

2025 年 02 月 16 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

由科技扩散至两会行情

— 定量策略周观点总第 151 周

投资要点

分析师：吕思江 S1050522030001

lvsj@cfsc.com.cn

相关研究

- 1、《看多信号验证，抓住非美资产一季度波段机会》2025-02-09
- 2、《全天候连续三周新高，推荐半导体设备 ETF》2025-02-09
- 3、《坚定看多，行情仍未结束》2025-02-04

■ 本周建议一览

核心观点：非美资产重估行情延续，未到撤退时；科技、港股拥挤度提升，关注顺周期两会政策利好板块；

美股：流动性来看 - 联储净流动性回升由逆回购支撑，CPI 拐头反弹超预期对流动性有小幅压制但影响有限，因为边际定价比较充分；后续期待月底 TGA 账户花钱的补充。风险偏好来看，延续震荡还未明显改善。金融条件指数本周持续于 120ma 上下震荡，周一至周四有所上升，后周五有所回落，短期易调整震荡，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 本周呈震荡状态，小幅下降，二者仍处于短期内相对高位，需要注意。上周周报中我们提示的短期反弹，主要来自对冲基金对美股的仓位回补，目前主要股指接近前高，不再有明确的介入机会。

日股：延续 2025 年对日股的强烈看多。日本央行加息市场理解为靴子落地，影响可控。

A 股：A 股满仓看多信号得到验证，两会前的春季躁动，叠加开年后发债力度和速度上行，以及外资避险资金的流入，促成了这轮行情。本周市场风险偏好继续走强，量能继续放大至 2 万亿。1. Deepseek 的推出标志着中美在 AI 方面的差距正在逐步缩小，应用进一步铺开的进程将显著加快。2. 春季躁动日历效应两会预期推动资金共识。3. 地产板块出现一定的改善迹象。

港股：延续强烈看多，积极把握以港股为代表的本轮非美资产的重估行情，建议港股科技和港股高股息双维配置。港股金股绝对收益快速积累至 17.37%，组合超额收益 6.03%。腾讯、舜宇光学科技贡献主要收益。港股定量优选 30 自 11 月初至今绝对收益 10.55%，本周 2.92% 优于港股高股息指数（2.16%）。由于港股科技资产重估行情虹吸高股息相关资产，组合超额明显回落，但依旧优于高股息指数。

红利：2025 年 2 月红利：双创 = 60%：40%，由流动性因子带动，成长风格开始蓄力。红利方面继续推荐优先考虑

港股、央企红利股，板块上优先选择银行、交运。

小微盘：拥挤度角度转为看多，强度上开始修复。继续推荐 IM、科创 50、北证 50 等小盘成长风格的高弹性优势。

行业选择（动量、拥挤度）：计算机、电池、汽车零部件、平价消费、港股银行。

黄金：维持自 2024 年 12 月 24 日的看多观点。短期来看关税和地缘风险事件有阶段性出清。上周四特朗普签署对等关税备忘录，但推迟到 4 月生效；及特朗普提出了与俄罗斯和中国举行峰会并且三国都将国防开支大砍一半，及提议让俄罗斯加入 G7，俄美关于乌克兰的妥协是确定的。但短期看不管是避险还是逼仓需求的支持力度或在减弱，更看好白银的短期弹性。

■ A 股策略择时观点

坚定看多，如有调整建议积极加仓

开市后进入两会热身时间。如果说 2024 年是“牛熊转换”年，那么 2025 年将是牛市初期阶段，波段持仓是较为合理方式。科技作为行业景气度新的主线出现。

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 31.27%，相对沪深 300 超额 15.95%，相对 ETF 等权超额 15.55%

本周逐步止盈科技股。主要持仓在贵金属、有色、红利低波、消费、医疗

黄金 ETF、国投白银 LOF、红利低波 ETF、食品饮料 ETF、创业板 ETF

ETF 组合策略-偏债型-量化全天候

单周涨幅 0.78%，累积收益 5.88%，运行历史最大回撤 0.83%。净值连续第四周新高。

大类 Beta 中，权益类策略依然突出，商品维持强势，债券经过减仓后对组合拖累有限。

子策略 Alpha 中，风格轮动重仓的港股高股息风格国新红利涨 1.53%，PBROE 风格的基本面 50 涨 1.82%。

■ 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、 本周复盘和组合策略跟踪..... 5

2、 本周最新观点..... 10

2.1、 海外择时观点 10

2.2、 A股择时观点：看多信号得到验证，坚定持仓..... 11

2.3、 港股择时观点：AH溢价已回低位，持仓不追涨..... 12

2.4、 A股策略择时观点： 13

2.5、 商品策略择时观点： 14

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： 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： 10

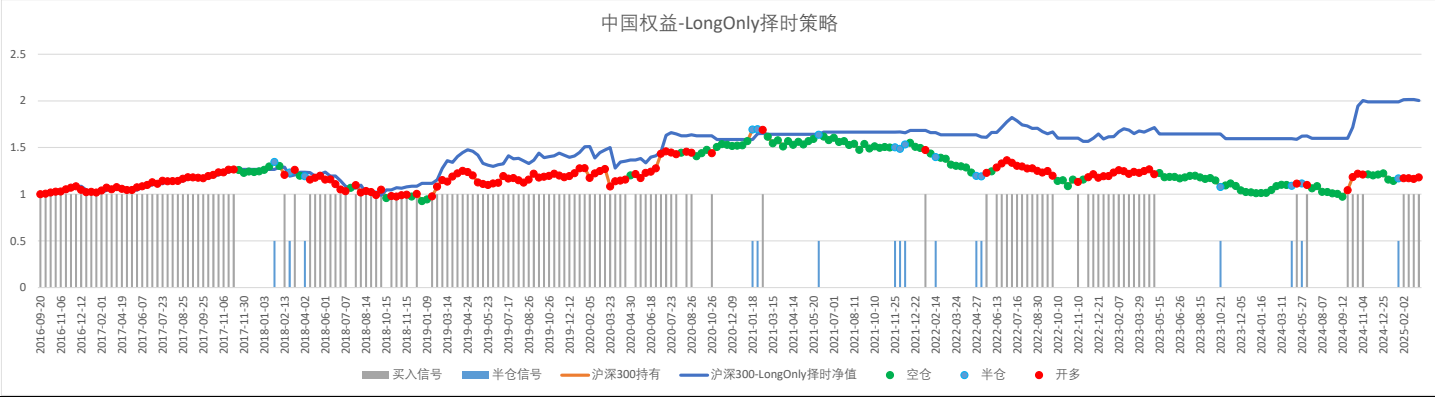
图表 11：中国主权 CDS 利差下行 15

1、本周复盘和组合策略跟踪

权益：本周 A 股市场整体表现活跃，上证综指上涨 1.30%。同时，AI 概念持续发酵，创业板指上涨 1.88%。港股市场延续强势表现，恒生科技指数大幅上涨 7.30%。主要受益于海内外资金的持续流入。美股市场出现反弹波动，纳斯达克指数上涨 2.58%，标普 500 指数上涨 1.47%。债券：本周中债总财富指数下跌 0.27%略有下行。汇率：本周汇率市场波动，美元指数下跌 1.20%，人民币指数下跌 0.07%。美元指数的下行可能与全球经济政策调整和市场预期变化有关。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，伦敦金现上涨 0.77%，本周创下新高。伦敦银现上涨 1.07%，Comex 铜上涨 1.06%，ICE 布油微跌 0.03%。商品市场整体受到宏观经济和地缘政治因素的综合影响。

A 股仓位择时策略：

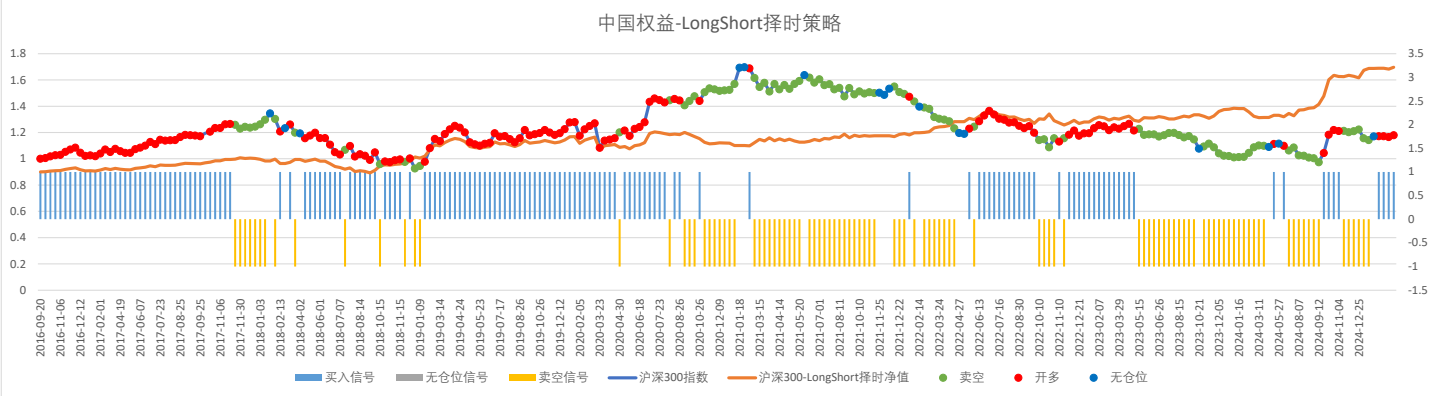
图表 1：A 股仓位择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股多空择时策略：

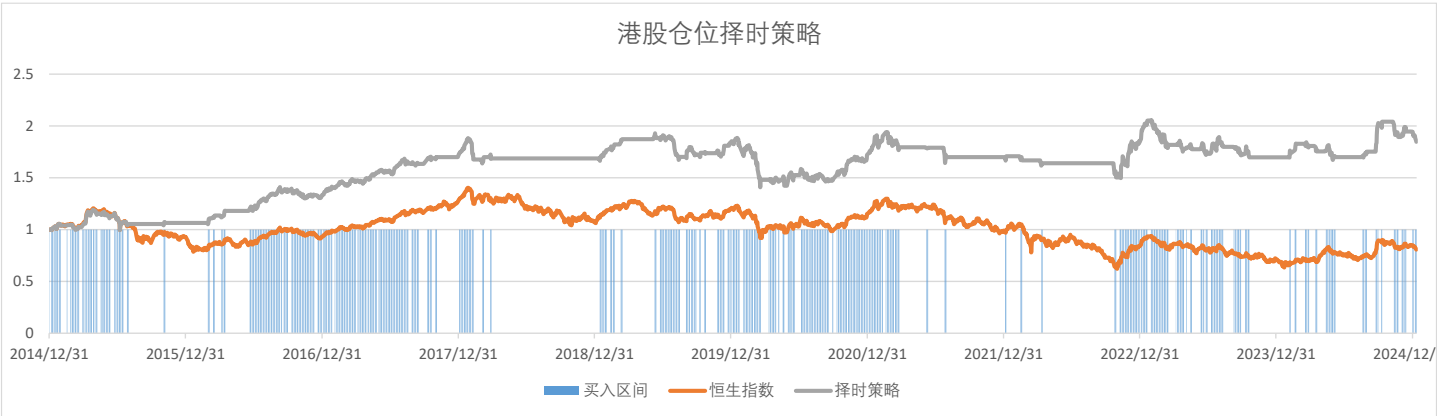
图表 2：A 股多空择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

港股仓位择时策略：

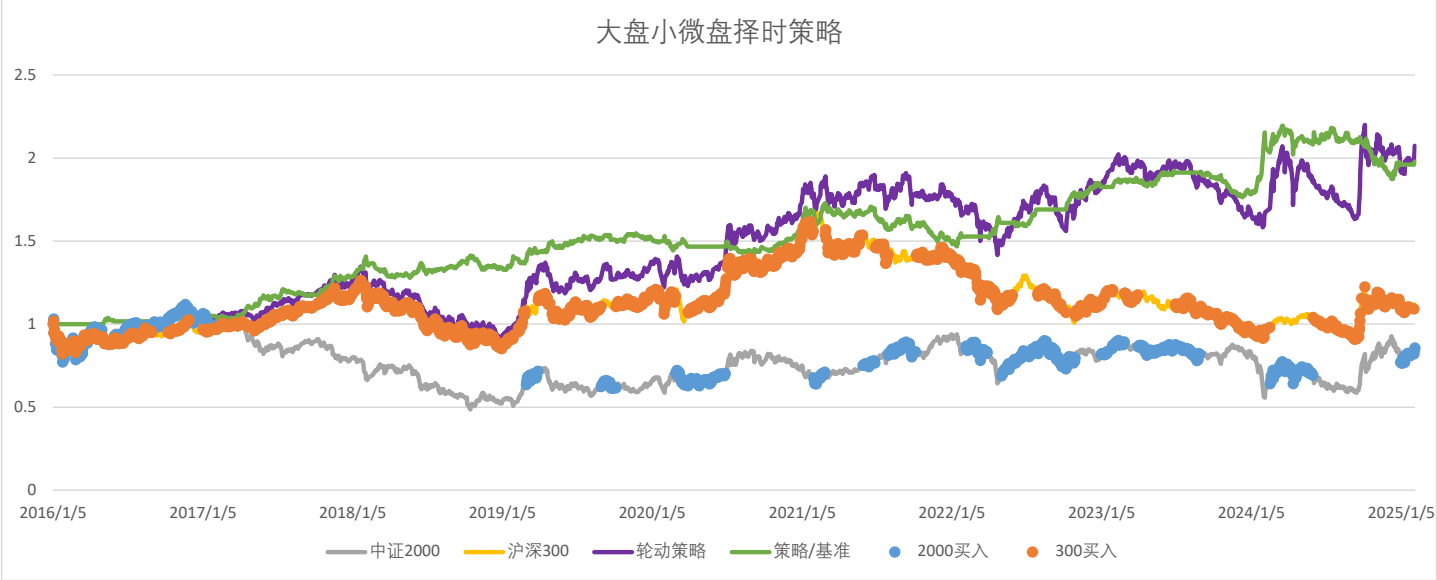
图表 3：港股仓位择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股小微盘择时策略：

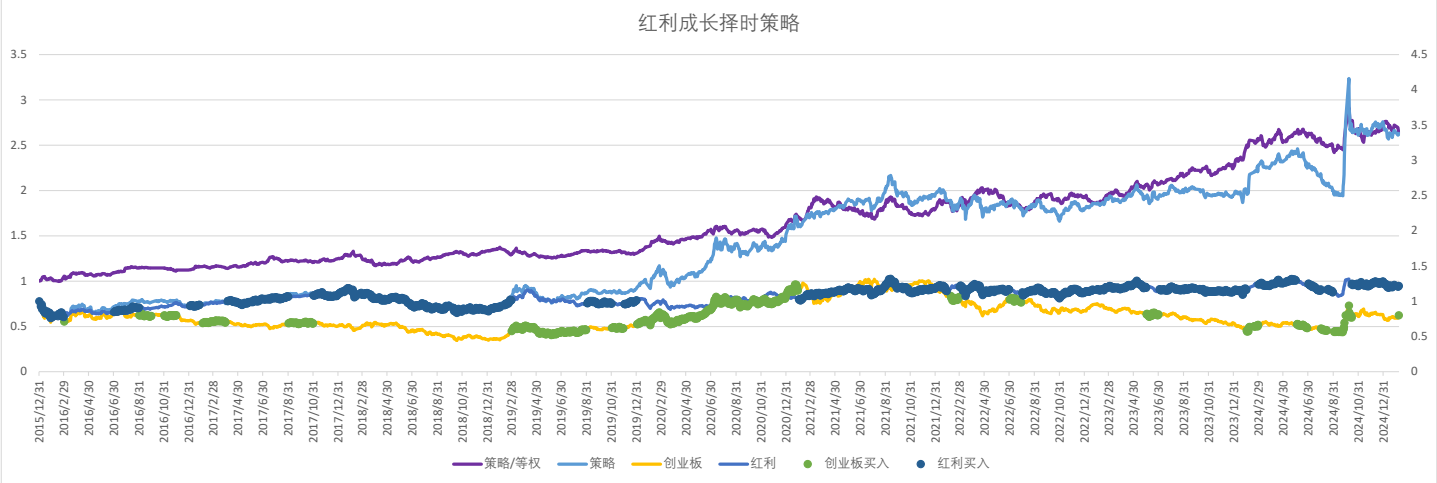
图表 4：A 股小微盘择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股红利成长择时策略：

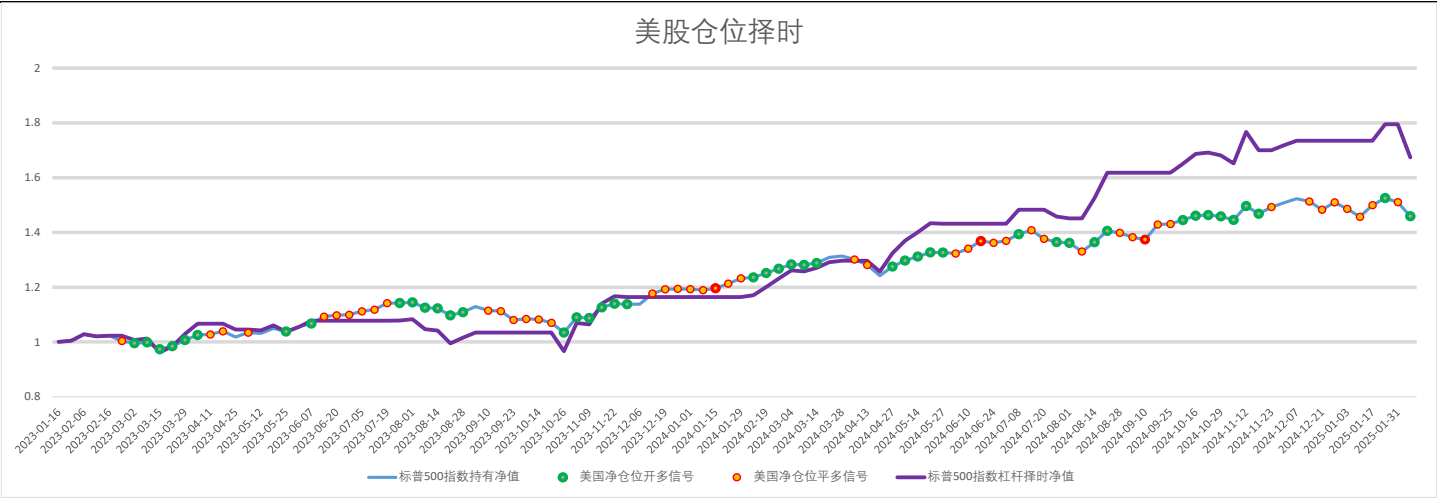
图表 5：A 股红利成长择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

美股择时策略：

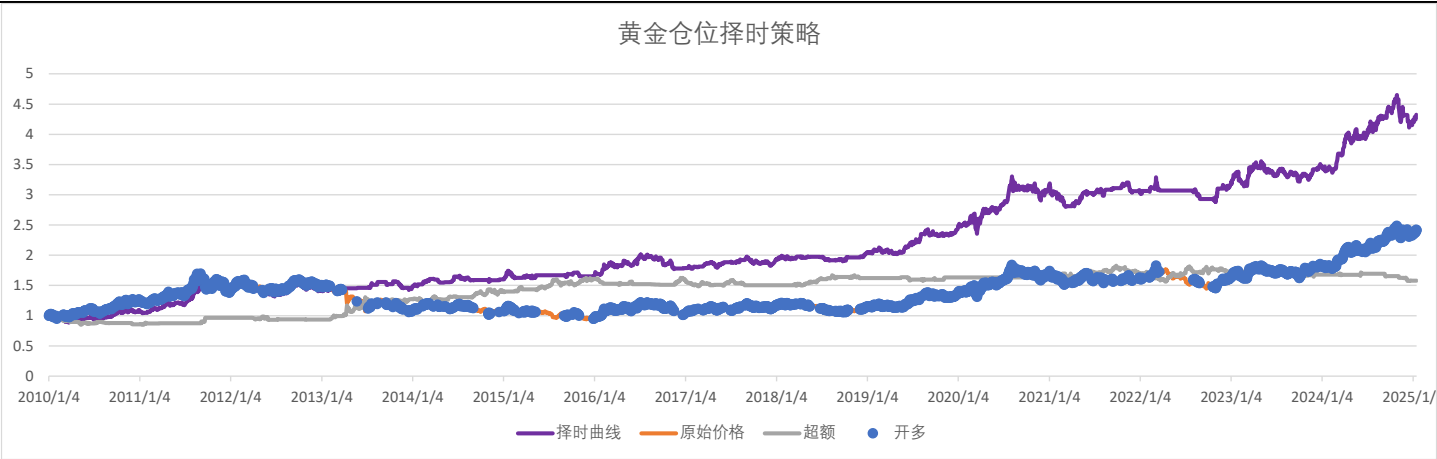
图表 6：美股择时策略：



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：



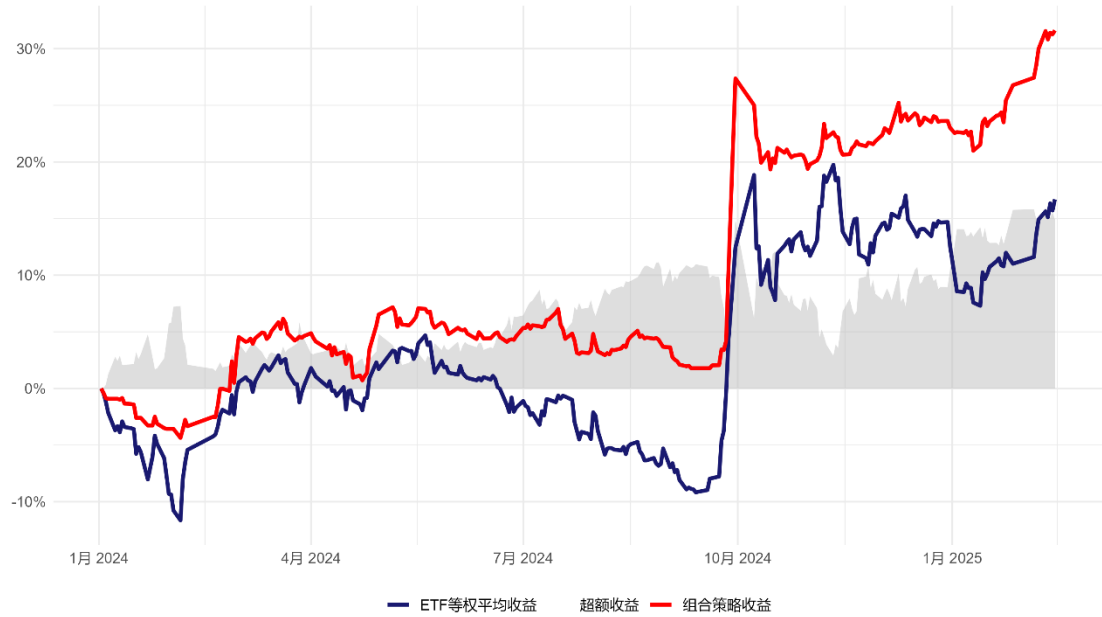
资料来源：Wind，华鑫证券研究

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

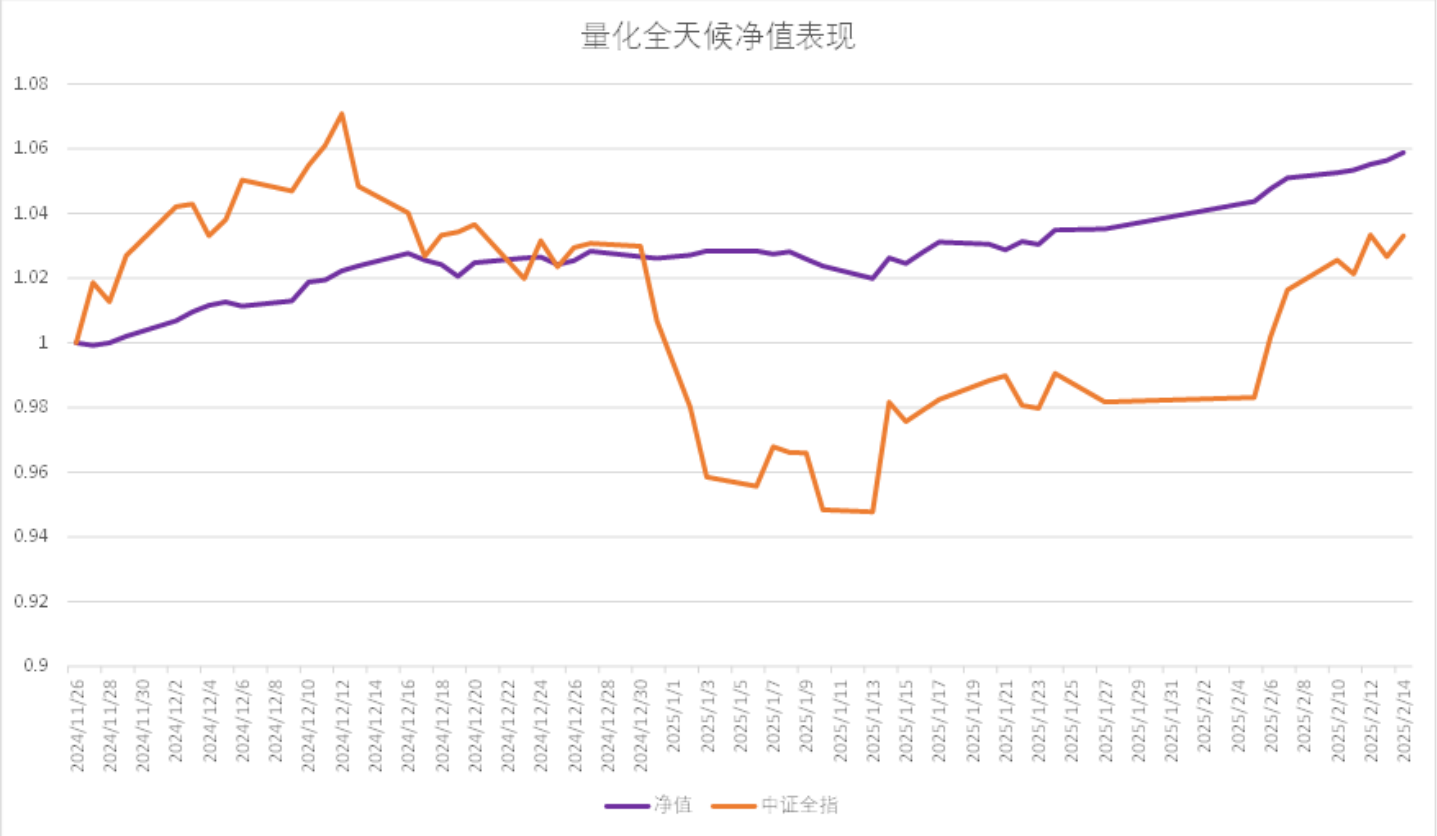


ETF代码	ETF名称	权重
518880.SH	华安易富黄金交易型开放式证券投资基金	10%
161226.SZ	国投瑞银白银期货证券投资基金(LOF)	10%
512890.SH	华泰柏瑞中证红利低波动交易型开放式指数证券投资基金	10%
515170.SH	华夏中证细分食品饮料产业主题交易型开放式指数证券投资基金	10%
159915.SZ	易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	10%
512810.SH	华宝中证军工交易型开放式指数证券投资基金	10%

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：



ETF代码	ETF名称	权重
511090.SH	鹏扬中债-30年期国债交易型开放式指数证券投资基金	3.99%
518880.SH	华安易富黄金交易型开放式证券投资基金	4.78%
159755.SZ	广发国证新能源车电池交易型开放式指数证券投资基金	2.16%
513290.SH	汇添富纳斯达克生物科技交易型开放式指数证券投资基金(QDII)	4.54%
511260.SH	上证10年期国债交易型开放式指数证券投资基金	21.45%
161226.SZ	国投瑞银白银期货证券投资基金(LOF)	9.74%
512750.SH	嘉实中证锐联基本面50交易型开放式指数证券投资基金	9.65%
516130.SH	华宝中证消费龙头交易型开放式指数证券投资基金	3.15%
520990.SH	景顺长城中证国新港股通央企红利交易型开放式指数证券投资基金	12.93%
513300.SH	华夏纳斯达克100交易型开放式指数证券投资基金(QDII)	1.95%
159516.SZ	国泰中证半导体材料设备主题交易型开放式指数证券投资基金	2.18%
512810.SH	华宝中证军工交易型开放式指数证券投资基金	1.94%
560700.SH	广发中证国新央企股东回报交易型开放式指数证券投资基金	6.34%

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	2025年2月5日出现的满仓信号持续，科技板块拥挤度上升较快，积极挖掘仍有空间的半导体设备、AI物联网、AI医疗，以及两会政策利好的国企重组、化债、消费刺激等板块
港股	强烈推荐，短期AH溢价已回到2024年10月以来低位；看多港股银行为代表的高股息，以及互联网平台、AI硬件、软件应用、有色、消费等个股
美股	上周短期反弹兑现，仍保持较低仓位；
日股	继续强调强烈推荐评级（自241215）。日元或维持渐进式加息，QDII溢价回复后再次迎来配置时机。
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	长期看多，短期几个支撑因素在逐渐转弱；或再次回测定价区间中线附近；白银的弹性可能更强
小微盘	继续看多小盘科技，北证有望走出独立行情
红利成长	红利60%，双创40%。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，可选消费、房地产、工业制造；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。下周开始有望进入两会节奏，关注消费、医疗设备、军工、国企重组化债等低位顺周期板块机会

资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.1、海外择时观点

美股：保持较低仓位，短期反弹兑现

【流动性来看 - 联储净流动性回升由逆回购支撑，CPI 拐头反弹超预期对流动性有小幅压制但影响有限，因为边际定价比较充分；后续期待月底 TGA 账户花钱的补充】

【美元真实流动性】（负债表-tgd-onrrp）：本周 5.90 万亿→5.95 万亿，边际小幅上升。其中美联扩表本周扩表 25.78 亿（上周缩表 72.51 亿）；TGA 账户变动-87.99 亿（上周+64.04 亿），余额小幅下降；隔夜逆回购-364.78 亿（上周-926.65 亿）。

【美国 CPI 上行继续压制联储降息预期，但压缩已比较极致空间有限； 2 月无议息会议真空期，下一波到三月】

CPI 再超预期，压制降息预期但目前还未引起恐慌。总体通胀与核心通胀均超预期回升。美国 1 月 CPI 同比上升 3.0%，环比上升 0.5%；核心 CPI 同比上涨 3.3%，环比上升 0.4%。

总的看，美国通胀已经连续 4 个月反弹，且核心通胀亦超预期回升，通胀的韧性充分显现。核心通胀走高，尽管可能有临时性因素影响（如关税导致需求前置等），但在这个时间点就很尴尬。

同时美国 1 月 PPI 年率录得 3.5%，为 2023 年 2 月以来最大增幅，市场预期为 3.2%。美国 1 月 PPI 月率录得 0.4%，市场预期为 0.3%。但分项来看，PPI 部分领域疲软，或影响 1 月核心 PCE。由于构成 PCE 指数（金融和医疗服务分项）的 PPI 组成部分在 1 月份表现疲软，美国 1 月核心 PCE 指数月率预计将远低于昨日 CPI 月率的大幅涨幅。而 1 月份核心 PCE 若环比上升 0.27%，将使核心 PCE 年率从 2.8% 降至 2.6%

虽然 CPI 和 PPI 超预期反弹，但是现在才刚公布 2025 年 1 月份的数据，而市场已经 price in 了未来 11 个月仅 2025 年 12 月降息一次已经颇鹰。从 12 月开始的强美元高利率引发的 risk off，在 2 月公布了 1 月超预期的 CPI & PPI，从资产表现来看反而阶段性见顶。

【风险偏好来看 - 延续震荡还未明显改善】

【金融状况】近期持续围绕 120ma 波动，风险偏好仍在摇摆区域偏弱需要持续注意

金融条件指数本周持续于 120ma 上下震荡，周一至周四有所上升，后周五有所回落，短期易调整震荡，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 本周呈震荡状态，小幅下降，二者仍处于短期内相对高位，需要注意。

上周周报中我们提示的短期反弹，主要来自对冲基金对美股的仓位回补，目前主要股指接近前高，不再有明确的介入机会。

2.2、A 股择时观点：看多信号得到验证，坚定持仓

国内来看：

资金面主要推动力两融继续回升，公募仓位回补到高位，CDS 下行外资流入意愿明显走强，继续看多】

公募行业仓位高频变动 20250214：

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机械、石油石化、电子、化工、医药，近一个月来看机械、医药、通信、化工、电子靠前；均衡、绩优、轮动基金 2 月轮动信号：汽车、电子、食品饮料、交运

外资回流意愿：本周大幅下降，主要由于美元指数的小幅回落，及周四周五 CDS 利差的快速回落。

公募仓位：偏股混合型于春节前快速加仓至去年 10 月高位。节后小幅回落，本周仓位小幅又上升至 81.57 高位。

融资余额本周较上周有所回升至 18417 亿元，净买入占比于高位有所波动。

2.3、港股择时观点：AH 溢价已回低位，持仓不追涨

【港股市场观点】积极把握以港股为代表的本轮非美资产的重估行情，建议港股科技和港股高股息双维配置

【情绪面】港股市场交投情绪乐观。PCR 延续上行触发看多信号，卖空成交占比从 17.94%一路回落到 12.72%，距离阶段性低位 10%仍有空间。

【资金面】交易型外资本周从净流出转为净买入。南向资金本周增幅边际回落，周二周四止盈较多，周内主要买入阿里巴巴-W、工商银行、建设银行、汇丰控股、中国电信、腾讯控股、中国移动、中国银行、中国海洋石油、比亚迪电子、比亚迪股份、招商银行、小米集团-W 等。

【本周重要催化】

根据 The Information 和财联社信息，苹果和阿里巴巴将合作为中国 iPhone 用户开发 AI 功能。美股万国数据截至目前涨幅+17.3%。

【后续重点事件】

2 月 20 日阿里巴巴即将发布 2025 财年第三季度业绩，AI 和云计算 Capex 投入规模将成为市场关注的焦点。

【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。

【港股选股组合跟踪】

港股金股绝对收益快速积累至 17.37%，组合超额收益 6.03%。腾讯、舜宇光学科技贡献主要收益。

港股定量优选 30 自 11 月初至今绝对收益 10.55%，本周 2.92% 优于港股高股息指数（2.16%）。由于港股科技资产重估行情虹吸高股息相关资产，组合超额明显回落，但依旧优于高股息指数。

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%，由流动性因子带动，成长风格开始蓄力。红利方面继续推荐优先考虑港股、央企红利股，板块上优先选择银行、交运。

小微盘择时观点：

小盘股拥挤度下行，强度上开始修复。继续推荐 IM、科创 50、北证 50 等小盘成长风格的高弹性优势。

行业选择观点（动量、拥挤度）：

计算机、有色、电新、银行、汽车。增加关注消费、医疗设备。

2.5、商品策略择时观点：

黄金择时观点：

【黄金短期有兑现需求，不确定性陆续落地，中长期上行趋势不变】

短期来看关税和地缘风险事件有阶段性出清。上周四特朗普签署对等关税备忘录，但推迟到 4 月生效；及特朗普提出了与俄罗斯和中国举行峰会并且三国都将国防开支大砍一半，及提议让俄罗斯加入 G7，俄美关于乌克兰的妥协是确定的。

近期新高离不开国内资金面短期对价格的支持

1. 中国人民银行报告称其黄金储备在 1 月份增加了 5 吨，这是其黄金持有量连续第三个月增加，目前黄金储备增加到 2,285 吨。

2. 国家金融监管总局：开展保险资金投资黄金业务试点

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：

鑫选 ETF 组合本周涨幅 6.49%，2024 年初至今绝对收益 29.69%，相对沪深 300 超额 14.73%，相对 ETF 等权超额 14.77%

本周调入半导体设备。主要持仓在贵金属、有色、AI 应用、红利低波、港股

黄金 ETF、国投白银 LOF、黄金股 ETF、半导体设备 ETF、红利低波 ETF、MSCIA50ETF、云计算 ETF、恒生生物科技 ETF、创业板 ETF、传媒 ETF

ETF 组合策略-偏债型-量化全天候：

单周涨幅 1.61%，累积收益 5.1%，运行最大回撤 0.83%。净值连续第三周新高。

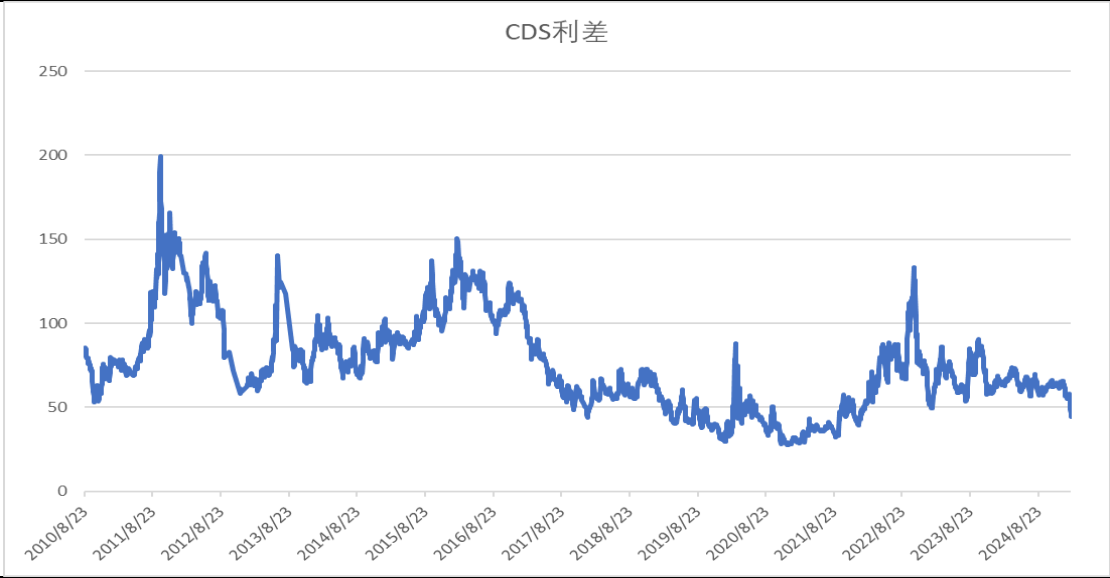
大类资产 Beta 归因中，AH 权益贡献 0.96%，商品贡献 0.28%，债券贡献 0.16%。在 1 月中市场回暖前精准加仓权益收到良好效果。

Alpha 子策略归因中，权益行业轮动持续回暖，云计算 ETF 涨 10.59%，电池 ETF 涨 6.78%。商品类增仓也有收获，黄金股 ETF 涨 5.22%，白银涨 3.97%，黄金 ETF 涨 3.25%。

下周预计 A 股权益继续逼仓，将超配部分择机止盈。

本周精选图表

图表 11：中国主权 CDS 利差下行



资料来源：MacroMicro，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。