

2026全球资产管理中心 评价指数报告



中欧陆家嘴国际金融研究院

2026年9月15日

中欧陆家嘴国际金融研究院简介

中欧陆家嘴国际金融研究院（以下简称“研究院”）是在上海市政府支持下，由中欧国际工商学院与上海陆家嘴（集团）有限公司于 2007 年共同发起设立。研究院定位为开放、国际化的学术交流平台，依托上海作为国际金融中心的有利条件，积极研讨新发展格局下金融开放与服务业发展的机遇与路径，致力于为金融市场、金融监管部门及广大金融投资者、消费者提供一流的研究、咨询和培训服务，成为建设上海国际金融中心和推动金融机构、企业实施“走出去”战略的思想库和智囊团。

内设于研究院的中欧国际工商学院欧洲经济研究所（以下简称“研究所”），由中欧国际工商学院与中国-中东欧基金联合发起成立。作为上海市首批区域国别研究中心建设试点单位，研究所聚焦欧洲，围绕宏观经济、贸易投资等重点领域开展系统研究与分析，为中国企业投资欧洲市场提供专业研究支持与决策咨询服务。

以研究院为基础，中欧国际工商学院发起设立了“中欧陆家嘴金融 50 人论坛（CLF50）”，汇聚逾百位活跃于经济金融领域的专家学者，旨在打造上海及长三角地区具有广泛影响力的论坛品牌。



更多信息请扫码关注微信公众号

目 录

概 要	1
总报告	5
第一章 2026 年全球资产管理中心综合排名与格局变化	6
第一节 综合排名	7
第二节 分项排名	13
第三节 格局特点	22
第二章 全球资产管理中心核心竞争力分解	25
第一节 资金来源：长期资本和跨境资金正在拉大资管中心差异	26
第二节 底层资产：资本市场深度是决定因素	30
第三节 资管机构：行业集中度提高使总部经济价值进一步上升	35
第四节 资管产品与业务：ETF 加速扩张	39
第五节 资管科技：AI 创新资源丰富	46
第六节 税收与人才环境是慢变量	53
第三章 制度型开放：全球格局与上海进展	55
第一节 制度型开放评价的提出背景与现实意义	56
第二节 评价框架、指标内涵与赋值方法	57
第三节 2026 年全球制度型开放格局与类别	62
第四节 上海制度型开放的阶段与现状	65

分报告	70
专题一 AI 在资管行业的技术应用及相关风险防范	71
第一节 AI 在投资组合管理中的应用概况	72
第二节 AI 增强型基金的 Alpha 来源：行业配置还是证券选择	74
第三节 AI 赋能资产管理存在的风险与挑战	79
第四节 全球资管领域的 AI 风险防范与监管	81
专题二 全球头部资产管理机构的资产配置与产品战略	86
第一节 全球前十大资管机构 AuM 演进阶段	87
第二节 头部资管机构发展策略与扩张路径	91
第三节 全球头部资管机构资产配置变化及其影响因素	99
专题三 2026 年全球资产配置与 2027 年展望	106
第一节 全球增量资金竞争激烈	107
第二节 美债供给与 AI 投资影响真实利率	108
第三节 人民币资产的国际配置价值	110
第四节 全球资产和全球资产管理的竞争阶段	112

概 要

2026 年，全球资产管理行业处于宏观环境、技术范式和市场结构同步调整的关键阶段。一方面，全球经济延续中低速增长，国际货币基金组织预计 2026 年全球经济增长约 3.0%，通胀水平约为 4.7%，能源价格波动、地缘政治冲突和贸易政策不确定性继续影响跨境资本流动；另一方面，人工智能投资扩张、主要经济体利率周期分化以及新兴市场资本回流，正在推动全球资产重新定价。资产管理机构更加重视市场流动性、风险对冲能力、长期资金稳定性和跨境配置便利度，全球资管中心之间的竞争也由主要比拼金融资产规模，转向资金、市场、机构、产品、科技、人才和制度环境相互支撑的综合优势竞争。

在此背景下，本报告对全球资产管理中心评价体系进行优化梳理，形成了由资金来源、底层资产、资管机构、资管产品与业务、资管科技、税收与人才环境、成长性和制度型开放八个一级指标构成的评价框架，下设 30 个二级指标和 65 个三级指标，对全球主要资管中心进行综合评价。与往年相比，本年度的重要调整是将“制度型开放”单列为一级指标，重点考察市场准入及国民待遇、跨境资金流动、跨境产品通行、风险管理工具、托管结算安排、数据跨境规则以及监管合作等内容，考量的是国际资管机构能否在一个城市长期、稳定、可预期地开展业务。因此，本报告既关注一个城市已经形成的资金、资产、机构和产品规模，也关注支撑跨境资管业务持续运行的制度条件，从而更完整地评价全球资管中心的资源配置能力。

综合评价结果显示，纽约以 93.62 分继续位居全球第一。虽然其得分较 2025 年下降 4.29 分，但在长期资金、股票和债券市场、头部资管机构、基金产品以及资管科技等领域仍保持全链条优势。伦敦以 88.04 分升至第二，较上年提高 3.46 分和 1 个位次，显示其全球机构网络、跨境资产配置以及债券、外汇和衍生品交易功能仍具有较强韧性。上海以 87.05 分升至第三，较上年提高 2.83 分和 2 个位次，首次进入全球前三，并成为亚洲排名最高的资产管理中心。

全球资管中心的头部竞争开始由欧美城市内部较量，转向纽约领先、伦敦保持国际枢纽优势、上海加快进入第一梯队的新格局。

第 4 至第 10 位的竞争更为激烈。多伦多以 86.08 分由第七升至第四，是本年度表现最突出的上升城市之一；巴黎以 85.35 分位列第五，波士顿以 85.03 分位列第六，法兰克福以 84.96 分升至第七，东京以 84.93 分由第十一升至第八，芝加哥以 84.51 分位列第九，北京以 83.38 分由第十六升至第十。其中，北京上升 6 个位次，为样本城市中升幅最大者；多伦多和东京各上升 3 个位次。香港以 83.25 分降至第十一，新加坡以 81.18 分降至第十四，两地的分数变化明显小于位次变化，说明其国际化、税收和跨境平台功能仍然存在，但在全球中间梯队竞争加剧的情况下，本地底层资产容量和全球总部机构规模不足的约束更加突出。

从整体格局看，全球资管中心正在形成三类具有代表性的竞争模式。第一类是以纽约为代表的超级综合型中心，依靠全球资本、超大规模市场、头部机构和科技产业形成相互强化的循环。第二类是以伦敦、巴黎、法兰克福、卢森堡和都柏林为代表的跨境网络型中心，依托统一或高度衔接的基金规则、跨境产品护照及专业服务体系，形成机构管理、基金注册和全球销售的区域网络。第三类是以上海为代表的大型市场成长型中心，首先依托本土资本市场和资金基础形成规模优势，并逐步向资管产品、机构集聚、科技应用和国际业务延伸。全球资管格局并非简单表现为“东升西降”，而是美国保持资本和科技定价优势、欧洲保持制度与产品平台优势、中国依托大型市场和较快增长持续缩小差距的多中心分工体系。

上海进入全球前三具有明显的中长期积累特征。2021-2026 年，上海排名由第八升至第三，得分由 83.70 分提高至 87.05 分。亚洲地区逐步转向上海领跑、东京保持成熟市场优势、香港和新加坡继续发挥跨境平台功能的新格局。

上海排名提升首先来自底层资产持续扩容。2026 年，上海底层资产排名全球第二，仅次于纽约。2025-2026 年，上海股票市场市值由 7.62 万亿美元增至 10.12 万亿美元，债券市场余额由约 25 万亿美元增至 28.74 万亿美元，上市债券数量由 33207 只增至 36628 只。股票、债券、期货期权和 ETF 共同构成较为完整的人民币资产体系，为指数基金、量化策略、衍生品投资和全球资产配置

提供了更大容量。

其次，上海正在加快把底层市场转化为资管产品。上海资管产品与业务排名升至第七，开放式基金净资产由约 1.21 万亿美元增至 1.64 万亿美元，增长 35.5%；12 个月净销售由约 313 亿美元净流出转为 1525 亿美元净流入。ETF 净资产由 1619 亿美元增至 2198 亿美元，增长 35.8%，产品数量由 607 只增至 840 只。2025 年末沪市 ETF 规模达到 4.2 万亿元人民币，同比增长 55%，中长期资金持有规模增长约 65%，显示 ETF 正在成为长期资金进入资本市场的重要载体。

再则，科技能力和增长动能对上海排名形成支撑。上海资管科技排名第五，与北京共同进入全球前列，反映中国在数据基础设施、人工智能、智能投顾和金融科技应用方面已具备较强基础；上海成长性排名第二，仅次于北京，而且这一增长建立在较大的市场存量之上，并非低基数效应。此外，上海制度型开放得分由 2021 年的 65 分提高至 2026 年的 82.5 分，累计上升 17.5 分。近两年的改善主要来自跨境基金与 ETF 产品通行、资金账户安排、风险管理工具以及资管数据跨境规则的完善。

但上海仍存在较明显的结构性短板。其资管机构排名第十，税收与人才环境排名第十三，与底层资产第二、成长性第二和资管科技第五形成较大落差。上海当地前五大资管机构管理规模虽然由 2.19 万亿美元增至 2.59 万亿美元，全球前 50 家资管机构总部数量由 1 家增至 2 家，但与纽约、伦敦和波士顿相比，全球总部、投资决策中心和国际配置团队仍然不足。未来上海能否进一步提升排名，关键在扩大人民币资产规模的同时，促使全球机构更加便利地进入、交易、对冲和汇兑人民币资产，并以上海为基地持续开展中国及亚洲资产管理业务。

在分报告中，专题一分析人工智能在资产管理行业的应用及风险。人工智能正在进入投资研究、组合构建、交易执行、风险控制和运营管理全过程，人机协同的 AI 增强型基金现阶段更有可能形成相对稳定的超额收益，但模型偏差、数据质量、策略趋同和市场共振风险也随之上升。未来需要在鼓励技术创新的同时，提高算法透明度、模型可解释性和机构治理能力。

专题二研究全球头部资产管理机构的资产配置与产品战略。2015 年至 2026 年一季度，全球前十大资管机构管理资产由约 19 万亿美元增至 55 万亿美元，

年均复合增速约 10.2%。贝莱德和先锋的领先优势进一步扩大，被动投资、ETF、另类资产、技术平台和全球化并购成为头部机构扩张的主要驱动力。行业竞争正在由单一产品能力转向资产配置、科技平台、私人市场能力和全球服务网络的综合竞争。

专题三讨论 2026 年全球资产配置变化及 2027 年展望。2026 年一季度，全球行业新增收入仍主要来自市场上涨，持续新增资金的竞争进一步加剧。展望 2027 年，全球配置将由传统股债组合和单一美元资产，逐步转向多资产、多货币和多区域布局。对上海而言，最终目标是把人民币资产规模优势转化为全球机构可持续配置的制度能力、产品能力和风险管理能力。



总报告



第一章

2026 年全球资产管理中心综合排名与格局变化

本章核心结论 2026 年，全球资产管理中心竞争格局进入新的调整阶段。与 2021—2025 年主要由资产规模、机构集聚带动的竞争相比，2026 年呈现出更加鲜明的制度性特征：一方面，全球资本仍在向少数具有深厚资本市场、头部机构和科技产业基础的核心城市集中，美国特别是纽约的综合优势进一步强化；另一方面，以中国为代表的新兴资产管理市场正在通过资本市场扩容、指数化投资发展和金融开放提升其全球资源配置能力，上海的综合排名继续上升。

总体上看，全球资管中心的核心城市群保持稳定，但头部差距有所收敛，中间梯队重新排序加快，上海、多伦多、北京等城市上升，而香港、新加坡、卢森堡等平台型中心排名相对承压。

第一节 综合排名

一、纽约、伦敦韧性突出，上海首进全球前三

2026 年全球资产管理中心综合评价结果显示，纽约继续位居第一，综合得分为 93.62 分，伦敦以 88.04 分排名第二，上海以 87.05 分升至第三。其后依次为多伦多、巴黎、波士顿、法兰克福、东京、芝加哥和北京，构成 2026 年全球资产管理中心前十位。

表 1-1 全球十大资产管理中心综合排名（2026）

资管中心 城市	2026 年 得分	2026 年 排名	2025 年 得分	2025 年 排名	分数 变化	排名 变化
纽约	93.62	1	97.91	1	-4.29	0
伦敦	88.04	2	84.58	3	3.46	1
上海	87.05	3	84.22	5	2.83	2
多伦多	86.08	4	84	7	2.08	3
巴黎	85.35	5	84.72	2	0.63	-3
波士顿	85.03	6	84.45	4	0.58	-2
法兰克福	84.96	7	83.81	8	1.15	1
东京	84.93	8	82.23	11	2.7	3
芝加哥	84.51	9	84.2	6	0.31	-3
北京	83.38	10	81.45	16	1.93	6

数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

从 2021—2026 年六年排名变化看，纽约是唯一始终保持首位的城市，虽然差距有所缩窄，但 2026 年仍明显领先于其他资管中心。其优势已经从传统意义上的资本市场规模优势，进一步演化为资金、市场、机构、产品和科技相互强化的综合优势。

从全球资本配置趋势看，这一结果具有较强的现实基础。欧央行的研究显

示^①，过去十年欧元区投资者持有的美国股票规模增长约四倍，明显快于其整体股票持仓增长；投资基金已经成为欧元区持有美国股票最重要的金融中介。近年来美国宏观经济因素，尤其是人工智能驱动的投资扩张，是欧洲资金流向美国股票市场的重要驱动力。因此，纽约领先并不仅仅意味着美国本土资管规模较大，更说明全球资产配置仍然具有明显的通过纽约机构投资美国资产的特征。

伦敦 2026 年重新升至第二位。回顾六年排名，伦敦 2021 年和 2022 年均排名第二，2023 年和 2025 年降至第三，2024 年重新回到第二，再次降至第三，2026 年又回到第二。从长期趋势看，伦敦难以挑战纽约的绝对领先优势，但其作为全球资管中心的稳定性依然明显高于多数欧洲大陆城市。伦敦的核心支撑来自两个方面：其一，头部资产管理机构和全球化经营网络仍高度集聚；其二，底层资产供给和全球资产配置能力较强。

表 1-2 全球资管中心前三位历史分布（2021-2026）

年份	第 1 名城市	第 1 名分数	第 2 名城市	第 2 名分数	第 3 名城市	第 3 名分数
2021	纽约	96.70	伦敦	89.20	波士顿	87.10
2022	纽约	97.20	伦敦	87.30	波士顿	86.60
2023	纽约	96.02	巴黎	84.95	伦敦	84.38
2024	纽约	95.53	伦敦	86.04	芝加哥	85.96
2025	纽约	97.91	巴黎	84.72	伦敦	84.58
2026	纽约	93.62	伦敦	88.04	上海	87.05

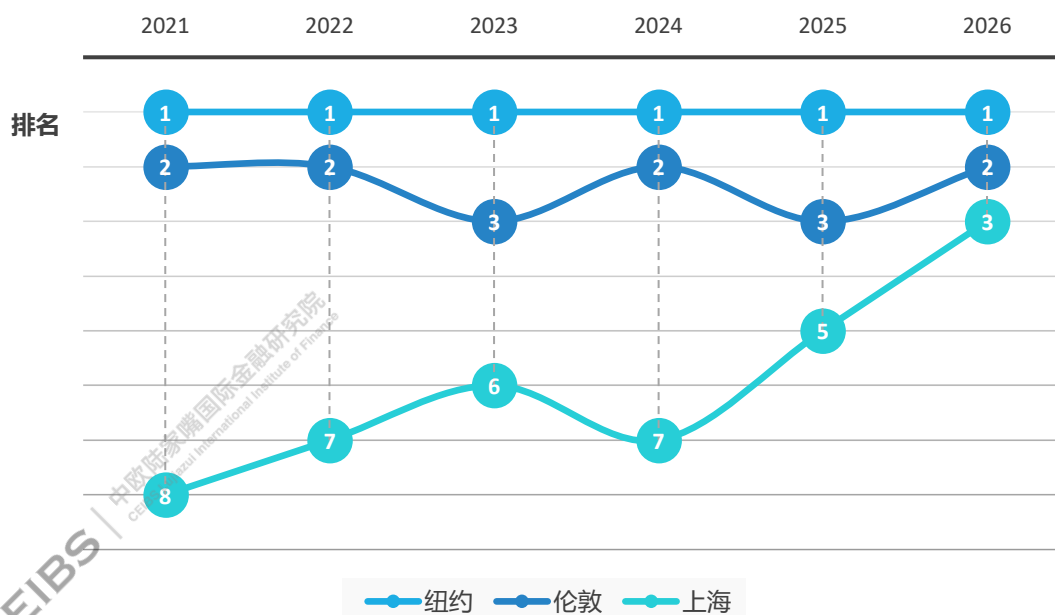
数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

2026 年最值得关注的排名变化是上海。上海近年来总体呈现清晰的阶梯式上升趋势。2021—2023 年上海连续从第八升到第六，2024 年短暂回落至第七，2025 年升至第五，2026 年进一步升至第三。换言之，上海进入前三具有明显的中长期累积特征。同时，这也是一个标志性变化，2021—2025 年前三名全部由欧美城市占据，2026 年首次出现亚洲城市。从全球格局角度看，全球资管中心的顶层格局由过去较为明显的欧美城市内部竞争，开始出现亚洲大型金融中心的

^① https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/focus/2026/html/ecb.fsrbox202605_04~fd7b91dd22.ga.html

进入全球最高梯队的新变化。

图 1-1 纽约、伦敦、上海三大资管中心历史排名 (2021-2026)



数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

上海排名提升并不是由单一指标推动。首先，2026 年上海底层资产排名第二，仅次于纽约，较 2025 年的第三进一步提升。股票、债券、期货衍生品以及不断扩展的 ETF 市场共同形成了较为完整的可投资资产体系。2026 年上半年沪市 2318 家上市公司实现营业收入 26.22 万亿元，同比增长 6.3%；净利润 2.82 万亿元，同比增长 17.6%，利润增速达到 2022 年以来较高水平。到 2026 年 8 月底，科创板 ETF 规模已经超过 3640 亿元，同比增长约 20%^①。虽然后者已超出本指数部分数据的统计截止时间，但其所反映的趋势与 2026 年上海底层资产和资管业务排名提升方向是一致的。

其次，上海资管科技继续保持全球第一梯队，既反映出其金融科技基础、数字化能力和资管机构技术投入的持续积累，也折射出全球人工智能竞争加快向金融高价值应用场景延伸的新趋势。当前，人工智能竞争正在由基础模型、算力和芯片等底层能力，逐步扩展至投研、交易、风控、运营和客户服务等金

^① 上海证券交易所 2026 年 8 月 30 日发布《动能向新，结构向优，业绩向好——沪市公司 2026 年半年报业绩综述》，https://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20260830_10830362.shtml

融业务环节。美国凭借领先的基础模型、云计算平台、半导体产业以及大型资管机构的全球化业务网络，在智能投研、量化交易和风险管理等领域仍具有明显先发优势；中国则依托超大规模金融市场、丰富的金融应用场景和较快的技术扩散速度，在人工智能金融应用端形成了较强的追赶能力。上海同时集聚全国性金融市场、头部金融机构、科技企业和高端人才，为人工智能在资产配置、证券研究、交易执行、风险识别和后台运营等资管全流程中的应用提供了较完整的生态条件。因此，上海资管科技竞争力的提升并非单纯体现为技术企业或研发投入增加，更重要的是技术能力向资管业务生产率和风险管理能力的转化。

第三，上海的成长性指标进一步由 2025 年的第三升至第二。上海在股票市值、债券市场、ETF、另类资产以及资管科技等多个增量指标中保持较高增长，ETF 快速扩张、跨境产品增加以及衍生品市场完善，使底层资本市场规模开始更充分地转化为资管业务。这个变化非常重要。过去上海国际金融中心建设的一个突出特征是“市场大于机构、资产大于管理”，即资本市场规模较大，但全球头部资管机构和国际资管业务的集聚程度没有完全匹配。2026 年的变化意味着这一差距开始缩小。

第四，2026 年陆家嘴论坛释放出的政策方向与制度型开放高度对应。中国证监会提出研究推进人民币外汇期货试点、优化 QFII 制度、支持 QFII 参与境内国债期货、支持外资新设独资或合资证券投资基金期货机构，并推动股债融资、机构发展和离岸金融等重大改革开放措施在上海先行先试。这些改革的作用不是简单增加金融产品数量，而是逐步解决上海从大市场向全球资产配置中心转型所面临的制度连接和风险管理工具不足问题。

二、二三梯队重组，多伦多上升最为突出

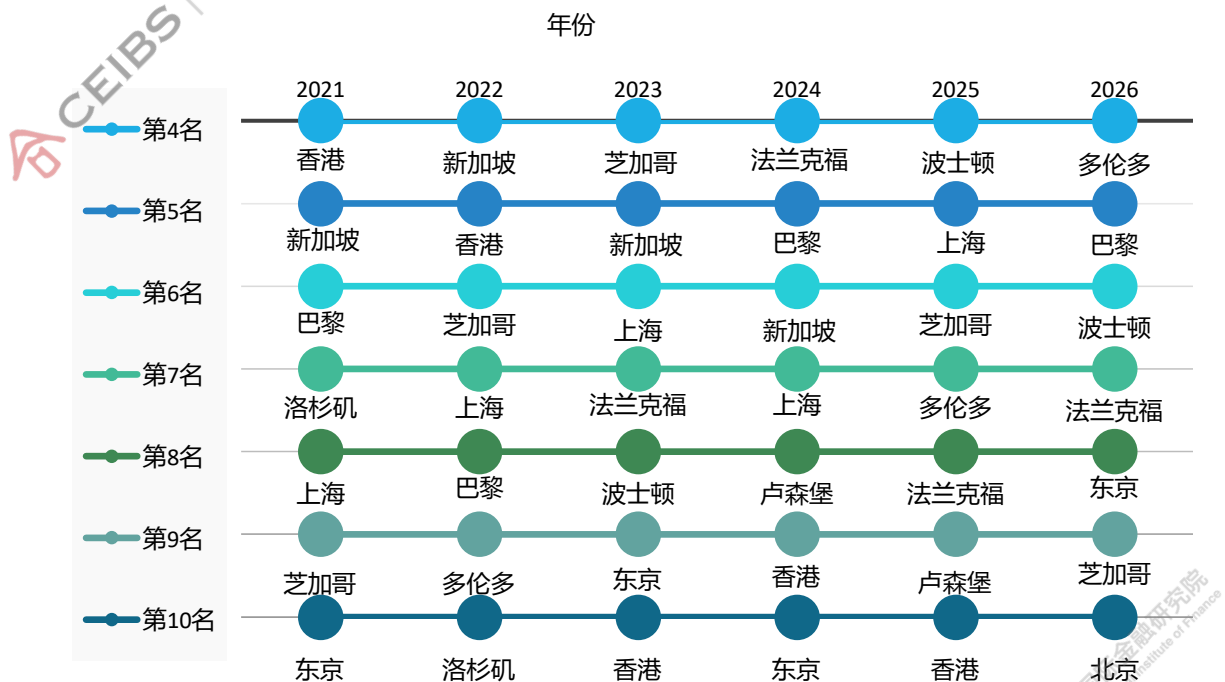
全球资管中心第 4—10 名是竞争最激烈的区域。2026 年综合排名变化中另一个值得注意的城市是多伦多。多伦多在 2025 年位列第七，2026 年进一步升至第四，近两年提升迅速。多伦多临近美国市场，大型银行、养老金、保险资金和资管机构构成了相对完整的长期资本生态，在波动加剧的宏观环境中，大型养老基金和保险资金对私人市场、基础设施和另类资产投资具有更强的稳定作用。其排名的上升，反映出全球资管行业从单纯依赖公开市场向公开市场与私人市场并重发展的结构变化。

巴黎则由 2025 年的第二下降至 2026 年的第五。巴黎的优势主要集中于欧洲制度体系、开放程度和大型资管机构，而其科技及部分产品业务指标相对下降，使综合排名有所回落。波士顿从 2025 年的第四降至第六，虽然拥有全球顶级资产管理机构，但单纯依赖机构集聚形成的优势受到一定削弱。

法兰克福则是明确的结构性的上升城市，2024 一度升至第四，2026 仍保持第七。与多伦多相比，法兰克福的上升更早发生，而且 2023 以后已经形成相对稳定的前十位置，可以视为欧洲大陆资管中心竞争力提升的代表。

东京则长期稳定在第 8—11 名附近。2026 从第 11 升至第 8，重新进入 Top10，体现了成熟大型金融中心的低波动特征。

图 1-2 全球资管中心二三梯队历史变化 (2021-2026)



数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

三、亚洲分化：中国内地中心上升，新加坡和香港相对后移

从六年排名看，亚洲在全球资管中心前十中的数量较为稳定。2021—2024 年，进入前十的亚洲城市均为 4 个；2025 年下降为 2 个（上海第 5、香港第 10）；2026 年又回升至 3 个（上海第 3、东京第 8、北京第 10），香港则降至第 11。由

总体上，亚洲经历了明显的内部重组，头部城市构成和梯队位置发生了变化。2021 年亚洲城市的领先者是香港（第 4）和新加坡（第 5），当时上海第 8、东京第 10，呈现出典型的平台型国际金融中心领先、本土市场型中心跟随的格局。到 2026 年，上海升至第 3，成为亚洲排名最高的城市；东京升至第 8；北京进入第 10。也就是说，亚洲内部的领先结构已由香港-新加坡双平台主导，转向上海领跑、香港和新加坡相对承压的新格局。

表 1-3 亚洲资管中心排名历史分布（2021-2026）

年份	当年亚洲地区全球排名前十资管中心
2021	上海(8)、香港(4)、新加坡(5)、东京(10)
2022	上海(7)、香港(5)、新加坡(4)
2023	上海(6)、香港(10)、新加坡(5)、东京(9)
2024	上海(7)、香港(9)、新加坡(6)、东京(10)
2025	上海(5)、香港(10)
2026	上海(3)、北京(10)、东京(8)

数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

表 1-4 上海、香港、新加坡历史排名分数比较（2021-2026）

年份	上海排名	上海分数	香港排名	香港分数	新加坡排名	新加坡分数
2021	8	83.70	4	84.70	5	84.60
2022	7	84.80	5	84.90	4	85.00
2023	6	83.42	10	82.87	5	83.47
2024	7	85.08	9	84.82	6	85.21
2025	5	84.22	10	82.45	13	82.03
2026	3	87.05	11	83.25	14	81.18

数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

其中，上海与香港和新加坡相对排名的升降，这一格局的核心。2021 年，香港、新加坡分别以 84.7 分和 84.6 分位列全球第 4 和第 5，上海以 83.7 分位列第 8，三者分差不足 1 分，亚洲头部城市之间的竞争力总体接近。此后，上海排名总体持续上升，由 2021 年第 8 位升至 2026 年第 3 位，2026 年得分达到 87.05 分；同期香港由第 4 位降至第 11 位，新加坡由第 5 位降至第 14 位。值得关注的是，香港和新加坡的排名下降幅度明显大于其分值变化幅度。与 2021 年相比，香港 2026 年得分仅下降 1.45 分，却下降 7 个位次；新加坡得分下降 3.42 分，

排名下降 9 个位次。特别是香港 2026 年得分较 2025 年还由 82.45 分回升至 83.25 分，但排名仍由第 10 位降至第 11 位。这表明，香港、新加坡排名回落并不主要意味着自身资管竞争力出现断崖式下降，而更多体现为全球中间梯队竞争显著加剧以及相对优势的弱化。多伦多、法兰克福、东京、北京等城市排名上升，使原本集中在相近分值区间的城市发生更为明显的位次重新排序。相比之下，上海不仅实现绝对分值提升，而且在资金来源、底层资产、机构集聚、资管科技、成长性等多个维度形成更强的综合支撑，因此表现为分值和排名同步改善。总体而言，上海与香港和新加坡并不是简单的替代关系，更是深层次的功能分化：上海依托超大规模本土资本市场和综合资管产业链向全球第一梯队跃升，香港、新加坡仍保持较强国际化和跨境平台功能，但在全球主要资管中心竞争日益密集的背景下，其平台型优势已不足以维持过去的高排名。

第二节 分项排名

一、资金来源

资金来源排名呈现出较强的国家属性，美国四个样本城市整体处于最前列，伦敦第五，上海和北京并列第六。香港第八，多伦多第九，巴黎第十，形成第二梯队。上海虽然拥有庞大的银行存款、外汇储备、保险资金及主权财富基金等潜在资金来源，但相较美国，长期养老金资产市场化程度和国际资本净流入仍然偏弱，因此尚未转化为更高的资金来源排名。

值得关注的是，香港则主要依靠国际资本流动和财富管理资金形成优势，但受本地长期资金池规模限制，排名低于美国和中国内地主要中心。东京仅列第十一，新加坡第十五，这些城市虽然具有较强的财富管理或基金注册功能，但本地银行、养老金、保险资金和主权资金规模并不足以支撑高位排名。

二、底层资产

底层资产排名最直接反映一个资产管理中心能够提供多大规模、多少类型以及多高流动性的可投资资产。纽约排名第一，上海排名第二，孟买第三，伦敦和东京分别位列第四、第五，显示全球资管底层资产格局正在由过去以欧美

成熟市场为主，逐步演变为美国、中国、印度、日本和英国等大型资本市场共同构成的多极结构。

上海排名第二是其当前国际资管中心竞争力中最突出的优势之一，表明股票、债券、期货期权以及不断扩张的 ETF 基础资产已经使上海进入全球资产供给第一梯队。与之相比，北京仅列第十三，说明虽然北京拥有大量金融机构总部和全国性金融资源，但交易型资本市场并不集中。香港排名第九、新加坡第七，说明亚洲传统国际金融中心的本地证券市场容量不足是个明显短板。美国内部的分化同样明显：纽约第一，而芝加哥仅第十六，波士顿和洛杉矶均列第十七。

卢森堡和都柏林分别第十四和第十五，也属于典型的产品平台强、底层市场弱。因此，底层资产实际上构成全球资管中心竞争力的容量上限，也是上海目前最有可能转化为全球配置优势的领域。下一步的重点并非简单扩大市场规模，而是提高人民币股票、债券和衍生品对于全球机构的可投资性、流动性和风险管理便利度。

三、资管机构

资管机构排名呈现出非常典型的全球总部集聚特征。纽约排名第一，伦敦第二，波士顿第三，东京第四，巴黎第五，法兰克福第六，构成全球头部资产管理机构最密集的第一梯队。与底层资产排名相比，该指标的区域结构明显偏向欧美成熟市场，反映大型资产管理公司总部、全球业务决策中心和国际分支网络仍高度集中于美国和欧洲。

上海排名第十，虽然已经高于洛杉矶、香港、新加坡、北京等城市，但明显落后于其底层资产第二和成长性第二的水平，形成当前上海最典型的结构特征——市场强于机构。香港排名第十二、新加坡第十三，两地虽然拥有大量国际资管机构分支机构，但缺乏全球总部和核心资产配置决策，国际运营平台属性强于全球总部中心属性。

值得注意的是，苏黎世排名第九，表现明显好于其底层资产第十二，说明瑞士依托私人银行和财富管理机构形成了较强机构基础；巴黎和法兰克福同样表现出“机构强于市场”的特征。

对于上海而言，该项排名是未来最需要突破的指标之一。只有进一步增加

全球头部资产管理机构在沪设立地区总部、投资决策中心、产品研发中心和全球配置团队，才能使上海巨大的资本市场规模真正转化为全球资管产业集聚优势。

四、资管产品与业务

资管产品与业务排名体现资金和底层资产能否进一步转化为基金、ETF、另类资产和其他标准化资管产品。纽约继续排名第一，是全球最大的基金产品和资管业务中心。欧洲城市在这一指标上的集体优势尤其突出，卢森堡第二、法兰克福第三、多伦多第四、都柏林第五、巴黎第六，其中卢森堡、都柏林明显高于其底层资产和机构排名，体现典型的跨境基金注册和产品平台功能。

上海排名第七，已经进入第二梯队前列，而且显著高于资管机构第十的排名，说明中国庞大的资本市场正在较快转化为公募基金、ETF和另类资管产品。值得注意的是，北京仅排名第十五，进一步表明上海在中国资管产业中更偏向市场化产品和交易业务中心，而北京更多体现大型金融机构和资金资源集中。

伦敦排名第十，低于其机构第二和底层资产第四，说明伦敦虽然仍然是全球最重要的投资管理决策中心之一，但基金产品注册和跨境发行功能部分被卢森堡、都柏林等欧盟平台分流。

对于上海而言，排名第七说明其产品市场已经形成较强基础，但与纽约和欧洲平台型中心相比，仍主要依赖国内市场。未来提高竞争力的关键是进一步发展跨境ETF、国际基金产品、另类资产和全球资产配置产品，使人民币底层资产能够通过标准化资管工具进入更多全球机构组合。

表 1-5 主要资管中心分项指标排名 (2026)

资金来源		底层资产		资管机构		资管产品与业务		资管科技		税收与人才环境		成长性		制度型开放	
排名	城市	排名	城市	排名	城市	排名	城市	排名	城市	排名	城市	排名	城市	排名	城市
1	波士顿	1	纽约	1	纽约	1	纽约	1	芝加哥	1	香港	1	北京	1	都柏林
1	纽约	2	上海	2	伦敦	2	卢森堡	2	洛杉矶	2	新加坡	2	上海	1	卢森堡
1	芝加哥	3	孟买	3	波士顿	3	法兰克福	3	纽约	3	苏黎世	3	圣保罗	1	法兰克福
1	洛杉矶	4	伦敦	4	东京	4	多伦多	4	波士顿	4	卢森堡	4	多伦多	1	巴黎
5	伦敦	5	东京	5	巴黎	5	都柏林	5	上海	5	法兰克福	5	苏黎世	1	香港
6	北京	6	法兰克福	6	法兰克福	6	巴黎	6	北京	6	纽约	6	伦敦	6	伦敦
6	上海	7	新加坡	7	芝加哥	7	上海	7	伦敦	7	北京	7	巴黎	6	多伦多
8	香港	8	多伦多	8	多伦多	8	圣保罗	8	多伦多	8	芝加哥	8	东京	6	新加坡
9	多伦多	9	香港	9	苏黎世	9	波士顿	9	东京	9	伦敦	9	新加坡	9	苏黎世
10	巴黎	10	巴黎	10	上海	10	伦敦	10	新加坡	10	多伦多	10	香港	10	波士顿
11	东京	11	圣保罗	11	洛杉矶	11	芝加哥	11	法兰克福	11	都柏林	11	法兰克福	10	纽约
12	法兰克福	12	苏黎世	12	香港	12	东京	12	巴黎	12	波士顿	12	孟买	10	芝加哥
13	孟买	13	北京	13	新加坡	13	苏黎世	13	香港	13	上海	13	纽约	10	洛杉矶
14	圣保罗	14	卢森堡	14	卢森堡	14	香港	14	卢森堡	14	圣保罗	14	卢森堡	10	东京
15	新加坡	15	都柏林	15	北京	15	北京	15	苏黎世	15	巴黎	15	都柏林	15	上海

数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

五、资管科技

资管科技是八项指标中区域集中度最高的领域之一，前六位几乎完全由美国和中国城市占据。芝加哥排名第一，洛杉矶第二，纽约第三，波士顿第四，上海第五，北京第六，反映出全球资产管理科技已经形成明显的中美双中心格局。这与人工智能产业本身的地理分布高度一致。2026 年的 AI 投资热潮不仅改变科技产业，还直接改变资产管理行业的数据基础设施、研究、投顾、交易和风险控制模式。IMF 认为，科技投资已经成为 2026 年全球经济中与地缘政治能源冲击相对冲的一股重要力量。

与传统金融中心排名相比，这一结果具有不同含义：芝加哥和洛杉矶虽然在资管机构、产品和底层资产方面并非全球最强，但凭借金融科技、数据基础设施、人工智能产业和技术资本形成了突出优势；纽约则同时兼具金融和科技资源，因此位居第三。上海第五、北京第六说明中国在数据中心、人工智能、大模型、智能投顾、金融专利等领域已经具备较强基础，且科技正在成为中国资管中心缩小与欧美传统金融中心差距的重要增量因素。

相对而言，伦敦第七、多伦多第八、东京第九，与中美头部城市相比已出现一定距离。巴黎第十二、香港第十三、卢森堡第十四、苏黎世第十五、都柏林第十六，则说明欧洲传统基金中心和财富管理中心的制度、产品优势并未自然转化为资管科技优势。新加坡排名第十，虽高于部分欧洲中心，但也未进入全球第一梯队。

六、税收与人才环境

税收与人才环境的排名与市场规模呈现明显错位。香港排名第一，新加坡第二，苏黎世第三，卢森堡第四，法兰克福第五，纽约第六，北京第七，芝加哥第八，显示低税负、高度国际化以及金融专业人才集聚对于全球资管中心具有非常直接的吸引作用。香港和新加坡虽然在底层资产、机构总部和产品规模上并不处于全球最前列，但税制简洁、个人税负较低、国际人才流动便利，使其仍然能够持续吸引全球基金经理、家族办公室和国际资管机构。苏黎世和卢森堡也具有类似特征。

相比之下，上海仅列第十三，是八项指标中排名较低的领域之一，在金融

人才国际化、个人所得税负担以及全球专业服务生态方面仍存在明显约束。上海与香港形成非常鲜明的对比：上海底层资产第二、成长性第二、科技第五，但税收人才第十三；香港则底层资产第九、机构第十二，却凭借税收人才第一和制度开放第一保持国际资管平台竞争力。上海在全球资产管理中心竞争中的主要约束已经越来越集中到软环境领域。资本市场规模可以通过市场发展迅速扩大，金融产品可以通过制度创新不断增加，但高端全球资产管理人才、个人所得税环境以及国际化专业服务生态的改善通常需要更长时间。

七、成长性

成长性排名提供了一个与存量竞争力不同的观察视角：北京和上海包揽前两位，是中国城市在八项指标中最突出的共同优势。圣保罗第三、多伦多第四、苏黎世第五、伦敦第六、巴黎第七、东京第八，说明增长动能更多向新兴市场转移。

与北京相比，上海成长性第二更值得关注，因为其底层资产已经排名第二、产品业务第七，即较高增长发生在较大的市场存量之上，这意味着上海的优势并不只是低基数效应，而是股票、债券、ETF、另类资产和资管机构等多领域同时扩张。北京则更多体现机构、金融资产和市场业务的快速增量。

此外值得关注的是纽约仅排名第十三，波士顿第十六、芝加哥第十七、洛杉矶第十八。美国城市在资金、机构、产品和科技方面处于绝对领先，但在成长性上明显后移，本质上反映超大规模市场的高基数效应。新加坡第九、香港第十、法兰克福第十一、卢森堡第十四，也说明传统平台型中心在存量业务成熟后增长速度趋缓。

纽约代表存量优势，上海代表增量优势，未来全球资管格局是否发生加速变化，关键取决于这些增量优势能否持续转化为机构和国际业务优势。

八、制度型开放

制度型开放是八项指标中区域特征最鲜明的一项。都柏林、卢森堡、法兰克福、巴黎和香港并列第一，伦敦、多伦多和新加坡并列第六，苏黎世第九，波士顿、纽约、芝加哥、洛杉矶和东京并列第十，上海第十五、圣保罗第十六、北京第十七、孟买第十八。欧洲城市整体居前，说明统一基金制度、跨境产品

护照、资本自由流动以及稳定透明的市场准入规则，是欧洲资管中心最核心的竞争优势之一。香港同样并列第一，与其税收人才第一形成协同，这也是香港保持全球跨境资管功能的重要基础。

上海排名第十五，北京第十七，则构成中国城市当前最明显的制度性短板。上海在底层资产、成长性和科技领域已经接近或进入全球第一梯队，但资本项目开放、跨境产品互认、外资机构业务范围、风险管理工具和国际规则衔接仍没有达到欧美及香港水平。

附：2026 年评价指标体系

为更准确地反映全球资产管理中心的功能结构和竞争力变化，2026 年全球资产管理中心指数对原有评价体系进行了重新梳理，形成了资金、资产、机构、产品、人才、科技、成长性与制度环境的“8 个一级指标、30 个二级指标、65 个三级指标”的新体系，直接评价资产管理中心的核心功能。

表 1-6 2026 年全球资产管理中心评价指数指标体系

一级指标	二级指标构成	三级数量	主要评价内容
资金来源	银行与保险资金、养老金、官方长期资金、跨境资金	7	衡量城市背后的本地资金、长期资金和跨境资金基础
底层资产	资产收益、证券供给、市场规模、衍生品市场、市场融资功能	8	衡量可投资资产的收益、规模、丰富度和交易活跃度
资管机构	本地头部机构竞争力、全球资管机构集聚	3	衡量本地机构规模及全球大型机构集聚程度
资管产品与业务	开放式基金、ETF、可持续资管业务、另类资管业务	13	衡量基金产品规模、资金流动和专业化业务能力
税收与人才环境	税收成本、金融人才供给	5	衡量资管机构经营成本和专业人才基础
资管科技	数字基础设施、AI 创新资源、资管技术产出、数字资管应用	6	衡量数字技术、AI 和智能投顾对资管业的支撑能力
成长性	底层资产、资管机构、传统基金、可持续资管和另类资管成长性	17	衡量市场、机构和资管业务的发展速度
制度型开放	机构准入、产品通行、跨境配置、数据与监管协同	10	衡量跨境资管业务所依赖的制度条件

表 1-7 2026 年全球资产管理中心评价指标与数据来源

一级指标	二级指标	三级指标	数据来源
资金来源	银行与保险资金	银行存款	CEIC、各货币当局
		保费规模	Swiss Re Sigma、各地保险监管机构
	养老金	私人养老金规模	OECD Global Pension Statistics
		公共养老基金 PPFs 规模	OECD、Global SWF、各基金年报
	官方长期资金	外汇储备规模	各货币当局、IMF IFS
		主权财富基金 SWFs 规模	Global SWF、SWFI、各主权基金年报
	跨境资金	金融账户平衡	各货币当局、IMF 国际收支数据库
底层资产	资产收益	10 年期国债实际收益率（一年）	Wind、Bloomberg、各国财政部或央行
		主要股指收益率（一年）	Bloomberg、各交易所
	证券供给	上市股票数量	WFE、各交易所
		上市债券数量	
	市场规模	股票市值	BIS、WFE、各交易所及货币当局
		债券市场余额	
		期货期权成交额	WFE、FIA、各交易所
	市场融资功能	IPO 数量	WFE、各交易所
资管机构	本地头部机构竞争力	以当地为总部的前 5 大资管公司 AUM	各资管机构年报、半年报及官网
	全球资管机构集聚	全球前 50 大资管机构在本地的总部数量	全球机构排名、机构官网、监管机构名录
		全球前 50 大资管机构在本地的分支机构数量	机构官网、各地监管当局
资管产品与业务	开放式基金	开放式基金净资产规模	IIFA、各地监管当局、各交易所
		开放式基金净销售额	IIFA、各地监管当局
		开放式基金数量	
	ETF	ETF 净资产规模	IIFA、各交易所、ETF 数据库
		ETF 净销售额	IIFA、各交易所、ETF 数据库
		ETF 数量	各交易所、ETF 数据库

	可持续资管业务	ESG 指数数量	各交易所、指数公司
		ESG ETF 数量	各交易所、基金数据库
		ESG 衍生品数量	各交易所
		ESG 债券数量	各交易所、可持续债券数据库
	另类资管业务	另类资产基金数量	IIFA、各基金业协会、各交易所
		另类资产基金净资产规模	
		另类资产基金净销售额	
税收与人才环境	税收成本	法定企业所得税税率	KPMG、各地税务机关
		资本利得税税率	
		最高个人所得税税率	
	金融人才供给	金融业就业人数	各城市统计局、劳动力调查
		金融业就业人数/非农就业人数	
资管科技	数字基础设施	数据中心数量	Data Center Map
	AI 创新资源	AI 风险投资额	Statista
		AI 大模型数量	Epoch AI
	资管专利	资管专利技术产出	EPO、IMF
		资管专利质量	EPO
	数字资管应用	智能投顾户均 AUM	Statista
成长性	底层资产成长性	上市股票数量增速	WFE、各交易所
		上市债券数量增速	
		股票市值增速	
		债券市场余额增速	
		期货期权成交额增速	
		IPO 数量增速	
	资管机构成长性	以当地为总部的前 5 大资管公司 AUM 增速	根据机构披露数据计算
	传统基金业务成长性	开放式基金净资产规模增速	IIFA、基金业协会
		开放式基金数量增速	

		ETF 净资产规模增速	
		ETF 数量增速	各交易所
	另类资管业务成长性	另类资产基金数量增速	IIFA、基金业协会
		另类资产基金净资产规模增速	
	资管科技成长性	数据中心数量增速	Data Center Map
		资管专利技术产出增速	EPO、IMF
		智能投顾户均规模增速	Statista
制度型开放	机构准入与国民待遇	核心资管牌照及外资持股准入	各法域监管法规、OECD STRI、WTO I-TIP
		机构进入方式与业务国民待遇	
	产品准入与业务通行	跨境基金注册、通行与销售可达性	各地监管机构、区域及双边官方协议
		风险管理工具可获得性	监管规则、央行、交易所及清算机构规则
	跨境配置与金融基础设施	境外资金进入本地资本市场	IMF AREAER、货币当局和证券监管机构
		本地资金开展境外资产配置	
		跨境支付与交易便利度	
		跨境托管、清算与结算连接	央行、CSD、CCP 及市场基础设施官方资料
	数据与监管协同	金融数据跨境流动	数据保护法规、金融监管规则、OECD 相关数据库
		跨境监管合作与风险处置	IOSCO MMoU/EMMoU、监管机构双边协议

第三节 格局特点

今年以来，全球经济增长中枢偏低，IMF 预计 2026 年全球经济增长 3.0%，同时全球通胀升至 4.7%左右，能源冲击和地缘政治因素再度成为全球金融市场的重要变量，资管机构更倾向于配置流动性高、金融基础设施成熟、风险对冲工具充分的市场。全球资管中心正在出现明显的安全资产与流动性溢价，纽约和伦敦因此继续维持优势。在此基础上，全球资管中心排名格局调整呈现如下

几个特点。

一、AI 投资周期推动美国优势从资本市场延伸至资管行业

当前，AI 已从一个科技行业主题转变为影响全球资本流向的重要宏观变量。ECB 研究表明，美国 AI 产业快速发展及相关资本开支扩张，已经成为近年来欧元区投资者增配美国股票特别是科技股的重要宏观驱动因素。^①这种变化对资管中心的影响至少有三方面。一是 AI 龙头公司市值增长扩大美国底层资产规模，提高纽约在全球股票配置中的权重；二是围绕 AI 形成的大规模股权、债券、私人信贷和基础设施融资需求，进一步扩大美国资管业务；三是 AI 技术本身又被大型资管机构用于研究、交易、投顾和风险管理，从而形成“科技企业—资本市场—资管机构—资管科技”的正反馈。因此，纽约、芝加哥、洛杉矶和波士顿同时在资金来源和资管科技领域处于前列，并不是两个独立现象，而是美国科技资本循环在资管行业中的两种表现。

值得注意的是，这种领先同时伴随着估值和集中度风险。美联储 2026 年 5 月《金融稳定报告》^②指出美国股票风险溢价仍明显低于历史平均水平、处于总体较低水平。标普 500 远期市盈率位于历史分布上端，股票风险溢价接近过去 20 年的低位；AI 估值、私人信贷和地缘政治风险也成为市场参与者重点关注的金融稳定风险。因而，纽约的优势具有明显的双重属性：一方面，高估值和科技投资形成强大的资本吸附效应；另一方面，其全球领先程度也越来越依赖高估值资产和科技资本周期的持续性。

二、中国资管中心建设进入第二阶段

中国城市排名变化代表了另一种发展模式。过去几年，上海和北京最大的优势主要来源于中国庞大的银行储蓄、外汇储备以及资本市场规模。但 2026 年的变化显示，竞争优势正在逐渐从单纯的资金和市场规模向产品和机构传导。上海底层资产第二、产品与业务第七、资管科技第五、成长性第二；北京成长性第一。这些指标已经开始形成相互支撑关系。

^① https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/focus/2026/html/ecb.fsrbox202605_04~fd7b91dd22.ga.htm

^② <https://www.federalreserve.gov/publications/2026-may-financial-stability-report-overview.htm>

但中国与美国和欧洲最大的差异仍然在制度型开放和全球资管机构集聚。纽约的市场和机构高度统一，欧洲则依靠统一基金规则将多个国家连接成一个资产管理市场；上海虽然拥有大型金融市场，但国际资本、全球资管机构和跨境产品与这一市场之间的连接仍然存在进一步提升空间。上海未来排名能否继续提高，已经不主要取决于上海证券市场能否继续扩大，而取决于中国庞大的人民币资产能否更加便利地进入全球机构资产配置组合，以及全球机构能否更加便利地以上海为基地管理中国和亚洲资产。

三、全球资管中心三种竞争模式基本成型

综合 2021—2026 年的排名变化，可以看到全球资产管理中心已经逐渐形成三种不同的发展模式。第一种是以纽约为代表的超级综合型资管中心。其特点是全球资本、超大型金融市场、头部资产管理机构和科技产业高度集中，各个因素彼此强化。因此纽约不仅长期保持第一，而且与第二名之间保持明显差距。第二种是以伦敦、巴黎、法兰克福、卢森堡和都柏林为代表的跨境网络型资管中心。这些城市单独来看都难以复制纽约，但通过欧洲资本市场、基金制度和跨境经营形成区域网络，在全球资管产品、机构和制度开放方面具有明显竞争优势。第三种是以上海为代表的本土市场成长型资管中心。其优势首先来自庞大的本土资本市场和资金基础，并逐步向资管产品、科技和国际业务扩散。

2026 年上海升至第三，说明第三种模式已经开始具有全球竞争力。但上海与伦敦、与纽约的差距也说明，从本土市场成长转型为综合型资管中心仍存在两个关键台阶：一个是全球头部资管机构和专业人才的进一步集聚，另一个是人民币资产与全球资产配置体系之间制度化、常态化的连接。

总体来看，2026 年全球资产管理中心格局并没有走向简单的“东升西降”或者“欧美衰退、新兴市场崛起”，而是在形成一种更加复杂的分工体系：美国继续掌握全球资本和科技定价优势，欧洲保持跨境和产品平台优势，中国则依靠庞大的资本市场和较快的科技增长持续缩小差距。

第二章

全球资产管理中心核心竞争力分解

本章核心结论 全球资产管理中心竞争力并非简单取决于资产管理规模，而是资金供给、底层资产、资管机构、产品业务、税收人才和增长动能共同作用的结果。2025—2026 年的三级指标变化显示，在全球资产管理规模整体扩张的同时，不同城市的竞争优势正在进一步分化：纽约依托庞大的长期资本、资本市场和头部机构继续强化全链条优势；伦敦在全球机构管理和跨境资本配置方面保持韧性；卢森堡、都柏林和法兰克福进一步体现欧洲基金产品平台优势；上海则表现出底层资产扩张、资管产品增长和成长性较强的特征，但在全球头部机构集聚以及税收人才环境方面仍存在结构性短板。

第一节 资金来源：长期资本和跨境资金正在拉大资管中心差异

一、银行与保险资金、养老金

资金来源决定资产管理行业可以持续动员的资本规模，但不同类型资金对资管中心的作用并不相同。银行存款提供广义财富基础，保险资金和养老金则期限更长、配置需求更稳定，更容易转化为权益、债券、基金和另类资产投资。因此，评价一个城市的资金来源优势，不能只看居民储蓄规模，还要考察其中有多少资金能够通过保险、养老金和专业资管机构进入资本市场。

从银行存款看，中国具有最明显的总量优势。2025 年 6 月至 2026 年 6 月，以上海代表的中国内地银行存款由 44.69 万亿美元增至 51.06 万亿美元，增长 14.2%，规模约为美国的 2.6 倍。同期，美国银行存款由 18.19 万亿美元增至 19.34 万亿美元，法国由 10.28 万亿美元增至 10.45 万亿美元，德国由 7.18 万亿美元增至 7.26 万亿美元，英国由 4.93 万亿美元增至 5.05 万亿美元。可见，中国金融资产仍较多集中于银行体系，存款规模优势尚未完全转化为资管产品和长期资本优势。

保险资金的结构有所不同。美国保险资金由 2.14 万亿美元增至 2.20 万亿美元，仍居全球首位，但增幅仅为 2.7%；香港由 6378 亿美元增至 8270 亿美元，增长 29.7%；上海所代表的中国保险资金由 6493 亿美元增至 7302 亿美元，增长 12.5%；巴黎由 2754 亿美元增至 3397 亿美元，增长 23.3%；伦敦由 4127 亿美元增至 4649 亿美元，增长 12.6%。香港、巴黎和上海的保险资金增长明显快于美国，说明保险资金正在成为这些城市新增长期资本的重要来源。

养老金体系对资管中心竞争力的影响更为直接。美国私人养老金由 42.90 万亿美元增至 49.40 万亿美元，增长 15.2%，规模远超其他样本经济体；加拿大由 3.54 万亿美元增至 3.85 万亿美元，英国由 2.94 万亿美元增至 3.01 万亿美元，瑞士由 1.50 万亿美元增至 1.82 万亿美元。中国私人养老金与美国、加拿大和英国仍存在巨大差距。由此可见，美国的资金来源优势不仅体现为居民财

富和银行存款规模，更在于庞大储蓄已经通过养老金、保险和基金制度转化为持续进入资本市场的机构资金。中国拥有更大的银行存款池，但提高转化率仍是释放资金来源优势的关键。

图 2-1 银行存款 (202506-202606)

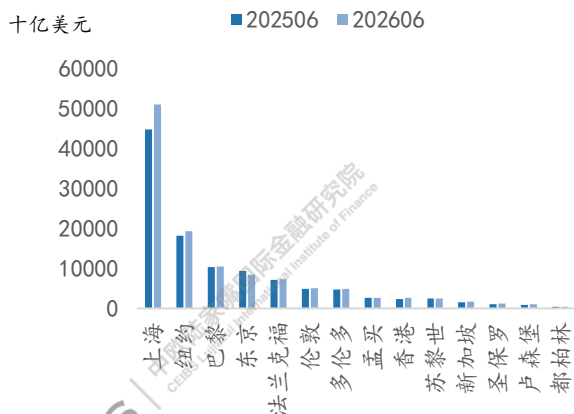
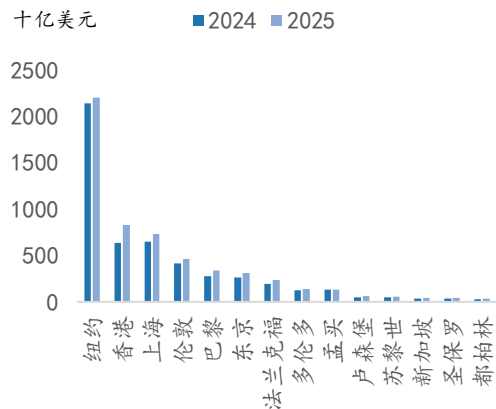


图 2-2 保费余额 (2024-2025)



注：1、该数据为国别/地区数据，为方便对比，以该国/地区的主要资产管理中心代表。
2、圣保罗数据截至 2026 年一季度。

数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

二、官方长期资金

公共养老基金、外汇储备和主权财富基金构成官方长期资金的主要来源。与私人养老金相比，这类资金通常规模较大、投资期限较长，并具有跨周期配置能力，可以为基础设施、私人股权、长期债券和全球资产配置提供稳定资本。不过，官方资金规模并不必然等同于当地资管行业竞争力，关键还取决于资金是否实行市场化、专业化管理，以及是否由当地资管机构承担投资运作。

公共养老基金方面，美国规模由 11.77 万亿美元增至 12.64 万亿美元，继续保持绝对领先；日本由 2.22 万亿美元增至 2.50 万亿美元，加拿大由 1.84 万亿美元增至 2.04 万亿美元，英国由 5960 亿美元增至 7840 亿美元，中国由 5990 亿美元增至 6520 亿美元。美国和加拿大不仅公共养老资金规模较大，而且市场化投资比例较高，对公开市场和另类资产形成持续需求。加拿大养老金广泛配置基础设施、房地产、私人股权和海外资产，是多伦多在长期资本和另类资管领域表现突出的重要原因。

外汇储备和主权财富基金则主要体现亚洲城市的优势。2026 年 6 月，中国

外汇储备达到 3.42 万亿美元，明显高于日本的 1.29 万亿美元、瑞士的 1.09 万亿美元和印度的 6669 亿美元。主权财富基金方面，中国相关资金规模由 2.77 万亿美元增至 3.56 万亿美元，新加坡由 1.14 万亿美元增至 1.26 万亿美元，香港由 5590 亿美元增至 5803 亿美元，美国相关资金约 3780 亿美元。亚洲大型经济体和国际金融中心掌握了较为庞大的官方资金资源，为跨境资产配置和长期投资提供了基础。

但从城市竞争力看，官方资金的作用存在明显差异。新加坡能够通过淡马锡、政府投资公司等市场化机构，将主权资金与本地资管机构、国际投资网络相连接；加拿大公共养老金则直接带动多伦多的另类投资和海外配置业务。中国的外汇储备、主权财富基金和公共养老资金规模更大，但投资决策和管理职能并不全部集中在上海，地方资管机构获得的业务外溢相对有限。因此，上海下一阶段不只是扩大长期资金规模，更需要通过管理人遴选、委托投资、基金产品和服务，把国家层面的官方长期资金优势转化为城市层面的资产管理业务。

图 2-3 外汇储备规模 (202506-202606)

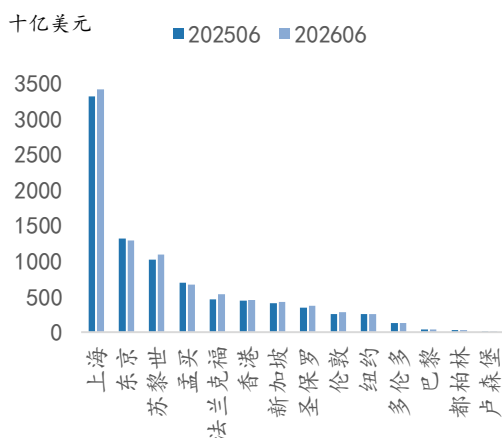
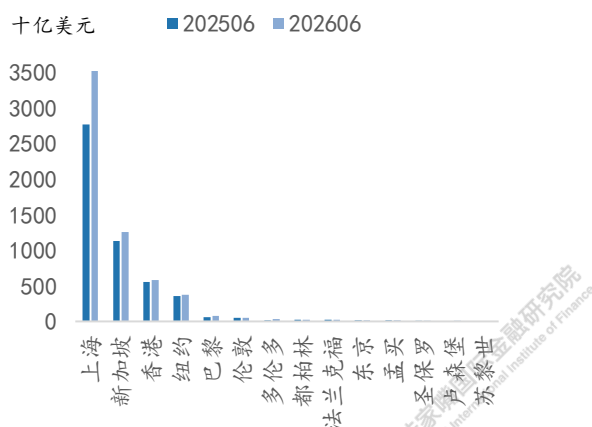


图 2-4 主权财富基金 SWFs 规模 (202506-202606)



注：该数据为国别/地区数据，为方便对比，以该国/地区的主要资产管理中心代表。

数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

三、跨境资金

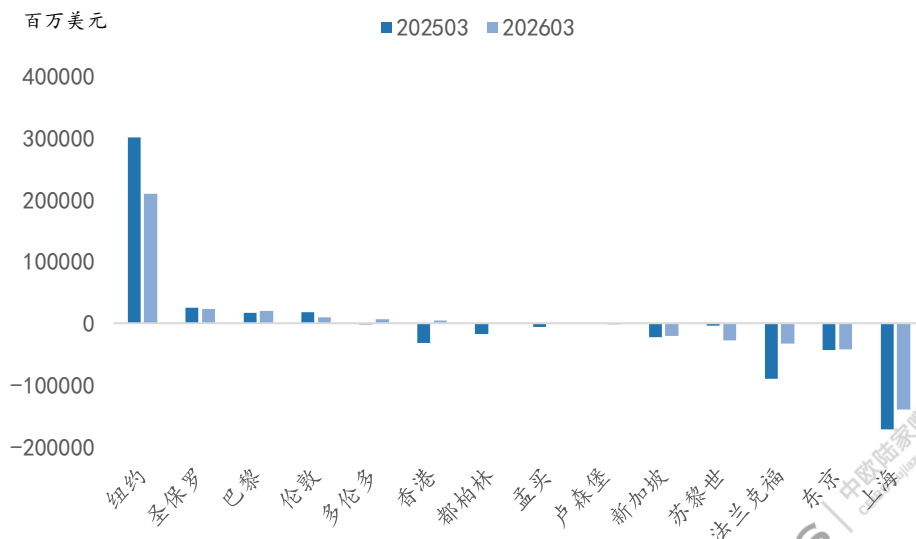
非储备金融账户反映一个经济体通过直接投资、证券投资和其他金融交易吸收或输出国际资本的情况，是衡量资管中心跨境资金吸附能力的重要指标。

与银行存款、养老金等存量指标相比，跨境资金更能反映国际投资者是否愿意持续进入当地市场，以及当地资产能否进入全球配置体系。

2026 年一季度，美国非储备金融账户净流入约 2096 亿美元，虽然低于 2025 年同期的 3009 亿美元，但仍远高于其他样本经济体，表明全球资本继续通过纽约等美国资管中心配置美国股票、债券和基金产品。巴西和法国分别实现约 234 亿美元和 200 亿美元净流入，英国净流入约 95 亿美元。加拿大由 2025 年同期约 14 亿美元净流出转为约 70 亿美元净流入，香港由约 320 亿美元净流出转为约 48 亿美元净流入，显示两地的国际资本吸引力明显改善。

部分欧洲和亚洲经济体的资金流出有所收窄。德国净流出由约 899 亿美元缩小至 332 亿美元，都柏林所代表的爱尔兰由 177 亿美元缩小至 11 亿美元，印度由 55 亿美元缩小至 12 亿美元。中国非储备金融账户由约 1717 亿美元净流出改善至 1401 亿美元净流出，净流出规模减少约 316 亿美元，但与其巨大的银行存款、外汇储备和主权资金相比，跨境资金指标仍然偏弱。日本和新加坡也分别保持约 426 亿美元和 201 亿美元净流出。

图 2-5 非储备金融账户平衡 (202503-202603)



注：该数据为国别/地区数据，为方便对比，以该国/地区的主要资产管理中心代表。

数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

上述变化说明，资金来源竞争已经形成国内长期资金规模和国际资本循环能力”两条不同路径。美国兼具庞大养老金体系和持续国际资本流入，资金来

源结构最为完整；加拿大依靠市场化养老金和跨境投资形成长期资本优势；香港主要依靠国际资本和财富管理资金恢复吸附能力；中国则表现为国内资金存量巨大，但市场化转化和双向跨境配置仍不充分。上海未来需要同时推动长期资金入市和跨境投资便利化，才能把国内储蓄优势真正转化为全球资管中心的资金配置优势。

第二节 底层资产：资本市场深度是决定因素

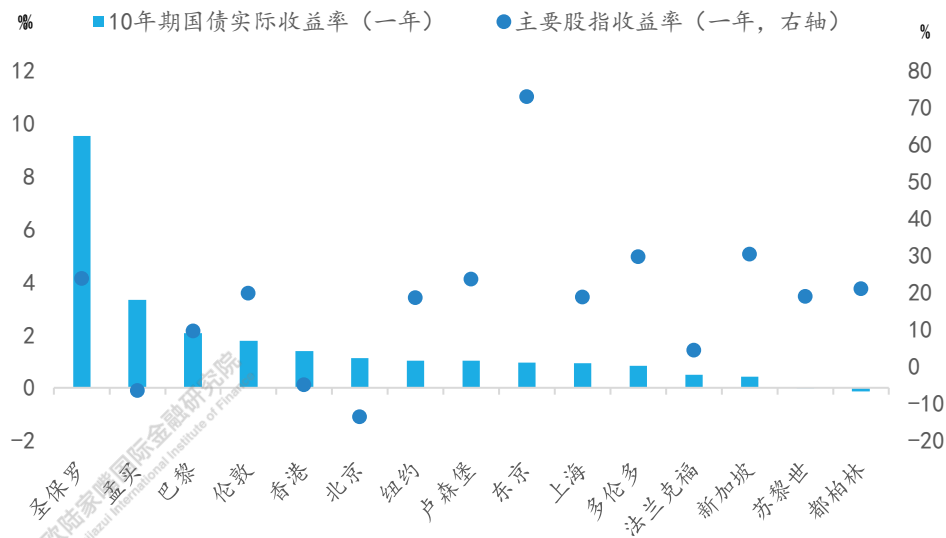
一、资产收益

底层资产的竞争力不仅取决于市场规模，也取决于资产能否提供具有吸引力的风险收益特征。2026 年样本城市的股票和债券收益表现分化明显，说明全球资产配置已不再围绕单一市场展开，而是在经济增长、通胀、利率和估值变化影响下进行区域再平衡。

从长期政府债券收益率看，圣保罗代表的巴西达到 9.52%，孟买代表的印度为 3.33%，明显高于欧美和东亚市场，体现新兴市场较高的名义利率和风险补偿。巴黎、伦敦和香港分别约为 2.07%、1.77%和 1.38%；纽约、东京和上海分别约为 1.04%、0.96%和 0.94%；苏黎世和都柏林则接近零或为负。较高收益率可以提高债券资产对全球投资者的吸引力，但往往也对应更高的通胀、汇率和信用风险，因此不能简单等同于更强的资管中心竞争力。

股票市场表现同样高度分化。部分成熟市场和亚洲市场受估值修复、汇率和产业周期影响，主要股指录得较高收益；伦敦、纽约、上海、多伦多、新加坡和苏黎世均实现正收益。香港主要股指一年期收益率约为-4.95%，孟买约为-6.47%，北京代表的相关市场指标亦为负值。资产收益的阶段变化会影响基金净值、ETF 规模和国际资金流向，但一个成熟资管中心不能只依靠短期市场上涨，还需要通过多资产供给和衍生品市场降低收益波动。综合来看，稳定的股债回报、充足的流动性与完整的风险对冲工具，比单一资产的高收益更能形成持续竞争力。

图 2-6 10 年期国债实际收益率&主要股指一年期收益率 (202506-202606)



数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

二、证券供给

证券数量决定资产管理机构可以选择的投资标的范围，也影响指数编制、基金产品开发和组合分散能力。2026 年全球上市股票供给仍主要集中在大型资本市场。孟买拥有 8635 只上市股票，纽约 5532 只，多伦多 4524 只，东京 3899 只，香港 2748 只，上海 2314 只。这些城市构成全球权益资产供给的主体，但不同市场的变化方向并不一致。

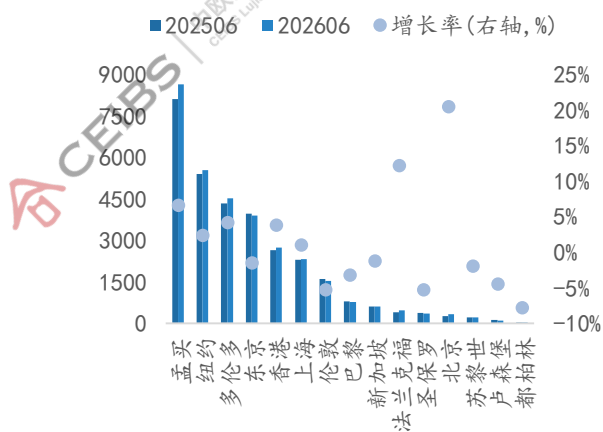
2025 年 6 月至 2026 年 6 月，孟买上市股票增加 539 只，增长 6.7%；纽约增加 134 只，多伦多增加 186 只，香港增加 103 只，上海增加 26 只。北京由 268 只增至 323 只，增长 20.5%，法兰克福由 409 只增至 459 只，增长 12.2%。与此同时，伦敦上市股票由 1614 只降至 1530 只，东京由 3955 只降至 3899 只，巴黎、新加坡、苏黎世、卢森堡和都柏林也有所下降，说明部分成熟市场面临上市公司数量收缩的问题。

IPO 活动则更多反映增量融资功能。2026 年，孟买以 208 家 IPO 居首，纽约 175 家，香港 156 家，东京 100 家，北京 56 家，上海 42 家，新加坡 30 家。香港 IPO 数量由 82 家增至 156 家，北京由 19 家增至 56 家，新加坡由 10 家增至 30 家，修复幅度较大；而孟买由 263 家降至 208 家，纽约由 192 家降至 175

家，东京由 116 家降至 100 家。由此可见，香港的一级市场功能明显恢复，但孟买和纽约虽然 IPO 数量下降，仍保持较大的证券供给存量。

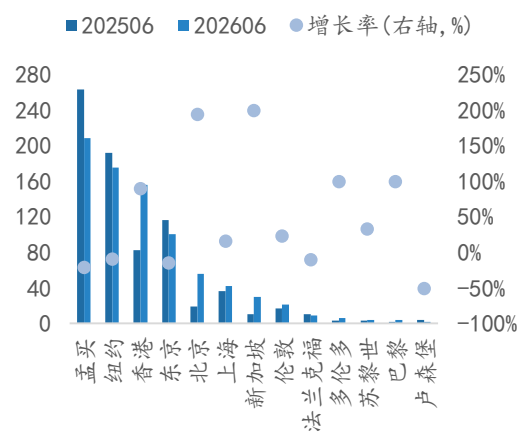
债券品种方面，卢森堡存续上市债券达到 51663 只，伦敦 42899 只，上海 36628 只，法兰克福 35829 只，明显高于其他城市。伦敦上市债券数量增长 47.0%，卢森堡增长 16.1%，上海增长 10.3%，反映跨境债券注册平台和大型本土债券市场两种不同的供给模式。证券供给是否能够转化为资管优势，还取决于流动性、指数覆盖、信息披露和跨境投资便利度。上海已经拥有较丰富的股票和债券供给，下一步重点应从增加数量转向提高可投资性和产品转化效率。

图 2-7 上市股票数量及增长率
(202506-202606)



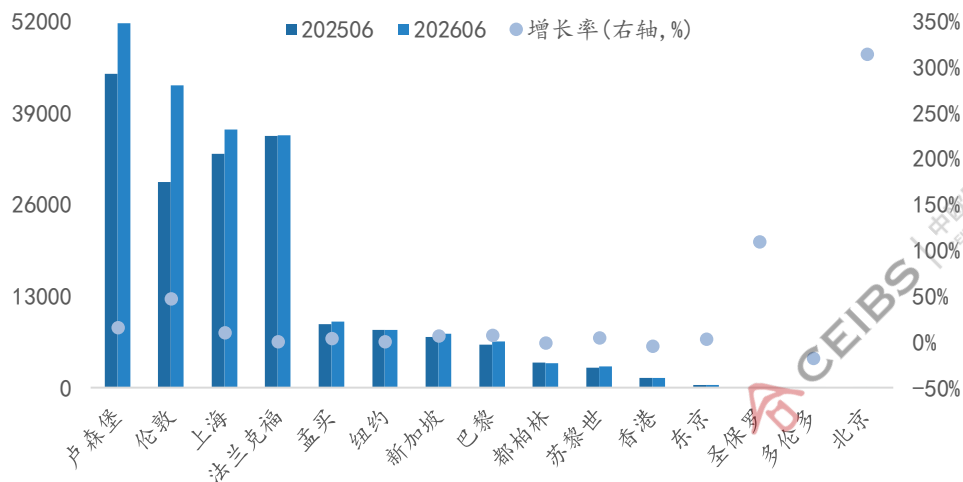
数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

图 2-8 IPO 数量及增长率
(202506-202606)



数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

图 2-9 上市债券数量及增长率 (202506-202606)

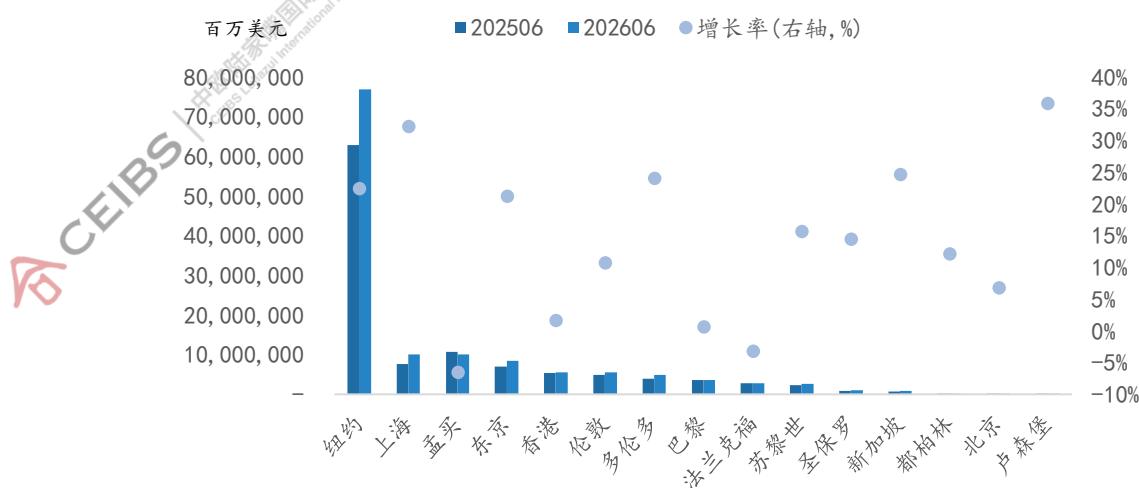


数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

三、市场规模

市场规模决定资管机构能够配置资产的容量上限。2026 年纽约股票市场市值达到 76.87 万亿美元，同比增长 22.4%，继续保持绝对领先；上海由 7.66 万亿美元增至 10.12 万亿美元，增长 32.2%，超过孟买的 10.03 万亿美元，升至第二；东京由 7.03 万亿美元增至 8.52 万亿美元，增长 21.1%；伦敦和多伦多分别增至 5.49 万亿美元和 4.92 万亿美元。孟买股票市值下降 6.6%，法兰克福下降 3.3%，表明上市公司数量较多并不必然对应市值同步增长。

图 2-10 股票市值及增长率 (202506-202606)



数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

债券市场的集中度同样较高。纽约所代表的美国债券余额由 58.16 万亿美元增至 61.18 万亿美元；上海所代表的中国债券余额由 25.05 万亿美元增至 28.74 万亿美元，增长 14.7%；东京达到 10.82 万亿美元，巴黎、伦敦和法兰克福分别达到 7.12 万亿美元、6.88 万亿美元和 5.26 万亿美元。中国股债市场同步扩容，使上海具备发展固收基金、债券 ETF、多资产策略和利率风险管理产品的资产基础。

期货期权市场则形成明显的专业化分工。芝加哥半年成交额约 1610 万亿美元，继续保持全球最大衍生品交易中心地位；伦敦约 511 万亿美元，同比增长 56.1%；孟买约 351 万亿美元；法兰克福约 116 万亿美元。上海约 26.54 万

亿美元，同比下降 27.1%，纽约相关指标下降 39.7%。这一结果表明，股票和债券规模决定资产容量，而衍生品市场决定资产能否进行高效定价、杠杆管理和风险对冲。上海底层资产规模已经进入全球第一梯队，但衍生品品种、跨境参与范围和风险管理便利度仍需进一步提升。

图 2-11 债券市场余额及增长率 (2024-2025)

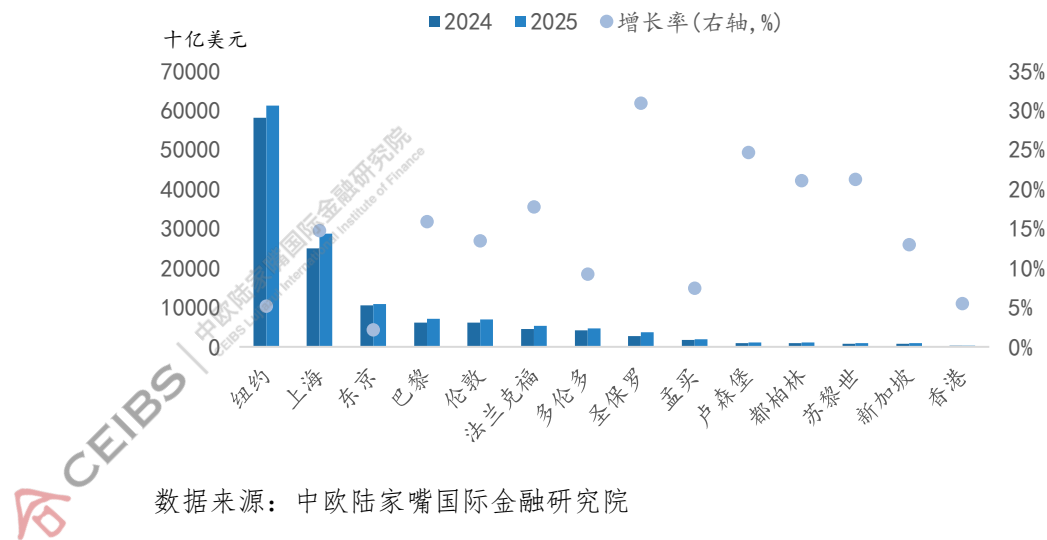
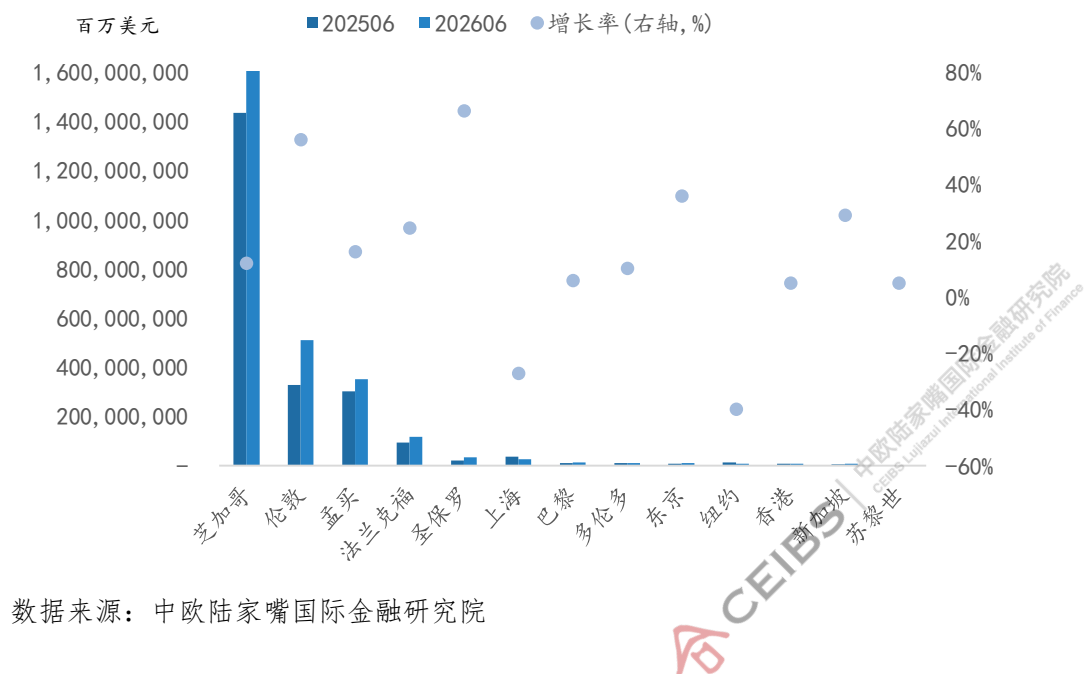


图 2-12 期货期权成交额 (半年) 及增长率 (202506-202606)



第三节 资管机构：行业集中度提高使总部经济价值进一步上升

资管机构是连接资金与资产的核心中介。与一般金融机构数量指标相比，本报告更关注三类变量：当地总部前五大资产管理机构的管理资产规模、全球前 50 资管机构在当地设立的总部数量，以及全球前 50 资管机构在当地设立的分支机构数量。这三个指标分别反映本地龙头机构实力、全球决策中心集聚程度和国际业务网络覆盖能力。

一、本地头部机构竞争力

全球资管机构竞争呈现高度集中的头部结构。纽约前五大机构 AUM 由 23.95 万亿美元增至 27.93 万亿美元，同比增长 16.6%。其中，贝莱德达到 15.3 万亿美元，占纽约前五大机构的 54.8%；摩根大通由 4.35 万亿美元增至 5.14 万亿美元。波士顿前五大机构由 15.18 万亿美元增至 18.42 万亿美元，增长 21.3%，富达和道富分别达到 7.8 万亿美元和 6.28 万亿美元。纽约和波士顿的扩张不仅来自资本市场上涨，也与 ETF、指数投资、养老金管理、托管服务和技术平台的规模经济有关。大型机构一旦形成产品、渠道、数据和风险管理平台，其边际管理成本下降，新增资产会进一步向头部机构集中。

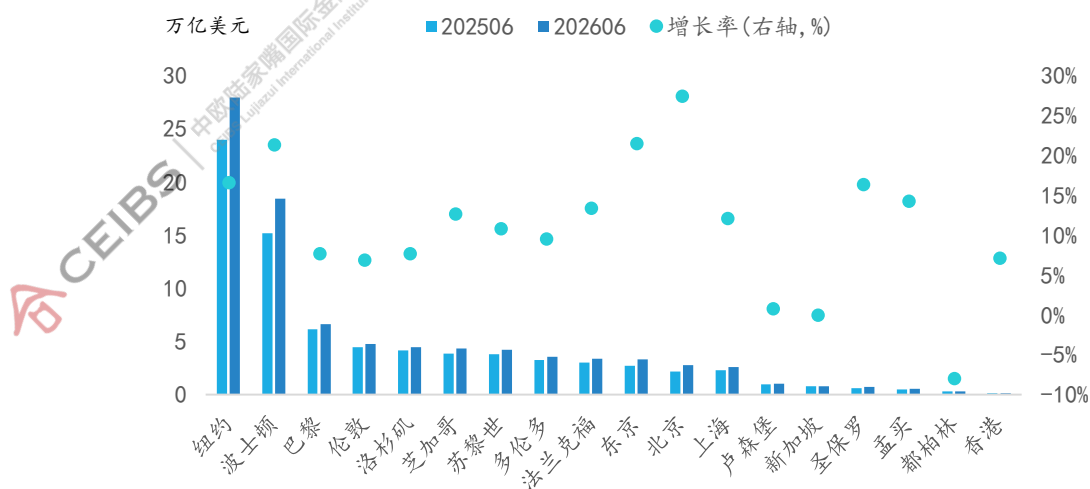
欧洲城市形成了不同于美国的机构发展模式。巴黎前五大机构 AUM 达到 6.62 万亿美元，同比增长 7.7%，阿蒙迪和巴黎银行资管分别为 2.94 万亿美元和 1.82 万亿美元，体现大型银行系资管机构的支撑作用。伦敦达到 4.77 万亿美元，增长 7.0%，但其本地机构规模并不完全体现伦敦的全球影响力，伦敦更重要的功能是承接国际客户委托和跨境投资决策。法兰克福达到 3.40 万亿美元，增长 13.4%，主要由 DWS、Union Investment 及 AllianzGI 等机构推动。苏黎世达到 4.20 万亿美元，瑞银占 53.1%，反映财富管理与机构资管融合的城市模式。

中国城市的头部机构规模增长较快，但与资本市场规模相比仍然偏弱。2026 年北京、上海前五大总部机构 AUM 分别为 18.60 万亿元、17.64 万亿元，分别同比增长 23.5% 和 9.2%。按照原表 2026 年 6.9 元人民币兑 1 美元的换算口

径，北京和上海分别约为 2.70 万亿美元和 2.56 万亿美元，大致位于第十一和第十二位。

这一结果揭示了中国资管中心的一个重要结构性差异：上海底层资产已排名全球第二，但本地前五大资管机构规模仅相当于纽约的 9.2%和波士顿的 13.9%。这说明上海庞大的股票、债券和衍生品市场，尚未完全转化为本地市场化资管机构的管理规模。上海当前仍存在“市场规模大于机构规模、资产供给强于投资管理”的特征。

图 2-13 以当地为总部的前五大资管机构规模及增长率 (202506-202606)



数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

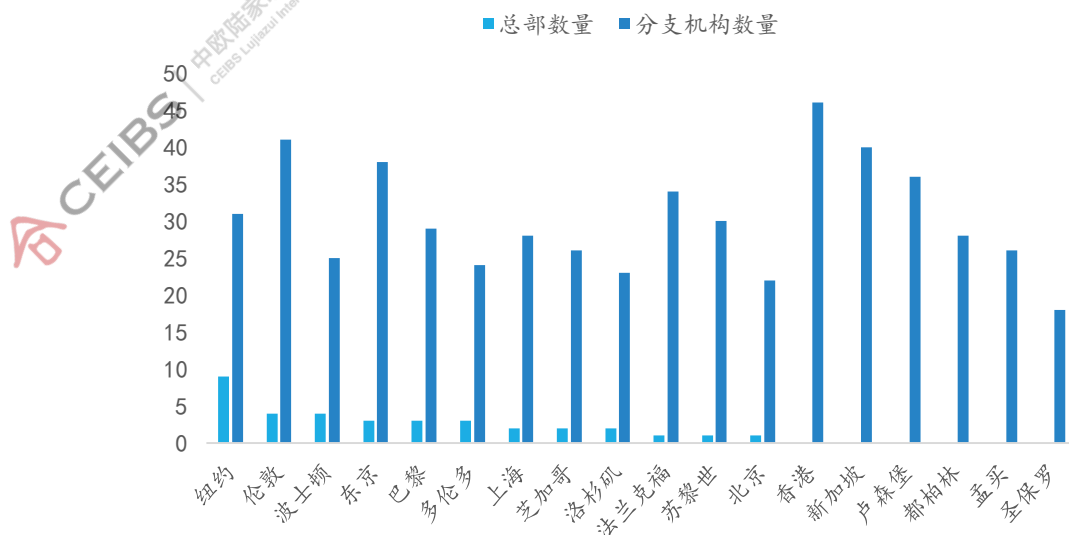
二、全球资管机构集聚

全球前 50 家资管机构的总部与分支机构分布，揭示了两种不同的城市功能。总部数量体现全球战略、资产配置和产品决策能力，分支机构数量则更多反映国际机构的市場覆盖和客户服务网络。图 2-14 显示，纽约拥有 9 家全球前 50 资管机构总部，伦敦和波士顿各 4 家，东京、巴黎和多伦多各 3 家，上海、芝加哥和洛杉矶各 2 家。纽约在总部数量上的优势远高于其他城市，说明全球资管行业的核心决策权仍高度集中于美国。

分支机构分布则呈现不同格局。香港拥有 46 家全球前 50 机构分支，伦敦 41 家，新加坡 40 家，东京 38 家，卢森堡 36 家，法兰克福 34 家，纽约 31 家，苏黎世 30 家，巴黎 29 家，上海和都柏林均为 28 家。香港、新加坡和卢森堡没

有全球前 50 机构总部，却拥有大量分支机构，体现典型的国际业务平台、基金注册地或区域销售中心功能。波士顿拥有 4 家总部但分支机构仅 25 家，则属于专业管理总部高度集中的城市。伦敦全球前 50 机构分支数量由 38 家增加至 41 家，继续体现其全球业务网络优势。英国 Investment Association 最新统计显示^①，英国投资管理行业 2025 年 AUM 达到创纪录的 11.1 万亿英镑，同比增长 11%；其中为海外客户管理的资产增长 15%至 5.9 万亿英镑，占英国管理资产的 53%。这说明伦敦的优势并不完全来自英国本土资金，而在于其仍然承担大量全球投资管理委托。

图 2-14 全球前 50 资管机构在当地的总部及分支机构数量 (202606)



数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

北京和上海不仅在资管规模上存在差异，机构类型和集中度也明显不同。北京 2026 年前五大机构 AUM 为 18.60 万亿元，其中中国人寿资管达到 8.95 万亿元，同比增长 37.7%，占北京前五大机构的 48.1%。华夏基金、工银瑞信、农银理财和工银理财分别为 2.91 万亿元、2.50 万亿元、2.15 万亿元和 2.09 万亿元。北京前五大机构内部 HHI 约为 0.300，高于上海和深圳，说明其增长对中国人寿资管这一单一龙头的依赖较强。北京的优势主要来自中央金融机构总部、保险资金和国有银行理财资源，而非交易型资本市场。

^① <https://www.sifma.org/news/blog/2026-capital-markets-fact-book-key-findings>

表 2-1 全球主要资管中心前五大总部机构集中度 (202606)

排名	城市	最大机构	最大机构 AUM (万亿美元)	Top1 占比	城市机构特征
1	纽约	贝莱德	15.300	54.8%	超级综合型
2	波士顿	富达	7.800	42.3%	专业总部型
3	巴黎	阿蒙迪	2.940	44.4%	欧洲机构型
4	伦敦	Legal & General	1.620	34.0%	全球网络型
5	洛杉矶	资本集团	3.200	71.7%	单一龙头型
6	芝加哥	北方信托	2.000	46.1%	专业机构型
7	苏黎世	瑞银	2.230	53.1%	财富管理型
8	多伦多	永明金融	1.190	33.6%	养老金协同型
9	法兰克福	DWS	1.360	40.0%	欧洲机构型
10	东京	野村	0.960	29.2%	多元本土型
11	北京	中国人寿资管	1.297	48.1%	保险与银行主导
12	上海	平安资管	0.894	35.0%	保险资管主导
13	卢森堡	Nordea AM	0.380	38.0%	基金平台型
14	新加坡	星展私人银行	0.389	48.6%	区域平台型
15	圣保罗	BTG Pactual	0.261	37.2%	成长型
16	孟买	SBI Funds	0.146	26.0%	成长型
17	都柏林	Irish Life	0.176	58.2%	基金平台型
18	香港	PAG	0.055	37.6%	区域平台型

数据来源：课题组根据机构官网计算

上海前五大机构 AUM 为 17.64 万亿元，其中平安资管 6.17 万亿元、泰康资产 4.80 万亿元、人保资管 1.98 万亿元，三家保险资管机构合计 12.95 万亿元，占上海前五大的 73.4%。信银理财和富国基金分别为 2.49 万亿元和 2.20 万亿元。上海最大机构占比为 35.0%，前五大内部 HHI 约为 0.244，低于北京，说明其机构规模分布相对均衡；但机构类型明显偏向保险资管。

上海 2026 年的增量更多来自富国基金和信银理财，二者分别增长 29.4% 和 18.0%；平安资管和泰康资产分别增长 4.4% 和 6.7%。这意味着上海机构规模仍在扩大，但传统大型保险资管机构进入相对稳定增长阶段，公募基金和银行理财成为边际增量的重要来源。上海的优势在于保险资金期限较长、与资本市场联系较紧密，能够支持债券、权益和长期资产配置；不足之处在于全球化公募管理人、另类投资机构和面向境外客户的第三方资产管理平台仍然偏少。

表 2-2 北京、上海前五大总部资管机构规模 (202606)

城市	机构	机构类型	2025 AUM (万亿元)	2026 AUM (万亿元)	机构 同比	城市内 占比
北京	中国人寿资管	保险资管	6.50	8.95	37.7%	48.1%
	华夏基金	公募基金	2.85	2.91	2.1%	15.6%
	工银瑞信	公募基金	2.00	2.50	25.0%	13.4%
	农银理财	银行理财	1.75	2.15	22.9%	11.6%
	工银理财	银行理财	1.85	2.09	13.0%	11.2%
上海	平安资管	保险资管	5.91	6.17	4.4%	35.0%
	泰康资产	保险资管	4.50	4.80	6.7%	27.2%
	信银理财	银行理财	2.11	2.49	18.0%	14.1%
	富国基金	公募基金	1.70	2.20	29.4%	12.5%
	人保资管	保险资管	1.94	1.98	2.1%	11.2%

数据来源：课题组根据机构官网计算

第四节 资管产品与业务：ETF 加速扩张

资管产品与业务指标表现了资产通过何种工具被管理。该指标同时考察开放式基金、ETF、另类资产基金以及 ESG 相关产品的资产规模、净销售额和产品数量。其本质是评价一个资管中心能否将资金和底层资产真正转化为标准化、可销售、可跨境配置的资管产品。

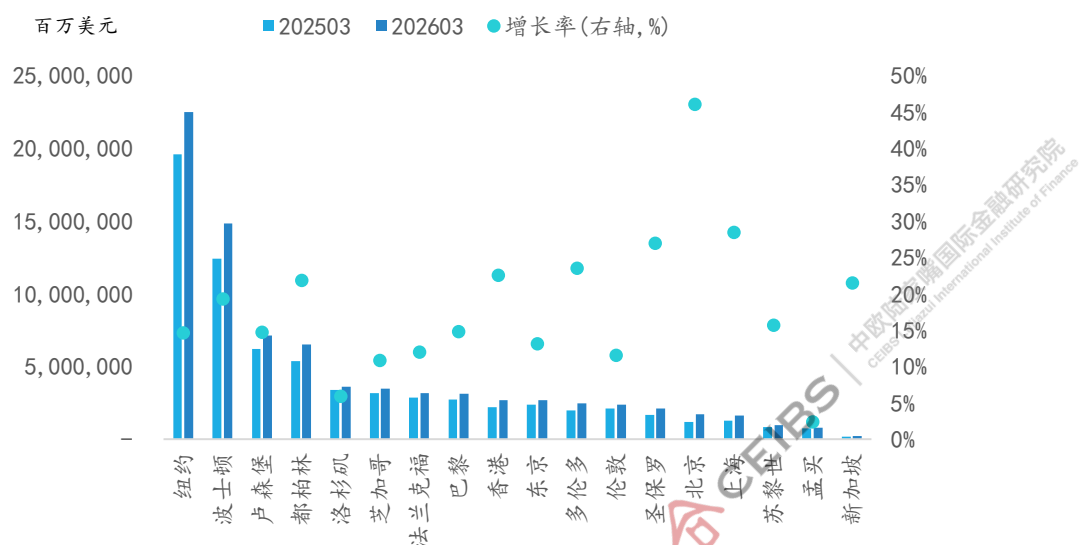
一、开放式基金

2026 年一季度，全球受监管开放式基金资产达到 87.23 万亿美元，基金净流入达到 9310 亿美元，说明开放式基金仍是全球居民和机构参与资本市场的主要渠道。但从城市分布看，基金资产规模既受本地市场和居民财富影响，也受基金注册制度、跨境销售网络 and 大型机构集聚程度影响。

纽约开放式基金净资产由 19.58 万亿美元增至 22.46 万亿美元，继续位居第一；波士顿由 12.41 万亿美元增至 14.81 万亿美元，排名第二。两地依靠大型资管机构、养老金和美国资本市场形成规模优势。卢森堡和都柏林分别由 6.22 万亿美元、5.35 万亿美元增至 7.14 万亿美元和 6.52 万亿美元，显示欧洲基金注册和跨境销售平台仍具有突出竞争力。法兰克福、巴黎、香港和东京的规模均在 2.69 万亿—3.17 万亿美元之间，构成第二梯队。

从增长率看，近 12 个月的开放式基金增量更多向成长型市场和跨境平台扩散。北京增长 46.0%，上海增长 28.5%，圣保罗增长 27.0%，多伦多增长 23.5%，香港增长 22.6%，都柏林增长 21.9%，波士顿增长 19.4%。上海开放式基金净资产由 1.27 万亿美元增至 1.64 万亿美元，规模仍低于欧美主要中心，但较快增长说明资本市场扩容正在向基金产品转化。

图 2-15 开放式基金净资产规模及增长率 (202503-202603)



数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

二、ETF

ETF 是 2026 年全球资管业务中增长最突出的产品。全球 ETF 资产达到 19.40 万亿美元，净流入 5780 亿美元，表明低成本、透明化、指数化投资进一步成为资产配置主流。ETF 既能把股票、债券和商品等底层资产转化为标准化产品，又能为长期资金和跨境投资者提供较低成本的配置渠道，因此比一般开放式基金更能反映资管中心的产品创新和交易能力。

纽约 ETF 净资产由 5.27 万亿美元增至 6.86 万亿美元，继续居首；波士顿由 3.34 万亿美元增至 4.53 万亿美元。伦敦和都柏林均达到约 2.24 万亿美元，前者体现交易和机构管理优势，后者体现基金注册优势。洛杉矶和芝加哥均超过 1 万亿美元，东京、卢森堡和多伦多分别达到 7175 亿美元、6412 亿美元和 6277 亿美元。ETF 市场已经形成美国规模领先、欧洲跨境平台突出、亚洲加快追赶的格局。

从增速看，圣保罗增长 141.2%，多伦多增长 49.3%，北京增长 46.3%，苏黎世增长 44.3%，新加坡和卢森堡均增长约 43%，波士顿增长 35.5%，伦敦和都柏林分别增长 34.3% 和 33.6%。上海 ETF 资产由 1708 亿美元增至 2198 亿美元，增长 28.7%。从本地市场数据看，2025 年末沪市 ETF 规模达到 4.2 万亿元人民币，同比增长 55%，其中中长期资金持有规模增长约 65%。这说明上海 ETF 扩张已不只是短期交易驱动，而是逐步承担长期资金入市和人民币资产标准化配置功能。

综合开放式基金与 ETF 数据，可以发现如下地区差异。首先，欧洲的优势集中体现为基金产品平台。2025 年欧洲 UCITS 和 AIF 总净资产达到 25.2 万亿欧元，其中 UCITS 约 16.7 万亿欧元、AIF 约 8.5 万亿欧元。全年 UCITS 净销售 8190 亿欧元，UCITS ETF 连续第三年创历史最高净销售纪录，达到约 3480 亿欧元。^①这种跨境基金制度和产品注册体系直接支撑卢森堡、都柏林和法兰克福的高排名。EFAMA 统计显示^②，爱尔兰是 2025 年欧洲股票 UCITS 资金流入最主要的基金注册地，全年净流入 1870 亿欧元；同时获得 1220 亿欧元债券 UCITS 净流入，充分体现了其 ETF 和跨境基金注册平台作用。

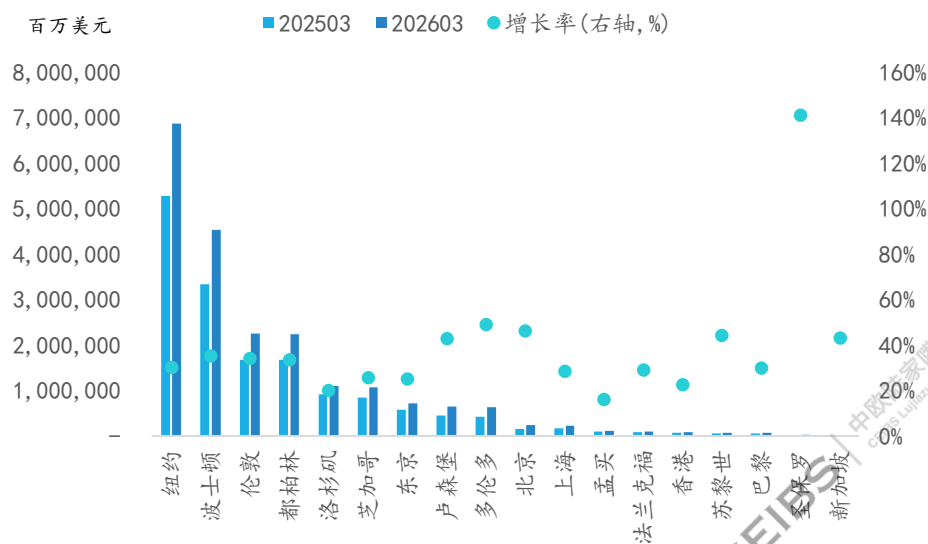
^① <https://www.efama.org/newsroom/news/q4-2025-ended-year-high-note-strong-performance-bond-and-equity-funds>

^② <https://www.efama.org/sites/default/files/files/quarterly-statistical-release-q4-2025.pdf>

其次，上海 ETF 市场的扩张具有明确的市场基础。上交所数据显示，2025 年末沪市 ETF 规模已经达到 4.2 万亿元人民币，同比增长 55%；其中股票 ETF 约 2.7 万亿元，同比增长 30%。中长期资金持有沪市 ETF 规模增长约 65%，对 ETF 规模增量贡献超过四成。这意味着 ETF 的增长并非单纯来自短期交易，而正在成为长期机构资金进入权益市场的重要工具。这一点对于上海建设全球资管中心尤为重要，因为 ETF 能够把中国庞大的股票和债券底层市场转化为国内外机构更容易配置的标准化投资产品。

再次，伦敦是一个值得关注的结构性现象。英国整体投资管理 AUM 同比增长，但 12 个月净销售表现偏弱。英国 Investment Association 的数据也显示^①，2025 年英国零售基金仍净流出 23 亿英镑，与 2024 年基本持平，其中股票基金净流出 168 亿英镑；与此同时，货币市场基金净流入 69 亿英镑，创历史最高水平，英国同期的 ETF 资产增长 56.7%，12 个月 ETF 净销售由 250 亿美元提高至 3021 亿美元，也证明更多的资金从主动产品流向被动产品，英国基金市场也没有整体收缩，而是在美国股票高估值及宏观不确定性上升背景下出现明显的防御性资产再配置。

图 2-16 ETFs 净资产规模及增长率 (202503-202603)



数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

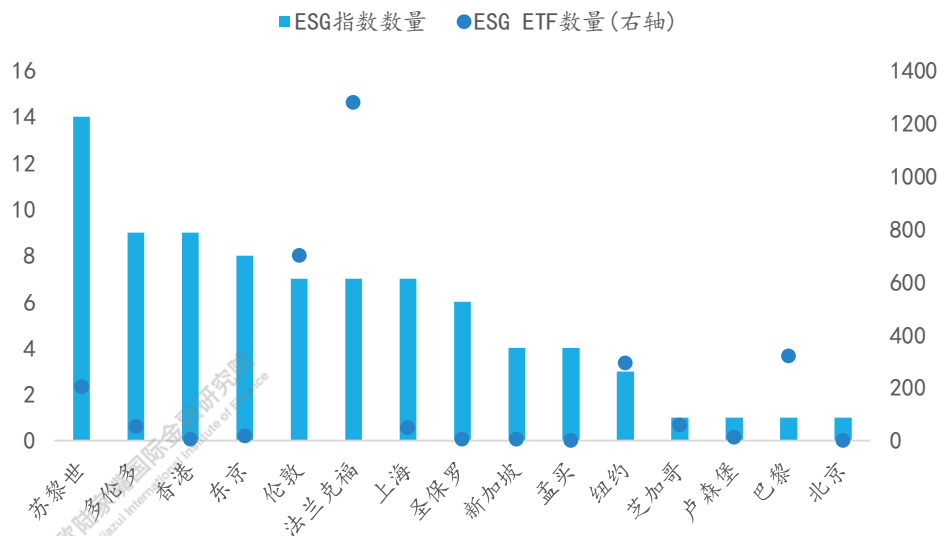
^① <https://www.theia.org/news/press-releases/annual-retail-fund-outflows-steady-investors-favour-diversified-and-defensive>

三、可持续资管业务

全球可持续资管业务尚未形成单一城市全面领先的格局，而是呈现出指数开发、ETF 产品、绿色债券和 ESG 衍生品分别向不同中心集聚的专业化特征。在 ESG 指数数量方面，苏黎世以 14 只居首，多伦多和香港均为 9 只，东京为 8 只，伦敦、法兰克福和上海均为 7 只，表明传统财富管理中心、国际金融中心和大型资本市场均在积极建设可持续投资基准。但指数数量并不必然转化为 ETF 产品规模。ESG ETF 数量最多的是法兰克福，达到 1280 只，伦敦以 700 只居次，巴黎、纽约和苏黎世分别为 321 只、295 只和 205 只；上海虽拥有 7 只 ESG 指数，但相关 ETF 仅 50 只，与法兰克福、伦敦之间仍存在较大差距。这说明欧洲依托 UCITS 产品规则、跨境基金护照和成熟销售网络，已将可持续投资理念更充分地转化为可交易、可跨境发行的标准化基金产品。

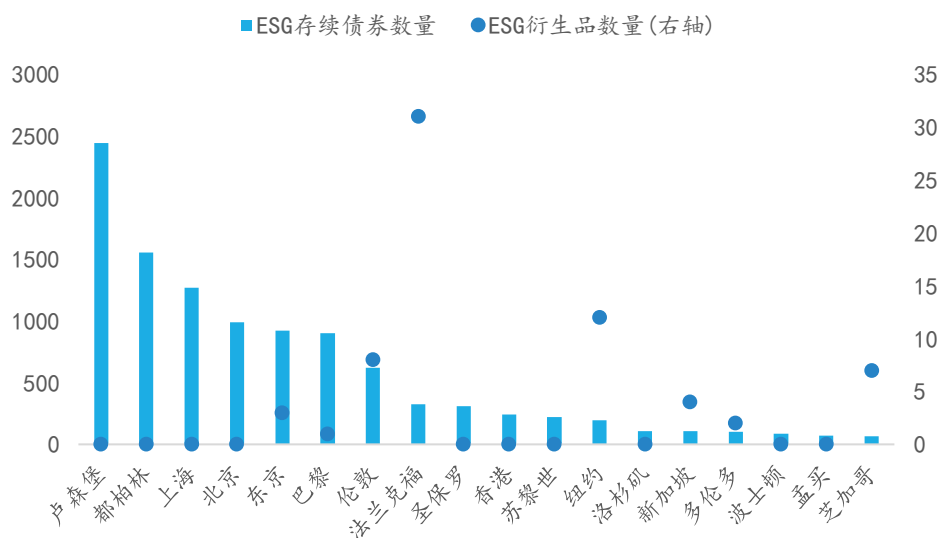
绿色及可持续债券市场则形成另一种格局。卢森堡 ESG 存续债券数量达到 2443 只，位居第一；都柏林为 1556 只；上海以 1270 只位居第三，其后为北京 990 只、东京 920 只、巴黎 900 只、伦敦 620 只。上海在 ESG 债券方面已经进入全球第一梯队，反映中国绿色融资需求、交易所债券市场容量和绿色金融政策支持正在形成较强的产品供给能力。然而，从 ESG 衍生品看，上海、北京、卢森堡和都柏林的数量均为零，而法兰克福达到 31 只，纽约 12 只，伦敦 8 只，芝加哥 7 只，新加坡 4 只。由此可见，上海可持续资管业务目前具有债券供给较强、ETF 转化不足、风险管理工具偏少的结构性特征。下一阶段应推动绿色债券指数化和 ETF 化，完善碳排放权、绿色债券及 ESG 指数相关期货期权工具，建立统一、可比较的环境信息披露和产品认证标准，并加强与境外指数公司、交易所和基金注册平台的合作。只有将绿色资产供给进一步转化为具有流动性、透明度和风险对冲能力的标准化产品，上海在可持续资管领域的规模优势才能真正转化为国际配置能力。

图 2-17 ESG 指数与 ETF 数量 (202606)



数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

图 2-18 ESG 衍生品及存续债券数量 (202606)



数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

四、另类资管业务

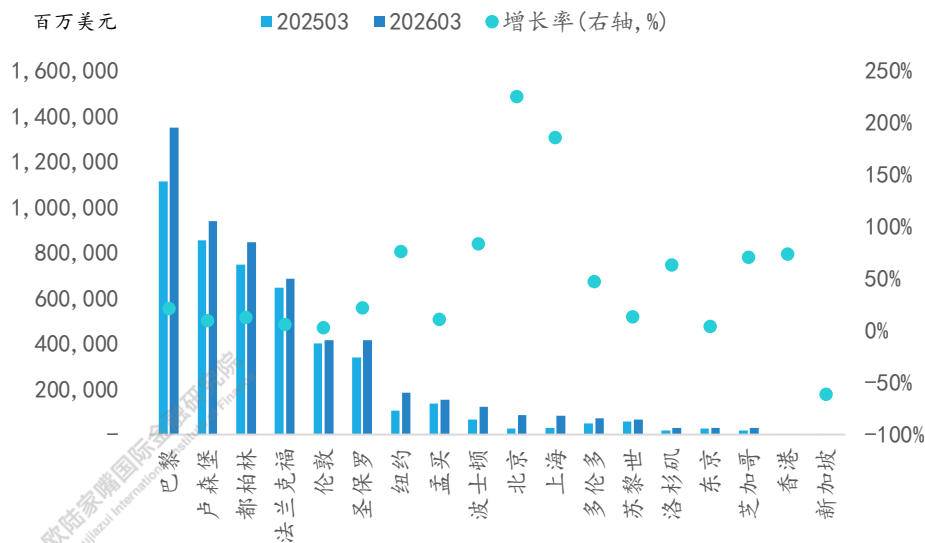
2025 年 3 月至 2026 年 3 月，全球另类资产基金继续扩张，但不同城市在存量规模和增长速度上呈现明显分化。巴黎的另类资产基金净资产由 11124.81 亿美元增至 13490.60 亿美元，增长 21.3%，继续保持全球最大规模；卢森堡由 8534.24 亿美元增至 9382.32 亿美元，增长 9.9%；都柏林由 7467.51 亿美元增

至 8446.24 亿美元，增长 13.1%；法兰克福由 6460.68 亿美元增至 6849.30 亿美元，增长 6.0%。欧洲四个主要中心占据规模前列，说明其在另类投资基金注册、跨境募集、托管、估值和专业服务方面已经形成较成熟的产业链。伦敦由 4003.22 亿美元增至 4137.54 亿美元，增幅仅 3.4%，虽然仍具有较大存量和较强投资管理能力，但增长明显慢于巴黎、都柏林及部分新兴中心。

与此同时，美国和中国城市表现出较强的追赶动能。纽约另类资产基金净资产由 1050.25 亿美元增至 1854.79 亿美元，增长 76.6%；波士顿由 665.67 亿美元增至 1223.24 亿美元，增长 83.8%；芝加哥增长 70.7%，洛杉矶增长 63.1%，显示私人股权、私人信贷、房地产和基础设施投资正在进一步向美国头部资管机构集聚。中国城市的增长更为突出：北京由 265.27 亿美元增至 862.79 亿美元，增长 225.3%；上海由 285.01 亿美元增至 815.55 亿美元，增长 186.2%，是样本城市中增速最快的两个中心。多伦多也由 476.89 亿美元增至 702.82 亿美元，增长 47.4%，体现加拿大养老金对基础设施和私人市场投资的带动作用。相比之下，新加坡由 5.11 亿美元降至 2.01 亿美元，下降 60.7%，是样本中唯一明显收缩的城市。

总体而言，另类资管业务正在形成“欧洲平台规模领先、美国机构能力突出、中国市场高速扩张”的竞争结构。上海虽然增速显著，但绝对规模仅约 816 亿美元，与巴黎约 1.35 万亿美元、卢森堡约 9382 亿美元仍有较大差距，当前增长也带有一定低基数特征。未来上海需要在私募股权、私人信贷、基础设施、不动产投资信托基金和二级份额转让市场等领域形成更加完整的产品链，同时完善长期资金进入机制、估值定价、信息披露、托管结算和退出渠道。只有吸引养老金、保险资金、主权资金和境外长期资本稳定参与，并培育具有全球募资和跨境配置能力的另类投资管理机构，上海的高速增长才能转化为持续的规模优势和国际竞争力。

图 2-19 另类资产基金净资产规模及增长率 (202503-202603)



数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

第五节 资管科技：AI 创新资源丰富

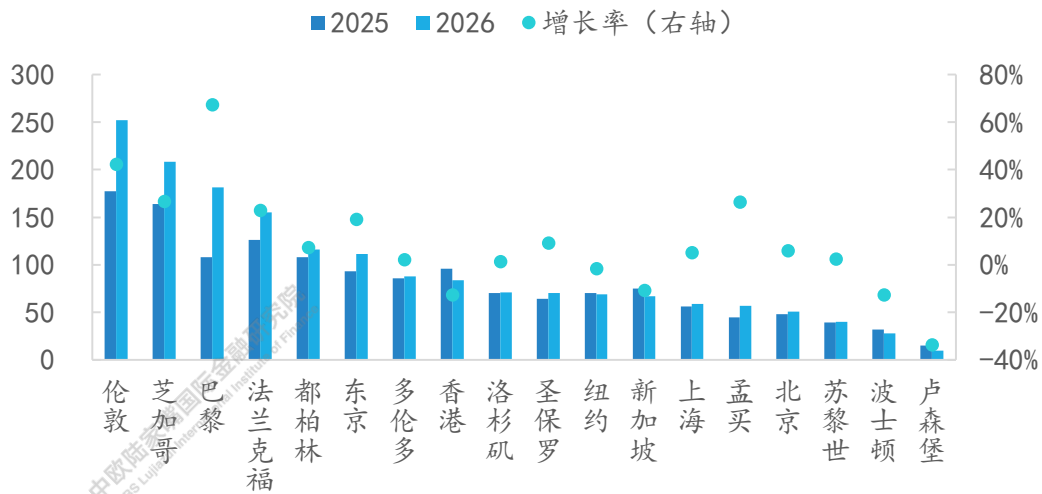
一、数字基础设施

全球头部城市大幅扩张，离岸资管中心普遍收缩。伦敦和芝加哥作为数字基础设施最为发达的资管中心，数据中心数量分别增加 75 座和 44 座，领先优势持续扩大。伦敦数据中心的扩张主要得益于英国发布的国家级人工智能战略——人工智能机遇行动计划，该战略在基础设施方面重点布局数据中心投资和规划，旨在将公共算力扩张 20 倍。受此影响，伦敦地区超大规模数据中心实现技术突破，算力需求加速释放。同时，芝加哥数据中心的急剧扩张则受益于丰富的电力资源、密集的光纤网络和针对数据中心的税收优惠政策等积极因素。

亚太地区出现分化，新兴市场持续崛起。上海和北京数据中心数量稳健增长，今年第二季度末较去年同期均增长 3 座。同时，在电力成本优势及数字经济崛起等因素影响下，孟买数据中心数量增加 12 座，成为亚太地区新型的数据中心热点。此外，中国香港和新加坡数据中心数量分别减少 12 座和 8 座，这主要是两地电力和土地资源极为稀缺，成本约束和技术迭代致使传统中小数据中

心加速出清。

图 2-20 主要资管中心数据中心数量 (202606)



资料来源: Data Center Map

小型离岸资管中心算力基础设施显著收缩。卢森堡受制于资源禀赋短板，本地算力需求有限，专注于高附加值的财富管理服务，而非大规模算力存储，因而数据中心规模显著收缩，较去年同期减少 5 座。

二、AI 创新资源

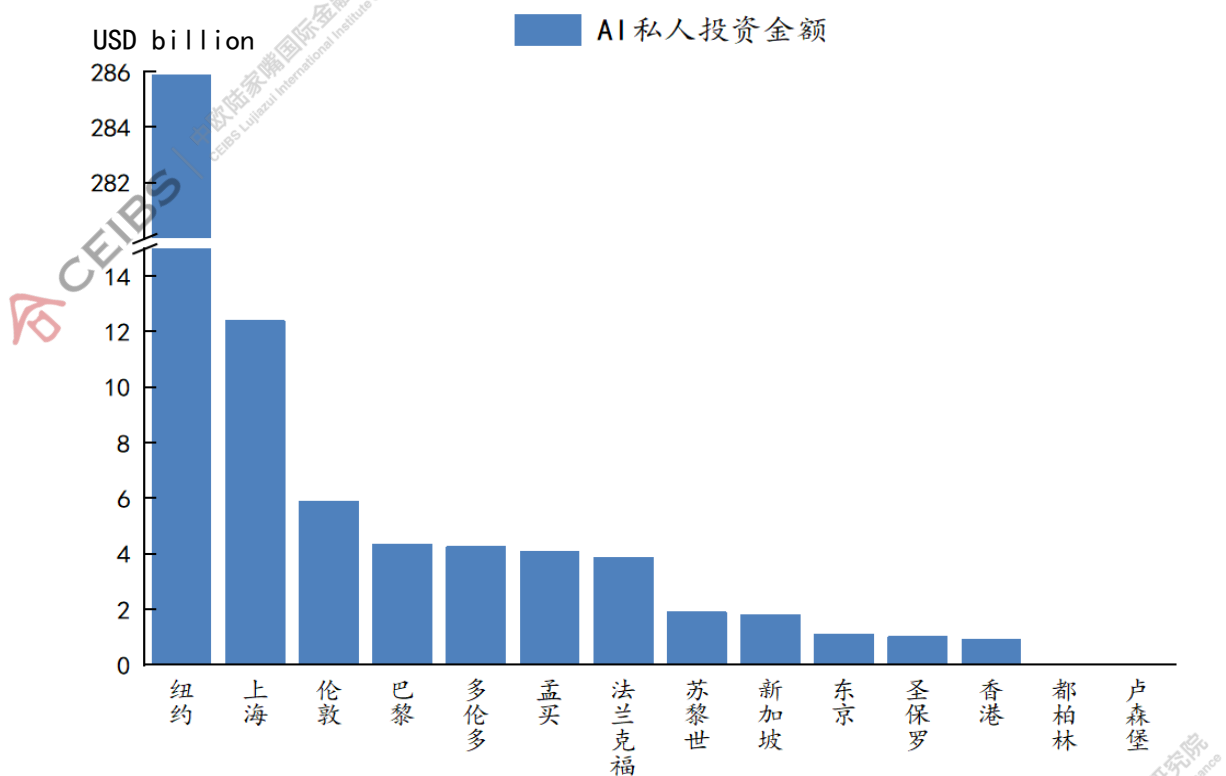
1、AI 私人投资金额。全球 AI 私人投资趋向单极化发展，美国呈现断层式领先。受益于完整的 AI 产业生态、高度发达的私人资本市场以及科技巨头的巨额资本开支，美国 2025 年 AI 私人投资高达 2858.8 亿美元，为当地 AI 产业的发展提供了充足的资金支持。纽约作为全球最大的资管中心，同样受益于美国 AI 私人投资，这主要是由于巨额投资从市场融资层面为纽约资管科技的发展奠定了坚实基础。

中国 AI 私人投资金额位居全球第二，但与美国规模差距较大。一方面，受益于我国具备庞大的互联网与制造业等应用场景，广阔落地空间叠加工程师红利，催生了众多国内 AI 创业项目，进而引导资金投向大模型、AI 应用以及机器人等赛道。另一方面，地缘摩擦致使我国高端芯片供给受限，造成我国 AI 产业更重效率而非单纯巨额投资的技术路线，同时我国政府引导基金等并未计入私人投资，一定程度上放大了中美 AI 私人投资间的差距。总体上看，国内 AI 产

业的发展为上海资管科技的发展奠定了技术基础。

欧洲传统强国与印度处于第三梯队。英国、法国和德国具备较强的科研能力，但在顶级大模型方面缺乏龙头企业，优质 AI 标的的缺失在一定程度上制约了当地私人资本的投入。同时，AI 监管法案致使合规成本提升，一定程度上拖累当地 AI 创新与资本投入。此外，印度作为新兴市场的代表，当地 AI 私人投资主要受益于人口红利与 IT 产业基础，这也一定程度上促进了当地资管中心孟买资管科技的发展。

图 2-21 主要资管中心 AI 私人投资金额（2025）



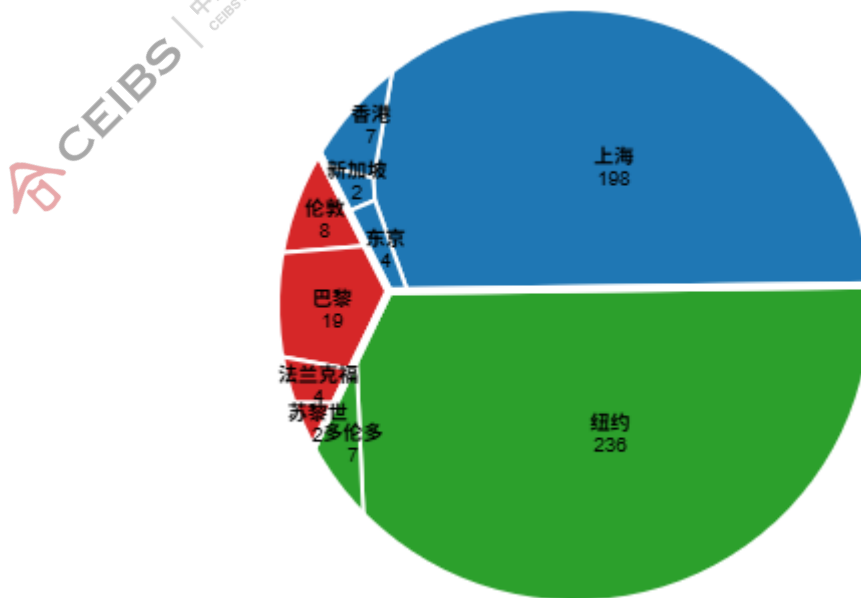
注：部分缺失数据根据公开资料整理。

资料来源：Statista

2、AI 大模型数量。资管中心为 AI 提供了丰富应用场景，同时 AI 大模型也为资管中心创新发展奠定了坚实的技术基础。因而，前沿技术供给是资管中心创新能力的重要内涵。AI 作为第四次科技革命的标志性技术与核心驱动力，正在深刻融入并影响千行百业。在资管领域，AI 正在全面重塑业务流程、行业生态及全球格局，因而 AI 大模型数量是衡量资管中心技术创新能力的重要指标。

总体上看，全球 AI 大模型呈现出中美主导的两极格局，为两国资管中心的创新发展提供了强大技术支撑。截至 2026 年第二季度，美国拥有的训练规模大于 10^{23} 浮点运算数（FLOPS）的 AI 大模型数量为 236 个，中国则为 198 个，规模远高于其他国家和地区。鉴于 AI 大模型在一个国家内的流动性极强，这种非独占性能够确保该国所有 AI 模型对当地资管中心的技术可得性。在技术创新日益加速的时代背景下，全球资管中心的竞争正从规模竞争转向科技竞争，技术鸿沟的存在将逐步转化为资管中心的竞争优势。鉴于通用大模型是行业垂类模型的技术底座，中美在 AI 大模型中的技术优势将极大促进纽约和上海资管中心的资管科技创新，助力构筑全球竞争新壁垒。

图 2-22 主要资管中心 AI 大模型数量 (2026Q2)



资料来源：Epoch AI

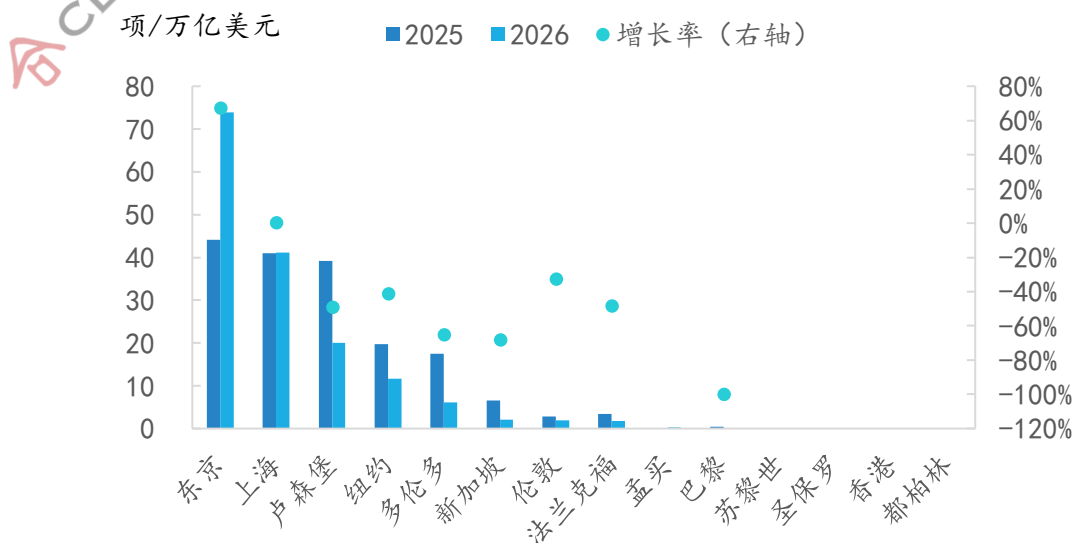
三、资管技术产出

1、资管专利技术产出。专利是技术创新的重要载体，经购买力平价 GDP 调整后的资管专利数量能够较好地反映资管行业的创新规模与产出效率。从总体上看，东京和上海的资管专利技术产出位居全球主要资管中心第一梯队，截至 2026 年第二季度，两者的资管专利技术产出分别为 73.93 项/万亿美元和 41.13 项/万亿美元，并且均表现出增长趋势，同期其他主要资管中心多表现为下降态

势。

究其原因，这主要是由于日本和中国资管专利授权量规模大且增长快，反映出两地资管行业创新极为活跃，从行业层面为东京和上海资管中心提供强大创新活力。具体来看，截至 2026 年第二季度，日本和中国的资管专利授权量分别为 241 项和 818 项，较去年同期分别增加 97 项和 12 项。与之相对，虽然美国资管专利数量相对较多，但呈现出显著的规模收缩趋势，2026 年上半年资管专利数量较去年同期减少 122 项，表现在资管中心层面则是行业创新动能的大幅下滑。在剔除经济体量的影响后，我国资管专利技术产出位居全球第二，从专利、技术转移和知识商业化方面为上海资管中心提供了强大创新动能。上海资管领域的创新效率根植于我国对知识产权的高度重视，在庞大市场需求和产业基础的加持下，上海资管机构的创新能力持续提升。

图 2-23 主要资管中心资管专利技术产出 (2026Q2)



资料来源：EPO，IMF，中欧陆家嘴国际金融研究院

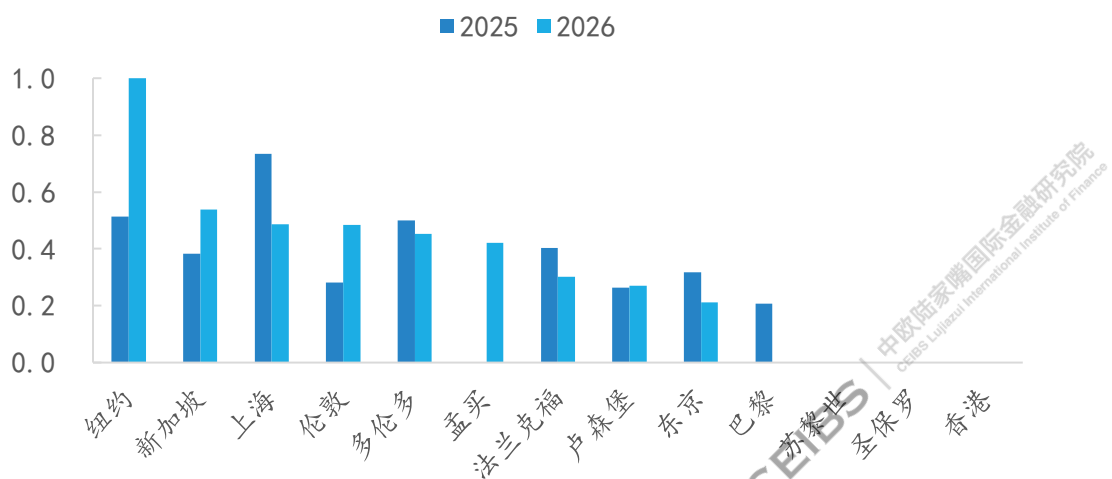
2、资管专利质量。在专利数量之外，专利质量也是资管行业创新能力的重要维度。从总体上看，美国、新加坡以及中国的资管专利质量处于全球第一梯队，有力推动了当地资管中心的创新落地和价值转化。其中，纽约和上海无论在资管专利数量还是专利质量方面均处于全球前列，展现出资管行业的强大创新能力。对于纽约而言，2026 年上半年虽然资管专利数量有所收缩，但资管专

利质量大幅提升，这主要是由于其专利深度的提升，专利被引次数较去年同期大幅增加，通过技术传播实现价值转化。

上海资管专利质量更多取决于专利深度。专利宽度主要受各国专利的费用结构、审查尺度、保护策略和规则差异影响，这也造成上海资管专利的权利要求数相对适中。与之相对，上海资管专利的深度在全球主要资管中心中位居第二，前沿专利能够在市场中迅速传播并实现技术转化。需要注意的是，上海资管专利质量较去年同期下降，这主要是相对稀释而非绝对下滑。具体而言，上海资管专利被引次数较为稳健，且总体被引次数高于纽约，但由于专利数量数倍于纽约而被稀释，纽约资管专利深度的提升使得上海资管专利深度呈现相对下降。

东京资管专利质量出现下滑，这是资管专利宽度和深度双重作用的结果，日本资管专利的权利要求数和专利被引次数均出现下滑。同时，东京资管专利质量并未跻身主要资管中心前列，这主要是由于其专利宽度的短板，权利要求数相对较少致使其资管专利的保护范围较为有限。此外，其余资管中心有效资管专利样本相对较少，这也在一定程度上反映出当地资管行业的创新活跃度，此处不再展开分析。

图 2-24 主要资管中心资管专利质量 (202606)



资料来源：EPO, Unified Patents, 中欧陆家嘴国际金融研究院

四、数字资管应用

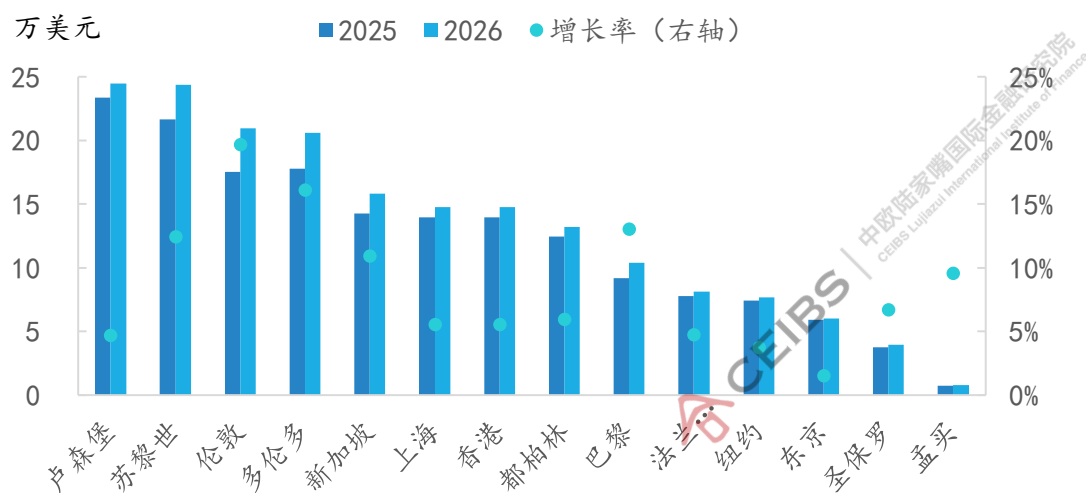
全球智能投顾用户规模呈现清晰的上升趋势，表明 AI 在资管领域的应用日

趋深化。其中，英国智能投顾户均规模的增长最大，较去年同期增长 3.45 万美元，增幅高达 19.70%。日本智能投顾户均规模的增长较少，较去年同期增长 0.09 万美元，增幅仅为 1.52%，表明 AI 在当地投顾环节的应用节奏相对较慢。

全球主要资管中心的智能投顾呈现出清晰的路线分化趋势，高端定制化和规模化普惠成为全球智能投顾发展的不同路线。一方面，卢森堡和苏黎世是高端定制化路线的典型代表，两地智能投顾户均规模分别为 24.46 万美元和 24.37 万美元。两地是欧洲重要的跨境基金中心和私人银行枢纽，具备庞大的高净值群体。AI 为投顾环节提供了数字化辅助工具，因而两地整体投顾用户基数较小，但单户资产规模较高。另一方面，纽约是规模化普惠路线的典型代表。美国智能投顾由 Vanguard、Fidelity 等传统资管巨头与 Betterment、Wealthfront 等金融科技主导，目标群体更多聚焦大众零售投资者，起投门槛和管理费率较低，因而导致当地智能投顾的覆盖广但散户多，造成户均规模相对较低。

英国和加拿大是智能投顾户均规模增速最快的国家。截至 2026 年第二季度，两地智能投顾户均规模均处于全球第二梯队，同比增速分别为 19.70% 和 16.10%，推动当地资管中心伦敦和多伦多资管科技的深化发展。具体来看，英国在脱欧后获得了更大的监管灵活性，并保持了与欧盟的监管等效性，在欧盟 AI 监管法案提升智能投顾合规压力的背景下，英国凭借监管套利通道在一定程度上提升了当地资管中心智能投顾的应用深度。

图 2-25 主要资管中心智能投顾户均规模 (2026Q6)



资料来源：Statista Market Insights

新加坡和中国是亚太地区智能投顾的追赶者。截至 2026 年第二季度，两地智能投顾户均规模分别为 15.84 万美元和 14.75 万美元，同比增速分别为 10.92% 和 5.58%。新加坡依托制度便利带来的跨境优势，从东南亚及大中华区获得广大客户群体，构成新加坡跨境财富管理的客户基础。上海智能投顾户均规模的增长主要得益于 AI 技术突破带来的推动作用，以及本地居民财富扩张引发的管理需求双重因素影响。

第六节 税收与人才环境是慢变量

资产管理具有较高的国际流动性。管理公司总部、基金注册地和基金经理工作地点并不必然位于同一城市，因此税收和人才环境对资管中心具有比传统银行业更大的影响。企业所得税影响机构运营和利润留存，高收入个人所得税影响基金经理和专业人才流动，资本利得税则直接影响投资者产品选择。同时，金融保险就业人数反映产业规模，就业占当地就业人口的比例则反映金融专业化和集聚程度。综合评价这些因素，2026 年香港排名第一，新加坡第二、苏黎世第三、卢森堡第四，显示平台型和财富管理型中心在税收环境方面仍具有明显优势。整体而言，税收与人才环境具有一个与市场规模不同的特征：其改善速度通常较慢，但对全球机构总部和高端岗位区位选择具有长期影响。

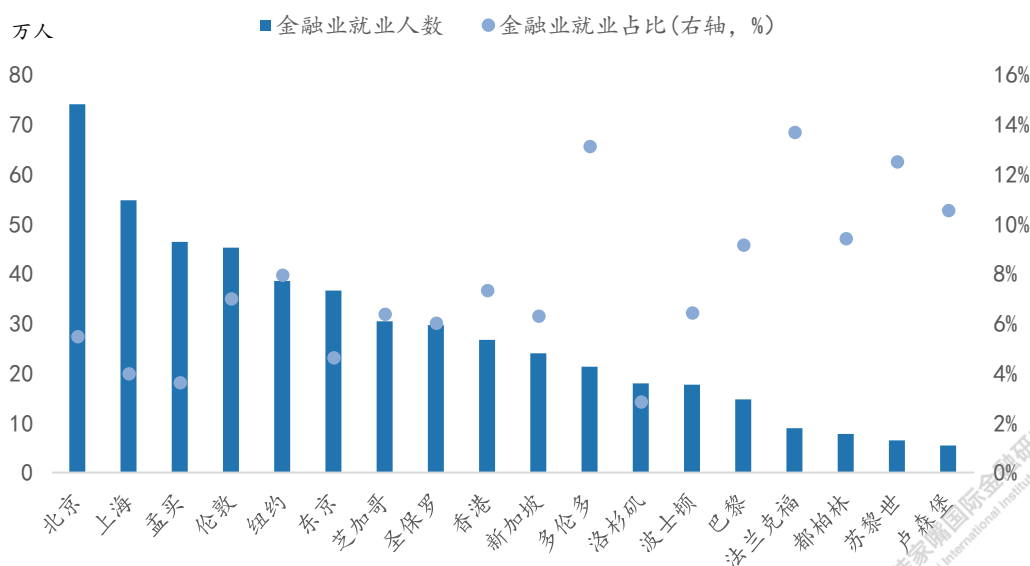
值得一提的是，金融就业人数和金融就业占比分别反映资管中心人才基础的规模效应与专业化密度，但两者均不能单独等同于资产管理人才竞争力。金融就业人数越多，通常意味着银行、证券、保险、基金、托管、会计、法律和金融科技等相关产业链较为完整，能够为资管业务提供较大的劳动力市场；金融就业占比越高，则说明金融业在城市经济结构中的专业化程度更高，更容易形成知识外溢、人才流动和专业服务集聚。但前者可能受到传统银行业和保险业就业人数较多的影响，后者又可能因城市就业人口基数较小而被放大。

从 2026 年金融就业占比看，法兰克福为 13.67%，多伦多为 13.12%，苏黎世为 12.48%，卢森堡为 10.54%，都柏林为 9.41%，巴黎为 9.14%，显著高于北京的 5.47% 和上海的 3.98%。这些城市分别依托银行与资管总部、养老金管理、

私人银行、基金注册及跨境后台服务，形成了较高的金融专业化密度。高密度说明投资管理、托管估值、基金行政管理、税务法律和跨境合规等岗位能够在较小空间内形成专业分工，从而降低资管机构的业务协作成本。

不同城市由此呈现三种人才集聚模式。纽约和伦敦属于“较大规模、较高密度”的综合型中心：纽约金融业就业 38.5 万人、占比 7.93%，伦敦为 45.2 万人、占比 6.99%，既拥有广泛的金融人才基础，也集聚了较多全球总部、投资决策和产品创新岗位。法兰克福、苏黎世、卢森堡和都柏林属于“规模有限、专业化密度较高”的功能型中心，其优势集中在特定业务环节。北京和上海则表现为“绝对规模较大、相对密度偏低”的大型综合城市模式，金融业嵌入规模更大、产业更加多元的城市经济之中，金融就业占比会受到较大就业人口分母的影响。因此，上海 3.98% 的就业占比不能简单解释为人才基础薄弱，但确实表明金融和资管活动尚未形成与其资本市场规模相匹配的专业化密度。

图 2-26 金融业就业人数及非农就业占比(202605)



注：上海及北京数据截至 2023 年。

数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

第三章

制度型开放：全球格局与上海进展

本章核心结论 制度型开放并不等于取消一切监管，而是以稳定、透明、可预期的规则，使跨境机构、产品、资金、基础设施、数据和监管协作形成可持续通道。2026 年上海得分为 82.5 分，较 2021 年提高 17.5 分、较 2025 年提高 7.5 分，高于北京 10 分；同时仍低于美国和日本 5 分、低于欧盟样本城市 15 分，既体现近两年的制度跃升，也保留与成熟开放市场之间的客观差距。

上海 2025—2026 年的明显上升来源清晰：2025 年是跨境基金与 ETF 产品通行，2026 年是资金账户、风险管理工具和资管数据跨境规则。与此同时，外资牌照后的国民待遇、居民和机构境外配置、普通账户汇兑以及通用托管路径仍构成与欧盟的主要差距。

第一节 制度型开放评价的提出背景与现实意义

一、制度型开放是全球资源配置能力的基础条件

全球资产管理中心首先是资金、资产、机构和专业服务的集聚地，但其国际竞争力并不只取决于本地资金池和资本市场规模。对于跨国资管机构而言，能否进入一座城市、能否取得与本地机构相近的牌照待遇、能否向客户提供跨境基金产品、能否将资金和收益稳定汇回、能否使用衍生品管理风险、能否在集团内部跨境传输数据，均由制度规则决定。制度安排构成跨境资管业务的“进入成本”和“持续经营成本”，并通过影响产品供给、客户覆盖、资产配置效率和风险管理能力，进一步影响国际机构集聚及跨境资金规模。

从资管业务运行看，制度型开放主要通过四条路径提升资管中心的竞争力：第一，降低机构进入和牌照转换的固定成本，使国际机构能够在本地建立完整业务链；第二，扩大跨境产品和资产的可销售、可投资范围，提高投资组合的全球分散化程度；第三，降低账户、汇兑、托管、清算和风险对冲的交易摩擦，提高资金周转和风险管理效率；第四，建立可执行的数据传输和跨境监管合作机制，使集团运营、合规风控和监管执法能够跨法域衔接。上述机制共同决定一座城市能否从“拥有大型资本市场”升级为“能够配置全球资源的资产管理中心”。

二、当前全球开放环境发生反复

制度型开放并非简单放松监管，更不意味着对资本流动、数据安全和金融风险取消必要约束。真正高水平的制度开放，是将必要的审慎监管转化为清晰、稳定、非歧视并可执行的规则，使市场主体能够预见准入条件、合规成本和风险边界。对反洗钱、税务申报、客户适当性、市场操纵和系统性风险管理等普遍适用的审慎规则，本指标不作扣分；只有当规则对跨境主体形成额外的股比、额度、封闭通道、接收地限制或逐笔审批时，才认定为制度开放程度下降。

更重要的是，制度型开放不是单向度、不可逆的线性过程。当前全球开放环境正在部分地区发生反向变化。2025 年以来，美国对涉及受关注国家的特定

技术领域对外投资实施禁止或申报制度，并通过 Data Security Program 限制部分敏感个人数据交易；欧盟、英国、日本等成熟市场也在数据保护、关键基础设施和第三国市场接入方面保留审慎边界。因此，成熟市场不能因历史上的开放形象而被预设为满分，新兴市场也不能因采用配额、互联互通或试点机制而被预设为低分。制度评价必须在同一标准下同时识别开放措施和新增限制，这也是本指标能够逐年更新的基础。

当前市场各类金融评价体系更重视市场结果，包括原全球资管评价指数，如外资资管机构数量及其资产管理规模。这些指标能够反映开放所产生的结果，却难以识别结果背后的成因。一个超大规模本土市场，即使跨境产品销售、居民境外配置和金融数据出境仍存在较强限制，也可能依靠庞大的国内资产和客户基础取得较高得分；相反，一些本地市场规模较小的专业化中心，可能依靠基金护照、跨境托管和统一监管规则形成全球资管业务平台。若不单独衡量制度条件，会高估本土市场规模的重要性，无法全面衡量全球资源配置能力。

综上所述，2026 年全球资产管理中心指数将制度型开放单列为一级指标，下设 4 个二级指标和 10 个三级指标，在既有“资金、资产、机构、产品、人才科技、成长性”评价之外，补充一项对跨境业务可持续性的独立判断。制度型开放与外资机构数量、跨境资金规模等结果指标相互验证，但不重复计分：前者回答“规则是否允许并便利开展业务”，后者回答“开放是否已经转化为市场结果”。

第二节 评价框架、指标内涵与赋值方法

一、评价链条的确定

制度型开放指标按照跨境资产管理业务的实际顺序设置：境外机构首先需要设立法人并取得牌照，其次需要向客户提供跨境产品并完成双向资产配置，随后需要借助账户、外汇、托管清算和衍生品工具完成交易，最后还要处理集团数据传输和跨境监管协作。基于这一链条，指标体系设置“机构与业务准

入”、“产品与资本市场开放”、“跨境交易与金融基础设施”、“数据与监管环境”4个二级指标，共包含10个三级指标。

表 3-1 制度型开放的二级指标与三级指标结构

二级指标	三级指标	核心评价问题
机构与业务准入	1 外资持股与法人设立限制 2 资管牌照业务范围与国民待遇	境外机构能否进入，以及进入后能否按接近本地机构的规则持续经营
产品与资本市场开放	3 跨境基金与 ETF 产品通行 4 境外投资者进入本地证券市场 5 本地机构和居民境外资产配置	产品能否跨境销售，资本流入和流出是否具有广泛、稳定的制度通道
跨境交易与金融基础设施	6 跨境资金账户、汇兑与收益汇回 7 跨境托管、清算与结算可达性 8 跨境衍生品及风险管理工具准入	跨境投资能否完成资金收付、交易后处理和主要风险对冲
数据与监管环境	9 金融数据跨境传输与本地化限制 10 跨境监管合作、信息交换与执法协助	跨国机构能否依法传输业务数据，监管机构能否进行跨境信息交换和执法协助

资料来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

二、指标内涵与赋值标准

1、机构与业务准入。“外资持股与法人设立限制”只评价境外投资者是否可以设立或收购本地资产管理机构，以及是否存在外资持股上限、特殊政府批准或禁止性规定；一般资本充足、人员适当性和风险管理要求不被视为开放限制。“资管牌照业务范围与国民待遇”进一步评价取得核心资管牌照之后的业务范围、客户范围和持续监管待遇。将两者分开评价，是为了防止“取消外资股比限制”被直接等同于完全的国民待遇。如中国内地在2020年就取消证券公司和基金管理公司外资股比限制，但跨境经营、产品范围和业务衔接仍存在结构性条件，因此两项分别评为100分和75分。

2、产品与资本市场开放。“跨境基金与ETF产品通行”同时考察境外基金进入本地市场和本地基金进入境外市场，覆盖基金互认、基金护照、ETF互联互通和跨市场挂牌等功能等效机制。“境外投资者进入本地证券市场”评价资本流入端，重点观察非居民投资股票、债券和基金是否受到资格、额度、封闭通道、资产范围或低门槛事前申报限制。“本地机构和居民境外资产配置”评价资本流出端，既识别中国式总量和机构额度，也识别美国式针对特定国家和技术领域

的禁止或申报。只有将流入、流出和产品通行分开，才能识别一个市场是单向吸引外资，还是具备真正双向配置能力。

3、跨境交易与金融基础设施。“跨境资金账户、汇兑与收益汇回”评价非居民能否通过正式账户完成投资收付、货币兑换、本金和收益汇回，重点识别逐笔资本项目审批、专户隔离、用途和额度限制。“跨境托管、清算与结算可达性”评价投资者能否通过普通持牌托管人、经纪商和本地基础设施稳定完成交易后处理，并不要求境外投资者直接成为中央证券存管系统会员。“跨境衍生品及风险管理工具准入”评价利率、汇率、权益和商品四类主要风险能否通过衍生品、回购、证券借贷和担保品安排得到管理。三项指标分别对应资金腿、证券腿和风险管理腿，避免把所有“跨境基础设施”笼统归入同一项。

4、数据与监管环境。“金融数据跨境传输与本地化限制”评价客户、交易、经营和风险数据跨境传输是否面临本地化、事前评估、数量阈值、接收地或受关注国家限制，同时考察是否存在资管行业可直接执行的清单、操作指引或安全港。“跨境监管合作、信息交换与执法协助”以 IOSCO MMoU 附录 A 作为跨境监管合作的国际基准。采用这一标准后，美国、中国、欧盟和日本均按同一门槛获得 100 分。

表 3-2 制度型开放五档赋值的标准

分值	制度状态	一般判断
0	原则禁止或缺乏合法路径	跨境机构、产品、资本、数据或基础设施基本不可进入和使用
25	仅有个案、极少数例外或狭窄试点	制度路径不稳定，覆盖主体和业务非常有限
50	正式路径已经存在，但限制显著	仍受总量、机构、资产范围、逐案审批、数据阈值或单一通道约束
75	开放范围广泛，但保留结构性边界	主要业务可开展，仍存在专门登记、主体限定、接收地限制或重要工具缺口
100	按一般规则开放或实现功能等效通行	不存在普遍股比、额度、封闭通道和重复实体审查，仅适用一般审慎监管

注：0、25、50、75、100 代表制度状态档位，不是开放比例。

表 3-3 10 个三级指标的 100 分标准与主要扣分依据

三级指标	100 分标准	主要扣分依据
外资持股与法人设立限制	无外资持股上限，按本地机构一般规则设立	股比上限、特别批准或禁止性规定
资管牌照业务范围与国民待遇	牌照范围和持续监管原则上与本地机构相同	客户、产品、跨境经营或持续监管存在附加条件
跨境基金与 ETF 产品通行	统一市场或多个功能等效机制实现主要产品双向通行	单一狭窄机制、重复实体审查或仅限专业投资者
境外投资者进入本地证券市场	普通登记或经纪路径即可广泛投资	资格、额度、封闭通道、资产范围或低门槛事前审批
本地机构和居民境外资产配置	按一般审慎规则进行全球配置	总量/机构额度，特定国家或技术领域禁止、申报
跨境资金账户、汇兑与收益汇回	普通账户可办理兑换和汇回	逐笔审批、专户隔离、主体、用途或额度限制
跨境托管、清算与结算可达性	通过普通持牌中介连续使用本地基础设施	必须依赖指定通道、专门托管或有限资产连接
跨境衍生品及风险管理工具准入	主要风险类型和主要工具均可通过持牌中介使用	主体、用途或风险类型覆盖存在重大缺口
金融数据跨境传输与本地化限制	无一般本地化、事前评估、数量阈值和接收地限制	重要数据、阈值、安全评估或受关注国家限制
跨境监管合作、信息交换与执法协助	监管机构为 IOSCO MMoU 附录 A 签署方	尚未达到附录 A 的信息交换和调查协助基准

资料来源：课题组根据 OECD 资本流动自由化准则、IMF 汇兑安排与汇兑限制年度报告、IOSCO MMoU、各法域法律法规及监管规则整理

三、具体赋值方法

第一，统一统计时点。所有年度均以 6 月 30 日为观察节点，评价截至该日已经生效或已经投入运行的制度文件、互认安排和金融基础设施。只发布政策方向但尚未生效的文件，不直接提高分值；已发布操作规则并有正式实施路径的政策可以计入。2026 年陆家嘴论坛期间落地并在 6 月 30 日前形成正式交易或操作指引的措施纳入 2026 年赋值，7 月以后新增的交易量和扩围结果只用于后续年度观察。

第二，法域规则与城市增量相结合。样本城市是排名对象，但多数金融规则由国家或统一法域制定。因此，同一法域内城市原则上共享国家基准，例如美国四个样本城市采用相同规则，欧盟成员国城市共享欧盟单一市场规则。只有当某项试点、交易所互联、账户体系或操作指引明确在特定城市实施并形成

可执行制度时，才给予城市增量。上海相对北京的差异即来自上海证券交易所跨境 ETF 网络、上海自贸区账户和离岸业务、临港数据操作指引等城市特定制度，而不是主观调整。

第三，功能等效而非名称等同。不同法域实现开放的制度形式并不相同，因此评价不要求制度名称一致，而是比较其经济功能是否一致。基金互认、ETF 互联、基金护照和跨市场挂牌可以共同实现产品通行；互换通、QFII 衍生品、期货期权对外开放和离岸人民币外汇交易可以共同覆盖主要风险类型。只要多项稳定机制合计达到相同经济功能，即按相同档位赋值。这一原则适用于上海和香港，也适用于英国境外基金认可制度、新加坡东盟集合投资计划等不同制度形态。只要一个统一市场机制或多个稳定机制合计实现主要基金和 ETF 产品双向通行，并且不存在重大的重复实体审查，即可达到跨境产品通行的 100 分标准。

第四，对限制采取对称扣分。中国的资本项目额度、数据出境评估和专门互联通道，与美国针对受关注国家的对外投资申报和敏感数据交易限制，均按照限制对象、覆盖范围和约束强度扣分。2025 年美国“本地机构和居民境外资产配置”和“金融数据跨境传输与本地化限制”由 100 降至 75，正是统一标准的结果。成熟市场的制度收紧可以导致年度得分下降，新兴市场的规则优化也可以形成升档，从而保证指标具有持续更新能力。

第五，采用等权计算。制度型开放分项内部 10 个三级指标采用等权计算，每项权重为 10%，城市年度得分为 10 项分值的算术平均值。虽然现有样本的第 10 个指标“跨境监管合作、信息交换与执法协助”均为 100 分，因此暂不改变横截面排名，但其对未来扩充样本、签署状态变化和监管合作倒退仍具有必要的监测价值。

第六，建立证据优先级。依次为法律和行政法规、监管部门正式规则、交易所和金融基础设施公告、国际组织数据库；媒体报道和机构案例只用于验证政策已经运行。历史年度使用同一指标定义和同一档位锚点回溯。

第三节 2026 年全球制度型开放格局与类别

一、总体分布

2026 年所有样本城市制度型开放平均得分为 88.75 分，中位数为 90.0 分，最高分 97.5 分，最低分 65.0 分，极差 32.5 分，人口标准差为 9.36 分。与 2021 年相比，平均分由 88.06 分提高 0.69 分，中位数由 92.5 分下降至 90.0 分，标准差由 11.98 分降至 9.36 分。这一变化不是全球同时提高，而是两种方向共同作用的结果：上海、北京和圣保罗通过互联互通、数据规则和跨境基础设施改革逐步提高；美国则因 2025 年新增对外投资安全审查和数据交易限制下降 5 分。样本城市之间呈现一定收敛，但制度结构差异仍然明显。

从 2026 年主要资管中心 10 项指标的均值看，机构股权准入、托管结算和风险管理工具已经在主要资管中心形成较高程度的规则趋同；跨境基金及 ETF 产品通行和金融数据跨境则是差异最大的两项。由此可见，当前全球制度型开放的主要边界已经从传统外资持股限制，转向产品跨境销售、双向资产配置以及数据安全和数字监管。

表 3-4 主要资管中心制度型开放 10 项指标赋值 (2026 年 6 月 30 日)

排名	城市	适用法域	外资持股与法人设立限制	资管牌照业务范围与国民待遇	境外基金注册与销售准入	境外投资者进入本地证券市场	本地机构和居民境外资产配置	跨境资金账户、汇兑与收益汇回	跨境托管、清算与结算可达性	跨境衍生品及风险管理工具准入	金融数据跨境传输与本地化限制	跨境监管合作、信息交换与执法协助	等权展示分
1	都柏林	欧盟	100	100	100	100	100	100	100	100	75	100	97.5
2	卢森堡	欧盟	100	100	100	100	100	100	100	100	75	100	97.5
3	法兰克福	欧盟	100	100	100	100	100	100	100	100	75	100	97.5
4	巴黎	欧盟	100	100	100	100	100	100	100	100	75	100	97.5
5	香港	中国香港	100	100	75	100	100	100	100	100	100	100	97.5
6	伦敦	英国	100	100	75	100	100	100	100	100	75	100	95.0
7	多伦多	加拿大	100	100	50	100	100	100	100	100	100	100	95.0
8	新加坡	新加坡	100	100	75	100	100	100	100	100	75	100	95.0
9	苏黎世	瑞士	100	100	50	100	100	100	100	100	75	100	92.5
10	波士顿	美国	100	100	25	100	75	100	100	100	75	100	87.5
11	纽约	美国	100	100	25	100	75	100	100	100	75	100	87.5
12	芝加哥	美国	100	100	25	100	75	100	100	100	75	100	87.5
13	洛杉矶	美国	100	100	25	100	75	100	100	100	75	100	87.5
14	东京	日本	100	75	50	75	100	100	100	100	75	100	87.5
15	上海	中国 (上海)	100	75	100	75	50	75	75	100	75	100	82.5

表 3-5 2026 年主要资管中心制度型开放得分、排名与类型

排名	城市	得分	类型
1	都柏林	97.5	高度开放型
1	卢森堡	97.5	高度开放型
1	法兰克福	97.5	高度开放型
1	巴黎	97.5	高度开放型
1	香港	97.5	高度开放型
6	伦敦	95.0	高度开放型
6	多伦多	95.0	高度开放型
6	新加坡	95.0	高度开放型
9	苏黎世	92.5	开放型
10	波士顿	87.5	开放型
10	纽约	87.5	开放型
10	芝加哥	87.5	开放型
10	洛杉矶	87.5	开放型
10	东京	87.5	开放型
15	上海	82.5	通道型

注：10 项三级指标等权平均；并列排名采用同名次处理。类型阈值为：95 分及以上为高度开放型，85—95 分为开放型，70—85 分为通道型

二、开放类别

高度开放型。该类型包括都柏林、卢森堡、法兰克福、巴黎、香港、伦敦、多伦多和新加坡，共 8 个城市。欧盟四城依托资本自由流动、UCITS 产品护照、统一投资服务规则、TARGET2-Securities 和第三国基础设施认可体系，在机构、产品、资本和基础设施方面形成完整链条，得分均为 97.5；其主要扣分项是 GDPR 框架下的国际数据传输条件。香港兼具普通市场准入、基金互认和多层次金融基础设施连接，得分同为 97.5。伦敦在 2025 年境外基金认可制度进入稳定申请阶段后，“跨境基金与 ETF 产品通行”由 50 升至 75，综合得分由 92.5 提高至 95。新加坡和多伦多则分别依托区域基金框架、开放的资金和数据规则形成专业化国际枢纽。

开放型。该类型包括苏黎世、美国四城和东京，共 6 个城市。美国在机构准入、证券投资、资金汇兑、托管结算和衍生品方面均为 100 分，但境外注册基金面向美国公众销售受到《投资公司法》第 7(d) 条的严格约束，“跨境基金与 ETF 产品通行”仅为 25 分；2025 年对外投资安全规则和数据安全规则

又使 I5 和 I9 由 100 降至 75，四城得分从 92.5 降至 87.5。这一结果说明，全球最大资管市场并不意味着所有跨境制度维度均处于最高开放档位。东京的短板集中在外资牌照待遇、跨境产品通行和非居民证券准入，得分为 87.5。苏黎世的主要限制则是境外集合投资计划销售范围，得分为 92.5。

通道型：以互联互通和试点机制逐步替代全面管制。上海、北京和圣保罗处于 70—85 分区间。该类型并非缺乏跨境业务，而是跨境业务较多依赖特定资格、额度、指定通道、专门账户或区域试点。其优势是可以在不一次性取消全部资本项目管理的情况下，通过可控通道持续扩展业务范围；其局限是制度碎片化程度较高，机构需要同时处理多个资格、账户和业务边界。上海因交易所互联、离岸账户、风险管理和数据操作指引形成城市增量，2026 年达到 82.5 分，已经接近开放型门槛；北京主要使用全国性制度基准，得分为 72.5。圣保罗在汇率法和国际数据传输规则改革后达到 75 分。

综上，可以有如下三点结论，首先，制度开放的领先者并非只有超大资本市场，卢森堡、都柏林、香港和新加坡等平台型中心依靠规则互认和基础设施连接同样能够处于第一梯队。其次，产品通行和数据跨境已成为决定城市类型的主要变量，未来年度变化也最可能来自这两类规则。第三，地缘政治正在使成熟市场出现选择性收紧。

第四节 上海制度型开放的阶段与现状

一、四个阶段的发展

上海制度型开放得分由 2021 年的 65 分提高至 2026 年的 82.5 分，累计上升 17.5 分。具体看，2021 年和 2022 年均为 65 分，2023 年升至 70 分，2024 年保持 70 分，2025 年升至 75 分，2026 年进一步升至 82.5 分。排名由 2021 年的并列第 16 位提高至 2025 年和 2026 年的第 15 位。由于样本中高分城市集中并存在大量并列，得分改善并不会直接转化为同幅度的名次上升，但仍能清晰地通过划分阶段看到上海发生的结构性调整。

第一阶段：机构开放先行，跨境功能仍受约束。2021—2022 年，上海对证

券、基金管理公司外资股比限制已经取消；外资牌照、境外投资者准入和跨境结算已有稳定通道，但仍存在专门规则；跨境产品、境外配置、账户汇兑和风险工具覆盖有限；金融数据出境主要面临原则性限制和逐案合规压力；按 IOSCO MMoU 附录 A 基准为 100 分。这一阶段的特点是机构可以进入，但跨境经营链条尚不完整。

表 3-6 上海 10 项制度型开放指标的六年赋值

三级指标	2021	2022	2023	2024	2025	2026
外资持股与法人设立限制	100	100	100	100	100	100
资管牌照业务范围与国民待遇	75	75	75	75	75	75
跨境基金与 ETF 产品通行	50	50	50	50	100	100
境外投资者进入本地证券市场	75	75	75	75	75	75
本地机构和居民境外资产配置	50	50	50	50	50	50
跨境资金账户、汇兑与收益汇回	50	50	50	50	50	75
跨境托管、清算与结算可达性	75	75	75	75	75	75
跨境衍生品及风险管理工具准入	50	50	75	75	75	100
金融数据跨境传输与本地化限制	25	25	50	50	50	75
跨境监管合作、信息交换与执法协助	100	100	100	100	100	100
等权得分	65.0	65.0	70.0	70.0	75.0	82.5

资料来源：根据截至各年 6 月 30 日有效制度文件回溯赋值

第二阶段：互换通和数据合规路径形成。2023 年上海得分由 65 分升至 70 分，主要来自两项升档。互换通于 2023 年 5 月上线，为境外投资者管理人民币债券利率风险提供稳定通道；数据出境安全评估和个人信息出境标准合同制度先后形成可执行路径。2024 年《促进和规范数据跨境流动规定》增加豁免并调整数量阈值，但重要数据和大规模个人信息仍需评估。

2025 年上海得分由 70 分升至 75 分，全部增量来自“跨境基金与 ETF 产品通行”。中国证监会自 2025 年 1 月 1 日起将内地与香港互认基金客地销售比例由 50%提高至 80%，允许集团内海外关联机构承担投资管理职能，并为更多常规基金类型预留空间。上海则同时拥有上交所与香港、新加坡、巴西等市场的 ETF 互联和跨市场产品安排。2025 年 5 月中巴 ETF 互通首只产品落地后，上海已形成“基金互认+多市场 ETF 互通”的组合机制。按照功能等效原则，多个稳定机制合计实现主要基金和 ETF 的双向产品通行，因此“跨境基金与 ETF 产品通行”

评为 100 分。

第四阶段，2026 年三项同步升档。2026 年上海得分由 75 分升至 82.5 分，增量 7.5 分，分别来自资金账户、风险管理和数据合规三个环节，表明上海的制度型开放开始由“市场连接”向“跨境业务全链条”延伸。首先是账户和汇回场景扩大。上海自贸离岸债相关措施和浦东新区法规形成了发行、账户、登记托管、清算结算及本息汇出的正式制度链条；“跨境金融 18 条”70 项任务中已有 65 项落地，自由贸易账户和离岸账户对多类跨境场景的支持进一步扩大。由此，跨境资金账户、兑换和收益汇回从“正式路径存在但限制明显”升至“稳定覆盖多类场景”。但相关业务仍以特定主体、专门账户和离岸在岸隔离为基础，资本项目边界尚未完全取消。其次是主要风险管理工具形成组合覆盖。2026 年 6 月，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行和中信银行 6 家银行获准利用中国外汇交易中心平台在上海自贸区开展离岸人民币外汇交易，并完成首批即期、远期和掉期交易，货币对覆盖美元、欧元、日元、港币、英镑和加拿大元。该试点叠加互换通、QFII 衍生品准入以及上海期货期权市场对外开放，使非居民可以通过不同持牌渠道管理利率、汇率、权益和商品等主要风险。再次是从一般合规路径转向行业操作指引。上海自贸区临港新片区形成证券和公募基金两个领域的数据跨境操作指引，截至 2026 年 6 月已有 6 家外商独资基金公司完成跨境数据传输。这意味着资管机构不再只能依赖一般性安全评估或标准合同规则，而是获得了面向行业场景的可执行路径。但仍保留重要数据认定、数量阈值和安全评估制度，因此不能评为 100。

二、与美、日等地的差距

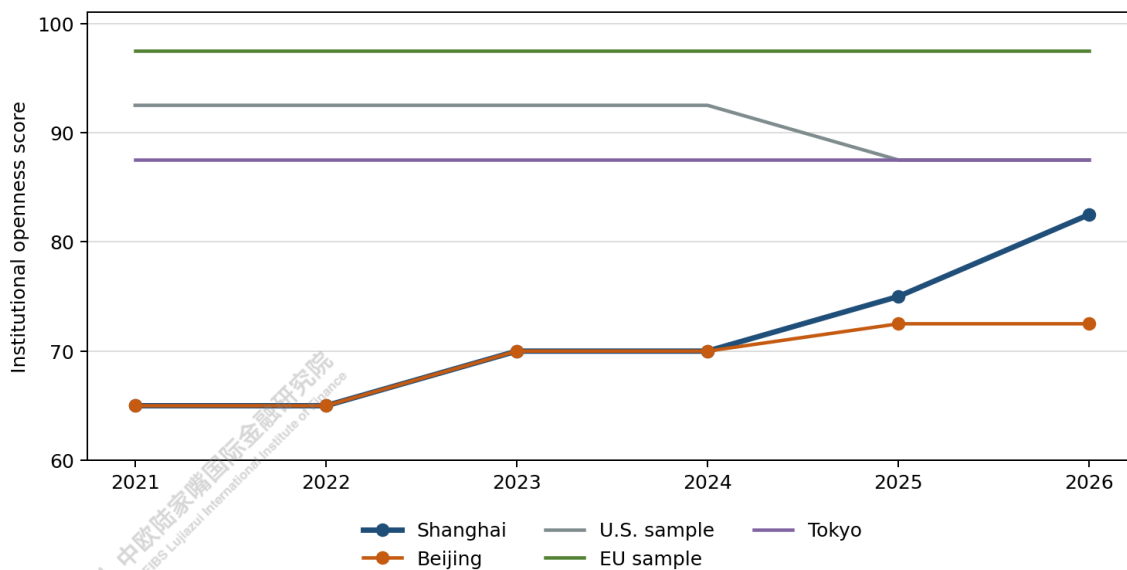
表 3-7 2026 年上海与主要比较对象的制度型开放差距

比较对象	对方得分	上海差值
北京	72.5	+10.0
美国四城	87.5	-5.0
欧盟样本城市	97.5	-15.0
东京	87.5	-5.0

注：差值为“上海得分—比较对象得分”。欧盟样本城市包括都柏林、卢森堡、法兰克福和巴黎。

数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

图 3-1 上海、北京与主要成熟市场制度型开放得分对比（2021—2026 年）



注：欧盟样本为都柏林、卢森堡、法兰克福和巴黎；美国样本为波士顿、纽约、芝加哥和洛杉矶。

资料来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

第一，上海与北京的差异已经由局部试点形成。2026 年上海比北京高 10 分。北京与上海共享外资股比、QFII、债券通、互换通、数据出境和 IOSCO 合作等全国制度，但上海拥有交易所多市场 ETF 互联、自贸离岸业务、离岸人民币外汇交易和临港资管数据指引等城市专属制度。因此，上海的领先在于对城市已经形成的可执行增量进行计分。2025 年上海仅比北京高 2.5 分，2026 年差距扩大到 10 分，说明陆家嘴论坛相关政策和离岸金融制度建设已经开始转化为可识别的城市功能。

第二，上海与美欧日的差距已从“全面落后”转为“结构性差距”。上海 2026 年低于美国和日本 5 分，低于欧盟 15 分。与美国相比，上海在跨境基金与 ETF 产品通行上高 75 分，但在牌照国民待遇、非居民普通市场准入、境外资产配置、普通账户汇兑和普通托管路径上各低 25 分；与欧盟相比，上海在大部分指标上已经达到相同档位，差距全部集中在跨境制度方面；与日本相比，上海在跨境产品上高 50 分，但在境外配置、账户汇兑和托管结算方面合计低 100 分。由此看，上海应针对仍然影响全球资产配置效率的关键环节实施改革。

2021—2026 年上海制度型开放经历了由机构股权开放、互联互通扩围，到

离岸账户、风险管理和数据规则同步完善的递进过程。2025 年产品通行实现单项突破，2026 年跨境业务链条出现多点升档，使上海从与北京基本相近的全国性通道型市场，转向具有明显城市制度增量、接近全球开放型门槛的资产管理中心。下一阶段的制度重点有如下几个方面。第一，推动外资机构“准入后国民待遇”进一步落实，将股比开放转化为产品、客户和跨境经营范围的实质一致。第二，逐步从 QFII、互联互通和专门账户等通道式开放，转向规则统一、登记便利、渠道可替代的市场准入体系。第三，扩大本地机构和居民境外资产配置的稳定额度和产品范围，进一步缩小与欧盟的差距。第四，将自贸账户、离岸账户和普通在岸账户之间的资金规则进一步标准化，提高本金、收益和担保品跨境调拨效率。第五，把证券、公募基金数据指引扩展至私募、保险资管、银行理财和托管等更多主体，并形成重要数据识别和合规安全港。

CEIBS | 中欧陆家嘴国际金融研究院
CEIBS Lujiazui International Institute of Finance

分报告

CEIBS | 中欧陆家嘴国际金融研究院
CEIBS Lujiazui International Institute of Finance

专题一

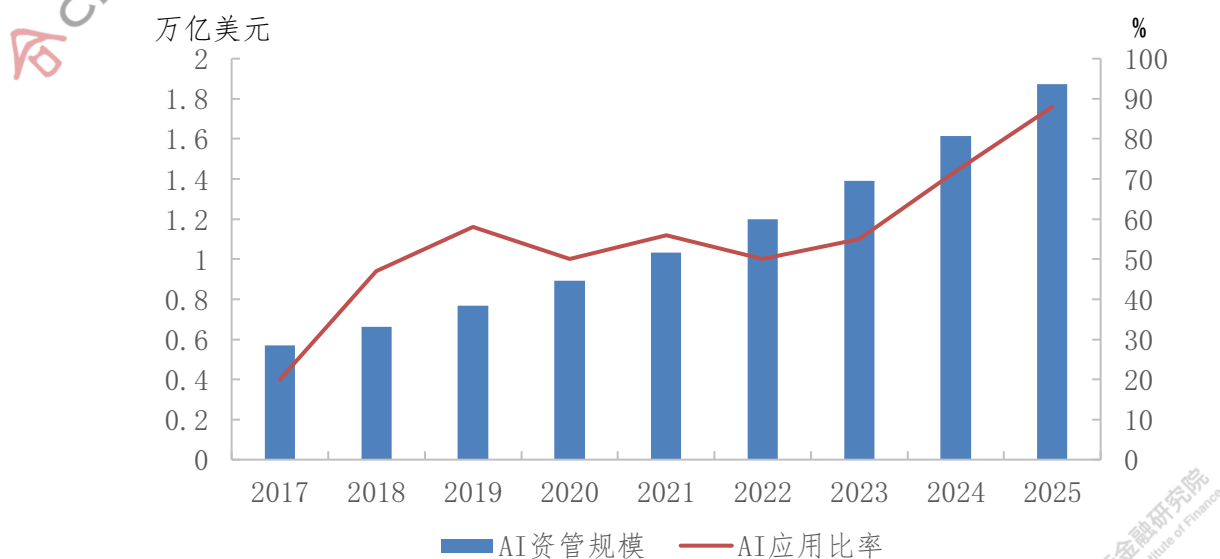
AI 在资管行业的技术应用及相关风险防范

本章核心结论 当前，人工智能正在加速重构资管行业生态，技术应用的深化对资管行业带来了新的机遇和挑战。AI 技术的应用催生出 AI 驱动型基金和 AI 增强型基金，人机结合下的 AI 增强型基金凭借在证券选择上的优势为投资者带来超额收益。然而，技术红利通常伴随着潜在风险，因而在关注人工智能带来的效率革命的同时，也应注意到 AI 应用带来的模型风险、行为风险和市场风险，从而更好地统筹发展与安全。纵观全球，美国采取技术中性立场将现有监管框架延伸至 AI 应用，欧盟的专项立法模式以及英国的监管沙盒模式为 AI 风险防范提供了参考。

第一节 AI 在投资组合管理中的应用概况

在新一轮科技革命浪潮中，人工智能正在深刻影响千行百业。资管行业作为知识密集型行业，对技术变化极为敏感，在成本削减与收益增厚等动机驱使下，正在更加深入地将人工智能融入投资组合管理全流程。据统计，AI 在资管机构中日益普及，2025 年已有 88% 的机构至少在一个职能环节中使用人工智能。其中，约有三分之一处于规模化部署阶段，致力于推动人工智能在各业务单元进一步落地和拓展。^①同时，2022 年全球范围内基于人工智能的资产管理规模约为 1.2 万亿美元，据测算该规模在 2027 年将达 2.5 万亿美元，年均复合增长率为 16%。据此测算，2025 年人工智能驱动的资产管理规模已达 1.87 万亿美元。

图 4-1 全球 AI 资管规模与 AI 应用比率测算



注：部分缺失值按特定年均复合增长率测算。

资料来源：McKinsey, Raccoon AI

传统投资组合与基于人工智能的投资组合管理在各业务环节中呈现出显著区别。在数据处理环节，传统投资组合管理以静态历史数据为基础，其中以结构化数据为主，而人工智能技术则提供了强大的大数据分析能力，能够迅速处

^① <https://www.mckinsey.com/capabilities/quantumblack/our-insights/the-state-of-ai>

理海量新闻报道、社媒情绪、公司财报和经济指标等结构化和非结构化数据，为基本面分析、资金面跟踪以及情绪分析和舆情监控奠定基础。在投资决策环节，传统投资组合管理主要基于个体经验与直觉驱动，基于人工智能的投资组合管理更多地依赖客观数据和模型算法，进行风险收益分析。在组合再平衡环节，传统方式以固定期限或固定阈值为基准进行再平衡，在进行再平衡时资产配置结构通常已经显著偏离战略资产配置方案，伴随的时滞通常会造成风格漂移和投资目标偏离。在交易执行环节，传统方式依赖手动执行导致交易相对缓慢，通常会引发延迟成本等隐性交易成本，而人工智能通过流程自动化实现及时交易，大幅压缩了交易环节的执行落差。在风险管理环节，传统投资组合管理主要基于历史风险评估进行人工风险缓释，而人工智能推动了实时风险监测与动态风险预警，有助于实现主动风险缓释。

在市场发生较大波动时，传统投资方式的反应相对较慢，基于人工智能的投资组合管理能够快速响应并在一定程度上实现事前预测，大幅提高了风险管理的主动性和针对性。同时，两种方式在人工参与程度上存在显著差异，传统方式更多依赖人工干预，而基于人工智能的投资组合管理表现为人工监督下的有限参与。从总体上看，传统投资组合管理高度依赖主观判断，容易产生行为偏差，而基于人工智能的投资组合管理更多依赖数据驱动和算法支撑，能够大幅降低有限理性导致的行为偏差。

表 4-1 传统投资组合管理与基于 AI 的投资组合管理对比分析

领域	传统投资组合管理	基于 AI 的投资组合管理
数据处理	静态历史数据且结构化为主	动态实时数据，覆盖大量非结构化数据
投资决策	基于个体经验与直觉驱动	基于客观数据与模型算法
组合再平衡	固定期限或阈值，存在延迟	基于预测指标的自动再平衡
交易执行	手动交易致使执行较慢	自动化交易，及时响应
风险管理	历史风险评估与人工风险缓释	动态风险评估与主动风险缓释
市场波动反应	对市场波动反应缓慢	快速响应且能事前预测波动
人工参与	依赖人工干预	人工监督、有限参与
行为偏差	主观判断与行为偏差	数据驱动与算法支撑

随着人工智能技术与真实业务场景的深度融合，资管行业逐步涌现出一大批垂类大模型。其中，最成功的当属贝莱德的阿拉丁平台，将复杂的风险分析与投资组合管理、交易、运营和会计工具集成于统一的平台之上，全面覆盖机构投资者、财富管理机构和资产服务商，目前该平台支持的资管规模已突破 25 万亿美元。此外，摩根士丹利的 AI 投顾助手、摩根大通的 LLM Suite、东方汇理的 ALTO 平台、高盛的自主智能体以及瑞银的 UBS Red 平台均已将人工智能嵌入投研、交易与合规等核心环节，有力推动了资管机构控制成本并提升效率。

表 4-2 全球头部资管机构大模型应用概况

机构	平台	核心业务场景	技术细节
BlackRock	Aladdin	组合管理、交易执行	分布式计算+联邦学习+实时处理引擎
JPMorgan	LLM Suite	投研支持、辅助编程	私有云部署、多模型集成
Morgan Stanley	AI@MSDebrief	自动生成会议纪要	RAG 架构+GPT4，内部文档向量化
Amundi	ALTO	投研、分销、ESG	投研销一体化、跨平台集成
Goldman Sachs	Autonomous Agents	会计处理、客户审核	接入 Claude，打造自主执行流程
UBS	UBS Red	投顾、客户服务	Azure OpenAI 服务+Azyure AI 搜索

资料来源：NotebookLM，嘉实财富

第二节 AI 增强型基金的 Alpha 来源：行业配置还是证券选择

近年来，人工智能已从概念验证阶段进入大规模产业化应用阶段。在资产管理行业，AI 技术在投资管理中的应用逐渐催生出 AI 驱动型基金和 AI 增强型基金两种典型模式。其中，AI 驱动型基金完全依赖 AI 算法主导投资决策，旨在实现选股、择时以及组合优化的全流程自动化。AI 增强型基金采用兼顾 AI 辅助

与人类判断的人机协同模式，旨在将 AI 工具嵌入传统主动管理的投资框架之中。

基于此，我们对代表性 AI 基金进行业绩对比、风险调整后收益分析以及业绩归因，系统评估两类基金的业绩特征并拆解收益来源，从而更好地理解现阶段 AI 赋能投资的实际效果。

一、业绩走势：长期稳定与短期占优

当前，全球范围内 AI 驱动型基金呈现科技公司主导与传统资管机构为辅的行业格局，代表性产品包括 EquBot 公司在 2017 年发起的 AIEQ 基金、Qraft 技术公司在 2019 年发起的 QRFT 基金、FINQ 公司在 2026 年发起的 AIUP 基金，以及利安资管和野村资管在 2024 年共同发起的 LIOO 基金。同时，AI 增强型基金则由传统资管机构主导，代表性产品包括贝莱德发起的 BAI 基金和智慧树发起的 AIVL 基金。

表 4-3 全球代表性 AI 基金概况

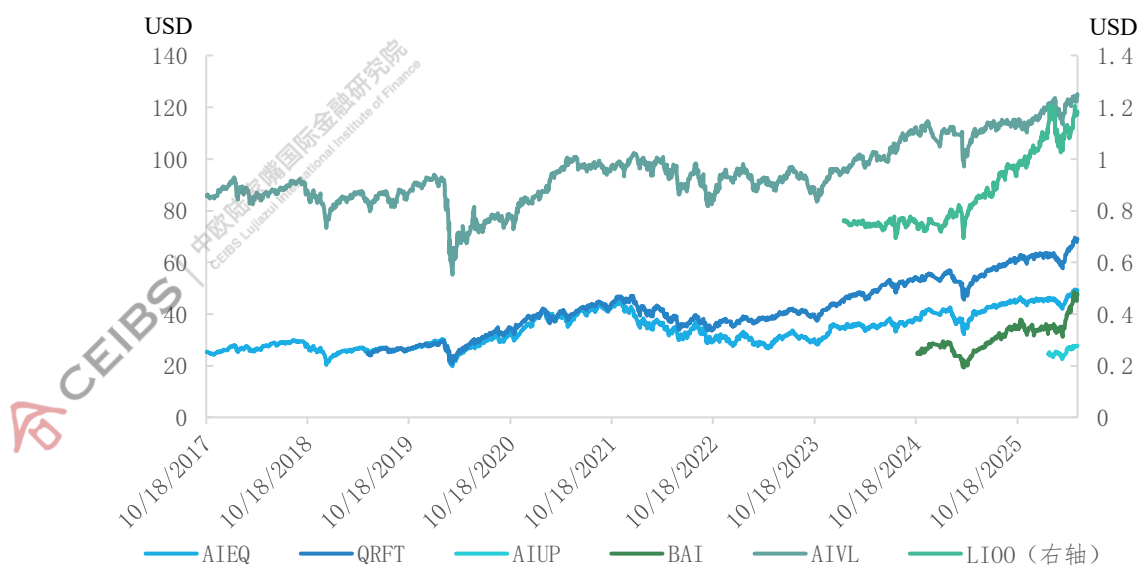
基金	基金全称	发起机构	成立时间	业绩基准
AIEQ	Amplify AI Powered Equity ETF	EquBot	2017-10-17	S&P 500
QRFT	QRAFT AI-Enhanced U.S. Large Cap ETF	Qraft Technologies	2019-5-21	S&P 500
LIOO	Lion-Nomura Japan Active ETF (Powered by AI)	Lion Global Investors, Nomura Asset Management	2024-1-31	TOPIX
AIUP	FINQ FIRST U.S. Large Cap AI-Managed Equity ETF	FINQ	2026-2-5	S&P 500
BAI	iShares A.I. Innovation and Tech Active ETF	BlackRock	2024-10-21	S&P 500
AIVL	WisdomTree U.S. AI Enhanced Value Fund	WisdomTree	2006-6-16	S&P 500

资料来源：机构官网

整体来看，自成立以来代表性 AI 基金均取得了可观收益。截至 2026 年 5 月

22 日，成立以来累计收益最高的基金当属 QRFT 和 AIEQ，两者累计收益率分别高达 176.28%和 95.52%，年化复合收益率依次为 15.61%和 8.11%，时间因素在该产品的收益积累中发挥重要作用。同时，年化复合收益率最高的基金是 BAI 基金和 AIUP 基金，分别高达 49.92%和 48.21%，两者成立时间均不足两年，但凭借成功的资产配置为客户获得 90.78%和 12.51%的累计收益。

图 4-2 AI 驱动型基金与 AI 增强型基金业绩比较



注：截至 2026 年 5 月 22 日；已将 LI00 基金从新加坡元转换为美元；鉴于当前 AI 发展水平与 2006 年已有较大区别，此处将 AIVL 基金的研究区间与 AIEQ 保持一致。

资料来源：Refinitiv, Wind

二、风险调整后收益分析：业绩基准与风险水平

基金业绩不能局限于长短期收益，需要结合比较基准和风险水平综合考察。

将业绩比较基准纳入考量后可以发现，AI 的应用并不一定会带来超额收益。就业绩比较基准而言，AIEQ 基金、QRFT 基金、AIUP 基金、BAI 基金和 AIVL 基金多以美国大型股票为主要投资标的，因而业绩比较基准为标普 500 指数。与此同时，LI00 基金的投资标的则是日本当地股票，因而业绩比较基准为东证股价指数 (TOPIX)。在 6 只代表性基金中，仅 AIEQ 基金和 AIVL 基金未跑赢业绩比较基准，其余 4 只基金均获得了相对于基准指数的超额收益，尤以 BAI 基金的超额收益最高 (63.06%)。

将风险水平纳入考量后可以发现，现阶段 AI 增强型基金表现最优。从夏普

比率来看，BAI 基金的风险调整效率最高，承担 1 单位风险能够获得相较于无风险利率 1.27 单位的超额收益。AIUP 基金、LI00 基金、QRFT 基金的风险调整效率次之，AIEQ 基金和 AIVL 基金表现最差。当考虑系统性风险时，詹森阿尔法能够更好地衡量主动管理能力，主要用于量化基金业绩相对于系统性风险所对应预期收益的超额收益。总体来看，BAI 基金的詹森阿尔法最高（1.19），表明在 AI 辅助下该产品的选股和择时能力最强，能够大幅跑赢 CAPM 模型计算出的预期收益，表明该模式下 AI 赋能所创造的价值最高。

表 4-4 AI 驱动型基金与 AI 增强型基金风险调整后收益比较

基金	超额收益	夏普比率	詹森阿尔法
AIEQ	-96.27%	0.25	-1.25
QRFT	15.37%	0.62	0.32
LI00	3.01%	0.67	0.22
AIUP	4.70%	0.68	-
BAI	63.06%	1.27	1.19
AIVL	-145.54%	0.05	-0.67

注：无风险收益率为一年期美国国债收益率在截止日当天的最新值。超额收益计算区间为基金成立至今，同时为简化处理将 AIVL 基金区间与 AIEQ 基金保持一致。由于 AIUP 基金成立不足一年，其詹森阿尔法暂时无法计算，同时夏普比率中存续期内收益率的标准差由日度收益率的标准差换算而来。

资料来源：Refinitiv, Wind

三、业绩归因：行业配置与证券选择

为深入拆解 AI 基金的收益来源，此处以业绩表现最优的 BAI 基金为研究对象，采用 Brinson-Fachler 模型对 2026 年至今的业绩进行归因。

总的来看，BAI 基金超额收益的核心来源是证券选择而非行业配置。今年以来，BAI 基金相对于标普 500 指数的超额收益高达 34.40%，其中行业配置效应总计 6.90%，证券选择效应高达 27.50%。

从行业配置来看，超配信息技术行业贡献了 9.26% 的主动收益，BAI 基金对该行业的配置权重高达 86.03%，远超比较基准 35.00% 的配置权重。同时，低配金融和医疗保健行业规避了收益下跌风险，为投资组合贡献了部分正向配置收益。此外，BAI 基金对其余行业的低配在一定程度上拉低了投资组合的收益，其

中对能源行业的低配对投资组合贡献了-1.10%的负超额收益。

从证券选择来看，AI 选股是 BAI 基金获得超额收益的核心引擎。BAI 基金通过 AI 辅助下的人工判断来精选个股，这种主动管理取得了远超宽基行业指数的收益，构成该产品创造 Alpha 的关键，反映了该模式在个股定价、因子挖掘与交易信号识别等方面的优势。具体来看，人机协同模式下的个股选择贡献的超额收益高达 27.50%，占投资组合总体超额收益的 80%。

总体来看，AI 驱动型基金和 AI 增强型基金可以长期取得稳定收益，但并不意味着能长期跑赢业绩基准。现阶段，AI 增强型基金采用的兼顾 AI 辅助与人工干预的人机协同模式能够取得较高超额收益，这主要是由于该模式具备卓越的个股选择能力和较强的行业配置能力。同类型基金的业绩分化现象表明 AI 并非万能，模型设计、训练数据和执行机制均影响到 AI 基金的最终业绩，因而应持续进行策略迭代和算法优化，不断提升 AI 创造超额收益的稳定性和可持续性。

表 4-5 基于 Brinson-Fachler 模型的 BAI 基金业绩归因

行业	组合权重	基准权重	主动权重	基准收益	行业配置效应	证券选择效应	超额收益
信息技术	86.03%	35.0%	51.03%	18.14%	9.26%	-	-
金融	0	12.0%	-12.00%	-5.36%	0.64%	-	-
通信服务	4.54%	11.0%	-6.46%	9.03%	-0.58%	-	-
可选消费	2.55%	10.0%	-7.45%	2.33%	-0.17%	-	-
工业	4.96%	8.8%	-3.84%	10.58%	-0.41%	-	-
医疗保健	0	8.5%	-8.50%	-3.39%	0.29%	-	-
必需消费品	0	4.9%	-4.90%	10.11%	-0.50%	-	-
能源	0	3.5%	-3.50%	31.52%	-1.10%	-	-
公用事业	0	2.3%	-2.30%	5.88%	-0.14%	-	-
房地产	0	1.9%	-1.90%	10.93%	-0.21%	-	-
基础材料	0	1.9%	-1.90%	9.91%	-0.19%	-	-
总计	-	-	-	-	6.90%	27.50%	34.40%

注：统计区间为 2026 年 1 月 1 日至 2026 年 5 月 22 日。鉴于 BAI 基金未披露行业收益，投资组合的证券选择效应可通过超额收益倒推计算。

资料来源：Refinitiv, BlackRock, S&P Global

第三节 AI 赋能资产管理存在的风险与挑战

当前，人工智能正以前所未有的方式重塑资管行业发展。然而，技术红利通常伴随着潜在风险，因而在关注人工智能带来的效率革命的同时，也应注意到蕴含的潜在风险与挑战，从而更好地统筹发展与安全。鉴于此，此处从数据和算法角度考察 AI 融合中蕴含的模型风险，从投资策略和交易行为视角探究 AI 融合对市场参与者带来的行为风险，并从市场内部和跨市场角度分析 AI 融合引发的市场风险。

一、模型风险

在数据层面，数据质量问题低估尾部风险。人工智能对数据的依赖性极强，因而数据质量对 AI 投资决策的可靠性至关重要。语料污染、数据噪音及样本偏差等现象在金融市场中时有发生，随之而来的错进错出（GIGO）对策略回测、交易触发等环节产生负面影响。由于宏观环境、金融周期、政策变革等因素影响，金融数据通常存在非平稳性特征。在此背景下，样本选择中的幸存者偏差通常会造成对预期收益的高估和尾部风险的低估，导致 AI 生成的投资策略在回测中表现较好，但在实盘中收益较低。

在算法层面，算法黑箱引发透明度风险。生成式 AI 内在的算法黑箱致使决策过程可解释性不足，模型复杂性导致投资决策难以追溯，加剧了技术逻辑与人类认知之间的鸿沟。AI 模型性能通常基于高维非线性拟合能力，然而模型精度的提升通常以牺牲透明度为代价。与此同时，投资决策需要以直观可解释的因果分析为基础，监管合规则要求标准化解释，从而造成准确性、合规性与透明度之间的三元困境。总体上看，AI 模型的复杂性降低了可解释性，从而造成在投资管理这一应用场景中对决策透明度、合规监管以及投资者信任程度产生负面影响。

二、行为风险

在投资策略层面，模型同质化引发策略拥挤风险。鉴于主流 AI 的模型架构相似、训练数据同源、优化目标相近，致使 AI 生成的投资策略天然趋同，进而

引发超额收益迅速衰减，最终导致投资策略失效。一是架构相似，当前 Transformer 架构已成为大语言模型和金融预测模型的主流模式，这就导致底层运行逻辑以及最终输出结果高度相近。二是训练数据同源，资管机构高度依赖的宏观经济数据、公开财报等数据高度相似，且数据供应商也较为集中，这就导致训练数据高度重叠、交易行为趋于共振。三是优化目标相近，资管领域垂类大模型多以风险调整后收益最大化为优化目标，目标函数的一致性进一步压缩了投资策略的多样性。

在交易行为层面，技术便利加剧市场操纵风险。生成式人工智能在便利合法投资行为的同时，也从信息传播、交易执行和规避监管等层面加剧了市场操纵行为。一是虚假信息的生成和传播加剧信息型操纵，生成式 AI 能以低成本批量生成虚假信息和对抗文本进行语料投毒，通过精准投送和传播引导市场舆情和投资者情绪，这一行为客观上构成信息型操纵。二是自动化交易放大交易型操纵，借助 AI 能够实现智能拆单与订单路由并自主扫描市场筹码分布，从技术上便利了幌骗、分层、对敲及拉高出货等交易型操纵行为。三是算法黑箱提升操纵行为的隐蔽性，AI 决策的不可解释性客观上造成主观操纵意图难以取证、穿透式监管审查失效，提升了市场监管和执法难度。

三、市场风险

在市场内部层面，顺周期性放大市场崩盘风险。AI 模型基于历史数据进行训练，天然具备延续市场动量的倾向，在经济上行期调高风险敞口，在经济下行期激进降杠杆，形成助长助跌的顺周期性。在牛市阶段，AI 策略的顺周期性倾向于持续加仓，不断推高估值并使其逐步脱离基本面，促使资产泡沫长期积累，客观上提升了崩盘发生的概率。当拐点出现时，AI 模型能够在短期内识别下行趋势，其快速执行能力能够引发瞬时流动性枯竭，进而放大价格波动和市场崩盘风险。

在跨市场层面，同质化交易加剧跨市场联动风险。传统投资组合理论认为，持有不同国家、不同资产类别能够有效降低投资组合风险，这主要是由于对应资产间的相关性相对较低。然而，AI 与投资管理的深度融合正在促进跨市场风险联动。从底层技术上看，AI 模型具备全市场多维数据同步处理能力，正在打破资产边界，覆盖股票、债券、外汇与商品的跨市场套利行为正在提升不同市

场间资产的相关性。从交易行为上看，AI 生成的趋同策略必然造成同质化交易，面对相同外部冲击时境内外投资者的交易行为产生共振，推动风险的跨市场传染。

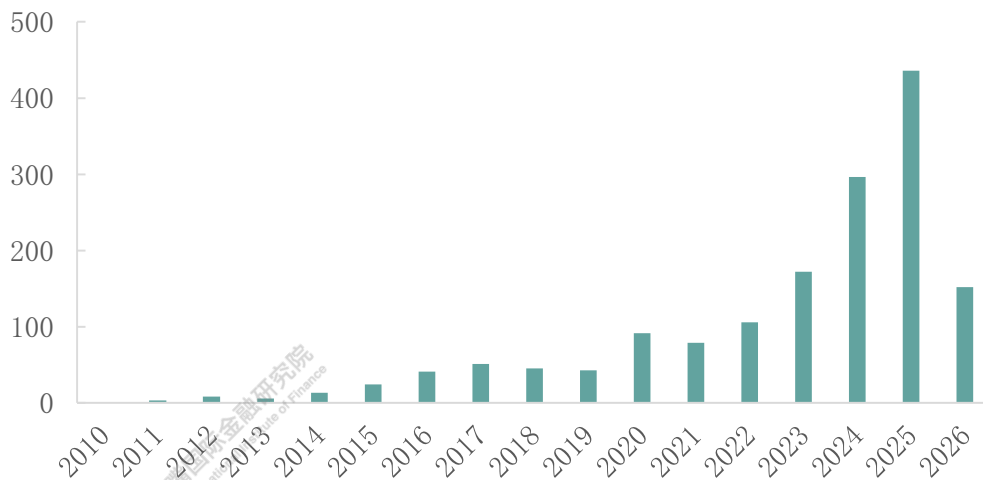
表 4-6 AI 赋能资产管理存在的风险

风险大类	风险层级	具体风险	风险动因	作用对象
模型风险	微观	低估尾部风险	数据质量问题	AI 模型
	微观	透明度风险	算法黑箱	AI 模型
行为风险	中观	策略拥挤风险	模型同质化	投资策略
	中观	市场操纵风险	技术便利	交易行为
市场风险	宏观	崩盘风险	顺周期性	金融市场内部
	宏观	跨市场联动风险	同质化交易	金融市场之间

第四节 全球资管领域的 AI 风险防范与监管

近年来，AI 技术逐步成熟，产业应用日益深化，在提高生产效率的同时潜藏风险隐患。在经历风险萌芽和持续发展等阶段后，AI 相关技术风险日趋爆发。据统计，2010 年全球 AI 风险事件共计 1 起，2020 年已增长至 91 起。此后，AI 相关技术风险进入指数增长期，2025 年全年 AI 风险事件高达 436 起。这表明在拥抱技术创新的同时，也应建立与之匹配的现代化风险防控和监管体系，更好地统筹发展和安全。

图 4-3 全球 AI 风险事件数量



注：截至 2026 年 7 月 20 日

资料来源：AI Incident Database

一、美国采取技术中性立场将现有监管框架延伸至 AI 应用

美国并未出台 AI 专项法案，而是依托现有证券法规体系，并将其延伸至智能资管领域，形成了存量法律延伸与专项指引补充的监管模式。具体而言，美国对智能资管的监管仍在《证券法》《证券交易法》《投资顾问法》等现有框架之内，通过监管指引、风险提示、解释性指引和专项执法等方式进行监管。这种技术中立的监管模式提升了监管的灵活性和适应性，避免了较长立法周期引发的监管滞后问题。

美国对资管领域 AI 的监管先后经历了框架搭建、覆盖扩容和执法强化等阶段。在框架搭建阶段，美国证券交易委员会（SEC）于 2017 年 2 月发布了首份针对智能投顾的监管文件《智能投顾监管指引》^①，明确技术改变的是服务形式，并未改变信义义务的实质内容，同时从信息披露、适当性及合规方面构建了对智能投顾的监管框架。在扩容发展阶段，SEC 在已有监管框架的基础上对智能投顾进行监管审查，并对行业普遍存在的合规缺陷进行风险警示^②，同时对利用新兴技术进行预测性数据分析中潜在的利益冲突问题进行规范^③。在执法强化阶段，

^① <https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2017-02.pdf>

^② <https://www.sec.gov/files/exams-eia-risk-alert.pdf>

^③ <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2023/34-97990.pdf>

SEC 通过 AI 解释性指引主动引导市场预期，通过设立 AI 专项工作组^①和 AI 披露建议^②推动执法跟进。

表 4-7 美国 SEC 对 AI 监管的系列文件

年份	监管文件	主要内容
2017-2	智能投顾监管指引	首次系统阐述智能投顾的披露义务、适当性义务与合规计划要求
2021-11	智能投顾风险提示	披露智能投顾的审查结果，揭示行业普遍存在合规缺陷
2023-7	预测性数据分析利益冲突规则	要求经纪商和投顾识别、消除预测数据分析中的利益冲突
2025-6	AI 解释性指引	首次正式为受监管实体在交易、合规和风险管理等领域设定期望
2025-8	AI 专项工作组	加速 AI 在机构内部的整合，赋能员工提升效率并维护治理
2025-12	AI 对运营影响的披露建议	探讨 AI 披露框架，关注 AI 对企业内部运营和财务披露的影响

资料来源：SEC

二、欧盟以专项立法为指引实施风险分级监管

欧盟在 AI 治理领域走在世界前列，2024 年出台了全球首部 AI 专项立法——《人工智能法案》^③。欧盟对金融领域的 AI 治理主要聚焦应用场景的风险水平，将其划分为不可接受风险、高风险、有限风险以及最低风险四个层级。不可接受风险是指对人类尊严和基本权利构成固有威胁的风险，例如评估个人社会行为的社会评分系统以及通过虚假信息扭曲他人行为的信息型操纵行为。高风险是指人工智能作为安全组件使用或人工智能系统本身即为产品的情况，涵盖自然人信用评估以及寿险和健康险的风险评估与定价等场景。有限风险是指与用户互动或生成内容时对行为主体产生的误解风险，比如智能客服和会议转录等场景。最低风险不会影响人类决策或基本权利，包括邮件过滤和数据汇总等。

^① <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2025-103-sec-creates-task-force-tap-artificial-intelligence-enhanced-innovation-efficiency-across-agency>

^② <https://www.sec.gov/files/approved-artificial-intelligence-disclosure-recommendation-120425.pdf>

^③ <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2024/1689/oj/eng>

在风险分级的基础上，欧盟对 AI 应用实施差异化监管，依次对四类场景实施严格禁止、强制合规、透明度义务及无强制义务等监管措施。其中，对于产生不可接受风险的应用场景进行完全禁止，部署被禁止的人工智能系统将面临最高 3500 万欧元罚款或全球年度营业额 7% 的处罚。高风险人工智能未被禁止，但需在部署前完成合格评估、制作详尽技术文档、注册欧盟数据库、建立数据治理措施和人工监督机制并做好记录保存。有限风险仅触发透明度要求，在部署方面不受限制，但需对用户做好信息披露。最低风险并无任何强制义务，相关机构可自愿采纳行为准则和道德人工智能准则。

表 4-8 欧盟《人工智能法案》风险分级体系

风险等级	风险界定	监管要求	相关场景
不可接受风险	威胁人类权利及安全	严格禁止	社会评分系统，信息型操纵
高风险	涉及关键领域	强制合规	信用评估，保险产品定价
有限风险	交互类 AI	透明度义务	智能客服，会议摘要
最低风险	辅助类 AI	无强制义务	AI 搜索，数据汇总

资料来源：EUR-Lex

三、英国通过监管沙盒测试 AI 应用中的潜在风险

英国对 AI 的监管表现为现有监管框架下原则导向与监管沙盒的有机结合。《支持创新的人工智能监管方法》^①是英国对 AI 进行监管的纲领性文件，该文件是由英国科学、创新与技术部（DSIT）于 2023 年 3 月发布。该文件奠定了英国对 AI 监管的总体基调，即在应对风险与最大化机遇之间取得平衡。为此，白皮书提出监管机构应遵循的监管五项原则：安全、透明、公平、问责、可争议性。

在资管领域，监管机构不主张仓促立法，认为现有监管框架足以应对 AI 风险。为此，英国金融行为监管局（FCA）于 2025 年 8 月发布指导性文件《人工智能与 FCA》^②，形成以消费者保护和合规问责为抓手的监管框架。其中，《消费者责任》^③是 FCA 面向客户的主要视角，要求确保 AI 相关金融产品的透明度和

^① <https://www.gov.uk/government/publications/ai-regulation-a-pro-innovation-approach>

^② <https://www.fca.org.uk/firms/innovation/ai-approach>

^③ <https://www.fca.org.uk/firms/consumer-duty>

公平性，避免误导消费者。同时，《高管人员与认证制度》^①强调对高管人员的问责制，聚焦 AI 的安全使用。此外，FCA 于 2025 年 9 月推出了 AI 实时测试机制^②，携手金融机构在现实条件下测试 AI 在实时市场环境中的表现，及早识别潜在风险。AI 实时测试实质上是一种增强版监管沙盒，专注于处在 AI 金融产品开发 and 试验阶段的公司，通过实时监测为 AI 投资提供可预测的监管框架。英格兰银行对 AI 的监管主要通过物理基础设施、软基础设施和跨市场协调等方式展开^③。

表 4-9 英国对人工智能的监管举措

时间	主管部门	监管举措	主要内容
2023-3	科学、创新与技术部	支持创新的人工智能监管方法	提出监管五原则：安全、透明、公平、问责、可争议性
2024-2	科学、创新与技术部	英国 AI 监管原则的实施：监管机构的初步指导	帮助监管机构识别监管漏洞，支持监管机构化解监管风险
2025-8	金融行为监管局	人工智能与 FCA	不引入额外监管，依托现有监管框架平衡人工智能带来的机遇和挑战
2025-9	金融行为监管局	AI 实时测试	框架验证、人工智能系统测试
2025-10	英格兰银行	英格兰银行在人工智能、分布式账本技术和量子计算领域的创新方法	提供物理基础设施、软基础设施、跨市场协调、前瞻性风险监测

资料来源：FCA、BoE、DSIT

^① <https://www.fca.org.uk/firms/senior-managers-certification-regime>

^② <https://www.fca.org.uk/publications/feedback-statements/fs25-5-ai-live-testing>

^③ <https://www.bankofengland.co.uk/report/2025/the-boes-approach-to-innovation-in-ai-dlt-quantum-computing>

专题二

全球头部资产管理机构的资产配置与产品战略

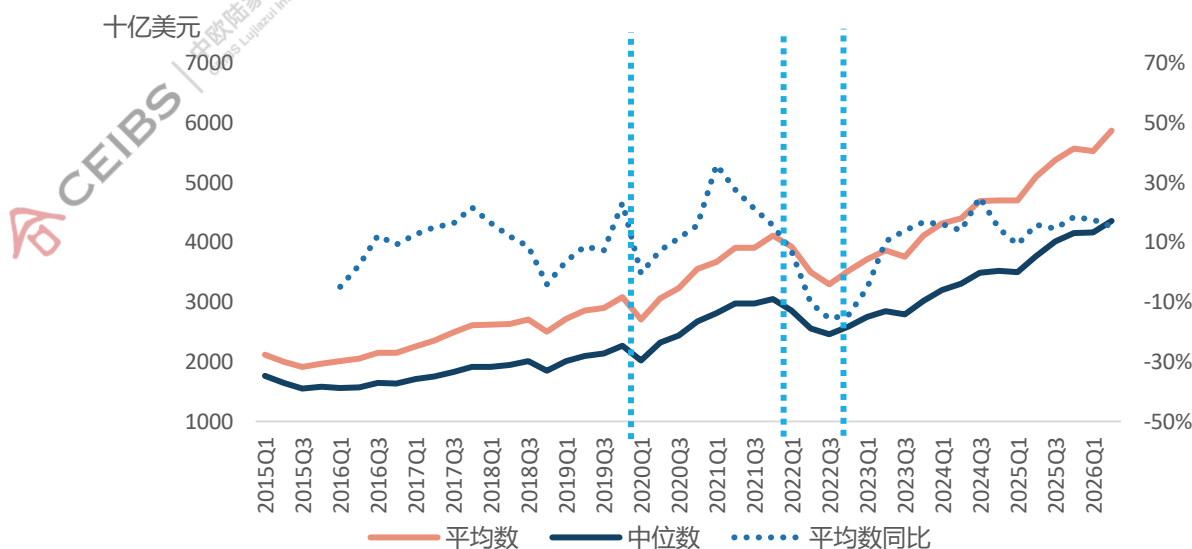
本章核心结论 2015 年至 2026 年一季度，全球前十大资产管理机构管理资产由约 19 万亿美元增至 55 万亿美元，年均复合增速约 10.2%。规模扩张并非线性过程，而是经历被动投资崛起、疫情冲击与反弹、全球加息调整以及人工智能与另类资产驱动的再扩张。贝莱德和先锋的领先优势继续扩大，头部机构的市场虹吸和平台效应明显增强。

头部机构的竞争已经从单一产品能力转向资产配置、并购整合、技术平台和全球网络的综合竞争。美国机构更依托 ETF、科技平台与另类资产扩张，欧洲机构更强调多资产和跨境渠道；中东与亚太成为新增业务的重要落点。未来行业集中度仍将提高，但资产配置将更趋多元，技术投入、私人市场能力和区域化服务将成为决定增长质量的核心变量。

第一节 全球前十大资管机构 AuM 演进阶段

2015 年至 2026 年第一季度，全球资管行业在多重宏观冲击下仍保持了稳定的向上趋势。前十大资产管理机构经历了显著的规模扩张，其资产管理规模（AuM）合计从约 19 万亿美元攀升至 55 万亿美元，11 年复合增速达 10.2%。但这一增长轨迹并非线性平滑，而是呈现出明显的阶段性波动特征，深刻反映了全球宏观经济周期、货币政策转向以及资产估值变化对资管规模的传导效应。

图 5-1 TOP10 资管机构 AuM 变动趋势 (2015Q3-2026Q6)



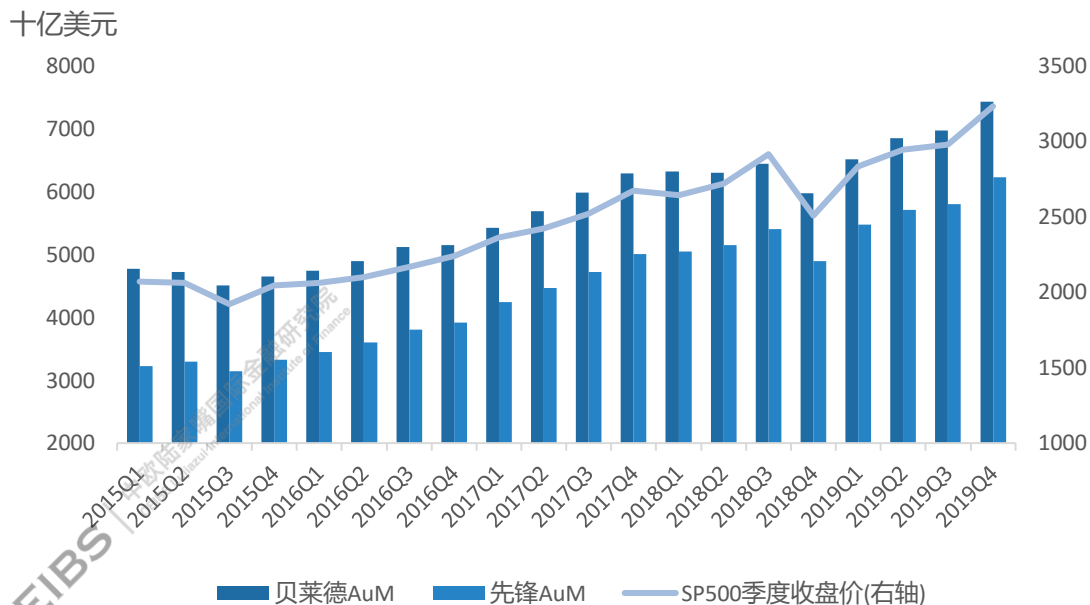
注：高盛 AUM 数据为 AUS (Assets under supervision)。先锋，富达，资本集团 2026 二季度数据为各自一季度数据

数据来源：机构官网，晨星

第一阶段：稳步增长与被动投资崛起 (2015Q1-2019Q4)。在此期间，TOP10 资管机构 AuM 总量从 19 万亿美元稳步增长至 31 万亿美元。这一阶段的核心特征是牛市行情与被动投资理念兴起。全球主要股票市场持续走牛，为权益类资产的规模增长提供了基础 Beta 收益。与此同时，ETF 等被动投资工具迎来爆发式增长。先锋集团与贝莱德在此阶段表现尤为突出，先锋 AuM 从 3.2 万亿美元激增至 6.2 万亿美元，贝莱德从 4.7 万亿美元增至 7.4 万亿美元，两家机构合计贡献了 TOP10 机构总增量的 40% 以上，初步显现出头部集中趋势，标志着行业

竞争格局的转变。

图 5-2 贝莱德及先锋 AuM 与 SP500 季度收盘价对比(2015-2019)



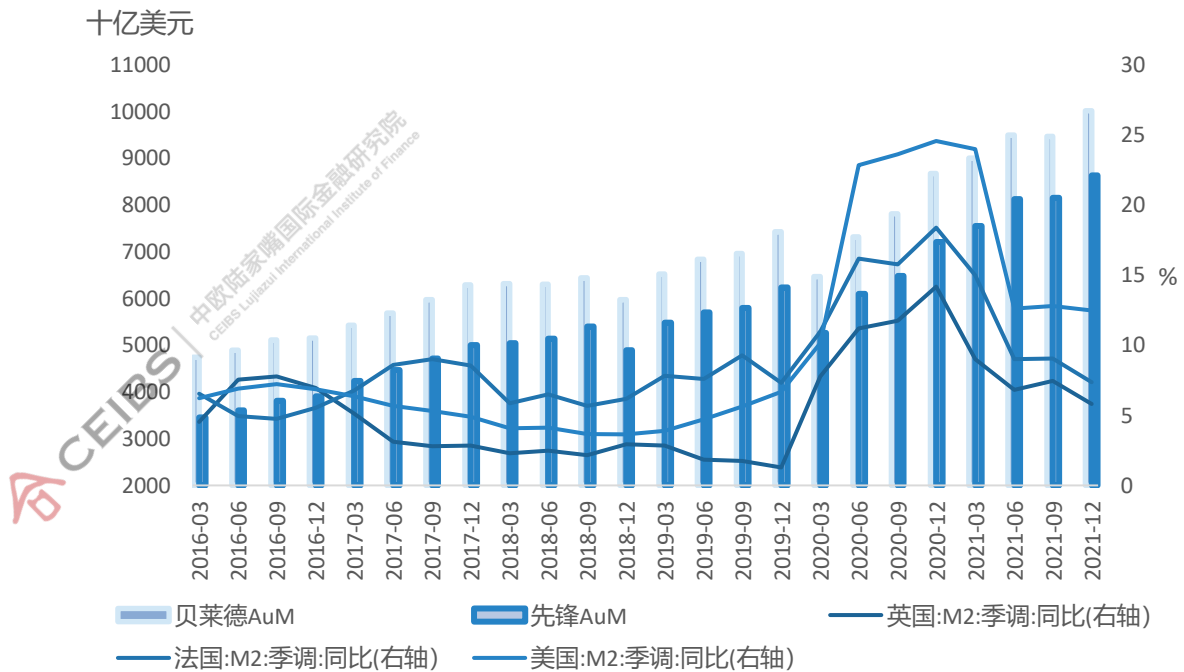
数据来源：机构官网，Wind，晨星

第二阶段：疫情冲击及 V 型反弹（2020-2021）。2020 年初爆发的新冠疫情对全球资管行业造成了剧烈负面冲击，前十大机构 AuM 合计环比骤降 12.2% 至 27 万亿美元的阶段性的低点。随着全球央行实施大规模宽松货币政策及各国政府推出财政刺激计划，全球资产价格迅速修复并创出新高。截至 2021 年第四季度，十家机构 AuM 合计强势反弹至 41 万亿美元，头部机构的抗风险能力与复苏弹性得到充分验证，先锋与贝莱德再次成为增长主力，其 AuM 分别从 5.3 万亿美元和 6.5 万亿美元反弹至 8.6 万亿美元和 10 万亿美元，合计增量接近 10 家机构总体增量的 50%。

第三阶段：加息调整及汇率波动影响（2022Q1-2022Q3）。随着美联储开启激进的加息周期以抑制高通胀，全球资管行业进入了短暂的调整阵痛期。2022 年，股债双杀的市场环境叠加美元走强带来的汇率负面效应，导致 TOP10 机构 AuM 合计从 40 万亿美元快速回落至 33 万亿美元。这一阶段的调整深刻揭示了资管规模对货币政策环境的高度敏感性：利率上行不仅直接压制了固定收益类资产的估值，也通过折现率上升降低了权益类资产的吸引力。值得注意的是，欧

洲头部机构在此阶段受到的冲击更为显著，东方汇理资管与安联的 AuM 分别从 2.2 万亿美元及 2.8 万亿美元下滑至 1.9 万亿美元及 2.2 万亿美元，降幅在短短半年内高达 17.2% 及 20.0%。显示出跨币种资管产品在美元强势周期下面临的额外汇率风险。

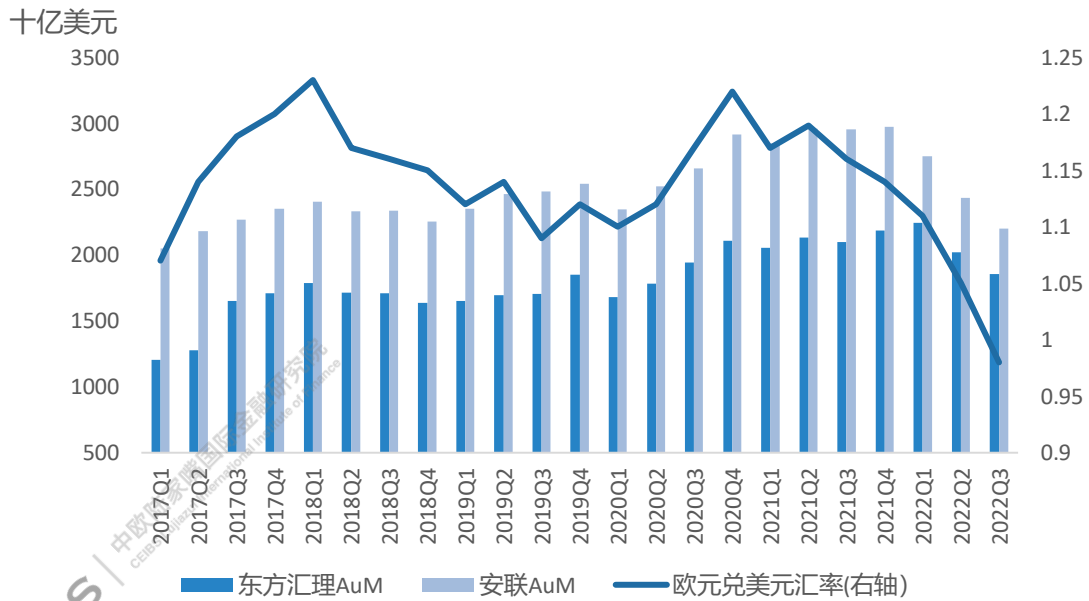
图 5-3 美英法三国 M2 规模同比变化及贝莱德、先锋 AuM 变化 (2016-2021)



数据来源：Wind，机构官网，晨星

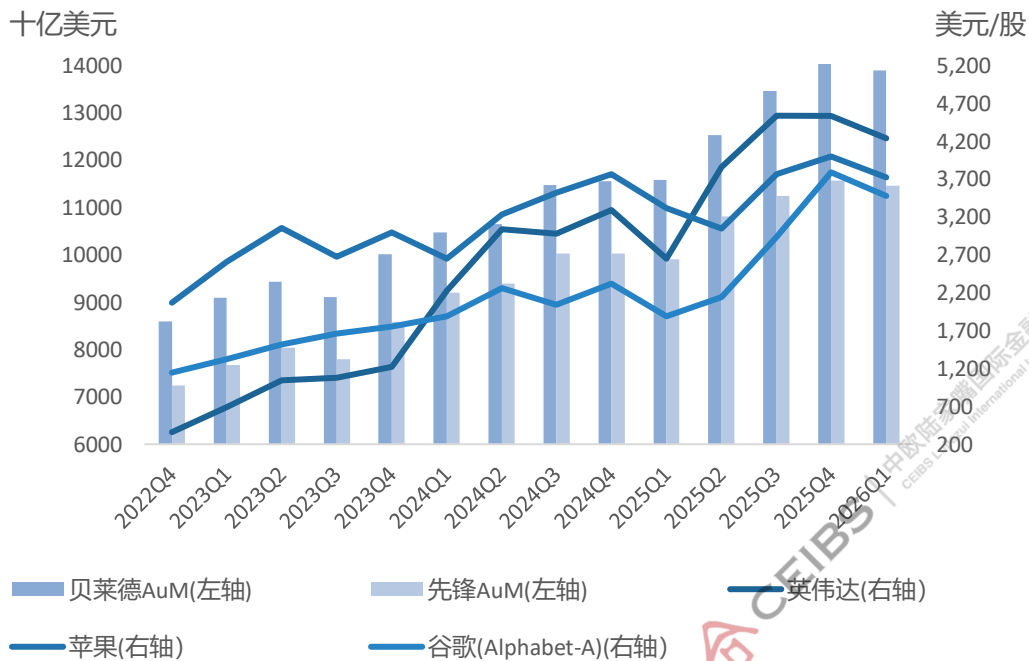
第四阶段：强劲复苏（2022Q4-2026Q1）。自 2022 年第四季度以来，全球资管行业开启了新一轮强劲复苏，TOP10 机构 AuM 合计在 2026 年第一季度创下 55 万亿美元的历史新高。驱动这一轮增长的核心因素包括人工智能技术革命引发的全球科技股牛市、ETF 产品的持续扩容以及另类投资领域的快速扩张。贝莱德与先锋继续巩固其领先地位，AUM 分别从 8.6 万亿美元和 7.2 万亿美元增至 14 万亿美元和 11 万亿美元，两家机构合计贡献了此阶段总增量的 48%。

图 5-4 欧元兑美元汇率与东方汇理及安联 AuM (2017Q3-2022Q3)



数据来源：exchange-rates.org，机构官网

图 5-5 贝莱德、先锋 AuM 与美股三大巨头市值历史(2022Q12-2026Q3)



数据来源：机构官网，Wind，晨星

第二节 头部资管机构发展策略与扩张路径

一、欧美投资策略的差异化发展

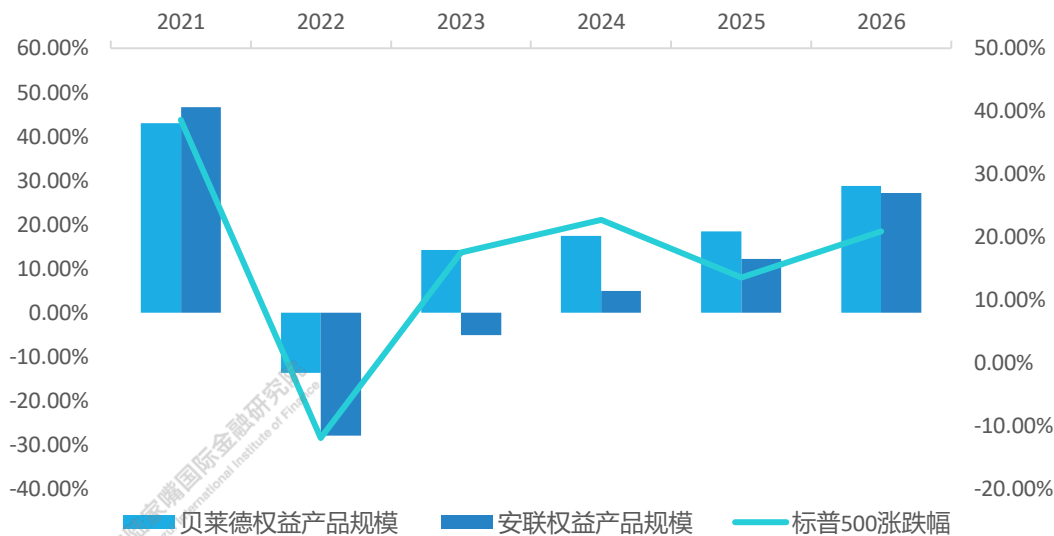
1. 美欧分别以主被动投资为重心

美欧头部资管机构在发展模式上的核心差异首先体现在投资策略的根基不同。美国机构以被动投资为核心引擎。贝莱德和先锋构建了极其丰富的 ETF 产品矩阵，涵盖杠杆、反向及主动管理 ETF 等多元类型，美国监管环境的宽松又极大地推动了产品迭代速度，使得贝莱德的 iShares 平台和先锋的低费率指数基金利用规模效应，通过极低的费率吸引海量资金，进而通过庞大的管理规模分摊固定成本，形成“低费率-高规模-低成本”的良性循环，成为全球被动投资的标杆。

相比之下，欧洲机构以主动管理为根基，这与其长期以来的零售客户结构和投顾文化密切相关。但面对美国被动巨头的竞争压力，欧洲机构被迫加速转型。东方汇理资管通过收购 Lyxor 迅速补齐了被动投资短板，安联则依托 PIMCO 在固定收益领域的主动管理能力维持竞争优势。尽管如此，欧洲市场的被动化进程仍显滞后，且产品创新主要集中在 ESG 等主题型被动产品上，缺乏结构性和工具型的深度创新。

这种策略差异导致了美欧两者在牛市中的分化。在由科技股驱动的牛市行情中，美国机构的被动产品能更充分地捕捉 Beta 收益，而欧洲机构受限于主动管理的仓位限制和选股能力，难以跟上市场涨幅。

图 5-6 贝莱德、安联及标普 500 同比增速变化 (202106-202606)

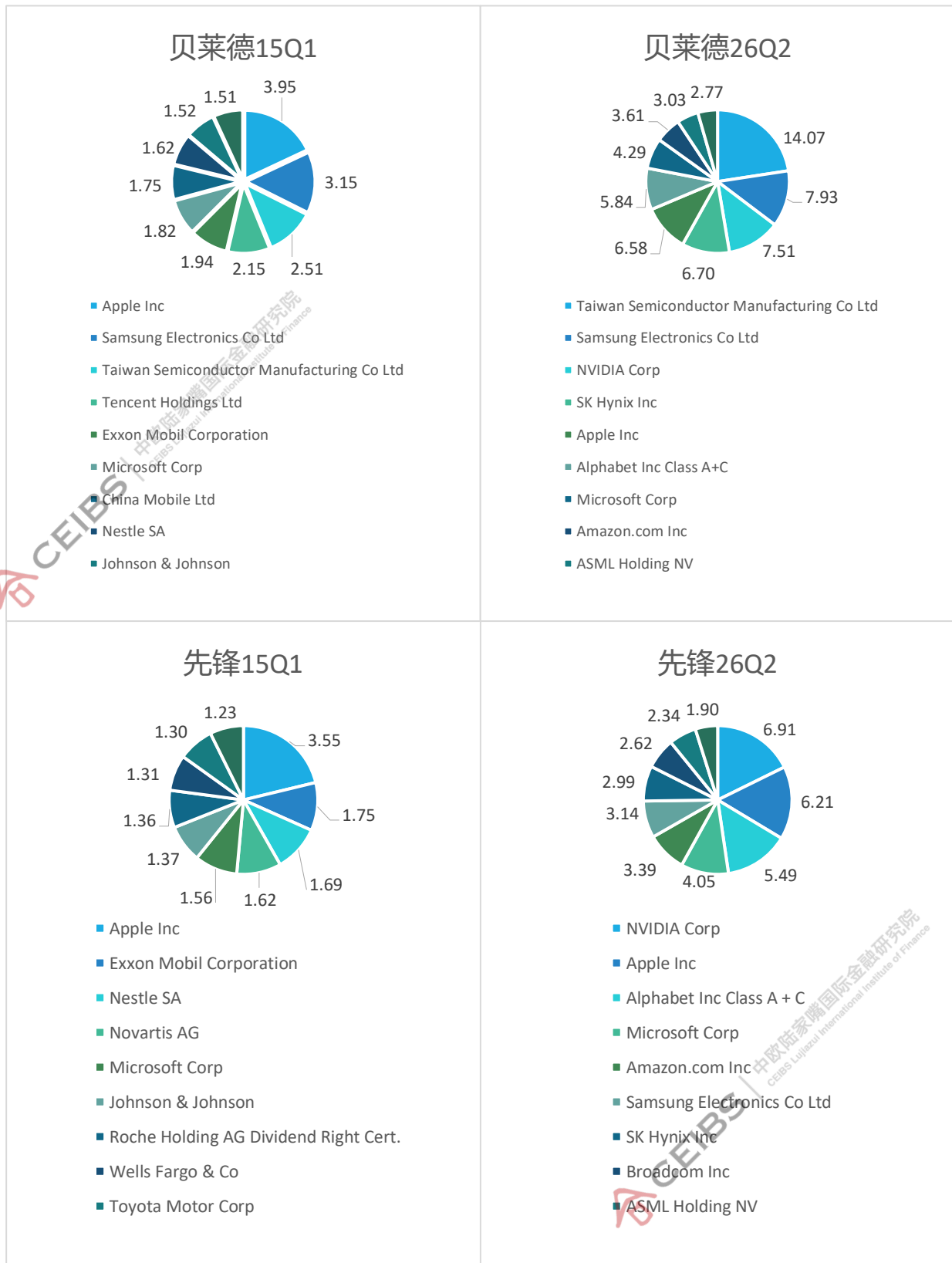


数据来源：机构官网，Wind

2. 科技股持仓占比持续提升

从 2015 年至今，科技股在头部资管机构权益产品中的占比持续上升。2026 年二季度，贝莱德及先锋规模最大的三只权益 ETF 的前十大持仓头寸均为科技公司，而在 2015 年一季度，分别仅含有 4 家和 2 家科技公司。其背后的原因是美股科技板块持续走出结构性长牛行情，盈利韧性、成长空间与估值回报显著碾压传统行业，成为机构配置的核心锚点。2015 年前后，美股市场仍以消费、工业、金融等传统板块为盈利主力，科技行业尚处于移动互联网发展中后期，产业红利尚未完全释放，头部科技企业营收规模与市场影响力相对有限，因此资管机构对科技股的配置偏向谨慎、仓位占比偏低。随后美股科技行业接连迎来云计算、产业数字化、生成式 AI 三轮核心技术浪潮，微软、亚马逊、英伟达、苹果等科技巨头持续拓宽商业边界，营收与净利润常年保持两位数高速增长，远远跑赢标普 500 指数整体增速。

图 5-7 贝莱德及先锋 TOP3 权益 ETF 持仓变化 (2015Q3-2026Q6)



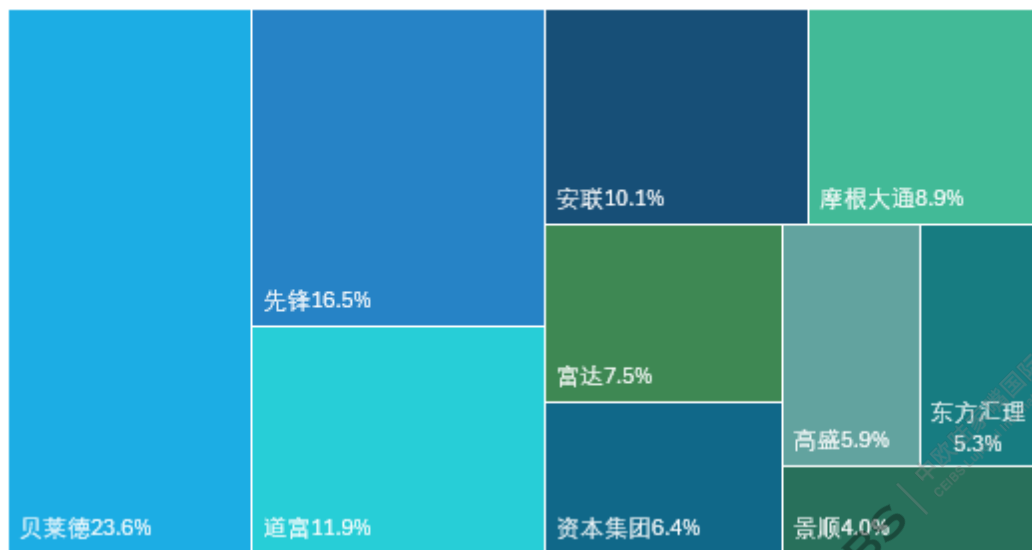
数据来源：EPFR，晨星

二、头部机构虹吸效应

规模优势直接转化为增速优势，形成正向反馈循环。根据数据^①，2024 年，全球资管行业管理资产规模（AUM）达到 118.7 万亿美元，行业呈现出高度集中的态势。前 10 强资管机构的管理规模占比高达 34.8%，相较于 2020 年提升了 4.8 个百分点。其中，贝莱德以 10.65 万亿美元的 AUM 独占行业 9% 的份额，稳居全球资管机构榜首。这种增速差异不仅体现在规模扩张上，更直接映射到盈利能力上，头部机构的平均净资产收益率（ROE）高达 18.7%，超出行业均值 5.2 个百分点。^②高盈利使得头部机构有能力在技术研发、人才引进和全球渠道建设上进行更大规模的投入，从而进一步巩固其市场地位。

对比 2015 年二季度及 2026 年一季度的地理集中度。欧洲地区竞争情况在 2015 年相对 2026 年更加激烈（HHI 分别为 0.023 及 0.005），而美国的 8 个机构竞争格局则呈相反趋势（HHI 分为 0.716 及 0.802）。贝莱德及先锋长年占据 TOP10 机构中接近一半的规模（CR2 分别为 40.1% 及 45.9%），排名前 5 的在总体占比中也较高（CR5 分别为 70.9% 及 73.2%），充分展现头部机构的虹吸效应。

图 5-8 TOP10 资管机构 AuM 占比 (201506)

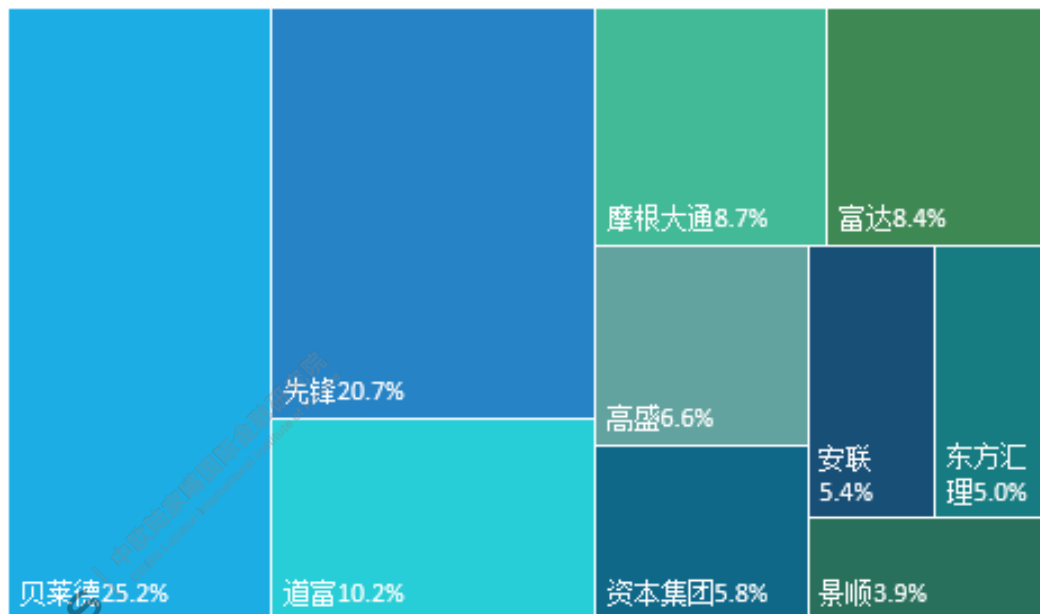


数据来源：机构官网，晨星

^① <https://www.usetrust.com/Research/Details.aspx?i=135355>

^② <https://www.usetrust.com/Research/Details.aspx?i=135355>

图 5-9 TOP10 资管机构 AuM 占比 (202603)



数据来源：机构官网，晨星

三、不同扩张路径

1. 并购扩大规模

我们可以把前十家机构划分为两类。一类是保险系，一类是非保险系。两者均围绕规模效应展开。

非保险系资管机构的扩张路径整合了“外延并购”与“内生制度创新”两种模式。如贝莱德在 2009 年对巴克莱全球投资者（BGI）的收购则直接获得了 iShares ETF 平台，这一举措确立了其在被动投资领域的霸主地位。与贝莱德的激进并购策略形成鲜明对比的是先锋领航，其完全依靠制度创新与内生增长实现了规模扩张，构建了行业内难以复制的成本优势。作为全球首家由基金持有人共同拥有的资管公司，其独特的治理结构使其能够长期维持远低于行业平均水平的费率，从而形成了极强的价格竞争力。

保险系资管机构兼具保险自有资金的稳定性与第三方业务的市场化扩张需求，其增长路径呈现出“并购整合补短板”这一特征。例如安联作为全球保险资管的领军者，通过并购品浩（PIMCO）来快速 AuM 实现增长。安联的保险资金为资管业务提供稳定的长期来源，而资管业绩反哺保险主业。东方汇理资管通

过收购 Pioneer Investments, Lyxor 等机构来强化业务并促使 AuM 快速上升。同时,其也通过搭建 ALTO 金融科技平台提升运营效率。

总体来看,保险系机构的增长逻辑深刻体现了“并购补短板”这一逻辑。安联通过并购顶级固收机构确立全球地位,东方汇理则通过并购实现从主动到被动、从机构到零售的业务转型。

表 5-1 贝莱德、安联及东方汇理资管并购历史

收购年份	被收购公司名称	公司类型
2005	State Street Research & Management Company ^①	投资管理
2006	Merrill Lynch Investment Managers ^②	投资管理
2009	Barclays Global Investors ^③	资产管理
2012	Claymore Canada ^④	ETF 运营商
2012	Swiss Re Private Equity Partners AG ^⑤	PE/基建 FoF
2015	FutureAdvisor ^⑥	数字财富管理
2017	Cachematrix ^⑦	金融科技服务商
2018	Tennenbaum Capital Partners ^⑧	另类投资管理
2018	Citibanamex(仅包含其 Asset Management Business) ^⑨	资产管理
2019	eFront ^⑩	另类投资管理软件提供商
2021	Aperio ^⑪	税务优化的定制指数权益投资组合提供商
2023	Kreos Capital ^⑫	私人债务经理

^① www.sec.gov/Archives/edgar/data/1060021/000119312504148930/dex991.htm, www.sec.gov/Archives/edgar/data/1060021/000119312505014715/dex991.htm

^② investor.bankofamerica.com/regulatory-and-other-filings/select-sec-filings/content/0000950123-06-012207/y25597exv99w1.htm#:~:text=NEW%20YORK%2C%20October%202%20%20On%20September%2029%2C,of%20the%20world%20s%20largest%20independent%20investment%20management%20firms.

^③ www.sec.gov/Archives/edgar/data/1364742/000134100409001192/blackrock_ex99-1.htm, www.marketswiki.com/wiki/Barclays_Global_Investors#:~:text=BGI%20is%20the%20asset%20management%20-arm%20of%20British,the%20U.S.%20and%20a%20dozen%20global%20investment%20markets.

^④ ir.blackrock.com/news-and-events/press-releases/press-releases-details/2012/BlackRock-to-Acquire-Claymore-Investments/default.aspx

^⑤ ir.blackrock.com/news-and-events/press-releases/press-releases-details/2012/BlackRock-to-Acquire-Swiss-Re-Private-Equity-Partners-AG-Announces-Strategic-Alternative-Investment-Partnership-with-Swiss-Re-Enhances-Private-Equity-Fund-of-Funds-Capabilities-Deepens-Presence-in-Switzerland/default.aspx

^⑥ ir.blackrock.com/news-and-events/press-releases/press-releases-details/2015/BlackRock-to-Acquire-FutureAdvisor/default.aspx

^⑦ ir.blackrock.com/news-and-events/press-releases/press-releases-details/2017/BlackRock-to-Acquire-Cachematrix/default.aspx

^⑧ www.blackrock.com/corporate/newsroom/media/press-releases/blackrock-to-acquire-tennenbaum-capital-partners

^⑨ ir.blackrock.com/news-and-events/press-releases/press-releases-details/2018/BlackRock-Completes-Acquisition-of-Asset-Management-Business-of-Citibanamex/default.aspx

^⑩ www.blackrock.com/corporate/newsroom/media/press-releases/blackrock-efront-acquisition

^⑪ ir.blackrock.com/news-and-events/press-releases/press-releases-details/2021/BlackRock-Completes-Acquisition-of-Aperio/default.aspx

^⑫ ir.blackrock.com/news-and-events/press-releases/press-releases-details/2023/BlackRock-Inc.-to-Acquire-

	2024	Global Infrastructure Partners ^①	基建基金管理公司
	2025	Preqin ^②	私人市场数据提供商
	2025	HPS Investment Partners ^③	另类投资
	2025	ElmTree Funds ^④	房地产私募股权公司
安联	2000	PIMCO ^⑤	投资管理
	2001	Nicholas-Applegate Capital Management ^⑥	对冲基金
	2001	Dresdner Bank ^⑦	银行
	2016	Rogge Global Partners(由安联旗下资管子公司 Allianz Global Investors 收购) ^⑧	固收资产管理
东方汇理资管	2013	Smith Breeden ^⑨	固收资产管理
	2014	Bawag PSK Invest ^⑩	资产管理
	2016	Kleinwort Benson Investors ^⑪	资产管理
	2016	Pioneer Investments ^⑫	资产管理
	2020	Sabadell Asset Management ^⑬	资产管理
	2021	Lyxor ^⑭	ETF 运营商
	2024	Alpha Associates ^⑮	资产管理
	2024	Aixigo ^⑯	科技公司

数据来源：机构官网，机构季度报告，SEC

2. 金融科技投入

科技赋能的差异进一步拉大了两者的差距。美国机构在金融科技上的投入更为激进且具有输出能力，贝莱德的 Aladdin 风险管理系统不仅服务于内部投资决策，更对外输出成为重要的收入来源，数据显示，自 2017 年起，Aladdin 平台收入被包括在技收入中 (Technology and risk management revenue)，虽

Private-Debt-Manager-Kreos-Capital/default.aspx

① www.blackrock.com/corporate/newsroom/media/press-releases/blackrock-completes-acquisition-of-global-infrastructure-partners

② www.blackrock.com/corporate/newsroom/media/press-releases/blackrock-completes-preqin-acquisition

③ www.blackrock.com/corporate/newsroom/media/press-releases/blackrock-acquires-hps-investment-partners

④ www.blackrock.com/corporate/newsroom/media/press-releases/blackrock-acquires-elmtree-funds

⑤ www.allianzgi.com/en/our-firm/our-history

⑥ www.allianzgi.com/en/our-firm/our-history

⑦ www.allianzgi.com/en/our-firm/our-history

⑧ hk.allianzgi.com/en-hk/our-firm/press-centre/allianzgi-completes-acquisition-of-rogge-global-partners

⑨ about.amundi.com/article/amundi-acquisition-smith-breeden-finalized#:~:text=Amundi%20Smith%20Breeden%20today%20announced%20that%2C%20following%20completion,Smith%20Breeden%20Associates%20is%20now%20Amundi%20Smith%20Breeden

⑩ about.amundi.com/article/amundi-acquires-bawag-psk-invest

⑪ about.amundi.com/article/acquisition-kbi-amundi-finalised

⑫ about.amundi.com/article/project-acquisition-pioneer-investments

⑬ www.credit-agricole.com/en/finance/financial-press-releases/banco-sabadell-and-amundi-announce-their-strategic-partnership-in-spain-alongside-amundi-s-acquisition-of-sabadell-asset-management

⑭ about.amundi.com/article/acquisition-lyxor

⑮ about.amundi.com/article/acquisition-alpha-associates

⑯ www.amunditechnology.com/article/amundi-acquires-aixigo

然统计口径在 2018 年二季度再次变为技术服务收入 (Technology services revenue) 且 2025 年一季度变为技术服务及订阅收入 (Technology services and subscription revenue), 但这一口径的主要收入来源一直为 Aladdin。技术服务收入由 2018 年二季度的 2 亿美元增长至 2026 年同期的 6 亿美元, 8 年复合增长率达 14.7%。相比之下, 欧洲机构的科技投入相对务实, 更多侧重于通过收购科技公司 (如东方汇理资管收购 Aixigo) 来增强特定环节的数字化能力, 缺乏系统性的技术输出平台。

表 5-2 TOP10 资管机构金融平台名称及相关数据

资管机构名称	平台名称	主要披露数据
贝莱德	Aladdin ^①	2026 年二季度 6 亿美元的技术服务收入的主要贡献部分
先锋	Expert Insights ^②	
富达	Optimus ^③	
道富	State Street Alpha ^④	2025Q2 帮助道富增加 3800 亿美金的 Assets Under Custody and/or Administration 收益
摩根大通	Spectrum ^⑤	2025Q4 平台 AuM 达 4 万亿美金
高盛	Marquee ^⑥	
资本集团	The Capital System ^⑦	截至 2025Q4 的 40 年间, 旗下的美国基金 1 年滚动周期回报超过晨星同类别的基金的占比达 64%
安联(PIMCO)	OPTI ^⑧	
东方汇理	ALTO ^⑨	9 万亿欧元的平台管理规模
景顺	Invesco Vision ^⑩	

数据来源: 机构官网

① 贝莱德 2026 年第二季度季报

② corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/articles/expert-insights-powerful-new-tool-advisors.html

③ www.fidelity.ch/static/master/media/pdf/download-material/FIL_Fidelity-Optimus-White-Paper.pdf

④ www.statestreet.com/alpha/insights/artificial-intelligence

⑤ am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/adv/about-us/spectrum-our-investment-platform/

⑥ marquee.gs.com/welcome/news/product-updates

⑦ www.capitalgroup.com/individual/about-us/capital-system.html

⑧ www.pimco.com/us/en/resources/client-solutions-and-analytics

⑨ www.amunditechnology.com/

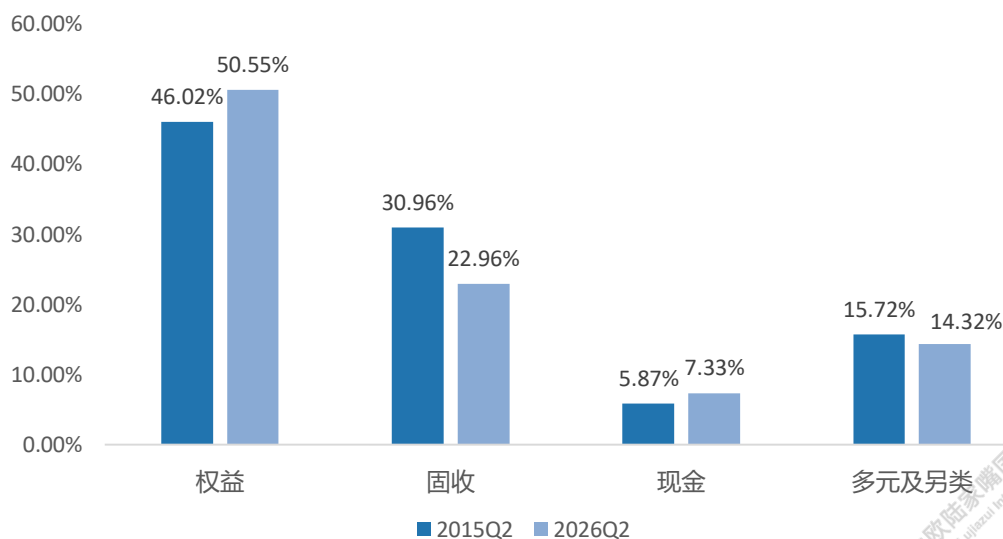
⑩ www.invesco.com/apac/en/institutional/capabilities/vision-platform.html

第三节 全球头部资管机构资产配置变化及其影响因素

一、头部机构资产配置全景

2015 至 2026 年上半年，全球前十大资产管理机构的资产配置结构经历了深刻的系统性重塑，是传统的资产类别轮动、宏观周期波动以及投资者风险偏好转移共同作用的结果。根据十家头部机构的汇总数据，五大核心资产类别（权益、固收、多元资产、另类投资、现金/流动性产品）的配置比例呈现出显著的结构分化特征。其中，权益类资产整体占比上行，成为推动行业规模扩张的核心引擎；固定收益类资产绝对规模普遍增长，但相对占比在多数机构中呈现下降趋势；现金及流动性产品的占比随着时间的推移不断上升，多元及另类资产的占比则小幅下降。

图 5-10 TOP10 资管机构权益、固收、现金、多元及另类资产配置占比变化
(2015Q2-2026Q2)



注：高盛 AUM 数据为 AUS (Assets under supervision)。景顺 2025 二 季度权益及固收产品规模因披露口径变化导致产品规模下降。先锋，富达，资本集团 2026 二季度数据为各自一 季度数据

数据来源：机构官网，晨星

这种资产配置的结构变迁，深刻反映了全球资管行业从“单一资产驱动”向“多资产协同”模式的演进。在 2015-2021 年的长期低利率与流动性宽松环

境中，权益资产的估值扩张效应显著，促使以贝莱德、先锋为代表的美国机构大幅提升权益配置比重，以捕捉市场贝塔收益。然而，2022 年宏观环境逆转，美联储激进加息，引发股债市场同时下跌，传统 60/40 组合的有效性降低，现金管理类产品的配置价值凸显。至 2025 年，随着 AI 科技浪潮推动美股反弹及降息预期的确立，行业资产配置结构再次进入动态调整期，呈现出权益主导、现金高企、的新态势。

正如前文所述，头部资管机构均通过并购来实现规模增长及业务强化，但在资产配置策略上各有特点。美国独立系机构（贝莱德，先锋）普遍采取高权益占比策略，以顺应被动投资浪潮；欧洲资管机构（东方汇理，安联）则坚守固收核心，以匹配负债端的稳定性需求；美国银行系机构（摩根大通，高盛）则依托母行资源，在权益、流动性产品与固收资产之间寻求平衡。这种策略分化基本解释了头部机构在过去十年的业绩表现差异。

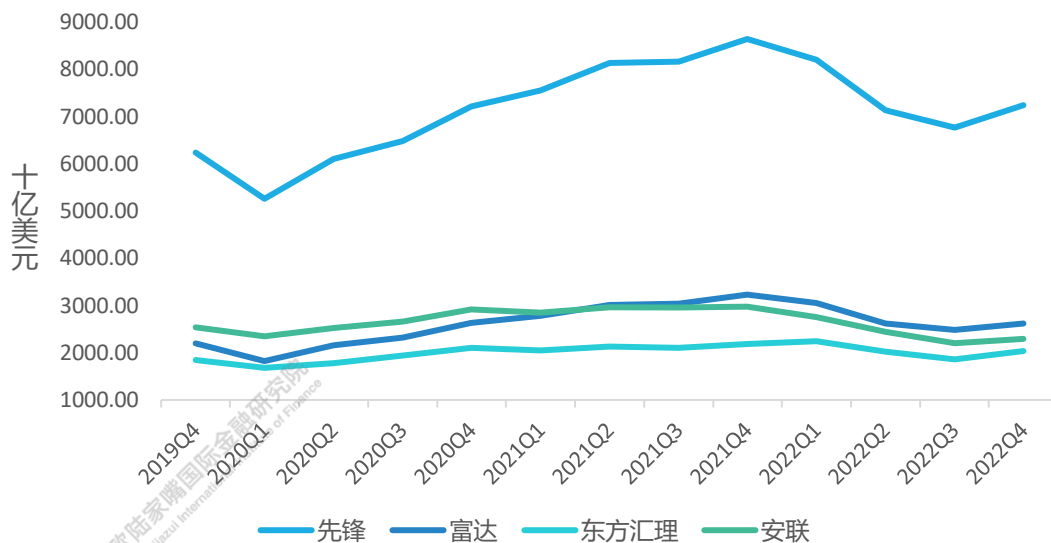
二、利率周期的影响

回顾 2015 年至 2025 年，全球货币政策环境呈现出显著的阶段性波动特征。2015 年至 2018 年，美联储处于首轮加息周期。而同期中国货币政策保持相对独立，形成了“美紧中松”的初步分化格局。这一阶段，全球资管机构在温和的利率上行环境中，依然能够享受权益资产估值修复带来的规模增长。截至 2018 年四季度，标普 500 指数 3 年复合增长率为 7.0%，推动了贝莱德、先锋等机构的 AUM 稳步扩张。

2019 年至 2021 年，货币政策转向全面宽松。2019 年美联储开启降息周期，2020 年疫情爆发后更是实施了无限量化宽松（QE）。史无前例的流动性泛滥推动了风险资产价格的暴涨。这点同样反映在权益占比最高的两家机构（先锋和富达）的权益持仓中。

然而，2022 年宏观环境发生剧烈逆转，美联储为应对高通胀全年激进加息 425 个基点，这种极端的利率飙升引发了全球范围内的股债双杀，导致行业 AUM 出现十年来唯一的负增长。在美联储激进加息的周期中，利率上行对资产估值的压制效应显著，促使全球头部机构普遍采取防御性的资产配置策略。安联和东方汇理作为固收产品占比最高的两家机构，其固收产品的占比下滑顺应行业趋势。

图 5-11 TOP2 权益及固收最高占比机构 AuM 历史 (2019-2022)



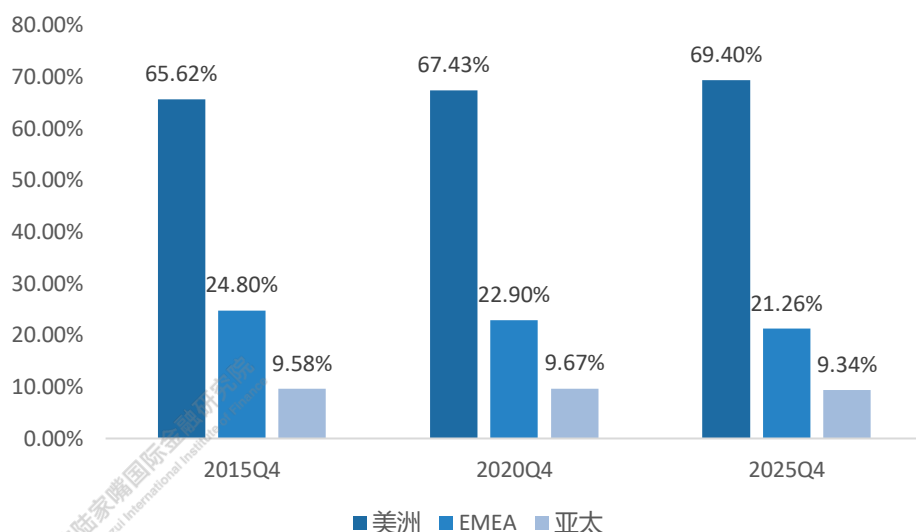
数据来源：机构官网，晨星

进入 2024 年至 2025 年，随着通胀压力缓解，美联储进入降息预期阶段，利率区间从 5.5% 回落至 3.75%。随着美联储进入降息周期，叠加 AI 科技浪潮的驱动，权益资产的配置逻辑重要性进一步提升。截至 2025 年二季度，上证指数、标普 500 同比上涨 16.1% 及 13.6%。从全球视角看，降息周期对权益资产的推动作用具有普遍性。贝莱德、先锋两大被动产品巨头 AUM 也同比上涨 17.7% 及 15.1%。

三、亚太与中东新兴资管中心的多极化崛起

2022 年后，面对美元信用基础的松动，以东方汇理资管（Amundi）为代表的欧洲头部资管机构率先调整全球战略，逐渐将亚洲打造为“第二本土市场”，初期通过合资与收购建立据点，中期以本土化产品与渠道深耕市场，长期以金融科技平台实现规模化扩张。数据显示，亚洲地区的资管规模在东方汇理资管全球总资管规模中的占比从 2015 年二季度的 10.1% 上升至 2026 年一季度的 19.6%。

图 5-12 贝莱德、道富、摩根大通、高盛、安联及景顺区域业务结构 (201512-202512)



注：本次合并计算将高盛 2018 年底及安联 2019 年底的数据作为两家机构 2015 年底的数据。道富 2015 年底及 2020 年底美洲数据为北美数据，摩根大通美洲数据为其拉丁美洲/加勒比地区数据与北美地区数据的总和，高盛亚太数据为其亚洲数据，安联 2019 及 2020 年底 EMEA 数据为其欧洲数据，其数据仅包括旗下两家资管子公司（品浩及安联全球投资）的地区数据。景顺 2015 年底美洲数据为美国与加拿大数据总和，EMEA 数据为英国与欧洲大陆数据总和，亚太数据为亚洲数据；2020 年底 EMEA 数据为英国及 EMEA 数据总和，亚太数据为亚洲数据。

数据来源：机构官网

此外，随着全球财富重心东移以及地缘政治重构，中东资管中心迅速发展。2025 年上半年，阿布扎比全球市场（ADGM）有 541 家资管机构，管理 209 只基金，资管规模同比增长 42%^①。同期，迪拜国际金融中心（DIFC）的财富和资管公司为 592 余家，同比增长 34.6%^②。众多国际资管巨头已将中东金融中心纳入全球布局，一方面提供本地投资产品，另一方面吸引中东资本再配置全球资源，包括石油化工、数据中心、新能源、科技等。截至 2025 年 6 月，沙特资产管理行业管理资产规模约为 3061 亿美元，同比增长 21%。

^① <https://www.adgm.com/media/announcements/adgm-marks-10-years-of-unrivalled-growth-and-innovation-as-the-regions-leading-financial-centre>

^② <https://www.difc.com/whats-on/news/industry-leading-achievements-h1-2026>

表 5-3 全球领先资管机构入驻中东业务时间点 (2018-2026)

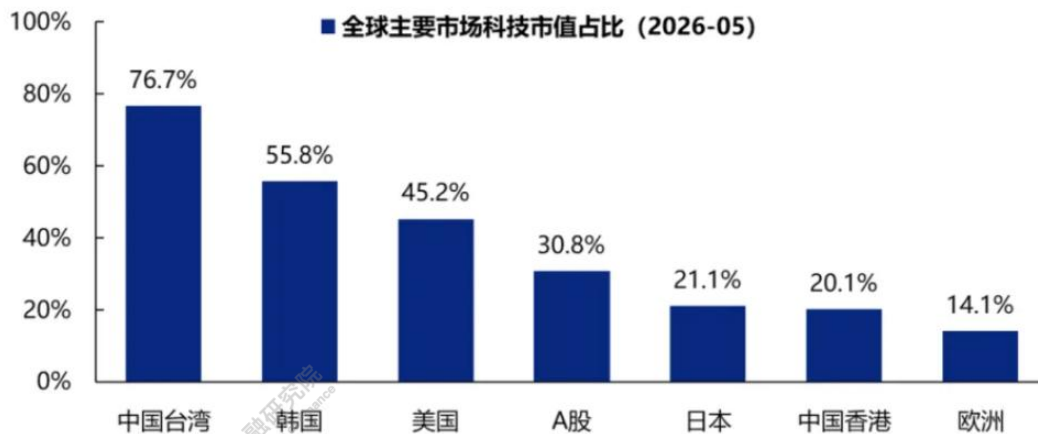
资管机构	入住时间	入住地点	业务重点
花旗集团	2018-2019 年	利雅得(地区总部)+ADGM(分支机构)	面向政府和主权基金等机构投资者
摩根士丹利	2024 年 4 月	利雅得(地区总部)+ADGM(分支机构)	面向政府和主权基金等机构投资者
高盛	2024 年 5 月	利雅得(地区总部)	私人财富管理
贝莱德	2024 年	利雅得+DIFC+ADGM(分支机构)	面向合格投资者的私募市场与人工智能,面向全球投资者的共同基金
瑞银	2025 年 10 月	DIFC+ADGM(分支机构)	超高净值客户
汇丰	计划	DIFC(分支机构)	财富管理中心
富兰克林邓普顿	2024 年	利雅得(分支机构)	向沙特投资者提供拥有全球性产品的平台
道富	2025 年 10 月	利雅得(地区总部)	向沙特投资者提供拥有全球性产品的平台
资本集团	计划	ADGM(分支机构)	向阿联酋投资者提供拥有全球性产品的平台
霸菱	2026 年	ADGM(分支机构)	与中东湾区的机构投资者, 主权财富基金, 家办建立更深层次的关系
贝恩投资	2026 年	ADGM(分支机构)	与中东地区的资本, 客户, 人才及战略伙伴建立更深层次的关系
城堡投资	2025-2026 年	DIFC(分支机构)	

数据来源: 各机构官网、ADGM、DIFC、沙特 CMA 公告, Property News International

四、AI 驱动的财富管理范式变革及以科技股主导的权益配置

科技进步不仅改变了资管产品的形态与分销渠道, 更从根本上重塑了全球权益资产的配置逻辑, 使得科技板块成为全球资产 β 的核心来源。数据显示, 全球主要市场的科技板块市值占比已达到前所未有的高度: 美国市场为 45.2%, 韩国为 55.8%, 中国台湾更是高达 76.7%, 即便是在以传统行业为主的 A 股市场, 科技板块市值占比也达到了 30.8%。这种结构性变化意味着, 全球权益市场的涨跌已高度依赖于科技产业的表现, 全球牛市及市场修复本质上是 AI 产业浪潮驱动的结果。

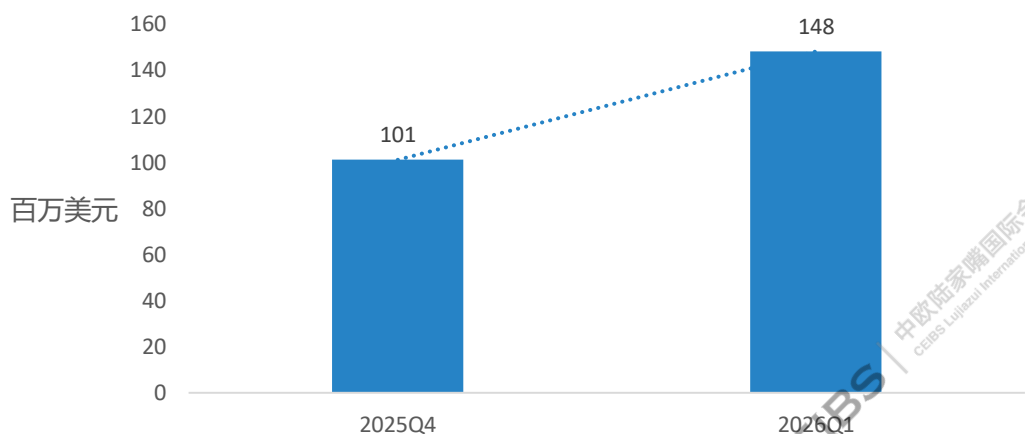
图 5-13 全球主要资本市场科技市值占比 (202605)



数据来源: Wind, 兴业证券

随着 AI 技术的快速发展, 资管机构正在加大这项技术的投入来进一步强化各个业务环节。根据毕马威 (KPMG) 2026 年一季度发布的资产管理及私募行业的调查问卷显示^①, 资本正持续涌入人工智能领域。调查数据显示, 受访机构预计未来 12 个月在 AI 方面的平均投入将达到 1.48 亿美元, 约为 2025 年第四季度的近 1.5 倍, 这也反映出行业对 AI 技术价值的认可正从观望探索转向规模化投入。

图 5-14 资管及私募行业 AI 平均投资水平变化 (202512-202603)

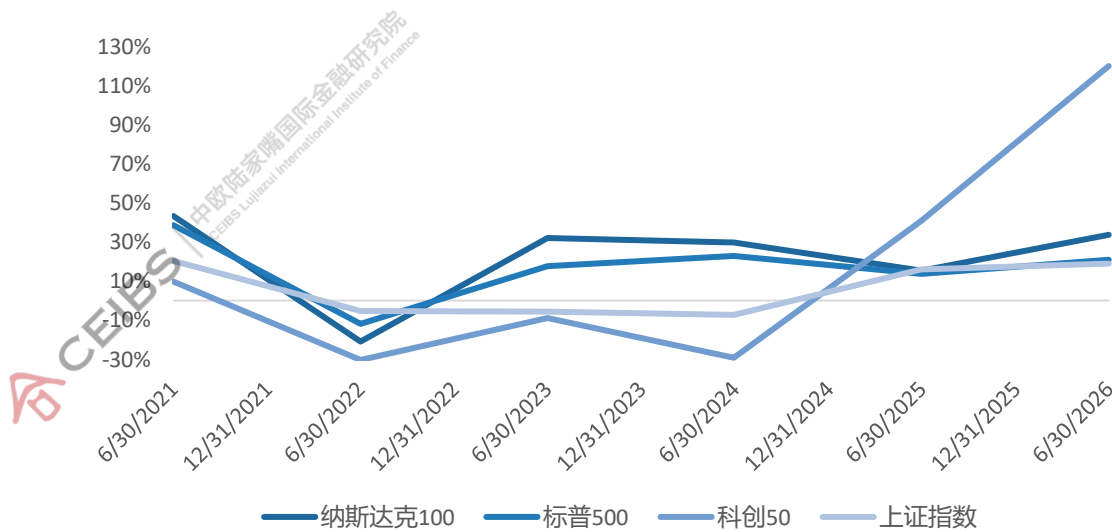


数据来源: KPMG

^① <https://kpmg.com/kpmg-us/content/dam/kpmg/pdf/2026/ai-quarterly-pulse-survey-asset-management-q1-2026.pdf>, <https://kpmg.com/us/en/media/news/q1-ai-pulse2026.html>, 本问卷收集了来自 100 位美国高管的见解, 所有受访企业年收入均达 10 亿美元或以上。

另一方面，AI 的快速迭代也促使投资者更偏向于将资金投入科技板块。截至今年二季度，科创 50 同比增速飙升至 120.04%，远超上证指数的 18.87%。同时，纳指 100 的同比增速同样达 33.5%，超过标普 500（20.86%）。这一数据格局深刻揭示了本轮行情的本质。目前，AI 已成为全球权益市场最核心的定价主线。在全球 AI 资本开支持续扩张的背景下，科技成长资产仍将是未来一段时间全球资金配置的核心方向。

图 5-15 中美代表性科技板块指数与大盘指数同比增速历史(202106-202606)



数据来源：Wind

专题三

2026 年全球资产配置与 2027 年展望

本章核心结论 2026 年全球资产管理行业处于一个非常关键的资产定价转换期。表面上看，全球管理资产规模仍在持续扩大，但与规模增长形成鲜明对比的是，2025 年净资金流入仅相当于年初 AUM 的 2.2%，超过 80% 的行业收入增长来自金融市场上涨，而非持续的新资金流入。这说明全球资管行业已经进入“资产规模持续增长、但新增资金争夺更加激烈”的阶段。

2026 年以来，这一结构进一步演化。全球资产配置不再简单表现为风险资产与避险资产之间的周期切换，而是在美国财政扩张、人工智能资本开支、中东能源冲击、全球通胀黏性、人民币升值、日本利率正常化以及新兴市场资本重新流入等多个因素共同推动下，出现了更深层次的地区和资产类别再平衡。

第一节 全球增量资金竞争激烈

截至 2026 年一季度，全球受监管开放式基金资产规模达到 87.23 万亿美元，较 2025 年一季度的 74.50 万亿美元仍高出 17.1%。其中股票基金资产为 41.46 万亿美元，债券基金 16.95 万亿美元，货币市场基金 13.47 万亿美元，ETF 达到 19.40 万亿美元。ETF 已经占全球开放式基金资产的 22% 左右，并且仍然是最主要的资金增量来源之一。

更值得关注的资金流向。2026 年一季度全球开放式基金获得 9310 亿美元净流入，其中债券基金净流入 3850 亿美元，股票基金净流入 1960 亿美元，货币市场基金净流入 1930 亿美元；ETF 单季净流入达到 5780 亿美元。债券基金流入几乎达到股票基金的两倍，反映出在收益率重新上升之后，固定收益资产已经重新成为机构组合的重要收益来源。这一结构意味着，2026 年的全球资管行业实际上已经出现三个十分明确的变化。

第一，ETF 继续替代传统高费率主动基金成为资金进入资本市场的核心载体。BCG 指出，过去 15 年机构资管费率平均每年下降约 3%，被动基金与 ETF 占据越来越高的新增资金份额。全球 AUM 虽然增长超过三倍，但行业利润率仍然维持在 30% 左右，收入年均增长 5.1%，成本却增长 5.4%，规模扩张没有自然转化成利润率提高。

第二，债券重新具有“可投资收益”而不仅仅是组合避险价值。这与 2010 年代完全不同。长期零利率时期，机构为了获得收益不得不增加股票、房地产和私人资产配置；而 2026 年美国国债、欧洲债券以及部分新兴市场债券已经重新提供较高名义收益率和实际收益率，使大型养老金、保险公司和主权财富基金重新评估固定收益资产的战略权重。

第三，另类资产从单纯的收益增强工具转向融资体系的重要组成部分。尤其是在银行资本监管强化、基础设施投资上升和 AI 数据中心资本需求扩大的情况下，私人信贷、基础设施基金和私人股权承担越来越大的直接融资功能。亚洲目前只占全球私人信贷市场约 4%，但大型主权财富基金、保险公司和养老金正在增加配置。Preqin 预计亚太私人信贷 AUM 到 2030 年可能达到 1420 亿美元。

因此，2026 年全球资管行业并没有进入一个简单的风险偏好下降阶段，而是进入了一个股票、债券、另类资产同时扩张，但资金对估值、久期和区域配置更加挑剔的阶段。

第二节 美债供给与 AI 投资影响真实利率

一、美债进入新的供给周期

2026 年影响全球资产配置最重要的变量仍然是美国国债，但美债的运行逻辑已经发生了明显变化。

过去十余年，市场分析美债往往主要关注美联储：经济下行意味着降息，降息意味着长债收益率下降，进而推动债券价格上升。但是 2026 年以后，美债收益率不能仅用政策利率解释，而必须同时考虑财政赤字、国债发行、期限溢价、海外投资者需求以及 AI 资本支出造成的私人融资竞争。

截至 2026 年 7 月，美国可交易国债余额达到 31.5 万亿美元，同比增长 8.6%；2026 年前七个月国债发行规模达到 18.9 万亿美元，同比增长 10.2%；日均交易量达到 1.21 万亿美元，同比增长 12.1%。美国财政部 8 月预计，仅 2026 年第三季度就需要净市场化融资 7390 亿美元，比 5 月份估计增加 680 亿美元；第四季度预计还需融资 6280 亿美元。

供给扩张已经传导到长端利率。截至 2026 年 8 月 31 日，美国财政部官方收益率曲线显示，2 年期国债收益率为 4.34%，10 年期为 4.75%，20 年期 5.24%，30 年期达到 5.25%。收益率曲线已经重新明显向上倾斜。

这意味着 2026 年的美债风险更多位于长端，而不是短端。美联储 7 月仍将联邦基金目标区间维持在 3.50%—3.75%，但美国 10 年期和 30 年期国债收益率已经显著高于政策利率。造成这一差距的，不仅是未来加息预期，更重要的是长期债券投资者要求更高的期限补偿。美联储 5 月《金融稳定报告》已经明确指出，美国国债期限溢价有所上升，在利率波动加剧期间国债市场流动性一度下降。

IMF 在 2026 年 4 月《全球金融稳定报告》中进一步强调，高政府债务和更多依赖短期限融资已经增加主要主权债券市场的再融资风险，而且国债拍卖日对长期收益率的影响正在明显增强。这说明市场已经开始对“新增国债供给”本身定价，而不只是对央行货币政策定价。

从需求端看，海外买盘也出现结构变化。美国财政部 TIC 数据显示，日本持有的美债由 2025 年 12 月的 1.186 万亿美元下降至 2026 年 6 月的 1.117 万亿美元，半年减少约 688 亿美元；中国大陆由 6844 亿美元下降至 6334 亿美元，减少 510 亿美元。同期英国从 8631 亿美元上升至 9399 亿美元，但并未完全改变日本和中国减持所形成的边际压力。

日本尤其值得关注。2026 年 9 月初，日本 10 年期国债收益率已经升至约 3%，达到 1996 年以来最高水平，日本国内债券重新开始提供具有吸引力的名义收益。日本投资机构因此没有必要像零利率时期那样大规模购买美元债券。到 8 月 22 日，日本投资者年内已经净卖出约 3 万亿日元海外债券，这是 2022 年以来最大规模的海外债券净出售。

因此，本报告认为，即使 2027 年短端政策利率下降，财政赤字和国债供给仍可能使 10 年和 30 年期收益率维持较高水平，甚至出现“短端降、长端不降”的收益率曲线进一步陡峭化。反过来，如果能源价格和通胀持续偏高，美联储重新提高政策利率，则长短端可能同时承压。

二、AI 投资进一步推高真实利率中枢

2026 年的另一个重要变化，是人工智能已经不再仅仅影响股票市场，而开始影响全球资金成本。

美联储主席 Warsh 在 2026 年 8 月 Jackson Hole 演讲中指出，过去讨论较多的是全球储蓄过剩和长期投资机会不足，而当前资本正在大量进入 AI 相关基础设施。美国设备和无形资产投资过去四个季度增长约 9%，为 2021 年以来最快，其中超过一半的资本开支增长可能来自 AI 基础设施建设。

其意义在于，美国政府和美国企业正在同时成为资本市场上的大型融资者。过去，美债收益率上升往往意味着私人投资受到挤压；但当前美国大型科技公司又需要持续为数据中心、芯片、电力基础设施和云计算融资。大量私人资本需求与政府国债供给同时增长，意味着全球从 2010 年代的“资本过剩、优质资

产稀缺”逐渐转向“优质资本需求扩张”。这种情况下，即使通胀最终回落，实际利率也未必回到疫情以前的低位。

对于资产管理机构而言，这将产生三方面影响。其一，过去依靠低利率推动估值扩张的长久期成长股面临更高贴现率约束。美国股票仍然可以依靠 AI 盈利增长上涨，但估值越来越需要真实利润兑现，而不能主要依赖利率下降。其二，固定收益资产重新具有较强配置价值，但应更加区分“票息收益”和“久期风险”。Amundi2026 年中期展望明确提出^①，全球债券市场已进入“收益率重置”后的新阶段，较高收益率重新提升了固定收益资产的配置价值；但在政府债务高企、财政和货币政策路径不确定的背景下，应对长期主权债券保持谨慎，避免过度进行单向久期配置。其三，传统 60/40 组合需要加入更多真实资产、黄金、商品、基础设施和私人资产。IMF 指出，供应冲击越来越频繁后，股票和债券之间的负相关关系已经减弱，出现股债同时下跌的概率提高。因此美债依然是全球最重要的流动性资产，却未必继续具有过去同样稳定的组合对冲效果。

第三节 人民币资产的国际配置价值

与美债收益率上升同时发生的，是人民币在 2026 年明显走强。美联储 H. 10 数据显示^②，美元兑人民币汇率由 2025 年 12 月 31 日的 6.9931 降至 2026 年 8 月 28 日的 6.7260，按美元兑人民币报价变化计算，2026 年前八个月人民币对美元累计升值约 3.8%。从更长周期看，Reuters 统计显示^③，人民币自此前低位以来已连续约 20 个月走强，对美元累计升值接近 9%，至 2026 年 8 月底升至约三年半以来高位。

人民币升值对于全球资产管理行业的意义远大于一般意义上的汇率变化。首先，人民币升值直接提高境外投资者持有中国资产的美元计价收益。例如，如果某一人民币债券本币收益率为 3%，人民币同时对美元升值 4%，美元投资者

^① <https://www.amundi.com/globaldistributor/bonds-new-policy-order>

^② <https://www.federalreserve.gov/releases/h10/20260105>；<https://www.federalreserve.gov/releases/H10/current>

^③ <https://www.reuters.com/world/asia-pacific/china-reins-rising-yuan-weak-domestic-demand-clouds-outlook-2026-08-31/>

未对冲情况下的总回报大体可以提高至 7%左右。相反，在人民币持续贬值阶段，即使人民币债券价格稳定，汇兑损失也会削弱其国际配置吸引力。

其次，人民币升值会提高中国资产在全球 AUM 统计中的美元价值。即使人民币资产的本币价格没有变化，3%—4%的汇率升值也能够带来相应的美元计价资产规模增加。因此人民币汇率从持续贬值预期转向双向波动甚至温和升值，将直接改善全球资管机构配置人民币资产的风险收益比。

更重要的是，2026 年人民币升值并不是发生在跨境资金持续外流的背景下。国家外汇管理局数据显示^①，2026 年上半年中国非银行部门跨境资金净流入 2472 亿美元；银行结售汇顺差达到 2712 亿美元。与此同时，外资流入总体回升，2026 年前 5 个月，各类外国投资净流入约 1600 亿美元，其中外国股权类直接投资净流入超过 500 亿美元。

与此同时，人民币跨境使用明显扩大。2026 年上半年中国银行代客涉外收支达到 9.2 万亿美元，同比增长 21%；人民币在跨境收支中的占比提高到 52.9%，比 2025 年全年提高 1.3 个百分点。境内人民币外汇市场交易额达到 22.1 万亿美元，同比增长 5%，其中外汇衍生品占 62%。

人民币资产本身的规模也继续增长。截至 2026 年 6 月末，中国各类资管产品资产合计达到 124.8 万亿元人民币，同比增长 12.7%，比年初增加 4.6 万亿元。其中公募基金 42.9 万亿元、银行理财 34.8 万亿元、资产管理信托 25.3 万亿元，保险、证券、基金、期货等其他资管产品合计 21.8 万亿元。资管产品持有股票 9.5 万亿元，同比增长 26.2%；持有债券 38.2 万亿元，同比增长 8.4%^②。

这表明，人民币资产正在出现一个过去几年不完全具备的组合：本币资产扩张、汇率升值、跨境资金净流入和资本市场开放同时发生。

但人民币债券市场的国际配置仍具有较大提升空间。人民银行数据显示，境外机构持有中国债券余额由 2024 年末约 4.2 万亿元下降至 2025 年末约 3.5 万亿元，2026 年 3 月末进一步降至 3.2 万亿元，占国内债券市场托管余额的 1.6%^③。这表明，尽管人民币汇率趋稳、债券市场开放机制持续完善，但中美利差、全

^① <https://www.safe.gov.cn/safe/2026/0717/27705.html>

^② <https://jrj.sh.gov.cn/ZXYW178/20260716/78fb9d5f18d449dea71b098e1cd299ce.html>

^③ https://cif.mofcom.gov.cn/cif/html/upload/20260427092123218_2026%E5%B9%B43%E6%9C%88%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%B8%82%E5%9C%BA%E8%BF%90%E8%A1%8C%E6%83%85%E5%86%B5.pdf

球利率变化和机构资产配置调整仍制约境外资金增配人民币债券。与此同时，境外机构参与主体仍在扩展，2025 年 8 月已有来自 80 个国家和地区的 1170 家境外机构进入中国债券市场。

因此，本报告并不认为人民币已经进入单边持续升值周期。中国仍处于相对低利率环境，国内需求偏弱，同时出口部门需要汇率保持竞争力。8 月底市场已经观察到央行倾向于抑制人民币过快升值，市场机构对 2026 年末美元兑人民币预测大致集中在 6.68—6.72 附近。因此，人民币持续单边贬值预期明显减弱，汇率开始成为人民币资产国际配置的潜在正收益来源，而不再只是风险来源。

第四节 全球资产和全球资产管理的竞争阶段

一、全球资产再配置的特点

从 2026 年的资金流动可以看出，全球资产再配置已经开始出现。首先，美国资产仍然是全球配置的核心，这一点没有发生根本变化。美国财政部 TIC 数据显示，2026 年 6 月外国投资者净买入长期美国证券 2071 亿美元，其中外国私人投资者净买入 1698 亿美元、外国官方机构净买入 373 亿美元；计入短期美国证券和银行资金流后，当月美国整体 TIC 资本净流入达到 1335 亿美元^①。美国拥有全球最大资本市场、最深流动性和最强科技盈利能力，短期不存在其他市场整体替代美国的可能。

但另一方面，资金不再无条件增加美国资产权重。截至 8 月 26 日的一周，美国股票基金出现 223 亿美元净流出，而欧洲股票基金流入 79 亿美元、亚洲股票基金流入 48 亿美元；新兴市场股票基金和债券基金分别吸引约 7 亿美元和 10 亿美元。与此同时，全球黄金和贵金属基金单周流入达到 42 亿美元，为约六个月最高水平^②。

^① <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sb0606>

^② <https://www.reuters.com/world/china/global-markets-flows-graphic-2026-08-28/>。一周的基金流量不能单独证明长期“去美国化”。实际到了下一周，即截至 9 月 2 日，美国股票基金仍然流出 111.2 亿美元，而欧洲股票基金流入进一步扩大至 130.9 亿美元、亚洲流入 42.2 亿美元，说明这一分散趋势至少连续了两周。

这一变化和大型资管机构的战略判断一致。Vanguard 于 2026 年 7 月更新的资本市场模型显示^①，未来 10 年美国股票名义年化预期收益率已由一季度末的 4.9%—6.9% 下调至 4.2%—6.2%，低于发达市场除美国外股票的 4.5%—6.5%。其主要原因并非美国企业盈利基本面转弱，而是二季度市场上涨后美国股票估值由已经偏高的水平进一步扩张。Vanguard 认为，2026 年以来美国股票上涨仍主要得到盈利增长和盈利预期上调支撑，但随着 AI 相关增长预期和高估值已被较充分计入价格，未来中长期回报将更加依赖盈利兑现，而难以继续主要依靠估值倍数扩张。

全球重新配置还体现在日本。长期以来，日本居民和机构是全球最重要的资本输出者之一。零利率导致日本保险公司、银行和养老金大量投资美国国债、欧洲政府债券等海外资产。但当日本 10 年期国债收益率提高到 3% 左右以后，国内债券重新具有配置价值。日本海外债券投资因此开始出现回流。这不仅可能降低日本对美债需求，也意味着全球长期资本供给结构发生变化。

新兴市场也出现了不同于过去的资本流动结构。IMF 研究显示^②，自全球金融危机以来，流向新兴市场的跨境证券投资显著扩张，累计流入截至 2025 年已接近 4 万亿美元，规模约增至原来的 8 倍，而且新增资金主要体现为债务性证券投资。新兴市场债务性证券投资负债平均已由 2006 年约占 GDP 的 9% 提高至目前约 15%，约五分之一的新兴市场经济体甚至超过 GDP 的 20%。与此同时，约 80% 的相关资本由投资基金、对冲基金、养老基金和保险公司等非银行金融机构提供，该比例较 20 年前翻了一番。

因此，当前全球资产再配置从过去高度集中的美国大型成长股和美国国债逐渐转向美国科技核心资产、新兴市场债券、黄金和真实资产以及私人市场的更加多元化组合。这将是 2027 年全球资管机构资产配置最重要的结构趋势之一。

二、全球资管行业将进入“多资产、多货币、多中心”竞争阶段

过去十余年的核心逻辑是美国具有三重优势：美元是全球储备货币，美国国债是全球无风险资产，美国科技股又提供全球最高成长性。因此全球养老金、保险公司、主权财富基金、共同基金和 ETF 可以同时增加美元、美债和美股配

^① <https://corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/vemo/vemo-return-forecasts.html>

^② <https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2026/april/english/ch2.pdf>

置，形成一个高度自我强化的资本循环。这个循环 2027 年仍然存在，但边际上已经开始发生变化。

美国国债由于供给扩大和财政风险需要更高期限溢价；美国股票由于高估值需要更高盈利增长；日本国内利率上升使一部分日本资本可能回流；欧洲试图通过资本市场深化吸引长期储蓄；人民币升值和中国资本市场扩容则提高人民币资产配置价值；黄金、基础设施和私人资产重新进入机构投资者核心组合。因此，未来全球资产管理行业更可能形成一种“美国核心、多极分散”的结构，而不是某一个市场替代美国。

对于大型全球资产管理机构而言，真正重要的竞争能力也将相应变化：过去主要依赖美国市场贝塔和资产规模扩张即可获得 AUM 增长，未来则需要具备更强的全球配置能力、汇率管理能力、固定收益久期管理能力、私人市场投资能力以及跨市场产品设计能力。

从这一意义上看，2027 年可能成为全球资产管理行业一个重要分水岭：全球资本将从过去十余年的“美元资产集中配置”，逐步转向在美债、全球股票、人民币资产、新兴市场债券、黄金与私人资产之间进行更复杂的重新配置。美债仍然是全球定价锚，但不再是单向牛市资产；美元仍然是主导货币，但人民币等非美元资产的配置价值开始上升；美国仍然是全球最大的资产管理市场，但亚洲的财富增长、资产扩容和跨境投资正在成为下一阶段全球 AUM 增长最重要的增量来源之一。