

图表：贝莱德发展历程



1) 初期奠基(1988-1994)

：脱胎黑石，奠定风控基因。

创始人拉里·芬克曾是第一波士顿债券交易员，开创了房地产抵押贷款债权凭证(CMO)，但因一桩高风险交易巨额亏损而被解雇。1988年芬克创立贝莱德，获得私募巨头黑石公司 (Black Stone) 500万投资，并成为其资产管理部门。芬克吸取教训，大力推动风险管理系统技术开发，资产管理范围从固定收益类产品逐步扩展到封闭式基金、信托及养老金等产品。1988年-1994年，贝莱德资管规模从10亿美元增长至200亿美元，年化增速达64.8%。

2) 内延发展 (1995-

2004)：自立门户，打造风控护城河。

随着业务规模做大，贝莱德1995年独立出来，被黑石出售给PNC金融服务集团，PNC向贝莱德提供其大型分销网络并注入股权、流动资产、共同基金等业务。1999年在纽交所上市，募集1.26亿美元股本金。1999年贝莱德自主研发核心系统阿拉丁 (Aladdin)，该系统集风险分析与投资管理于一体，并在此基础上形成解决方案平台，铸造起自身风险管理护城河。1995年-2004年，资管规模从530亿美元增长至3420亿美元，年化增速达23.0%。

3) 外延并购

(2005至今)：乘被动投资东风，逆势扩张。

这一时期美国主动型基金收益快速下滑，低成本的被动投资兴起，贝莱德借助ETF东风，一是通过一系列资本运作逆势扩张

，2005年收购道富研究与管理 (SSRM)，实现从固收类产品拓展到权益类产品；2006年与美林资管(MLIM)合并，引入大量机构投资者，资产规模翻倍；2009年斥资135亿收购巴克莱全球投资者公司 (BGI)，获得旗下全球最大的ETF交易平台iShares，从主动管理转移到被动投资，资产规模从1.3万亿跃至3万亿美元，成为全球第一大资产管理公司。

二是转危为机，将阿拉丁系统推向全球

，2008年次贷危机使众多大型金融机构深陷破产之际，贝莱德不但免受波及，而且还成为美国政府清理有毒资产的专家顾问，名声大振。

三是修炼内功，引领行业变革。

资管规模已经位居世界第一的贝莱德并没有停止创新步伐，2011年向卖方业务延伸，如成立小型资本市场、启动内部交易平台以降低对经纪商依赖、启用人工智能、积极在ESG领域开展投资等。2005年-2019年，贝莱德管规模从4530亿美元增长至74296亿美元，年化增速达22%。

发展至今，贝莱德稳居全球最大资产管理公司宝座，2019年末AUM达7.43万亿美元，这一资金体量约占中国GDP的一半，遥遥领先于第二名先锋5.6万亿美元AUM

。

图表：截至2019年贝莱德资管规模全球第一

排名	公司	主要市场	AUM(万亿美元)
1	贝莱德	美国	7.43
2	先锋集团	美国	5.60
3	瑞银集团	瑞士	3.61
4	道富银行	美国	3.12
5	富达投资	美国	3.19
6	安联集团	德国	2.59
7	摩根大通银行	美国	2.40
8	纽约梅隆银行	美国	1.90
9	东方汇理集团	法国	1.98
10	高盛集团	美国	1.86

1.2 经营现状与业务布局

1.2.1 财务透析：资产负债率低，盈利能力稳健

贝莱德轻资产运营，资产管理规模驱动利润稳定向上。

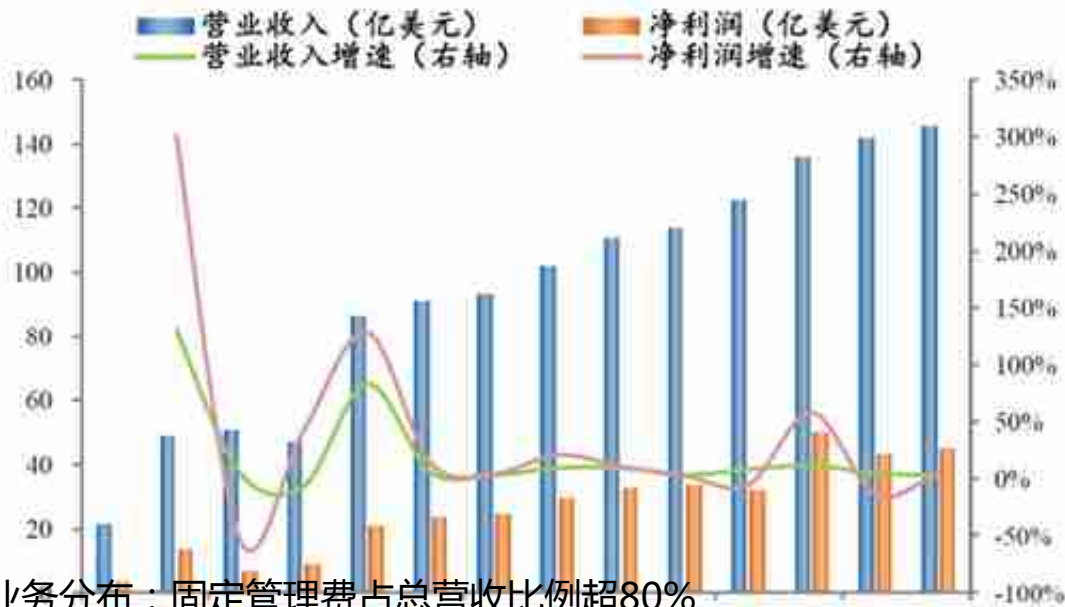
截至2019年，贝莱德总资产1686亿美元，总负债1337亿美元，营业收入达145亿美元，净利润45亿美元，2019年《财富》世界500强中位列第237位。

1) 资产收缩，资产负债率低。

贝莱德属轻资产运营，2019年总资产仅1686亿美元，相比于我们此前研究的金融

巨头高盛（总资产9449亿美元）、伯克希尔（总资产7078亿美元）、瑞银（总资产9721亿美元），资产规模相形见绌。2009年贝莱德资产规模大幅提升主因是收购BGI；近年资产规模下滑，主要是贝莱德人寿业绩下滑引起资产缩水。2019年账面资产负债率为79%，但大量资产和负债为独立账户的养老金持有资产和保险抵押品，如果剔除这部分不属于贝莱德支配的资产和负债，真实资产负债率仅30%。

图表：盈利能力稳步上升



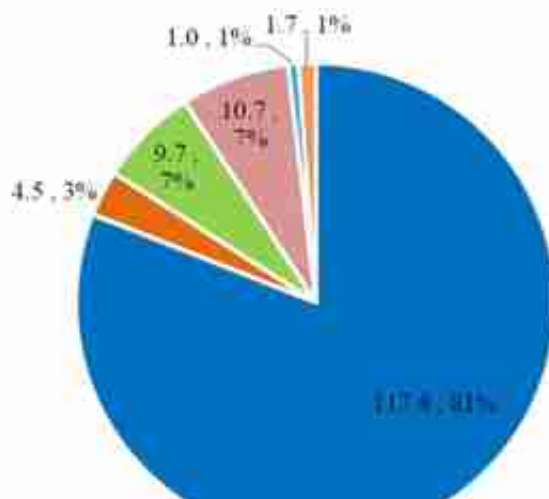
1.2.2业务分布：固定管理费占总营收比例超80%

被动投资策略下，固定管理费为业务收入主要组成。

贝莱德业务收入主要来自于投资咨询、管理费用和证券借贷，具体可划分为固定管理费、业绩表现、技术服务、产品分销、咨询及其他等。固定管理费基于资产管理规模收费，是主要收入形式，2008-2018年固定管理费服务占总营业收入的比例基本均超过80%，年均复合增长10.5%。2019年末，固定管理费收入为117.8亿美元，占比为81%，其次是产品分销收入、技术收入，分别达10.7、9.7亿美元，占比达7.3%、6.7%，而与主动管理更相关的业绩表现费仅占3.1%。

图表：固定管理费收入占比超80%

■ 固定管理(亿美元,%) ■ 业绩表现 ■ 技术服务 ■ 产品分销 ■ 咨询服务 ■ 其他



2 手法分析

外部机遇：1) 市场因素，随着资本市场成熟，市场有效性在快速提升，获取超额收益的难度加大，被动投资理念兴起，指数基金、ETF工具为被动投资创造便利条件。2) 投资者因素，机构投资者和养老金蓬勃发展，寻求长期回报和稳定收益。3) 行业因素，基金行业收费从卖方佣金向买方投顾模式转变，基金公司降低销售成本，专注于产品投研和咨询服务。

内部优势：1) 战略上，善于资本运作，逆势扩张，国内通过上市、并购获取市场份额，对外实施全球扩张战略。2) 业务布局上，产品线完备、低费率，巩固市场份额。3) 阿拉丁系统成为风险管理护城河，起到自身风控、品牌提升、业务增收、降低成本的四重作用。

2.1 外部驱动：市场有效性提升、机构化进程加快，行业收费模式重分市场蛋糕

2.1.1 市场因素：把握被动投资趋势，成为全球ETF巨头

美国被动投资兴起，指数基金和ETF迎来黄金发展期。

被动投资是指以长期收益和有限管理为出发点进行投资，不主动寻求超越市场的表现，与主动投资通过择时、选股寻求最大收益形成鲜明对比。最早的指数基金是先锋公司在1976年发行的先锋500指数基金，但70年代被动投资并不受市场青睐，被评论为“追求平庸”、“傻瓜的发明”，1999年被动型基金占比仅5.9%。随着2008年次贷危机，主动型基金收益下滑，被动投资迎来黄金期，2008-2018年资金从主动管理流向被动产品，指数基金规模由1.2万亿增至6.6万亿美元，占共同基金比

例从13%升至37%。

美国被动投资的发展

得益于市场条件和金融创新。1) 美股长牛

。量化宽松政策向市场注入廉价流动性，催生美股长牛，呈现低波动上涨趋势，吸引大量被动投资者力图复制市场走势，获取市场平均收益。

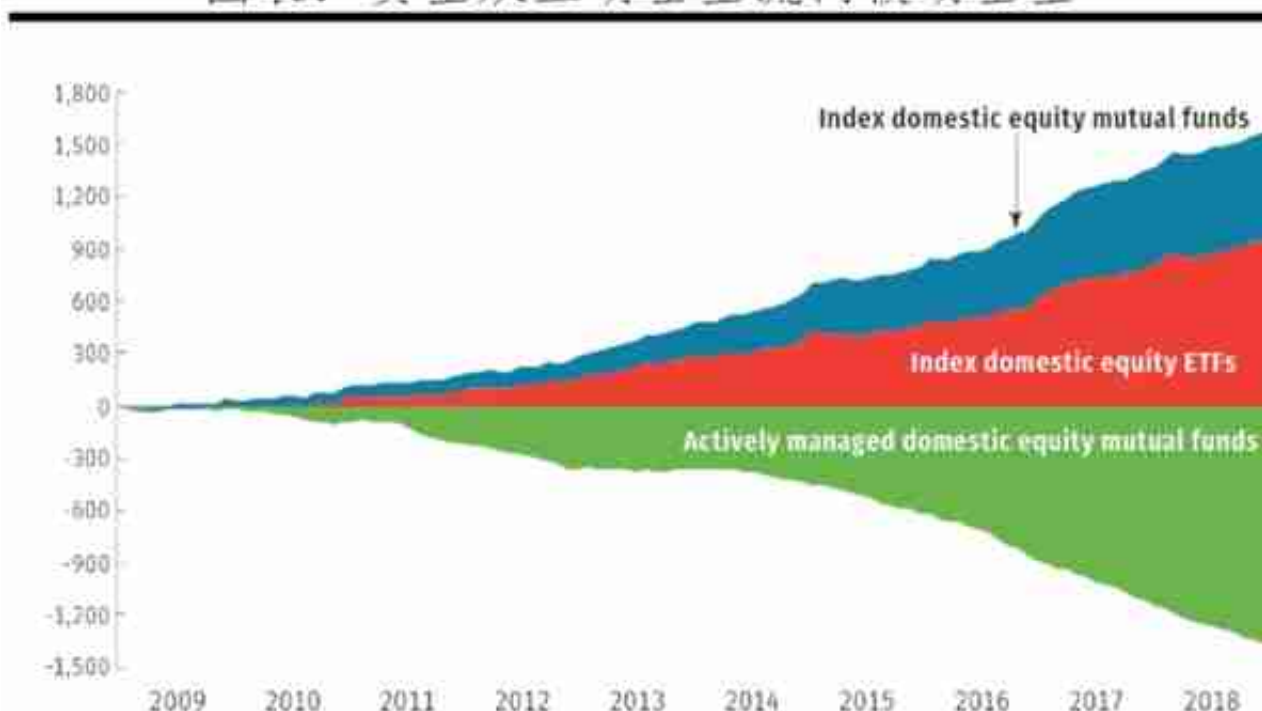
2) 资本市场有效性提升

。经过多年市场博弈，当时的美国股市越来越有效，获取超额收益的难度加大，而被动投资成本低廉，相对回报更高，1994-1996年91%的股票基金的收益增长率低于标准普尔500指数增长率。股神巴菲特曾指责基金经理收费太高，吞噬了投资者的收益，并建议普通投资者投资指数。

3) ETF金融创新极大便利被动投资。

ETF被设计为买卖一篮子股票，最初是为缓解股市崩盘时流动性不足问题，但其透明度、流动性、风险分散等特征迎合被动投资理念，1999-2018年ETF规模从340亿美增长到3.3万亿美元。

图表：资金从主动基金流向被动基金



贝莱德乘被动投资东风，密集布局被动投资。2009-2019年，iShares ETF规模由0.50升至2.2万亿美元，年均增长16.3%，带动整体AUM由3.3万亿增至7.4万亿美元，年均增长8.3%，指数基金占管理的长期资产比例由62%升至72%。2019年末，iShares ETF在美上市368支产品涵盖全部资产类别，市占率近40%，稳居第一。

图表：养老金是共同基金的主要投资者



贝莱德瞄准机构客户，深耕于养老金领域。

贝莱德的客户包括1) 机构投资占六成

。主要为养老金、捐赠基金、信托基金、官方机构和财务机构等，机构投资者占比递减，但仍占主导。2) 零售客户占一成

，主要包括高净值人群和零

售机构，2019年占比10%。3) iShares占三成

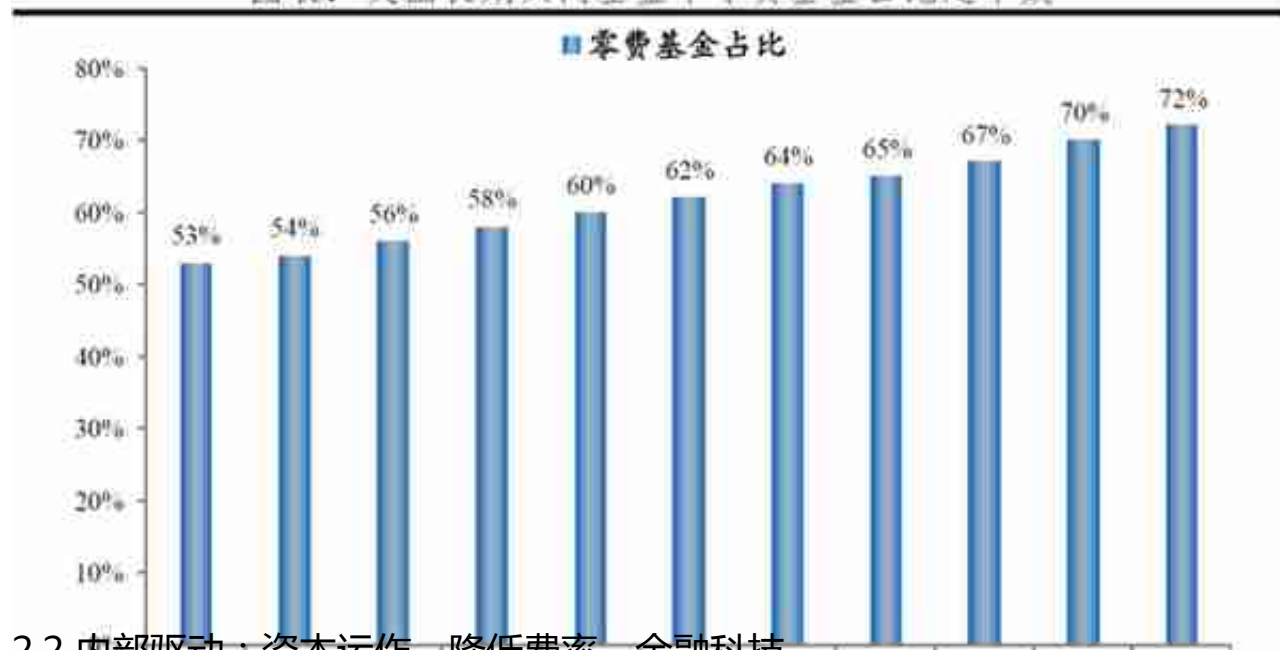
，作为独立的交易平台，为机构客户、零售客户提供全球范围的交易，2009-2019年iShares

ETF占比由15%大幅提升至33%。

贝莱德机构投资者中67%为养老金机构。

2019年末养老金AUM进一步增至2.6万亿美元，占管理机构投资者资产规模的67%。早在成立初期，贝莱德已处于养老金市场规模迅速扩张阶段，为扩大在养老金市场影响力，旗下LifePath产品自1993年起深耕养老金投资策略，争取尽可能多的客户资源。2009年收购iShares同时也并入其养老金业务，当年贝莱德养老金规模由0.27万亿美元增至1.46万亿美元，贝莱德成为全球最大的养老金管理人。

图表：美国长期共同基金中零费基金占比超半数



2.2 内部驱动：资本运作，降低费率，金融科技

2.2.1 扩规模：对内资本运作，对外全球扩张

一是贝莱德善于资本运作

，并购成为全球最大资管机构。

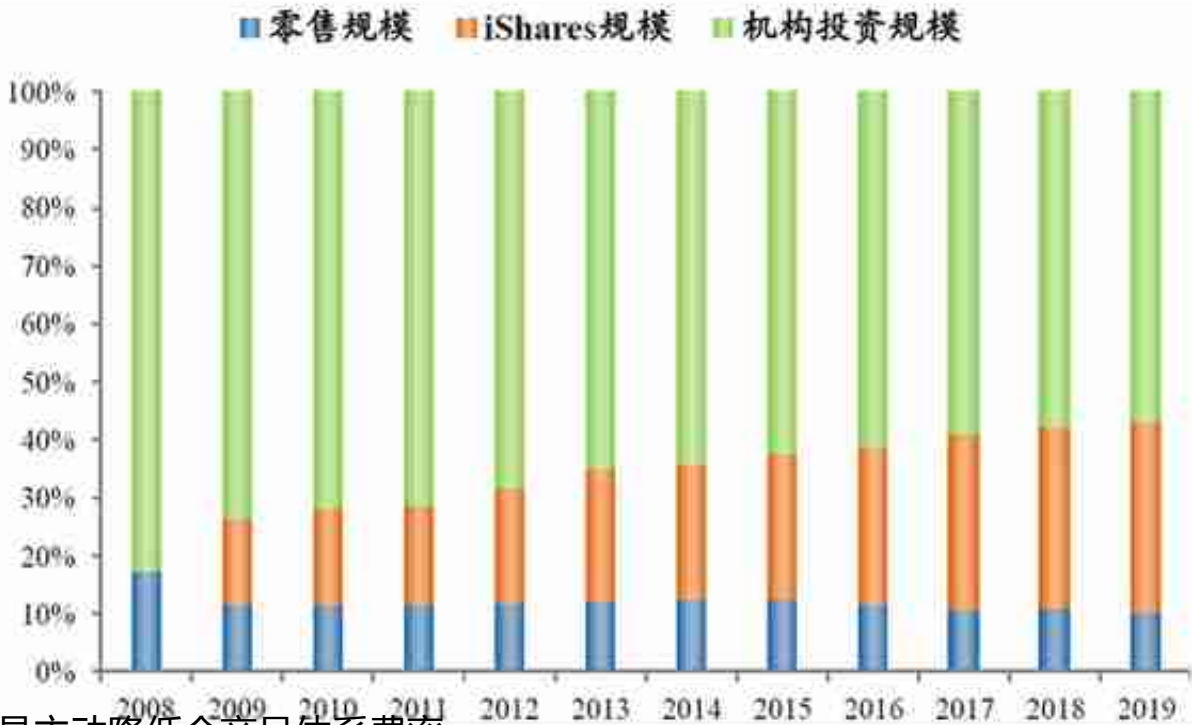
创始人芬克看好被动投资机会，带领贝莱德依靠并购实现逆袭，最成功的案例莫过于2009年趁巴克莱刚完成雷曼兄弟股权和公司融资业务的收购亟需补充资本金时机，一举拿下巴克莱国际投资BGI。

复杂的交易结构撬动最大杠杆。

在这笔交易中，贝莱德以66亿美元现金和69亿美元股票为对价收购BGI。其中，仅有8亿来自于自身现金储备，10亿美元为短期债务，20亿元为花旗、瑞信等银行提供信贷，以及中国、科威特、新加坡主权投资基金承诺在交易结束时购买28亿美元股份。资本运作彰显强大政商资源。

创始人芬克人脉广阔，同美国财长、前美联储纽约分行总裁盖特纳保持着密切联系。芬克曾两天两夜打电话与投资者联系，动用大量人际关系，才筹齐收购BGI所需资金。

图表：贝莱德 AUM 中 iShares 占比三分之一



二是主动降低全产品体系费率。

费率竞争方面

，贝莱德在提供全谱系产品基础上，着力于降低费率。

1) ETF核心系列产品超低费率。

贝莱德设置ETF核心系列产品共25支，覆盖各类资产、地域和策略，跟踪市场主流宽基指数，便于普通投资者认购。截至2020年4月13日，核心系列产品净资产5180亿美元，占全部ETF规模的比重为34.7%，该系列平均费率仅0.06%，远低于ETF整体加权平均净费率0.18%。

2) 传统固收产品维持低费率，

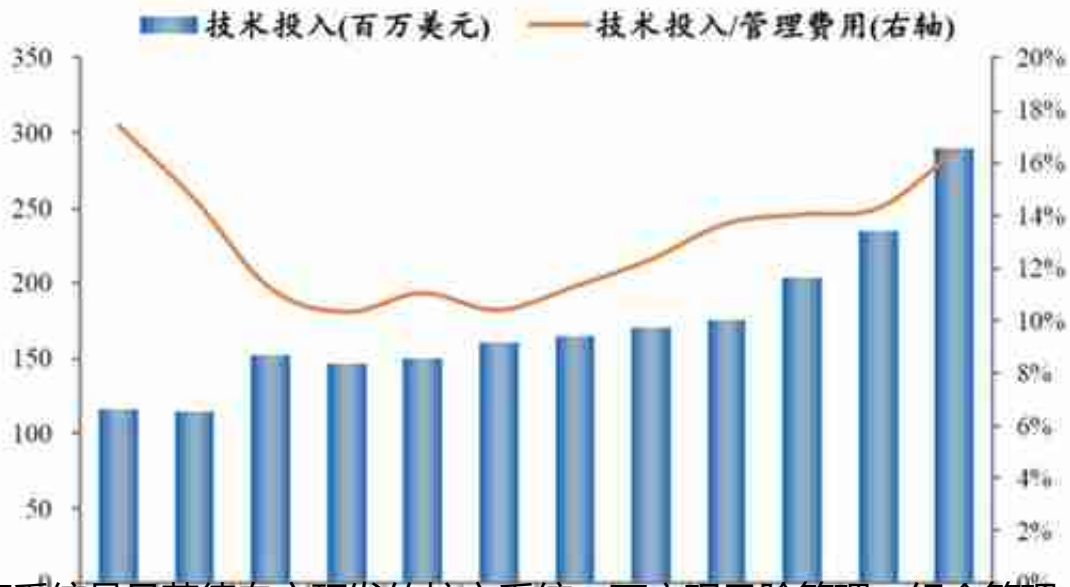
贝莱德在美国共上市的债券型ETF近4000亿，加权平均净费率为0.16%，

仅约为市场平均费率的1/3。3) 主动型产品降低费率

，2017年起公司通过智能研究、引入量化投资降低主动管理成本，引起费率降低，当年主动管理权益型产品开始反弹回升，2017年规模增长710亿美元，同比增长13.2%。



图表：技术投入占管理费用比例提升



阿拉丁系统是贝莱德自主研发的核心系统，可实现风险管理、组合管理、交易、结算等业务的流程、数据、信息在平台上完美融合。

该系统占用6000余台服务器，由2000余人负责全天维护，其基础是一个大型历史数据库，依据历史信息，通过蒙特卡洛法则生成大型随机样本，构筑未来可能出现的多种情形，以此建立统计模型，揭示在一系列未来条件下所有种类金融资产的表现。1999年上线时仅作为数据中心分析债券风险，随着业务版图扩张、技术升级等，现已成为基于历史数据和金融模型来预测债券、股票等金融产品价格等并相应给予客户投资建议的平台。

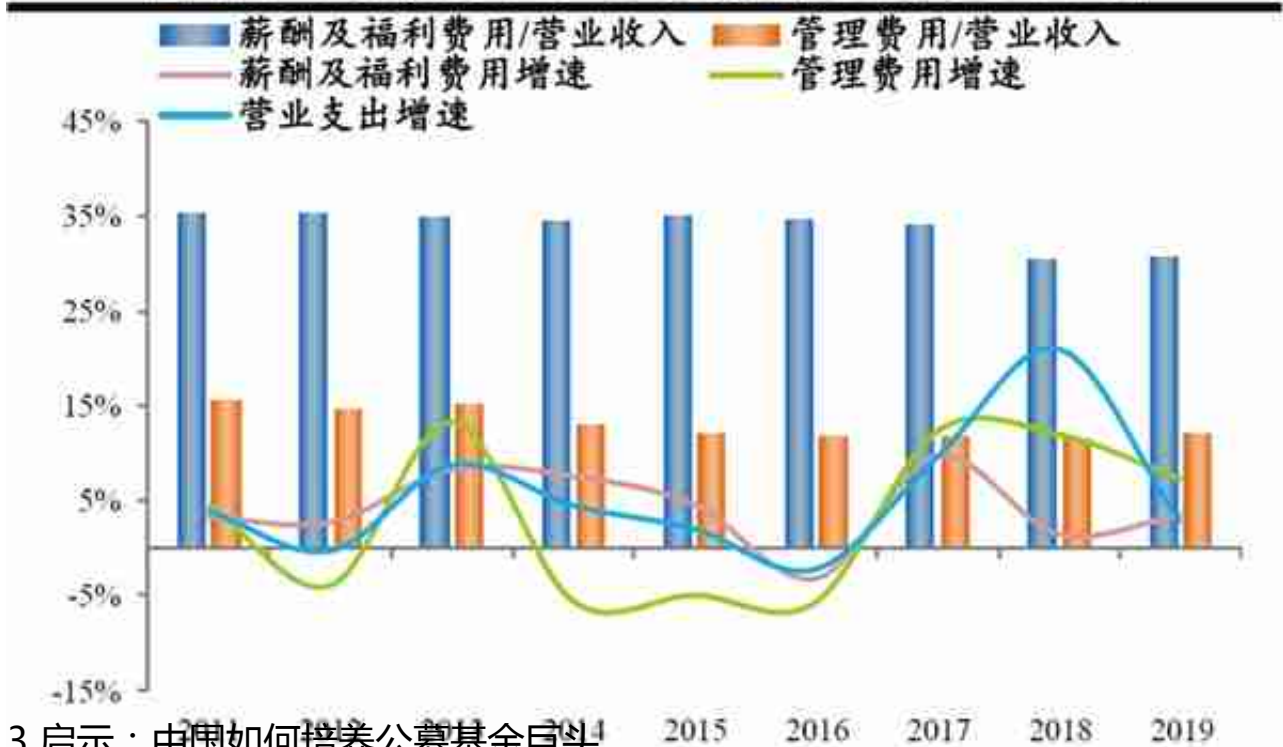
图表：技术收入近年来增速提升



四是降低运营成本。

量化投资策略以及AI智能投资技术的应用导致人工被替代，自2013年以来，贝莱德经历三轮大规模的裁员，最新是2019年1季度宣布裁员约500人，占总员工数的3%，其中约有40名主动型基金部门员工被裁，包含7名投资组合经理。2013年以来，贝莱德营业支出处于平稳波动，2018年以来支出显著上升的原因是新收入确认规则引起服务及分派支出的增加。而薪酬及福利费用、管理费用规模稳定，增速处于下行趋势，二者占营业收入的比例持续缩小。

图表：人力成本和管理费用占比逐步降低



3 启示：中国如何培养公募基金巨头

中国公募基金作为资产管理细分领域，对内面临银行理财子公司、券商资管等竞争，作为金融开放的前沿阵地，对外面临海外基金巨头抢占市场。行业如何发展，机构如何定位，成为共同面临的问题。贝莱德在美国共同基金发展浪潮下的崛起可以给我国公募基金的发展提供重要借鉴。

3.1 行业启示：三要素培育公募基金成长环境

一是引导长期资金入市，促进资本市场健康发展。

一方面我国市场长期投资者不足，我国资本市场中投资者结构以个人投资者为主，长期资金较缺乏，资金主要来自于个人投资者银行储蓄的转化，有短期化、散户化特征。另一方面机构行为散户化，我国大多公募基金产品设置跟随短期行情波动，不按自身特点发展长期优势业务，同类产品扎堆发行，一定程度上加大股票市场波动，助涨助跌，与价值投资的健

康发展背道而驰。

建议引导以

养老金等为代表的长期

资金入市，促进资本市场健康发展。

参考美国经验，应大力推进养老补充体系建设，加快拓展社保基金、养老金、企业年金、教育基金、慈善基金、遗产信托、家族信托等机构的长期资金入股市。

二是丰富资本

市场工具，提高市场有效性

，推动被动投资ETF扩容。

美国经验表明，指数基金、ETF是成熟有效资本市场的重要投资工具。目前，我国由于资本市场有效性不足，超越指数的alpha长期存在，主动基金在一定时间内可以获得超额收益。截至2019年末，我国ETF资产管理规模为1.2万亿元，占公募产品资产净值的比重为7.3%，相比于美国ETF在公募基金中15.8%比重，潜力巨大。未来随着资本市场制度的不断完善，资本市场有效性提升，ETF作为居民财富配置的重要一环，将迎来高速发展。

三是推动基金收费模式向买方投顾转型。

我国公募基金的销售服务费相当于美国的12b-1费用，当前仍有约1/3的公募基金收取该费用，费率0.01%-1.5%/年。卖方代理模式下，基金公司依赖银行、券商和第三方平台代销，基金公司向销售渠道支付的高额销售费用，销售渠道难以站在中立立场上向客户推销合适产品，基金销售成本居高不下。2019年10月，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，试水基金投资顾问业务。买方投顾模式下，客户分别向基金公司和投顾机构支付管理费和投顾服务费，有效降低基金公司对渠道揽客的依赖，基金公司则以提供产品和服务为单一目标，有利于行业的健康发展。

3.2 公募基金发展启示

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。否则由此造成的一切不良后果及其法律责任由引用、刊发者