

2025年04月27日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

结构行情中哑铃配置更为合适

—定量策略周观点总第160周

投资要点

分析师：吕思江 S1050522030001

lvsj@cfsc.com.cn

■ 本周建议一览

核心观点：如我们前期周报提示，关税扰动下风险资产流动性风险已接近充分定价，本周全球权益均有良好表现。展望中期，在六月 FOMC 会议前，预计各国与美国之间的关税协议仍会反复带来扰动，风险资产保持波段交易为主。美国资产股债汇反转需要关税解决方案落地、美国衰退交易被证伪，或确定性进入降息至少达成一项，非一日之功，非美资产调整后仍具备相当配置价值；A 股/H 股易涨难跌，在不确定世界中具有相对确定性的方向上坚定持仓：自主可控、社服消费、贵金属、创新药；在风格配置上五月重回红利低波+小盘。

相关研究

- 1、《被动外资增持港股，推荐关注通信 ETF》2025-04-21
- 2、《财报季临近质量因子继续有效，关注主力资金净流入口径》2025-04-20
- 3、《流动性风险接近定价充分》2025-04-13

美股：美元流动性量上周回升，TGA 账户收税带来的回落结束。美元真实流动性本周 6.03 万亿→6.06 万亿，边际小幅上升。其中美联扩表本周缩表 1.83 亿美元（上周缩表 3.033 亿美元）；TGA 账户变动-626.24 亿美元（上周 3235.94 亿美元），余额大幅下降；隔夜逆回购 354.21 亿美元（上周-399.31 亿美元）。美股仓位信号本周转为看多。前期市场对“美国例外”转为“卖出美国”，随着本周关税议题出现情绪上的边际改善，结合跨境资金流向来看，日股、欧股均出现流出，美股、美债、美元均迎来一波反弹交易机会。中期来看，反弹不会非常顺畅，美股要从反弹转为反转，仍需要切实解决关税和衰退担忧，甚至需要叠加降息，而这些都非一时之功。

日股：日本央行在三月的会议上选择继续维持基准利率在 0.5% 不变，理由主要是日本对外出口占比较大，要先观察美国总统川普的关税政策影响，以及全球经济走弱的风险。整体态度偏观望，符合市场预期，日本自身货币政策影响有限。近期日元的走强主要还是因为强硬关税政策宣布后，市场避险情绪浓厚的定价。随着关税避险情绪的边际改善，日股进入震荡，保持半仓持有。

海外市场风险偏好：风险偏好来看：上周继续修复，仍在低位。金融状况上周继续修复，流动性压力缓解。金融条件指数 2 月底以来数持续位于均线下方，期间反弹修复力度都很弱，4 月第一周关税冲击快速下行后，极端情绪缓解。本周初再次出现回落后，持续修复上升；后续预计继

续修复，但力度边际放缓。

A股：上周关税情绪冲击高峰告一段落，市场在政治局会议预期下继续反弹，但结构有分化。4月16日国家统计局公布一季度经济数据，经济表现超市场预期较强，国内分母中期“适度宽松的货币政策”逆周期调节托底之下下行空间有限，股债性价比来看沪深300已回到1-2倍标准差较为低估的区间。资金面来看，公募维持高仓位，两融资金去杠杆比较明显，政策资金通过etf托底。结构上建议向内需刺激（消费、医药）、科技自主可控（半导体）、大金融。

港股：港股本周市场情绪延续看空。但外资数据回暖，主动外资净卖出规模收窄至上周的三分之一，被动外资转为大幅净买入，模型整体信号转多。由于护盘资金较少，当前港股市场相较A股回调更为充分，小仓位参与港股左侧配置机会，关注港股新消费个股及低位创新药。3月CPI、PPI数据延续负增，通缩背景下尽管消费出现大的beta行情机会较低，但新零售模式崛起下优质个股频出，南向近期持续买入泡泡玛特和毛戈平等标的，蒙牛等传统龙头净卖出规模靠前。

港股金股：港股金股绝对收益快速走阔至24.37%，相较恒生指数超额16.18%。

组合最新持仓：中广核矿业、中国人寿、邮储银行、腾讯控股、李宁、和黄医药、比亚迪股份、招金矿业（调出）、心动公司（调入）。

港股定量优选30自11月初至今绝对收益12.16%，相较港股高股息指数超额8.77%。

红利：五月风格打分中红利相对高景气成长占优。当前仅社融同比增速稳步走高支撑成长风格表现，期限利差快速收窄、CPI&PPI双双延续负增、外资流出倾向悲观、10Y美债利率高位震荡均压制成长风格表现。在红利股中推荐银行、电力公用事业、公路。

小微盘：五月市值风格转为小盘占优。短端市场利率快速下行利于小盘表现，RSI信号也显示小盘当前更为强势。注意中证2000交易拥挤风险。

行业选择：银行、电力、医药、汽车+机器人、旅游社服、半导体材料设备。

黄金：黄金短期注意兑现，中长期上行趋势不变。白银存在补涨机会。

■ A股策略择时观点

随着科技板块产业逻辑的逐步兑现，我们将仓位更多转向风格轮动信号，并主要关注红利高股息以及顺周期 GARP 风格的持续性

■ ETF 组合运行周观点

ETF 组合策略-偏股型-鑫选技术面量化

ETF 组合表现：2024 年初至今绝对收益 31.07%，相对沪深 300 超额 19.24%，相对 ETF 等权超额 19.42%

当前持仓：黄金 ETF、食品饮料 ETF、电力 ETF、生物医药 ETF、豆粕 ETF、芯片龙头 ETF、酒 ETF、恒生科技指数 ETF、电池 ETF、通信 ETF

ETF 组合策略-偏债型-量化全天候

单周涨幅 1%，累积收益 5.34%，最大回撤 3.26%。

QDII 本周表现强势，周一我们大仓位调入的标普生物科技涨 6.71%，纳斯达克涨 4.58%。

债券本周维持震荡，涨跌不一，机构正在持续拉长久期，流动性边际宽松，我们看好债市后续震荡上行的做多机会。

商品本周宽幅震荡，黄金加速冲高，随后大幅回落维持震荡，本周跌 0.7%，白银涨 0.64%。贵金属在四月以来进入明显的杠杆筹码驱动阶段。

AH 股本周延续震荡，电力涨 2.1%，有色涨 1.3%，医疗涨 1.29%。会议无超预期利好，市场缺乏明确的主线，我们将继续坚持红利低波+小盘科技的哑铃配置。

■ 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	8
2.2、 A股择时观点：中等仓位	10
2.3、 港股择时观点：中等	10
2.4、 A股策略择时观点：	11
2.5、 商品策略择时观点：	12
3、 ETF组合运行周观点：	12
4、 风险提示	13

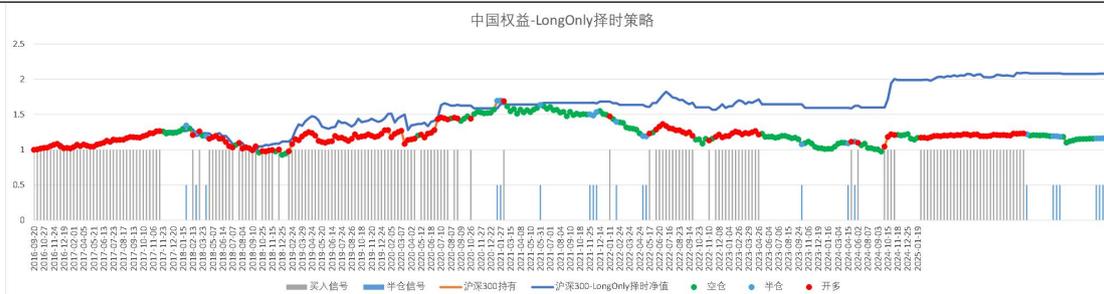
图表目录

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：	5
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

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：

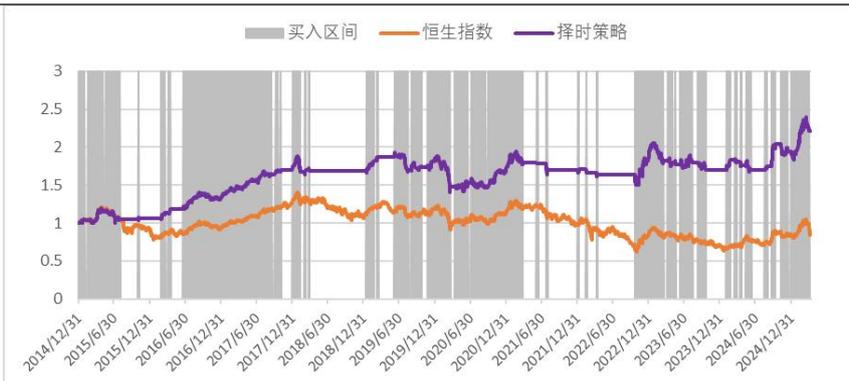
图表 2：A股多空择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

港股仓位择时策略：

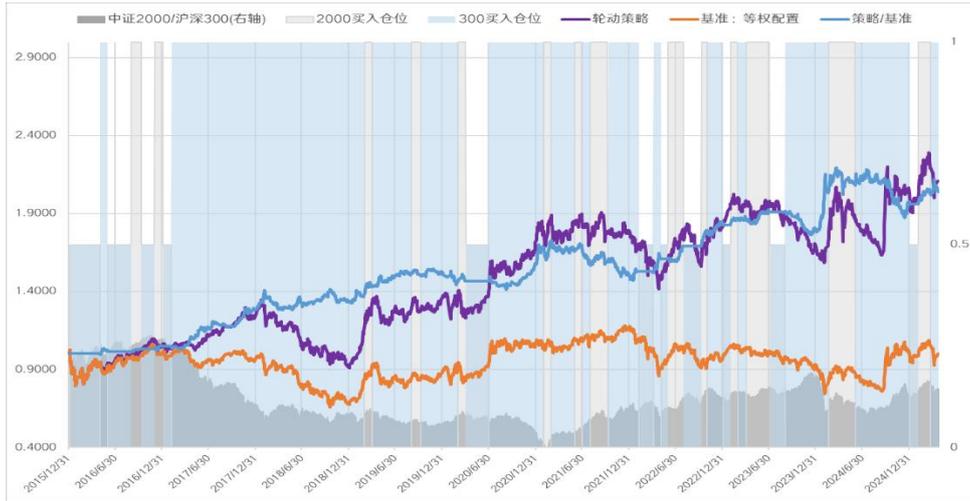
图表 3：港股仓位择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A股小微盘择时策略：

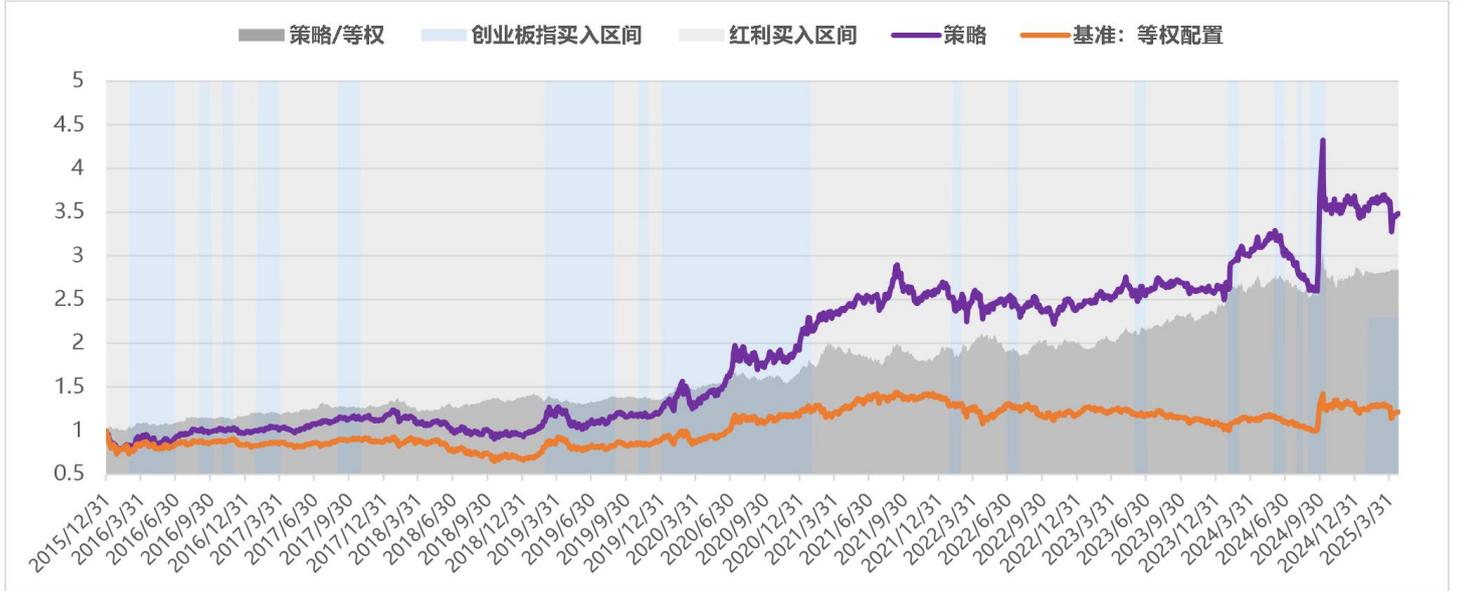
图表 4：A股小微盘择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A股红利成长择时策略：

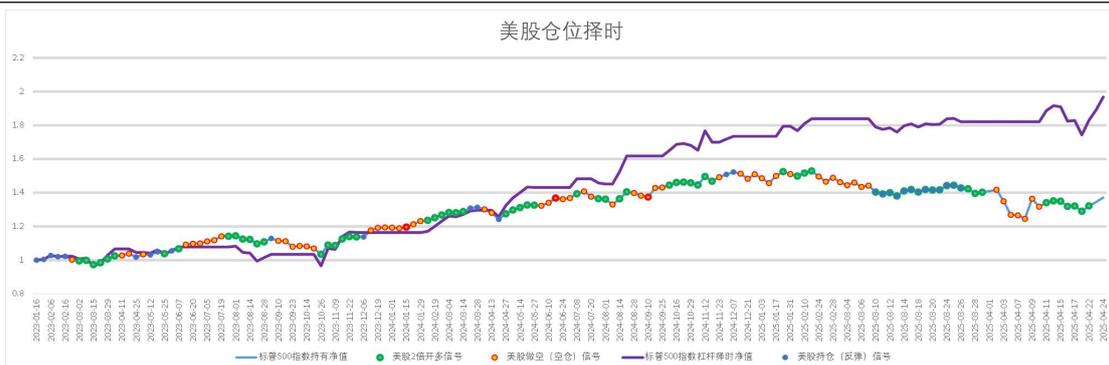
图表 5：A股红利成长择时策略：



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:

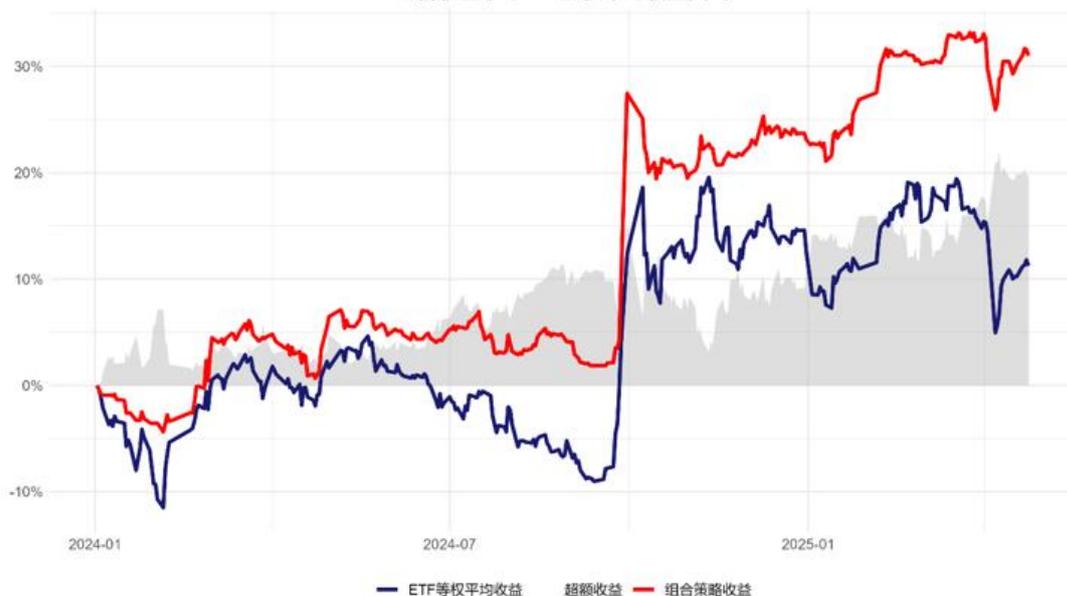


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

ETF 组合策略-偏股型:

图表 8: ETF 组合策略-偏股型:

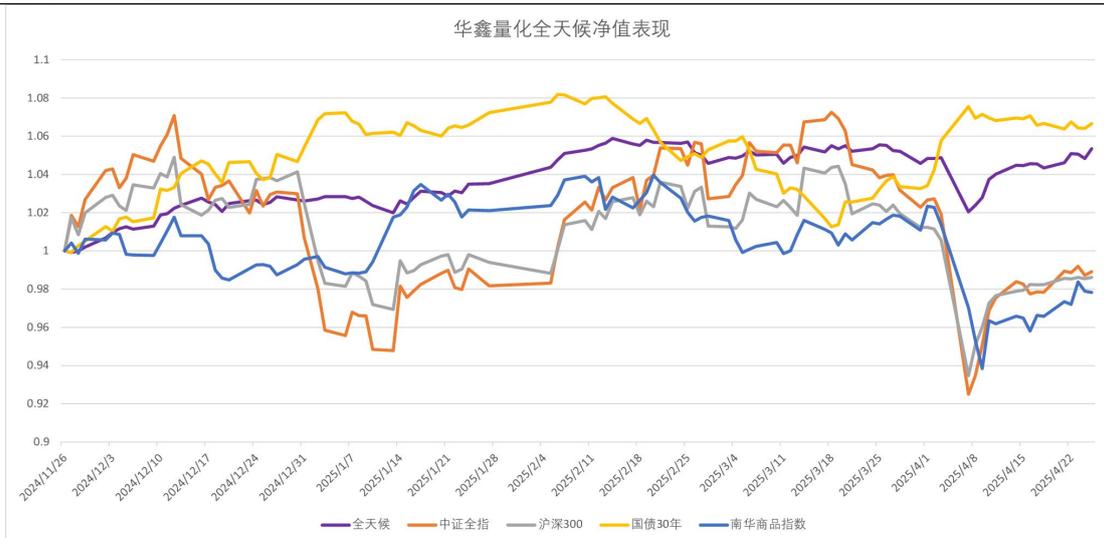
组合收益率与ETF加权平均收益曲线



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	在关税负面冲击以及宽松的财政货币政策预期双重影响下，市场呈现出短暂走强和低迷下跌反复横跳状态，防御板块及成长板块轮流表现。配置上坚持红利低波+小盘，保持波段思维。	中等仓位
港股	保持年度级别的强烈推荐，关税的短期影响逐渐被定价，港股仍表现出相较A股的高弹性。持仓AI、创新药、消费、银行	中等仓位
美股	美股短期流动性风险定价充分，本周如期反弹，从跨境流向看，对股债汇三杀的修复仍有望延续；中期保持谨慎，要扭转四月以来的美国资产抛售潮，需要关税确定性落地、美国经济衰退风险证伪，甚至需要叠加降息，非一日之功	较高仓位
日股	在美国资产避险交易中心，日元、欧元资产相对受到青睐，日债、日元跨境流入明显，日股也部分受益。日股仓位信号仍保持半仓	半仓
A股策略	四月政治局会议后保持哑铃配置，红利低波+小盘科技	哑铃配置
黄金	进入四月以来，黄金的杠杆筹码驱动特征比较明显，应对回调幅度有相当心理预期。长期逻辑未变，作为全球主权货币超发的对冲，在组合内保持一定配置比例。	持有
小微盘	五月风格建议配置小盘	小盘
红利成长	五月风格建议配置红利低波	低位红利股
行业选择	四月政治局会议进一步强化了年内配置主线：自主可控科技、低位消费、创新药、有色金属	银行、电力、创新药、旅游、机器人、半导体材料设备

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 股上证综指上涨 0.56%，政治局会议预期下成交量边际回暖。创业板指上涨 1.74%，中证 2000 指数上涨 2.71%，成长和小盘股活跃度提升。市场短期受美国关税政策扰动转向防御震荡，但若后续经济数据验证修复预期，可能迎来基本面驱动的反弹。本周港股恒生指数上涨 2.74%，但周内波动剧烈。周初关税暂缓预期提振风险偏好，但周中特朗普政府政策反复引发科技股回调（如半导体板块受进口调查冲击）。美股市场全线上涨（道指+2.48%，标普+4.59%，纳指+6.73%），但过程波折。周初因特朗普威胁解雇鲍威尔导致市场恐慌，纳指一度跌近 3%，但随后其改口称“无意解雇”并释放贸易缓和信号，美股强力反弹。债券：债市因关税扰动，全周利率债走势呈现整体震荡。政治局会议未出现明显增量后周五出现盘中拉升，中债 - 国债总财富（总值）指数下跌 0.03%。汇率：本周汇率市场美元指数呈现先剧烈下跌后反弹上行走势，美元指数上涨 0.36%。商品：伦敦金现微跌 0.24%，周内再度突破历史新高后，受到特朗普言论影响金价出现大幅下跌，后小幅反弹但美股强势状态下金价短期见顶。

美股：波段交易机会

【美元流动性量来看 - 上周回升，TGA 账户收税带来的回落结束】

【美元真实流动性】（负债表-tgd-onrrp）：本周 6.03 万亿→6.06 万亿，边际小幅上升。其中美联扩表本周缩表 1.83 亿美元（上周缩表 3.033 亿美元）；TGA 账户变动-626.24 亿美元（上周 3235.94 亿美元），余额大幅下降；隔夜逆回购 354.21 亿美元（上周-399.31 亿美元）。

美股仓位信号本周转为看多。前期市场对“美国例外”转为“卖出美国”，随着本周关税议题出现情绪上的边际改善，结合跨境资金流向来看，日股、欧股均出现流出，美股、美债、美元均迎来一波反弹交易机会。中期来看，反弹不会非常顺畅，美股要从反弹转为反转，仍需要切实解决关税和衰退担忧，甚至需要叠加降息，而这些都非一时之功。

日股：建议中等仓位参与反弹

日本央行在三月的会议上选择继续维持基准利率在 0.5% 不变，理由主要是日本对外出口占比较大，要先观察美国总统川普的关税政策影响，以及全球经济走弱的风险。整体态度偏观望，符合市场预期，日本自身货币政策影响有限。近期日元的走强主要还是因为强硬关税政策宣布后，市场避险情绪浓厚的定价。

随着关税避险情绪的边际改善，日股进入震荡，保持半仓持有。

【风险偏好来看 - 上周继续修复，仍在低位】

【金融状况】上周继续修复，流动性压力缓解

金融条件指 2 月底以来数持续位于均线下方，期间反弹修复力度都很弱，4 月第一周关税冲击快速下行后，极端情绪缓解。本周初再次出现回落后，持续修复上升；后续预计继续修复，但力度边际放缓。

2.2、A 股择时观点：中等仓位

上周关税情绪冲击高峰告一段落，市场在政治局会议预期下继续反弹，但结构有分化。4 月 16 日国家统计局公布一季度经济数据，经济表现超预期较强，国内分母中期“适度宽松的货币政策”逆周期调节托底之下下行空间有限，股债性价比来看沪深 300 已回到 1-2 倍标准差较为低估的区间。资金面来看，公募维持高仓位，两融资金去杠杆比较明显，政策资金通过 etf 托底。结构上建议向内需刺激（消费、医药）、科技自主可控（半导体）、大金融。

北向配置型资金中主动资金继续流出，被动型 ETF 单周买入 12.46 亿美元。交易型资金在政治局会议前后交投仍较为平淡。政治局会议托底政策稳定市场信心，波动率相对较低情况下，减少交易，更多偏向配置思路。

外资流出意愿：近期大幅回落，本周持续小幅下降，主要是由于中国主权信用 CDS 上调，和美元持续走弱所造成。

融资余额本周企稳，净买入占比小幅回升情绪修复，相对利好小盘股。

公募仓位本周持续震荡略有下降，整体维持在 88% 左右偏高位，对后续行情乐观。

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医药、机械、轻工、非银、纺服，近一个月来看农林牧渔、轻工、机械、化工、商贸零售；

2.3、港股择时观点：中等

【港股市场观点】港股本周市场情绪延续看空，卖空成交占比边际下行但依旧处于 16.17% 的阶段高位。但外资数据回暖，主动外资净卖出规模收窄至上周的三分之一，被动外资转为大幅净买入，模型整体信号转多。由于护盘资金较少，当前港股市场相较 A 股回调更为充分，小仓位参与港股左侧配置机会，关注港股新消费个股及低位创新药。3 月 CPI、PPI 数据延续负增，通缩背景下尽管消费出现大的 beta 行情机会较低，但新零售模式崛起下优质个股频出，南向近期持续买入泡泡玛特和毛戈平等标的，蒙牛等传统龙头净卖出规模靠前。

【情绪面】港股本周市场情绪延续看空，衍生品市场看 PCR 高位回落转为看空，卖空

成交占比边际下行但依旧处于 16.17% 的阶段性高位。

【资金面】本周外资数据回暖，主动外资净卖出规模收窄至上周的三分之一，被动外资转为大幅净买入。买入前 10 大个股分别为阿里巴巴、腾讯、中国移动、泡泡玛特、建设银行、中国石油股份、美团、安踏体育、中国神华、汇丰控股。中芯国际、理想汽车-W、小鹏汽车-W、中国儒意、蒙牛乳业、中国石油化工股份、小米集团-W、舜宇光学科技抛售规模较大。

【基本面】2025 年 3 月，OECD 最新数据录得 100.36，高于前值 100.14，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】

港股金股绝对收益快速走阔至 24.37%，相较恒生指数超额 16.18%。

组合最新持仓：中广核矿业、中国人寿、邮储银行、腾讯控股、李宁、和黄医药、比亚迪股份、招金矿业（调出）、心动公司（调入）。

港股定量优选 30 自 11 月初至今绝对收益 12.16%，相较港股高股息指数超额 8.77%。

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：

五月风格打分中红利相对高景气成长占优。当前仅社融同比增速稳步走高支撑成长风格表现，期限利差快速收窄、CPI&PPI 双双延续负增、外资流出倾向悲观、10Y 美债利率高位震荡均压制成长风格表现。在红利股中推荐银行、电力公用事业、公路。

小微盘择时观点：

五月市值风格转为小盘占优。短端市场利率快速下行利于小盘表现，RSI 信号也显示小盘当前更为强势。注意中证 2000 交易拥挤风险。

行业选择观点：

银行、电力、医药、白酒、有色稀土、半导体材料设备。

2.5、商品策略择时观点：

【黄金短期注意兑现，中长期上行趋势不变】

市场从 4 月的定价逻辑是“未来高通胀+未来低增长+美国政策混乱”，因此资金从风险资产向避险资产转移；又因为美国目前的政策混乱（市场预期美国的政策混乱对美国的经济不利），资金从传统美元避险资产（美国短期国债+美元现金）向更极端的无主权避险资产（黄金）转移。

但短期关税进入拉扯，交易谈判预期阶段，短期避险交易完毕；且技术面来看月线 RSI 超买力度高于 2008/2020 年，spdr 黄金 etf 单日-13 亿获利流出也有所压制。

黄金的中期逻辑没有发生任何变化配置价值一直在，建议回调继续做多。全球主权货币超发，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。

只有当再美式全球化 or 新全球化(中式)接棒，造成风险偏好抬升确认，黄金配置价值才回被削弱。

3、ETF 组合运行周观点：

ETF 组合策略-偏股型-鑫选技术面量化：

ETF 组合表现：2024 年初至今绝对收益 31.07%，相对沪深 300 超额 19.24%，相对 ETF 等权超额 19.42%

当前持仓：黄金 ETF、食品饮料 ETF、电力 ETF、生物医药 ETF、豆粕 ETF、芯片龙头 ETF、酒 ETF、恒生科技指数 ETF、电池 ETF、通信 ETF。

ETF 组合策略-偏债型-量化全天候：

单周涨幅 1%，累积收益 5.34%，最大回撤 3.26%。

QDII 本周表现强势，周一我们大仓位调入的标普生物科技涨 6.71%，纳斯达克涨 4.58%。

债券本周维持震荡，涨跌不一，机构正在持续拉长久期，流动性边际宽松，我们看好债市后续震荡上行的做多机会。

商品本周宽幅震荡，黄金加速冲高，随后大幅回落维持震荡，本周跌 0.7%，白银涨 0.64%。贵金属在四月以来进入明显的杠杆筹码驱动阶段。

AH 股本周延续震荡，电力涨 2.1%，有色涨 1.3%，医疗涨 1.29%。会议无超预期利好，市场缺乏明确的主线，我们将继续坚持红利低波+小盘科技的哑铃配置。

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。