

玩转多资产配置 私募基金“借梯登高”

ETF、QDII、REITs……这些公募货架上的现成工具，正被私募拆解、组合，拼成另类配置的“乐高”。例如，今年以来，已有141家私募管理人旗下产品，登上193只今年上市ETF的前十大持有人名单。私募买的不只是公募产品，更是一张张“策略表达券”。随着公募基金品种越来越丰富，私募要验证宏观判断或行业投资观点，不必再靠个股、个券“单兵作战”，用ETF、REITs等就能低成本、高效率地落地，跨资产、跨市场排兵布阵。“借梯登高”“借船出海”正成为一种新风向。

● 本报记者 王宇露

私募配置ETF热情升温

私募机构借道公募ETF进行资产配置的热情，正以肉眼可见的速度升温。私募排行榜最新数据显示，截至9月20日，共有141家私募管理人旗下产品，出现在193只今年以来上市的ETF的前十大持有人名单中，合计持有基金份额22.15亿份。从ETF类型来看，港股通主题ETF和科创主题ETF备受青睐。

借助公募进行宏观多元配置

事实上，私募玩转ETF并不是新鲜事，它们对ETF的青睐早在QDII类ETF和商品类ETF身上体现，这也成为私募进行宏观对冲和海外资产配置的两条关键路径。而随着宏观策略的崛起和全球配置的盛行，私募借助ETF工具来验证策略观点变得更加普遍。例如，桥水（中国）最早在2022年上半年就出现在国内黄金ETF的前十大持有人名单中，当时金价尚未出现大涨行情，属于逆势提前布局。该机构旗下三只“全天候增

REITs市场迎来新玩家

除ETF外，REITs正成为私募基金配置的又一重要方向。Wind数据显示，截至今年6月30日，共有27只REITs的前十大持有人名单中，出现私募基金的身影，其中，金锲私募、合晟资产、弹龙资产、江苏新华日报基金、国新新格局（北京）私募等知名私募旗下产品纷纷现身。私募配置REITs，林园投资的出手是一个标志性案例。2025年8月，林园投



视觉中国图片

量化私募成为ETF认购主力，36家量化私募持有今年上市的ETF份额8.56亿份，74家主观私募持有今年上市的ETF份额6.89亿份，31家“主观+量化”混合私募持有今年上市的ETF份额6.70亿份。

具体来看，铸锋私募持有今年上市的ETF份额3.06亿份，位居第一，该私募旗

下产品出现在40只今年上市的ETF前十大持有人名单中，包括6只港股通主题ETF和4只科创主题ETF。众壹私募和洛书投资紧随其后。

融智投资POF基金经理李春喻介绍，在指数化投资工具日益丰富的背景下，主观私募借行业主题ETF快速表达赛道投资观点，实施行业轮动与对冲；

量化私募则利用ETF折溢价套利或降低交易成本。“一篮子配置模式能有效降低交易成本、分散个股风险，对冲科技股高波动及个股特定风险，同时减少大资金交易带来的冲击成本；借道ETF还能低成本实现全球化与另类资产配置，拓展收益来源、分散单一市场风险。”他称。

始重仓配置黄金ETF。百亿级私募中欧瑞博，在2025年基金半年报和年报中，均出现在黄金ETF华安的前十大持有人名单中。有险资背景的新锐私募北京乐溪私募基金，也曾大手笔买入黄金ETF华安、黄金ETF博时和黄金ETF易方达。泓湖私募旗下泓湖高腾博喻宏观策略私募证券投资基金，也重仓持有过黄金ETF博时等。

如果说黄金ETF是私募进行宏观对冲的“压舱石”，那么QDII类ETF则是私募“出海”的便捷通道。其核心逻辑是用

国证券报记者采访时表示，旗下债券策略产品会陆续配置REITs。

格上基金研究员蒋睿表示，私募基金投资公募REITs的策略主要包含：一级市场战略配售、打新套利、二级市场波段交易、类固收资产替代。

从ETF到QDII再到REITs，私募机构正以公募产品为支点，撬动更广阔的大类资产配置空间。在指数化投资工具

人民币资金在境内完成海外资产配置，绕开QDII牌照和额度限制，交易灵活、透明度高。东方港湾董事长但斌是这条路上最典型的玩家，他的策略可以概括为“境内买ETF、境外买个股”的双轨并行。2023年下半年，但斌旗下多只产品曾大举买入纳斯达克相关ETF，合计持有市值一度超过10亿元。到2025年末，东方港湾仍有多只产品出现在纳斯达克相关ETF前十大持有人名单中。此外，敦和资产、景林投资等知名私募，也曾多次“借基出海”。

日益丰富、全球资产配置需求持续上升的背景下，这一趋势或将持续深化。蒋睿表示，私募基金借道公募ETF与REITs等工具的优势集中体现在提升流动性、降低投资门槛与投研成本、分散风险并优化组合、增强透明度与标准化等。由此，私募可低成本、高透明地获取大类资产贝塔敞口，将精力聚焦于自身择时、择股择券与阿尔法增强能力。

美债收益率持续走高 机构资产配置寻找更多支点

● 本报记者 王雪青

“债券利率上升已取代AI泡沫，成为投资者眼中的最大风险。”美银美林近期发布的全球与亚洲投资经理调查显示。近期，10年期美债收益率突破5%，30年期美债收益率升至多年高位，债市波动明显放大。与此同时，部分全球基金结束对中国股票的长期低配，跨市场配置出现新的变化。中国证券报记者梳理各大投资机构观点，并采访部分机构人士发现，机构在组合构建上更加重视债券期限选择和资产配置多元化。如何在获取收益与控制波动之间找到平衡，成为这轮资产重估的关键因素。

高票息难掩美债风险

美债收益率持续走高，市场对利率风险的关注明显升温。一项衡量美国国债波动率的指标——ICE美银MOVE指数，上周飙升近30%，创下自2025年4月以来的最大涨幅。

美国经济分析局数据显示，今年第二季度，海外投资者对美国股票及投资基金份额的净买入额接近4260亿美元；同期，对美国债务证券的净买入额约为1880亿美元，低于第一季度的约3140亿美元。从两类资产的分化表现可以看出，较高收益率并未消除投资者对债券风险的顾虑。

贝莱德智库在近日发布的四季度全球投资展望中，对短期美债持中性立场，对长期美债持低配态度。该机构认为，通胀压力与高债务负担使投资者要求获得更多持有长债的补偿，长久期债券作为投资组合分散工具的可靠性也有所下降。相比之下，短中期美债的风险调整后息收入更具吸引力。

中金公司研报表示，如果只看票息回报、美国经济形势和美债供给压力，美债基本面并不差，但AI相关企业债融资已经成为新的久期供给来源，长久期信用债与美债争夺夺回一批资金，短期可能对长端利率形成压力。因此，中金公司对美债维持中性判断，暂不急于做多，在大类资产配置中将其排序放在相对靠后的位置。

不过，对于利率高位运行将持续多久，机构存在不同看法。中金公司认为，美国消费、收入与住宅投资放缓，经济并未全面走强，本轮加息的持续时间和幅度可能低于市场定价水平。但这一判断以没有新的重大地缘冲突和全球性贸易冲突等条件为前提。华泰证券则更看重高油价和通胀预期的约束。在其看来，只要油价处于高位、通胀预期尚未企稳，就不能将一次加息落地视作紧缩周期结束。后续政策路径仍需由经济数据验证，投资组合也应适应高利率环境。

分散配置成机构策略首选

面对美债高收益与高波动并存的局

面，机构正在重新审视传统股债组合的分散效果。

景顺在四季度投资展望中表示，全球金融、贸易和地缘环境正在发生变化，投资组合的分散方式也应调整。

景顺亚太区（日本除外）投资解决方案客户总监克里斯托弗·汉密尔顿在接受采访时表示，未来资产大类之间的潜在相关性可能增强，股债市场波动也可能加大。在此背景下，黄金、实物资产和非美国股票等资产有助于丰富组合的回报来源和分散风险。

其中，景顺将黄金视为缓释财政与货币政策不确定性的工具，其配置意义不仅体现在短期交易，也体现在长期组合构建中。汉密尔顿还表示：“相比于债券，我们更看好股票。目前，我们在美股采取较为防御性的配置，同时也看好非美市场的一些投资机会，尤其是分散化配置和成长型资产。我们也比较看好中国市场的资产，长期来看，我们需要关注全球范围内的投资机会。”

贝莱德的最新配置思路为：在债券端，偏好通过短中期政府债券获取现金收入；在增长端，关注AI建设中的电力、芯片和数据中心等环节。针对中国股票，贝莱德尤其关注人工智能硬件、电力和电网设备，以及部分工业自动化和物理人工智能相关领域。

部分全球基金提升中资股权重

在全球组合调整之际，中资股的配置变

化提供了另一个观察窗口。

数据显示，在美国银行分析的近2800只全球基金中，主动多头基金自6月以来已将中资股的平均配置权重调整至“基准中性”，结束了长达四年的“低配”状态。这些基金共同管理着5620亿美元（约为3.77万亿元人民币）的中资股。

这一转变表明，全球基金受到中资股有吸引力的估值以及人工智能等增长领域利润前景改善的鼓舞，基金经理已基本完成削减敞口，消除了市场复苏的主要障碍。

安本全球投资的投资组合经理加里·谭表示：“抛售压力指标正接近底部，投资者的关注点正从仓位调整转向盈利兑现。”他补充说，其在机构正在有选择地增持中资股。

其他资金流向数据也指向类似的方向。彭博数据显示，专注于A股和港股的ETF在8月份吸引了1900万美元的资金流入，而7月份的资金流出为19.4亿美元。

估值吸引力与科技产业进展，是景顺看好中资股投资机会的两个重要依据。汉密尔顿表示，中国市场的估值对长期回报具有吸引力，AI、机器人和自动化等领域则提供了值得持续关注投资主题。

中金公司在分析美联储加息对中国市场的影响时提示，冲击大小与加息周期的幅度和长度有关，国内基本面也十分重要。相较A股，港股通常对海外货币政策变化更为敏感，科技成长股及香港本地金融、地产等板块需要密切关注利率变化的影响。

私募积极预期不改策略主打攻守平衡

● 本报记者 王辉

近期A股市场震荡调整，面对国庆长假期间可能出现的不确定性，“持有多少仓位过节”成为市场关注焦点。来自第三方机构私募排排网的最新调查显示，57.70%的私募倾向于重仓或满仓（仓位大于80%）持股过节，19.23%的私募倾向于中等偏重仓位（60%至80%），15.38%的私募倾向于中性仓位（40%至60%），7.69%的私募倾向于轻仓或空仓（仓位小于40%）。按各仓位区间的平均值加权计算，私募平均持股仓位约为74.62%。整体来看，节前市场震荡调整并未改变私募对A股后市的积极预期。

高仓位过节意愿较强

从前述问卷调查的仓位分布看，私募整体倾向于“持股过长假”。其中，近六成私募选择重仓或满仓过节，认为节前调整已释放风险，看好节后结构性行情，不愿踏空。也有部分私募保留一定现金，以应对假期消息面扰动。与此同时，选择轻仓或空仓过节的私募占比，则不足10%。

星石投资认为，虽然从近期股市表现看，场内资金做多情绪不高，但不应因短期避险而进行大仓位调整，更应关注中长期因素对股市趋势及投资机会的影响。一方面，AI等科技产业仍具有较高景气度，传统行业也有望在政策发力带动下夯实盈利修复基础，国内基本盘整体仍对股市表现有支撑；另一方面，7月股市回调后，估值风险和交易集中风险均得到释放，部分优秀标的中期投资性价比并不低。此外，从日历效应看，部分资金节前因避险情绪离场，这些资金往往会在长假后回流，节后股市有望温和修复。

资瑞兴投资研究总监邢奕才表示，历史数据显示，国庆长假前后，A股往往呈现节前缩量调整、节后资金回流放量的特征，节后首周上证指数的上涨概率超六成，而节前两周市场出现调整的概率则相对较高。整体而言，市场如果在节前出现调整，更多是风险的提前释放。从中长期资金、社保与险资持续入市，以及居民储蓄向权益资产转移的趋势来看，市场向下调整空间有限。

哑铃型配置渐成主流

在具体策略上，均衡配置正成为私募的主流选择。调查显示，34.62%的私募倾向于哑铃型均衡配置，一端配置高股息、低估值价值蓝筹做安全垫，另一端配置高景气科技成长博弹性；此外，30.77%的私募倾向于聚焦科技成长主线，认为科技成长仍是未来市场的核心主线；19.23%的私募倾向于价值蓝筹方向，看好低估值、具有防御属性的蓝筹股，以及供需改善格局的个股；15.38%的私募倾向于把握市场高低切换与轮动的投资机会，重点挖掘节后可能补涨的滞涨板块、具备业绩兑现能力的个股。

安爵资产董事长刘岩表示，该机构会采用40%—60%的中性偏防守权益仓位，在假期不确定性风险与踏空风险之间做平衡。在配置方向上，刘岩表示更倾向于采用哑铃型均衡配置思路，实现攻守平衡。一端是偏防御的压舱石资产，以高股息央企、公用事业、能源、必选消费等低波动、稳现金流的品种为核心。另一端是进攻弹性类资产，聚焦产业逻辑独立、景气度确定性强的细分方向，如国产算力链、半导体设备、先进封装等硬科技赛道，以及有政策边际催化的顺周期细分品种，避免踏空风险。

星石投资表示，目前市场很难回归上半年科技一枝独秀的状态，风格有望保持平衡，各个板块内部都有机会值得挖掘。科技成长领域正处于技术突破和需求爆发的窗口期，行业景气度持续向上，业绩兑现路径更为明晰，但AI产业尚未出现新的大规模应用落地，商业化闭环预期难以进一步上调。在此阶段，科技板块内部表现或有所分化，需要关注那些真正拥有创新能力和核心技术的龙头企业。而A股传统核心资产目前则普遍低估，龙头企业各自行业格局的优化过程中持续占优，估值有望迎来修复，这些资产当前具有很高的性价比。

节后结构性机会可期

对于长假后的A股运行节奏，问卷调查数据显示，51.86%的私募认为节后行情会企稳向上，节前市场整固充分，节后资金回流将推动指数上行；33.33%的私募认为节后行情会震荡分化；仅有14.81%的私募认为节后行情会震荡走弱。总体来看，私募对节后行情并不悲观，但普遍预期结构性机会仍是市场的主线。

刘岩认为，长假后，A股预计呈现指数区间震荡、结构深度分化的运行基调，难现单边普涨或普跌的趋势性行情。一方面，观望资金及节前兑现资金存在回补需求，对指数形成支撑；另一方面，市场可能会受假期海外宏观数据扰动，风险偏好难以持续提升。此外，节后市场将逐步迎来三季报密集披露期，业绩确定性料成为资金核心筛选标准，景气赛道与高股息资产有望获得资金溢价。

星石投资提示，9月美国就业数据将在国庆长假期间公布，市场关于美联储加息的预期或出现调整；9月偏强的美国制造业PMI数据推动市场定价年内仍有两次加息，但市场加息预期再度上调的空间有限。另外，虽然当前地缘冲突的解决方案并未明晰，但形势再度快速恶化的概率不高，对节后市场风险偏好的压制预计有限。

邢奕才则从基本面窗口分析，10月市场将进入三季报验证期，科技板块估值消化逐渐到位，如果叠加产业因素或宏观因素催化，相关资产修复的弹性值得关注。

整体来看，节前市场调整并未改变私募对A股中长期机会的积极判断，但在长假不确定性面前，私募更倾向于以均衡配置和结构挖掘来应对，而非简单押注单边行情。在攻守之间寻找平衡，成为今年私募国庆长假应对策略的关键词。