

全球资管观察（202505 欧洲特刊）

情绪共振下全球国债收益率普涨；欧盟启动“储蓄与投资联盟”建设；主动型 ETF 在欧洲市场发展迅速

资产管理研究小组

孙丹 研究员

经济学博士

电话：021-68882454

邮箱：sdan@ceibs.edu

田伟杰 研究员

金融学博士

电话：021-68882458

邮箱：tweijie@ceibs.edu

陈浩钦 助理研究员

金融学硕士

电话：021-68882449

邮箱：crichard2@ceibs.edu

核心观点

● 大类资产追踪 Major Asset Tracking

• 情绪共振下全球国债收益率普涨

贸易紧张局势缓和提振全球股市，财政隐忧发酵致使日本和美国国债收益率大幅上行，经济增长预期提振能源价格并引发黄金涨势放缓，主权信用评级下调与大规模减税法案引发美元指数下跌，关键技术升级与监管环境改善致加密货币上涨。

● 政策监管透视 Policy and Regulatory Insights

• 欧盟启动“储蓄与投资联盟”建设

欧盟建立“储蓄和投资联盟”（SIU），将储蓄引导到生产性投资中，通过更广泛的投资选择和更高的金融知识水平来增加欧盟公民对资本市场的参与度，从而增加他们的财富并促进欧盟经济。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。

● 行业动态聚焦 Industry Trends Focus

• 中资机构在欧发行 UCITS 基金产品现状

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。此外，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。

● 资产配置前沿 Asset Allocation Frontier

• 主动型 ETF 在欧洲市场的发展

虽然美国的主动型 ETF 在全球的份额高达 92%，欧洲和中东、非洲地区合计只有 4.9%，但欧洲主动型 ETF 发展很快。其中，一系列监管体系改革所带来的影响正帮助主动型 ETF 在欧洲加速发展。此外，“白标”（White-Label）提供商的快速扩张也加快了欧洲 ETF 产品的上市进程，尤其是针对小众主题与主动管理型 ETF。

相关研究

1. 《全球资管观察（202504）关税阴云下比特币与黄金领涨；欧美资管机构普遍看好政府债券；美债异常波动冲击资产价格》
2. 《全球资管观察（202503 两会特刊）中国资产重估效应持续扩散；内地加速推动险资入市；当前科技驱动下的资产重估趋势稳健》

1. 大类资产追踪 Major Asset Tracking

情绪共振下全球国债收益率普涨

股市方面，关税冲击趋弱背景下全球股市普遍回升。5 月至今，恒生科技指数上涨 6.70%，涨幅领先全球主要市场。究其原因，中美经贸高层会谈达成共识后双方关税大幅下降，叠加多部委一揽子金融政策出台支持稳市场稳预期，南向资金大举买入致使恒生科技大幅上涨。全年来看，中国资产重估效应依然延续，北证 50 和恒生指数全年涨幅分别为 32.01% 和 17.65%。

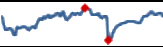
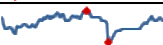
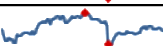
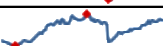
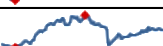
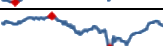
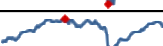
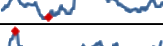
债市方面，关税冲击背景下各国财政隐忧持续发酵，引发多国国债收益率普涨。本月来看，美国和日本 10 年期国债收益率涨幅最大，分别上涨 34bp 和 24bp。其中，美国主要受主权信用评级下调、大规模减税法案(The One Big Beautiful Bill)引发市场对美国财政赤字进一步扩大及巨额债务脆弱性的担忧，全球抛售潮致使美国国债价格大幅下跌。同时，日本则主要受首相对财政状况的担忧、通胀与加息压力上升等因素影响，致使国债拍卖预冷，需求不足致使日本国债价格大幅走弱。

大宗商品方面，能源板块领涨，贵金属涨势放缓。对于能源板块，本月 TTF 天然气价格上涨 12.79%，主要原因包括：一是关税战降温，贸易局势缓和提升增长预期和能源需求；二是地缘政治风险，中东局势紧张通过航运价格推升能源成本；三是季节性需求，北半球进入夏季推升用电需求及能源价格；四是库存偏低，荷兰天然气库存远低于最大申报库存量，引发供给不足担忧。此外，贵金属价格涨势放缓，主因贸易紧张局势降温一定程度上降低避险需求，金价上涨的支撑因素弱化。

汇率方面，美元贬值与人民币升值并存。一方面，受中美贸易紧张局势缓和与金融政策刺激等利好因素影响，人民币呈现升值趋势，在岸价和离岸价分别升值 1.01% 和 1.33%。另一方面，受主权信用评级下调、大规模减税法案对美债形成利空等因素影响，美元指数跌破 100。

数字资产方面，本月以太坊和比特币分别上涨 40.25% 和 14.10%，主要受关键技术升级、监管环境改善以及贸易局势缓和等因素支撑。

表 1 全球大类资产表现

资产大类	资产子类	标的资产	现价	本月涨跌	本年涨跌	全年走势
权益	A股	上证指数	3348.37	2.11%	-0.10%	
		深证成指	10132.41	2.35%	-2.71%	
		北证50	1370.04	2.92%	32.01%	
		沪深300	3882.27	2.96%	-1.34%	
		中证500	5653.04	0.38%	-1.27%	
	港股	恒生指数	23601.26	6.70%	17.65%	
		恒生科技指数	5246.87	3.13%	17.43%	
	美股及其他	标普500	5802.82	4.20%	-1.34%	
		日经225	37160.47	3.09%	-6.85%	
		欧元区斯托克50	5326.31	3.22%	8.79%	
		德国DAX	23629.58	5.03%	18.69%	
		法国CAC40	7734.4	1.85%	4.79%	
		英国富时100	8717.97	2.63%	6.67%	
固收	中国国债收益率	中国1年期	1.45	-0.23%	33.26%	
		中国10年期	1.71	4.40%	2.10%	
	海外国债收益率	美国10年期	4.51	8.15%	-1.53%	
		日本10年期	1.57	18.27%	41.71%	
		德国10年期	2.62	6.50%	9.62%	
		法国10年期	3.27	3.29%	2.35%	
		英国10年期	4.76	7.97%	5.34%	
商品	能源	布伦特原油	64.78	2.63%	-13.21%	
		WTI原油	61.53	5.70%	-14.21%	
		TTF天然气	36.45	12.79%	-25.44%	
	贵金属	COMEX黄金	3365.80	1.41%	27.44%	
		伦敦金现	3357.52	2.11%	27.95%	
	有色	LME铜	9565.00	3.90%	8.43%	
		LME铝	2447.00	0.70%	-3.66%	
外汇	货币对	美元兑人民币（在岸）	7.1895	-1.01%	-1.50%	
		美元兑人民币（离岸）	7.1722	-1.33%	-2.25%	
		欧元兑人民币	8.14010	-1.41%	7.01%	
	指数	美元指数	99.1231	-0.52%	-8.63%	
其他	数字资产	比特币兑美元	107452.7	14.10%	14.79%	
		以太坊兑美元	2515.49	40.25%	-24.63%	

注：截至北京时间 5 月 25 日

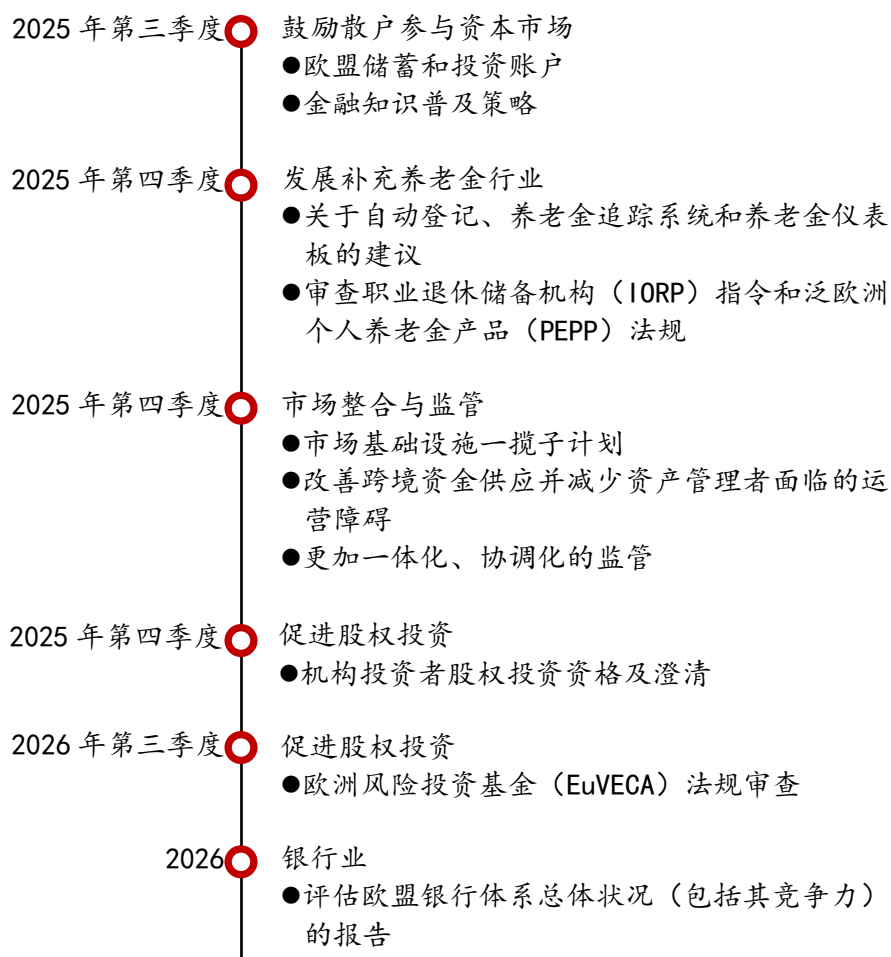
资料来源：Wind

2. 政策监管透视 Policy and Regulatory Insights

欧盟启动“储蓄与投资联盟”建设

随着近年来地缘政治冲突与贸易保护主义，全球经济增长放缓，欧盟面临严重的储蓄和投资错配问题，投资吸引力下降，可持续金融的潜力释放有限，数字创新不足¹，CMU 进展几乎停滞。为此，欧盟决定加快改革步伐，建立“储蓄和投资联盟”（SIU），将储蓄引导到生产性投资中，通过更广泛的投资选择和更高的金融知识水平来增加欧盟公民对资本市场的参与度，从而增加他们的财富并促进欧盟经济。

图 1 实施 SIU 的主要步骤（2025-2026）



资料来源：EFAMA

¹ <https://www.efama.org/newsroom/news/unlocking-private-investment-fund-europe-s-triple-transitions>

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》²，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。

3. 行业动态聚焦 Industry Trends Focus

中资机构在欧发行 UCITS 基金产品现状

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。

² <https://www.efama.org/newsroom/news/investment-management-industry-makes-number-key-recommendations-savings-and>
请仔细阅读本报告末页声明

表 2 我国在欧洲发行的主要 UCITS 基金情况

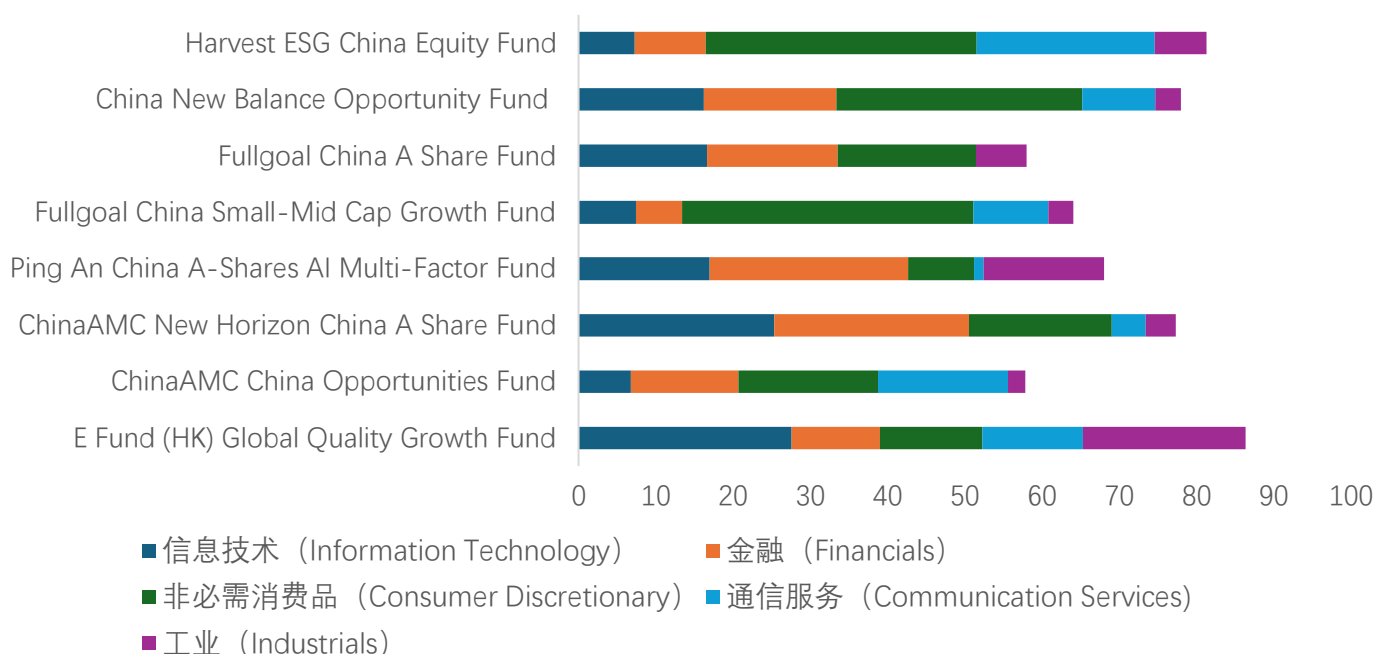
注册地	发行机构名称	首发日期	基金名称	基金规模 (万美元)	截至日期
卢森堡	华夏基金 (香港)	2010/10/11	ChinaAMC China Opportunities Fund	1099	2025/3/31
		2011/4/1	ChinaAMC China Growth Fund	235	
		2014/11/28	ChinaAMC New Horizon China A Share Fund	510	
	中国平安资产管理 (香港)	2019/11/14	Ping An of China Asset Management Fund - China A-Shares AI Multi-Factor 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

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。

图 2 主要中资 UCITS 基金的投资行业结构 (202503)



资料来源：各资管机构

中资机构在欧洲发行 UCITS 基金较少的原因主要有五个。

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。

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，例如工银资管 2014 年在欧洲发行了首支 RQFII 债券 UCITS 基金。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。

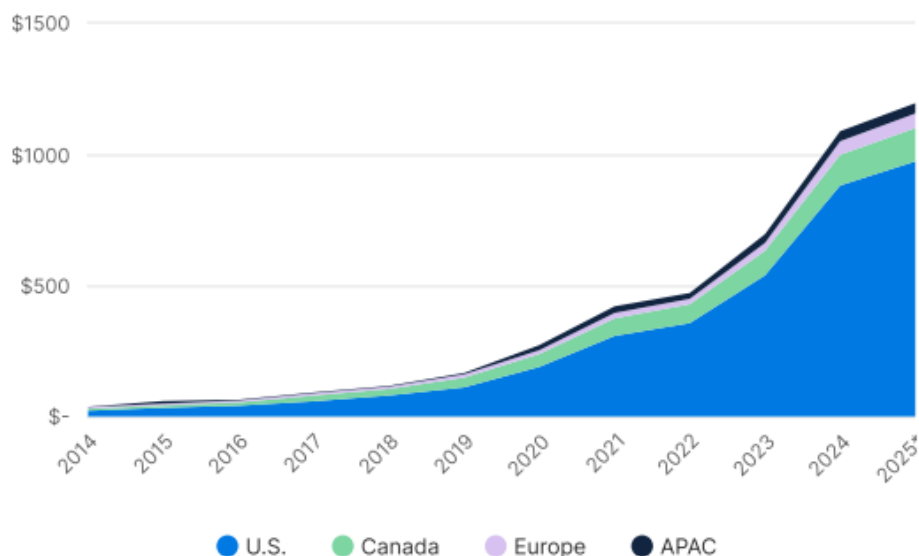
五是欧洲投资者的信任不足与地缘政治因素。欧洲投资者对中国市场的公司治理和透明度一直存在疑虑，加上近年来中美贸易摩擦的影响，欧洲投资者对中国资产的投资收益信心降低，进一步加大了中资机构的产品销售难度。

4. 资产配置前沿 Asset Allocation Frontier

主动型 ETF 在欧洲市场的发展

随着 ETF 策略日益多元化，ETF 已不仅仅是追踪指数的被动产品，而是重新定位为获取超额收益的主动投资工具，主动型 ETF 当前已成为各大资管机构竞争的新领域。截至今年 5 月 16 日，全球主动型 ETF 的资管规模已达 1.28 万亿美元，在所有 ETF 管理规模中占比接近 30%；在今年新上市的 ETF 中，主动型 ETF 已占到 60% 以上。

图 3 全球主动型 ETF 管理规模 (2014-2025)



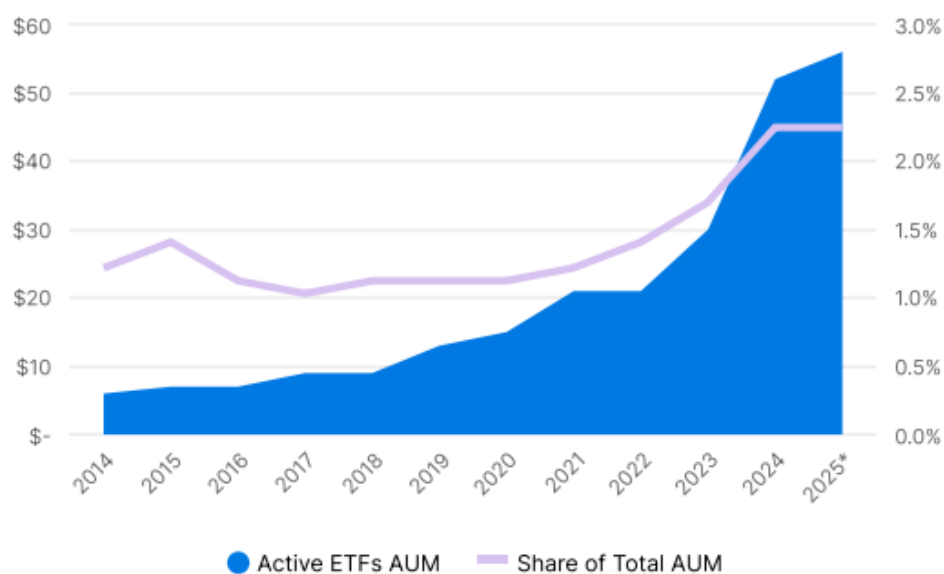
单位：十亿美元

资料来源：Etfcentral³

虽然美国的主动型 ETF 在全球的份额高达 92%，欧洲和中东、非洲地区合计只有 4.9%，但欧洲主动型 ETF 发展很快。从规模上看，截至今年 2 月，其管理资产规模为 560 亿美元，占欧洲所有 ETF 管理资产规模的 2.3%，是 2019 年的 2 倍。从数量上看，今年 2 月为 330 只，占欧洲所有上市 ETF 的 7.2%，是 2019 年的 3 倍。虽然这一比例不高，但在今年欧洲新上市的 ETF 中，主动型占比已达到 40%。从结构上看，权益类的主动型 ETF 高达 70% 以上，高于全球水平 10 个百分点，固收类则低于全球水平近 10 个百分点，仅 23%。

³ https://www.etfcentral.com/global-etf-survey/2025?utm_source=etfcentral&utm_medium=display&utm_campaign=survey2025

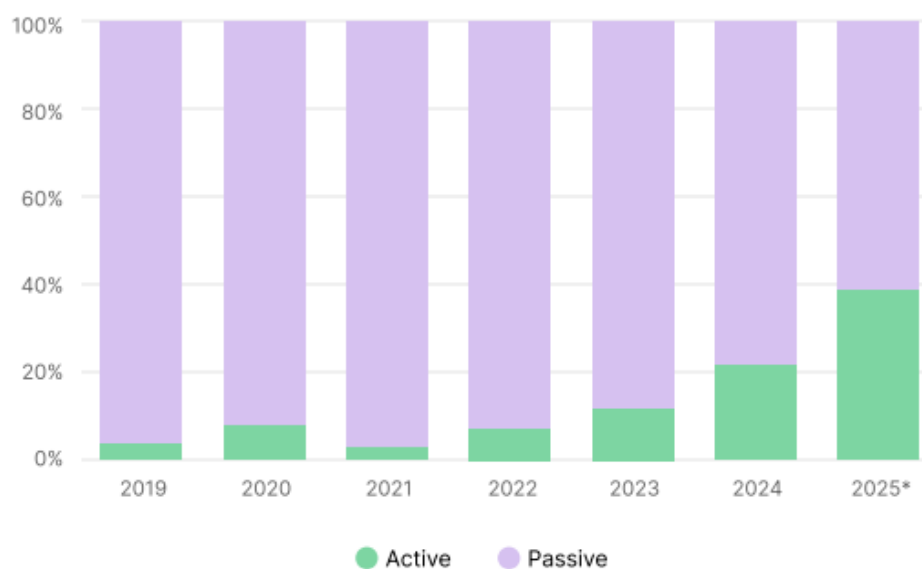
图 4 欧洲主动型 ETF 的资产规模 (2014-2025)



单位：十亿美元

资料来源：Etfcentral

图 5 欧洲上市的 ETF 数量 (2019-2025)



资料来源：Etfcentral

表 3 欧洲主动型 ETF 类别及管理规模 (202505)

分类	欧洲 AuM-万亿美元	占比
权益	44,950	71.3%
固收	14,750	23.4%
商品	339	0.5%
其他	2,961	4.7%
合计	63,001	100%

资料来源: Etfcentral⁴

主动型 ETF 在欧洲加速发展主要受到一系列监管改革的驱动。

在欧盟层面, 欧洲证券管理局 ESMA 正在推进由统一的供应商提供行情整合, 预计 2025 年底完成; 并计划到 2027 年实现 T+1 结算, 以提高流动性和效率⁵。新的 ESG 标签规则也较好地遏制了“洗绿”的问题, 提高了 ETF 市场的可信度。

具体到国别。2024 年 4 月, 英国通过金融行为监管局 (FCA) 的“海外基金制度”重新开放了对欧盟注册 ETF 的市场准入, 同时确定了《可持续披露要求》(SDR)。2023 年 10 月, 爱尔兰批准了“UCITS ETF”份额类别标签 (ETF Share Classes), 这使得资产管理机构可以在不重建基金结构的前提下, 将现有的共同基金直接转换为 ETF。此外, 爱尔兰还放宽了 ETF 对 CLO (担保贷款债券) 的投资比例限制, 推动了信用领域的创新。卢森堡一方面取消了主动型 ETF 的认购税, 另一方面批准了可按月披露的半透明 ETF 产品, 从而落实 ETF 与共同基金之间的完整转换机制, 进一步提升了产品架构的灵活性。

这一系列监管改革推动了 ETF 产品的加速推出, 同时也不断吸引全球资管机构进入欧洲 ETF 市场。摩根大通 (JPMorgan) 作为欧洲最大的主动型 ETF 发行商也持续扩大其 ESG ETF 与量化 ETF 的产品线。Fair Oaks Capital 与 Janus Henderson 推出了欧洲首批 CLO ETF 产品。

⁴ <https://www.etfcentral.com/global-etf-survey/2025/industry-data/focus-on-active-etfs>

⁵ <https://www.euroclear.com/en.html>。之前, 根据 EFAMA 的说法, T+2 可能是非欧盟投资者在各个时区持有的 UCITS 的最佳结算周期, 因为较短的结算周期会增加错误, 阻碍基金管理流程, 并使每日资产净值 (NAV) 计算变得困难, 参见 <https://www.euroclear.com/newsandinsights/en/Format/Articles/the-challenges-of-t1-for-etfs.html>

请仔细阅读本报告末页声明

表 4 欧洲市场前 20 大主动型 ETF 发行商规模及份额

在欧主动型 ETF 发行商	管理规模-百万美元		欧洲市场份额
	20250516	20241231	20241231
摩根大通 J.P. Morgan Asset Management	35,262	30,957	59.50%
富达 Fidelity	6,399	5,998	11.50%
品浩 PIMCO	4,518	4,280	8.20%
安硕（贝莱德）iShares	2,444	604	1.20%
法国巴黎银行 BNP Paribas Easy	2,202	905	1.70%
先锋 Vanguard	1,740	1,402	2.70%
景顺 Invesco	1,518	1,114	2.10%
安盛 AXA Investment Managers	1,450	1,344	2.60%
汇丰 HSBC	1,403	1,311	2.50%
富兰克林邓普敦 Franklin Templeton	1,176	986	1.90%
德银资管 Xtrackers by DWS	765	638	1.20%
东方汇理 Amundi	708	489	0.90%
阿万蒂斯投资 Avantis Investors	632	386	0.70%
菲南斯资管（土耳其）Finans Asset Management	339	272	0.50%
欧西安（法）Ossiam	305	229	0.40%
罗贝可 Robeco	266	46	0.10%
投资连结 Investlinx ETF	242	233	0.40%
第一信托 First Trust	222	146	0.30%
骏利亨德森投资 Janus Henderson Tabula	208	22	0.00%
锐途全球 Reitway Global	206	211	0.40%
前 20 合计	62,003	51,572	99.20%
欧洲合计	63,027	51,991	100.00%

资料来源：Etfcentral

此外，“白标”（White-Label）提供商⁶的快速扩张也在加快欧洲 ETF 产品的上市进程，尤其是针对小众主题与主动管理型 ETF。传统 ETF 发行需取得美国证监会 SEC 和欧洲 UCITS 法规的豁免资格，通常耗时 1 - 2 年，成本约 75 - 125 万美元，另有与做市商、授权参与人、保管行、托管行等多方的复杂谈判与合同安排。而白标 ETF 提供商为“ETF - Preneur”（ETF 创企）在 3 个月内以 1/10 的价格提供完整的 ETF 发行架构和服务，大幅降低了发行门槛，推动更多新创资产管理团队或家族办公室参与 ETF 市场。

⁶ 白标 ETF 是一种投资基金，允许第三方（通常是金融机构、资产管理公司或金融科技公司）创建自己的品牌 ETF，而无需从头开始构建基础设施或监管框架。白标 ETF 提供商处理法律、运营和合规方面，使公司能够专注于以其品牌名称进行营销和管理投资策略。

请仔细阅读本报告末页声明

表 5 全球前五大白标 ETF 提供商有 3 家位于欧洲

排名	供应商	总部	优势
1	HANetf	爱尔兰	主题 ETF，全面的服务，良好的业绩记录，以客户为中心，欧洲市场领导者
2	Leverage Shares	英国	杠杆和反向 ETP、创新产品开发、良好的业绩记录
3	Exchange Traded Concepts	美国	尖端技术、定制解决方案、广泛的服务、创新、以客户为中心
4	Tidal ETF Services	美国	全面的 ETF 生命周期支持、分销和营销专业知识、强大的做市商关系
5	Waystone	爱尔兰	机构治理、风险管理、监管合规、稳健的治理框架

资料来源: whitelabelwonder

《全球资管观察》简介

《全球资管观察》系中欧陆家嘴国际金融研究院推出的资管领域月度研究产品，旨在为读者提供关于全球资产管理行业相关的最新动态、数据及解读。本刊由中欧陆家嘴国际金融研究院副院长刘功润统筹，研究员孙丹、田伟杰及助理研究员陈浩钦执笔。

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 4 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。

免责声明

文中所涉信息及观点不代表投资建议，仅供行业研究参考。欢迎非商业转载，敬请注明出处。