

2025 年 04 月 06 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

中国资产在全球比较中仍更有利

— 定量策略周观点总第 157 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：美国关税超预期，短期固然带来资产配置上的扰动，中长期来看反而拨开迷雾，将 2025 年宏观交易确立为衰退和放水双主线。在这个双主线进程中，人民币资产不管作为“美元资产系统外变量”提供避险价值，还是考虑到中国可能的政策后手，带动下半年自然复苏，在全球资产比较中都占据了更为有利的位置。从仓位、资金和汇率数据看，二季度经过调整，我们认为 AH 股、国内债券都同时具备配置和交易价值。

美股：流动性来看，上周继续回升，4 月 QT 开始放缓，但注意 TGA 账户收税带来的回落。美元真实流动性本周 6.137 万亿→6.237 万亿，边际小幅上升。其中美联储扩表本周缩表 168.01 亿美元（上周缩表 157.29 亿美元）；TGA 账户变动-143.46 亿美元（上周-998.29 亿美元），余额小幅下降；隔夜逆回购-1020.76 亿美元（上周+857.25 亿美元）。美股仍维持较低仓位（空仓），等待仓位和情绪指标转为反弹。

日股：强硬关税政策宣布后日元兑美元快速升值，市场避险情绪浓厚。关税冲击下日股汽车板块或受冲击较大，从仓位数据看跟随美股有较大的卖出压力，短期调整为较低仓位。

海外市场风险偏好：金融条件指 2 月底以来数持续位于均线下方，期间反弹修复力度都很弱，上周五快速下行；反应离岸美元流动性的 ted 利差本周持续震荡，libor-ois 本周走势一致，目前流动性紧张，需要注意。

A 股：关税落地和反制力度均强于市场预期，特朗普政府于 2025 年 4 月宣布对全球加征 10% 基准关税，并对中国商品叠加至 54%（原税率 20%+新增 34%），同时取消跨境小包免税政策。当前 4 月在金融数据不强、业绩期扰动背景结合下，市场进入防御时期是预期中的。短期有一定的避资金带动反弹机会，结构上建议向内需（消费、医药）、大金融（银行、保险）、稳定（电力、交运）等偏防御板块切换。

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

港股：港股被动外资加速卖出转为看空。本周特朗普 4.2 关税落地，对所有进口商品征收 10% 对等关税，部分国家按照所谓对等关税征收更高，其中中国 34%，叠加前期的 20%，目前中国实际关税税率为 54% 大超市场预期。4 月 4 日，中国关税强势反制，宣布将于 4 月 10 日起对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税。4 月 4 日纳斯达克中国金龙指数暴跌 -8.87%，港股周一大幅低开概率较大。中美对等关税谈判期限分别为 4 月 9 日和 4 月 10 日，市场恐慌期不轻言抄底，等待下半周关税谈判进程。

港股金股：港股金股绝对收益 18.69%，相较恒生指数超额 6.23%。组合最新持仓：中广核矿业、中国人寿、邮储银行、腾讯控股、李宁、和黄医药、招金矿业、中广核电力。港股定量优选 30 自 11 月初至今绝对收益 14.41%，相较港股高股息指数超额 8.54%。

红利：调整至红利，包括银行、电力、公用事业、高速公路等，暂时回避海外敞口较大的红利股。2 月经济数据不佳：新增政府债支撑下 2 月社融增速环比走高，但细分项居民及企业信贷走弱；CPI 同比 -0.7%，PPI 延续低位 -2.2%。资金层面，场内 ETF 对红利增配力度放缓，外资流入意愿回暖延续看好高景气成长。美债利率低位区间利好 ah 风险偏好。

小微盘：MI\M2 数据较差转为看多大盘，市场利率上行延续压制小盘表现，模型看大盘占优。

行业选择：银行、电力、医药、白酒、有色稀土、半导体材料设备。

黄金：伦金短期止盈，中长期上行趋势不变。

■ A 股策略择时观点

随着科技板块产业逻辑的逐步兑现，我们将仓位更多转向风格轮动信号，并主要关注红利高股息以及顺周期 GARP 风格的持续性

■ ETF 组合运行周观点

ETF 组合策略-偏股型-鑫选技术面量化

2024 年初至今绝对收益 33.13%，相对沪深 300 超额 19.1%，相对 ETF 等权超额 18.68%。

黄金 ETF、食品饮料 ETF、电力 ETF、煤炭 ETF、中药 ETF、生物医药 ETF、豆粕 ETF、芯片龙头 ETF、创业大盘 ETF、人工智能 ETF

ETF 组合策略-偏债型-量化全天候

单周涨幅-0.4%，累积收益 4.88%，最大回撤 1.23%。

本周 QDII 整体下跌，纳指，日经由于特朗普关税政策均大幅下跌。

债券本周走势较强，30 年国债涨 2.28%，十年国债涨 0.75%，5 年地债涨 0.51%。

商品走势不一，黄金涨 2.25%，白银跌 2.31，贵金属强于工业金属

AH 股本周延续震荡，避险品种涨幅靠前，电力涨 1.89%。

周四恒生科技指数盘中下跌至关键点位附近，推荐关注抄底机会

■ 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 5

2、 本周最新观点 8

 2.1、 全球资产配置观点 8

 2.2、 A股择时观点：较低仓位 9

 2.3、 港股择时观点：看多 10

 2.4、 A股策略择时观点： 11

 2.5、 商品策略择时观点： 12

3、 ETF组合运行周观点： 12

4、 风险提示 13

图表目录

图表 1：A股仓位择时策略： 5

图表 2：A股多空择时策略： 5

图表 3：港股仓位择时策略： 5

图表 4：A股小微盘择时策略： 5

图表 5：A股红利成长择时策略： 6

图表 6：美股择时策略： 6

图表 7：黄金择时策略： 6

图表 8：ETF组合策略-偏股型： 7

图表 9：ETF组合策略-偏债型： 7

图表 10：本周最新观点： 8

1、 组合策略历史净值

A 股仓位择时策略：

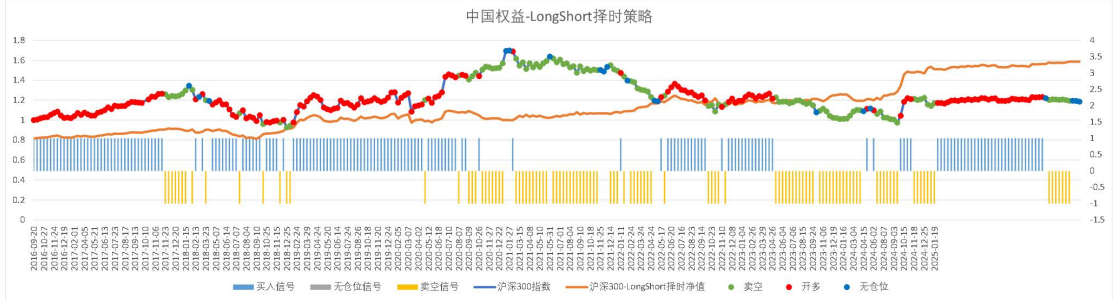
图表 1：A 股仓位择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股多空择时策略：

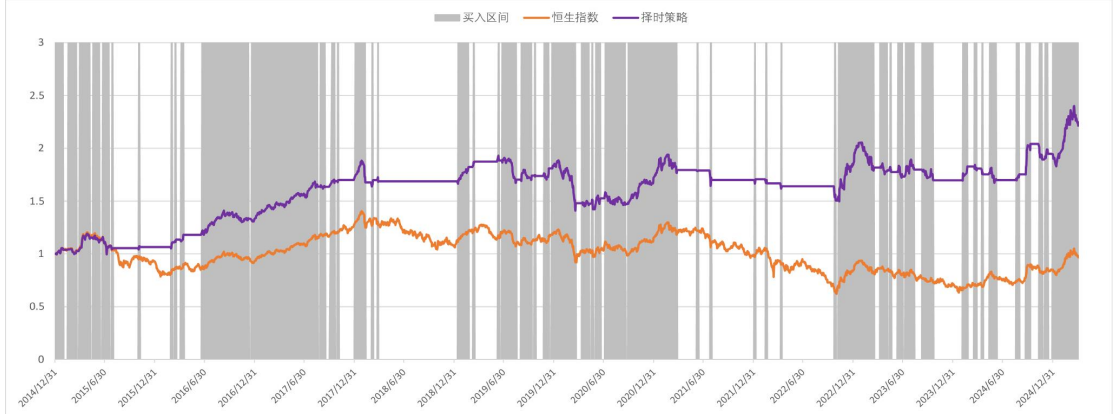
图表 2：A 股多空择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

港股仓位择时策略：

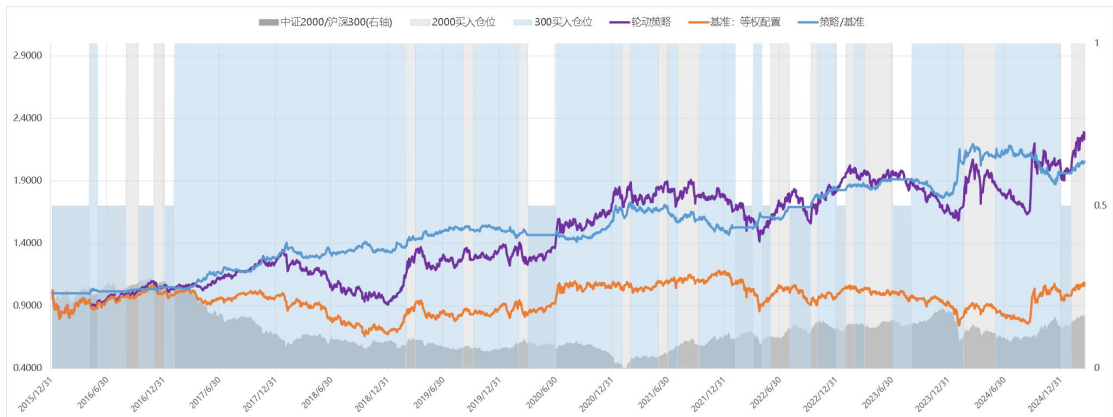
图表 3：港股仓位择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股小微盘择时策略：

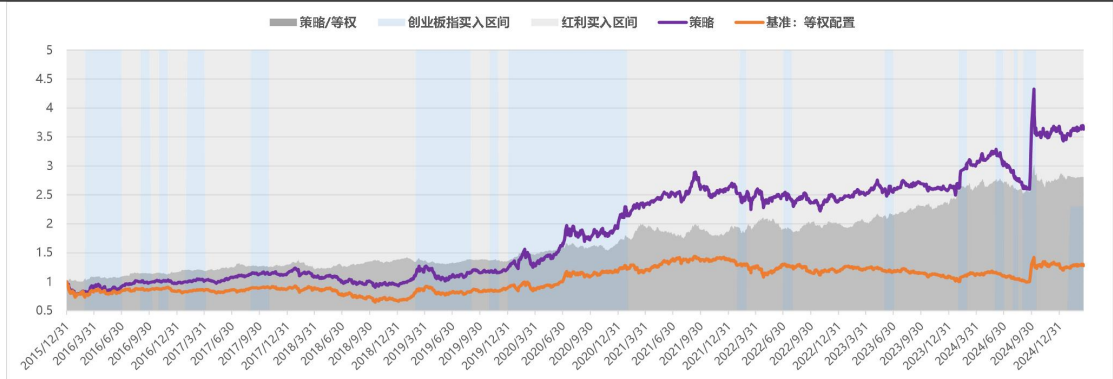
图表 4：A 股小微盘择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股红利成长择时策略：

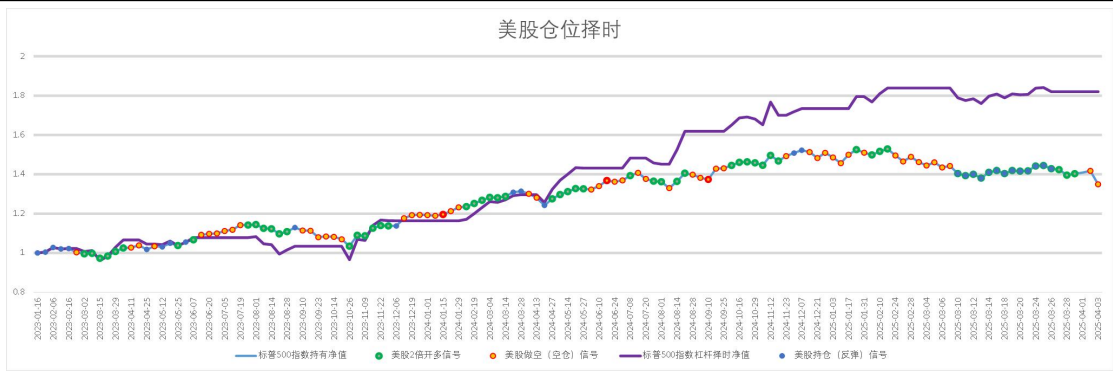
图表 5：A 股红利成长择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

美股择时策略：

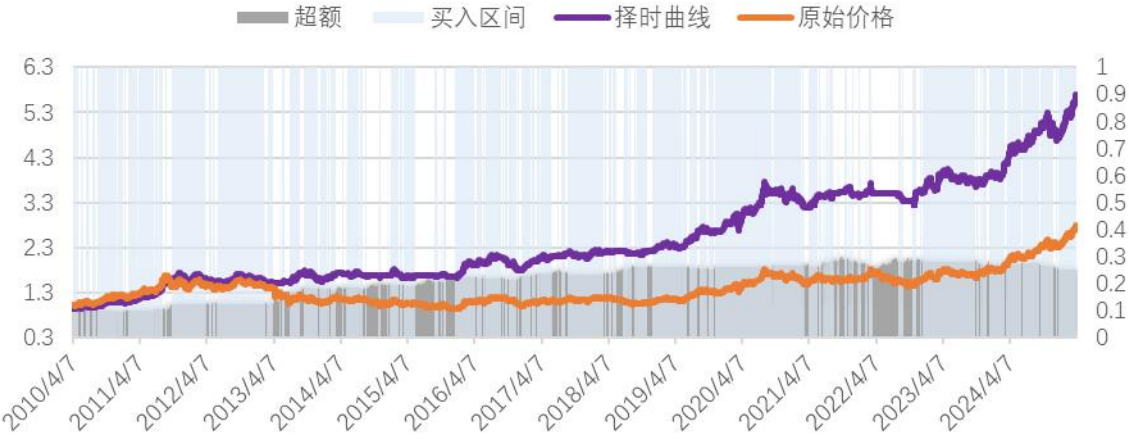
图表 6：美股择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

黄金择时策略：

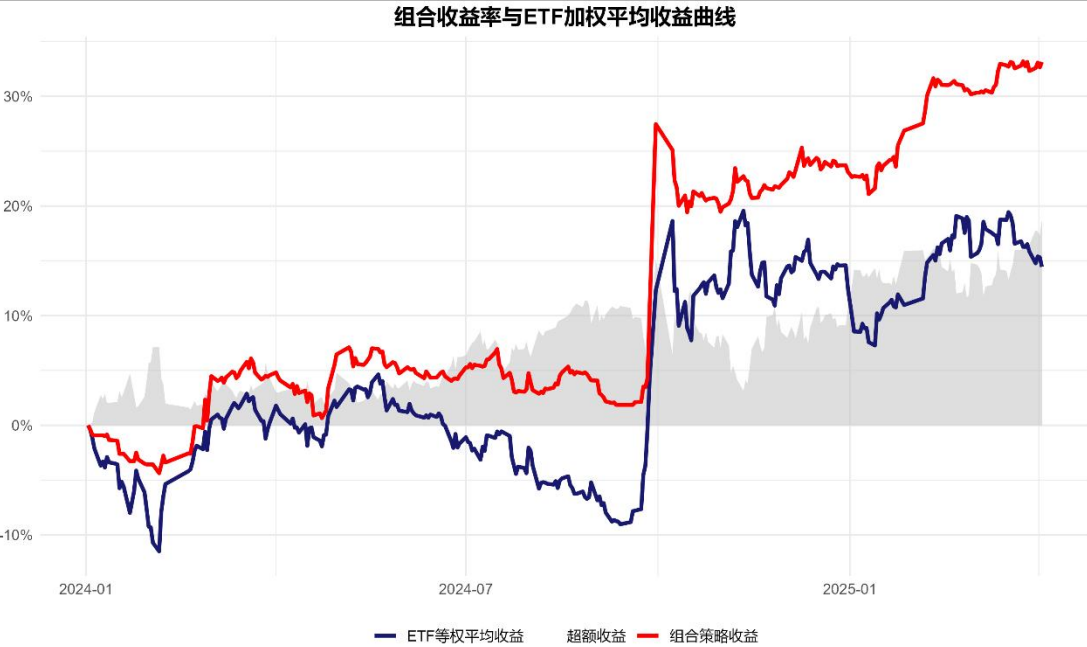
图表 7：黄金择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

ETF 组合策略-偏股型：

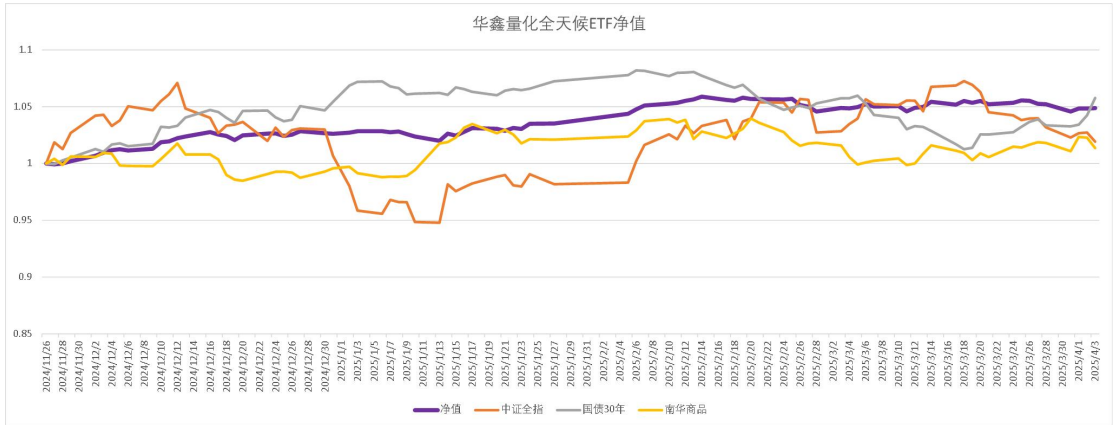
图表 8：ETF 组合策略-偏股型：



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：

	投资建议	方向观点
A股	避险资产驱动下，跨境资金层面A股有望成为短期避风港；中期来看，关税反制的快速推出，意味着政策后手或已箭在弦上	A股相对占优，关注超跌反弹机会
港股	保持年度级别的强烈推荐。港股短期或经受南向和外资同步撤出的考验，关注核心科技板块的超跌机会	较低仓位
美股	美股继续保持较低仓位，关注仓位信号、情绪信号企稳	较低仓位
日股	日元资产在海外市场强于美股、欧股。关注仓位信号、情绪信号企稳	较低仓位
A股策略	短期行业逻辑兑现较充分，建议转为关注红利和顺周期风格的反弹机会	风格轮动占优
黄金	黄金短期受限于避险逻辑左侧见顶、流动性收紧，中长期逻辑不变，定价下沿关注2900美元	关注再次增配机会
小微盘	四月风格建议调整为大盘	大盘
红利成长	四月风格建议逐步调整为红利质量	低位红利股
行业选择	关税和反制、衰退预期、财政刺激是行业三条主线	银行、电力、医药、白酒、有色稀土、半导体材料设备

资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.1、 全球资产配置观点

全球资产表现：

权益：本周 A 股市场震荡下行，受美国出台关税政策影响，上证综指下跌 0.28%，创业板指下跌 2.95%，小盘股跌幅明显。港股受影响更大恒生指数下跌 2.46%，恒生科技指数下跌 3.51%。美股市场周五受中国关税反制影响，市场出现大幅下跌。道琼斯工业指数下跌 7.86%，标普 500 指数下跌 9.08%，纳斯达克指数下跌 10.02%。债券：本周债券市场情绪较上周有所回暖。中债 - 国债总财富（总值）指数上涨 0.80%。汇率：本周汇率市场美元指数

数呈现震荡下行走势，美元指数下跌 1.07%。商品：本周商品市场由于地缘政治不确定性增加和关税政策不确定性，伦敦金现周初不断上涨创新高，但周五出现兑现下跌，总体本周下跌 1.52%，伦敦银现下跌 13.26%，Comex 铜下跌 14.46%。

美股：静待“交易现实”阶段，如有进一步调整可再参与反弹

【流动性来看 - 上周继续回升，4 月 QT 开始放缓，但注意 TGA 账户收税带来的回落】

【美元真实流动性】（负债表-tgd-onrrp）：本周 6.137 万亿→6.237 万亿，边际小幅上升。其中美联扩表本周缩表 168.01 亿美元（上周缩表 157.29 亿美元）；TGA 账户变动-143.46 亿美元（上周-998.29 亿美元），余额小幅下降；隔夜逆回购-1020.76 亿美元（上周+857.25 亿美元）。

美股仍维持较低仓位（空仓），等待仓位和情绪指标转为反弹。

日股：降低为较低仓位

日本央行在三月的会议上选择继续维持基准利率在 0.5%不变，理由主要是日本对外出口占比较大，要先观察美国总统川普的关税政策影响，以及全球经济走弱的风险。整体态度偏观望，符合市场预期。

强硬关税政策宣布后日元兑美元快速升值，市场避险情绪浓厚。关税冲击下日股汽车板块或受冲击较大，从仓位数据看跟随美股有较大的卖出压力，短期调整为较低仓位。

【风险偏好来看 - 快速回落，跌破 2024 年 8 月低点】

【金融状况】风险偏好快速回落

金融条件指 2 月底以来数持续位于均线下方，期间反弹修复力度都很弱，上周五快速下行；反应离岸美元流动性的 ted 利差本周持续震荡，libor-ois 本周走势一致，目前流动性紧张，需要注意。

2.2、A 股择时观点：较低仓位

关税落地和反制力度均强于市场预期，特朗普政府于 2025 年 4 月宣布对全球加征 10% 基准关税，并对中国商品叠加至 54%（原税率 20%+新增 34%），同时取消跨境小包免税政策。当前 4 月在金融数据不强、业绩期扰动背景结合下，市场进入防御时期是预期中的，短期

降低仓位避险为主，结构上建议向内需（消费、医药）、大金融（银行、保险）、稳定（电力、交运）等偏防御板块切换。

北向配置型资金中主动资金继续流出，被动型 ETF 转为流出。交易型资金平空较多，海外市场普跌下 A 股短期成为避风港。

外资流出意愿：本周快速回升。主要是由于 CDS 利差连续两周走扩。

融资余额本周 19007 亿元高位开始持续下降，净买入占比同样于高位回落。

公募仓位：本周有所回落，整体维持偏高位。全市场主动股基规模加权仓位来看，近一周均衡型增持靠前电力及公用事业、计算机、电子、食品饮料、建材，近一个月来看计算机、电力及公用事业、电子、食品饮料、建材；

2.3、港股择时观点：看多

【港股市场观点】港股被动外资加速卖出转为看空。本周特朗普 4.2 关税落地，对所有进口商品征收 10% 对等关税，部分国家按照所谓对等关税征收更高，其中中国 34%，叠加前期的 20%，目前中国实际关税税率为 54% 大超市场预期。4 月 4 日，中国关税强势反制，宣布将于 4 月 10 日起对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税。4 月 4 日纳斯达克中国金龙指数暴跌 -8.87%，港股周一大幅低开概率较大。中美对等关税谈判期限分别为 4 月 9 日和 4 月 10 日，市场恐慌期不轻言抄底，等待下半周关税谈判进程。

【情绪面】卖空成交占比从 14.12% 冲高至 16.3% 再度回落 14.64%。

【资金面】被动外资转为净卖出，主动外资卖出规模放大，外资抛压增强，资金面转为看空。南向资金本周大幅买入 594 亿，买入前 10 大个股分别为腾讯、中国海洋石油、阿里巴巴、泡泡玛特、康方生物、小鹏汽车、美团、中国移动、中国神华、信达生物。

【基本面】2025 年 2 月，OECD 最新数据录得 100.38，高于前值 100.16，国内经济基本面连续回暖，利好港股分子端。

【港股选股组合跟踪】

港股金股绝对收益 18.69%，相较恒生指数超额 6.23%。

组合最新持仓：中广核矿业、中国人寿、邮储银行、腾讯控股、李宁、和黄医药、招金矿业、中广核电力。

港股定量优选 30 自 11 月初至今绝对收益 14.41%，相较港股高股息指数超额 8.54%。

2.4、A 股策略择时观点：

A 股的有效策略包括仓位择时、风格择时、行业择时、大小盘择时、主题投资等。其中主题投资更偏向定性，也和小微盘策略超额有密切联系。在不同年份，A 股的有效策略体现出长期有效，短期轮动的特征。

例如 2008 年、2015 年等宏观剧烈驱动年份，系统性风险主导市场，仓位择时更加重要；2016-2017 年的高 ROE 行情、2022-2023 年的红利行情，坚定持有某个固定风格因子成为跑赢市场关键因素；2019 年的新能源产业爆发、穿插于 2022-2023 年的 AI 算力、2024-2025 年的机器人，专注产业趋势带来巨大业绩弹性。

当前仍可维持高市场交易量情况下，四个主流 A 股策略中，我们观察到行业轮动策略有效性开始回暖；小盘择时策略建议开始加仓；红利风格择时策略在长期绝对收益获取上作为底仓配置。

红利择时观点：

短期调整至红利，包括银行、电力、公用事业、高速公路等，暂时回避海外敞口较大的红利股。2 月经济数据不佳：新增政府债支撑下 2 月社融增速环比走高，但细分项居民及企业信贷走弱；CPI 同比-0.7%，PPI 延续低位-2.2%。资金层面，场内 ETF 对红利增配力度放缓，外资流入意愿回暖延续看好高景气成长。美债利率低位区间利好 ah 风险偏好。

小微盘择时观点：

MI\M2 数据较差转为看多大盘，市场利率上行延续压制小盘表现，模型看大盘占优。

行业选择观点：

银行、电力、医药、白酒、有色稀土、半导体材料设备。

2.5、商品策略择时观点：

【伦金短期止盈，中长期上行趋势不变】

短期来看，在中国反制关税博弈最剧烈的场景可能落地之后，轮金在上周五大幅回落兑现，并未继续呈现出避险属性。叠加2月4日以来大额交易人看空，金价与COT指数的背离恐难以持续太久，短期黄金回调的需求比较大。

但黄金的中期逻辑没有发生任何变化配置价值一直在，回调建议继续做多。全球主权货币超发，美国货币债务化加中美博弈，通胀风险不可避免。美元武器化、逆全球化、地缘政治紧张，全球央行储备多元化空间广阔，对黄金的需求是长期的。

只有当再美式全球化 or 新全球化(中式)接棒，造成风险偏好抬升确认，黄金配置价值才回被削弱。

3、ETF 组合运行周观点：

ETF 组合策略-偏股型-鑫选技术面量化：

2024 年初至今绝对收益 33.13%，相对沪深 300 超额 19.1%，相对 ETF 等权超额 18.68%。

黄金 ETF、食品饮料 ETF、电力 ETF、煤炭 ETF、中药 ETF、生物医药 ETF、豆粕 ETF、芯片龙头 ETF、创业大盘 ETF、人工智能 ETF。

ETF 组合策略-偏债型-量化全天候：

单周涨幅-0.4%，累积收益 4.88%，最大回撤 1.23%。

本周 QDII 整体下跌，纳指，日经由于特朗普关税政策均大幅下跌。

债券本周走势较强，30 年国债涨 2.28%，十年国债涨 0.75%，5 年地债涨 0.51%。

商品走势不一，黄金涨 2.25%，白银跌 2.31，贵金属强于工业金属

AH 股本周延续震荡，避险品种涨幅靠前，电力涨 1.89%。

周四恒生科技指数盘中下跌至关键点位附近，推荐关注抄底机会。

4、 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。

■ 免责条款

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。