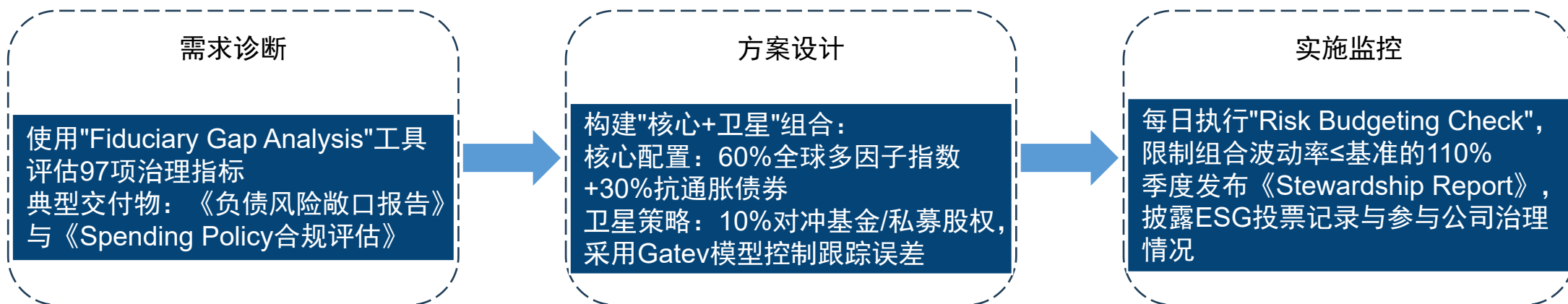


资料来源：公司官网，P%I，国信证券经济研究所整理

Vanguard: OCIO业务概况

- Vanguard机构咨询服务(Vanguard Institutional Advisory Services, 简称VIAS)是Vanguard提供OCIO服务的专门业务部门, 始于1996年。在被Mercer收购前, Vanguard Institutional Advisory Services拥有1,162个全权委托客户, 管理约523亿美元的全权委托资产。查尔斯·斯科里纳(Charles Skorina)的年度OCIO报告估计其资产规模约为590亿美元。这些资产主要来自非营利组织和机构投资者, 其中捐赠基金/基金会和医疗保健资金池占据相当大的比例。
- Vanguard的OCIO业务以低成本指数基金为核心, 秉承创始人Jack Bogle的理念, 强调通过被动投资实现长期稳健回报, 避免高费率的主动管理和另类投资带来的不确定性和高成本。这使得Vanguard的OCIO业务成为许多机构投资者(如捐赠基金、非营利组织)的“避风港”, 帮助他们规避了主动管理普遍表现不佳和另类投资难以创造持续价值的风险。
- Vanguard OCIO业务在非营利部门拥有显著优势。其OCIO团队主要服务于非营利组织和其他机构投资者, 拥有超过1,000家非营利类客户, 管理的全权委托资产规模约为523亿美元。根据AI-CIO的数据, Vanguard在捐赠基金和基金会领域管理着约235亿美元的资产, 在医疗保健资金池领域管理着约142亿美元的资产。
- 对于非营利机构, Vanguard提供量身定制的投资策略, 帮助这些组织应对长期牛市中产生足够回报以覆盖成本的挑战。其服务包括资产配置、投资政策制定、投资管理和风险监控等, 通过降低成本和提高效率, 帮助非营利组织更好地实现其使命。Cerulli Associates指出Vanguard在中小型非营利客户中表现优异, 尤其在捐赠基金和基金会领域被视为“皇冠上的明珠”。

图: Vanguard OCIO业务流程



Vanguard的OCIO业务以低成本指数基金为核心带来的问题

- 定制化能力有限：由于量化模型长期依赖公开市场数据，缺乏对非流动性资产（如私募股权、基础设施等）估值折价和现金流预测的动态调整，Vanguard难以为客户提供高度个性化和灵活的另类资产配置方案。这限制了其满足复杂客户需求的能力，尤其是对跨境税务架构优化、分层私募信贷等复杂策略的支持不足。
- 跨境及复杂交易能力不足：Vanguard在跨境项目评估中高度依赖第三方顾问，约65%的跨境投资评估依赖外部支持，反映出其在全球多司法辖区复杂交易的操作能力不足，限制了其为大型、多元化客户提供全面解决方案的能力。
- 主动管理资源投入不足：Vanguard坚持低成本被动投资理念，导致其OCIO团队中仅有约12%的成员具备另类资产实操经验，远低于Mercer超过40%的比例。这种人才结构失衡使其在主动管理和另类资产领域的研究、尽调和风险管理能力相对薄弱，难以应对客户对多样化投资策略的需求。
- 数字化工具代差：Clearwater Analytics的评估指出，Vanguard在另类资产组合监测中仍采用半自动化流程，而领先机构已实现实时现金流预测与压力测试的AI驱动。在新兴投资工具如基础设施资产证券化、ESG挂钩产品等方面，Vanguard的响应时间和风险建模能力落后于行业最佳实践，平均响应时间达45天，约为领先机构的3倍，影响了其在快速变化的市场环境中的竞争力。

Vanguard OCIO业务规模与增长乏力

- Vanguard OCIO业务客户结构与规模效应限制
根据2023年Ai-CIO调查，Vanguard的OCIO业务拥有约1162个全权委托客户，管理资产规模约523亿美元，客户以非营利组织、捐赠基金和医疗系统为主（约占总资产的80%以上），其中许多客户资产规模低于1亿美元。Cerulli报告指出，非营利组织、捐赠基金和医疗系统是OCIO市场增长最快的客户群体，但这些客户往往规模有限，导致管理费率 and 利润率承压。
- 行业整体增长迅速，Vanguard增速相对滞后
2021-2023年，Vanguard OCIO AUM从547亿美元降至523亿美元，年化负增长2.2%，同期行业增速达22.7%。

第三方评价

- CFA Institute指出，Vanguard的OCIO客户多为资产规模较小的非营利组织，业务表现虽稳定但增长潜力有限，且面临被Mercer等主动管理强者超越的风险。
- Alpha Capital Management创始人Brad Alford评价，Vanguard在小型捐赠基金市场表现出色，但难以满足超大型机构对复杂、多元化投资方案的需求。
- Clearwater Analytics分析认为，OCIO市场已成为规模和专业能力的“游戏”，小规模和低费率的OCIO业务难以持续竞争，促使Vanguard出售业务以寻求合作伙伴支持。

Vanguard的OCIO业务被Mercer收购



时间线与交易概况

- 2023年12月5日：Mercer母公司威达信集团（Marsh McLennan）宣布达成收购协议。
- 2024年3月15日：交易正式完成，Vanguard的OCIO业务及约120名员工转移至Mercer。

交易背景

- Vanguard的OCIO业务由其子公司Vanguard Institutional Advisory Services（VIAS）运营，专注于为非营利组织和美国机构投资者提供投资管理服务，管理资产约590亿美元（截至2023年3月31日）。Vanguard的OCIO业务以低成本、高透明度和客户至上为核心，独特之处在于强调指数化投资，尽量减少费用对回报的侵蚀，同时保持对非营利组织需求的深刻理解。对Vanguard而言，出售OCIO业务是其战略调整的一部分。通过剥离这一业务，Vanguard可以将更多的资源投入到其他业务领域，如继续扩大其在被动投资领域的市场份额，或者加大对新兴业务的投入，如私募股权（PE）投资，Vanguard近年来一直在扩大其服务范围。对Mercer而言，此次收购有助于Mercer增强其在OCIO和另类资产管理方面的全球能力。Vanguard在非营利基金领域的优势以及其独特的投资理念，与Mercer的全球服务能力相结合，将使Mercer能够为客户提供更全面、更高质量的投资顾问专业服务。OCIO业务长期以来一直存在整合的需求，此次收购是OCIO行业整合的一个重要信号。

交易内容

- 资产规模：Vanguard被收购的OCIO业务管理资产约590亿美元，并入后Mercer总规模超4,130亿美元。
- 客户转移：原有客户可选择保留Vanguard的被动投资策略，或接入Mercer的全球资源（如基础设施、私募信贷等另类资产）。
- 核心配置：保留Vanguard底层资产配置模型，但改用美世ALM系统。
- 员工整合：约120名Vanguard专业人员加入Mercer，成为全职员工，由CIO David Thomas领导，团队含62名投资专家。
- 业务范围：Mercer接管Vanguard的非营利客户（如大学捐赠基金、基金会）及部分机构账户（如养老金、企业投资计划）。

收购原因

- 巩固行业领导地位：OCIO行业加速整合，Mercer原已是全球最大OCIO服务商（3,540亿美元），通过收购可快速拉开与第二梯队的差距，避免市场份额被挤压，并强化在非营利机构、养老金等细分领域的优势
- 业务互补性：Vanguard在非营利领域的客户基础和低成本策略，与Mercer的全球化布局、另类投资能力形成互补，可覆盖从传统资产到复杂另类投资的全链条需求。
- 母公司Marsh McLennan的战略协同：
 - 风险-投资-咨询生态：威达信旗下业务包括风险管理（达信）、战略咨询（奥纬）和投资管理（Mercer）。收购Vanguard后，OCIO业务可与其他子公司联动，例如为保险客户提供“风险管理+资产配置”的一站式服务。
 - 全球化网络复用：威达信集团在全球130个国家拥有分支机构，尤其在亚洲和中东市场布局广泛。Vanguard在美国非营利机构的客户基础（如大学捐赠基金、慈善组织）与Mercer在亚洲、中东的布局形成互补。

- Fidelity的OCIO服务主要通过其机构投资部门（Fidelity Institutional）提供，目标客户包括企业养老金计划、基金会、非营利组织、家族办公室等。OCIO业务的核心是为客户提供全权委托的投资管理，承担受托责任（fiduciary duty），以实现其长期财务目标。Fidelity将其丰富的资产管理经验、低成本投资工具和研究能力结合，打造定制化、高效率的投资解决方案。
- 自2025年3月31日起，Fidelity Personal and Workplace Advisors LLC（FPWA）将并入Strategic Advisers LLC，后者将成为OCIO服务的核心实体。

客户群体

- 养老金计划：包括固定收益计划（DB）和固定缴款计划（DC），帮助企业优化退休金资产。
- 非营利组织：如基金会、大学基金会，注重长期资本保值增值和支出需求。
- 其他机构：如保险公司或家族办公室，寻求多样化投资管理。

服务模式

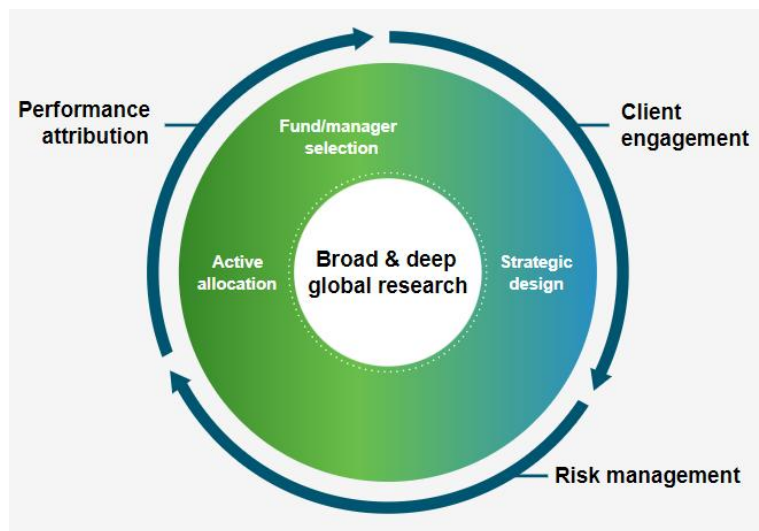
- 全权委托（Discretionary OCIO）：Fidelity负责投资决策、组合管理和日常运营，客户保留战略监督权。
- 非全权委托（Non-Discretionary OCIO）：提供咨询和建议，客户保留最终决策权。
- 混合模式：根据客户需求，提供部分管理与咨询结合的服务。

投资理念

- 低成本优先：利用Fidelity的零费用指数基金和低管理费ETF，减少客户费用负担。
- 研究驱动：依托Fidelity强大的全球研究团队（如资产配置研究团队AART），提供数据支持的决策。
- 多元化策略：涵盖传统资产（股票、债券）、另类投资（私募股权、房地产）和新兴领域（如数字资产，视客户需求）。

- Fidelity OCIO业务流程主要分为三个步骤：战略资产配置、主动型资产配置以及基金和经理选择。
- 在**战略资产配置**阶段，Fidelity OCIO团队会通过评估绝对回撤、风险波动率、股票、通胀敏感性、情景分析等判断各种资产配置组合何时会出现困境，通过战略配置比例调整为不同客户提供定制化投资组合。
- 在**主动型资产配置**阶段，团队将灵活调整投资组合中资产类别的权重，使中短期内收益率更高的资产类别占比更高以增厚收益率。富达专有的投资模型、宏观基本面量化技术和经历研究资源的多学科策略将帮助团队应对经济周期变化，分散战略资产配置风险。
- 在**基金和管理人选择**阶段，团队拥有的基金和经理资源种类繁多，包括主动型、被动型、可持续型、流动性/非流动性另类投资。富达采用开放架构模式，尽职调查团队由50余人构成，专注于各资产类别持续性优于市场表现的顶级主动型基金经理挖掘。在业务全流程中，团队会持续监控并管理投组的风险敞口，定期进行压力测试并估算组合未来敏感度和风险。
- 富达的投资策略旨在通过持有高估值观点，以及根据资产类别、子资产类别和投资风格进行资产分散化，获得极具吸引力的风险调整后回报。这种策略使富达团队能够灵活地跨资产类别、跨时间范围和阿尔法值来源进行投资，从而更好地应对各种市场环境。

图：Fidelity业务流程及业务战略重点



活力

积极的资产配置使客户能够利用行为低效率，这对于应对不断变化的市场环境至关重要。



多样化

跨资产类别、投资学科、时间范围和管理者的多元化投资可带来更一致的长期回报状况。



深度

专业的投资团队使客户能够利用某些市场（如小型股、新兴市场和信贷行业）的低效率。

贝莱德OCIO业务主要从以下四个角度服务机构：

- 1) 定制化客户服务：贝莱德OCIO业务团队专门针对养老金、家族办公室、基金会、捐赠基金、医疗保健等特定客户类型，创建定制的投资组合来满足客户需求。
- 2) 广泛的投资工具包：OCIO 客户可以利用全套投资能力工具包：主动、指数、因子和替代品以及专门的经理研究，以帮助实现更好的投资结果。
- 3) 技术驱动：利用贝莱德的 Aladdin®技术，OCIO业务团队可以通过结果视角实时监控投资组合，以了解市场的影响并做出更明智、更及时的投资决策。
- 4) 规模与效率：贝莱德的平台是行业领先者，提供跨资产管理和技术规模，促进与关键外部管理人员的接触，降低费用以及提供趋势和流动情报。

图：OCIO机构增值服务



创建灵活的投资组合

复杂的市场需要灵活的投资组合，但由于治理限制，日常响应颇具挑战性。OCIO 关系有助于实现主动响应和灵活性。



替代方案访问

私募市场已成为机构投资组合的核心，但需要大量的尽职调查和资源。OCIO 可以提供与基金经理的联系、交易寻源和监控。



经济高效的协作

OCIO 可以充当员工的延伸，释放资源用于组织的核心优先事项。他们还能利用规模经济为客户节省资金。



风险管理与合规

OCIO 提供商通常拥有强大的风险管理和合规框架，以帮助遵守监管要求和最佳实践。

BlackRock：家族办公室OCIO业务服务



贝莱德解决方案业务团队为家族办公室投资者提供贝莱德全方位的广度和深度，帮助每位客户实现其独特的投资目标，其中包括：OCIO服务和整体投资组合策略； α 生成/资本增值；为子孙后代保留财富；稳定的收入来源；税收筹划；现金管理；降低风险；直接投资。

图：BlackRock：OCIO业务介绍（一）

家族办公室投资策略	策略描述	策略工具
替代方案	随着家族办公室投资者寻求超越传统配置以寻求阿尔法收益（例如资本增值和不相关的收入流），替代策略在其投资组合中发挥着越来越重要的作用。贝莱德另类投资平台旨在帮助家族办公室在私募股权、私人信贷、对冲基金、基础设施和房地产等领域进行投资。其中，贝莱德针对家族办公室聚焦于私募股权、对冲基金和私人信贷	私人债务：直接贷款、机会主义、特殊情况、困境 对冲基金：多头/空头股票、事件驱动、相对价值、全球宏观、风险溢价、对冲基金解决方案 基础设施：基础设施股权、基础设施债务、基础设施解决方案、上市基础设施 私募股权：直接共同投资、一级投资、二级投资、开放式直接投资、直接投资 房地产：房地产债务、房地产股权、房地产证券 二级市场：中型专注的 LP 主导和 GP 主导的二级市场
固定收益	家族办公室寻求以比其他资产类别更低的风险实现正回报，并在其更广泛的投资组合中运用固定收益策略。贝莱德帮助家族办公室投资者探索整个固定收益领域——从应税和免税、主动和指数、公共到私人、基本面和系统。其中，贝莱德针对家族办公室聚焦于短期、市政债券和灵活固定收益策略。	市政债券：全国性及州级共同基金和ETF 灵活型固定收益解决方案：战略收入机会基金（SIO）、跨行业+管理下行风险
股票	寻求实现长期资本增值和/或多元化投资组合中特定行业投资的家族办公室经常在贝莱德广泛的股票平台上寻找投资机会。贝莱德基本面和系统性股票策略为家族办公室投资者提供精准的全球市场投资渠道以及关键的投资洞见。	基本面股票、系统性主动股票、主题投资（包括人口分化、数字化颠覆与人工智能、碎片化的世界、金融的未来以及低碳转型五大主题）、指数投资和ETF
现金管理	家族办公室投资者需要有效的现金管理解决方案，该解决方案要考虑预期的流动性需求，例如资本需求、个人支出、经营业务的流入、潜在支出和流动性事件，同时还要提供对冲风险的增强收益率的可能性。贝莱德提供投资策略和工具，例如货币市场账户 (MMA)、短期策略、ETF 和独立管理账户 (SMA)，以满足家族办公室的个人流动性需求。	货币市场策略：政府货币市场策略（将 99.5% 的资金投资于现金、证券或以现金或政府证券作为抵押的回购协议）；主要货币市场共同策略（投资于公司、银行和其他非政府实体发行的证券）；市政货币市场策略（税收优惠） 短期策略：采用基本面、多元化和相对价值方法，仅关注收益率曲线的前端。 ETF：0-3个月国债策略、国债浮动利率策略、做空国债策略、超短期债券策略、短期债券策略。 独立管理账户
税务筹划	税后回报是家族办公室客户的一个关键投资考虑因素。贝莱德旗下的 Aperio 提供个性化、税收优化、指数追踪的股票SMA，以反映每位家族办公室投资者的目标和价值观。二十多年来，Aperio 一直是税后业绩优化领域的创新者。	

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

BlackRock：企业养老金OCIO业务服务



贝莱德为企业养老金投资者提供贝莱德全方位的广度和深度，帮助每位客户实现其独特的投资目标，服务内容包括：全面的OCIO服务和整体投资组合解决方案；通过贝莱德全球固定收益平台内的目标策略实现稳定的收入流；负债驱动的投资解决方案，带来稳定的收入流；贝莱德客户洞察部门团队提供投资组合构建分析；通过贝莱德现金团队进行现金管理，以帮助满足流动性需求；通过贝莱德Aladdin技术降低风险。

图：BlackRock：OCIO业务介绍(二)

企业养老金投资策略	策略描述	策略工具
替代方案	随着企业养老金寻求超越传统配置以寻求阿尔法收益（例如资本增值和不相关的收入流），替代策略在其投资组合中发挥着越来越重要的作用。其中，贝莱德针对企业养老金聚焦于私募股权、基础设施和私人信贷	私人债务：直接贷款、机会主义、特殊情况、困境 对冲基金：多头/空头股票、事件驱动、相对价值、全球宏观、风险溢价、对冲基金解决方案 基础设施：基础设施股权、基础设施债务、基础设施解决方案、上市基础设施 私募股权：直接共同投资、一级投资、二级投资、开放式直接投资、直接投资 房地产：房地产债务、房地产股权、房地产证券 二级市场：中型专注的 LP 主导和 GP 主导的二级市场
固定收益	企业养老金寻求以比其他资产类别更低的风险实现正回报，并在其更广泛的投资组合中运用负债驱动投资 (LDI) 等固定收益策略。。贝莱德帮助投资者探索整个固定收益领域——从应税和免税、主动和指数、公共到私人、基本面和系统。主要聚焦于多行业核心和核心加策略、灵活型、证券化、负债驱动投资。	多行业核心和核心加策略：专注于分散主动风险，以产生持久的主动回报；避免集中押注，最大限度地减少下行风险并管理波动性；保持较低的股票贝塔系数，提供具有吸引力的投资组合收益 灵活型固定收益解决方案：战略收入机会基金（SIO）、跨行业+管理下行风险 证券化：包括商业抵押贷款支持证券（CMBS），包括商业抵押贷款（CML）；非机构住宅抵押贷款支持证券（RMBS），包括抵押贷款服务权（MSR）；美国和欧洲的抵押贷款债券（CLO）；美国消费者资产支持证券（ABS）；以及欧洲 ABS 负债驱动投资（LDI）
股票	寻求有韧性的中长期资本增值和/或在其多元化投资组合中投资特定行业的企业养老金通常会在贝莱德广泛的股票平台上寻找投资机会。贝莱德基本面和系统性股票策略为投资者提供精准的全球市场投资渠道以及关键的投资洞见。	基本面股票、系统性主动股票、主题投资（包括人口分化、数字化颠覆与人工智能、碎片化的世界、金融的未来以及低碳转型五大主题）、指数投资和ETF
现金和流动性解决方案	企业养老金投资者需要有效的现金管理解决方案，除了更广泛的企业解决方案外，还能满足退休计划的流动性需求，同时提供对冲风险的增强收益率的潜力。贝莱德提供货币市场账户（MMA）、短期策略、ETF 和独立管理账户（SMA）等投资策略和工具，以提供流动性选择。	货币市场策略：政府货币市场策略（将 99.5% 的资金投资于现金、证券或以现金或政府证券作为抵押的回购协议）；主要货币市场共同策略（投资于公司、银行和其他非政府实体发行的证券）；市政货币市场策略（税收优惠） 短期策略：采用基本面、多元化和相对价值方法，仅关注收益率曲线的前端。 ETF：0-3个月国债策略、国债浮动利率策略、做空国债策略、超短期债券策略、短期债券策略。 独立管理账户

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

BlackRock：捐赠基金和基金会OCIO业务服务



贝莱德为捐赠基金和基金会提供的服务包括：OCIO服务和整体投资组合策略，帮助捐赠基金和基金会实现其长期目标；涵盖主动投资、指数投资和另类投资的尖端投资解决方案；由Aladdin® 平台提供支持的创新风险管理；贝莱德内部客户洞察部门 (CIU) 的投资组合分析和见解；流动性优化分析，评估并寻求优化风险和回报；私募股权诊断，利用贝莱德专有的工具和模型协助投资组合规划，以降低 J 曲线风险，同时以经济高效的方式寻求增量阿尔法；针对整个投资组合和个人经理层面定制对冲基金业绩风险分析，提供有关风险和回报关键驱动因素的见解，以及情景分析和投资组合优化；举办活动、研讨会和同行论坛，以合作、分享最佳实践和交流观点；利用公司深厚专业知识的思想领导力。

图：BlackRock：OCIO业务介绍(三)

捐赠基金和基金会投资策略	策略描述	策略工具
替代方案	贝莱德另类投资平台为捐赠基金和基金会提供极具吸引力的差异化策略，旨在提升回报，降低更广泛的市场波动影响，并推动跨市场周期的长期增长。另类投资平台旨在为捐赠基金和基金会提供一系列投资选择，涵盖对冲基金、私募股权、私人信贷和实物资产，包括基础设施和转型融资投资。其中，贝莱德针对捐赠基金和基金会聚焦于私募股权、对冲基金和私人信贷。	私人债务：直接贷款、机会主义、特殊情况、困境 对冲基金：多头/空头股票、事件驱动、相对价值、全球宏观、风险溢价、对冲基金解决方案 基础设施：基础设施股权、基础设施债务、基础设施解决方案、上市基础设施 私募股权：直接共同投资、一级投资、二级投资、开放式直接投资、直接投资 房地产：房地产债务、房地产股权、房地产证券 二级市场：中型专注的 LP 主导和 GP 主导的二级市场
固定收益	捐赠基金和基金会的投资者正致力于利用当前的收益率环境。他们希望提升短期流动性池的表现，同时在其更广泛的投资组合中构建稳定器。贝莱德帮助投资者探索整个固定收益领域——从应税和免税、主动和指数、公共到私人、基本面和系统。其中，贝莱德针对捐赠基金和基金会聚焦于短期、证券化和灵活固定收益策略。	灵活型固定收益解决方案：战略收入机会基金（SIO）、跨行业+管理下行风险 证券化：包括商业抵押贷款支持证券（CMBS），包括商业抵押贷款（CML）；非机构住宅抵押贷款支持证券（RMBS），包括抵押贷款服务权（MSR）；美国和欧洲的抵押贷款债券（CLO）；美国消费者资产支持证券（ABS）；以及欧洲 ABS
股票	贝莱德为捐赠基金和基金会提供一系列进入股票市场的流动性投资——从传统的指数构建模块，到利基创新系统策略，再到高信念基本策略。贝莱德基本面和系统性股票策略为投资者提供精准的全局市场投资渠道以及关键的投资洞见。	基本面股票、系统性主动股票、主题投资（包括人口分化、数字化颠覆与人工智能、碎片化的世界、金融的未来以及低碳转型五大主题）、指数投资和ETF
指数投资	贝莱德与捐赠基金和基金会客户合作，提供定制化的Beta敞口，并投资于Aladdin®等技术，以持续增强和改进指数复制流程。在机构投资组合中运用指数投资策略有助于实现多种目标，包括降低投资组合波动性、构建流动性套利机制以及降低计划投资成本。	可以通过独立账户、集合基金和交易所交易基金 (ETF) 投资指数。贝莱德平台拥有超过2500只基金，涵盖市值加权、指数“+”、ESG、智能贝塔和资产配置的策略
现金和流动性	捐赠基金和基金会投资者需要有效的现金管理解决方案来满足流动性需求、履行资本要求并支持持续运营。贝莱德提供货币市场基金、短期策略、ETF 和独立管理账户 (SMA) 等投资策略和工具，以满足客户的个人流动性需求。	货币市场策略：政府货币市场策略（将 99.5% 的资金投资于现金、证券或以现金或政府证券作为抵押的回购协议）；主要货币市场共同策略（投资于公司、银行和其他非政府实体发行的证券）；市政货币市场策略（税收优惠） 短期策略：采用基本面、多元化和相对价值方法，仅关注收益率曲线的前端 ETF：0-3个月国债策略、国债浮动利率策略、做空国债策略、超短期债券策略、短期债券策略 独立管理账户

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

BlackRock：卫生保健组织OCIO业务服务



贝莱德为卫生保健提供的服务包括：整体投资组合解决方案和OCIO服务；现金和流动性解决方案；资产负债表资产的战略投资；养老金战略和解决方案；创新退休解决方案；保险投资专业知识；主动风险管理。

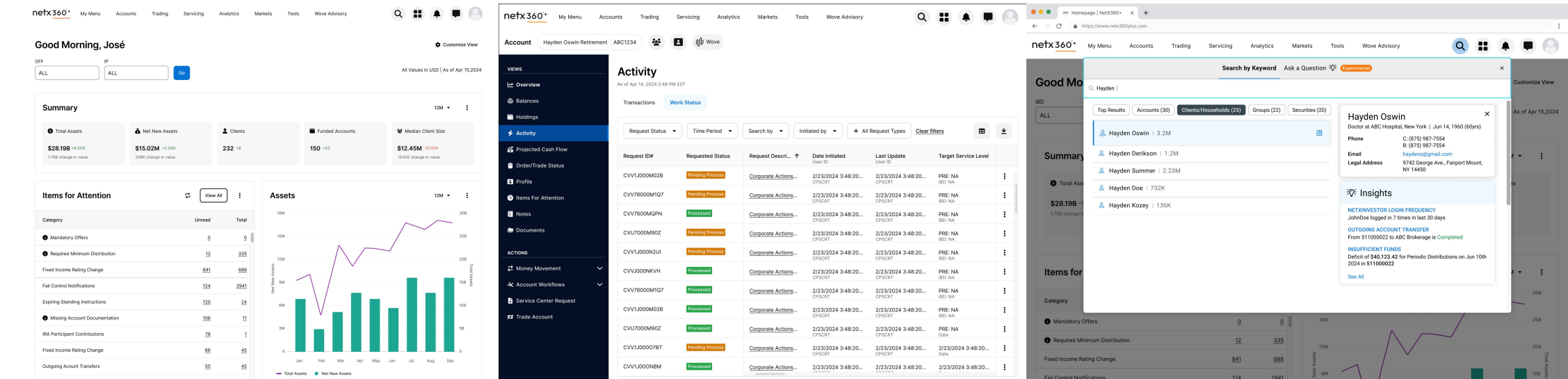
图：OCIO业务介绍

卫生保健投资策略	策略描述	策略工具
替代方案	随着医疗保健投资者寻求超越传统配置以寻求阿尔法收益（例如稳定的现金流和不相关的收入流），替代策略在其投资组合中发挥着越来越重要的作用。另类投资平台旨在为卫生保健提供一系列投资选择，涵盖对冲基金、私募股权、私人信贷和实物资产，包括基础设施和转型融资投资。其中，贝莱德针对卫生保健聚焦于私募股权、基础设施和私人信贷。	私人债务：直接贷款、机会主义、特殊情况、困境 对冲基金：多头/空头股票、事件驱动、相对价值、全球宏观、风险溢价、对冲基金解决方案 基础设施：基础设施股权、基础设施债务、基础设施解决方案、上市基础设施 私募股权：直接共同投资、一级投资、二级投资、开放式直接投资、直接投资 房地产：房地产债务、房地产股权、房地产证券 二级市场：中型专注的 LP 主导和 GP 主导的二级市场
固定收益	与其他资产类别相比，医疗保健投资者寻求可靠的收入来源和更低的风险，正在其投资组合中整合更加多样化的固定收益策略。贝莱德帮助投资者探索整个固定收益领域——从应税和免税、主动和指数、公共到私人、基本面和系统。其中，贝莱德针对捐赠基金和基金会聚焦于短期、LDI和灵活固定收益策略。	灵活型固定收益解决方案：战略收入机会基金（SIO）、跨行业+管理下行风险 负债驱动投资LDI解决方案
股票	寻求长期资本增值和/或对冲通胀的医疗保健和医院系统经常在贝莱德广泛的股票平台上寻找投资机会。贝莱德基本面和系统性股票策略为投资者提供精准的全球市场投资渠道以及关键的投资洞见。	基本面股票、系统性主动股票、主题投资（包括人口分化、数字化颠覆与人工智能、碎片化的世界、金融的未来以及低碳转型五大主题）、指数投资和ETF
指数投资	贝莱德与卫生保健客户合作，提供定制化的Beta敞口，并投资于Aladdin®等技术，以持续增强和改进指数复制流程。在机构投资组合中运用指数投资策略有助于实现多种目标，包括降低投资组合波动性、构建流动性套利机制以及降低计划投资成本。	可以通过独立账户、集合基金和交易所交易基金 (ETF) 投资指数。贝莱德平台拥有超过2500只基金，涵盖市值加权、指数“+”、ESG、智能贝塔和资产配置的策略
现金和流动性	医疗保健系统需要稳健的现金和流动性解决方案，以应对短期运营支出和长期财务承诺，例如资本支出和意外流动性事件。平衡这些需求并着眼于提高收益，可以构建一个既能增强韧性，又能谨慎降低风险的框架。贝莱德提供货币市场基金、短期策略、ETF 和独立管理账户 (SMA) 等投资策略和工具，以满足客户的个人流动性需求。	货币市场策略：政府货币市场策略（将 99.5% 的资金投资于现金、证券或以现金或政府证券作为抵押的回购协议）；主要货币市场共同策略（投资于公司、银行和其他非政府实体发行的证券）；市政货币市场策略（税收优惠） 短期策略：采用基本面、多元化和相对价值方法，仅关注收益率曲线的前端 ETF：0-3个月国债策略、国债浮动利率策略、做空国债策略、超短期债券策略、短期债券策略 独立管理账户

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- BNY Mellon的OCIO为机构客户提供全委托投资服务。BNY Mellon的OCIO业务通过其子公司BNY Mellon Investor Solutions提供，结合了开放架构和BNY Mellon自身专有的投资能力。该业务为全球投资者提供定制化的投资建议和投资组合管理服务，涵盖所有资产类别。依托其全球领先的托管银行背景，形成了独特的"投资+托管+技术"三位一体服务模式。截至2023年底，其OCIO业务管理规模达1,250亿美元，在全球托管系OCIO服务商中排名第一。
- 2025年4月，BNY Mellon Investment Management推出了一个新的OCIO平台——BNY Mellon Investor Solutions，旨在满足投资者对更广泛资源的需求，包括经济学家、资产类别专家、风险分析工具等。该平台由Jamie Lewin领导，目标是为客户提供更全面、更深入的投资管理服务。
- NetX360+作为一站式托管与清算技术平台，是OCIO模式落地的关键基础设施。NetX360+代表了一套强大的托管解决方案，旨在从一个平台满足经纪交易商、注册投资顾问和银行信托公司的需求。

图：netx360+平台



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- BNY Mellon的OCIO业务主要服务于机构客户和个人客户两大类。其核心客户群体，主要包括养老基金、银行、保险公司、主权财富基金、慈善机构、基金会等。这些机构客户通常具有较大的资产规模和复杂的投资需求，对投资管理人的专业能力和服务质量要求较高。高净值个人和普通零售客户，个人客户数量较多，但其资产规模相对较小，不过近年来个人客户的资产规模占比也在逐步提升。
- BNY Mellon的OCIO业务客户涵盖了多个行业和领域，客户类型丰富。这种多元化的客户结构有助于降低单一客户或行业的风险，增强业务的稳定性。尽管个人客户数量较多，但机构客户仍然是其主要的收入来源。机构客户通常具有较大的资产规模和复杂的投资需求，对投资管理人的专业能力和服务质量要求较高。BNY Mellon的OCIO业务在全球范围内开展，客户分布广泛。这种全球化的客户结构有助于其更好地把握全球市场机会，提升其市场竞争力。

图：OCIO业务客户结构

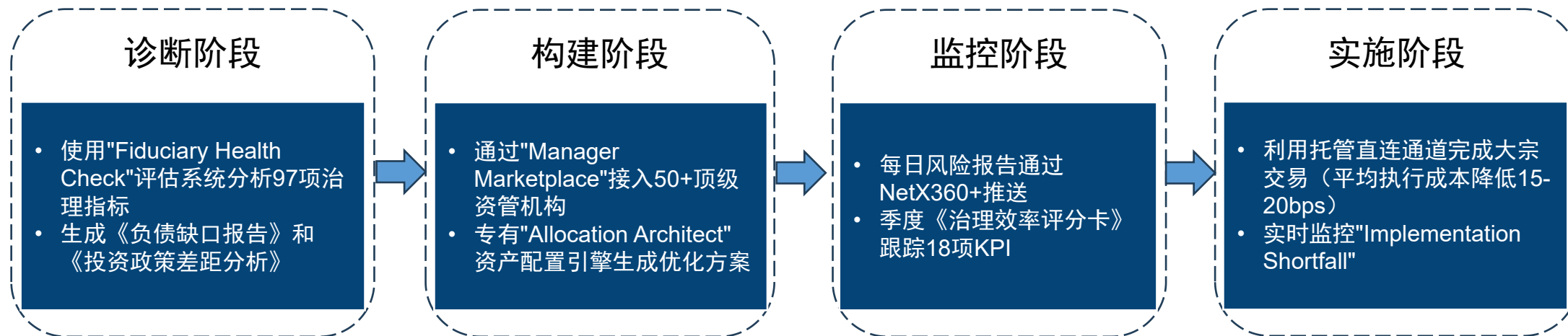
客户类型	占比	专属解决方案	技术工具	典型配置	客户类型
企业养老金	38%	ALM360负债管理系统	利率敏感度监测仪表板	LDI组合久期缺口<5%	企业养老金
捐赠基金会	25%	Endowment+支出可持续模型	现金流压力测试引擎	另类资产配置占比35%	捐赠基金会
保险公司	18%	CapitalEfficient资本优化方案	Solvency II资本计算器	私募信贷占固收配置40%	保险公司
官方机构	12%	SovereignLink外汇对冲框架	多币种ALM系统	外汇对冲覆盖率85%+	官方机构
家族办公室	7%	Legacy+跨代传承平台	税务拖累分析工具	私募股权配置25%-30%	家族办公室

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

业务特点

- 托管协同优势：无缝对接全球最大的资产托管网络
- 技术驱动：专有"NetX360+"平台实现投资管理与托管数据实时联动
- 开放架构：整合50+家第三方资管机构的策略产品

图：OCIO业务流程四阶段模型



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- Goldman Sachs的OCIO（Outsourced Chief Investment Officer）业务是其资产管理（Goldman Sachs Asset Management, GSAM）部门的核心服务之一，旨在为机构客户提供全面的投资管理解决方案。
- Goldman Sachs是全球最大的OCIO服务提供商之一，截至2024年底，其OCIO业务管理的资产规模达到3860亿美元。
- 2024年，Goldman Sachs被UPS任命为其434亿美元的北美养老金计划的OCIO，这是迄今为止最大的企业养老金OCIO委托之一。此外，Goldman Sachs还管理着英国BAE系统公司约230亿英镑的养老金资产，这是英国市场迄今为止最大的OCIO委托。Goldman Sachs在美国OCIO市场排名第一。2024年，Goldman Sachs在日本市场获得了首个OCIO客户，并在2025年初又获得了第二个客户，目前还有10多个潜在客户。
- 利用行业领先的公开市场和私募市场投资平台，结合外部管理人选择团队的专业知识，为客户提供涵盖专有和第三方策略的领先投资解决方案，提供包括资产配置教育、投资组合构建、风险管理、资产负债分析、资产负债表管理、定制负债基准创建以及协调顾问和服务提供商等全方位服务。

三层架构

- 决策层：
 - Marquee Algo Engine：整合300+因子模型
 - 独家"Wall Street Sentiment Index"（实时解析5万份卖方报告）
- 执行层：
 - 全球交易中枢（日均执行\$230亿OCIO订单）
 - 独家PE二级市场暗池交易系统（2023年完成47笔大宗交易）
- 风控层：
 - FASB会计准则实时转换器（支持20国财报标准）
 - 地缘政治风险仪表板（监控187个风险信号源）

图：OCIO业务概况

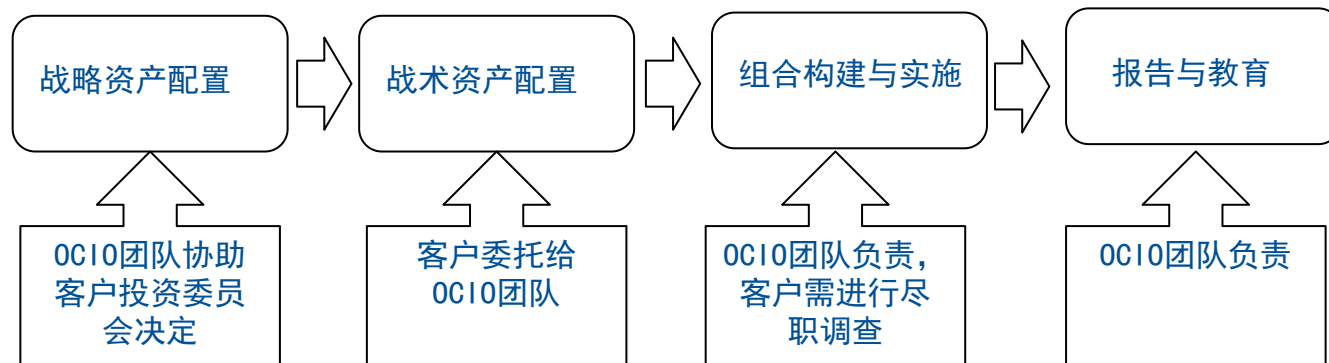


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

高盛的解决方案业务典型业务流程为：**战略资产配置（SAA）-战术资产配置（TAA）-组合构建与实施-报告和教育**。

- 在**SAA**阶段，高盛OCIO会深入了解客户的投资目标、限制和运营环境，根据客户的具体情况，充分考虑客户的投资目标、时间范围、风险承受能力和流动性需求，帮助其做出合适的定制化战略资产配置。在此阶段，根据客户和投资委员会的风险承受能力调整战略资产配置的下行风险，是OCIO和投资委员会承担的最关键任务。
- 在**TAA**阶段，投资委员会将战术资产配置的责任委托给OCIO。OCIO将寻找潜在的战术机会，实施这些机会，并及时向委员会报告。
- 在**组合构建实施**阶段，高盛OCIO为每个特定资产类别选择并监控投资经理，包括对潜在风格漂移和投资经理关键决策变化的监督，及时调整对每位经理的配置规模，跟踪整体组合的风险，并相应地进行再平衡。所有与这一实施过程相关的运营问题都由高盛负责以减轻客户员工的日常负担。鉴于所需资源庞大，客户需考虑OCIO外部经理的选择能力并进行尽职调查。
- 在**报告与教育**阶段，高盛OCIO会为客户提供投资组合回报的报告和绩效归因分析以帮助委员会了解投资组合的关键风险和回报驱动因素，便于其及时调整。高盛OCIO还为客户员工和董事会成员提供一系列教育机会，包括投资基础、慈善组织的趋势、可持续和负责任的投资以及法律和监管发展。

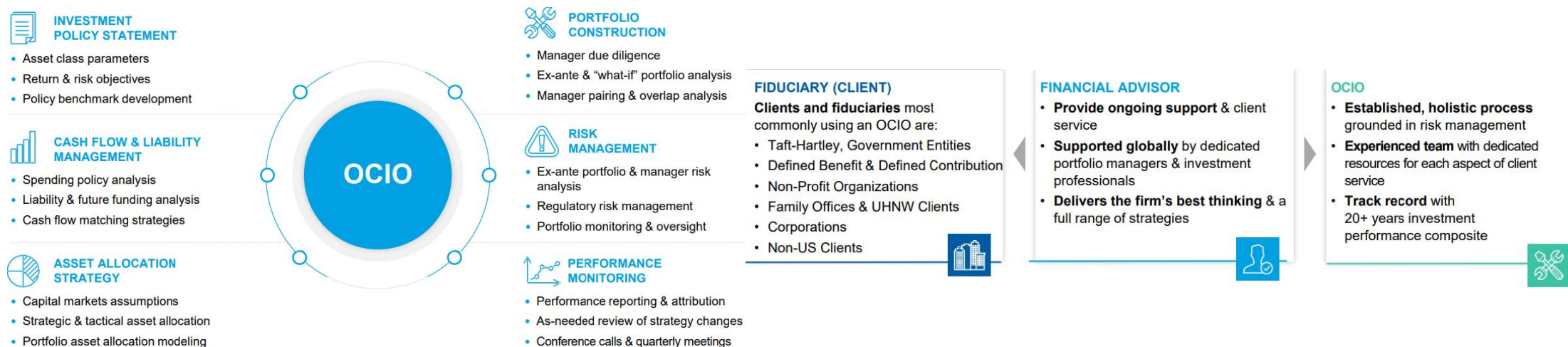
图：OCIO业务模块及决策机制



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- Morgan Stanley的解决方案业务提供全面的投资解决方案，涵盖传统和另类投资，这些解决方案根据每个客户的具体需求和要求量身定制。其OCIO业务管理着1840亿美元的资产，提供全权委托的投资管理模式，旨在为机构和超高净值账户提供全权委托的投资解决方案。这项服务包括传统的和另类投资，提供全面的自由裁量投资管理解决方案。
- 摩根士丹利美邦（MSWM）通过OCIO计划为机构客户、家族办公室和高净值客户提供全权或非全权投资顾问服务。该服务涵盖投资政策决策、资产配置、管理人选择和持续监控，旨在管理整体投资流程。客户可选择将MSWM指定为全权投资经理，由其负责选择和管理投资产品（如共同基金、ETF、对冲基金等），或作为非全权顾问，由客户保留最终决策权。客户可选择全权现金管理服务，MSWM根据客户的投资政策声明（IPS）或量化规则矩阵，将账户现金投资于短期固定收益和现金等价物。若资产偏离IPS或矩阵，MSWM将在合理时间内有序清算。
- 此外，Morgan Stanley Family Office (MSFO) 在某些情况下，将通过OCIO平台提供投资咨询服务。

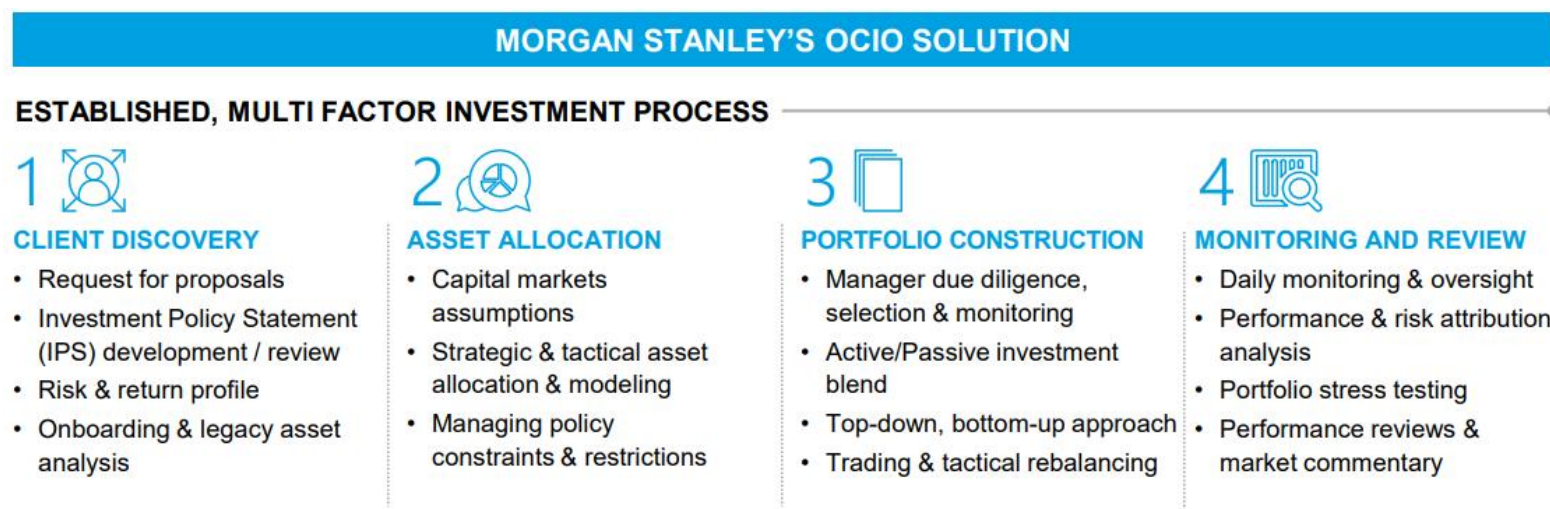
图：OCIO业务及业务关系覆盖模型



Morgan Stanley的解决方案业务典型业务流程为：客户调研与投资政策声明-资产配置-投资经理筛选-投资组合构建与风险管理-监测与回顾。

- 在**资产配置**阶段，OCIO团队利用全球投资委员会（GIC）的宏观经济展望和市场洞察。GIC由摩根士丹利最资深的投资专业人士组成，定期会面讨论全球经济和市场，以确定指导团队向客户提供建议的投资前景。OCIO团队将持续监控经济和市场的动态变化，审查战术展望，并建议GIC每年更新其资本市场假设，OCIO团队根据预测的全球资产类别在战略层面或7年时间范围内的回报率和波动性，以及长期视角下的20年时间范围内的表现制定战略/战术资产配置。
- 在**投资经理筛选**阶段，摩根士丹利OCIO团队是金融服务行业最强大的投资经理分析团队之一。团队从20,000+基金中关注640个产品并将30-60个产品列入战术机会中，覆盖了多个资产类别中的多种投资工具和策略。团队专门负责另类投资的运营尽职调查团队由9名专业人士组成，平均拥有18年的行业经验和1000+的经理审查。
- 在**投资组合构建与风险管路**阶段，OCIO团队在投资组合构建流程的所有阶段都采用了综合风险管理。从组合构建开始到组合运行中审查，团队从过去和未来两个角度评估投资组合、资产类别和经理层面的风险敞口。

图：OCIO业务流程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- 施罗德集团 (Schroders) 作为拥有200余年历史的英国老牌资产管理机构，其OCIO业务通过专门的"Schroders Solutions"部门开展，在全球OCIO领域占据重要地位。该业务线正式成立于2015年，通过整合集团原有的机构咨询业务与多资产投资能力而形成。截至2023年底，Schroders全球OCIO业务管理规模达到420亿美元，近五年复合增长率达14.3%，增速显著高于行业平均水平。业务覆盖全球主要金融市场，在伦敦、纽约、香港和新加坡设有专门的OCIO服务中心，服务网络涵盖EMEA（欧洲、中东和非洲）、美洲和亚太三大区域。
- Schroders OCIO采用独特的"三维服务体系"：投资治理框架设计、动态资产配置和实施管理。其核心优势体现在三个方面：首先，依托集团旗下Schroders Capital的另类投资平台，在私募股权、实物资产等非流动性资产配置方面具有显著优势，2023年OCIO组合中另类资产平均配置比例达28%，高于行业22%的平均水平。其次，自主研发的"Capital Navigator"资产配置系统整合了宏观经济预测、风险平价和负债匹配三大模型，支持17种资产类别、45个子类别的动态优化。第三，在ESG整合方面，施罗德开发了专有的可持续投资评估矩阵，覆盖碳排放强度、董事会多样性等112项具体指标，2023年其OCIO客户中采用全面ESG整合策略的账户占比已达76%。
- Schroders OCIO业务的技术基础设施包括三大支柱：前端客户交互平台"Schroders Connect"提供投资组合实时监控和视频会议功能；中台风险管理系统"Prism"每日进行超过200种压力测试场景分析；后台运营采用与State Street合作开发的"Frontier"平台，实现T+1的估值核算。在组织架构上，实行"三位一体"管理模式：由客户CIO（通常为MD级别）领导的服务团队、独立的风险监督委员会（由3名专职风险官组成）和投资执行委员会（每月召开配置会议）形成制衡机制。
- 相较于美国同业，Schroders OCIO业务的差异化优势主要体现在：一是跨境服务能力，依托集团在42个国家的布局，能处理涉及多法域的税务架构优化，2023年其跨境OCIO业务规模增长24%；二是流动性解决方案，通过集团资产负债表提供过渡融资，帮助客户完成大型PE二级市场交易；三是在欧洲养老金市场的深厚积累，特别是在荷兰、英国等LDI需求旺盛的市场占有率达19%。根据《首席投资官》杂志2023年排名，Schroders在欧洲OCIO服务商中位列第三，全球综合排名第八，在"另类资产配置能力"和"ESG整合深度"两个细分维度均获得五星评级。

图：OCIO业务介绍



Delivering all of Schroders

Our Outsourced CIO partnership solution solves your unique governance challenges by putting the whole of our firm to work in yours.



Strength of investment delivery

We embrace an open architecture framework to provide access to our best ideas and market leading in-house building blocks across public and private markets.



Deep experience

Our pension and insurance clients have entrusted us with more than £100 billion* of outsourced assets.

Schroders：OCIO业务客户结构



➤ 从客户类型看，Schroders OCIO业务呈现多元化特征：企业养老金占比45%（其中DB计划占60%，DC计划占40%），慈善机构与捐赠基金占30%，家族办公室占15%，保险公司占10%。针对不同客群，施罗德设计了差异化解决方案。

图：OCIO业务客户结构

客户类型	占比	核心需求	解决方案亮点	典型配置（2023年）	代表案例
企业养老金（DB计划）	27%	负债匹配、偿付能力提升	双轨制LDI策略：利率互换（60%负债覆盖）+通胀挂钩债券（20%）+私募信贷（收益增强）	固收55% 私募信贷15% 股票20% 其他10%	某英国制造业DB计划：通过LDI降低资金缺口35%
			动态调整对冲比例（80%-120%久期缺口）		
企业养老金（DC计划）	18%	滑行路径优化、费用控制	Glidepath Optimizer专利技术：基于参与者年龄/薪资动态调整股债比例	多元因子指数60% 抗通胀债券25% 另类15%	荷兰跨国企业DC计划：年化费用压降至0.25%
			默认选项整合目标日期基金(TDF)		
捐赠基金/基金会	30%	支出率保障、使命一致性投资	Mission-Aligned Investing框架： 现金流匹配技术（覆盖5%支出率） 影响力投资占比≥30%	私募股权25% 实物资产20% ESG股票35% 现金20%	某大学捐赠基金：37%配置于绿色基建项目
家族办公室	15%	跨代传承、税务优化	核心(70%)+卫星(30%)架构： 核心：多因子全球平衡组合 卫星：私募股权共同投资机会 整合遗产规划工具	全球股票40% 私募股权25% 固收20% 加密货币15%	亚洲单一家族办公室：实现税务效率提升22%
保险公司	10%	资本效率、ALM管理	资本节约型组合：通过Solvency II内部模型优化风险资本占用	投资级债券50% 私募信贷30% 衍生品20%	欧洲寿险公司：风险资本消耗降低18%
			非标资产专项通道（私募信贷/基础设施债）		

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

道富环球投资管理（SSGA）是一家全球领先的外包投资服务提供商，排名第六，管理资产超过1500亿美元。首席投资官团队与多元化的客户合作，提供全权委托管理模式，涵盖从投资管理到行政支持的一系列服务。通过利用公司的基础设施和行业关系，实现了规模效率，并通过实时执行和简化决策流程为客户提供增值服务。公司团队拥有丰富的行业经验，包括投资管理、研究、计划发起、精算、咨询及运营等领域，能够为不同需求的客户提供定制化解决方案。

图：OCIO业务情况及投资方法

				步骤	描述
OCIO交付团队	30+	\$150+	100+	倾听	理解客户目标：我们客户的目标是独特且多维的。 花时间理解它们，以创造成功的结果。
	多年来在资产管理方面表现卓越	十亿的全权委托资产规模	敬业的专业人士	规划	每个客户都需要定制解决方案：提供定制的解决方案，利用在战略资产配置、投资组合构建和主动投资组合倾斜方面的多样化洞察和专业知识深度。
由道富环球投资公司的深厚资源支持	24小时	\$4.13+	500+	构建	资产配置和多元化驱动收益和风险：通过风险多元化和根据资金状况、支出需求和贡献容忍度动态调整资产配置来实现目标。
	全球贸易能力	资产达数万亿美元	投资专业人士	执行	提供差异化的收益和阿尔法：在开放架构框架下构建结构良好的投资组合，进入公共和私人市场。结合主动投资、贝塔、智能贝塔和市场定位来实现收益目标。
				衡量	风险管理至关重要：构建多层次的风险管理，利用资产负债建模、投资组合构建、对冲和实施，所有这些都在一个强有力的治理框架内进行。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

道富环球投资管理公司的 OCIO业务典型流程的主要阶段：

- **客户需求评估与目标设定：**SSGA的OCIO 团队首先与客户深入沟通，了解其投资目标、风险承受能力、流动性需求、负债结构等关键因素。这一阶段可能包括资产负债匹配分析（ALM）、支出分析和情景模拟，以确保投资策略与客户的长期目标一致。
- **战略资产配置（SAA）与投资政策制定：**基于客户的需求评估，SSGA 制定长期的战略资产配置方案，并协助客户制定或更新投资政策声明（IPS）。该策略考虑了资本市场预期、资产类别特性和客户的特定需求。
- **投资组合构建与实施：**在战略资产配置的指导下，SSGA 负责构建多资产投资组合，选择合适的投资工具和管理人。这包括主动和被动管理策略的结合，以及对另类投资的评估和整合。
- **战术资产配置（TAA）与风险管理：**SSGA 的 OCIO 团队定期进行战术资产配置调整，以应对市场变化和捕捉短期机会。同时，团队采用先进的风险管理工具，监控投资组合的风险暴露，确保投资组合在不同市场环境下的稳健性。
- **持续监督与报告：**SSGA 提供定期的投资组合绩效报告和市场分析，确保客户及时了解投资组合的表现和市场动态。此外，团队还协助客户进行投资政策的审查和更新，以适应不断变化的市场和监管环境。

图：投资业务内容

功能	策略	目标
战略资产配置	战略投资组合管理和再平衡	平衡长期风险目标
	目标日期	帮助个人通过规范的退休路径实现退休目标
	实物资产	提供通货膨胀对冲
战术资产配置	基准相关、主动资产配置	提供额外的、不相关的 alpha 来源
	主动型 ETF、模型投资组合、咨询	
	股票和固定收益板块轮动	生成各部门之间的 alpha 倾斜
	整体投资组合解决方案	针对战略目标的压缩性多资产管理
风险暴露管理	灵活的资产配置	在市场周期内提供绝对回报
	现金覆盖	减少现金拖累，同时最大限度地降低交易成本
	资产类别和要素完成	高效地将资产配置与目标相结合
	波动性管理	提供一系列降低波动性和下行风险的解决方案

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

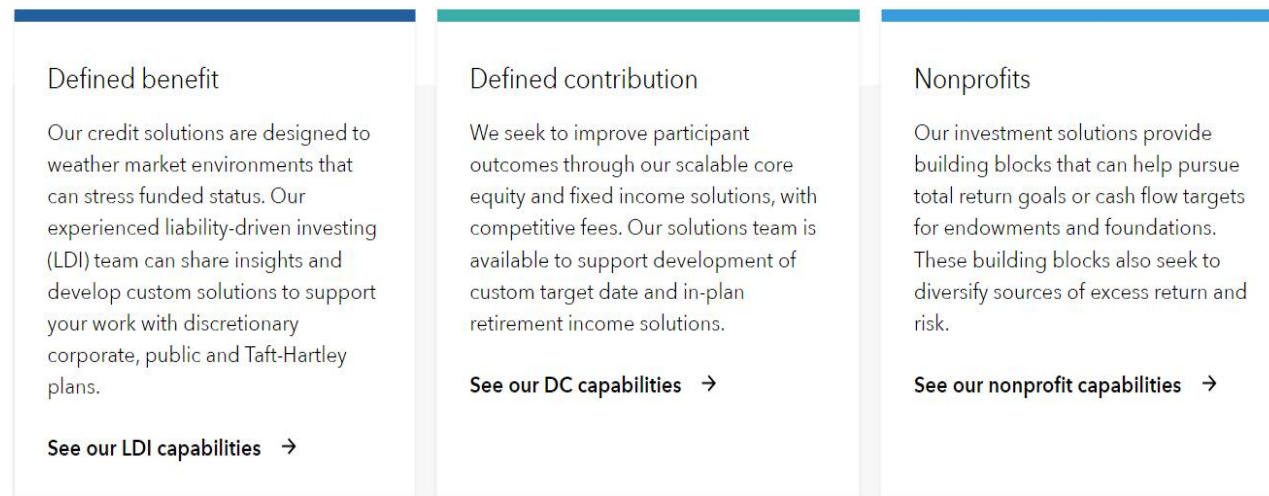
Capital Group在OCIO领域的服务更多偏支持属性。OCIO业务为客户提供后台的基础设施、研究能力和作为机构的稳定性。因此，它需要配备一个成熟的投资办公室所需要的一切，例如合规、交易、法务、投后监控、会计、报告等。

公司提供投资策略、能力和对OCIO市场的洞察，以帮助OCIOs增强其价值主张。Capital Group的OCIO服务覆盖不同的市场细分和资产类别。

Capital Group的OCIO服务还跨越资产类别，采用集成的环境、社会 and 治理（ESG）方法。公司拥有超过350名全球分析师和投资组合经理，拥有帮助应对全球股票市场挑战的资源 and 能力。在固定收益方面，Capital Group管理着超过5000亿美元的资产，能够提供跨行业的可扩展解决方案，专注于提供一致的、强大的风险调整后的结果。此外，公司的目标日期策略可以用作全积极的3(38)解决方案，而个别投资策略可以作为定制目标日期解决方案的有效构建块。

Capital Group的OCIO服务还提供对OCIO市场的洞察，帮助OCIO在OCIO搜索过程中微调方法。公司可以与您合作，帮助解决复杂的投资挑战。

图：Capital Group的OCIO市场洞察力



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

定义福利计划：Capital Group的信用解决方案旨在应对可能影响资金状况的市场环境。公司拥有经验丰富的负债驱动投资（LDI）团队，可以分享见解并开发定制解决方案，以支持与企业、公共和Taft-Hartley计划的工作。

定义贡献计划：通过可扩展的核心股票和固定收益解决方案，旨在提高参与者的成果，并提供有竞争力的费用。公司的解决方案团队可提供支持，开发定制的目标日期和计划内退休收入解决方案。

非营利组织：公司的投资解决方案为捐赠基金和基金会提供了追求总回报目标或现金流目标的基础。这些构建块还寻求多样化超额回报和风险的来源。

图：OCIO业务介绍

投资策略	策略详细描述	策略工具
定义福利计划	提供定制化的负债驱动型投资（LDI）策略，以应对市场环境变化，确保资金状况的稳定。通过调整对长久期债券、延长久期债券等产品的投资，为客户提供不同的久期匹配度，满足企业、公共和Taft-Hartley计划的需求。	负债驱动型投资模型、风险管理工具、资产负债匹配分析工具。
定义贡献计划	提供可扩展的核心股票和固定收益解决方案，旨在提高参与者的投资成果，并提供有竞争力的费用。开发定制的目标日期和计划内退休收入解决方案，以适应不同计划的需求。	目标日期模型、退休收入策略、费用优化工具。
非营利组织	为捐赠基金和基金会提供追求总回报目标或现金流目标的投资解决方案。通过多样化超额回报和风险的来源，构建投资组合，以支持非营利组织的长期运营和公益项目。	总回报策略、现金流管理工具、多样化投资组合构建工具。
环境、社会和治理（ESG）	采用集成的ESG方法，跨越资产类别，确保投资决策符合环境、社会和治理标准。通过全球分析师和投资组合经理的资源，评估和选择符合ESG标准的投资机会。	ESG评估框架、全球分析师网络、可持续投资筛选工具。
全球股票市场	利用超过350名全球分析师和投资组合经理的资源和能力，应对全球股票市场的挑战。通过深入的市场研究和分析，识别和投资于具有长期增长潜力的公司。	全球股票研究平台、投资组合构建工具、市场分析工具。
固定收益	提供跨行业的可扩展固定收益解决方案，专注于提供一致的、强大的风险调整后的结果。管理着超过5000亿美元的资产，能够提供多样化的固定收益投资策略。	固定收益分析工具、风险调整后的结果评估工具、跨行业投资策略工具。
目标日期策略	提供目标日期策略，可以用作全积极的3(38)解决方案，而个别投资策略可以作为定制目标日期解决方案的有效构建块。通过预测退休日期，自动调整投资组合的风险水平，以适应投资者的风险承受能力的变化。	目标日期模型、风险水平调整工具、退休规划工具。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- [01] OCIO业务介绍
- [02] 海外资产管理公司OCIO业务
- [03] 海外资产管理公司OCIO对比总结

各公司OCIO业务的战略和技术对比

图：六大OCIO服务商OCIO业务对比

机构	战略定位	技术护城河	亮点能力圈	短板
JP Morgan	封闭式架构+亚太扩张	LTCMA动态资产配置模型	LDI策略（DB计划利率互换占比45%）	第三方策略开放性不足
Mercer	全球最大+ESG领导者	MercerInsight®大数据平台	另类资产尽调（40%团队为专家）	高费率（平均50bps）
BlackRock	Aladdin生态+全链条服务	Aladdin®实时风险引擎	家族办公室跨境税务架构优化	定制化响应速度较慢
Vanguard	低成本被动投资	无显著技术优势	中小非营利客户低成本解决方案	另类资产能力缺失
Goldman Sachs	三层架构+复杂交易	Marquee Algo引擎	PE二级市场暗池交易（2023年47笔）	服务门槛高（最低5亿美元）
Schroders	欧洲LDI专家+另类资产强项	Capital Navigator系统	跨境多法域税务优化（增速24%）	北美市场渗透不足

资料来源：JP Morgan官网，Mercer官网，BlackRock官网，Schroders官网，Vanguard官网，Goldman Sachs官网，ocio.org，国信证券经济研究所整理

图：关键运营指标对比

维度	相对领先者	数据表现
另类资产配置	Schroders	平均28%（行业22%）
跨境能力	JP Morgan	亚洲AUM目标100亿美元
响应速度	BlackRock	地缘风险实时预警
成本控制	Vanguard	费率10-20bps

资料来源：JP Morgan官网，Mercer官网，BlackRock官网，Schroders官网，Vanguard官网，Goldman Sachs官网，ocio.org，国信证券经济研究所整理

技术特点

JP Morgan

- 长期资本市场假设模型（LTCMA）动态调整配置
- AI技术提升另类资产估值效率（亚太客户估值周期缩短83%）

Mercer

- MercerInsight®平台覆盖6,700名经理数据
- ESG评级系统（4000+策略评估）

BlackRock

- Aladdin®实时风险监控（187个地缘信号源）
- 负债驱动投资（LDI）自动化工具

Goldman Sachs

- Marquee Algo引擎整合300+因子模型
- PE暗池交易系统

客户需求

策略复杂化

- 60%客户要求跨境税务架构优化
- 私募信贷分层需求显著增长（JP Morgan配置上限提至25%）

ESG主流化

- Schroders客户ESG整合率达76%
- Mercer的RITE评估覆盖碳排放等112项指标

非传统客户崛起

- 捐赠基金/基金会年增速超10%
- 医疗系统OCIO规模3年增长140%

图：OCIO业务客群服务对比

主要客群	侧重点	OCIO服务内容	代表金融机构
机构客户	长期稳健	投资政策声明（IPS）制定、战略资产配置、投资组合管理与监督、风险管理与合规支持、投资经理筛选与尽职调查、负债驱动投资（LDI）策略、定期绩效评估与报告	Mercer、 Goldman Sachs、 BlackRock、 Russell、 Morgan Stanley
企业客户	负债匹配	养老金/年金投资策略设计、投资组合一体化管理、流动性管理、负债匹配、投资费用优化、退出计划设计	Mercer、 Goldman Sachs、 BlackRock
高净值个人及家族办公室	定制与税务优化	资产配置建议、多资产组合管理、专属定制投资、税务优化投资、家族财富传承规划、风险管理	BlackRock、 Russell、 Morgan Stanley、 J.P. Morgan
政府及公共部门客户	合规透明	公共资产组合管理、政策制定、投资组合透明度和公众披露支持、ESG策略设计	BlackRock、 State Street
非营利组织	资金的可持续使用	可持续投资管理、捐赠基金策略规划	Mercer、WTW

资料来源：ocio.org，P&I，国信证券经济研究所整理

- (1) 本文所列举资管机构仅作复盘，不作为投资推荐依据；
- (2) 海外货币政策节奏和幅度的不确定性；
- (3) 海外局部地缘冲突风险。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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