南方全球精选配置证券投资基金 2026 年第 3 季度报告

2026 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：2026 年 10 月 27 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约定，于 2026 年 10 月 23 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 2026 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	2,141,604,187.41 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	MSCI 世界指数（MSCI World Index）收益率×36%+MSCI 新兴市场指数（MSCI Emerging Markets Index）收益率×18%+彭博全球综合指数（Bloomberg Global-Aggregate Total Return Index Value Unhedged USD）收益率×36%+中债-综合财富（1-3 年）指数收益率×10%。	
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（人民币）
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	1,737,126,198.79 份	404,477,988.62 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	

注：南方全球精选配置股票（QDII-FOF）A 含 A 类人民币份额（份额代码：202801）及 A 类美元现汇份额（份额代码：028325），交易代码仅列示 A 类人民币份额代码。

§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（2026 年 7 月 1 日－2026 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（人民币）
1.本期已实现收益	19,255,269.13	2,718,396.34

2.本期利润	-71,639,491.28	-14,390,106.92
3.加权平均基金份额本期利润	-0.0375	-0.0384
4.期末基金资产净值	1,725,975,398.08	398,890,087.76
5.期末基金份额净值	0.9936	0.9862

注：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；

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	-3.51%	0.56%	-0.67%	0.77%	-2.84%	-0.21%
过去六个月	3.31%	0.75%	14.79%	0.96%	-11.48%	-0.21%
过去一年	2.49%	0.71%	12.96%	0.88%	-10.47%	-0.17%
过去三年	15.13%	0.78%	65.67%	0.80%	-50.54%	-0.02%
过去五年	-9.60%	0.98%	60.08%	0.84%	-69.68%	0.14%
过去七年	12.71%	1.02%	96.17%	0.98%	-83.46%	0.04%
过去十年	39.74%	0.94%	150.11%	0.89%	-110.37%	0.05%
自基金合同生效起至今	12.49%	1.07%	115.80%	1.06%	-103.31%	0.01%

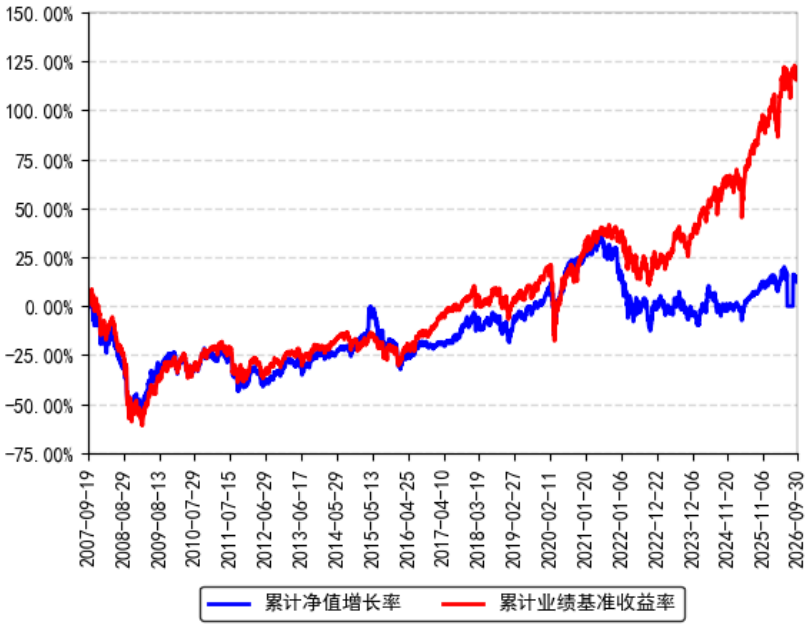
南方全球精选配置股票（QDII-FOF）C（人民币）

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	-3.63%	0.56%	-0.67%	0.77%	-2.96%	-0.21%
过去六个月	3.04%	0.76%	14.79%	0.96%	-11.75%	-0.20%
过去一年	1.94%	0.71%	12.96%	0.88%	-11.02%	-0.17%

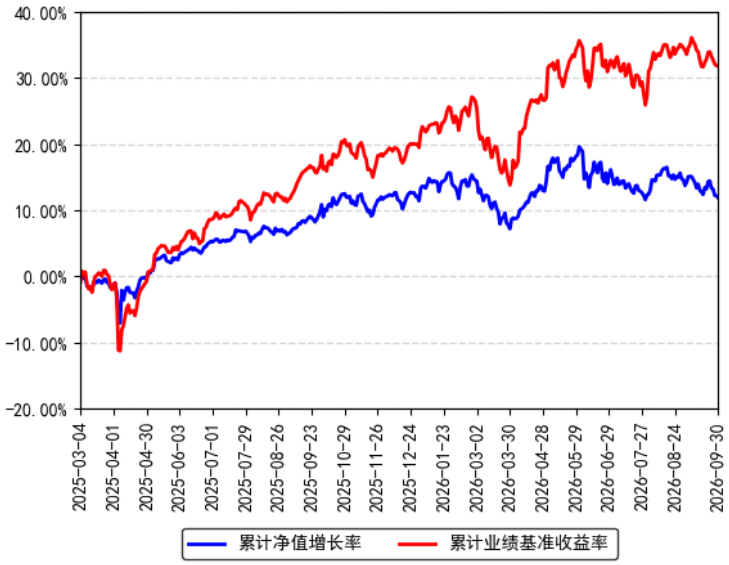
自基金合同生效起至今	11.88%	0.71%	31.78%	0.92%	-19.90%	-0.21%

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（人民币）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：1、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。2、本基金从 2026 年 8 月 24 日起新增 A 类美元现汇份额，A 类美元现汇份额自 2026 年 8 月 25 日起存续。

注：本基金业绩比较基准自 2026 年 9 月 21 日起由“MSCI 世界指数（MSCI World Index）×60%+MSCI 新兴市场指数（MSCI Emerging Markets Index）×40%”变更为“MSCI 世界指数

（MSCI World Index）收益率×36%+MSCI 新兴市场指数（MSCI Emerging Markets Index）收益率×18%+彭博全球综合指数（Bloomberg Global-Aggregate Total Return Index Value Unhedged USD）收益率×36%+中债-综合财富（1-3 年）指数收益率×10%”。

§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	-	11 年	中国国籍，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，现任国际投资部总经理；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；2026 年 1 月 23 日至今，任南方达元债券基金经理；2026 年 4 月 2 日至今，任南方中国新兴经济 9 个月持有期混合（QDII）基金经理。
张其思	本基金基金经理	2026 年 8 月 7 日	-	12 年	中国国籍，波士顿大学数理金融硕士，特许金融分析师（CFA）、金融风险管理师（FRM），具有基金从业资格。曾先后就职于美国 Charles River Development、Citizens Financial Group，历任固定收益部分析员、资本管理部量化分析师。2017 年 4 月加入南方基金，历任数量化投资部研究员、指数投资部研究员、国际业务部研究员。2020 年 6 月 2 日至 2021 年 3 月 26 日，任南方原油基金经理助理；2024 年 5 月 21 日至 2025 年 11 月 17 日，任南方恒生科技指数发起（QDII）基金

					经理；2025 年 4 月 11 日至 2026 年 8 月 7 日，任南方顶峰 TOPIX ETF（QDII）基金经理；2025 年 4 月 18 日至 2026 年 8 月 7 日,任南方基金南方东英富时亚太低碳精选 ETF（QDII）、南方亚太精选 ETF 联接（QDII）基金经理；2021 年 3 月 26 日至今，任南方道琼斯美国精选 REIT 指数（QDII-LOF）、南方原油（QDII-FOF-LOF）基金经理；2022 年 11 月 29 日至今，任南方纳斯达克 100 指数发起（QDII）基金经理；2025 年 3 月 7 日至今，任南方标普 500ETF（QDII）基金经理；2025 年 4 月 11 日至今，任南方基金南方东英沙特阿拉伯 ETF（QDII）、南方中证香港科技 ETF（QDII）基金经理；2025 年 6 月 6 日至今，任南方港股数字经济混合发起（QDII）基金经理；2025 年 9 月 12 日至今，任南方国证港股通创新药 ETF 基金经理；2025 年 10 月 22 日至今，任南方中证港股通 50ETF 基金经理；2025 年 10 月 29 日至今，任南方中证港股通互联网 ETF、南方恒生科技 ETF（QDII）基金经理；2025 年 11 月 12 日至今，任南方中证港股通高股息投资 ETF 基金经理；2025 年 11 月 17 日至今，任南方恒生科技 ETF 发起联接（QDII）基金经理；2026 年 3 月 24 日至今，任南方中证港股通 50ETF 联接基金经理；2026 年 8 月 7 日至今，任南方全球精选配置股票（QDII-FOF）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	6	4,150,520,933.38	2021 年 11 月 19 日
	私募资产管理计划	2	256,299,641.50	2025 年 03 月 17 日
	其他组合	2	6,162,840,549.6	2024 年 03 月

			2	20 日
	合计	10	10,569,661,124.50	-

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》及其他有关法律法规的规定及本基金基金合同的约定，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，不存在损害基金份额持有人利益的行为。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 8 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 2026 年三季度，全球权益市场震荡分化，巴西 IBOVESPA 指数上涨 8.32%、恒生指数上涨 7.57%、东证指数上涨 2.85%、标普 500 指数上涨 2.03%，欧洲斯托克 600 指数下跌 1.07%、沪深 300 指数下跌 12.49%、韩国综合指数下跌 19.33%。韩国央行、欧洲央行、美联储相继加息，美国 10 年期国债收益率由 4.44%升至 5.29%，日本 10 年期国债收益率由 2.69%升至 3.06%、季内高点 3.08%为 1996 年以来最高，德国 10 年期国债收益率由 2.84%升至 3.58%。商品内部分化，原油领涨，WTI 原油上涨 30.10%、CRB 商品指数上涨 19.19%、LME 铜上涨 8.59%、COMEX 黄金上涨 3.36%、COMEX 白银上涨 2.35%。

定价主线方面，AI 链缺乏新验证新叙事逐步解除抱团的情况下，三季度资金在各资产内部轮转，交易、宏观因素主导市场定价。

七月韩国单股杠杆 ETF 的强制去杠杆外溢到全球 AI 硬件链。韩国央行 7 月 16 日加息 25 个基点至 2.75%、为 2023 年以来首次，叠加监管预告收紧单股杠杆 ETF、新规 7 月 31 日生效前触发集中追保与强平，7 月 28 日至 29 日出现史上首次连续两日熔断，单股杠杆 ETF 的实际风险敞口由 6 月 25 日峰值的 98.42 万亿韩元降至 7 月 28 日的 28.08 万亿、降幅 71.5%。韩国综合指数 7 月下跌 22.19%、为史上最差单月，并经由 AI 硬件链外溢至全球，费城半导体指数 7 月下跌 20.61%、纳斯达克 100 指数下跌 6.61%、日经 225 指数下跌 8.14%。本轮下跌主因估值收缩，盈利端未见拐点，四大云厂商 2026 年资本开支指引合计上调至约 7300 亿美元。

八月主线为估值修复，实际利率回落给风险资产留出空间。美国 10 年期国债实际收益率月内在 2.32%至 2.44%区间震荡、月末报 2.44%，较 7 月末的 2.47%小幅回落，贵金属涨幅居前，COMEX 黄金上涨 9.47%、COMEX 白银上涨 15.64%；权益端科技链普遍回升但内部分化，软件与云领涨，标普北美科技软件指数 ETF（IGV）上涨 16.28%、云计算 ETF（SKYY）上涨 15.62%，标普 500 信息技术指数上涨 6.19%、纳斯达克 100 指数上涨 4.18%、纳斯达克指数上涨 3.93%，而七月跌幅最深的半导体仅小幅回升、费城半导体指数上涨 1.98%；区域上中国台湾加权指数上涨 6.98%、韩国综合指数上涨 3.40%、日经 225 指数上涨 3.03%，反弹幅度居前。

九月美伊冲突升级地缘再定价，美国 10 年期国债收益率 9 月 15 日升至 5.00%，美联储随后于 9 月 16 日加息，宏观因素再度冲击风险资产。8 月 17 日美伊谅解备忘录到期、8 月 31 日美伊互袭升级，WTI 原油 9 月 10 日再次站上 100 美元/桶。通胀冲高的同时全球加息周期亦重启，欧洲央行 9 月 10 日加息 25 个基点至存款便利利率 2.50%、全票通过，美联储加息 25 个基点至 3.75%-4.00%、为 2023 年以来首次，12 票对 0 票全票通过，点阵图中 18 位参与者有 16 位预期年内还会再加一次。九月久期长、现金流少的资产跌幅大，标普 500 公用事业指数下跌 6.14%、道琼斯美国精选 REIT 指数下跌 5.82%、道琼斯美国红利 100 指数 ETF 下跌 6.02%、罗素 2000 指数下跌 5.40%、COMEX 黄金下跌 6.32%、COMEX 白银下跌 9.71%，而有盈利支撑的科技板块上涨，费城半导体指数上涨 9.48%、标普 500 信息技术指数上涨 4.42%、纳斯达克 100 指数上涨 3.23%。

过去半年，笔者和团队走访了不少行业和公司，最深的感受是冷热不均。餐饮、服饰、零售等内需消费企业普遍提到客流在下滑、客单价在走低，经营以收缩为主；而电力设备、光模块和半导体设备零部件公司的订单已经排到了明年、后年，产线满负荷运转，扩产都赶不上下游的需求。

同一个经济体里，冷热差距如此之大，就像字母 K 一样分成了两支：一支向上，一支向下。

如果把视角拉到全球，这种分化同样存在。今年以来，笔者和团队先后去了美国、欧洲、日本和韩国，发现 K 型分化不只发生在一国之内，也发生在国家之间：有的经济体信用重新扩张，财政大举投向实体产业，有的则在去杠杆、化旧债；而在同一个国家里，资本开支相关行业景气高涨，普通居民却在高通胀中开始追求“质价比”。

这些观察让笔者很好奇：K 型分化到底是怎么产生的？过去几年市场上的投资机会，能否放进一个统一的框架来理解？这个框架里还有哪些机会没有被充分定价？资产配置上又该如何应对？下文尝试逐一展开。

一、各国私人部门（非金融）信用周期已经明显错位

最初引起笔者思考的，是我司一位基金经理调研欧洲回来后的一句话：这两年英国私人部门的信贷增速，都快赶上我们了。所以我们先从一个基础指标看起，也就是私人非金融部门（企业和居民）的信贷增速。

根据国际清算银行的数据，中国这一指标在 2020 年为 10.8%，到 2025 年四季度已降至 5.5%，几乎减半；截至 2026 年 6 月仍在下行，期间也没有出现像样的反弹。这说明过去依靠信用扩张拉动增长的模式，已经发生了结构性的变化。

美国、欧元区和英国走的是另一条路：疫情期间信贷快速冲高，2022 年至 2024 年迅速回落，2024 年起又出现了重新回升的迹象。日本则逆势走强，信贷增速升至 5%左右，终于走出了长期通缩。同样是疫情后的五年，主要经济体的信用周期各走各路，而这种错位，正是分化的起点。

二、逆全球化的投资使得主要经济体出现周期错位

分化的根源在哪里？笔者认为在于逆全球化。

关税壁垒、供应链重构和安全诉求叠加在一起，企业选择生产基地时，已经不能只看成本，还得考虑供应是否安全，于是产能开始向本土或友好国家回流。产能搬迁需要巨额投入，企业很难独自承担，最终往往由政府财政来买单。

财政赤字率的变化印证了这一点。按国际货币基金组织的统一口径，美国赤字率从疫情前的 5.3%升至 7%以上，欧元区从 0.5%升至 3.7%，日本预计到 2030 年将从 2.5%扩大到 5.3%。更值得留意的是钱花到了哪里：美国的芯片法案和通胀削减法案、欧洲的重新武装计划、日本的半导体振兴计划，都是把财政支出从居民转移支付转向产业补贴和资本开支，财政正在从“服务型”转向“投资型”。

中国的赤字率按 IMF 广义口径，也从 2018 年的 4.2%上升到 2025 年预计的 8.6%，但用途有本质区别：这部分资金主要用于化解地产和城投的存量债务、稳定总需求，而不是新增产能投资。海外在补产能，中国在去杠杆，两者恰好处在镜像的两端。

三、投资驱动的增长，必然伴随 K 型分化

如果把 GDP 增长拆成投资和消费来看，结论会更直观。对比 2025 年和 2018 年：英国投资对增长的拉动从-0.04 个百分点升至 0.77 个百分点，欧元区 2025 年约一半的增长来自投

资，日本也从 0.3 升至 0.4；消费方面，英国、韩国明显走弱，欧元区小幅回落，只有美国和日本保持了韧性。海外主要经济体正在从消费驱动转向投资驱动，或者投资消费双驱动。

当经济主要靠投资驱动时，产出和利润会向资本端、产能端集中，劳动报酬和居民消费相对受损，资产持有者与工薪阶层、资本密集型行业与服务业之间的差距也随之拉大。所以说，K 型分化本身就是这种增长模式的结果。

其实，这种模式在中国早已得到验证。过去二十多年，中国一直是典型的投资驱动型经济体，只不过投资的主角不是 AI，而是土地财政驱动下的城市化。中国也因此一直是一个 K 型分化的经济体，只是分化长期被高速增长所掩盖。

国内 K 型分化的起点在房地产。2000 年前后住房商品化全面铺开，有没有房、有几套房，从一开始就决定了家庭财富的走向。国家统计局新建住宅价格定基指数以 2000 年为 100，到 2021 年升至 325，期间 2008 年和 2014 年前后的调整都只是小波动。有房家庭的资产水涨船高，无房家庭主要靠工资积累，财富差距就这样被拉开了。

财富的分化，也映射到了消费上。2021 年之前，表面上看消费一直在升级，大家从淘宝走向天猫，再到京东，“消费升级”也成了那些年最热门的投资主线之一。但这反映的主要是有资产群体的消费，大量“五环外”的人群被忽略了：他们没有分享到房产增值的红利，实际购买力相对缩水，对极致性价比的需求一直都在，而且越来越强。

拼多多正是抓住了这部分需求。作为电商行业的后来者，它的 GMV 份额从 2017 年的约 2%提升至 2024 年的约 21%，同期淘天份额从约 70%降至约 37%。在一个看似早已固化的行业里，后来者能抢下五分之一的市场，靠的并不是更会做消费升级，而是看到了 K 型的另一端。也就是说，即便在经济上行期，中国的消费也一直是升级和降级两条线并行。

2021 年以后房价进入深度调整，二手住宅价格指数较峰值回落约两成，部分城市跌幅达到三至四成，分化从财富端进一步传导到更多家庭的消费决策上。这段经历的启示是：K 型的两端都会创造需求，但市场和政策的注意力往往只聚焦在其中一端。

四、用 K 型框架重新梳理和审视被忽视的投资机会

理解了分化的成因，再回头看过去几年的市场主线，很多看似零散的机会都能放进同一个框架：AI 硬件、有色金属、黄金的上涨，对应的是 K 型上沿的 AI 资本开支扩张和财政驱动的逆全球化投资。接下来，我们不妨再看看 K 型下沿的机会，以及独立于 K 型的机会。

（一）K 型上沿：热门方向已被市场充分定价，全球银行可能是被忽略的一环

K 型上沿的驱动力主要有两个：一是逆全球化带来的再工业化，各国通过财政补贴推动产能回流和国防建设；二是 AI 基础设施投资，科技巨头持续加码算力、数据中心和配套电力。受益的资产首先是资本品，包括 AI 硬件产业链和军工；其次是有色金属和能源等实物资产，需求旺盛而供给扩张缓慢；再次是黄金，财政赤字和地缘冲突提升了它的储备价值。这些逻辑市场都看得很清楚，仓位和拥挤度处在高位，继续追逐赚的更多是趋势延续的钱，一旦预期边际变化，回撤也会更剧烈。

相比之下，上沿中有一类资产的拥挤度没有那么高，那就是全球性银行。过去十几年，欧美日的银行都困在低利率甚至负利率的环境里，息差被持续压缩，估值长期低迷。如今利率中枢明显抬升，息差得到修复；再工业化又带动信贷需求回升，日本信贷增速升至 5%左右就是信号。息差和规模同时改善，海外银行的盈利进入了上行周期，当然估值也已抬升到比较合理的水平。笔者调研京都银行时，据公司介绍受益于周边众多的制造业企业，尽管利率明显上升，企业信贷需求依然旺盛。

需要区分的是，全球性银行和中国的银行是两类不同的资产。海外银行的盈利高度依赖利率和信贷周期，是典型的周期股；中国的银行则处在利率下行、信贷放缓的环境中，盈利平稳、估值较低、股息率较高，更接近红利低波资产。同样叫“银行”，前者是 K 型上沿的顺周期品种，后者则是对冲分化的防御性底仓。后文的数据也显示，A 股银行与科技成长板块之间是负相关的。

（二）K 型下沿之一：日韩企业退出，中国企业补位

K 型下沿的第一条线索，来自 AI 基础设施投资和制造业升级所带来的供给出清。化工、面板、轮胎、家电、消费电子等行业，过去长期产能过剩、价格竞争激烈，常被视为“夕阳行业”。但供给出清不只发生在国内，在全球范围内也在同步进行。

在调研日韩企业时，笔者有一个很深的感受：几乎所有公司都不约而同地把资本开支投向半导体材料、存储、先进封装和精密设备等 AI 相关领域，同时主动收缩传统面板、家电和消费电子等相对低端的业务，就连松下这样传统的公司，也在着手优化业务结构。AI 基础设施投资，为日韩制造业打开了又一次产业升级的窗口。

另一方面，在相对低端的制造环节，日韩企业已经很难与中国企业竞争。中国企业依托完整的供应链、规模效应和工程师红利，能以更低的成本做出同等甚至更好的产品，日韩企业也就自然选择出售或退出。对中国企业来说，这反而是填补市场的机会：海外竞争者让出产能和份额，行业集中度提升，龙头的定价能力随之增强，面板和家电的全球份额持续向中国集中就是例证。

这类机会不依赖需求的高增长，而依赖供给格局的重塑。投资时可以关注三点：全球产能是否真正退出，海外竞争者是否在出售相关业务，国内龙头的现金流和分红能力是否在改善。一旦行业从“扩产期”进入“收获期”，这些公司往往会从周期股逐渐转变为现金流稳定的价值股，估值也有望重估。

（三）K 型下沿之二：欧美消费者的“质价比”消费，消费需求的降级

K 型下沿的第二条线索，来自欧美消费者在高通胀中对“质价比”的追求。居民并不是不消费，而是更看重价格与品质的平衡，这恰好遇上了中国产品的智能化升级和性价比优势：摩托车、黑电、白电、轮胎、消费电子等行业的中国企业在海外持续扩大份额，日韩企业的退出又加快了这一进程。总的来说，上沿的热门方向大家都看得见，而拥挤度不高的全球性

银行和整个下沿，需要换个视角才能发现，风险收益比可能更有吸引力。更有意思的是，尽管宏观上 K 型两端正在共振，在资产表现上两端却往往呈现出一定的负相关。

五、创新药：独立于宏观分化的产业趋势

有没有完全独立于宏观分化的机会？笔者认为有，生物创新药就是其中之一。它的发展节奏主要取决于技术突破和专利周期，与信贷周期、财政方向的关联较弱。有意思的是，创新药行业内部同样呈现出 K 型结构。

上沿是新技术平台的快速放量。抗体偶联药物（ADC）的代表品种 Enhertu，2025 年销售额 49.8 亿美元，三年间增长到原来的四倍；小核酸降脂药 Leqvio，2025 年销售额 12 亿美元，四年增长约一百倍；GLP-1 类药物司美格鲁肽全系列，2025 年销售额 361 亿美元，暂居全球药品销售榜首。

下沿是传统重磅药的专利悬崖。全球最畅销的 PD-1 药物 K 药（帕博利珠单抗），2025 年销售额 317 亿美元，美国核心专利将于 2028 年到期。参照修美乐的先例，专利到期后两年内，近一半份额被生物类似药替代。而生物类似药和双抗恰好是中国药企的优势领域，对外授权明显提速。

资本市场的交易数据也印证了这种独立性，或者说与 K 型行业之间的低相关性。过去一年，港股通创新药 ETF 与费城半导体指数的日收益相关系数仅为 0.036，按 5 日收益计算也只有 0.039，说明低相关并不是交易时差造成的。

六、红利资产：从高股息率的稀缺性到稳定股息增长的稀缺性

红利资产是一个绕不开的话题。在 K 型分化的进程中，无风险利率持续下行，处于 K 型下沿的经济体里，能稳定回报股东的公司越来越稀缺，市场也愿意为这份确定性支付更高的价格。回顾欧洲、加拿大等地长期利率下行的时期，红利资产确实都取得了不错的回报。

最近十年（2016 年 9 月底至 2026 年 9 月中旬），按含股息再投资的全收益口径，A 股、港股和成熟市场的红利资产全部取得了正收益。中证港股通高股息十年累计上涨 240%，年化收益超过 13%；欧洲、加拿大、美国的高股息 ETF 年化收益也都在 10%以上。当然这类资产也有风险，年化波动率多在 16%至 22%，最大回撤从两成多到四成多不等，但在利率中枢下移的环境里，“低波动加稳定现金流”一直在被重新定价。其中红利低波策略最大回撤 27.5%，夏普比 0.42，风险调整后的表现相当稳健。

不过和两年前相比，红利投资的环境已经不一样了。一眼就能看出被低估的红利资产越来越少，不少公司的股息率已经收敛到 4%以内。用债券的逻辑看，无风险利率加上约 200 个基点的风险溢价，大致就是当下的定价中枢。但在资金持续流入、价格被推高的同时，市场也容易忽略：很多公司其实没有想象中那么稳定，周期波动、格局变化或一次性分红，都可能让股息率难以持续。

因此笔者认为，当前红利资产中最稀缺的已经不是高股息率，而是每股分红（DPS）的稳定增长。它背后需要商业模式和竞争壁垒，来支撑每股收益（EPS）的稳定增长或派息比

例的提升，最终都指向资本回报的改善。在红利资产整体被重估之后，稳定的增长反而成了其中最稀缺的部分。

七、价值主张表达与全球化扩张：两类在经济逆风期具备韧性的公司

还有一类机会，来自两种在经济逆风期具备韧性的公司：一种在特定客群中建立了局部的垄断地位，另一种则真正走向了全球。

先看一个案例。某互联网公司凭借社交属性建立的壁垒，在中国上市公司中几乎无人能及，但它的营收增速与 M1-M2 剪刀差（衡量资金活跃程度的常用指标）在过去十年的相关系数高达 0.86。可见壁垒再高，在经营层面也很难完全摆脱宏观周期的影响。

能在宏观逆风中保持韧性的公司，关键往往在于捕捉到了消费者从“社会认同消费”转向“自我价值表达”的趋势，把品牌价值从功能、体验层面迁移到文化、精神层面，从而掌握定价权。比如某酒店以“深睡”体验为核心，让中端酒店实现了溢价，零售收入占比接近一半；一些设计师服装品牌约八成零售额来自会员复购，基本摆脱了客流周期；户外、跑步等领域的品牌也依靠各自圈层实现了快速增长。归根结底，关键在于能否持续为消费者创造便宜之外的价值。

第二类能够穿越周期的，是真正实现了全球化的公司。当国内需求处于 K 型分化之中，能把市场扩展到全球的公司，就不再只依赖单一经济体的周期。笔者在过往的报告中曾总结过，一家公司要成为真正的全球化公司，通常需要满足几个条件：

第一，产品满足的是全球共通的需求，品类本身具备普适性，不依赖某一地区特有的消费习惯；第二，产品力在核心功能上领先，依靠口碑而不是补贴获得用户；第三，拥有可以复制到不同市场的结构性优势，无论是技术、成本还是供应链；第四，管理层具备全球化视野，用全球标准来定义产品，而不是把国内经验简单搬到海外。

这些条件看似各不相同，本质上指向同一件事：企业家认知的全球化。企业首先要相信全球消费者对好产品的判断标准是相通的，同时也要相信本地人更了解本地市场，本地化运营同样关键。

这一点，笔者在调研日本运动品牌亚瑟士（ASICS）时感受尤其深刻。笔者问公司，亚瑟士是如何实现全球化的？得到的公司回答出乎意料地简单，把跑鞋做好，把产品做好。全球消费者对好产品的要求其实大同小异，产品做好了，自然就全球化了。

那一刻笔者恍然大悟。很多时候，大家希望借助本地化营销、渠道铺设、流量投放等复杂手段来实现全球化，这些当然重要，但如果产品本身不够好，再多的运营也只是“用力过猛”。对投资者而言，与其看一家公司在海外开了多少门店、投了多少广告，不如先看它的产品在全球消费者眼中是否足够好。

八、资产配置：从哑铃结构应对 K 型分化，到高利率环境下收紧风险偏好

（一）回顾：用哑铃结构应对 K 型分化的世界

笔者用过去一年的交易数据测算了 A 股主要板块的相关性。科创 50 与半导体的相关系数高达 0.971，与通信也有 0.80，看似分散在三个科技方向上的仓位，其实是同一笔风险暴露。相反，科技板块与银行、红利低波之间呈负相关，相关系数在-0.35 至-0.45 之间。这正是 K 型分化在交易层面的体现，也解释了为什么过去一年红利和科技行情很难兼得。

放眼全球，情况也类似。纳斯达克与标普 500 的相关系数为 0.962，在两者之间切换并不能分散风险；费城半导体与韩国股市的相关系数为 0.817，半导体本质上是一条全球化的产业链。所以在过去 K 型分化的环境中，哑铃结构是应对分化的有效方式：一端配置上沿的科技成长，分享产业趋势的弹性；另一端配置银行、红利等低波资产，借助负相关来平滑组合波动。

（二）展望：Higher for Longer，重新检验资产质量

不过展望后续，宏观环境正在发生变化，资产配置的思路也需要随之调整。当前全球重新步入加息周期，更值得关注的是债券的供给端：一方面，各国政府为再工业化、国防建设和存量债务付息持续扩大赤字，国债发行居高不下；另一方面，AI 企业的资本开支越来越难以完全靠自有现金流覆盖，科技巨头和数据中心运营商的发债需求持续攀升。两端的融资需求叠加，将持续推动美债利率上行。

在这样的环境下，央行货币政策对债券市场利率的引导作用相对有限。即便政策利率按兵不动，长端利率也可能因为供给压力和期限溢价的回升而居高不下，“higher for longer”或许会成为未来一段时间的常态。

高利率对不同资产的影响并不对称。低利率时期，充裕的流动性掩盖了许多问题，高估值、高杠杆、依靠外部融资扩张的资产都能有不错的表现；而当资金成本持续抬升，这些相对脆弱的资产往往会出现较大的回撤。全球市场又到了检验资产质量、检验现金流充裕度、检验业绩增速的时候：估值能否被业绩增长消化，现金流能否覆盖资本开支和分红，资产负债表能否承受更高的融资成本。

因此，笔者建议在保持资产配置分散的基础上，适度收紧风险偏好：降低对高估值、高杠杆、依赖外部融资的资产的暴露，更多地向现金流充裕、资产负债表稳健、业绩增速能够兑现的优质资产集中，前文讨论的每股分红稳定增长的红利资产、具备定价权和全球化能力的公司，正是这类资产的代表。接下来的一段时间，不妨系好安全带，收紧风险偏好，平稳度过这一轮高利率环境的考验。

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 0.9936 元，报告期内，份额净值增长率为-3.51%，同期业绩基准增长率为-0.67%；本基金 C 份额净值为 0.9862 元，报告期内，份额净值增长率为-3.63%，同期业绩基准增长率为-0.67%。

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	7,407,992.92	0.34
	其中：普通股	7,407,992.92	0.34
	存托凭证	-	-
2	基金投资	2,040,964,754.65	92.75
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	125,697,586.39	5.71
8	其他资产	26,342,474.44	1.20
9	合计	2,200,412,808.40	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	7,407,992.92	0.35

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	3,360,611.29	0.16
非必需消费品	-	-
必需消费品	-	-
医疗保健	-	-
金融	-	-
科技	4,047,381.63	0.19
通讯	-	-
公用事业	-	-
房地产	-	-
政府	-	-
合计	7,407,992.92	0.35

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	Ingenic Semiconductor Co Ltd	北京君正集成电路股份有限公司	3223 HK	中国香港联合交易所	中国香港	50,400	4,047,381.63	0.19
2	RoboTechnik Intelligent Technology Co Ltd	罗博特科智能科技股份有限公司	3757 HK	中国香港联合交易所	中国香港	9,600	3,360,611.29	0.16

注：本基金对以上证券代码采用当地市场代码。

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	State Street Bridgewater All Weather ETF	ETF	交易型开放式	SSgA Funds Management Inc	240,830,707.94	11.33
2	Invesco Nasdaq 100 ETF	ETF	交易型开放式	Invesco Capital Management LLC	97,285,189.67	4.58
3	Harbor Commodity All Weather Strategy ETF	ETF	交易型开放式	Harbor Capital Advisors Inc	83,308,802.72	3.92
4	Capital Group Dividend Value ETF	ETF	交易型开放式	Capital Research and Management Co	83,178,241.86	3.91
5	T Rowe Price Technology ETF	ETF	交易型开放式	T Rowe Price Associates Inc	79,842,462.54	3.76
6	Fidelity Managed Futures ETF	ETF	交易型开放式	Fidelity Diversifying Solutions LLC	78,883,114.39	3.71
7	ProShares	ETF	交易型开	ProShare	75,687,498	3.56

	Ultra S&P500		放式	Advisors LLC	.19	
8	VictoryShares Free Cash Flow ETF	ETF	交易型开放式	Victory Capital Management Inc	73,928,981.57	3.48
9	iShares Core MSCI Canadian Quality Dividend Index ETF	ETF	交易型开放式	BlackRock Asset Management Canada Ltd	66,287,719.58	3.12
10	iShares Expanded Tech Sector ETF	ETF	交易型开放式	BlackRock Fund Advisors	66,217,512.84	3.12

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

本基金投资的前十名证券的发行主体本期没有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。

5.10.2 声明基金投资的前十名股票是否超出基金合同约定的备选股票库。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）没有超出基金合同约定的备选股票库，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	1,931.45
2	应收证券清算款	22,079,820.19
3	应收股利	233,221.22
4	应收利息	-
5	应收申购款	3,633,387.57
6	其他应收款	394,114.01
7	待摊费用	-
8	其他	-
9	合计	26,342,474.44

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（人民币）
报告期期初基金份额总额	2,063,884,226.85	367,266,712.97
报告期期间基金总申购份额	52,819,904.14	151,050,302.45
减：报告期期间基金总赎回份额	379,577,932.20	113,839,026.80
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	1,737,126,198.79	404,477,988.62

注：本基金 A 类份额变动含 A 类人民币份额及 A 类美元现汇份额。

§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 2026 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