

2025年05月18日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

僵局已破，定局仍远

— 定量策略周观点总第 163 周

投资要点

分析师：吕思江 S1050522030001

lvsj@cfsc.com.cn

相关研究

1、《港股金股刷新历史新高》

2025-05-16

2、《哑铃占优，关注公募低配板块》

2025-05-11

3、《主力资金有效性回升，风格偏向高弹性和成长》

2025-05-11

■ 本周建议一览

核心观点：关税三阶段中，第一阶段悲观，第二阶段修复，第三阶段仍是长期的“博弈”，次序不能乱，节奏不能抢跑；中美关税谈判进度及降幅强于市场预期，美股本周大幅流入，市场情绪好转。从最终结果看，目前美国对华综合关税仍约保持在 50%+24% 待定，可以说“僵局已破”、“定局仍远”。在主要资产均已修复至 4 月 3 日高点后，AH 股或保持一段时间的高位震荡。建议短期淡化指数，更多关注自下而上的业绩机会，减少追涨，布局六七月行情。在关税第三阶段，大类资产排序为：QDII 可投资资产中，德股>日股=港股>美股>美债，黄金在 3100-3150 附近寻找短期交易机会；国内资产中，红利>质量>成长，小微盘主题股受益于指数横盘流动性外溢，以及本周正式对外公布实施修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》，关注机器人、军工、固态电池等。

美股：【美元真实流动性】（负债表-tgd-onrrp）：本周 5.97 万亿→6.01 万亿，流动性继续小幅回升。其中美联储扩表本周扩表 23.81 亿美元（上周扩表 16.12 亿美元）；TGA 账户变动-334.27 亿美元（上周-817.97 亿美元），余额小幅下降；隔夜逆回购-54.73 亿美元（上周-56.1 亿美元）。

美股仓位信号继续延续中等仓位。美国近期经济数据，包括通胀、就业等喜忧参半，暂时不支持滞涨假设，叠加升破 4 月 2 日高点后美国买盘开始放量，让指数易涨难跌。关税的影响可能逐渐在 6 月出台的经济数据中体现，保持波段交易思路，注意止盈。

日股：自 4 月初日股的反弹，随着指数接近前高，以及做多日元当前拥挤度高位的大幅回落，可以逐步止盈。

海外市场风险偏好：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。受益于中美关税战暂显缓和，本周持续修复上升，指数站上 120 日均线；后续预计修复力度边际放缓。

A 股：受中美日内瓦关税协议缓和推动，市场短期强势反

弹但后续冲高回落，大多数宽基指数已回补 4 月初缺口，向上空间比较有限，资金选择利好兑现的动机非常强；公募新规调仓预期发酵下金融、大盘表现靠前；宏观数据来看，四月 PMI、社融数据等均略低于预期；估值来看，沪深 300 股债性价比已修复到 1 倍标准差以内，脱离极端低估区间；资金面来看，公募仓位下调，两融资金前期去杠杆比较充分，政策资金 etf 托底放缓；预计短期行情震荡修复为主，结构上建议红利（银行、保险、电力、交运）配置为主，把握科技自主可控（半导体、AI 算力）和内需刺激（消费、医药）的波段机会，五月哑铃配置为主。

港股：本周港股市场交投情绪延续低迷，PCR 冲高回落看空港股，南向资金本周转为净卖出（4 月南向资金增持 +1667 亿元，5 月至今净卖出 -14 亿元），增持方向依旧集中在防御板块，科技净卖出较多。

港股金股：港股金股绝对收益快速走阔至 30.46%，相较恒生指数超额 15.55%。

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、心动公司。

港股定量优选 30 自 2024 年 11 月初至今绝对收益 19.56%，相较港股高股息指数超额 10.52%。

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、创新药、机器人、华为链消费电子、电池、养殖。

黄金：在 3100-3150 附近可以寻找短期交易机会，仍是对冲关税和美国六月经济数据走弱的较好选择。

■ A 股策略择时观点

市场波动率和交易量下降，配置重于交易，高股息现金流和小盘科技主题股的哑铃配置

■ ETF 组合运行周观点

ETF 组合策略-偏股型-鑫选技术面量化

ETF 组合表现：2024 年初至今绝对收益 32.36%，相对沪深 300 超额 18.78%，相对 ETF 等权超额 19.04%

当前持仓：黄金 ETF、食品饮料 ETF、医疗 ETF、豆粕 ETF、芯片龙头 ETF、半导体 ETF

■ 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.....	9
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：.....	6
图表 8：ETF组合策略-偏股型：.....	7
图表 9：ETF组合策略-偏债型：.....	7
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：

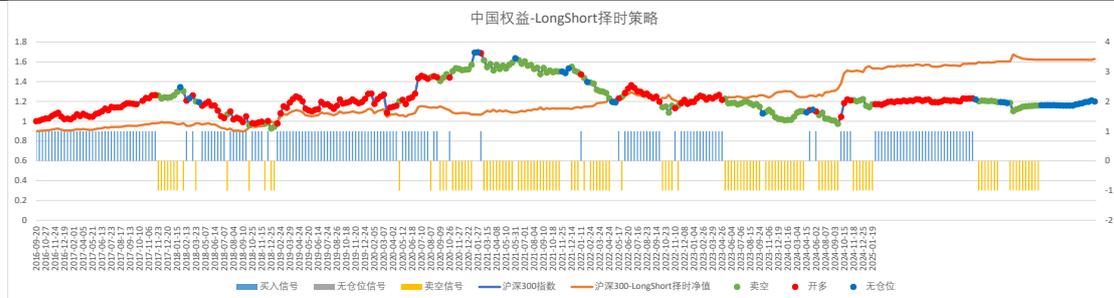
图表 1：A股仓位择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A股多空择时策略：

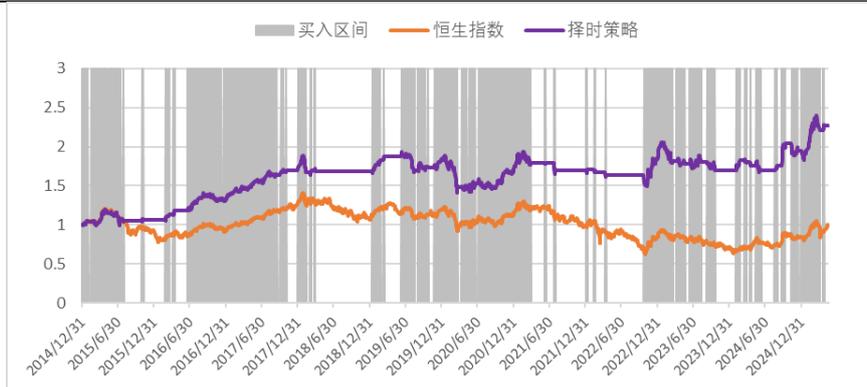
图表 2：A股多空择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

港股仓位择时策略：

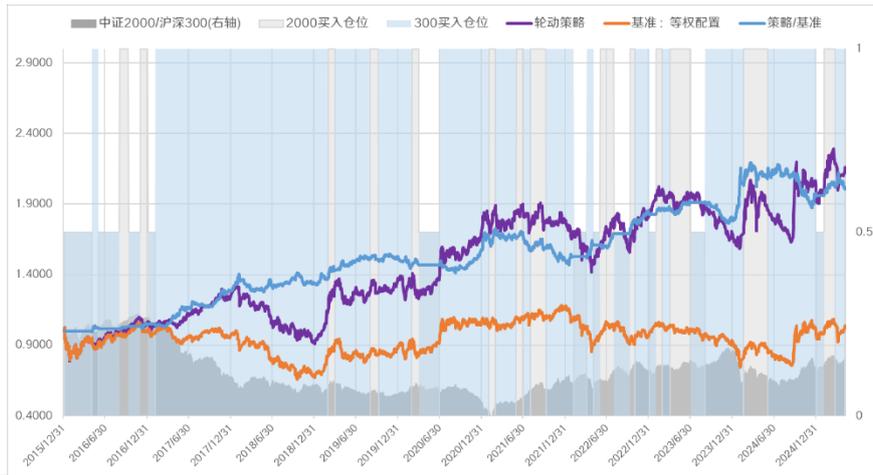
图表 3：港股仓位择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A股小微盘择时策略：

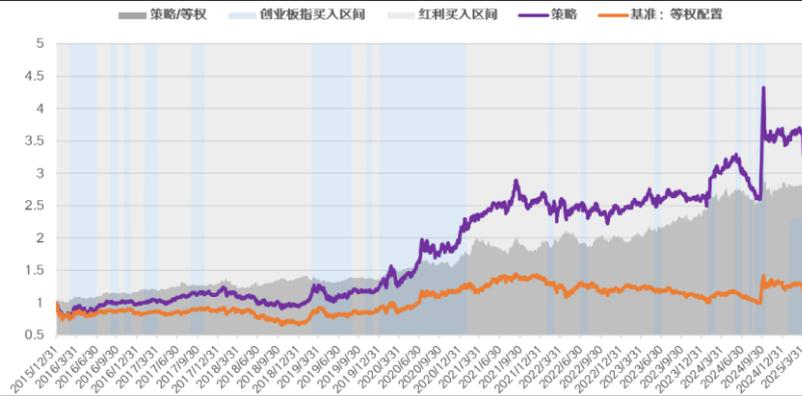
图表 4：A股小微盘择时策略：



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

A股红利成长择时策略:

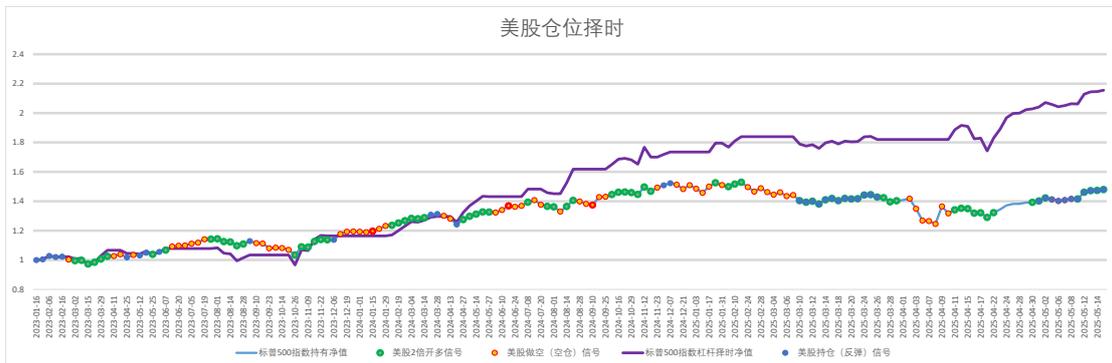
图表 5: A股红利成长择时策略:



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:

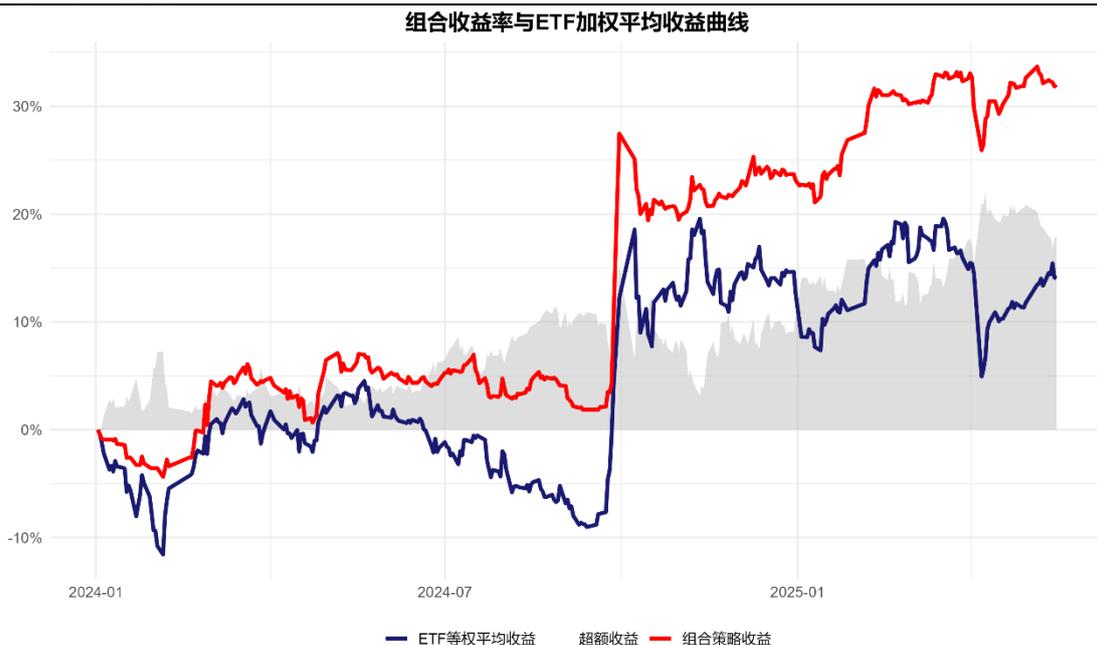
图表 7: 黄金择时策略:



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

ETF 组合策略-偏股型:

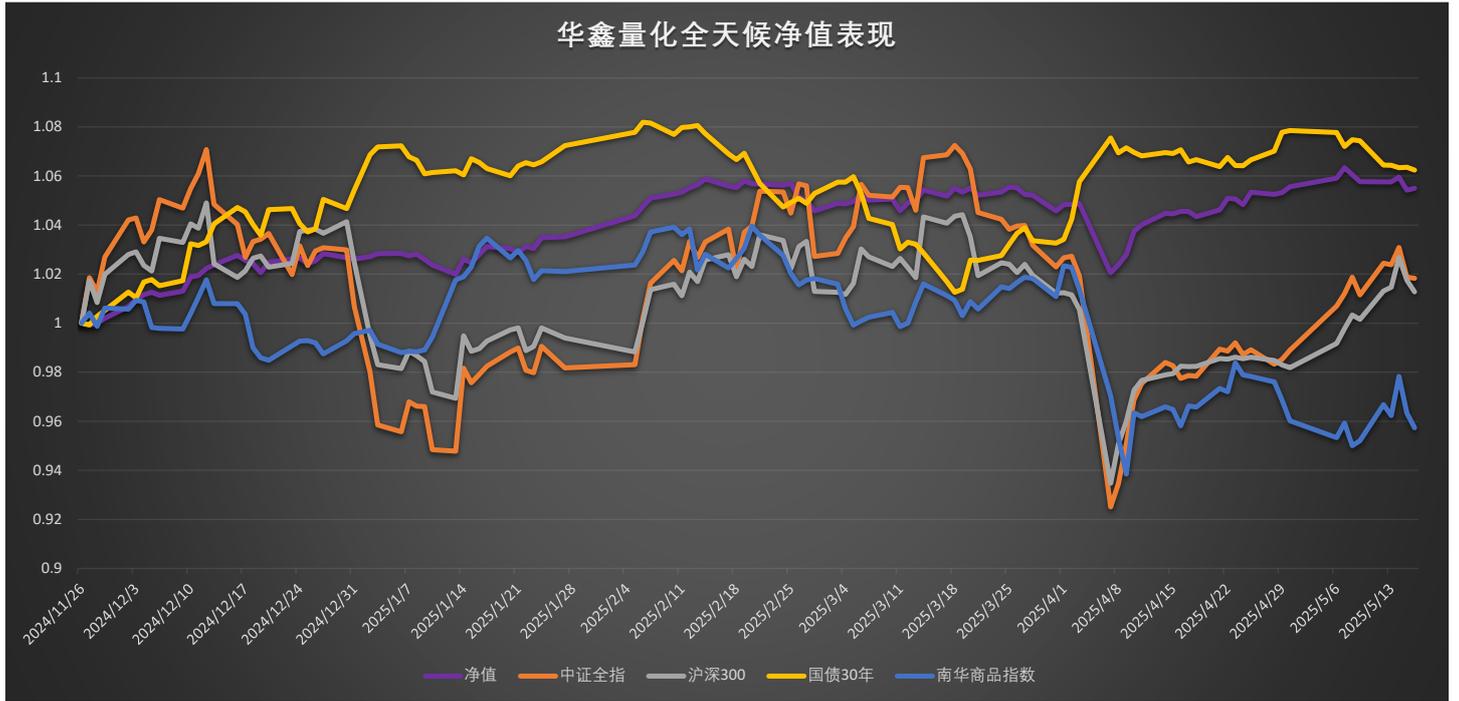
图表 8: ETF 组合策略-偏股型:



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	淡化指数，更多自下而上寻找个股机会，布局六七月机会，等待确定性的新增资金入场。	中等仓位
港股	保持年度级别的强烈推荐，短期随着关税缓和乐观情绪的逐渐兑现，或保持高位震荡；关注港股国企红利、创新药、新消费、新能源、互联网平台	中等仓位
美股	美股仓位信号本周延续中等仓位持有。随着指数修复关税战高点，本周美股多头流入量创2022年以来单周新高，保持现有持仓	中等仓位
日股	对四月初的日股买入交易止盈	降低为较低仓位
A股策略	市场波动率和交易量下降，配置重于交易，高股息现金流和小盘科技主题股的哑铃配置	哑铃配置
黄金	3100-3150寻找短期交易机会	增加短期交易仓位
小微盘	五月风格建议配置小盘	小盘科技股
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	小盘科技主题催化较多，关注AI、华为链、机器人、低空经济；中期逢低配置半导体、创新药、电池储能，以及公募低配的非银金融	银行、电力、养殖、化工、消费、医药、电子等

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 股市场整体表现分化，大部分宽基指数冲高回落。受中美日内瓦经贸会谈联合声明提振，上证综指上涨 0.76%，创业板指上涨 1.38%，小盘股中证 1000 下跌 0.23%。银行板块市值创历史新高，保险、证券等大金融板块周中脉冲后回落。本周港股市场整体震荡上行，恒生指数上涨 2.09%，恒生科技指数上涨 1.95%。受益于中美关税战暂显缓和，美股市场本周强势反弹，道琼斯工业指数上涨 3.41%，标普 500 指数上涨 5.27%，纳斯达克指数上涨 7.15%。债券：债市本周表现平稳，中债 - 国债总财富（总值）指数下跌 0.39%。汇率：本周汇率市场美元指数冲高回落，上涨 0.56%。商品：本周黄金因避险情绪降温、联储降息预期降低出现回调，伦敦金现下跌 3.75%，Comex 铜下跌 1.32%，ICE 布油上涨 2.22%。

美股：波段交易机会注意止盈

【美元流动性量来看 - 上周继续回升，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 5.97 万亿→6.01 万亿，流动性继续小幅回升。其中美联扩表本周扩表 23.81 亿美元（上周扩表 16.12 亿美元）；TGA 账户变动 -334.27 亿美元（上周-817.97 亿美元），余额小幅下降；隔夜逆回购-54.73 亿美元（上周-56.1 亿美元）。

美股仓位信号继续延续中等仓位。美国近期经济数据，包括通胀、就业等喜忧参半，暂时不支持滞涨假设，叠加升破 4 月 2 日高点后美国买盘开始放量，让指数易涨难跌。关税的影响可能逐渐在 6 月出台的经济数据中体现，保持波段交易思路，注意止盈。

日股：反弹仓位止盈

自 4 月初日股的反弹，随着指数接近前高，以及做多日元当前拥挤度高位的大幅回落，可以逐步止盈。

海外风险偏好：

【风险偏好来看 - 上周继续修复，站回 120ma 以上】

【金融状况】上周继续修复，流动性压力缓解，转 riskon

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。受益于中美关税战暂显缓和，本周持续修复上升，指数站上 120 日均线；后续预计修复力度边际放缓。

2.2、A 股择时观点：中等仓位

受中美日内瓦关税协议缓和推动，市场短期强势反弹但后续冲高回落，大多数宽基指数已回补 4 月初缺口，向上空间比较有限，资金选择利好兑现的动机非常强；公募新规调仓预期发酵下金融、大盘表现靠前；宏观数据来看，四月 PMI、社融数据等均略低于预期；估值来看，沪深 300 股债性价比已修复到 1 倍标准差以内，脱离极端低估区间；资金面来看，公募仓位下调，两融资金前期去杠杆比较充分，政策资金 etf 托底放缓；预计短期行情震荡修复为主，结构上建议红利（银行、保险、电力、交运）配置为主，把握科技自主可控（半导体、AI 算力）和内需刺激（消费、医药）的波段机会，五月哑铃配置为主。

北向交易型资金本周净仓位下行 0.3%，交投较为平淡；指数在前半周突破后转为缩量调整，短期更多关注自下而上的个股机会。

外资流出意愿：近期回落，本周持续下降，主要是由于近期人民币兑美元走强。

融资余额本周震荡，净买入占比震荡。

公募仓位前一周回落后，本周仓位平稳。

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、轻工、计算机、电力及公用事业、军工，近一个月来看医药、轻工、汽车、传媒、军工；

2.3、港股择时观点：中等

【港股市场观点】本周港股市场交投情绪延续低迷，PCR 冲高回落看空港股，南向资金本周转为净卖出（4 月南向资金增持+1667 亿元，5 月至今净卖出-14 亿元），增持方向依旧集中在防御板块，科技净卖出较多。

【情绪面】港股本周市场情绪悲观，衍生品市场看 PCR 高位回落转为看空，卖空成交占比边际上行。

【资金面】南向资金买入延续放缓，本周累计卖出-17.37 亿元。本周买入前 10 大个股分别为建设银行、工商银行、中国银行、中国海洋石油、中国移动、农业银行、中国神华、

思摩尔国际、招商银行、泡泡玛特。中芯国际、小米集团-W、美团-W、腾讯控股、中国联通、快手-W、舜宇光学科技、小鹏汽车-W、商汤-W、阿里巴巴-W 抛售规模较大。增持方向集中在防御板块，科技净卖出较多。

【基本面】2025 年 4 月，OECD 最新数据录得 100.77，高于前值 100.53，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 30.46%，相较恒生指数超额 15.55%。

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、心动公司。

港股定量优选 30 自 2024 年 11 月初至今绝对收益 19.56%，相较港股高股息指数超额 10.52%。

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。

进入五月，基本面没有明显指引的情况，叠加市场波动率和成交量下滑，建议在策略配置上重回哑铃组合，一方面逢低配置长债、高股息，一方面在小盘科技股中寻找主题投资机会。

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、创新药、机器人、华为链消费电子、电池

2.5、商品策略择时观点：

【中美谈判进展超预期，黄金短期调整。后可继续配置，购金支撑下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。

四月末进入贸易谈判阶段，避险定价完毕缓和预期主导后，黄金陷入震荡；技术面来看拥挤月线 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 32.36%，相对沪深 300 超额 18.78%，相对 ETF 等权超额 19.04%

当前持仓：黄金 ETF、食品饮料 ETF、医疗 ETF、豆粕 ETF、芯片龙头 ETF、半导体 ETF。

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。