

策略周评 20260607

如何理解和应对本次科技行情的波动？

2026年06月07日

事件

A股近期行情较为颠簸。自5月14日的一根放量长阴线起，劳动节后开启的“FOMO”行情告一段落，全A从放量主升转存量震荡且重心逐渐下移，两大主线方向中，创指增速放缓、科创冲高回落，与此同时以科技硬件为代表的主线品种开始虹吸其余方向流动性。行情集中度高本身并不意味着结构脆弱，以5月6日-13日的大盘增量主升阶段为例，创业板/科创50相对全A超额分别为4.3%/7.1%，相对全部个股中位数涨跌幅的超额则分别高达7.1%/10.0%，但该阶段增量资金来自场外，市场的赚钱效应可以得到泛化，期间上涨标的超过3700家，甚至偏弱的微盘指数也获得流动性惠及；但大盘情绪转弱、进入存量行情后，主线的超额则来自场内资金存量腾挪，5月14日-6月4日，市场仅不足1000只个股录得正收益、且多集中于科技硬件（进攻性搏超额），以及少数的红利品种（平滑净值曲线、对冲科技波动），其余均成为“失血”方向，微盘指数甚至跌超11%，这会放大主线的波动——一旦短期算力之外的板块“供血”能力放缓，容易出现调仓力量衰竭，资金流向进而出现短期逆转，这也是在5月后半段起我们经常看到主线方向急跌的原因，并时常伴随低位板块试图反弹，但由于目前全市场景气方向多集中于AI基建衍生环节，资金在市场调整后也倾向于回流K型经济的“上翼”品种，这也导致算力等方向虽然筹码松动，核心品种却“跌不深”，其中具有通胀/紧缺/增量逻辑的环节甚至逆势新高。

短期看相比4月-5月上旬的主升阶段，目前市场容错率下修、参与难度提升，投资者加减仓动作也变得谨慎，本周五非农公布前后，中、日、韩、美科技股均出现明显的调整。目前市场比较关心的是，科技硬件行情的超额还会持续吗，是否会有系统性风险？盘面是否会发生中期风格切换，内需等低位品种有无超额机会？分析以上问题，首先要明确近期行情参与难度提升的原因：

1) 首先是流动性层面，最核心的是降息预期的延后和加息预期的升温，5月12日美国4月通胀数据公布后美国长债收益率开始反弹，而美伊局势继续拉锯，海峡通航没有明确的进一步改善迹象，所以美债收益率在5月下旬后有所回落，但很明显在4.4%（10Y美债）附近便开始“跌不动”，周五超预期的非农更是让本就紧张的货币政策预期“雪上加霜”。市场目前定价美联储将在明年1月前加息，美联储12月加息的概率从之前的48%上升至63%。除此之外，海内外SpaceX、两长等几个大市值公司IPO在即，部分投资者担心其对市场流动性造成冲击（包括美股若IPO虹吸，可能对非美股市形成映射性情绪影响），选择先行止盈，以上均制约了市场量能 and 情绪的回升。由于美伊、海峡后续动态难以预期，市场对于加息是否存在“抢跑”可能较难事前判断，但可以分析的是，由于美国经济的K型分化，联储短期内可能难以轻举妄动——新经济强劲制约降息空间，而呵护资本市场的必要性和旧经济的走弱又限制了加息的能力，也就是说如果短期市场进一步去交易加息、甚至过度计价，那么随后可能看到预期的回摆和修正。

2) 其次是产业层面，短期看科技景气度的预期差已经定价相对充分，潜在积极因素还需等待，低位品种则缺乏基本面改善信号。3月末-5月中这一波“AI基建品种”行情最核心的驱动在于景气能见度的提升——海外链层面，AI Coding的ToB商业化能力验证、CSP大厂整体的云收入指引和CAPEX双上修，去年四季度那种“投资者因AI创收能力不明确而在惩罚和奖励资本开支之间产生分歧”的状态得以终结，但随中美财报季结束以及GTC、Computex等大会落地，短期产业层面催化密度开始下降；国产算力和芯片半导体层面，一季报对国产算力今年有望“放量”的确认以及先进制程扩产等产业趋势已在4-5月的行情中成为共识性交易逻辑。也就是说，目前多头在等待一个景气预期进一步上修的窗口，可能是7-8月的中美财报季给出更强的指引夯实信心，并配合Agent新品进一步打开盈利空间去证明Token的“加速度”可以在正数区间维持。但由于今年以来Anthropic ARR持续上调，且（华尔街日报信息显示）Q2即将首度实现

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 孔思迈

执业证书：S0600124070019

kongsm@dwzq.com.cn

相关研究

《十大未来产业系列之三——前沿新材料》

2026-06-02

《6月度金股：坚守科技，均衡攻防》

2026-06-01

运营盈利，资金已不敢轻易去质疑 AI 的商业化潜力，一旦积极的因素累积，行情的爆发可能非常迅速，故难以轻易丢失底仓。

可以明确的是，趋势型、成长型资金永远在定价景气度的边际变化，景气赛道行情就在于形成“业绩验证→股价上涨→基金净值抬升→基金申购增加→被动加仓景气品种→进一步推高股价”的正反馈螺旋，在景气上行的方向没有被证伪、终结上述螺旋之前，低位、缺乏景气改善叙事的板块可能阶段性成为资金面再平衡的受益者，却很难持续的凝聚资金共识，这也意味着如果 AI 产业趋势没有“踩刹车”，那么低位板块的超额只能是阶段性的，过渡性的。这里做一个比较谨慎的假设，如果高油价持续推动通胀粘性且非农维持强劲，那么情况就非常类似 2021 年，6-12 月加息预期渐进式上修，虽然实际加息是在次年，但流动性预期的拐点前置到 2021 年中左右，那么 AI 的表现就会非常类似当年的新能源行情。简单回顾一下：2021 年 6 月在美联储转鹰后，全 A 涨势放缓、新能源强势行情则演绎到 10 月末，6-10 月新能源（以万得新能源指数计算）相对全 A 超额超过 70%，新能源“浓度低”的沪指则早在 2 月末就进入宽幅震荡状态，即 6-10 月这一段新能源超额行情也是典型的“结构牛”。而新能源行情见顶前后，其产业本身也出现了竞争格局转弱或供需关系松动的信号（例如光产业链上下游价格博弈加剧，动力电池方面车企密集引入二供、三供）、以及政策红利退坡等问题。也就是说，新能源行情的见顶不是流动性预期拐点这个单一因素决定的，而是在产业层面也看到了盈利能力转弱的早期信号。故本轮 AI 中期趋势的判断不能仅凭流动性做预判，更核心的是要关注产业本身是否健康，毕竟足够强劲的 EPS 上行能够对冲流动性带来的估值压力，且如果市场整体面临流动性逆风，强产业趋势方向更容易凝聚资金共识、反而具有一定“避险”属性，就像 2021 年 6-10 月的新能源。

同时，大型 IPO 对于市场的影响更多在于短期流动性逆风，决定中期趋势的还是产业景气本身的变化。以和长鑫更具可比性的 SMIC 为例，2020 年 7 月 16 日回 A 上市当日，万得半导体指数/万得全 A 分别-2.96%/ -4.84%，上市前一日则分别-5.1%/ -1.88%，短期的上市虹吸以及博弈性资金“卖现实”的确对行情带来冲击，但由于供需错配带来的景气支撑，半导体板块在当年 10 月末重回中期级别升势，直至 2021Q3 半导体周期本身见顶、行情才见顶；而全 A 方面，2020 年 7 月-当年末盘整的原因不仅是 IPO 常态化，还包括退出疫情应急宽松、中美摩擦升级等，而随年底中央经济工作会议明确财政和货币政策不会“急转弯”，以及海内外经济复苏共振之下上市公司盈利超预期，全 A 再回上行通道。

回头看目前的 AI，由于增速持续的 Beats、预期足够乐观，不论是产业本身的发展还是资本市场的估值，都还没有明显的受到利率的压制，同时由于壁垒较新能源时期整体提高，在 AI 基建链条的制造端也还没有看到竞争格局的趋弱的前兆信号，至少不能左侧去判定行情的中期顶部。同时需要承认的是，我们无法去押注流动性预期一定会改善，AI 商业化能力的上修，可以认为是大概率，却不能认为是百分百的。在这样一个不够明朗的混沌期，需要去清理一些“或有”的机会，更多去聚焦确定性：如果加息预期不断强化，那么相比还在承压的传统经济，景气的 AI 受利率冲击会更小；如果未来 AI 上游的制造链条出现单一环节供给重复、增收难增利的预期，那么良率高、客户粘性强、有供应链管控优势的龙头公司要比中部和尾部玩家更具韧性；如果接下来要忍受阶段性的风险偏好逆风，那么业绩能见度高的方向更易获得资金锁筹和逢低补仓。

总结

综合以上可以得出结论：1) 加息预期前置并非科技行情见顶的充分条件，目前 AI 产业趋势没有放缓的信号，不能左侧预判中期顶部，且一旦积极的信号出现、资金的定价会非常迅速，那么短期因流动性、风险偏好逆风带来的调整很可能是“假摔”，不宜完全撤退，调整至低波动状态后可回补龙头品种，产业层面高度关注 AI 商业化能力进展（观察指标如 Anthropic 等模型大厂的 ARR，Token 消耗的“加速度”等）；2) 流动性形势的不明朗，缺乏 EPS 支撑的科技品种后续行情是“或有”的，一旦加息预期不能够回摆，上述方向缺乏锁仓资金、风险较大；3) 在这样的一个行情混沌

期，低位品种在缺乏叙事逻辑的情况下行情较为随机，走出持续性有难度、更难共振大盘，往往是阶段性或者过渡性行情，更适合以对冲科技波动、平滑曲线视角进行关注的是优质红利个股，以及泛能源当中受益于新叙事（例如厄尔尼诺）的方向；储能等目前行情锐度不足但景气比较扎实的品种适合从中线维度进行关注。

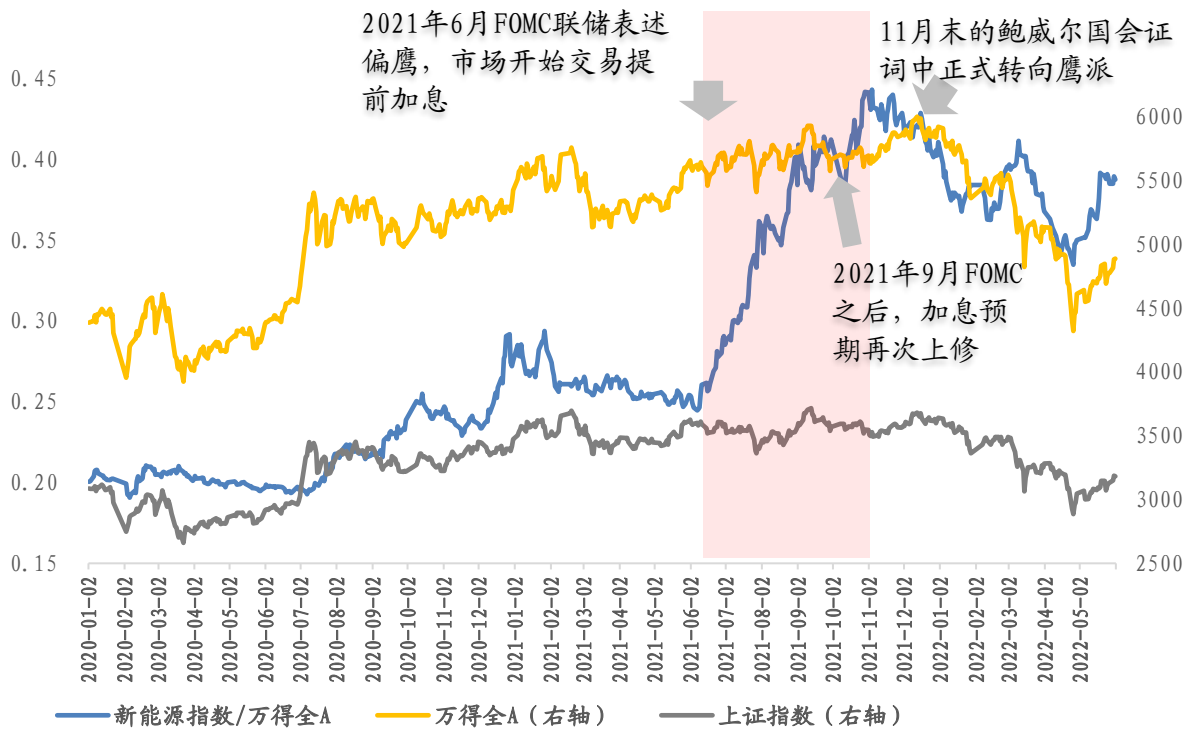
■ **风险提示：**经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外政策不确定性等

表1: 5.14 大盘转震荡后, 流动性向头部品种聚焦, 市场高度结构化

区间	全A上涨家数	全A 涨跌幅(%)	创业板指 涨跌幅(%)	创业板50 涨跌幅(%)	科创50 涨跌幅(%)	科创200 涨跌幅(%)	万得微盘指数 涨跌幅(%)	全A个股涨跌幅 中位数(%)
2026年5月6日-5月13日	3729	5.53	9.82	10.84	12.67	10.94	1.78	2.71
2026年5月14日-6月4日	931	-4.70	1.25	2.48	-1.81	-5.62	-12.84	-11.73
2026年5月6日-6月4日	1461	0.57	1.20	3.59	0.63	4.70	-11.29	-9.40

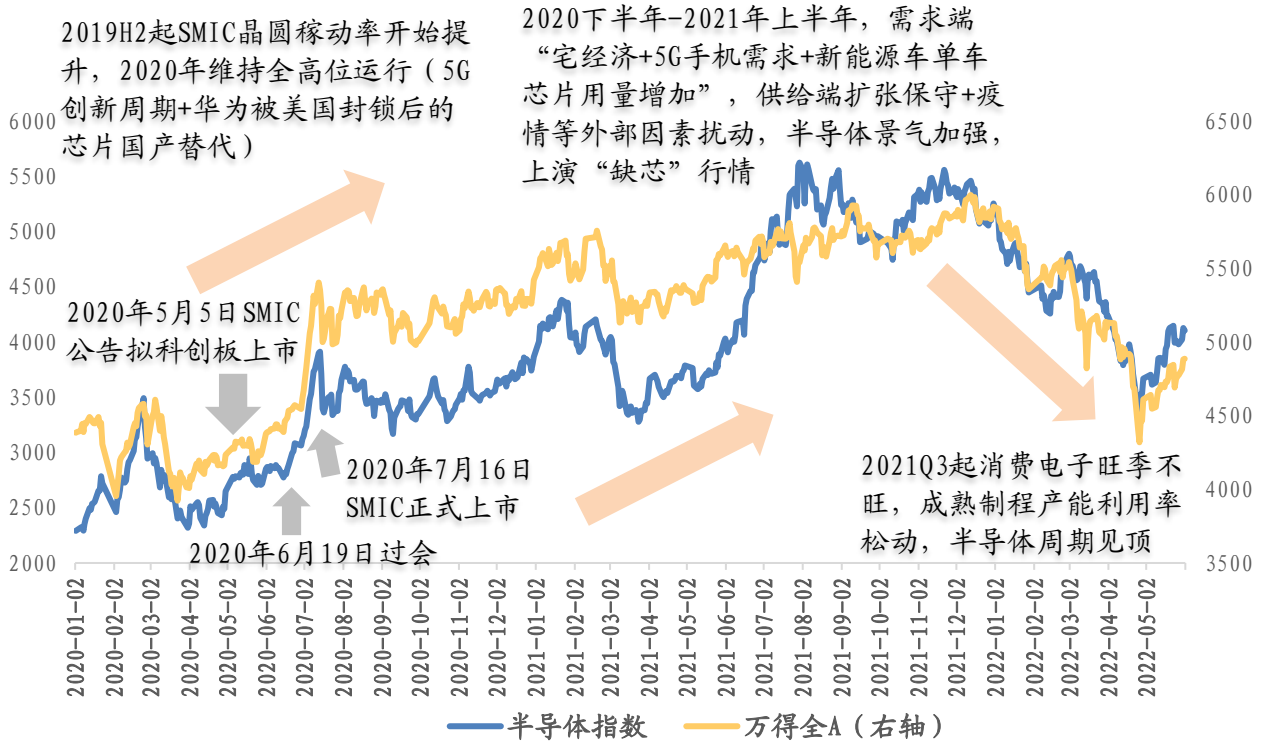
数据来源: 东吴证券研究所

图1: 2021年新能源行情复盘(单位: 点)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: SMIC 上市前后半导体行情复盘 (单位: 点)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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>