

2026年01月20日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

一个量化分析师的系统化宏观策略框架

—拥抱资产管理行业的工业化时代（上）

分析师：吕思江 S1050522030001

✉ lvsj@cfsc.com.cn

分析师：马晨 S1050522050001

✉ machen@cfsc.com.cn

分析师：武文静 S1050525120002

✉ wuwj1@cfsc.com.cn

分析师：刘新源 S1050525120004

✉ liuxy@cfsc.com.cn

■ 投资要点

2025年初，我们发布了年度策略《直面低利率时代的挑战：基于多资产多策略风险平价的华鑫量化全天候》，受到了市场的很多关注。量化全天候产品运行至今，年化收益13.68%，最大回撤仅为3.62%，夏普比2.14。我们统计所有可比的混债二级基金，保证风险等级一致（量化全天候控制最大回撤不大于5%），仅保留A类份额，共有598只产品。华鑫量化全天候2025年全年的表现排在前三。

2026年初，我们继续在多资产多策略产品的道路上开拓，推出2026年量化和基金研究年度策略。思考在确定性低利率的时代，如何通过系统化策略+工具产品+组合投资的路径，用工业化思路管理资管产品，来实现中国金融行业大理财需求的承接。本文为年度策略上篇，探讨系统化宏观策略的思路。下篇将探讨ETF组合投资语境下，绝对收益和相对收益产品设计思路。

资产管理的工业化，要求产品的极度丰富，极度透明，极度低价，极度定制化。ETF品类的规模在过去三年中的爆发式发展、成份股和规则的完全透明、以及公募三年降费，提供了前三者。华鑫量化&基金团队基于系统化宏观策略体系下的组合管理，提供了最后一个条件。

美国资管行业在长周期的发展历程中，逐渐将做beta和做alpha两种商业模式区分开来。公募基金（mutual fund）集中于做前者，对冲基金（hedge fund）集中于做后者。国内的情形我们认为略有不同：量价异动是A股独有的特征，这部分alpha其实也可以通过精细化耕耘Beta来得到。所以中国的资管行业即使在公募基金，同样可以获取Beta+Alpha。

在Beta的配置上，应当坚持“不做拼盘做增强”。所谓“低相关性资产”，在当前全球债务周期顶部，加杠杆难以为继的时代，已经少之又少，更常见的是基于杠杆率变动，风险资产集体的risk off和risk on。更何况国内可投资产类别有限，如果只是将大类资产简单组合，不管是主动为之，还是基于MV、BlackLitterman、RiskParity等定量模型去做，效果都差强人意。我们的做法是对于每一个单一资产（beta），做单一建模。从主观研究入手，通过定量体系做

相关研究

- 1、《寻找港股新路标》2025-10-23
- 2、《寻找港股新路标——港股四季度策略展望》2025-10-09
- 3、《掘金龙虎榜：活跃资金如何指导小微盘投资》2025-07-16

效果检验，“去伪存真”，去除主动研究中无法复用的信息，而保留真正有效的“因果律”，对资产胜率和赔率进行预测。在模型失效时动态迭代。通过这种方式来提升核心 beta 的收益率或夏普率。

在 Alpha 的获取上，应当坚持“量价和资金面异动规律挖掘”，并尽量限定在权重优化上，而将风格、行业、个股标的的选择留给基本面模型来决定。在实践中我们认为 AI+量化在一些基本面无法捕捉的领先信息，尤其是一些非线性规律的捕捉上，确实能够对主动投资有所帮助。

我们认为“主动智慧、量化系统、AI 增强”是完成多资产多策略投资的有效方案。

展望 2026 年，我们也尝试做一个年度预判，留待年底验证：

第一、2026 大方向上，从 A 股的三周期嵌套角度，将继续有利于商品和权益；短周期决定下半年或开始有颠簸；

第二、在 A 股三大超额策略，也就是大势研判、风格配置和行业轮动中，与 22-24 年不同的是，大势研判和行业轮动的有效性将开始超过风格配置；

第三、从海外流动性和美国长周期角度，2026 年或将是美国宏观流动性释放的顶点，风格上利好道指、罗素 2000 等顺周期指数；

第四、黄金、比特币在 2026 年美国中期选举前将继续上涨；

第五、中国基金行业将继续走被动化、工具化路线，包括 SmartBeta、策略指数等定制化需求产品也将有所表现，指数基金总量如果按照美国基金行业占比估算，有机会冲击 12 万亿。

大势研判、风格轮动、行业轮动、ETF 标的买卖点信号，我们已每周更新在《华鑫量化定量策略周报》中，也欢迎联系团队成员订阅。

■ 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、 核心观点	5
2、 蓬勃发展中的中国 ETF 市场	6
3、 系统化宏观策略框架	8
4、 基于周期嵌套和流动性确认的 A 股大势研判	10
5、 系统化宏观策略视角下的风格轮动	17
6、 资金面和拥挤度视角下的行业趋势跟踪	21
7、 技术分析和与主观的结合	25
8、 风险提示	32

图表目录

图表 1: 华鑫量化全天候 2025 年全年表现排在混债二级基金中前 3%	5
图表 2: 国内公募市场被动化趋势按下加速键	6
图表 3: 2025 年规模增幅千亿以上基金公司共 14 家, 非货 ETF 平均规模贡献占比 53%	7
图表 4: 多元资产配置需求和意识不断提高	7
图表 5: etf 高质量发展 2.0 阶段开启	8
图表 6: A 股股票收益来源	9
图表 7: A 股有效的超额策略	9
图表 8: A 股权益子策略的历史表现	10
图表 9: A 股权益子策略的收益情况	10
图表 10: A 股主要经济周期和市场周期	11
图表 11: A 股有效的周期	12
图表 12: A 股有效的周期	12
图表 13: 系统化定量宏观因子	13
图表 14: A 股权益有效宏观打分因子	13
图表 15: A 股有效投资者类型和定价权板块	14
图表 16: 日内主动买入特征	15
图表 17: 日内主动买入特征	15
图表 18: 中证 500 择时仓位和净值	16
图表 19: 中证 500 择时分年度表现	16
图表 20: 仓位建议规则	17
图表 21: 沪深 300 的综合择时仓位策略	17
图表 22: 红利 vs 成长风格 2025 年复盘	18
图表 23: 红利 vs 创业板模型	18

图表 24: 红利 vs 创业板模型表现	19
图表 25: 中证 2000vs 沪深 300	19
图表 26: 中证 2000 和沪深 300 分年度收益	19
图表 27: 中证 2000vs 沪深 300 模型	20
图表 28: 中证 2000vs 沪深 300 模型表现	20
图表 29: 行业轮动生命周期	21
图表 30: 行业轮动因子信号	22
图表 31: 龙头股动量因子中信一级行业	23
图表 32: 大单流入差分因子中信一级行业	23
图表 33: 大单流入差分因子中信二级行业	23
图表 34: 尾盘净流入因子中信一级行业	24
图表 35: 尾盘净流入因子中信二级行业	24
图表 36: 融资净买入因子中信一级行业	24
图表 37: 融资净买入因子中信二级行业	24
图表 38: 中信一级行业轮动周频	25
图表 39: 中信二级行业轮动周频	25
图表 40: 行情划分和走势力度	26
图表 41: 鑫选·恒稳均衡样本内表现	26
图表 42: 鑫选·恒稳均衡	27
图表 43: 阻力和支撑位是最经典的技术分析概念	28
图表 44: 支撑阻力强度对应的市场状态	29
图表 45: 支撑阻力强度交易框架	29
图表 46: 趋势先锋历史表现	29
图表 47: 券商金股指数	30
图表 48: 趋势先锋叠加市场状态确认	31

1、核心观点

2025年初，我们发布了年度策略《直面低利率时代的挑战：基于多资产多策略风险平价的华鑫量化全天候》，受到了市场的很多关注。量化全天候产品运行至今，年化收益13.68%，最大回撤仅为3.62%，夏普比2.14。我们统计所有可比的混债二级基金，保证风险等级一致（量化全天候控制最大回撤不大于5%），仅保留A类份额，共有598只产品。华鑫量化全天候2025年全年的表现排在前3%。

图表 1：华鑫量化全天候 2025 年全年表现排在混债二级基金中前 3%

基金名称	类型	规模(亿)	成立年限	2025年收益率
*****	混合债券型二级基金	84.57	9.0055	25.96
*****	混合债券型二级基金	8.98	6.0027	19.43
*****	混合债券型二级基金	52.67	12.6548	18.05
*****	混合债券型二级基金	222.5	4.0603	16.47
*****	混合债券型二级基金	7.24	12.1342	15.93
*****	混合债券型二级基金	6.93	11.9808	15.13
*****	混合债券型二级基金	71.85	9.1726	15.02
*****	混合债券型二级基金	0.39	3.1918	14.63
*****	混合债券型二级基金	45.42	4.0384	14.58
*****	混合债券型二级基金	19.54	14.8356	14.55
*****	混合债券型二级基金	9.2	4.7425	14.48
华鑫量化全天候				13.68

资料来源：wind，华鑫证券研究

2026年初，我们继续在多资产多策略产品的道路上开拓，推出2026年量化和基金研究年度策略。思考在确定性低利率的时代，如何通过系统化策略+工具产品+组合投资的路径，用工业化思路管理资管产品，来实现中国金融行业大理财需求的承接。本文为年度策略上篇，探讨系统化宏观策略的思路。下篇将探讨ETF组合投资语境下，绝对收益和相对收益产品设计思路。

资产管理的工业化，要求产品的极度丰富，极度透明，极度低价，极度定制化。ETF品类的规模在过去三年中的爆发式发展、成份股和规则的完全透明、以及公募三年降费，提供了前三者。华鑫量化&基金团队基于系统化宏观策略体系下的组合管理，提供了最后一个条件。

美国资管行业在长周期的发展历程中，逐渐将做beta和做alpha两种商业模式区分开来。公募基金(mutual fund)集中于做前者，对冲基金(hedge fund)集中于做后者。国内的情形我们认为略有不同：量价异动是A股独有的特征，这部分alpha其实也可以通过精细化耕耘Beta来得到。所以中国的资管行业即使在公募基金，同样可以获取Beta+Alpha。

在Beta的配置上，应当坚持“不做拼盘做增强”。所谓“低相关性资产”，在当前全球债务周期顶部，加杠杆难以为继的时代，已经少之又少，更常见的是基于杠杆率变动，风险资产集体的risk off和risk on。更何况国内可投资产类别有限，如果只是将大类资产简单组合，不管是主动为之，还是基于MV、BlackLitterman、RiskParity等定量模型去做，效果都差强人意。我们的做法是对于每一个单一资产(beta)，做单一建模。从主观研究入手，通过定量体系做效果检验，“去伪存真”，去除主动研究中无法复用的信息，

而保留真正有效的“因果律”，对资产胜率和赔率进行预测。在模型失效时动态迭代。通过这种方式来提升核心 beta 的收益率或夏普率。

在 Alpha 的获取上，应当坚持“量价和资金面异动规律挖掘”，并尽量限定在权重优化上，而将风格、行业、个股标的的选择留给基本面模型来决定。在实践中我们认为 AI+量化在一些基本面无法捕捉的领先信息，尤其是一些非线性规律的捕捉上，确实能够对主动投资有所帮助。

我们认为“主动智慧、量化系统、AI 增强”是完成多资产多策略投资的有效方案。

展望 2026 年，我们也尝试做一个年度预判，留待年底验证：

第一、2026 大方向上，从 A 股的三周期嵌套角度，将继续有利于商品和权益；短周期决定下半年或开始有颠簸；

第二、在 A 股三大超额策略，也就是大势研判、风格配置和行业轮动中，与 22-24 年不同的是，大势研判和行业轮动的有效性将开始超过风格配置；

第三、从海外流动性和美国长周期角度，2026 年或将是美国宏观流动性释放的顶点，风格上利好道指、罗素 2000 等顺周期指数；

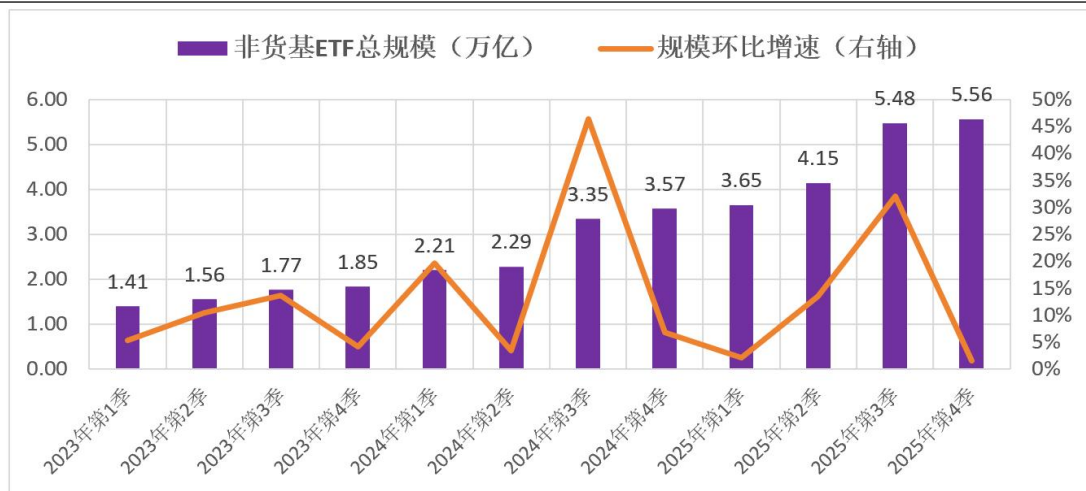
第四、黄金、比特币在 2026 年美国中期选举前将继续上涨；

第五、中国基金行业将继续走被动化、工具化路线，包括 SmartBeta、策略指数等定制化需求产品也将有所表现，指数基金总量如果按照美国基金行业占比估算，有机会冲击 12 万亿。

2、蓬勃发展中的中国 ETF 市场

截止 2025 年 Q3，中国公募基金市场规模突破 36 万亿元创历史新高，同比增长 14.54%。其中，ETF 市场规模正式突破 5 万亿大关。

图表 2：国内公募市场被动化趋势按下加速键



资料来源：wind，华鑫证券研究

自2004年首只ETF诞生以来，我国公募ETF用16年完成了第一个一万亿。此后中国权益市场被动化步伐明显加快；第二个万亿历时三年（2023Q3），第三个万亿十个月（2024Q3）、第四个仅七个月（2025Q2）、第五个更是压缩到四个月。2025年中国公募基金市场增量中，ETF贡献居功至伟。指数化浪潮也打开了基金公司第二条增长曲线。2025年，规模增幅千亿以上基金公司共14家，非货ETF平均规模贡献占比53%。

图表3：2025年规模增幅千亿以上基金公司共14家，非货ETF平均规模贡献占比53%

基金公司	总规模 (亿元)	总规模增幅 (亿元)	非货ETF贡献增幅	非货型ETF规模 (亿元)	非货型ETF数量	今年以来ETF规模变动 (亿元)	申赎净流入贡献	净值涨跌贡献
易方达基金	25365.54	4815.13	53.09%	8553.31	108	2556.52	843.84	1780.40
华夏基金	22606.76	4726.21	52.99%	9088.06	115	2504.28	804.00	1755.20
富国基金	13534.70	2656.92	44.48%	2483.13	80	1181.80	916.42	266.17
汇添富基金	11227.39	2051.41	36.48%	1421.41	66	748.36	604.21	146.73
国泰基金	8808.21	1707.54	72.24%	2711.79	72	1233.48	908.43	330.66
景顺长城基金	7641.18	1695.46	15.45%	746.91	22	261.99	141.41	122.99
南方基金	14860.18	1663.47	74.33%	3658.96	69	1236.39	537.46	727.06
嘉实基金	12055.56	1641.81	64.78%	3416.90	59	1063.53	462.50	628.83
广发基金	16205.56	1542.24	80.35%	2828.47	66	1239.19	752.68	486.59
华泰柏瑞基金	8174.92	1482.55	88.55%	6013.59	52	1312.81	380.20	1028.10
华安基金	8168.46	1239.06	53.57%	1822.65	44	663.73	258.60	419.70
大成基金	4733.47	1128.64	25.42%	507.84	19	286.89	245.67	41.21
鹏华基金	10187.50	1047.47	63.56%	1204.45	58	665.74	537.21	128.52
永赢基金	6317.17	1021.64	21.66%	273.71	14	221.28	186.93	34.35
国联安基金	1363.09	-15.90	125.36%	307.39	12	-19.93	-125.51	105.61
新华基金	541.93	-15.98	-5.26%	2.54	3	0.84	0.40	0.44
申万菱信基金	814.47	-33.10	-12.47%	10.06	6	4.13	1.52	2.60
兴银基金	1027.48	-35.29	-32.84%	13.67	4	11.59	8.67	2.92
中银证券	1319.37	-45.72	-10.56%	6.14	2	4.83	4.48	0.35
融通基金	1500.54	-47.35	-16.35%	18.97	6	7.74	5.00	2.91
国联基金	1487.58	-74.76	-3.53%	3.94	3	2.64	1.66	1.10
国泰安基金	3221.66	-265.98	-2.60%	53.64	5	6.91	-3.26	10.17
浦银安盛基金	3445.73	-374.13	-0.59%	7.52	7	2.22	-0.36	2.58
国投瑞银基金	2398.92	-389.04	0.06%	1.32	1	-0.24	-0.40	0.16
交银施罗德基金	4890.66	-487.32	0.22%	2.90	2	-1.07	-1.36	0.29

资料来源：wind，华鑫证券研究

从单只ETF规模变动来看，规模增幅靠前的ETF类型涉及传统宽基、核心行业、债券、商品、跨境等多类型。投资者不再局限于单一类别资产，面对不断提高的多元资产配置需求和意识，基金公司选择不断丰富产品线布局提高自身竞争力来迎接被动化浪潮。

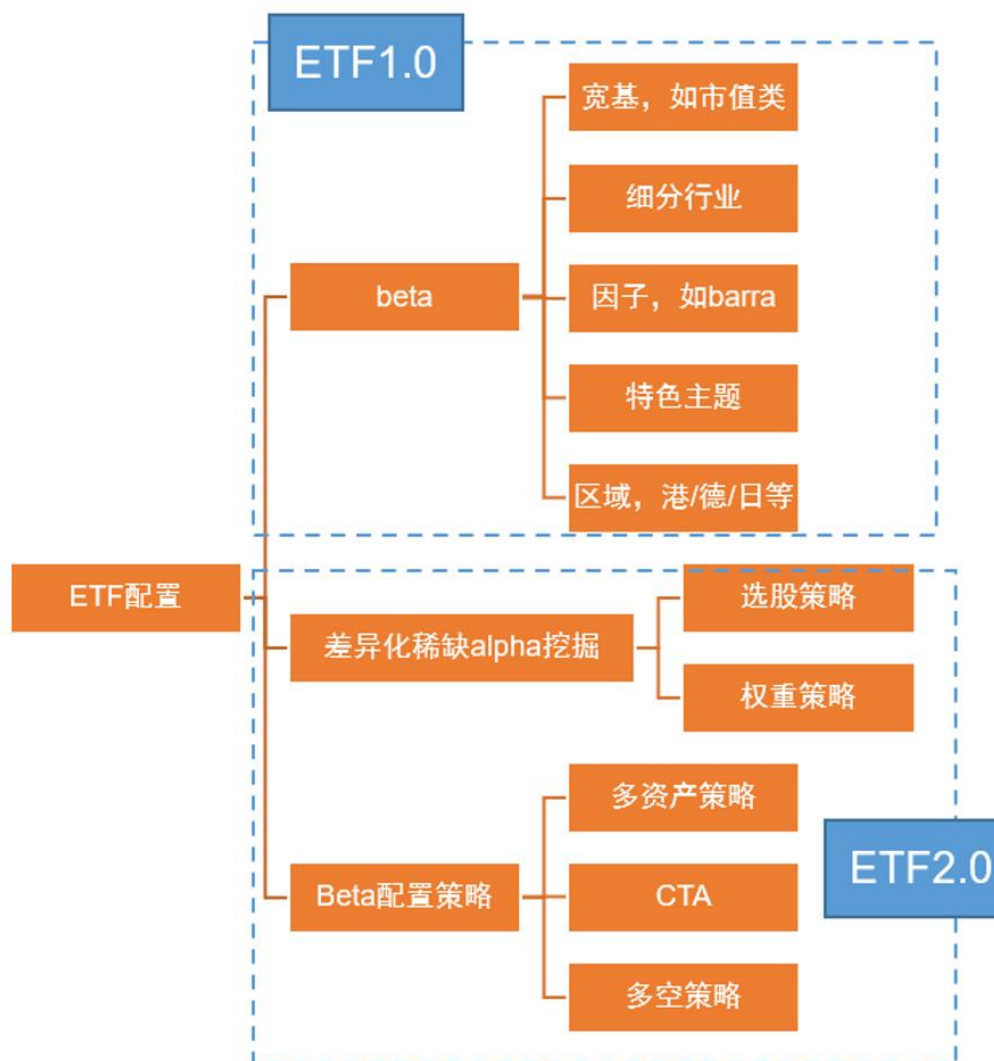
图表4：多元资产配置需求和意识不断提高

ETF代码	ETF简称	管理人	ETF最新规模 (亿元)	今年以来规模变动 (亿元)	去年以来规模变动 (亿元)	ETF类型	跟踪指数
510300.SH	沪深300ETF	华泰柏瑞基金	4231.0498	634.7552	2920.1323	股票型	沪深300
510310.SH	沪深300ETF易方达	易方达基金	3033.5597	570.6174	2558.6174	股票型	沪深300
510330.SH	沪深300ETF华夏	华夏基金	2274.7668	634.6916	1897.9254	股票型	沪深300
159919.SZ	沪深300ETF	嘉实基金	1984.022	420.1146	1570.5936	股票型	沪深300
510050.SH	上证50ETF	华夏基金	1819.1858	304.0667	1016.1925	股票型	上证50
510500.SH	中证500ETF	南方基金	1335.6537	318.1634	868.1645	股票型	中证500
518880.SH	黄金ETF	华安基金	873.833	587.0764	734.2962	商品型	SGE黄金9999
159792.SZ	港股通互联网ETF	富国基金	851.7448	629.849	730.1511	跨境型	港股通互联网
512100.SH	中证1000ETF	南方基金	752.8126	214.0844	661.1131	股票型	中证1000
159915.SZ	创业板ETF	易方达基金	1002.0869	87.1703	594.1158	股票型	创业板指
511380.SH	可转债ETF	博时基金	568.12	182.937	505.2802	债券型	中证转债及可交换债
511360.SH	短融ETF	海富通基金	697.7201	404.3056	450.4403	债券型	中证短融
588080.SH	科创板50ETF	易方达基金	700.7633	111.7331	390.6782	股票型	科创50
159845.SZ	中证1000ETF	华夏基金	447.048	159.9118	372.0971	股票型	中证1000
511520.SH	政金债券ETF	富国基金	437.1225	64.8855	364.8787	债券型	中债-7-10年政策性金融债全价(总值)指数
159636.SZ	港股通科技30ETF	工银瑞信基金	375.6591	298.8816	355.1533	跨境型	港股通科技
511090.SH	30年国债ETF	鹏扬基金	345.197	284.9787	341.671	债券型	中债-30年期国债财富(总值)指数
588200.SH	科创板芯片ETF	嘉实基金	391.6297	163.6534	322.9258	股票型	科创板芯片
159937.SZ	黄金ETF基金	博时基金	386.1903	236.152	313.389	商品型	SGE黄金9999
512880.SH	证券ETF	国泰基金	626.5522	342.9117	301.6404	股票型	证券公司

资料来源：wind，华鑫证券研究

单一产品无法适配所有宏观和交易场景，基于ETF的有效资产配置策略对投资者仍是稀缺资源。A股市场个股、市值、行业、风格轮动明显，不存在单一资产或风格能长期跑赢市场。将各个标的作为工具箱一部分，纳入到beta配置策略，根据投资者风险收益偏好，构建定制化策略，在特定市场中提供资产配置最优解是etf在1.0野蛮生长之后，进入高质量发展阶段基金公司提高自身竞争力的关键破局之道。

图表 5: etf 高质量发展 2.0 阶段开启



资料来源：华鑫证券研究

3、 系统化宏观策略框架

A股有哪些有效的超额策略？

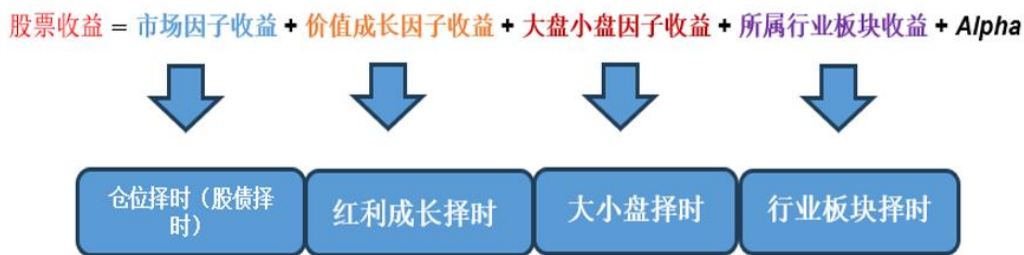
当决定推荐一只股票时，主动分析师往往会从几个方面入手：

1、当前市场是牛市还是熊市？

- 2、这只股票是成长股还是高股息？
- 3、这只股票属于大盘龙头还是小盘弹性？
- 4、这只股票所属行业和主题的景气度如何？
- 5、最后是这只股票独特的事件性机会

而从一个定量分析师的视角，也有相类似的框架。我们可以很方便的将 A 股股票收益划分成为四个来源：

图表 6：A 股股票收益来源



资料来源：华鑫证券研究

其中个股独特的事件性机会可以统一归于 Alpha 的获取中，而前面四个则是我们想要去预测的 Beta 收益。

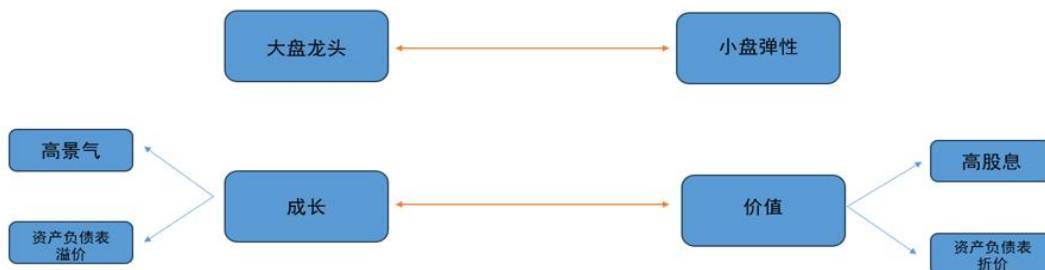
从这个角度，我们认为 A 股有效的超额策略有且只有三种四个：

第一种是大势研判，或者叫仓位择时；

第二种是风格配置和轮动。我们将 A 股有效风格划分为：大盘 vs 小盘、价值 vs 成长。其中价值和成长又可以再区分为高股息 vs 高景气，资产负债表折价 vs 资产负债表溢价。

第三种是行业轮动和单一行业择时。行业是介于个股和宏观资产之间的夹心层，我们将有效颗粒度集中在中信一级和二级行业；

图表 7：A 股有效的超额策略



资料来源：华鑫证券研究

如果对 A 股做以年为单位的复盘，我们发现以上三种策略在每一年中，都至少有一个能够跑赢沪深 300 全收益本身。我们认为这代表了 A 股每年的投资逻辑和主线。因此一个完善的策略框架至少应当对大势研判、风格轮动、行业轮动保持较高的胜率。

图表 8: A 股权益子策略的历史表现



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 9: A 股权益子策略的收益情况

	净值表现	年化收益	最大回撤	波动率	夏普比率
行业轮动	2.63	13.40%	32.92%	22.85%	0.6649
风格轮动	5.05	23.47%	27.08%	20.60%	1.1269
大小盘轮动	2.21	10.86%	32.46%	20.59%	0.6038
沪深 300	1.18	2.21%	45.60%	18.96%	0.2103

资料来源: wind, 华鑫证券研究

4、基于周期嵌套和流动性确认的 A 股大势研判

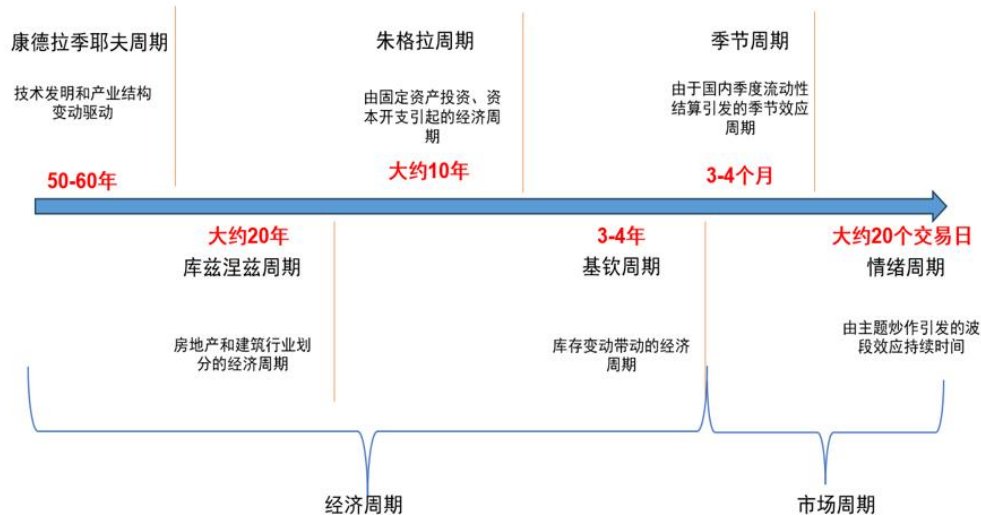
大势研判策略的有效性和重要性，与 A 股流动性和波动率紧密相关。在 2021 年之前，A 股指数波动率较大，仓位择时往往是最重要的致胜手段。但在 2021 年之后 A 股整体宏观流动性走平，市场波动下降。2024 年后随着重要 ETF 投资者的出现，市场波动被进一步压缩，投资者普遍认为大势研判的重要性远不及风格判断和行业选择。

但我们的观点有所不同。我们认为择时的重要性在 2026-2027 年有可能提升：一方面从下文所述的 A 股周期嵌套来看，2026 年开始 A 股短周期进入潜在的顶部区间，拐点位置

需要进行叠加择时判断来控制回撤；另一方面 A 股交易量自 2024 年大幅提升，市场参与者类型众多，高波动下择时策略也变得相对好做起来。

我们对于 A 股的分析框架源于两部分，宏观经济周期和市场周期。宏观周期理论在 2021 年之前一度成为显学，但在 2021 年后不再有效。取而代之的短周期叠加市场周期交叉验证的方法。

图表 10： A 股主要经济周期和市场周期



资料来源：华鑫证券研究

常见的语境中，包含三个主要经济周期。长周期指的是康波周期，主要由技术发明和产业结构变动驱使，持续时间介于 50-60 年，对权益市场的影响不大；中周期一般指朱格拉周期，是由于设备和资本开支带来的经济周期，一个经典的朱格拉周期大约 10 年，对权益择时影响也有限，更多影响结构方向；短周期指基钦周期，一般由产出缺口或者库存更新驱动，持续时间大约在 40 个月左右，对权益市场影响很大。基钦周期的起始点在 2021 年之前和房地产景气度直接相关，可以用信用脉冲之类的指标捕捉。2021 年后周期钝化，必须结合宏观流动性指标重校准拐点（recalibrate）。

除了以上宏观经济周期外，我们还发现 A 股存在两个不定期的小周期。

由于国内经济以季度为回顾单位，企业、政府部门也会以季度来释放或回收流动性，所以 A 股存在一个 3-4 个月的季节性周期：指数大约在 3-4 个月会出现一个阶段性高点，但起始点不确定，需要综合市场流动性指标来重校准拐点。

最后一个小周期平均持续时间大约在 20 个交易日左右，我们认为可能来自 A 股游资和量化对于主题行情的平均炒作时长。需要综合日内的股票异动来做提示。

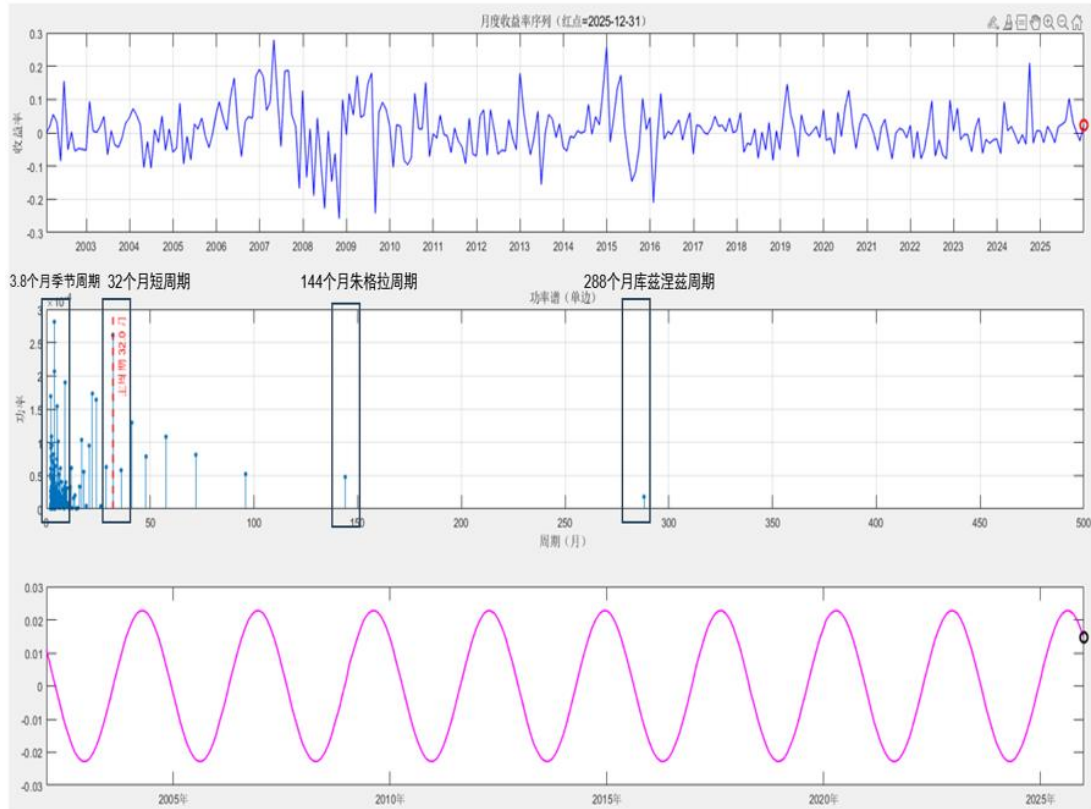
图表 11: A 股有效的周期

	周期	核心驱动	持续时间 (月)	对A股影响
经济周期	康波周期	技术发明和产业结构变动	600-720	很小
	库兹涅兹周期	房地产	180-244	2020年后很小
	朱格拉周期	设备更新	120-144	有一定影响
	基钦周期	库存	40	较大
季节效应	季节周期	政策	4	很大
交易情绪	情绪周期	微观流动性	不确定	很大

资料来源: 华鑫证券研究

以沪深 300 为例, 我们使用 傅里叶变换 (FFT) 提取主要频率成分来得到周期长度, 并以 Hilbert 变换瞬时相位法来提升相位判断精度。将频率提取固定在每个周期的上下限范围内, 可以清晰得到 A 股的几个重要周期时长:

图表 12: A 股有效的周期



资料来源: 华鑫证券研究

其中在权益择时中, 只有基钦周期存在价值。对于周期钝化后拐点不易判断这一点, 我们发现结合宏观因子一定程度可以提升准确度。

哪些宏观因子应当纳入观察呢? 这里还是从主动分析师的框架出发。传统的资产配置框架源头均可追溯至 DDM 公式:

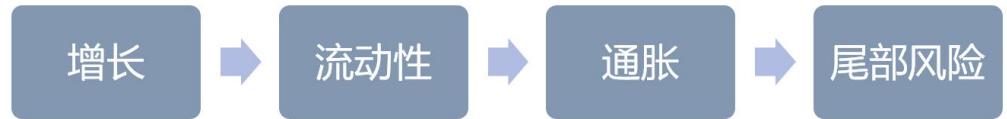
$$P = \frac{EPS}{rf - rp - inflation - growth}$$

其中 rf = 无风险利率, rp 为无法观测的风险溢价补偿, $inflation$ 为通胀预期, $growth$ 为增长预期。

但从定量分析师的角度, 这个公式其实没有解决任何问题。因为以美国市场为例, 极为发达的衍生品定价市场, 可以通过 TIPS、Inflation swap、Cds 等资产对增长和通胀的预期部分进行定价, 但国内显然做不到这一点。

因此实际能够使用到的宏观因子大同小异。以 BlackRock 宏观因子体系为例, 也主要包括通胀(超预期)、增长(超预期)、流动性以及尾部风险(可理解为无法观测的风险偏好)。

图表 13: 系统化定量宏观因子



资料来源: 华鑫证券研究

我们也主要从以上角度对可选取的宏观因子数据进行逐一检测, 并做领先滞后分析。对沪深 300 指数的结果如下:

图表 14: A 股权益有效宏观打分因子

宏观因子底层	因子名称	因子说明	沪深300	领先期数
美国需求和经济增长	美国预期通胀	美债10年债到期收益率 - 美债实际利率 (TIPS)	+	0
中国通胀	中国通胀指标(CPI和PPI PCA)	CPI 和 PPI 两个指标等权指数	+	1
中国信用	信用脉冲	中国信用贷款占GDP比例	+	2
中国货币	货币流动性	M1, M2 等权	+	1
金融市场宏观流动性	剩余流动性	流动性指标 - 经济增长指标 (工业增加值, 社会消费品零售总额, 固定资产投资累计完成额三个等权指数)	+	1
中国高频增长	CAI 经济增长	Goldman Sachs China Current Activity Index	+	1
中国增长	PMI	-	+	2

资料来源: 华鑫证券研究

由于基钦周期的判断一旦成立会持续 32 个月以上, 也就是在三年左右。因此这是我们在 2024 年开始推荐港股, 并判断港股存在 2024-2026 三年牛市的根源。但行情中间的回撤不是基钦周期能够解决的, 必须结合季节周期。

对于 A 股四个月的季节性周期, 起始时间较难判断。和基钦周期需结合宏观流动性不同, 季节周期需要和日频的市场资金面指标验证判断。只有当前市场主导投资者的资金有明确买入卖出时, 我们才能判断季节性周期的顶底。

哪些资金面指标应当关注? 资金流向分析的核心是有能力对所有类型的 A 股投资者实

现高频跟踪¹:

图表 15: A 股有效投资者类型和定价权板块



资料来源：华鑫证券研究

资金面跟踪需要始终和定价权资金保持一致，当前有效性最高的投资者类型包括保险、银行理财、外资对冲基金，可以分别通过高频数据跟踪。由于负债端稳定性的不同，这几年 A 股定价权几度易主：

- 1、2016-2020 年是外资（北向）流入的主要时间段，享受很明确的定价权，体现为外资喜欢的高 ROE “茅指数” 风格；
- 2、2019-2021 年国内公募主动基金大发展，公募喜欢的高景气风格占优，体现为高 PEG “宁指数” 风格。
- 3、2020 年 8 月是外资对中国资产的仓位高点，之后至 2024 年 9 月持续卖出。这段时间里市场无主导力量，体现出保险、游资合力主导，也就是红利+小微盘的“哑铃”风格。
- 4、2024 年 9 月至今，随着重要 ETF 投资者的介入，市场实际体现出类似美日的“ETF”风格：高集中度（美国 Mag7）、高长期动量（多数主动基金无法跑赢成长宽基基准）。在景气度上实际体现为美国景气度，也就是需求主要来自海外。

择时的最后“精修”来自个股的日内异动信号。我们发现 A 股的高风偏投资者存在大约 20 天左右的主题炒作周期，而这一信号可以通过判断日内属于“主动买入”的分钟线来识别。主动性买盘的占比越高，筹码集中度越高。坚定看多后市的资金占比越高，股价上涨的阻力越小。

¹ 关于公募高频仓位跟踪、外资 LongOnly 和 Longshort、ETF、国内私募资金面跟踪，请参见前期系列报告。

图表 16: 日内主动买入特征



资料来源: wind, 华鑫证券研究

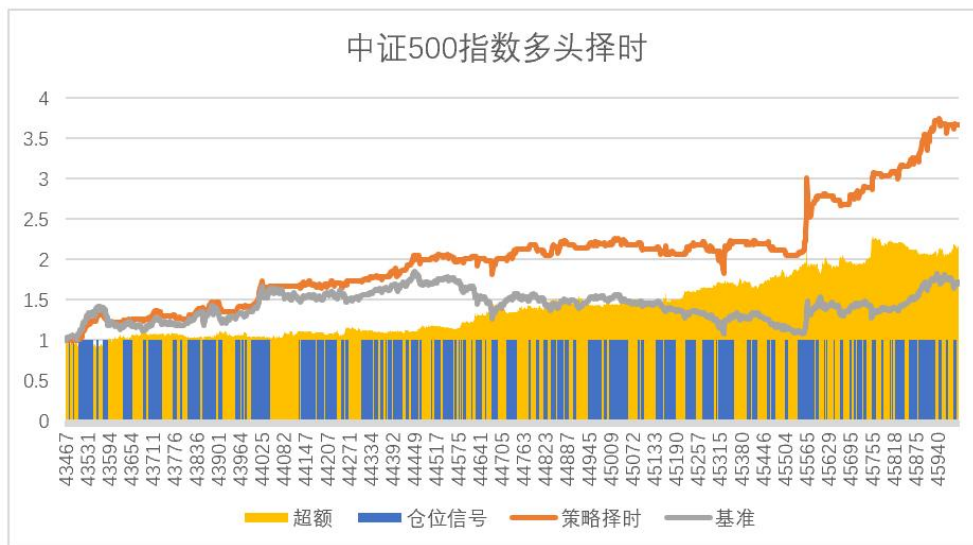
图表 17: 日内主动买入特征



资料来源: wind, 华鑫证券研究

我们猜测, 这一特征可能和 A 股小盘股炒作特征有关。因此在择时信号上, 对于中证 500、中证 1000 指数的效果也明显好于代表大盘股的上证 50、沪深 300。以中证 500 指数择时为例, 多头平均持仓时间大约在 10-15 天, 这很符合逻辑: 一波新的炒作主题出现, 大约会在 3 周左右完成两轮分歧转一致的拉升, 之后进入 5 天左右的快速调整。

图表 18: 中证 500 择时仓位和净值



	净值	年化收益	最大回撤	波动率	夏普比率	卡玛比率	年化换手	平均持有时长	最大持有时长	最小持有时长
择时策略	3.86	22.03%	20.34%	17.71%	1.21	1.08	9.49	12.45	61	1
中证500	1.79	9.00%	41.81%	21.78%	0.5	0.22				

资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 19: 中证 500 择时分年度表现

年份	年化收益	最大回撤	波动率	夏普比率	卡玛比率	年化换手
2019	14.62%	14.10%	15.98%	0.93	1.04	8.5
2020	51.38%	10.06%	19.84%	2.19	5.11	7
2021	25.26%	6.67%	12.59%	1.85	3.79	12
2022	11.06%	7.25%	13.10%	0.87	1.53	12.5
2023	0.18%	8.37%	12.46%	0.08	0.02	8.5
2024	29.64%	15.96%	30.24%	1	1.86	6.5
2025	28.57%	5.62%	12.15%	2.13	5.08	12

资料来源: wind, 华鑫证券研究

择时是一个复杂的系统性工程。来自不同视角的信号如何复合? 没有一定之规。历史复盘发现, 在基钦周期和季节周期同步向上或者向下时, 市场往往出现大涨和大跌; 当两者反向时, 基钦周期是主导力量。而情绪周期更多用来作为更为敏锐的提示作用, 可以分配一定灵活仓位。我们在每周多元资产定量策略周报中会基于以下规则给出仓位建议:

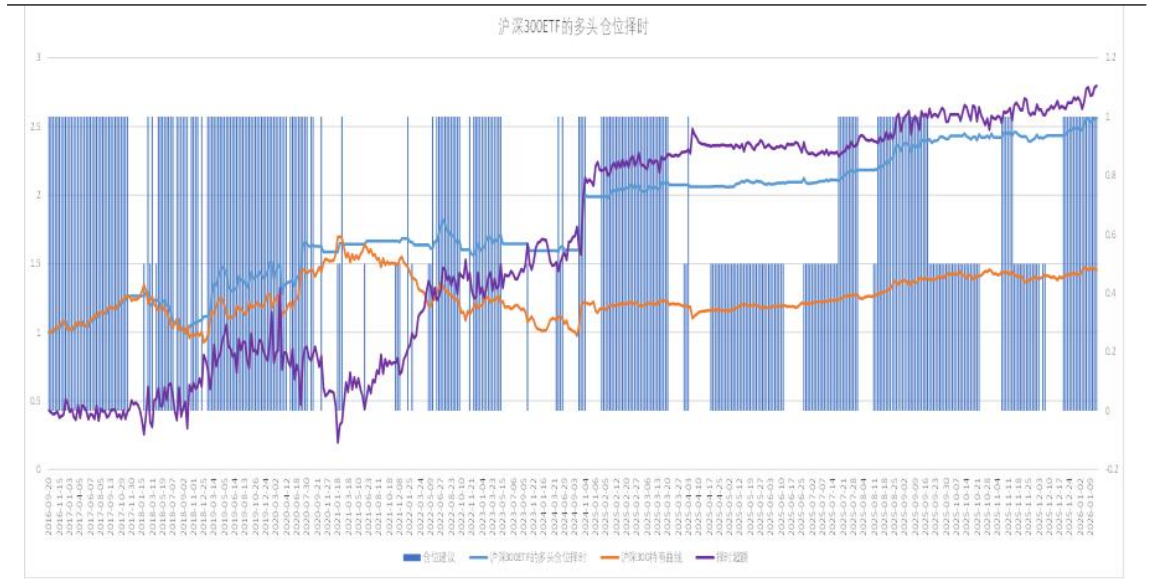
图表 20: 仓位建议规则

周期类型	季节周期向上	季节周期向下
基钦周期向上	大幅上涨 (仓位建议满仓)	震荡整理 (仓位建议半仓)
基钦周期向下	持续3-4个月的可交易反弹 (仓位建议半仓)	大幅下跌 (仓位建议空仓)
情绪周期	仓位精修, 作为季节周期变动的领先提示	

资料来源: wind, 华鑫证券研究

自 2016 年 9 月至今, 沪深 300 择时策略累积超额收益达到 110.5%。

图表 21: 沪深 300 的综合择时仓位策略



资料来源: wind, 华鑫证券研究

5、 系统化宏观策略视角下的风格轮动

我们在 2023 年先后发布了基于系统化宏观策略视角下的红利 vs 创业板、沪深 300vs 中证 2000 轮动策略²³。这里首先对这两对风格表现做一回顾：

红利和成长风格在 2025 年走出分歧。红利表现欠佳，成长飙涨，港股红利接棒崛起。其中红利仍有几个表现时段：

1、2024 年 11 月中旬至年底：红利的绝对和相对收益都较好。由于政策预期减弱，资金重回避险板块。

2、2025 年 3 月：绝对+相对。科技退潮，基本面和中美博弈再度回归，市场风险偏好回落。

² 系统化策略投资视角下的策略配置：何时景气博弈，何时拥抱红利？

³ 系统化策略投资视角下的策略配置：构建大小盘风格轮动胜负手

3、2025年4月至2025年9月：有绝对，无相对。关税坑后绝对收益修复，海外映射下创业和科创板上涨，相对收益大幅跑输。

4、2025年10月至2025年11月：有绝对和相对收益。成长获利了结抛压加大。

图表 22：红利 vs 成长风格 2025 年复盘



资料来源：wind，华鑫证券研究

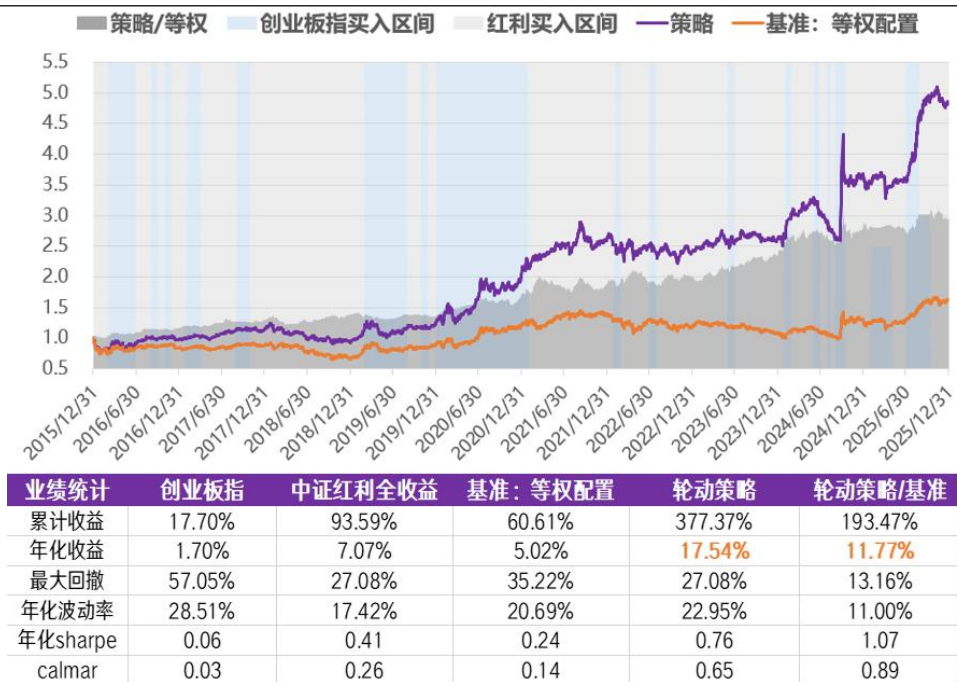
我们的红利 vs 成长择时模型基于宏观+资金面信号。国内基本面、海外流动性、资金博弈对于红利 vs 成长轮动择时效果出色，包括期限利差、社融增速、CPI 和 PPI 四象限、美债利率和资金博弈五因子等权打分。模型基本都精准抓到了红利风格相对占优时段，并在流动性修复成长上涨阶段及时切换创业板。模型每年可贡献 12% 的超额收益。

图表 23：红利 vs 创业板模型



资料来源：华鑫证券研究

图表 24: 红利 vs 创业板模型表现



资料来源: wind, 华鑫证券研究

大小盘方面, 小微盘整体上延续了小市值溢价, 全年低利率环境下 A 股走出估值修复牛市。2025 年 4 月至 8 月, 小盘走出主升行情, 中证 2000 年内大涨 36.42%, 大幅领先于沪深 300 的 17.66%。2025 年 8 月小微盘由于无盈利改善驱动, 估值牛行情见顶, 市场转为机构行情后大盘接棒。

图表 25: 中证 2000vs 沪深 300



资料来源: wind, 华鑫证券研究

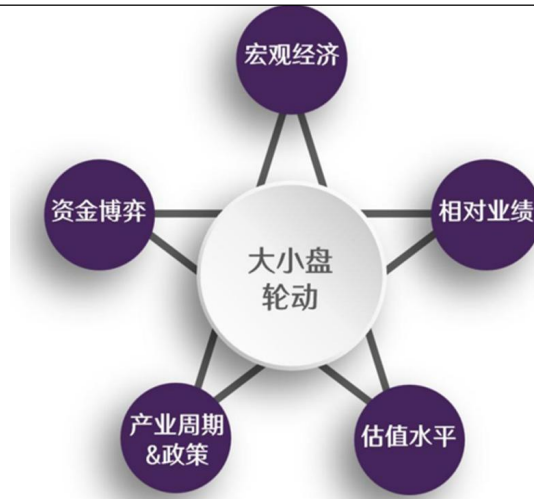
图表 26: 中证 2000 和沪深 300 分年度收益

年度	中证2000年收益	沪深300年收益	小盘超额	小盘最大回撤	回撤区间
2014	53.54%	51.66%	1.88%	13.58%	2014/12/04至2014/12/30
2015	109.78%	5.58%	104.20%	52.00%	2015/06/12至2015/09/15
2016	-7.63%	-11.28%	3.65%	31.31%	2015/12/31至2016/01/28
2017	-24.10%	21.78%	-45.88%	27.16%	2017/01/05至2017/12/25
2018	-33.34%	-25.31%	-8.03%	39.23%	2018/01/05至2018/10/18
2019	21.96%	36.07%	-14.11%	22.69%	2019/04/17至2019/08/09
2020	15.39%	27.21%	-11.82%	13.69%	2020/01/20至2020/02/04
2021	25.89%	-5.20%	31.09%	14.70%	2021/01/04至2021/02/08
2022	-14.77%	-21.63%	6.86%	31.58%	2022/01/04至2022/04/26
2023	5.57%	-11.38%	16.95%	15.67%	2023/02/15至2023/10/23
2024	-2.14%	14.68%	-16.82%	33.40%	2024/01/02至2024/02/07
2025	36.42%	17.66%	18.75%	19.65%	2025/03/18至2025/04/08

资料来源：wind，华鑫证券研究

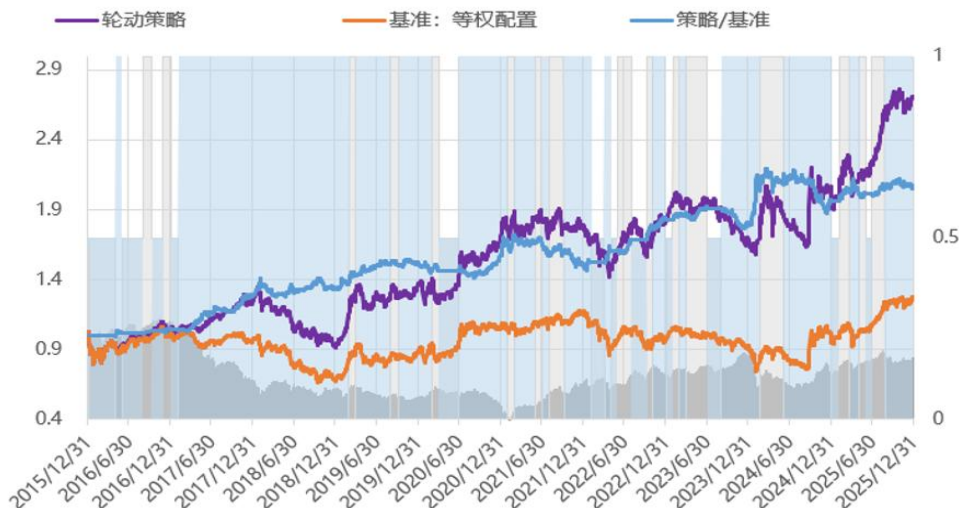
大小盘择时方面，我们结合定性分析和定量筛选交叉验证，选择了货币周期、交易拥挤度、修复货币活化指数以及相对强度四个因子对小盘风格进行择时。我们的宏观择时模型在全年重配小微盘的基础上，四季度捕捉到弱势的经济和金融数据，信号及时高低切换，由满仓小盘转为配置大盘做防御。策略平均每年可贡献 7.7% 的超额收益，并远优于任何一个单一指数。

图表 27：中证 2000vs 沪深 300 模型



资料来源：华鑫证券研究

图表 28：中证 2000vs 沪深 300 模型表现



业绩统计	中证2000	沪深300	基准：等权配置	轮动策略	轮动策略/基准
累计收益	11.53%	33.09%	27.14%	169.82%	105.51%
年化收益	1.13%	2.99%	2.50%	10.76%	7.70%
最大回撤	56.49%	45.60%	37.97%	32.46%	14.94%
年化波动率	25.99%	18.79%	20.68%	20.85%	8.54%
年化sharpe	0.04	0.16	0.12	0.52	0.90
calmar	0.02	0.07	0.07	0.33	0.52

资料来源：wind，华鑫证券研究

6、资金面和拥挤度视角下的行业趋势跟踪

行业比较是策略研究中的夹心层：宏观周期影响风格，风格进一步影响行业；同时行业内龙头股的 alpha 也影响到行业弹性。将对于风格的判断剥离出去，我们这里仅对个股层面的行业信号进行观测。

一个行业的波段行情可以分为四个阶段，并适合不同类型的投资者介入：

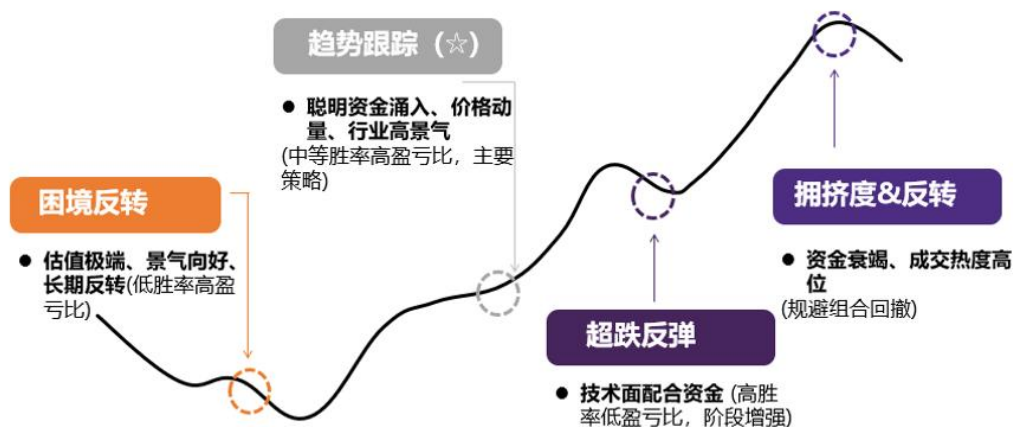
1、困境反转：估值极端、景气向好、长期反转，是一个低胜率高盈亏比阶段，比较适合左侧定投。

2、趋势跟踪：估值修复结束、聪明资金涌入。行业景气度和价格动量信号已经可以有所提示，是一个中等胜率高盈亏比阶段，也是我们主要介入的时点。

3、超跌反弹：体现出高波动、短期反转，是一个高胜率低盈亏比阶段，我们设计了一个“高波赔率”策略来抓取这部分收益。

4、最后是高拥挤度和筑顶阶段：资金枯竭，成交热度高。这时要坚决回避。

图表 29：行业轮动生命周期



资料来源：华鑫证券研究

在行业轮动因子信号上，我们主要基于个股信号聚合到行业指数上，包括资金面信号、技术面信号、分析师预期变动、成交拥挤等。

图表 30：行业轮动因子信号



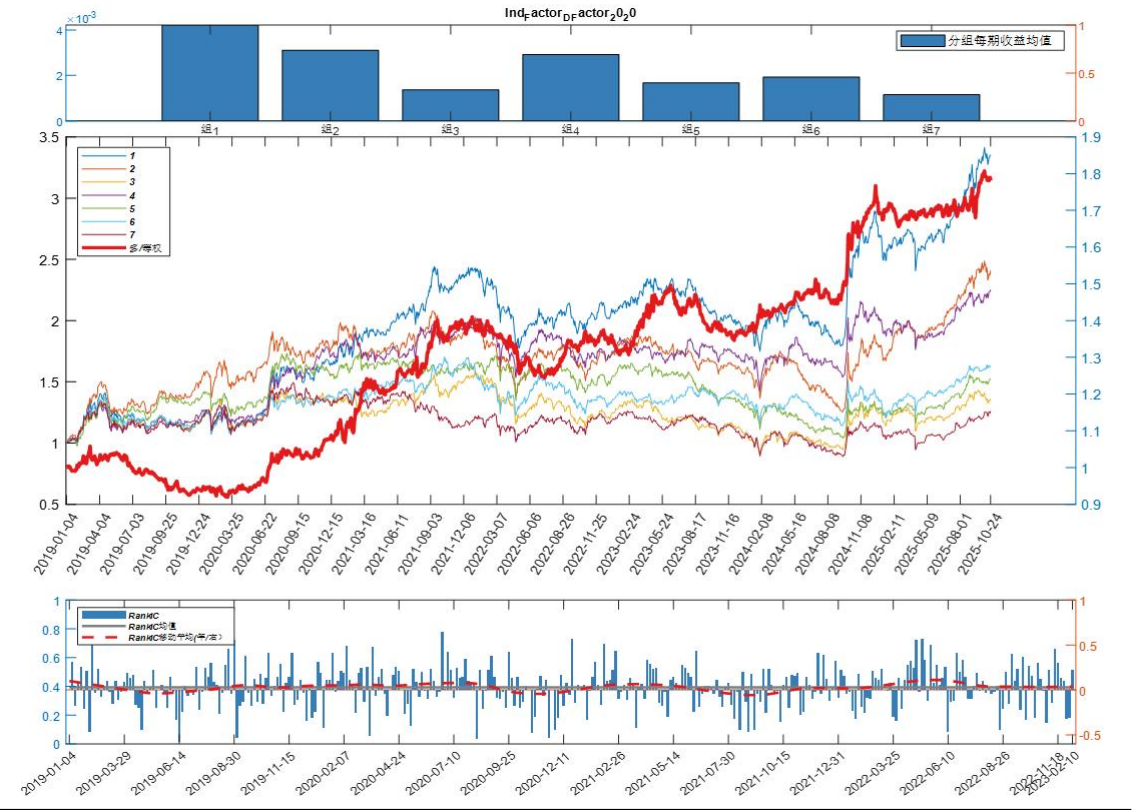
资料来源：华鑫证券研究

我们展示部分有效的行业信号：

行业龙头股动量定义为行业板块内的成交金额占比较大的龙头股与行业内普通股之间的收益率差距。以行业为单位，首先回溯成份股数据，并按照 n 日内的成交金额由高向低排序，累积成交金额占比达到阈值的股票被定义为龙头股，其余为普通股。龙头股动量越大，代表行业处于“龙头引领，板块共振”的健康状态，反之则预示“龙头失速，资金分散”，可能进入阶段性风险。

$$D = R_{\text{龙头}} - R_{\text{普通}}$$

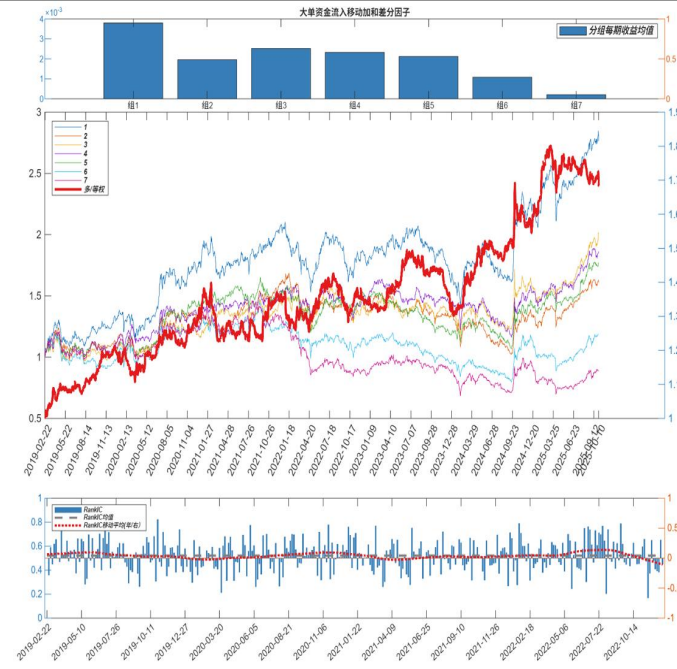
图表 31: 龙头股动量因子中信一级行业



资料来源: wind, 华鑫证券研究

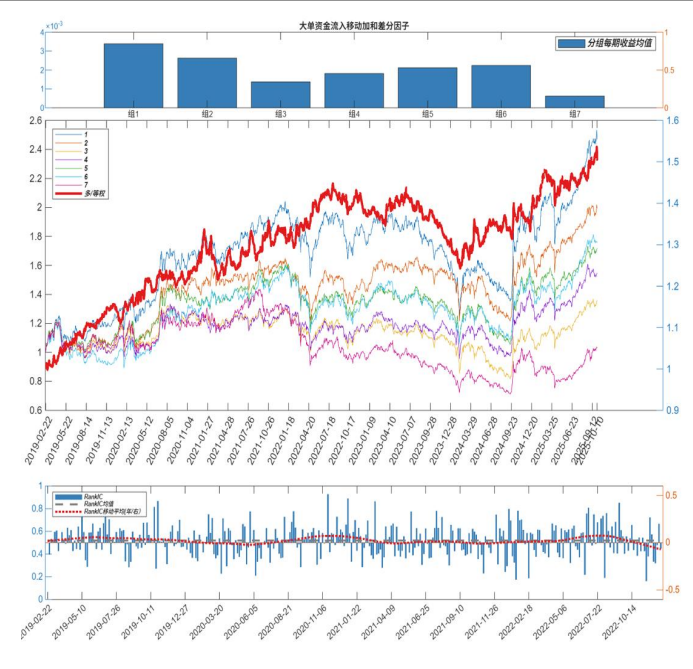
大单流入的差分因子, 正向效果也比较显著:

图表 32: 大单流入差分因子中信一级行业



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 33: 大单流入差分因子中信二级行业

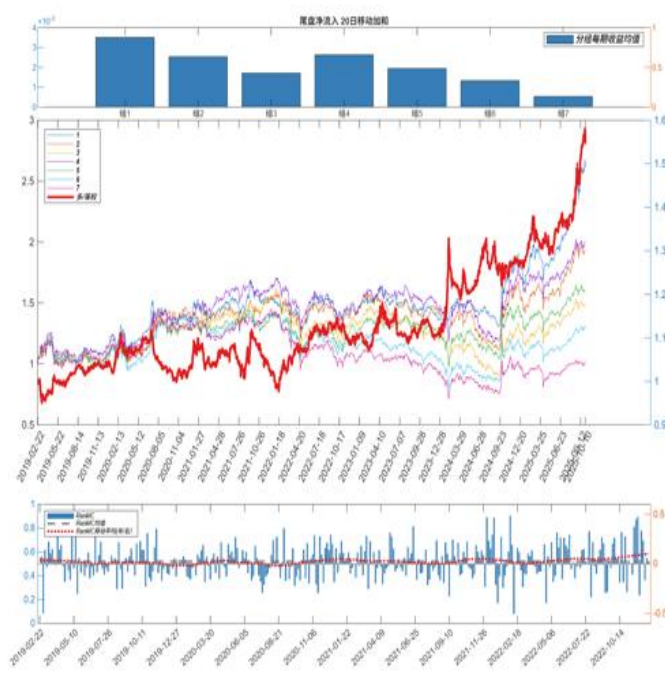
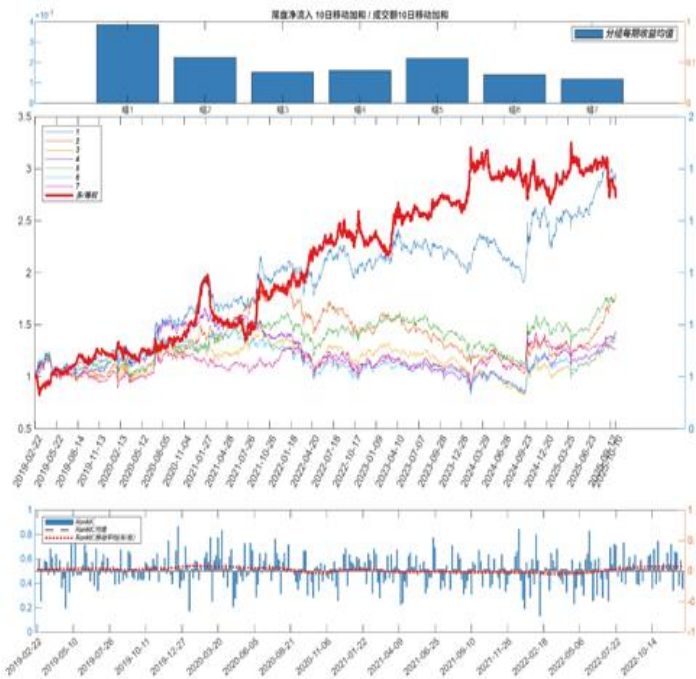


资料来源: wind, 华鑫证券研究

尾盘净流入资金流因子对于中信二级行业具有一定的区分度：

图表 34：尾盘净流入因子中信一级行业

图表 35：尾盘净流入因子中信二级行业



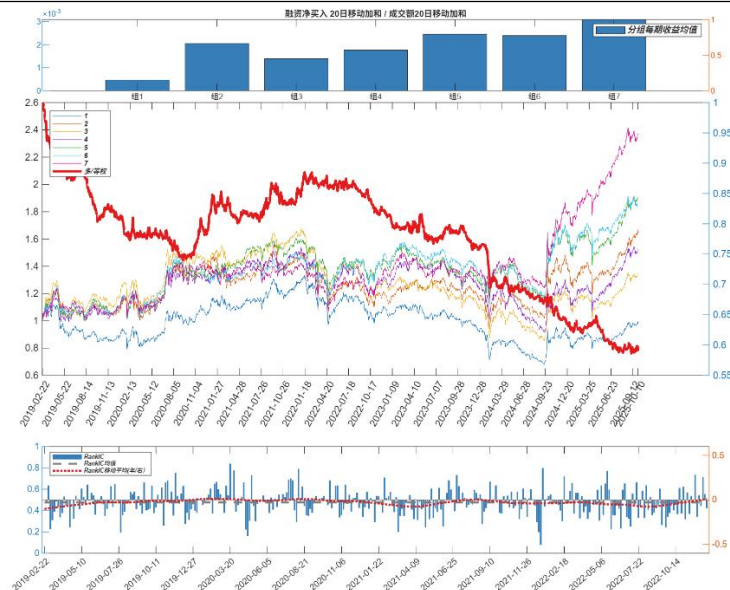
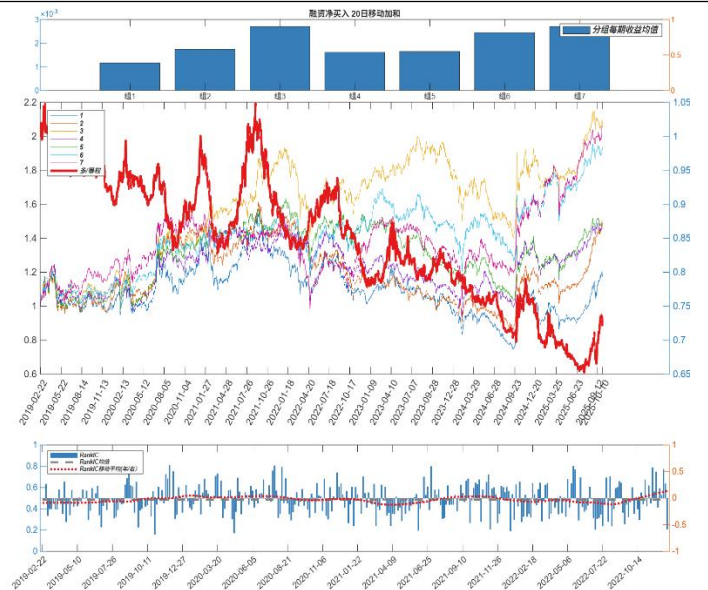
资料来源：wind，华鑫证券研究

资料来源：wind，华鑫证券研究

在负向剔除因子中，融资净买入较多的行业未来跑输的概率较大。以及成交额占比较高的行业未来跑输的概率较大。

图表 36：融资净买入因子中信一级行业

图表 37：融资净买入因子中信二级行业



资料来源: wind, 华鑫证券研究

资料来源: wind, 华鑫证券研究

以周频轮动为时间周期, 我们发现大单超大单(正向)、小单(反向), 技术面信号中的龙头股动量(正向), 拥挤度信号中的成交热度(反向)均能有效提供收益。周频中信一级行业轮动策略自2019年2月起年化收益18.5%, 最大回撤27.2%, 夏普率0.80, 相对于沪深300总回报指数, 年化超额达到11.02%。

图表 38: 中信一级行业轮动周频



资料来源: wind, 华鑫证券研究

对108个中信二级行业指数, 组合收益情况和一级行业较为接近。年化收益17.9%, 夏普率0.78, 相对沪深300总汇报年超额达到10.51%。

图表 39: 中信二级行业轮动周频



资料来源: wind, 华鑫证券研究

7、技术分析和与主观的结合

对于很多基本面投资者, “技术分析”四个字似乎难等大雅之堂, 很少见到主动分析师推荐个股用看图作为理由。但从定量分析师的角度, 所谓技术分析无非是“量价异动”

在股票市场的映射，动量和反转也是量化分析师最常用的两个因子。

技术分析有很多种类型，共同点是都基于不同频率的“量、价、时、空”，解决至少两种目标，“历史行情复盘”和“未来行情分类”。根据自身投资周期掌握其中一种即可，没必要“求全责备”。单纯的技术面分析，我们认为胜率过低，技术分析应当和基本面、资金面结合。把选择标的这种要求“胜率”的事情留给基本面模型，通过技术分析来规划买卖点或调整权重。

我们之前曾分别从趋势型和反转型机会的角度提出了两个技术分析视角的信号体系⁴⁵：

对于反转型买点，我们从行情划分和走势力度角度得到一类买点（较为安全的超跌买点）和二类买点（次低位置的超跌买点），卖点同理。

图表 40：行情划分和走势力度



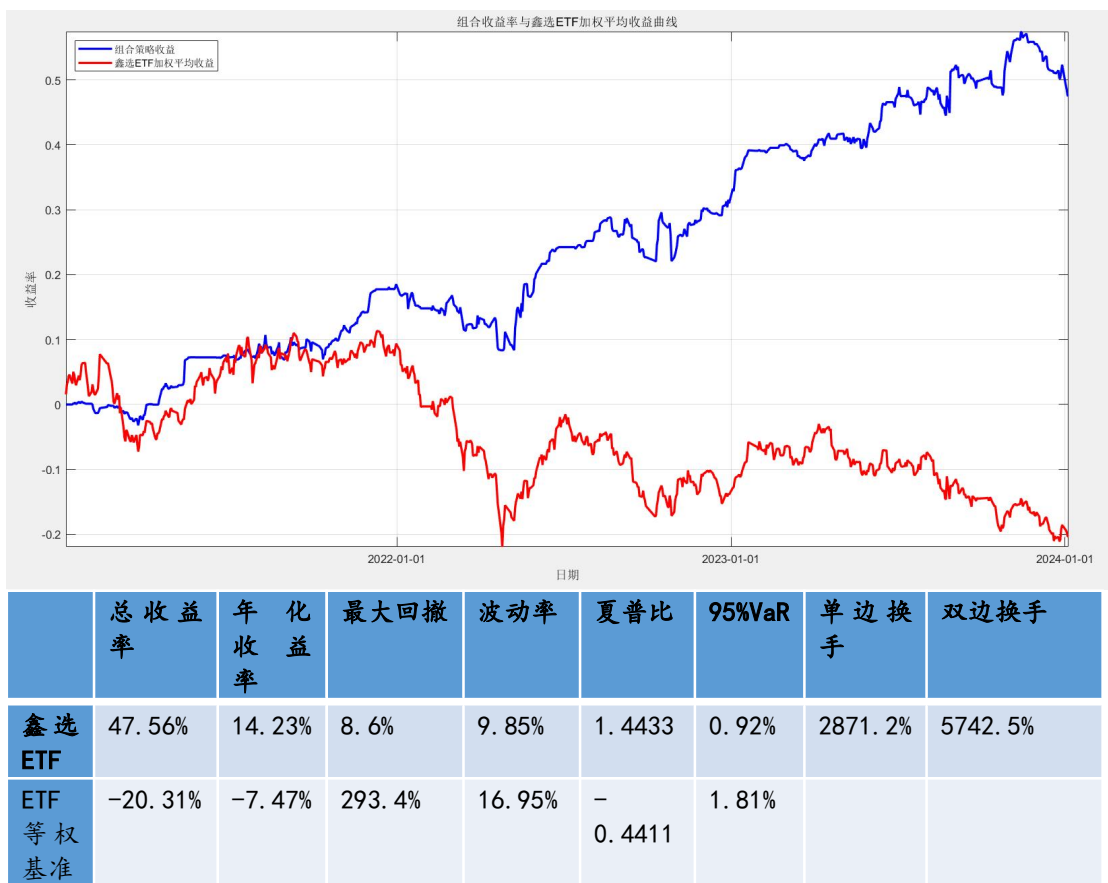
资料来源：华鑫证券研究

基于这套框架我们在 150 个代表性 ETF 标的中做了测试，样本内表现稳定，也体现出反转抄底的特征，和策略内核一致。

图表 41：鑫选·恒稳均衡样本内表现

⁴ 指数基金投资策略之一：基于技术面量化的指数基金绝对收益策略

⁵ 趋势先锋：基于动态支撑阻力强度的 ETF 交易增强策略

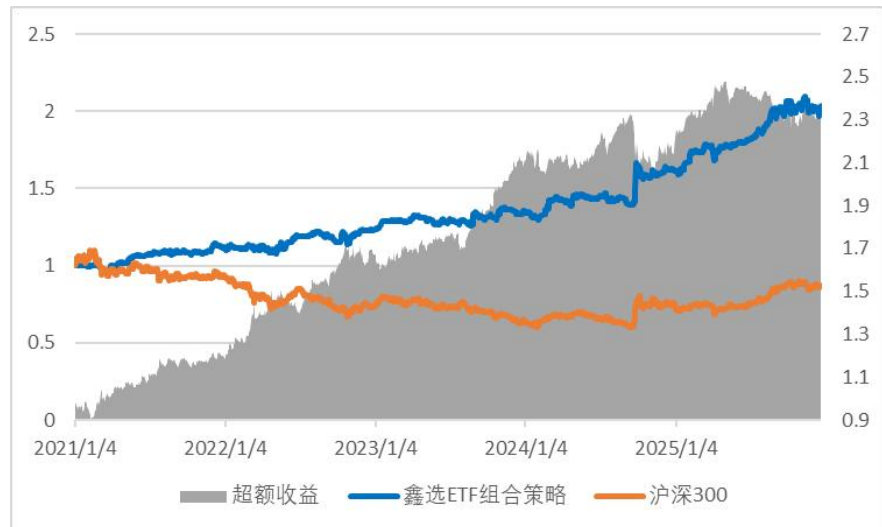


资料来源：wind，华鑫证券研究

但很容易看到，组合的单边换手达到了 28 倍，过高的换手会吞噬收益。其原因在于定量的技术面买卖点信号胜率太低，必须通过高换手来保证收益。

而自 2024 年初开始，我们将这一策略落地为鑫选·恒稳均衡 ETFFOF 产品。先从行业、风格和宽基标的中选择基本面和宏观视角胜率较高的 ETF，之后用技术信号筛选买卖点。2024 年初至今绝对收益 61.94%，相对沪深 300 超额 22.2%，相对 ETF 等权超额 8.42%。同时换手率大幅下降，2025 年单边换手只有 7 倍。

图表 42：鑫选·恒稳均衡



年份	年化收益	最大回撤	波动率	夏普比率	卡玛比率	年化单边换手
2021	12.70%	4.25%	7.82%	1.56	2.98	25.5
2022	9.72%	7.07%	12.60%	0.79	1.37	43.15
2023	10.75%	5.09%	9.73%	1.09	2.11	41.15
2024	19.76%	6.28%	16.35%	1.18	3.14	18.85
2025	27.97%	6.06%	13.22%	1.93	4.61	7.05

资料来源：wind，华鑫证券研究

反转类策略能够做出高夏普、高卡玛比。但在指数行情，尤其是结构性指数行情中容易跑输。我们在 2023 年前期报告⁶中，基于趋势斜率的给出了一个非常具有进攻性的投资组合。量价数据中，最能够代表支撑和阻力概念的是最高价和最低价。我们更关心市场参与者对阻力位和支撑位的定位一致性。选择用过去一段时间内最高价和最低价的斜率作为代理变量，即最低价变动 1 个单位时，最高价的变动幅度。

$$high_t = \alpha + \beta * low_t + \epsilon, \epsilon \sim N(0, \sigma), t \in \{0, 1, 2, \dots, N - 1\}$$

图表 43：阻力和支撑位是最经典的技术分析概念



资料来源：wind，华鑫证券研究

回归得到系数越大，表明支撑强度相比阻力强度更加显著，市场越容易上行。牛市中

⁶ 趋势先锋：基于动态支撑阻力强度的 ETF 交易增强策略

大概率对应走出加速段的部分，熊市中则对应后市止跌企稳的走势。同理，回归系数越小，表明阻力相对支撑的强度更大，牛市中可能代表即将见顶，熊市中对应后市大概率加速下跌。

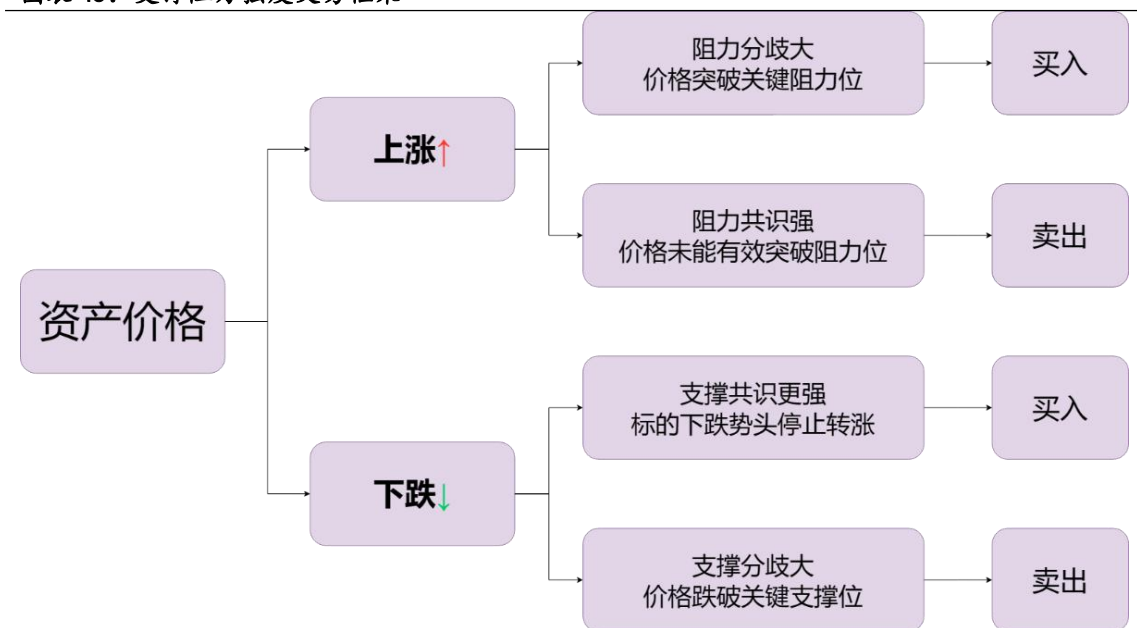
图表 44：支撑阻力强度对应的市场状态

市场状态	阻力强度 > 支撑强度	阻力强度 < 支撑强度
牛市	上涨动能衰竭，或将见顶	上涨动能强劲，加速上涨
震荡市	短期情绪见顶，行将回调	短期情绪见底，行将反弹
熊市	恐慌情绪强劲，加速下跌	下跌动能衰竭，或将触底

资料来源：华鑫证券研究

我们用标的前 M 日的回归斜率序列，计算当日斜率的标准分，当斜率超出上下阈值时触发买卖信号。

图表 45：支撑阻力强度交易框架



资料来源：华鑫证券研究

强趋势策略只有在市场行情配合阶段才能使用。从逻辑上看，这个策略历史上的高收益出现在市场出现报团时，而超额大幅回撤也出现在报团瓦解时。自 2016 年以来长期年化收益保持在 12% 左右，但最大回撤和波动率上相比基准并不占优势。

图表 46：趋势先锋历史表现



	净值	年化收益	最大回撤	波动率	夏普比率	卡玛比率	单边换手
趋势先锋	338.19%	12.49%	33.55%	21.59%	65.34%	37.21%	24.2
等权基准	152.10%	4.13%	35.83%	19.64%	30.49%	11.53%	

年份	年化收益	最大回撤	波动率	夏普比率	卡玛比率	单边换手
2016	-3.72%	15.02%	20.85%	-7.71%	-24.77%	23.7
2017	26.72%	7.98%	12.18%	200.63%	334.67%	24.4
2018	-18.99%	32.22%	22.21%	-83.66%	-58.96%	23.2
2019	18.91%	19.67%	22.12%	89.38%	96.15%	25.6
2020	38.49%	16.14%	26.20%	137.53%	238.44%	25.6
2021	34.27%	8.40%	21.63%	147.06%	408.15%	24.6
2022	-25.11%	33.55%	22.66%	-116.22%	-74.85%	26.2
2023	17.58%	17.24%	19.44%	93.00%	101.97%	24.8
2024	30.37%	19.50%	24.53%	120.23%	155.71%	25.4
2025	30.20%	11.58%	21.08%	135.79%	260.87%	25.2

资料来源：华鑫证券研究

如果我们能够有效判断市场抱团瓦解，那么叠加这个状态信号，有希望提升策略有效性。市场状态划分有多种方式，核心是波动率和成交量范围。这里我们建议用券商金股指数的时序信号来解决。

券商金股是全市场卖方每月提供的推荐股票合集，理论上是抱团效应的最直接代理变量。考虑持仓集中度的不同，又有券商金股综合指数，和券商金股聚焦指数两种。

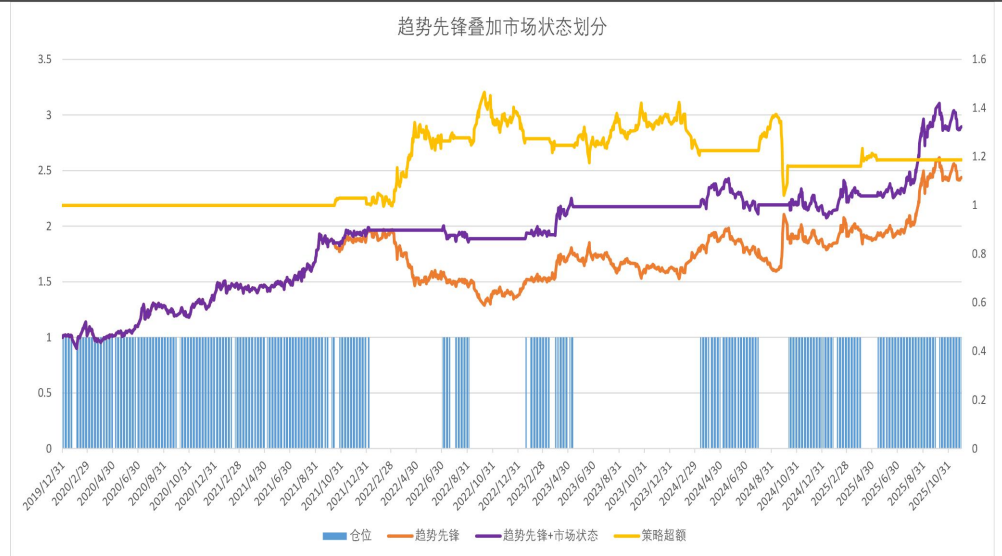
图表 47：券商金股指数



资料来源：wind，华鑫证券研究

构建一个简单的长短线规则，在券商金股指数超额加速上行，10 日均线站上 120 日均线时，做多趋势先锋这个信号；在券商金股指数超额加速下行时，保持空仓。组合策略收益率提升至 20.3%。在市场下行期保持防御，上行期也可以跟上主流指数。

图表 48：趋势先锋叠加市场状态确认





资料来源: wind, 华鑫证券研究

8、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。

郭城：香港科技大学硕士，2025年加入华鑫证券。

■ 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。

■ 免责声明

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
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。