仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

宏观点评 20260623

震荡结束后 Tech-STAR 扩散上行
——看好 STAR 资产成为主线（二）

2026 年 06 月 23 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 潘京
执业证书：S0600524120011
panj@dwzq.com.cn

■ **A 股走势：震荡期延续，K 型分化明显**

A 股与美股权益市场均呈现 K 型分化，但是美股的大部分行业在 5 月初修复后至阶段性高点后呈现的状态更多是震荡横盘，而 A 股的其他板块除能源、公用事业、材料外均在 5 月 15 日左右开始调整，这也正是大盘综合指数没有明显突破前高、持续震荡的主要原因。

■ **突破震荡需要什么条件？**

分子端的因素变化需要观察中报预告的披露，一般在七月中旬附近业绩较好的公司会提前进行预告，**产业层面的变化最快有望在三季度初有所体现**。

分母端的因素变化取决于全球流动性，在未来一个季度内美国通胀读数有望实现逐步下行，一定程度上将逆转市场过高定价的加息预期，全球宏观流动性的预期有望边际逐步宽松。**从时间上来看，全球宏观流动性有望在 7 月美国经济数据公布前后产生变化**。微观流动性来看，日韩近期的成交金额在 5 月 28 日高点后出现逐步下滑，而中美成交额在最近一周逐步向上，显示市场微观流动性结构较为健康。

总结来看，产业趋势的业绩再次确认和全球宏观流动性边际宽松作为突破震荡阶段的主要因素，均有望在三季度初发生变化，伴随着微观流动性的集中，**震荡结束后，三季度初可能会启动一波对于全球流动性定价的修正，市场再度向上运行**。

■ **STAR 资产内部风格如何切换？**

我们此前提出 STAR（Strategic Treasures Always Robust）资产的概念，代指战略安全类资产，包括科技类 Tech-STAR、资源类 Res-STAR 和基建与供应链类 Infra-STAR。

全 A 成交额已接近前期高点，当前大概率延续前期震荡市 Tech-STAR 缩圈（成交额逐步收缩）—Res-STAR 承接（成交额逐步回升）—轮动回 Tech-STAR（成交额见顶）—Tech-STAR 缩圈的过程，但震荡时间可能不会持续太久。**在脱离震荡范围后，进入三季度，Tech-STAR 内部会全面扩散，延续一季度市场风格，光模块、半导体等以及 Tech-STAR 和 Res-STAR 中的交叉部分新材料的方向有望迎来新一轮上行周期**。

■ **风险提示：**全球通胀反复、美债利率高位震荡，压制权益估值，高位成长板块存估值回调风险；日韩欧洲加息预期偏强，引发债券利率上行流动性紧缩风险；美联储鹰派预期加强，政策预期反复扰动，加剧 A 股阶段性波动；产业业绩兑现不及预期。

相关研究

《消费、信贷和投资：如何识别房价拐点——从全球 190 次衰退看房地产周期如何回升（二）》

2026-06-22

《“模糊的”沃什，“模糊的”MoU——海外周报 20260622 》

2026-06-22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 震荡期延续，K 型分化明显 4
2. 突破震荡需要什么条件？ 5
3. 突破震荡后，市场风格如何变化？ 7
4. 风险提示 9

图表目录

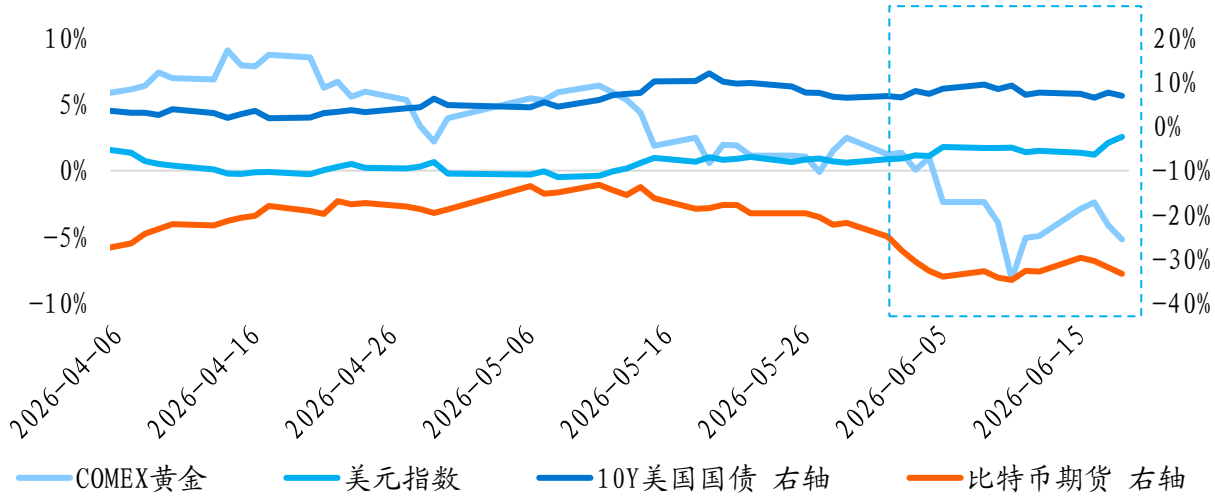
图 1： 6 月以来大类资产仍在交易流动性预期偏紧.....4
图 2： 地缘冲突带来的情绪冲击被消化后，美股信息技术板块修复较为明显且持续性强.....4
图 3： A 股信息技术板块和其他板块之间的背离更为明显.....5
图 4： 中美日韩成交额相对 2026/1/5 的变化.....6
图 5： 震荡结束后三季度有望进入新一轮上行周期.....9

表 1： 5 月以来 STAR 资产轮动情况.....8

1. 震荡期延续，K 型分化明显

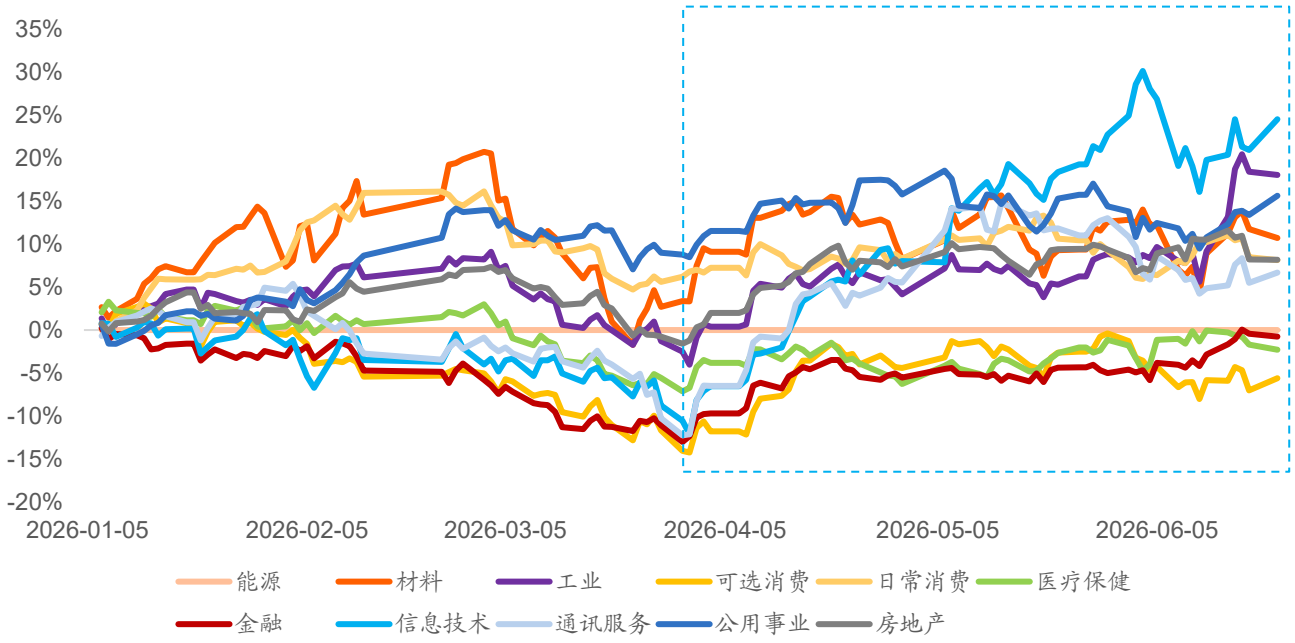
在《震荡期无“高切低”，STAR 内部轮换——看好 STAR 资产成为主线（一）》中，我们提出，全球流动性的预期在逐步转向，全球资金再度朝着产业趋势较为明确的少部分资产类别集中。全球风险资产，尤其是权益市场走出了跟经济同步的 K 型分化趋势，科技板块的少部分资产抱团集中新高，但除科技外的其他板块持续走弱，市场整体指数进入震荡区间。

图1：6 月以来大类资产仍在交易流动性预期偏紧



数据来源：wind，东吴证券研究所，每日各板块相对 2026/1/5 的涨跌幅

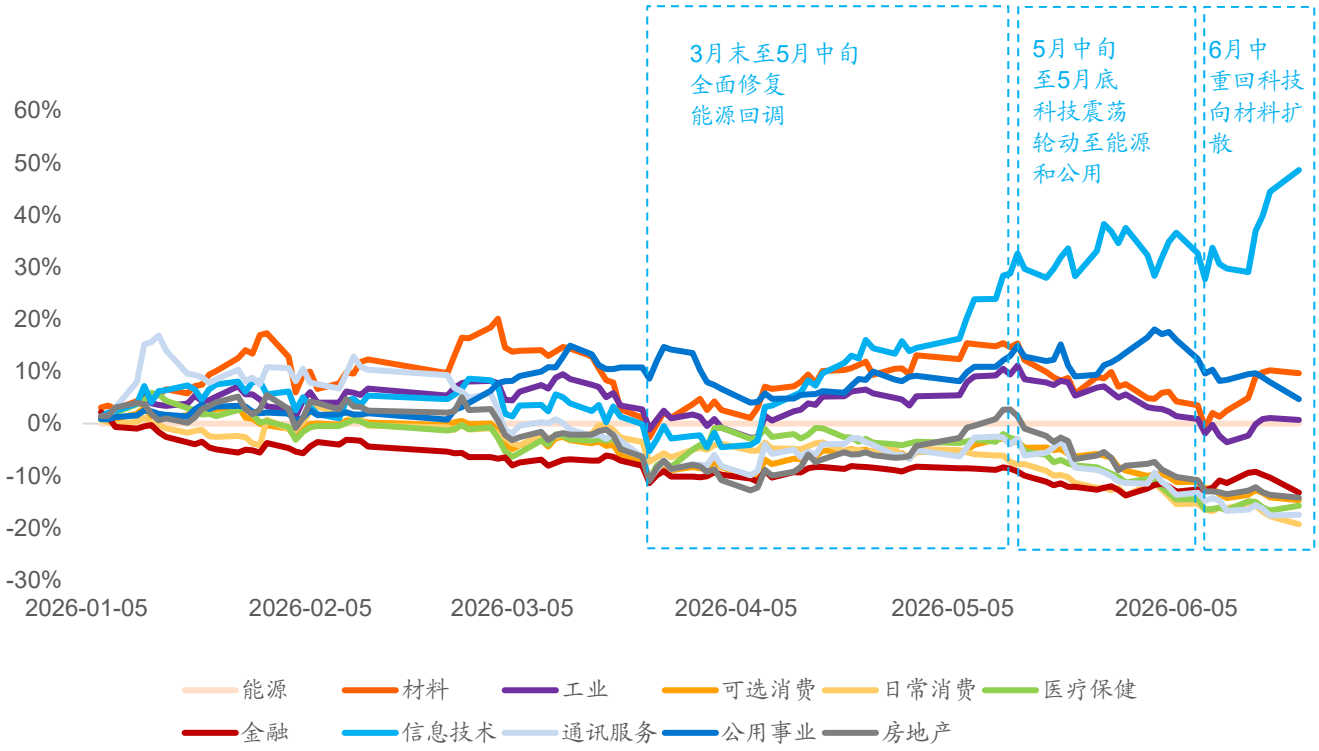
图2：地缘冲突带来的情绪冲击被消化后，美股信息技术板块修复较为明显且持续性强



数据来源：wind，东吴证券研究所，每日各板块相对 2026/1/5 的涨跌幅

仅供内部参考，请勿外传

图3：A 股信息技术板块和其他板块之间的背离更为明显



数据来源：wind，东吴证券研究所，每日各板块相对 2026/1/5 的涨跌幅

从 A 股与美股的对比中可以看出，权益市场均呈现 K 型分化，即科技相关行业表现明显好于其他板块，但是美股的大部分行业在 5 月初修复后至阶段性高点后呈现的状态更多是震荡横盘，而 A 股的其他板块，除能源和公用事业在 5 月下旬、材料在 6 月中旬出现了短暂的上行表现外，其他行业均在 5 月 15 日左右开始调整，涨幅持续创下年内新低，甚至有部分行业指数盘中价格已经调整至 2026 年 3 月地缘冲突情绪低点甚至 2025 年低点附近，这也正是大盘综合指数没有明显突破前高、持续震荡的主要原因。

2. 突破震荡需要什么条件？

在前期的分析中，我们判断市场在 6 月呈现震荡的主要因素有二，一是产业趋势的预期暂无明晰指引，二是流动性的预期偏紧。

产业层面的业绩是 K 型的上端，也即当下影响市场的分子端盈利，由于科技产业的中报暂未披露，产业层面缺乏集中的进一步向上的动力，导致市场集中度分散在部分个股和成交额较小的科技板块中，目前暂未呈现非常明晰的全面上行的预期。**分子端的因素变化需要观察中报预告的披露，一般在七月中旬附近业绩较好的公司会提前进行预告，产业层面的变化最快有望在三季度初有所体现。**

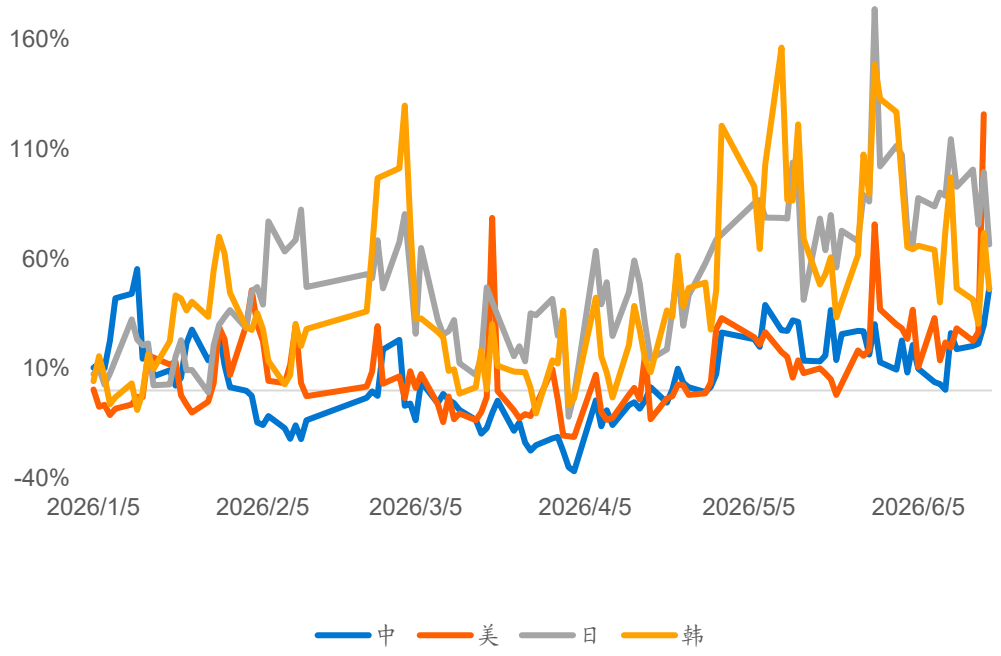
全球宏观流动性的预期变化自 5 月中旬以来有所加强，市场增加对全球宏观流动性紧缩的定价，贵金属、比特币等对全球宏观流动性强敏感的资产仍未交易流动性边际放

请务必阅读正文之后的免责声明部分

松的预期，说明市场当下的情绪，即分母端短期也处在震荡区间。近期市场对流动性的担忧主要基于美联储新主席沃什较为鹰派的表态，目前来看，更依赖数据作决策、更少跟市场沟通、将缩表提上日程等新主席的主张在不同程度影响市场的预期，相对来说，通胀端的影响边际在弱化，美国经济的 K 型分化进一步加剧表面通胀的上行更多为世界杯的事件性驱动，同时油价已经回落至 80-90 美元区间，尽管美伊之间的谈判并非一帆风顺，当下的谈判也大概率不是终局，从油价的反馈上来看美伊之间拉锯战的影响在逐步减弱，这意味着未来一个季度内，在世界杯边际贡献降低、油价稳定的情况下通胀读数将逐步下行，一定程度上逆转市场过高定价的加息预期。此外，三季度中期选举临近，在争取选票的窗口期，政治层面上来看货币政策可能会给美股市场提供一个短暂的保护期。在美国 K 型经济的现实回归和特朗普的潜在政治压力下，我们认为美联储在今年内很难直接开启加息。因此，全球宏观流动性偏紧的交易可能再次回摆，甚至无需等到通胀脉冲完全结束，在见到通胀数据边际改善的时期，市场会再度由过度定义的紧缩转向边际宽松，类似 2025 年 11 月至 12 月中旬担忧流动性紧缩引起的调整结束后，又再度开启新一轮向上。**从时间上来看，全球宏观流动性有望在 7 月美国经济数据公布前后产生变化。**微观流动性来看，日韩近期的成交金额在 5 月 28 日高点后出现逐步下滑，而中美成交额在最近一周逐步向上，显示市场微观流动性结构较为健康。

因此，总结来看，**产业趋势的业绩再次确认和全球宏观流动性边际宽松作为突破震荡阶段的主要因素，均有望在三季度初发生变化**，伴随着微观流动性的集中，震荡结束后，三季度初可能会启动一波对于流动性定价的修正，市场再度向上运行。

图4：中美日韩成交额相对 2026/1/5 的变化



数据来源：wind，东吴证券研究所，口径为交易所全部股票成交额总和

3. 突破震荡后，市场风格如何变化？

我们在《STAR 核“星”资产——穿越周期的长期主线》中提出 STAR（Strategic Treasures Always Robust）资产的概念，即核“星”资产，代指战略安全类资产，STAR 资产核心范围包括科技类 Tech-STAR、资源类 Res-STAR 和基建与供应链类 Infra-STAR。其中，Tech-STAR 包括半导体集成电路产业、高端装备制造产业、数字信息产业、生物医药产业、航空航天产业、人工智能新兴产业等尖端科技战略行业，Res-STAR 包括传统及新能源资源、战略性矿产、关键新材料，Infra-STAR 包括物流航运、国防军工、电网与算电协同等。

在资产定价锚点美债利率高位震荡、地缘风险加剧的当下，全球市场已从增长竞赛转向生存竞赛，从效率至上转向安全至上。去全球化、区域化、友岸化趋势不可逆，“战略冗余”从企业策略逐步发展成为全球化战略，驱动 STAR 资产估值体系系统性再定价，STAR 资产有望成为未来确定、核心的投资主线。中长期来看，地缘冲突、能源转型、国产化替代、政策加持四大逻辑持续强化，STAR 资产的安全溢价将持续扩大，Tech-STAR、Res-STAR、Infra-STAR 有望实现轮动上涨。资源品方面，地缘冲突持续扰动能源供给，AI 算力爆发带动电力需求激增，能源转型（新能源替代传统能源）带动战略金属需求持续增长，原油、铜、铝、稀土等核心资源品价格中枢长期上移，Res-STAR 资产业绩与估值同步提升。科技安全方面，半导体、算力、高端装备等板块，在政策持续扶持、国产化替代加速、下游需求爆发三重驱动下，业绩高增长确定性强。

5 月至 6 月的震荡期，市场呈现轮动而非普涨格局，此前，我们在 STAR 系列报告中也强调过，震荡期在 STAR 资产内部进行板块的轮动，不存在全市场的“高切低”。5 月初开始行业从 STAR 资产内部的 Tech-STAR 普涨开始缩圈，逐步向半导体设备集中，随后 5 月末开始轮动至 Res-STAR，在 6 月中旬后逐步回流至 Tech-STAR。

仅供内部参考，请勿外传

表1：5月以来STAR资产轮动情况

所属板块		2026/5/8	2026/5/15	2026/5/22	2026/5/29	2026/6/5	2026/6/12	2026/6/22
Tech-STAR	光模块	13%	-1%	0%	-2%	9%	0%	10%
	存储	13%	0%	0%	-7%	3%	0%	14%
	商业航天	12%	-8%	-3%	-11%	5%	0%	4%
	算力	9%	1%	0%	-2%	5%	0%	12%
	AI	9%	1%	1%	-4%	1%	-2%	10%
	半导体设备	8%	11%	7%	-10%	4%	8%	14%
	机器人	8%	1%	1%	-5%	2%	-4%	3%
Res-STAR	有色金属	5%	-7%	1%	-3%	-1%	8%	5%
	小金属	10%	-9%	-2%	-5%	2%	9%	7%
	非金属材料	8%	5%	5%	0%	0%	6%	16%
	氟化工	1%	2%	1%	-6%	-1%	7%	5%
	MLCC	4%	-3%	17%	7%	14%	0%	16%
	煤炭	-6%	-1%	-5%	5%	2%	-6%	-4%
	石油化工	-4%	-1%	-5%	-3%	3%	6%	3%
	锂矿	-3%	-10%	-4%	-5%	-4%	11%	-3%
Infra-STAR	光纤	13%	-3%	-3%	1%	13%	-5%	15%
	电网设备	5%	-2%	0%	-2%	0%	-1%	9%
	液冷服务器	7%	-1%	3%	-9%	1%	0%	6%
	海运	4%	-2%	5%	-6%	-3%	2%	2%
Non-STAR	黄金	8%	-11%	-3%	-6%	-3%	4%	-1%
	消费	0%	-4%	-1%	-2%	-3%	1%	-1%
	地产	6%	-4%	-4%	-2%	-4%	-1%	-3%
	万得全A	3%	-2%	0%	-3%	0%	1%	4%
	上证指数	2%	-2%	0%	-2%	-1%	2%	2%

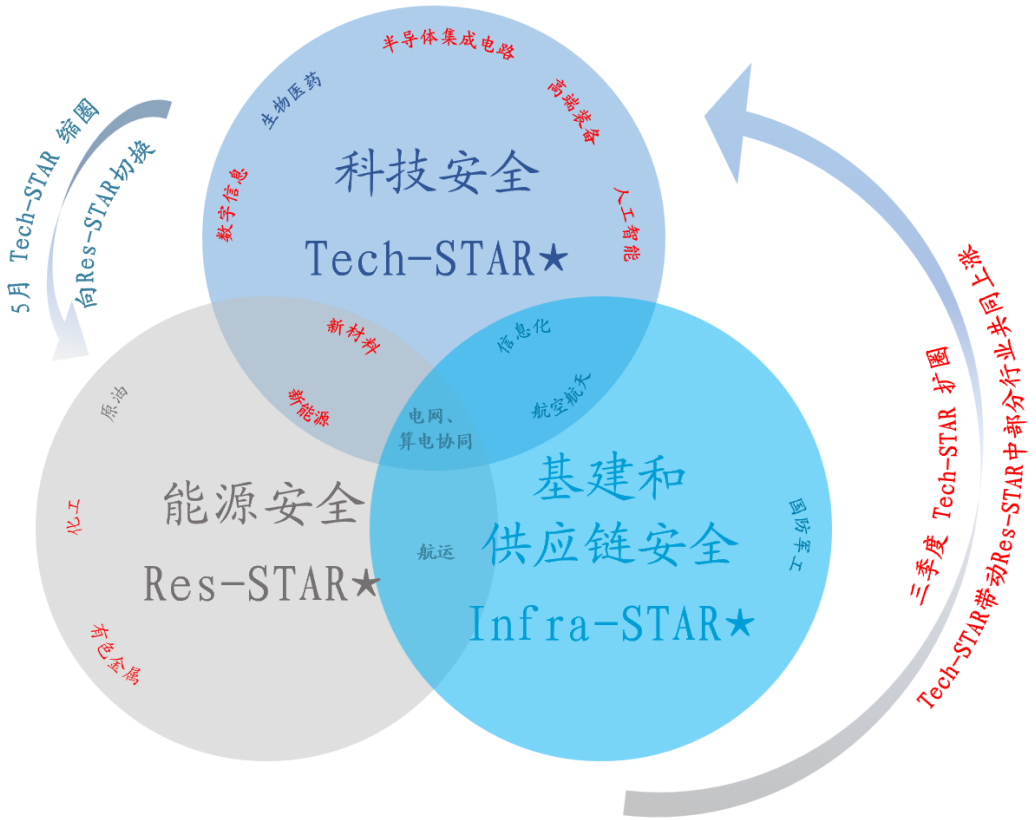
数据来源：wind，东吴证券研究所，各指数截止日当周涨跌幅

在此期间，STAR资产内部运行呈现两点规律，一是在指数下行、成交额收缩的过程中，资产倾向于先在Tech-STAR内部进行缩圈，再向Res-STAR进行轮动，这与第一部分中行业表现呈现的规律也较为契合，因为成交额收缩的过程市场情绪较为低迷，而产业趋势作为K型分化的确定性较强的增长点，关注度偏高，倾向于从其他板块吸引资金回流，指数震荡；二是，在成交额逐步抬升、更多增量资金进入市场后，资金仍然倾向于从Res-STAR回流至Tech-STAR，切换的时间不会太久，大约在1个月左右。但从成交金额来看，全A成交额在6月11日下探至2.57万亿后回升至6月22日的3.76万亿，已接近前期3.99万亿高点，如果后续存在更多的增量资金入场，可能才能使市场脱离震荡范围，当前大概率延续前期震荡市 Tech-STAR缩圈（成交额逐步收缩）—Res-STAR承接（成交额逐步回升）—轮动回Tech-STAR（成交额见顶）—Tech-STAR缩圈的过程，但这个震荡时间可能不会持续太久。在脱离震荡范围后，进入三季度，Tech-STAR内部会全面扩散，延续一季度市场风格，光模块、半导体等以及Tech-STAR和Res-STAR中的交叉部分新材料的方向有望迎来新一轮上行周期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

图5：震荡结束后三季度有望进入新一轮上行周期



数据来源：东吴证券研究所绘制

4. 风险提示

全球通胀反复、美债利率高位震荡，压制权益估值，高位成长板块存估值回调风险；日韩欧洲加息预期偏强，引发债券利率上行流动性紧缩风险；美联储鹰派预期加强，政策预期反复扰动，加剧 A 股阶段性波动；产业业绩兑现不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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