

黄金不再是必选项 FOF多元配置走上求变之路

“暂时不会再参与黄金投资了，除非这类资产的波动回归正常。”一位公募机构的FOF基金经理近期向中国证券报记者表示，短期来看，黄金在多元资产配置中的角色定位似乎已经发生了变化。“自从金价在多个交易日和权益市场同涨同跌，我们就开始思考其避险属性的配置意义。”

在传统多元资产配置框架中，黄金长期被视为抵御波动、平衡风险的“压舱石”。然而，当它的价格走势开始与权益市场同频共振，其避险光环便遭遇了严峻的质疑。这不仅仅是一种资产的短期异动，更折射出曾被许多FOF基金经理奉为圭臬的配置策略——依赖“黄金+纳指+红利”等组合来穿越周期——正在被动摇。当旧的“稳定器”暂时失灵，专业的投资者不得不深思：在复杂的市场环境中，多元配置的真正韧性究竟源于对历史路径的依赖，还是源于对宏观变化的持续研判与资产间的动态再平衡？

● 本报记者 魏昭宇



视觉中国图片

“有些类似于1978年11月第二次石油危机叠加货币政策紧缩预期提升时的情况，当时黄金也是在前两年累积了大量获利盘所以遭遇了集中抛售。”谈及目前的黄金市场，张芸认为，黄金目前处于缓慢修复阶段，经过大幅抛售后，筹码结构在一定程度上出清，但波动率及夏普等风险收益特征已与前两年完全不同，仍需要一定时间和催化因素才能重新进入上行通道。

值得一提的是，从多元资产配置的角度来看，因黄金以往与权益资产的弱相关性，黄金主题基金一直是FOF基金经理的“心头好”。从重仓数量的角度看，Wind数据显示，2024年末，华安黄金ETF成为被FOF重仓数量最多的基金，共有55只FOF重仓华安黄金ETF。2025年的一、二、三季度，华安黄金ETF一直“霸榜”，成为被FOF重仓数量最多的基金。直到2025年末，这一宝座才让位于海富通中证短融ETF。但华安黄金ETF被FOF的重仓数量依然居高不下，位列第二。

更有不少FOF基金经理，“下重手”配置黄金资产。截至2025年末，以海富通聚优精选为例，该基金购买了工银黄金ETF等五只黄金主题ETF。再比如，国泰民安养老老2040三年在2025年年末重仓了三只黄金股ETF和一只金珠宝主题的主动权益基金，这四只基金占FOF基金净值比重超30%。

多元配置角色生变

短期来看，黄金在多元资产配置中的角色似乎需要被重新审视。在张芸看来，多资产配置投资者原本配置黄金的核心目的是为股票资产提供低相关性和有一定防御性的多样

化收益来源。当黄金的实际表现与其原本功能定位不符时，她认为还是有必要重新评估其资产定位，尽管中长期仍看好其配置价值。“黄金在传统多元资产配置中被赋予‘低相关性’和‘避险资产’的角色，但近期其与风险资产（如美股）的相关性明显变高，在避险场景中与其他资产共振下跌甚至跌幅高过股票资产，短期失去了防御作用。”

“若黄金避险属性失灵、波动出现极端异常，则不宜再将其视为组合‘稳定器’而被动持有。此时应积极调整配置，寻找其他具有低相关性的资产进行替代，并严格执行投资纪律。”一位来自北京公募的FOF基金经理透露，自己已经在3月末清掉了黄金主题基金的绝大部分仓位。

还有哪些品类可以承担与权益资产低相关性的角色？张芸透露，豆粕等资产目前关注度不算高，筹码结构较好的农产品类资产值得关注。

汇丰晋信基金FOF投资总监何喆表示，如果从多元资产配置的角度来看，团队对黄金的排序还是比较高的，只是短期创新高的可能性不大，后续将持续关注黄金交易拥挤度和价格回撤程度来判断买入时点。“目前黄金的隐含波动率仍在比较高的位置，投资黄金的性价比在未来一段时间下降，短期来看，下行风险或高于上行风险。”

从投顾的角度来看，黄金的短期替代策略似乎有更多选择。谈及近期对黄金的操作，盈米东方金匠投顾团队表示，在实际操作层面，更多进行的是战术性调整，而非对整体配置框架的结构性改变。这主要是基于其前期涨幅较大，以及团队对未来金价波动性上升的预期。与此同时，团队增加了对绝对收益策

略的配置，例如CTA策略以及多策略FOF产品。这类策略在不同市场环境下具备更强的适应能力，也能够在不确定性较高的阶段提供更稳定的收益表现。

旧有配置策略或迎挑战

其实，黄金交易拥挤的现象已被市场讨论多时，其与权益资产短期相关性增强也引起了诸多投资者的注意。尽管去年黄金价格在数次剧烈波动中仍保持整体上行趋势，未引发过多质疑，但当前这一情况已显性化，值得投资者警惕。

事实上，不仅黄金如此，诸多FOF基金经理长期以来的配置策略也在面临挑战。有业内人士指出，过去较长时间里，“黄金+纳指+红利”这一组合被不少基金经理视为FOF多资产配置的正常胜将军，被认为能持续提供稳健收益，长期来看很难跑输市场。然而，这一策略所带来的超额收益稳定性正在被打破。

“经过本次危机后，多资产配置值得敲响警钟，2026年更需要重视风险控制，尤其是美元及美债收益率阶段性攀升、流动性紧缩预期提升以及多资产共振下跌的肥尾风险。包括黄金及美股等过往展现出高夏普的资产很难在今年继续维持过往水平，因此不能过度依赖历史数据。”张芸表示。

中国证券报记者了解到，随着黑天鹅事件频发、越来越多专业投资者正在深入思考，如何进一步优化多元资产配置的健康性。有观点指出，通过行业轮动、风格轮动的灵活调整，并持续深化对宏观环境的研判，才能拓展更多元的收益来源，提升组合的适应能力。

半导体掀涨价潮 相关主题产品持续吸金

● 本报记者 郝健

全球半导体行业正掀起新一轮涨价潮。受AI算力需求爆发、上游成本激增及地缘局势等多重因素叠加，德州仪器、英飞凌等国际巨头与国内头部厂商同步上调产品售价。业内人士认为，行业竞争重心正从“价格战”转向“利润保卫战”。与此同时，资本市场预期先行，年内已有超270亿元资金借道ETF密集涌入半导体板块。多位基金经理表示看好半导体设备与材料方向。

芯片厂商齐涨价

近期德州仪器、恩智浦、英飞凌三家厂商同步上调部分产品售价。德州仪器本轮涨幅在5%至85%之间，其中工业控制类产品涨幅最高，相关产品价格上涨幅度达到85%；汽车电子相关产品上涨18%至25%；消费电子领域涨幅为5%至15%。英飞凌主流产品涨幅在5%至15%之间，部分高端型产品价格甚至面临更大幅度的结构性上调。

不仅是国际厂商，国内半导体企业也面临同样的定价压力。3月31日，国内存储厂商普冉股份宣布对通用MCU相关产品上调价格。而在今年一季度，华润微电子、国科微、中微半导体等十余家国内企业已相继发布调价通知，部分MCU（微控制器）和Nor Flash（非易失性闪存芯片）产品涨价幅度达15%至50%。

上游成本的激增正不可避免地向终端消费市场传导。在汽车领域，终端车企面临的成本压力增大。智能手机行业同样告别了低价竞争，业内人士表示，AI算力革命挤压存储产能，叠加全产业链成本上涨，是手机行业进入利润保卫战的直接推手。

多重因素共振

此轮涨价的成因，并非单一维度的供给收缩，而是多重因素共同作用的结果。英飞凌在今年2月发布的涨价通知函中提及，半导体市场对功率开关和相关芯片出现巨大需求增长，主要源于人工智能数据中心的大量部署。为支撑这一需求，公司需要通过额外投资以扩大晶圆厂产能。同时，原材料和基础设施成本也在攀升。英飞凌表示，过去公司通过内部效率提升消化成本上升，目前已无法完全吸收，需要与客户共同分摊。

恩智浦在3月的涨价函中同样将价格调整归因于市场环境持续变化，推动原材料、能源、人工、物流及供应商投入等多个环节成本大幅上升。

针对上述芯片巨头的提价动作，银河基金的基金经理郑巍山分析认为，“这次大范围涨价并非单一因素造成，而是成本、需求、地缘、结构四重压力共同作用的结果。”他表示，从成本端看，地缘冲突推动原材料及能源价格上涨，海外晶圆厂的工业用电成本增加，厂商为了保住毛利，通过上调报价来转嫁这些不可控成本。从需求端看，AI需求爆发，厂商将更多资源倾斜向先进制程和先进封装，这导致原本分配给模拟芯片、电源管理的产能被挤压。从结构端看，供应缺口正在全链条蔓延。

此外，行业心态从“价格战”转向“利润保卫战”。郑巍山认为，“目前大厂率先提价，实际上是引领行业从‘亏损抢市场’转向‘追求合理毛利’。”

机遇与风险并存

面对清晰的产业趋势，资本市场的反应敏锐，大量资金正通过ETF等工具密集流入半导体板块。

截至4月1日，全市场40余只半导体主题类ETF今年累计净流入超过270亿元。多只半导体设备ETF规模增长明显。半导体设备ETF国泰4月1日规模为195.65亿元，较2025年末增长超过一倍。半导体设备ETF广发最新规模增至34.63亿元。半导体设备ETF招商最新规模增至33.27亿元。截至4月2日，今年以来新成立的半导体主题基金共有9只，较去年同期增加80%。

半导体设备ETF广发的基金经理吕鑫表示，2026年半导体设备板块预计持续受益于AI算力带来的扩产大周期。AI技术突破拉动逻辑及存储相关需求，存储芯片进入涨价周期，下游需求有望传导至上游晶圆厂或存储厂。随着国内晶圆厂在先进制程上扩产，以及HBM（高带宽内存）、3D封装等技术的成熟，设备需求有望进一步释放。

长城基金的基金经理杨维维表示，目前主要看好并重仓的方向包括国产算力、国内晶圆厂扩产受益的半导体设备和材料，以及军工半导体。华安基金的基金经理马丁认为，当前全球半导体大周期已进入上行通道，这是国产设备、核心材料及国内晶圆厂实现份额跨越的机会窗口，将重点布局在核心环节实现技术突破、具备进口替代确定性的企业。

德勤在近期发布的《2026全球半导体行业趋势报告》指出，尽管2026年芯片销售持续飙升，但行业焦点可能转向风险规避。集成系统架构及均衡投资策略。预计2026年半导体行业销售额增至9750亿美元，增速达26%。但存储扩产或导致过剩风险出现。

赎回潮冲击2万亿美元私募信贷 业内警惕跨境风险传导

● 本报记者 王雪青

“进入2026年时，我们并未预测到这些风险。”橡树资本在近日一份私募信贷产品赎回说明中坦言。

曾被国际巨头视为“增收利器”的美国私募信贷产品，正在经历前所未有的压力测试。2026年以来，黑石、贝莱德、摩根士丹利、橡树资本等头部机构旗下私募信贷产品接连触及赎回上限，资金端与资产端的错配矛盾集中暴露。

“过去几年，这是全球资金最一致的交易之一，但现在共识开始动摇和瓦解。”一位参与跨境资产配置的机构人士李威（化名）对中国证券报记者表示，“国内机构也有投向海外私募信贷市场的资金。”

越来越多的中国投资人开始关注，这个规模超2万亿美元的全球私募信贷市场，是否会演变为金融市场的下一个“灰犀牛”？如果风险爆发将如何影响全球资本市场？中国又该如何防范跨境风险传导？

私募信贷风险逐渐暴露

2026年2月，美国另类投资公司Blue Owl宣布：旗下一只规模16亿美元的私募信贷基金，永久关闭赎回窗口。这意味着投资人无法主动申请退出，只能等待基金逐步清盘。市场将其视为私募信贷风险暴露的一个标志性事件。

3月初，黑石旗下规模高达820亿美元的旗舰信贷基金BCRED，申请赎回规模达基金规模的7.9%，超出5%的季度赎回上限。黑石及公司高管紧急投入约4亿美元自有资金以应对这一局面。

随后，贝莱德、摩根士丹利、Cliffwater、橡树资本等机构旗下私募信贷产品陆续收到了

超过季度赎回上限的赎回申请。

资本市场也开始定价私募信贷风险。今年一季度，黑石、Apollo、Blue Owl、KKR、Ares等私募信贷行业巨头的股价跌幅在22%至38%不等。

所谓私募信贷，简单来说，就是资管机构绕过银行和公开市场，直接向企业发放贷款，并且主要服务于传统银行信贷覆盖不足的中型成长型企业。过去几年，私募信贷成为华尔街最火热的赛道之一。综合多方数据，目前全球私募信贷管理规模已超2万亿美元，美国私募信贷管理规模超过1.4万亿美元，相关产品原本推销给机构投资者，后来已被推销给对流动性更敏感的个人投资者。

早在去年10月，摩根大通掌门人杰米·戴蒙谈到私募信贷时，就曾提醒市场要小心“蟑螂”——看到一只时，往往意味着附近还藏着更多。

问题出在哪里？“私募信贷赎回潮主要源于半流动性基金的期限错配。”李威表示，“这类基金的底层资产是3年-7年的企业贷款，本质上是非流动资产；而基金对外承诺季度可赎回，给了投资者一定程度的流动性，两者之间，天然存在缺口。这个缺口并不是设计错误，而是一个有意为之的权衡。通常，基金会设计一套有条件的赎回机制来管理这个缺口。”

“然而，问题出在这类产品被大量销售给并不真正理解这套机制的零售高净值客户。”李威表示，销售端习惯于把它包装成类活期存款、季度可赎回，却刻意淡化了赎回上限触发时的实际约束。在正常市场环境下，这个矛盾不会暴露，因为零散的赎回需求完全可以被新募资金所覆盖。而一旦遭遇极端情况，市场情绪集体逆转，大量投资人同时涌向出口，赎回机制就从缓冲器变成了阻断器——这正是

2025年底以来正在发生的事。

一位来自头部机构的工作人员表示：“公司高层对私募信贷的沟通口径已逐渐改变，从2025年初强调增长和机会，到2025年底强调周期和风险管理，态度明显更加克制。”

演变为系统性金融危机概率较低

综合多位机构人士观点，2026年的美国私募信贷市场的压力主要来自两个方面。

第一重压力来自人工智能（AI）颠覆软件公司商业模式。以往直接贷款市场较受青睐的软件公司，其根基正被人工智能动摇。工银亚洲研究表示，AI接近零边际成本的自动化能力可能压缩软件工具的价值，影响SaaS企业长期依赖的高毛利率和高续费模式。正因如此，全球软件公司股价近期经历了剧烈下跌。瑞银警告，在AI颠覆情景下，私募信贷违约率可能显著攀升。

第二重压力是PIK（实物付息或递延付息）比例上升，成为纸面收益背后的隐患。当企业现金不足以支付利息时，可选择PIK机制将利息计入本金，直到贷款到期时一次性连本带息结清。在业内人士看来，这种方式虽然账面无违约，但风险持续积累。PIK比例的快速上升，往往是违约潮出现的先兆信号。

市场普遍关注，美国私募信贷风险会演变为类次贷危机吗？

兴业证券宏观首席分析师段超团队认为，美国私募信贷风险演变为系统性金融危机的概率较低。本轮风险主要源于该市场的结构性缺陷，尚不具备向整个金融系统扩散的规模基础，且与次贷危机在诸多特征上也有明显差异。摩根全球多元配置（QDII-FOF）基金经理张军在基金2025年年报中表示，尽管私募信贷和杠杆贷款中出现了部分公开报道的违约

事件，但企业资产负债表总体上仍然稳健。

招商证券首席策略分析师张夏提醒，未来还需关注四个方面：赎回压力会否进一步扩大、AI泡沫与私募信贷风险的互相传导、高油价导致美联储政策转向和利率上行风险、私募信贷向银行体系的渗透情况。

业界警惕跨境风险传导

为什么越来越多的中国投资人聚焦美国私募信贷风险？

李威表示：“中国也有一定规模的私募信贷市场，关注海外可以及时吸取经验教训。同时，国内机构也有投向海外私募信贷市场的资金，这些机构会持续关注市场动态，评估对投资组合的影响。”

“站在中国投资人的角度，通过分析美国私募信贷市场的深层结构性矛盾，可以发现一些值得我们思考的问题。”一位资深公募人士表示。

第一，关于信息披露标准。私募信贷市场的估值透明度、PIK的信息披露要求以及半流动性产品销售端的适当性披露标准，均存在显著的监管套利空间。如何在保护市场创新活力的前提下，建立更为严格的信息披露机制，是亟待探讨的核心命题。

第二，关于流动性监管框架的适用范围。现行基金流动性监管框架主要针对公开市场基金设计，其对半流动性私募信贷产品的适用性存在明显局限。如何将期限错配风险纳入监管视野，是全球共同面临的制度性课题。

第三，关于跨境风险传导的监测。对于国内参与全球私募信贷市场的机构投资者，包括保险资管、信托公司及具有ODLP/ODIE资质的相关机构，其底层资产的信用质量、流动性安排及跨境赎回机制，均应纳入常态化的监测与压力测试框架之中。