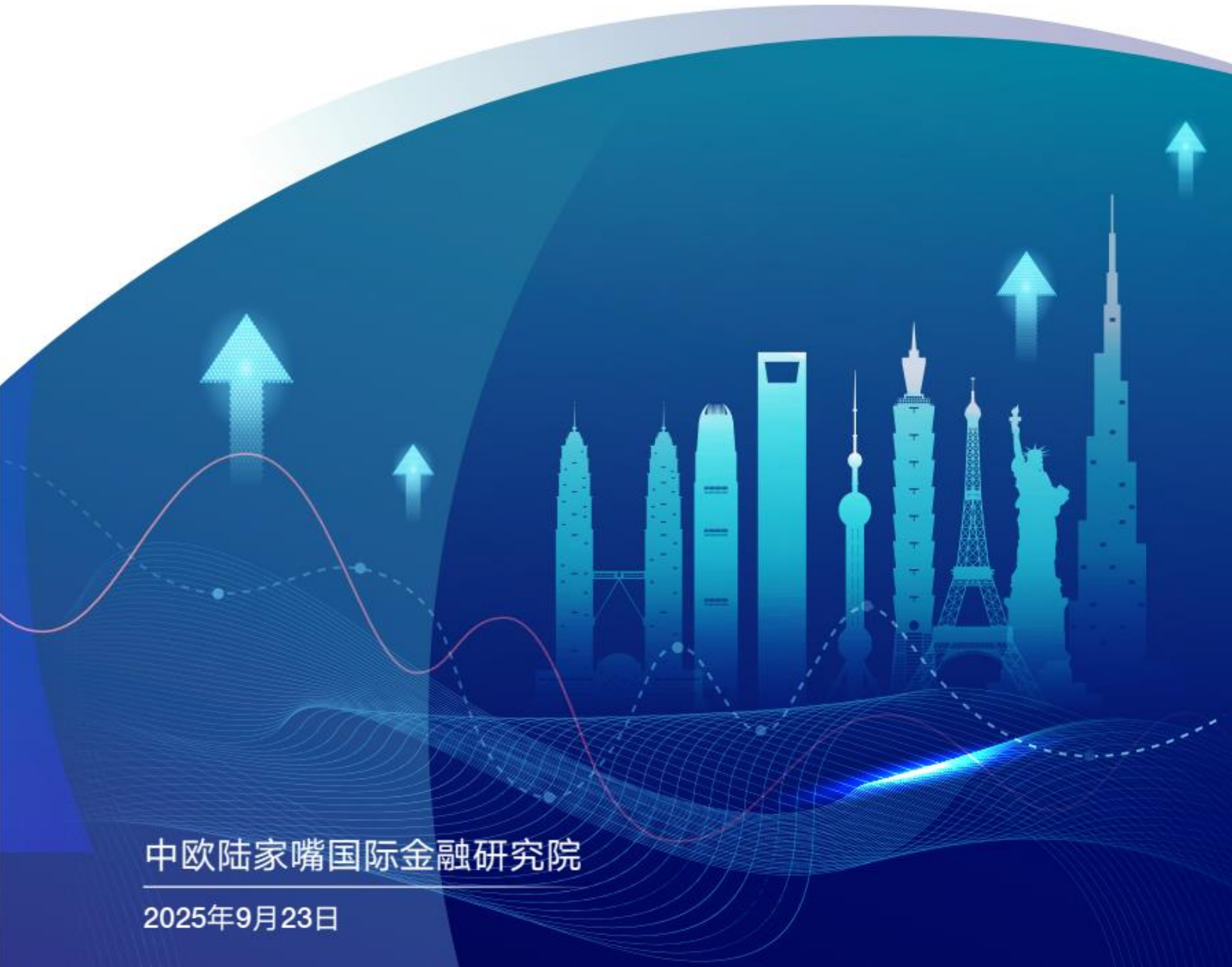
CEIBS

中国深度 全球广度
CHINA DEPTH GLOBAL BREADTH

2025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

2025年9月23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 10 月共同发起创办。研究院通过开展具有社会影响力的前沿研究，为建设上海国际金融中心服务，为中国金融宏观调控和金融稳定发展服务。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。

研究院每年常态化立项承接 10 多个上海金融系列重点课题、提交各类决策咨询专报 80 多份、举办论坛峰会与沙龙讲座 20 余场、出版学术研究著作多部、发表各类报刊媒体文章逾百篇。研究院创新性研制“全球资管中心评价指数”，自 2021 年起已持续发布 5 期指数报告，日益受到国内外广泛关注。2022 年 12 月，中欧国际工商学院以研究院为基础，发起设立“中欧陆家嘴金融 50 人论坛（CLF50）”，汇聚了首批 150 余位经济金融专家，致力于打造上海及长三角地区极具成长性的经济金融思想交流平台。

更多信息请扫码关注微信公众号

目 录

概 要 1
第一部分 指数评价 4
1.1 综合评价 4
1.2 细分领域评价 6
1.2.1 资金来源 6
1.2.2 税收激励与人才供给 7
1.2.3 底层资产 8
1.2.4 资管规模与开放式基金业务 9
1.2.5 ESG 和另类资产业务 10
1.2.6 成长性 11
附：指标体系更新说明 12
第二部分 主要指标分析 16
2.1 主要指标 16
2.1.1 需求端 16
2.1.2 供给端 18
2.1.3 业务端 21
2.2 新增指标：资管科技 26
2.2.1 技术作为资管供给的必要性 26
2.2.2 资管科技总体评估框架 29
2.2.3 资管科技具体指标分析 31
第三部分 专题研究 41
3.1 全球资产管理机构竞争格局与发展趋势 41
3.1.1 全球资管规模地理集中度 41
3.1.2 Top5 资管机构的份额变化及其全球化路径 43
3.1.3 Top2 资管城市的业务特征 47
3.2 中欧资产管理市场合作研究 49
3.2.1 欧洲资本市场联盟的最新建设进程 49
3.2.2 中欧资管合作的关键领域 51
3.2.3 中资机构“出海”欧洲的有利条件 53
3.2.4 中资机构在欧发行 UCITS 基金的现实障碍 54
3.3 数字资产发展与最新趋势 57
3.3.1 数字资产市场结构及市值 57
3.3.2 数字资管产品配置 60
3.3.3 真实世界资产 RWA 代币化与流动性限制 66
展 望 70

表目录

表 1-1 全球十大资产管理中心综合排名（2025）.....4
表 1-2 2025 年全球主要资产管理中心细分领域排名.....5
表 1-3 全球资产管理中心评价指标体系（2025）.....14
表 1-4 全球资产管理中心评价指标体系（2025（续））.....15

表 2-1 阿拉丁平台及构成模块.....29
表 2-2 主要资管中心技术竞争领域.....29
表 2-3 资管科技量化指标体系.....30
表 2-4 数字基础设施指数量化指标.....31

表 3-1 主要资管机构全球分布的规模与数量（2024-2025）.....42
表 3-2 欧洲主要资管机构设立分支机构时间线（19-20 世纪）.....45
表 3-3 欧洲主要资管机构在全球的分布（2024）.....46
表 3-4 我国在欧洲发行的主要 UCITS 基金情况（2023-2025）.....55
表 3-5 配置比特币的均衡型投资组合的风险收益（2014-2022）.....61
表 3-6 全球前十大数字资产 ETF（2025 年 8 月）.....62
表 3-7 稳定币全球市值与份额（2025 年 6 月）.....63
表 3-8 资管机构发行、配置稳定币实例（2023-2024）.....65
表 3-9 全球三类 RWA 市场主要发展情况（截至 2025 年 8 月）.....67

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

图目录

图 1-1 资金来源得分（2024-2025）.....7
图 1-2 税收激励与人才供给得分（2024-2025）.....8
图 1-3 底层资产得分（2024-2025）.....9
图 1-4 资管机构、开放式基金业务得分（2024-2025）.....10
图 1-5 ESG 业务、另类资产业务得分（2024-2025）.....11
图 1-6 全球主要资产管理中心的增长率得分（2024-2025）.....12
图 1-7 全球资产管理中心评价体系 （2025）.....13

图 2-1 非储备金融账户平衡（2024-2025）.....16
图 2-2 保费余额（2023-2024）.....17
图 2-3 金融业就业人数及非农就业占比（2025）.....18
图 2-4 债券余额（2023-2024）.....19
图 2-5 主要股指一年期收益率（2024-2025）.....20
图 2-6 开放式基金净资产规模及增长率（2024-2025）.....21
图 2-7 开放式基金数量及增速（2024-2025）.....22
图 2-8 ETF 净资产规模及增速（2024-2025）.....23
图 2-9 交易所 ETF 数量及增速（2024-2025）.....24
图 2-10 另类资产基金净资产规模及增速（2024-2025）.....25
图 2-11 另类资产基金数量及增速（2024-2025）.....26
图 2-12 技术变革与全球发展分流.....27
图 2-13 AI 对资产管理价值链的成本改善.....28
图 2-14 资管科技总体评估框架.....30
图 2-15 主要资管中心数字基础设施完备度.....32
图 2-16 主要资管中心数据中心数量（2025 年 6 月）.....33
图 2-17 全球 AI 算力初创企业风险投资金额（2025 年 6 月）.....34
图 2-18 主要资管中心 AI 风险投资金额（2025 年 6 月）.....34
图 2-19 全球资管专利数量（2011-2024）.....35
图 2-20 主要资管中心资管专利技术产出（2025 年 6 月）.....36
图 2-21 主要资管中心资管专利质量（2025 年 6 月）.....37
图 2-22 全球 AI 大模型训练规模演变（2017-2025）.....38
图 2-23 主要资管中心 AI 大模型数量（2025 年 6 月）.....38
图 2-24 全球智能投顾在管规模（2025 年 6 月）.....39
图 2-25 主要资管中心智能投顾户均 AuM（2025 年）.....40

图 3-1 全球主要资管中心资管规模份额（2025 年 6 月）.....43
图 3-2 全球主要资管中心资管规模份额（2024 年 6 月）.....43
图 3-3 美国资管机构在欧洲管理规模（2014-2025）.....44
图 3-4 实施 SIU 的主要步骤(2025-2026).....51
图 3-5 主要中资 UCITS 基金的投资行业结构（2025）.....56
图 3-6 主要大类资产总市值对比（2025 年 6 月）.....57

图 3-7 数字资产总市值及比特币市场份额（2016-2025）.....58
图 3-8 前十大数字资产市值（2025 年 8 月）.....59
图 3-9 比特币与以太坊价格走势（2025 年）.....60
图 3-10 iSHARES BITCOIN TRUST ETF 规模与单位净值（2024-2025）.....63

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

概 要

2025 年，全球经济仍处于持续调整阶段。高通胀与高利率的滞后效应发酵，主要央行货币政策趋于谨慎，全球资本流动更加依赖避险资产和长期配置逻辑。与此同时，地缘政治摩擦频发、产业链安全考量加剧，国际投资环境的不确定性显著提升。在此背景下，全球资产管理中心的竞争力、结构与发展路径成为衡量国际金融力量的重要维度。

《2025 全球资产管理中心评价指数报告》全面展示了全球资产管理行业格局的最新变化和未来趋势，是对前四期指数研究的深化与拓展，并首次将“资管科技”纳入二级指标，凸显了第四次科技革命与人工智能在全球资产管理行业所引发的深刻变革。这使得本期报告在排名和数据表现上有了相应变化。

从整体格局来看，2025 年全球资产管理中心的竞争态势呈现出明显的“一超多强”特征。纽约继续位居首位，其“一体化优势”不仅体现在资金来源和底层资产的强大吸附力上，更在于其对技术要素的快速整合和在资管科技赛道上的系统性领先。巴黎则凭借 ESG 与另类资产的领先地位再次跃升至全球第二，体现出欧洲在绿色金融与可持续投资上的独特优势。与此同时，伦敦退居第三，在人才和税收政策方面的竞争力减弱，折射出脱欧后制度环境对金融业的长期影响。与此形成鲜明对比的是，北美其他城市表现亮眼，波士顿和多伦多通过“长期资本+主动管理+技术赋能”的模式实现了“弯道超车”。亚洲的格局则表现分化，上海升至第五，尤其在资管科技、底层资产和增长率上均有较大提升，其数字基础设施、AI 风投和专利产出方面已进入全球前列，显示出其基于综合优势的追赶潜力。香港跌至第十，新加坡则从第六滑落至第十三，反映出主要依赖制度便利所带来的脆弱性。孟买在底层资产和增长率方面异军突起，成为全球新兴市场的最大“黑马”，显示印度高储蓄率、资本市场开放与数字金融崛起的综合动能。

报告在细分领域上的分析突出了全球结构转型的复杂性与多极化。资金来源继续集中于美国四大城市，强化了“美股化、美债化”的趋势；欧洲与亚洲则整体承压。人才与税收方面出现分化，亚洲城市显著提升，反映出制度摩擦平滑和

人才流动加速带来的新机遇。底层资产在 2025 年普遍修复，尤其是印度 IPO 数量和股票成交额居全球之首，说明新兴市场正在成为底层资产供给的增长主力。开放式基金和 ETF 的格局进一步向美国集中，而 ESG 和另类资产的竞争格局则进入“再定价”阶段，欧洲仍保持 85%的绝对份额，巴黎成为全球 ESG 之都。值得注意的是，本报告特别关注增长率这一维度的结构性意义，孟买和多伦多表现突出，而伦敦、苏黎世和芝加哥则显著下滑，凸显了未来金融增量机会正快速向制度创新快、开放程度高、技术进步快的新兴市场转移。

在方法论层面，本报告的最大亮点在于指标体系的创新。通过引入资管科技维度，评价体系首次系统化衡量了数字基础设施、AI 风险投资、资管专利产出与质量、AI 大模型数量以及智能投顾渗透率等技术指标，构建了基础层、市场层、创新层与应用层的全链条评价框架。通过这一调整，报告突破了传统金融中心比较仅关注资金与制度的局限，将科技要素纳入评价视野，使结果更符合现实中技术成为生产力核心驱动力的趋势。从数据结果看，纽约依靠技术垄断和资本优势，在智能投研和高频交易上形成优势，伦敦在跨境合规与监管科技方面突出，卢森堡通过区块链立法和代币化基金建设发力数字证券，香港则在虚拟资产与稳定币制度建设上积极推进；上海在 AI 风险投资、专利产出和智能投顾应用方面表现突出，表明其不仅在数量层面具备优势，也在质量和应用层面具备赶超潜质。

报告还通过专题研究进一步强化了实证特色与政策启示。首先，在全球资管机构竞争格局研究中，报告通过 Top5 与 Top50 机构的总部与分支机构分布、地理集中度（CR 指数和 HHI 指数）的计算，揭示出“头部超级寡头化+尾部边缘化”的双重趋势，纽约与波士顿合计掌握近一半全球 AuM，全球前十大资管机构几乎垄断九成的市场份额。各资管中心的功能分工已固化为比较优势，通过“专业—地理—制度”联动决定新增 AuM 的自然流向，美国资管的跨境扩张进一步压缩了欧洲本土机构的市场份额空间。其次，在中欧资产管理合作研究中，报告将欧洲资本市场联盟建设与中国的跨境基金合作联系起来，指出养老金投资、绿色金融与跨境基金互认是未来合作的重点方向。最后，在数字资产研究部分，报告不仅对比了比特币与以太坊的市场走势，还深入分析了数字资产 ETF 的扩张路径与功

能性定位，认为数字资产已成为拓展底层资产与推动资管创新的重要变量，并推动了资管机构在风险管理和产品创新上的深度转型。

综合来看，本报告揭示了 2025 年全球资产管理行业格局正在发生的趋势性变化，纽约的地位短期内仍难撼动，但欧洲的分化、亚洲新兴市场的崛起和技术维度的加速介入，正在共同塑造一个多极化、科技驱动和制度创新并行的新格局。

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

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

第一部分 指数评价

1.1 综合评价

2025 年全球资产管理中心的综合排名（表 1-1）及细分领域排名（表 1-2）显示，纽约依旧以绝对的“一体化优势”（97.91 分）位居首位，且较 2024 年提升 2.39 分，在资金来源、底层资产、资管科技等多个细分维度保持领先。欧洲格局正在发生分化。巴黎跃升至第二，尽管分数较 2024 年略有下降，但在 ESG 及另类资产领域排名第一，提振了总体表现。伦敦退居第三，与纽约的差距扩大 1.46 分，在新兴的资管科技和传统的底层资产等领域均保持前列，但在税收激励与人才吸引方面竞争力减弱。

表 1-1 全球十大资产管理中心综合排名（2025）

排名	资管中心	综合评分	分数较 2024 年变化	排名较 2024 年变化
1	纽约	97.91	2.39	0
2	巴黎	84.72	-0.93	↑3
3	伦敦	84.58	-1.46	↓1
4	波士顿	84.45	0.22	↑7
5	上海	84.22	-0.86	↑2
6	芝加哥	84.20	-1.76	↓3
7	多伦多	84.00	0.69	↑6
8	法兰克福	83.81	-1.94	↓4
9	卢森堡	83.71	-1.18	↓1
10	香港	82.45	-2.37	↓1

北美地区除纽约外，其他资管中心表现也很亮眼。波士顿大幅跃升七位至第四，背后原因在于其有长期资本稳定流入的同时，以富达、惠灵顿等机构为代表的“主动型+长期型”策略在 2024－2025 年的市场环境下表现出色，资管科技的加持也带动整体竞争力增强。多伦多同样实现六位的跃升，排名第七，这一进步主要来源于底层资产和增长率均位列前五。加拿大的资管体系在过去几年中逐步走向国际化，在北美资本市场与欧洲基金市场之间扮演“桥梁”角色。同时，加拿大政策稳定、在 ESG 投资和另类资产配置上的加速发展，也进一步提升了其全

球竞争力。

表 1-2　2025 年全球主要资产管理中心细分领域排名

排名	资金来源（15%）	税收激励与人才供给（5%）	资管科技（5%）	底层资产（25%）	资管机构、开放式基金（25%）	ESG 业务、另类资产（15%）	增长率（10%）
1	纽约	苏黎世	芝加哥	纽约	纽约	巴黎	孟买
2	波士顿	香港	纽约	孟买	波士顿	纽约	新加坡
3	芝加哥	新加坡	洛杉矶	上海	伦敦	卢森堡	上海
4	洛杉矶	卢森堡	伦敦	香港	都柏林	法兰克福	纽约
5	北京	法兰克福	波士顿	多伦多	芝加哥	伦敦	多伦多
6	上海	巴黎	上海	法兰克福	多伦多	多伦多	香港
7	东京	多伦多	北京	伦敦	洛杉矶	都柏林	巴黎
8	香港	都柏林	法兰克福	东京	卢森堡	圣保罗	法兰克福
9	巴黎	波士顿	新加坡	巴黎	苏黎世	东京	芝加哥
10	新加坡	圣保罗	多伦多	新加坡	东京	新加坡	东京
11	伦敦	伦敦	巴黎	苏黎世	法兰克福	芝加哥	苏黎世
12	多伦多	上海	香港	卢森堡	巴黎	上海	卢森堡
13	苏黎世	北京	东京	北京	香港	苏黎世	北京
14	孟买	纽约	都柏林	圣保罗	上海	孟买	伦敦
15	法兰克福	芝加哥	卢森堡	都柏林	新加坡	香港	圣保罗

注：1、“资金来源”指标均为国家/地区指标，故同一国家的城市排名一致，分数一致。仅为了表格清晰将其排名分列。

2、括号内为各二级指标权重，参见本部分附录的指标体系更新说明。

亚洲资管中心表现分化。上海升至第五，虽综合得分略降，但在资管科技（第六）、底层资产（第三）和增长率（第三）等细分领域均有亮点。香港则排名跌至第十，分数下降幅度较大。尽管在税收激励与人才供给维度仍排名第二，但在 ESG 和增长率方面落后，说明已经受到区域竞争和外部环境的双重压力。新加坡出现显著回落，从去年的第六下滑至今年的第十三。原因在于，一方面全球资金在 2024－2025 年更倾向于配置美元资产，削弱了新加坡作为区域资金中转地的优势；另一方面，其在资管科技、底层资产等核心领域未能进入前列，仅在税收与人才供给（第三）和增长率（第二）表现亮眼，说明其竞争力结构偏窄，很容

易受到香港“人才争夺战”的分流压力。

新兴市场的最大亮点在于印度。孟买在增长率维度排名第一，这与印度经济高速增长、国内储蓄率高企及资本市场快速开放密切相关。同时，孟买在底层资产维度排名第二，紧随纽约之后，反映出印度在股票、债券、基础设施投资及数字金融资产方面的强大扩能张力，这使得孟买不仅是一个高增长的新兴市场，更在底层资产供给上具备全球重要性。

1.2 细分领域评价

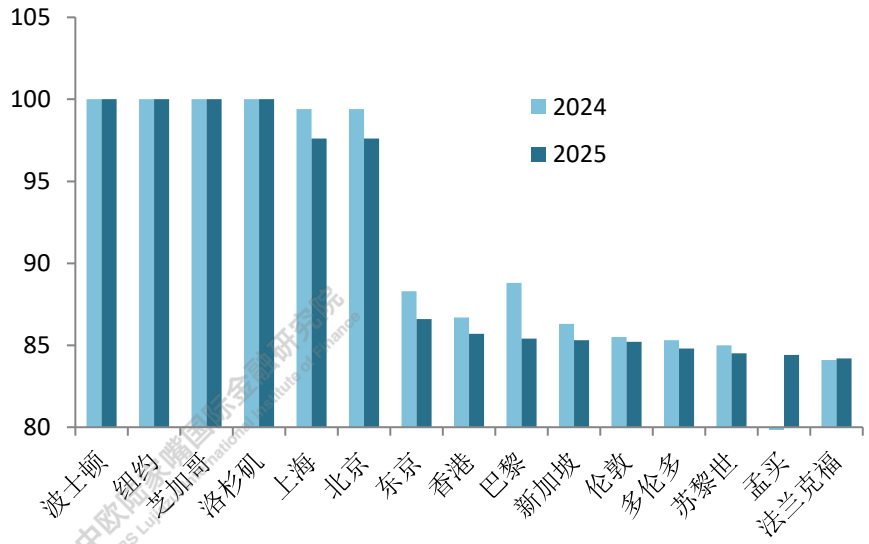
1.2.1 资金来源

从资金来源的综合得分看，2025 年全球分化进一步拉大：美国四大城市（纽约、波士顿、芝加哥、洛杉矶）继续维持首位，其余城市仅 1 座上涨（法兰克福微升 0.1）、下跌城市达 9 座，其中巴黎显著下滑（-3.4），上海、北京均从 99.4 下降至 97.6。全样本平均变动 -0.85 分，呈现“强者恒强、其余普遍承压”的格局。

这一数据反映出美国股市强劲表现和相对高收益率对全球资本形成了巨大磁吸效应。由于地缘政治和经济不确定性，资金更青睐美国等避风港，仅 2024 年，外国投资者对美证券的持有额激增 4 万亿美元，达到了约 30.9 万亿美元[①]。欧洲与亚洲在国际资金配置中的话语权有所下降。由于新加坡加强对部分资金审查，部分中国内地的高净值资金不断流向拥有新税收优惠和投资移民政策的香港。

[①] Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities, https://ticdata.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/shl2024r.pdf

图 1-1　资金来源得分（2024-2025）



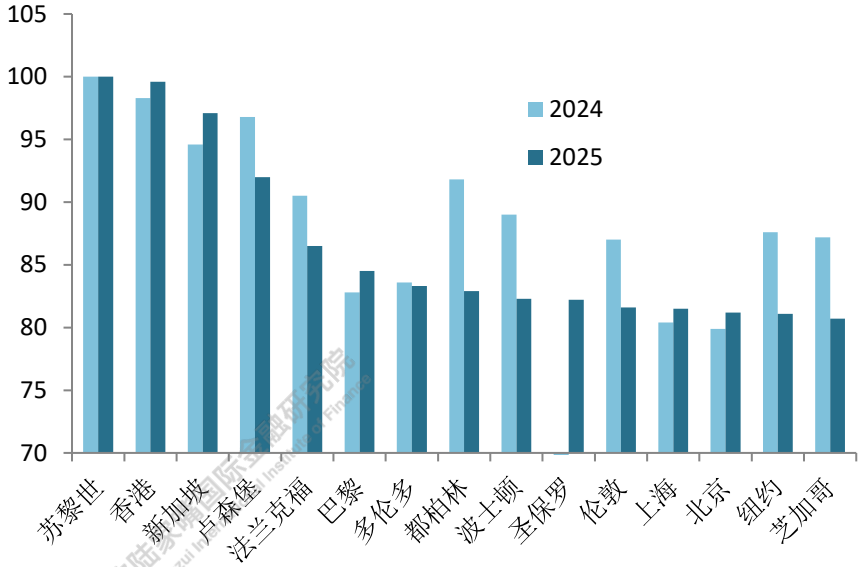
注：该二级指标均为国家/地区指标，因此在同一国家/地区的城市排名一致。

1.2.2 税收激励与人才供给[①]

相对于仍在首位的苏黎世而言，2025 年亚洲整体税收和人才数据显示出追赶的势头：新加坡涨幅最大（+2.5），其次是香港（+1.3）、北京和上海分别上涨 1.3 和 1.1。除了巴黎（+1.7），欧美的资管中心均出现回落：都柏林（-8.9）、波士顿（-6.7）领跌，纽约和芝加哥均下降 6.5、伦敦下降 5.4，凸显英美的签证政策、合规成本抬升，对金融人才的边际吸引力回落。而亚洲资管中心在人才入境、金融从业方面出现“制度摩擦下降”。近一年来，香港扩展了一系列人才计划，截至 2025 年 7 月，首批一万三千多宗已经到期的高才通签证，其续签率是 54%[②]；在 IMD2025 年《世界人才报告》[③]中，香港的人才竞争力跃居全球第四（亚洲第一）。

① 新增的资管科技二级指标具体分析参见第二部分 2.2 节。
② https://sc.isd.gov.hk/TuniS/www.info.gov.hk/gia/general/202508/16/P2025081600426.htm
③ https://sc.isd.gov.hk/TuniS/www.info.gov.hk/gia/general/202509/09/P2025090800825.htm

图 1-2　税收激励与人才供给得分（2024-2025）



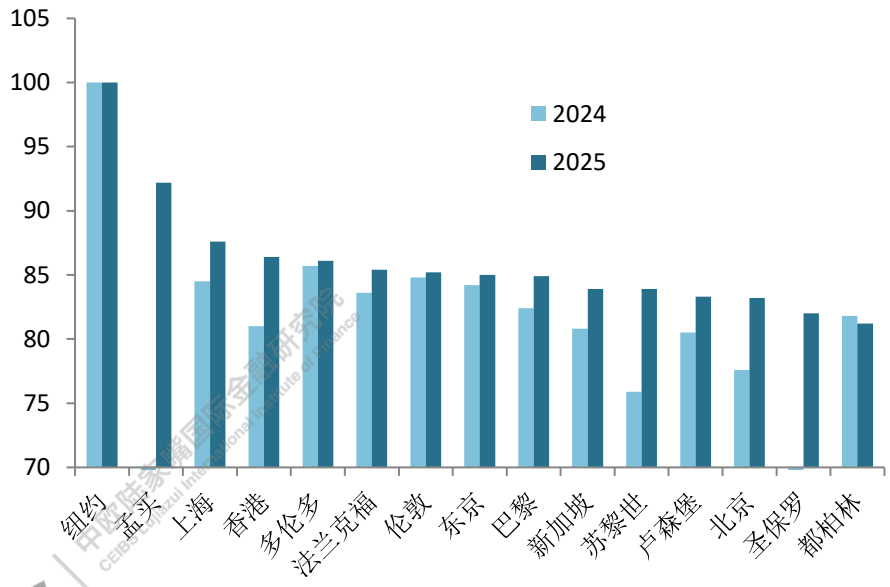
1.2.3 底层资产

底层资产方面，多数资管中心与纽约的差距缩小，样本均值+2.56 分，说明股票、债券、大宗资产的底层质量或流动性在 2025 年明显修复。除了苏黎世领涨（+8.0），亚洲市场也很出色。一方面，北京（+5.6）、香港（+5.4）、新加坡和上海（+3.1）均显著提升，2025 年上半年通过沪深港通进入香港的内地资金净流入港股达 8200 亿港元（约合 1040 亿美元），这已超过 2024 年全年流入总额[①]。另一方面，地缘政治紧张和监管不确定性也使国际投资者对香港和上海市场保持谨慎观望，不少外资减持中概股、转投印度和东南亚市场[②]，2025 年上半年，孟买的 IPO 数量和上市股票数量均位居全球之首，股票市值、期货期权成交额分别次于纽约和芝加哥。

[①] https://www.ft.com/content/2ad21126-5ee0-4b06-8499-67e93d2938b9

[②] 美国商会在 2025 年 9 月的调研报告指出，美商信心创 1999 年以来新低：仅 41%的受访公司对未来五年的业务前景表示乐观，66%将地缘政治视为最大挑战，64%预计新关税政策将对当年营收产生负面影响，只有 12%的企业将中国视为首选投资目的地，有 47%计划将投资转移至东南亚等地区。https://www.reuters.com/world/china/us-china-tensions-drive-business-confidence-new-lows-survey-says-2025-09-10/

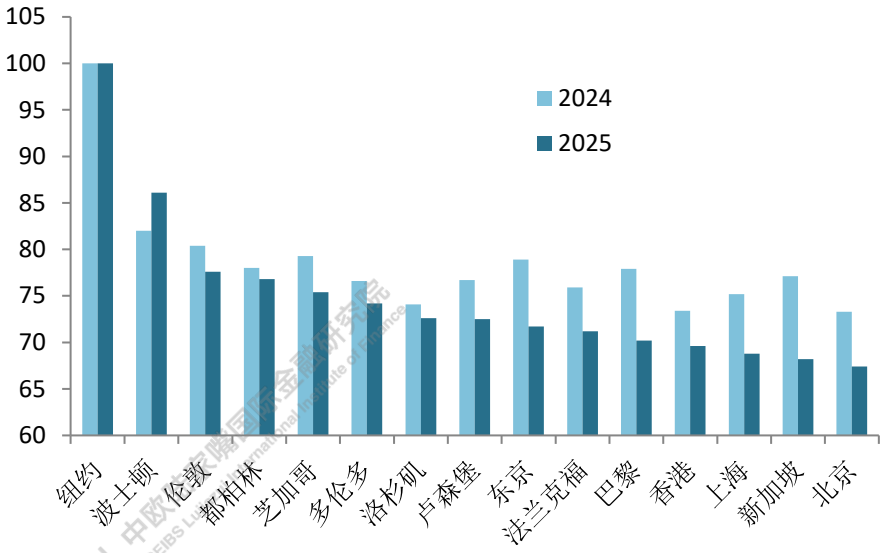
图 1-3　底层资产得分（2024-2025）



1.2.4 资管规模与开放式基金业务

由于开放式基金领域资金正从传统高费率产品向低费率、规则透明的产品迁移，资管中心规模的分配格局也相应改变。相对于首位的纽约，仅波士顿上行，所有样本城市均下行，均值下跌 3.77 分，反映全球资管规模向美国进一步集中。波士顿上涨 4.1，体现了在主动管理共同基金、养老基金与多元化产品上的管理能力。亚洲和欧洲显著下滑，新加坡（-8.9）、巴黎（-7.7）、东京（-7.2）、上海（-6.4）受到国际资金“美股化/美固收化”配置路径的影响，造成资管机构 AuM 与开放式基金的业务、产品向美国进一步回流。

图 1-4　资管机构、开放式基金业务得分（2024-2025）



1.2.5 ESG 和另类资产业务

ESG 与另类投资业务的全球格局也发生变化。纽约强势反弹（+11.3），但美国 ESG 投资环境仍然复杂，受政治极化影响，一些州政府对“绿色投资”持抵制态度，芝加哥下降 4.5，市场情绪偏冷。亚洲市场短期波动放大，日本推出气候信息披露新规，东京仅下跌 2.5，但香港（-14.3）、新加坡（-12.9）呈两位数回落。欧洲在“反漂绿—信息披露再规范”的过渡期出现阶段性去杠杆，巴黎上涨 3.5 成为第一，法兰克福（-8.6）和苏黎世（-5.4）显著走弱。

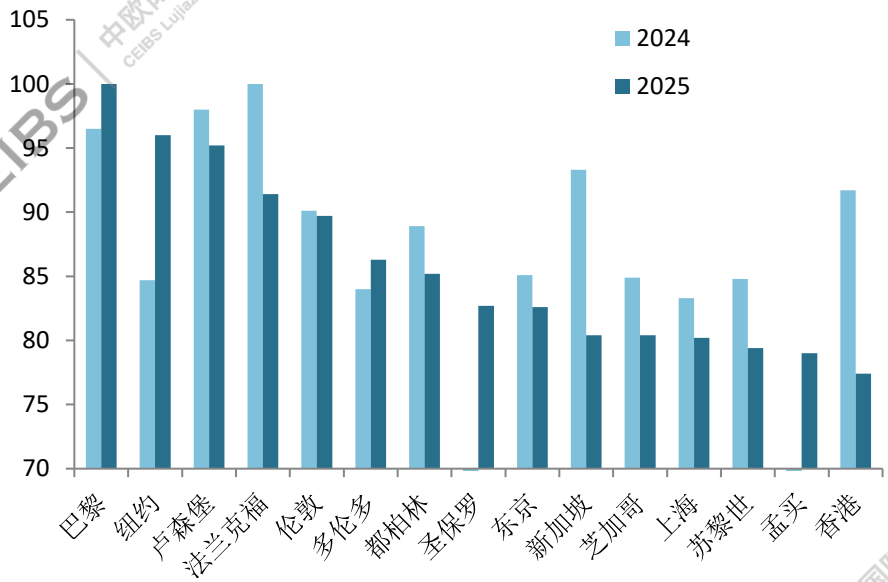
具体在 ESG 方面，北美 ESG 的养老金与长期资金刚性配置在 2025 年得到再定价，当然从绝对额来看，欧洲依然是主力，截至 2025 年 6 月，全球可持续基金资产规模已回升至约 3.5 万亿美元，较一季度增长近 10%[①]。这其中，欧洲约占全球 ESG 基金资产的 85%[②]，欧洲监管层面的明确指引（如 ESMA 关于基金命名的指南实施 ）增强了投资者信心，2025 年第二季度欧洲可持续基金净流入达 86 亿美元，扭转了上一季度净赎回的局面。

在另类资产方面，受利息居高不下的影响，2024 年全球私募股权募资额连

[①] https://www.morningstar.com/business/insights/research/global-esg-flows
[②] https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-07-24/sustainable-funds-rebound-with-global-inflows-of-4-9-billion

续第三年下滑，募集较 2023 年下降近 30%[①]。投资者对高杠杆收购的热情有所降温，许多 PE 基金推迟募资进程。但北美仍是私募市场的绝对中心，头部基金大多来自纽约、加州等地；欧洲私募市场受经济不确定影响增长放缓；亚太尤其是中东成为新兴力量。值得关注的是，可持续理念正日益渗透另类投资领域——ESG 标准被越来越多私募基金和对冲基金纳入考量，绿色基础设施、清洁能源投资成为热门主题。许多对冲基金和私募基金经历估值调整，但具备科技、能源等专长的基金逆势取得亮眼回报。大型机构（养老基金、主权基金）继续将高比例资产配置于私募市场，为行业提供“压舱石”。

图 1-5 ESG 业务、另类资产业务得分（2024-2025）



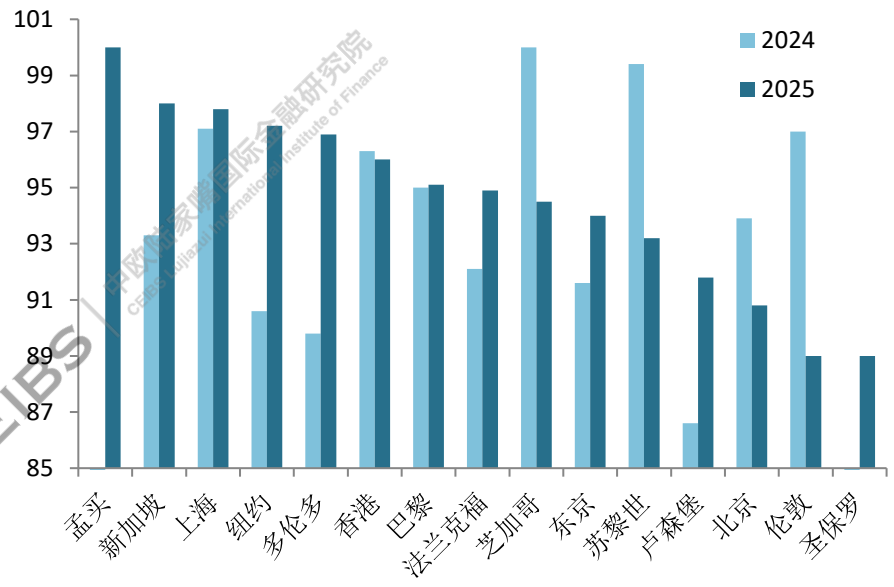
1.2.6 成长性

增长率的指标直接揭示资管行业上下游产业链动能的转移：孟买受益于数字经济和离岸服务外包，金融就业和投融资活动保持两位数增长，多个指标增长率位居全球第一。多伦多（+7.1）、纽约（+6.6）、卢森堡（+5.2）位居前列；而伦敦（-8.0）、苏黎世（-6.2）、芝加哥（-5.5）滑落明显。虽然美联储加息周期在一定程度上抑制了部分信贷业务，但 2024-2025 年美国金融服务业增加值仍

[①] https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2025/1/global-private-equity-fundraising-sinks-for-3rd-straight-year-87110906

保持温和增长。相比之下，英国金融业增速持续放缓，巴黎继续承接从伦敦流出的业务，卢森堡凭借各类基金和投行后台业务迁入快速提升。这种态势透露出一个信号：未来全球金融竞争将更加多极化，增量机会正向制度创新快、开放程度高的新兴金融城市倾斜。

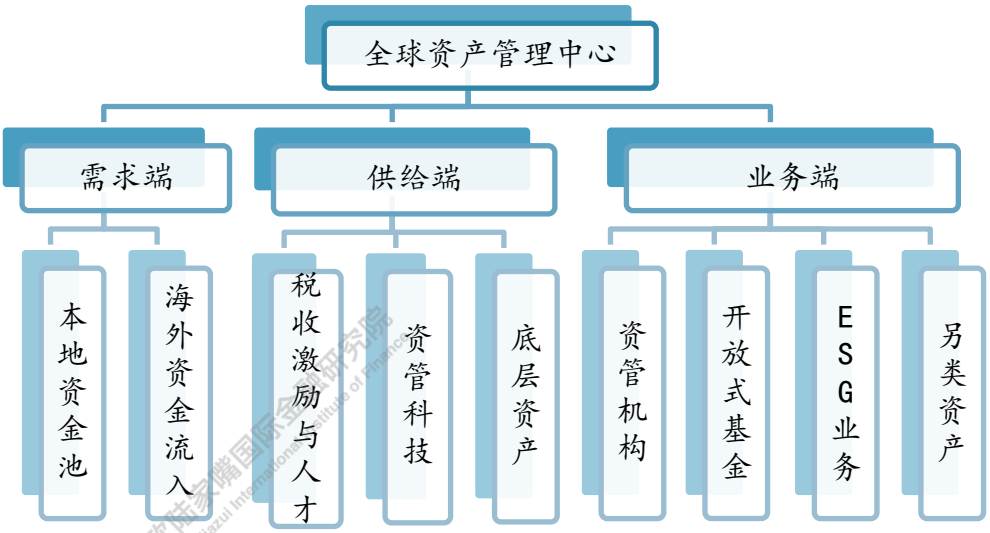
图 1-6　全球主要资产管理中心的增长率得分（2024-2025）



附：指标体系更新说明

在新增 7 个资管科技类的指标基础上，2025 年全球资产管理中心评价指标体系与 2024 年总体保持一致。一级指标仍分为资产管理的需求端、供给端和业务端。二级指标从本地资金池和海外资金流入衡量资管需求；从税收激励、人才供给、资管科技（新增）和底层资产等方面衡量资管供给；从资管机构、开放式基金业务、ESG 业务和另类资产等方面衡量资管业务。三级指标则是反映了上述各个层面的具体信息，共计 60 个，均为定期更新的定量指标。

图 1-7　全球资产管理中心评价体系　（2025）



需要说明的是，新增的二级资管科技指标进一步完善了一级供给端，我们相应对权重赋值进行了微调。根据西方经济学的经典理论，产出主要受劳动力、劳动生产率、技术进步等因素的影响。首先，我们将原“制度型开放”的指标明确为“税收激励”；其次，税收激励与人才供给合计权重从原 10%调为 5%，新增的资管科技权重为 5%，从而保持其他二级指标的权重分配不变。

此外，我们还在二级指标底层资产中用剔除通胀后的“10 年期国债实际收益率”替代原“长期国债收益率”，以更真实地反映实际利率对资管中心的影响。

表 1-3　全球资产管理中心评价指标体系（2025）

一级指标	二级指标	三级指标	数据来源
需求	本地资金池	银行存款	CEIC
		保费余额	SIGMA
		私人养老金规模	OECD
		外汇储备规模	各货币当局
		主权财富基金 SWFs 规模	SWF
		公共养老基金 PPFs 规模	
	海外资金流入	金融账户平衡	各货币当局
供给	税收激励	法定企业所得税税率	KPMG
		资本利得税税率	
		最高个人所得税税率	
	人才供给	金融业就业人数	各城市统计局
		金融业就业人数/非农就业人数	
	资管科技	数字基础设施完备度	IMF
		数据中心数量	Data Center Map
		AI 风险投资额	OECD
		资管技术产出	EPO,IMF
		资管专利质量	EPO
		AI 大模型数量	Epoch AI
		智能投顾户均 AuM	Statista
	底层资产	10 年期国债实际收益率	WIND
		主要股指收益率（一年）	BLOOMBERG
		上市股票数量	WFE
		上市股票数量增速	
		上市债券数量	
		上市债券数量增速	
		股票市值	
		股票市值增速	
		债券市场余额	
		债券市场余额增速	
		期货期权成交额	
		期货期权成交额增速	
		IPO 数量	
		IPO 数量增速	

表 1-4　全球资产管理中心评价指标体系（2025（续））

一级指标	二级指标	三级指标	数据来源
业务	资管机构	以当地为总部的前 5 大资管公司 AuM	各资产管理机构
		以当地为总部的前 5 大资管公司 AuM 增速	
		全球前 50 大资管机构在本地的总部数量	
		全球前 50 大资管机构在本地的分支机构数量	
	开放式基金	开放式基金净资产规模	IIFA、各交易所
		开放式基金净资产规模增速	
		开放式基金净销售额	
		开放式基金数量	
		开放式基金数量增速	
		ETFs 净资产规模	
		ETFs 净资产规模增速	
		ETFs 净销售额	
		ETFs 数量	
		ETFs 数量增速	
	交易所 ESG 业务	ESG 指数数量	各交易所
		ESG 指数数量增速	
		ESG ETF 数量	
		ESG ETF 数量增速	
		ESG 衍生品数量	
		ESG 衍生品数量增速	
		ESG 债券数量	
		ESG 债券数量增速	
	另类资产业务	另类资产基金数量	IIFA、各交易所
		另类资产基金数量增速	
		另类资产基金净资产规模	
		另类资产基金净资产规模增速	
		另类资产基金净销售额	

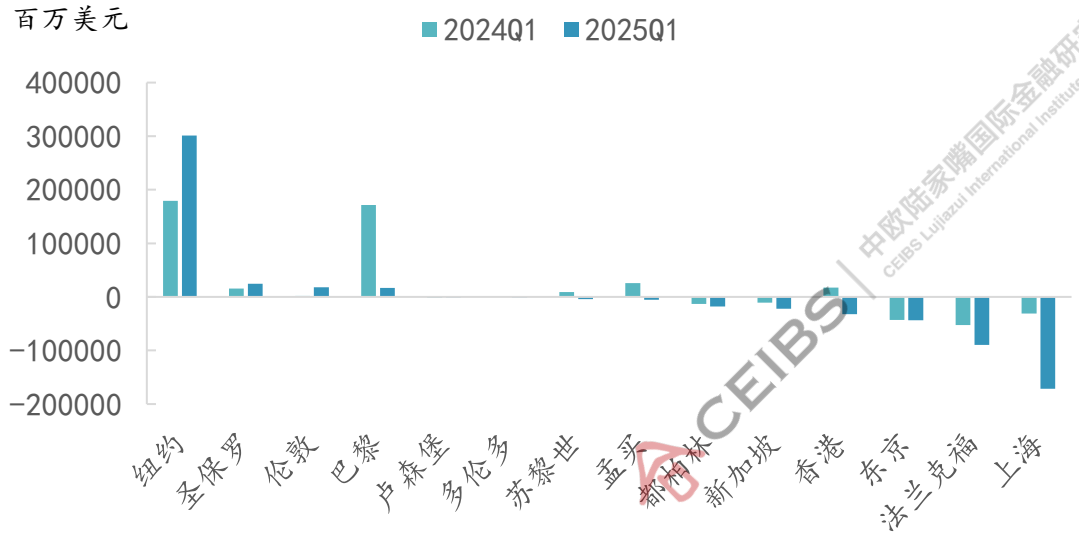
第二部分 主要指标分析

2.1 主要指标

2.1.1 需求端

- **非储备金融账户平衡。**尽管 2025 年初以来的关税政策对美国经济造成一定冲击，但美联储年内并未降息并将联邦基金利率维持在 4.25%-4.50%的高水平，吸纳全球流动性，使非美资金继续增配美国债务与存款。截至 2025 年第一季度，美国非储备金融账户顺差为 3009 亿美元，同比大幅增长近 50%。法国则从去年的大额顺差转变为平衡。德国、日本仍维持一定规模的逆差。中国的逆差显著增加至-1717 亿美元（人民币-1.2323 万亿元），是居民与机构主动用于对外资产配置（证券、存贷款等），而非被动外流。2025 年 1-5 月股权型来华直投净流入同比增 16%，对外证券投资也相对活跃。

图 2-1 非储备金融账户平衡（2024-2025）

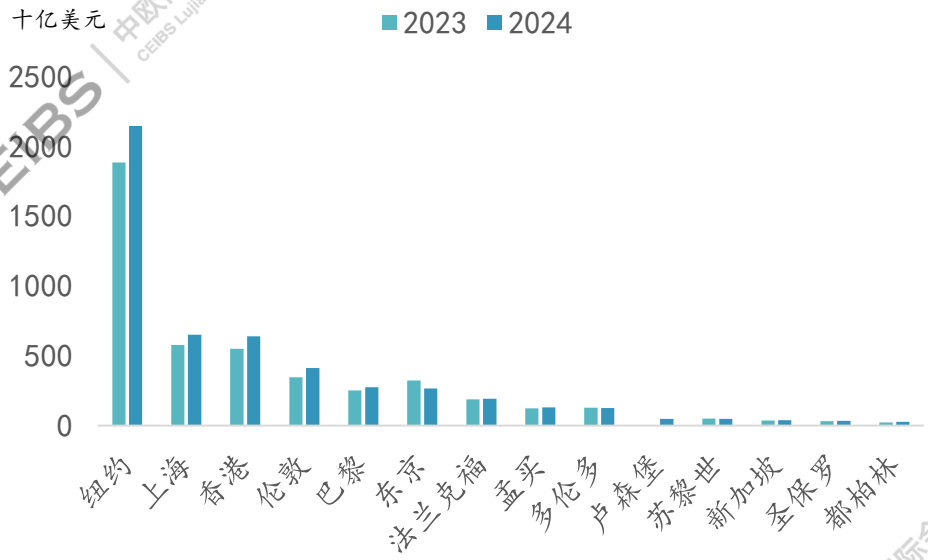


注：该数据为国别/地区数据，为方便对比，以该国/地区的主要资产管理中心代表。

资料来源： 各货币当局

- **保费余额。**2024 年主要国家保费余额同比均呈上升趋势。美国，英国，及中国保费余额分别达到 21431 亿美元，4127 亿美元及 6493 亿美元；增长率分别为 14%，19.5%及 12.6%。受益于全球主要经济体在养老金领域的各项政策调整，全球养老金行业持续增长。自 2024 年 12 月起，中国个人养老金制度已在全国全面推行，并逐渐丰富产品种类。2025 年 8 月，特朗普签署行政令指示劳工部着手修订规则，拟将加密货币、房地产、私募股权等另类资产正式纳入美国养老保险的重要支柱即 401(k)养老金计划的投资选项中。

图 2-2　保费余额（2023-2024）



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。

资料来源：安联，各货币当局

2.1.2 供给端

- **金融业就业人数/非农就业人数。**截至 2025 年 5 月，欧洲资管中心巴黎、苏黎世和卢森堡的金融从业人员占比分别为 18.1%，13.3%和 10.5%。位居全球前三。美国和亚洲主要城市均维持在 4%-7%区间。

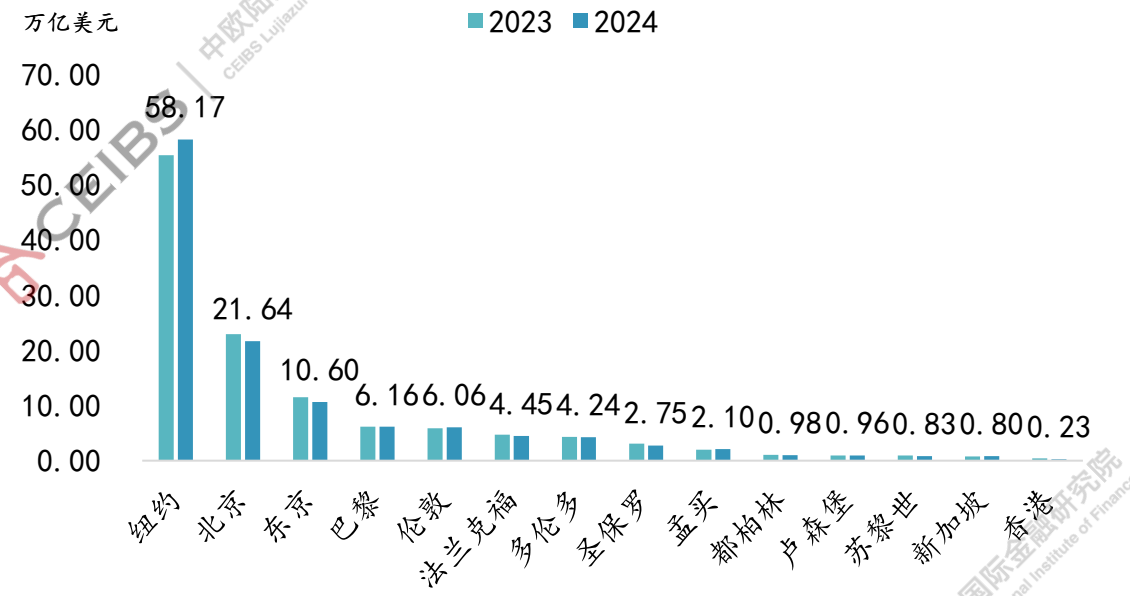
图 2-3　金融业就业人数及非农就业占比（2025）

注：部分数据截至 2023 年底，2024 年底或 2025 年一季度

资料来源：各城市/地区统计局

- **债券余额。**中美债券市场在全球范围内表现强劲并且呈持续增长趋势，这主要是供给侧主导的结果。一方面，中国中央与地方财政持续加大逆周期力度，政府债发行创历史新高，并推出超长期特别国债，直接推升债券存量。另一方面，美国财政赤字与滚动再融资需求高企，国债与信用债供给维持强劲。从需求与市场结构看，中美债市是全球抵押与定价基石，吸纳全球配置与交易对冲需求，形成“供给大、需求也大”的高周转结构。

图 2-4　债券余额（2023-2024）

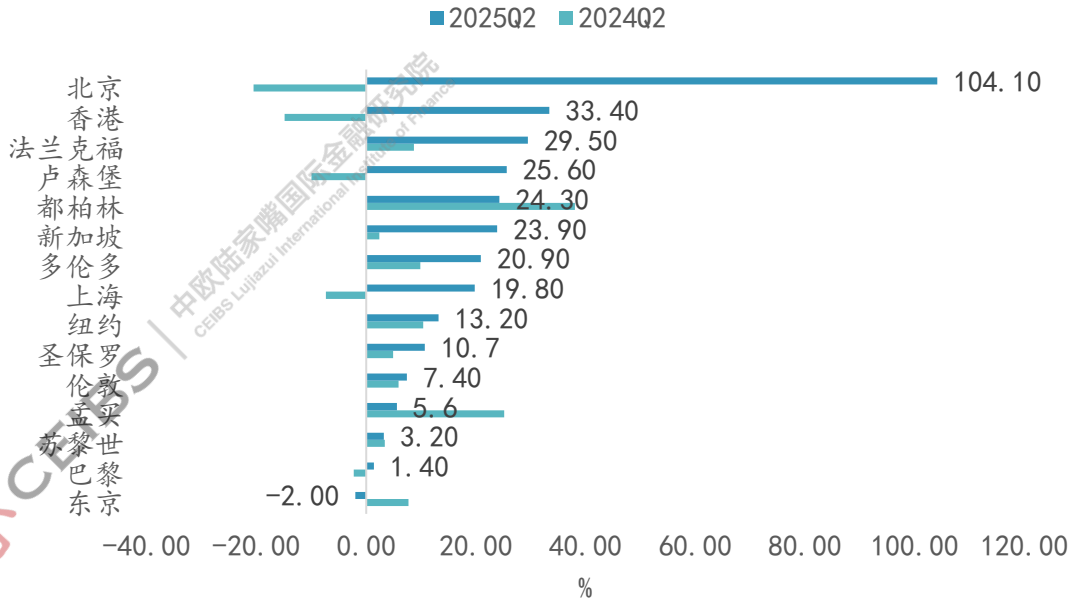


资料来源： BIS

- **主要股指收益率（一年）。**2025 年初，DeepSeek 引发的技术突破促使全球主要金融机构对中国高科技类上市公司进行重估并加大持仓比例，北交所股指再度领涨全球。同时，众多创新金融产品例如新收费模式的公募基金等进一步丰富了中国金融产品矩阵。美国总统特朗普的关税政策使得美国大部分行业受到冲击，市场普遍对美股未来盈利预期产生担忧。同时，美联储因关税政策的影响暂停降息并持续对降息持谨慎态度导致高利率环境继续影响美国各行业，特朗普对美联储的持续施

压也造成市场一定的恐慌情绪。在这些因素的影响下，美股自年初以来表现相对平淡。欧洲方面，德国股市表现亮眼，其股指的上涨动力主要源于思爱普（SAP），西门子能源等核心权重股的整体拉升。

图 2-5　主要股指一年期收益率（2024-2025）

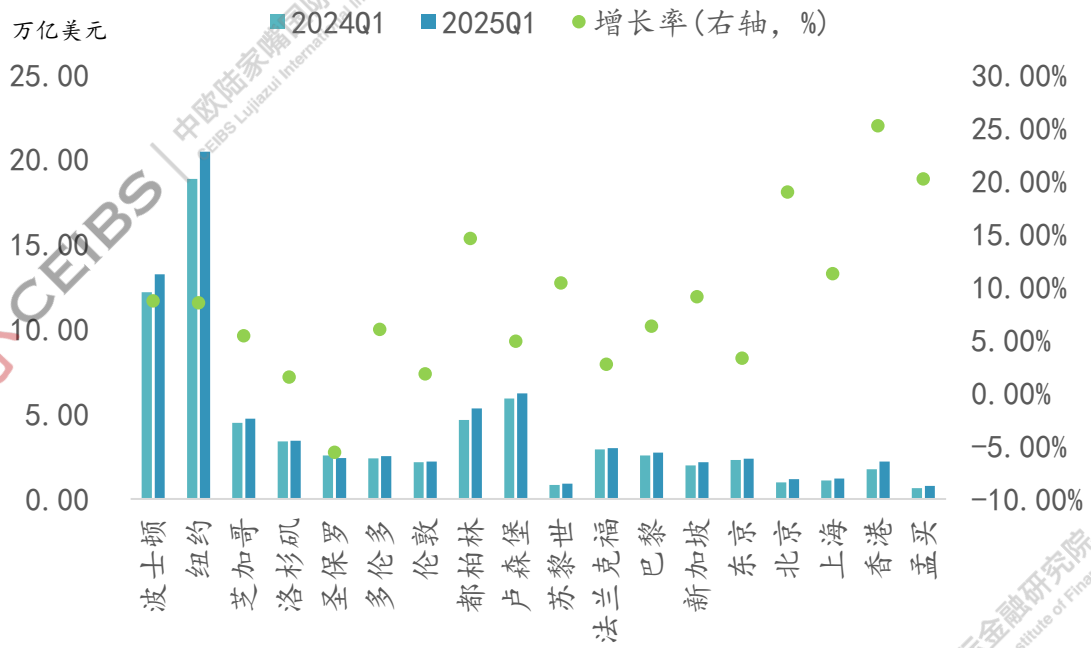


资料来源：BLOOMBERG

2.1.3 业务端

- **开放式基金净资产规模及增长率。**从规模上看，纽约开放式基金净资产规模仍领先全球，2025 年一季度净资产规模达 20.48 万亿美元，较 2024 年一季度增长 8.5%。亚洲市场的增速居世界前列，香港、孟买和北京分别高达 20.5%，20.2%和 19.0%。仅圣保罗出现下滑。

图 2-6　开放式基金净资产规模及增长率（2024-2025）

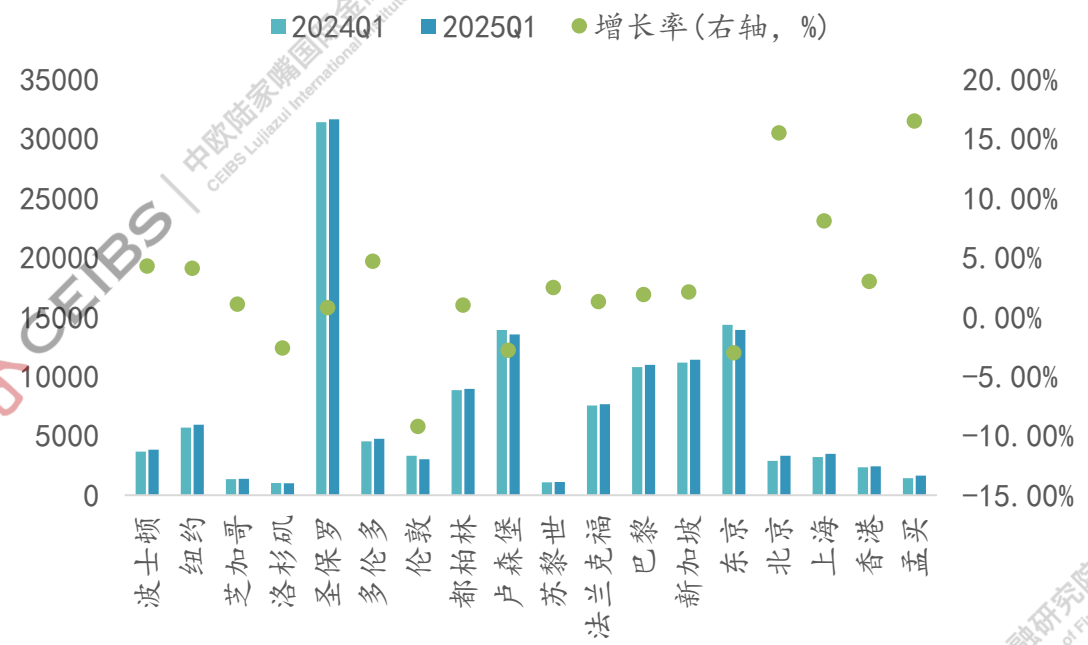


注：部分数据为 2023 或 2024 年底数据

资料来源：IIFA，香港证监会，IMAS

- **开放式基金数量及增速。**总体上新兴市场的增速普遍位居世界前列。截至 2025 年一季度，巴西的开放式基金数量最多，为 31625 支，从增长率来看，印度市场增长最快，基金数量从 2024 年一季度的 1418 支增加至 2025 年一季度的 1652 支，同比增长 16.5%。上海与北京的基金数量增速仅次于孟买，同比增速分别为 8.1%及 15.5%。

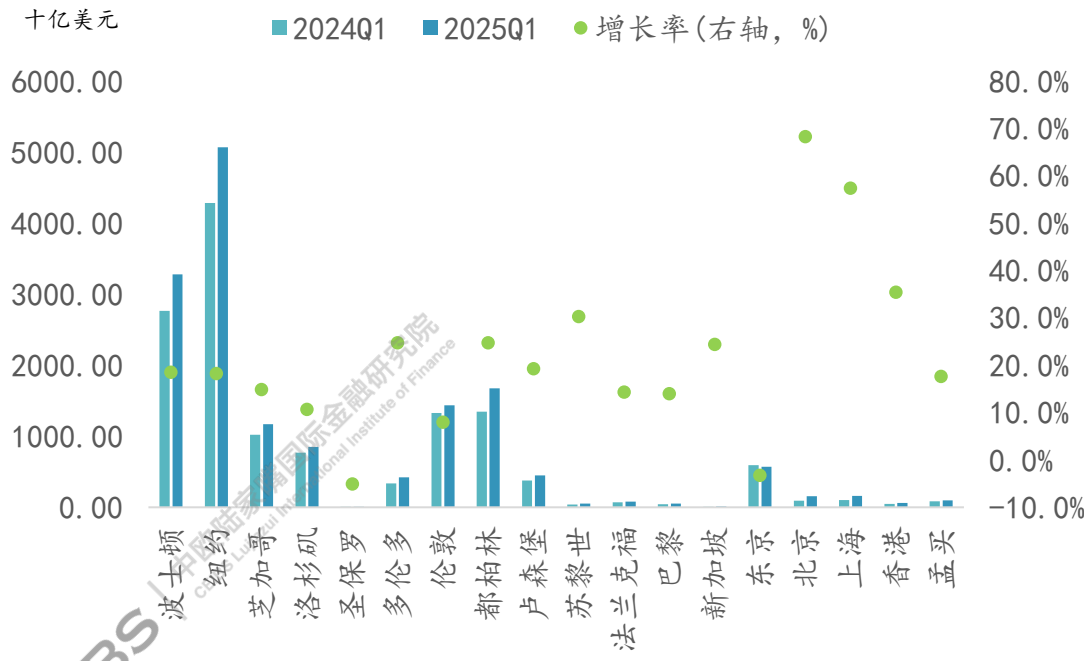
图 2-7 开放式基金数量及增速（2024-2025）



注：部分数据为 2023 年底数据
资料来源：IIFA，香港证监会

- **ETF 净资产规模及增速。**相比 2024 年 1 季度，全球大部分主要国家及地区的 ETF 净资产规模呈增长态势。截至 2025 年第一季度，纽约 ETF 净资产规模为 5.07 万亿美元，较 2024 年 1 季度增长 18.2%。上海及北京 ETF 增速处于全球领先地位，2025 年 1 季度 ETF 净资产规模分别为 1619 亿美元及 1552 亿美元，同比增长率为 57.4%及 68.3%。

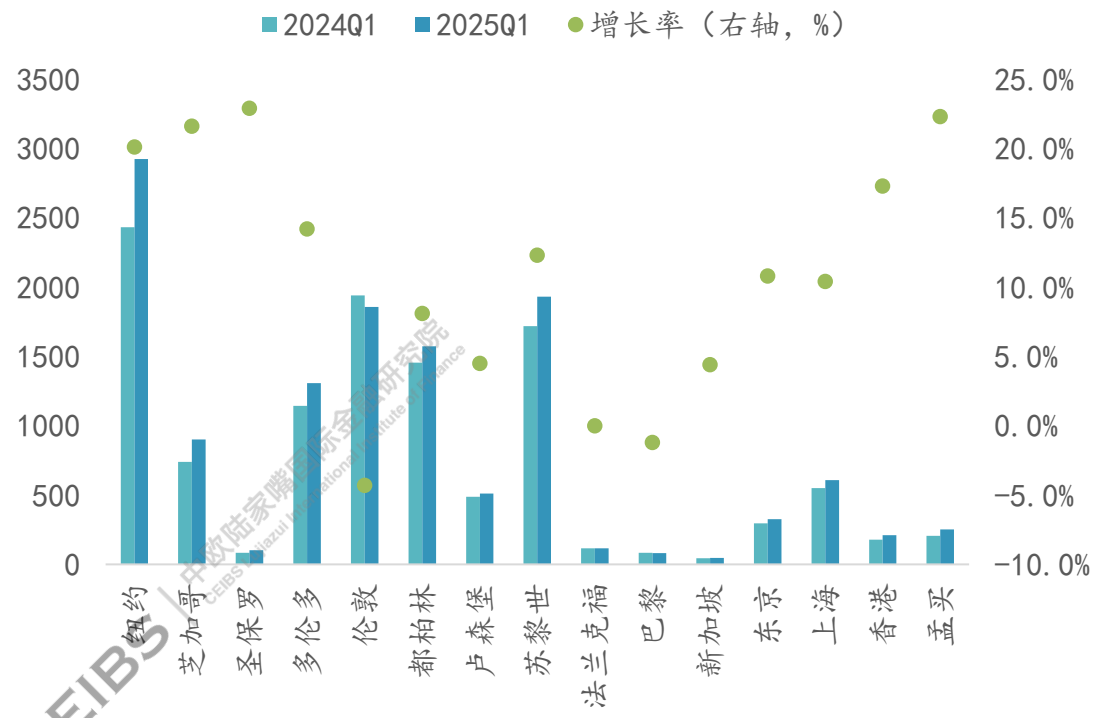
图 2-8　ETF 净资产规模及增速（2024-2025）



资料来源：IIFA，香港证监会，新加坡交易所,LSEG

- **交易所 ETF 数量及增速。**除欧洲部分国家的交易所 ETF 数量出现下滑外，全球大部分交易所 ETF 数量总体扩张。截至 2025 年第一季度，纽约市场的场外 OTC 交易的 ETF 数量领跑全球，共有 2922 支，同比增长 20.1%。此外，圣保罗及孟买交易所 ETF 数量同比增速分别为 22.9%及 22.3%。上海 2025 年一季度共拥有 607 支交易所 ETF，同比增长 10.4%。

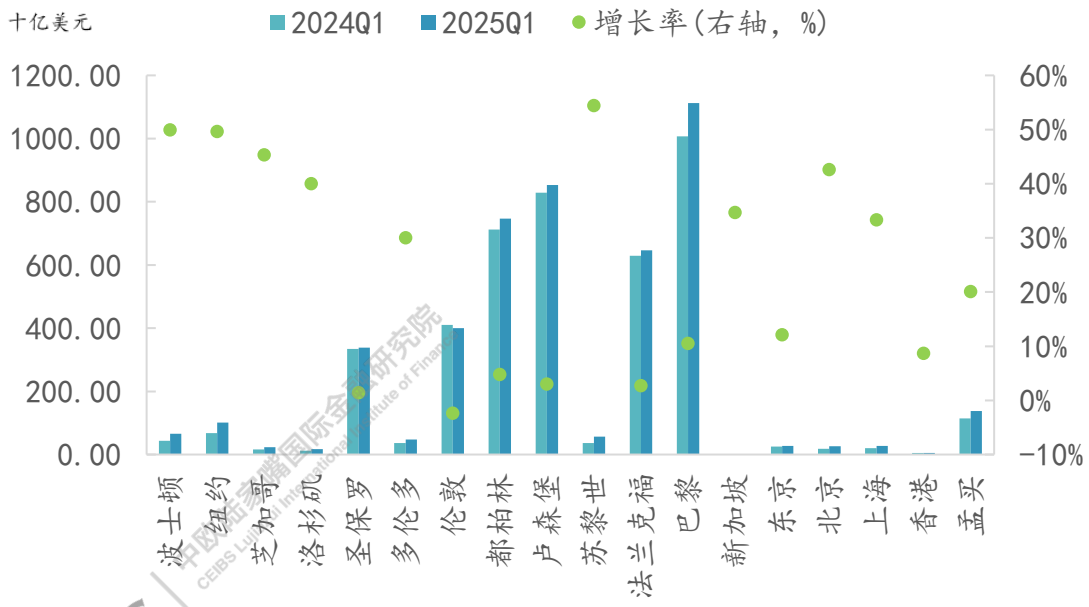
图 2-9　交易所 ETF 数量及增速（2024-2025）



资料来源：各交易所

- **另类资产基金净资产规模及增速。**从规模上看，巴黎的另类资产基金净资产规模仍处于欧洲领先地位，2025 年一季度的净资产规模为 1.11 万亿美元，同比增长 10.5%。从同比增速来看，苏黎世增长 54.4%，位列全球头部。上海及北京的另类资产基金净资产规模达到 270 亿美元及 259 亿美元，同比增速达 33.3%及 42.6%。

图 2-10　另类资产基金净资产规模及增速（2024-2025）

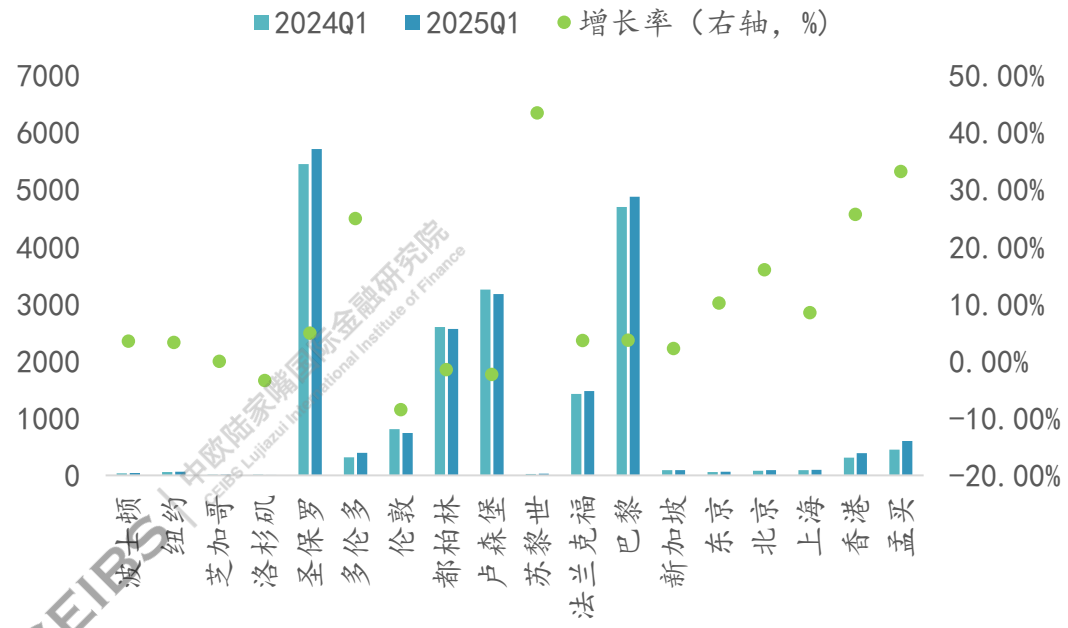


注：香港 2024Q1 及 2025Q1 数据为估算值

资料来源：IIFA，IMAS

- **另类资产基金数量及增速。**从规模上看，圣保罗拥有庞大的另类资产基金市场，截至 2025 年一季度共有 5715 支另类资产基金，同比增速为 4.9%。苏黎世 43.5%的同比增长幅度处于全球领先地位。上海及北京的另类资产基金数量同期分别为 97 支及 93 支，同比增幅为 8.5%及 16%。

图 2-11　另类资产基金数量及增速（2024-2025）



注：新加坡及东京 2024Q1 数据为 2023Q4 数据

资料来源：IIFA，香港证监会

2.2 新增指标：资管科技

2.2.1 技术作为资管供给的必要性

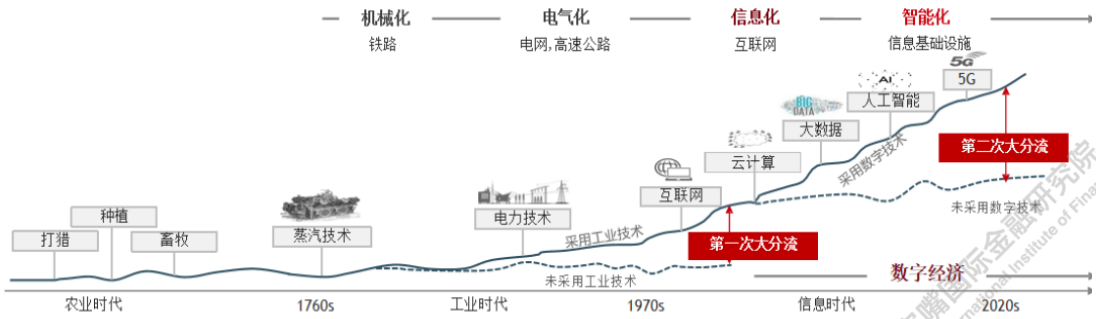
2.2.1.1 经济增长理论支持技术创新的重要作用

作为经济增长的重要源泉，技术进步一直是经济增长理论的重要关注点。从古典增长理论隐含技术进步的有限作用，到新古典增长理论将外生技术进步作为长期增长的核心，再到内生增长理论将技术进步内生化，技术作为生产力的作用日渐清晰。在古典增长理论中，Smith（1776）认为，市场规模扩大促进劳动分

工，劳动分工提升劳动熟练度和生产效率，将技术进步隐含在劳动分工之中[①]。Ricardo（1817）认为，经济增长的核心动力是资本积累，同时受土地和劳动要素制约，表明技术可以延缓生产要素的边际收益递减[②]。在新古典增长理论中，Solow（1956）认为，资本和劳动要素均面临边际收益递减，因而长期内人均产出的增长只取决于外生技术进步[③]。在内生增长理论中，Romer(1986)的知识溢出模型和Lucas(1988)的人力资本模型认为，技术进步是经济体系内部决策的产物，如研发投入和教育投资等，构成经济长期持续增长的内生核心动力[④⑤]。

理论的发展其实根植于实践的进步。古典增长理论产生于农业时代与工业时代的过渡期，核心生产要素是土地和自然资源；新古典增长理论产生于工业经济时代，这一阶段资产阶级登上历史舞台，核心生产要素是资本和劳动；内生增长理论产生于工业时代到信息时代的转换期，核心生产要素是数据和技术。在实现机械化、电气化、信息化和智能化的过程中，技术要素发挥了不可替代的作用。

图 2-12　技术变革与全球发展分流



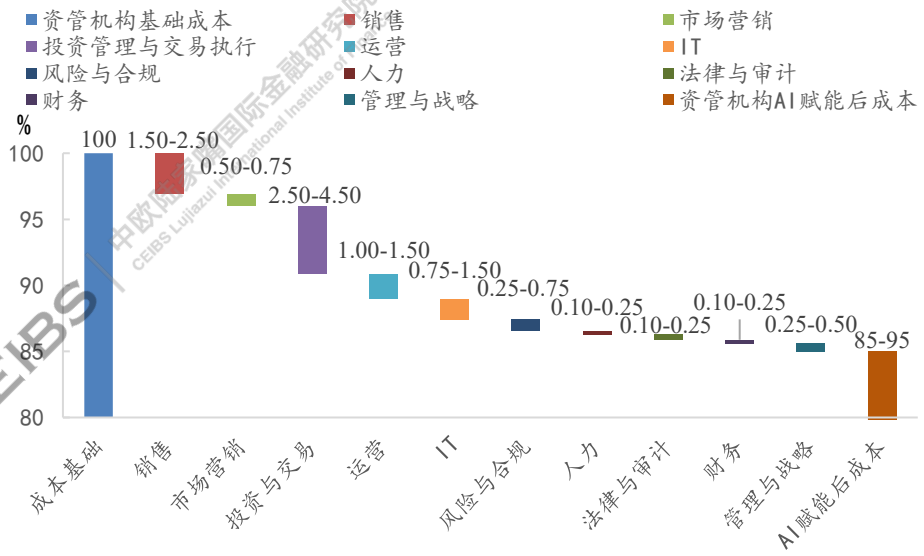
资料来源：华为

2.2.1.2 技术创新正在深刻重塑资产管理行业

[①] Smith, A. (1776). An inquiry into the Nature and causes of the wealth of nations. London: Strahan & Cadell.
[②] Ricardo, D. (1817). On the Principles of Political Economy and Taxation, London, 1817. Bell & Sons.
[③] Solow R M. A contribution to the theory of economic growth[J]. The quarterly journal of economics, 1956, 70(1): 65-94.
[④] Romer, P. M. (1986). Increasing returns and long-run growth. Journal of political economy, 94(5), 1002-1037.
[⑤] Lucas Jr, R. E. (1988). On the mechanics of economic development. Journal of monetary economics, 22(1), 3-42.

从宏观层面上看，技术创新正在推动业务流程的智能化重构、投研决策体系的数据智能化转型、服务模式的极致个性化定制，资产管理各环节效率得到显著提升。研究表明，AI 可以将资管机构的成本压降 15%左右。随着 AI 模型的迭代升级及其在资管领域应用程度的深化，技术创新对资管行业降本增效的作用将进一步增强。

图 2-13　AI 对资产管理价值链的成本改善



资料来源：BCG

从微观层面上看，资管机构正在将人工智能等技术融入投资决策全流程，打造资管科技平台，比如贝莱德 Aladdin 平台，通过人工智能等技术覆盖了机构投资者、财富管理人和资产服务商等群体，以及 ESG 投资、另类投资和风险分析等领域。截至 2025 年二季度，阿拉丁平台支持的内外部资产规模高达 20 万亿美元。

表 2-1　阿拉丁平台及构成模块

服务对象	构成模块	具体领域
机构投资者	Aladdin Enterprise	集成式投资组合管理平台
	Aladdin Risk	风险分析及质量控制
	Aladdin Climate	脱碳分析及气候风险管理
	eFront	私募市场投资技术平台
	Aladdin Accounting	定制化投资会计服务
	Aladdin Studio	个性化云开发平台
财富管理机构	Aladdin Wealth	财富管理平台
资产服务商	Aladdin Provider	中后台技术支持

资料来源：BlackRock

全球资管中心正在基于自身禀赋优势在细分技术赛道展开技术竞争。纽约依托技术垄断与资本驱动，在智能投研和高频交易方面形成优势，持续巩固全球资管科技策源地地位。伦敦侧重于监管科技和跨境服务，运用技术解决跨境资管合规效率问题，进一步巩固欧洲资管枢纽地位。香港基于数字资产和跨境优势，发力跨境资管和全球虚拟资产中心建设，包括近期出台的《稳定币条例》及去年推出的数字货币 ETF。卢森堡作为全球第二大投资基金中心，致力于释放链上资金效率，发展数字证券和代币化基金，重大举措包括先后颁布的四部区块链法。

表 2-2　主要资管中心技术竞争领域

资管中心	禀赋优势	侧重领域
纽约	技术垄断、资本驱动	智能投研、高频交易
伦敦	跨境服务	监管合规
香港	虚拟资产、跨境便利	数字资产中心
卢森堡	跨境基金	数字证券、代币化基金

2.2.2 资管科技总体评估框架

鉴于此，我们将资管科技作为二级指标纳入供给端，总体思路是从基础层、市场层、创新层和应用层四个层面展开。其中，基础层衡量基础设施完善程度，以 IMF 数字基础设施指数和数据中心数量为指标进行量化；市场层衡量技术创新导向型市场融资的充足性，以 AI 风险投资金额进行量化；创新层衡量资管科技领域的创新能力，涵盖资管领域的创新能力和技术领域的创新能力，以资管专利

技术产出、资管专利质量和 AI 大模型数量进行量化；应用层衡量资管科技的终端应用情况，以智能投顾户均管理规模（AuM）进行量化。

图 2-14　资管科技总体评估框架

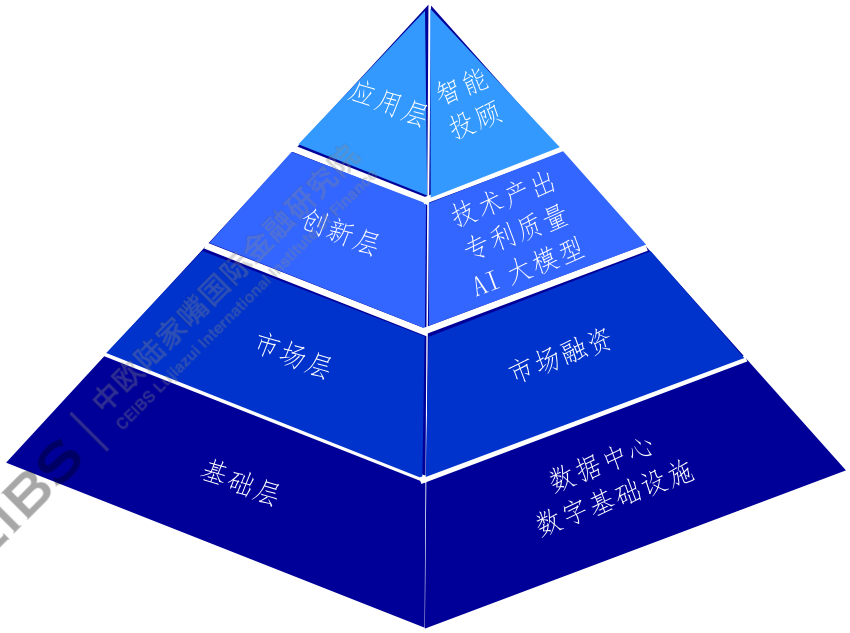


表 2-3　资管科技量化指标体系

关注领域	具体指标	指标内涵	数据来源
基础层	数字基础设施完备度	传统数字基础设施完善程度	IMF
	数据中心数量	算力基础设施完善程度	Data Center Map
市场层	AI 风险投资金额	底层技术市场融资的充足性	OECD
创新层	资管专利技术产出	资管行业创新能力的“量”级	EPO IMF
	资管专利质量	资管行业创新能力的“质”量	EPO Unified Patents
	AI 大模型数量	底层技术的创新能力	Epoch AI
应用层	智能投顾户均规模	资管领域新兴技术的应用程度	Statista

2.2.3 资管科技具体指标分析

- **数字基础设施完备度。**数字基础设施是信息技术采用的关键因素，可以为 AI 技术的传播和本地化应用奠定良好基础（Cazzaniga et al.，2024）[①]。本部分借鉴 IMF 发布的 AI 准备度指数中的数字基础设施指数，来量化资管中心的互联网可得性和电商基础设施的成熟度。该指数由 10 个细化指标综合得来，涵盖固话、手机、互联网、邮政等方面，主要聚焦传统数字基础设施，具体如表 2-4 所示。在全球主要资管中心中，上海的数字基础设施完备度位列第 4，为新兴技术在资管领域的应用奠定了良好的信息化基础。

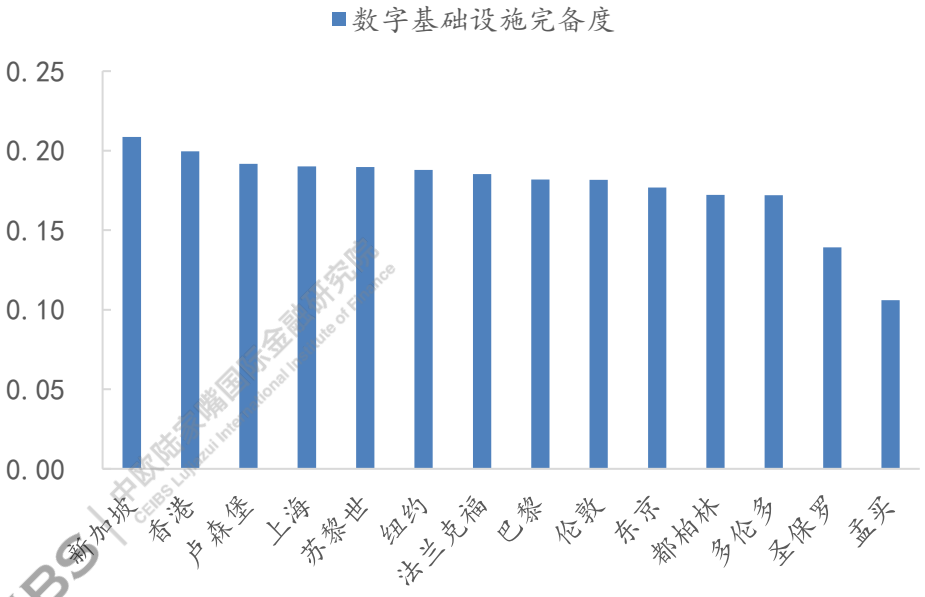
表 2-4　数字基础设施指数量化指标

关注领域	具体指标	数据来源
互联网可得性	每百万人中互联网用户数	联合国
	每百人中固定电话用户数	联合国
	每百人中移动电话用户数	联合国
	每百人中固定宽带订阅数	联合国
	每百人中无线宽带订阅数	联合国
	互联网接入成本	国际电信联盟
	每百万人网络服务器数量	世界银行
电商基础设施成熟度	邮政可靠性	万国邮政联盟
	通过手机线上交易比率	世界银行
	公共部门线上服务基础设施	联合国

资料来源：IMF

[①] Cazzaniga, M., Jaumotte, F., Li, L., Melina, G., Panton, A. J., Pizzinelli, C., Rockall, E. J., & Mendes Tavares, M. (2024). Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work. Staff Discussion Notes, 2024(001). Retrieved Aug 29, 2025, from https://doi.org/10.5089/9798400262548.006

图 2-15　主要资管中心数字基础设施完备度



资料来源：IMF

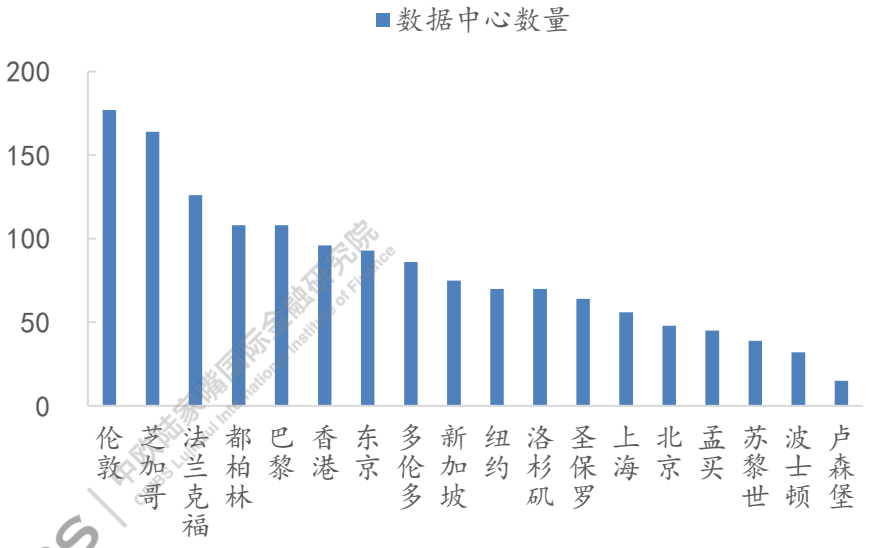
- **数据中心数量。**数据中心是现代数字基础设施的核心，也是推动创新生态的引擎，能够增强金融科技等领域竞争力（Alaamer，2025）[①]。AI 的飞速发展引致对算力资源需求的急剧扩张，数据中心凭借高性能计算能力，对助力模型训练、推理以及服务部署至关重要，成为智能化时代背景下对传统数字基础设施的有力补充。

从全球实践上看，数据中心高度集中于发达经济体，我国数据中心数量仅次于美国、德国和英国，对我国资管科技的发展提供了强大算力支撑。随着全国数据中心建设的推进，我国逐步形成了 8 大国家算力枢纽节点与 10 大国家数据中心集群的一体化布局，有助于从整体上优化区域资源配置，更好发挥数据中心的经济杠杆作用，进而提升行业竞争力。与此同时，聚焦到全球主要资管中心层面，上海数据中心数量仍与

[①] Khalid, Alaamer. This is the state of play in the global data centre gold rush. World Economic Forum, 22 April 2025, https://www.weforum.org/stories/2025/04/data-centre-gold-rush-ai.

伦敦、芝加哥等地具有一定差距。

图 2-16　主要资管中心数据中心数量（2025 年 6 月）



资料来源：Data Center Map

- **AI 风险投资金额。**风险资本对于研发投资、技术创新和生产力提升至关重要（Arnold et al.，2024）[①]。风险投资通过多种渠道产生积极影响，具体上看，风险投资不仅带来融资，还带来知识、建议和专业网络。具体到人工智能领域，风险投资同样促进了该领域研发、创新和技术转化（OECD，2024）[②]。鉴于此，我们采用风险资本对 AI 初创企业的投资金额来衡量技术创新导向型市场融资的充足性。

从市场实践上看，全球 AI 风险投资金额呈现清晰的指数式增长趋势。截至 2025 年一季度，全球对 AI 算力初创企业的融资规模 92 亿美元，是 2020 年同期的 5.8 倍，近五年复合年均增长率高达 55%。从全球主要资管中心来看，上海在市场驱动型资金的充足性方面仅次于纽约，为资管科技的发展提供了充足资金支持。

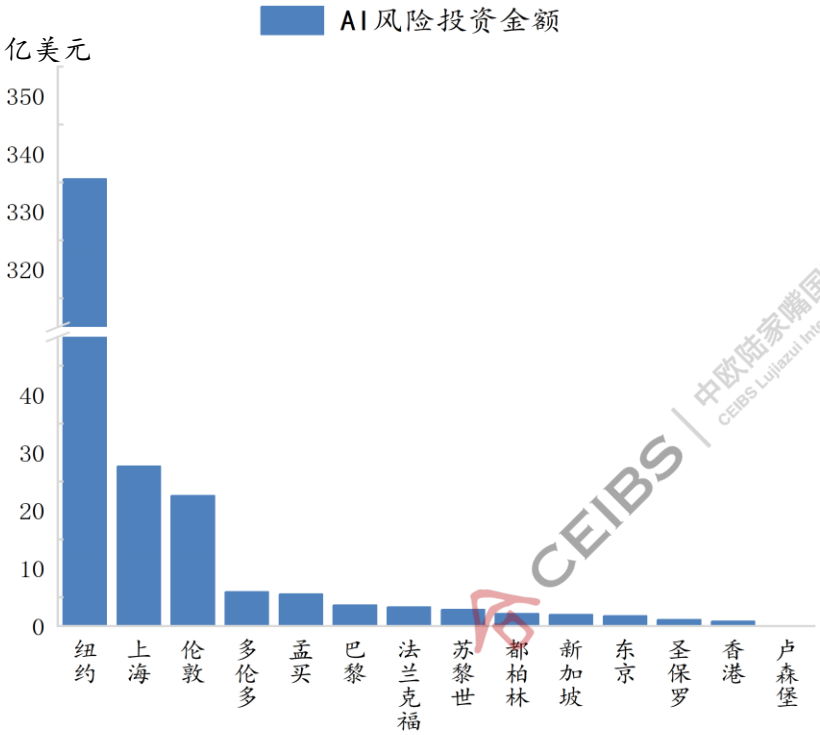
[①] Arnold, N. G., Claveres, G., & Frie, J. (2024). Stepping Up Venture Capital to Finance Innovation in Europe. IMF Working Papers, 2024(146). Retrieved Sep 1, 2025, from https://doi.org/10.5089/9798400280771.001

[②] OECD, Recommendation of the Council on Artificial Intelligence, OECD/LEGAL/0449

图 2-17 全球 AI 算力初创企业风险投资金额（2025 年 6 月）

资料来源：OECD

图 2-18 主要资管中心 AI 风险投资金额（2025 年 6 月）

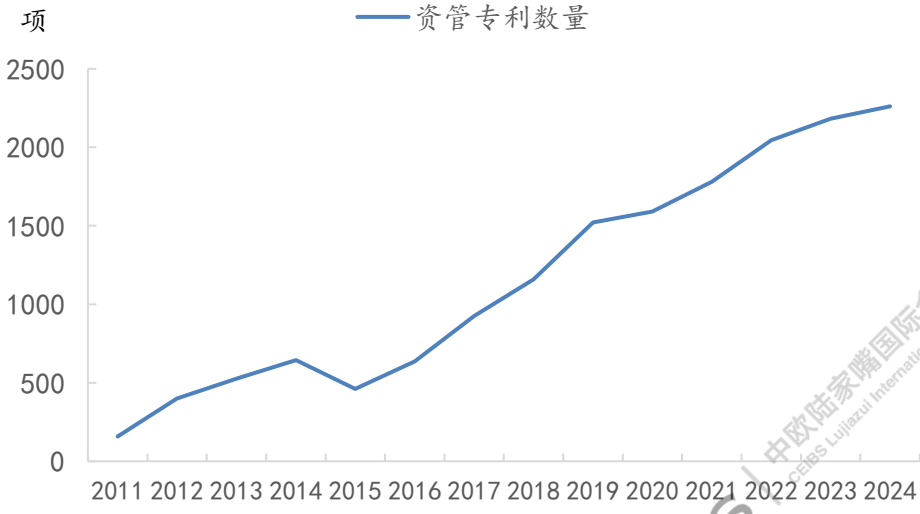


资料来源：OECD

- **资管专利技术产出。**总的来看，资管专利技术产出可以从“量”的维度衡量资管领域的创新能力。专利是知识和技术创造的集中体现，可以反映国家、地区和企业的创新表现（Khan and Dernis，2006；WIPO，2024）[①②]。借鉴全球创新指数中技术产出的构建方法，本文首先通过国际专利分类号 G06Q40/06 整理上半年资管专利数量，然后通过购买力平价 GDP 进行调整，进而获得资管专利技术产出。

从市场实践上看，全球资管行业创新不断，资管专利数量持续提升。2024 年全球资管领域专利数量共计 2261 项，近十年复合增长率为 19%，远高于同期全球 GDP 增速。从全球来看，上海的资管专利数量全球领先，资管专利技术产出位居世界前列，从“量”的角度展现出资管领域较强的创新能力。

图 2-19　全球资管专利数量（2011-2024）

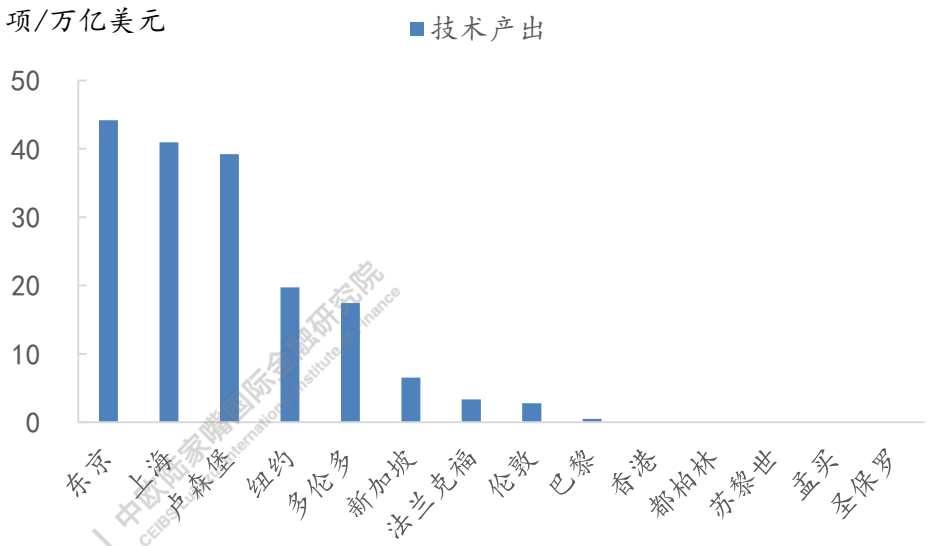


资料来源：EPO

[①] Khan, M. and H. Dernis (2006), “Global Overview of Innovative Activities from the Patent Indicators Perspective”, OECD Science, Technology and Industry Working Papers, No. 2006/03, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/674714465672.

[②] World Intellectual Property Organization (WIPO) (2024). Global Innovation Index 2024: Unlocking the Promise of Social Entrepreneurship. Geneva: WIPO. 10.34667/tind.50062

图 2-20　主要资管中心资管专利技术产出（2025 年 6 月）



资料来源：EPO，IMF

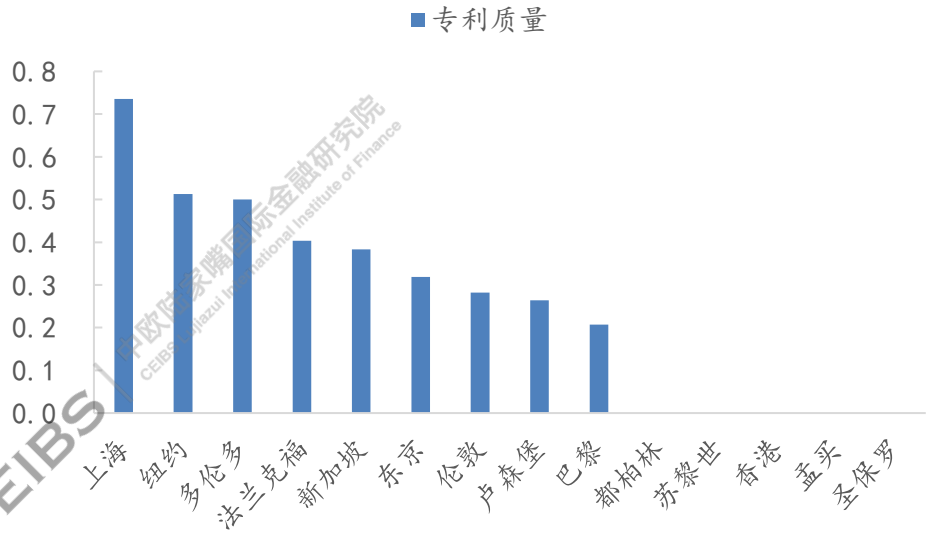
- **资管专利质量。**专利质量从“质”的维度衡量了资管领域的创新能力。专利质量可以从专利广度和专利深度等方面进行量化（程文银等，2022；殷戈等，2024）[①②]。其中，专利广度是指专利的保护范围，可以通过权力要求数进行量化，具体反映技术价值和专利权价值。专利深度是指专利的独占强度，可以通过专利被引数进行量化，具体反映专利的溢出效应和技术价值。本文基于各地上半年资管专利，逐条统计权利要求数和专利被引数，然后按地区对两个指标分别求均值，并分别进行归一化处理以便进行截面比较，最后通过对权利要求数归一化分值与专利被引数归一化分值进行等权平均获得专利质量分值，从而评估各资管中心的资管专利质量。

从市场实践上看，上海专利质量领先于全球主要资管中心，从“质”的角度展现出资管领域较强的创新能力。具体来看，上海资管专利的质量更多地体现在专利深度上，较其他资管中心能够实现更快被引。与其

[①] 程文银，李兆辰，刘生龙，胡鞍钢. 中国专利质量的三维评价方法及实证分析[J]. 情报理论与实践，2022，45(07)：95-101.
[②] 殷戈，张晓波，李力行. 中国专利质量——测度和发展趋势[J]. 经济科学，2024，(06)：5-30.

他主要资管中心相比，上海在该领域的专利能够更快传播和应用，及时的知识溢出为资管领域的发明创造和迭代更新奠定良好基础，从而更好发挥资管专利的技术价值和经济价值。

图 2-21　主要资管中心资管专利质量（2025 年 6 月）



资料来源：EPO，Unified Patents

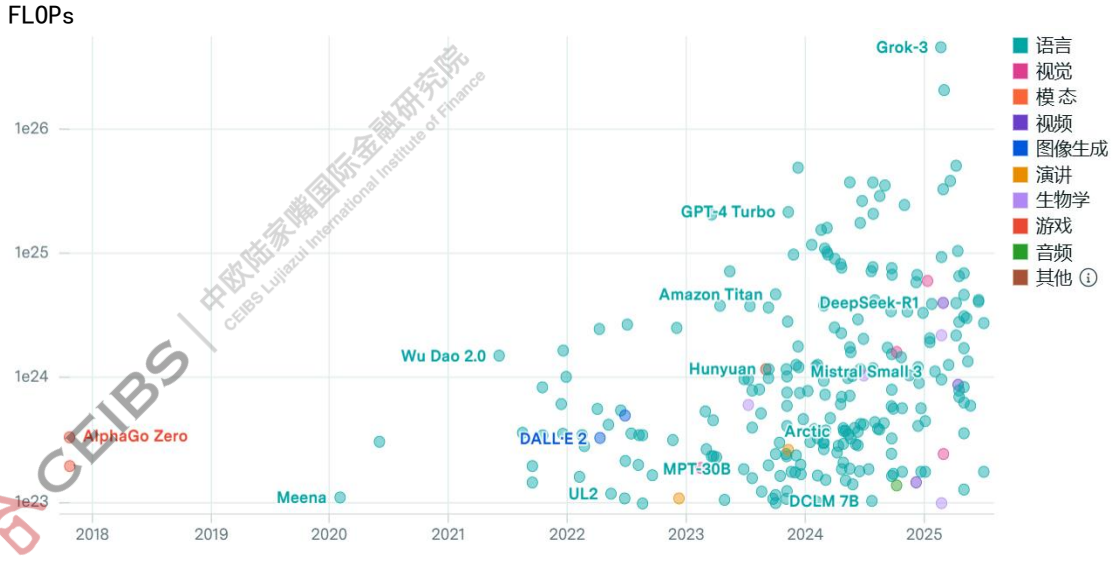
- **AI 大模型数量。**底层技术的供给能力也是资管科技创新的重要方面，对于增强资管行业的竞争力和盈利能力至关重要。从实践上看，AI 正在重塑资管行业格局，通过技术方式助力资产配置和风险管理各环节，压降成本并提升运营和投资效率（BCG，2024）[①]。鉴于此，本文采用训练规模大于10^{23}浮点运算数（FLOPs）的 AI 大模型数量为指标，量化资管科技的底层技术供给能力。

以上述训练规模为标准，最早的 AI 大模型可以追溯到 2017 年的 AlphaGo Master 和 AlphaGo Zero，两者的训练规模分别为2.0×10^{23}FLOPs 和3.4×10^{23}FLOPs。随着技术突破、市场需求、政策支持、开源生态以及算力支撑等因素日益成熟，AI 大模型数量迅速增长。截至 2025 年 6 月底，全球训练规模最大的 AI 大模型为 Grok3，训练规

[①] BCG(2024). Global Asset Management Report 2024: AI and the Next Wave of Transformation.

模为3.5×10^{26}FLOPs。我国同期训练规模最大的 AI 大模型为质谱 GLM-4-Plus，训练规模为3.6×10^{25}FLOPs。从全球来看，美国和中国在 AI 大模型累计数量方面占绝对优势，为新兴技术在资管领域的应用提供了强大技术支撑。

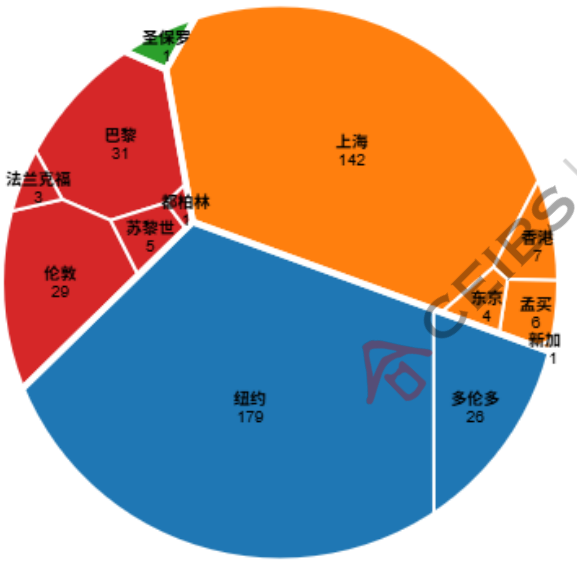
图 2-22　全球 AI 大模型训练规模演变（2017-2025）



注：截至 2025 年 6 月

资料来源：Epoch AI

图 2-23　主要资管中心 AI 大模型数量（2025 年 6 月）

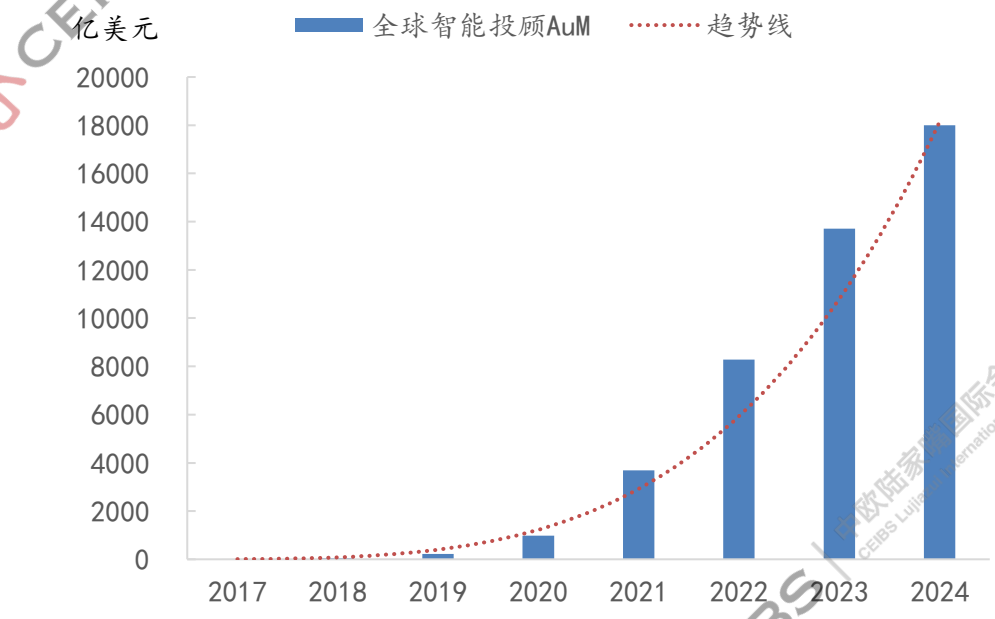


资料来源：Epoch AI

- **智能投顾户均规模。**智能投顾是将人工智能与专业投顾相结合的产物，通过智能算法、量化金融模型与大数据分析，为投资者提供一站式的投顾服务，具备效率高、成本低、不受时间地点限制等特点，是资管科技在应用层面的直接体现。鉴于此，本文采用智能投顾户均 AuM 为指标，衡量智能投顾的市场渗透率和资管科技的终端应用情况。

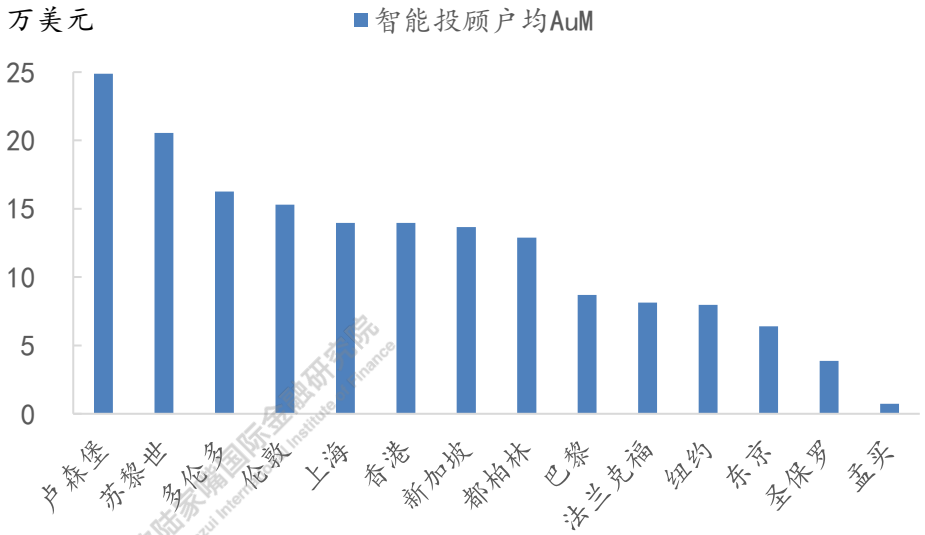
从全球来看，智能投顾在管规模迅速扩张，近五年复合年均增长率高达 107%，相当于每年都在翻倍。截至 2024 年底，全球智能投顾在管规模高达 1.8 万亿美元。从资管中心层面看，上海在智能投顾户均管理规模方面处于中上水平，表明对于已开通智能投顾的投资者而言，其参与深度相对较高。

图 2-24　全球智能投顾在管规模（2025 年 6 月）



资料来源：Statista Market Insights

图 2-25　主要资管中心智能投顾户均 AuM（2025 年）



资料来源：Statista Market Insights

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

第三部分 专题研究

3.1 全球资产管理机构竞争格局与发展趋势

3.1.1 全球资管规模地理集中度

我们通过比较18个资管中心Top5资管机构[①]的四项关键指标:AuM规模(2025年6月与2024年6月)及增长率、全球Top50资管机构在各城市的总部与分支机构数量[②](2025年),评估各城市AuM的整体增长情况,以及计算集中度指标CR以及赫芬达尔-赫希曼指数(HHI)[③],衡量各资管中心的地理集中程度及其对全球资管行业的影响。

根据表3-1,纽约和波士顿在四个指标均遥遥领先。纽约本地前五大机构AUM合计达23.8万亿美元,同比增长15.5%,波士顿达15.4万亿美元,增长15.8%。相较之下,欧洲城市中规模最高的是巴黎(6.15万亿美元)和伦敦(4.7万亿美元),亚洲则以东京(2.99万亿)和北京(2.1万亿美元)、上海(2.19万亿美元)为主。都柏林、卢森堡、香港等本地市场的AUM规模不足1万亿美元,但都柏林以35%的高速增长引人注目。大多数城市Top5资管规模在2024-2025年间都有显著正成长,只有东京略有下降(-2.3%),主要反映日元贬值的消极影响。

全球前50大资管公司总部高度集中在纽约(有9家在纽约设总部)和伦敦(7家),其次波士顿(6家)和巴黎、法兰克福、苏黎世(各2-3家)。分支机构则更广泛分布,纽约、伦敦各有30家左右Top50公司设点;上海、新加坡等亚洲金融中心也吸引了20-30家顶尖机构布局。

① 仅统计将总部设在该资管中心的资管机构。
② 统计按照2025年6的AUM排名的全球前50大资管公司中,有多少将全球总部设于该城市,以及有多少在该城市设立分支营运据点。
③ HHI指数对规模较大的企业比规模较小的企业给与更大的权重,因此,对规模较大的前几家企业的市场份额比重的变化反应特别敏感,能真实地反映市场中企业之间规模的差距大小,并在可以反映企业支配力的变化。

表 3-1　主要资管机构全球分布的规模与数量（2024-2025）

	城市	2025 年 Top5 AUM （万亿美元）	2024 年 Top5 AUM （万亿美元）	年增长率	Top50 总部数	Top50 分支数
美洲	纽约	23.8	20.6	+15.5%	9	29
	波士顿	15.4	13.3	+15.8%	6	21
	芝加哥	5.5	4.9	+12.2%	3	18
	洛杉矶	4.0	3.7	+8.1%	3	14
	多伦多	3.77	3.45	+9.3%	2	31
	圣保罗	0.63	0.54	+16.7%	0	9
欧洲	伦敦	4.7	4.36	+7.8%	7	38
	巴黎	6.146	5.472	+12.3%	3	20
	法兰克福	2.58	2.375	+8.6%	3	26
	苏黎世	4.3	3.9	+10.3%	2	26
	都柏林	0.347	0.257	+35.0%	0	17
	卢森堡	0.913	0.8429	+8.3%	0	27
亚洲	新加坡	0.87	0.81	+7.4%	2	34
	东京	2.99	3.06	-2.3%	1	11
	北京	2.10	1.74	+20.7%	1	23
	上海	2.19	1.94	+12.9%	1	32
	香港	0.29	0.25	+16.0%	0	13
	孟买	0.50	0.42	+19.1%	0	9
合计		81.03	71.92			

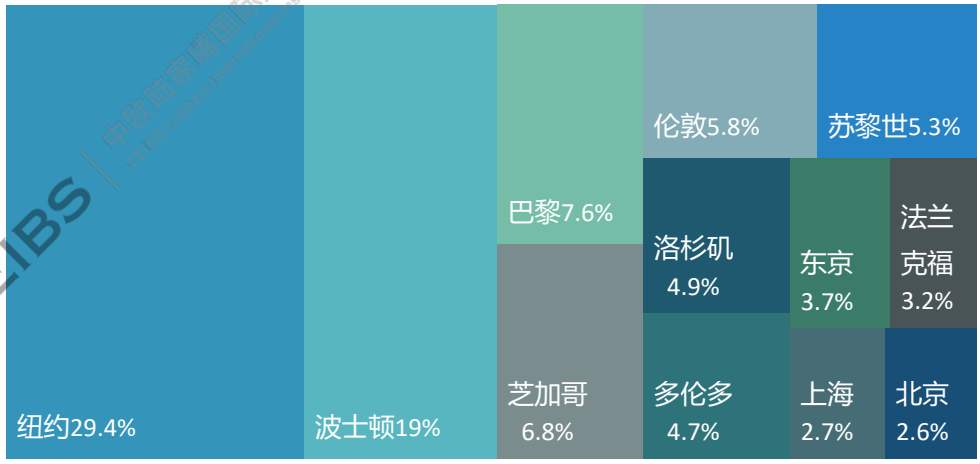
资料来源：各资管机构官网

显然，全球资管机构向少数龙头城市集中，同时其他城市也分摊了相当份额，全球呈现“一超多强”的格局。由此计算 2025 年 6 月的地理集中度。一方面，分区域看，美国四个城市是全球资管资产竞争最激烈的市场（HHI 约 0.358），且同比增速在 10%以上。欧洲区域资管版图较为分散（HHI 约 0.238），亚洲区域的集中度(HHI≈0.241)与欧洲接近，区内没有像纽约那样绝对垄断的单一城市。另一方面，具体到城市，纽约+波士顿两城掌握近一半资管规模（CR2 = 48.4%）；全球 2/3 的 AuM 高度集中于少数超级中心（CR5= 68.6%）；前十几乎包揽全球市场（CR10=90.4%）。这意味着头部城市对全球资管资源的虹吸效应不是周期性现象，而是结构性强化。全球资管机构的格局正呈现出“头部超级寡头化+尾部边缘化”的双重态势。

3.1.2 Top5 资管机构的份额变化及其全球化路径

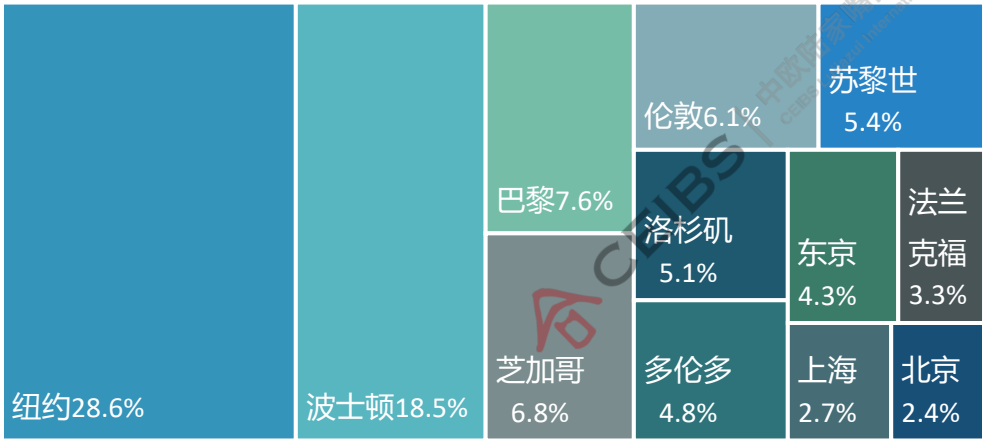
结合 2024 年 6 月和 2025 年 6 月的份额数据，可以发现，纽约和波士顿在一年内进一步扩张份额，而伦敦已从 6.1%下降至 5.8%，东京从 4.3%下降到 3.7%，洛杉矶、多伦多、苏黎世的份额均出现小幅下降，巴黎、芝加哥和上海维持份额，法兰克福和北京有小幅增加。说明各资管中心的功能分工已固化为比较优势，通过“专业—地理—制度”联动决定新增 AuM 的自然流向。

图 3-1　全球主要资管中心资管规模份额（2025 年 6 月）



资料来源：各资管机构官网

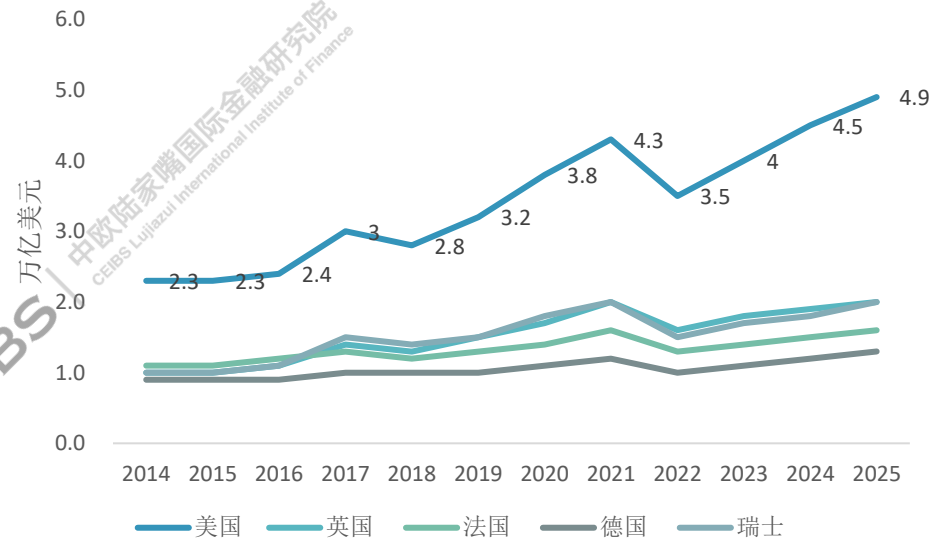
图 3-2　全球主要资管中心资管规模份额（2024 年 6 月）



资料来源：各资管机构官网

同时，我们也可以观察到 2021-2025 年以来，美国资管机构在欧洲管理规模远超过欧洲本土机构。与欧洲市场相对平稳的扩张相比，不仅反映出美国在ETF、主动管理和另类投资等产品上的全球竞争优势，也说明欧洲养老金、机构资金和零售投资者对美国资管品牌与产品体系的高度依赖。换言之，美国资管的跨境扩张已在欧洲形成结构性领先，进一步压缩了本土机构的市场份额空间。

图 3-3　美国资管机构在欧洲管理规模（2014-2025）



注：仅统计在欧洲大陆和英国在内经营的资管机构 AuM（不包括 FOF 和货币基金）
资料来源:ISS Market Intellgient

但回顾历史，欧洲资管机构的全球化路径远早于美国。19 世纪中叶至 20 世纪，大型欧洲资管公司陆续在上海、香港、伦敦、纽约、芝加哥、旧金山等地设立分支机构，这与世界经济格局演进密切相关。

伦敦靠近泰晤士河口的地理位置让伦敦成为 19 世纪繁忙的贸易港口，经济地位的提升促使欧洲金融活动向伦敦聚拢，伦敦证券交易所的早期建立也使之成为欧洲最重要的金融中心，欧洲资管机构纷纷在伦敦设立海外分支。而在亚洲，上海和香港在 19 世纪中后期相继开埠，迅速成长为远东重要的贸易金融中心，巨大的经济发展潜力吸引欧洲资管机构于 19 世纪末即开始在上海和香港布局。例如法国巴黎银行(BNP Paribas)早在 1860 年便进驻上海，1862 年进入香港市场，1867 年才在伦敦设立办事处。再如德意志银行(Deutsche Bank)于 1872 年

进入上海，1873 年才登陆伦敦。法国农业信贷银行(Credit Agricole)也在 19 世纪末即布局亚洲，1894 年进驻香港，1898 年进入上海。

19 世纪下半叶美国工业革命推动经济崛起，美国逐步成为新的全球金融重心。为把握北美市场机遇，欧洲资管机构纷纷选择在纽约、芝加哥、旧金山等地设点，以拓展全球业务版图并获取当地新客户。例如，瑞银集团(UBS)在伦敦（1900 年）建立基地后进入纽约（1939 年）等地；法国农业信贷银行 1870 年设立伦敦分行后于 1979 年在芝加哥设点。通过这些全球化路径的开拓，欧洲资管机构在 20 世纪前后逐步建立起横跨欧亚美的业务网络。

表 3-2　欧洲主要资管机构设立分支机构时间线（19-20 世纪）

分支机构所在地	瑞银	法国农业信贷银行	法国巴黎银行	德意志银行
上海	1985	1898	1860	1872
香港	1964	1894	1862	1900
伦敦	1900	1870	1867	1873
美国	1939（纽约）	1979（芝加哥）	1877（旧金山）	1979（纽约）

进入 21 世纪后，欧洲资管机构的全球布局更加完善。2024 年末，欧洲顶尖资管公司几乎都已在全球主要金融中心设有商业存在。以瑞银集团和德意志银行为代表的机构，在欧洲境内的伦敦、卢森堡、法兰克福、苏黎世、米兰等地均有运营团队，在亚洲的香港、上海、东京、新加坡等市场亦有布局，在北美的纽约等金融重镇同样设有分支。法国的几大资管集团（如法国巴黎银行资管、东方汇理/法农资管、法盛 Natixis 投资管理等）同样利用跨境网络在全球延伸业务：一方面充分依托卢森堡和爱尔兰等欧盟“护照”基金枢纽开展跨境基金业务，另一方面在纽约和亚洲主要城市设立分公司，把欧洲的资产管理服务输出到全球。大型保险资管机构如德国安联(Allianz)通过旗下品浩(PIMCO)等平台在全球诸多国家设点运营。

表 3-3 欧洲主要资管机构在全球的分布（2024）

分支机构所在地	瑞银（UBS）	法国农业信贷银行（Credit Agricole）	安联（Allianz）	法盛投资管理（Natixis Investment Managers）	法国巴黎银行（BNP Paribas）	德意志银行（Deutsche Bank）	施罗德（Schroders）	忠利集团（Generali Group）	汇丰（HSBC）	荷兰全球保险集团（Aegon）
伦敦	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
卢森堡	*	*	*	*	*	*	*	*	*	
法兰克福	*	*	*	*	*	*	*			*
苏黎世	*	*	*	*	*	*	*		*	
米兰	*	*	*	*	*		*	*	*	
香港	*	*	*	*	*		*		*	
上海	*	*	*		*		*	*		*
东京	*	*	*	*	*	*	*		*	
新加坡	*	*	*	*	*	*	*		*	
纽约	*	*	*		*	*	*	*		

注：除去施罗德及法盛投资管理，以上数据均为机构资管部门分支具体地理位置；安联数据基于其资管公司品浩（PIMCO）及安联投资(AllianzGI)分支机构地理位置；法国巴黎银行上海机构为合资企业；忠利集团上海机构为合资企业。

资料来源：各资管机构官网

值得一提的是，不同机构的海外布局策略有所差异：传统银行系资管更强调在主要金融中心设立实体分支，以服务全球机构客户；而一些独立资管和精品投顾则倾向于通过并购合作等方式进入海外市场，为其服务跨国客户和进行多元化资产配置提供了渠道支撑。

3.1.3 Top2 资管城市的业务特征

如果再聚焦观察各地区（美洲、欧洲和亚洲）Top2 资管中心，对比它们在资产规模、主要产品线、收益来源结构的情况，可以得出更细致的结论。

纽约具有全球资产管理领袖地位。2025 年 6 月，贝莱德管理资产规模高达 12.5 万亿美元，并通过 iShares 系列确立了 ETF 和指数化投资的全球地位。高盛、摩根大通、摩根士丹利和纽约梅隆的资管规模也均在 1.7－4.3 万亿美元区间，形成合计超过 20 万亿美元的庞大集群。纽约的行业格局兼具独立资管巨头与银行系资管机构：前者以贝莱德为代表，依靠全球客户网络和专业化服务突出独立竞争力；后者则如摩根大通、高盛和摩根士丹利，凭借投行、托管与财富管理渠道形成完整的金融生态。这种多层次结构使纽约既是全球指数化投资中心，也是主动投资和另类投资的重要策源地。

值得注意的是，纽约资管行业的盈利能力并不单纯依赖规模，而更多取决于产品结构的优化与创新。贝莱德 81%的收入仍来自基础业务[①]，但仅占 AuM 3%的另类投资就贡献了 15%的费用收入，显示出私募股权、不动产等高收益率资产的战略意义。摩根大通以主动型债券 ETF 创新保持市场领先，2025 年 6 月推出史上最大规模的主动 ETF 产品（启动资金 20 亿美元）[②]，高盛积极拓展零售基金业务，摩根士丹利则通过收购 Eaton Vance 切入 ESG 与专业策略，纽约梅隆则以多品牌矩阵覆盖指数化、量化、主动投资等全领域。这些特征共同奠定了纽约作为全球资产管理常年领先的地位。

[①] https://www.investing.com/news/company-news/blackrock-q2-2025-slides-aum-hits-125t-as-alternatives-business-surges-93CH-4135168

[②] https://www.reuters.com/business/finance/jp-morgan-asset-management-launches-its-largest-active-etf-2025-06-25/

波士顿是美国共同基金与机构投资的传统重镇。富达和 MFS 以主动型共同基金为核心；道富以 ETF 和指数化策略领先全球；惠灵顿专注主动股票、债券和多元资产。收益结构上，富达的收入除基金管理费外，还包括经纪业务和退休账户服务；道富的 ETF 管理费率低但依托规模效应保持盈利；惠灵顿和 MFS 则依靠主动管理费率维持收益稳定。整体而言，波士顿的资管行业呈现出以共同基金为核心、ETF 规模优势突出、主动投资和长期资金管理能力强的特点。

伦敦是欧洲最重要的资产管理中心。除本土机构外，伦敦还是跨国资管的欧洲枢纽，贝莱德欧洲和联博欧洲总部均设在此。在产品线和收益结构上，LGIM 依赖指数化投资与负债驱动投资（LDI），客户主要为养老金，收入结构稳定；施罗德则依靠主动投资管理费维持较高收益率，产品分布全球。同时，伦敦还是全球对冲基金与私募股权的重要集聚地，梅费尔区汇聚大量对冲基金经理，成为另类投资的代表性板块。

巴黎的行业结构由少数超大型集团主导，同时辅以多元化的中型与精品公司，展现出明显的保险资金导向与多元业务组合。在产品与收益结构方面，东方汇理 Amundi 和安盛投资管理（AXA IM）[①]作为保险系资管，管理费收入高度依赖养老金与保险资金，稳定性强，又通过 ETF 和另类投资提升收益率。法盛投资管理（Natixis IM）的多品牌模式在固收、退休金、量化等领域均有盈利点。法国巴黎银行资管 BNP Paribas AM 通过货币市场、量化与新兴市场的产品进一步拓宽收益结构。与伦敦的多元国际化不同，巴黎的资管行业更突出大型保险与银行集团支持下的集中化优势，既具备巨头垄断的稳定性，又保留创新与差异化竞争的空间。

与欧美的开放市场不同，东京的资产管理行业的收益结构稳定依赖债券和保险资金。截至 2025 年，野村资产管理（Nomura AM）管理规模约 65 万亿日元，产品覆盖公募投信、ETF 和机构委托，主要是日本国内股票和指数产品。大和资产管理（Daiwa AM）管理资产约 50 万亿日元，在固定收益和年金资金方面实力突出，两者代表了日本券商系资管的主体格局。与此同时，东京的银行信托和寿

[①] 在 2025 年 7 月完成被法国巴黎银行的收购。

险系资管在长期资金管理中作用关键。三菱 UFJ 信托资产管理管理规模侧重企业年金、负债匹配和固定收益，体现银行信托在日本资管市场的制度性优势。大型寿险公司如第一生命、日本生命均设有资管子公司，投资以债券等长期稳健资产为主，收益结构以固定收益管理费为核心。整体来看，东京资管行业的特征是创新型和跨境业务比重较低，更强调本土长期资本的管理功能。

上海是中国市场化资产管理的重要高地，既有大型保险资管与银行理财公司构成的“基础盘”，也有公募和私募基金形成的多层次竞争格局。截至 2025 年 6 月，平安资管受托管理规模达 5.9 万亿元，泰康资产为 4.2 万亿元，产品覆盖股票、债券、股权与非标，是典型的保险系资管代表。银行理财子公司以固收和现金管理类产品为主，依托母行渠道形成稳定的费用收入，施罗德交银理财管理规模约 1.7 万亿元。富国基金和汇添富基金管理规模分别超过 1.7 万亿元和 1.2 万亿元；券商资管如国泰君安资管、海通资管管理规模在数千亿元，依托母券商交易优势深度参与市场。另一方面，上海也是量化与私募的核心集聚区，明汯投资管理规模已超 700 亿元，是国内管理规模最大的量化机构之一。再加上家族办公室与私人银行财富管理，截至 2025 年可统计的 12 家私人银行总管理资产超过 18.8 万亿元，其中相当部分集中在上海。

3.2 中欧资产管理市场合作研究

3.2.1 欧洲资本市场联盟的最新建设进程

根据 2025 年 3 月正式发布的《储蓄和投资联盟——促进欧盟公民财富和经济竞争力的战略》[①]，资产管理机构作为资本的主要分配者，应随时准备发挥自己的作用。第一，更有效地调动欧盟储蓄——包括大幅简化投资者流程、提高金融知识水平、保留获取专业建议的渠道、增加退休储蓄、利用税收优惠、建立简单的国家投资储蓄账户以及审查泛欧个人养老金产品（PEPP）。第二，为欧盟公司提供更多投资机会，包括推广使用 ELTIF2.0 和贷款发起 AIF，并振兴欧洲证券

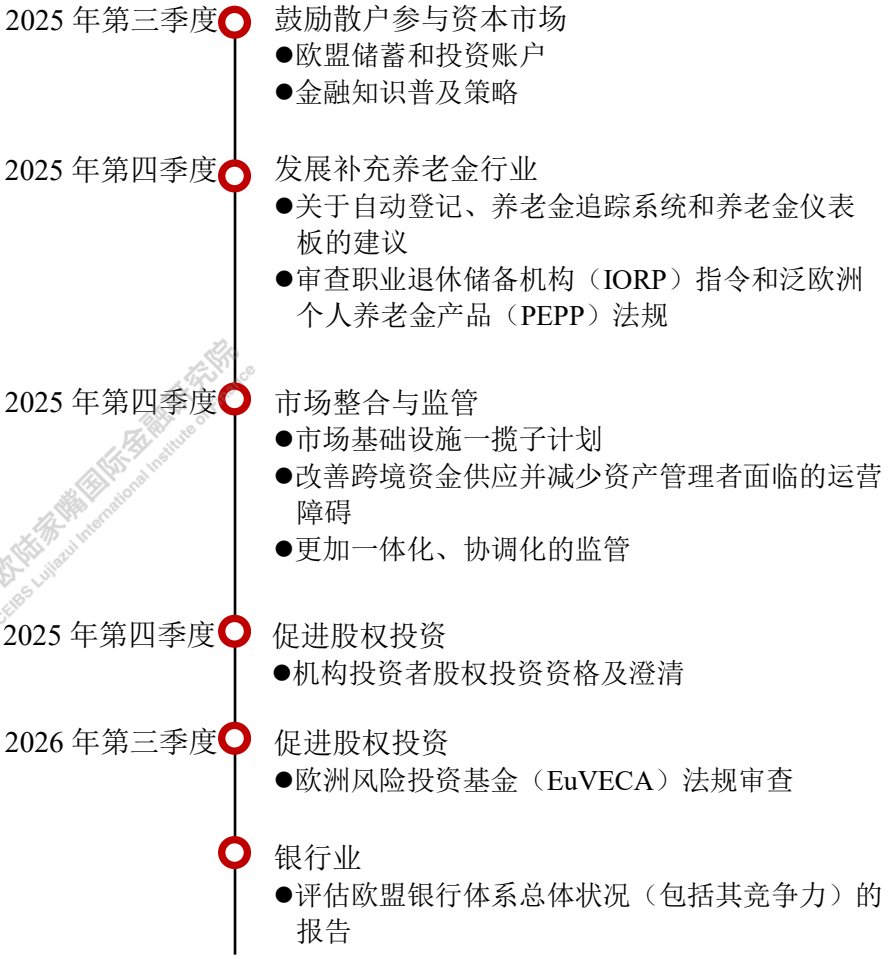
[①] https://www.efama.org/newsroom/news/investment-management-industry-makes-number-key-recommendations-savings-and

化市场。第三，促进资本市场的更大程度的市场融合和效率——包括减少重复报告、提高欧盟监管的一致性、提供价格合理且高质量的综合数据表、解决市场和ESG 数据成本和可靠性不断增加的问题、认识到 DLT 的变革力量，以及消除欧盟跨境投资的镀金和税收壁垒。 第四，优先考虑加强监管融合——包括跨部门监管数据的交换。

在“资本市场联盟”（Capital Markets Union，CMU）的发展过程中，欧洲证券和市场管理局（ESMA）是核心机构，其权力和职责不断扩展，逐步从初期的规则制定者转变为数据驱动的监管协调者。2015 年，ESMA 的核心职责集中于制定统一规则、促进监管协调，同时对信用评级机构和交易数据存储机构进行直接监管。在随后的几年里，随着金融市场的复杂性增加，ESMA 逐步转向数据驱动的监管模式。一方面建立了信用评级数据报告系统，用于收集和分析信用评级机构的数据，提升监管效率；另一方面为适应金融科技的发展，开始制定、完善相关的监管指导和标准。

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

图 3-4　实施 SIU 的主要步骤(2025-2026)



数据来源：欧盟

3.2.2 中欧资管合作的关键领域

随着欧洲资管机构的全球化发展，中国与欧洲在资产管理领域的合作已覆盖多个重要方向，包括主权财富基金联合投资、绿色金融、科技基础设施和私募股权等。

其一，主权财富基金合作。中国大型主权基金正通过联合投资基金和伙伴关系模式深度参与欧洲市场。中投公司（CIC）在 2020 年先后与法国巴黎银行、欧瑞泽（Eurazeo）设立中法合作基金（首期规模 4 亿欧元），与意大利联合信贷

银行、Investindustrial 设立中意产业合作基金（首期规模 6 亿欧元）[①]；还与汇丰、Charterhouse 在英合作规划了 10 亿英镑的中英合作基金，聚焦有意开拓中国市场的英国中型企业[②]。这些双边基金主要投向欧洲先进制造、医疗健康、消费服务等在华有增长潜力的行业，以发挥中欧协同效应。

其二，绿色金融合作。中欧双方在可持续投资标准和项目上正展开密切协作：2021 年 11 月，中国人民银行与欧盟委员会金融部门联合发布了《可持续金融共同分类目录》，统一了包含 72 项气候变化缓解活动的分类标准。2022 年，中欧牵头的国际平台（IPSF）又发布了更新版分类目录，进一步提高标准的兼容性。这一合作成果直接支持了跨境绿色融资实践。2022 年 6 月，中国银行法兰克福分行发行 5 亿欧元绿色债券，即引用了中欧共同分类目录和国际绿色债券原则作为标准[③]。在股权投资方面，中国主权基金和中资机构也积极参与欧洲清洁能源项目。中信泰富在德国投资了大型海上风电场项目[④]；中投公司则通过合作基金增持欧洲可再生能源资产。此外，英国与中国在伦敦设立中英绿色金融中心、支持中资银行在欧发行合规绿债等[⑤]。这些举措为中欧在绿色资管领域的长期合作奠定了政策基础。

其三，数字基础设施。虽然出于敏感技术考量，欧洲对中资直接收购高科技企业有所审慎，但通过联合基金，中资仍参与了欧洲科技产业生态。如前述中法、中意合作基金均将先进制造、数字技术作为投资重点，帮助欧洲科创企业拓展中国市场，实现双向科技交流。中信集团子公司中信国际电讯在法兰克福、慕尼黑等地建立了云网络节点和跨境骨干网络，为欧洲提供通信连接服务的同时，将中国数字服务经验引入欧洲市场。总体而言，在欧盟“数字转型”和中国“数字丝绸之路”倡议的交汇下，科技基础设施投资正成为中欧资管合作的新潜力领域。

其四，私募股权投资合作。欧洲拥有成熟的私募股权市场和管理人，中方资

[①] https://worldecomag.com/cic-sells-winchester-house-in-london-for-316-million/
[②] https://www.gov.uk/government/publications/uk-china-10th-economic-and-financial-dialogue-policy-outcomes/uk-china-10th-economic-and-financial-dialogue-fact-sheet
[③] https://www.citics.com/newsite/news/202206/t20220620_1168413.html
[④] https://www.group.citic/html/2025/News_0227/2856.html
[⑤] https://www.gov.uk/government/publications/uk-china-10th-economic-and-financial-dialogue-policy-outcomes/uk-china-10th-economic-and-financial-dialogue-fact-sheet

本通过 LP 出资和共同管理方式深度参与其中。例如 CIC 自 2010 年代后期起成为法国欧瑞泽私募集团的重要合作伙伴和出资人，一度直接入股欧瑞泽并共同投资项目。同时，欧洲资管机构也借助中方资金扩大规模、拓展亚洲网络。CIC 近年来和瑞士合伙人集团（Partners Group）等欧洲投资机构策划跨区域投资机会，欧洲 GP 负责项目遴选和管理运营，中方 LP 提供资金及中国市场导入支持[①]。总的来说，中欧在 PE/VC 领域的合作已形成多种模式，包括联合基金、交叉持股、项目联合投资等，覆盖了从成熟企业并购到创业投资的不同阶段。

3.2.3 中资机构“出海”欧洲的有利条件

近年来，欧洲已成为中国资管机构“出海”的重要目的地。一方面，利用政策通道和互联互通机制，将产品和资金与海外市场对接；另一方面，通过在欧设立分支机构和获牌经营，直接融入当地资管行业生态。

首先，各类跨境政策通道为中资资管出海创造了有利条件。近年来中国监管机构持续推进资本市场双向开放，推出了一系列机制：2015 年起“内地与香港基金互认”允许两地公募基金产品跨境销售，为中资基金走向国际打下基础；2018 年“沪伦通”开通，部分中资券商和基金公司协助企业发行全球存托凭证（GDR）登录伦敦市场；2022 年 7 月 ETF 纳入互联互通正式实施，内地与香港投资者可以通过沪深港通交易对方市场的 ETF 产品。截至 2024 年初，已有数十只符合条件的 ETF 进入互联互通名单，如景顺长城基金的创业板 50ETF 在 2024 年 1 月成为首只通过 ETF 互联互通机制供境外投资者交易的中资 ETF；随后其外方股东景顺(Invesco)于 2024 年 6 月在都柏林、伦敦、法兰克福、苏黎世、米兰等欧洲五大交易所同步上市了跟踪中国创业板 50 指数的 UCITS ETF，标志着 A 股指数基金成功登陆欧洲市场[②]。这一系列“ETF 互挂”举措满足了欧洲投资者配置中国新经济资产的需求，也提升了中资资管的国际知名度。同期，“跨境理财通”于 2021 年在粤港澳大湾区落地试点，使得境内外个人投资者可便利购买对方市场的资管产品，培育了人民币跨境投资习惯。

[①] https://worldecomag.com/cic-sells-winchester-house-in-london-for-316-million/
[②] https://www.stcn.com/article/detail/1228955.html

其次，欧洲监管机构的市场准入安排为中资资管机构“出海”提供了相对宽松的环境。中金公司等券商资管已在伦敦取得投顾资质，中投旗下子公司在欧洲招募团队直投项目。这些探索丰富了中欧资管合作的形式，既包括产品走出去，也包括机构走出去。卢森堡金融监管局近年来陆续批准多家中资金融机构落户，2024 年新授权 61 家金融实体，其中包括首家中资保险公司（中国太平保险的欧洲机构）和一家中国第三方支付公司连连数字的欧洲子公司。蚂蚁集团、腾讯等中资背景的财富管理平台亦在爱尔兰、卢森堡设立子公司，从事基金分销和数字支付等业务，为欧洲用户提供中资背景的金融服务。

3.2.4 中资机构在欧发行 UCITS 基金的现实障碍

早在 2010 年，华夏基金（香港）就远赴卢森堡发行了一只 UCITS 基金（可转让证券集合投资计划）。但截至 2025 年一季度，我国在欧洲 UCITS 市场的份额仍然十分有限。从可公开查询的数据看，发行基金的资产管理机构不足 10 家，仍在管理中的基金数量不足 20 只。主要中资 UCITS 均选择在卢森堡注册，管理规模合计不到 5 亿美元。

从投向行业来看，主要的 8 只基金在 2025 年均投资了信息技术、金融、非必需消费品、通信服务和工业。其中，消费品最高接近 40%占比，信息技术接近 30%，体现了中国经济转型过程中科技驱动和消费升级的主线。通信服务和工业的配置总体不足 10%，但部分基金如 E Fund 和 Ping An 对中国工业领域的投向占比在 15%-20%，反映出不同资管机构对产业升级、制造业复苏以及出口导向型产业链的看法有较大差异。

中资机构在欧洲发行 UCITS 基金较少的原因主要有四个。

一是 UCITS 基金在欧洲的设立和运营监管要求非常严格，需要满足流动性、多样化、信息披露等标准。同时，需委托欧洲当地的管理公司（ManCo）进行合规管理。此外，欧洲分销网络复杂且分散，尽管 UCITS 基金具有“护照”功能，但在实际推广过程中，基金通常需要在多个欧洲国家单独进行注册或提供当地语言的文件，以满足各国投资者需求，这种推广分销的复杂性和成本，超出多数中

资机构的承受能力。

表 3-4　我国在欧洲发行的主要 UCITS 基金情况（2023-2025）

注册地	发行机构名称	首发日期	基金名称	基金规模（万美元）	截至日期
卢森堡	华夏基金（香港）	2010/10/11	ChinaAMC China Opportunities Fund	1099	2025/3/31
		2011/4/1	ChinaAMC China Growth Fund	235	
		2014/11/28	ChinaAMC New Horizon China A Share Fund	510	
	中国平安资产管理（香港）	2019/11/14	Ping An of China Asset Management Fund - China A-Shares AI Multi-Factor Fund	151.7(百万人民币）*	
		2019/11/8	Ping An of China Asset Management Fund - China Green Bond Fund	7820	
	富国资产管理（香港）有限公司	2016/9/9	Fullgoal China Small-Mid Cap Growth Fund	35534	2025/4/30
		2023/3/1	Fullgoal China A Share Fund	678	
	南方东英资产管理有限公司	2011/1/21*	China New Balance Opportunity Fund	3538	
	易方达资产管理（香港）有限公司	2023/7/12	E Fund (HK) Global Quality Growth Fund	590	
	嘉实国际资产管理	2017/3/20	Harvest ESG China Equity Fund	808	2023/6/30
		2018/2/9	Harvest ESG China Bonds Fund	6115	
		2019/9/5	Harvest ESG Asian Investment Grade Bond Fund	502	
		2022/4/27	Harvest ESG Asia Balanced Fund	750	
		2022/5/24	Harvest ESG China A-shares Absolute Fund	419	

资料来源：各资管机构官网

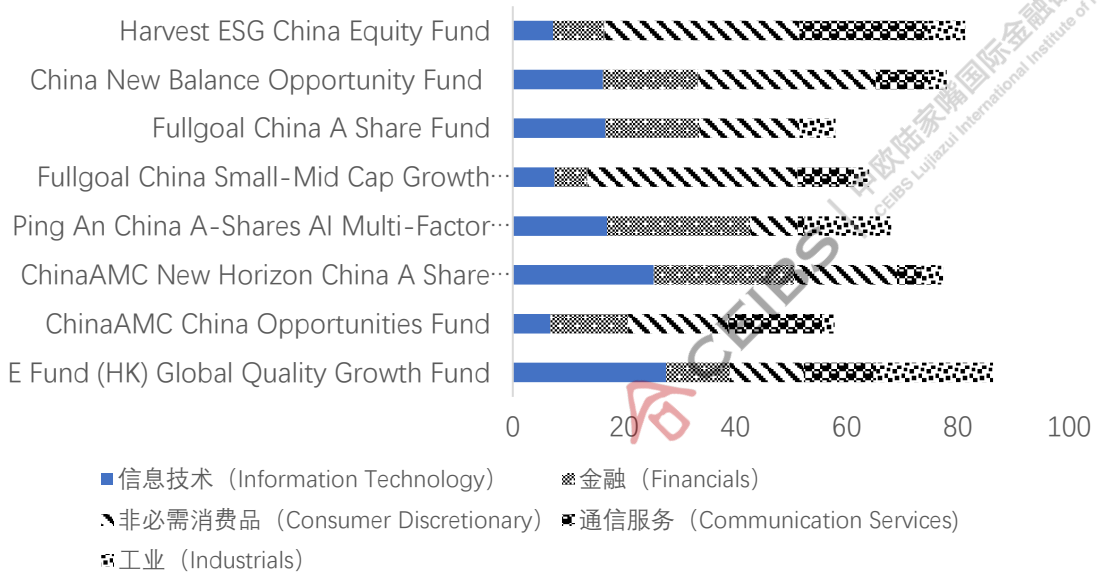
二是中国市场准入政策放宽提供了替代品。早期人民币合格境外机构投资者

（RQFII）配额制度为中资机构提供了独特优势，但随着沪港通、深港通、债券通等市场互联互通机制的逐渐开放和完善，RQFII 的优势逐渐弱化，欧洲本地或其他国际资产管理公司也能便捷进入中国市场，这削弱了中资机构通过 UCITS 基金提供差异化产品的动机。内地政府还在 2015 年启动了内地与香港基金互认机制，允许更便捷地跨境销售基金产品，因此中资机构更愿意在香港市场发行产品，而非在遥远且监管繁琐的欧洲设立 UCITS 基金。

三是与国际资管巨头激烈竞争。欧洲基金市场高度成熟，投资者已有众多国际品牌可选，如贝莱德、摩根大通等国际资管巨头早已发行了投向中国资产的基金产品。中资机构不仅在欧洲缺乏品牌效应和历史业绩，还需要与全球大型资管公司直接竞争，大幅增加了市场推广的难度。

四是基金规模难以经济化。绝大多数中资机构在欧洲发行的基金规模较小，很难达到盈亏平衡点（通常需数千万美元以上的管理规模）；同时，由于人民币尚未实现完全自由兑换，人民币汇兑、资金进出境及中国内地市场的特殊交易规则（如交易时差、假日差异）给基金运营带来了额外的成本。这些基金早期亏损严重，限制了更多中资机构的进入热情。

图 3-5　主要中资 UCITS 基金的投资行业结构（2025）



资料来源：各资管机构

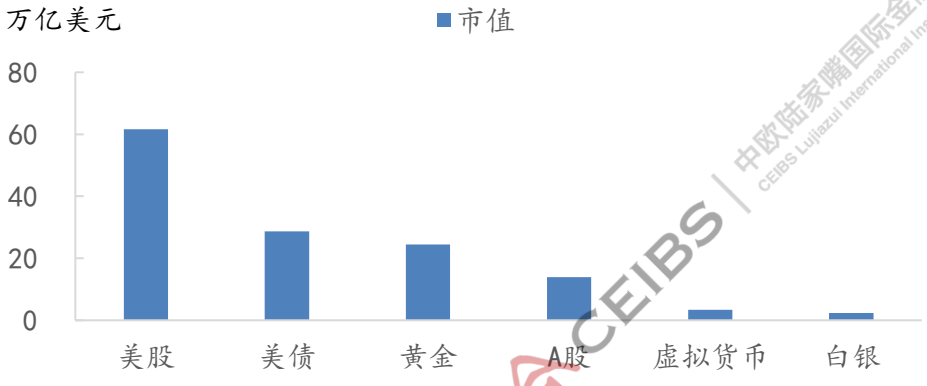
3.3 数字资产发展与最新趋势

3.3.1 数字资产市场结构及市值

在第四次科技革命浪潮中，数字资产在技术、市场和制度等积极因素影响下日益发展壮大。一是技术支撑。区块链技术、加密算法以及信息技术的飞速发展，为数字资产的产生与发展奠定良好的技术基础。二是市场驱动。资管机构对增强流动性与提升运营效率的需求催生了传统资产的代币化，投资者对分散风险与追求超额收益的动机提升了对数字资产的配置需求。三是制度保障。全球数字资产相关法律法规逐步完善，为数字资产的发展提供了稳定的市场环境和制度保障，如欧盟的《加密资产市场监管法案》（MiCA）、美国的《指导与建立美国稳定币国家创新法案》（GENIUS 法案）以及中国香港的《稳定币条例》等。

多重利好因素推动数字资产飞速发展。截至 2025 年 6 月，虚拟货币总体市值已达 3.35 万亿美元，虽然仍与美股、美债以及黄金等资产存在较大差距，但已具备较大规模，已经远高于全球白银市场 2.31 万亿美元的总市值。具体来看，数字资产的应用主要涵盖两个方面，一是作为价值储藏手段的“数字黄金”，二是用于改进金融基础设施。

图 3-6　主要大类资产总市值对比（2025 年 6 月）



注：截至 2025 年 6 月

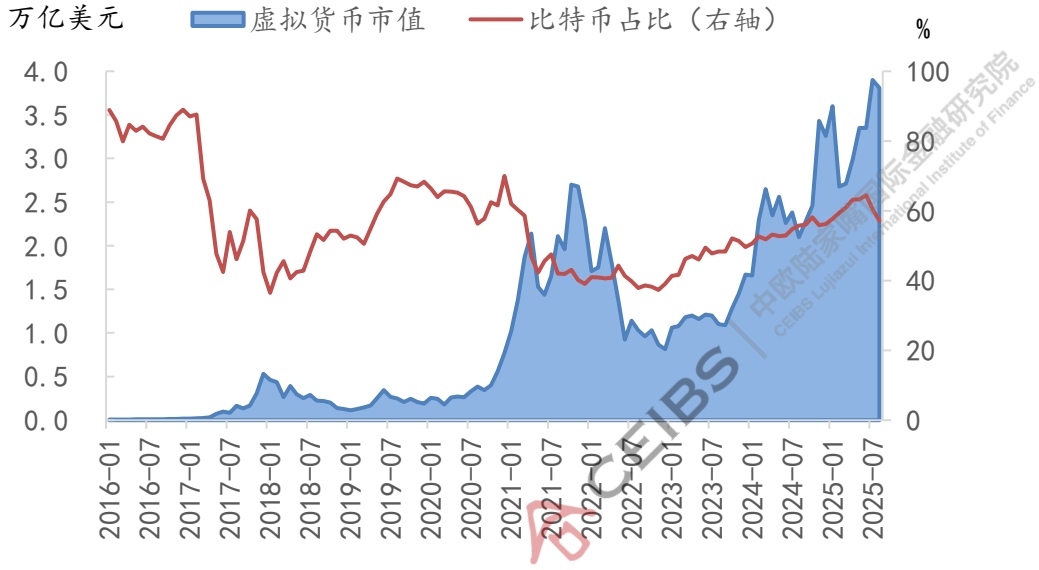
资料来源：SIFMA，Infinite Market Cap，Wind，CoinCodex

近十年来，数字资产市场先后经历了三轮牛市，推动数字资产总市值迅速攀

升。第一轮牛市主要由首次代币发行（ICO）推动。2017 年，以太坊为数字货币的发行提供了便捷通道，催生数千个首次代币发行项目，推动数字资产市值在 2017 年一度高达 5000 亿美元。第二轮牛市主要表现为宏观放水与机构入场。疫情冲击下，全球货币政策极度宽松，大量资金涌入推升风险资产价格，数字资产成为抵御通胀的一种选择。灰度投资、微策略以及特斯拉等机构资金入场，推动数字资产市值进一步增长，在 2021 年曾一度超过 2.7 万亿美元。第三轮牛市始于 2023 年，由监管放松、主流机构布局等因素推动，数字资产越来越多地被纳入资产配置范畴。截至 2025 年 8 月底，数字资产总市值已上升至 3.81 万亿美元。

与此同时，数字资产市场多元化程度日趋提升。比特币作为全球首个成功运行的去中心化数字货币，凭借先发优势获得了较高的市场认可度，同时抗通胀属性、技术安全性以及应用场景使其在数字资产市场占据主导地位。与此同时，随着以太坊等替代品的涌入，比特币的市场份额被持续稀释，2016 年初的市场份额为 88.87%，到 2025 年 8 月已下降至 57.12%。

图 3-7　数字资产总市值及比特币市场份额（2016-2025）

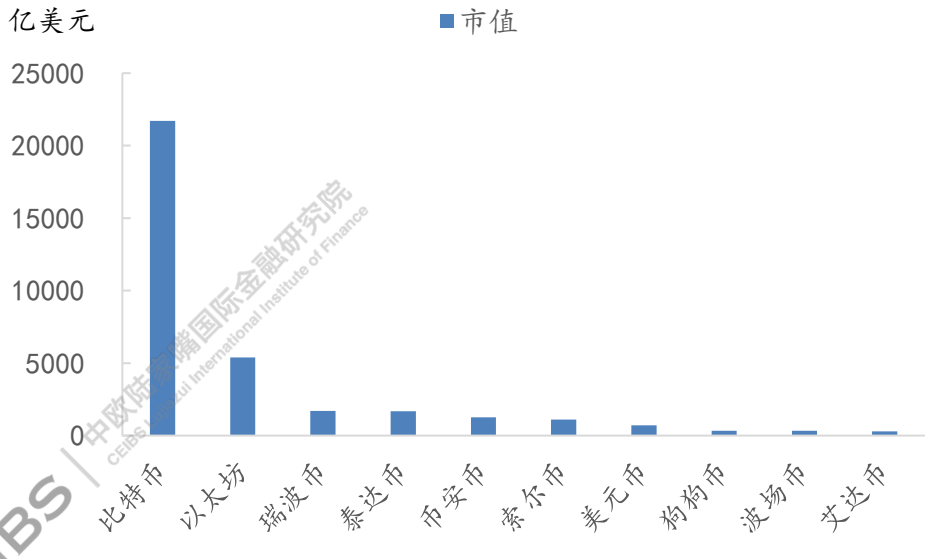


资料来源：CoinCodex

全球数字资产市场集中度较高。截至 2025 年 8 月底，全球前十大数字货币总市值共计 3.45 万亿美元，市场份额高达 90.58%。其中，尤以比特币和以太坊

为主，两者市值分别为 2.17 万亿美元和 0.54 万亿美元，呈现出清晰的头部效应。

图 3-8　前十大数字资产市值（2025 年 8 月）



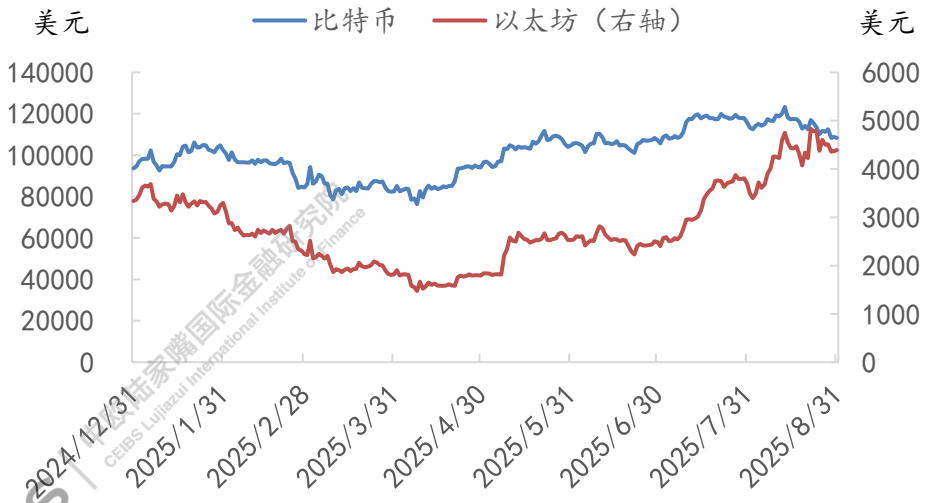
注：截至 2025 年 8 月
资料来源：CoinCodex

2025 年以来，比特币与以太坊均呈现清晰的先抑后扬趋势。其中，下降区间主要集中在 2025 年 1 月至 3 月，期间比特币下跌 12.74%至 82550 美元，以太坊下跌 45.78%至 1821.92 美元，这种趋势主要受多重利空因素影响：一是美国关税政策提升全球不确定性，避险情绪升温致使资金更多转向安全资产；二是货币政策持续偏紧，降息预期持续偏弱，市场情绪受到进一步压制；三是技术风险事件抑制投资者信心，大型数字货币交易所 Bybit 遭遇黑客攻击致使 15 亿美元以太坊被盗，安全信任危机引发流动性枯竭。

此后，比特币与以太坊均处于上涨区间。期间，比特币上涨 27.12%至 108246.4 美元，以太坊上涨 130.60%至 4392.80 美元。2025 年 4 月至今的上涨趋势主要受多重利多因素影响：一是关税冲击缓和，美国关税暂缓举措及陆续达成的贸易协议大幅降低了全球不确定性，提振投资者风险偏好及其对数字资产的配置；二是美联储降息预期升温，引导市场更多配置风险资产；三是数字资产相关的法规完善与监管松绑持续提振市场情绪；四是技术升级提振估值，以太坊

Pectra 升级在 5 月正式部署，促使以太坊质押上限提升、处理速度加快、交易成本下降、安全性能强化，进而推动以太坊价格大幅上涨。

图 3-9　比特币与以太坊价格走势（2025 年）



资料来源：Investing.com

3.3.2 数字资管产品配置

数字资产凭借多种优势，逐步进入广大投资者资产配置范畴。首先，弱相关性有助于实现投资组合多元化。数字资产与股票、债券等传统资产类别之间的相关性较低，能够为风险容忍度较高的长期投资者提供潜在的多元化优势（Dolye and Soni，2022）[①]。其次，数字资产的稀缺性有助于抵御通胀。比特币等供应量有限的数字资产不会出现超发带来的通货膨胀，从而能够较好应对通胀风险。再次，巨大上涨空间有助于增厚收益。数字资产的飞速发展打开了较大上涨空间，高额收益逐步吸引更多传统机构进行资产配置。最后，去中心化提升了全球可访问性，交易速度推动数字资产成为高效的新兴支付方式。

鉴于此，越来越多的资管公司将数字资产纳入投资组合。研究表明，在传统的 60/40 投资组合的基础上，少量配置数字资产即可显著改善投资收益（Kunke

[①] Doyle, J. and U. Soni (2022), How Do Cryptocurrencies Correlate with Traditional Asset Classes?, CFA Institute Research and Policy Center, No. 2022/11, Enterprising Investor.

and Rudick, 2022）[①]。在原有投资组合中配置 1%的比特币，原先 60%股票、40%债券的投资组合转化为 59%股票、40%债券和 1%比特币的投资组合，波动率未出现显著变化，但年化收益、夏普比率和卡玛比率均显著提高。随着比特币配置比例的增加，年化收益、波动率和最大回撤均趋于提升，同时夏普比率和卡玛比率仍在继续改善，表明风险调整后的收益持续增长，投资组合得到进一步优化。与此同时，夏普比率的改善程度持续下滑，表现出清晰的边际收益递减规律，这一点与拉长投资期限的情形相似。

表 3-5　配置比特币的均衡型投资组合的风险收益（2014-2022）

时间区间	指标	60/40	1% BTC	2% BTC	3% BTC	4% BTC	5% BTC
回溯三年	年化收益	4.0%	4.9%	5.8%	6.6%	7.4%	8.3%
	波动率	13.6%	13.6%	13.8%	14.0%	14.2%	14.5%
	最大回撤	-21.0%	-21.3%	-21.6%	-21.9%	-22.1%	-22.4%
	夏普比率	0.25	0.32	0.38	0.43	0.48	0.53
	卡玛比率	0.19	0.23	0.27	0.30	0.34	0.37
回溯五年	年化收益	4.7%	5.8%	6.9%	8.0%	9.1%	10.2%
	波动率	11.5%	11.6%	11.8%	12.0%	12.4%	12.8%
	最大回撤	-21.0%	-21.3%	-21.6%	-21.9%	-22.1%	-22.4%
	夏普比率	0.31	0.41	0.50	0.58	0.65	0.71
	卡玛比率	0.22	0.27	0.32	0.37	0.41	0.45
回溯八年	年化收益	4.9%	5.9%	6.8%	7.8%	8.7%	9.6%
	波动率	10.2%	10.2%	10.3%	10.5%	10.7%	11.1%
	最大回撤	-21.0%	-21.3%	-21.6%	-21.9%	-22.1%	-22.4%
	夏普比率	0.41	0.51	0.59	0.67	0.75	0.81
	卡玛比率	0.23	0.28	0.32	0.35	0.39	0.43

资料来源：GSR Markets

数字资产 ETF 是一种将传统金融市场与数字资产相结合的投资工具，为投资者提供了通过传统证券账户投资数字资产的便捷方式，在获取数字资产敞口的同时规避了密钥丢失、网络盗窃等数字资产市场的特有风险。在投资标的方面，数字资产 ETF 涵盖了主流数字资产的现货和期货，涉及币种目前主要集中于比特币和以太坊。与此同时，数字资产 ETF 的投资标的正向主流币种以外延伸，以瑞波

[①] Kunke, M. and B. Rudick (2022), The Rise of Crypto as an Asset Class and its Role in an Investment Portfolio, CFA Institute Research and Policy Center, GSR Markets.

币、索尔币和狗狗币等数字资产为标的的 ETF 正处于监管审批流程。

通过监管批准以来，数字资产 ETF 规模迅速扩张。从发行主体看，既有大型传统资管公司，也有专注于数字资产的新型投资管理机构。截至 2025 年 8 月底，全球前十大数字资产 ETF 总市值共计 1634.8 亿美元。在这 10 只 ETF 中，有 6 只配置比特币，4 只配置以太坊。其中，市值规模最大的是贝莱德发行的 iShares Bitcoin Trust ETF，总市值高达 807.9 亿美元。

表 3-6　全球前十大数字资产 ETF（2025 年 8 月）

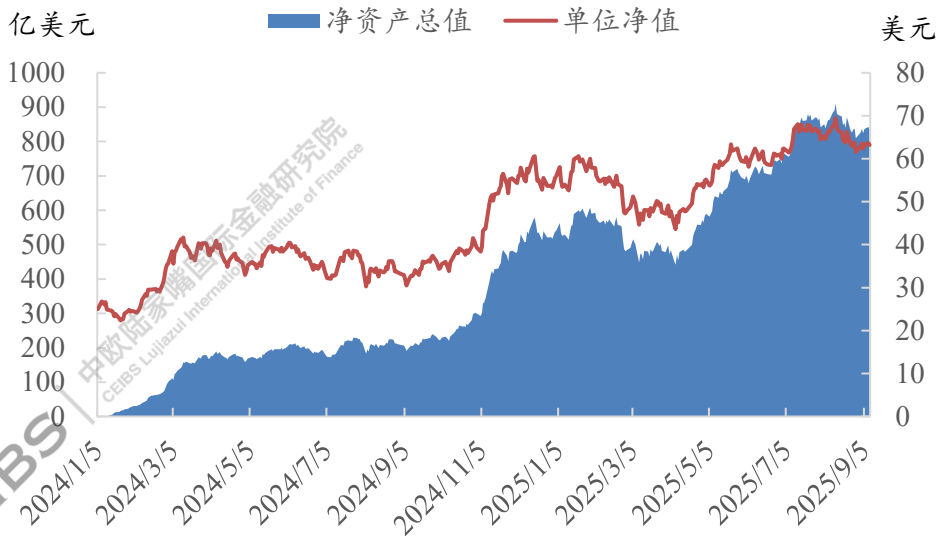
产品	发行人	发行时间	总市值(亿美元)
iShares Bitcoin Trust ETF	BlackRock	2024-1-5	807.9
Fidelity Wise Origin Bitcoin Trust	Fidelity	2024-1-11	216.3
Grayscale Bitcoin Trust ETF	Grayscale	2024-1-11	193.4
iShares Ethereum Trust	BlackRock	2024-6-24	163.9
Grayscale Bitcoin Mini Trust ETF	Grayscale	2024-7-31	50.4
GraniteShares Yield BOOST Bitcoin	GraniteShares	2025-5-12	49.6
Grayscale Ethereum Trust ETF	Grayscale	2024-7-23	46.9
Bitwise Bitcoin ETF	Bitwise	2024-1-10	44.4
Fidelity Ethereum Fund Fidelity	Fidelity	2024-7-22	34.8

资料来源：Infinite Market Cap

从投资业绩评估的角度看，数字资产 ETF 为投资者较好地实现了资本增值。以 iShares Bitcoin Trust ETF 为例，2024 年 1 月在纳斯达克上市以来，在管资产规模迅速攀升至 800 亿美元，反映出投资者对此类 ETF 的旺盛需求。值得一提的是，仅仅 288 个交易日内 iShares Bitcoin Trust ETF 就积累了 500 亿美元的在管资产，这是其他交易所交易产品从未实现的壮举。总的来看，持续的巨额

需求产生于可观的投资收益。自推出以来，iShares Bitcoin Trust ETF 的单位净值已经翻倍，从初始的 24.95 美元，上涨至 2025 年 8 月底的 61.57 美元，增幅高达 146.75%。

图 3-10　iShares Bitcoin Trust ETF 规模与单位净值（2024-2025）



资料来源：BlackRock

近一年来，稳定币（Stablecoins）正逐渐从加密生态中的边缘货币转变为全球金融体系中不可忽视的要素之一。尤其是在 2023 年以来，USDT、USDC、DAI 等主流稳定币不仅在加密市场中承担了流动性功能，更以其“准资产”的属性被纳入部分资产管理机构的配置视野。截至 2025 年 6 月，稳定币总市值超过 2500 亿美元。

表 3-7　稳定币全球市值与份额（2025 年 6 月）

稳定币	市值（亿美元）	占比
USDT	1540	66%
USDC	615	29%
其他收益型（DAI、PYUSD、FDUSD 等）	110	4.5%

货币具备三大核心职能：计价单位、交换媒介与价值储藏手段。主流稳定币USDT（Tether）和USDC（Circle）以1:1锚定美元，能够在数字资产市场及部分现实场景中完成计价与支付功能。这一货币属性使其在以下几类资产管理场景中成为资金中介工具：

第一，链上资产交易的流动性基础设施。在传统的交易对中，资产之间的定价往往以美元等法币为基准；而在数字证券平台中，稳定币取代了美元本身，成为投资者实现链上资产配置的“基础货币”。对比传统市场，2024 年稳定币总转账额达到27.6 万亿美元，超过了 Visa 和 Mastercard 的交易额总和。这导致Mastercard在2025年6月23日宣布加入Pzxos的全球美元网络，大规模支持多种稳定币的使用[①]。

第二，跨平台套利与流动性挖矿。部分对冲基金或量化基金利用稳定币在不同的中心化交易所（CEX）[②]和去中心化交易所（DEX）之间进行套利，其便捷、低成本的清算能力降低了操作门槛与汇兑风险。

第三，短期“货币市场基金”。在市场波动较大或策略暂缓执行期间，部分加密资产管理产品将资金临时转换为USDT或USDC，作为“无波动现金类资产”存放。

从资产角度来看，稳定币具备如下几个典型特征：一是有明确资产支持物。根据 USDC、USDT 等稳定币发行机构公布的储备支持构成，其中超过 80%的资金配置于美国短期国债、逆回购协议、银行存款等流动性资产。这意味着稳定币的底层经济收益来源实质上取决于美债利率与货币市场收益率。二是具备确定性兑付逻辑。持有者可进行1:1赎回，类似于资产支持证券（ABS）中“信用增强+兑付安排”的结构。三是有波动极低的“净值”表现。尽管其表面价格恒定为1美元，但由于其储备资产具有利息收入，部分资产管理机构将其看作是一种低波动、高流动性的超短期票据类资产。因此，部分稳定币本质上可视为“代币化的美元

[①] 例如为消费者提供通过单一产品同时消费法定货币和稳定币余额的灵活方式。https://www.mastercard.com/us/en/news-and-trends/stories/2025/mastercard-stablecoin-utility-and-scale.html

[②] Centralized Exchange，中心化加密货币交易所。

货币市场基金”，已具备准金融产品结构。

稳定币在资产管理实践中的配置逻辑主要有两方面。一方面作为“超短久期、低风险资产”配置在数字资产组合中，包括数字资产 FOF 基金、加密对冲基金等；另一方面，作为美债代理工具。由于稳定币储备资产主要为短期美债，有部分亚洲家族办公室将其视为替代国债 ETF 或货币 ETF 的“流动资产类替代品”。

值得注意的是，欧洲如法国、卢森堡的一些资管机构正在推动将 USDC 纳入注册型私募基金结构，作为基金内部“场外头寸”或“现金等价物”进行账户记账与审计。这标志着稳定币的资产地位正被更高层级的资产管理制度所接纳。

表 3-8 资管机构发行、配置稳定币实例（2023-2024）

机构	应用方向	数据
贝莱德	推出数字流动性基金（BUIDL）	2024 年 3 月正式推出，发行在以太坊网络，并由 Securitize 托管和 token 化管理。该基金完全投向美元现金、美国短期国债和回购协议，每个 BUIDL 代币锚定 1 美元且每日分配利息。2025 年 6 月 25 日市值 28.8 亿美元[①]
安盛	欧元稳定币购买数字绿色债券	2023 年 12 月购买了 500 万欧元的 EURCV 稳定币（1：1 锚定欧元），然后购买 SocieteGénérale 发行的 500 万欧元数字绿色债券[②]
德意志银行	推进欧元稳定币	2024 年 7 月起与 Flow Traders、Galaxy 联合开发 BaFin 监管欧元稳定币[③]，目前尚未完成
渣打+Paxos	发行美元稳定币服务中东、东南亚[④]	2024 年 12 月，渣打与 Paxos 美元稳定币合作，提供现金管理、交易和托管服务[⑤]

[①] https://stomarket.com/sto/blackrock-usd-institutional-digital-liquidity-fund-buidl
[②] https://www.axa-im.com/media-centre/axa-im-completes-its-first-market-transaction-using-stablecoins-collaboration-societe-generale-forge?utm
[③] https://www.reuters.com/markets/currencies/dws-launches-jv-first-german-regulated-euro-stablecoin-2024-07-11
[④] https://www.sc.com/us/2024/12/11/paxos-and-standard-chartered-lead-the-way-in-stablecoin-reserve-management/
[⑤] https://www.reuters.com/markets/currencies/dws-launches-jv-first-german-regulated-euro-stablecoin-2024-07-11/

3.3.3 真实世界资产 RWA 代币化与流动性限制

RWA（Real World Assets）指的是把现实中的资产（如国债、基金份额、房地产、私募债等）用区块链技术“映射”到链上，生成对应的数字代币。这些代币能代表资产所有权或收益权,可以在区块链上进行转让、抵押或结算。截至2025年8月末，全球RWA的存量约264.8亿美元（不含稳定币口径），其中占比最大的是私人信贷155亿美元，其次是代币化美债/货币基金合计约 74 亿美元[①]。产品中较有代表性的是贝莱德的BUIDL（代币化美元机构流动性基金），自2024年3月上线后，一年规模即突破10亿美元，并在今年6月被两家大型加密交易所接受为抵押品[②]。这表明“把传统基金做成链上抵押品”在制度上可行、在需求上有效。

理论上说,RWA 具有几大突出的优势:一是区块链可以降低结算和交易成本;二是代币可以更快转让，提升流动性；三是投资门槛降低，让更多实物资产“零售化”，让更多投资者能接触到。

在实践中代币化产品却表现出流动性差的弱点。虽然BIS的最新比较研究显示[③]，15只政府/主权相关代币化债券的平均买卖价差约19bp，显著低于同一发行人的传统债30bp；最低投资额约11万美元，也低于传统债的18.5万美元，说明在做市和基础设施适配的前提下，代币流动性并不必然弱于传统流动性。但由于当前白名单与合格投资者门槛、跨链碎片化、估值与披露不透明等原因，大多数资产的链上换手率低、活跃地址少、交易高度集中。ESMA（欧洲证券监管局，2025）[④]也指出，DLT（分布式账本）试点虽然允许代币化交易，但由于身份体系不互通、平台割裂，很难形成真正的深度市场。

从全球范围看，目前各国RWA市场可大致分为三类。第一类，美国、中国香港、新加坡、英国和瑞士处于引领者的地位，它们监管口径明确，面向真实证券

① https://app.rwa.xyz/
② https://www.morningstar.com/news/pr-newswire/20250618fl13112/blackrocks-buidl-tokenized-by-securitize-accepted-as-collateral-on-cryptocom-and-deribit
③ https://www.bis.org/publ/bisbull107.pdf
④ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA75-117376770-460_Report_on_the_functioning_and_review_of_the_DLTR_-_Art.14.pdf

/基金的试点与基础设施已落地，有可观规模的商业化产品与二级流通/抵押实践。第二类，欧盟、日本和阿联酋的法律和沙盒框架清晰且出现可验证落地，但平台数量和规模较小。第三类，印度、澳大利亚和泰国已进入规则咨询或试点阶段，聚焦可行性验证与投资者保护，尚未形成规模化二级流动性。换句话说，RWA 已经证明“能发行、能抵押”，但要想真正改变全球资产管理格局，还必须解决“能卖出”的问题。下表总结了各国具体的情况[①]。

表 3-9 全球三类 RWA 市场主要发展情况（截至 2025 年 8 月）

类型	地区	监管框架	已落地产品/试点
全球引领	美国	证券型代币按既有联邦证券法监管；SEC《数字资产“投资合同”框架》阐明适用边界[②]	贝莱德 BUIDL 代币化货币基金；富兰克林 OnChain U.S. Government Money Fund 在链上登记与结算[③]；WisdomTree 推出可链上访问的 13 只代币化基金[④]
	中国香港	监管就“代币化证券/产品”发布两份框架性通函，明确中介机构与公募产品要求[⑤]。HKMA 推出 Project Ensemble，聚焦代币化存款与批发型 CBDC 配套结算[⑥]	政府完成多币种代币化绿色债发行（约 60 亿港元）[⑦]；HKMA 搭建沙盒支持 PvP/DvP 实验[⑧]
	新加坡	MAS“Project Guardian”持续推进跨机构代币化试点与行业标准[⑨]；并已定稿稳定币监管框架[⑩]	2024-06 MAS 宣布扩大协作、推动代币化基金/固收框架落地与商业化探索[11]

① 关于固定收益一级市场、二级市场、回购市场和抵押品市场中精选的金融科技实践案例参见：https://www.icmagroup.org/fintech-and-digitalisation/fintech-resources/tracker-of-new-fintech-applications-in-bond-markets/
② https://www.sec.gov/files/dlt-framework.pdf
③ https://www.franklintempleton.com/tools-and-resources/lit-preview/29386/SINGLCLASS/franklin-on-chain-u-s-government-money-fund
④ https://ir.wisdomtree.com/news-events/press-releases/detail/725/wisdomtree-connect-now-offers-13-tokenized-funds-across
⑤ https://www.sfc.hk/en/Rules-and-standards/Virtual-assets/Other-useful-materials
⑥ https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2024/03/20240307-5/
⑦ https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2024/02/20240207-6/
⑧ https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2024/08/20240828-3/
⑨ https://www.mas.gov.sg/schemes-and-initiatives/project-guardian
⑩ https://www.mas.gov.sg/-/media/mas/news/media-releases/2023/mas-stablecoin-regulatory-framework-infographic.pdf
11 https://www.mas.gov.sg/news/media-releases/2024/mas-expands-industry-collaboration-to-scale-asset-tokenisation-for-financial-services

	英国	BoE & FCA 联合推出数字证券沙盒（DSS），允许在真实环境中发行/交易/结算数字证券[①]	财政部资产管理工作组发布基金代币化蓝图与后续路线图，确认与英法规兼容的初始模型[②]
	瑞士	FINMA 负责数字资产相关监管，为首个 DLT 交易设施颁发许可证[③]	SIX/SDX 平台数字债发行量突破 CHF 10 亿 里程碑[④]；世界银行 CHF 2 亿数字债以 wCBDC 结算[⑤]；2025-05 SIX 再发 CHF 2.5 亿数字债[⑥]
区域创新	欧盟	ESMA 主导的 DLT Pilot Regime 为代币化金融市场基础设施提供三年试点豁免框架[⑦]；2025-06 发布评估报告建议优化并趋于常设化（ESMA 报告 PDF）[⑧]	欧央行在 2025-7 批准允许使用央行货币结算 DLT 交易。该计划采用双轨制：第一轨“Pontes”向市场提供短期服务（包括试点阶段）；第二轨“Appia”则着眼于潜在的长期解决方案[⑨]
	日本	2023 起稳定币法（《资金结算法》修订）生效，确立“合规稳定币”监管框架[⑩]	三菱 UFJ 信托发起、日交所集团等共同设立 Progmat 平台，支撑证券型代币公募与登记[11]。截至 2025-04 登记规模约 1682 亿日元[12]
	阿联酋	ADGM 金融监管局（FSRA）发布《虚拟资产活动监管指引》，明确许可、托管与稳定币要件[13]；	2025-06 DFSA 启动代币化监管沙盒首批企业对接[14]

① https://www.bankofengland.co.uk/financial-stability/digital-securities-sandbox/guidance-on-operation-digital-securities-sandbox，https://www.fca.org.uk/firms/innovation/digital-securities-sandbox

② https://www.theia.org/sites/default/files/2023-11/UK%20Fund%20Tokenisation%20-%20A%20Blueprint%20for%20Implementation.pdf，https://www.theia.org/sites/default/files/2024-03/Further%20Fund%20Tokenisation%20-%20Achieving%20IF3%20Through%20Collaboration%20%20Mar24.pdf

③ https://www.finma.ch/en/news/2025/03/20250318-mm-dlt-handelssystem

④ https://www.sdx.com/news/1bn-milestone/

⑤ https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2024/05/15/world-bank-partners-with-swiss-national-bank-and-six-digital-exchange-to-advance-digitalization-in-capital-markets

⑥ https://www.six-group.com/en/newsroom/media-releases/2025/20250514-six-chfbond-issuance.html

⑦ https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation/dlt-pilot-regime

⑧ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA75-117376770-460_Report_on_the_functioning_and_review_of_the_DLTR_-_Art.14.pdf

⑨ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.pr250701~f4a98dd9dc.en.html

⑩ https://www.fsa.go.jp/en/news/2025/20250410_2/01.pdf

11 https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0060/uorii50000001u3j-att/press_release_en.pdf

12 https://boostry.co.jp/blog/st-market-fy2024e

13 https://www.adgm.com/documents/legal-framework/guidance-and-policy/fsra/guidance-virtual-asset-activities-in-adgm-20231218.pdf

14 https://www.dfsa.ae/news/dfsa-begins-engagement-firms-selected-its-tokenisation-regulatory-sandbox-reinforcing-its-commitment-responsible-innovation-difc

		DIFC/DFSA 落地投资代币（2021）与加密代币（2022）框架[①]	
探索跟进	泰国	证券交易委员会将投资型代币纳入合格资产品类并调适基金投资规则（2024－2025）[②]	推进 ICO 架构优化与货架式申报以支持产业融资[③]
	印度	IFSCA 发布 RWA 代币化咨询文件，拟在 GIFT 城构建受监管的代币化框架与试点[④]	正在征求意见阶段，优先考虑在 IFSC 内的受限试点与二级流通安排。
	澳大利亚	澳储行（RBA）与 DFCRC 完成 CBDC/代币化资产实证试点[⑤]	在 Project Acacia 中进一步围绕批发市场开展“代币化债券 + 数字货币结算”场景测试[⑥]

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

① https://www.dfsa.ae/news/dfsa-crypto-token-regime-comes-force
② https://www.sec.or.th/EN/Pages/News_Detail.aspx?SECID=11225, https://www.sec.or.th/EN/Pages/News_Detail.aspx?SECID=11502&rand=113627
③ https://www.sec.or.th/EN/Pages/News_Detail.aspx?Lang=11162&NewsNo=11162&NewsYear=11162&SECID=11162
④ https://ifsca.gov.in/Document/ReportandPublication/ifsca-consultation-paper-on-regulatory-approach-towards-tokenization-of-real-world-assets03032025111644.pdf
⑤ https://www.rba.gov.au/payments-and-infrastructure/central-bank-digital-currency/pdf/australian-cbdc-pilot-for-digital-finance-innovation-project-report.pdf
⑥ https://www.rba.gov.au/media-releases/2025/mr-25-18.html

展 望

展望未来，全球资产管理行业将在多重力量的交织下进入深度重构阶段。其一，地缘政治与宏观环境的不确定性将继续强化资本的避险属性和美元资产的磁吸效应，但与此同时，区域市场的制度创新将不断催生新的增长极，推动多极化格局进一步强化。其二，科技因素将成为未来十年决定资管行业竞争力的核心变量，人工智能、大模型算力、数字资产和智能投顾的全面普及，正在加速从投研、风控到客户服务全链条的变革，能够在资管科技上建立制度优势和市场集群的资管中心将更容易突破传统规模的限制，获得跨越式发展。其三，绿色金融和可持续投资将继续构成国际竞争的重要赛道，欧洲的先发优势虽明显，但在中东、亚洲和北美的新兴力量推动下，全球绿色资管市场或将迎来制度趋同与标准统一的新阶段。其四，跨境合作与制度互认将在全球资本流动加速分化的背景下显得尤为重要，如何在开放与风险防控之间找到平衡，将决定不同市场在全球价值链中的位置。总体来看，全球资产管理的未来将不再是单一中心的主导，而是技术、制度与资本共同作用下的多极互动格局。

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