

## 宏观点评 20260604

# 震荡期无“高切低”，STAR 内部轮换 ——看好 STAR 资产成为主线（一）

2026 年 06 月 04 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：进入震荡期

市场从 4 月的 TACO 交易向 5 月的 NACHO 交易转换，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。A 股权益市场也走出类似趋势，科技板块的少部分资产抱团集中新高，但市场整体指数进入震荡区间，并有望延续至 6 月末。

### ■ 震荡期市场如何进行风格切换？

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。尽管宽基指数在近期呈现窄幅震荡趋势，市场行业结构的分化已经趋于极致。震荡期的维持条件是在 STAR 资产内部进行板块的轮动，不存在全市场的“高切低”。

参考过往震荡期，Tech-STAR 开始调整后，大板块方面往往由 Res-STAR 进行接力。具体看好煤炭和电力板块、石化板块、航运板块。在震荡期结束后，市场流动性回归后，大概率市场风格将再次从 Res-STAR 切换回 Tech-STAR，在中报业绩公布和产业趋势的支撑下进一步带动市场上行。

### ■ 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；原油受地缘扰动走高，抬升中下游成本，航空、制造等行业盈利承压；美联储议息临近，政策预期反复扰动外资流向，加剧 A 股阶段性波动。

### 相关研究

《AI 如何拉动我国经济？与美国有何差异？》

2026-06-03

《纳斯达克 100ETF，5 月复盘与 6 月展望》

2026-06-02

## 内容目录

1. A股走势：进入震荡期.....	4
2. 震荡期市场如何进行风格切换? .....	5
3. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 5月中旬以来大类资产向 NACHO 交易转换 .....	4
图 2: 市场整体在低波动下反复回摆的状态有望延续至二季度末.....	5
图 3: STAR 资产核心范围.....	7
图 4: 2025 年 9 月至 11 月震荡期, 风格切换到消费、金融地产时指数往往下行.....	7
图 5: 2025 年 12 月至 2026 年 1 月风格切换也呈现类似规律.....	8
表 1: 上周 (2026.5.25-2026.5.29), TMT 板块交易拥挤度超过 45% .....	9

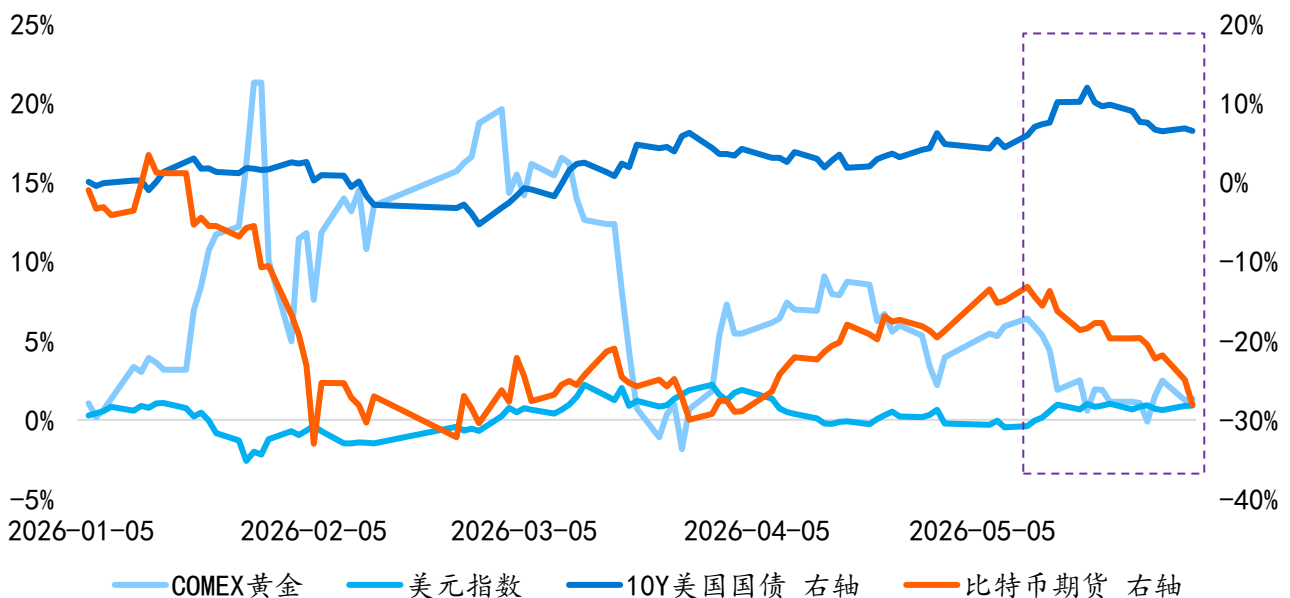
## 1. A股走势：进入震荡期

5月中旬以来，全球主要股票指数中仅剩韩国、日本、中国台湾地区和A股创业板指仍创新高，放眼全球资本市场，外围其他股票指数均已经进入震荡趋势。

财报季结束后，产业层面提供的集中增量利好有限，市场的关注点再度转向宏观层面的因素，一方面油价在高位震荡海外局势仍悬而未决，另一方面，在海外经济数据超预期及货币政策的偏鹰预期下，全球流动性的预期也在逐步转向，市场从4月的TACO交易向5月的NACHO交易转换，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。A股权益市场也走出类似趋势，科技板块的少部分资产抱团集中新高，但市场整体指数进入震荡区间。

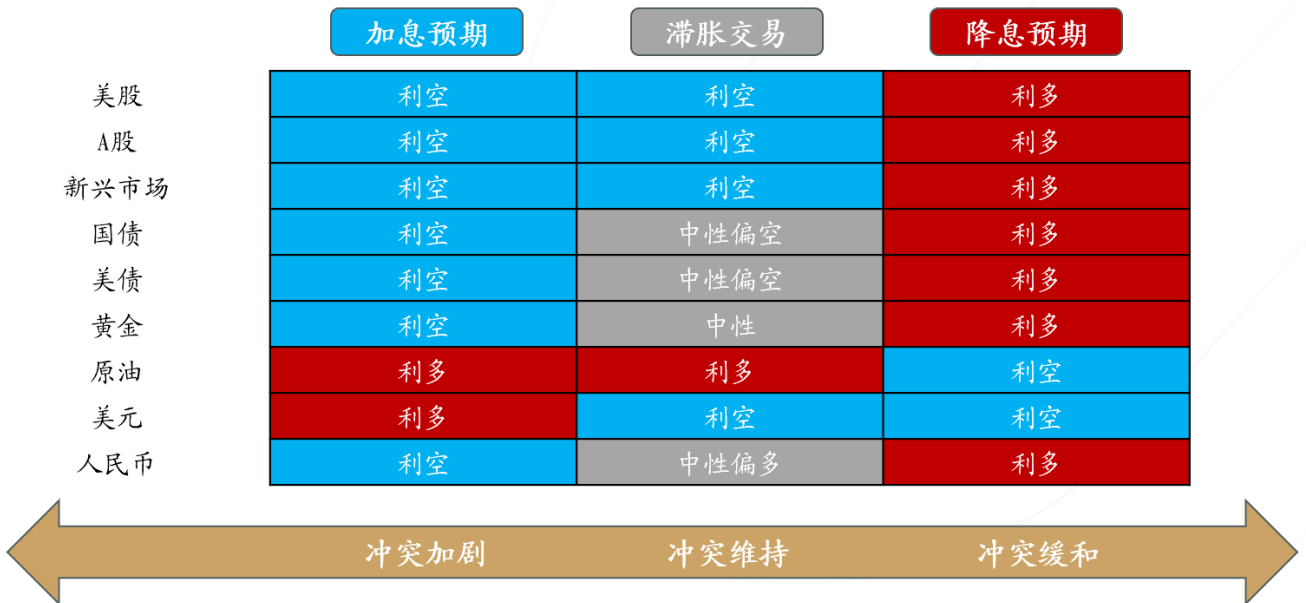
从当下市场环境来看，5月市场整体波动已经明显下降，经历过3月的地缘冲击以及4月的快速修复，5月市场则已经演绎了波幅收窄、估值回归的特征。在中报披露前、产业层面缺乏进一步向上动力的情况下，宏观因素仍然受到美伊冲突的影响，短期仍然会让市场产生一定的回摆，但并未能提供更多对市场产生大幅影响的信息，因此，市场整体在低波动下反复回摆的状态有望延续至二季度末。

图1：5月中旬以来大类资产向NACHO交易转换



数据来源：wind，东吴证券研究所

图2：市场整体在低波动下反复回摆的状态有望延续至二季度末



数据来源：东吴证券研究所绘制

## 2. 震荡期市场如何进行风格切换？

从近期的市场表现来看，尽管宽基指数在近期呈现窄幅震荡趋势，市场行业结构的分化已经趋于极致：估值极化系数在科技板块的持续带动下已接近高位，科技板块上涨的斜率逐步下降，行业自身的波动率在放大，尤其是科技板块的部分行业单日的大涨与大跌交替出现，但主线板块仍能进三退二创新高，如通信板块上行带动创业板指再次上行，6月3日创业板指收盘价高于上证指数。在此极致的分化情形下，市场自发进行了切换的尝试，近期红利指数开始有所表现，市场的哑铃风格开始回归，“高切低”的讨论逐步增加。

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。

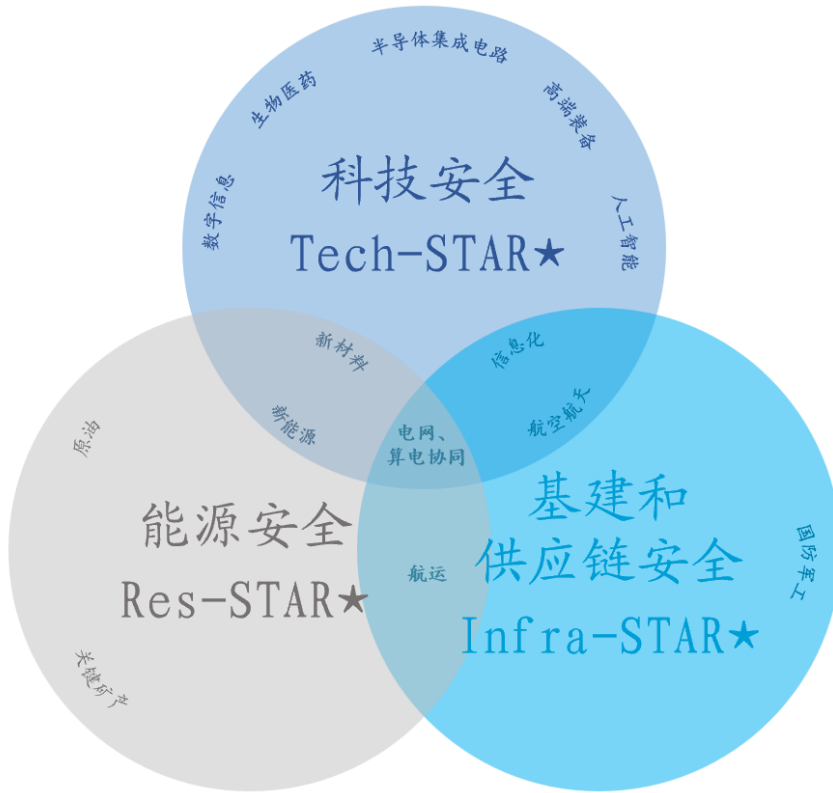
参考 2025 年至 2026 年的行情，在本次市场长达一年多的上涨周期中，也曾出现过震荡盘整期，较为有代表性的时间区间主要是 2025 年 9-11 月和 2025 年 12 月-2026 年 1 月，在此期间，STAR 资产的核心板块已成为震荡市主线。我们回溯之前两次代表性的时间区间可以发现，市场进行切换较为顺畅的情况并不是单纯的“高切低”。2025 年

9月至11月震荡期，风格从 Tech-STAR 向 Res-STAR 的切换能够维持指数在高位震荡区间，而切换到消费、金融地产时指数下行；2025年12月至2026年1月震荡期，12月中旬 Tech-STAR 带领指数上涨，随后 Res-STAR 接替上行，指数整体缓慢维持在震荡区间，但同样切换到消费、金融地产时指数结束震荡开始下行。总结来看，市场一旦向 STAR 资产外的板块进行切换时，即直接结束震荡转向下跌。因此，震荡期的维持仍然需要部分板块的轮动，但板块存在一定的限制条件，不存在全市场的“高切低”。

其原因在于，当前 STAR 资产的交易较为集中，上周（2026.5.25-2026.5.29），TMT 板块成交额占全部 A 股成交额（即交易拥挤度）超过 45%，自由流通市值也占 A 股 42%。一旦 STAR 资产调整，市场其他板块在共识度并未聚集的情况下，板块容量不足以承载大量的资金流入，导致消费及金融地产等 STAR 资产以外的板块短期反弹后，市场仍需要靠 STAR 资产情绪调整到位后再上行从而带动市场人气聚集。因此，我们认为，在震荡环境的持续期，市场更偏向于在 STAR 资产内部做新一轮的切换调整。

参考过往震荡期，Tech-STAR 开始调整后，大板块方面往往由 Res-STAR 进行接力。在厄尔尼诺现象加剧、6月即将进入夏季用电旺季的时间窗口期，关注需求端提升、供给端收紧带来的业绩量价齐升的煤炭和电力板块；此外，霍尔木兹海峡通航不确定性仍存，供给恢复仍然缓慢，关注油企库存逐步下行、价格逐步抬升的石化板块，以及受到原油价格影响、航线绕行拉长运距、夏季提前布局旺季带来运价提升的航运板块。此次震荡期短期（周度至月度范围）逐步临近海外超级央行周、世界杯赛事带来的市场流动性影响，中长期（季度范围）面临美国中期选举可能带来的政治事件扰动，在此情形下，Res-STAR 不仅基本面有支撑，也兼具防御属性，一定程度上能抵御市场因外在风险事件触发的波动。在震荡期结束后，市场流动性回归后，大概率市场风格将再次从 Res-STAR 切换回 Tech-STAR，在中报业绩公布和产业趋势的支撑下进一步带动市场上行。

图3: STAR 资产核心范围



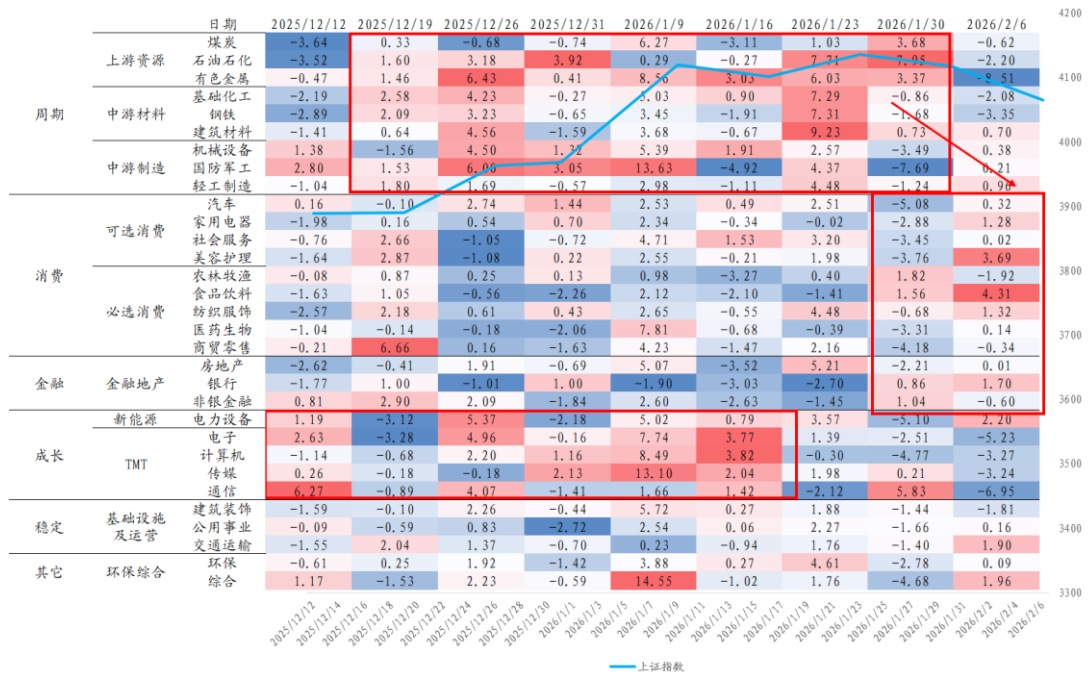
数据来源: wind, 东吴证券研究所, 行业对应数据为周度涨跌幅(%), 红框为对应时期风格表现相对较好的行业

图4: 2025年9月至11月震荡期, 风格切换到消费、金融地产时指数数往下行

日期	2025/8/15	2025/8/22	2025/8/29	2025/9/5	2025/9/12	2025/9/19	2025/9/26	2025/9/30	2025/10/10	2025/10/17	2025/10/24	2025/10/31	2025/11/7	2025/11/14	2025/11/21	2025/11/28
上游资源	-0.87	0.92	-2.76	0.31	0.33	3.51	-1.37	-0.84	4.41	4.17	1.38	-0.22	4.52	-0.96	-5.89	-0.51
中游材料	3.62	1.33	7.16	2.12	3.76	4.02	3.52	7.13	4.44	-3.07	1.13	2.56	-0.04	1.07	-6.75	3.37
中游制造	2.46	2.86	1.11	-1.36	2.36	-1.33	-0.95	2.58	1.99	-5.83	2.14	2.50	3.54	2.61	-7.47	2.98
可选消费	0.40	4.55	-0.22	0.02	-0.28	1.69	-5.92	-0.19	-1.01	-1.72	2.60	0.45	0.11	2.28	-4.86	3.92
消费	0.07	5.34	-0.60	-0.80	0.23	-2.54	-2.25	0.30	0.97	-2.55	-0.09	-2.21	-3.10	3.75	-4.53	0.50
金融	3.94	0.50	-0.06	-1.48	5.98	0.71	-0.16	3.01	-0.82	-2.35	1.51	-0.70	-0.22	2.70	-5.83	0.72
成长	7.02	8.95	6.28	-4.57	6.15	2.96	3.51	2.78	-2.63	-7.14	8.49	-1.65	-0.09	-4.77	-5.89	6.05
稳定	-0.55	1.89	-0.67	1.20	0.80	-2.18	0.28	0.33	3.45	-0.69	1.08	0.61	2.42	-0.62	-4.33	0.89
其它	1.72	1.33	-1.30	-0.27	1.00	-1.42	1.06	0.42	1.49	-1.11	1.44	0.76	2.71	-0.09	-6.02	1.59

数据来源: wind, 东吴证券研究所, 行业对应数据为周度涨跌幅(%), 红框为对应时期风格表现相对较好的行业

图5：2025年12月至2026年1月风格切换也呈现类似规律



数据来源：wind，东吴证券研究所，同上

表1: 上周 (2026.5.25-2026.5.29), TMT 板块交易拥挤度超过 45%

风格	板块	行业	交易拥挤度			周收益波动率		
			上周	前一周	前两周	上周	前一周	前两周
周期	上游资源	煤炭	1.0%	0.5%	0.4%	4.2%	3.9%	3.5%
		石油石化	0.6%	0.5%	0.6%	3.5%	3.3%	4.3%
		有色金属	5.5%	5.3%	5.1%	5.1%	5.1%	5.2%
	中游材料	钢铁	0.3%	0.3%	0.4%	3.7%	3.7%	3.7%
		基础化工	4.2%	4.4%	4.7%	4.2%	4.2%	3.9%
		建筑材料	1.3%	1.2%	1.1%	4.2%	3.9%	4.2%
	中游制造	机械设备	7.5%	8.2%	8.9%	3.9%	4.0%	3.8%
		轻工制造	0.7%	0.8%	0.9%	2.8%	2.8%	2.7%
		国防军工	2.5%	2.8%	2.8%	4.2%	4.5%	4.3%
消费	可选消费	汽车	2.8%	3.1%	3.5%	3.0%	3.0%	2.6%
		家用电器	0.9%	1.1%	1.3%	2.1%	2.0%	1.9%
		社会服务	0.4%	0.4%	0.4%	2.3%	2.3%	2.4%
		美容护理	0.1%	0.1%	0.1%	2.5%	2.5%	2.5%
	必选消费	食品饮料	1.2%	1.2%	1.1%	1.7%	1.6%	1.5%
		纺织服饰	0.4%	0.4%	0.5%	2.8%	2.8%	2.6%
		医药生物	3.0%	3.1%	3.4%	1.9%	1.8%	1.8%
		农林牧渔	0.5%	0.5%	0.6%	2.8%	2.9%	3.0%
	商贸零售	0.8%	0.7%	0.6%	2.4%	2.4%	2.5%	
金融	金融地产	银行	1.0%	0.8%	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%
		非银金融	1.6%	1.6%	1.7%	2.4%	2.5%	2.5%
		房地产	0.8%	0.8%	0.9%	3.5%	3.5%	3.7%
成长	新能源	电力设备	9.1%	9.7%	10.0%	3.9%	4.1%	4.0%
	TMT	计算机	5.0%	5.0%	5.8%	4.2%	4.2%	3.9%
		传媒	2.0%	1.6%	1.9%	3.4%	3.5%	3.9%
		通信	8.7%	7.4%	7.7%	4.4%	4.4%	4.5%
		电子	30.4%	32.2%	28.8%	4.3%	4.5%	4.9%
稳定	基础设施及运营	交通运输	0.9%	0.9%	0.9%	1.6%	1.6%	1.6%
		公用事业	4.4%	3.2%	2.9%	3.7%	3.8%	3.4%
		建筑装饰	1.3%	1.2%	1.4%	3.0%	3.4%	3.3%
其他	环保综合	环保	0.7%	0.7%	0.9%	3.3%	3.3%	3.1%
		综合	0.2%	0.2%	0.2%	5.0%	5.1%	4.8%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 3. 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; 原油受地缘扰动走高, 抬升中下游成本, 航空、制造等行业盈利承压; 美联储议息临近, 政策预期反复扰动外资流向, 加剧 A 股阶段性波动。

## 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>