

# 南方全球精选配置证券投资基金 2025 年第 3 季度报告

2025 年 09 月 30 日

基金管理人：南方基金管理股份有限公司

基金托管人：中国工商银行股份有限公司

送出日期：2025 年 10 月 28 日

## § 1 重要提示

基金管理人的董事会及董事保证本报告所载资料不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

基金托管人中国工商银行股份有限公司根据本基金合同规定，于 2025 年 10 月 24 日复核了本报告中的财务指标、净值表现和投资组合报告等内容，保证复核内容不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利。

基金的过往业绩并不代表其未来表现。投资有风险，投资者在作出投资决策前应仔细阅读本基金的招募说明书。

本报告中财务资料未经审计。

本报告期自 2025 年 7 月 1 日起至 9 月 30 日止。

## § 2 基金产品概况

基金简称	南方全球精选配置股票 (QDII-FOF)
基金主代码	202801
交易代码	202801
基金运作方式	契约型开放式
基金合同生效日	2007 年 9 月 19 日
报告期末基金份额总额	1,680,192,607.99 份
投资目标	通过基金全球化的资产配置和组合管理，实现组合资产的分散化投资，在降低组合波动性的同时，实现基金资产的最大增值。
投资策略	本基金在基金资产的配置上采取战略性资产配置和战术性资产配置相结合的配置策略，在有效分散风险的基础上，提高基金资产的收益。1、战略性资产配置策略（Strategic Asset Allocation）在宏观经济与地区经济分析、掌握全球经济趋势的基础上，通过量化分析，确定资产种类(Asset Class)与权重，并定期进行回顾和动态调整。2、战术性资产配置策略（Tactical Asset Allocation）在成熟市场和新兴市场中根据不同国家和地区经济发展及证券市场的发展变化对资产进行国家及区域配置，在不同国家的配置比例上采用“全球资产配置量化”模型进行配置和调整。由于短期市场会受到一些非理性或者非基本面因素的影响而产生波动，基金经理将根据对不同因素的研究与判断，对基金投资组合进行调整，以降低投资组合的投资风险。本基金的大部分资产将投资于 ETF 基金、股票型基金和在香港市

	场投资于公开发行、上市的股票。利用定量和定性的方式筛选基金，在香港市场的选股策略的主要标准：市场及行业地位（market position）、估值（intrinsic value）、盈利预期（earning surprise）、和良好的趋势（investment trend）。	
业绩比较基准	60%×MSCI 世界指数（MSCI World Index）+40%×MSCI 新兴市场指数（MSCI Emerging Markets Index）。	
风险收益特征	本基金为基金中基金，属于中等偏高预期风险和预期收益的证券投资基金品种，其预期风险和收益水平低于全球股票型基金、高于债券基金及货币市场基金。前款有关风险收益特征的表述是基于投资范围、投资比例、证券市场普遍规律等做出的概述性描述，代表了一般市场情况下本基金的长期风险收益特征。销售机构(包括基金管理人直销机构和其他销售机构)根据相关法律法规对本基金进行风险评价，不同销售机构采用的评价方法也不同，因此销售机构的风险等级评价与基金法律文件中风险收益特征的表述可能存在不同。本基金的风险等级可能有相应变化，具体风险评级结果应以销售机构的评级结果为准。	
基金管理人	南方基金管理股份有限公司	
基金托管人	中国工商银行股份有限公司	
下属分级基金的基金简称	南方全球精选配置股票 (QDII-FOF) A	南方全球精选配置股票 (QDII-FOF) C
下属分级基金的交易代码	202801	023591
报告期末下属分级基金的份额总额	1,673,082,836.92 份	7,109,771.07 份
境外资产托管人	英文名称：The Bank of New York Mellon Corporation 中文名称：纽约梅隆银行	

### § 3 主要财务指标和基金净值表现

#### 3.1 主要财务指标

单位：人民币元

主要财务指标	报告期（2025 年 7 月 1 日—2025 年 9 月 30 日）	
	南方全球精选配置股票 (QDII-FOF) A	南方全球精选配置股票 (QDII-FOF) C
1.本期已实现收益	21,269,220.25	742.12
2.本期利润	67,634,944.33	188,270.98
3.加权平均基金份额本期利润	0.0405	0.0448
4.期末基金资产净值	1,622,070,463.77	6,878,209.56
5.期末基金份额净值	0.9695	0.9674

注：1、基金业绩指标不包括持有人认（申）购或交易基金的各项费用，计入费用后实际收益水平要低于所列数字；

2、本期已实现收益指基金本期利息收入、投资收益、其他收入(不含公允价值变动收益)扣除相关费用和信用减值损失后的余额,本期利润为本期已实现收益加上本期公允价值变动收益。

### 3.2 基金净值表现

#### 3.2.1 本报告期基金份额净值增长率及其与同期业绩比较基准收益率的比较

南方全球精选配置股票 (QDII-FOF) A

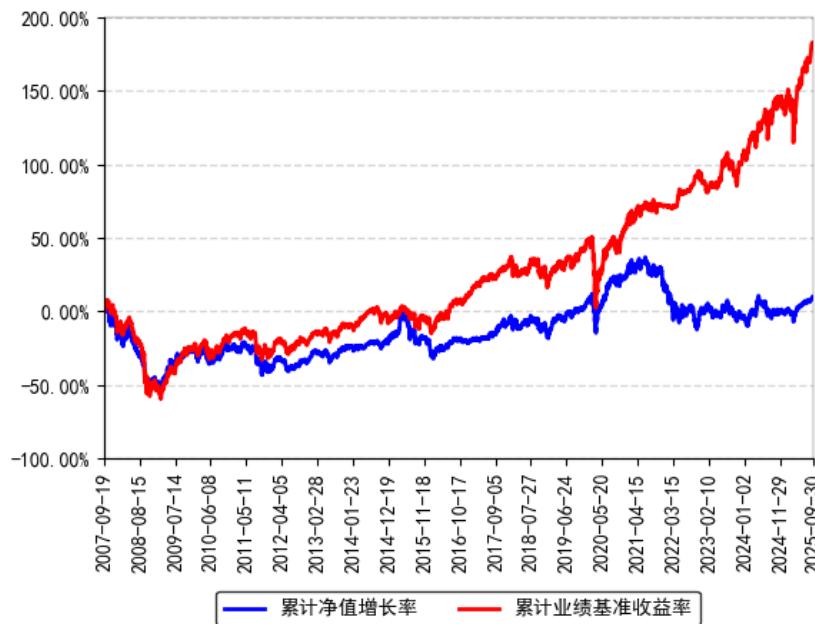
阶段	净值增长率①	净值增长率标准差②	业绩比较基准收益率③	业绩比较基准收益率标准差④	①-③	②-④
过去三个月	4.36%	0.32%	7.44%	0.42%	-3.08%	-0.10%
过去六个月	11.68%	0.74%	19.10%	1.00%	-7.42%	-0.26%
过去一年	9.81%	0.67%	17.38%	0.84%	-7.57%	-0.17%
过去三年	19.25%	0.90%	47.61%	0.70%	-28.36%	0.20%
过去五年	-8.11%	0.99%	97.02%	0.65%	-105.13%	0.34%
自基金合同生效起至今	9.76%	1.07%	182.34%	1.06%	-172.58%	0.01%

南方全球精选配置股票 (QDII-FOF) C

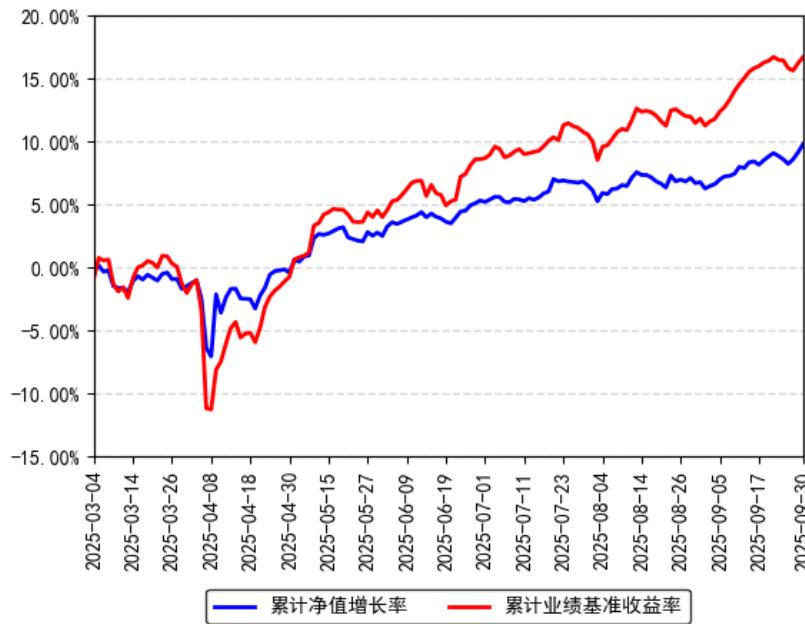
阶段	净值增长率①	净值增长率标准差②	业绩比较基准收益率③	业绩比较基准收益率标准差④	①-③	②-④
过去三个月	4.23%	0.33%	7.44%	0.42%	-3.21%	-0.09%
过去六个月	11.43%	0.74%	19.10%	1.00%	-7.67%	-0.26%
自基金合同生效起至今	9.74%	0.71%	16.66%	0.98%	-6.92%	-0.27%

#### 3.2.2 自基金合同生效以来基金累计净值增长率变动及其与同期业绩比较基准收益率变动的比较

南方全球精选配置股票 (QDII-FOF) A 累计净值增长率与同期业绩比较基准收益率的历史走势对比图



南方全球精选配置股票 (QDII-FOF) C 累计净值增长率与同期业绩比较基准收益率的历史走势对比图



注：本基金从 2025 年 3 月 3 日起新增 C 类份额，C 类份额自 2025 年 3 月 4 日起存续。

## § 4 管理人报告

### 4.1 基金经理（或基金经理小组）简介

姓名	职务	任本基金的基金经理		证券从业年限	说明
		期限	任职日期		

恽雷	本基金 基金经理	2024 年 11 月 29 日	-	10 年	香港中文大学化学博士，具有基金从业资格。2015 年 5 月加入南方基金，历任国际业务部助理研究员、研究员，现任国际业务部部门负责人；2017 年 12 月 30 日至 2018 年 8 月 7 日，任投资经理助理；2018 年 8 月 7 日至 2021 年 11 月 19 日，任投资经理；2021 年 11 月 19 日至 2024 年 9 月 13 日，任南方瑞合基金经理；2023 年 4 月 14 日至今，任南方产业智选股票基金经理；2024 年 11 月 8 日至今，兼任投资经理；2024 年 11 月 29 日至今，任南方全球精选配置股票（QDII-FOF）、南方沪港深核心优势混合基金经理。
----	-------------	------------------------	---	------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

注：1、本基金首任基金经理的任职日期为本基金合同生效日，后任基金经理的任职日期以及历任基金经理的离任日期为公司相关会议作出决定的公告（生效）日期；

2、证券从业年限计算标准遵从中国证监会《证券基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法》中关于证券基金从业人员范围的相关规定。

#### 4.1.1 期末兼任私募资产管理计划投资经理的基金经理同时管理的产品情况

姓名	产品类型	产品数量 (只)	资产净值(元)	任职时间
恽雷	公募基金	3	3,672,419,016.8 9	2021 年 11 月 19 日
	私募资产管理 计划	1	78,125,552.41	2025 年 03 月 17 日
	其他组合	1	1,539,391,000.2 7	2024 年 03 月 20 日
	合计	5	5,289,935,569.5 7	-

#### 4.2 境外投资顾问为本基金提供投资建议的主要成员简介

本基金无境外投资顾问。

#### 4.3 报告期内本基金运作遵规守信情况的说明

本报告期内，本基金管理人严格遵守《中华人民共和国证券投资基金法》等有关法律法规、中国证监会和本基金基金合同的规定，本着诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，在严格控制风险的基础上，为基金份额持有人谋求利益。本报告期内，本基金运作整体合法合规，没有损害基金份额持有人利益。基金的投资范围、投资比例及投资组合符合有关法律法规及基金合同的规定。

## 4.4 公平交易专项说明

### 4.4.1 公平交易制度的执行情况

本报告期内，本基金管理人严格执行《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》，完善相应制度及流程，通过系统和人工等各种方式在各业务环节严格控制交易公平执行，公平对待旗下管理的所有基金和投资组合。

### 4.4.2 异常交易行为的专项说明

本基金于本报告期内不存在异常交易行为。本报告期内基金管理人管理的所有投资组合参与的交易所公开竞价同日反向交易成交较少的单边交易量超过该证券当日成交量的 5% 的交易次数为 2 次，是由于指数投资组合的投资策略导致。

## 4.5 报告期内基金的投资策略和业绩表现说明

### 4.5.1 报告期内基金投资策略和运作分析

回顾海外市场，第三季度全球主要指数表现：全球股市多数上涨，美股及新兴市场主要基准指数表现较好，欧洲主要市场基准指数当中英国市场表现较为优异，富时 100 指数上涨 4.74%，法国 CAC40 指数上涨 2.95%，德国 DAX30 指数下跌 0.17%。十年期美债利率震荡下行，利率水平从 4.2% 微幅降至 4.1% 左右的水平。标普 500 指数上涨 7.79%，纳斯达克指数上涨 8.82%。MSCI 发达国家指数美元计价上涨 6.96%，MSCI 新兴市场指数美元计价上涨 10.08%，印度 CNX Nifty 指数美元计价下跌 6.96%，日经 225 指数美元计价上涨 8.34%。从全球市场三季度的整体表现来看，市场逐渐淡化“贸易战”的影响，伴随美联储表态转变并重启降息，全球股市进入 Risk on 阶段。

笔者在过去一年多的时间，学习资产配置相关理论的时候，查阅了不少参考资料。但是，坦率地说，可以看到的是行业以大类资产配置为名的材料，实际上大部分都在做资产比较或者资产轮动。随着研究的深入，笔者认为评价资产配置组合好坏的两个标准分别是（1）组合收益水平与波动率的平衡，（2）对于组合夏普比率的极致追求。资产配置组合的优化是一场不断自我迭代的“奥林匹克”竞赛。因此，笔者在这里也想分享一下过去一年研究资产配置的一些基础的感悟，欢迎读者批评指正。资产配置的实质是金融工程，即把不同的金融工具组合到一起以实现投资组合稳健增值的目的，是需要通过一定的量化手段来构建复杂性系统的工作。在笔者看来，这其中包含两层意思：第一、找到具备不同收益率的底层资产，同时进行“性价比”比较，资产的性价比与单一的股票资产略有不同，资产“性价比”通常来说指的是预期收益与波动率之间的取舍，而股票的性价比则指的是公司质地与估值之间的权衡；第二、通过一定的规则把这些资产像搭积木一样组合到一起，以实现降低波动的同时获得稳健的幸福。所以，要做好资产配置第一件重要的事情是如何进行资产定价以及资产价格

在不同的宏观条件下的历史规律。坦率地说，评估资产的预期收益率就是预测未来，其实是非常困难的，没有人手里掌握能看到未来的水晶球，任何预测模型都存在缺陷。在金融学课程上面，我们学习过的最基础的资产定价模型为夏普在 1964 年提出的资本资产定价模型（Capital asset pricing model, CAPM），即预期收益率 = 无风险利率 + 贝塔系数 \* (市场预期收益率 - 无风险利率)。尽管是获得诺贝尔奖的理论，但在实际使用过程中却饱受质疑，马科维茨质疑资本资产定价模型假设每个投资者都是风险厌恶的理性投资者，且每个人都进行相同的投资组合最优化过程（写到这里，笔者也忍俊不禁，可能经济学家确实需要来资本市场历练历练）。同样，畅销书《黑天鹅》作者塔勒布也表达了对夏普和马科维茨的否定，无论是现代投资组合理论（Modern Portfolio Theory, MPT）还是资本资产定价模型（CAPM）都是基于正态分布假设下，投资的风险可以表示为收益率的标准偏差，但在实际市场环境中，尤其是有经验的投资者都知道，投资收益率并不严格按照正态分布，存在极端收益水平的长尾分布，亏损的风险远超统计规律。分享上述这些案例想说明的是预测资产收益率确实是一件非常有挑战的事情。所以，在这里简单聊一聊我们是如何预测资产收益率的？为了让股票收益率和债券收益率能在方法论层面上面进行统一，我们采用了累积法来进行资产收益率的预测。对于债券而言，我想到期收益率是评估债券收益率的最优指标。对于权益资产的收益率，笔者认为一部分权益资产是收益型资产，而另一部分波动率资产则来自于供需边际变化所产生类似于商品一样的定价范式：现金流资产（收益型资产）的收益率通常来自于两个部分（1）自由现金流的收益率（谨慎的投资者也可以用股息收益率进行替代）；（2）自由现金流的增长。因此，这些收益型资产本质上可以看成是一张内含价值不断增长的永续债券。而对于波动率资产收益率的预测，笔者推荐某位分析师写过的一系列叙事经济学的报告，有较强的启发意义。

讲完资产收益率的预测之后，我们再来聊一聊资产配置的第二个重要的事情——纪律（瑞·达利欧称之为原则），在笔者看来，多元资产组合遵守一定的纪律是比组合中单个资产收益率预测更为重要的事情，因为多元资产组合自诞生之初就是为了应对资本市场不确定性的重要手段。而所谓纪律在资产配置上的具体表现形式为有一套相对应的成熟稳定的配置框架（Framework），这个框架可以是经典传统的“60/40”股债组合，也可以是包装成全天候的风险平价（Risk Parity）模型，还可以是大家耳熟能详的美林时钟（Merrill Lynch's Investment Clock）模型，这些资产配置模型都有其有利的环境，同样也有其不适应的环境，每一代资产配置模型的形成都是当下资产配置模型在逆风环境中遭遇困境了，重新进行迭代和完善的产物，并且每一次进化都有其严密的逻辑性。例如，在 08 年金融危机期间传统的“股票—债券—商品—REITs”等构建出来的资产配置模型饱受质疑，而基于风险平价理论的全天候策略因为在此期间控制住了回撤，且净值修复的时间较短，因此受到大家的重视。回顾这段历史，在遇到金融危机的时候，市场的流动性衰竭，资产呈现出普遍回调是正常状

态，而股票这类资产在极端环境下确实贡献了整体组合大部分波动以及回撤来源。那是否因为在极端环境下风险平价模型表现比传统的股/债 60/40 模型更好，我们就需要采用更高级的模型？我想引用瑞·达利欧在接受 Steven Bartlett 的采访中的回答“别与自己的本性抗争，你生来就有某种本性，你的环境也塑造了他。你能做的最重要的事情就是理解他，然后围绕这些优点和缺点构建你的生活。根据你的特质，找到适合的生活方式、职业和道路”。因为直到现在学术界都有争论，如果没有便宜的杠杆，风险平价策略能否击败股债均衡投资策略？风险平价策略到底挣得是什么钱？2012 年，Robert M. Anderson 等三位作者在《Financial Analysts Journal》发表评论《Will My Risk Parity Strategy Outperform?》，文章通过对过去 80 年的数据进行回测，如考虑杠杆和资金周转等成本因素，风险平价策略的业绩滞后于股/债 60/40 构成的传统资产配置组合。除此之外，风险平价策略的适用性还有一些隐含的假设条件值得商榷：（1）风险平价策略隐含底层资产大部分是收益型资产，即净值曲线逐步向上（参考笔者在过去的定期报告中把资产分成了收益型资产和波动型资产）；（2）风险平价旨在实现各投资要素对组合整体风险具有相同的风险贡献度，策略假设所有资产大类都拥有相同的夏普比率这是否合适？；（3）风险平价策略往往是在利率单边下行，货币宽松（或量化宽松）时候拥有更好的表现，因此这种策略本质上是否是挣宏观流动性的弱势策略？；尽管我们对风险平价模型会有诸多的疑问，但是不得不承认与传统的股债均衡 60/40 投资组合相比，风险平价策略确实带来了更好的多元化效果，并且在实际操作过程中带来更高的风险调整后的收益，甚至这个策略自身还有不少可以改进和迭代的空间。

在这里也进一步谈谈股债 60/40 均衡配置模型与风险平价模型的比较。为什么要做这两个模型的比较？因为这两个经典的资产配置模型分别从资产收益率和波动率两个维度出发。股债均衡模型，本质上是利用了股和债呈现出的跷跷板（负相关）效应（负相关关系并不稳定，尤其是量化宽松之后，央行的货币政策不断干扰市场），以达到降低组合波动的同时获得稳健的收益，同时当股票上涨之后隐含的潜在收益率降低，需要围绕 60/40 资产配置中枢进行再平衡操作。显然，传统的股债模型始终在围绕资产的预期收益率这个核心里面去进行操作？这里面就有隐含了两个重要的问题：（1）如果一些资产的定价没有稳定的中枢，而是由供需关系的边际变化决定的，例如工业金属，那么如何引入到资产配置的框架中去？（2）资产的预期收益率通常来说是一个随着时间序列非连续均匀分布的结果，举个例子，如果一家公司的内在价值为 100 元，而当前公司交易的价格是 50 元，那么预期收益率为 100%。但是这个 100% 的预期收益率可以是一年兑现，可以是五年匀速兑现，也可以是等到第五年突然兑现，往往预期收益率的兑现存在“集聚效应”。同样，这家公司可能在未来五年又拓展出第二增长曲线，那么内在价值进一步抬升将推动预期收益率上行。因此，作为一个资产组合来说，静态的收益率能计算清楚已然不易，如果还需要考虑在时间序列上的分布以及公

司动态的经营成果，那无异于投资者手中拿着可以通晓未来的魔法水晶球。因此，我们可以转向波动率策略管理这个维度，无论是风险平价策略还是风险预算管理策略，本质上都是波动率管理策略。由于资产的波动率在市场的一段时间里面呈现出较为稳定的特征，尽管市场经常会由于事件性的冲击波动率飙升，但这毕竟只是统计数据上的  $3\sigma$  事件。因此，当我们从资产波动率的视角出发的时候，同样也会有两个难题困扰我们：（1）如果我们的底层资产都是横向震荡表现，那注定了我们不管如何分配风险预算，最后整体组合的收益表现大概率不佳，这也是上文笔者提到的“风险平价策略隐含底层资产大部分是收益型资产，即净值曲线逐步向上”；（2）我们应该如何来进行风险预算管理，即如何针对不同类型的资产进行波动率的分配，同时当波动率进行资产独立分配之后，资产与资产之间新建立的相关性将影响整体组合的波动率表现。当然，笔者认为在波动率策略管理上，最重要的是追求更好的底层资产，比如能否构造出和标普 500 高度正相关，但是长期收益率更好的 smart beta 指数。

在做资产配置的过程中，我们是否需要“照抄”别人所谓“高大上”的模型呢？答案是否定的，也不需要神话某个资产配置模型，橘生淮南则为橘，橘生淮北则为枳。在笔者看来，资产配置框架的构建类比于房子的建造过程，每位组合经理（Portfolio Manager）都是自己房子（组合）的建筑师。历史上，能在资产配置领域获得重大突破的，要么是可以在原本房屋整体设计布局中引入亭台楼阁，小桥流水，起到画龙点睛的作用。但凡游览过苏州园林的读者大概率会被能工巧匠们精美绝伦的设计和布局所折服。例如，耶鲁捐赠基金的大卫史文森率先在资产配置领域引入私募股权等另类资产，因为当时这类资产鲜有人关注使得组合取得了降低波动率的同时抬升了组合的收益水平。而另外一种思路就是笔者经常喜欢看的一档电视节目叫做《梦想改造家》，电视节目中的这些设计师通常可以把一些居住环境较差的房子通过内部格局重新设计打造，构建出给人带来温馨舒服的感觉。例如，桥水基金的创始人瑞·达利欧显然属于后者，由于传统资产配置模型在极端环境下容易出现波动率异常放大（风险几乎都由股票资产来贡献），而选择采用风险平价模型（Risk Parity）能够在极端环境下更好的控制住组合的回撤，从而使得净值曲线修复的速度较快。当然有些人喜欢热情似火的地中海风格，有些人喜欢华丽动感的巴洛克式风格，同样也有人喜欢简洁雅致的宋代美学。因此，作为一名组合工程师（portfolio engineer），你的职责就是把不同的模块（瑞·达利欧在《原则》里面形容的“投资的圣杯”就是找到 15 个或更多良好的，互不相关的回报流）构建出让自己住着安心舒服，真正属于自己的房子，所以掌握建造房子的方法可能是资产配置更为底层的意义。在一个住着相对安心的房子里，藏污纳垢的洗手间和厨房可能是唯二两处不受大家待见的地方，但这两处地方又必不可少。同理在资产配置组合中，有的时候一些资产的收益率水平较低，但是如果他能提供一个极低的波动率水平，同样在组合平滑净值曲线上会起到神奇的作用，即贡献出较高的夏普比率特征。在过去的一年时间里，

我们学习和摸索资产配置的过程中，看到过不少大类资产配置的报告和投顾建议本质上是在做资产之间的相对比较，比如下一阶段某个时间点我们更看好什么，建议投资者应该选择什么样的资产，这种行为的本质是资产轮动，而非资产配置。继续拿房屋作为例子，一所住着舒服的房子一定需要每个房间，卧室，客厅，书房，洗手间，厨房，书房能够有相对稳定的风格，相互融合，相得益彰，而不是在哪个房间待的时间久，我们就应该重点设计这个房间。大部分家庭在使用时长上最少的应该是厨房和卫生间，但这两个地方装修材料一定不能用的太差，否则将严重影响整体的居住体验。在写这篇定期报告的时候，也恰好是 2025 年诺贝尔化学奖颁发给了 Metal-Organic Framework（金属有机框架化合物）领域的突出工作。在笔者看来，这何尝不是一种资产配置呢？，通过无机金属离子和有机分子构建成独特的模块（Building Block），在空间中形成各种拓扑三维网络结构，就好像资产配置组合可以是“60/40 组合配置”，可以是“80/20 组合结构”，也可以是风险平价结构，甚至利用机器学习等算法可以进行自我优化，这是不是又很像金属有机框架化合物或者是生物化学领域中另一个概念—自组装（self-assembly）。

对于资产配置的必要性似乎也是经常困扰大家的问题，尤其是对于单一资产的基金经理，例如，股票基金经理经常会说，如果我看好数支股票，直接重仓就行了，为什么要进行多元化组合资产配置，分散投资风险。另外一些管理多元资产组合的基金经理会告诉你，鸡蛋不要放在同一个篮子里，哈里·马科维茨也说：“资产配置多元化是投资的唯一免费午餐。”作为普通的投资者经常会感到迷惑，因为不同投资大师的观点并不相同，我到底应该听哪一个？好像每个人说的都有道理，因此江湖中从此多了很多的门派信徒。在笔者看来，产生这些分歧的主要原因和金庸小说中华山派气宗和剑宗之争有类似的地方，来源于大家看待问题的角度并不一样，回归常识武侠小说中哪一个武林高手最后不是内力充沛，剑术精湛。那为什么大家看待问题的角度会不一样？最重要的是假设条件，在笔者读博的时候，一位年长的教授上课的时候说过做科研如果得到一些有争议或者分歧的成果，首先一定要检查假设条件。对于重仓三支股票的基金经理而言，他更重视的是最后的结果，即最后这三个股票是否能够达到预期收益水平，中间的过程并不需要特别关注，实现收益的路径可能是持续向上，也可能是先有巨大的回撤，然后又获得了超高的收益。他的假设条件是负债端可以足够的信赖和稳定，不惧市场的短期波动。但是，我想绝大部分资管机构的负债端，尤其是公募基金的负债端其实并不稳定。基金经理对客户而言往往只是一连串的标签“学霸”，“名校”，“博士”，“CFA”等等，坦率地说这只能证明基金经理在学校或者考试这种“有限游戏”玩的还不错，可是资本市场是一个非常复杂的系统，没有特定的取胜规则，是一种无限游戏。在无限游戏中，活下来是最为重要的事情，而活下来的要求反而与能力上是否能持续不断迭代，性格是否谨慎稳定等要素更为密切相关。客户并不了解基金经理的性格特征，也并不清楚主动管理的基金经理每天是否能够做到日拱一卒，功不唐捐。因此，在这样的情况下，控制组

合的波动和回撤，即使牺牲部分的组合收益率，尽可能带来较好的持有体验是资产配置可以起到的重要作用，毕竟马科维茨口中的“免费的午餐”我想指的就是资产之间的相关性变化以及组合中的再平衡。在这里再和大家分享一些今年研究过的一些资产管理公司，全球资产管理规模最大的两家基金公司，贝莱德和先锋领航，是以被动产品著称的资产管理机构。同样，在全球资产管理规模前 20 大的资产管理公司中，也有不少以主动权益投研能力的公募基金，例如资本集团，威灵顿，普信。如果去看一看每家机构建立的时间，就会发现资产管理规模最大的两家反而是全球前二十大资产管理机构中最年轻的两家，而以主动权益投研能力著称的这些机构，普遍都有大几十年甚至超过百年的历史，在一轮又一轮的周期中积累起科学稳健的研究和投资框架。从上述海外资产管理公司发展的路径来看，对产品信任（被动工具，主题投资）和对人信任（主动管理）是两种截然不同的生意模式，后者产生信任需要更长的周期。

最后，感谢南方全球精选这支基金自笔者去年年底管理以来新增的持有人，坦率地说，在笔者看来一些持有人的宏观水平远远超过了本人，大家在相互探讨交流观点的同时也给我带来了不少优化组合配置的启示。大家的目标相对简单和纯粹，努力去完善南方全球基金的资产配置框架，充分释放出这一支基金潜在的价值。去年十一月底接手这一支基金以来，笔者晚上独自在办公室的时候经常会反思，到底是我们通过这支产品努力提升整体组合的风险收益比，帮助持有人实现了稳健收益，还是这一支基金的天性给了笔者更大的舞台，去思考清楚资产管理行业的底层原理是什么？我想资产管理机构的专业能力体现在两个方面：（1）研究不同资产的预期收益率以及风险收益特征；（2）研究不同资产之间相关性变化以及背后的成因。因此，面对着 40 万亿美元 M2 的中国市场（美国市场 M2 的规模为 20 万亿美元），资产管理行业的路才刚刚起步。最后，还是感谢各位读者的耐心，分享三本给笔者学习资产配置过程中获得启发的书，一本是来自于普信集团的塞巴斯蒂安·佩奇的《杰出投资者的顶层认知》，第二本是一本小册子《控制论与科学方法论》，最后一本艰涩难懂的书来自于 AQR 的安蒂·伊尔曼恩的《预期收益：投资者的获利指南》，坦率地说，最后一本书笔者也没读懂多少，但似乎每一次翻的时候，总能获得点启发。

#### 4.5.2 报告期内基金的业绩表现

截至报告期末，本基金 A 份额净值为 0.9695 元，报告期内，份额净值增长率为 4.36%，同期业绩基准增长率为 7.44%；本基金 C 份额净值为 0.9674 元，报告期内，份额净值增长率为 4.23%，同期业绩基准增长率为 7.44%。

#### 4.6 报告期内基金持有人数或基金资产净值预警说明

报告期内，本基金未出现连续二十个交易日基金份额持有人数量不满二百人或者基金资产净值低于五千万元的情形。

## § 5 投资组合报告

### 5.1 报告期末基金资产组合情况

金额单位：人民币元

序号	项目	金额（元）	占基金总资产的比例（%）
1	权益投资	95,763,786.89	5.84
	其中：普通股	95,763,786.89	5.84
	存托凭证	-	-
2	基金投资	1,407,823,860.12	85.85
3	固定收益投资	-	-
	其中：债券	-	-
	资产支持证券	-	-
4	金融衍生品投资	-	-
	其中：远期	-	-
	期货	-	-
	期权	-	-
	权证	-	-
5	买入返售金融资产	-	-
	其中：买断式回购的买入返售金融资产	-	-
6	货币市场工具	-	-
7	银行存款和结算备付金合计	116,794,726.06	7.12
8	其他资产	19,482,336.08	1.19
9	合计	1,639,864,709.15	100.00

### 5.2 报告期末在各个国家（地区）证券市场的股票及存托凭证投资分布

国家（地区）	公允价值（人民币元）	占基金资产净值比例（%）
中国香港	95,763,786.89	5.88

### 5.3 报告期末按行业分类的股票及存托凭证投资组合

行业类别	公允价值（人民币元）	占基金资产净值比例（%）
能源	-	-

材料	14,061,261.47	0.86
工业	-	-
非必需消费品	-	-
必需消费品	12,051,336.00	0.74
医疗保健	7,230,801.60	0.44
金融	21,833,003.72	1.34
科技	-	-
通讯	-	-
公用事业	16,857,207.94	1.03
房地产	23,730,176.16	1.46
政府	-	-
合计	95,763,786.89	5.88

注：本基金对以上行业分类采用彭博行业分类标准。

## 5.4 期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的权益投资明细

### 5.4.1 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前十名股票及存托凭证投资明细

序号	公司名称（英文）	公司名称（中文）	证券代码	所在证券市场	所属国家（地区）	数量（股）	公允价值（人民币元）	占基金资产净值比例（%）
1	Shanghai Industrial Holdings Ltd.	上海实业控股有限公司	363 HK	中国香港联合交易所	中国香港	1,900,000	23,730,176.16	1.46
2	SY Holdings Group Limited	盛业控股集团有限公司	6069 HK	中国香港联合交易所	中国香港	2,200,000	21,833,003.72	1.34
3	Beijing Jingneng Clean Energy Co., Limited	北京京能清洁能源电力股份有限公司	579 HK	中国香港联合交易所	中国香港	7,298,000	16,857,207.94	1.03
4	China Youran Dairy Group Limited	中国优然牧业集团有限公司	9858 HK	中国香港联合交易所	中国香港	4,000,000	12,051,336.00	0.74

5	Zijin Gold International Company Limited	紫金黄金国际有限公司	2259 HK	中国香港联合交易所	中国香港	105,700	11,638,139.51	0.71
6	Cansino Biologics Inc.	康希诺生物股份公司	6185 HK	中国香港联合交易所	中国香港	160,000	7,230,801.60	0.44
7	Jiaxin International Resources Investment Limited	佳鑫国际资源投资有限公司	3858 HK	中国香港联合交易所	中国香港	92,800	2,423,121.96	0.15

## 5.5 报告期末按债券信用等级分类的债券投资组合

本基金本报告期末未持有债券。

## 5.6 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排名的前五名债券投资明细

本基金本报告期末未持有债券。

## 5.7 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排名的前十名资产支持证券投资明细

本基金本报告期末未持有资产支持证券。

## 5.8 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排名的前五名金融衍生品投资明细

本基金本报告期末未持有金融衍生品。

## 5.9 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前十名基金投资明细

序号	基金名称	基金类型	运作方式	管理人	公允价值 (人民币元)	占基金资产净值比例 (%)
1	Invesco	ETF	交易型开	Invesco	168,205,75	10.33

	Nasdaq 100 ETF		放式	Capital Management LLC	3.66	
2	SPDR Gold Shares	ETF	交易型开放式	State Street Global Advisors Inc	166,795,731.92	10.24
3	iShares Core S&P 500 ETF	ETF	交易型开放式	BlackRock Fund Advisors	163,391,967.98	10.03
4	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	ETF	交易型开放式	BlackRock Fund Advisors	150,449,241.61	9.24
5	Invesco QQQ Trust Series 1	ETF	交易型开放式	Invesco Capital Management LLC	130,059,644.42	7.98
6	Pacer US Cash Cows 100 ETF	ETF	交易型开放式	Pacer Advisors Inc	83,866,739.89	5.15
7	T Rowe Price Funds SICAV - Global Focused Growth Equity Fund	股票型基金	契约型开放式	T Rowe Price Luxembourg Management Sarl	82,888,244.04	5.09
8	Wellington Global Quality Growth Fund	股票型基金	契约型开放式	Wellington Luxembourg Sarl	82,667,824.76	5.07
9	SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust	ETF	交易型开放式	SSgA Funds Management Inc	82,226,039.44	5.05
10	iShares MSCI China ETF	ETF	交易型开放式	BlackRock Fund Advisors	74,260,428.54	4.56

## 5.10 投资组合报告附注

### 5.10.1 声明本基金投资的前十名证券的发行主体本期是否出现被监管部门立案调查，或在报告编制日前一年内受到公开谴责、处罚的情形。如是，还应对相关证券的投资决策程序做出说明

报告期内基金投资的前十名证券的发行主体未有被监管部门立案调查，不存在报告编制日前一年内受到公开谴责、处罚的情形。

### 5.10.2 声明基金投资的前十名股票是否超出基金合同规定的备选股票库。如是，还应对相关股票的投资决策程序做出说明

本基金投资的前十名股票（如有）没有超出基金合同规定的备选股票库，本基金管理人从制度和流程上要求股票必须先入库再买入。

### 5.10.3 其他资产构成

序号	名称	金额（元）
1	存出保证金	2,054.21
2	应收证券清算款	14,790,222.90
3	应收股利	1,074,114.21
4	应收利息	-
5	应收申购款	3,615,944.76
6	其他应收款	-
7	待摊费用	-
8	其他	-
9	合计	19,482,336.08

### 5.10.4 报告期末持有的处于转股期的可转换债券明细

本基金本报告期末未持有处于转股期的可转换债券。

### 5.10.5 报告期末前十名股票中存在流通受限情况的说明

无。

## § 6 开放式基金份额变动

单位：份

项目	南方全球精选配置股票 (QDII-FOF) A	南方全球精选配置股票 (QDII-FOF) C
报告期期初基金份额总额	1,681,126,962.88	1,168,753.44
报告期期间基金总申购份额	82,096,996.10	7,770,921.00
减：报告期期间基金总赎回份额	90,141,122.06	1,829,903.37
报告期期间基金拆分变动份	-	-

额（份额减少以“-”填列）		
报告期期末基金份额总额	1,673,082,836.92	7,109,771.07

## § 7 基金管理人运用固有资金投资本基金情况

### 7.1 基金管理人持有本基金份额变动情况

本报告期末，基金管理人未持有本基金份额。

### 7.2 基金管理人运用固有资金投资本基金交易明细

本报告期内，基金管理人不存在申购、赎回或买卖本基金的情况。

## § 8 影响投资者决策的其他重要信息

### 8.1 报告期内单一投资者持有基金份额比例达到或超过 20%的情况

报告期内单一投资者持有基金份额比例不存在达到或超过 20%的情况。

### 8.2 影响投资者决策的其他重要信息

无。

## § 9 备查文件目录

### 9.1 备查文件目录

- 1、《南方全球精选配置证券投资基金基金合同》；
- 2、《南方全球精选配置证券投资基金托管协议》；
- 3、南方全球精选配置证券投资基金 2025 年 3 季度报告原文。

### 9.2 存放地点

深圳市福田区莲花街道益田路 5999 号基金大厦 32-42 楼。

### 9.3 查阅方式

网站：<http://www.nffund.com>