

2023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

2023年9月4日

目 录

概要	1
第一部分 指数评价.....	7
一、综合评价.....	8
二、细分领域评价.....	10
第二部分 指标体系.....	17
一、修订情况.....	18
二、主要指标分析.....	22
第三部分 指数分析.....	35
一、全球货币紧缩的原因及影响.....	36
二、全球资管行业受到冲击.....	39
三、中国资管市场的挑战与机遇.....	49
展望	57

表目录

表 1-1	全球主要资产管理中心综合排名 (2023)	9
表 1-2	全球主要资产管理中心细分领域排名 (2023)	10
表 2-1	全球资产管理中心评价指数二级指标权重 (2022-2023)	19
表 2-2	全球资产管理中心评价指数指标体系 (2023)	20
表 3-1	全球 TOP10 资产管理人 AuM 变化 (2022-2023)	39
表 3-2	北美主要养老基金资产回报率 (2022-2023)	42
表 3-3	近年与通胀挂钩债券的投资表现 (2017-2023)	43
表 3-4	上海合资理财公司及其境外母公司 AuM (2022-2023)	51
表 3-5	亚洲主要上市 REITs 分布 (2022-2023)	56

图目录

图 1-1	全球主要资产管理中心“资金来源”领域得分	11
图 1-2	全球主要资产管理中心“制度型开放、人才储备”领域得分	12
图 1-3	全球主要资产管理中心“底层资产”领域得分	13
图 1-4	全球主要资产管理中心“资产管理机构、开放式基金”领域得分	14
图 1-5	全球主要资产管理中心“ESG 业务、另类资产业务”领域得分	15
图 1-6	全球主要资产管理中心“增长率”领域得分	16
图 2-1	全球资产管理中心评价体系	18
图 2-2	金融账户平衡 (百万美元, 2022-2023)	22
图 2-3	金融业就业人数及非农就业占比 (万人, %, 2022-2023)	23
图 2-4	平均长期政府债券收益率 (% , 2022-2023)	24
图 2-5	主要股指收益率 (12 个月, %, 2022-2023)	25
图 2-6	IPO 数量 (2022-2023)	26
图 2-7	股票市值及增速 (万亿美元, %, 2022-2023)	27
图 2-8	期货期权成交额 (万亿美元, 2022-2023)	28
图 2-9	以本地为总部的前 5 大资管机构 AuM 及增速 (万亿美元, %, 2022-2023)	29
图 2-10	开放式基金净流入 (十亿美元, 2022-2023)	30
图 2-11	ETF 净资产规模及增速 (十亿美元, %, 2022-2023)	31
图 2-12	ETF 净流入 (十亿美元, 2022-2023)	32
图 2-13	ESG 产品数量 (2022-2023)	33
图 2-14	另类资产净资产规模及增速 (十亿美元, %, 2022-2023)	34
图 3-1	瑞信重述调整后税前资管损益 (百万瑞士法郎, 2022-2023)	40
图 3-2	美国金融业就业人数与工资变化 (2019-2023)	41
图 3-3	美国私募基金投资者来源 (2022)	46
图 3-4	全球对冲基金发行量创新低 (2017-2023)	48
图 3-5	上海主要资管机构 AuM 及增速 (2021-2022)	50
图 3-6	中国新增居民存款 (2018-2023)	53
图 3-7	中国居民资产配置结构 (2018-2022)	54

概要

2023 年以来，受美联储大幅加息和疫情“疤痕效应”等多重因素影响，全球资本的跨境配置减少，国际支付系统的摩擦和融资成本增加，主要资产类别收益率显著下降，从而降低了银行的盈利能力，挤压了私人部门的信贷供给。这无疑对全球资管行业提高资本配置效率、分散风险的功能提出了更高要求。经历过去十年持续的规模扩张，全球资管行业高速增长态势发生了现实转向。复杂的国际形势、经济体系不确定性、人口老龄化等因素，让全球资管行业面临结构性挑战。

今年是中欧陆家嘴国际金融研究院自主研发“全球资产管理中心评价指数”的第三年。研究院集中优势力量并依托业界专家资源，持续跟踪研究全球资产管理中心发展的最新情况，进一步完善推出《2023 全球资产管理中心评价指数报告》。本期指数报告坚持以多维数据为评价依托，客观呈现出了全球资产管理中心的趋势特征和最新格局。

本期指数报告显示，与 2022 年相比，受资本流动以及 ESG 领域投资的景气程度影响，欧元区资产管理中心评分和排名普遍上升，亚洲地区则有所下跌。纽约仍以绝对优势领跑全球资产管理中心，巴黎一跃进入前三强，并以微弱优势超越伦敦。一方面，巴黎在股票市值、ESG ETF 和债券发行等方面获得高

达 30%-50% 的涨幅；另一方面，自英国脱欧以来，伦敦股债市场资金流出趋势加剧，IPO 数量锐减，叠加 2022 年英国养老金市场风险，开放式基金的净资产规模下滑明显。

在经济不确定性下，全球对风险对冲产品的需求持续高涨，芝加哥在 2022 年的基础上进一步升至第四位，新加坡小幅下滑一位至第五位。上海则保持在第六位（2022 年与芝加哥并列），充分彰显了上海市场的基础优势和内生韧性。法兰克福在股债市场吸引了来自伦敦的资金，在 ESG 和另类资产领域也获得了巨额净流入，跃升至第七位，与波士顿并列。东京小幅上升至第九位。受股市市值萎缩和基金净销售额的拖累，香港下跌至第十位。

卢森堡和苏黎世均小幅上升，超过都柏林分别至第十一、十二位。多伦多因底层资产与资管产品增长有限甚至负增长而下跌至第十四位。受益于北京证券交易所的成立，北京上升至第十五位。

在需求端，从银行存款、保费余额、养老金、外汇储备、主权财富基金以及金融账户平衡等六个指标衡量，2023 年美国的四大城市（纽约、波士顿、芝加哥、洛杉矶）与中国的北京与上海维持遥遥领先的资金优势；其余亚洲和欧洲城市的评分差异不大。

在供给端，从 FDI 管制程度、相关税率（企业所得税、资本利得税、最高个人所得税）、金融和保险就业人数及其在非农就业人数中的占比来看，苏黎世、香港、卢森堡和新加坡等地的制度优势对人才具有较大吸引力；此外，在经济景气下行周期，这种吸引力在欧洲出现分化，如都柏林和法兰克福评分明显下跌，而巴黎则小幅上涨。

从底层资产的供给看，纽约仍然维持绝对优势地位，但全球普遍加息提高了资产质量（股市、债市收益率），缩小了各地与纽约的差距，亚洲和欧洲资产管理中心的评分均较 2022 年上升。多伦多的下滑主要是由于临近美国市场，在美债收益率高企的背景下，加拿大债市余额和 IPO 数量下降明显。

在业务端，从各城市资产管理规模（AuM）排名前五的资管机构的 AuM 之和、开放式基金和 ETF 的净资产规模、净销售额和数量来看，仅芝加哥、多伦多和新加坡三地的评分有所提高，说明纽约的资产管理能力进一步增强。其中，伦敦和香港的评分下跌了 4 分以上，资金净流出的规模较大。

在 ESG 和另类资产投资领域，欧洲资产管理中心保持竞争优势，法兰克福、巴黎、卢森堡和都柏林作为第一梯队，与亚洲和美国的城市差距显著拉大。仅上海显现追赶势头，这主要得益于中国大陆持续在绿色债券和 REITs 领域发挥规模优势。

香港和新加坡在对冲基金的优势领域上均出现了资金净流出。

在成长性方面，通过各底层资产和资管规模、产品规模、数量的增速比较可以看到，北京证券交易所的顺利运行使北京在股票市场方面实现零的突破；巴黎在股票市值、ESG ETF 和债券数量方面有高达 30%-50% 的涨幅；芝加哥的期货期权成交额增速高达 24%，ETF 净资产规模增速高达 77%；法兰克福和伦敦在 ESG ETF 和债券的数量增长接近 30%。

指数分析认为，为了抑制高通胀对经济的破坏，主要经济体长达一年的持续加息造成了区域性的流动性危机和金融风险。随之而来的全球资产价格发生的结构性变化，使得过去几十年资产估值高、预期回报低的情况发生逆转。由于这一变化过程进展极快，许多资产管理人来不及调整资产配置。2022 年末，原 AuM 在全球排名前 10 位的资产管理人同比平均下跌了 14%，跌幅最大的是美国纽约梅隆银行，接近 25%。2023 年上半年随着全球股债市场好转，截至 6 月 30 日，前 10 位资产管理人 AuM 合计 41 万亿美元，同比增长 6.4%，整个资产管理行业仍处在风险和回报重新平衡的过程中。

全球资产管理规模的大幅波动说明，仅根据传统股票和债券标准配置（60/40 或 80/20）来分散风险的投资组合无法抵御市场动荡。随着世界经济陷入衰退的迹象加重，全球资产管

理多元化投资组合更为丰富：一是债券重回主要地位，二是另类共同基金（ALF）获得增配，三是私募市场仍有巨大潜力。但同时也带来了其他挑战，如公共养老金存在潜在的财政风险，对冲基金市场发展停滞等。

值得关注的是，受益于上海资管市场持续开放，上海依然保持在第六位。首先，金融供给侧结构性改革持续丰富底层资产供给。2023 年上半年，上海是 IPO 数量最多（62 家）的全球资产管理中心，并上市了 30 年期国债期货、氧化铝期货、合成橡胶期货与期权以及集运指数（欧线）期货等衍生品。其次，头部资管机构 AuM 逆势增长。截至 2023 年 6 月，以上海为总部的前五大资管机构 AuM 同比增速达 23%，位居全球前列。第三，政策资源持续丰富。上海于 2022 年 7 月成为跨国公司本外币一体化资金池试点；同年 8 月成为气候投融资首批试点；截至 2023 年 6 月，上海已有 59 家 QDLP 和 86 家 QFLP。

银行理财净值化转型是当前中国资管市场最大的挑战，也蕴含了极大的机遇。2023 年上半年，中国净值型理财产品存续规模 24.3 万亿元，占比 96%，理财业务规范化转型成效显著。中短期内，银行存款利率下行与居民配置结构调整为银行理财市场带来增量资金；金融供给侧结构性改革为银行理财市场带来增量投资标的。

此外，随着另类资产在全球资产配置中的比重上升，2023年3月，中国发改委、证监会发文，扩容REITs发行范围，加快推进REITs常态化发行。上交所公募REITs试点范围进一步覆盖到新能源领域，数量同比增长了1.7倍，市值增幅高达70%，在亚洲范围内呈加速追赶势头。





第一部分 指数评价



一、综合评价

2023 年，纽约、巴黎和伦敦位列全球资产管理中心评价指数前三位。与 2022 年相比，受资本流动以及 ESG 领域投资的景气程度影响，欧元区资产管理中心评分和排名普遍上升，亚洲地区则有所下跌。其中，伦敦与纽约的差距由 10 分进一步扩大至 11.6 分，并被巴黎以 0.6 分的微弱优势赶超。一方面，巴黎在股票市值、ESG ETF 和债券数量方面有高达 30%-50% 的涨幅；另一方面，自英国脱欧以来，伦敦股债市场资金流出趋势加剧，IPO 数量锐减，叠加 2022 年英国养老金市场风险，开放式基金的净资产规模下滑明显。

在经济不确定性下，全球对风险对冲产品的需求持续高涨，芝加哥在 2022 年的基础上进一步升至第四位，新加坡小幅下滑一位至第五位。上海则保持在第六位（2022 年与芝加哥并列），充分彰显了上海市场的基础优势和内生韧性。法兰克福在股债市场吸引了来自伦敦的资金，在 ESG 和另类资产领域也获得了巨额净流入，跃升至第七位，与波士顿并列。东京小幅上升至第九位。受股市市值萎缩和基金净销售额的拖累，香港下跌至第十位。

卢森堡和苏黎世均小幅上升，超过都柏林分别至第十一、十二位。多伦多因底层资产与资管产品增长有限甚至负增长而

下跌至第十四位。受益于北京证券交易所的成立，北京上升至第十五位。

表 1-1 全球主要资产管理中心综合排名（2023）

排名	资产管理 中心城市	综合评分	分数较 2022 年 变化	排名较 2022 年 变化
1	纽约	96.0	-1.2	0
2	巴黎	85.0	+0.4	+6
3	伦敦	84.4	-2.9	-1
4	芝加哥	83.7	-1.1	+2
5	新加坡	83.5	-1.5	-1
6	上海	83.4	-1.4	0
7	法兰克福	83.3	+1.6	+7
7	波士顿	83.3	-3.3	-4
9	东京	83.1	0.0	+2
10	香港	82.9	-2.0	-5
11	卢森堡	82.6	+0.4	+2
12	苏黎世	82.5	+1.4	+3
13	都柏林	82.3	-0.7	-1
14	多伦多	82.1	-2.0	-5
15	北京	80.3	+5.2	+7

数据来源：中欧陆家嘴国际金融研究院

二、细分领域评价

表 1-2 全球主要资产管理中心细分领域排名（2023）

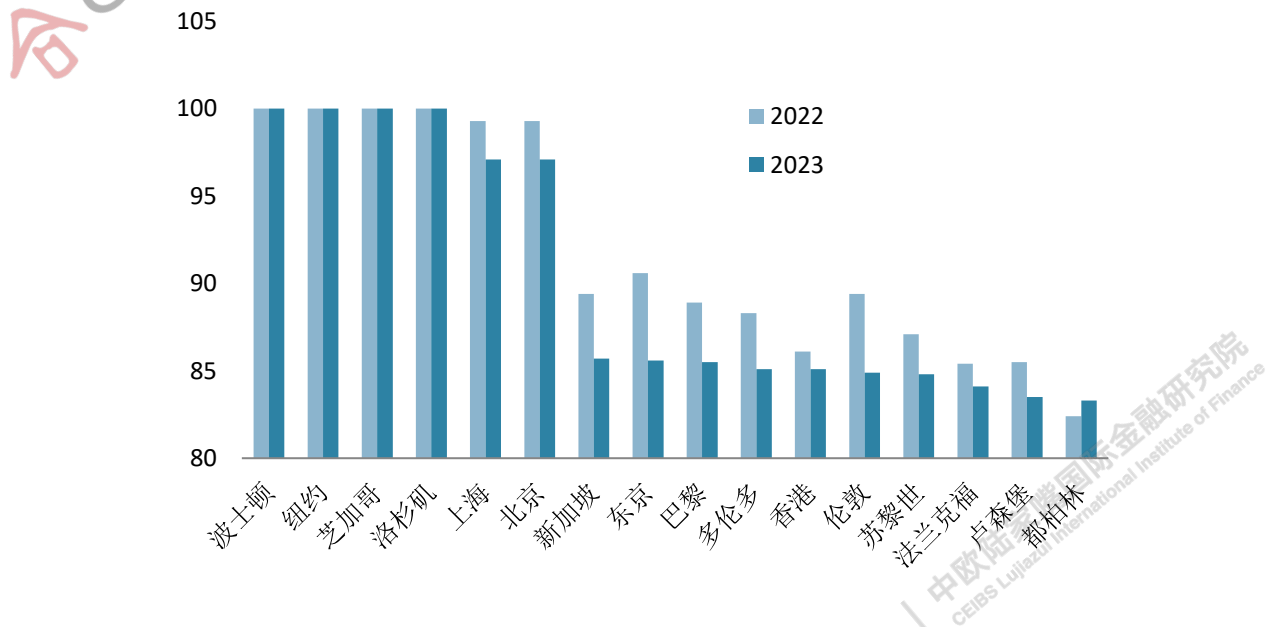
排名	资金来源 (10%)	制度型开放、 人才供给 (15%)	底层资产 (25%)	资管机构、 开放式基金 (30%)	ESG 业务、 另类资产 (10%)	增长率 (10%)
1	波士顿	苏黎世	纽约	纽约	法兰克福	北京
2	纽约	香港	上海	波士顿	巴黎	巴黎
3	芝加哥	新加坡	东京	伦敦	卢森堡	上海
4	洛杉矶	卢森堡	伦敦	东京	都柏林	芝加哥
5	上海	波士顿	巴黎	巴黎	伦敦	法兰克福
6	北京	洛杉矶	法兰克福	多伦多	东京	伦敦
7	新加坡	纽约	香港	芝加哥	苏黎世	都柏林
8	东京	芝加哥	新加坡	新加坡	纽约	新加坡
9	巴黎	伦敦	多伦多	都柏林	上海	纽约
10	多伦多	多伦多	芝加哥	卢森堡	香港	香港
11	香港	都柏林	苏黎世	法兰克福	多伦多	卢森堡
12	伦敦	巴黎	都柏林	苏黎世	北京	苏黎世
13	苏黎世	法兰克福	卢森堡	洛杉矶	芝加哥	波士顿
14	法兰克福	北京	北京	上海	新加坡	东京
15	卢森堡	上海	波士顿	香港	波士顿	多伦多

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，参见第二部分“修订情况”。

在需求端，从银行存款、保费余额、养老金、外汇储备、主权财富基金以及金融账户平衡等六个指标衡量，2023 年美国的四大城市（纽约、波士顿、芝加哥、洛杉矶）与中国的北京与上海维持遥遥领先的资金优势；其余亚洲和欧洲城市评分分布在 85-90 之间，差异不大。

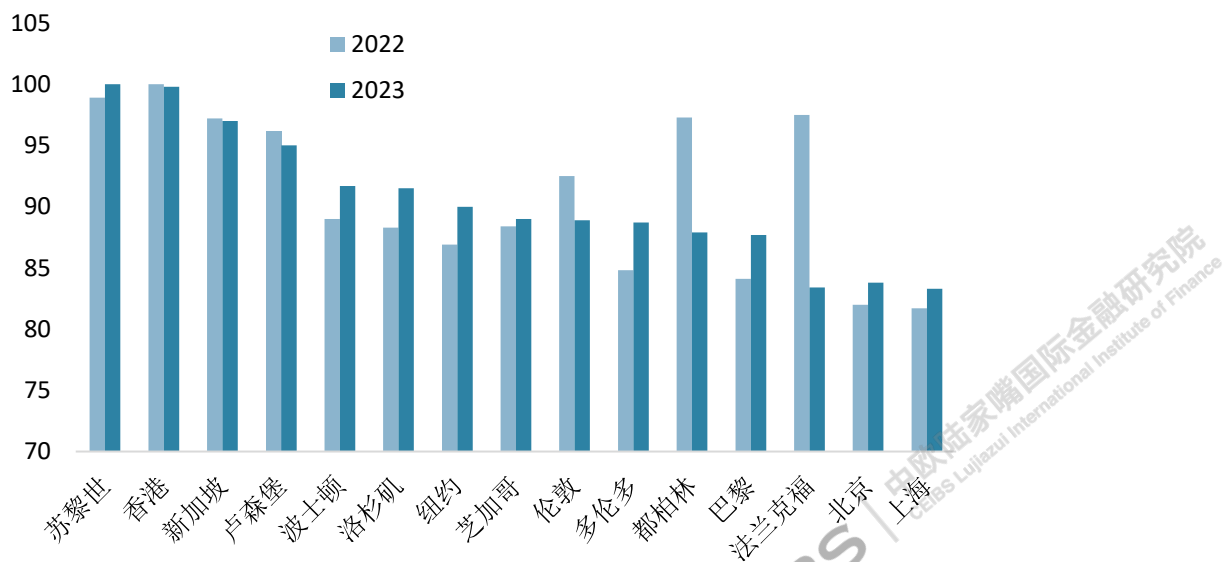
图 1-1 全球主要资产管理中心“资金来源”领域得分



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。

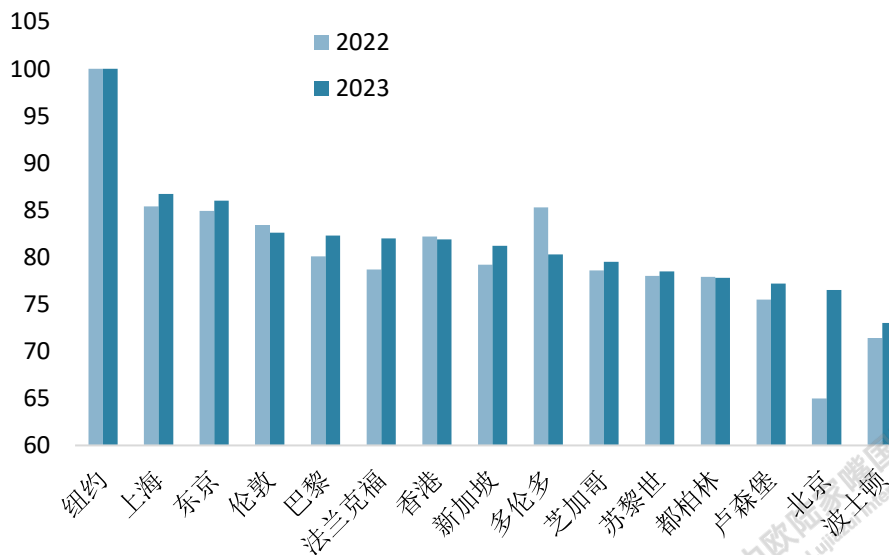
从 FDI 管制程度、相关税率（企业所得税、资本利得税、最高个人所得税）、金融和保险就业人数及其在非农就业人数中的占比来看，苏黎世、香港、卢森堡和新加坡等地的制度优势对人才具有较大吸引力；此外，在经济景气下行周期，这种吸引力在欧洲出现分化，如都柏林和法兰克福评分明显下跌，而巴黎则小幅上涨。

图 1-2 全球主要资产管理中心“制度型开放、人才储备”领域得分



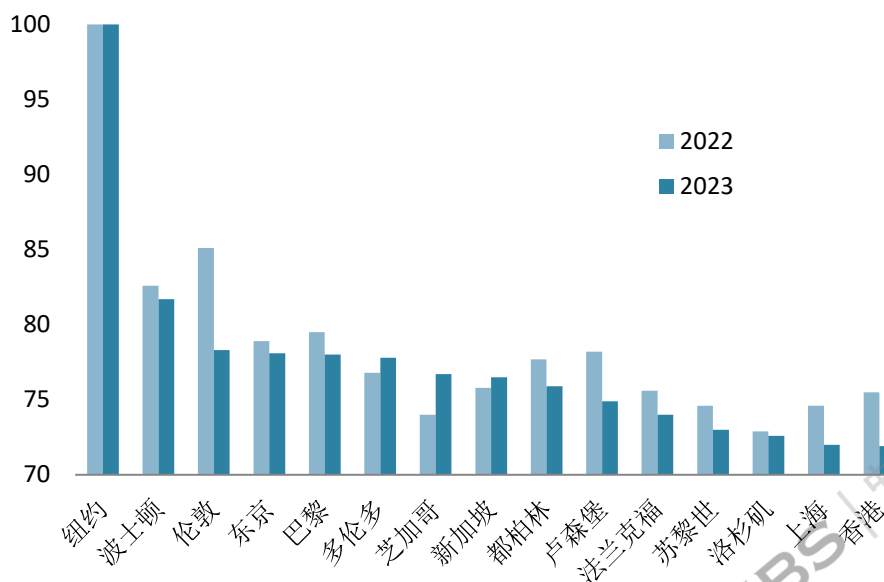
从底层资产的供给看，纽约仍然维持绝对优势地位，但全球普遍加息提高了资产质量（股市、债市收益率），缩小了各地与纽约的差距，亚洲和欧洲资产管理中心的评分均较 2022 年上升。多伦多的下滑主要是由于临近美国市场，在美债收益率高企的背景下，加拿大债市余额和 IPO 数量下降明显。

图 1-3 全球主要资产管理中心“底层资产”领域得分



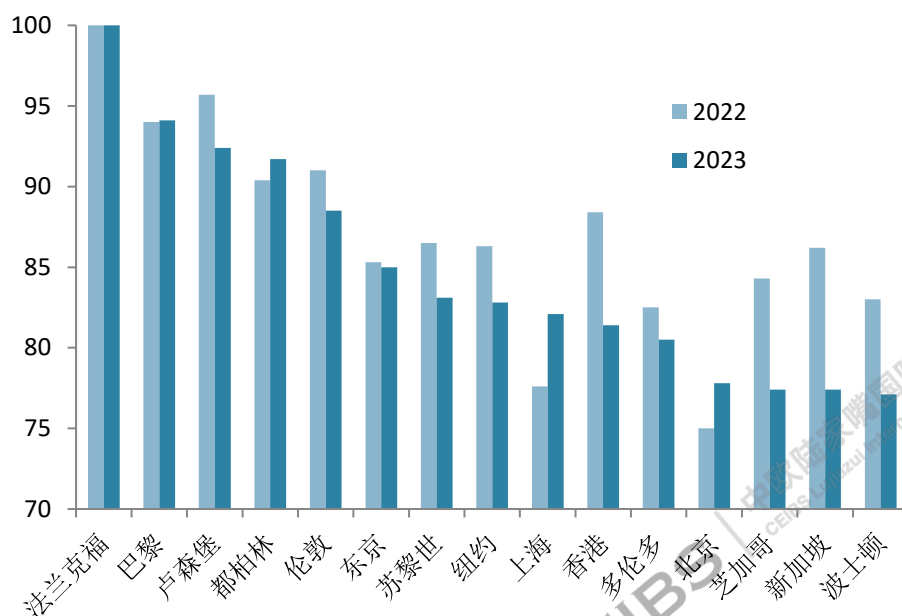
从各城市资产管理规模 (AuM) 排名前五的资管机构的 AuM 之和、开放式基金和 ETF 的净资产规模、净销售额和数量来看，仅芝加哥、多伦多和新加坡三地的评分有所提高，说明纽约的资产管理能力进一步增强，与其他城市的差距拉大。其中，伦敦和香港的评分下跌了 4 分以上，整体资金净流出的规模较大。

图 1-4 全球主要资产管理中心“资产管理机构、开放式基金”领域得分



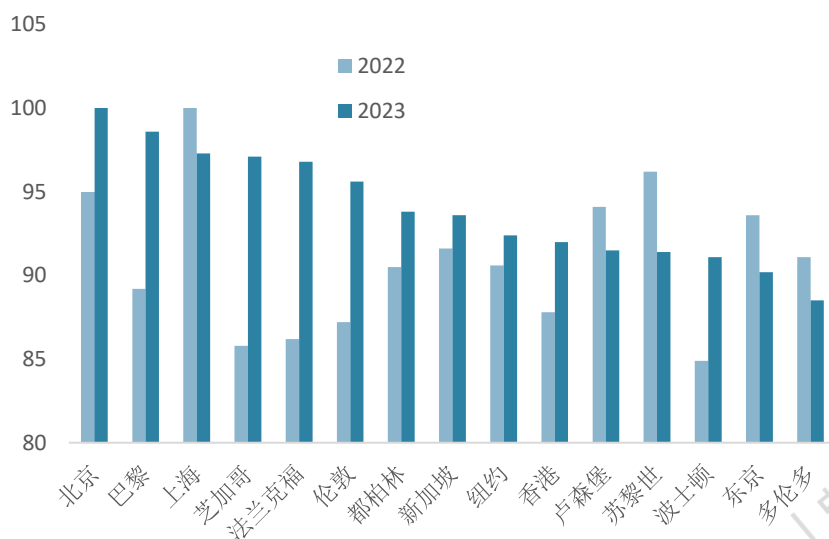
在 ESG 和另类资产投资领域，欧洲资产管理中心保持竞争优势，法兰克福、巴黎、卢森堡和都柏林作为第一梯队，与亚洲和美国的城市差距显著拉大，仅上海显现追赶势头。这主要得益于中国大陆持续在绿色债券和 REITs 领域发挥规模优势。而香港和新加坡在对冲基金的优势领域上均出现了资金净流出。

图 1-5 全球主要资产管理中心“ESG 业务、另类资产业务”领域得分



在成长性方面，通过各底层资产和资管行业规模、产品规模、数量的增速比较，北京证券交易所的顺利运行使北京在股票市场方面实现零的突破。其次，巴黎在股票市值、ESG ETF 和债券数量方面有高达 30%-50% 的涨幅；芝加哥的期货期权成交额增速高达 24%，ETF 净资产规模高达 77%；法兰克福和伦敦在 ESG ETF 和债券的数量增长接近 30%。

图 1-6 全球主要资产管理中心“增长率”领域得分



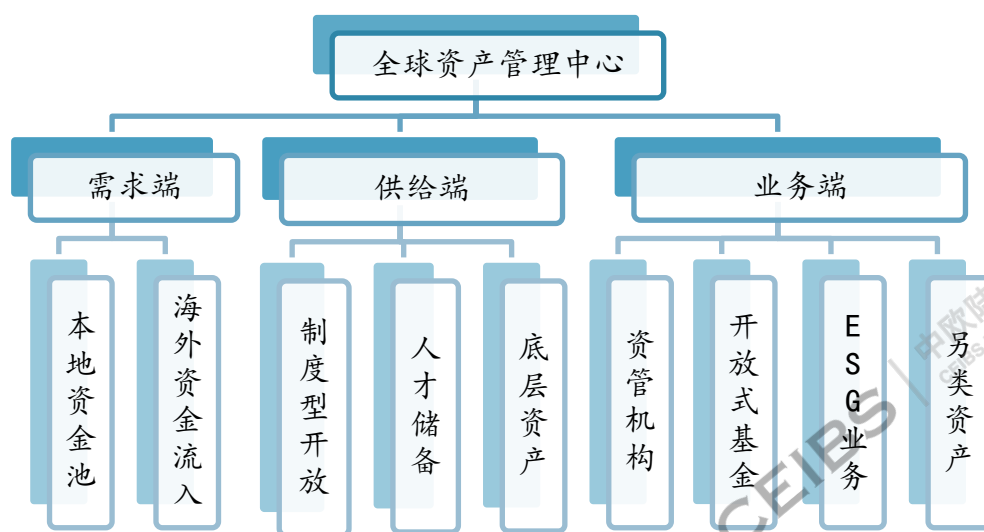
第二部分 指标体系



一、修订情况

2023 年全球资产管理中心评价指标体系仍维持 2022 年的总体框架。一级指标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；从制度型开放、人才储备和底层资产等方面衡量资管供给；从资管机构、开放式基金、ESG(环境、社会和治理)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 56 个，均为定期更新的定量指标。

图 2-1 全球资产管理中心评价体系



此外，在上述框架下进行了优化调整。首先，三级指标调整。将“海外资金流入”中的“平均长期政府债券收益率”和“主要股指收益率（一年）”划入“底层资产”，以反映底层资产的质量。将“人才储备”中的“金融业就业人数/第三产

业就业人数”修改为“金融业就业人数/非农就业人数”，以更好地反映经济周期变化中金融业就业的相对景气程度。增加了 ESG 业务的增长率指标，以全面反映 ESG 业务在不同资产管理中心的成长情况。另外，为尽可能减少评价指标中的主观偏好影响，删除了“金融体系（银行主导或资本市场主导）”、“法制体系（英美法系或大陆法系）”指标和“当年 GDP 预期增速”指标。

其次，指标权重调整。需求和供给端、业务端仍维持各 50% 的权重。在供给端，将对经济形势与金融市场变化敏感性不高的制度型开放与人才储备合并为 15% 的权重，将敏感性高的底层资产提高至 25% 的权重。因此，共计六大领域分别进行 SPSS 统计评分，加权获得各城市的综合评分。

表 2-1 全球资产管理中心评价指数二级指标权重（2022-2023）

一级指标	二级指标	权重		
		2022 年	2023 年	变动
需求端与供给端 (50%)	资金来源	10%	10%	0
	制度型开放、人才储备	25%	15%	-10%
	底层资产	15%	25%	+10%
业务端 (50%)	资管机构、开放式基金	30%	30%	0
	ESG 业务、另类资产业务	10%	10%	0
	增长率	10%	10%	0
合计		100%	100%	0

表 2-2 全球资产管理中心评价指数指标体系（2023）

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	制度型开放	FDI 管制程度-金融业	OECD
		FDI 管制程度-商业	
		法定企业所得税税率	KPMG
		资本利得税	
	人才储备	个人所得税率	各地统计局
		金融业就业人数	
		金融业就业人数/非农就业人数	
	底层资产	平均长期政府债券收益率	MOODY
		主要股指收益率（一年）	BLOOMBERG
		IPO 数量	WFE
		IPO 数量增速	
		上市股票数量	
		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			

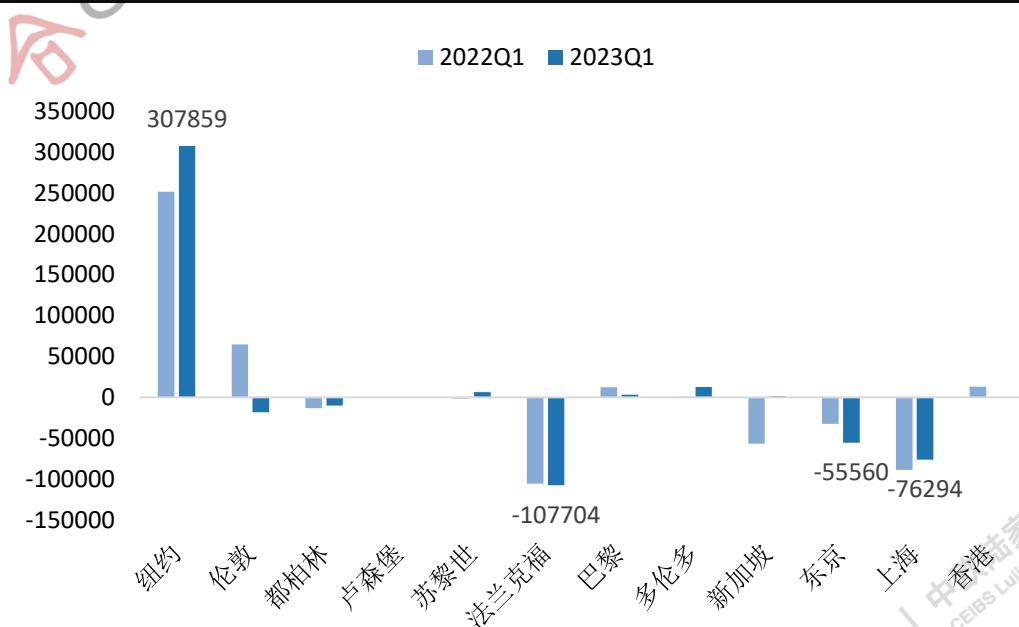
表 2-2 全球资产管理中心评价指标体系（2023）（续）

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 大资管公司规模	各资产管理机构
		以当地为总部的前 5 大资管公司规模增速	
		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		

二、主要指标分析

1、**金融账户平衡**。2022 年以来，全球通胀高企，美国连续加息，吸引国际资本持续涌入美国。2023 年一季度，美国金融账户顺差为 3078 亿美元，而德国、日本、中国均出现较大规模的金融账户逆差。

图 2-2 金融账户平衡（百万美元，2022-2023）

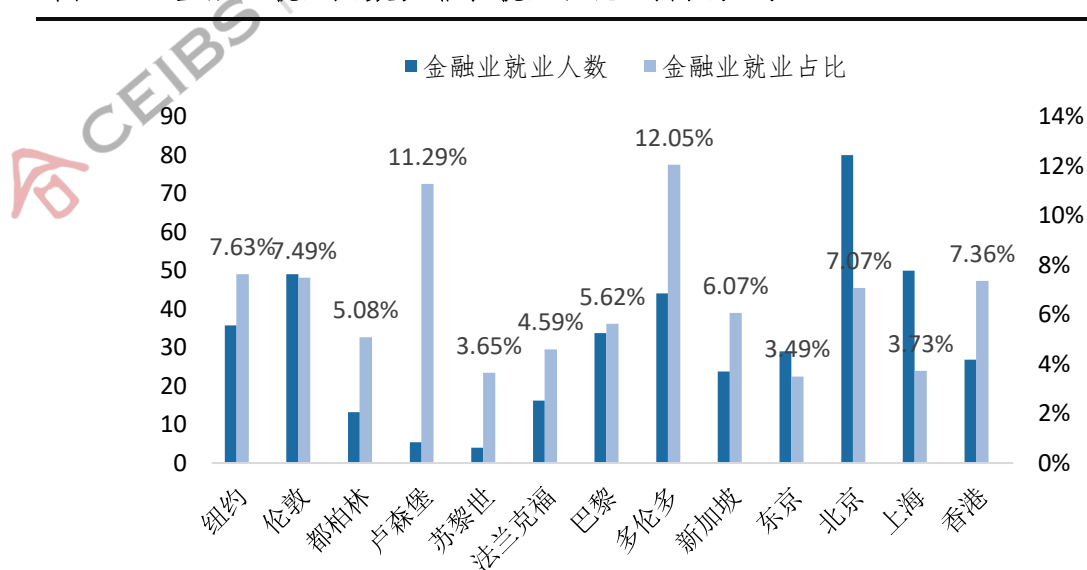


注：该数据为国别/地区数据，为方便对比，以该国/地区的主要资产管理中心代表。

数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

2、金融业就业人数/非农就业人数。反映了在经济周期变化中，金融业就业的相对景气程度。从相对规模来看，北京金融从业人员占比为 7.07%，与纽约、伦敦和香港等较为接近，而上海相差较大。

图 2-3 金融业就业人数及非农就业占比（万人，%，2022-2023）

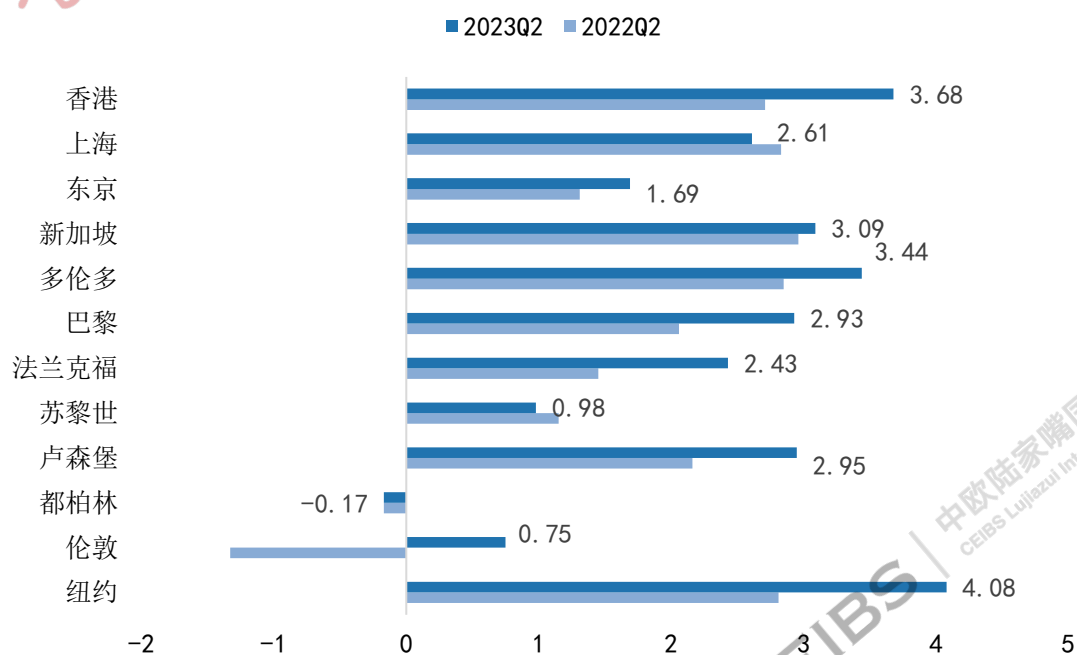


注：部分城市为金融和保险业就业人数。

数据来源：各城市/地区统计局

3、平均长期政府债券收益率。中国经济增长放缓，通胀水平阶段性下行，债券收益率出现下滑。截至 2023 年二季度，中国大陆的平均长期政府债券收益率为 2.61%。与之相反，欧美主要经济体为治理通胀，持续加息，债券收益率均较 2022 年大幅增长，美国、加拿大等美元化地区的平均长期政府债券收益率已增长至 4% 附近。

图 2-4 平均长期政府债券收益率（%，2022-2023）

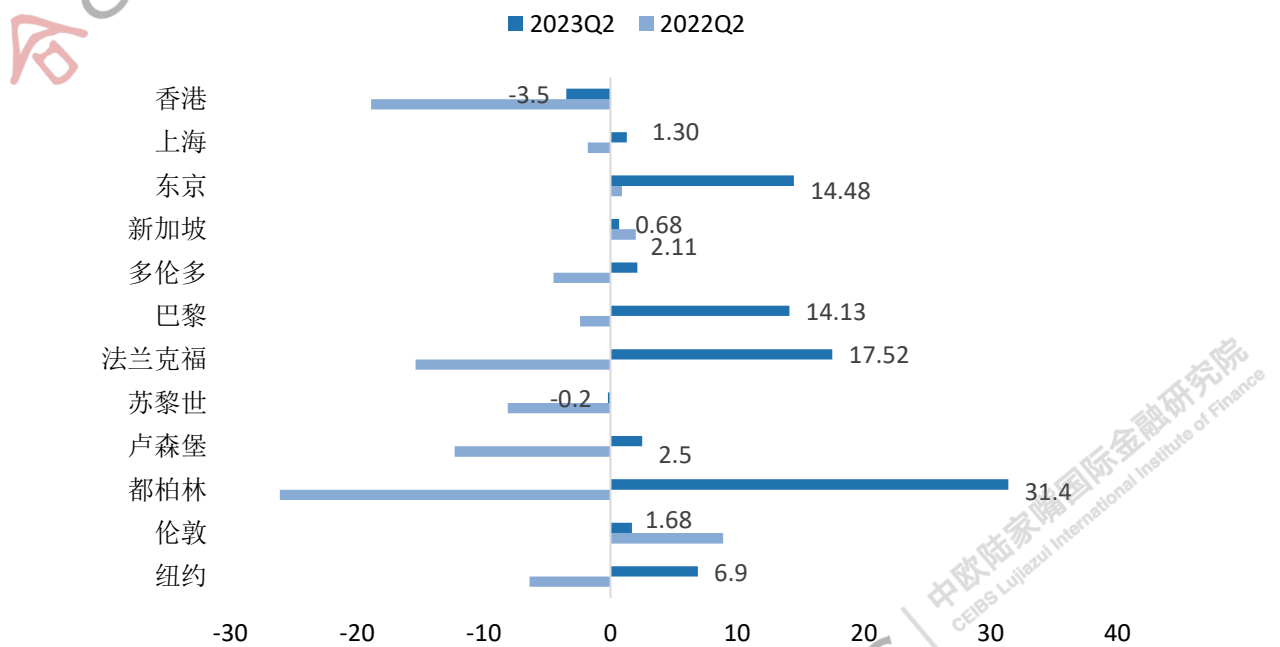


注：该数据为国别/地区数据，为方便对比，以该国/地区的主要资产管理中心代表。

数据来源：Moody's Analytics

4、主要股指收益率（一年）。由于欧洲经济基本面强于预期，地缘冲突影响消退，市场悲观情绪得以扭转，估值修复驱动欧洲股市普遍上涨。都柏林 ISEQ 综指收益率高达 31.4%，法兰克福 DAX30 指数和巴黎 CAC40 指数分别为 17.5%和 14.1%。上证综指小幅上涨 1.30%，香港恒生指数的跌幅收窄至-3.5%。

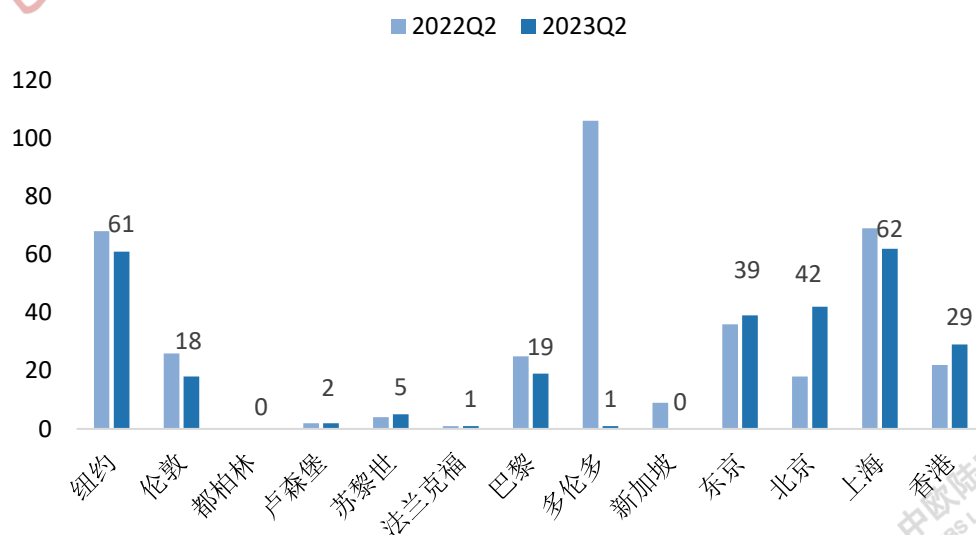
图 2-5 主要股指收益率（12 个月，%，2022-2023）



数据来源：BLOOMBERG

5、IPO 数量。全球经济周期错位，“东升西降”的经济格局也体现在了金融市场。亚洲 IPO 市场普增，欧美市场多呈现下滑态势。2023 年上半年，上海 IPO 数量为 62 家，位居全球前列。北京为 42 家，同比增长 133%，增长率位居全球前列。苏黎世为 5 家，均为中国上市公司经由中瑞通发行存托凭证，这也是中国金融市场高水平对外开放的集中体现。

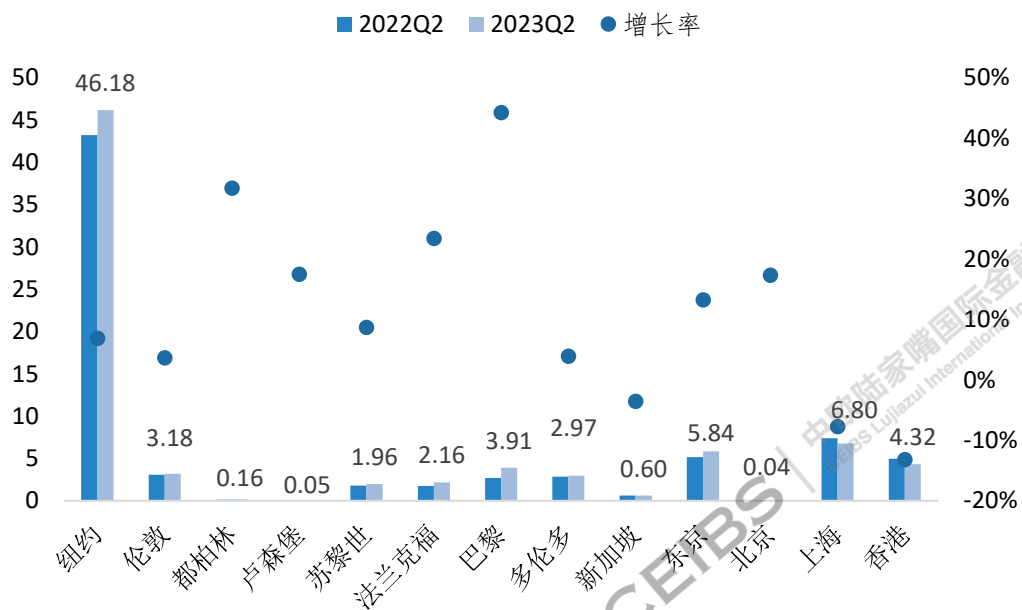
图 2-6 IPO 数量（2022-2023）



数据来源：WFE

6、股票市值。2023 年全球股票市值涨跌不一。截至 2023 年 6 月，纽约股票市值高达 46.18 万亿美元，在美国持续加息背景下录得 6.85% 的上涨，这主要是受益于美国市场流动性充裕、经济韧性较强以及技术创新预期等因素。此外，经济基本面、市场情绪以及估值修复等因素驱动欧洲股票市值快速增长，巴黎、都柏林和法兰克福市值分别上涨 44.21%、31.70% 和 23.43%。

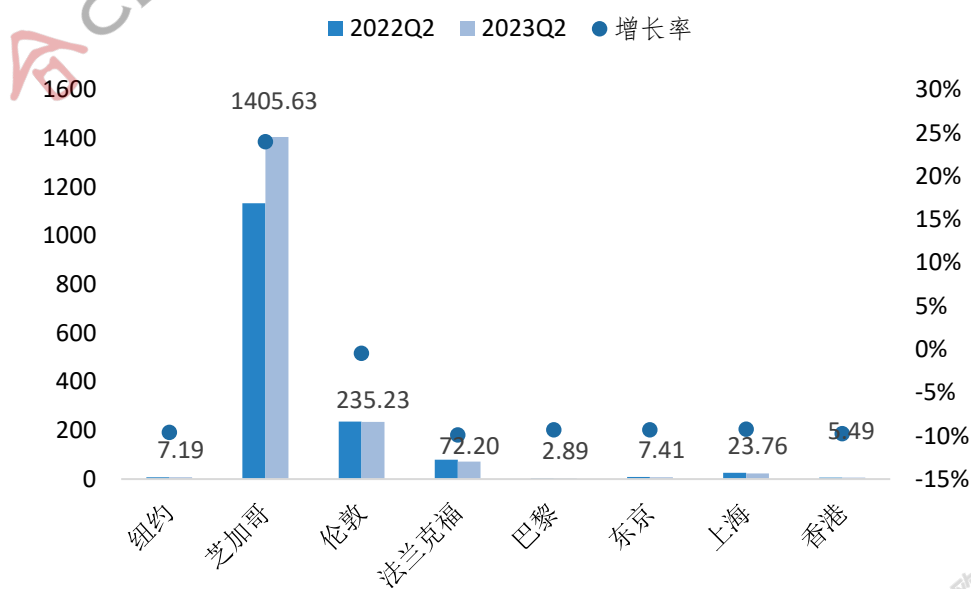
图 2-7 股票市值及增速（万亿美元，%，2022-2023）



数据来源：WFE

7、期货期权成交额。地缘冲突、通胀高企加剧了全球经济不确定性，助推了衍生品市场成交量。截至 2023 年 6 月，芝加哥期货和期权成交额高达 1406 万亿美元，同比增长 24%。同时，由于全球大宗商品价格下行，上海期货和期权成交额 23.8 万亿美元，同比下滑 9.2%。

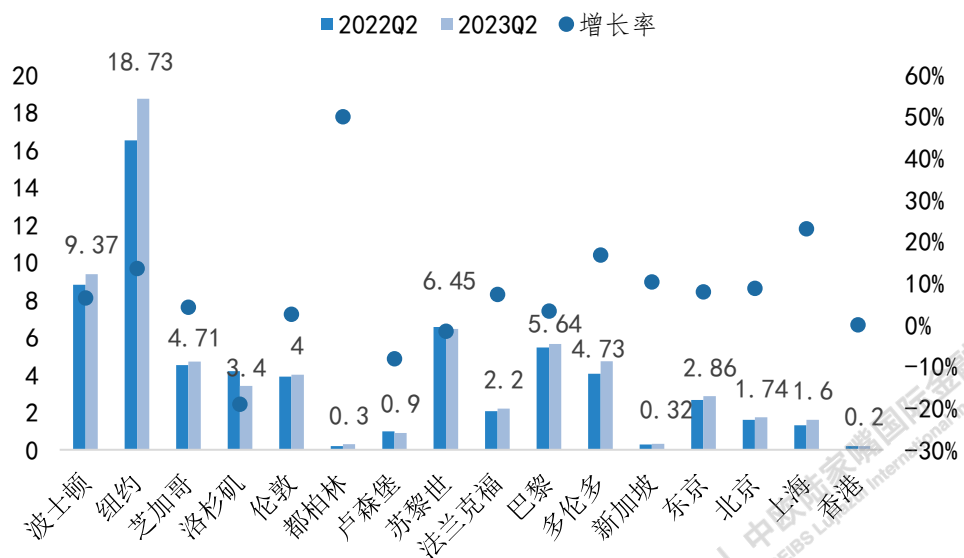
图 2-8 期货期权成交额（万亿美元，2022-2023）



数据来源：WFE

8、资管机构 AuM。全球资管头部机构优势加速集聚。截至 2023 年 6 月，以纽约为总部的 5 大资管机构规模为 18.73 万亿美元，同比增长 13.5%。以上海为总部的 5 大资管机构规模为 1.74 万亿美元，同比增长 23%，扩张速度位居全球前列。

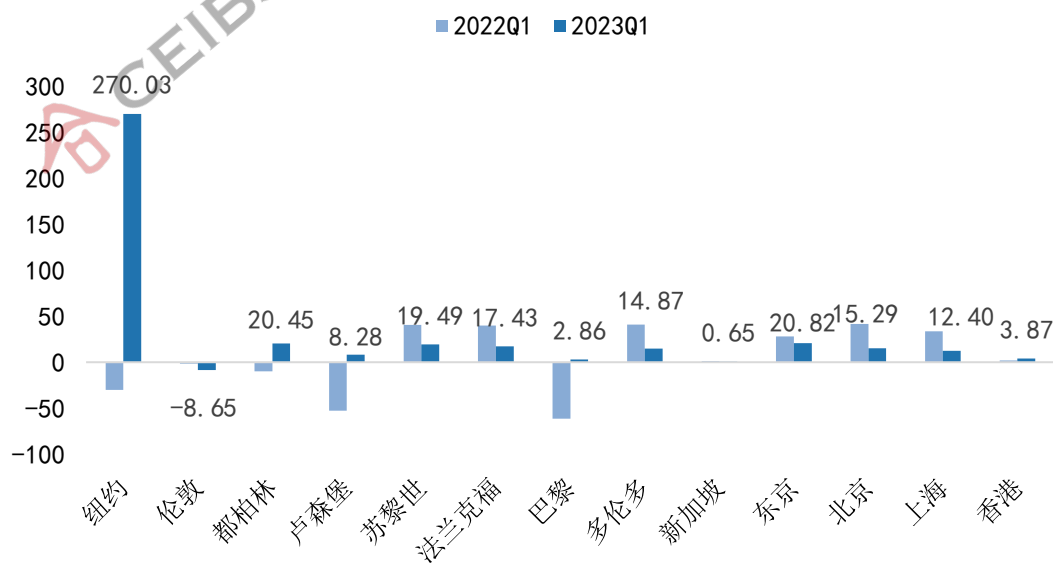
图 2-9 以本地为总部的前 5 大资管机构 AuM 及增速（万亿美元，%，2022-2023）



数据来源：各资管机构

9、开放式基金净销售额。全球开放式基金规模普遍下滑，净销售额也同比普遍回落。仅纽约净流入强劲，2023 年第一季度净流入高达 2700 亿美元，同比增长超过 9 倍，其次为都柏林。伦敦出现 86.5 亿美元的净流出。

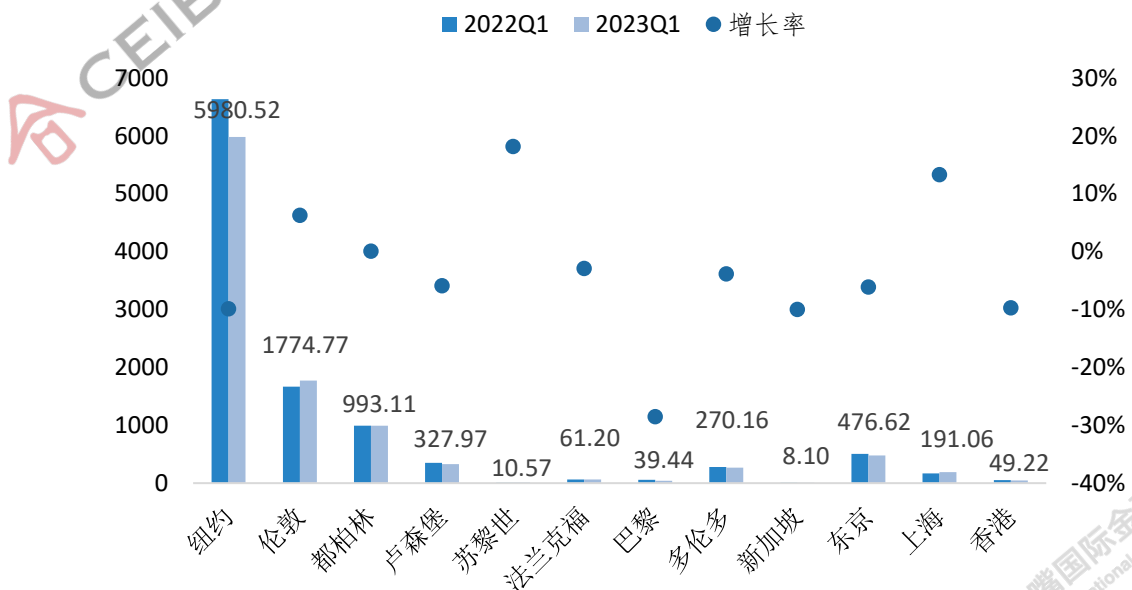
图 2-10 开放式基金净流入（十亿美元，2022-2023）



数据来源：IIFA

10、ETF 净资产规模及增速。被动投资规模在经济不确定的背景下相对稳定。截至 2023 年一季度，纽约 ETF 净资产规模 5.98 万亿美元，同比下滑 9.86%。苏黎世和上海分别增长 20%和 13%。

图 2-11 ETF 净资产规模及增速（十亿美元，%，2022-2023）

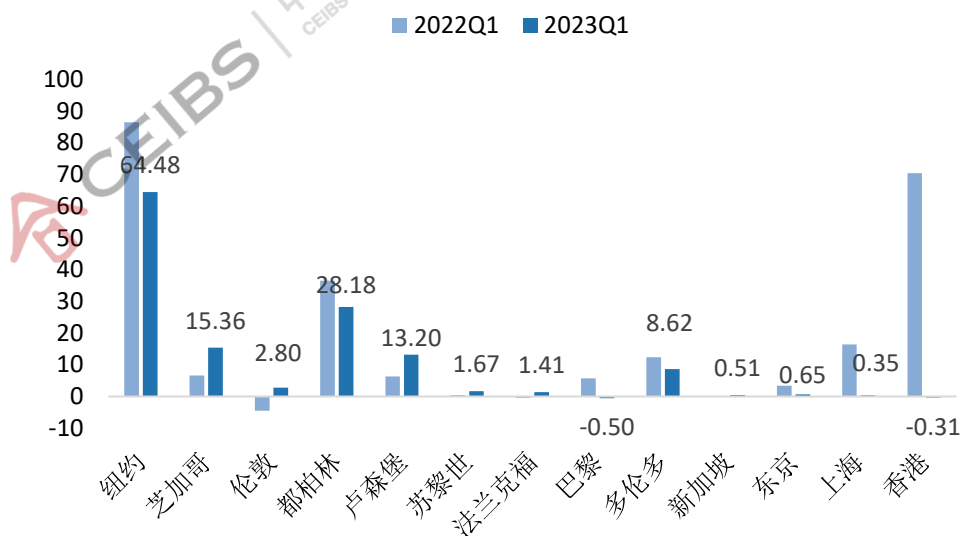


注：上海数据基于 IIFA 与上交所数据测算。

数据来源：IIFA

11、ETF 净销售额。全球 ETF 净流入普遍放缓。截至 2023 年一季度，纽约 ETF 虽获得净流入 645 亿美元，但同比下滑 25%。上海同期 ETF 净流入约为 3.5 亿美元。

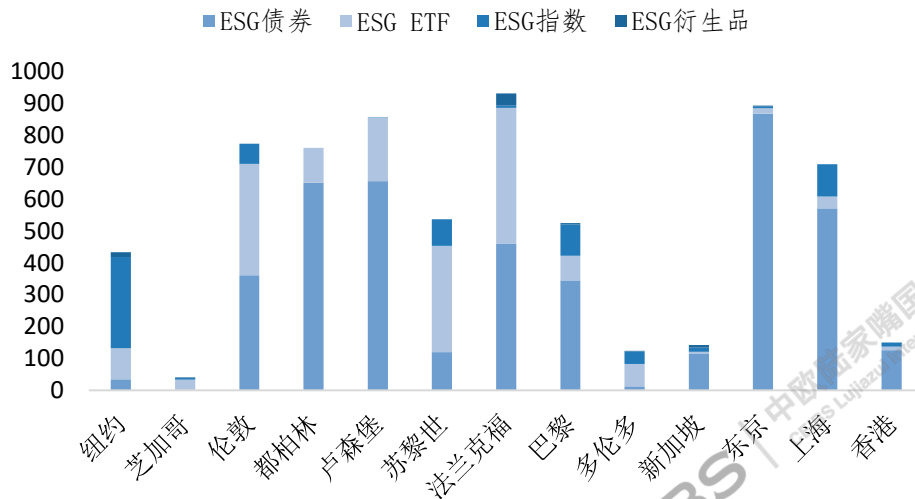
图 2-12 ETF 净流入（十亿美元，2022-2023）



数据来源：IIFA

12、ESG 产品数量。近一年 ESG 定义不断扩大和调整。全球范围内,ESG 债券是规模最大的 ESG 产品,其次是 ESG ETF,ESG 指数和 ESG 衍生品则相对较少。欧洲各大资产管理中心全面领先,法兰克福德意志交易所集团下的 ESG 产品数量总和位列全球首位,共有相关产品 931 个。截至 2023 年 6 月,上海共有 ESG 债券 571 只,ESG ETF 37 只,ESG 指数 101 个,ESG 产品总数在亚洲仅次于东京。

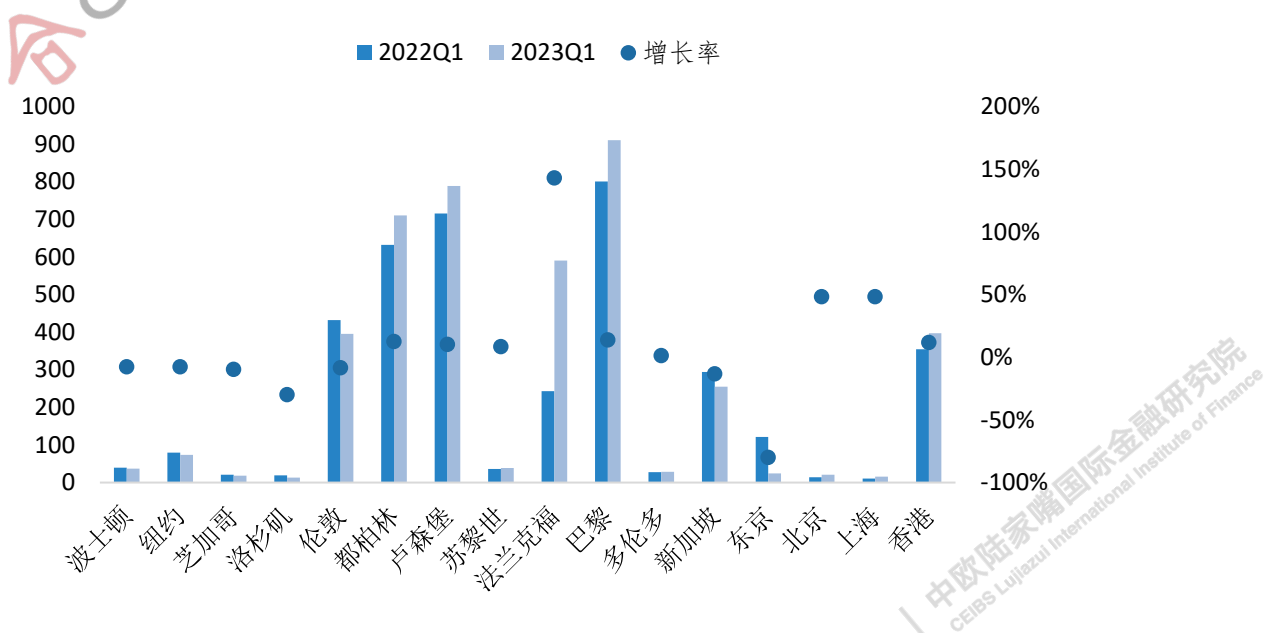
图 2-13 ESG 产品数量 (2022-2023)



数据来源: IIFA

13、另类投资净资产规模及增速。另类投资在高利率的市场环境下更受青睐。截至 2023 年第一季度，欧洲主要资产管理中心的另类投资净资产规模在高基数的基础上持续增长。其中，法兰克福增幅最大（143%），巴黎、都柏林、卢森堡均有两位数的增长。

图 2-14 另类资产净资产规模及增速（十亿美元，%，2022-2023）



数据来源：IIFA

第三部分 指数分析



一、全球货币紧缩的原因及影响

（一）全球主要经济体通胀高企

本轮全球通胀高企主要受需求端拉动、供给面冲击、以及贸易保护主义加剧等三方面的影响。疫情以来，为挽救经济，全球普遍采取了极度宽松的货币政策。以美国为代表的发达经济体实施了大规模的财政刺激计划，美联储的资产负债表也在两年时间内从 4 万亿美元扩张至超过 9 万亿美元。同时，遭到来自三个不同侧面的供给冲击。其一，激进的碳中和政策造成的传统能源供给不足，尤其是欧洲，石油、动力煤等价格大幅上涨。其二，乌克兰危机造成了能源、粮食供给的极大不确定性，连累全球大宗商品价格显著上升。其三，供应链未完全恢复，原材料采购、物流运输及进出口通关等困难推升了全球物流成本。此外，经济增长放缓下贸易保护主义盛行，全球产业链、供应链的区域化、本地化趋势加剧，降低了国际贸易的交换效率，提高了进出口成本，世界贸易增速减缓。受上述因素影响，主要经济体通胀高企。除了日本，其他 G7 国家的通胀率 2023 年大部分时间均在 5%-10% 区间内。

（二）持续加息带来流动性危机

为了遏制高通胀对经济的负面影响，2021 年四季度以来，多个国家的利率水平连续上升。截至 2023 年 8 月，美联储通

过 11 次加息将利率从近零水平提高到 5.25%-5.5%，英国央行连续第 14 次加息将基准利率上调至 5.25%，欧央行已连续加息 425 个百分点。由于加息时间长、范围广，且通胀率下降的速度比预期的要慢，世界经济活动显著放缓，IMF 预计 2023 年全球经济增速仅为 2.8%¹。市场普遍担忧经济衰退，美债的收益率曲线出现倒挂。

激进加息下，业务结构单一的商业银行发生了挤兑并破产。以最先倒闭的硅谷银行为例。早在 2020 年 3 月，美联储实行“零利率+量化宽松”的货币政策工具组合（把商业银行的法定存款准备金率由 1992 年时的 10% 直接降为 0%，同时实行 0.1% 的低利率），大量科技、生物医学初创企业将从股市获得的融资存入硅谷银行，硅谷银行用此购入平均利率为 1.5% 的美国国债与房债（MBS）。这种“短债长投”的资产组合使其流动资金处于极低的水平。在美联储激进加息后，上述债券收益率升至 5%~7%，导致 2022 年末 1200 亿美元（成本）的债券组合账面损失高达 189 亿美元。同时，由于股市下行，初创企业无法从股市获得足够的融资，只能持续消耗银行存款，硅谷银行自 2022 年三季度起就面临大量赎回（储户提款），其中 95.6% 的存款不在存款保险覆盖范围内，准备金率为 0% 也导致原有的流动资金保护安全阀缺失，硅谷银行 2023 年 3 月初因

¹ 4 月 14 日 IMF 《世界经济展望报告》。

资不抵债而破产，并迅速波及到签名银行（拥有大量的数字资产）和第一共和银行（集中于财富管理）。可见，在波动性提高的宏观环境下，单一结构的银行与经济周期共振大，发生挤兑的概率较高。

随着美国银行业的利空，不断有区域银行的股价出现暴跌，更多脆弱的银行缩减贷款以改善自身流动性。美联储 2023 年 4 月末的银行业状况调查显示²，3 月份以来，各银行的信贷条件都在收紧，所有主要板块的贷款投放量均下降。其中对大中型公司商业和工业贷款条件收紧的银行占比从 2022 年四季度的 31.3% 升至 55.6%，逼近 2020 年的最高水平。

除了银行业，相关企业也遭到流动性冲击。一是持有倒闭银行股权的金融机构。二是科创企业，硅谷银行破产对科技企业的股价造成巨大冲击，即使部分存款得到保障，在科技行业普遍裁员的背景下加剧了对实际经营的负面影响。三是全球商业地产项目，由于预期收益处于低位、利率处于高位、银行贷款标准被提高，多种利空打击下融资面临严重困难，可能造成违约，带来新的风险。

² 美联储听证会，2023 年 5 月 4 日。

二、全球资管行业受到冲击

（一）资产管理规模波动剧烈

全球资产价格发生的结构性变化，使得过去几十年资产估值高、预期回报低的情况发生逆转。同时，由于这一变化过程进展极快，许多资产管理人来不及调整股债配置。2022 年末，原资产管理规模 (AuM) 在全球排名前 10 位的资产管理人同比 AuM 下跌了 14%，跌幅最大的是美国纽约梅隆银行，接近 25%；2023 年上半年随着全球股债市场好转，截至 6 月 30 日，TOP10 资产管理人 AuM 合计 41 万亿美元，同比增长 6.4%，整个资产管理行业仍处在风险和回报重新平衡的过程中。

表 3-1 全球 TOP10 资产管理人 AuM 变化(2022-2023)

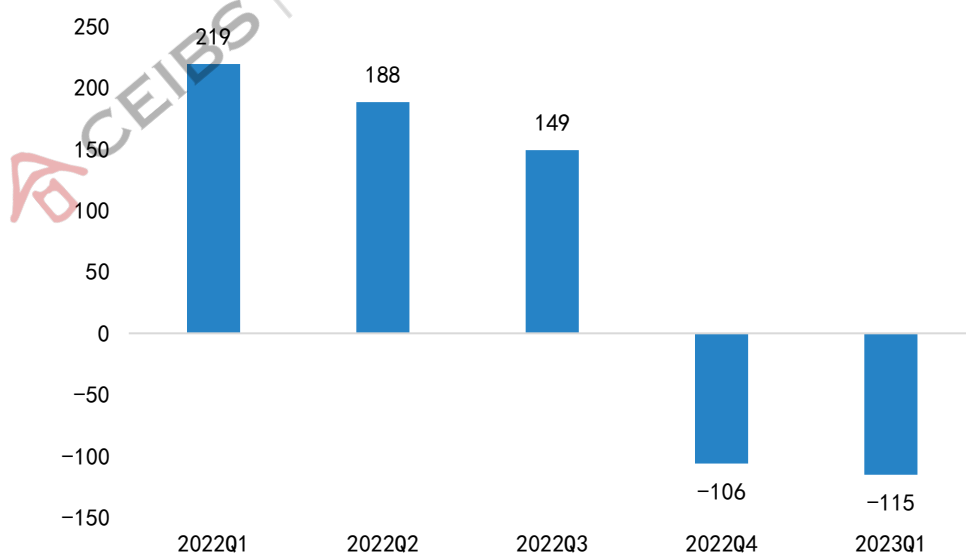
按 2023 年 AuM 排序			2023Q2	2022Q2	同比
			AuM (万亿美元)		
1	贝莱德	Black Rock	9.4	8.5	10.6%
2	先锋集团	Vanguard Group	7.2	7.6	-5.3%
3	富达	Fidelity Investment	4.5	3.7	20.8%
4	瑞银	UBS	4.1	3.9	5.1%
5	道富	State Street	3.8	3.5	8.6%
6	摩根大通	JPMorgan	3.2	2.7	18.5%
7	高盛	Goldman Sachs	2.7	1.8	50.0%
8	资本集团	Capital Group	2.3	3.1	-25.8%
9	东方汇理	Credit Agricole-Amundi SA	2.2	2.1	4.8%
10	纽约梅隆银行	Bank of New York Mellon	1.9	1.9	0.0%
合计			41.3	38.8	6.4%

注：UBS 的数据不包含瑞信。

数据来源：各资产管理机构官网

瑞士信贷集团是经受冲击最为严重的代表。2023 年一季度，瑞信的资管规模萎缩高达 9%，即使减记了 15 亿瑞士法郎的 AT1 债券，调整后收入仍同比下降 33%，调整后税前损失了 1.15 亿瑞郎。

图 3-1 瑞信重述调整后税前资管损益（百万瑞士法郎，2022-2023）



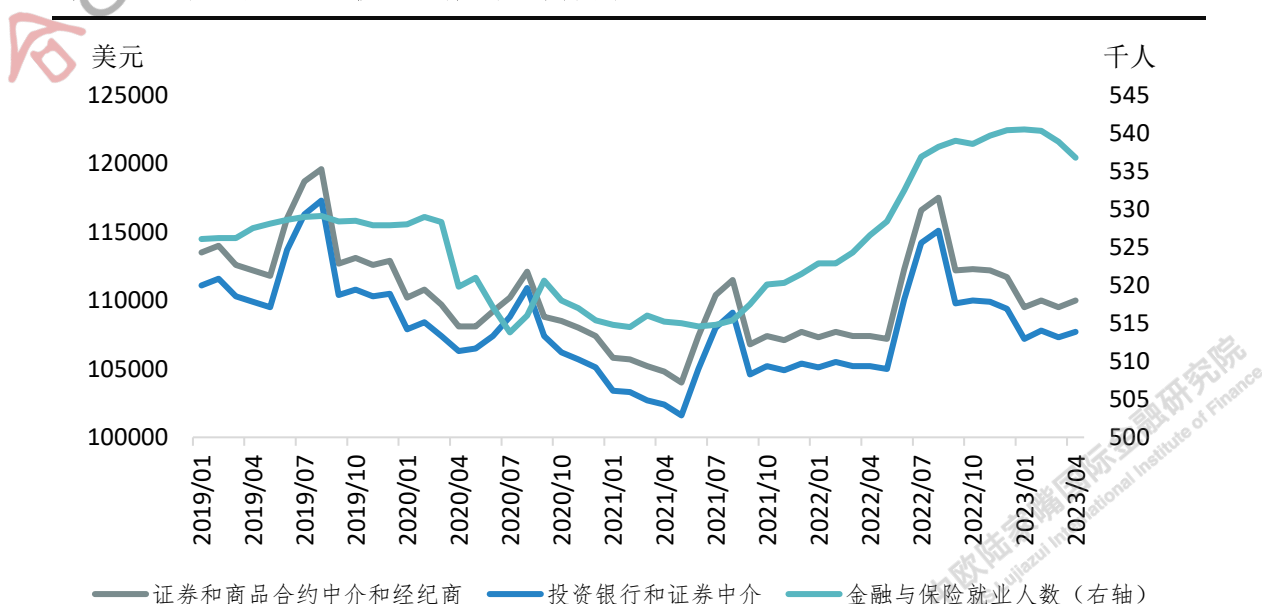
数据来源：Credit Suisse

在这一调整过程中，全球资管机构收入减少，利润率下降。美国资产管理机构的平均 EBITDA 利润率从 2019 年的 30% 上升至 50%，2022 年 6 月又跌破 30%，2023 年 1 月已跌至 15%³。同时，资管机构费用下行压力和成本上升的趋势进一步增强，2022 年以来平均收取的管理费和绩效费已低于长期以来的行

³ https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/margin.html

业标准⁴。一方面，同质化的基金产品竞争激励，追踪热门指数的基金一直在相互压价，beta 和 smart beta 策略也非常成熟，投资者只需支付几个基点的费用。另一方面，技术进步、合规和监管费用、人力资本的成本都在增加。尤其在美国，劳动力市场供不应求导致金融业工资自 2022 年下半年开始已恢复到疫情前，是三年来的最高水平。

图 3-2 美国金融业就业人数与工资变化（2019-2023）



数据来源：纽约州劳动局

全球资产管理规模的大幅波动还说明，仅根据传统股票和债券标准配置（60/40⁵或 80/20）来分散风险的投资组合无法抵御市场动荡。随着 2023 年世界经济陷入衰退的迹象加重，

⁴ 管理资产的 2%基本管理费和已实现收益的 20%业绩费。例如，2020 年对冲基金平均收取 1.3%的管理费和 16.4%的绩效费。

⁵ 全球 60/40 投资组合的 60%投资于 MSCI 世界指数，40%投资于巴克莱资本全球总债券指数。

全球资产管理多元化投资组合更为丰富。

（二）债券重回主要地位

由于利率急剧上升，固定收益再度成为有吸引力的资产类别。首先，是短期美国投资级企业信用，其久期风险相对较低，下行风险低于全球股票。其次，新兴市场债券，因为它的总收益率显著高于发达经济体。从北美两大养老基金（加拿大 CPPIB 和美国加州 CalPERS）的分类资产回报率来看，固定收益是在 2023 年唯一较 2022 年回报率好转的资产类别。

表 3-2 北美主要养老基金资产回报率（2022-2023）

资产类别	加拿大 CPPIB 1 年回报率 (%)		美国加州 CalPERS 1 年回报率 (%)	
	2022	2023Q1	2022	2023H1
股票	1.3	0.3	-13.1	5.8
私人股权	18.6	6.8	21.3	14.1
固定收益	-3.8	-0.8	-14.5	0.0
不动产	10.2	-1.2	24.1	-3.1
基础设施	10.8	5.6	—	

数据来源：CPPIB 和 CalPERS 年报

但由于通胀和政策不确定性持续存在，仅靠固定收益仍不能达到理想的投资收益。退休人员和接近退休人员是对通货膨胀更敏感的群体，包括医疗保健费用在内的商品和服务价格的上涨，对于收入固定的退休人员完全无法通过预期收入增加而

维持购买力。因此，与通胀挂钩的债券需求高涨，尤其是与通胀呈正相关的资产对需要有稳定收益的大型养老金十分有吸引力。如挪威 GPF 中与通胀相关的债券在固定收益资产中的占比多年在 6% 以下。随着 2022 年通胀快速上升，这一占比提高至 7%，实际占比从 2017 年的 1.5% 提高到 2022-2023 年的接近 2%。

表 3-3 近年与通胀挂钩债券的投资表现（2017-2023）

	挪威 GPF 中与通胀挂钩的债券			
	收益率%	在固定收益资产中的占比%	固定收益占比%	实际占比%
2017	-0.1	5.0	30.8	1.5
2018	-0.4	5.5	30.7	1.7
2019	6.7	6.5	26.5	1.7
2020	9.1	6.3	24.7	1.6
2021	6.4	6.2	25.4	1.6
2022	-13.3	7.1	27.5	1.9
2023H1	2.0	7.0	26.4	1.8

数据来源：GPF 年报

（三）另类共同基金（ALF）获得增配

虽然各资产管理人开始降低另类投资敞口，转而支持传统的固定收益。例如，纽约梅隆银行将 40% 的另类资产敞口降至 20%。但另类资产在通胀较高的时期表现较好，使得其在 2023 年仍是不可或缺的资产类别。

首先，私人资产的流动性溢价不足，往往采用浮动利率，所以在利率上升的环境中有较高的收益率。其次，传统基础设施（如收费公路和公用事业）、非传统基础设施（如手机信号塔和可再生能源）都可在不同程度上对抗通胀。除了俄乌危机持续带来的能源担忧，从全球范围来看，各国积极的政策（例如美国的降低通胀法案、欧洲的绿色交易工业计划）有助于引导资金从传统能源到绿色能源，提高可再生能源基础设施的收益率。

为了规避另类资产流动性不足的风险⁶，2023 年机构投资者普遍增配了流动性另类基金（Alternative Liquid Fund，简称 ALF，也称另类共同基金⁷）。主要包括趋势跟踪基金、宏观基金和商品基金等，这些工具可以通过采用相关性较低的策略在不确定的市场中表现更好。与传统的共同基金相比，可以提供更多元化的回报。但同时由于使用了更复杂的投资交易策略，也会导致更高的成本和额外的风险。

（四）私募市场仍有巨大潜力

受 2022 年之前资产估值高、预期回报低的影响，资金持续流入私募市场。2022 年末，全球私募市场总规模（包括股票、信贷和实物资产）已经达到 12 万亿美元，较过去六年翻了一

⁶ 例如英国养老基金由于持有大量流动性极低的另类资产，导致在 2022 年第三季度的养老金巨幅亏损中无法弥补及时保证金。

⁷ www.investor.gov.

倍。从结构上看，杠杆并购和风险投资各占 1/3，其余部分以实物资产和贷款为主。

从资金来源看，主要是来自发达市场。一部分是各类养老基金。2022 年末，房地产和私人股权/债务合计占美国加州退休基金 CalPERS 养老金资产的 30%左右；加拿大的公共养老基金 CPPIB 则高达 50%。不仅如此，这些养老基金不局限于有限合伙人（Limited Partner, LP）的传统定位，正在与普通合伙人（General Partner, GP）进行更多的合作，以共同投资、直接投资的方式参与到私募市场中来。

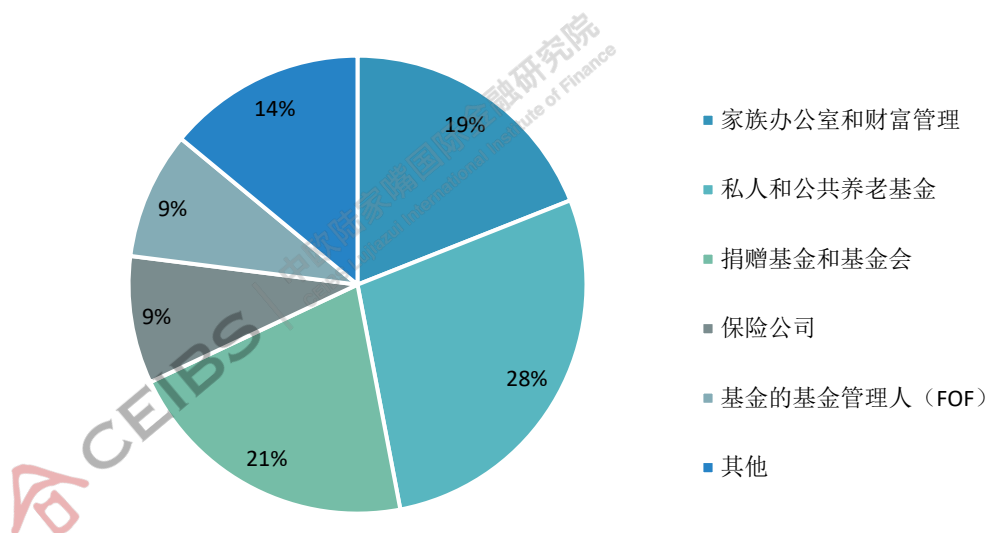
另一部分是家族财富办公室和捐赠基金会。以北美为例。2022 年北美的家族办公室在私募股权中的比例从 2021 年的 22% 增加到 27%，预计 2023 年会继续上升到 46%。在可持续投资方面，2022 年已达到 37%，但落后于欧洲（66%）和亚太地区（42%）⁸。此外，其投资集中在技术领域，包括医疗保健、生物技术、金融科技、数字技术、人工智能、以及绿色科技等。2023 年预计这些领域的投资组合配置仍然会持续增加⁹。

从资金投向看，北美、西欧、中国以及印度的私募市场对资本有较强吸引力。随着 IPO 市场的缩小、并购数量的大幅下降，GP 模式开始出现明显的上升。

⁸ <https://www.rbcwealthmanagement.com/en-us/campaign/the-north-america-family-office-report>

⁹ <https://www.ubs.com/global/en/family-office-uhnw/reports/global-family-office-report-2023>

图 3-3 美国私募基金投资者来源（2022）



数据来源：IMF, global financial stability report, April, 2023

（五）公共养老金存在潜在的财政风险

受货币紧缩冲击，全球大型公共养老基金不仅面临资产价值的缩水（减少了 1.3 万亿美元¹⁰），同时还面临负债现值的增加。最严峻的是，公共养老基金普遍存在政府担保，可能从两方面带来显性或隐性的财政风险。

第一，劳动参与率下降导致社保收支恶化。一方面，个人退出劳动力市场并领取养老金的规模增加，另一方面，就业下降和实际工资停滞或下降，导致工资税基下降。对于缴款型固定收益养老金，最直接的影响是工资税基减少造成的缴款收入

¹⁰ <https://globalswf.com/reports/2023annual>

下降，这将导致固定收益的社保收支恶化，融资比例（即在相同时间范围内固定收益计划的资产与负债的关系）下降。

第二，资产价格冲击对养老基金的资产负债表造成负面影响。理想情况下，融资比率（资金比率）应该在 100% 上下波动。如果融资比率持续处于 100% 以下，且资产价值一直未反弹，只能减少养老金债务，或者由养老金的发起机构进行增资。如果发起养老金的机构是政府本身（如公务员退休金计划），则当前的资金短缺或由此造成的未来养老金计划赤字，将导致其他方面支出下降或政府赤字增加，从而引发税收上升或公共债务增加。同时，资产价值下降也意味着在经济衰退期间退休（或将其账户余额变现）的参保人获得的养老金收入也会减少。而这反过来可能导致老年人口贫困加剧，同时，在之后几年中需要增加福利支出。

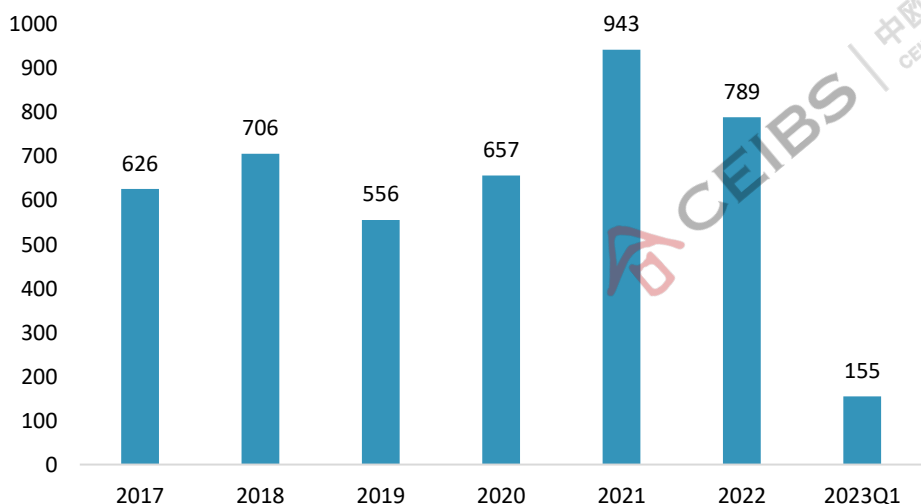
（六）对冲基金发展有所停滞

第一，全球宏观对冲基金策略受影响。对冲基金在 2020-2022 年连续三年获得正收益，但美国几大区域性银行倒闭事件导致利率发生波动，从而对其宏观策略产生了重大影响。此外，2022 年原油市场减产的冲击一直延续到 2023 年一季度，虽然美国的金融动荡可能减少对原油的需求，中国经济增长可能会刺激原油需求，但是否能填补西方国家经济衰退所带来的

需求减少，还是未知数。截至 2023 年一季度，全球对冲基金发行量仅 155 只，处于三年来较低水平。

第二，对冲基金分布重心有所转移。部分对冲基金从传统的纽约、伦敦和香港等地转移至迪拜和新加坡。一方面，由于石油价格提高了海湾地区的主权财富基金规模，使得迪拜等中东地区的国际金融中心有能力降低对冲基金的许可费和资本要求，并提供有竞争力的税收优惠。另一方面，新加坡吸引了部分全球范围内规模较小（尤其是来自香港）的对冲基金迁入和人才流入。随着印度成为国际资本主要流入地，新加坡与印度早期签订的《全面经济合作协定》¹¹也使新加坡成为在印度投资的跨国公司的节税基地，以及通往越南和印尼等东南亚资本市场的门户。

图 3-4 全球对冲基金发行量创新低（2017-2023）



数据来源：Preqin Pro

¹¹ 2005 年 6 月签订。

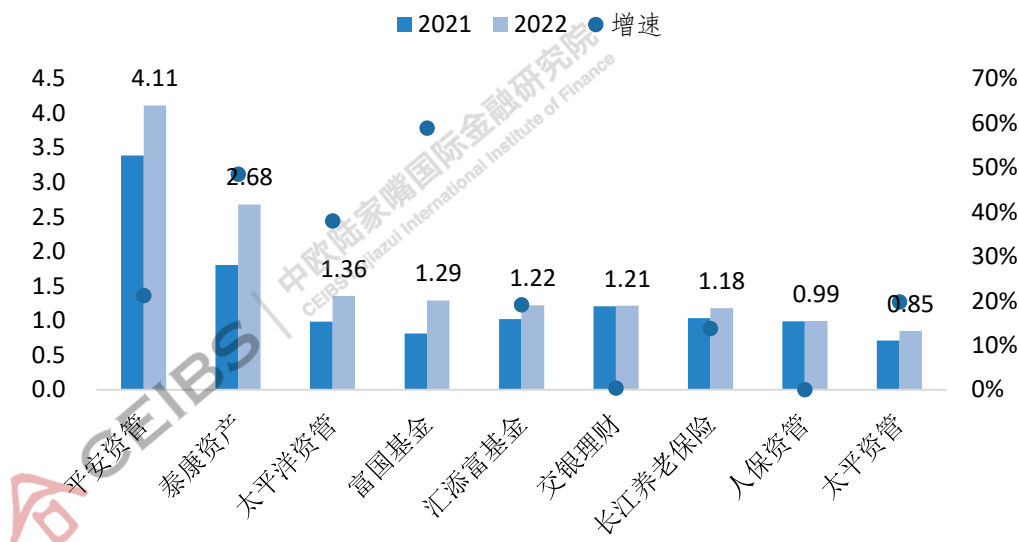
三、中国资管市场的挑战与机遇

（一）上海资管市场加速开放

第一，金融供给侧结构性改革持续丰富底层资产供给。2023 年上半年，上证所是样本内 IPO 数量最多（62 家）的交易所。《期货和衍生品法》明确新品种上市实行注册制，加速了金融衍生品的开发创新，上海上市了 30 年期国债期货、氧化铝期货、合成橡胶期货与期权以及集运指数（欧线）期货等新品种。此外，资本市场双向开放在拓宽实体企业境外融资渠道的同时，为中国境内提供了更多境外投资标的，2023 年上半年已有 4 家上市公司借助中瑞通赴瑞士发行 GDR，1 只 ETF 经由沪港通在沪挂牌，同时沪新 ETF 互通合作为进一步丰富底层资产奠定良好基础。

第二，头部资管机构 AuM 增速领涨全球。截至 2023 年 6 月，以上海为总部的前五大资管机构规模显著增长，同比增速达 23%，位居全球前列。

图 3-5 上海主要资管机构 AuM 及增速 (2021-2022)



数据来源：各资管机构官网

此外，法巴农银理财公司于 2023 年 6 月在上海开业，成为近年来全球资管巨头加快布局中国的缩影。中国长期以来形成的是以商业银行主导的间接融资金融体系，外国竞争有限，上海通过支持商业银行理财子公司与外资机构设立合资理财公司落户，尤其是选择注册地在上海的资管机构作为理财投资合作机构，成为外资资管机构进入中国的桥头堡。截至 2023 年 6 月，国内五大行参与设立的外资控股合资理财公司全部落户上海，分别为汇华理财、贝莱德建信理财、施罗德交银理财、高盛工银理财、法巴农银理财。虽然这些合资理财公司的资管规模较小，但随着中国资本市场的持续开放和中国资产质量的提高，其境外母公司的在华资产配置有望加速提高。

表 3-4 上海合资理财公司及其境外母公司 AuM(2022-2023)

合资理财公司	AuM-亿元 (2022 年末)	境外母公司	AuM-万亿美元 (2023 年 6 月)
高盛工银理财	1.5	高盛	2.7
汇华理财	509.7	东方汇理	2.2
贝莱德建信理财	67.4	贝莱德	9.4
施罗德交银理财	180.8	施罗德	0.9
法巴农银理财	/	法国巴黎银行	1.3

数据来源：各资管机构官网

第三，政策资源持续丰富。跨国公司本外币一体化资金池是为便利跨国公司企业跨境资金统筹使用的政策，上海于 2022 年 7 月成为试点。合格境内有限合伙人（QDLP）、合格境外有限合伙人（QFLP）是完善多元化资管机构体系的重要政策。截至 2023 年 6 月，上海已有 59 家 QDLP 和 86 家 QFLP。

私募股权二级市场转让是提升市场流动性、促进配置多元化以及管理风险的重要方式，上海股权托管交易中心成为私募股权基金转让试点，有力拓宽了股权投资和创业投资的退出渠道。为推进绿色金融和可持续发展，气候投融资试点作为政策引导性金融工具，对于促进更多资源配置于气候变化领域具有重要作用，上海浦东新区在 2022 年 8 月成为首批试点。

值得注意的是，由于临近国家经济金融政策中心，总部型资管机构在北京较为集聚，北京建设资管高地的优势明显。

2022 年末，北京的银行资管、保险资管、证券资管、公募基金、私募基金、信托等各类资管机构在管资产总额约为 30 万亿元，居中国首位。在私人银行、券商、基金、信托、保险各资管领域排名前 10 的机构中，有一半总部位于北京。2022 年末，北京前五大资管公司 AuM 为 11.6 万亿元和略高于上海（10.7 万亿元），且国资银行系资管公司 AuM 的同比增速较高，如中银理财（111%）和农银理财（161%），规模也均在千亿元以上，远大于合资理财公司。

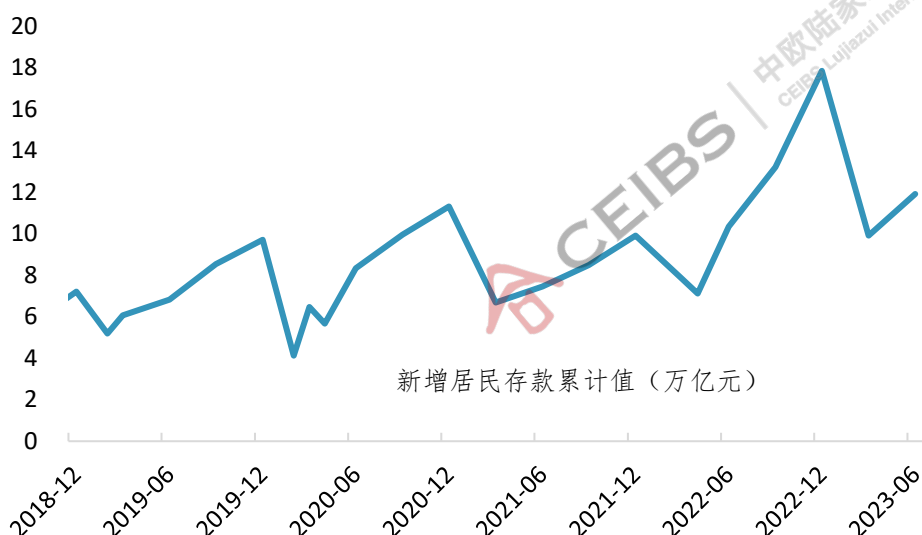
在我国金融市场高水平对外开放的背景下，北京和上海正实行平行、互补的发展战略。从机构层面看，北京正充分利用总部资源，推动中资资管机构做强做大，在海外设立分支机构，致力于成为出口型资产管理中心。上海正吸引领先的外资资管机构，为国内资产管理市场带来先进的投资文化、市场机制、多元产品及风控理念，完善资管行业生态，提升中资资管机构水平，成为均衡型资产管理中心。从监管政策看，北京正积极推进资本项目双向开放的国家金融开放政策，提升中国金融体系的国际竞争力，体现中国金融体系向外的“张力”；上海正进一步优化营商环境，降低市场准入门槛，探索制度型开放，提升金融开放的“引力”。

（二）银行理财净值化转型效果初显

银行业理财登记托管中心发布的《中国银行业理财市场半年报告（2023 年上）》，截至 2023 年 6 月末，银行理财市场存续规模 25.34 万亿元，其中净值型理财产品存续规模 24.31 万亿元，占比为 95.94%，较去年同期增加 0.85 个百分点。理财业务规范化转型成效显著，预计下半年理财规模将加速增长。

第一，中短期内，居民资产配置需求仍将持续增长。2022 年中国新增居民存款 17.8 万亿元，较 2021 年多增长了 7.9 万亿元，形成“超额储蓄”。这些存款大多源于理财产品“破净”后的回流。2023 年 6 月末，新增居民存款 11.9 万亿元，同比多增 1.6 万亿元。

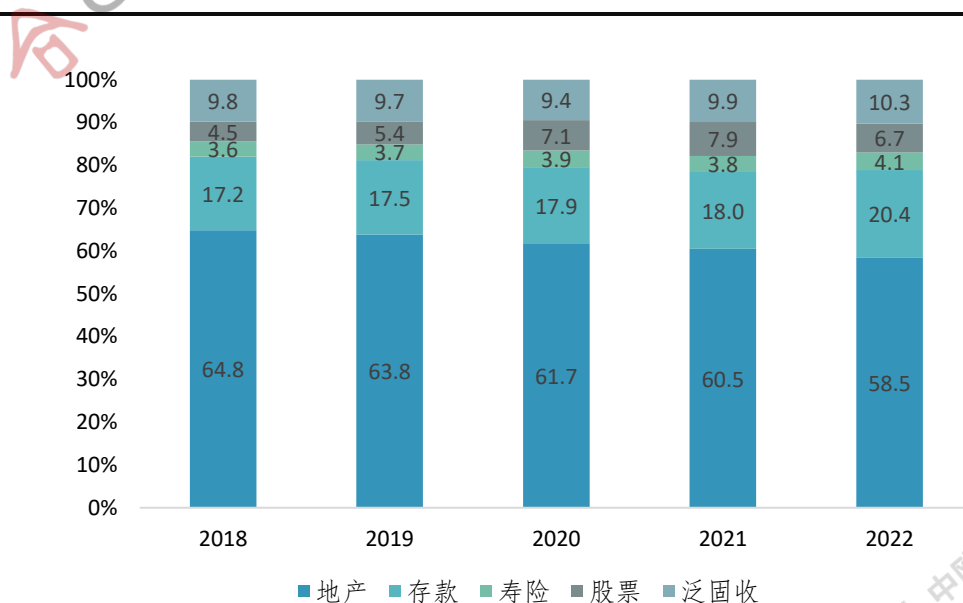
图 3-6 中国新增居民存款（2018-2023）



数据来源：中国人民银行

第二，银行存款利率下行与居民配置结构调整共同为银行理财市场带来增量资金。2023 年以来，通知存款、协定存款、活期存款以及多年期定期存款利率相继下调，存款收益的萎缩提升了银行理财市场的替代效应。与此同时，“房住不炒”背景下居民资产配置结构逐步调整，呈现出从实物资产向金融资产的转化，为银行理财市场带来增量资金。

图 3-7 中国居民资产配置结构（2018-2022）



数据来源：中金公司

第三，金融供给侧结构性改革为银行理财市场带来增量投资标的。股票发行、期货与期权新品种上市实行注册制以来，股票与衍生品等投资标的上市步伐加速，为理财市场带来更多投资选择。此外，新增的跨境理财通、中瑞通、互换通等举措实现多层次资本市场的双向开放，在引入境外资金的同时，大

大丰富了可投资境外资产。

值得注意的是，理财客户风险偏好不足，制约净值化转型下的业务发展。在银行理财市场中，投资者的风险偏好偏弱，刚兑思维增加了市场不稳定性，在净值调整过程中易导致流动性风险。为迎合客户风险偏好，理财市场形成了以固收类产品为主的较为单一的产品结构，束缚震荡行情下市场的抗风险能力和收益增厚机会。

（三）基础设施 REITs 持续扩容

从全球范围看，经济增长放缓已经导致仓储物流的租户减少，仓储物流的增长主要是由电子商务消费增长带动的，类似于消费者信心指数等领先的经济指标也表明，2023 年下半年这些需求仍可能低迷。

但不同的子行业之间仍然存在着重大差异，在沿海和内陆地区之间也有不同的分布。2023 年一季度，上交所公募 REITs 试点范围进一步覆盖到新能源领域——中信建投国家电投新能源 REIT 和中航京能光伏 REIT，底层资产分别为海上风电和光伏发电项目。截至 2023 年 8 月，上交所共有 19 只公募 REITs 上市，市值近 700 亿元，带动投资超过 3200 亿，项目涵盖收费公路、产业园区、污水处理、仓储物流、保障性租赁住房、新能源等多种资产类型，形成了一定规模效应、示范效应。

与其他亚洲资产管理中心的交易所相比，上交所 REITs 的增速呈加速追赶势头。截至 2023 年二季度，东京和新加坡上市的 REITs 数量均为同比负增长，东京 REITs 的市值跌幅接近 10%，香港跌幅接近 20%。而上海不仅数量同比增长了 1.7 倍，市值增幅也高达 70%，具有新兴资管市场的典型特征。

2023 年 3 月，中国发改委、证监会发文¹²，扩容 REITs 发行范围，加快推进 REITs 常态化发行，“支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs；优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs”。中国的公募 REITs 从“小步快跑”开始，将迎来行业快速发展期。

表 3-5 亚洲主要上市 REITs 分布(2022-2023)

		东京	新加坡	上海	香港
REITs 数量	2022Q2	68	43	7	11
	2023Q2	65	42	19	11
	增长率	-4.4%	-2.3%	171.4%	0.0%
REITs 市值 (10 亿美元)	2022Q2	121.5	78.8	5.2	27.2
	2023Q2	109.8	73.7	8.8	22.1
	增长率	-9.6%	-6.5%	69.2%	-18.8%

数据来源：WFE, SGX

¹² 2023 年 3 月 7 日，《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》。

展望

资产管理行业是一个高度集中的行业。2023 年上半年的数据显示，全球前十大资管机构的资管规模已超过全球总规模的 40%。根据普华永道最新的调研报告，超过 70%的资管公司正在考虑与另一家资管公司进行战略整合，以进入新的细分市场并降低风险。在成本和竞争压力下，全球资管规模将更集中于头部公司。

中国需要管理的资产规模庞大，仅次于美国。但中国的资产管理行业还很年轻，银行理财和信托正在经历转型的阵痛。随着个人养老金业务的加速推进，到 2030 年，第二支柱和第三支柱养老金资产预计将增长至 15-21 万亿元人民币，将为全球资产管理公司提供巨大的市场机会；同时，养老金产品的投资品种更大程度的多元化，包括更多地获得海外产品，将有助于中国养老金储蓄者获得稳定、长期的风险调整回报。

2023 年三季度以来，虽然欧美总体通胀正在放缓，但核心通胀仍然居高不下，商品价格在经历短期下降后再度走高；全球股市尤其是美国股市在科技股的热潮下，走出熊市；消费者支出持续增加，市场对美国经济衰退的预测已经转向对美国经济可能出现“软着陆”的预测。但持续加息对世界经济的损伤

不断显现，欧元区和英国的收益率曲线都出现严重倒挂，表明其经济“硬着陆”的可能性仍然较大。此外，在长期利率上升的情况下，银行资产质量将进一步恶化。8月份，穆迪和标普相继下调了若干美国地区银行的评级，美国银行业风险成为未来全球资本市场最大的不确定性之一。注重于长期收益的投资组合能够抵御长期利率上升的风险，这无疑将持续改变资产管理行业整体的策略偏好。

