

策略深度报告 20250211

关注小盘股及强产业趋势品种 ETF——ETF 主观配置策略月报（一）

2025 年 02 月 11 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 蒋琚逸

执业证书：S0600123040067

jiangjy@dwzq.com.cn

■ 构建 ETF 主观配置策略的背景与意义

趋势所向：指数化投资正在崛起。从整体被动化进程来看，当前 A 股或仍处于美股 2012 年/日股 2017 年水平，未来得益于政策支持下社保、保险资金等中长期资金以被动指数形式入市，叠加居民存款搬家、个人养老金加配等因素共振，被动投资时代有望开启，构建指数化配置策略尤为重要。

配置多元：A 股 ETF 的丰富产品体系。2018 年起，A 股 ETF 逆势爆发式增长，产品体系不断丰富。截至 2025 年 2 月 7 日，A 股共有 862 只股票型 ETF，合计规模为 2.92 万亿元。其中，宽基 ETF 284 只；行业/主题 ETF 510 只，TMT、金融、医药板块规模较大；策略/风格 ETF 68 只。

定量之外：自上而下视角下的 ETF 配置策略。当下 ETF 策略的构建主要依赖量化筛选方法，自上而下视角的主观策略在市场中尚未广泛应用，定性与定量分析结合下，主观策略有望提供更为灵活和前瞻的配置方案。

■ 如何自上而下地构建 ETF 主观配置策略框架

我们基于大势研判—风格研判—行业/产业趋势研判的框架自上而下构建 ETF 主观配置策略。

大势研判：立足中美名义增速差框架。过去三年人民币资产弱势源于中美名义增速差走弱转负，近半年来中美名义增速差收窄，海外高利率掣肘迎缓解，政策空间打开，市场反弹。往后看，海外不确定性高企，A 股大势研判仍需遵循中美名义增速差框架下的逻辑脉络。中长期维度看，市场运行顺应经济周期。今年，A 股交易将会围绕美联储降息节奏、特朗普交易、国内宏观政策空间三大逻辑开展。短期维度看，我们所构建的股汇、股债等中短线指标能够提示小级别机会。

风格研判：以美债为锚。近五年，成长—红利风格研判的重要性显著提升，把握风格是获取超额收益的最核心因素。A 股大级别风格轮动和美债利率相关性较为明显。成长、红利、内需顺周期风格的定价之锚分别为美债利率、国债利率、国内财政发力节奏。此外，短期风格变化还受季节性效应、资金面、市场中短期风格轮动等因素影响。

行业/产业趋势研判：整体而言，经济强复苏，则基本面品种占优；经济弱复苏，则流动性宽松+主题叙事主导，应优先从供给侧看产业投资机会。行业比较主要基于行业景气度，资源品看价格，消费品看需求，科技制造着眼于供给。产业趋势研判，中短期看流动性环境和产业动态催化，中长期核心在于对产业发展进程的预判和把握。

■ 本期市场展望与 ETF 主观配置策略

每月，我们将基于上述研判框架，推荐 10 只 A 股 ETF。

基金代码	基金简称	跟踪指数	跟踪指数名称	规模（亿元）
159338.SZ	国泰中证A500ETF	000510.SH	中证A500	292.5
589083.OF	汇添富上证科创板综合ETF	000680.SH	科创综指	-
563300.SH	华泰柏瑞中证2000ETF	932000.CSI	中证2000	40.6
512100.SH	南方中证1000ETF	000852.SH	中证1000	576.9
515300.SH	嘉实沪深300红利低波动ETF	930740.CSI	300红利低波	52.7
159378.SZ	永赢国证通用航空产业ETF	980076.CNI	通用航空	1.3
588200.SH	嘉实上证科创板芯片ETF	000685.SH	科创芯片	204.5
516510.SH	易方达中证云计算与大数据ETF	930851.CSI	云计算	13.6
159516.SZ	国泰中证半导体材料设备主题ETF	931743.CSI	半导体材料设备	18.6
515250.SH	富国中证智能汽车主题ETF	930721.CSI	CS智汽车	7.2

注：规模数据截至 2025 年 2 月 7 日

相关研究

《并购重组跟踪（六）》

2025-02-10

《泛 AI+关税的未完待续——全球市场观察系列》

2025-02-10

大势/风格展望与 ETF 推荐：继续看好“春季躁动”行情，但考虑到海内外宏观因素复杂性，指数高度暂难判断，建议少量配置中证 A500ETF、300 红利低波 ETF。结构大于指数，看多中小盘科技成长，科技方向建议布局即将发起认购、对于科创板市值覆盖度更为全面的科创综指 ETF，中小盘方向建议配置中证 1000ETF、中证 2000ETF。

行业/产业趋势展望与 ETF 推荐：更关注强产业趋势品种。进攻方向建议关注“含芯量”较高的科创芯片 ETF、推理侧的云计算 ETF、产业动态持续催化下的智能汽车 ETF；短期考虑资金面超买后可能出现回踩，关注当前拥挤度较低的半导体设备 ETF；临近两会，低空经济新政有望出台，关注聚焦低空经济的通用航空 ETF。

风险提示：经济复苏节奏不及预期；海外通胀及原油扰动下降息节奏不及预期；地缘政治事件“黑天鹅”；行业基本面不确定性风险

内容目录

1. 构建 ETF 主观配置策略的背景与意义	5
1.1. 趋势所向：指数化投资正在崛起	5
1.2. 配置多元：A 股 ETF 的丰富产品体系	8
1.3. 定量之外：自上而下视角下的 ETF 配置策略	10
2. 如何自上而下地构建 ETF 主观配置策略框架	10
2.1. 大势研判：立足中美名义增速差框架	10
2.2. 风格研判：以美债为锚	15
2.3. 行业/产业趋势研判	18
3. 本期市场展望与 ETF 主观配置策略	19
3.1. 大势/风格展望与 ETF 推荐	20
3.2. 行业/产业趋势展望与 ETF 推荐	21
4. 风险提示	22

图表目录

图 1:	美国主动和被动基金在美股投资者构成中占比情况 (单位: %)	5
图 2:	日股被动资金规模及被动化率 (单位: 万亿日元; %)	6
图 3:	国内 ETF 规模占全 A 市值比重变化	6
图 4:	2022 年以来, 主动产品份额净赎回多增, 而被动产品则以净申购为主 (单位: 亿份)	7
图 5:	标普 500 及全 A 中被动化率最高的 20 只个股	7
图 6:	国内股票型 ETF 规模及个数 (单位: 亿元; 个)	9
图 7:	各类型 ETF 个数 (单位: 个)	9
图 8:	跟踪各指数的宽基 ETF 规模 (单位: 亿元)	9
图 9:	跟踪各指数的宽基 ETF 规模分布 (单位: %)	9
图 10:	分大类来看, 行业/主题 ETF 规模 (单位: 亿元)	9
图 11:	分大类来看, 行业/主题 ETF 规模分布 (单位: %)	9
图 12:	大势研判—风格研判—行业/产业趋势研判的框架	10
图 13:	2024 年下半年以来, 中美名义增速差逐步收窄 (单位: pct)	11
图 14:	如果我们观察中国经济增速、A 股盈利和估值的中枢变化可以发现三者走势趋同 (单位: 倍; %)	12
图 15:	库存周期与 A 股涨跌 (单位: %; 点)	12
图 16:	信用周期与 A 股涨跌 (单位: %; 点)	13
图 17:	A 股和汇率背离指数 (20 个交易日维度)	14
图 18:	A 股和商品背离指数 (20 个交易日维度)	14
图 19:	基于美债的股债收益相关性指标 (20 个交易日维度)	15
图 20:	近 20 年, A 股共经历了六轮较为明显的风格切换 (单位: 点)	15
图 21:	成长相对红利的风格强度指标	16
图 22:	美债是 A 股的风格之锚 (单位: %; 倍)	17
图 23:	A 股大小盘分化指数 (20 个交易日维度)	17
图 24:	微盘-红利轮动指标 (20 个交易日维度)	18
图 25:	产业趋势投资底层思维和框架的变化——重视供给要素的变化带来的机会	19
图 26:	产业趋势行情的几大阶段	19
图 27:	近 20 年万得全 A 指数各月表现情况 (单位: %)	20
图 28:	春节前后, 大小盘、成长价值风格表现情况 (单位: %)	21
图 29:	宽基/策略/风格 ETF 配置组合	21
图 30:	行业/主题 ETF 配置组合	22

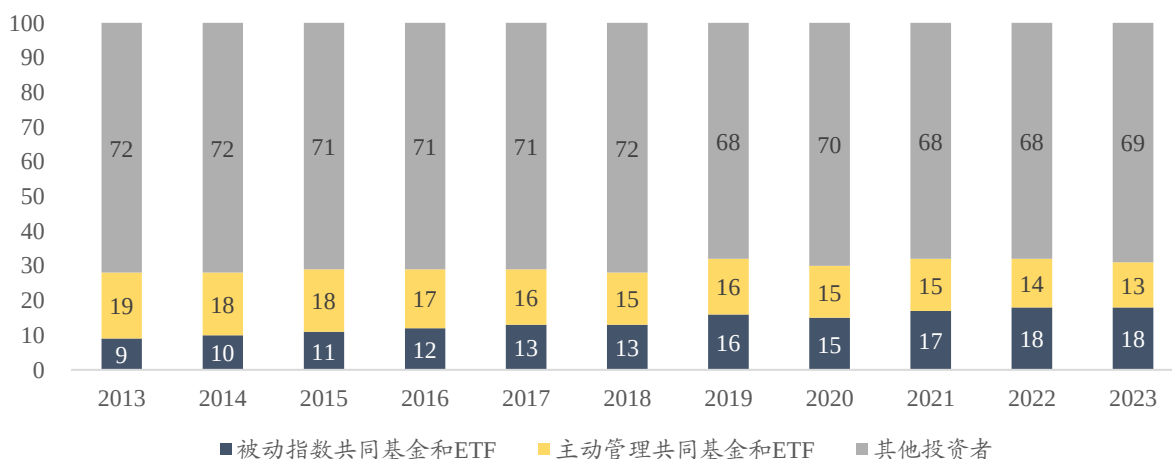
1. 构建 ETF 主观配置策略的背景与意义

1.1. 趋势所向：指数化投资正在崛起

去年以来，我们先后发布了《年初以来 ETF 流入的节奏、结构和对定价权的影响》、《ETF 投资范式崛起，如何影响 A 股定价？——被动投资系列（一）》、《被动化浪潮下的 A 股：从美/日市场看未来趋势——被动投资系列（二）》等报告，提示**被动投资正悄然崛起，A 股的投资生态在逐步发生改变。**

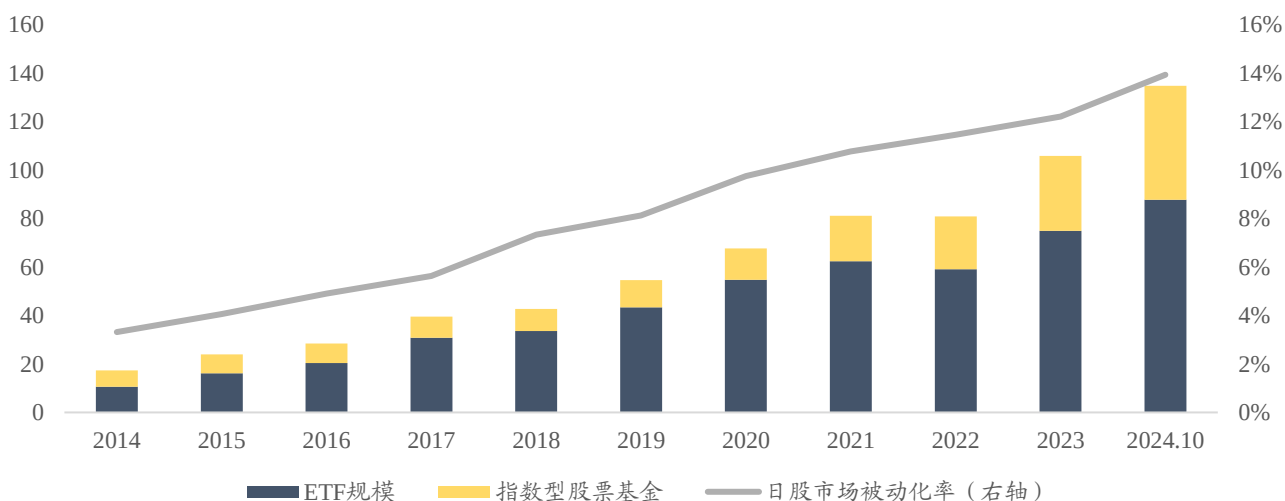
从美股与日股的被动化进程来看，A 股市场 ETF 及指数投资的发展空间广阔。美股市场是深入创新的被动化先驱，拥有全球发展时间最久、规模最大、机制最成熟的 ETF 市场。近年来，制度完善，低费率优势，智能投顾行业的兴起及中长期资金入市等因素推动着美股被动化程度的不断深化。**2023 年，美国国内股票市场的被动化比率已达 18%。**日股市场的被动化主要受益于日央行的推动，日股 ETF 在过去十年经历了资产规模和产品数量的快速增长。2023 年，日本国内股票 ETF 市场规模已经跃升为亚洲第一，达到 4972 亿美元，ETF 渗透率为 8%；**截至 2024 年 10 月，日股被动化率已达 14%。**A 股方面，**2024 年末，国内股票型 ETF 规模为 2.9 万亿，占自由流通市值比重是 7.5%，占流通市值比重约为 3.8%，占总市值的比重为 3.4%，相较日美仍有较大提升空间，大致处于美国 2012 年/日本 2017 年的水平，ETF 及指数投资的发展空间广阔。**

图1：美国主动和被动基金在美股投资者构成中占比情况（单位：%）



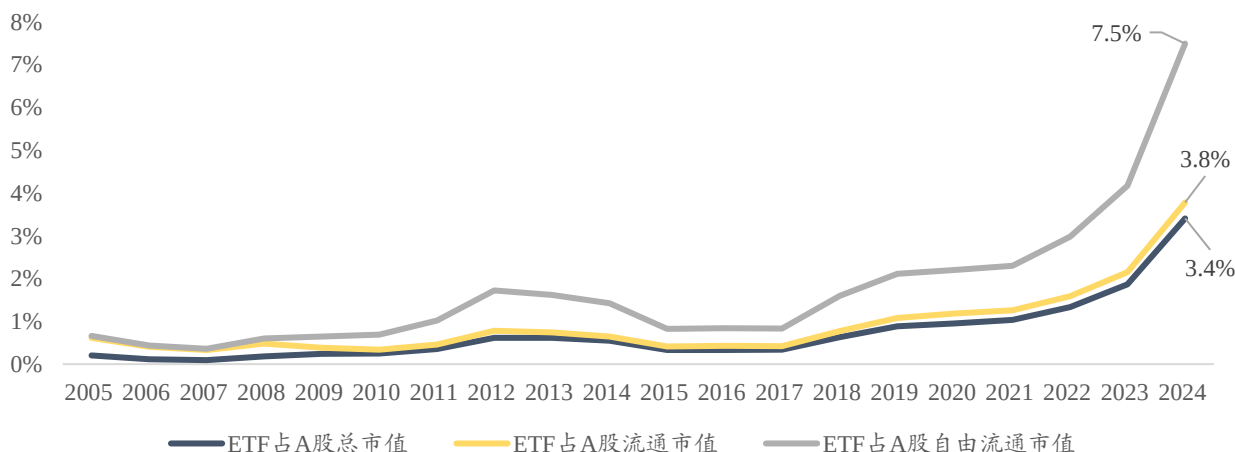
数据来源：ICI，东吴证券研究所

图2：日股被动资金规模及被动化率（单位：万亿日元；%）



数据来源：日本投资信托协会，东吴证券研究所

图3：国内ETF规模占全A市值比重变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

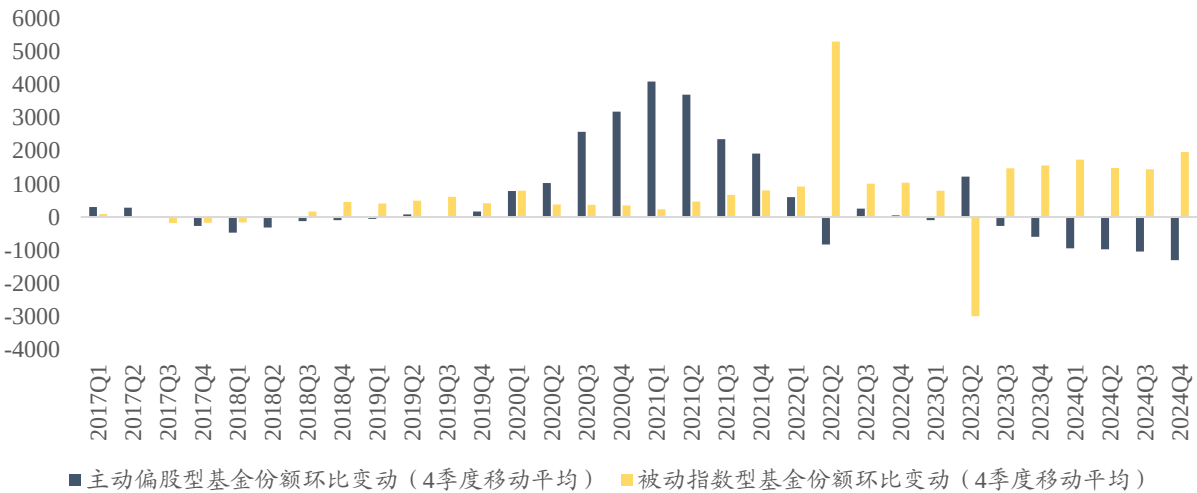
A股市场近年展现出三大被动化加速趋势。

1) 趋势一：2024Q3 我国被动基金持股规模首次超越主动基金。2024 年第三季度，指数型基金持股规模达到 3.24 万亿元，超越主动偏股基金的 3.18 万亿元，被动投资成为资管行业主流，2024Q4 两者差距进一步加大。

2) 趋势二：公募基金内部，被动型产品扩容并对主动产品形成替代，引发存量资金搬家。2022 年后，主动产品份额净赎回多增，2023Q2 至 2024Q4 期间主动偏股型基金共计净赎回 7595 亿份；而被动产品则以资金净流入为主，期间份额增加 13811 亿份，ETF 兴起并快速发展，提示部分资金或从主动型基金向 ETF 迁移。

3) 趋势三：部分个股被动化率已达到成熟市场水平。尤其是科创板上市个股，由于其较高的直接投资门槛，更多投资者选择通过 ETF 进行配置，被动化率位居前列。

图4：2022 年以来，主动产品份额净赎回多增，而被动产品则以净申购为主（单位：亿份）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：标普 500 及全 A 中被动化率最高的 20 只个股

序号	标普500中被动化率最高的20只个股			全部A股中被动化率最高的20只个股		
	代码	个股名称	被动化率	个股代码	个股名称	被动化率
1	IPG UN Equity	埃培智	41.8%	688981.SH	中芯国际	34.8%
2	CNP UN Equity	中点能源	39.0%	688396.SH	华润微	30.2%
3	SWKS UW Equity	思佳讯	38.0%	688082.SH	盛美上海	28.8%
4	FRT UN Equity	FRT信托	37.0%	688041.SH	海光信息	28.4%
5	HII UN Equity	亨廷顿英戈尔斯工业	37.0%	688012.SH	中微公司	27.3%
6	HST UW Equity	Host酒店及度假股份有限公司	35.7%	688728.SH	格科微	26.9%
7	ESS UN Equity	埃塞克斯房地产信托公司	35.0%	688256.SH	寒武纪-U	26.7%
8	APA UW Equity	APA	34.7%	688111.SH	金山办公	26.4%
9	FOXA UW Equity	福克斯A	34.7%	688126.SH	沪硅产业	26.0%
10	AOS UN Equity	A.O. 史密斯	34.7%	600997.SH	开滦股份	25.9%
11	MCHP UW Equity	微芯科技	34.3%	688303.SH	大全能源	25.6%
12	CHRW UW Equity	罗宾逊全球物流	34.1%	688009.SH	中国通号	25.3%
13	RF UN Equity	地区金融	33.8%	688008.SH	澜起科技	25.0%
14	CPT UN Equity	卡姆登物业信托	33.4%	688223.SH	晶科能源	24.9%
15	AKAM UW Equity	阿克迈	33.2%	688114.SH	华大智造	24.3%
16	DOC UN Equity	Healthpeak	33.2%	688099.SH	晶晨股份	24.1%
17	KIM UN Equity	金克地产	33.0%	600295.SH	鄂尔多斯	23.6%
18	BXP UN Equity	波士顿地产公司	32.9%	688047.SH	龙芯中科	23.1%
19	SNA UN Equity	实耐宝	32.9%	688036.SH	传音控股	23.1%
20	FAST UW Equity	快扣	32.9%	688072.SH	拓荆科技	23.1%
	标普500成分股平均被动化率		24.8%			

数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

注：标普 500 数据截至 2025 年 1 月 8 日，全部 A 股被动化率数据截至 2024 年中

节前，加速推动中长期资金入市及指数化投资高质量发展政策密集出台，为指数化投资发展夯实根基。1月22日，多部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，引导中长期资金入市。面对我国中长期资金规模偏低、投资“短视化”的现状（2024年8月机构投资者持股占流通市值的比例仅为22%），方案对资金入市规模、投资稳定性以及市场生态建设这三大方面进行具体部署，举措细节更加完善，信号意义鲜明。1月26日，证监会发布《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》，顺应新“国九条”中“大力发展权益类公募基金”、“推动指数化投资发展”的要求。方案提到，持续丰富指数基金产品体系，积极发展股票ETF，支持促进场外指数基金发展，稳慎推进指数产品创新；同时，加快优化指数化投资发展生态，优化ETF注册发行安排，全面完善ETF运作机制，切实提高指数编制质量，降低指数基金投资成本，稳步推进指数化投资双向开放。随着相关政策的落地实施，指数化投资吸引力将进一步提高，A股指数化投资规模与比例有望迎来提升，指数基金资产配置功能得以强化。

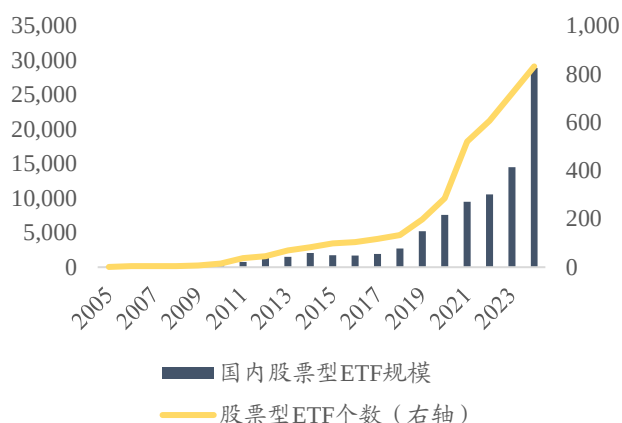
从国内整体被动化进程来看，当前A股或仍处于美股2012年/日股2017年水平，未来得益于政策支持下社保、保险资金等中长期资金以被动指数形式入市，叠加居民存款搬家、个人养老金加配等因素共振，被动投资时代有望开启，构建指数化配置策略尤为重要。

1.2. 配置多元：A股ETF的丰富产品体系

2018年起，A股ETF逆势爆发式增长，产品体系不断丰富。一方面，随着赛道投资风潮的到来，被动管理的赛道型ETF崛起，主题ETF产品加速上市，行业/主题ETF个数分别由2018年的28/29只，提升至2023年的76/427只，增长迅速。另一方面，宽基ETF的发展也“与时俱进”，顺应我国经济结构转型和新质生产力发展，以中证A500为代表的新一代旗舰指数发布上市，“吸金无数”。近年ETF的投资者结构也愈加多元化，私募基金入场，中央汇金配置ETF规模快速增长，去年9月以来随着市场风险偏好的提升，个人投资者也通过ETFβ式一揽子的买入，对于各类ETF的配置需求明显提升。

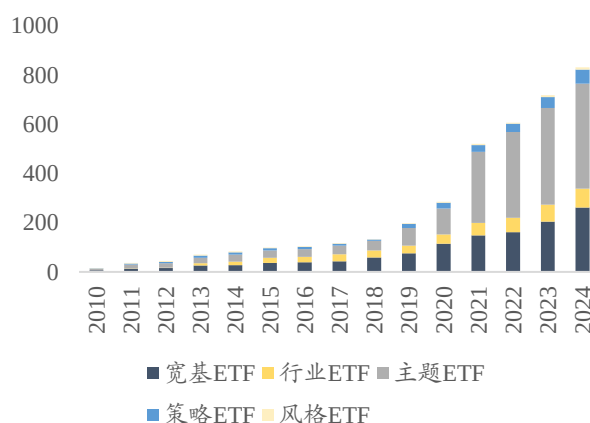
截至2025年2月7日，A股共有862只股票型ETF，合计规模为2.92万亿元。分基金类型看，宽基ETF为284只，总规模2.22万亿元，占全部A股ETF的76%。宽基ETF跟踪规模最大的前三大指数分别是沪深300、中证A500、科创50，规模为9907、2728、1797亿元。行业/主题ETF共510只，总规模6103亿元，TMT、金融、医药板块的ETF规模较大，分别为1537、1007、900亿元。此外，还有68只策略/风格ETF，总规模达973.31亿元。

图6: 国内股票型 ETF 规模及个数 (单位: 亿元; 个)



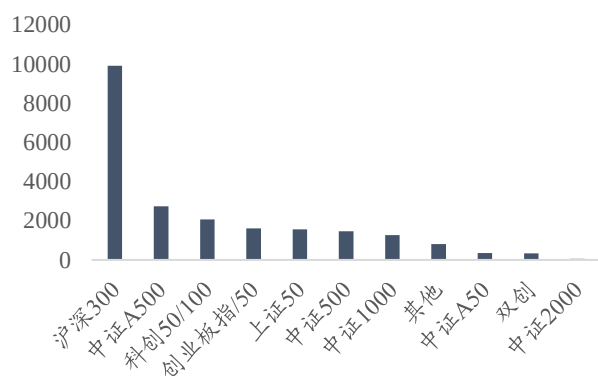
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 各类型 ETF 个数 (单位: 个)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

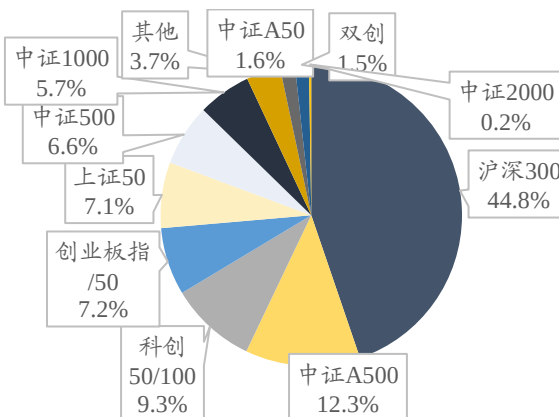
图8: 跟踪各指数的宽基 ETF 规模 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 数据截至 2025 年 2 月 7 日

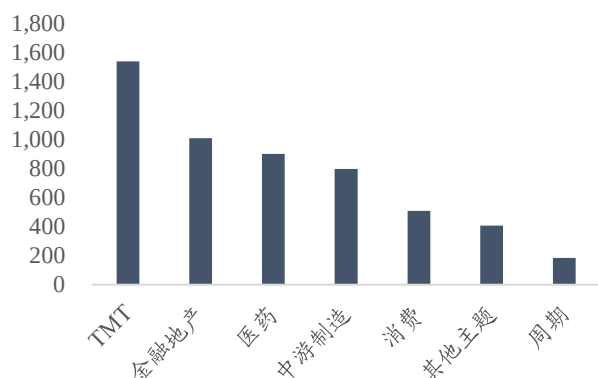
图9: 跟踪各指数的宽基 ETF 规模分布 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 数据截至 2025 年 2 月 7 日

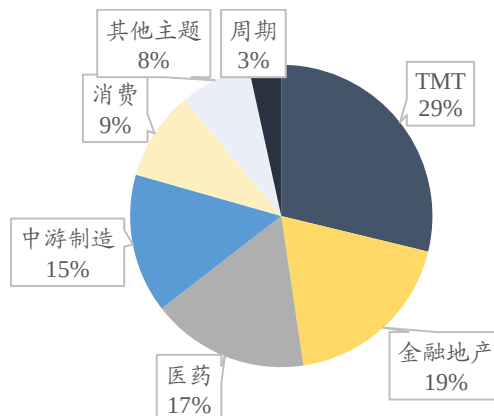
图10: 分大类来看, 行业/主题 ETF 规模 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 数据截至 2025 年 2 月 7 日

图11: 分大类来看, 行业/主题 ETF 规模分布 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 数据截至 2025 年 2 月 7 日

1.3. 定量之外：自上而下视角下的 ETF 配置策略

当下 ETF 策略的构建主要依赖于量化筛选方法，基于盈利、市值、动量、资金流、技术面等因子构建量化模型，而自上而下视角的主观策略在市场中尚未广泛应用，定性与定量分析结合下，主观策略有望提供更为灵活和前瞻的配置方案。一方面，主观视角能够更为灵活地把握经济趋势及政策预期，在政策导向型市场中，通过自上而下的宏观分析和政策预判，有利于提前挖掘布局受益板块。另一方面，主观策略基于独立框架逻辑的判断，可以构建差异化 ETF 组合，避免量化模型同质化及策略重叠等问题。

2. 如何自上而下地构建 ETF 主观配置策略框架

我们基于大势研判—风格研判—行业/产业趋势研判的框架自上而下构建 ETF 主观配置策略。

图12：大势研判—风格研判—行业/产业趋势研判的框架



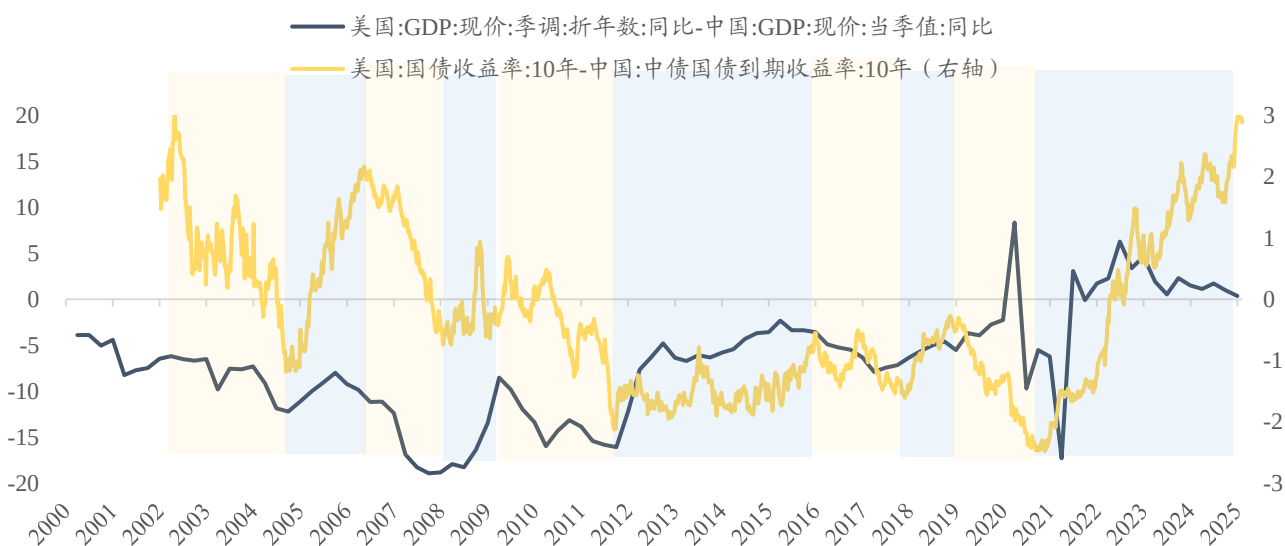
数据来源：东吴证券研究所绘制

2.1. 大势研判：立足中美名义增速差框架

我们对 A 股作大势研判，主要立足于中美名义增速差框架。我们曾在此前多篇报告中强调，过去三年人民币资产弱势的底层逻辑是中美名义增速差的走弱转负，利率和经

济互为因果共同作用于汇率，同时对我国发展对外战略、吸引全球资本，以及制造业企业盈利均形成压制。2024年下半年以来，中美名义增速差逐步收窄，随着去年9月中旬降息靴子落地，海外高利率掣肘迎来缓解，政策端逐渐“化守为攻”，924金融新政及926政治局会议一揽子政策相继推出，高层对于经济/金融/资本市场的表态发生积极转向，政策空间打开，市场迎来反弹。往后看，海外政治经济不确定性高企，A股大势研判仍需遵循中美名义增速差框架下的逻辑脉络。

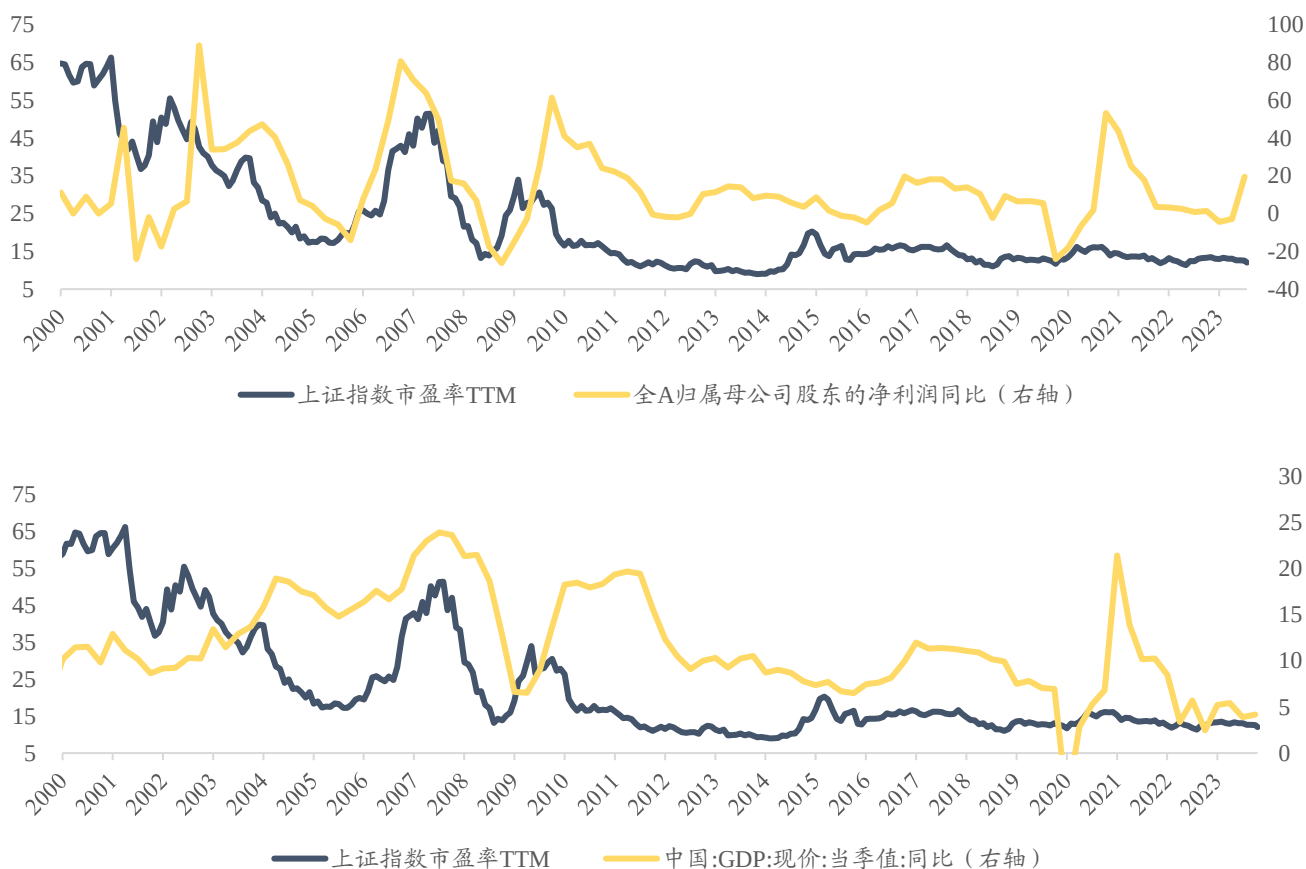
图13：2024年下半年以来，中美名义增速差逐步收窄（单位：pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

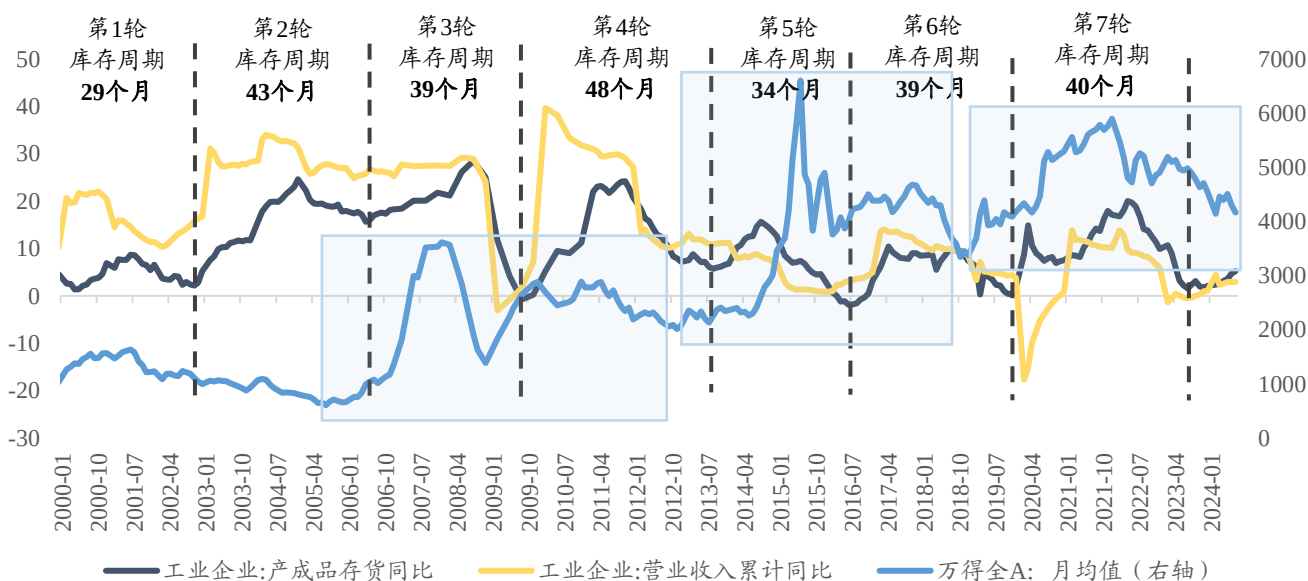
中长期维度下，市场运行往往顺应三年一度的经济周期。宏观经济周期，如库存周期、信用周期和全球流动性周期，呈现出大约三年的循环特征。股市周期性波动的背后，实际上是受到了经济、货币、库存等经济周期的作用。如果我们观察中国经济增速、A股盈利和估值的中枢变化可以发现，三者走势具有显著的同步性。这种同步性的根本原因在于，市场对于股票交易定价的核心逻辑是基本面预期，即经济增长/企业盈利预期，因此股市会顺应经济周期而展现出类似的变化。

图14：如果我们观察中国经济增速、A股盈利和估值的中枢变化可以发现三者走势趋同（单位：倍；%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：库存周期与A股涨跌（单位：%；点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：图中将一个工业产成品库存增速的低点到下一个库存增速的低点划分为一个完整的库存周期

图16: 信用周期与 A 股涨跌 (单位: %; 点)

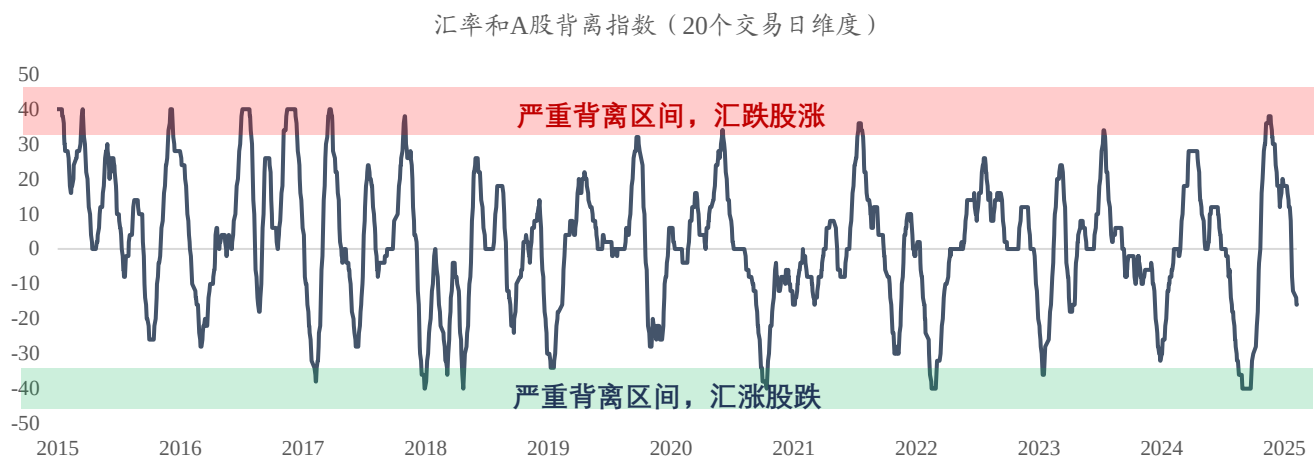


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

今年, A 股交易将会围绕美联储降息节奏、特朗普交易、国内宏观政策空间三大逻辑开展。1) 从美联储降息节奏的角度来看, 降息将从政策空间、基本面、流动性等维度对 A 股形成利好: 利差与汇率层面, 中美名义增速差框架下美元利率下行、汇率压力减轻, 国内政策掣肘有望缓解; 资本流动层面, 美联储降息节奏影响贸易商结汇、北向资金、美元基金三条路径的资本回流; 基本面层面, 若降息节奏加快, 企业结汇和扩产的积极性有望提升, 我国制造业盈利和投资回报将得以改善。2) 特朗普上台后外部不确定性加大, 内需政策有望加码, 自主可控逻辑得以强化。3) 国内宏观政策的力度也是 2025 年影响 A 股走势的重要因素, 我国正经历向高质量发展迈进的阵痛期, 需要总量政策端发力推动经济进入正循环, 今年消费和地产领域政策的加码值得期待, 货币政策也有望加大力度。

短期维度下, 我们所构建的股汇、股债等中短线指标能够提示小级别机会。中短期内, 由于各大类资产间主导的定价逻辑不同, 收益表现会阶段性地出现明显分化, 而严重背离后又通常呈现均值回归, 我们基于此构建了 A 股与汇率、商品、美债的背离指数。当指数行至严重背离区间时, 对于中短期市场走势有指示性意义。

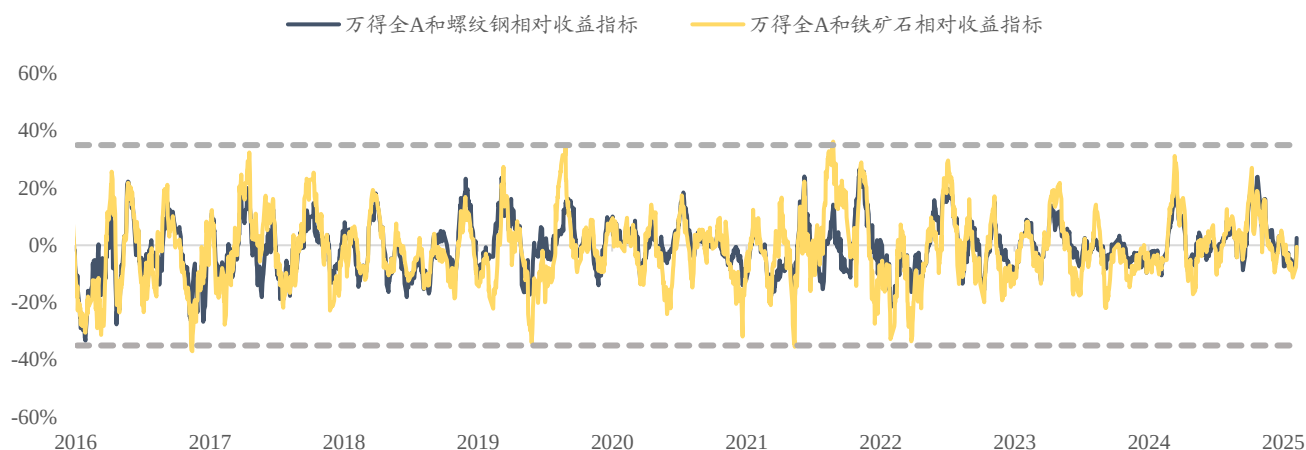
图17: A股和汇率背离指数(20个交易日维度)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 当指数上行至35以上, 则表明市场处于中短期“汇率跌+A股涨”的严重背离区间; 当下行至-35以下时, 则表明市场处于“汇率涨+股跌”的背离区间; 当处于-35至+35区间内, 对于市场短期走势的指示性意义较弱。

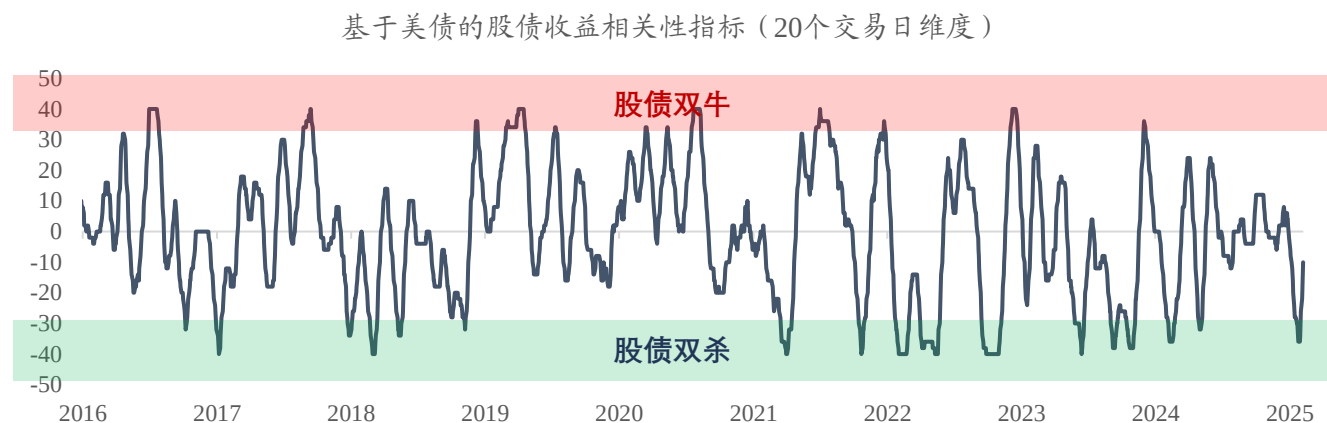
图18: A股和商品背离指数(20个交易日维度)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 历史主要运行区间在-35%和+35%之间; 当指标靠近区间上沿, 则A股相对商品处于超涨; 当指标靠近区间下沿, 则A股相对商品处于超跌。

图19：基于美债的股债收益相关性指标（20个交易日维度）



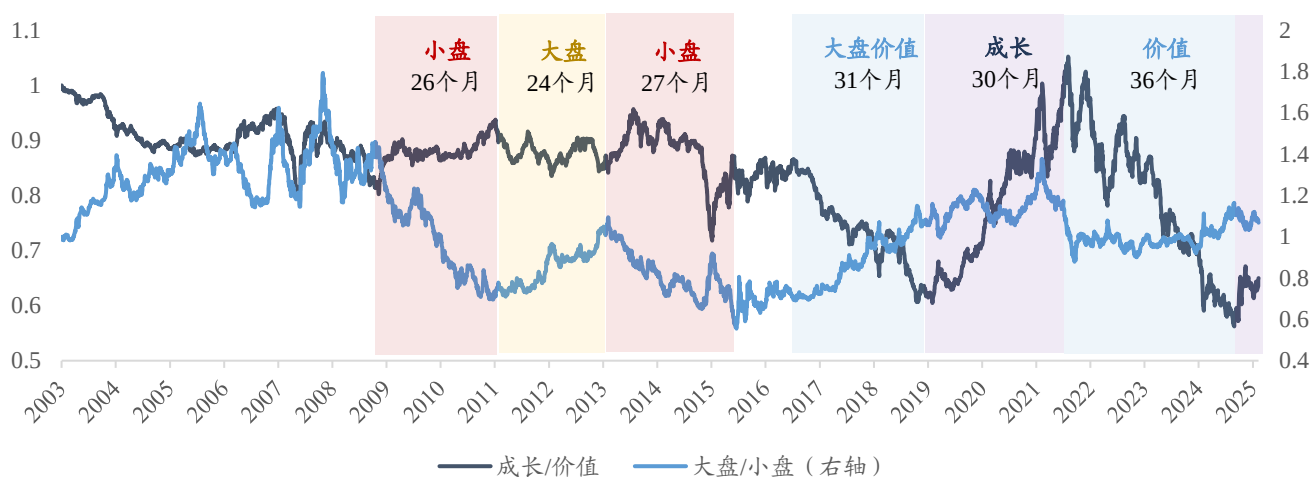
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：当指数上行至30以上，则表明市场处于中短期“股债双牛”的正相关区间；当下行至-30以下时，则表明市场处于中短期“股债双杀”的正相关区间；当行至-30至+30区间内，则表明中短期股债收益呈“跷跷板”状态。

2.2. 风格研判：以美债为锚

从市场风格来看，近20年，A股共经历了六轮较为明显的大级别风格切换，每一轮行情持续2-3年。2008年以前，A股的风格特征不甚明显，大/小盘及成长/价值股的收益表现更偏趋同，分化有限。2009至2019年期间，行情的大小盘分化明显加大，市场出现了四轮风格切换。2019年以来，成长/价值风格的切换更为显著，A股先后迎来19-21年的核心资产行情和21-24年的高股息行情。

图20：近20年，A股共经历了六轮较为明显的风格切换（单位：点）

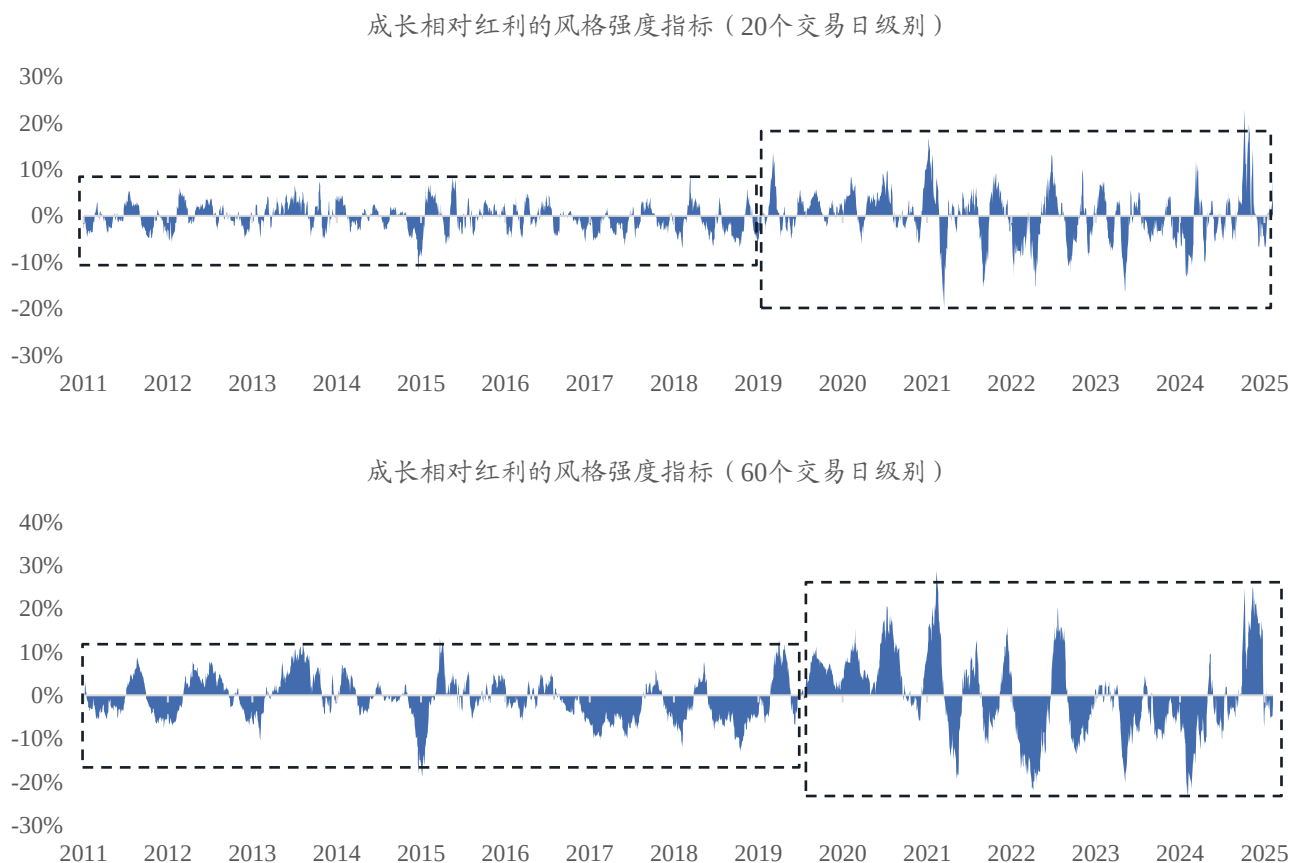


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：成长/价值为（巨潮大+中+小盘成长）/（巨潮大+中+小盘价值）；大盘/小盘为（巨潮大盘价值+大盘成长）/（巨潮小盘价值+小盘成长）

近五年以来，成长—红利风格研判的重要性显著提升，把握风格是获取超额收益的最核心因素。根据我们的成长—红利轮动指标，在 2019 年以后，无论是 60 个交易日级别还是 20 个交易日级别，风格对超额收益的影响远大于 2019 年之前。

图21：成长相对红利的风格强度指标



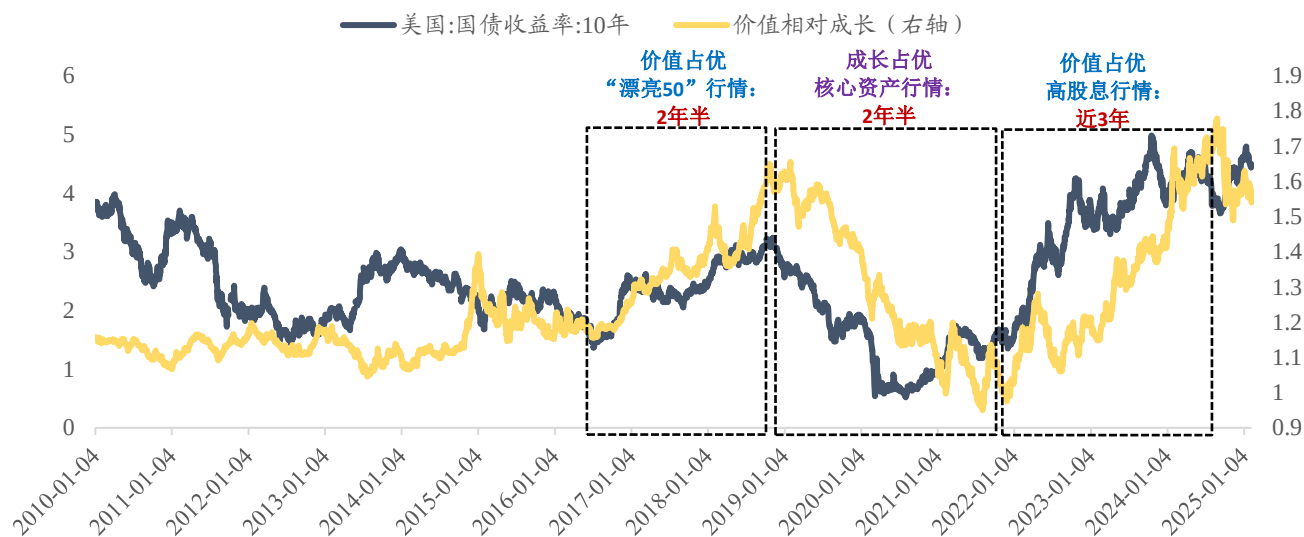
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：风格强度指标=成长指数-红利指数 T 个交易日滚动收益率，成长指数=大盘成长和小盘成长均值标准化，红利指数采用中证红利指数

美债是 A 股的风格之锚。2015 年后，美债与 A 股的价值/成长风格指标呈现高度趋同态势。2015 年前，该规律并不明显，主要原因在于陆股通开通前海外资金入市渠道较少，叠加 811 汇改前人民币国际化进程受限，因此早年 A 股风格与美债的关联性偏弱。2016 年以来，随着外部需求和利率波动性加大，内部需求和利率波动性降低，A 股大级别风格轮动和美债利率相关性较为明显。**对于成长股而言**，A 股市场的成长型资产主要偏向高端制造业等基于全球需求的企业，成长股的盈利波动贡献更多来自于海外，受美元利率变化的影响较大。**红利型资产**则主要集中于金融、周期、消费等传统型行业，多

取决于国内经济环境和市场需求的变化，盈利波动来自国内，定价之锚是中国十债。内需顺周期风格则基于财政发力的节奏定价。

图22：美债是 A 股的风格之锚（单位：%；倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23：A 股大小盘分化指数（20 个交易日维度）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：历史主要运行区间在-20%和+20%之间；当指标靠近区间上沿，则小盘相对大盘处于超涨；当指标靠近区间下沿，则大盘相对小盘处于超涨。

此外，短期风格变化还受季节性效应、资金面、市场中短期风格轮动等因素影响。例如，1月外资具有年度资产再配置的需求，公募、保险得益于开门红效应也往往为市场带来增量，机构类资金所偏好的大盘蓝筹股通常在1月占上风；2-3月随着宏观流动性的宽松，活跃资金兴起，中小盘开始更为占优。此外，市场情绪、技术面等因素影响

下，往往使得市场呈现中短线风格轮动的特征，我们构建了 A 股大小盘和红利微盘轮动指标，当指标行至严重背离区间时，对于中短期市场走势具有指示性意义。

图24：微盘-红利轮动指标（20个交易日维度）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：历史主要运行区间在-20%和+20%之间；当指标靠近区间上沿，则微盘相对红利处于超涨；当指标靠近区间下沿，则红利相对微盘处于超涨。

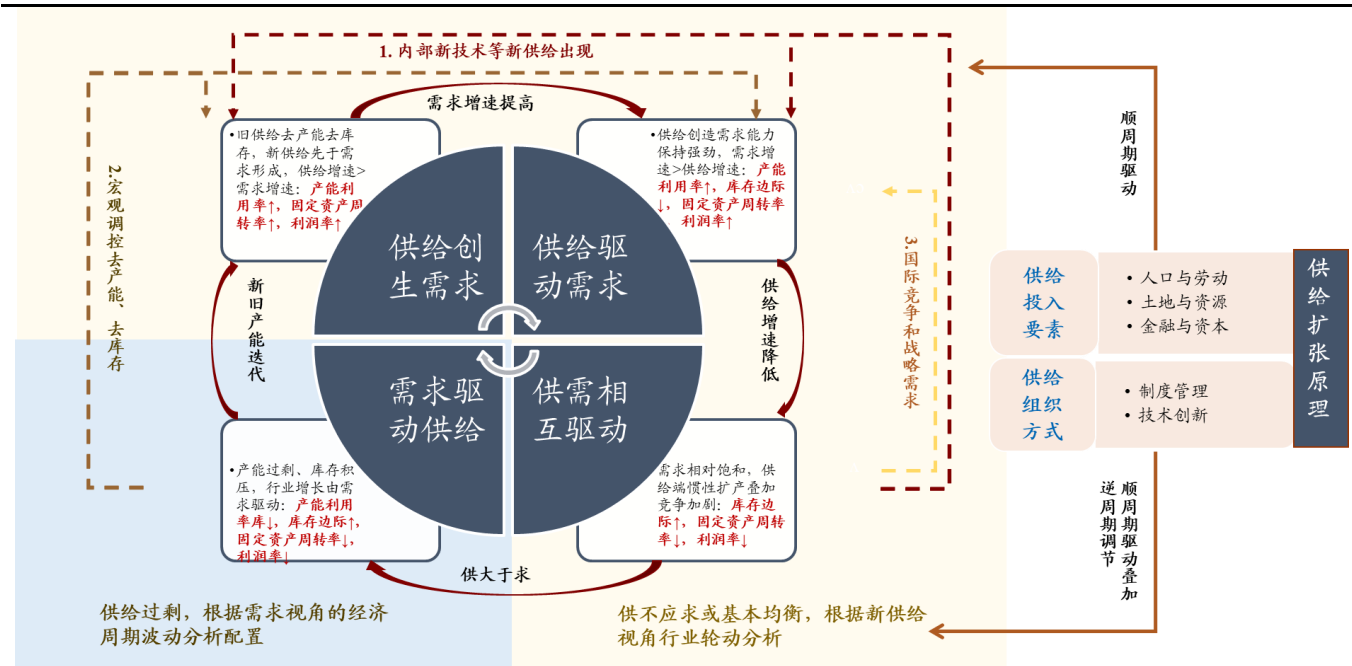
2.3. 行业/产业趋势研判

在明确阶段性大势和风格后，研判行业/产业趋势本质是对经济复苏节奏、政策动能强度、行业/产业景气度比较等因素进行综合判断。整体而言，在经济强复苏背景下，与经济基本面紧密相关的品种更有可能获得超额收益。经济强复苏时，通常伴随企业盈利的全面回暖，市场风格转向“盈利验证”，强业绩、高 ROE 属性的行业成为主线，参考 2016-2017 年经济强复苏下餐饮的领涨。在经济弱复苏环境下，盈利增长乏力促使资金追逐“产业趋势的星辰大海”和“政策催化密度”，流动性宽松+主题叙事主导风格，例如 2012-2013 年的传媒互联网行情，应优先从供给侧看产业投资机会。

行业比较主要基于行业景气度。不同行业景气度考量的核心因素不同，其中资源品依赖于价格，消费品看重需求，科技制造则更多着眼于供给。产业趋势研判，中短期看流动性环境和产业动态催化，中长期核心在于对产业发展进程的预判和把握。随着我国经济增速中枢和利率中枢下台阶，过去以劳动力增长、资本推动为主要驱动力的增长模式与新阶段不再匹配，全要素生产率（即技术要素）的提升可能为我国未来较长时间内经济增长的关键驱动要素。与此同时，世界范围内贸易保护主义和单边主义抬头、全球化进程遇阻，围绕前沿领域的大国竞赛日趋激烈。全球进入“新供给周期”时代，顺应宏观背景，“新供给创造新需求（0-1）”、“供给驱动需求（1-10）”阶段的产业往往具备阶段性配置机会。参考 2019 年的 5G+行情，流动性宽松和产业动态的催化对于中短期

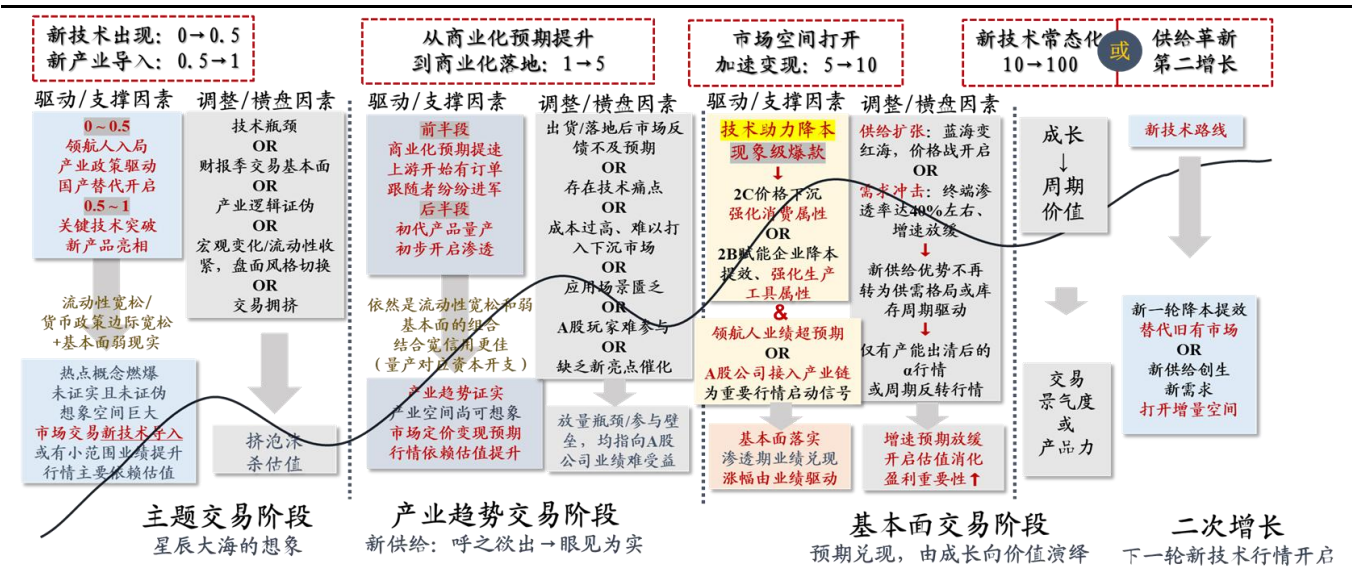
内行情启动/持续较为关键，而产业趋势大行情的诞生则需要产业发展关键环节的打通。

图25：产业趋势投资底层思维和框架的变化——重视供给要素的变化带来的机会



数据来源：东吴证券研究所绘制

图26：产业趋势行情的几大阶段



数据来源：东吴证券研究所绘制

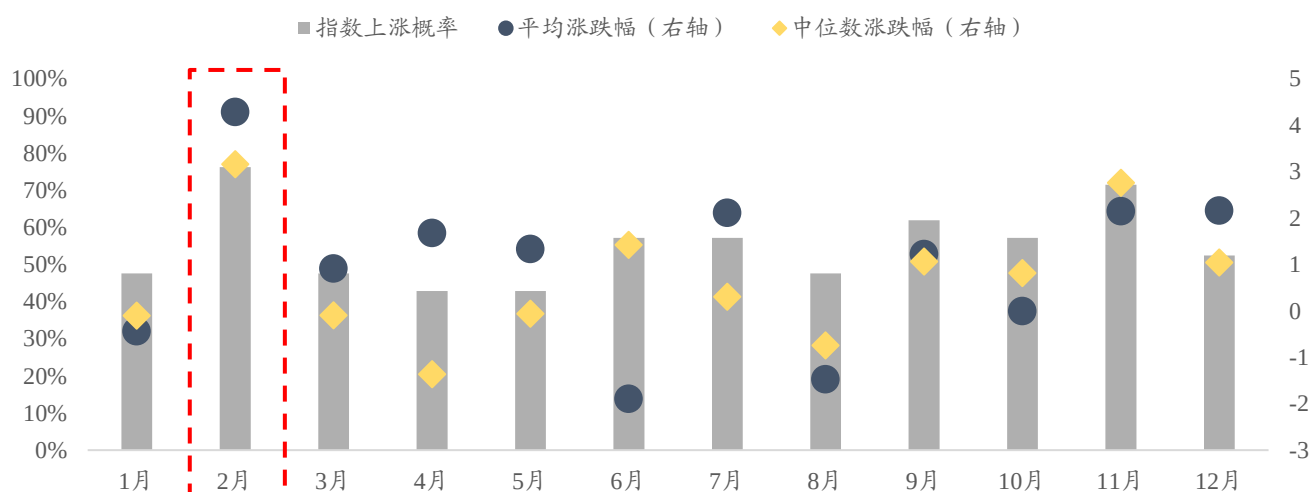
3. 本期市场展望与 ETF 主观配置策略

每月，我们将基于大势、风格、行业/产业趋势研判框架，推荐 10 只 A 股 ETF。

3.1. 大势/风格展望与 ETF 推荐

未来 1 个月内，我们继续看好“春季躁动”行情，但考虑到海内外宏观因素复杂性，指数高度暂难判断。从季节效应看，2 月处于经济数据、业绩真空期，同时新的政策预期开始逐步发酵，流动性改善、活跃资金兴起，带动市场风险偏好提升，是春季做多的黄金窗口期。历史上，A 股 2 月单月上涨概率及涨幅均处于领先地位：近 20 年，2 月上涨概率达 76%，平均及中位数涨幅分别为 4.3% 和 3.2%，无论是胜率还是涨幅都领先其他月份。节后，A 股成交活跃度明显提升，上周（2.5-2.7）A 股日均成交额提升至 1.6 万亿元，此前离场避险的活跃资金回流，融资资金净流入 388 亿元。往后看，一方面，产业趋势向上、活跃资金“重返”，市场情绪有望维持向好态势；另一方面，2 月中下旬两会政策预期重回视野，总量政策的推进与落地将为股市平稳运行提供支撑，财政政策的取向和力度成为市场关注的焦点。考虑到特朗普关税政策可能持续扰动，叠加两会政策预期或正趋于温和，海内外宏观因素复杂性较高，指数高度暂难判断，因此基于大势研判逻辑，建议少量配置中证 A500ETF、300 红利低波 ETF。

图27：近 20 年万得全 A 指数各月表现情况（单位：%）



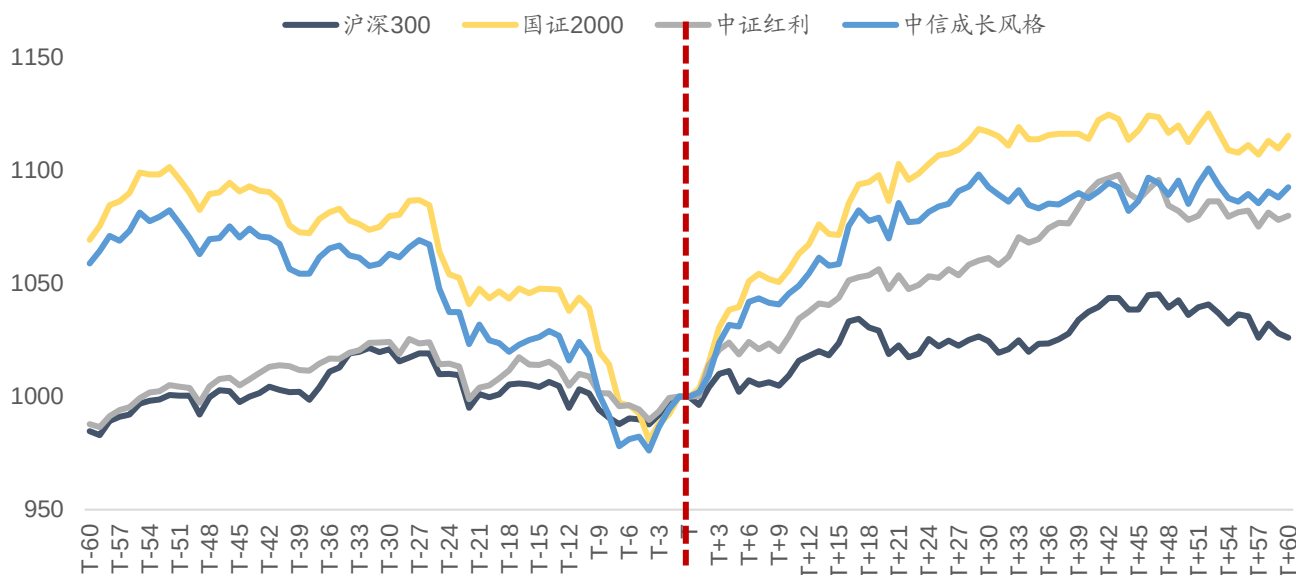
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：统计 2004 年至 2024 年万得全 A 指数各月表现情况

结构大于指数，看多中小盘科技成长。从历史经验来看，春节前后是市场风格切换的转折点。我们对过去 10 年春节前后 60 个交易日指数收盘价进行标准化处理并计算均值，发现春节后 60 个交易日，小盘、成长风格往往展现出更好的弹性。从整个春季躁动区间来看，过去 10 年春季躁动行情中，小盘成长平均收益达到 18.9%，明显跑赢其他风格指数。对于本轮而言，流动性逻辑驱动叠加 DeepSeek 全面引领科技主线，科技成长风格、中小盘主题方向值得重点关注。配置上，科技方向建议布局即将发起认购、对于科创板市值覆盖度更为全面的科创综指 ETF，中小盘方向建议配置中证 1000ETF、

中证 2000ETF。

图28: 春节前后, 大小盘、成长价值风格表现情况 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: T 为春节当天, 统计春节前后 60 个交易日, 对指数进行标准化处理, 计算十年平均值

图29: 宽基/策略/风格 ETF 配置组合

基金代码	基金简称	跟踪指数	跟踪指数名称	发行日期	规模 (亿元)
159338.SZ	国泰中证A500ETF	000510.SH	中证A500	2024-09-10	292.5
589083.OF	汇添富上证科创板综合ETF	000680.SH	科创综指	2025-02-17	-
563300.SH	华泰柏瑞中证2000ETF	932000.CSI	中证2000	2023-09-01	40.6
512100.SH	南方中证1000ETF	000852.SH	中证1000	2016-08-24	576.9
515300.SH	嘉实沪深300红利低波动ETF	930740.CSI	300红利低波	2019-07-01	52.7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 规模数据截至 2025 年 2 月 7 日

3.2. 行业/产业趋势展望与 ETF 推荐

2 月, 我们在行业/主题配置上更关注强产业趋势品种。2 月市场流动性充裕且处于业绩真空期, 建议重点关注当下科技主线 AI 与泛 AI 等方向的强产业趋势品种, 有望具备更高弹性。

DeepSeek 快速崛起, 关注云计算、科创芯片、半导体设备等细分方向。1 月 20 日开源模型 DeepSeek-R1 问世, 通过工程优化实现模型效率大幅提升, 实现了基本比肩 OpenAI o1 性能的同时大幅降低了训练和推理成本, 春节期间引发海内外科技圈和资本

市场高度关注。DeepSeek 出圈意味着我国 AI 创新能力获得世界认可，国内 AI 资产迎来价值重估。配置上，中美 AI 科技竞赛+近期关税扰动不断，自主可控逻辑强化，AI 平权之下推理算力需求增加，进攻方向建议关注“含芯量”较高的科创芯片 ETF，及推理侧的云计算 ETF；短期考虑到资金面超买后可能出现回踩，关注当前拥挤度较低的半导体设备 ETF。

智能驾驶属于泛 AI 中相对低位分支，产业动态催化下建议重点关注。DeepSeek 开源模式为落后车企智能化发展提供可能，推动智驾平权。比亚迪官宣智能化发布会，其入局将带来鲶鱼效应、推动自动驾驶普及，或拉动 10-20 万车型智驾供应链投资机会。2 月 6 日消息，英伟达推出新型平价 OrinY 智驾芯片。特斯拉在业绩会上提出 2025 年 6 月将推出完全自动驾驶服务。产业动态持续催化下，建议配置智能汽车 ETF。

此外，临近两会，低空经济新政有望出台，建议配置市场首只聚焦低空经济的通用航空 ETF。

图30：行业/主题 ETF 配置组合

基金代码	基金简称	跟踪指数	跟踪指数名称	发行日期	规模（亿元）
159378.SZ	永赢国证通用航空产业ETF	980076.CNI	通用航空	2024-12-23	1.3
588200.SH	嘉实上证科创板芯片ETF	000685.SH	科创芯片	2022-09-23	204.5
516510.SH	易方达中证云计算与大数据ETF	930851.CSI	云计算	2021-03-19	13.6
159516.SZ	国泰中证半导体材料设备主题ETF	931743.CSI	半导体材料设备	2023-07-10	18.6
515250.SH	富国中证智能汽车主题ETF	930721.CSI	CS智汽车	2020-12-01	7.2

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：规模数据截至 2025 年 2 月 7 日

4. 风险提示

- 经济复苏节奏不及预期：经济复苏节奏不及预期可能会加剧市场不确定性；
- 海外通胀及原油扰动下降息节奏不及预期：或对 A 股资金面造成负面影响；
- 地缘政治事件“黑天鹅”：地缘政治风险或使国内外局势趋于紧张；
- 行业基本面不确定性风险：行业供需波动可能会影响行业内公司业绩表现。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>