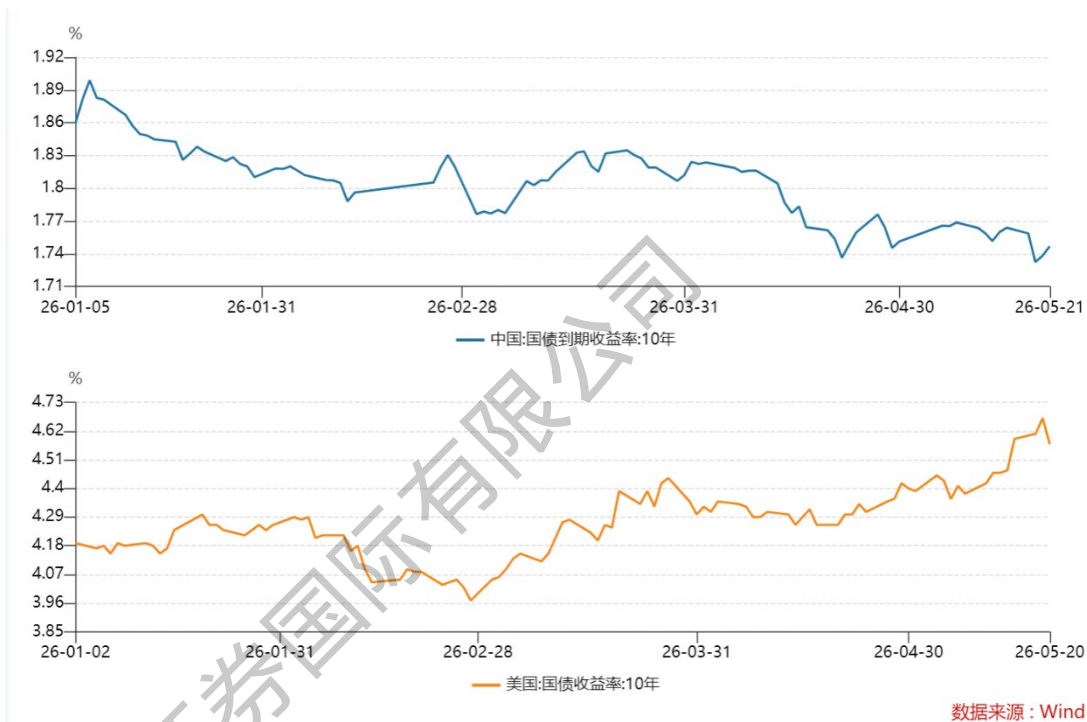


20260521—钱多了，钱少了：怎么评估流动性拐点对权益市场影响

远谈不上宏观利空，影响幅度远小于3月海峡；但是对抑制流动性过于宽松、投机过于旺盛是有指导意义的。缩量做核心资产聚焦，不以熊市思维面对技术变革周期。



今天华创章鱼总的报告流传很广，也有不少人归因认为流动性拐点是A股承压的原因。这里应该说最多是 one of the reasons, 直接原因来看，下跌是因为涨得太离谱。什么叫过热，一个一眼假的3nm制程小作文写出来拉半导体，一个玻璃基板远期意向合作协议拉一字板，这就是过热。

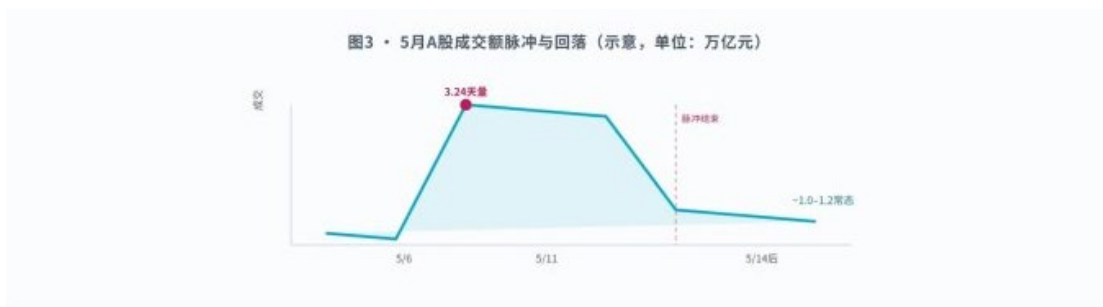
瞎TM涨，对应乱TM跌，镜像又匹配。先是涨得看不懂然后才是跌得看不懂。



那么说回来，不是宏观本身出了变化，而是蒙眼狂奔不看宏观这个事情本身不靠谱。聊了半天美联储紧缩风险，美债利率居高不下风险，美股内部严重分化，热门区域回调幅度也不小，英伟达这种业绩也就是个高开低走，如果是降息区间早上天了。

所以对4000以上的A股就觉得这个问题不存在那不合适，4月社零、固投数据是“卧槽”级别的呈现，不可讨论，谁说谁炸号。YM的新态度是删除了“降准降息”的表述，高度关注输入性通胀。

那么对应这个环境，国内利率上行风险是大于下行概率的，中美背离的利率有相互回归空间。在熊市区间，通胀+利率担忧是泥沙俱下。但现在是牛市，可参考的样本是市场成交量下滑，风险偏好下降；存量资金继续追寻确定性景气资产对抗宏观压力，回避小作文资产。



举例来说 2020 年 8-10 月 YM 引导流动性收缩，当时推动市场成交热度大幅放大的券商和军工涨完熄火；但是锂电和光伏继续强。

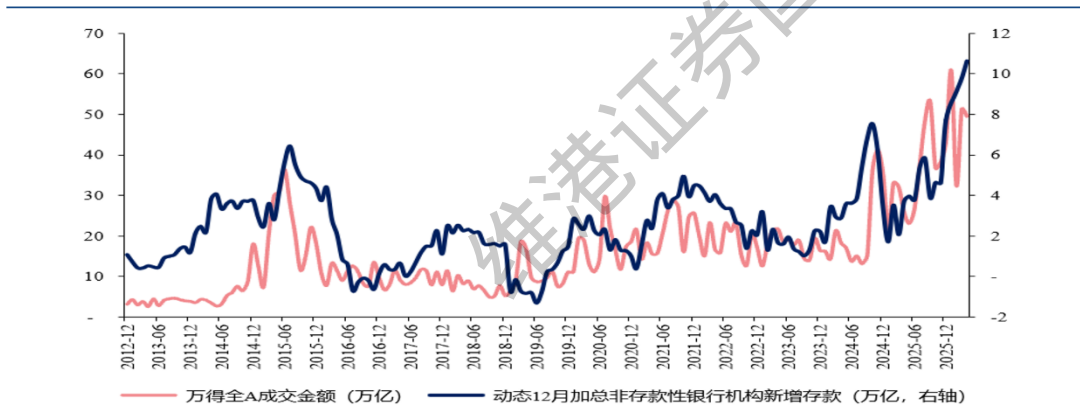
比如去年 10-12 月同样是流动性收缩，30 年国债调整、A 股缩量，但光和有色仍穿越。



国内总量分母目前还是“侧面推动降风偏”的作用，并没有到“正面推动分母紧缩”这个程度，即不至于出现类似 2023 年三四季度抽水化债，股债一起跌的情况。

对应权益市场即仓位越打越宽、轮动越来越扩散到仓位更加集中收束，回归业绩确定性资产，不要挖补涨了。当然这个挺废话的，任何时候说出来都对，衡量标准也简单，1-4 月涨幅少、5 月往后才想起来涨的应小心，流动性而非基本面驱动的概率大一基本面真好，要涨早涨了能轮到现在才被发现？另外一个衡量自己风偏的标准就是看自己持仓，如果看着光模块光纤 PCB 这堆东西位置高了、基本面太白了感觉不性感，就想找点几地板炮冷门的、老乡肌肉记忆好的、美股没听说过就 A 股自己有的，那这大概率说明你风偏还是太高，得降一降。

图表 5 非银机构存款和万得全 A 成交基本同步



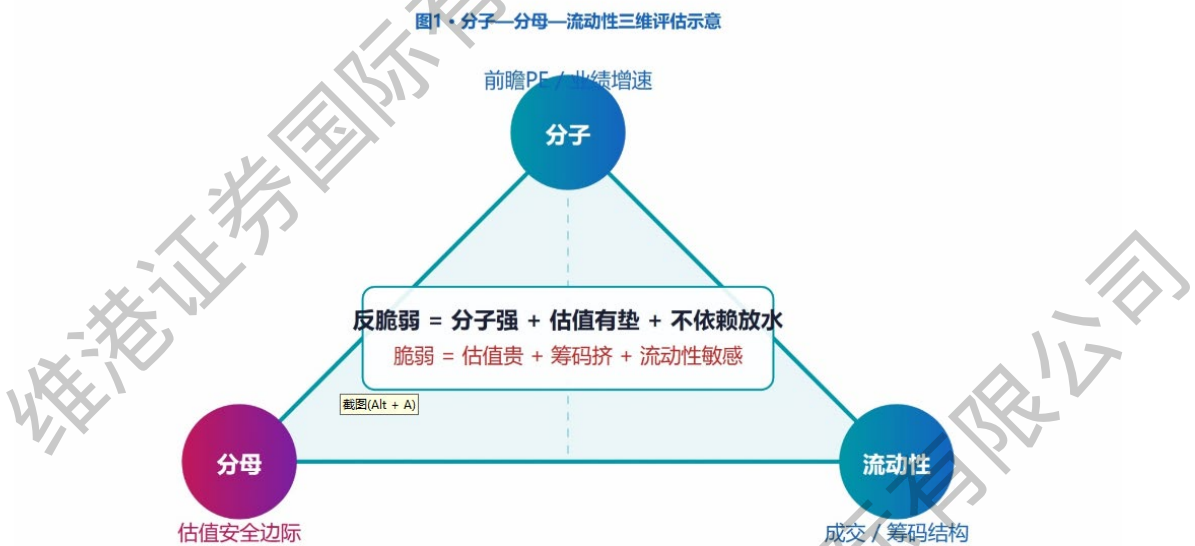
资料来源：Wind，华创证券注：1、非存款性银行机构包含：银行业非存款类金融机构（信托公司，金融资产管理部门，金融租赁公司，汽车金融公司，贷款公司，货币经纪公司），证券业金融机构，保险业金融机构，交易及结算类金融机构，金融控股公司，其他（小额贷款公司）等。这一数据来自其他存款性公司对其他金融性公司负债。2、动态 12 月加总为其他存款性公司对其他金融性公司负债这一数据的同比作差，表达过去 12 个月的新增规模。

回到以光模块为代表的确认高景气(月 A 股相对美股低估值)区域来说,有码问题、有缩量后的流动性问题,但是唯独谈不上基本面问题,国内流动性环境的影响最多是季度级别,需求释放的周期明显更长。只是缩量后会难以避免出现 A 股特色,自己给自己编小作文,如今年 1 月市场流动性下滑风偏下降后,莫名其妙的“CPO 利空光模块”作文,记得上次的经验教训,这次不要上当。



具体行业分析:省流,相信光,然后下面的都不用看了。

在市场成交巨量叠加宏观流动性“量变的开始”的背景下,复盘 2023 年 8-10 月(央行 MLF 缩量+北向净流出)和 2026 年 1-2 月(汇金减持+保证金上调)两段流动性退潮期,规律明确:



高估值+低业绩确定性+筹码拥挤的板块最脆弱,低估值+高分红或业绩高增速兑现的板块最反脆弱

反脆弱第一梯队是光模块龙头,01 营收增速+192%/+106%, forward PE 回落至 37 倍, PEG 不到 0.5, 800G 到 1.6T 升级路径确定,绑定全球 AI 算力出货,是 A 股稀缺的“分子极强+估值可消化”组合。但同板块高 PE 标的(静态 126-138 倍、大客户依赖、毛利率下滑)则归入脆弱梯队。

高股息红利板块是流动性退潮期的经典防御底仓,煤炭/银行/电力公用事业 PE 仅 5-7 倍、股息率 5%以上,险资社保持续增配,2023 年三季度煤炭逆势涨 12%的历史可参照。锂电龙头 forward PE 仅 21.8 倍,01 净利增 49%动力电池全球市占重返 50%,是科技龙头中估值安全边际最高的,CPU 产业链受益于 Agent AI 驱动的 CPU supercycle, DDR5 内存接口芯片全球份额超 40%,高盛上调目标价,最气确定性高。

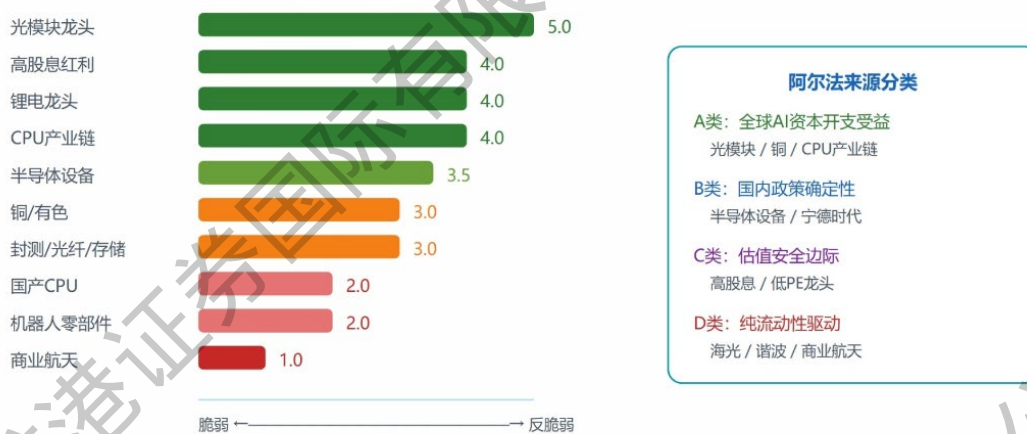
需要特别警惕两个此前被高估的方向。

半导体设备从反脆弱下调至中性偏正——国产替代长逻辑不变，但筹码层面出现“涨停出货”信号(涨停当天主力净流出近6亿)，Q1 净利增速从31%骤降至仅3.4%，且全球设备龙头没有同步创新高，A股单独上涨是国内流动性驱动而非全球景气共振，这正是Cell 2“误判区”的经典模式。

铜及有色从反脆弱下调至中性——分子极强(Q1 净利近翻倍)但高利率估值压制已在发生，代表性铜矿龙头从1月高点回调27%，Warsh 零降息+美元偏强+实际利率上升在系统性压制商品估值，需等美元指数回落至98以下或Fed立场转向再重新加仓。

脆弱梯队则是纯流动性驱动的高PE标的：国产CPU(静态PE 303倍、市值超8000亿但Q1 净利仅不到7亿)、机器人零部件(429倍PE、产业化仍在远期)、商业航天(亏损且公司自己公告股价涨幅与业绩不匹配)。这些板块在2023年三季度科创50跌5.8%、2026年初算力链跌15-25%中都是首批被卖出的标的，流动性退潮时历史会重演。

图2·板块反脆弱评级可视化(星级越高越反脆弱)



行业阿尔法来源分四类：

A类全球AI分子驱动(光模块/CPU链)最优，不受中国内需疲弱影响；

B类国内政策确定性(半导体设备/锂电)次优但需警惕筹码；

C类估值安全边际(红利/锂电龙头)是防御底仓；

D类纯流动性驱动(高PE成长/航天)最危险，应在流动性退潮确认前完成减持。