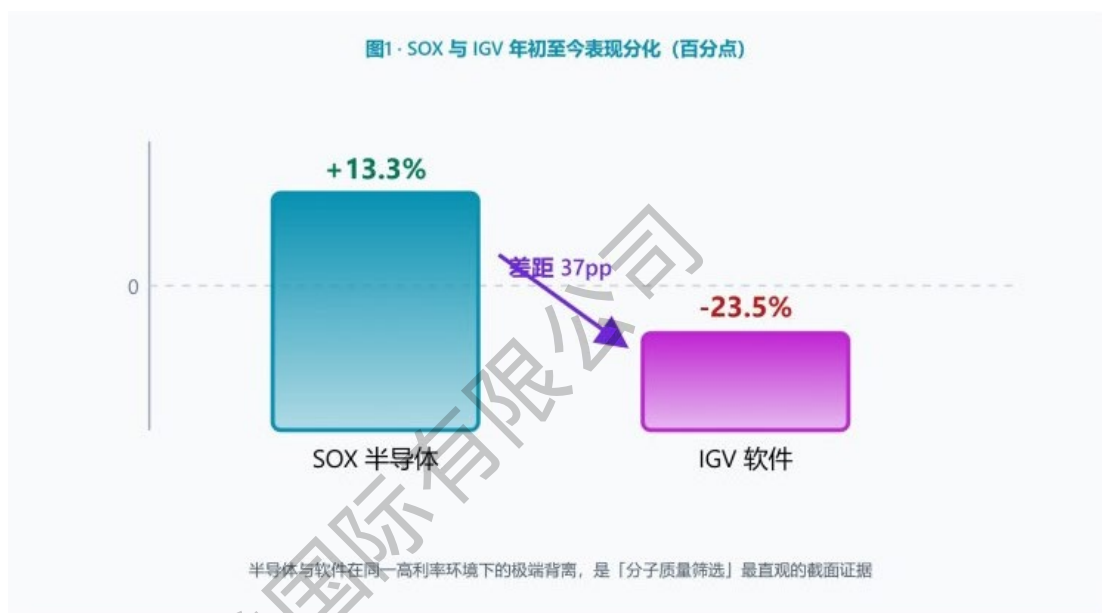


## 20260518—高利率和高位纳指是不是背离？

很难说是。但是高增长、高利率高通胀必然伴随高波动。高增长资产对抗宏观压力只有两种死法，或者业绩证伪了(如微软，BABA)，或者有更强景气资产出现抢了他的裤子(如 23 年的光模块凌虐锂电)。盯着这两个就好，其他不是大问题。



当前市场不是股债背离，而是高利率环境下对分子质量的精确定价——这与 2023 年 03-04 的市场结构高度相似，但分化更加极端。

2026 年 5 月的宏观底座是“三高共存”：高增长 (AI capex \$755-805B

2026E/\$1.1T2027E)、高通胀 (CPI 3.8% 创近年新高，能源贡献 40%+)、高利率 (10Y 4.595%、30Y 突破 5.12%、穆迪降级 Aaa - Aa1)。但滞胀风险不大——增长的质量很高 (AI 硬数据全栈验证)、通胀成因是外生的 (霍尔木兹封锁推升油价)、利率冻结的久期有限 (Warsh 在听证会中强调 AI 通缩效应和生产率提升，加息门槛仍很高，更准确的判断是降息推迟至 2027 而非加息)。

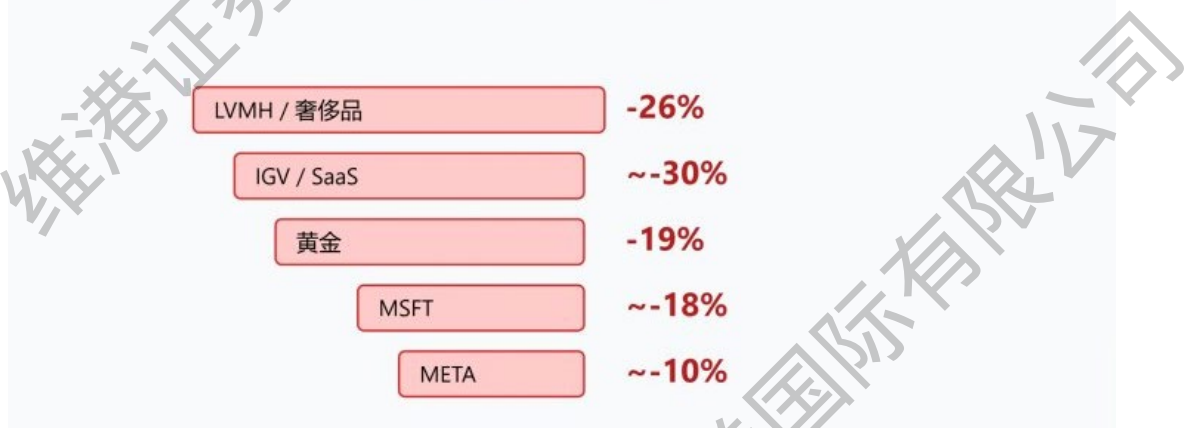
市场定价逻辑完全自治：SOX +13.3% YTD VS IGV -23.5% YTD，37 个百分点的差距创历史纪录——半导体用 WFE>30%、NAND +60% OOO、HBM 供不应求的硬数据免疫了利率压力，而 SaaS 的 EV/NTM sales 已斥缩至 5.8 倍跌破 COVID 低点，15-25% 的增速无法支撑 40 倍 PE。S&P500 剔除 AI 股后仅涨 16% (含 AI 涨 142%)，Top 10 贡献近期反弹的 69%——这不是泡沫信号，而是分子质量筛选的极端表现。

图2 · 2023 Q3-Q4 与 2026 Q2 关键宏观指标对比 (示意)



同样的逻辑精确解释了 Hyperscaler 内部的分化: NVDA 在 ATH 附近(卖铲人), GOOGL/AMZN 稳健(分子够强), 而 META-10%/MSFT-18%/ORCL-7%(capex 暴增但当期收入不匹配, METAFCF 预计 2027 年-\$24B, \$238B non-cancellable obligations 锁定)。

图3 · 弱分子资产近期表现一览 (%)



全球弱分子资产共振下跌: LVMH-26%YTD(1980 年以来最差)、恒生科技从高点回落(位数增速+外资流出)、黄金从\$5,589 回落至\$4,530 (-19%, 30Y>5%+美元走强压制)。

行业集群多空排序的核心框架: 10Y 4.6%是筛选器, 不是绞刑架—能通过筛选的继续上涨, 通不过的继续下跌。多头排序: 半导体设备(WFE>30%)>存储(全链条涨价验证+CXMT 01 净利率 65%侧面确认)>CPU/ASIC(AMD DC+57%+INTC 非线性增长潜力)> Neocloud(NBIS 已验证盈利)>模拟芯片(TXN DC+90%+涨价 alpha)>光通信(NVDA 站队)>铜矿(AI 基建+通胀对冲)>A 股设备(CXMT 暴利确定性)>储能电池(CATL ATH)>电力设备。空头排序: 奢侈品(分子恶化+分母收紧双杀)>SaaS(低于 COVID 估值底)>Capex Hyperscaler (FCF 久期陷阱)>恒生科技>黄金>消费类半导体>下游炼化。

图4·分化定价四层框架



六个关键翻转触发器决定这套多空框架的有效期:5/20 NVDA 业绩(AI 景气最高验证)、5/28 PCE 数据(利率冻结久 6/17 Warsh 首次 FOMC(鹰鸽定调)、霍尔木兹停火(油价一通胀链条期)、5/28 CRM 财报(软件 Wave 2 是否启动)、是否断裂)、CXMT IPO 定价(A 股存储情绪)。在这些事件落地之前, "高景气免疫、弱分子被杀"的分化格局大概率延续。

图5·行业集群多空排序景气评分 (5 星制示意)

