

2025 年 03 月 02 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

棋至中盘，保持耐心

— 定量策略周观点总第 152 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：二月配中强调的“非美资产的波段行情”进入中后期，可以开始关注包括中国长债、美股科技、红利在内长期资产的左侧机会；但中国科技股带动的“东升西落”、估值重构，仅仅只是棋至中盘，保持耐心仔细鉴别其中真正受益的个股；

美股：继续保持较低仓位。美元真实流动性略有反弹、但整体上看，美国消费数据和 PMI 偏弱，市场陷入衰退担忧；PCE 回落未拐头让市场恐慌情绪暂缓，GDP 环比回落符合预期；关注下周非农，三月 FOMC 议息会议指引比较关键。结合仓位和资金面确认，我们仍然对美股保持谨慎，等待更合适的抄底时机。

日股：延续 2025 年对日股的强烈看多。日元兑美元升值趋势上周有暂缓，多头仓位比较拥挤，市场今年加息预期从 2 次到 1 次，做多日元比较拥挤。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。

A 股：A 股 TMT 板块拥挤度较高，本周开始下行，科技股需要一定的技术性修整。但 AI 和机器人相关板块是本轮人民币资产重估主线，不轻言放弃。沪深 300 的满仓信号自 2025 年 2 月 5 日起延续至今，基于通过高低切换方式指数维持横盘。

港股：港股择时模型延续看多，注意把握交易节奏。科技板块技术性有调整需求，而消费、金融板块有望承接部分外溢流动性。但我们提醒本轮资产重估仍然集中在港股科技股当中。

红利：2025 年 2 月红利：双创 = 60%：40%，目前建议保持此配置，等待三月两会前后再做切换。

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。建议在市值上逐渐调整为平配，仍然保持关注小微盘指数的弹性机会。北证指

相关研究

- 1、《积极参与，逢调做多》2025-02-25
- 2、《公募资金流、动量因子继续向好，市场继续积极定价成长，关注长端景气预期》2025-02-24
- 3、《特朗普签署《美国优先投资政策》备忘录：限制中美双向投资》2025-02-23

数仍然有独立行情机会。

行业选择：食品饮料、医药、电子、钢铁、建材、煤炭。

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 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。

■ 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
2.2、 A股择时观点：看多信号得到验证，坚定持仓	12
2.3、 港股择时观点：看多	13
2.4、 A股策略择时观点：	14
2.5、 商品策略择时观点：	15
3、 ETF 组合运行周观点：	16
4、 风险提示.....	17

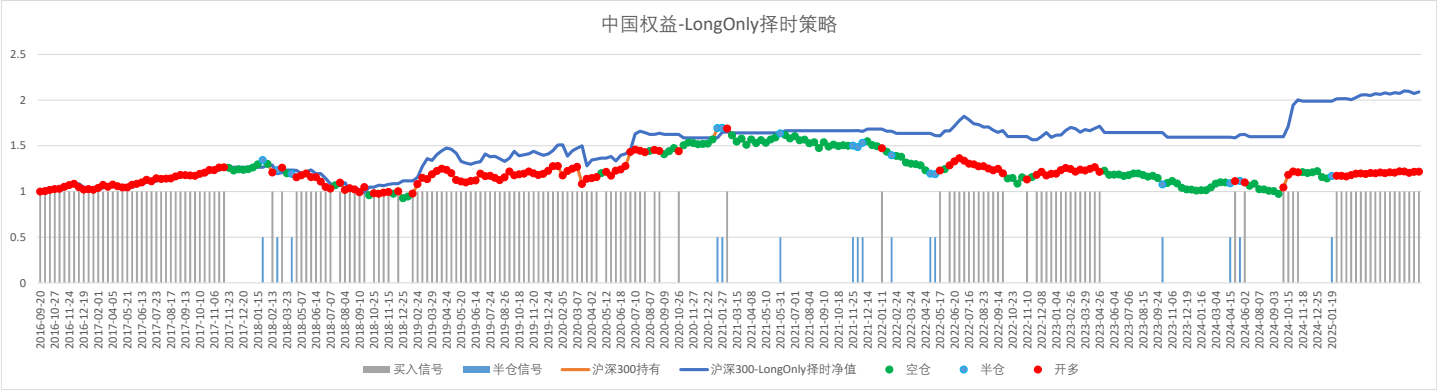
图表目录

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：	5
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：	6
图表 8：ETF 组合策略-偏股型：	6
图表 9：ETF 组合策略-偏债型：	7
图表 10：本周最新观点：	7
图表 11：全球资产表现：	8
图表 12：真实流动性：	9
图表 13：真实流动性和加息预期：	10
图表 14：CME 持仓情况：	11
图表 15：金融条件指数和 TED 利差：	11
图表 16：黄金择时模型对应数据：	15
图表 17：TradingViews 美股复盘：	17

1、组合策略历史净值

A 股仓位择时策略：

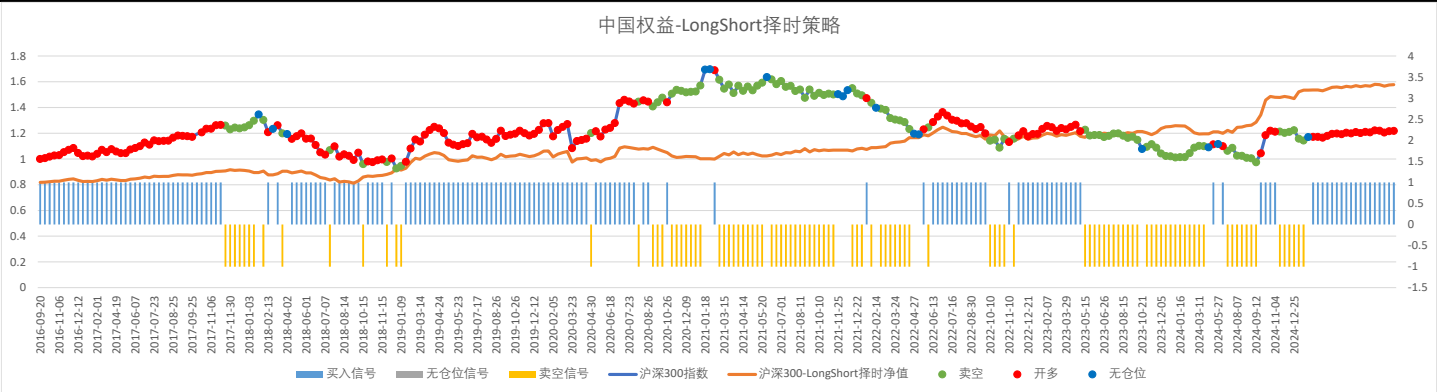
图 1：A 股仓位择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股多空择时策略：

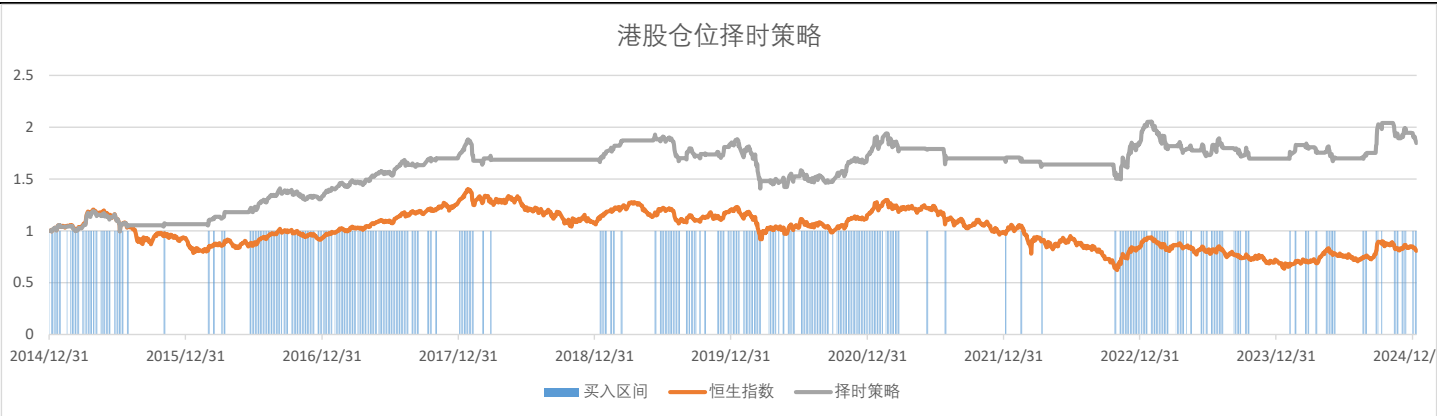
图 2：A 股多空择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

港股仓位择时策略：

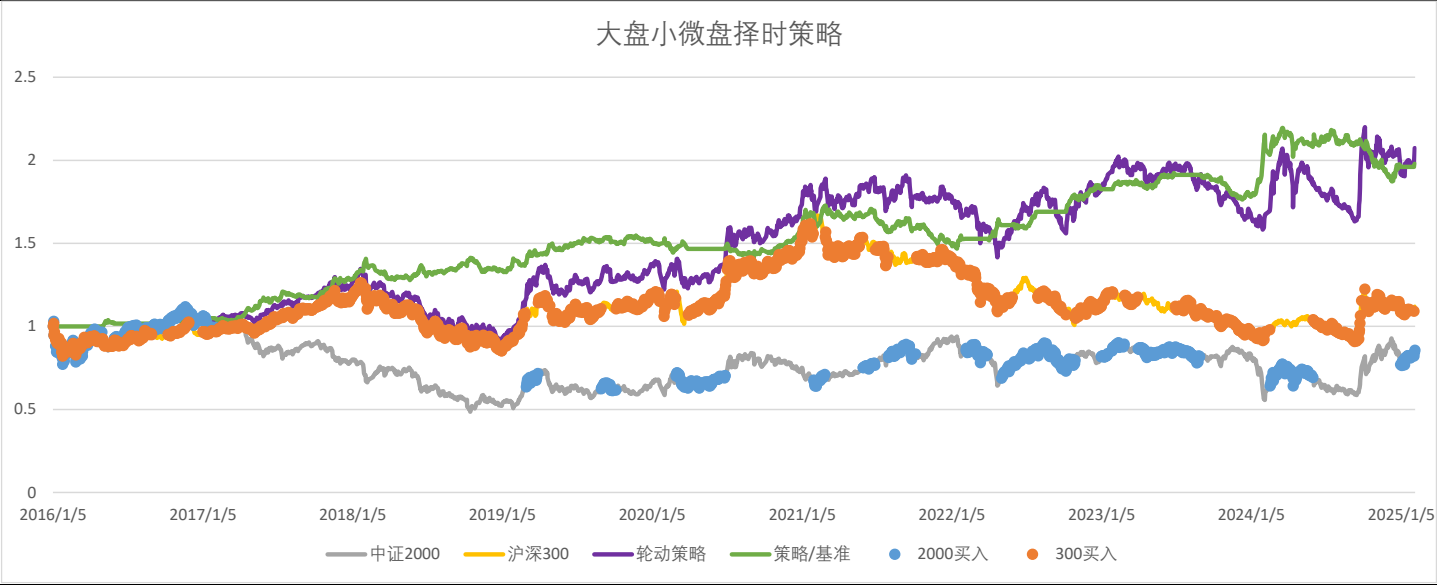
图 3：港股仓位择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股小微盘择时策略：

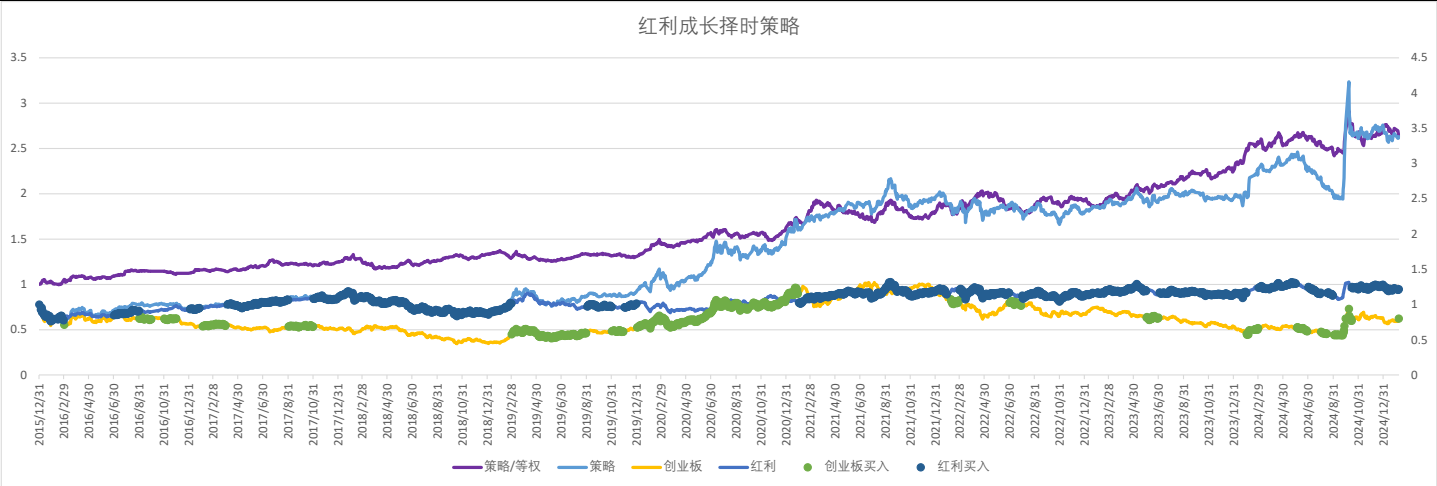
图表 4：A 股小微盘择时策略：



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：

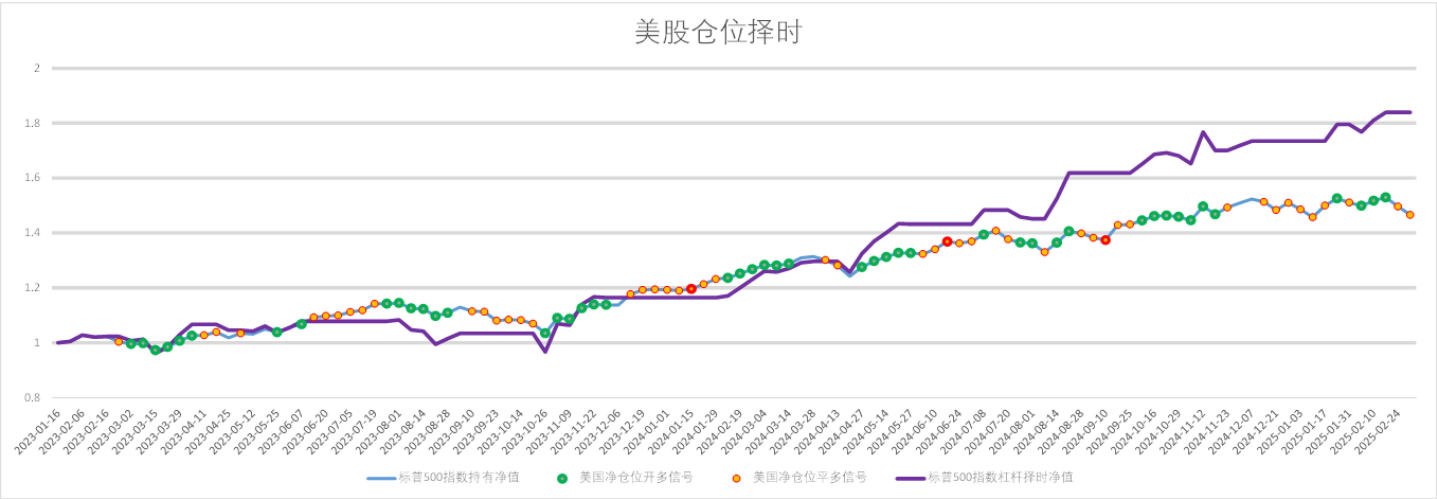


资料来源：Wind，华鑫证券研究

美股择时策略：

图表 6：美股择时策略：

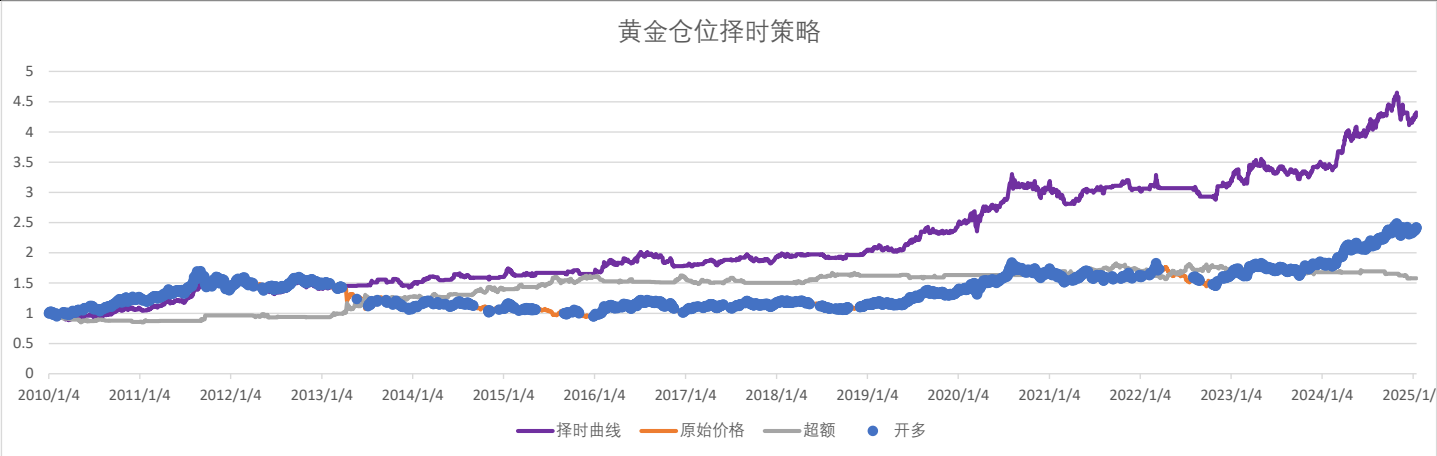




资料来源：Wind，华鑫证券研究

黄金择时策略：

图表 7：黄金择时策略：

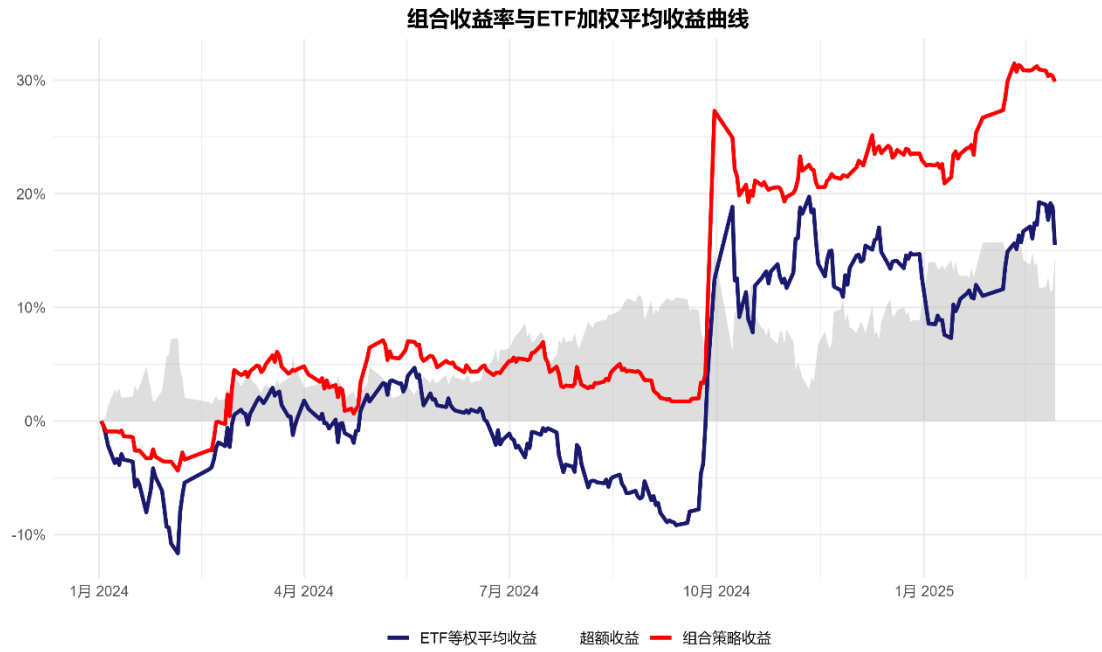


资料来源：Wind，华鑫证券研究

ETF 组合策略-偏股型：

图表 8：ETF 组合策略-偏股型：

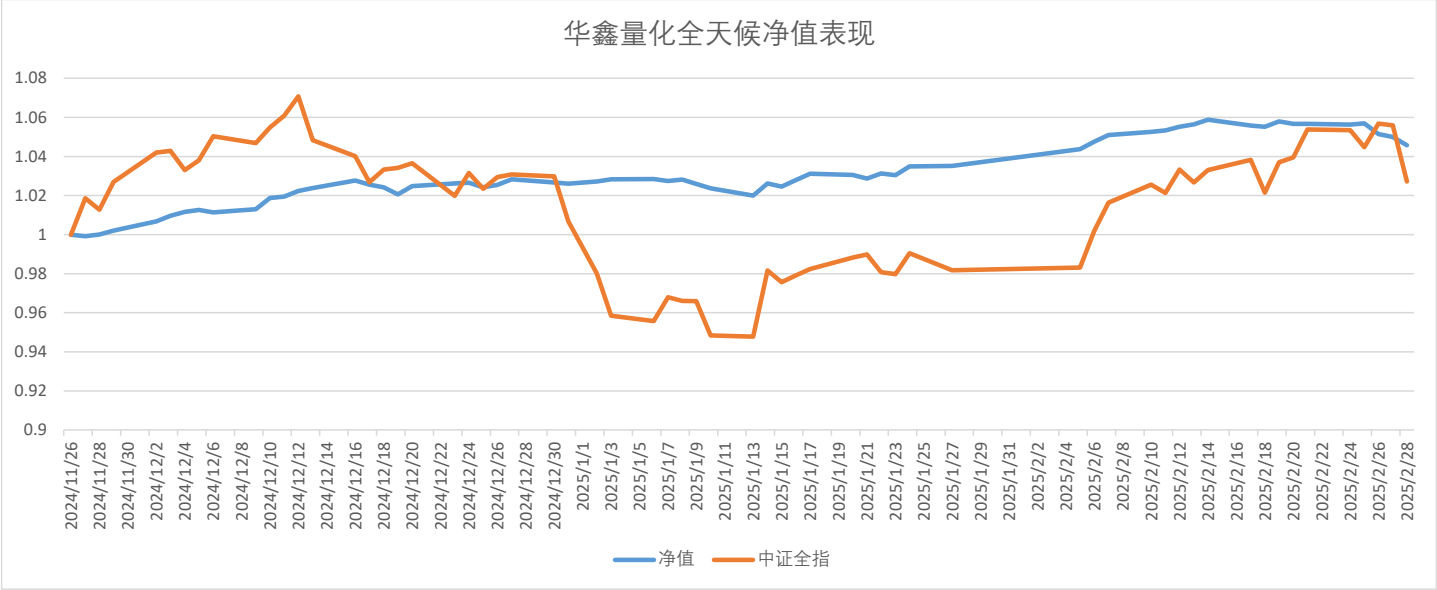




资料来源：Wind，华鑫证券研究

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	
A股	A股TMT板块拥挤度本周由高位下行，预计通过高低切换方式指数保持一定程度横盘。AI和机器人相关科技股仍是本轮重估核心，不轻言结束。2025年2月5日出现的满仓信号延续。
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。
美股	美股择时策略净值新高。仍然保持偏空信号。
日股	继续强调强烈推荐评级（自241215）。对冲基金在日经指数净仓位创下三年以来新高，随海外风险资产集体调整后，日股有望再次出现波段机会。
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
黄金	如我们预期黄金出现短期止盈调整。建议长期持有，短期在2800美元补仓。
小微盘	二月的看多小盘信号带来明显超额。三月开始逐步进入两会和财报节奏，建议逐步将市值调整回到平配观察；预计基本面没有可持续的反弹机会，大盘股空间有限。
红利成长	三月仍然保持红利60%，双创40%配置。流动性因子带动成长板块开始蓄力
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食品饮料、医药、建筑建材、钢铁、煤炭。

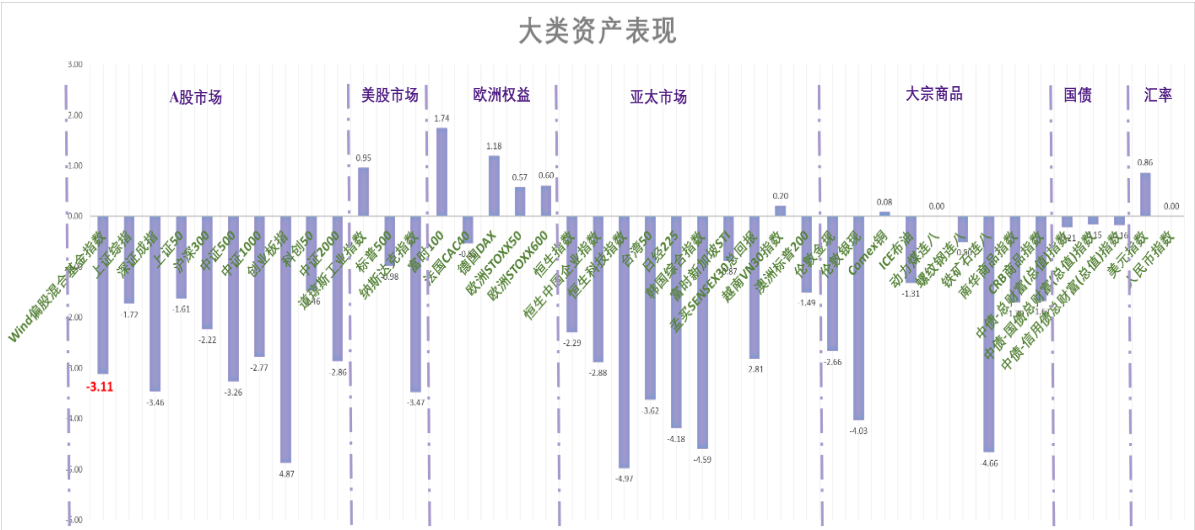
资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.1、全球资产配置观点

全球资产表现：

权益：本周受特朗普对中国将继续加 10%关税影响 AH 出现回调。上证综指下跌-1.72%。创业板指下跌-4.87%。港股恒生指数下跌-2.29%，恒生科技指数大幅下跌-4.97%。美股分化，道琼斯工业指数上涨 0.95%，标普 500 指数下跌-0.98%，纳斯达克指数下跌-3.47%。债券：本周债市资金面持续偏紧，中债 - 国债总财富（总值）指数下跌-0.15%。汇率：本周美元指数上涨 0.86%，人民币指数保持稳定。商品：受到央行购金、避险情绪以及全球地缘政治不确定性影响，伦敦金现下跌-2.66%，伦敦银现下跌-4.03%，ICE 布油下跌-1.31%。

图表 11：全球资产表现：



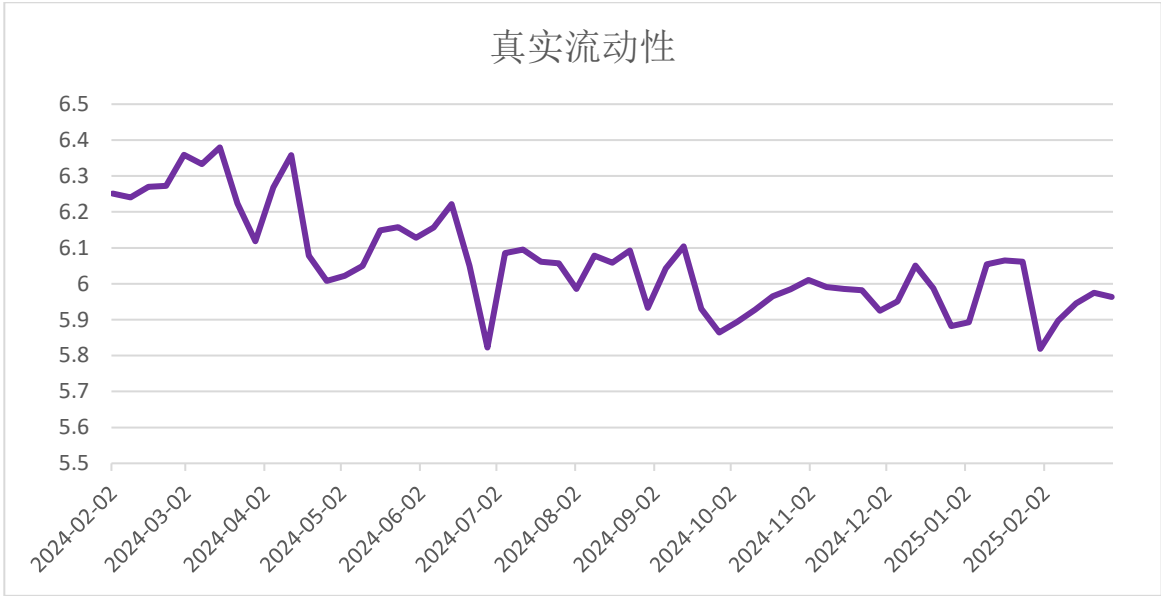
资料来源：Wind，华鑫证券研究

美股：保持较低仓位

【流动性层面 - 联储净流动性近期由 TGA 花钱支撑；PCE 数据符合预期回落降息预期前置】

【美元真实流动性】（负债表-tgd-onrrp）：本周 5.97 万亿→5.96 万亿，边际走平。其中美联扩表本周缩表 162.31 亿美元（上周缩表 311.81 亿美元）；TGA 账户变动-1703.88 亿美元（上周-702.16 亿美元），余额大幅下降；隔夜逆回购+1654.39 亿美元（上周+102.13 亿美元）。

图表 12：真实流动性：



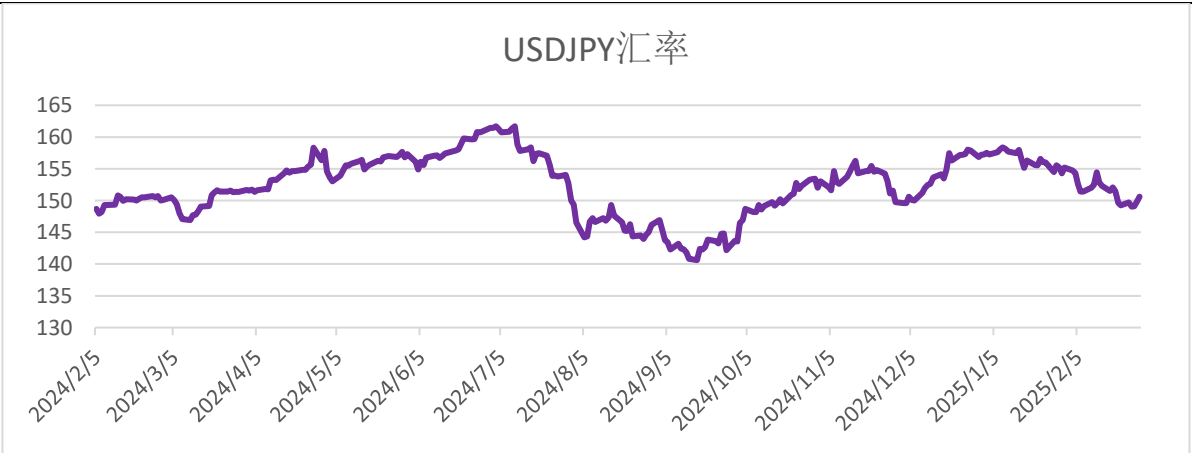
资料来源：Wind，华鑫证券研究

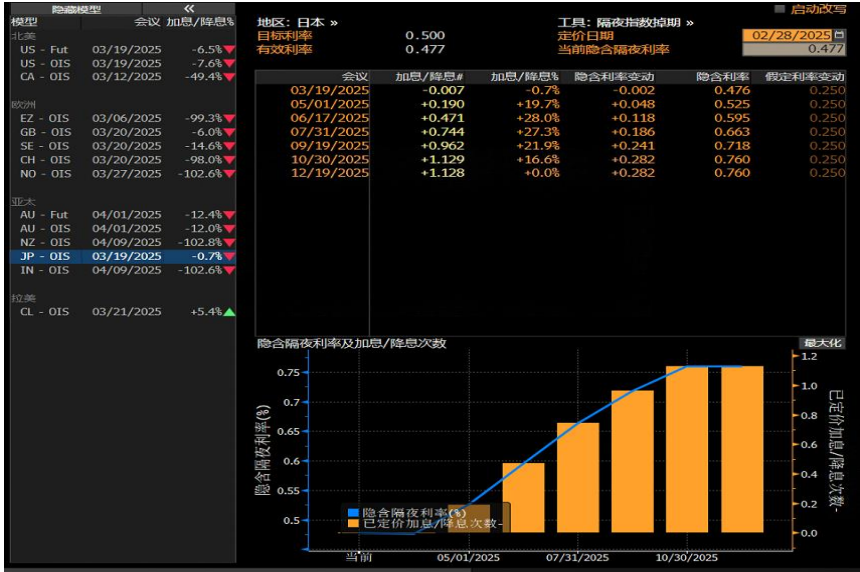
整体上看，美国消费数据和 PMI 偏弱，市场陷入衰退担忧；PCE 回落未拐头让市场恐慌情绪暂缓，GDP 环比回落符合预期；关注下周非农，三月 FOMC 议息会议指引比较关键。结合仓位和资金面确认，我们仍然对美股保持谨慎，等待更合适的抄底时机。

日股：日元 2025 年渐进式加息，吸引海外资金流入

日元兑美元升值趋势上周有暂缓，多头仓位比较拥挤，市场今年加息预期从 2 次到 1 次，做多日元比较拥挤。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。

图表 13：真实流动性和加息预期：

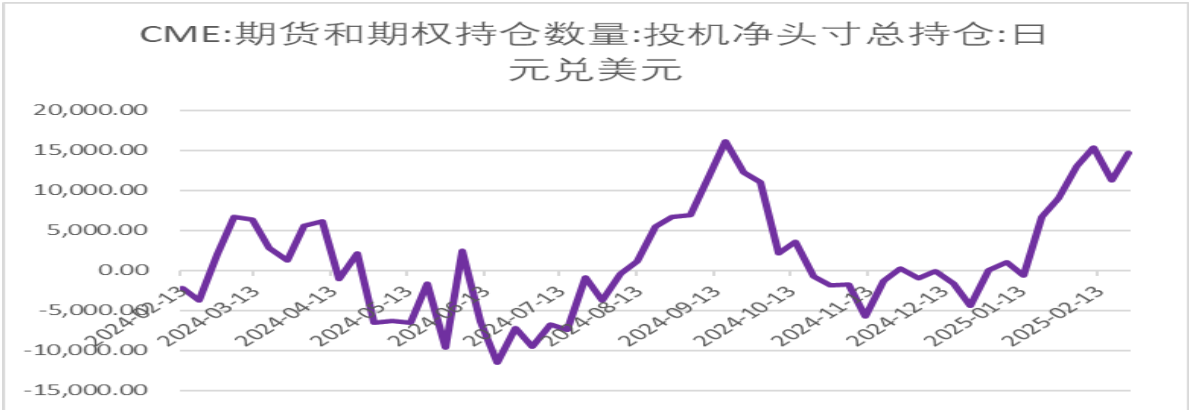




资料来源：Wind, Bloomberg, 华鑫证券研究

从 CME 持仓角度看日美套息交易：

图表 14：CME 持仓情况：



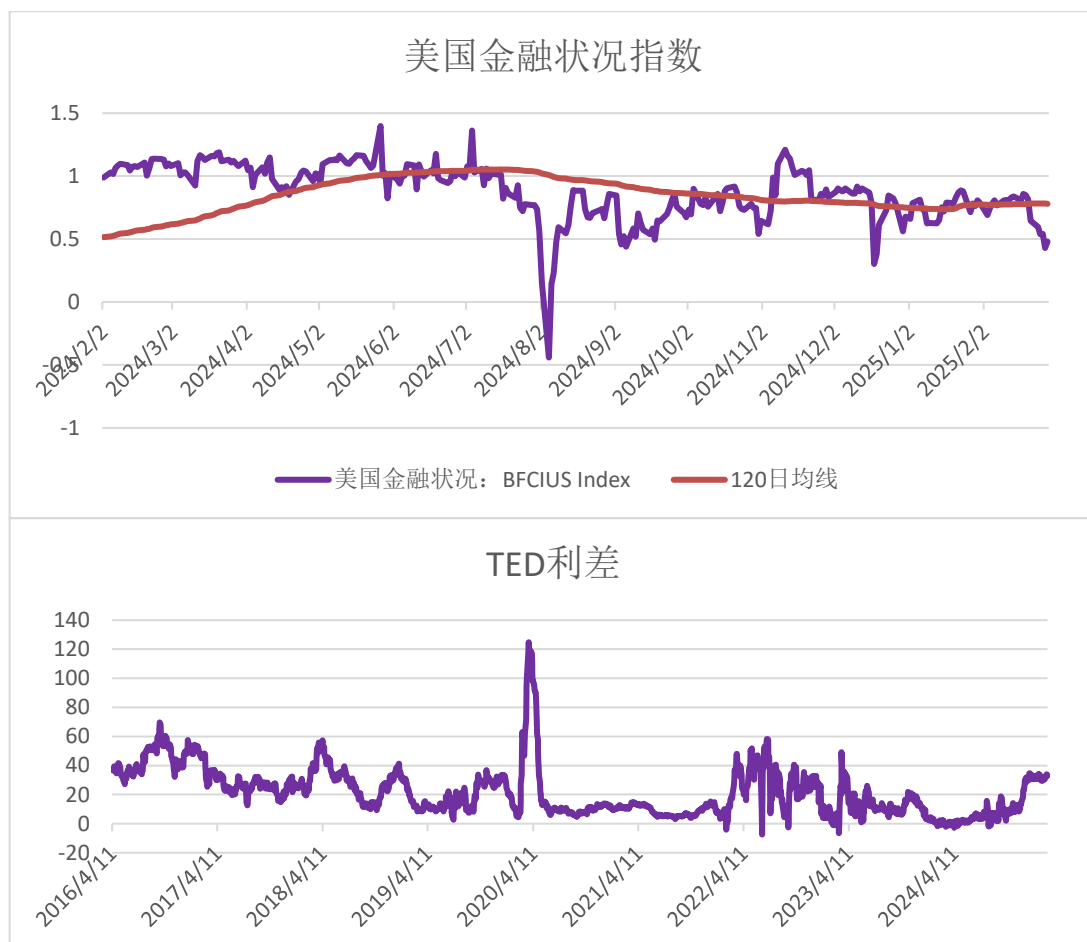
资料来源：Wind, 华鑫证券研究

风险偏好：前期震荡偏弱，仍处谨慎

【金融状况】快速下破 120ma，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，出现较大幅度下降，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；libor-ois 本周走势与 ted 同步，震荡后拐头上升，二者仍处于短期内相对高位，需要注意。

图表 15：金融条件指数和 TED 利差：



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

2.2、A 股择时观点：看多信号得到验证，坚定持仓

A 股 TMT 板块拥挤度较高，本周开始下行，科技股需要一定的技术性修整。但 AI 和机器人相关板块是本轮人民币资产重估主线，不轻言放弃。沪深 300 的满仓信号自 2025 年 2 月 5 日起延续至今，基于通过高低切换方式指数维持横盘。

【基本面】

本周市场风险偏好回落，前期提示两会临近且指数接近前高交易过热板块有兑现需求，导火索是川普额外 10%关税。下周进入两会行情，市场有震荡调整需求，PMI 数据较改善。

【流动性】

北向配置型资金中主动资金继续流出但速率继续放缓，被动型 ETF 小幅度买入。交易型资金进入抢筹。当前策略坚定持股，主线是科技板块和平价消费。

外资流出意愿：近期趋势由 CDS 利差下行和弱美元同时影响的趋势暂缓，本周明显回升

融资余额本周持续回升至 19050 亿元，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：

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汽车、传媒、石油石化、通信、银行，近一个月来看机械、电子、化工、银行、计算机靠前；均衡、绩优、轮动基金 3 月轮动信号：汽车、电子、食品饮料、交运。

2.3、港股择时观点：看多

【港股市场观点】港股择时模型延续看多，注意把握交易节奏

【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%，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。南向资金本周大幅买入 701 亿元成主要维稳资金。本周买入标的主要为阿里巴巴、小米、腾讯控股、理想汽车、中芯国际、小鹏汽车、美团、汇丰控股、中国银行、香港交易所、招商银行、康方生物、农业银行、信达生物、中国银河、中国太保、百济神州、中金公司、中国神华、华润置地。

【基本面】2025 年 1 月，OECD 最新数据录得 100.06，高于前值 99.92，国内经济基本

面连续三月回暖，利好港股分子端。

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：

2025 年 2 月红利：双创 = 60%：40%，目前建议保持此配置，等待三月两会后再做切换。

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。建议在市值上逐渐调整为平配，仍然保持关注小微盘指数的弹性机会。

行业选择观点：

食品饮料、医药、电子、钢铁、建材、煤炭。

2.5、商品策略择时观点：

黄金择时观点：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。

近期黄金走高的主要逻辑：

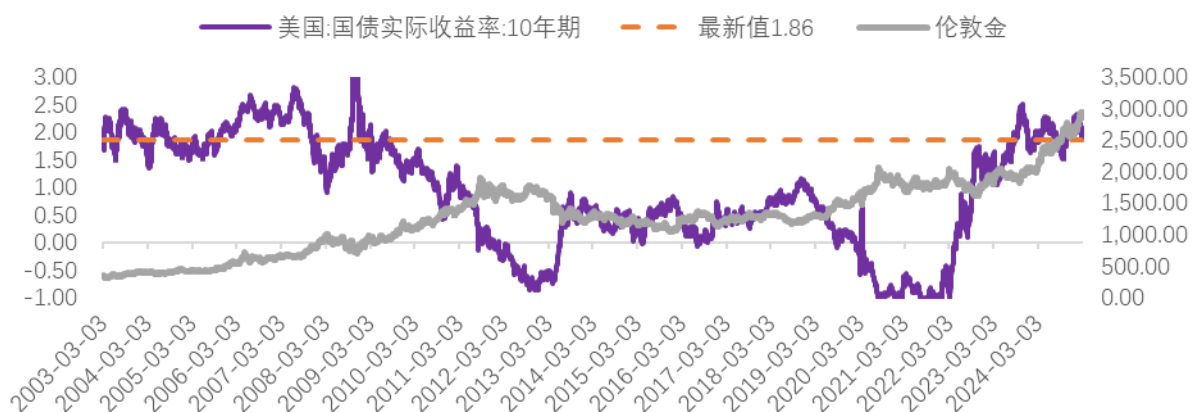
1 国内资金面短期对价格的支持，央行黄金持有量连续第三个月增加。国家金融监管总局宣布开展保险资金投资黄金业务试点。

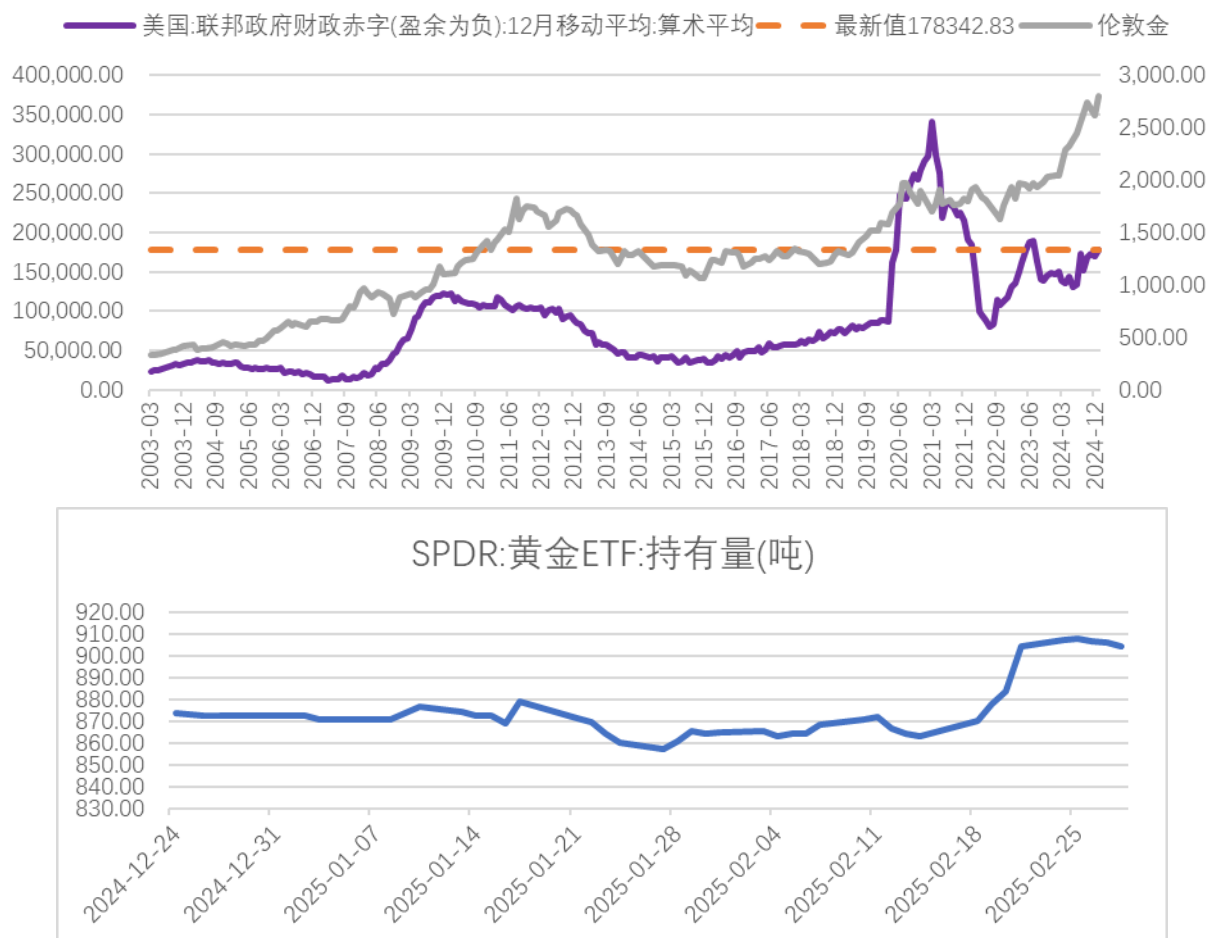
2 美国可能对黄金进口征收关税预期导致的期货逼仓。关税忧虑推动 comex 黄金持仓量几近升至自 2014 年以来的持仓最高值。为规避美国可能实施的普遍性关税，加速将黄金运入美国，导致黄金交易所库存激增。

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。

当前我们的黄金择时模型仍然看多；定价模型中仍维持金价在 2700+-150 美元范围内震荡，等待特朗普政策展开后有望来到 3000+-200 美元范围。因此当前建议保持持有，在 2800 美元左右可择机加仓。

图表 16：黄金择时模型对应数据：





资料来源: Wind, 华鑫证券研究

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情行，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

请阅读最后一页重要免责声明

16

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 17: TradingViews 美股复盘:



资料来源: TradingViews, 华鑫证券研究

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。