

南方全球精选配置证券投资基金 2025 年第 4 季度报告

2025 年 12 月 31 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：2026 年 1 月 22 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 2026 年 1 月 20 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 10 月 1 日起至 12 月 31 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	1,856,770,077.62 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

	场投资于公开发行的、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	1,752,669,798.67 份	104,100,278.95 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 10 月 1 日—2025 年 12 月 31 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	116,193,320.11	1,175,696.49
2.本期利润	25,773,757.97	-57,974.07
3.加权平均基金份额本期利润	0.0154	-0.0012
4.期末基金资产净值	1,727,259,340.28	102,217,516.03
5.期末基金份额净值	0.9855	0.9819

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

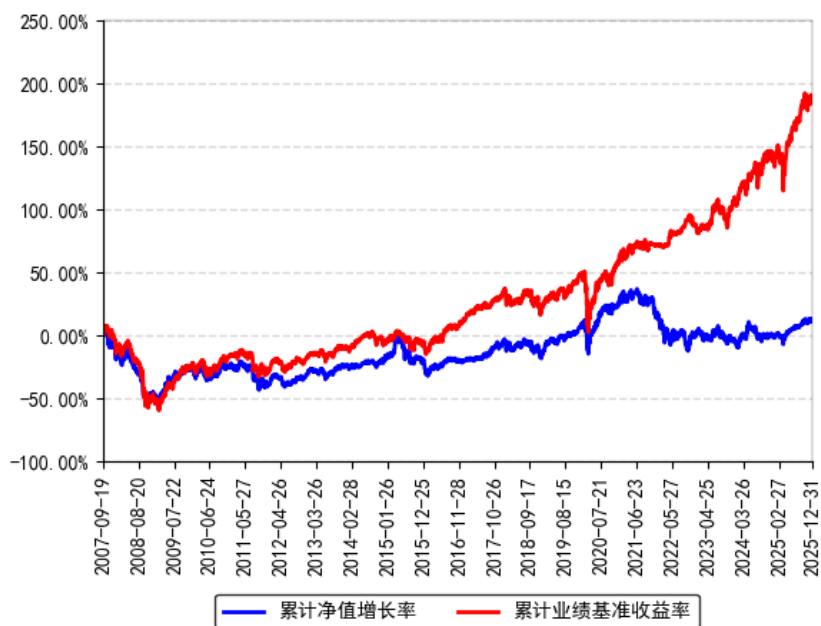
阶段	净值增长率①	净值增长率标准差②	业绩比较基准收益率③	业绩比较基准收益率标准差④	①-③	②-④
过去三个月	1.65%	0.58%	2.41%	0.65%	-0.76%	-0.07%
过去六个月	6.08%	0.46%	10.03%	0.54%	-3.95%	-0.08%
过去一年	13.11%	0.65%	21.47%	0.86%	-8.36%	-0.21%
过去三年	11.99%	0.83%	54.10%	0.71%	-42.11%	0.12%
过去五年	-10.80%	0.97%	81.65%	0.64%	-92.45%	0.33%
自基金合同生效起至今	11.57%	1.07%	189.14%	1.05%	-177.57%	0.02%

南方全球精选配置股票(QDII-FOF) C

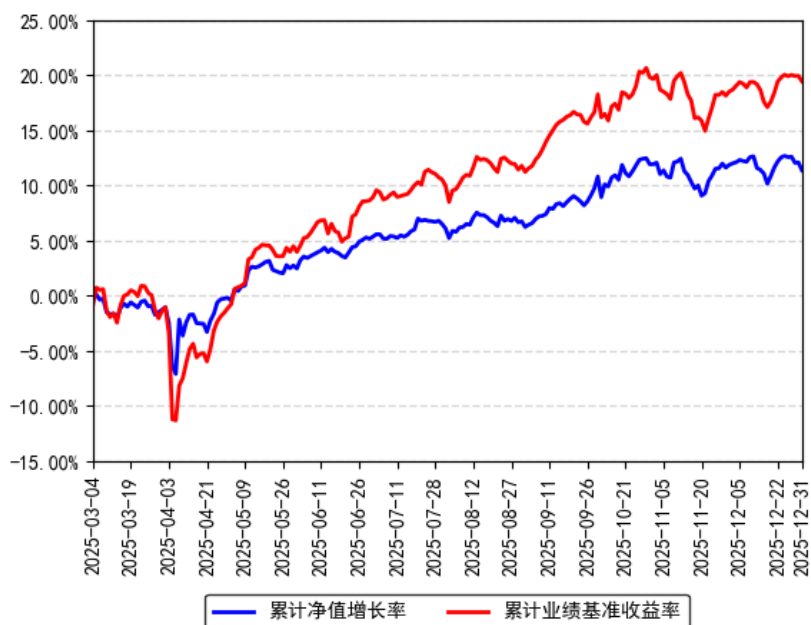
阶段	净值增长率①	净值增长率标准差②	业绩比较基准收益率③	业绩比较基准收益率标准差④	①-③	②-④
过去三个月	1.50%	0.57%	2.41%	0.65%	-0.91%	-0.08%
过去六个月	5.80%	0.46%	10.03%	0.54%	-4.23%	-0.08%
自基金合同生效起至今	11.39%	0.67%	19.46%	0.90%	-8.07%	-0.23%

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期限		证券从业年限	说明
		任职日期	离任日期		

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；2025 年 11 月 5 日至今，任南方多元价值一年持有混合基金经理。
----	---------	------------------	---	------	---

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《证券投资基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法》中关于证券投资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	4	3,803,464,719.60	2021 年 11 月 19 日
	私募资产管理计划	1	73,649,739.10	2025 年 03 月 17 日
	其他组合	1	1,507,713,390.45	2024 年 03 月 20 日
	合计	6	5,384,827,849.15	-

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合规守信情况的说明

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 40 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

在第一眼看到南方全球的四季报的时候，笔者想不少持有人会有疑惑，看三季报持仓这不应该是“抄美国副总统万斯的基金配置方案么”（至少小红书上就是这么评论的，经常有不少朋友转一些有意思的评论给笔者，笔者也不有趣，就是个 Nerd，恰好很幸运干了份自己感兴趣的工作，反而时常因为基金业绩不达预期感到自责）经历了过去一年基金的平稳运作，笔者对整体组合策略做了以下改进和迭代：（1）采用科技行业基金以及 smart beta 风格基金去替代简单的宽基指数基金，例如纳斯达克 100 或者标普 500 等宽基指数基金；（2）通过全球以及加拿大、日本等市场的低波动策略 ETF 在尽可能不牺牲收益率的情况下降低组合波动；（3）通过桥水的 ALLW ETF 来使得仓位更有效利用，提升对于低波资产—债券的持仓权重；（4）在股债均衡配置的框架下，引入风险预算模型来更好地控制波动率水平。之所以这么做是源于我们团队有位应届生从《因子投资》这本书中带给我们的启发。当把传统的股债 60/40 模型中的股票从宽基换成不同的 smart beta 基金之后，显著提升了组合的风险收益特征。南方全球配置基金的目标是在全球市场找到更多高夏普比的生息资产。在全球市场做资产配置的优势在于全球市场拥有较多的高夏普比，即优质贝塔的生息资产。国内投资者往往比较熟悉的标的，如标普 500、纳斯达克 100 等等。放眼全球，其实不仅仅是美国的宽基指数，不少区域的宽基、行业以及风格指数都能呈现出不断向右上方“攀登”的走势。不同区域的指数走势也都有其自身特征，和其经济结构、产业结构、社会意识形态与制度都有着密切的联系。例如，美国市场是对成长风格有额外奖励的市场，欧洲市场，加拿大等则是奖励价值的市场，香港则是奖励动量的市场。

南方全球精选仍然采用了全球股债均衡配置模型，加入风险预算模型之后，组合的波动率水平控制在某一范围之内，使得组合能够获得更优质的风险收益比特征。当然引入风险预算模型的目标是控制组合波动率水平。因此，最后再来讲一讲，为什么选择风险预算模型？在我们看来，比如说传统股债 60/40 这种资产配置方案里面，其实最主要的风险贡献来自于股票，股票几乎贡献了 60/40 股债均衡组合接近 90% 左右的风险，所以才会考虑使用风险预算模型思路。坦率地说，没有选择风险平价（全天候策略）主要原因是对于笔者也想不出来如果是以股为主的 FOF 基金，倘若无法在低波资产上加足够的杠杆，同时可投范围中的金融衍生品工具使用受限，如何实现全天候？南方全球是以股票为主的资产配置组合，最后选择了最适合我们的全球股债均衡模型+风险预算模型进行管理。

在接下来的季报中我们将分享《全球资产配置实战指南：从理论到组合构建》。这一篇报告来源于笔者一次公开策略会主题演讲时所撰写的报告。当天不少参会的投资者反馈从这篇报告中获得了不少启发。因此，为了能够让更多的投资者朋友们受益，笔者整理了这篇主题演讲的文字版本。当然作为资产管理的从业者，我们为什么要把方法论毫无保留的分享给大家。主要也是两个目的：其一、希望能够让普通的投资者都可以通过定期报告了解我们团队在做什么事情，我们是如何思考和迭代的；其二、市场中经验丰富的高手太多了，大家的提出的建议哪怕是批评往往是我们逐步改进的动力。在笔者看来，真正的长期主义就是每天进步一点点，改进一点点，如履薄冰地给委托人稳步挣钱，最终能够平稳完成职业生涯已然不易。2025 年 12 月 31 日最后一天，我们客户服务部的总经理找到笔者说一位客户认同全球资产配置的理念，想直观了解基金经理的投资理念和产品运作的思路。我想定期报告应该这就是最直接的方式了。在笔者的日常工作中会发现可能由于国内金融工具较少，市场对于全球资产配置更多还是停留在理念上的一些想法。大家对于资产配置研究的行为模式，往往是资产比较。例如，从宏观分析师或者策略分析师的口中我们能听到今年到底是美股比 A 股好，还是 A 股比港股好，还是港股比欧洲好？这显然是一种“选美”逻辑而非“组合”逻辑。甚至在面对银行理财经理推荐产品或者保险从业者推荐产品误以为这也在做资产配置。实则不然，资产配置的实质是把一些能够给大家带来长期稳健回报的资产，通过一些既有的或者创新性的配置模型和框架，通过金融工程的方式组合到一起，使其给委托人带来稳健收益的方式。

在接下来的文章中，我们主要讨论一下几个方面：1) 什么是资产配置？(1.1) 资产的定义与分类；(1.2) 配置的本质是金融工程；(1.3) 免费的午餐— $1+1>2$ ？；(1.4) 便宜的晚餐—关于杠杆的使用；2) 资产配置的框架——主动配置与被动配置；3) 关于资产预期收益率的讨论 (3.1) 估值变动的长期影响；(3.2) 不同类型资产在时间序列上的收益积累

(3.3) 非生息资产的分类及预期收益率讨论；4) 关于资产相关性动态变化的讨论；5) 关于资产配置中“尾部风险”应对处理。

1.1 什么是资产配置？——资产的定义与分类

资产配置是一个老生常谈的话题，从保险销售到宏观经济学家嘴里都能够经常听到资产配置这四个字。在日常投资理财中，大家更多的是关注资产配置的配置方法，比如说股债均衡的配置思路，风险平价配置思路，美林时钟配置思路等等。但是，在我们看来，资产配置中最重要其实还是底层资产的质量。资产配置这个概念在笔者看来，可以拆开进行理解，资产是“道”，而配置是“术”。

因此，在这里想和大家先谈一谈什么是资产以及资产应该如何进行分类？在笔者看来，我们可以把资产分成两种类型，生息资产与非生息资产。生息资产相信大家都比较容易理解，能够产生现金流的资产都可以称之为生息资产，例如债券有票息收益、房地产有租金收益、部分的股票有股息回报。反之，非生息资产则是不产生现金流的资产，其中最常见的非生息资产为黄金，金融衍生品、艺术品、虚拟货币以及部分股票。因此，简单小结，区分生息资产与非生息资产最主要的差异为底层资产是否能够持续产生现金流。当然，其中最为特殊的资产类别是股票，因为我们知道其中能够产生自由现金流公司的股票是生息资产，反之另外一部分股票则是非生息资产。具体举例说明，比如说像中证红利指数中的成分股不少都是典型的生息资产，而有一些非盈利的科创企业或者创新药企业，这些公司现阶段的状态就属于非生息资产。

接着投资者朋友们可能会问为什么要把资产区分为生息资产和非生息资产呢？这么做的目的是什么？其实主要和两个因素有关，一是资产收益累积的表现形态，二是资产预期回报的计算。在资产收益累积表现上，笔者发现绝大部分生息资产都具备了“长牛以及慢牛”的走势形态，相反大部分非生息资产往往都是“短跑型选手”，短期具备极强的爆发性。因此，两种不同的资产收益累积表现也决定了通常生息资产持有的周期普遍要比非生息资产来得长的多。当然在笔者看来，持有生息资产最重要的两个素质是买入的低估值以及持有后保持耐心。而对于非生息资产来说，相比估值更为重要的是交易能力以及择时能力的把控。例如，通常在大家的日常观察中会发现美股长期处于慢牛的走势，其最主要的原因还是其指数本身为生息资产，其中指数成分股创造了大量的自由现金流，并且自由现金流持续不断地增长推升了指数亦步亦趋同步上行。而作为非生息资产的代表，例如恒生生物科技指数，由于指数的成份股公司仍然处于高研发开支阶段，因此现金流创造能力相对来说较差。因此，指数会随着市场流动性环境、市场情绪的强弱呈现出剧烈波动，但是往往弹性巨大，在短期里面容易累积出很高的收益水平。

1.2 什么是资产配置？——配置的本质是金融工程

在和大家分享完了资产配置中的“资产”的定义和分类之后，我们重新把目光回到“配置”二字。从整体上来看，笔者认为资产配置并非是宏观分析师中资产选美比较的逻辑，也并非银行渠道理财经理给普罗大众推荐理财产品。在笔者看来，资产配置的实质是金融工程，即把不同风险收益特征的金融工具组合搭配到一起，以实现投资组合稳健增值，获得稳稳幸福的过程。配置是需要通过较为复杂的数理分析和定量手段来构建出一个较有韧性的体系，即使在当前充满不确定性的市场环境中也能实现平稳渡过。通常来说，在笔者看来，资产配置中有三个最为关键的核心问题：（1）资产的预期收益率测算；（2）资产波动率水平的刻画；（3）组合如何进行构建。往往在日常研究中，我们在谈资产配置的时候，大家会相对轻视资产预期收益率和波动率水平，而是把目光更多地聚焦在如何配置模型是什么上面。可能最主要原因还是国内市场具备不同风险收益特征的资产种类较少。在笔者看来，无论是从 1930 年开始诞生的股债恒定均衡模型，还是均值方差模型（1952 年），风险平价模型（1996 年）、风险预算模型（2003/2013 年），美林时钟模型（2004 年），其实都是上一代模型在真实世界运作的过程中结合所遇到市场环境的变化，不断修正和迭代配置框架。资产配置本质就是房屋建设设计，不需要神话某一种配置框架，即使号称“全天候”的资产配置模型也总有自己不适合的环境。例如，全天候的底层是风险平价模型，其中包含了有两种假设，（1）资产的净值曲线都是向“右上方”推进的；（2）宏观环境往往处于利率水平单调下行的市场环境里。但是，当我们观察 2022-2023 年全球由于疫情之后带来的高通胀，美联储处于加息的宏观环境中，全天候的资产配置模型也出现了比较明显的回撤。因此，笔者一直所强调的，不用去神话某些资产配置模型，适合自身的风险收益特征需求才是合适的配置模型。全球市场中一些主权基金经历了非常长的周期，依然沿用着传统且简单的股债均衡模型，也获得了稳健的投资收益。

1.3 什么是资产配置？——免费的午餐 $1+1>2$?

在谈到资产配置的时候，我想几乎所有人都听过马科维茨的名言，叫做“资产配置多元化是投资的唯一免费午餐”。真实情况是否如此呢？笔者认为其实这份“午餐”并不免费——资产配置中，平抑波动往往是需要牺牲部分的超额收益。拿“固收+”作为一个简单的案例去陈述为什么在我们看来并不真正“免费”，“固收+”本质上是最简单的资产配置模型。例如，在降息环境里面，股票管理人认为由于流动性的改善，应该更多的选择成长风格的资产（备注：在价值和成长两种风格资产中，价值风格可以认为是短久期资产，而成长风格则是长久期资产；价值风格所呈现的波动率水平一般要比成长风格的波动率水平更低）。同时，债券管理人会认为降息环境中，我应该把组合向短端倾斜，缩短组合久期，短端利率对降息更加敏感，尽管少了一些“票息”，但是能够通过资本利得来获得补充。因此，当股票管理

人把组合仓位转向更为成长风格时候，股票仓位的波动率水平就会显著提升。此时，债券管理人也在缩短久期追求资本利得，就使得组合的整体波动率水平有所放大。上述的投资行为说明股票和债券管理人都在分别追求更多的收益。而如果按照资产配置的思路在兼顾收益的同时又能控制好波动该如何去处理这一问题呢？当股票管理人把股票仓位转向成长的时候，股票仓位波动率水平确实有所抬升。此时此刻，为了能让组合整体的波动率水平维持稳定，债券管理人其实不应该一味降债券久期，反而应该在组合中拉长一部分资产的久期，利用股债之间的负相关性（备注：股债也并非一直负相关，随着近年来央行以及财政部对货币和财政政策的干预越来越多，股债之间的相关性越来越不稳定，），来降低组合的整体波动率水平，呈现出更加平滑的净值曲线，使投资者获得更好的持有体验。这也是我们在这里想表达的，在笔者看来，资产配置多元化并非是投资当中唯一免费的午餐，平抑波动往往需要付出部分的超额收益。

1.4 什么是资产配置？——便宜的晚餐（杠杆使用）

关于资产配置，除了大家常常听说的“免费的午餐”以外，这里笔者还想用“便宜的晚餐”来描述在不少资产配置模型中经常使用的杠杆。当然，由于投资者教育的缺失，使得大家一听到杠杆就“谈虎色变”。我们在研究 Bridgewater 的资产配置模型的时候，会发现管理人把杠杆引入到资产配置组合之后，同时提升了资产的收益率以及平抑了组合的波动率水平。因为这些杠杆加到了一些低波动的资产上，以起到提升扩大组合有效前沿的目的。

在这里我们简单小结一下，资产配置追求的方向其实就是提升收益率的同时降低组合的波动水平，以使得投资者能够获得稳健的幸福。要同时满足这两点其实并不容易，第一个，我们需要找到预期收益率更高的资产，即该资产的净值曲线尽可能陡峭；第二，我们希望通过资产之间弱相关或者负相关的关系，去降低组合整体的波动水平。当然，这里面就会产生两点悖论：第一是收益率高的资产和该收益率是否可持续性之间的矛盾。大家在做投资的过程中都希望能够找到净值曲线尽可能陡峭的资产，但是往往净值曲线陡峭的资产持续性相对来说较弱，即大家所说的一年三倍者众，三年一倍者寡的道理。第二是分散化投资与多元资产之间存在悖论。日常与不少投资者朋友们交流，都会认为分散化投资是把鸡蛋放在不同的篮子里面，但在实战中如果各个篮子都铁索连环，其实篮子再多也起不到有效的分散作用。例如，我们把资产放在创业板 ETF、科创 50ETF、芯片 ETF、人工智能 ETF 上，我们会发现尽管做了分散化投资，但这些指数相关性非常强，所以并没有起到降低波动的作用。利用历史上资产之间的相关性是否能够降低波动率，现实情况没那么简单，因为资产之间的相关性会随着宏观环境的变化而变化，并不稳定。例如，过去三年笔者认为全球市场最成功的宏观交易之一莫过于黄金可以摆脱真实利率这一“地心引力”，表现出与以往不同的资产相关性。

因此，资产之间的相关性很难说能够持续稳定，前瞻性地发现相关性的变化，往往是资产配置中最具挑战的一项课题。

2. 资产配置的框架——主动配置与被动配置

笔者认为，资产配置的框架大致可以分成两种类型，主动配置以及被动配置。与我们直观理解的主被动股票基金稍稍有所不同。我们往往在单一区域的宏观资产配置上会采用主动配置框架，这里的“主动”主要由于对于单一国家或者地区而言，底层的资产类别都受相同的宏观环境的影响，往往只能依靠单一的贝塔策略，同时叠加底层资产类别较少。因此，需要资产管理人能够做好股债之间的择时轮动，也需要做不同风格权益资产以及不同债券久期之间的轮动。另一种资产配置则是被动配置，被动配置更像是基于某种规则或者纪律所执行的配置思路，例如股债均衡 60/40，风险平价模型，风险预算管理模型都是经典的被动配置模型。同时，也具有明确的再平衡机制，他有点类似于被动指数基金——指数有明确的编制规则以及定期的再平衡机制。被动配置往往出现在跨区域以及跨资产类别的配置场景下。组合管理人不过分执着于单一区域的宏观因子所驱动资产轮动，而是更加专注在宏观范式的变化所带来的中长期的投资机会。第二，则是专注于研究和挖掘全球市场中优质的贝塔，并深入去理解这些贝塔背后所形成的原因。那什么是优质的贝塔呢？所谓优质贝塔就是具备优秀的风险收益比特征的资产。从表象上来看，这些资产净值曲线能够持续呈现出稳健向上的走势，拥有比较好的夏普比率。当底层资产足够优秀的时候，我们只需要研究该资产表现是否可持续，当前预期收益率水平以及波动率水平，然后通过既定的规则例如收益最大化或者波动率最小化亦或是夏普比率最优化把资产纳入到组合中来。

3.1 关于资产预期收益率的讨论——估值变动影响

在讨论完资产配置框架之后，我们再把目光转移到资产预期收益率的讨论上。对于债券这类资产而言，往往预期收益率可以简单理解为到期收益率水平。而股票资产预期收益率测算则是一个较为复杂的课题。这也是一开始为什么笔者要把股票分成生息资产和非生息资产的主要原因。因为在笔者看来只有生息资产的预期收益水平才可以通过计算来衡量，而非生息资产是无法准确计算其预期回报水平的。拿标普 500 指数举例，过去 30 年，标普 500 全收益指数年化回报约为 10%左右，其中每股盈利增长约为 7%左右水平，平均股息率水平约为 2%，估值变动贡献了 1.3%左右水平。再来观察标普 500 全收益指数过去 20 年的情况，同样也是差不多 10%年化回报，每股收益增长约为 6%左右水平，平均股息率水平约为 2%，估值变动贡献了 2%左右的水平。因此，长周期而言，生息资产的预期收益率往往大部分都可以通过基本面来进行解释。即，生息资产收益率通常来自于两个部分：一是自由现金流的增长，二是自由现金流的回报（近似为每股收益增长以及平均股息率水平）。当然，影响生息资产预期收益率还有一个扰动因素为估值的变动，如果在估值相对较贵的时候进行买入，那估值

变动将持续拖累资产的预期收益率表现。从上述标普 500 这个案例也可以解释一些有意思的投资行为,为什么有一些著名的超长线成长风格投资人在买入资产的时候并没有那么在意估值水平,是因为估值对资产收益率的影响在拉长时间维度下会逐渐淡化,但是前提条件是公司将在未来通过科技创新展现出星辰大海的成长空间。而相反价值投资者则需要非常关注估值,因为如果买贵了,短期靠每股盈利的增长没办法覆盖或者抵消估值的收缩。因此,往往价值投资者都需要择时(买的便宜),而成长型投资者才有底气选择不择时。在这里笔者借着标普 500 的例子,再和大家分享一下为什么美股呈现出长牛的走势?主要有两方面的原因:

(1) 美股宽基指数代表纳斯达克 100 以及标普 500 的 ROE 水平,和全球主要市场相比都明显高了一个台阶。其中,纳斯达克 100 指数的 ROE 水平长年稳定在 20%左右的水平,标普 500 指数的 ROE 水平近年来也上升到 17%-18%左右的水平。这说明了这一区域资本挣钱效率较高,而背后底层原因还是来源于科技创新所带来的长期红利;(2) 美股宽基指数成分股创造了大量的自由现金流,并且这些公司的自由现金流还在不断增长,推动着这些指数稳健向上抬升。

3.2 关于资产预期收益率的讨论——不同类型资产在时间序列上的收益积累

生息资产和非生息资产在不同市场环境里面积累收益的方式并不相同。把标普 500 指数作为生息资产的代表,可以去观察一下标普 500 指数和其波动率的关系。笔者惊奇地发现,生息资产往往需要在低波环境里面积累收益,同时当每一次指数波动率水平放大的时候,都是生息资产出现回调的状态。例如,我们复盘 2022-2023 年期间,在美联储加息的环境中,标普 500 指数波动率水平持续处于相对比较高的位置,而 2022 年美股表现也确实较差。写到这里的时候,笔者也恍然大悟,为什么大家总有个模糊的感受每一次美股这些宽基指数出现 20%-30%回调的时候,似乎都是加仓的时间点。我想原因就在此处,因为作为生息资产而言,很难长期处于高波动的环境中,波动率水平最终都将回归平静,这也是生息资产开始重新积累收益的时刻。

对非生息资产而言,则出现了截然不同的收益累积方式。非生息资产往往是在低波的环境里面出现持续阴跌的状态,相反在高波动、高流动性的环境里面则快速积累收益。大家同样可以观察科创 50 指数,创业板指数,恒生科技等等成长风格指数与其波动率之间的关系。笔者想这也是为什么“一年一倍者众多,五年一倍者寥寥”的底层逻辑。

3.3 关于资产预期收益率的讨论——非生息资产的分类及预期收益率讨论

讨论完生息资产之后,我们再把目光转移到非生息资产。非生息资产也可以分成两种类别:一种叫做流动性载体的资产,另一种则为波动率资产。同样在非生息资产中我们也可以观察到少数净值稳步向上的资产类别,比如黄金,虚拟货币,微盘股策略,日本市场中的一

些基准指数。为什么这些非生息资产的净值可以不断向上呢？其实得益于这些资产本生的稀缺性，稀缺的资产与全球泛滥的流动性相结合，净值曲线就呈现出稳步增长的态势。第二种非生息资产就是所谓波动率资产，波动率资产的定价模式往往来源于市场信息的催化所引发的股票供需变化。比如说某一上市公司 A，突然美国的上游客户给 A 公司下了一个数量较大的订单，受益于消息的催化，股票数量供需边际呈现出供不应求的状态，股价在短期内出现明显的涨幅。

为什么笔者认为非生息资产无法准确计算出潜在的收益回报？主要原因来自非生息资产的定价模式没有办法像生息资产那样进行科学合理的预期收益率计算。非生息资产价格的抬升往往依赖于市场的流动性以及活跃度，同时在定价方式非常像商品的定价方式，即边际信息的催化使得股票数量在短期内出现供不应求而催生股价的上涨。我们拿原油来举例，例如油价在当前交易在 80 美金的水平，突然之间 OPEC 组织宣布限产，那油价大概率应声上涨。反之当油价交易在 40 美金的水平，突然美国又发现了新的油田盆地，油价自然会出现下跌。所以原油到底是 40 美金合理还是 80 美金合理，没有合理的价格，因为定价来源于边际的供求关系的变化。

4、关于资产相关性动态变化的讨论

聊完了不同资产预期收益率的测算之后，我们再把目光聚焦在资产的波动率。复盘历史各类资产之间长期的相关性，股和债呈现出一些弱相关的关系，黄金和其他资产也呈现出一些弱相关或者负相关的关系。当然这些弱相关或者负相关的关系，对组合管理者来说就是可以有效降低组合整体波动率的工具。对于资产之间的相关性并非是一成不变的，往往会随着宏观范式的变化引发资产之间相关性的变化。比如，理论上股票和债券的定价公式，假设股权风险溢价不变的基础上，股票和债券之间的定价大概率呈现出负相关的关系。但是从 08 年全球金融危机以及新冠疫情之后，全球政府通过使用货币手段和财政手段对经济逆周期调节的越来越多，因此使得股和债之间的关系并不稳定。在过往三年中，坦率地说，笔者认为全球市场中最成功的宏观交易一定是做多牛市，这并不是一个简单容易的投资决策。2022 年之前，黄金和真实利率呈现相对稳定的负相关关系。2022 年之后黄金脱离了真实利率这一“地心引力”一路狂飙。本质原因是因为在疫情之后，黄金价格的影响因素产生了新的变量，疫情之后美国政府赤字率水平显著抬升，通胀水平维持高位，政府财政负担加重引发市场对债券偿付能力的担忧进而影响美元的信用。同时，俄乌战争等地缘政治的扰动加速了各国央行的购金行为。2022 年之前黄金的定价因素主要和其金融属性紧密相关，疫情之后，美元信用以及地缘政治催生了影响黄金价格的第二个因素——供需环境改变。所以，在这里笔者想和投资者朋友强调的一点是，去深入研究资产相关性背后的底层逻辑，才是我们通过

宏观范式的变化提前识别资产之间相关性逆转的重要方式。这也是资产配置获取超额收益的重要来源之一。

5、关于资产配置中“尾部风险”应对处理

做资产配置的过程中，除了笔者在上文中强调的，需要研究三件事：（1）资产的预期收益率水平；（2）资产之间的相关性的动态变化以及（3）资产配置组合应该以什么样的方式进行构建。当然还有一个非常重要的事情就是如何应对市场中的“尾部风险”。尽管“尾部风险”往往是一些“无法预期”的黑天鹅事件。但如果能在组合管理中控制好“尾部风险”，减少回撤才有可能尽快修复净值，并且持续在低波动的市场环境中继续积累收益。因此，笔者认为只有管理人手中拥有足够的多的金融工具，才是应对市场出现尾部风险重要的保障。常见的应对方式，例如通过提前在 VIX 波动率指数极低的位置埋伏波动率 ETF 产品来应对市场出现的短期快速回调，但同时也要注意长期持有波动率产品损耗较大。第二种则是当市场的波动率水平持续处于比较高的位置，例如 2022 年美股市场宽基指数持续回调，此时备兑型（Covered Call）ETF 就是比较好的选择，例如 iShare Large cap MAX BufferETF, JPMorgan Equity Premium Income ETF 等等都是管理人在保留权益仓位的同时，又能够有效控制组合回撤的方式。除了在全球市场通过采用包含衍生品的 ETF 来降低组合波动率水平之外，第三种应对市场“尾部风险”的方式则是“防患于未然”。事前在日常的组合管理中，引入一些低波动的基金来降低整个组合的波动率水平，使自身能够更好的、更从容的去应对整体市场的波动。例如，BMO 低波加拿大股票指数基金，领航富时加拿大高股息指数基金，富兰克林全球高息低波指数基金以及 WisdomTree 日本多空对冲指数基金等等。

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 0.9855 元，报告期内，份额净值增长率为 1.65%，同期业绩基准增长率为 2.41%；本基金 C 份额净值为 0.9819 元，报告期内，份额净值增长率为 1.50%，同期业绩基准增长率为 2.41%。

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	20,102,414.77	1.08
	其中：普通股	20,102,414.77	1.08
	存托凭证	-	-
2	基金投资	1,712,648,140.77	91.66
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	111,879,479.60	5.99
8	其他资产	23,937,459.88	1.28
9	合计	1,868,567,495.02	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	20,102,414.77	1.10

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	-	-
工业	-	-
非必需消费品	-	-
必需消费品	1,174,247.42	0.06
医疗保健	-	-
金融	-	-
科技	18,928,167.35	1.03
通讯	-	-
公用事业	-	-

房地产	-	-
政府	-	-
合计	20,102,414.77	1.10

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 Biren Technology Co Ltd	上海壁仞科技股份有限公司	6082 HK	中国香港联合交易所	中国香港	1,069,200	18,928,167.35	1.03
2	Softcare Ltd	Softcare Ltd	2698 HK	中国香港联合交易所	中国香港	40,200	1,174,247.42	0.06

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	占基金资
----	------	------	------	-----	------	------

					(人民币 元)	产净值比 例 (%)
1	SPDR Bridgewater All Weather ETF	ETF	交易型开 放式	SSgA Funds Manageme nt Inc	172,788,12 9.51	9.44
2	Invesco Nasdaq 100 ETF	ETF	交易型开 放式	Invesco Capital Manageme nt LLC	133,286,64 1.82	7.29
3	iShares Core S&P 500 ETF	ETF	交易型开 放式	BlackRock Fund Advisors	92,352,837 .22	5.05
4	Motley Fool 100 Index ETF	ETF	交易型开 放式	Motley Fool Asset Manageme nt LLC	70,210,321 .92	3.84
5	State Street SPDR Portfolio S&P 500 Growth ETF	ETF	交易型开 放式	SSgA Funds Manageme nt Inc	67,540,314 .86	3.69
6	Vanguard Intermediat e-Term Bond ETF	ETF	交易型开 放式	Vanguard Group Inc/The	66,559,818 .77	3.64
7	Capital Group Dividend Value ETF	ETF	交易型开 放式	Capital Research and Manageme nt Co	60,760,272 .10	3.32
8	iShares Expanded Tech Sector ETF	ETF	交易型开 放式	BlackRock Fund Advisors	59,616,024 .51	3.26
9	SPDR Gold Shares	ETF	交易型开 放式	State Street Global Advisors Inc	54,371,808 .79	2.97
10	iShares MSCI China ETF	ETF	交易型开 放式	BlackRock Fund Advisors	53,348,765 .68	2.92

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	2,032.25
2	应收证券清算款	-
3	应收股利	436,453.72
4	应收利息	-
5	应收申购款	23,498,973.91
6	其他应收款	-
7	待摊费用	-
8	其他	-
9	合计	23,937,459.88

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	1,673,082,836.92	7,109,771.07
报告期期间基金总申购份额	166,238,754.10	103,193,828.02
减：报告期期间基金总赎回 份额	86,651,792.35	6,203,320.14
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	1,752,669,798.67	104,100,278.95

§ 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 4 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>