

2025 年 03 月 23 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

非美资产一季度波段机会进入尾声

— 定量策略周观点总第 155 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：2 月 3 日报告中我们提出，“抓住非美资产重定价的波段机会”。随着 4 月 2 日关税落地逐步临近，我们认为美国资产向非美（ROW）、新兴市场中 EMexChina 向中国、以及国内债券向权益转移的季度级别波段行情正进入尾声，可适当进行再平衡。

美股：流动性来看 - 3 月联储净流动性由 TGA 花钱支撑，本周小幅回落，FOMC 符合预期；美元真实流动性方面，（负债表-tgd-onrrp）：本周 6.18 万亿→6.14 万亿，小幅回落。其中美联扩表本周缩表 35.89 亿美元（上周扩表 28.07 亿美元）；TGA 账户变动-349.14 亿美元（上周-721.05 亿美元），余额持续下降；隔夜逆回购 746.16 亿美元（上周-100.71 亿美元）。美股择时信号继续推荐中等仓位参与，4 月 2 日前保持震荡。

日股：日本央行在周三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。央行在声明里指出，“日本经济整体复苏温和，但仍有部分疲软迹象”。它还特别提到贸易局势和企业薪资、定价行为的不确定性。整体态度就是观望，符合市场预期，美元兑日元贬值趋势有延缓。我们仍然对日股持看多信号。

海外市场风险偏好：风险偏好继续弱修复。金融条件指数本周延续小幅反弹，但力度不强，且仍在 ma120 之下需要持续关注；反应离岸美元流动性的 ted 利差本周继续高位震荡，需要注意。

A 股：金融数据不强、业绩期扰动、海外短暂喘息的结合下，时间越来越接近 4 月 2 日的关税评估，3 月下旬股市进入防御时期是预期中的，结构上英伟达 GTC 大会和华为新品发布都未能继续催化科技主线，短期维持震荡判断，结构上建议向金融、周期等偏防御板块切换。

港股：港股胜率模型延续看多，科技板块短期利好集中落地后前期获利资金了结，调整后仍是主线机会，保持多头

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

思维，同时看好内需及红利板块机会。

港股金股：港股金股绝对收益走阔至 24.88%，相较恒生指数超额 8.28%。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、比亚迪股份。港股定量优选 30 自 11 月初至今绝对收益 13.88%，相较港股高股息指数超额 7.88%。

红利：当前仍为 40%成长+60%红利信号。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。建议在市值上逐渐调整为平配。

行业选择：商贸零售、医药、钢铁、有色金属、化工、军工、电子。

黄金：短期仓位止盈，在 2800 美元附近加仓黄金逼仓兑现后继续看多，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 32.62%，相对沪深 300 超额 14.31%，相对 ETF 等权超额 13.64%

持仓：黄金 ETF、红利低波 ETF、食品饮料 ETF、电力 ETF、中证红利 ETF、煤炭 ETF、中药 ETF、生物医药 ETF、豆粕 ETF。

ETF 组合策略-偏债型-量化全天候：

单周涨幅 0.41%，累积收益 5.43%，最大回撤 1.23%。

QDII 和利率债调整已告一段落，宏观对冲型同类产品普遍 5%-15%的回撤情形下，全天候策略在本轮最大回撤 1.23%，

通过了本轮“压力测试”。

AH 股权益本周总体表现震荡，“高低切换”证券保险涨 3.6%，电力涨 2.06%，国新红利涨 1.94%。

下周我们将继续择机参与 QDII 短期反弹，并止盈部分 AH 权益。

■ 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 9

2.2、 A股择时观点：建议再次冲高中降低仓位..... 10

2.3、 港股择时观点：看多 11

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： 13

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： 6

图表 5：A股红利成长择时策略： 6

图表 6：美股择时策略： 7

图表 7：黄金择时策略： 7

图表 8：ETF组合策略-偏股型： 7

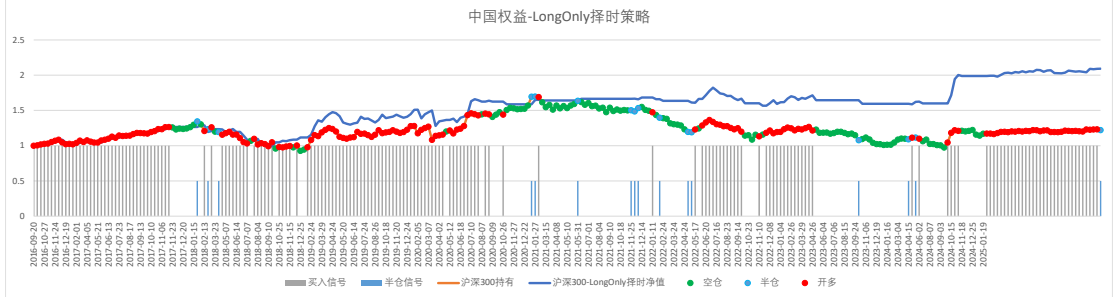
图表 9：ETF组合策略-偏债型： 8

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：

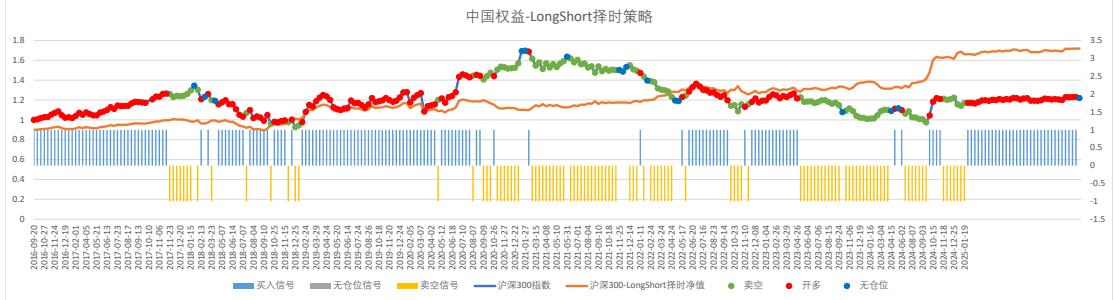
图表 1：A 股仓位择时策略：



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：

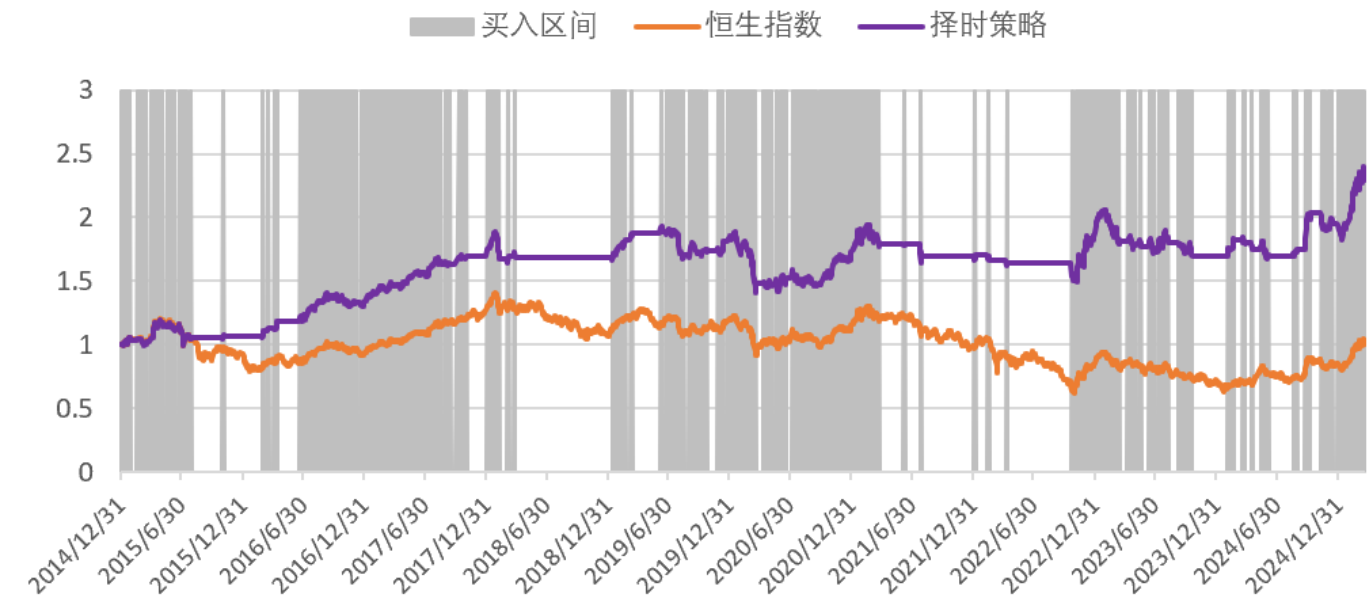


资料来源：Wind，华鑫证券研究

港股仓位择时策略：

图表 3：港股仓位择时策略：

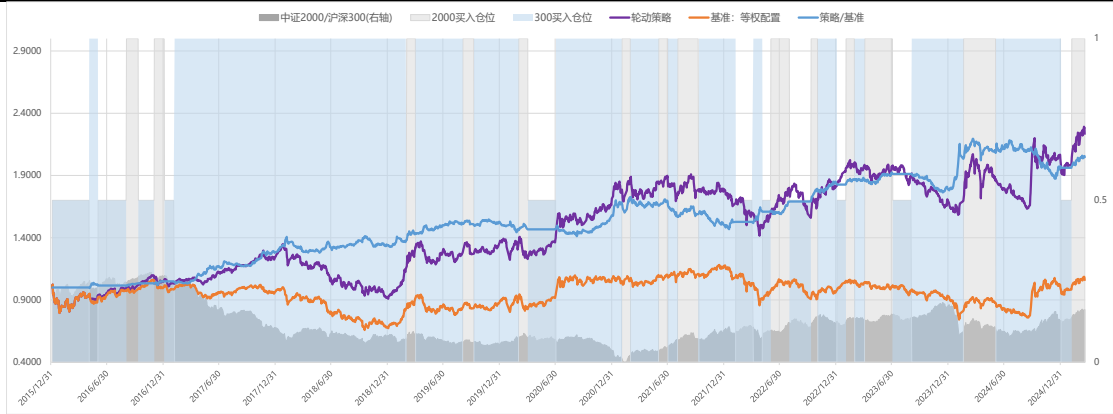
业绩统计	累计收益	年化收益	最大回撤	年化波动率	年化sharpe	calmar
恒生指数	0.36%	0.04%	55.70%	21.41%	0.00	0.00
择时策略	129.51%	8.72%	27.00%	14.51%	0.60	0.32



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股小微盘择时策略：

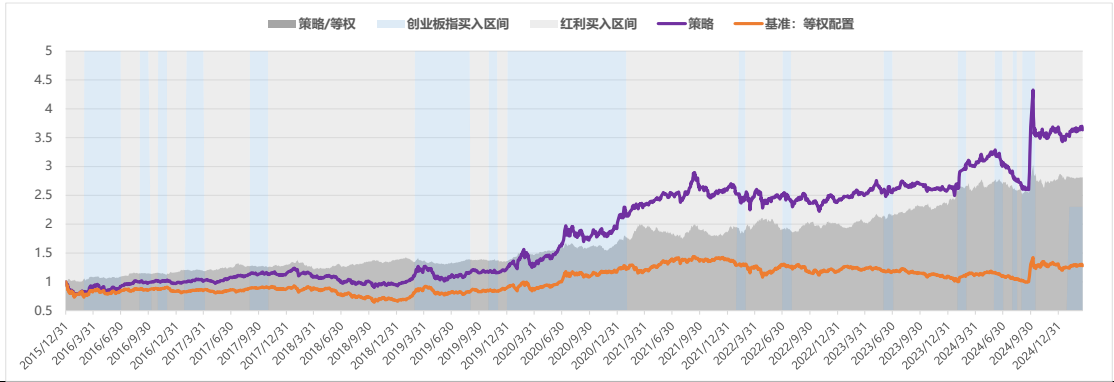
图表 4：A 股小微盘择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股红利成长择时策略：

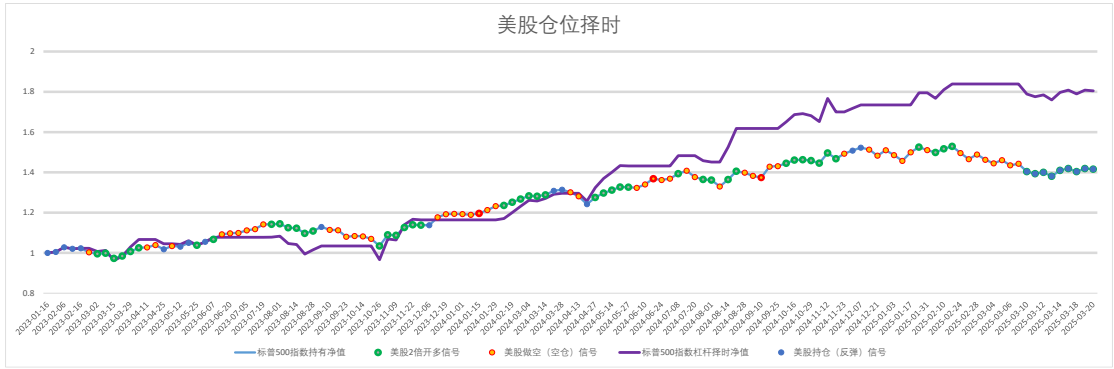
图表 5：A 股红利成长择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

美股择时策略：

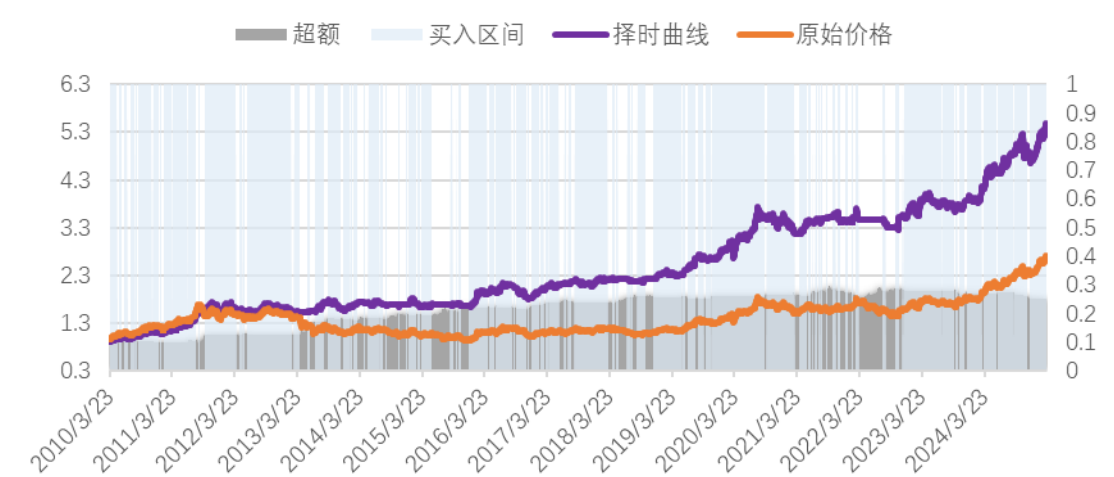
图表 6：美股择时策略：



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：

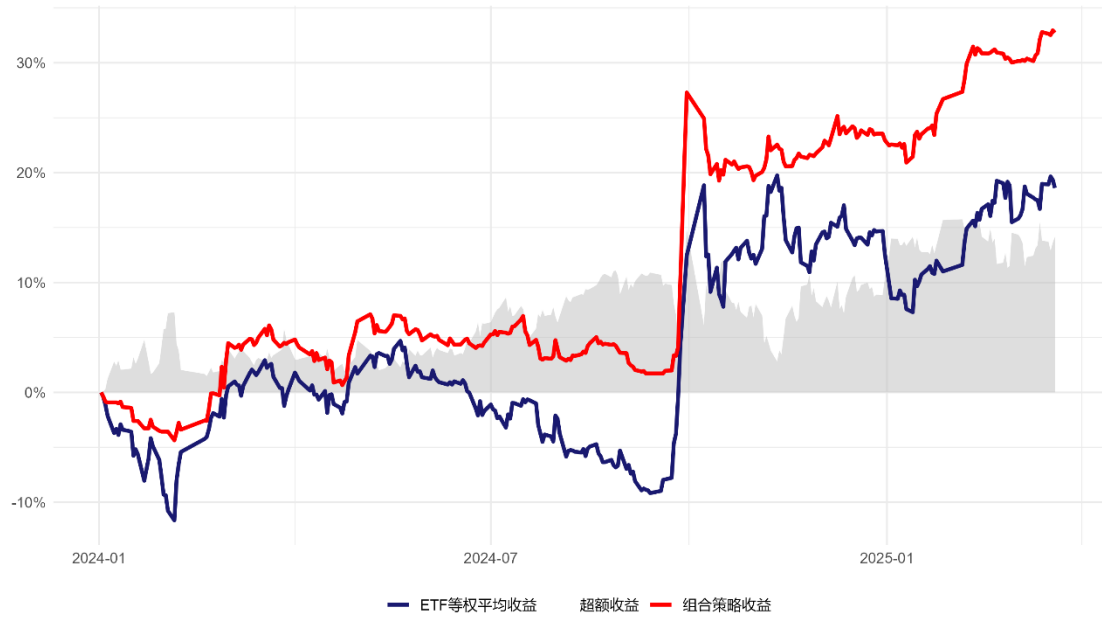


资料来源：Wind，华鑫证券研究

ETF 组合策略-偏股型：

图表 8：ETF 组合策略-偏股型：

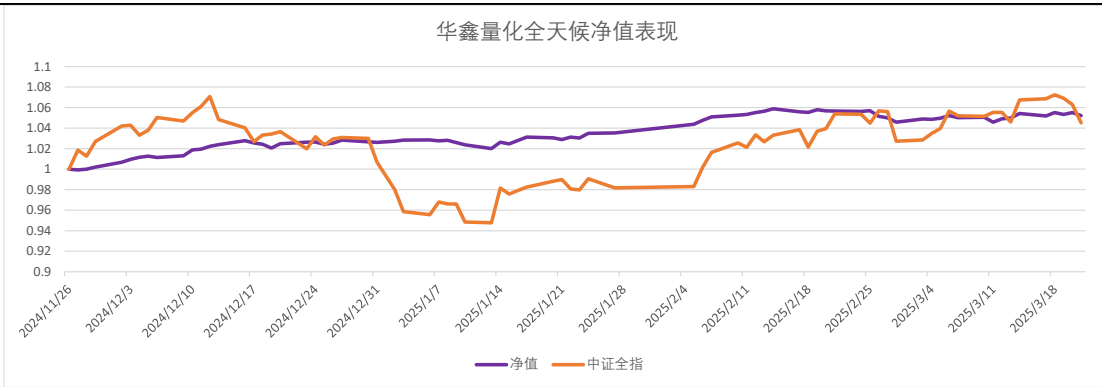
组合收益率与ETF加权平均收益曲线



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	自2月开始的美国向非美（ROW）、新兴市场内对中国的重配置、以及国内债券向权益的波段行情接近尾声；如有继续冲高机会建议左侧减仓	半仓
港股	保持年度级别的强烈推荐。港股有望维持区间震荡，科技股仍然是本轮人民币资产重估的题眼，但需要更多的风险补偿和调整空间。	半仓
美股	美股如期反弹，4月2日关税落地之前维持震荡，我们延续推荐半仓参与	上调至中等仓位
日股	继续强调强烈推荐评级（自241215）。日元升值交易告一段落、三月日本央行加息忧虑缓解，日股反弹窗口开启。	满仓
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	短期黄金反弹机会逐步止盈，中长线继续保持强烈推荐。并关注白银的弹性机会	短期仓位止盈
小微盘	三月至四月风格相对均衡，建议调整为市值平配	调整为平配
红利成长	三月仍然保持红利60%，双创40%配置。并在三月下旬考虑逐步切换风格至红利。	红利60%，成长40%
行业选择	过去一月市场流动性流入较多的板块包括，工业制造、必选消费、材料、房地产；游资买入较活跃的主题包括AI应用、半导体、机器人；三月两会期间预计中特估、国企重组和市值管理等主题会进入活跃。行业建议关注底部高低切换下的AI医疗、有色金属、化工、钢铁、建材、军工等	医疗、有色金属、化工、钢铁、军工、半导体

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：

权益市场：A股震荡下跌，成交量缩至 1.5 万亿。中小盘成长板块跌幅大，价值板块稳健，科技、消费板块回调多。上证指数收 3364.83，本周跌 1.60。港股震荡下跌，恒生科技跌幅大。科技、消费、地产板块跌幅居前。恒生指数收 23689.72，本周跌 1.13%。美股维持震荡，金融、能源行业领涨，通讯及可选消费微跌。标普 500 收 5662.89。

货币：本周美元指数先下后上，周初下探至 103.2 附近，周四议息会议后小幅抬升至 104 附近。美此前经济数据偏弱，降息押注有所升温，美元指数一度跌至 103.2 附近，随着美联储议息会议释放观望信号及地缘政治风险升级，美元避险属性增强，推动指数回升。

商品：本周金价再创新高，背后主要受 3 月美联储议息会议按兵不动，放缓缩表进度，称经济前景不确定性增加，同时部分数据显示美国经济有所降温影响；黄金中长期逻辑未变，中长期来看仍有较高的配置价值。

美股：如有进一步调整可再参与反弹

【流动性来看 - 3 月联储净流动性由 TGA 花钱支撑，本周小幅回落；FOMC 符合预期，点阵图】

【美元真实流动性】（负债表-tgd-onrrp）：本周 6.18 万亿→6.14 万亿，小幅回落。其中美联扩表本周缩表 35.89 亿美元（上周扩表 28.07 亿美元）；TGA 账户变动-349.14 亿

美元（上周-721.05 亿美元），余额持续下降；隔夜逆回购 746.16 亿美元（上周-100.71 亿美元）。

美股择时信号转为中等仓位，或有一到两周的超跌反弹。

日股：继续保持满仓推荐

日本央行在周三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。央行在声明里指出，“日本经济整体复苏温和，但仍有部分疲软迹象”。它还特别提到贸易局势和企业薪资、定价行为的不确定性。整体态度就是观望，符合市场预期，美元兑日元贬值趋势有延缓。

【风险偏好来看 - 上周继续反弹修复，但力度不强】

【金融状况】风险偏好继续弱修复

金融条件指数本周延续小幅反弹，但力度不强，且仍在 ma120 之下需要持续关注；反应离岸美元流动性的 ted 利差本周继续高位震荡，需要注意。

2.2、A 股择时观点：建议再次冲高中降低仓位

金融数据不强、业绩期扰动、海外短暂喘息的结合下，时间越来越接近 4 月 2 日的关税评估，3 月下旬股市进入防御时期是预期中的，结构上英伟达 GTC 大会和华为新品发布都未能继续催化科技主线，短期维持震荡判断，结构上建议向金融、周期等偏防御板块切换。

本周 A 股震荡下跌，成交量收窄至 1.5 万亿。风格上明显切换大盘，中小盘成长板块跌幅较大，科技、消费板块回调较多；港股也震荡下跌，恒生科技跌幅较大，科技、消费、地产板块跌幅居前。资金面两融继续维持高位，公募仓位高位震荡，外资流出意愿趋势有波动；

北向配置型资金中主动资金继续流出，被动型 ETF 相较上周买入幅度升高。注意交易型资金有一定程度的买入放缓。当前 A 股择时信号仍处于满仓，两会后更关注底部的周期、医药以及有一定主题特征的军工。

外资流出意愿：顺畅下行的趋势受阻，本周震荡回升；分量中美元小幅升值，cde 利差扩大。

融资余额本周持续上升，3/20 达到 19402.56，净买入占比于高位震荡波动。

公募行业仓位高频变动 20250321:

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有色、家电、电子、通信、纺服，近一个月来看汽车、计算机、银行、军工、交运靠前；

ETF 资金流向：截至 2025 年 3 月 21 日，A 股、债券、商品、跨境 ETF 本周净申赎金额分别为-150.4 亿元、34.0 亿元、-1.8 亿元、61.4 亿元。

2.3、港股择时观点：看多

【港股市场观点】港股胜率模型延续看多，科技板块短期利好集中落地后前期获利资金了结，调整后仍是主线机会，保持多头思维，同时看好内需及红利板块机会。

【情绪面】港股市场交投情绪分化。PCR 延续上行触发看多信号，但卖空成交占比一路回升 12.72%→13.58%→14.8%→15.92%→16%，市场空头有所边际积累。

【资金面】被动外资买入量略有收窄，主动外资卖出规模本周大幅走阔，外资止盈抛压增加。南向资金本周买入 115 亿元买幅收窄。本周买入标的主要为阿里巴巴、国泰君安、快手、农业银行、小鹏汽车、长城汽车、招商银行、零跑汽车、泡泡玛特、中国海洋石油、贝壳、老铺黄金，汽车标的增配明显。

【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】

港股金股绝对收益走阔至 24.88%，相较恒生指数超额 8.28%。

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、比亚迪股份。

港股定量优选 30 自 11 月初至今绝对收益 13.88%，相较港股高股息指数超额 7.88%。

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：

当前仍为 40%成长+60%红利信号。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：

商贸零售、医药、钢铁、有色金属、化工、军工、电子。

2.5、商品策略择时观点：

黄金择时观点：伦金破 3000 后回落，短期止盈不追高，中长期上行趋势不变

近期新高原因：

- 1 衰退担忧及关税不确定下，资金的国际再平衡导致美元指数的走弱。
- 2 亚洲资金对价格的支持，中国央行黄金持有量连续第四个月增加。同时国家金融监管总局宣布开展保险资金投资黄金业务试点。
- 3 事件性因素美国可能对黄金进口征收关税预期导致的期货逼仓。关税忧虑推动 comex 黄金持仓量几近升至自 2014 年以来的持仓最高值。为规避美国可能实施的普遍性关税，加速将黄金运入美国，导致黄金交易所库存激增。

短期来看，3000 美元是一个重要阻力，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；俄乌冲突可能阶段性缓和，加之美国国内减税的推进和风偏短期修复有可能对黄金造成压力。

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 32.62%，相对沪深 300 超额 14.31%，相对 ETF 等权超额 13.64%

持仓：黄金 ETF、红利低波 ETF、食品饮料 ETF、电力 ETF、中证红利 ETF、煤炭 ETF、中药 ETF、生物医药 ETF、豆粕 ETF

ETF 组合策略-偏债型-量化全天候：

单周涨幅 0.41%，累积收益 5.43%，最大回撤 1.23%。

QDII 和利率债调整已告一段落，宏观对冲型同类产品普遍 5%-15%的回撤情形下，全天候策略在本轮最大回撤 1.23%，通过了本轮“压力测试”。

AH 股权益本周总体表现震荡，“高低切换”证券保险涨 3.6%，电力涨 2.06%，国新红利涨 1.94%。

下周我们将继续择机参与 QDII 短期反弹，并止盈部分 AH 权益。

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。