

2025 年 06 月 30 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

风险偏好共振提升

— 定量策略周观点总第 169 周

投资要点

分析师：吕思江 S1050522030001

✉ lvsj@cfsc.com.cn

分析师：马晨 S1050522050001

✉ machen@cfsc.com.cn

■ 本周建议一览

核心观点：本周在中美关税可能达成谅解、美联储两位委员不排除七月降息（虽然很快更多委员表达了谨慎态度）、以及以伊地缘风险被市场定价结束的三重利好下，全球资产风险偏好集体提升。其中和 AI+科技硬件相关市场表现较好，台湾市场跨境流入最多，美股、德股、日股、AH 均同步共振。

这波行情的性质和可能持续时间？我们认为当前资产定价逻辑包含三个：地缘政治（暂时只影响短期）、关税（影响中期至 2025 年底）和做空美元/美国财政纪律（影响长期至 2026 年底甚至本届美国政府任期结束）。随事件冲击，三个主要逻辑不断轮换发酵。

细看本周三个定价逻辑，或都处于“心动帆未动”阶段：第一、即使以伊影响消除，从资产表现看，地缘因素或更多影响油价、金价。既然前期主要权益市场并未因此大幅调整，那么未来向上动力也有限。

第二、当前市场预期关税豁免在到期后仍会续延，未来可能的路径是全球主要国家最终接受美国 10% 的额外增加关税要求，之后或会开始定价关税对经济的影响——当前从主要风险资产表现看，几乎未做任何定价。

第三、虽然本周美国参议院在重新制定税收法案中，取消了其中 899 条款，一定程度缓解了对债务可持续性的担忧，但美元走弱和对美国政府财政纪律的不信任这一长期逻辑仍然坚实。

因此从逻辑上看，我们认为本周行情或并不是一个新波段的起点，更多仍是四月开始全球风险偏好同步达到极度悲观后，共振上行行情的延续。同时本周市场表现出超乎寻常的乐观：我们监控下的主要权益市场多头买入量未见明显放大，但都出现了较大幅度的空头平仓。随后部分涨幅较高的板块，如韩国、港股金融等出现获利回吐。

上周我们的标题是《先为不败再为胜》，这周想增加一句：《莫听穿林打叶声》。在事件冲击没有明显方向之时，放弃对单一资产、单一逻辑的押注，不被纷杂繁乱的外部信息所扰，尽量通过类似“全天候”的思路，在主要

相关研究

- 1、《首批 12 只科创板综指 ETF 上报，全天候多资产风险平价策略新高》2025-01-21
- 2、《择时信号转多，积极参与反弹》2025-01-19
- 3、《港股交投情绪低迷，推荐关注豆粕 ETF》2025-01-13

驱动因素上保持一定的平均配置，先求得不败再适当参与 Risk On 的时段获取波段收益，也许是一条可行之路；当前保持对进攻资产 AI+科技硬件+大金融，和避险资产长债+黄金+红利低波的关注。

■ 风险提示

数据全部来自公开市场数据，市场环境出现巨大变化模型可能失效。基于历史数据的模型存在失效风险，基金历史业绩不代表未来。

正文目录

1、 组合策略历史净值..... 4

2、 本周最新观点 7

 2.1、 全球资产配置观点 8

3、 风险提示 8

图表目录

图表 1：A 股仓位择时策略： 4

图表 2：A 股多空择时策略： 4

图表 3：港股仓位择时策略： 4

图表 4：A 股小微盘择时策略： 4

图表 5：A 股红利成长择时策略： 5

图表 6：美股择时策略： 5

图表 7：黄金择时策略： 5

图表 8：ETF 组合策略-偏股型： 6

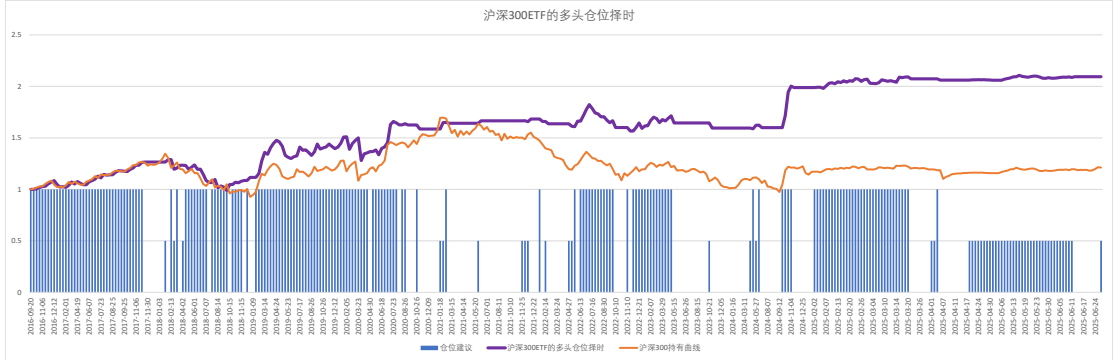
图表 9：ETF 组合策略-偏债型： 6

图表 10：本周最新观点： 7

1、组合策略历史净值

A 股仓位择时策略：

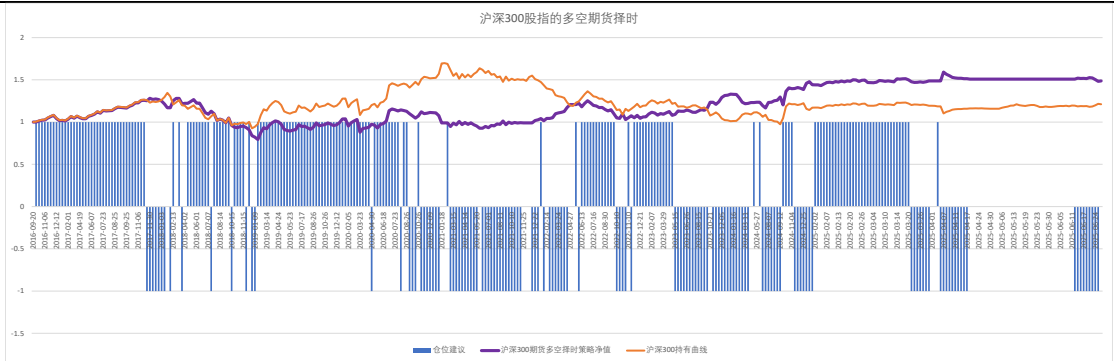
图表 1：A 股仓位择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股多空择时策略：

图表 2：A 股多空择时策略：

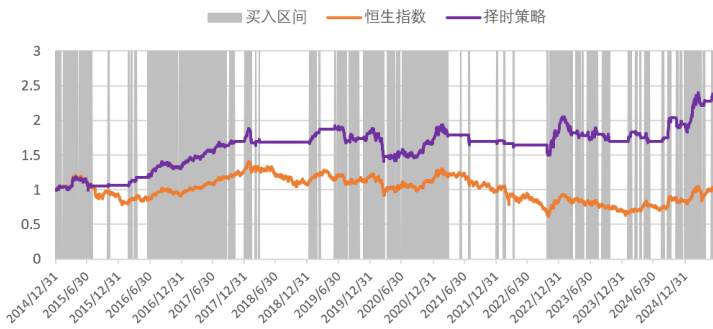


资料来源：Wind，华鑫证券研究

港股仓位择时策略：

图表 3：港股仓位择时策略：

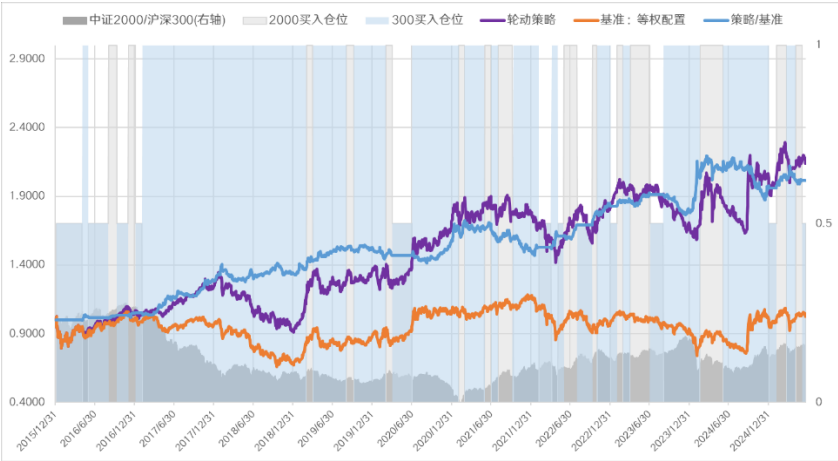
业绩统计	累计收益	年化收益	最大回撤	年化波动率	年化sharpe	calmar
恒生指数	1.22%	0.12%	55.70%	21.77%	0.01	0.00
择时策略	133.32%	8.70%	27.00%	14.44%	0.60	0.32



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股小微盘择时策略：

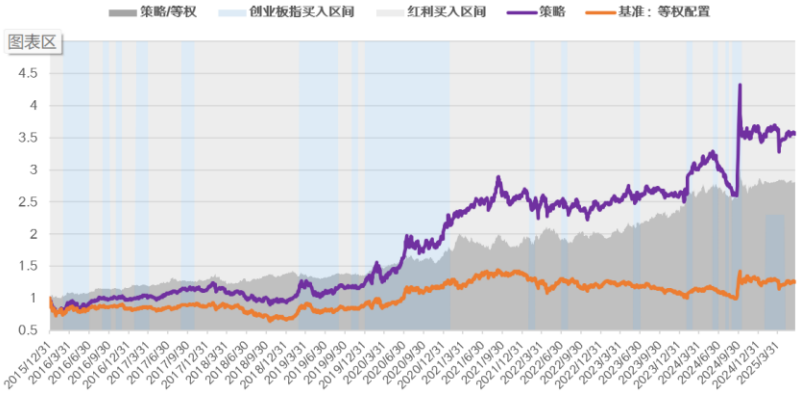
图表 4：A 股小微盘择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A股红利成长择时策略：

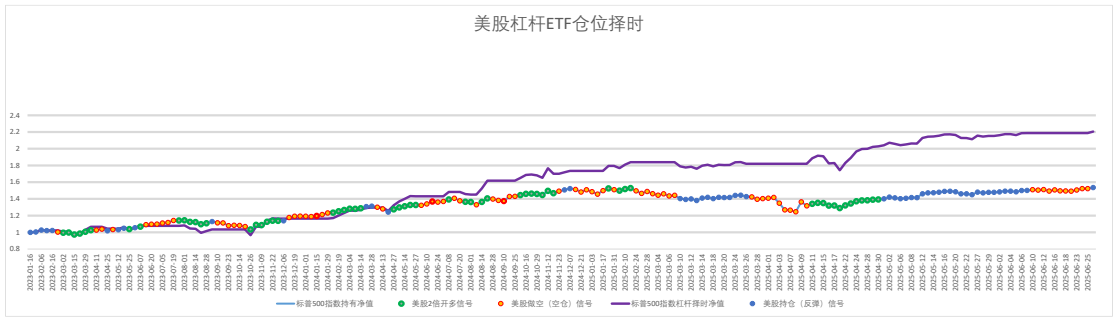
图表 5：A股红利成长择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

美股择时策略：

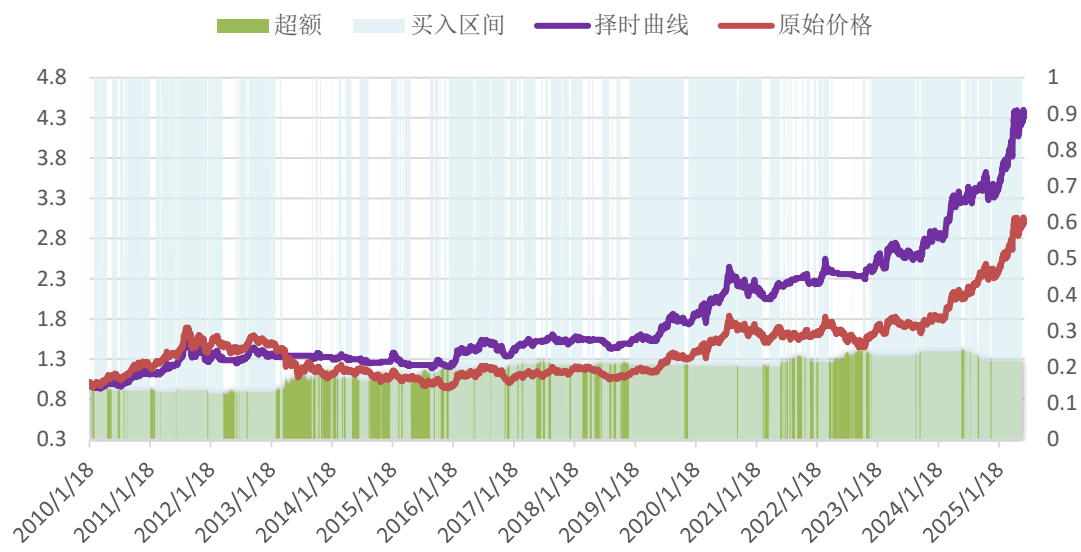
图表 6：美股择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

黄金择时策略：

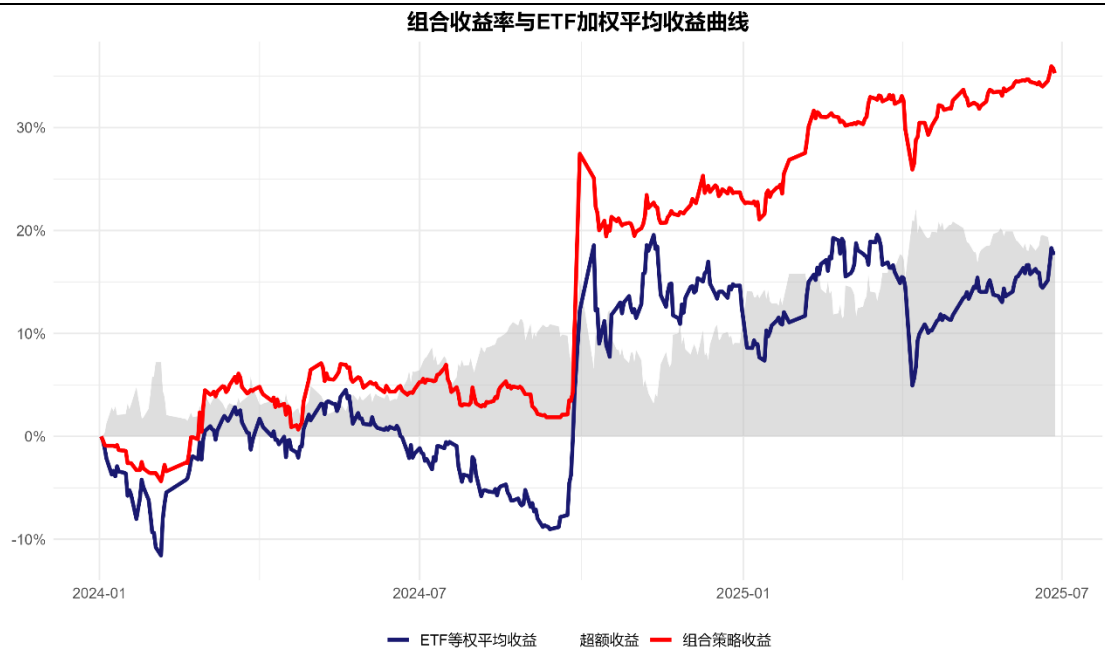
图表 7：黄金择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

ETF 组合策略-偏股型：

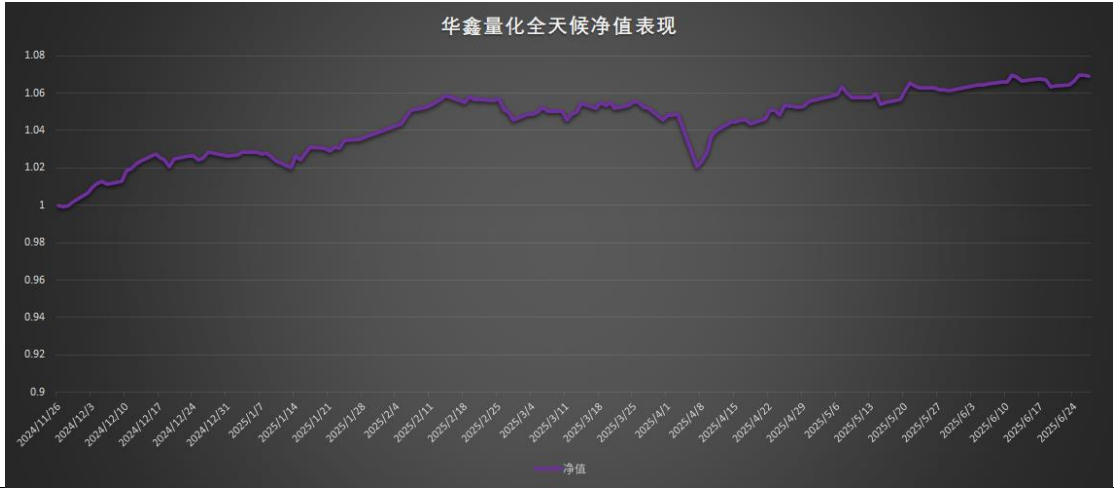
图表 8：ETF 组合策略-偏股型：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

ETF 组合策略-偏债型：

图表 9：ETF 组合策略-偏债型：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、 本周最新观点

图表 10：本周最新观点：

华鑫金工多元资产投资建议 - 20250629周		方向观点
A股	跟随全球风险资产共振上行，通过非银、半导体、电池板块跟随。预计转为小微盘轮动的结构行情，上证高度或在3500-3550	较低仓位
港股	跟随全球风险资产共振上行，海外市场共振反弹后，港股短期调整空间有限，通过港股非银、恒生科技跟随。	上调至中等仓位
美股	美股纳斯达克100创四月反弹新高，短期或进入到逼空融涨阶段，积极参与AI、半导体硬件相关板块	上调至中等仓位
美债	随着下周46月份非农就业报告的临近，过去几周市场出现了一轮强劲上涨。疲软的通胀数据和较低的通胀预期拉开了涨势，而疲软的零售销售数据、疲弱的消费者信心以及初请失业金人数数据则提升了对下一份非农就业报告的预期，共同推动了这一上涨。沃勒和鲍曼的鸽派美联储言论也为7月份会议增加了可能性，并推动了美债短端利率的下行。中长期来看继续看多美债陡峭化，主要持有短期美债基金	短期美债基金
日股	日经指数月内上涨 4.3%，较解放日低点上涨 27%（年初至今下跌 80 个基点）关税交易是近期值得关注的主要催化剂，风险/回报似乎偏向下行，维持中等仓位。7月20日参议院选举 + 7月底开始的财报季 + 日本央行7月31日会议（预计今年不会加息）可能带来扰动	中等仓位
德股	欧洲官员越来越多地接受美欧协议中10%的'互惠'关税底线"（路透社）。如果欧洲不坚持原则，愿意接受10%的底线，这将是朝着积极方向迈出的重要一步，继续看好德股	中等仓位
A股策略	七月淡化指数，更多关注包括AI硬件、消费、军工等结构行情；红利成长风格调整为平配、大小盘风格保持平配	红利成长风格平配；大小盘风格平配
黄金	风险偏好提升短期压制黄金表现，保持组合内一定的对冲仓位，在3150美元附近积极寻找交易机会	下调为中等仓位
小微盘	六月市值风格调整为平配	平配
红利成长	预计红利股继续占优	平配
行业选择	结构行情驱动因素来自美股AI强势、可能的降息利好，选择AI+硬件、军工、消费、银行保险	银行、保险、半导体、人工智能、军工食品饮料、养殖

资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.1、全球资产配置观点

核心观点：本周在中美关税可能达成谅解、美联储两位委员不排除七月降息（虽然很快更多委员表达了谨慎态度）、以及以伊地缘风险被市场定价结束的三重利好下，全球资产风险偏好集体提升。其中和AI+科技硬件相关市场表现较好，台湾市场跨境流入最多，美股、德股、日股、AH均同步共振。

这波行情的性质和可能持续时间？我们认为当前资产定价逻辑包含三个：地缘政治（暂时只影响短期）、关税（影响中期至2025年底）和做空美元/美国财政纪律（影响长期至2026年底甚至本届美国政府任期结束）。随事件冲击，三个主要逻辑不断轮换发酵。

细看本周三个定价逻辑，或都处于“心动帆未动”阶段：第一、即使以伊影响消除，从资产表现看，地缘因素或更多影响油价、金价。既然前期主要权益市场并未因此大幅调整，那么未来向上动力也有限。

第二、当前市场预期关税豁免在到期后仍会续延，未来可能的路径是全球主要国家最终接受美国10%的额外增加关税要求，之后或会开始定价关税对经济的影响——当前从主要风险资产表现看，几乎未做任何定价。

第三、虽然本周美国参议院在重新制定税收法案中，取消了其中899条款，一定程度缓解了对债务可持续性的担忧，但美元走弱和对美国政府财政纪律的不信任这一长期逻辑仍然坚实。

因此从逻辑上看，我们认为本周行情或并不是一个新波段的起点，更多仍是四月开始全球风险偏好同步达到极度悲观后，共振上行行情的延续。同时本周市场表现出超乎寻常的乐观：我们监控下的主要权益市场多头买入量未见明显放大，但都出现了较大幅度的空头平仓。随后部分涨幅较高的板块，如韩国、港股金融等出现获利回吐。

上周我们的标题是《先为不败再为胜》，这周想增加一句：《莫听穿林打叶声》。在事件冲击没有明显方向之时，放弃对单一资产、单一逻辑的押注，不被纷杂繁乱的外部信息所扰，尽量通过类似“全天候”的思路，在主要驱动因素上保持一定的平均配置，先求得不败再适当参与Risk On的时段获取波段收益，也许是一条可行之路；当前保持对进攻资产AI+科技硬件+大金融，和避险资产长债+黄金+红利低波的关注。。

3、风险提示

数据全部来自公开市场数据，市场环境出现巨大变化模型可能失效。基于历史数据的模型存在失效风险，基金历史业绩不代表未来。

■ 量化和基金研究组介绍

吕思江：量化和基金研究首席，数学博士，2022 年 3 月加入华鑫证券研究所。9 年量化和基金研究经验，覆盖各类定量策略，尤其擅长定量资产配置、行业风格轮动、FOF 和基金投顾策略研究。

马晨：南加州大学金融工程硕士，上海财经大学金融工程学士，2022 年 3 月加入华鑫证券研究所，主要覆盖 FOF 和基金定量研究方面内容。

黄子轩：格拉斯哥大学硕士，2022 年 3 月加入华鑫研究所。

武文静：上海财经大学硕士，2023 年 7 月加入华鑫研究所。

刘新源：哥伦比亚大学硕士，2023 年 10 月加入华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。