

2025 年 03 月 09 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

“东升西落”叙事进入验证期

— 定量策略周观点总第 153 周

投资要点

分析师：吕思江 S1050522030001

lvsj@cfsc.com.cn

相关研究

- 1、《内资交易动量和两会受益板块，长期景气因子有效性提升》2025-03-09
- 2、《持股待涨不追涨》2025-03-03
- 3、《科创综指基金密集申报，推荐关注 30 年国债 ETF》2025-03-03

■ 本周建议一览

核心观点：“非美资产的波段行情”进入中后期，两会和 AI 科技利好频出，“东升西落”成为流行叙事；数据上看美国经济进入衰退概率不大，外资对中国资产重估也需要足够时间验证。当前一方面保持 AI 应用（多数在港股）的核心持仓低位，一方面参与底部顺周期板块的“复苏修复”；对美股信号仍维持偏空，但关注到开始有带保护的多头买入信号。

美股：整体上看，非农数据偏弱但基本符合预期，市场较为担心的衰退交易重要数据落地。同时降息预期前推至 5 月，下周 CPI 数据可能把市场拉回降息交易。同时三月 FOMC 议息会议联储的表态十分关键。对美股择时信号的方向不变，仍为较低仓位偏空。但各种情绪和衍生品指标也显示美股接近超卖，时刻关注在重要的 200 日均线的资金流向情况。

日股：日元兑美元来到 148 位置升值趋势延续，多头仓位比较拥挤，市场今年加息预期从 2 次缩减到 1 次。市场担心主要集中在是否会重演 2024 年 8 月初的风险资产崩盘。从当前美日套息交易和跨境流向看，我们认为暂时无此担忧。结合跨境资金流向，我们仍然对日股持看多信号。

海外市场风险偏好：金融状况指数下破 120ma 后持续回落，风险偏好弱未有明显修复。金融条件指数本周持续位于 120ma 下方，持续出现较大幅度下降，3/6 日达到近期最低点，后周五出现小幅反弹，需要持续关注；反应离岸美元流动性的 ted 利差本周持续震荡中略有下降；libor-ois 本周走势周四出现小幅跃升后，整体震荡下降，二者仍处于短期内相对高位，需要注意。

A 股：仓位信号仍维持满仓。两会利好频出，中国 AI 科技带动的资产重估渐入佳境。行情启动前不排除仍有震荡，科技板块在全市场成交占比处于历史较高位，同时外资对中国资产的再平衡也需要一定的验证期。建议更多关注港股 > A 股，短期关注底部消费、周期、金融等板块的补涨机会。

港股：港股胜率模型延续看多，恒生科技周五盘中创新高后走弱，看好消费及金融板块补涨机会。情绪面上，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%，市场空头有所边际积累。资金面上，交易型外资买入量略有收窄，配置型外资卖出规模延续收缩。南向资金本周买入 332 亿元买幅收窄。本周买入标的主要为腾讯控股、小米、中国移动、中芯国际、阿里巴巴、美团、中国宏桥、比亚迪。基本面上 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。

港股金股：港股金股绝对收益走阔至 21.35%，相较恒生指数超额 2.08%。组合最新持仓：邮储银行、李宁、招金矿业、中广核矿业、中国人寿、腾讯控股、比亚迪股份、舜宇光学科技。港股定量优选 30 自 11 月初至今绝对收益 14.31%，相较港股高股息指数超额 9.07%。

红利：2025 年 3 月红利：双创 = 60%：40%，社融增速环比走平仍位于边际高点、外资流入意愿依旧乐观，信贷及资金博弈角度看好高景气成长。但通胀读数延续低迷、期限利差下行、美债利率 4.24%高位下红利胜率更佳。复合因子打分切向红利。

小微盘：二月看多小盘信号带来明显超额。三月逐步进入两会和财报节奏，主题个股建议止盈。基本面角度仍没有明确的反转信号，大盘股空间有限。三月下旬建议在市值上逐渐调整为平配。

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。

黄金：持有，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

当前仍能维持高市场交易量情况下，三大主流 A 股策略中，行业轮动策略有效性开始回暖；小盘择时策略等待春节后寻机加仓；红利风格择时策略在长期绝对收益获取上作为底仓配置。

■ 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 30.3%，相对沪深 300 超额 13.84%，
相对 ETF 等权超额 12.22%

黄金 ETF、国投白银 LOF、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

ETF 组合策略-偏债型-量化全天候

单周涨幅 0.44%，累积收益 5.02%，最大回撤 1.23%。

本周债券与 QDII 继续走弱，商品走强：白银涨 2.17%，黄金
涨 1.27%。

AH 股权益本周总体向上，稀土基金涨 3.92%，有色涨
1.89%，国新红利涨 1.54%。

下周股市大概率依然保持震荡，周中可能择机止盈超配白
银，若港股回调，则分批加仓港股。

■ 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：两会和 AI 利好频出，“东升西落”逻辑进入验证期 10

2.3、 港股择时观点：看多 11

2.4、 A股策略择时观点： 12

2.1、 商品策略择时观点： 13

3、 ETF 组合运行周观点： 14

4、 风险提示..... 15

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： 6

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

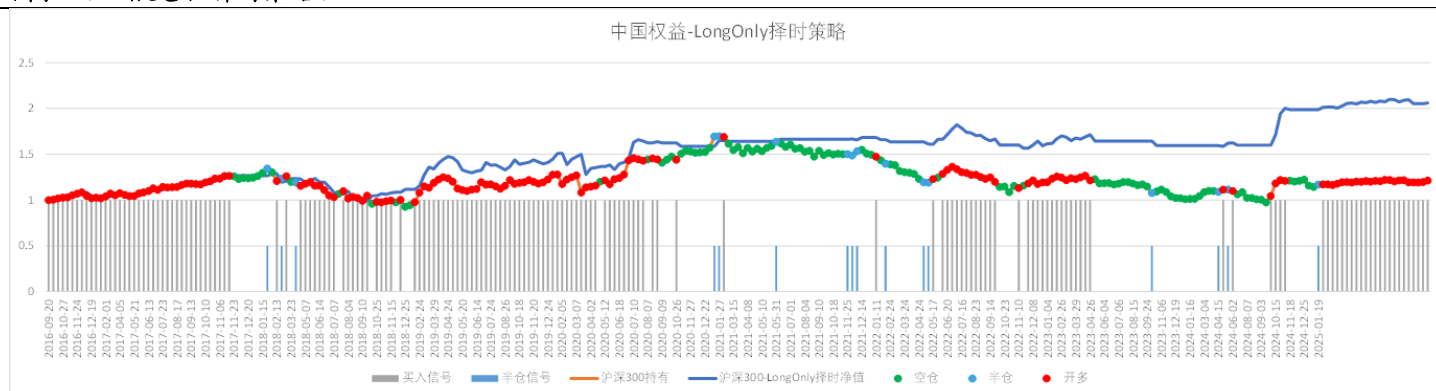
图表 10：本周最新观点： 8

图表 11：TradingViews 美股复盘-恐惧贪婪指数接近超卖： 14

1、组合策略历史净值

A股仓位择时策略：

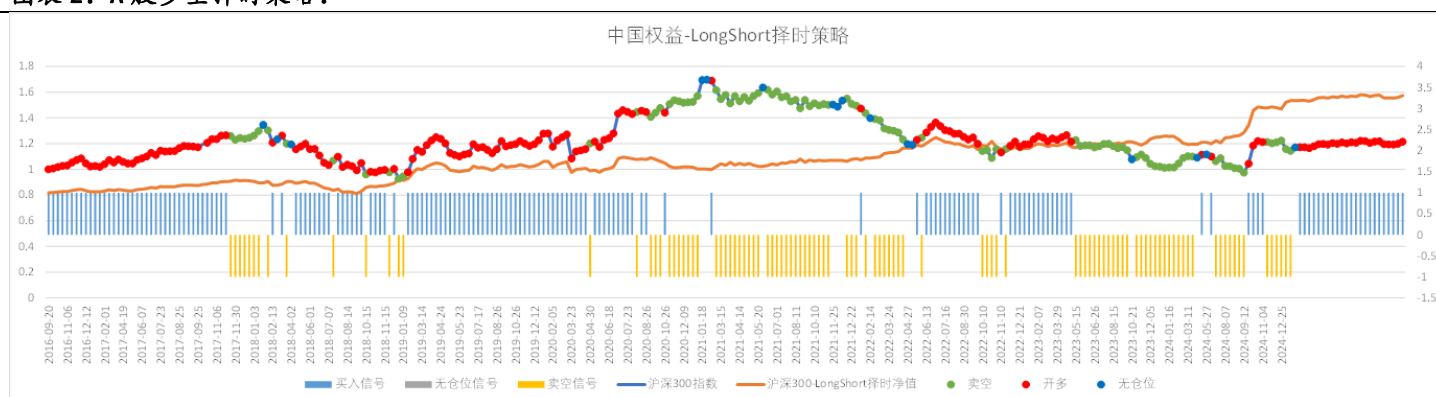
图表 1：A股仓位择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A股多空择时策略：

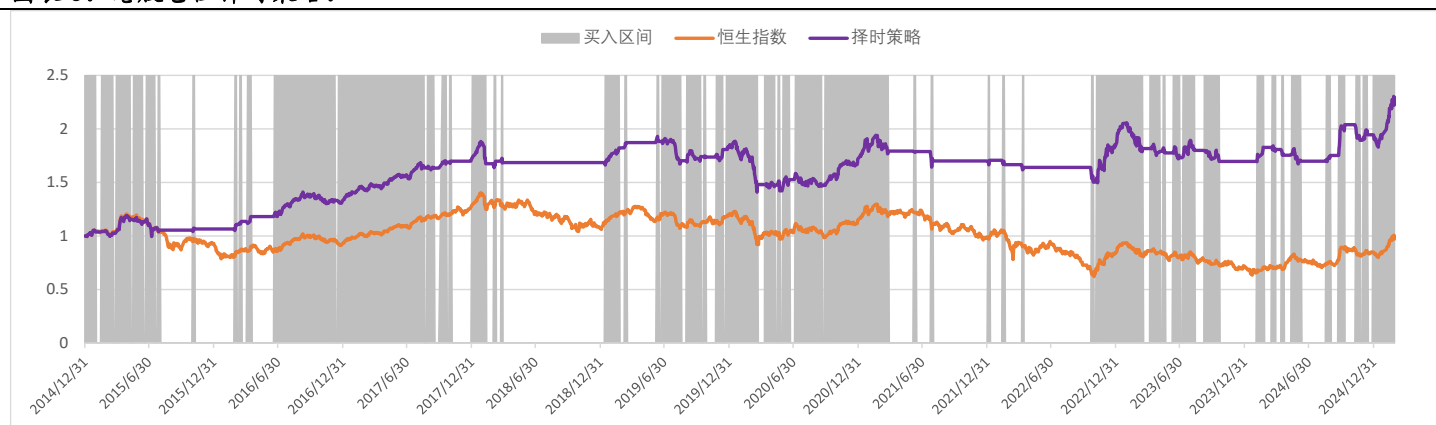
图表 2：A股多空择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

港股仓位择时策略：

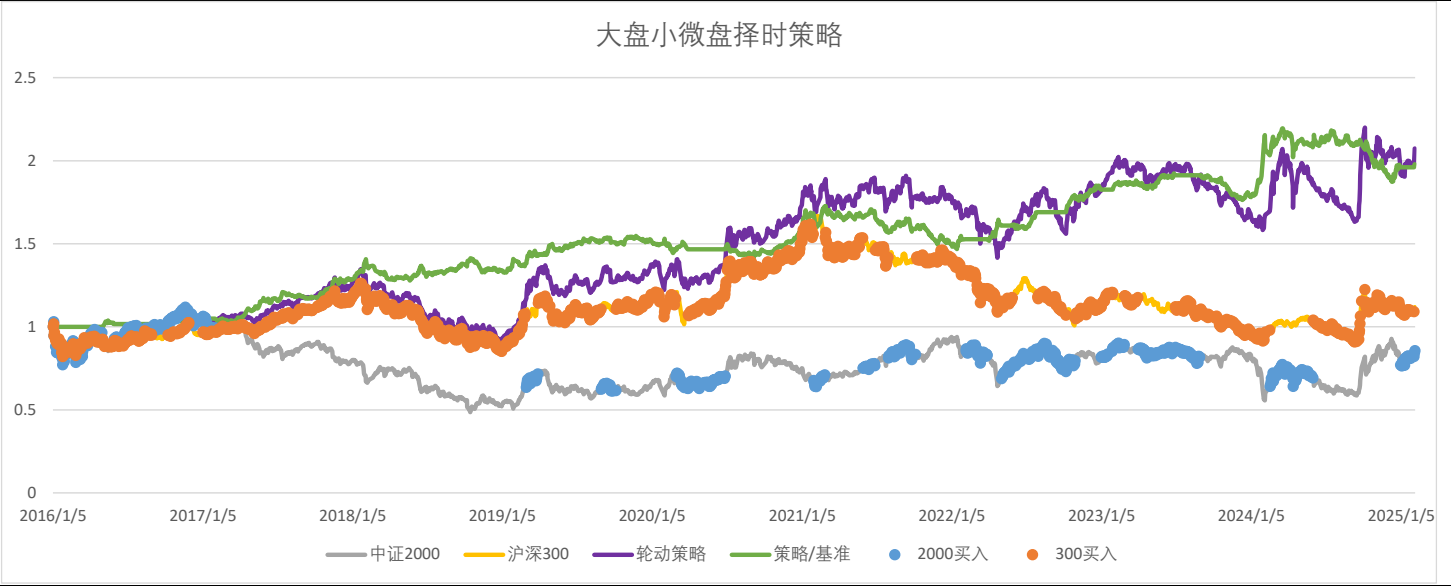
图表 3：港股仓位择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股小微盘择时策略：

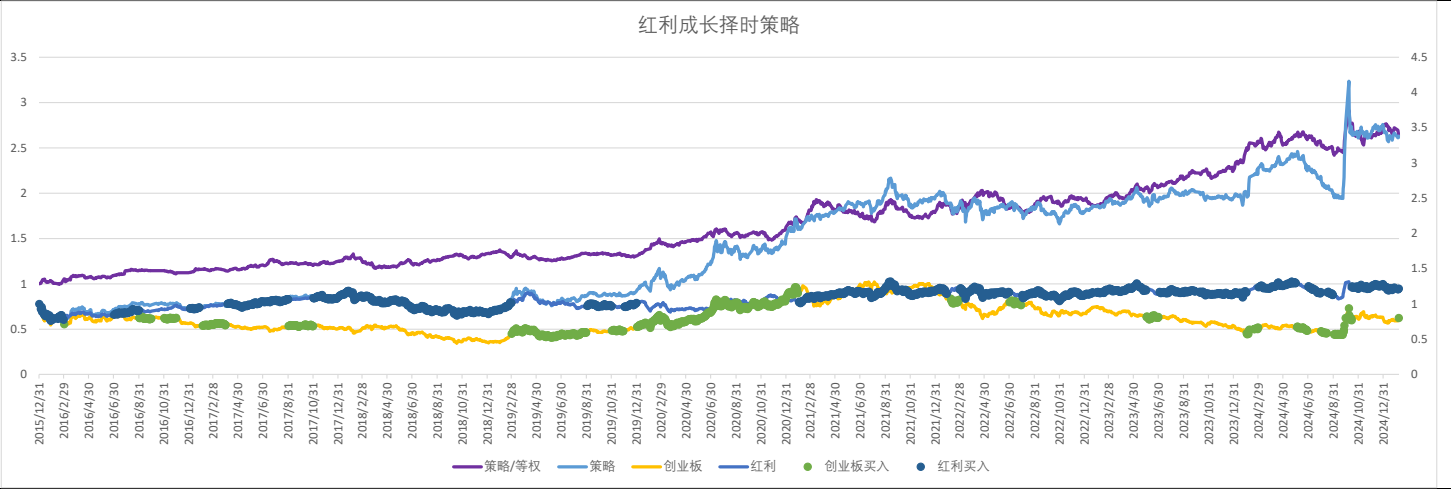
图表 4：A 股小微盘择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股红利成长择时策略：

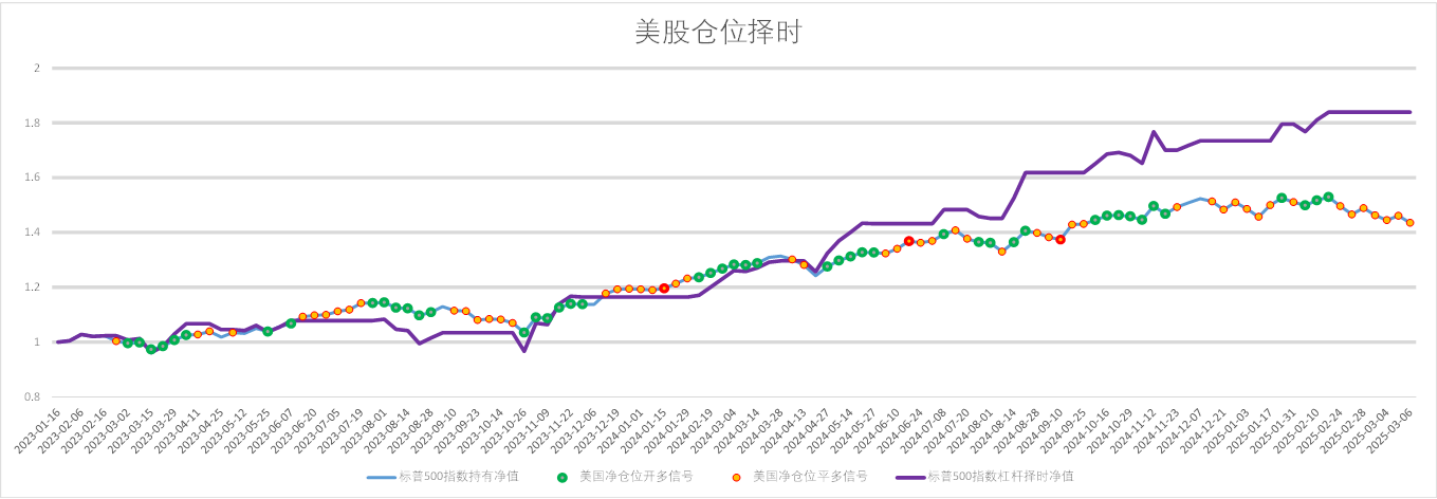
图表 5：A 股红利成长择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

美股择时策略：

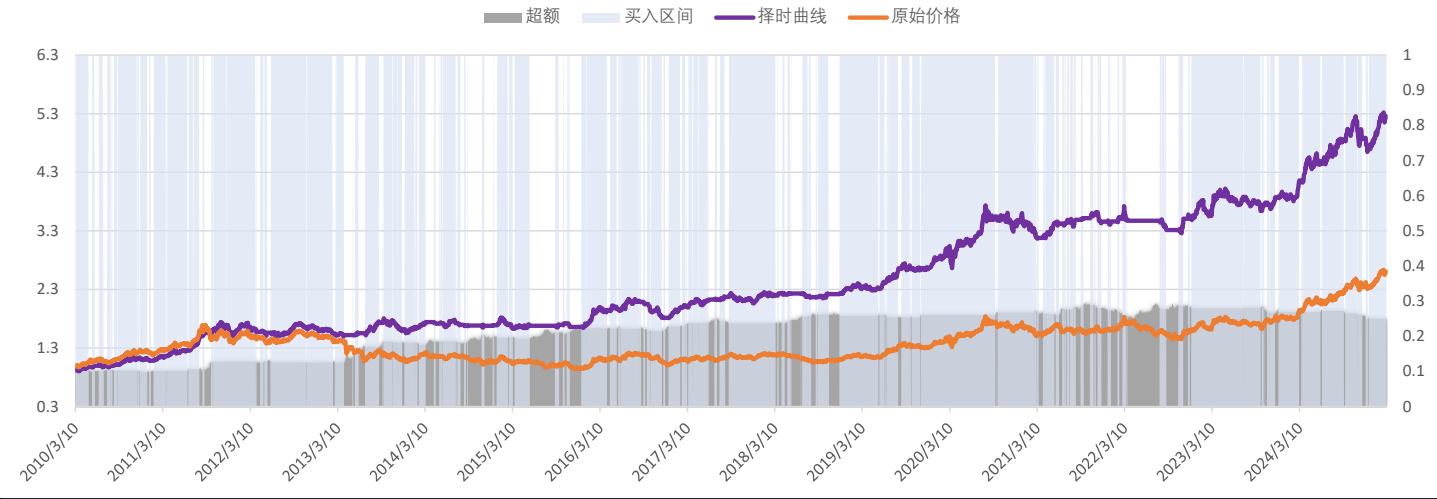
图表 6：美股择时策略：



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：

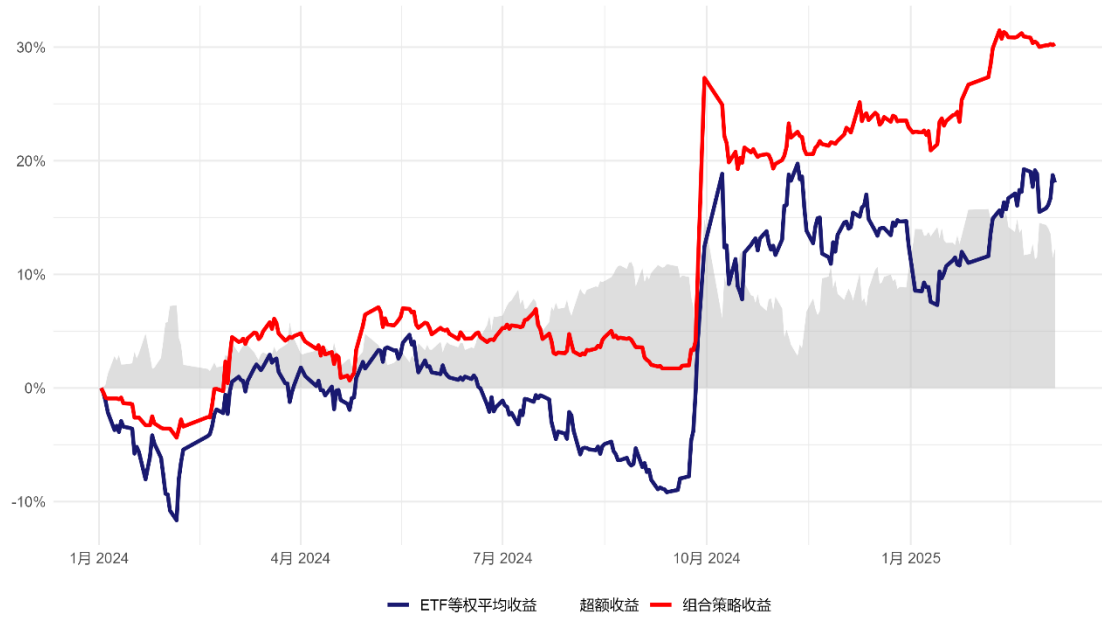


资料来源：Wind，华鑫证券研究

ETF 组合策略-偏股型：

图表 8：ETF 组合策略-偏股型：

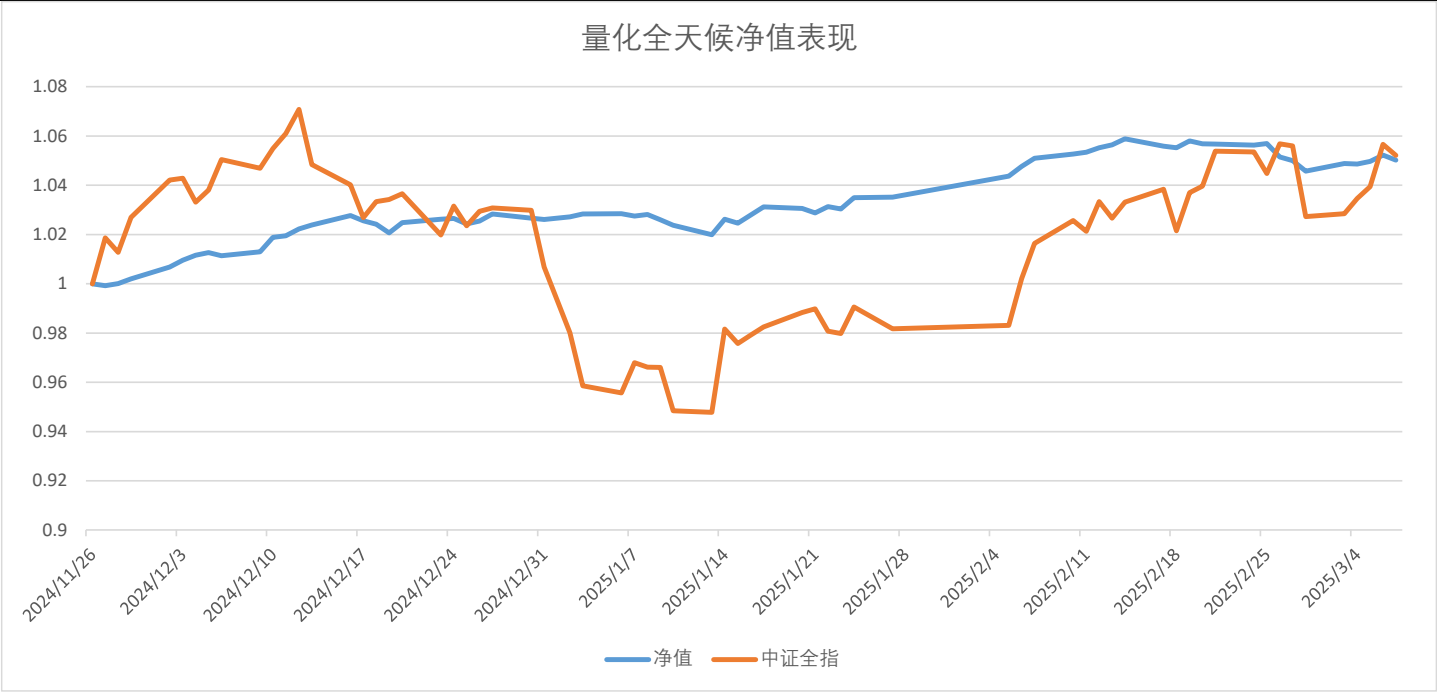
组合收益率与ETF加权平均收益曲线



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	随着两会、AI科技的利好频出，以及美国“衰退”担忧，“东升西落”成为主流叙事逻辑。当前仍然维持满仓信号，也关注A股科技板块的高成交占比、以及交易性质资金的止盈流出。三月下旬大概率进入选方向，持仓上一方面坚定持有AI下游应用（港股居多），另一方面积极参与底部周期、医药、金融板块的补涨，关注带有一定主题性质的军工。	满仓
港股	保持年度级别的强烈推荐。科技板块需要技术性质修整，关注消费、银行保险等补涨机会。	满仓
美股	美股“衰退”和“滞胀”逻辑占据主导，短期情绪进入超卖。择时信号仍然维持偏空，但已经观察到部分带保护的多头买入，三月下旬有望逐渐进入布局区域。	空仓
日股	继续强调强烈推荐评级（自241215）。日经指数进入较为合适的配置窗口。	满仓
A股策略	预计2025年上半年行业轮动策略将回暖，增加策略占比	行业轮动占优
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	继续持有小微盘指数，并在三月下旬考虑逐步切换市值风格至平配。	小盘
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、建材、军工

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 股市场两会期间表现良好，实施好适度宽松的货币政策及稳住楼市股市的措辞提振市场信心，上证综指上涨+1.56%，成交量有所放大。港股市场继续表现强劲恒生科技指数上涨+8.43%。美股延续回落。尽管周五市场出现反弹但整体疲软。标普 500 指数下跌-3.10%，纳斯达克指数下跌-3.45%。债券：本周债券市场表现不佳。中债总财富（总值）指数下跌-0.42%。汇率：本周汇率市场波动较大。受关税影响，美元指数下跌-3.41%。全球经济形势以及货币政策差异等因素导致汇率市场出现较大波动。商品：本周商品市场表现分化。由于地缘政治不确定性增加和高位了结的结束，伦敦金现上涨 1.83%，伦敦银现上涨 4.48%，Comex 铜上涨 3.63%，而 ICE 布油下跌 3.24%。

美股：保持较低仓位

【流动性来看 - 联储净流动性近期由 TGA 花钱支撑，上周继续回升；非农数据偏弱基

本符合预期，降息预期前置】

【美元真实流动性】（负债表-tgd-onrrp）：本周 5.96 万亿→6.09 万亿，边际较大幅上升。其中美联扩表本周缩表 93.37 亿美元（上周缩表 162.31 亿美元）；TGA 账户变动-457.32 亿美元（上周-1703.88 亿美元），余额大幅下降；隔夜逆回购-981.17 亿美元（上周+1654.39 亿美元）。

整体上看，非农数据偏弱但基本符合预期，市场较为担心的衰退交易重要数据落地。同时降息预期前推至 5 月，下周 CPI 数据可能把市场拉回降息交易。同时三月 FOMC 议息会议联储的表态十分关键。

对美股择时信号的方向不变，仍为较低仓位偏空。但各种情绪和衍生品指标也显示美股接近超卖，时刻关注在重要的 200 日均线的资金流向情况。

日股：日元 2025 年渐进式加息，吸引海外资金流入

日元兑美元来到 148 位置升值趋势延续，多头仓位比较拥挤，市场今年加息预期从 2 次缩减到 1 次。市场担心主要集中在是否会重演 2024 年 8 月初的风险资产崩盘。从当前美日套息交易和跨境流向看，我们认为暂时无此担忧。结合跨境资金流向，我们仍然对日股持看多信号。

【风险偏好来看 - 仍较弱，下破均线后持续走低】

【金融状况】下破 120ma 后持续回落，风险偏好弱未有明显修复

金融条件指数本周持续位于 120ma 下方，持续出现较大幅度下降，3/6 日达到近期最低点，后周五出现小幅反弹，需要持续关注；反应离岸美元流动性的 ted 利差本周持续震荡中略有下降；libor-ois 本周走势周四出现小幅跃升后，整体震荡下降，二者仍处于短期内相对高位，需要注意。

2.2、A 股择时观点：两会和 AI 利好频出，“东升西落”逻辑进入验证期

两会利好频出，中国 AI 科技带动的资产重估渐入佳境。行情启动前不排除仍有震荡，科技板块在全市场成交占比处于历史较高位，同时外资对中国资产的再平衡也需要一定的

验证期。建议更多关注港股>A股，短期关注底部消费、周期、金融等板块的补涨机会。

【基本面】

本周两会期间权益市场反应较好风险偏好快速回升，并未有显著超预期政策但好在市场前期预期不高，全周日均成交额达 1.7 万亿元，通用智能体 Manus 发布继续催化科技行情及港股；资金面主要推动力两融继续新高，公募仓位高位，外资流出意愿继续回落；但出口增速阶段性回落短期或有扰动，指数 3340 或面临压力，结构上预计仍围绕科技产业趋势方向内部轮动，关注下周三金融数据。

【流动性】

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：本周较大幅度回升，主要是由于本周美元较大幅度贬值影响。

融资余额本周 2032017 亿元继续新高，净买入占比于高位震荡波动。

【技术面】

公募行业仓位高频变动：

公募仓位：本周震荡维持高位，周四最高达到 84.49%后周五小幅回落。

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军工、汽车、食品饮料、交运、银行，近一个月来看机械、电子、通信、汽车、银行靠前；

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，恒生科技周五盘中创新高后走弱，看好消费及金融板块补涨机会

【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%，市场空头有所边际积累。

【资金面】交易型外资买入量略有收窄，配置型外资卖出规模延续收缩。南向资金本

周买入 332 亿元买幅收窄。本周买入标的主要为腾讯控股、小米、中国移动、中芯国际、阿里巴巴、美团、中国宏桥、比亚迪。

【基本面】基本上 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 21.35%，相较恒生指数超额 2.08%。

组合最新持仓：邮储银行、李宁、招金矿业、中广核矿业、中国人寿、腾讯控股、比亚迪股份、舜宇光学科技

港股定量优选 30 自 11 月初至今绝对收益 14.31%，相较港股高股息指数超额 9.07%。

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：

社融增速环比走平仍位于边际高点、外资流入意愿依旧乐观，信贷及资金博弈角度看好高景气成长。但通胀读数延续低迷、期限利差下行、美债利率 4.24%高位下红利胜率更佳。复合因子打分切向红利。

小微盘择时观点：

二月看多小盘信号带来明显超额。三月逐步进入两会和财报节奏，主题个股建议止盈。基本面角度仍没有明确的反转信号，大盘股空间有限。三月下旬建议在市值上逐渐调整为平配。

行业选择观点：

食品饮料、医药、电子、钢铁、建材、煤炭。

2.1、商品策略择时观点：

黄金择时观点：持有，在 2800 美元附近加仓

近期新高的主要逻辑：

1 国内资金面短期对价格的支持，央行黄金持有量连续第三个月增加。国家金融监管总局宣布开展保险资金投资黄金业务试点。

2 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。

黄金的中期逻辑也没有发生任何变化。全球主权货币的滥发不可收拾，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。

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 29.87%，相对沪深 300 超额 14.99%，相对 ETF 等权超额 14.37%。

黄金 ETF、国投白银 LOF、红利低波 ETF、食品饮料 ETF、电力 ETF、30 年国债 ETF、中证红利 ETF、煤炭 ETF、中药 ETF

ETF 组合策略-偏债型-量化全天候：

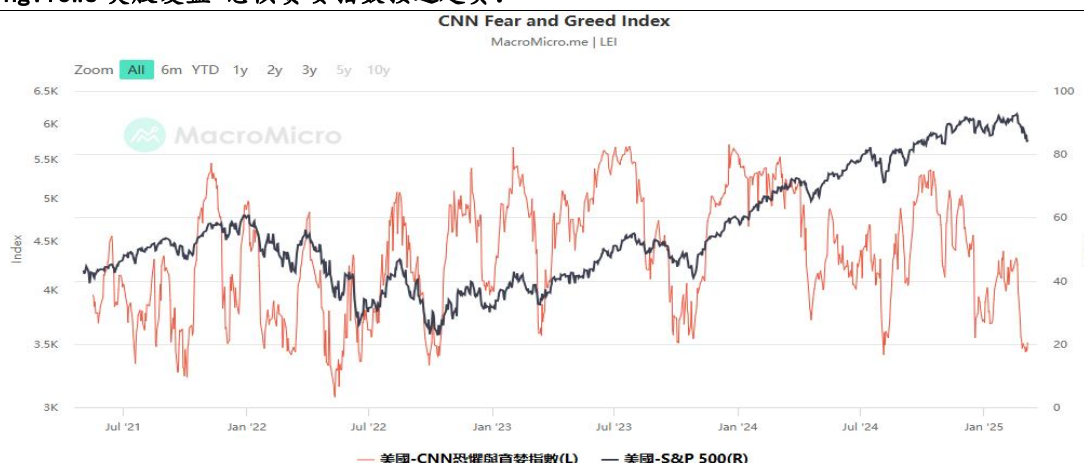
单周涨幅-1.09%，累积收益 4.58%，最大回撤 1.09%。

本周股票，债券，QDII，商品全线下跌，仅可以参与周中的科技与消费的结构性行情，以及债券的日内交易性质机会。组合在下跌开始前止盈了部分中国长债和 QDII 类资产，较大幅度控制了回撤。

下周静待科技回调，保持防御的仓位同时择机继续参与科技相关趋势投资机会。

本周精选图表

图表 11: TradingViews 美股复盘-恐惧贪婪指数接近超卖：



资料来源：TradingViews，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

14

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。