固定收益专题

变则通、通则久——低利率时代资管机构之欧洲公募篇

在 2008 年金融危机、2012 年欧债危机等事件的接连冲击下，欧元区逐步进入低利率乃至零利率时期。以欧元区 10 年期公债利率作为观测对象，欧元区的低利率时期大致走过 2012 年-2015 年的利率快速下行期、2016 年-2018 年平台期和 2019 年-2021 年利率冲击至零附近。

整体来看，欧洲 UCITS 投资基金在低利率环境下对债基规模保持了稳定，并未出现类似日本的剧烈收缩，资产的配置先增后减，对权益资产的配置占比大幅提升，货基占比整体呈现下降趋势。欧洲债基规模基本上保持稳定，只有个别年份小幅负增长，整体规模从 2012 年的 1.8 万亿欧元增长至 2024 年的 3.6 万亿欧元，实现了翻番。其中 2018、2022 年等少数年份规模有过收缩，大部分时间规模保持了稳定增长。

研究欧洲低利率阶段各类基金的资产配置行为，总结出以下特点和启示：

一、利率快速下行时增配曲线中段期限债券，享受债牛收益同时控制风险，利率降至低位且持续较久后，拉长久期增厚收益。2013 年利率下行初期，债基资产配置中 1-3 年和 3-10 年期债券占比分别较上年增长 2 和 1 个百分点至 23%和 53%，随后超长端明显增配，10 年以上超长期债券占比从 2013 年 17%增长至 2020 年的 25%。相对而言，货基在低利率时期更为注重流动性，减持 1 年以上资产，增持较短期限资产。

二、趋势性降低费率，指数型基金占比持续扩大。随着低利率时期指数型基金费率优势凸显，欧洲基金中 ETF 和其他指数型基金占比从 2013 年 11%增长至 2023 年 25%。

三、通过增配衍生品来寻求另类策略下的收益增厚。在低利率时期，政府债和信用债配置比例均小幅降低，而衍生品和资产证券化产品配置比例有小幅增长，表明债券配置方面通过证券化来边际信用下沉，同时通过衍生品对冲风险和增加收益。欧洲债基资产配置中衍生品占比从 2012 年的 5%提升至 2021 年的 12%，反映出在低收益环境下，基金扩大另类策略规模，通过增配衍生品来寻求风险对冲和增加收益。

四、通过增配海外资产配置平衡国内的低利率。欧洲债券型和货币型基金本身资产配置已较为国际化，2012 年债基和货基欧洲以外资产配置比例已分别达 39%和 50%，低利率时期债基海外配置 2021 年达到高点 48%；货基海外配置 2019 年达到高点 63%。

五、权益相对表现强劲，债券型基金占比前期稳定，利率开始上升后占比回落。区别于日本低利率时期股市腰斩且恢复时间较长，欧洲的低利率时期股市回落幅度有限且恢复较快，股市整体仍处于上行通道，因而欧洲基金在低利率时期可以通过大幅增加权益配置来增厚收益。欧洲 UCITS 权益型基金占比由 2012 年的 34%增长至 2021 年的 45%，而债券型基金占比先平稳后下降，体现出利率过低，或者利率上升期，资金流向收益更高的权益型基金。

风险提示：对欧洲历史数据的理解存在偏差；对欧洲历史的梳理存在疏漏；中欧经济环境差异可能导致可借鉴性降低。

作者

分析师 杨业伟
执业证书编号：S0680520050001
邮箱：yangyewei@gszq.com
研究助理 梁坤
执业证书编号：S0680123090006
邮箱：liangkun@gszq.com

相关研究

1、《固定收益定期：把握债市修复行情》 2025-07-27
2、《固定收益点评：财政靠前发力，关注增量政策——6 月财政数据点评》 2025-07-27
3、《固定收益点评：供给减少，基金如何调整转债仓位——25Q2 基金转债持仓分析》 2025-07-27

内容目录

1. 欧洲低利率时期复盘 3
2. 欧洲投资基金资产配置演变 6
2.1 投资基金的结构演变 6
2.2 债券型基金资产配置变化 9
2.3 货币型基金资产配置变化 11
3. 欧洲 UCITS 基金的费率优化 14
4. 欧洲基金在低利率时期资产配置的启示 16
风险提示 17

图表目录

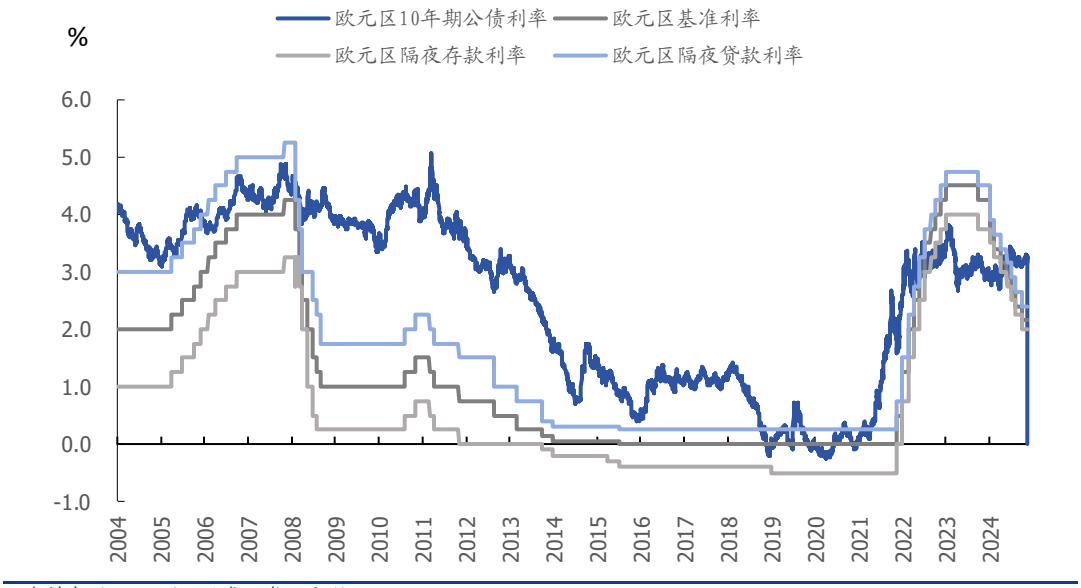
图表 1: 2004 年以来欧元区部分利率走势 3
图表 2: 欧洲央行部分货币政策梳理 4
图表 3: PIIGS 五国与德国 10 年期国债收益率 4
图表 4: 欧元区 GDP 同比与 10 年期公债利率 5
图表 5: 欧元区失业率与 10 年期公债利率 5
图表 6: 欧元区通胀情况与 10 年期公债利率 5
图表 7: 欧洲投资基金净资产规模与增速 6
图表 8: 欧洲投资基金净流入 6
图表 9: 欧洲各类 UCITS 基金净资产规模 7
图表 10: 欧洲各类 UCITS 基金持仓占比变化 7
图表 11: 欧元区 10 年国债收益率和欧洲债券型基金占比 7
图表 12: 法兰克福 DAX 指数和欧洲权益型基金占比 7
图表 13: 欧洲各类 UCITS 基金净流入 8
图表 14: 欧洲各类 AIFs 基金净资产规模 8
图表 15: 欧洲各类 AIFs 基金持仓结构变化 8
图表 16: 欧洲各类 AIFs 基金净流入 9
图表 17: 欧洲债券型 UCITS 净流入与欧元区 10 年期公债利率 9
图表 18: 欧洲央行 2015 年以来资产购买计划 9
图表 19: 欧洲债券型 UCITS 资产配置按类型划分 10
图表 20: 欧洲债券型基金资产配置按久期划分 11
图表 21: 欧洲债券型基金资产配置按区域划分 11
图表 22: 欧洲货币型 UCITS 规模 12
图表 23: 欧洲货币型 UCITS 金额流入和 3 个月银行间利率 12
图表 24: 欧洲货币市场基金资产配置按货币划分 12
图表 25: 欧洲货币市场基金资产配置按久期划分 13
图表 26: 欧洲各类 UCITS 基金费率 14
图表 27: 欧洲 UCITS 基金低费率占比（最低四分位数的资产占比） 14
图表 28: 欧洲 UCITS 中主动管理型和指数型的权益和固收类基金费率 15
图表 29: 欧洲 UCITS 基金资产配置按管理方式 15
图表 30: 欧元区债券利率和欧洲股指走势 16

我国近年利率水平持续下行，低利率环境下资管行业的应对方式成为市场关注热点。此前我们曾发布日本债市复盘以及日本公募、日本保险以及美国基金在低利率时期应对经验的系列报告，我们将继续对国际相关经验进行研究，本篇为欧洲基金篇，主要聚焦欧洲各类基金在利率下行及低利率时期的应对策略。

1. 欧洲低利率时期复盘

在 2008 年金融危机、2012 年欧债危机等事件的接连冲击下，欧元区逐步进入低利率乃至零利率时期，直至 2022 年。以欧元区 10 年期公债利率作为观测对象，欧元区的低利率时期大致可以划分为 3 个阶段:

图表1：2004 年以来欧元区部分利率走势



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1）2012 年-2015 年：利率快速下行

自 2009 年末欧债危机爆发，因希腊新政府于当年 10 月承认赤字造假，导致市场对希腊及高负债欧元区国家的信心动摇，资金外流，风险溢价上升。2010-2011 年间，危机蔓延至爱尔兰、葡萄牙、西班牙、意大利等国，2011 年外围国家与德国国债收益率差（利差）出现历史性高点，如意大利、西班牙 10 年期国债利差显著飙升，希腊利差一度突破 25%，市场恐慌与对基本面的质疑充分反映在定价中。

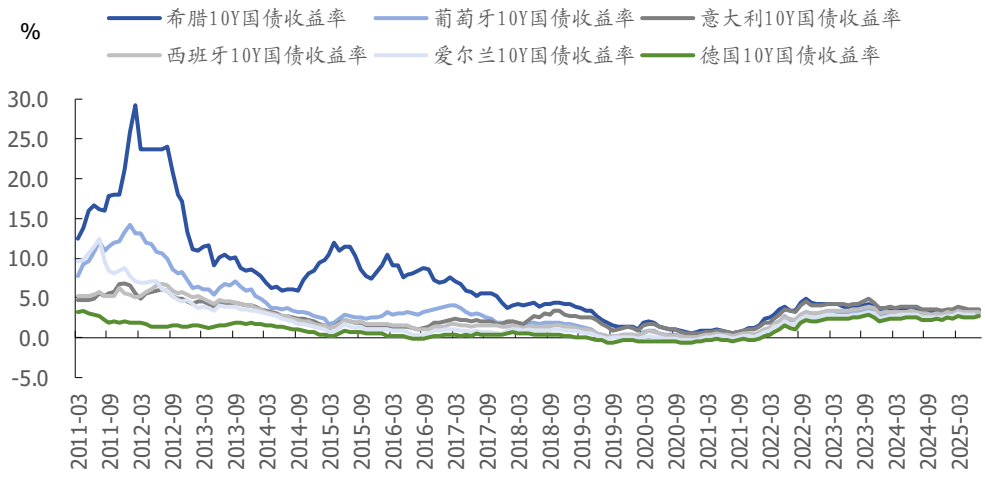
自 2012 年下半年起，欧债危机的不确定性与恐慌逐步缓解。源于欧洲央行提出“只要所需不惜一切代价维护欧元稳定（whatever it takes）”，显著提振市场信心，加之欧洲中央银行（ECB）出台了旨在降低债券收益率的政策，包括证券市场计划（SMP）、长期再融资操作（LTRO）等。市场利差自 2012 年底至 2015 年快速收窄，利率持续下行，恐慌消退，债务违约担忧降低。利差回落，市场进入“修复期”。

图表2：欧洲央行部分货币政策梳理

政策	推行时间	内容
长期再融资操作（LTRO，Longer-Term Refinancing Operations）	3 年期 LTRO 推行于在 2011 年 12 月	ECB 向欧元区银行发放期限较长的低成本贷款，以缓解流动性短缺、维持金融体系稳定。
证券市场计划（SMP，Securities Markets Programme）	2010 年 5 月至 2012 年 9 月	ECB 于 2010 年 5 月推出的临时措施，允许在二级市场直接购买欧元区成员国政府及私人债券，目标是恢复受危机影响国家主权债券市场的深度和流动性、修复货币政策传导机制。
资产购买计划（APP，Asset Purchase Programme）	APP 分为数个子项目，主阶段自 2014 年 10 月起，陆续包含第三轮担保债券购买计划（CBPP3，2014 年 10 月）、资产支持证券购买计划（ABSPP，2014 年 11 月）、公共部门购债计划（PSPP，2015 年 3 月）、公司债券购债计划（CSPP，2016 年 6 月）	APP 是 ECB 大规模量化宽松（QE）政策的主要体现，分为四类子项目：公共部门购债计划（PSPP）、公司债券购债计划（CSPP）、资产支持证券购债计划（ABSPP）、有担保债券购买计划（CBPP3）。

资料来源：ECB，国盛证券研究所

图表3：PIIGS 五国与德国 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2）2016 年-2018 年：平台期

进入 2016 年，欧洲央行进一步下调政策利率并将存款利率进一步于 3 月中下调至-4%。10 年期公债收益率在约 1%附近呈现窄幅震荡。这一阶段利率水平受抑制，债券市场波动收窄，长期低利率成为金融环境的重要特征。

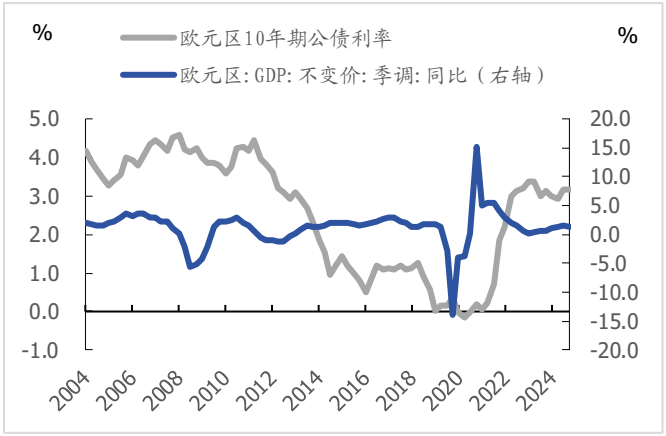
3）2019 年-2021 年：利率冲击至零附近

2019 年以后，伴随全球重大卫生事件的突发冲击，欧元区经济遭遇严重下行压力。这一时期欧元区 GDP 同比出现剧烈下滑。2020 年，受疫情影响，欧元区经济活动骤减，多国实施封锁措施，工业产出和服务业均遭受重创，2020 年第二季度 GDP 增速一度跌至历史低点，失业率小幅上升。与此同时，通胀压力持续走低。欧元区整体通胀多月处于零附近甚至陷入负值，表现出显著通缩风险。这迫使欧洲央行不断加码宽松政策，但低通胀与低增长成为货币政策刺激效果有限的主要制约因素。

宽松政策进一步刺激欧元区利率下跌。为防止金融体系动荡和实体经济进一步下滑，欧洲央行（ECB）2019 年 9 月将隔夜存款利率下调至-0.5%，并重启和扩大资产购买计划，2020 年 3 月推出紧急抗疫购债计划（PEPP）。这一系列措施推动欧元区 10 年期公债收益率加速下跌，2020-2021 年间多次跌入负值区间，在 0%上下震荡。

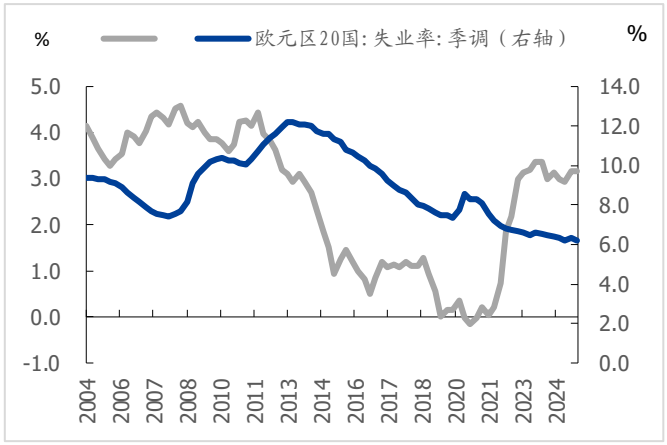
总体来看，2019-2021 年期间，欧元区面临低利率、低通胀和经济负增长并存的复杂局面，极度宽松的货币环境虽稳定金融系统，却未能显著带动经济和通胀的全面回升。

图表4：欧元区 GDP 同比与 10 年期公债利率



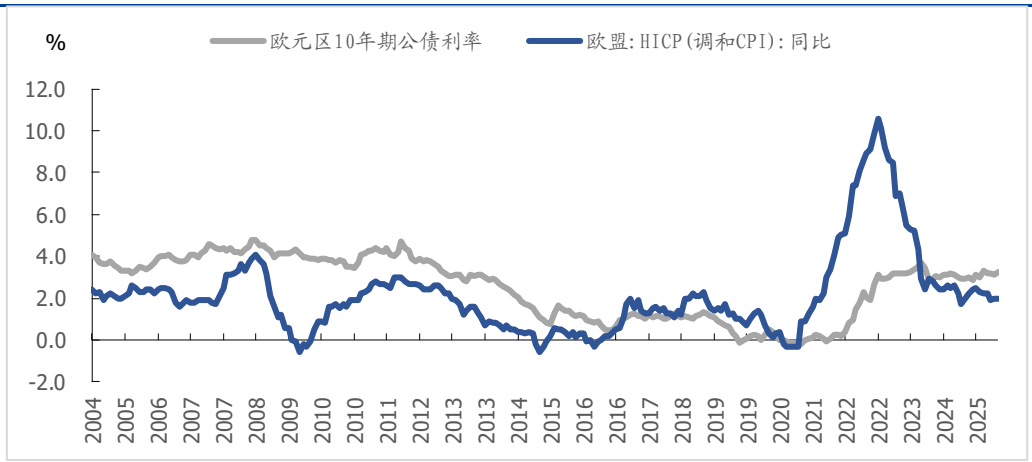
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：欧元区失业率与 10 年期公债利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：欧元区通胀情况与 10 年期公债利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

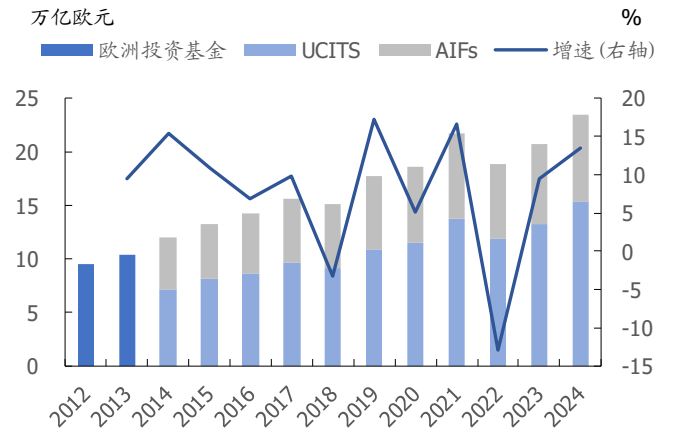
2. 欧洲投资基金资产配置演变

欧洲投资基金统一归属在欧盟委员会制定的框架下，具体分为可转让证券集体投资计划（UCITS）和另类投资基金（AIFs）两类，为不同类型投资者提供多样化的资产配置选择。UCITS 基金遵循欧盟严格制定的监管框架，具有高流动性、风险分散和透明度高等特点，主要投资于流动性强的公开市场资产，如股票、债券和货币市场工具，因其安全性和标准化，被广泛认为适合散户投资者。此外，UCITS 具备“护照”机制，一经成员国注册即可在整个欧洲经济区范围内销售。与之相对，AIFs 涵盖所有不符合 UCITS 要求的集合投资基金，包括对冲基金、私募股权基金、房地产基金等，其投资范围更为广泛灵活，能够涉猎非上市股权、不动产、大宗商品等另类资产，通常面向机构投资者或高净值客户。虽然监管较为灵活，但 AIFs 依然受到 AIFM 指令的约束，需履行合规、风险管理和信息披露等义务。两类基金共同构建起欧盟多层次、高包容的投资基金生态，满足从保守到激进、从散户到机构的多样化理财需求。

2012 年以来欧洲投资基金规模整体持续高速增长，仅 2018 年和 2022 年规模发生下滑。UCITS 基金和 AIFs 基金的净资产变动通常反映出股票与债券市场的整体走势。2022 年俄乌冲突和利率快速上升导致经济增长放缓，基金出现大量净流出，从而导致欧洲投资基金净资产 2022 年下跌 13%。

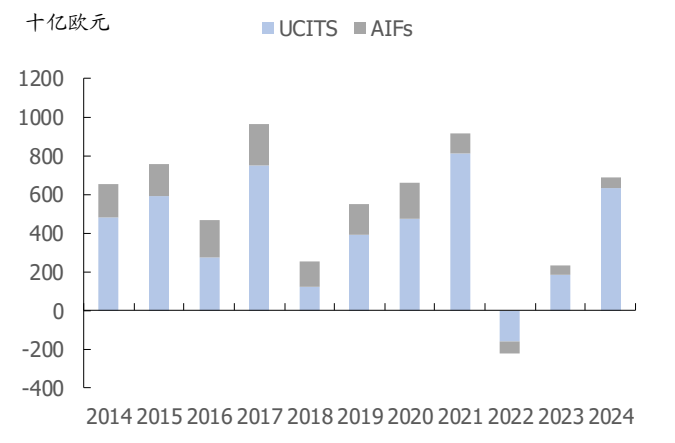
近十年欧洲基金的净销售额反映 UCITS 对市场冲击的高度敏感性，AIFs 则展现出更强的抗波动特性，两者差异凸显了不同风险偏好资金在欧洲资本市场中的配置逻辑。整体来看，UCITS 始终占据市场主导地位，但波动剧烈：2017 年净销售额飙升至 7,460 亿欧元峰值，却在 2022 年因俄乌冲突等因素出现负净销售额-1,610 亿欧元，2024 年虽回升至 6,300 亿欧元，但仍未恢复至 2021 年 8,130 亿欧元的高位。相比之下，AIFs 规模较小但走势平稳，长期维持在 500-2,200 亿欧元区间，仅在 2022 年出现-600 亿欧元的显著流出。

图表7：欧洲投资基金净资产规模与增速



资料来源：EFAMA，国盛证券研究所

图表8：欧洲投资基金净流入



资料来源：EFAMA，国盛证券研究所

2.1 投资基金的结构演变

整体来看，欧洲 UCITS 投资基金在低利率环境下对债券资产的配置先增后减，对权益资产的配置占比大幅提升。

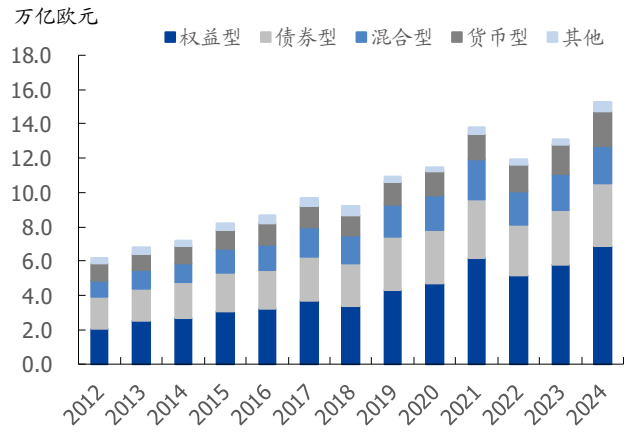
2012-2015 年低利率初期，债市成为“避风港”，股市尚未完全恢复信心。在 2012-2015 年的利率快速下行期，欧债危机持续发酵，债券型基金占比稳定在 27%-29%的高位；权益型基金虽有小幅增长但仍受制于经济低迷。

2016-2018 年的利率平台期呈现出股债均衡配置的特征，债市波动收窄，股市温和复苏，货基资金流入股市和债市。利率降低环境下，货基占比有所下降，资金流向权益型与债券型增厚收益，混合型基金占比也有所提升，投资者也通过多元策略应对收益压力。

2019-2021 年的零利率/负利率阶段，极端宽松下，“追逐收益”成为主线，权益资产成为配置核心，债基占比下降。权益型基金逐渐增长，占比从 39%跃升至 45%，经济复苏预期和流动性宽松推动资金涌入股市；而债券型基金占比则因负收益率削弱吸引力下滑至 25%；货币型由于收益率倒挂使其失去竞争力，占比同样小幅下滑至 11%。

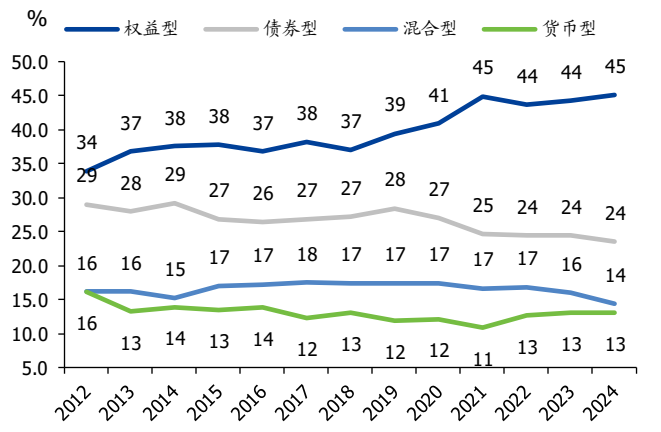
2022 年后的调整期，俄乌冲突引发通胀与流动性担忧，欧央行启动加息但 2024 年转向降息预期。权益型基金占比维持高位但增长放缓，债券型基金在 2024 年降息预期下出现资金回流迹象，净销售额显著增长到 2,750 亿欧元，货币型基金因收益率曲线倒挂重获投资者青睐。

图表9：欧洲各类 UCITS 基金净资产规模



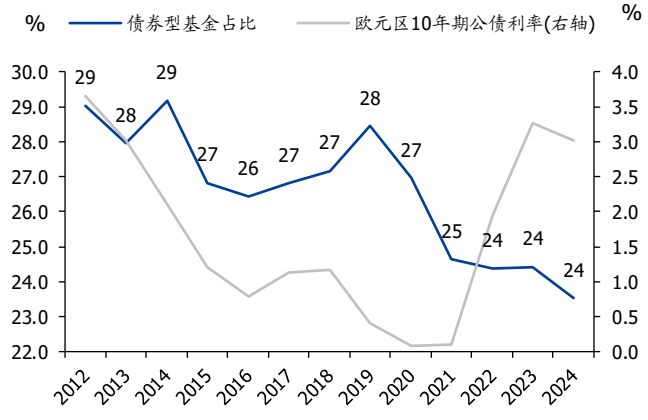
资料来源：EFAMA，国盛证券研究所

图表10：欧洲各类 UCITS 基金持仓占比变化



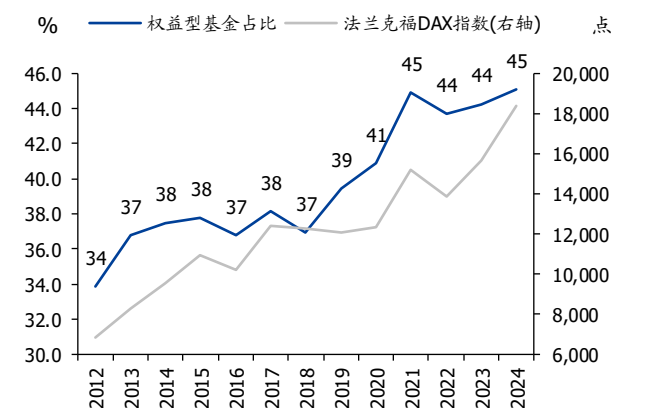
资料来源：EFAMA，国盛证券研究所

图表11：欧元区 10 年国债收益率和欧洲债券型基金占比



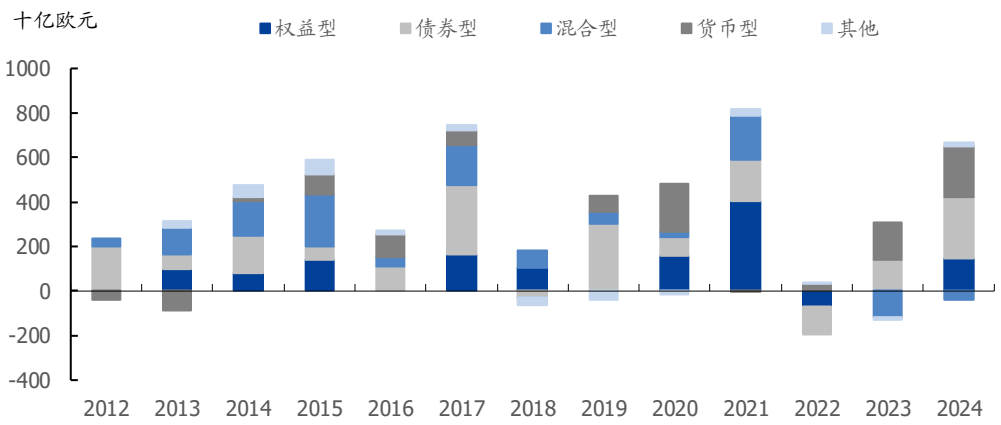
资料来源：EFAMA，Wind，国盛证券研究所

图表12：法兰克福 DAX 指数和欧洲权益型基金占比



资料来源：EFAMA，Wind，国盛证券研究所

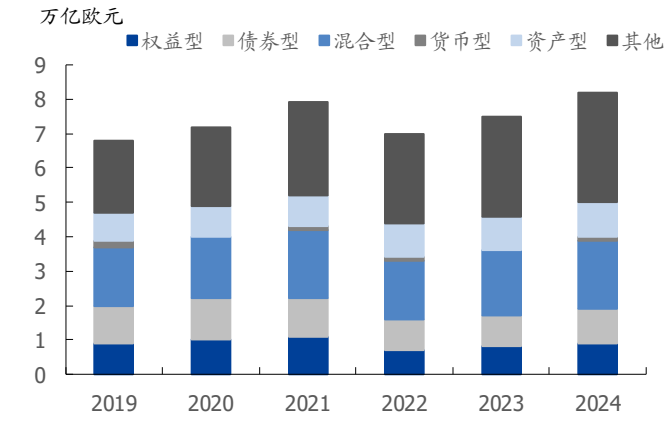
图表13：欧洲各类 UCITS 基金净流入



资料来源：EFAMA，国盛证券研究所

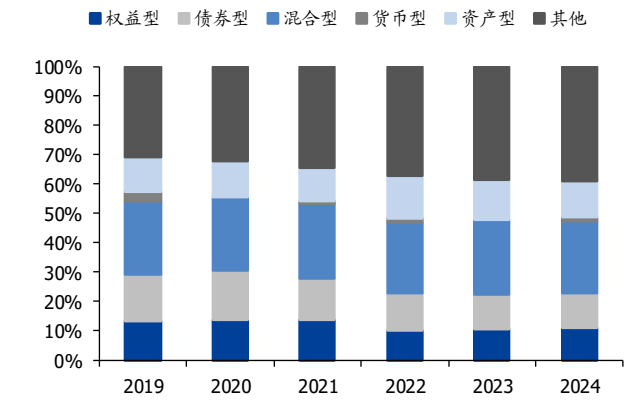
与 UCITS 相比，另类投资基金（AIF）各类别的净资产变动受金融市场趋势影响较小，且结构与利率波动相关性较弱。过去五年间，伴随资本市场整体增长，几乎所有 AIF 类型的净资产均持续上升。2022 年因股市下跌与大规模资金外流双重打击，资产增长转为负值。至 2024 年，大部分 AIF 类型的净资产均超上年水平，推动 AIF 总规模突破历史新高。从持仓结构看，与 UCITS 不同，“其他”这一 AIF 类型在过去五年间凭借另类投资市场的强劲发展，市场份额持续攀升。股票型与债券型 AIF 份额则显著下滑（2022 年下滑尤其突出），主要因为养老基金转向委托管理模式引发大规模资金外流。多元资产型 AIF 份额保持相对稳定，而房地产基金自 2022 年起因销售停滞与市场估值低迷，市场份额持续收缩。

图表14：欧洲各类 AIFs 基金净资产规模



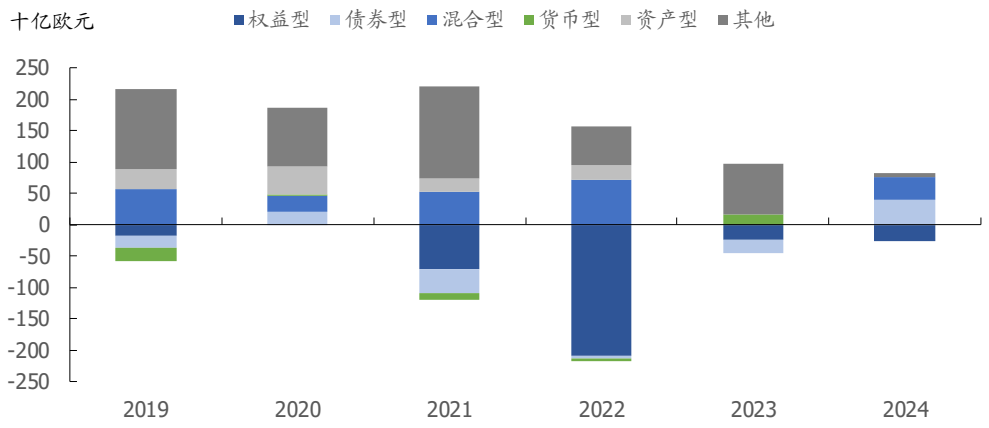
资料来源：EFAMA，国盛证券研究所

图表15：欧洲各类 AIFs 基金持仓结构变化



资料来源：EFAMA，国盛证券研究所

图表16：欧洲各类 AIFs 基金净流入

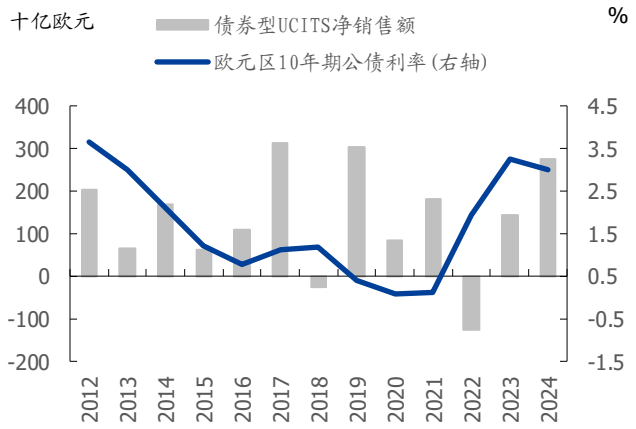


资料来源：EFAMA，国盛证券研究所

2.2 债券型基金资产配置变化

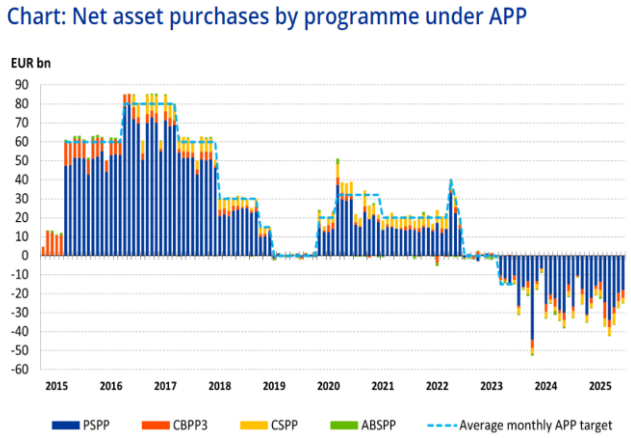
欧洲债券型 UCITS 基金需求与长期利率走势通常呈现负相关关系。这一规律在 2018 年表现尤为明显——随着年初利率开始上行，债券基金净销售额为负。2019 年，由于欧洲央行降息，债券基金净销售额出现反弹。2020 至 2021 年间，随着债券收益率持续走低，资金净流入态势得以延续。然而 2022 年形势急转直下，利率的急剧飙升显著削弱了债券资产的吸引力，导致显著净流出。2023 年出现的相关性逆转现象，源于当年 8-9 月欧洲央行停止加息后，市场对次年降息的预期升温。而 2024 年伴随利率下调及进一步降息预期，债券基金获得大规模净流入。

图表17：欧洲债券型 UCITS 净流入与欧元区 10 年期公债利率



资料来源：EFAMA，Wind，国盛证券研究所

图表18：欧洲央行 2015 年以来资产购买计划



资料来源：ECB，国盛证券研究所

2012-2015 年利率快速下行期，受欧债危机和避险需求影响，欧洲债券型基金的持仓结构呈现“避险主导、结构稳定”的特征。这一阶段政府债在债券型基金中的占比一直保持在 32%-33%，公司债维持 44%-45%的高配，得益于欧央行 LTRO 释放的流动性缓解企业融资压力，但风险偏好修复有限，增配幅度不明显；现金类资产保持 12%：显示机构在危机环境中保留流动性的谨慎态度；证券化类资产和衍生品占比较低，主要用于对冲外围国家债券的信用风险。基金整体风格以追求稳定收益、应对波动为核心。

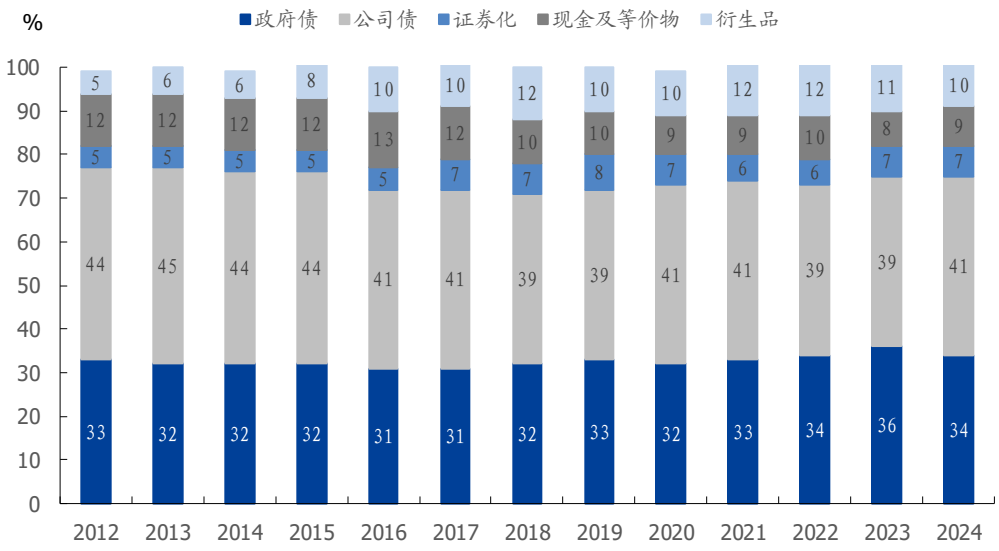
2016 年负利率政策实施后基金通过增配资产证券化产品和衍生品寻求收益。2016 年-2018 年期间，欧元区负政策利率成为常态，10 年公债收益率徘徊在历史低位，市场波

动收敛。从持仓结构看，政府债占比 2016 年小幅下降至 31%，负利率削弱政府债吸引力；公司债占比 2016 年降至 41%，反映企业杠杆率已达高位，市场对信用风险重新定价。此时基金逐步调整资产结构，现金占比有所提升，衍生品占比 2016 年明显提升至 10%。这反映出在低收益环境下，基金开始探索多元化配置，适当提升现金比例以灵活应对市场波动，同时加大对结构化、衍生类资产的配置，以寻求超额收益弥补传统债券收益下滑。总体上，持仓变得更加分散，风险收益并重。

2019-2021 年，低利率和负利率持续深化，基金组合的灵活性、抗风险能力成为配置重点。受疫情和经济下行影响，货币政策进一步宽松，市场利率跌至新低。基金的政府债持仓 2021 年小幅恢复至 33%，公司债则维持在 39%-41%间。值得关注的是，现金及等价物占比显著回落（8%-10%），而衍生品配置维持在高位（10%-12%）。证券化资产比例基本稳定（6%-8%）。这一变化说明在极端宽松和高不确定性下，基金倾向于维持政府债配置的稳定，减少现金头寸，提升衍生品及多样化资产配置以对冲风险及增强收益。基金组合的灵活性、抗风险能力成为配置重点。

随着 2022 年下半年起欧洲央行加息周期启动，政府债配置比例上升。债券型基金配置重心向高流动性、高信用等级的政府债转移，组合中政府债占比明显提升。同时，在 2024 年利率回落预期下，部分基金产品增加结构化资产（证券化产品等）以增强收益。

图表19：欧洲债券型 UCITS 资产配置按类型划分



资料来源：EFAMA，国盛证券研究所

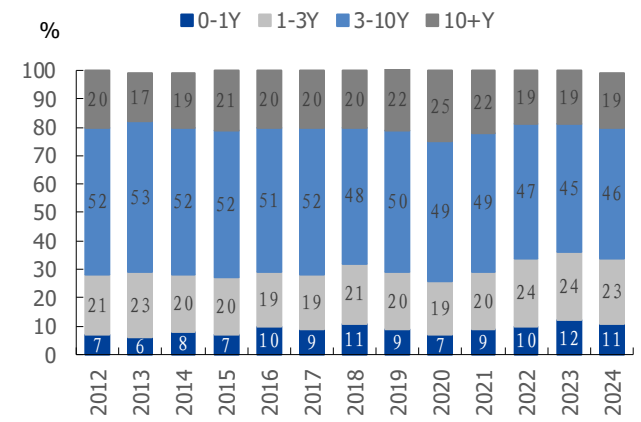
期限结构来看，2013 年利率下行初期，中短期和中长期债券占比增加。2013 年 1-3 年和 3-10 年期债券占比分别较上年增长 2 和 1 个百分点至 23%和 53%，表明利率快速下行期基金通过减配超长端和超短端来控制风险和增厚收益。

利率下行后期，债基呈现“哑铃型”增配。2016 年-2018 年，欧洲债基减配中段期限债券，增配两端期限，10 年以上超长期债券和 0-1 年债券占比分别从 2013 年 17%和 6%增长至 2018 年 20%和 11%，反映出投资者在低利率下通过增配短端把握确定性，增配长端增厚收益。

随着长端利率也下降至零利率附近，债基继续增持超长债增厚收益。2020 年 10 年以上超长债期限占比进一步增加至 25%，对应其他期限债券占比均减少，反映出零利率时期拉长久期增配收益成为主要应对方式。

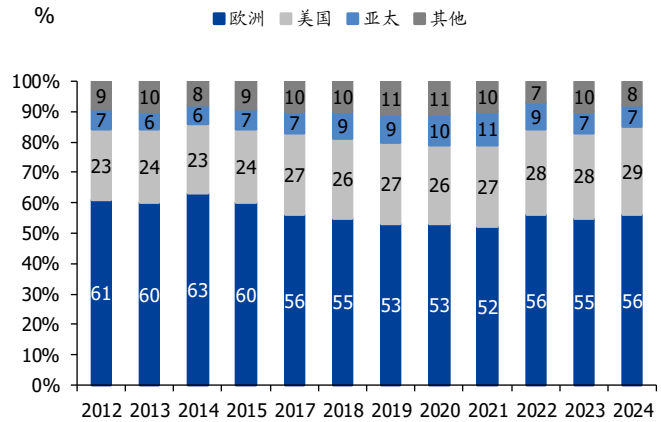
低利率环境下欧洲债券型基金对欧洲以外资产的投资比例增加。由于欧洲债券型基金本身国际化程度较高，其对欧洲的债券配置已较为多元化，低利率时代欧洲债券基金对欧洲以外的资产配置比重变化幅度较小。整体来看虽然幅度较小，但欧洲债券基金在低利率时期明显减配欧洲资产、增配美国和亚太等欧洲以外资产。2022 至 2023 年欧洲债券基金中欧洲资产占比再度回升，这一变化源于利率快速上升使欧洲债券重新获得投资者青睐。美国债券比例小幅上行后保持稳定，2021-2024 年期间始终维持在 27%-29%区间波动。受投资者此前追逐亚太市场更高收益的驱动，亚太地区债券占比原本呈现的逐步增长趋势在 2022 年以后开始下降。

图表20：欧洲债券型基金资产配置按久期划分



资料来源：EFAMA，国盛证券研究所

图表21：欧洲债券型基金资产配置按区域划分

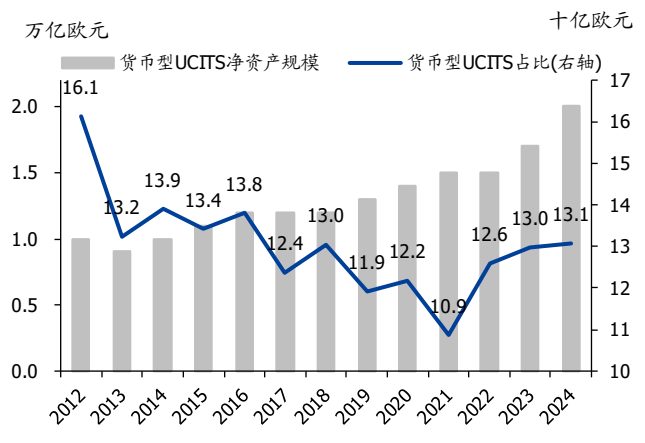


资料来源：EFAMA，国盛证券研究所

2.3 货币型基金资产配置变化

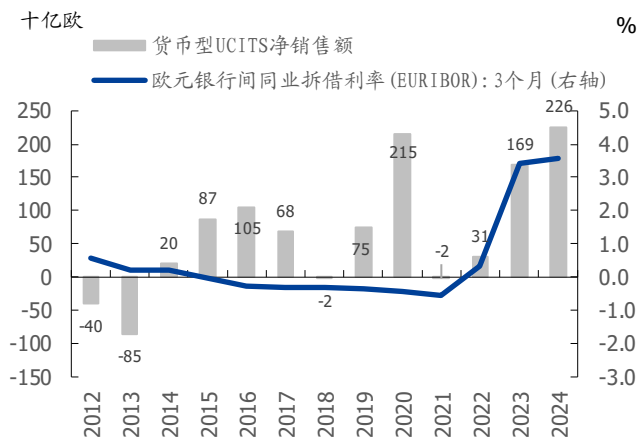
低利率时期货币型基金占比持续下降，而危机时期风险偏好降低资金回流货基。2016-2021 年短期利率进入负区间，货币型基金占比逐渐下降，从 2012 年 16.1%逐渐下降至 2021 年 10.9%，其中 2020 年疫情冲击下虽短端利率为负但货基净流入达到阶段性高点，凸显危机环境下货基作为流动性管理工具的避险价值。转折出现在 2022 年，随着 ECB 开启加息周期，2023-2024 年短端利率上升，资金逐渐回流。整体来看，低利率和负利率时期货基竞争力大幅减弱，其资金回流主要受市场风险偏好驱动，而利率回升阶段反映传统“收益驱动”逻辑的回归。

图表22：欧洲货币型 UCITS 规模



资料来源：EFAMA，国盛证券研究所

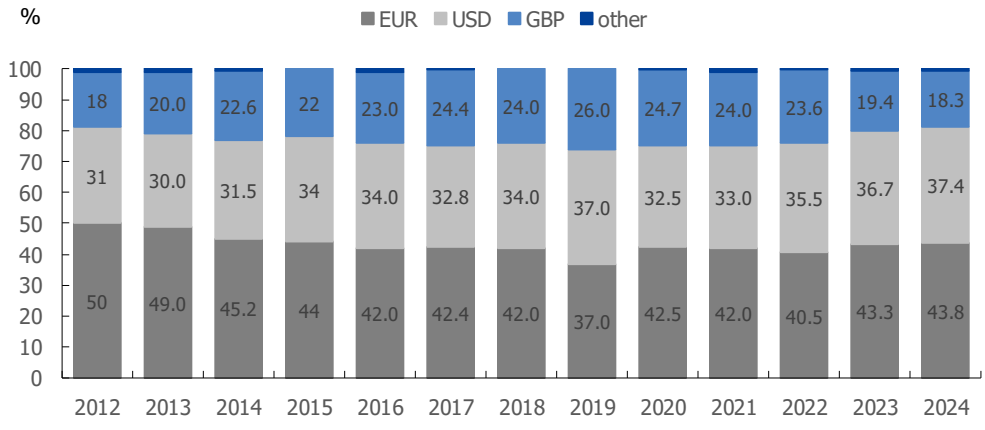
图表23：欧洲货币型 UCITS 金额流入和 3 个月银行间利率



资料来源：EFAMA，Wind，国盛证券研究所

从 2013 年至 2024 年，欧洲货币市场基金（MMF）的货币构成呈现出明显的周期性变化，与全球货币政策环境紧密相关。2013 年欧元（EUR）占比高达 49.0%，占据绝对主导地位，而美元（USD）和英镑（GBP）分别占 30.0%和 20.0%。然而，随着欧洲央行（ECB）为应对主权债务危机实施超宽松政策，欧元区利率持续下行，欧元 MMF 的吸引力逐渐减弱，导致其占比在 2019 年降至 37.0%的历史低点。同期，美元和英镑 MMF 的需求显著增长，美元占比在 2019 年追平欧元（37.0%），英镑占比则升至 26.0%的高点，这主要得益于美联储和英国央行的相对较高利率政策，为投资者提供了更具吸引力的收益。2020 年全球公共卫生事件爆发后，欧元占比短暂反弹至 42.5%，反映出市场在流动性危机中对欧元资产的避险需求，而美元占比则因美联储紧急降息回落至 32.5%。进入 2022 年，随着 ECB 开启加息周期，欧元占比逐步回升，2024 年达到 44%，美元占比稳定在 37%，英镑则进一步下滑至 18%。整体来看，欧元始终是 MMF 的主导货币，但其占比波动与 ECB 政策高度相关，而美元和英镑的占比变化则更多受到利率差异和市场风险偏好的驱动。

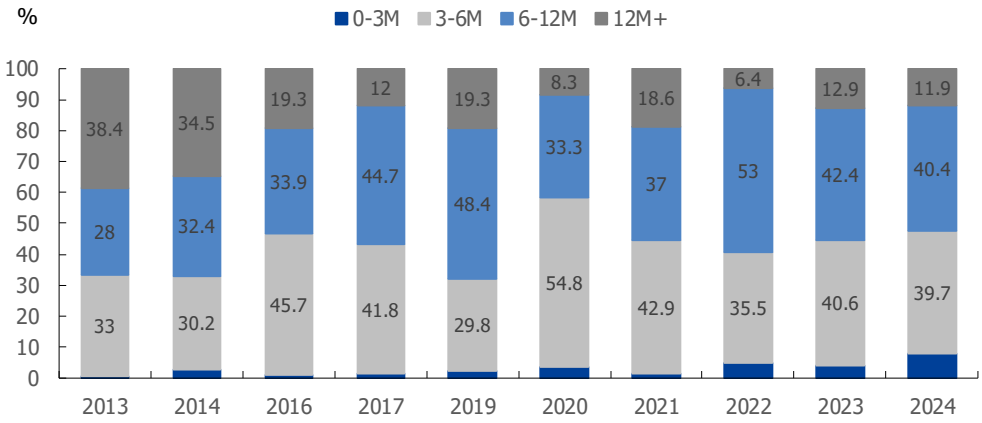
图表24：欧洲货币市场基金资产配置按货币划分



资料来源：EFAMA，国盛证券研究所

2013 年-2020 年货币型基金期限结构上减持 1 年以上债券，较为注重高流动性。12 个月以上期限占比从 2013 年 38.4%逐渐降至 2020 年 8.3%。对应 1 年以下期限占比明显增长。2020 年全球公共卫生事件冲击下货基作为危机下的“避风港”重视高流动性，0-3M 超短期工具占比从 2019 年的 2.5%升至 2020 年的 3.6%，3-6M 占比从 29.8%大幅升至 54.8%。2022 年欧央行开启加息周期，收益率曲线上移，货币基金逐步增持 12 个月以上久期资产以增厚收益。

图表25：欧洲货币市场基金资产配置按久期划分

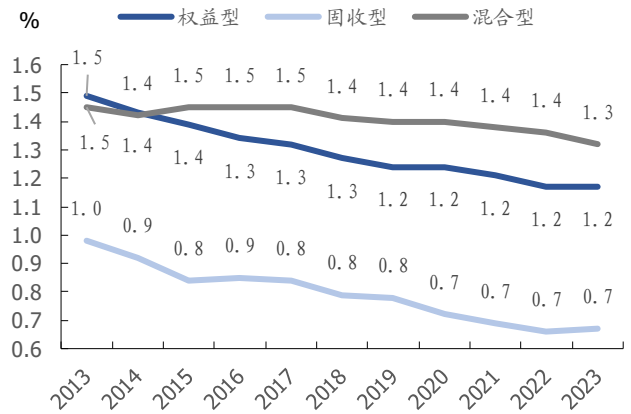


资料来源：EFAMA，国盛证券研究所

3. 欧洲 UCITS 基金的费率优化

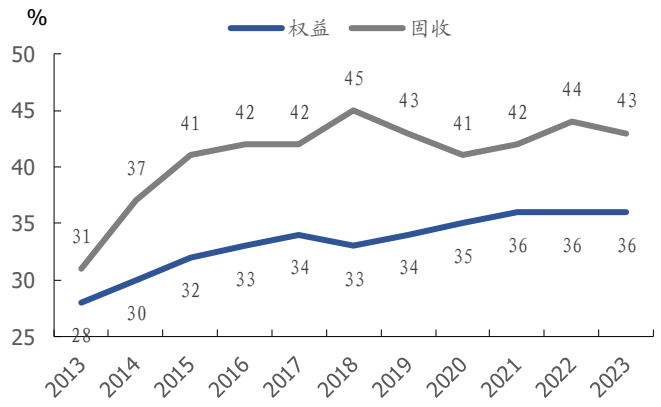
2013-2023 年，UCITS 投资者支付的持续费用率呈现显著下降趋势。股票型基金的资产加权平均费率从 2013 年 1.49%降至 2023 年 1.17%，降幅达 21%；固定收益型基金从 2013 年 0.98%降至 2023 年 0.67%，降幅 32%；混合型基金则从 2013 年 1.45%微降至 2023 年 1.32%。值得注意的是，三类基金的资产加权平均值始终低于简单平均值，印证了投资者更青睐低费率产品的倾向。这种下降主要源于三类原因：1）单只基金费率下调；2）资产向现有低费率基金转移；持续费用率处于最低四分位数的基金资产份额自 2013 年以来有所上升。2023 年权益类 UCITS 中，36%的净资产属于持续费用率处于最低四分位数的基金，较 2013 年的 28%有所增加。固定收益类 UCITS 中，2023 年有 43%的净资产集中在持续费用率最低四分位数的基金中，2013 年则为 31%。3）低成本基金的进入以及高成本基金通过清盘或合并退出，也可能推动了权益类和固定收益类 UCITS 资产加权平均持续费用率的下降。

图表26：欧洲各类 UCITS 基金费率



资料来源：ICI，国盛证券研究所

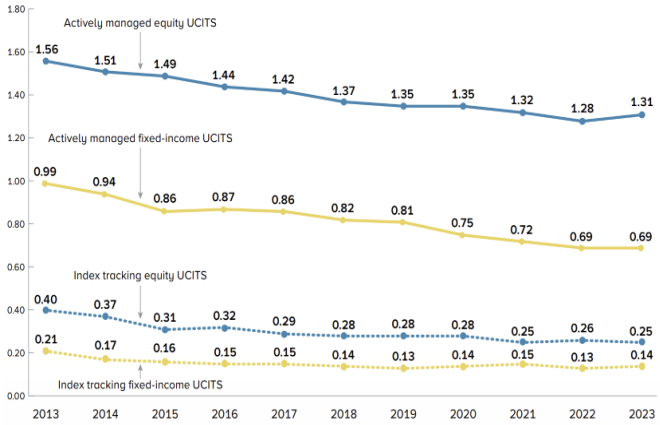
图表27：欧洲 UCITS 基金低费率占比（最低四分位数的资产占比）



资料来源：ICI，国盛证券研究所

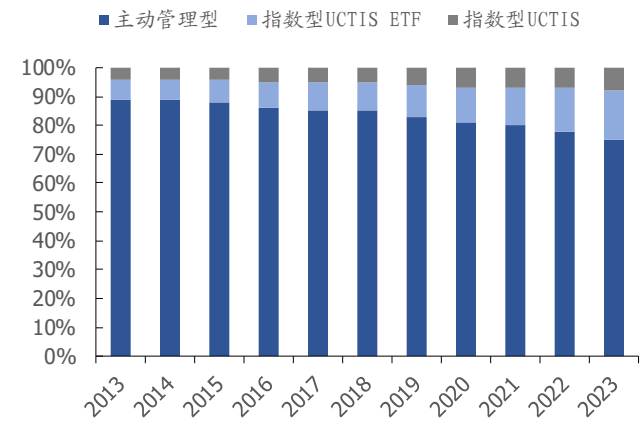
在低利率乃至负利率阶段，投资者面临传统债券收益率下降的挑战，追求更高回报的需求不断增加，在此环境下，指数跟踪基金因其低成本和透明度高的优势，成为投资者的重要选择。指数跟踪基金通过被动管理方式紧密复制市场指数表现，费用低于主动管理基金，能够帮助投资者有效控制投资成本。自 2013 年以来，伴随全球持续的低利率环境，指数跟踪 UCITS 及其 ETF 的资产规模迅速扩张，占比从 2013 年的 11%攀升至 2023 年的 25%。低利率环境下，投资者更倾向于选择费用较低且风险分散的被动投资工具，这推动了指数基金份额的持续增长。同时，主动管理基金虽享有灵活调整资产配置以应对市场变化的优势，但其较高的管理成本在低收益环境中也使部分投资者转向指数跟踪基金，实现投资组合成本与收益的优化平衡。

图表28：欧洲 UCITS 中主动管理型和指数型的权益和固收类基金费率



资料来源：ICI，国盛证券研究所

图表29：欧洲 UCITS 基金资产配置按管理方式

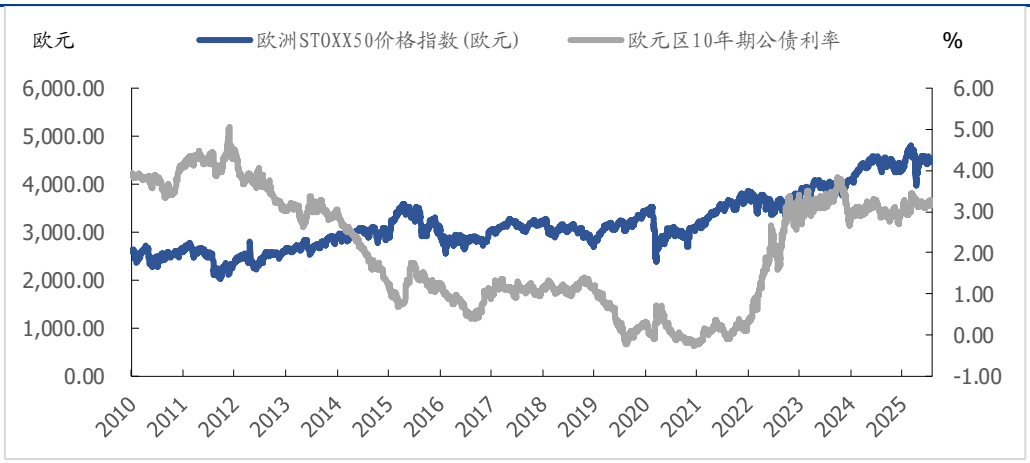


资料来源：ICI，国盛证券研究所

4. 欧洲基金在低利率时期资产配置的启示

欧洲低利率时期股市受挫有限，权益型基金大幅增长，债券型基金先增后降。欧洲的低利率时期股市回落幅度有限且恢复较快，股市整体仍处于上行通道，因而欧洲基金在低利率时期可以通过大幅增加权益配置来增厚收益。欧洲 UCITS 权益型基金占比由 2012 年的 34%增长至 2021 年的 45%，而债券型基金占比先增后降，体现出利率过低时资金流向收益更高的权益型基金。

图表30：欧元区债券利率和欧洲股指走势



资料来源：wind，国盛证券研究所

衍生品和资产证券化产品成为债基增厚收益的突破口。欧洲债券型基金资产配置整体较为稳定，信用债配置比例最大，政府债其次。在低利率时期，政府债和信用债配置比例均小幅降低，而衍生品和资产证券化产品配置比例有小幅增长，表明债券配置方面通过证券化来边际信用下沉，同时通过衍生品对冲风险和增加收益。

债基和货基均通过增配海外资产配置平衡国内的低利率。欧洲债券型和货币型基金本身资产配置已较为国际化，2012 年债基和货基欧洲以外资产配置比例已分别达 39%和 50%，低利率时期债基海外配置 2021 年达到高点 48%；货基海外配置 2019 年达到高点 63%。

期限结构看，利率快速下行时债基增配曲线中段期限债券享受债牛收益同时降低风险，利率降至低位且持续较久后，拉长久期增厚收益。2013 年利率下行初期，债基资产配置中 1-3 年和 3-10 年期债券占比 2013 年分别较上年增长 1 和 2 个百分点至 23%和 53%，随后超长端明显增配，10 年以上超长期债券占比从 2013 年的 17%增长至 2020 年的 25%。相对而言，货基在低利率时期更为注重流动性，减持 1 年以上资产，增持较短期限资产。

债基通过增配衍生品来寻求另类策略下的收益增厚。欧洲债基资产配置中衍生品占比从 2012 年的 5%提升至 2021 年的 12%，反映出在低收益环境下，基金扩大另类策略规模，通过增加衍生品的配置以寻求风险对冲和增加收益。

费率降低大趋势下，指数型基金占比持续扩大。随着低利率时期指数型基金费率优势凸显，欧洲基金中 ETF 和其他指数型基金占比从 2013 年的 11%增长至 2023 年的 25%。

风险提示

对欧洲历史数据的理解存在偏差：对所涉及欧洲公募基金的相关数据的解读可能存在偏差。

对欧洲历史的梳理存在疏漏：对欧洲货币政策、监管政策等的梳理可能存在疏漏。

中国和欧洲经济环境差异可能导致可借鉴性降低：中国和欧洲在货币政策、监管政策和经济环境等方面存在诸多不同，可能导致欧洲的经验借鉴性降低。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com