

全球市场波动 中国资产凸显“避风港”韧性

记者 王彭

在地缘因素与通胀预期交织共振的背景下，布伦特原油价格3月以来飙升逾40%，全球风险资产遭遇大幅调整，多个主要股指跌幅超过10%。最新数据显示，对冲基金已连续六周净卖出美股，高盛美股波动恐慌指数高企，且连续17个交易日处于恐慌区间，市场避险情绪显著升温。

站在当前时点，多家机构认为，凭借完备的能源体系、稳健的产业链基础以及较具性价比的估值水平，中国资产正展现独特韧性，有望在全球市场波动中成为资金的“避风港”。

全球风险资产遭遇抛售

Choice数据显示，截至3月27日，月内布伦特原油价格涨幅已超40%。与此同时，全球主要股指悉数下跌，其中，韩国综合指数、德国DAX指数和法国CAC40指数分别下跌12.9%、11.8%和10.24%，孟买Sensex30、日经225、英国富时100、道琼斯工业平均、纳斯达克等指数均跌逾7%。此前备受市场追捧的科技巨头也难以幸免，万得美国科技七巨头指数3月以来跌幅达到8.78%。

种种迹象显示，全球市场已进入“避险模式”。日前出炉的3月美银全球基金经理调查报告显示，3月投资者情绪综合指标由8.2降至5.6，为6个月以来新低；现金资产占比则从3.4%攀升至4.3%。

高盛主经纪商周报显示，对冲基金已连续六周净卖出美股，近期净抛售规模处于过去10年来的第三高位。高盛美股波动恐慌指数达9.2分（满分10分），连续17个交易日处于恐慌区间。

此外，高盛美股综合情绪指标上周跌至-0.9，反映市场的整体股票敞口大幅缩减。据统计，趋势跟踪资金（CTA）月内累计抛售约550亿美元美股，目前净空头规模达184亿美元。

富途数据显示，3月以来，多只做空美股的ETF规模大幅增长，部分美股ETF则遭遇资金显著净流出。具体来看：截至3月27日，三倍做空纳指ETF-Proshares规模为28.8亿美元，月内猛增25.61%；三倍做空标普500ETF-ProShares规模为5.76亿美元，增长17.63%。而标普500价值指数ETF-iShares规模为458.05亿美元，月内降低9.52%；罗素1000指数ETF-iShares规模为418.28亿美元，降低9.69%。

欧洲股市也面临较大压力。一家外资机构的欧洲地区投资负责人对上海证券报记者表示，由于对油气进口的高度依赖，欧洲在今年第二轮能源供给冲击中显得尤为脆弱。尽管欧洲股票当前估值相较美国具备一定吸引力，但欧洲政治局势复杂、增长动能疲弱、企业投资意愿受限，使宏观环境趋于严峻。

“对于欧洲股市的投资者而言，此次能源供给冲击带来的挑战不容小觑。”该负责人补充道。

全球资产定价面临复杂格局

在多家机构看来，地缘局势与通胀预期的交织正成为主导全球市场走势的核心变量，短期避险情绪与中长期增长担忧相互叠加，令全球资产定价面临更为复杂的格局。

PXTM富拓首席中文市场分析师卢晓畅表示，中东地缘冲突把全球能源市场推向多年未见的震荡局势。布伦特油价突破每桶100美元，中东能源设施受袭后更是经历大幅震荡，短时间内出现高达11%的日内升幅，反映出市场对供应是否会长期受损的深层担忧。此前市场普遍押注2026年美联储将至少降息一次，如今因油价推升通胀预期，这一预期出现了逆转。就全球股票市场而言，在外部风险升温的环境下，资金更偏向情绪化避险，而非按企业的真实盈利质量与长期竞争力进行定价。

“中东地缘冲突推高油价，使全球资金快速从成长股撤离，导致一批科技与消费平台龙头遭到非理性的系统性‘错杀’，这与2022年美国快速加息周期时出现的现象如出一辙。”卢晓畅称。

值得关注的是，华尔街多家大型机构认为，市场对美国经济增长放缓的风险定价明显不足。高盛预计，未来12个月美国经济衰退的概率约为30%，而太平洋投资管理公司（PIMCO）则认为这一可能性超过33%。

摩根大通资产管理固定收益投资组合经理凯尔西·贝罗表示，中东地缘冲突持续，市场不得不正视全球经济增长所面临的负面冲击，这最终将压低低债收益率。

“始于通胀的冲击往往会迅速演变为增长冲击，我们正站在经济显著走弱的临界点。”太平洋投资管理公司首席投资官丹尼尔·伊瓦辛称。

中国资产或成“避风港”

在地缘局势不确定性升温、能源安全焦虑加剧的背景下，多家机构认为，中国资产正展现出独特的韧性与配置价值。

高盛在最新发布的研报中认为，在此次石油供应冲击中，中国经济相较全球其他经济体展现出更强的韧性，主要得益于以下几点：一是战略能源结构多元化；二是石油储备持续增加；三是供应来源广泛。

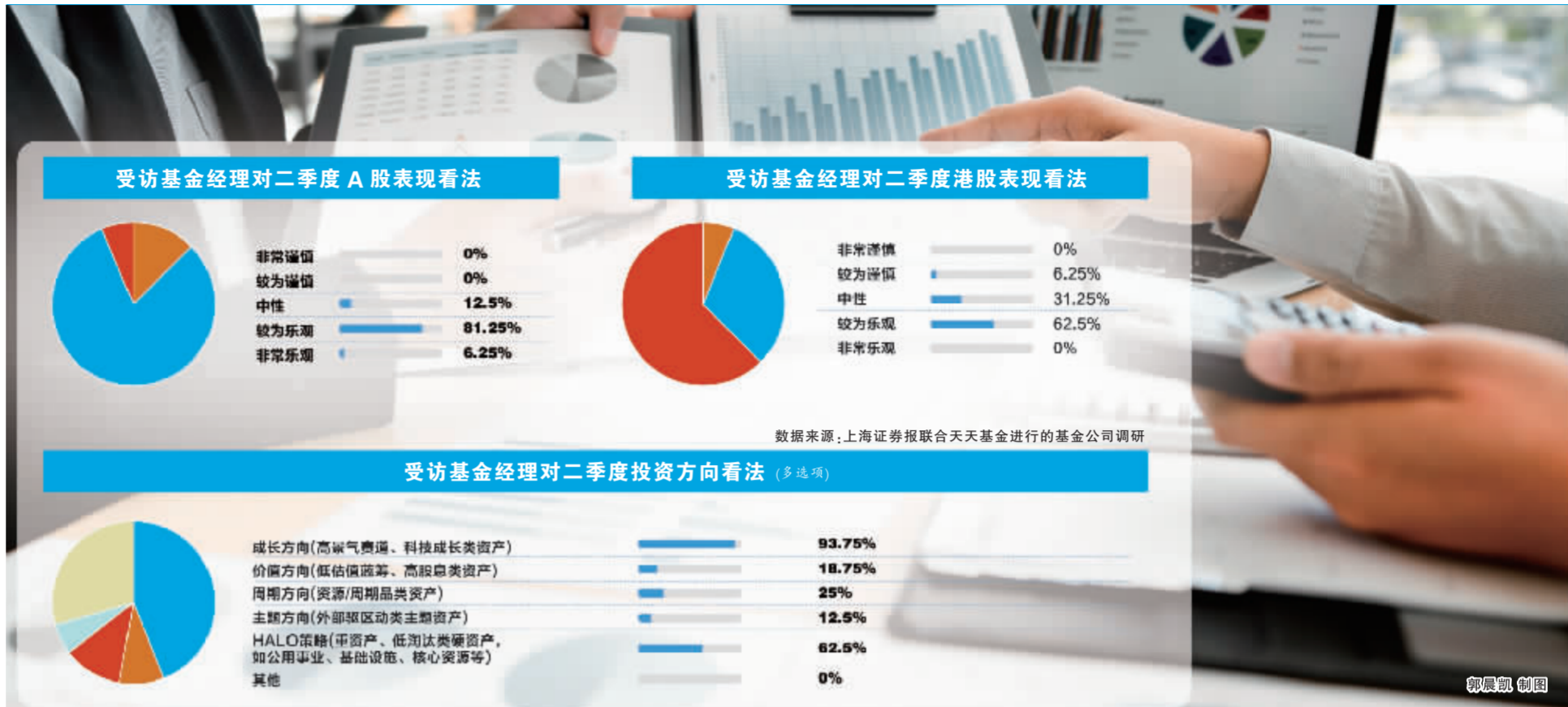
“在当前环境下，市场对具备独特逻辑和低风险属性的资产需求将持续增加，这将进一步提升A股的投资吸引力。”高盛称。

国金证券表示，在全球能源安全焦虑加剧的背景下，中国资产的独特优势正逐步显现：一方面，中国拥有全球领先的煤化工与电力设备产业链，能源系统的完备性不仅降低了对外部冲击的脆弱性，还能为全球有效地提供能源替代方案；另一方面，中国制造业龙头在PE估值与产能价值维度上相较海外巨头均处于历史低位区间，持续的出口增长本身证明了其重估的基础。

“中东地缘冲突或推动市场资产配置发生转变。目前，我们观察到资金开始逐渐回流新兴市场的迹象，中国有望成为潜在受益者之一。”联博基金市场策略负责人李长风称。

景顺亚太区全球市场策略师赵耀庭表示，尽管全球经济增长面临逆境，但中国规模庞大且结构多元的经济在应对极端宏观环境方面展现出了较强韧性。得益于丰富的煤炭储备、快速发展的可再生能源、庞大的原油库存，以及对中东石油的较低依赖度，中国在应对能源驱动型通胀方面，较其他经济体具备更强的抗风险能力。从市场来看，当前MSCI中国指数的前瞻市盈率约为11倍，投资者仓位偏低，预期温和，这为短期内市场稳步上行创造了条件，有望吸引寻求价值投资机会的资金关注。

“我们认为，继续增持中国能源相关板块是较为明智的策略，尤其是可再生能源、电动车、电动汽车电池及电网基础设施等领域。这些行业不仅是中国长期能源战略的核心所在，也不易受全球大宗商品价格波动的影响。”赵耀庭称。



迎接二季度 基金经理“防守一波”还是“放手一搏”

记者 陈玥

当前，机构投资人挽回超额收益的愿望非常迫切，但波动的市场环境不足以给出2026年初那般的安全感。

成长故事仍被一再讲述，但“重资产、低淘汰”（Heavy Assets Low Obsolescence，简称“HALO”）资产及其背后的逻辑总在暗示着什么，一部分资金开始在防御性品种中寻找新的安全边际。“分散并不能带来超额收益，只是一个等待的姿态。”沪上一家大型基金公司权益投资负责人告诉上海证券报记者，“二季度权益市场大概率会给出一个明确的信号，但在当下的环境中，我们能做的唯有等待。”

“得而复失”与“失而复得”

“距离年初主动权益类基金净值大幅上涨只过去了不到两个月，但体感上好像是很久之前的事。”沪上某中型基金公司旗下的一位绩优基金经理说。

“绩优”指的是，截至3月30日该基金经理管理的产品过去一年累积单位净值增长率仍在50%以上，在全市场主动权益类基金产品中排名前20%。而近一个月产品回撤超过10%。但他依然是幸运的。Choice数据显示，截至3月27日，全市场主动股票基金以及偏股混合基金近一年的回报已缩水到今年年初的位置，这也意味着绝大多数主动权益类产品的超额收益近期遭遇严重磨损。“大家又回到了同一起跑线上。”该基金经理表示。

经历了年初的“得而复失”后，“失而

复得”就成为基金经理二季度的重中之重。想要“收复失地”，市场跌到位了吗？对此，中金公司认为，市场下跌于权益资产对悲观情形的定价并不充分：在相对乐观的情形中，只要不是中东地缘冲突持续到下半年，导致油价中枢维持在100美元以上，那么计入过多悲观预期的资产如美债、黄金等都会得到缓解；相反，若局势往悲观情形演变，有进一步延长并影响到实体经济生产活动的迹象，市场可能迅速往滞胀甚至衰退方向交易，计入风险普遍不充分的权益市场可能会承受更大压力。

但在机构眼中，能够快速修复净值的依然只有权益资产。近期，上海证券报联合天天基金进行了一次基金公司调研（下称“调研”），富国基金、南方基金、永赢基金等多家知名基金公司的基金经理参与投票。调研显示，权益市场依然是二季度基金经理的投资焦点。关于“哪类投资方向更具相对收益机会”，93.75%的受访者选择成长方向（高景气赛道、科技成长类资产）；看好HALO策略（如公用事业、基础设施、核心资源等）的占比达62.5%；对于细分行业，除CPO和算力外，基金经理基本上保持中性。

“防守一波”与“放手一搏”

随着市场下跌趋于缓和，策略分化成为必然，调仓重防御与加仓博反弹的机构投资者“各有各的理由”。总体来看，当前机构投资者乐观情绪暂时盖过了担忧。

“下行风险非常有限。”泓德周期臻选

混合发起式拟任基金经理李映祯表示，二季度市场有望从预期驱动逐步转向预期与基本面验证的均衡阶段，但要密切关注地缘政治风险和政策变化带来的市场波动。沪上某中型基金公司的一位基金经理也认为，从长期逻辑来看，中国的资产依然很有吸引力。

即便乐观，部分配置型资金还是非常“诚实”地向防御资产挪动。华泰证券研报显示，3月23日至3月27日，测算的基金仓位出现向消费、金融等相对防御方向腾挪的倾向，显示资金已经开始在防御性品种中寻找新的安全边际。

“4月下旬可能是决策时点，在这之前组合还是尽可能分散。”沪上一家大型基金公司权益投资负责人分析称：首先，预计地缘局势到4月下旬会相对明朗；其次，随着A股上市公司年报披露结束，业绩会带来新的投资线索。“进攻抑或是撤退，我们也在等待一个明确的信号。”他说。

也有基金经理向细分结构要收益。“中东地缘冲突发生第一天，我减少了科技板块的仓位，接下来几天又都加回去了。”沪上一家中型基金公司的科技方向基金经理表示，原因在于资产的定价逻辑已完全改变，要么依赖非线性爆发的需求驱动（如AI算力），要么依赖供给刚性的约束驱动（如战略资源）。凡是存在较大供需缺口的品种，只要需求逻辑没有变化，价格有望持续上涨，“在巨大分歧之中要敢于下注”。

“AI 故事”与“油的未来”

混沌与分歧之中，市场主线仍围绕AI与原油展开。在机构投资者看来，这两类资

产已产生联动，而在更多细分方向上，机构正在“开疆拓土”。

深耕科技领域的银河创新成长基金经理郑巍山表示，中东地缘冲突使半导体制造过程中不可或缺的氮气和溴等材料供应中断，后续将对产业链产生深远影响。“对半导体的影响呈现‘先原材料，后能源，再物流’的阶梯式传导，将考验相关企业的库存和全球调拨能力。这对如火如荼的AI算力扩容是一个巨大的变数。氮气短缺直接关联先进制程的产量，可能会推迟下一代GPU的大规模上量。”郑巍山表示，但近期调研发现高性能处理器与存储芯片仍供不应求。

嘉合基金认为，二季度成长股不再是单纯的高风险资产，而是成为“硬核对冲工具”。“AI或将成为油价大幅波动下的潜在解决方案——地缘不确定性导致的航运中断与能源飙升正在挤压传统制造业的毛利，此时AI智能体的大规模落地，有望通过自动化替代高昂的人力与管理成本，成为企业抵御通胀风险、实现降本增效的潜在抓手。”嘉合基金称。

除上述两大“风暴眼”外，更多的叙事正在A股市场延展，比如：原油上涨及周期拐点的叙事由化工承接；低估值与成长的交叉点在于创新药；传统能源的交棒，锂电池当仁不让；主题的“星辰大海”则被商业航天包揽。但在上述叙事的周边，如快递、牛周期、光纤、新消费等，则是部分机构的“自留地”，试图以足够的研究深度与冷门程度为组合提供一点超额收益，或也是某种程度上的“避风港”。

优化资产配置 受访基金经理二季度最看好A股市场

记者 朱妍

地缘局势不确定性持续，全球流动性趋紧，大类资产普遍遭遇“倒春寒”。随着二季度临近，基金经理在市场波动中加快调仓步伐、优化资产配置，积极探索破局方向。

近期，上海证券报联合天天基金进行了一次基金公司调研（下称“调研”），富国基金、南方基金、永赢基金等多家基金公司参与其中。二季度什么资产更具性价比？多元资产又该如何配置？基金经理的资产配置偏好与调仓思路揭开面纱。

多元配置选手有点“忙”

在本轮全球资产调整中，以往被视作“波动减震器”的多元配置产品未能独善其身。以FOF为例，Choice数据显示，截至3月27日，名称中含“多元”的FOF产品，3月以来平均跌幅达2.15%，多只产品跌幅超5%。

“我的主题型基金大幅回调，年内收益明显回吐。没想到全球多元配置的FOF和投顾组合也同步下跌，部分产品甚至从小幅盈利变为亏损超10%。”有投资者感慨道。

盈米基金研究院量化投研总监邹卓宇坦言，部分多元投顾组合的持有人萌生了赎回保收益的想法。且这次用户质疑声首比2025年4月更响亮：当时黄金等资产对冲效果较好，产品回撤率可控；而本轮除原油外，大类资产一度普跌，组合短期回撤较大。

一边是用户维护力度加大，一边是调仓节奏明显提速。多元配置型基金经理晓宇（化名）表示，中东地缘冲突属于黑天鹅

事件，难以提前预判，只能在右侧进行风险控制。初期，他对市场调整节奏判断偏乐观，减仓略显犹豫，直至观察到保险资金撤退，才果断减仓，躲过一轮急跌后，又在低位适度回补。

本轮黄金走出“反常识”的大跌，也超出晓宇预期。他透露，在3月下旬金价第二次出现大阴线时减仓，并在商品类别中找到了替代品——豆粕。“该品种和股市相关性极低，在股市调整时具备较强防御属性。从轮动节奏看，农产品尚未充分启动，刚突破底部区域，布局位置较优。”在他看来，黄金方面仍须等待新的催化契机。

在复杂的外部环境下，资产配置策略更要灵活应变，部分资产重新进入基金视野。光大德信FOF投资部负责人张芸举例称，2025年，其债券配置以短久期债基、高夏普债基为主，对进攻性长久期债券保持谨慎。今年3月以来，债券投资性价比有所提升，若后续超长债二次下探，估值优势显现后值得关注。

二季度看好哪些资产

市场波动之下，基金经理二季度看好哪些资产？调研显示，中国资产是二季度的投资焦点。

其中：A股在受访基金经理二季度看好的方向中排名第一，较为乐观以及非常乐观的投资者占比接近九成；港股紧随其后，有六成投资者较为乐观。

部分基金经理在捕捉弹性的同时，更关注A股资产的安全边际。张芸认为，2025年4月，A股大幅调整后行情快速修复，前期跌幅较大的成长板块在反弹中弹性显著。此后，市场重回震荡，防御性板块

与低拥挤度、低估值的“大白马”股表现更优。这对当前市场具备一定借鉴意义。在外部扰动明朗化或出现新利好前，市场大概率维持波动局面，防御资产的配置机会值得重视。

张芸同时提到，虽然2025年10月她曾对港股科技“多转空”，但美债收益率处于相对高位，市场对美联储降息周期停滞已有较充分的定价，叠加港股科技的持续调整，她已重新将港股纳入关注范围。

调研显示，此前被不少基金经理看好的黄金等商品类资产，此次关注度排名第三。同时，受访基金经理对二季度债券资产持中性态度，一些人对美股投资也保持谨慎。

有基金经理直言，从去年下半年就逐渐减配美股，并转向A股，今年对美股更为谨慎。从技术形态看，纳斯达克指数在高位横盘震荡逾4个月，历史上这类走势是一个危险信号。

浦银安盛多元资产配置部研究员杨振雄表示，结合宏观环境和产业趋势，各类资产后市或呈现“股票看结构，债券偏稳健，黄金待修复”的格局。在A股投资上可采取“低波”策略，港股或迎来业绩触底与估值修复的戴维斯双击，纯债资产可作为组合“压舱石”，黄金方面则待美联储降息预期重启及美元走弱，美股方面则要警惕美联储政策扰动下的阶段性回调。

发挥多元配置分散优势

近年来，在产品业绩表现较好、头部渠道力推、投资者接受度提升的背景下，多元配置类产品实现了较快发展，受众不断扩大。而在本轮调整中，不少多元配置产品出现明显回撤，无疑在考验持有人的

信任。未来，这类产品如何实现更好的长期持有体验？

针对近期股、债、黄金及部分大宗商品同步走弱，杨振雄认为，核心是中东地缘冲突推升原油价格，逆转了全球通胀回落的预期，美联储降息预期延后，形成了全球市场流动性收紧的系统性冲击。在极端环境下，各类资产短期相关性被动抬升，分散对冲效果弱化。多元资产配置的核心，是剥离单一资产的非系统性风险，而非“消灭”全球系统性尾部风险，这是所有投资策略的共性局限。

“这种尾部风险不会‘天灾如此’。经过调整，市场最恐慌的阶段可能已经过去，后续市场对地缘因素扰动的‘敏感度’会边际钝化。”张芸说。

永赢基金FOF投资部基金经理李程表示，二季度全球宏观环境不确定性仍存，更要坚持多元资产配置。回顾历史，几乎每年都有表现突出的资产类别：2019年至2020年A股表现优异，2021年美股和原油领涨，2022年豆粕和原油逆势上扬，2023年至2024年黄金与美股持续走强，2025年黄金保持强势等。

在市场波动中发挥多元配置的分散优势，是二季度投资的关键。“预判国际事件走向非常难，后续风险管理会放在第一位，在确认风险缓释后，再进行配置的再平衡。”李程说。

张芸表示，会坚持多资产配置，在做风格轮动的同时保持长期资产中枢的均衡，给自己留有余地。“哪怕再看好成长，也会留一部分价值做‘压舱石’和对冲。调仓也会分批操作。只要留有余地，就不会畏惧。”她说。