

2026年06月14日

先阶段性再平衡，但长期主线或还是科技

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 这不是科技退潮，而是高拥挤交易后的阶段性再平衡

自 5.14 至本周一（6.8），市场出现了较为显著的调整；而自本周二以来的反弹，则出现了较为显著的“再平衡”现象：涨幅前五的行业不再是前期一骑绝尘的“硬科技”品种，而是有色、化工、建材、非银、银行的周期和金融组合。我们认为，当前市场调整越来越像 2025 年 11 月：并不是科技产业趋势被证伪，也不是牛市主线发生根本切换，而是在“科技叙事阶段性扰动 + 交易结构过度拥挤 + 利率预期上行 + 非科技方向出现阶段性催化”的共同作用下，市场进入一次阶段性再平衡。

● 当前越来越像 2025 年 11 月：调整背景相似

调整背景相似：都是科技叙事扰动、利率上行、拥挤度上行与非科技方向阶段性承接的叠加。（1）2025 年 11 月调整由四类因素共同触发：AI 泡沫论升温、美债利率上行、科技呈现拥挤、A 股季报中周期方向出现阶段性底部反转迹象。（2）当前调整同样具备类似特征：AI 硬件利益分配格局出现扰动、微观结构再次拥挤、加息预期快速上行、SpaceX 融资抽水约 750 亿美元，美伊以冲突波动加剧。因此，当前调整并不是单一事件冲击，而是多因素叠加后的阶段性再平衡，和 2025 年 11 月具有较强可比性。

● 短期再平衡：催化来自科技拥挤消化与油价压力缓和

2025 年 11 月的再平衡本质是：科技交易过度拥挤，同时 AI 叙事阶段性受挫，而周期方向在基本上出现底部反转的“积极催化”。所以当科技调整时，资金并没有离开市场，而是阶段性流向有色、化工等方向，形成了周期与科技之间的再平衡。当前再平衡的催化则来自两方面：一方面，科技拥挤度过高，部分资金有阶段性兑现和切换需求；另一方面，美伊以冲突出现阶段性改善迹象，油价波动率有望下降，有色、化工等此前受到压制的方向迎来修复窗口。

● 再平衡之后：寻找“二次点火 + 叙事张力”

2025 年 11 月调整结束后，市场确实重新上行，但从复盘数据看，表现最强的并不是简单意义上的“科技整体”。真正领涨的方向，更多集中在有色、石油石化、基础化工、建材、军工、钢铁等基本面出现了“反转逻辑”的强势方向；另一方面，2025 年 12 月至 2026 年 2 月最亮眼的品种，则是符合“买新不买旧，买大不买小”逻辑下的强主题品种：商业航天。这说明，2025 年 11 月之后的核心启示并不是“科技调整后一定继续最强”，而是：牛市中的阶段性再平衡结束后，市场会重新寻找下一批能够承接风险偏好、同时具备基本面边际改善的方向。换句话说，再平衡之后，市场买的不是简单的行业标签，而是“二次点火 + 叙事张力”。

● 投资建议：短期再平衡，中期寻找科技映射下的二次点火

短期看，可以关注再平衡方向，尤其是受到油价波动、风险偏好和科技虹吸压制的有色、化工等顺周期品种。但中期看，重心不应停留在简单的顺周期修复，也不应机械回到前期最拥挤的科技方向，而应寻找“二次点火 + 叙事张力”的交集。重点关注四类“二次点火 + 叙事张力”方向：

- （1）科技内部具备盈利验证和边际改善的方向：国产算力、半导体、AI 硬件链中真正有订单和利润兑现的环节；
- （2）科技外溢带来的新景气方向：电力设备、电力、能源金属、液冷等；
- （3）具备产业趋势和叙事扩张能力的新方向：商业航天、军工、低空经济、机器人等；
- （4）阶段性再平衡中具备修复弹性的方向：有色、化工、机械设备等，但需要进一步筛选是否具备持续的 G 和 ΔG 。

● 风险提示：宏观政策超预期变动；地缘风险超预期升级；历史不代表未来。

相关研究报告

《从景气验证到预期定价：“景气预期”行业比较框架——“组合管理”系列报告之三》-2026.6.11

《隔夜海外市场点评：信息不对称放大市场波动——投资策略点评》-2026.6.10

《机构关注度环比回升：通信、社会服务和综合——投资策略点评》-2026.6.8

目 录

1、这不是科技退潮，而是高拥挤交易后的阶段性再平衡.....	3
2、当前越来越像 2025 年 11 月的要素对比.....	4
3、为什么短期会出现再平衡？催化来自科技拥挤消化与油价压力缓和.....	5
4、再平衡之后，买什么？不是简单回到科技，而是寻找“二次点火 + 叙事张力”.....	5
5、投资建议：短期再平衡，中期寻找科技映射下的二次点火.....	7
6、风险提示.....	7

图表目录

图 1：A 股自 5.14 至 6.8 出现了较为明显的调整.....	3
图 2：6.9-6.12 的行业涨幅则呈现显著的“再平衡”.....	4
图 3：2025 年 11-12 月调整结束后至美伊以冲突前，市场并非单一风格占优.....	6
图 4：2025 年 11-12 月调整结束后至美伊以冲突前，小金属和商业航天品种表现突出.....	6

1、这不是科技退潮，而是高拥挤交易后的阶段性再平衡

自 5.14 至本周一（6.8），市场出现了较为显著的调整；而自本周二以来的反弹，则出现了较为显著的“再平衡”现象：涨幅前五的行业不再是前期一骑绝尘的“硬科技”品种，而是有色、化工、建材、非银、银行的周期和金融组合。部分投资者开始担心：科技要退潮了？

我们认为，当前市场调整越来越像 2025 年 11 月：并不是科技产业趋势被证伪，也不是牛市主线发生根本切换，而是在“科技叙事阶段性扰动 + 交易结构过度拥挤 + 利率预期上行 + 非科技方向出现阶段性催化”的共同作用下，市场进入一次阶段性再平衡。

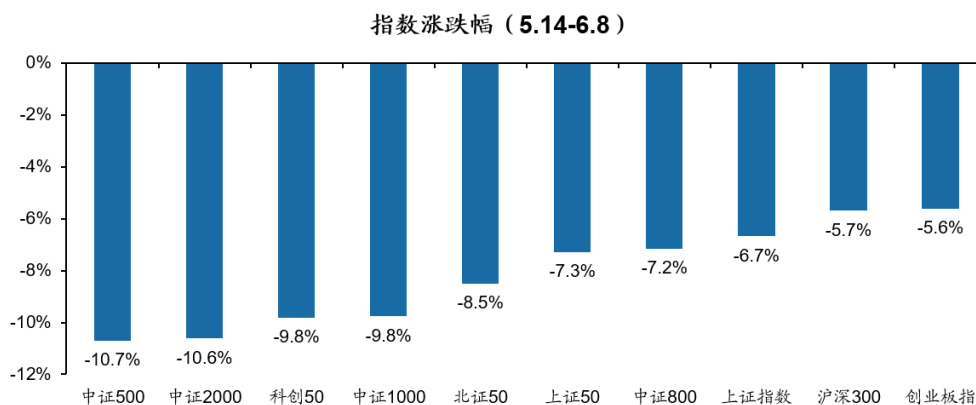
但需要强调的是，2025 年 11 月之后，市场并不是简单回到“科技最强”，而是重新寻找同时具备两类特征的方向：

一是基本面出现边际改善，也就是具备 G 和 ΔG 的“二次点火”；

二是具备较强叙事张力，能够重新承接风险偏好和资金定价。

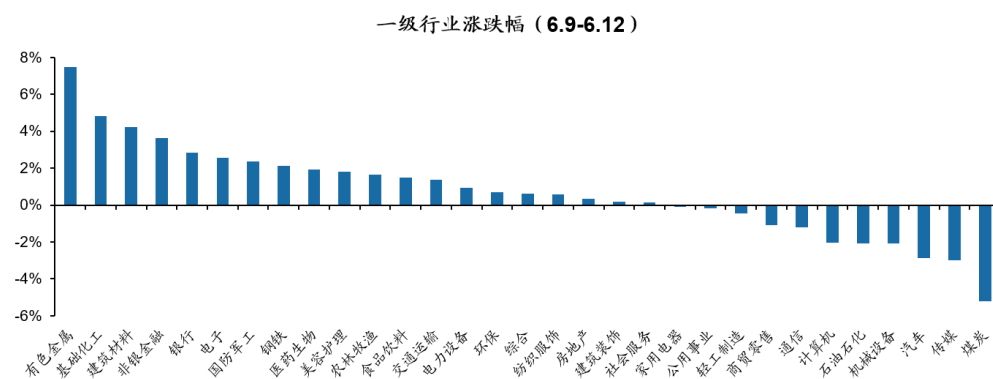
因此，当前的核心不是“从科技切走”，也不是“无脑回科技”，而是在阶段性再平衡之后，寻找下一批“二次点火 + 叙事张力”的方向。短期看，有色、化工等顺周期方向具备阶段性修复条件；但中期看，市场并不是简单从科技切向周期，而是会重新寻找 G 和 ΔG 兼备、同时具备叙事扩张能力的“二次点火”品种。科技仍然是最重要的主线来源，但后续市场定价的核心，将从“科技标签”进一步切向“科技映射下的盈利验证、产业扩散和新叙事催化”。

图1：A股自 5.14 至 6.8 出现了较为明显的调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：6.9-6.12 的行业涨幅则呈现显著的“再平衡”



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、当前越来越像 2025 年 11 月的要素对比

核心原因是，调整背景相似：都是科技叙事扰动、利率上行、拥挤度上行与非科技方向阶段性承接的叠加

(1) 2025 年 11 月调整由四类因素共同触发：

- ①AI 泡沫论升温：甲骨文等 CAPEX 可持续性受到质疑；
- ②美债利率上行，对成长估值形成阶段性压制；
- ③科技呈现拥挤：TMT 成交额集中度突破 40%；

④A 股三季报中周期方向出现阶段性底部反转迹象，有色、化工等方向在科技调整期间承接资金。

(2) 当前调整同样具备类似特征：

①AI 硬件利益分配格局出现扰动：英伟达 Rubin 调整、博通指引变化，引发市场对硬件链盈利分配的再评估；

②微观结构再次拥挤：A 股前 5% 成交额个股集中度一度超过 45%；

③加息预期快速上行，对高估值成长形成压制；

④SpaceX 融资抽水约 750 亿美元，美伊以冲突波动加剧，对全球风险偏好和 AI 硬件链资金形成阶段性扰动。

因此，当前调整并不是单一事件冲击，而是多因素叠加后的阶段性再平衡，和 2025 年 11 月具有较强可比性。

3、为什么短期会出现再平衡？催化来自科技拥挤消化与油价压力缓和

(1) 2025 年 11 月：周期与科技的再平衡

2025 年 11 月的本质是：科技交易过度拥挤，同时 AI 叙事阶段性受挫，而周期方向在基本上出现底部反转的“积极催化”。

所以当科技调整时，资金并没有离开市场，而是阶段性流向有色、化工等方向，形成了周期与科技之间的再平衡。

(2) 当前：再平衡催化来自美伊以冲突阶段性改善、拥挤度的消化

当前再平衡的催化则来自两方面：一方面，科技拥挤度过高，部分资金有阶段性兑现和切换需求；另一方面，据新华社报道，伊媒公布伊美谅解备忘录新细节，美伊以冲突出现阶段性改善迹象，油价波动率有望下降，有色、化工等此前受到压制的方向迎来修复窗口。我们在 3.15《下一个信号：波动率收敛》明确提出，波动率收敛是一个对美伊以冲突的非常重要的观测方向。OVX 则是原油波动率观测的重要指标。

因此，短期再平衡的方向可能仍然集中在有色、化工等顺周期品种。但需要强调的是，这更像是压力缓和后的阶段性修复，而不是主线彻底切换。

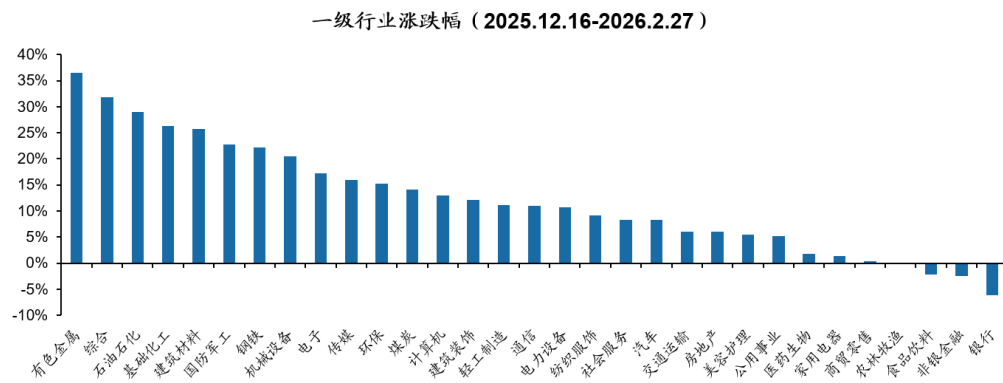
4、再平衡之后，买什么？不是简单回到科技，而是寻找“二次点火 + 叙事张力”

(1) 2025 年 11 月之后的启示：再平衡之后，市场买的不是单一风格，而是新一轮主线线索

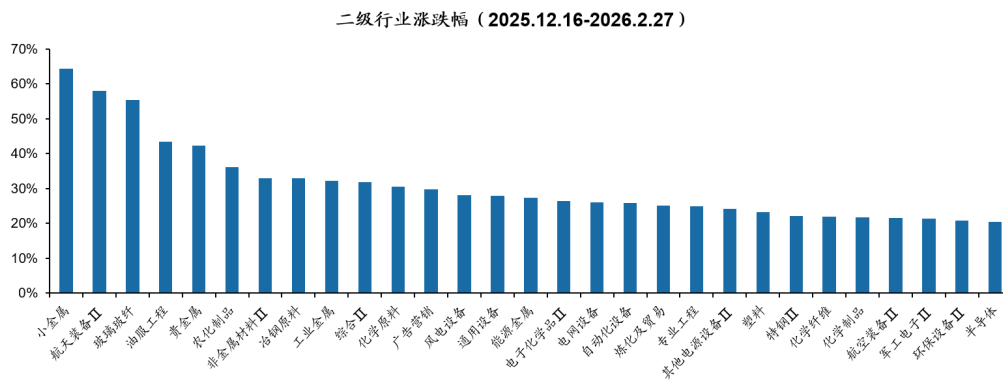
2025 年 11 月调整结束后，市场确实重新上行，但从复盘数据看，表现最强的并不是简单意义上的“科技整体”。真正领涨的方向，更多集中在有色、石油石化、基础化工、建材、军工、钢铁、机械等基本面出现了“反转逻辑”的强势方向；科技内部的电子、传媒、计算机、通信也有表现，但并不是绝对领先。

另一方面，2025 年 12 月至 2026 年 2 月最亮眼的品种，则是符合“买新不买旧，买大不买小”逻辑下的强主题品种：商业航天。

这说明，2025 年 11 月之后的核心启示并不是“科技调整后一定继续最强”，而是：**牛市中的阶段性再平衡结束后，市场会重新寻找下一批能够承接风险偏好、同时具备基本面边际改善的方向。**换句话说，再平衡之后，市场买的不是简单的行业标签，而是“二次点火 + 叙事张力”。

图3：2025年11-12月调整结束后至美伊以冲突前，市场并非单一风格占优


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025年11-12月调整结束后至美伊以冲突前，小金属和商业航天品种表现突出


数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）什么是“二次点火 + 叙事张力”？

所谓“二次点火”，是指方向本身不仅有景气度 G ，还要有边际改善 ΔG 。单纯低位、单纯补涨、单纯防御，只能带来阶段性反弹；真正能够成为再平衡之后新主线的方向，必须能够证明盈利改善、产业趋势或订单验证正在继续强化。

所谓“叙事张力”，是指这个方向不仅要有基本面改善，还要有足够大的空间想象力，能够承接风险偏好重新扩张。2025年11月之后，市场一方面买有色、化工等周期修复，另一方面也继续挖掘商业航天等新叙事，本质上都是在寻找“基本面边际改善 + 叙事扩张能力”的交集。

因此，当前我们不应该把问题简单化为“科技还是周期”，而应该进一步问：哪些方向既有 G 和 ΔG ，又有新的产业叙事可以讲？

（3）为什么说后续科技仍然是最重要的方向来源？

虽然 2025 年 11 月后的复盘并未指向“科技整体绝对最强”的简单结论，但这并不意味着当前的科技主线已经结束。

从自上而下看，宏观与政策仍然指向科技突破、自主可控、产业升级和新质生产力；从自下而上看，科技产业仍然在持续出现订单验证、盈利改善和新场景扩散。更重要的是，很多非科技方向的再点火，本身也来自科技产业趋势的外溢，例如电力设备、电力、能源金属、液冷、军工、商业航天等。

所以，后续主线不一定表现为狭义 TMT 全面领涨，但大概率仍然围绕科技产业趋势展开：一部分在科技内部完成二次点火，一部分在科技外溢方向形成新的盈利弹性，一部分则在新产业叙事中被重新定价。

5、投资建议：短期再平衡，中期寻找科技映射下的二次点火

短期看，可以关注再平衡方向，尤其是此前受到油价波动、风险偏好和科技虹吸压制的有色、化工等顺周期品种。

但中期看，配置重心不应停留在简单的顺周期修复，也不应机械回到前期最拥挤的科技方向，而应寻找“二次点火 + 叙事张力”的交集。

重点关注四类“二次点火 + 叙事张力”方向：

(1) 科技内部具备盈利验证和边际改善的方向：国产算力、半导体、AI 硬件链中真正有订单和利润兑现的环节；

(2) 科技外溢带来的新景气方向：电力设备、电力、能源金属、液冷等；

(3) 具备产业趋势和叙事扩张能力的新方向：商业航天、军工、低空经济、机器人等；

(4) 阶段性再平衡中具备修复弹性的方向：有色、化工、机械设备等，但需要进一步筛选是否具备持续的 G 和 ΔG 。

6、风险提示

宏观政策超预期变动；

地缘政治超预期升级风险；

历史数据不代表未来表现。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn