

策略周报

科技成长风格会逆转吗？

核心观点

核心结论：①牛市期间行业表现分化大后常出现再平衡，但并不一定会带来风格逆转。②风格逆转的必要条件是宏观流动性环境变化、且基本面存在较大催化，当前是再平衡而非逆转。③市场短期震荡延续，行业配置注重均衡配置，科技内部可能热点切换，关注地产白酒等消费、以及供求改善的资源品。

市场行业分化较大后易出现短期再平衡，但并不一定会带来逆转。当市场风格分化较为极致时，往往会出现行情的阶段性收敛。用科技融资额占比相较于全市场的融资占比的偏离度，作为衡量科技交易极致程度的指标，可以发现交易情绪的极致分化常出现在牛市的中后程，例如13-15年、19-21年、以及本轮牛市，在市场情绪分化到极致后，都出现了不同程度的风格收敛。其中，多数情况是风格的再平衡，如20/07-21/03、25/09-25/11；仅少数情况会发生风格的逆转，如14/10-14/12，14年10月前价值大幅跑输成长，到了14年底，非银和地产等价值板块出现大涨，而电子反而跌幅居前。

历史上风格逆转的必要条件是宏观流动性环境变化、且基本面存在较大催化。为何同样是行情演绎到极致分化的背景下，20-21年市场风格走向再平衡，而14年底却出现了更为剧烈的风格切换？这一差异或主要源于流动性及基本面环境不同。14年底出现风格逆转，主因宏观流动性充裕、以及市场对顺周期基本面预期提升。20-21年风格仅出现再平衡，源于地产银行等传统价值股缺乏基本面逻辑催化、且宏观流动性存在收紧预期。

当前可能是风格再平衡，风格逆转的概率不大。中期来看经济基本面、流动性、相对估值并非决定风格的核心变量，而基本面相对趋势才是中期决定风格的因素。牛市中风格会出现短暂摇摆，但后期市场风格往往沿着基本面的相对趋势。就本轮情况而言，当前科技行情交易热度已再度逼近历史极值附近，同时，部分前期涨幅不大的价值板块估值和持仓均处在历史低位，市场风格或已具备再平衡的条件，但我们认为不大可能出现风格逆转：首先，从基本面这一核心变量看，科技相对基本面优势延续。其次，这次宏观流动性环境相对稳健。14年底短期风格逆转的重要驱动力之一在于降准降息背景下宏观流动性宽松。与之相比，当前宏观货币政策所处阶段均与14年存在差异。

市场震荡整固或仍延续，注重均衡配置。市场风格的再平衡通常有两种路径，一是市场下跌窗口，前期涨幅较大的行业回调更深，另一种是震荡行情中，弱势行业逐渐补涨，这一次更可能是后者。近期市场走势正逐步印证这一判断，本周市场延续震荡巩固态势，同时，行情结构有所收敛，本周科技内部有所分化，煤炭等价值板块有所表现，说明本轮再平衡并非通过市场整体明显下跌来实现，而是更多以板块轮动和结构扩散的方式展开。往后看，短期A股整固不改中期向上趋势，牛市依然延续。历史上看牛市转熊市需要看到在整体股市情绪过热、宏观环境明显走弱等信号，当前均未出现。结构上，注重均衡配置，科技内部可能热点切换，关注地产白酒等消费、以及供求改善的资源品。

风险提示：地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

策略研究 · 策略周报

证券分析师：吴信坤 021-61761046
wuxinkun@guosen.com.cn
S0980525120001

证券分析师：刘颖 021-60933170
liuying25@guosen.com.cn
S0980526040001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	9204.79/-2.13
创业板/月涨跌幅(%)	3957.94/7.64
AH股价差指数	119.37
A股总/流通市值(万亿元)	101.44/92.37

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《美债利率与配置展望 - 高位震荡，防御久期》——2026-06-04
- 《策略专题研究-聚光灯之外，哪些科技领域值得重视？》——2026-06-04
- 《策略专题-低利率时代下的高现金流选择——广发中证800自由现金流ETF投资价值分析》——2026-06-03
- 《ESG热点周聚焦（5月第4周）- 聚变能源点燃商业化黎明，碳管理迈入“审计级”财务时代》——2026-06-01
- 《策略专题研究-6张图看居民资金入市：到哪一步了？》——2026-05-27

内容目录

科技成长风格会逆转吗?	4
风险提示	8
免责声明	9

图表目录

图 1: 市场交易极致分化后易出现短期再平衡	4
图 2: 15 年增量资金加速入市	5
图 3: 14/11 降息周期开启	5
图 4: 地产销售和房价高点在 21 年出现	5
图 5: 21 年初宏观流动性边际收紧	5
图 6: 科技相对基本面优势仍在扩大	6
图 7: 这一次融资余额入市程度与 14-15 年存在差异	6
图 8: 短期轮动视角看部分应用或拐头向上	7
图 9: 当前白酒股息率已回到 4.5%	7
图 10: 年初以来房价已出现止跌企稳的迹象	7
图 11: AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长	8
图 12: 券商业绩与成交额高度相关	8

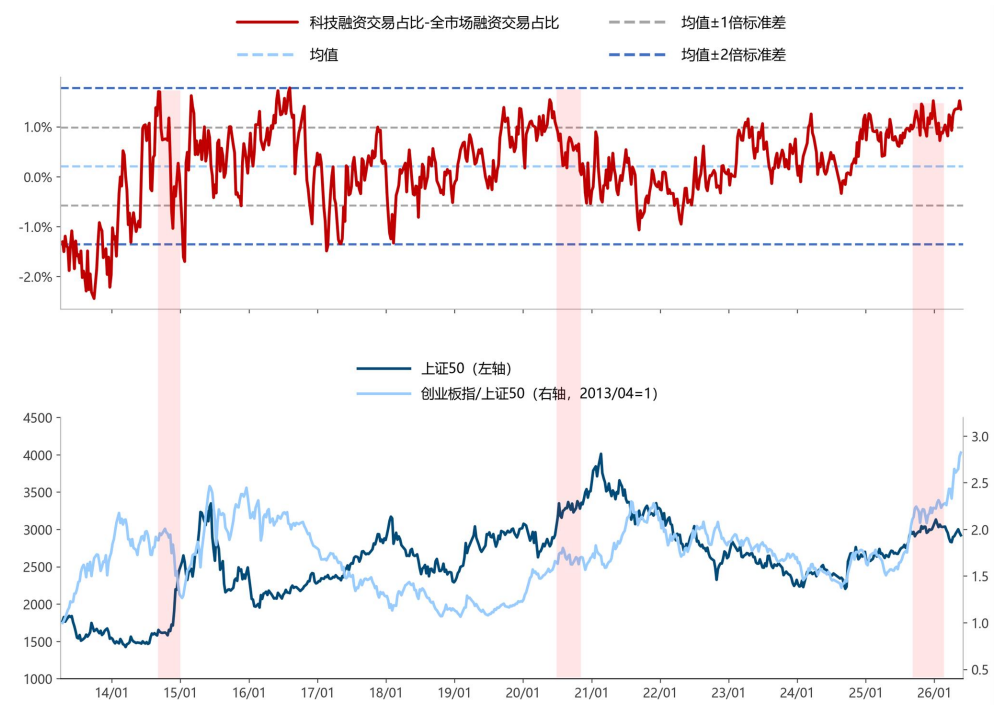
随着 AI 相关科技板块持续占优，当前成长与价值板块的分化已趋于极致。不过 5 月末以来科技板块内部波动加大，部分沉寂已久的价值板块有所表现，本周申万一级行业中煤炭板块领涨，涨幅达 8.3%。市场对后续风格是否会出现逆转的讨论有所增多。本文通过分析历史上出现风格逆转的条件，探讨这一次市场风格走向及路径。

科技成长风格会逆转吗？

市场行业分化较大后易出现短期再平衡，但并不一定会带来逆转。我们在上周周报《科技极致演绎后，风格会收敛吗？-20260530》中提出，当市场风格分化较为极致时，往往会出现行情的阶段性收敛。当前我们正处 AI 技术引领的科技牛市中，回顾 13-15 年、19-21 年两轮牛市，科技也曾是主要引领行业。因此，我们用科技融资额占比相较于全市场的融资占比的偏离度，作为衡量科技交易极致程度的指标，可以发现交易情绪的极致分化常出现在牛市的中后期，例如 13-15 年、19-21 年、以及本轮牛市，在市场情绪分化到极致后，都出现了不同程度的风格收敛。

历史上交易极致分化后，风格收敛的程度不相同。回顾历史，多数情况是风格的再平衡，如 20/07-21/03、25/09-25/11，其中 20 年末周期和金融地产出现温和补涨，随后市场再度回归成长主线。仅少数情况会发生风格的逆转，如 14/10-14/12，14 年 10 月前价值大幅跑输成长，到了 14 年底，非银和地产等价值板块出现大涨，而电子等科技板块反而跌幅居前。

图1：市场交易极致分化后易出现短期再平衡



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

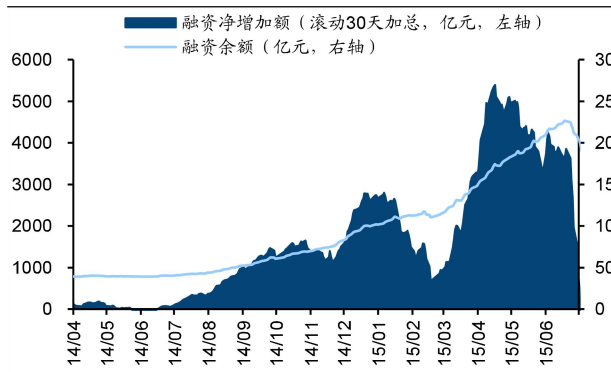
历史上风格逆转的必要条件是宏观流动性环境变化、且基本面存在较大催化。在牛市中后期，随着主线行情演绎较为极致，市场往往会出现阶段性风格变化。基

于此，我们选择了最近两轮牛市，即 13-15 年、19-21 年牛市，探讨为何同样是行情演绎到极致分化的背景下，20-21 年市场风格走向再平衡，而 14 年底却出现了更为剧烈的风格切换？这一差异或主要源于流动性及基本面环境不同。

14 年底出现风格逆转，主因宏微观流动性充裕、以及市场对顺周期基本面预期提升。14/01-14/10 成长板块大幅跑赢价值，14 年底金融地产等价值板块出现大涨，14/11-14/12 期间非银金融涨幅 100.4%、银行为 55.7%，而电子等前期强势的成长板块反而领跌，风格逆转背后主要有以下两点驱动：流动性角度看，14 年底时宏微观流动性都非常充裕，宏观层面 14/11-15/6 期间央行连续实施 4 次降息和 2 次降准，微观层面政策推动融资融券业务发展，融资余额从 14/10 初的 6256 亿元升至最高 15/12 最高的 10210 亿元。基本面看，降息降准背景下市场对于顺周期板块的基本面预期提升，金融地产板块归母净利累计增速自 14Q4 的 10.6%提升 15Q2 的 16.7%，为风格切换提供支撑。

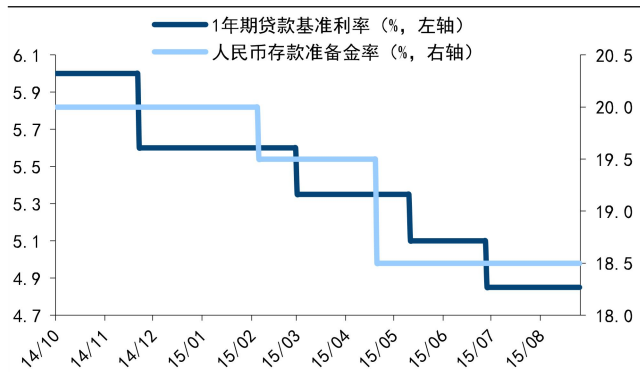
20-21 年风格仅出现再平衡，源于地产银行等传统价值股缺乏基本面逻辑催化、且宏观流动性存在收紧预期。19/01-20/07 牛市初期科技领涨幅度显著，到了 20/10-21/02 中期阶段，周期和金融地产接力上涨，涨幅分别为 19.9%和 5.8%，而同期成长表现并不弱，先进制造涨幅为 14.3%。这一轮牛市中期风格并未出现剧烈的风格逆转，主要原因同样有二：流动性环境看，尽管微观层面资金仍在加速入市，但 21 年初宏观流动性有边际收紧迹象；基本面看，20/03 后顺周期板块迎来基本面改善，但地产、银行等传统价值股仍缺乏基本面逻辑支持，20/08 房地产“三道红线”政策发布，21 年更是房价和销量见顶的年份，因此市场风格并未出现显著的切换。

图2：15 年增量资金加速入市



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图3：14/11 降息周期开启



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图4：地产销售和房价高点在 21 年出现

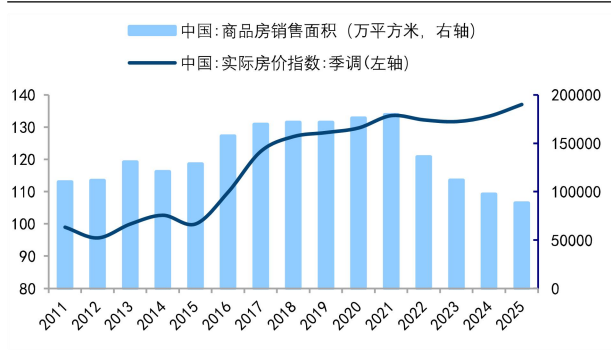
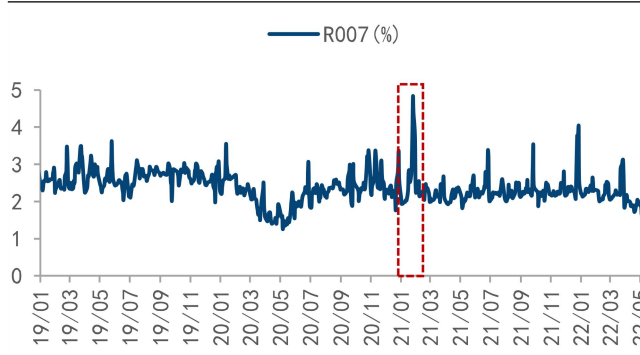


图5：21 年初宏观流动性边际收紧



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

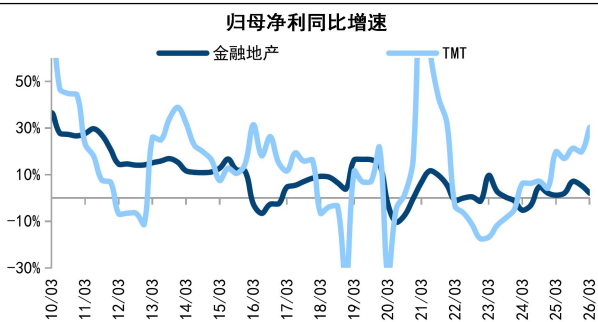
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

当前可能是风格再平衡，风格逆转的概率不大。我们在前期多篇报告中讨论过影响风格的决定变量，中期来看经济基本面、流动性、相对估值并非决定风格的核心变量，而基本面相对趋势才是中期决定风格的因素。牛市中风格会出现短暂摇摆，但后期市场风格往往沿着基本面的相对趋势。

就本轮情况而言，当前科技行情交易热度已再度逼近历史极值附近，同时，部分前期涨幅不大的价值板块估值和持仓均处在历史低位，市场风格或已具备再平衡的条件，但我们认为不大可能出现风格逆转：首先，从基本面这一核心变量看，科技相对基本面优势延续。当前宏观基本面处在修复通道中，尽管以地产链为代表的老经济也出现改善迹象，但科技相对传统价值的基本面优势仍在扩大。从最新工业企业利润看，电子设备行业利润同比增速高达 78.6%，而建材、下游食品等行业利润同比增速仍偏弱。从上市公司一季报看，26Q1/25Q4 科技板块归母净利润累计同比增速为 30.4%/19.8%，同期金融地产板块为 2.1%/5.4%。

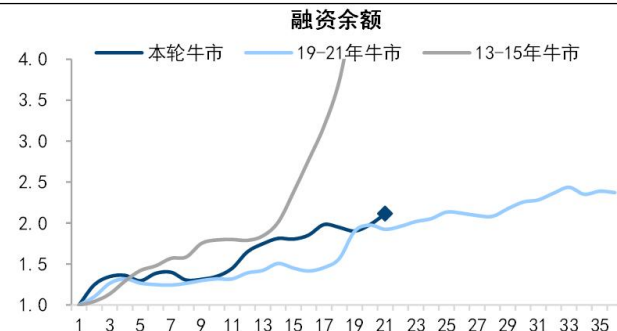
其次，这次宏观流动性环境相对稳健。前文指出，14 年底短期风格逆转的重要驱动力之一在于降准降息背景下宏观流动性宽松。与之相比，当前虽然微观层面资金入市趋势仍在延续，但资金流入节奏、宏观货币政策所处阶段均与 14 年存在差异。26 年一季度货币政策执行报告提出维护金融市场稳定运行，表明货币政策取向或相对稳健。

图6：科技相对基本面优势仍在扩大



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图7：这一次融资余额入市程度与 14-15 年存在差异



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

市场震荡整固或仍延续。市场风格的再平衡通常有两种路径，一是市场下跌窗口，前期涨幅较大的行业回调更深，另一种是震荡行情中，弱势行业逐渐补涨，这一次更可能是后者。近期市场走势正逐步印证这一判断，本周市场延续震荡巩固态势，上证涨跌幅-0.3%、沪深 300 为 0.3%。同时，行情结构有所收敛，本周科技内部有所分化，煤炭等价值板块有所表现，说明本轮再平衡并非通过市场整体明显下跌来实现，而是更多以板块轮动和结构扩散的方式展开。往后看，短期 A 股整固不改中期向上趋势，牛市依然延续。历史上看牛市转熊市需要看到在整体股市情绪过热、宏观环境明显走弱等信号，当前均未出现。

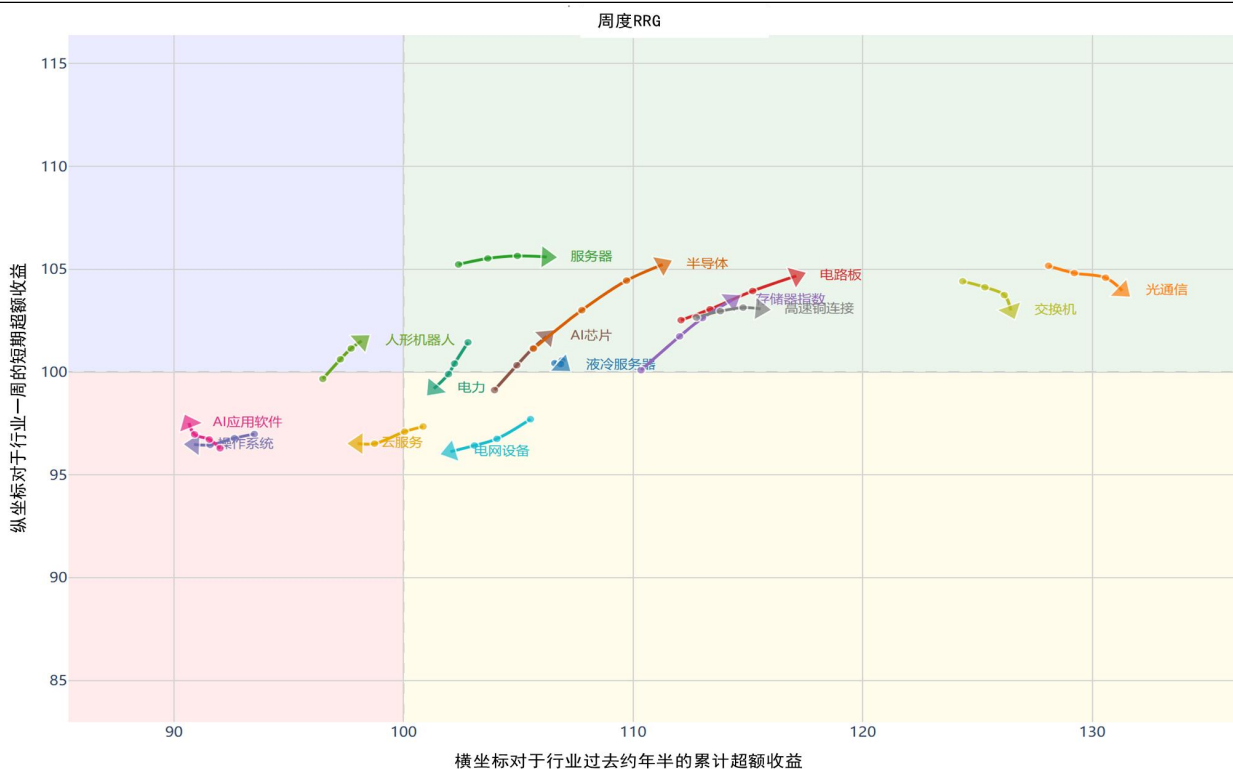
短期风格再平衡，注重均衡配置。我们在前文提出，牛市中行业结构极致分化后或阶段性迎来收敛。因此，当下或应均衡配置。

科技内部可能出现热点切换。近期 A 股部分科技领域已积累较大涨幅，短期不排除阶段性降温的可能。不过中期 AI 产业趋势延续，待市场情绪平复后，光通信等高景气板块行情仍可能延续。除了前期涨幅较大的硬件端外，上游电力或也将受益于景气扩散。此外，从轮动视角看，短期人形机器人等 AI 应用、商业航天等产业层面催在积极的催化的细分领域或拐头向上，详见《聚光灯之外，哪些科技领域值得重视？-20260604》。

地产、白酒为代表的消费板块存在补涨的机会。本轮牛市中地产、白酒等消费板块相对滞涨，已具备估值和持仓“双低”。而年初以来白酒和地产基本面均已在持续回暖，近期板块利好催化也在不断出现。5 月 28 日国务院印发《城市更新“十五五”规划》，明确“好房子”建设改造等 14 项重大工程和行动。往后看，在扩内需政策基调延续积极的背景下，或具备补涨机会。

此外，关注供需格局改善的资源品。3 月以来除油气外的资源品板块同样整体表现不佳，近期国务院常务会议明确把多种矿产列入国家级战略性矿产目录，叠加 AI、新能源产业正带动部分有色领域新兴需求爆发，供需格局改善下有色等资源品板块有望持续受益。此外，牛市第三阶段成交往往进一步放量，目前牛市已步入情绪驱动的第三阶段，前期表现平淡、但盈利改善趋势明显的券商或值得关注。

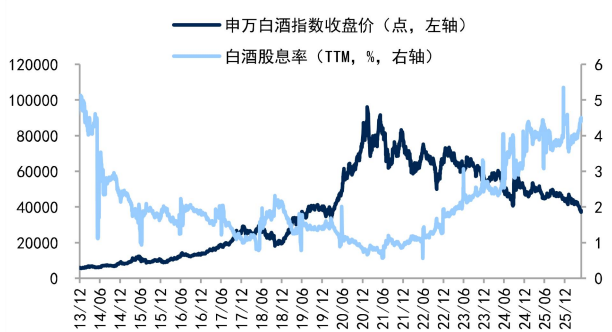
图8: 短期轮动视角看部分应用或拐头向上



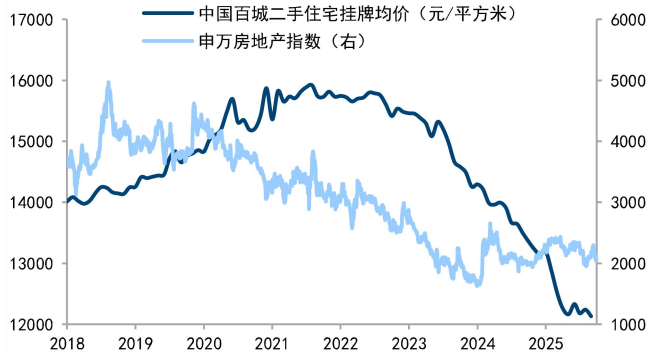
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

图9: 当前白酒股息率已回到 4.5%

图10: 年初以来房价已出现止跌企稳的迹象



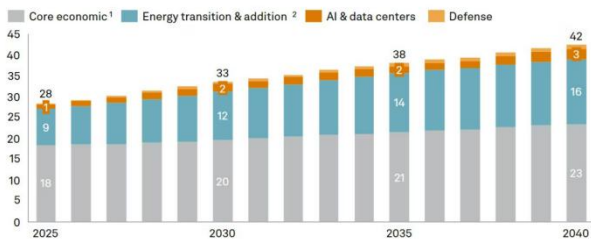
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图11: AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长

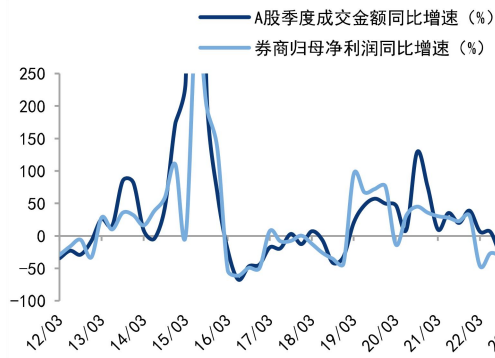
Figure 1. Global copper demand by sector (2025–2040)
Million metric tons copper (MMt Cu)



1. Includes copper demand from construction, cooling, appliances, fossil power generation, machinery and internal combustion engine (ICE) vehicles. 2. Includes copper demand from clean energy technologies, transmission and distribution (T&D) and EVs.

资料来源: 标普全球, 国信证券经济研究所整理

图12: 券商业绩与成交额高度相关



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

风险提示: 地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032