

# A股不是牛市也不是熊市， 是一场极值对赌 · 全文合订

## 目录 · CONTENTS

- 01 买你的白酒去吧，老登：一句朋友圈骂战撕开2026年的A股
- 02 寒武纪市值破万亿那晚，公司自己连夜发了风险提示
- 03 42家银行全破净，19家不到五折：便宜却分三种成色
- 04 赢的不是「小登」，是AI算力：计算机-12%的另一半真相
- 05 从+33%到-30%：「A杀」不是意外，是拥挤的物理规律
- 06 2007年的中石油、2015年的安硕、2021年的茅台、2026年的寒武纪
- 07 ETF追科创，险资买银行：谁在替谁计时
- 08 下半年别猜方向，就盯这一根分界线

## 买你的白酒去吧，老登：一句朋友圈骂战撕开2026年的A股

187只新高对1653只新低，大盘+3.16%背后的风格内战

2025年9月，凌鹏在公众号里质疑一项乐观预测：中际旭创2027年净利润超过250亿元。

国盛通信分析师赵丕业在朋友圈回了一句：

「买你的白酒去吧，老登。」

到了2026年上半年，这句骂战有了行情注脚：上证指数上涨**3.16%**，电子行业上涨**86.29%**，商贸零售下跌**29.42%**；6月22日，**187只**股票创历史新高，另一边却有**1653只**创近一年新低。

一句朋友圈，为什么能从行业争论烧成A股的身份战争？

“老登”不是年龄，是一张阵营地图

先把规矩立住。

“老登/小登”定义框 “老登股”是社区对银行、地产、白酒、煤炭、红利等传统价值方向的戏称，茅台、海天、人寿、长江电力常被拿来举例。“小登股”则多指科创、AI算力、CPO等成长方向。这是一套社区画像，不是学术分类，更不能替代具体行业和公司分析。

这场争论有一条清晰的触发链。

| 时间          | 发生了什么                                           | 证据边界                                      |
|-------------|-------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| 2025年9月     | 凌鹏质疑“中际旭创2027年净利超250亿元”的乐观预测，赵丕业以「买你的白酒去吧，老登」回应 | 争议围绕远期预测，不是既成利润                           |
| 2025年10月28日 | 荀玉根把“老登、小登”收进正式分析框架，引入西格尔讨论的IBM与新泽西标准石油对照       | 社区梗开始承担风格分析功能，仍非官方分类                      |
| 2026年6月22日  | 187只股票创历史新高，1653只创近一年新低，另有128只创历史新低             | 这是6月22日的市场截面                              |
| 2026年6月30日  | 2026H1统计截止                                      | 全文半年涨跌均按2025年12月31日收盘至2026年6月30日、价格指数口径计算 |

争论表面上在吵白酒和算力，底下争的却是两套账本。

一套更看重眼前的估值、分红和经营基础；另一套愿意为未来增长支付更高价格。

谁代表过去？

谁拿走未来？

最要命的是，市场已经先用价格投票了。

指数给你平均数，账户吞下的是分布

先看2026H1这张冰火榜。

| 观察对象 | 2026H1表现 | 作用域 |
|------|----------|-----|
|------|----------|-----|

|        |         |                 |
|--------|---------|-----------------|
| 电子行业   | +86.29% | 行业价格指数          |
| 上证指数   | +3.16%  | 宽基价格指数          |
| 上证50   | -1.38%  | 大盘蓝筹价格指数        |
| 房地产、银行 | 均跌超10%  | 行业表现            |
| 食品饮料   | 近-20%   | 行业表现            |
| 商贸零售   | -29.42% | 行业价格指数          |
| 古井贡酒   | 近-40%   | 个股现象，不能外推整个白酒板块 |

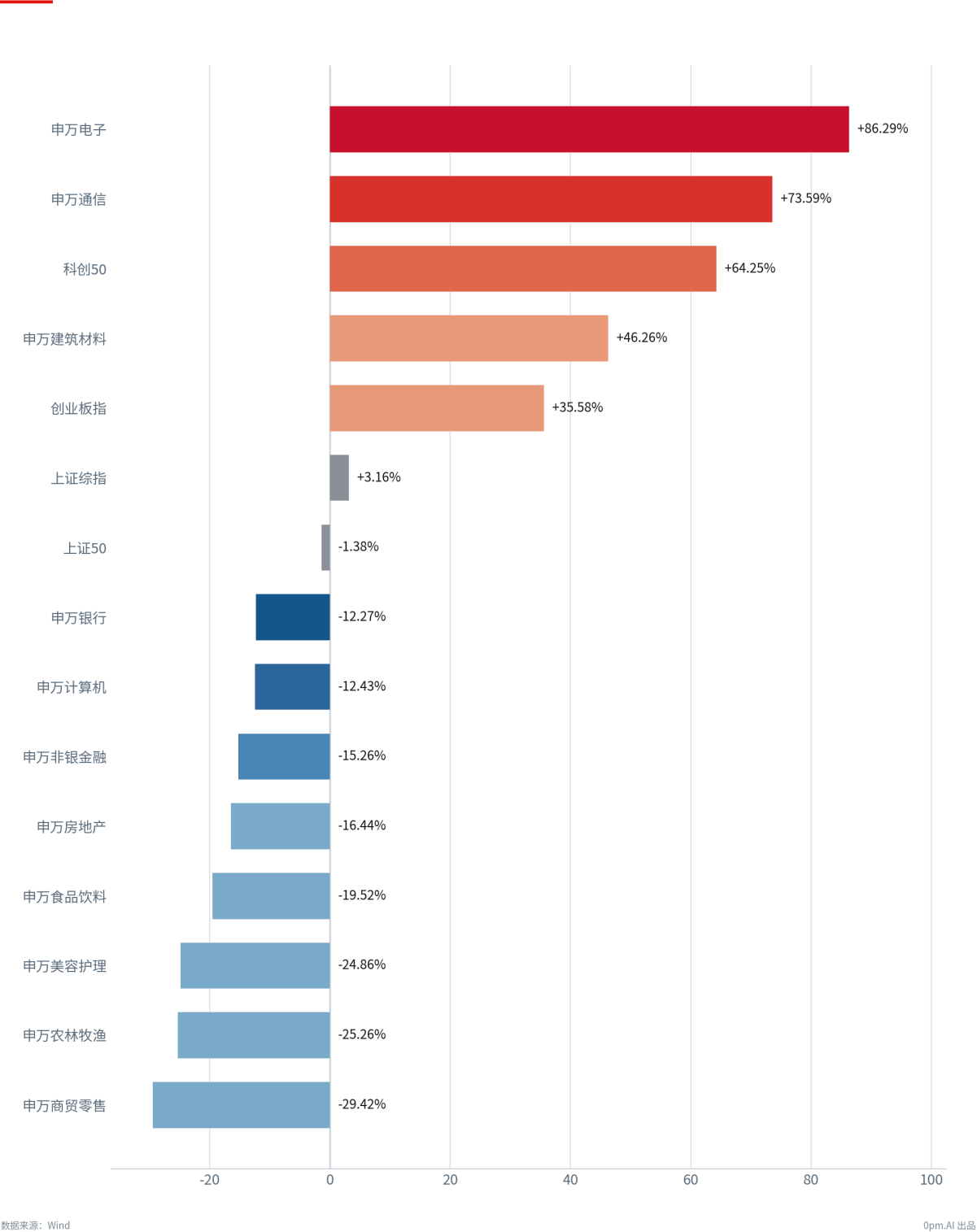
电子与商贸零售之间，裂开了115.7个百分点。

假设年初分别放入100元，完全跟踪这两个价格指数，且不计费税：到6月30日，一边约为186.29元，另一边约为70.58元。

这只是幅度换算，不是真实投资者案例，也不代表可实现收益。

# 从电子+86%到商贸零售-29%：同一个A股，撕裂115个百分点

2026H1 主要行业/宽基涨跌幅 · 价格指数 · 基准2025-12-31收盘 · 灰色两条=「看着没动」的大盘锚 · 来源 Wind



电子+86.29%撞上商贸零售-29.42%，2026H1行业光谱撕开115.7个百分点

这张图让你看见：所谓“上半年行情”，根本不是一条共同向上的直线，而是两支队伍朝相反方向狂奔。

上证指数涨了**3.16%**，当然是真的。

食品饮料跌近**20%**，也是真的。

指数上涨与大量股票失血，可以同时发生。

**指数给你的是平均数，账户承受的却是分布。**

## 187只新高背后，站着1653只新低

把时钟拨回6月22日。

当天，**187只**股票创历史新高，主要集中在科技和硬制造方向。

同一个市场截面里，**1653只**股票创近一年新低，另有**128只**创历史新低。

只比较股票数量，大约是1只历史新高，对着近9只近一年新低。

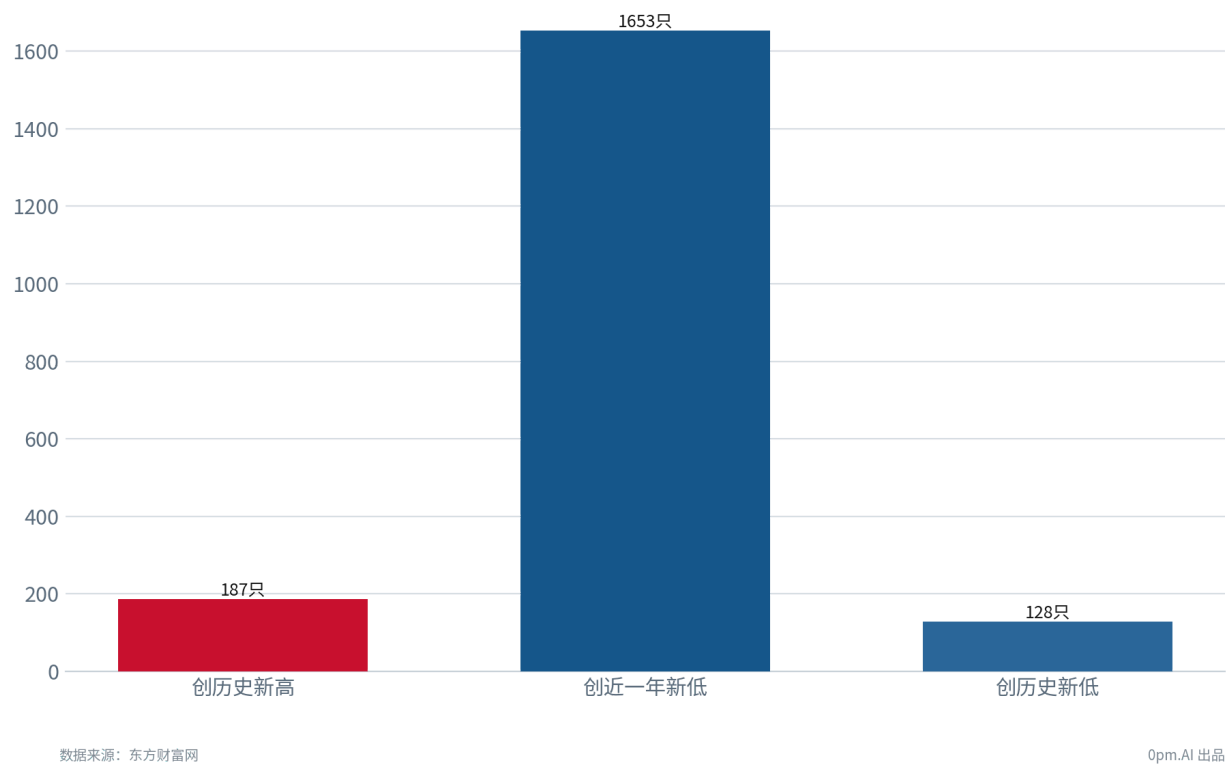
这只是数量级对照，不能外推成市值、成交额或资金净流向。

还有一个时间边界必须说清：**187只对1653只发生在6月22日，上证指数+3.16%是截至6月30日的H1结果。**

两组数据共同揭示结构分裂，但不能被写成同日因果。

# K型市场的一天：187只创历史新高，1653只创一年新低

2026-06-22 收盘统计 · 历史新高集中于科技硬制造 · 新低集中于传统消费 ·  
来源：东方财富网报道(2026-06-22)



6月22日187只历史新高对1653只近一年新低，上证H1上涨3.16%仍遮不住K型裂口

这张图让你看见：大盘的红色，只盖住了指数表面，没有填平个股之间的裂谷。

大盘上涨，就等于多数人身处牛市吗？

上证50同期下跌**1.38%**，已经把答案撕开一道口子。

我把本篇的判断钉在这里：2026H1最容易误导人的，不是哪一派嗓门更大，而是用一个指数，概括一场高度分裂的行情。

## “涨了就是小登”，暴露了标签的秘密

社区观点把半年体感压成了三句话：

「涨了就是小登，不涨就是老登。」

「吃肉赶不上，挨打一次不落。」

「在老登股里躲牛市。」

这些话只能作为观点和情绪素材，不能替代市场统计。

但第一句话很关键。

如果“老登、小登”由涨跌结果反向定义，这个标签就会追着价格跑：今天上涨的被划进小登，明天补涨的又可能被重新命名。

它描述的已经不只是行业。

它更像市场奖惩机制的外号。

**当分类由涨跌结果决定，标签就不再解释价格，而是在复述价格。**

网易号“小白鸽财经”的一则2026H1自述里，一名散户称自己的账户从35万元剩下20万元，随后销户。

这不能证明全体散户都在亏损。

它只能证明一件事：一个人的真实账户，完全可能生活在上证指数**+3.16%**之外。

那么，“大盘涨了”对他还有多少解释力？

## 同看后市，机构却在押不同的接力棒

老登、小登之争并不只存在于社区情绪里。

机构对2026年下半年的路线，同样出现分歧。

| 机构及报告             | 2026H2判断                                                                                       | 风格落点         |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| 国泰海通<br>2026年中期策略 | 成长风格大概率相对占优；价值以防御打底、阶段性轮动为主；大小盘趋于均衡并向大盘及中盘龙头倾斜；二、三季度有望走出新高，四季度需更稳健；全A非金融盈利增速预测上修至 <b>13.6%</b> | 成长占优         |
| 广发证券<br>2026年中期策略 | 下半年A股总体迎来牛市延续，权益市场向上弹性更大；关注估值处于相对和绝对低位、且盈利预期领先食品饮料、地产、军工、有色；风格指数中大盘成长性价比更高                     | 牛市延续，兼顾低估值补涨 |

两家机构都看到了机会，接力路线却不一样。

国泰海通把成长放在前排，价值更多承担防御和轮动；广发证券则把食品饮料、地产等低估值方向重新放回候选名单。

这场分歧说明了什么？

2026年的核心悬念，已经不只是指数还能不能涨。

更关键的是，下一段收益由谁贡献，老登能不能等来接棒，小登又能不能把远期预期兑现成利润。

## 249倍PE撞上0.48倍PB，价格已经押下重注

市场两端，甚至摆出了**249倍PE（TTM）**与**0.48倍PB**的极值画面。

必须强调：两者指标不同。

科创方向使用PE观察，银行、地产等方向通常使用PB；分子分母不同，不能拿来做倍数排名，更不能据此声称前者“贵518倍”。

但它们可以放在同一幅画面里。

一端在为遥远的增长付钱，一端在给现实资产打下深折扣。

价格可以同时存在，背后的两套预期却不可能永远同时正确。

小登也不是没有边界。

6月30日，寒武纪在2026-016号风险提示公告中明确表示，公司股价累计涨幅超过科创综指、上证综指等相关指数，并提示「可能存在短期上涨过快出现的下跌风险」。

这只证明寒武纪自身披露的风险，不能外推成整个科技板块的结论。

但它至少提醒你：历史新高不是盈利兑现书，远期叙事最终仍要接受经营结果检验。

老登的问题同样摆在账面上：食品饮料H1跌近**20%**，房地产、银行均跌超**10%**。低估值可以提供观察坐标，却不会自动触发重估。

所以，谁才是真正的“时代资产”？

是已经涨起来的，还是最终能兑现的？

## 这不是结论，只是战场

“买你的白酒去吧，老登”，把一场预测分歧变成了身份标签。

**187只新高对1653只新低**，又把身份标签写进了账户。

这组8篇系列的第一篇，只做一件事：把战场铺开，把日期、口径和阵营边界钉牢。后面7篇，Opm.AI将继续拆开两套账本、极值定价与可能的接棒条件。

在此之前，先留下一个问题：

当市场用“老登”和“小登”替资产命名时，你究竟是在用最近的价格判断时代，还是用最终的兑现能力检验价格？

资料来源：Wind、交易所；财经媒体署名报道；凌鹏公众号、赵丕业朋友圈、荀玉根2025年10月28日分析框架；每日经济新闻；中国证券报·国泰海通2026年中期策略；新浪财经·广发证券2026年中期策略；寒武纪2026-016号公告；网易号“小白鸽财经”自述文。

风险提示：本文仅作信息与观点交流，不构成投资建议；历史表现不代表未来。市场有风险，投资需谨慎。

文/Opm.AI

## 寒武纪市值破万亿那晚，公司自己连夜发了风险提示

科创50市盈率249倍、历史分位99.75%——信仰与账本的对账

7月1日凌晨，市场看到一份落款6月30日的《股票交易风险提示公告》。

就在寒武纪市值突破万亿元的当夜，公司先踩了刹车。

当天，寒武纪收盘价为**1595.55元**，滚动市盈率**368.97倍**，同期行业滚动市盈率**74.86倍**。

公司在公告中写道：

「超过科创综指、上证综指等相关指数涨幅，可能存在短期上涨过快出现的下跌风险。」

紧接着又提醒：

「公司目前尚处于持续发展阶段，抵御市场波动和行业变化的能力相对有限。」

数据和引述均来自寒武纪《股票交易风险提示公告》（公告编号2026-016），相关估值口径亦见上海证券报公告披露。

谁会在市值跨过万亿门槛时，主动提醒股东注意下跌风险？

寒武纪没有说“你们买贵了”。

它只是把**1595.55元**、**368.97倍市盈率**和“抵御波动能力相对有限”放在了同一张纸上。

剩下的，交给市场翻译。

口径框“老登/小登”是社区用语，不是学术分类。本文按市场约定，把银行、地产、消费、红利归入“老登”；把科创、AI、成长归入“小登”。

## 万亿不是庆功线，先出现的是手刹

先把四个时间窗口钉死。

| 截点           | 精确账本                                    | 来源与正确读法                                |
|--------------|-----------------------------------------|----------------------------------------|
| 2026年6月30日   | 科创50收于 <b>2207.86点</b>                  | H1收官点位，不与7月行情混窗                        |
| 2026年H1      | <b>1344.20点→2207.86点，+64.25%</b>        | Wind价格指数口径，基准为2025年12月31日收盘；青岛财经日报报道互证 |
| 2026年7月3日    | 较6月30日收盘回撤 <b>10.5%</b>                 | 7月初回撤，不属于H1涨跌                          |
| 截至2026年7月10日 | PE(TTM) <b>249.19倍</b> 、PB <b>9.87倍</b> | Wind指数基本面；PE发布以来分位 <b>99.75%</b>       |

# 科创50的高点，定格在上半年最后一个交易日

科创50较2025-12-31收盘累计涨跌幅(%) • 6-30收官日见顶+64.3% • 7-03盘中最大回撤-10.5% • 截至2026-07-10 • 来源 Wind



科创50在6月30日冲至阶段高位，7月3日较该收盘点位回撤10.5%

这张图最重要的，不是“涨得多”或者“跌得快”。

而是两个窗口不能混读。

H1上涨64.25%，不等于7月仍在上涨；7月初回撤10.5%，也不能倒写成H1表现。

那么，249.19倍究竟意味着什么？

粗略讲，科创50过去12个月每创造**1元利润**，市场愿意给出**249.19元价格**。

更刺眼的是分位。

**99.75%**的统计窗口从2019年12月起算，只有约6.5年，并非几十年的完整周期。

这是必须保留的专业冷水位。

窗口不长，不能把它包装成“历史永恒极值”；但在自身发布以来的序列中，它依然处于极高位置。

再看一个量级参照。

2015年6月3日，创业板指历史最高收盘日的市盈率为**137.86倍**；2015年6月平均市盈率一度达到**146.57倍**。央广网相关估值对照

今天的科创50是**249.19倍**。

两个指数的行业结构、盈利构成和统计窗口不同，不能据此宣称历史必然重演。

但作为估值量级参照，它已经足够扎眼。

**极值不能替你判断方向，却会先改变犯错的代价。**

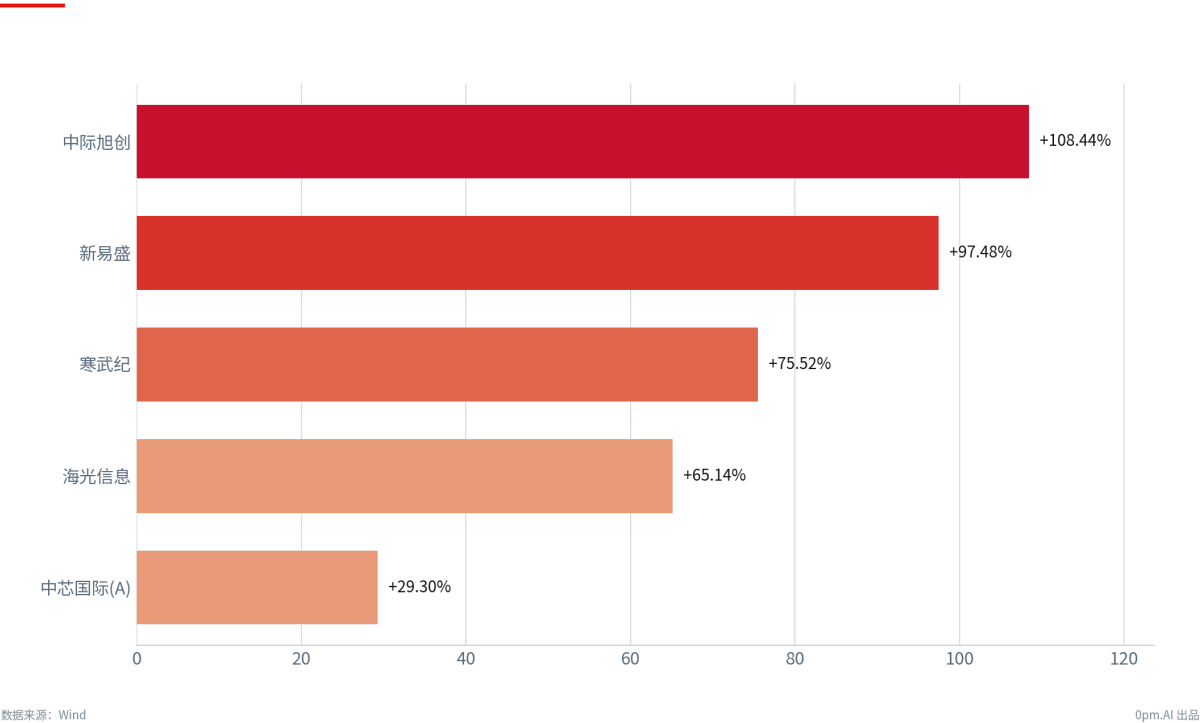
## 龙头齐涨，信仰被写进了价格

H1科技交易有多热？

中际旭创上涨**108%**，新易盛上涨**97%**，寒武纪上涨**76%**，海光上涨**65%**，中芯上涨**29%**。

### 拉动科创的五张面孔：中际旭创半年翻倍

2026H1 涨幅 · 基准2025-12-31收盘 · 来源 Wind（中际旭创4-23市值破万亿 · 寒武纪6-30市值破万亿当夜自发风险提示）



科技五龙头H1涨幅拉开：中际旭创+108%、新易盛+97%、寒武纪+76%、海光+65%、中芯+29%

这张图展示的是科技主线的价格温度，不是科创50权重贡献表。

五只龙头齐涨，能否证明指数的64.25%全由它们拉动？

不能。

指数是指数，个股是个股。

没有权重与贡献度数据，就不能把涨幅榜写成指数归因表。

但价格温度同样不能忽略：市场正在用很高的价格，押注AI产业链继续扩张。

249倍买的是什么？

买的已经不只是一季利润，而是一整套仍待兑现的未来。

## 这次有业绩，但业绩不是估值护身符

多头并非只靠想象。

2026年一季度，中际旭创实现营收**194.96亿元**，同比增长**192%**、环比增长**47.3%**；归母净利润**57.35亿元**，同比增长**262%**、环比增长**56.5%**，毛利率达到**46.06%**。21世纪经济报道披露的一季报数据

寒武纪同期实现营收**28.85亿元**，同比增长**159.56%**。公司一季报相关披露

业绩兑现，是真的。

业绩是真的，价格就自然安全吗？

这正是信仰与账本之间的逻辑差。

市盈率有两页账：一页是利润，一页是价格。

利润可以高速增长，价格却可能跑得更快。

企业进步，证明产业趋势正在兑现；它不能自动证明当前价格仍有足够安全垫。

**剧本可能成真，买单的价格仍可能出错。**

249倍定价的，已经不只是下一份财报。

它在提前收取“AI再造一个中国科技”的完整剧本。

## 机构没有押一边，筹码却在变拥挤

配置端并非清一色看多或者看空。

《万亿险资的科技远征》所呈现的，是“高股息仍是压舱石、科技赛道成为新宠”的双主线，而不是所有险资统一转向科技。相关综合报道

资金流入科技的证据，则更加具体。

截至2026年6月30日，半导体材料设备主题ETF在H1净流入**324.76亿元**，相关ETF规模增长约**700亿元**。

其中，半导体设备ETF易方达规模从**16亿元**扩至**171亿元**；同期半导体材料设备指数半年上涨超过**155%**。界面新闻、证券市场周刊据Wind统计

这些数字只能证明资金流入相关ETF，不能外推为所有机构都在追科技。

但它揭示了一条共振链：

业绩兑现与ETF申购同期出现→龙头价格上行→部分科技标的公募持仓占流通股比例较高→估值对预期变化更加敏感。

这不是经过验证的单因果模型。

7月初回撤也不能被武断归因于某一个变量。

它说明的是，当价格、资金和预期同时向一个方向拥挤，边际变化更容易被放大。

按2026年一季度基金持仓与流通股本测算，新易盛的公募持仓占流通股比例为**17.88%**，东山精密为**18.90%**，源杰科技为**19.19%**，均超过2021年白酒抱团时期的贵州茅台。新浪财经“基金价值战报”汇总

这仍然只是部分科技标的的筹码证据，不能替整个科创50下结论。

拥挤就意味着马上下跌吗？

不意味着。

它意味着集中持仓在预期变化时可能放大波动。

上涨需要不断增加的相信，极端估值只需要一次低于预期。

## 公司提示风险时，另一只手已经在兑现

2026年H1，A股重要股东累计减持**4894.47亿元**。

减持渠道也在变化：协议转让占比从**51.56%**降至**24.45%**，大宗交易占比从**17.79%**升至**20.63%**，询价转让占比从**5%**升至**11.83%**。证券时报统计

这里必须收窄作用域。

这**4894.47亿元**是全A股口径，不能写成科创板股东集体撤退，更不能证明AI产业资本全面看空。

但寒武纪身上，确实出现了一个具体动作。

2025年末，章建平持有寒武纪**681.49万股**。到2026年一季报，他退出前十大股东。

据前十大股东变动测算，其一季度至少减持**478.9万股**；按季度最低价**968元**保守计算，套现金额超过**46亿元**。每日经济新闻相关测算

退出前十大，不等于持股清零。

一个人的兑现，也不能替公司长期价值下判决。

可当大额兑现、公司主动提示风险、估值进入极高位置同时出现，你还能只看增长那一页吗？

6月5日，新浪财经刊出《科技股，走到了危险时刻？》；虎嗅妙投的标题是《A股“易中天”，开始摇摇欲坠》。

这不是市场已经形成一致结论。

恰恰相反，业绩兑现派、科技配置派和估值风险派仍在激烈对账。

我的立场很明确。

我不否认AI。

不否认业绩增长。

更不否认产业趋势正在兑现。

我否认的是那条看似顺滑的推导：产业趋势是真的，所以任何价格都合理。

**估值不是给企业判死刑，而是在向兑现速度追债。**

在PE(TTM)**249.19倍**、发布以来分位**99.75%**的位置，极值本身已经先于方向，成为风险。

你不必先猜中顶部，才承认安全垫已经变薄。

6月30日的**2207.86点**会不会成为这一轮的顶，7月仍在验证。

真正该问的是：当公司、产业和价格讲出三套不同速度的故事时，你究竟是在为下一份业绩买单，还是已经替多年后的完美结局付了钱？

风险提示：本文不构成投资建议，历史表现不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

## 42家银行全破净，19家不到五折：便宜却分三种成色

股息率5.43%对国债1.73%，资产荒定价与盈利下修的拉锯

**0.48倍PB。**

截至2026年6月30日，申万银行市净率只有**0.48倍**。粗略理解，账面净资产每一元，市场只肯出四毛八。

42家上市银行，**42家全部破净**；其中**19家PB低于0.5倍**。即便PB最高的宁波银行，也只有**0.84倍**。

这到底是一张错杀名单，还是一排低价危险品？

我的判断很明确：

**便宜本身既不是买入理由，也不是嘲讽对象。盈利方向，才是最后的裁决。**

口径框：“老登”“小登”是社区梗，不是学术分类。本文沿用市场约定，将银行、地产、消费、红

利称为“老登”阵营；科创、AI、成长称为“小登”阵营。本文只拆低估值资产，不评价科技端。

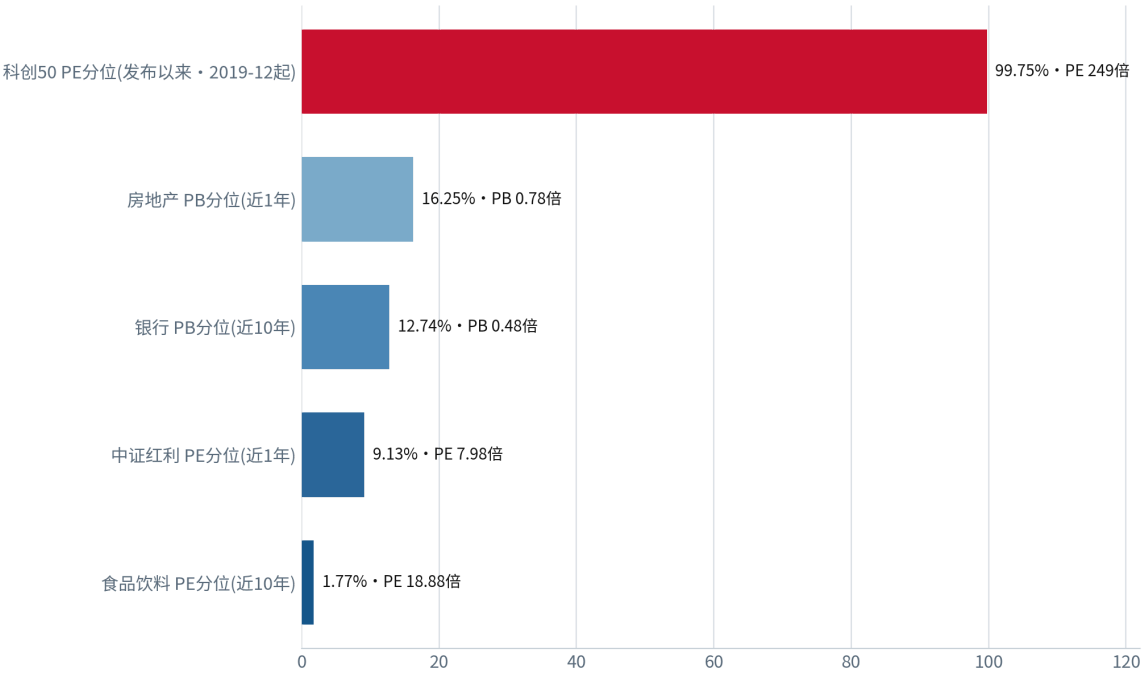
## 0.48倍不是答案，只是审讯起点

先看2026年6月30日的估值截面。

| 资产或指数 | 估值指标      | 分位窗口                        | 证据边界              | 来源   |
|-------|-----------|-----------------------------|-------------------|------|
| 申万银行  | PB 0.48倍  | 近10年12.74%分位                | 42家银行全破净，折价覆盖整个板块 | Wind |
| 食品饮料  | PE 18.88倍 | 近10年1.77%分位；6月26日曾探至0.95%分位 | 指数便宜不等于每只白酒股都便宜   | Wind |
| 地产板块  | PB 0.78倍  | 未提供统一分位窗口                   | 必须结合销售和投资方向判断     | Wind |
| 中证红利  | PE 7.98倍  | 未提供统一分位窗口                   | 只能说明估值低，不能替代盈利分析  | Wind |

## 同一天的A股：一边99.75%分位，一边1.77%分位

估值历史分位 · 2026-07-10截面 · 分位窗口逐条标注(窗口不同不作排名) · 来源 Wind



数据来源：Wind

Opm.AI 出品

估值地板已经铺开，但银行、地产、食品饮料的“便宜”不是同一种成色

银行、地产看PB，食品饮料、中证红利看PE，两把尺子不能拿来计算所谓“贵多少倍”。

分位窗口同样不能混排。

银行和食品饮料采用近10年窗口；没有统一分位窗口的项目，就不硬凑历史排名。

那么，估值低到这里，就能闭眼捡了吗？

不能。

低估值只告诉你市场有多悲观，却没有告诉你市场是不是悲观过头。

## 最危险的折价，盈利还在向下

先看空方手里的硬证据。

2026年一季度，商业银行净息差降至**1.40%**，较2025年四季度的**1.42%**再降**2个基点**。国家金融监督管理总局数据经第一财经报道。

大型商业银行净息差更低，只有**1.29%**；同期股份行为1.54%、城商行为1.38%、农商行为1.58%。经济参考报披露了这组监管数据。

同一季度，商业银行净利润同比**下降3.7%**；财新口径还出现了“不良双升”。

你看到的是0.48倍PB。

银行面对的却是息差、利润和资产质量三本账。

净息差仍在下探时，0.48倍究竟是安全垫，还是市场提前写下的盈利折价？

地产的压力更直接。

2026年1—5月，销售额增速为**-13.5%**，开发投资增速为**-16.2%**。

销售端尚未止住，投资端继续收缩，**0.78倍PB不会自动变成底**。

盈利和估值同步下行，可能只是合理折价；盈利下修还在加速，价格看起来越来越便宜，才是价值陷阱最典型的形状。

**低价只能描述现在，盈利斜率才决定下一步。**

## 修复露头后，错杀才有资格被讨论

但把所有低估值资产一把扔掉，同样粗糙。

飞天茅台批价在2026年1月触及**1490元**的冰点，4月修复至**1665元**。

两端相差**175元**，按端点测算约回升**11.7%**。

这不是股票涨幅，也不能证明整个消费板块已经反转。

它至少提供了一条可以继续跟踪的产品价格线：核心单品没有继续沿着1月冰点下坠。

白酒行业2026年一季度营收约**下降0.7%**；2025年全年则为**下降18.1%**。

季度与全年不是同一个统计窗口，不能写成环比反弹。

食品饮料指数处于近10年低分位，也不等于白酒个股“清一色便宜”。

但问题已经变了：

如果产品价格开始修复、营收降幅明显收窄，市场仍按旧的悲观斜率定价，会不会出现错杀？

错杀不是“跌得多”。

错杀是盈利方向已经变化，价格却还没有承认。

## 机构看的是两本账，不是同一个结论

机构证据也在向两个方向拉扯。

监管数据和财新口径盯着息差、利润与不良，回答的是：银行基本面还承受多大压力？

长期资金看的是另一套账。

截至2025年三季度，保险资金持有股票及证券投资基金约**5.6万亿元**，较2024年底增加约**1.5万亿元**。这组金融监管总局数据由券商研报《保险资金入市展望》转引。

截至2026年一季度末，险资现身**641只个股**的前十大流通股东，较2025年底增加**24只**，持股数量净增约**42.4亿股**。新华社报道给出了这一持仓截面。

641只只能证明险资这一类主体的持仓变化。

它不能外推成所有机构都在买，也不能证明这些个股全部属于银行或红利。

真正值得注意的是会计适配。

光大王一峰对FVOCI逻辑的概括很直接：「股价涨跌不冲利润、分红稳稳入账。」

对于纳入FVOCI核算的权益资产，公允价值变动不直接冲击当期利润，符合条件的分红则进入利润表。

这提高了持续派息资产与长期资金的适配度。

但机构分歧并没有消失。

一边在给盈利下修定价，另一边在给稳定分红和会计适配定价。

谁对谁错？

答案仍要回到盈利能否托住分红。

### 3.7个百分点是真锚，却不是护身符

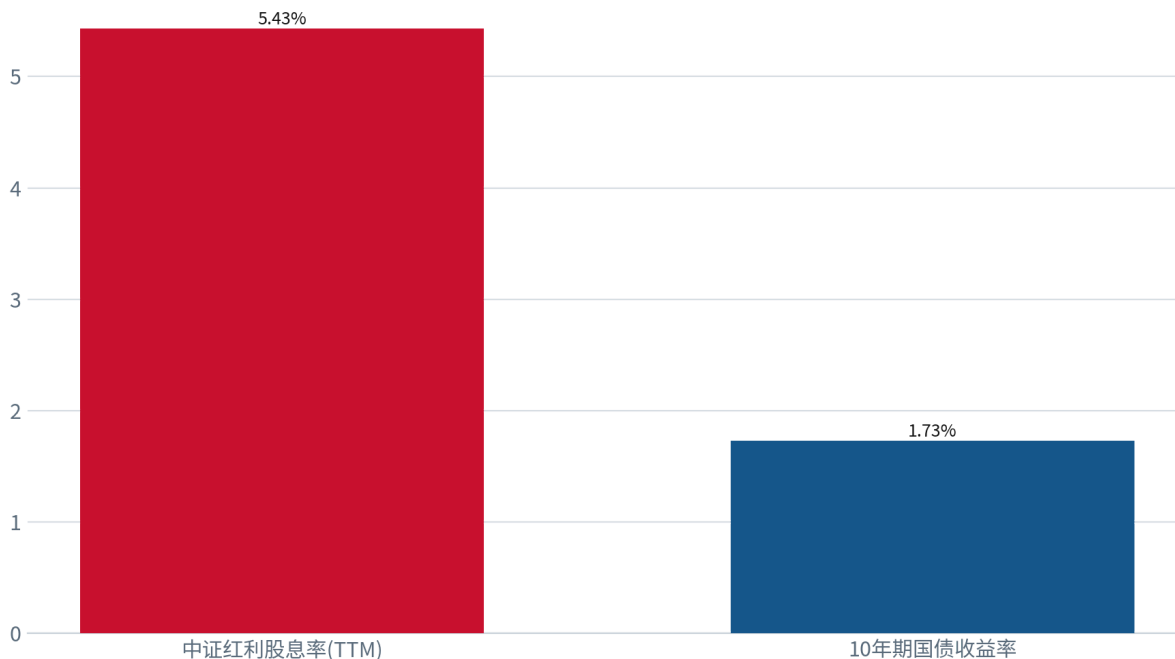
截至2026年6月30日，中证红利股息率为**5.43%**，采用TTM口径；若按2025年报口径，则为**5.07%**。

同日，10年期国债收益率为**1.7307%**。

按TTM股息率计算，两者税前名义利差约为**3.7个百分点**，未计红利税。

## 红利股息率5.43%，是10年国债的三倍

中证红利股息率(TTM · 2026-07-10) vs 中国10Y国债到期收益率(2026-06-30 1.7307%) · 利差约3.7个百分点 · 税前名义 · 未计红利税 · 来源 Wind/中证指数公司



数据来源：Wind、中证指数公司

Opm.AI 出品

红利股息率高出10年期国债约3.7个百分点，资产荒定价有一把可量化的尺子

公开网页的约数口径为中证红利股息率约**5.35%**、10年期国债收益率约**1.73%**，利差约**3.6个百分点**。同花顺相关报道可核验这一约数截面。

本文图表采用本系列统一的Wind精确截面，因此不把3.6与3.7个百分点混成同一个精确值。

假设都以100元作静态收益率测算，5.43%对应5.43元，1.7307%对应1.7307元，名义差额约3.7元。

这只是刻度换算。

它不代表实际到手收益，更不代表股票总回报。股息可能变化，股价会波动，股票与国债承担的风险也不同。

但它解释了一条真实的触发链：

低利率锚 → 名义利差拉开 → FVOCI降低利润表波动 → 可持续分红资产更适配长期资金。

资产荒定价并非纯粹情绪。

可它只能证明高股息资产具有配置吸引力，不能替任何一家破净公司证明盈利已经见底。

股息率是结果，不是承诺。

如果利润托不住分红，今天的5.43%还能不能留到明天？

这才是高股息投资最该泼下的一盆冷水。

### 三种便宜，只服从一条裁决线

把这些低估值资产放回账本，便宜大致分成三种成色。

| 成色 | 盈利方向            | 估值状态        | 裁决             |
|----|-----------------|-------------|----------------|
| 错杀 | 盈利已经见底或出现修复     | 价格仍按旧悲观预期定价 | 低估值可能提供赔率      |
| 合理 | 盈利与估值同步下行       | 低价对应现实压力    | 等待盈利斜率变化       |
| 陷阱 | 盈利加速下修，经营指标继续恶化 | 估值不断刷新低位    | 越跌越“便宜”，账却越来越薄 |

我站盈利方向这一边。

没有盈利拐点，再低的PB也只是一张静态照片；盈利开始修复，破净才可能从折价变成赔率。

具体怎么判？

看三组问题就够了：

- 盈利降幅是在收窄，还是继续扩大？
- 分红来自可持续经营，还是只剩静态高股息率？
- 估值已经反映了下修，还是盈利仍在追着价格往下跑？

还有一个容易被标题遮住的事实。

按2026年6月30日截点，全A破净股为**516只**。

2024年7月5日收盘，财联社统计的全A破净股曾达**765只**，破净率为**14.3%**。财联社原始统计可在此核验。

这是两个不同日期的截面比较，不是把2024年数字写成2026年上半年数据。

因此，“破净极值”只能落在42家银行全部破净这个板块事实，不能扩大成市场正在刷新破净纪录。

## 便宜可以停留很久，底必须由盈利确认

历史冷水也只能下到证据能够承受的位置。

中金公司研究部给出的2023年5月时点数据显示，日本银行板块PB约为**0.6倍**；同期美国银行约0.9倍、A股银行约0.6倍、H股银行约0.4倍。中金研究部数据由新浪财经转引。

这是一个时点值，不能单独证明“连续破净二十年”。

但它足以提醒投资者：

**低PB可以停留很久，便宜并不会自动召唤均值回归。**

所以，42家银行全破净，不是买入答案。

19家不到五折，也不是陷阱判决。

真正需要追问的是：利润线朝哪里走？分红能不能持续？资产质量是否稳定？产品价格和营收是否出现可以复核的修复？

**便宜从来不是“底”的同义词，也不是“陷阱”的同义词。**

底，要由盈利确认。

风险提示：本文不构成投资建议；历史表现不代表未来；市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

## 赢的不是「小登」，是AI算力：计算机-12%的另一半真相

电子+86%、计算机-12%、北证-13%——小登阵营内部的冰火

---

先做一道假设测算。

假设2025年12月31日投入10万元，账户收益分别跟随电子和计算机行业价格指数，持有至2026年6月30日，不计费用。

电子对应的账面金额是18.63万元。

计算机只剩8.76万元。

同样叫“科技”，半年相差约9.87万元。

都说2026上半年“小登”赢了。可如果买的是计算机、北证50或者微盘，赢在哪里？

答案很直接：

- 2026上半年赢的不是整个“小登”阵营，而是AI算力硬件这条兑现证据更强的主线。
- 口径框：本文“老登/小登”沿用社区梗与市场约定，不是学术分类。老登通常指银行、地产、消费、红利；小登通常指科创、AI、成长。本文H1涨跌均以2025年12月31日收盘为基准，终点为2026年6月30日，采用价格指数口径。

### 一个“小登”标签，装不下99.38个点的剪刀差

先看2026上半年的内部账本：

| 指数/行业 | 2026H1涨跌幅 | 10万元假设账本 | 数据来源                  |
|-------|-----------|----------|-----------------------|
| 电子    | +86.29%   | 18.63万元  | Wind，价格指数统一窗口         |
| 通信    | +73.59%   | 17.36万元  | Wind，价格指数统一窗口         |
| 科创50  | +64.25%   | 16.43万元  | Wind；青岛财经日报《经济李论》报道互证 |
| 万得微盘  | -6.86%    | 9.31万元   | Wind，价格指数统一窗口         |
| 计算机   | -12.43%   | 8.76万元   | Wind，价格指数统一窗口         |
| 北证50  | -13.09%   | 8.69万元   | Wind，价格指数统一窗口         |

注：假设账本仅按对应涨跌幅进行算术换算，不代表真实账户收益。

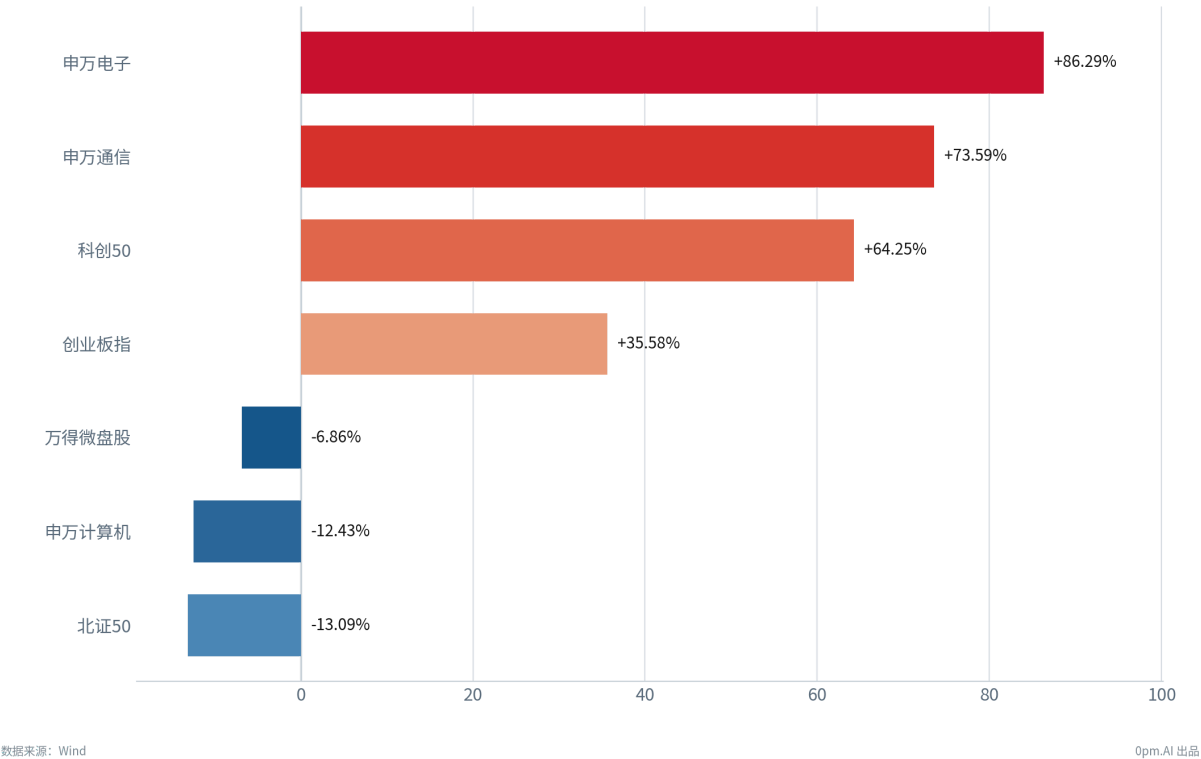
表内最高与最低之间，相差99.38个百分点。

科创50的计算过程尤其清楚：从2025年12月31日的**1344.20点**，上涨至2026年6月30日的**2207.86点**，H1涨幅为**64.25%**。

与此同时，计算机下跌**12.43%**，北证50下跌**13.09%**。

都叫科技股：电子+86%，计算机-12%

「小登阵营」内部 2026H1 涨跌幅 · 分界线=有无业绩兑现 · 来源 Wind



电子与通信大幅上涨，计算机与北证50仍在水下——“小登”内部的分化远大于标签能够解释的范围

如果“科技”本身就是答案，为什么计算机和北证50会交出负收益？

因为市场并未按照“新”与“旧”统一发奖。

它追问的是另一组问题：

收入在哪里？

利润在哪里？

兑现能见度有多高？

## 市场付钱，不是因为名字新

半导体、通信设备和元件的盈利预期，构成了第一层证据。

| 方向   | 2026年一致预期盈利增速 | 来源            |
|------|---------------|---------------|
| 半导体  | 158.77%       | 中国证券报援引券商一致预期 |
| 通信设备 | 125.43%       | 同上            |
| 元件   | 73.95%        | 同上            |

这些数字是**2026E一致预期**，不是已经落袋的利润。

第二层证据来自一季报。

中际旭创2026年一季度实现营收**194.96亿元**，同比增长**192%**、环比增长**47.3%**；归母净利润**57.35亿元**，同比增长**262%**、环比增长**56.5%**；毛利率为**46.06%**。数据来自中际旭创一季报相关报道。

寒武纪同期实现营业收入**28.85亿元**，同比增长**159.56%**。公司一季报及风险提示公告数据。

预测、报表与指数表现由此形成一条可观察的链条：

**盈利预期上升——代表公司收入与利润兑现——资金向具体环节集中——相关指数获得更高定价。**

这不是对整个板块的严格因果证明。

两家公司不能代表所有电子股，一季报也不能替整条产业链担保。

但它足以解释，为什么市场给电子和通信的价格反馈，明显强于计算机与北证50。

同叫科技，市场买的是兑现证据，不是行业户口本。

## 资金没有整筐买科技，它在挑环节

截至2026年6月30日，半导体材料设备主题ETF在H1净流入**324.76亿元**，相关ETF规模增长约**700亿元**。

其中，半导体设备ETF易方达规模由**16亿元**增至**171亿元**；半导体材料设备指数半年涨幅超过**155%**。数据来自Wind及界面新闻、证券市场周刊统计。

这组数据的作用域必须守住。

它只能证明资金流向了半导体材料设备这一ETF子类，不能外推为全部科技板块都在净流入，更不能据此判断外资动作。

但资金选择的颗粒度已经足够清楚：

它买的不是一个模糊的“科技故事”，而是能够接上AI算力景气的具体环节。

国泰海通策略团队在2026年4月24日发布的基金一季报持仓分析中测算，主动基金Q1增配AI算力、出海制造与周期等高景气方向，明显减配电子中的消费电子端、有色和耐用消费品；同时继续增配创业板、科创板，减配主板。国泰海通基金一季报持仓分析。

连电子内部都在分叉。

你还准备拿“小登”两个字概括全部行情吗？

## 机构的分歧，不在科技要不要，而在能否继续外推

国泰海通呈现的是Q1主动基金已经发生的调仓。

中金公司给出的则是H2策略判断。

在2026年下半年A股市场展望《把握业绩准绳》中，中金认为当下市场“**稳**”好于“**快**”，2026年风格更趋均衡，应慎“估”择“优”。

中金列出的三条主线是AI产业链——首选光通信、电子元件——能源瓶颈与转型，以及周期反转。中金公司《把握业绩准绳》公开报道。

这两份材料并不回答同一个问题。

一份记录资金在Q1向哪里集中；一份提醒H2不能把集中行情机械外推。

这也意味着，机构并没有为“泛科技”统一背书。

真正被反复强调的，仍然是业绩、估值和具体产业环节。

阵营负责吸引注意力，业绩负责决定谁能留下。

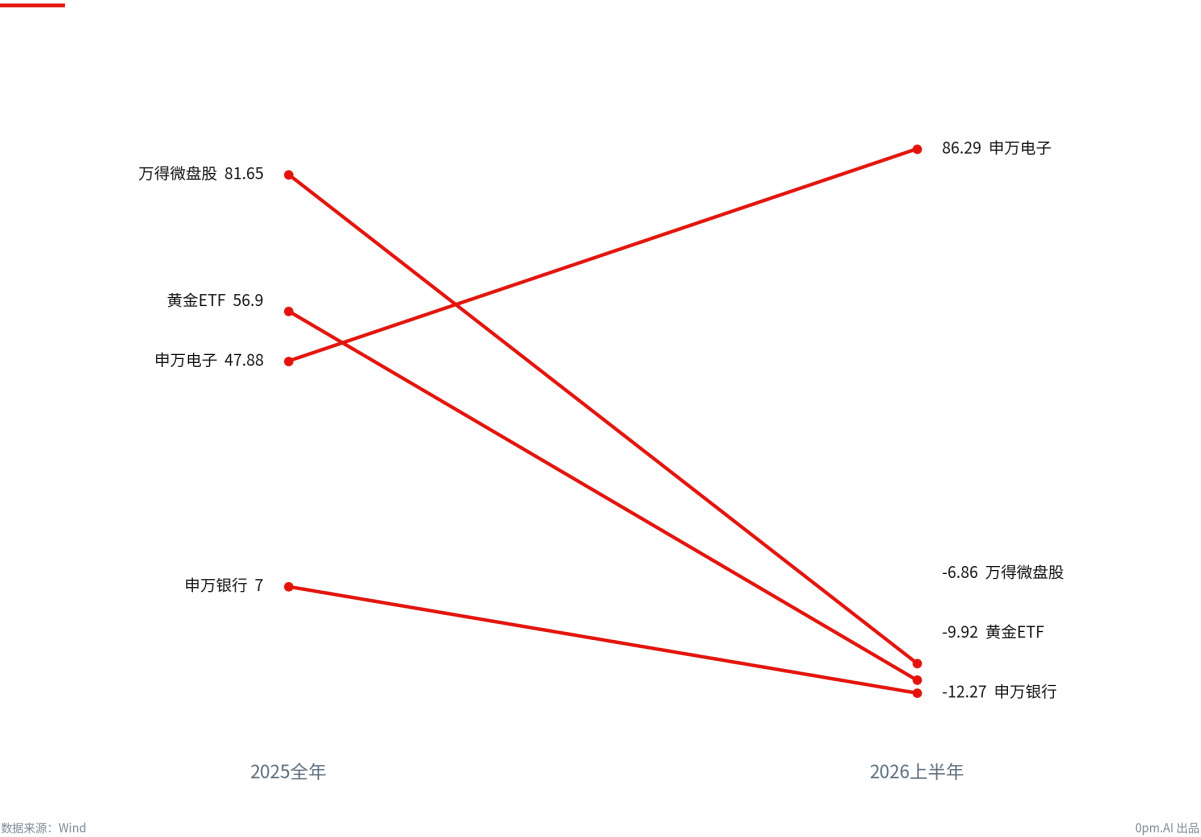
## 去年的强者，拿不到今年的免死牌

再把时间往前拉一年：

| 资产/指数     | 2025年   | 2026H1  | 来源          |
|-----------|---------|---------|-------------|
| 万得微盘      | +81.65% | -6.86%  | Wind，图表统一序列 |
| 黄金ETF对照序列 | +56.9%  | -9.92%  | Wind，图表对照序列 |
| 银行        | +7.0%   | -12.27% | Wind，价格指数口径 |
| 电子        | +47.88% | +86.29% | Wind，价格指数口径 |

## 去年的冠军，今年的输家：风格一年一翻脸

2025全年收益 → 2026H1收益（% · 价格口径 · 来源 Wind） · 去年+81.65%的微盘股冠军今年-6.86%



微盘与黄金ETF对照序列由正转负，电子仍保持强势——前一阶段的赢家没有永久席位

这里必须注明：2025年是全年收益，2026年是H1收益，两个时间窗口不能直接年化比较。这张表只用于观察方向是否延续，不能据此判断上涨或下跌“速度”。

黄金ETF也要单独守口径。

图表采用的是黄金ETF对照序列。具体到黄金ETF华夏（518850），2026H1净值跌幅为**9.84%**，同期国际金价跌超**7%**。每日经济新闻相关数据。

不同产品与对照序列，不能混成同一条收益曲线。

微盘的翻转更加直接。

2025年上涨**81.65%**，2026H1却下跌**6.86%**。

如果“小登”是一种稳定身份，为什么前一年强势的微盘没能继续赢？

因为“小登”不是稳定因子，更不是护城河。

若上涨后才被归入“小登”，下跌后又划出“小登”，这个标签就只是在事后解释赢家。

先有涨跌，后有故事。

先有主线，后有阵营。

一个只能在收盘后重新划分边界的标签，能帮你识别下一条主线吗？

## 泛科技叙事，解释不了这半年

我的判断不骑墙：

2026上半年不是“小登”普胜，而是AI算力硬件主线胜出。

电子上涨**86.29%**，不等于科技普涨。

科创50上涨**64.25%**，也不能替计算机的**-12.43%**销账。

“押对科技”，甚至不是获得这轮正收益的充分条件。

还得继续往下拆：

押的是硬件还是软件？

盈利预期有没有抬升？

收入和利润有没有跟上？

资金买的是整个行业，还是行业中的特定环节？

这才是逻辑差。

把行情理解成老登与小登的阵营战争，只能看到两只筐。

把它理解成兑现能力的筛选赛，才能看见同一只筐里，哪些方向正在交账，哪些资产只是共用一个名字。

当然，冷水也必须泼在证据边界上。

2026E一致预期仍然只是预测；单家公司的一季报不能覆盖整条产业链；ETF资金流只代表对应产品范围；国泰海通的测算针对Q1主动基金，不能外推为所有机构在整个H1的共同动作。

指数上涨，也不等于每只成分股都上涨。

但这些边界不改变主结论：

泛科技没有整体获胜，是AI算力把自己的阶段性胜利，借给了“小登”这个标签。

问题也随之变得更尖锐。

如果市场有一天不再为同样的兑现证据支付同样的价格，靠什么判断主线是在换挡，还是接力已经结束？

系列第05篇《A杀物理学》，继续拆解主线反转时的触发链。

## 数据与资料来源

Wind价格指数及ETF统计数据；青岛财经日报《经济李论》；中国证券报；中际旭创2026年一季报相关报道；寒武纪一季报及风险提示公告相关报道；国泰海通基金一季报持仓分析；中金公司《把握业绩准绳》；界面新闻、证券市场周刊统计；每日经济新闻。

风险提示：本文仅作市场数据与风格研究，不构成投资建议。历史表现不代表未来，指数不等于个股，预测数据可能随盈利预期变化。市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

## 从+33%到-30%：「A杀」不是意外，是拥挤的物理规律

有色、军工、创新药、北证50——上半年四场冲高杀跌复盘

A股社区把一种走势叫作“A杀”：

「大涨后高位放量杀跌、专杀追高盘。」

2026年上半年，天普股份下跌**69.82%**，成为非ST、非退市股中的跌幅第一。

这是个股样本，不代表指数也会跌近七成。

真正值得盯住的，是另一组更有普遍性的数字：有色从年内峰值上涨**33.0%**，一路回撤**29.8%**；军工回撤**25.7%**；创新药回撤**22.5%**；北证50回撤**25.0%**。

标题里的“-30%”，对应有色**-29.8%**峰后回撤的取整表达。

四条赛道，四套故事，为什么撞上相似的结局？

我把判断放在前面：

**我看空的对象很窄——拥挤度，而非某条产业赛道的长期价值。**

口径说明：“老登/小登”是社区梗和市场约定，并非学术分类。本文把银行、地产、消费、红利称为“老登”，把科创、AI、成长称为“小登”。

## 四场冲锋，都倒在1月中下旬

先把四场冲高杀跌摆上同一张台账。

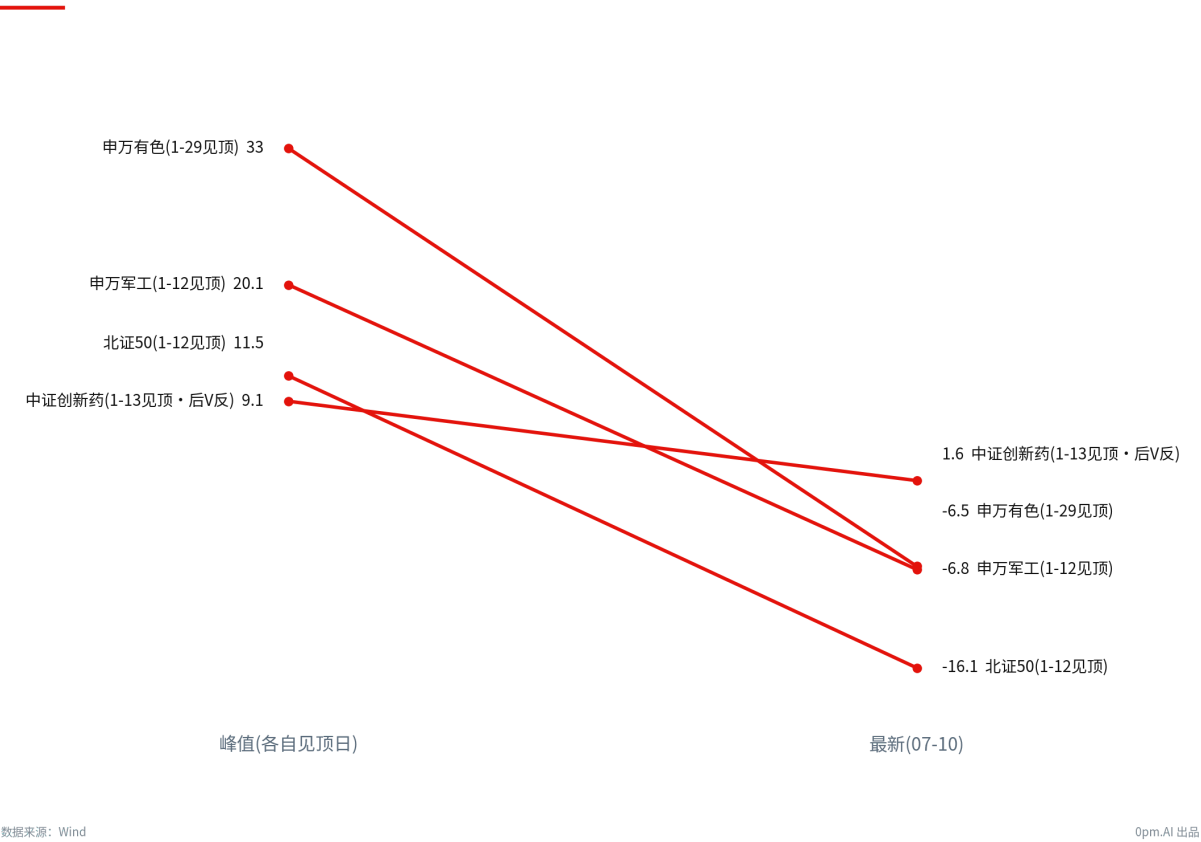
| 案例 | 2026年见顶日 | 较2025-12-31收盘峰值涨幅 | 峰后回撤   | 后续特征    |
|----|----------|-------------------|--------|---------|
| 有色 | 1月29日    | +33.0%            | -29.8% | 冲高后深度回落 |

|      |       |        |        |         |
|------|-------|--------|--------|---------|
| 军工   | 1月12日 | +20.1% | -25.7% | 高位退潮    |
| 创新药  | 1月13日 | +9.1%  | -22.5% | 回撤后V形反弹 |
| 北证50 | 1月12日 | +11.5% | -25.0% | 峰后持续走弱  |

注：价格指数口径；峰值涨幅以2025年12月31日收盘为基准，峰后回撤不等于H1累计涨跌幅；数据为Wind日K自算。

四场A杀：冲得越猛，杀得越狠

各板块峰值时累计涨幅（各自见顶日）→ 2026-07-10累计涨幅 · 基准2025-12-31收盘 · Wind日K自算



四场行情都在1月中下旬见顶，随后出现22.5%至29.8%的峰后回撤

这张图让你看见：产业故事不同，见顶时钟却高度集中。

有色、军工、创新药、北证50。

基本面叙事各走各的。

资金却在同一个时间窗口里集体换挡。

这是巧合吗？

单个案例可以归因于某条消息，四个案例挤在1月12日至1月29日见顶，就不能只盯着消息解释。

真正共用的变量，是交易结构。

涨得越快，浮盈越厚；浮盈越厚，兑现意愿越强；仓位越集中，后来者越少。

只要边际买盘开始变薄，价格就会失去支点。

**利空负责解释下跌，拥挤决定下跌为什么会这么快。**

创新药还提供了一道重要边界。

它在峰后回撤**22.5%**，随后又走出V形反弹；药明康德A股H1上涨**37.4%**，市值增加**1010.6亿元**，H股上涨**55.3%**，市值增加**1621.1亿港元**。

所以，板块经历A杀，不等于板块里的公司集体失去价值。

A杀首先审判价格和仓位，未必审判产业。

## 北证50：去年涨38.8%，今年峰后跌25%

北证50最适合解剖。

2025年，北证50全年上涨**38.8%**，9月8日盘中触及年内高点**1670.01点**。

强势惯性延续到2026年初。

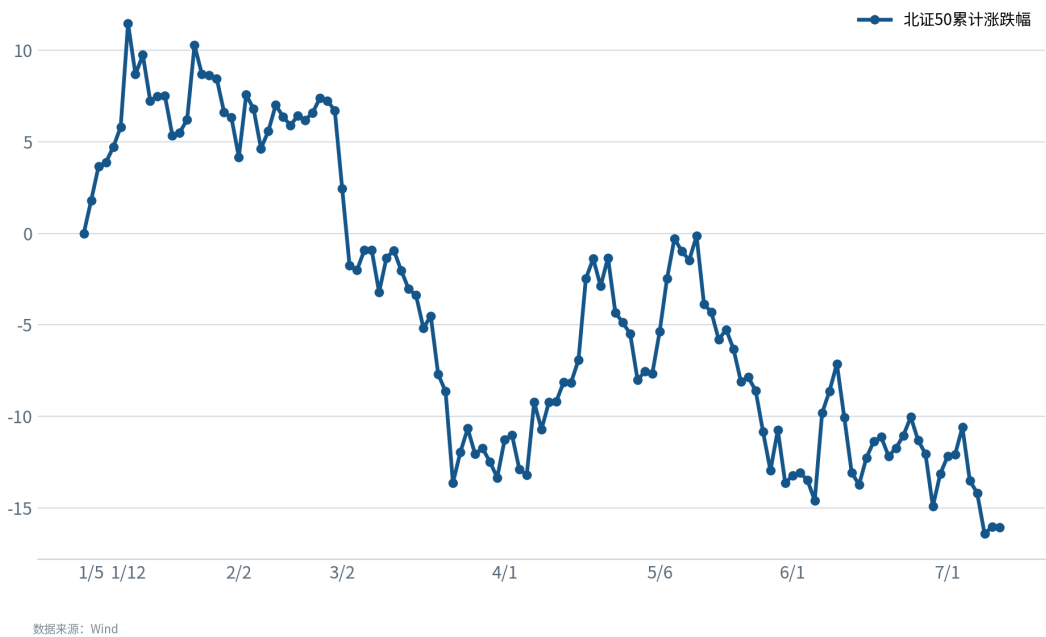
1月12日，北证50冲至上半年高点**1605.77点**。随后热度退去，指数一路回落至**1220.62点**。

按证券时报盘点口径，1605.77点至1220.62点的最大回撤约**24%**；按本文Wind日K自算口径，峰后回撤为**25.0%**。

两套口径都指向同一个量级：重挫约四分之一。

# 北证50：1月12日见顶，此后半年距峰-25%

北证50较2025-12-31收盘累计涨跌幅(%) · 1-12冲高+11.5%后单边回落 · H1收官-13.1% · 截至2026-07-10 · 来源 Wind



0pm.AI 出品

北证50在1月12日见顶后持续回落，Wind日K自算峰后回撤达到25.0%

这张图让你看见：北证50没有一天跌完，而是用近半年的阴跌消化年初拥挤。

上半年收官，北证50累计下跌**13.14%**。

为什么H1跌幅是13.14%，峰后回撤却达到25%？

因为两者算的不是同一本账。

H1涨跌幅从2025年12月31日收盘算起；峰后回撤从1月12日高点算起。

假设都以100元作锚：先涨到111.5元，再从峰值回撤25%，就会落到约83.6元。

你若只看半年收益，会低估追在峰值附近的体感。

**同一条K线，起点不同，就是两份完全不同的亏损账单。**

## 拥挤打满，市场会自己寻找出口

“A杀”为什么能在没有同等量级利空时启动？

先看四个拥挤读数。

| 读数          | 时间与水位                               | 能证明什么           | 不能证明什么          |
|-------------|-------------------------------------|-----------------|-----------------|
| 两融余额        | 6月23日首次突破3万亿元                       | 市场杠杆资金升至高位      | 不代表3万亿元都押在科技    |
| 电子融资净买入     | 材料所列行业拆分中，电子以2697亿元居首               | 杠杆资金明显偏向电子      | 不等于整个TMT获得同额净流入 |
| TMT成交占比     | 5月11日至6月18日连续29个交易日超过40%；6月29日达到48% | 交易重心高度集中        | 成交占比不等于净流入占比    |
| 主动偏股基金TMT持仓 | 2025Q3约40%，2026Q1回落至38%             | 连续两个季度回落后仍处历史高位 | 一季度披露不能冒充6月实时仓位 |

4月下旬，TMT成交额占比已经连续两日超过40%，并出现连续5个交易日全A成交额达到万亿元、TMT拿走约四成成交额的情形。

5月11日至6月18日，这一占比连续29个交易日站在40%以上。

6月29日，TMT单日成交占全A约48%，超过2023年AI行情峰值42%。相关报道还将其与2015年移动互联网、2020年5G周期高点作了对照。

接近每成交两块钱，就有一块钱落在TMT。

这不等于资金净流入了同样比例，却足以说明交易注意力挤在了哪里。

问题也随之而来：当想买的人已经买得差不多，下一棒交给谁？

拥挤行情的触发链通常很短：

上涨吸引仓位集中 → 杠杆和成交继续放大 → 未来买盘被提前调用 → 增量资金放缓 → 少量卖盘压低价格 → 止盈与降杠杆互相强化

这是一条机制链，不是点位预测。

你无法提前知道哪一天会断，却能看见绳子越绷越紧。

A杀最危险的时刻，往往不是坏消息最多的时候，而是好故事已经把仓位挤满的时候。

## | 科创50，警报已经响了

四场已完成的冲高杀跌，正在把问题推向科创50。

从2025年12月31日的**1344.20点**，到2026年6月30日的**2207.86点**，科创50上半年上涨**64.25%**。

高点定格在6月30日收官日。

7月3日盘中，指数一度较6月30日高点回撤**10.5%**。7月行情单独观察，截至7月10日，不与H1涨跌幅混算。

这是普通回调，还是“A杀”开场？

现在没有材料允许我替市场宣布结案。

但风险判据已经摆在桌面上。

第一，增量杠杆还在扩张吗？

6月23日两融余额首次突破3万亿元。如果后续余额不再扩张，甚至转向收缩，高成交就可能从推升器变成兑现通道。

第二，TMT成交占比怎么退潮？

6月29日的**48%**是极端读数。占比温和下降，可能只是热度降温；如果迅速跌破此前长期维持的40%水位，同时价格走弱，交易结构就变了。

第三，筹码供给有没有继续增加？

截至6月30日，A股重要股东年内累计减持**4894.47亿元**。其中，协议转让占比由**51.56%**降至**24.45%**，大宗交易由**17.79%**升至**20.63%**，询价转让由**5%**升至**11.83%**。

这组数据覆盖全A，不能直接写成科创或TMT减持额。

它能证明的是：全市场减持规模与渠道结构正在变化。落到普通人的具体产品，还要看实际持仓披露、杠杆和资金成本，不能拿指数信号直接替代账户诊断。

我的立场依然明确：

**当成交占比、杠杆与涨幅同时冲到高位，默认先防拥挤反噬，直到增量资金重新证明自己。**

这不是看空科技。

这是拒绝把好产业、好公司和任何价格混为一谈。

## A杀杀的，是坏价格叠加拥挤筹码

有色从+33.0%走到峰后-29.8%，军工回撤25.7%，创新药回撤22.5%后再反弹，北证50峰后回撤25.0%。

四个案例没有证明每次上涨都会A杀。

它们证明了一件更有用的事：

**公司可以继续优秀，产业可以继续成长，拥挤的价格却必须重新找买家。**

下一篇，我们把这套判断送进历史法庭：每一次极端拥挤，最后都以A杀收场吗？

如果答案是否定的，那么真正决定结局的，究竟是拥挤本身，还是拥挤之后仍能不断兑现的增长？

## 数据与资料来源

- Wind价格指数、日K及月K数据，自算四案例峰值涨幅、峰后回撤及科创50 H1涨幅。
- 证券时报：A股重要股东减持数据、北证50上半年回调数据。
- 财联社：2026H1熊股盘点。
- 新浪财经、中国证券报及21经济网转述：TMT成交占比、4月TMT交易拥挤度。
- 新浪财经：主动偏股基金TMT持仓比例测算、药明康德H1表现。

风险提示：本文不构成任何投资建议，历史表现不代表未来。市场有风险，投资需谨慎。

## 2007年的中石油、2015年的安硕、2021年的茅台、2026年的寒武纪

四段估值极值的顶点、跌幅与回本年数——历史判例汇编

「不是不跟。是被同一套剧本杀了三回……2007年48块的中石油，2015年400块的安硕信息，2021年2600的茅台。现在3000块的寒武纪。每一代人都有自己的‘核心资产’。」

这是一位雪球匿名老股民的原话。

四个价格，四代人的信仰。

它们不是同一统计窗口下的收益表，也不能直接横比。但这段话问中了要害：产业会不会赢，和你买得贵不贵，究竟是不是一回事？

2026年上半年，科创50从2025年12月31日的**1344.20点**涨到6月30日的**2207.86点**，涨幅**64.25%**。

半导体材料设备指数半年涨超**155%**；相关主题ETF净流入**324.76亿元**，规模增长**700亿元**。其中，半导体设备ETF易方达从**16亿元**长到**171亿元**。

这至少说明资金正在集中涌入。

可历史法庭审的，从来不是产业真假。

它审的是：再伟大的产业，能不能替任何价格辩护？

**定义框** 本文所称“老登/小登”是社区梗，不是学术分类。老登大致指银行、地产、消费、红利等传统资产；小登大致指科创、AI、成长等新兴资产。

我的立场很明确：我看空的不是技术革命，我看空的是“这次不一样”。

## 产业革命是真的，跌掉七成也是真的

2013年，创业板指上涨**82.73%**，沪深300下跌**7.65%**。

一边狂奔，一边后退，分化接近**90个百分点**。

当时的叙事并不荒唐：「移动互联网是产业革命。」

它确实是。

2015年6月3日，创业板指在历史最高收盘日的市盈率达到**137.86倍**，当年6月平均市盈率一度达到**146.57倍**。

两天后的6月5日，创业板指盘中冲到**4037.96点**。

随后，价格开始清算。

从2015年6月5日的盘中高点，到2018年10月19日的**1184.91点**，最大回撤约**-70.7%**。

将价格指数高点归一为100，低点约为29.3。

产业革命消失了吗？

没有。

估值账单到了。

更狠的是时间。

直到2026年5月13日，创业板指盘中升至**4041.99点**，才首次突破2015年6月的盘中高点。

回本用了**11年**。

所以，真正的历史判词是：

**好赛道可以穿越周期，高买价却要你用时间服刑。**

## 茅台没有变，定价权先换了主人

2021年，茅指数成分股普遍站上**40倍以上PE**。

那时，“核心资产”几乎成了一张免审通行证：公司够好，壁垒够深，价格似乎就不重要。

结果呢？

从2021年2月峰值到2024年9月低谷，茅指数峰谷回撤**-54.9%**，这是按Wind历史行情计算的结果。

将峰值指数归一为100，谷底约为45.1。

茅台自身从高点回撤也超过**50%**。

三年后，镜头转向另一边。

2024年，银行板块上涨**34.39%**，位居申万一级行业第一；工商银行、建设银行的市值双双超过贵州茅台。

这不是“银行突然比茅台更优秀”。

变化的是市场愿意为什么付钱。

2021年至2023年，中证红利价格指数分别上涨**13.37%**、下跌**5.45%**、上涨**0.89%**。老登资产也没有年年直线上涨，更不存在天然免跌。

历史只是完成了一次定价权交接：上一轮被认为永远正确的资产，开始为过高预期还账；上一轮被忽略的资产，重新进入计价桌。

**核心资产最危险的时刻，往往是“核心”两个字被拿来替价格辩护。**

## | 华尔街也审过一次“这次不一样”

2000年3月10日，纳斯达克综合指数收于**5048.62点**。

当时整体PE约**175倍**。这一估值口径存在争议，因此只能写“约”，不能当作精确审计数字。

随后，纳指跌至2002年10月9日收盘的**1114点**，跌幅约**-78%**。

回到原点，用了**15年**。

1999年，巴菲特跑输标普500达**40.9个百分点**。《巴伦周刊》甚至用封面标题发问：

「Warren, What's Wrong?」

一年后，账本翻面。

2000年，伯克希尔每股市值上涨**26.6%**，标普500含股息回报为**-9.1%**；2001年，两者分别为**+6.5%**和**-11.9%**；2002年，分别为**-3.8%**和**-22.1%**。

2000年至2002年，伯克希尔累计跑赢约**67个百分点**。

罗素1000指数的风格账本也给出相同方向：2000年，价值指数上涨**7.0%**，成长指数下跌**22.4%**，价值当年跑赢**29.4个百分点**；2001年和2002年，价值指数虽然分别下跌**5.6%**、**15.5%**，仍好于成长指数的**-20.4%**、**-27.9%**。

注意这个细节。

价值跑赢，不等于价值一定赚钱。

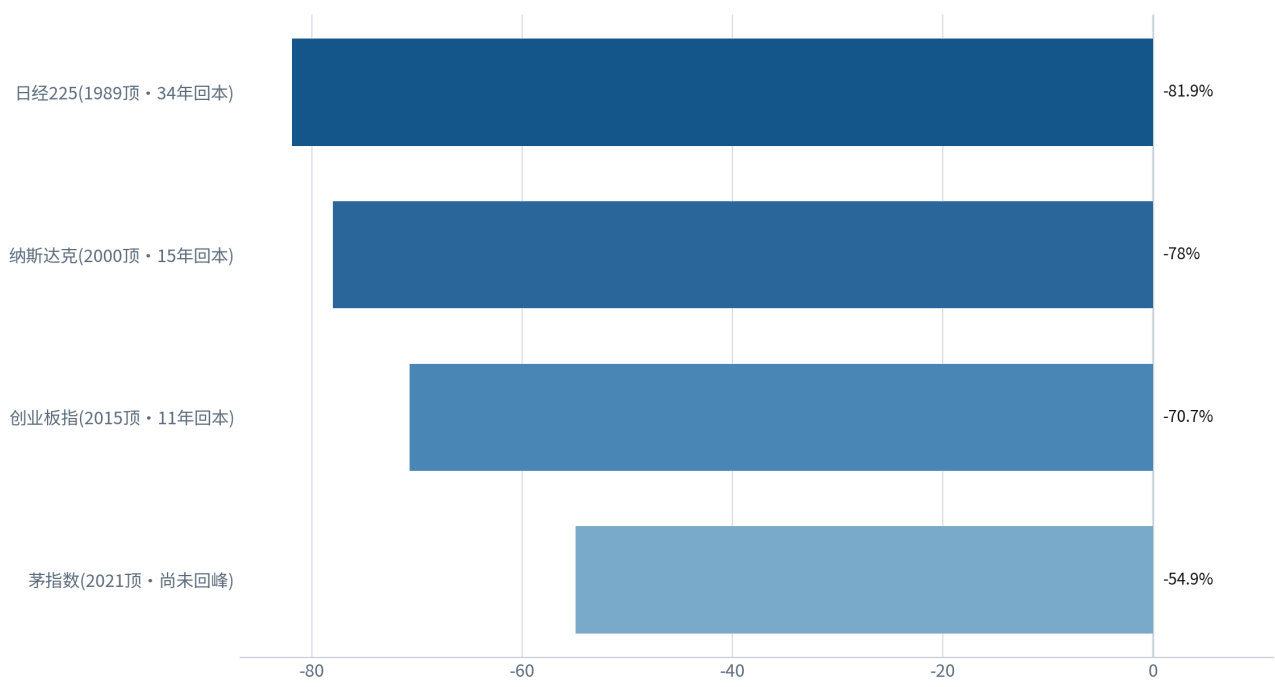
法庭只证明一件事：当风格差走到极端，均值回归可以先于新叙事兑现。

| 历史判例      | 顶点证据                             | 峰谷跌幅          | 回本耗时       |
|-----------|----------------------------------|---------------|------------|
| 2015年创业板  | 2015-06-03 PE <b>137.86倍</b>     | <b>-70.7%</b> | <b>11年</b> |
| 2021年茅指数  | 成分股普遍 <b>40倍以上PE</b>             | <b>-54.9%</b> | —          |
| 2000年纳斯达克 | <b>5048.62点</b> ，PE约 <b>175倍</b> | 约 <b>-78%</b> | <b>15年</b> |
| 日本日经指数    | —                                | <b>-81.9%</b> | <b>34年</b> |

表中“—”表示没有采用同口径数字，不强行补齐。

估值极值破裂后：跌五到八成，回本十年起步

四段估值极值的最大跌幅与回本时长 · 创业板回撤据公开端点计算 · 茅指数为Wind日K自算(2021-02峰→2024-09谷) · 纳指顶点PE约175倍口径存争议



数据来源：央广财经/证券时报/21财经/英为财经/伯克希尔年报、Wind Opm.AI 出品

估值极值后的共同结局：跌幅先到，回本往往以十年计

这张图让你看见：极值破裂后的最大跌幅集中在**-50%至-78%**，价格清算常在两三年内完成，时间清算却可能从十年起步。

亚马逊赢了，山顶买家却等了十年

反方最强的证人，是亚马逊。

1999年12月至2001年，亚马逊股价从**106.69/106.70美元**跌到**5.97美元**，最大跌幅约**-94%**。

可它的营收从1999年的约**16亿美元**，增长到2001年的**31亿美元**，再增长到2009年的**245亿美元**。

十年，营收扩大约**15倍**。

公司赢得很彻底。

但1999年顶点买入的人，仍要等到2009年左右，股价才回到原高点水平。

这算不算看对产业？

算。

这算不算付错价格？

也算。

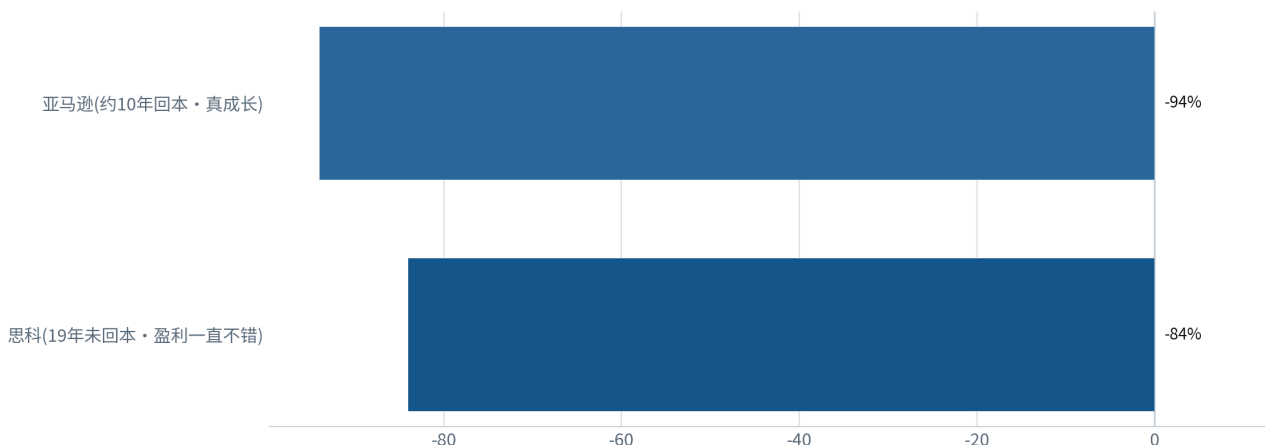
思科把判决推得更远。

它从2000年约**80美元**跌到约**13美元**，跌幅约**-84%**；截至2019年报道时点，仍未回到前高。

同处一场技术革命，亚马逊约十年回本，思科十九年仍未回本。

## 同是真公司：亚马逊十年回本，思科十九年没回本

2000年科网泡沫顶点买入的最大回撤与回本时长 · 「公司对了」不等于「买点对了」 · 来源 CNBC/21财经复盘(见台账)



数据来源：CNBC/21财经/Shortform复盘

Opm.AI 出品

亚马逊与思科证明：真公司不等于顶点买入也正确

这张图让你看见：判断产业方向，只答对了第一道题；公司能否胜出、买入价格能否消化，还要分别作答。

那老登是不是就能自动获胜？

日本银行股给出的回答同样冷酷：破净之后，可以趴二十年。日经指数从峰值回撤**-81.9%**，回本用了**34年**。

便宜不是底。

伟大也不是价格上限。

两边的信仰，都得过堂。

### 判决：先质疑价格，再相信故事

AQR在2020年的后验观察中，价值利差达到**100分位**；随后2021年至2022年，价值风格大胜。

这不能拿来预测2026年的精确拐点。

历史判例没有秒表。

它给的是基率：当估值与风格差逼近极值，先发生的往往是价格均值回归，而不是远期故事按时兑现。

科创50在2026年上半年上涨**64.25%**，并不能证明泡沫已经破裂；同样，即使产业趋势真实，也不能证明任何买点都安全。

科创50的PE(TTM)达到**249倍**，已经显著高于2015年创业板顶点的**137.86倍**。两者成分结构不同，不能机械宣判涨跌，却足以把举证责任推回多头一边：

未来多少增长，才能消化今天的价格？

需要多少年？

中间能不能扛过预期下修？

历史法庭不裁决2026年老登和小登谁最终获胜。

它只判一条：

**产业革命可以是真的，高估值的均值回归也可以同时发生。**

Opm.AI把这些判例压进两张图：一张审极值后的跌幅与回本年数，一张审“真公司”和“好买点”之间的裂缝。

下一次，当你听见“这次不一样”，先别急着站队。

对方是在证明产业方向、公司胜率，还是你今天付出的价格？

这明明是三起不同的案件，为什么总有人想用同一句话结案？

数据来源：央广财经、Investing.com历史行情、Wind历史行情、申万行业行情口径、FTSE Russell/LSEG、伯克希尔·哈撒韦2002年年报、21世纪经济报道、CNBC、Shortform、界面新闻。雪球匿名观点仅作情绪素材，不作定量证据。

风险提示：本文不构成投资建议，历史不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

**ETF追科创，险资买银行：谁在替谁计时**

两融首破3万亿、半导体ETF净流入324亿——谁的钱、什么久期

**杠杆的厉害，是放大判断。**

**杠杆的残酷，是缩短等待。**

2026年6月23日，沪深北三所两融余额合计达到**30010亿元**，首次突破3万亿元。

其中，沪市15188.48亿元、深市14729.39亿元、北交所91.84亿元；融资余额约**29790亿元**，融券余额约**220亿元**。（证券时报网汇总三所数据）

这意味着，3万亿元两融中，绝大部分是需要持续支付资金成本的融资交易。

更值得看的是速度。

2014年12月19日，两融余额首次突破1万亿元；2025年8月5日突破2万亿元，用时近11年；到2026年6月23日突破3万亿元，却只用了**不到11个月**。（每日经济新闻复盘）

钱为什么突然跑得这么快？

2026年上半年，电子行业融资净买入**2697亿元**，居全行业首位；通信以**710亿元**居次。机械设备、有色、基础化工、电力设备分别超过200亿元。

与此同时，汽车融资净偿还居首，农林牧渔、房地产、商贸零售持续流出。（每日经济新闻援引Wind数据）

杠杆资金已经投票。

但险资没有投同一张票。

谁看对了？

也许问题一开始就问错了。

两边对赌的未必是涨跌，而是谁先被自己的负债端叫停。

**定义框** 本文所说的“老登”和“小登”只是社区梗与市场约定，不是学术分类。“老登”指银行、地产、消费、红利等传统资产，“小登”指科创、AI、成长等新兴资产。

## 324.76亿元冲向半导体，宽基却没有一起涨潮

2026年上半年，半导体材料设备主题ETF净流入**324.76亿元**，相关ETF规模合计增长约**700亿元**。

半导体设备ETF易方达的规模从**16亿元**增至**171亿元**；同期半导体材料设备指数上涨超过**155%**。科创50指数H1上涨**64%**，创业板指上涨**35%**。（界面新闻、证券市场周刊援引Wind截至2026年6月30日数据）

这里必须先泼一盆冷水。

700亿元是相关ETF的规模增长，不等于700亿元净申购。基金规模同时受申赎和净值涨跌影响，不能把上涨贡献也算成新增资金。

324.76亿元净流入同样只能回答“钱申购了什么”，不能证明这些钱买在低位，更不能证明持有人已经盈利。

但资金结构的分化是真实的。

| 2026H1资金方向   | 净流入情况           | 口径与可核验来源                       |
|--------------|-----------------|--------------------------------|
| 半导体材料设备主题ETF | <b>324.76亿元</b> | Wind截至2026-06-30，界面新闻/证券市场周刊统计 |
| 沪市红利类及现金流ETF | <b>超过230亿元</b>  | 仅含上交所挂牌相关ETF，新浪财经报道            |
| 行业类ETF       | <b>约1416亿元</b>  | ETF大类统计，Wind数据汇总               |
| 风格因子类ETF     | <b>约509亿元</b>   | ETF大类统计，Wind数据汇总               |
| 债券类ETF       | <b>约569亿元</b>   | ETF大类统计，Wind数据汇总               |
| 商品类ETF       | <b>约411亿元</b>   | ETF大类统计，Wind数据汇总               |
| 宽基类ETF       | 整体净流出           | ETF大类统计，Wind数据汇总               |

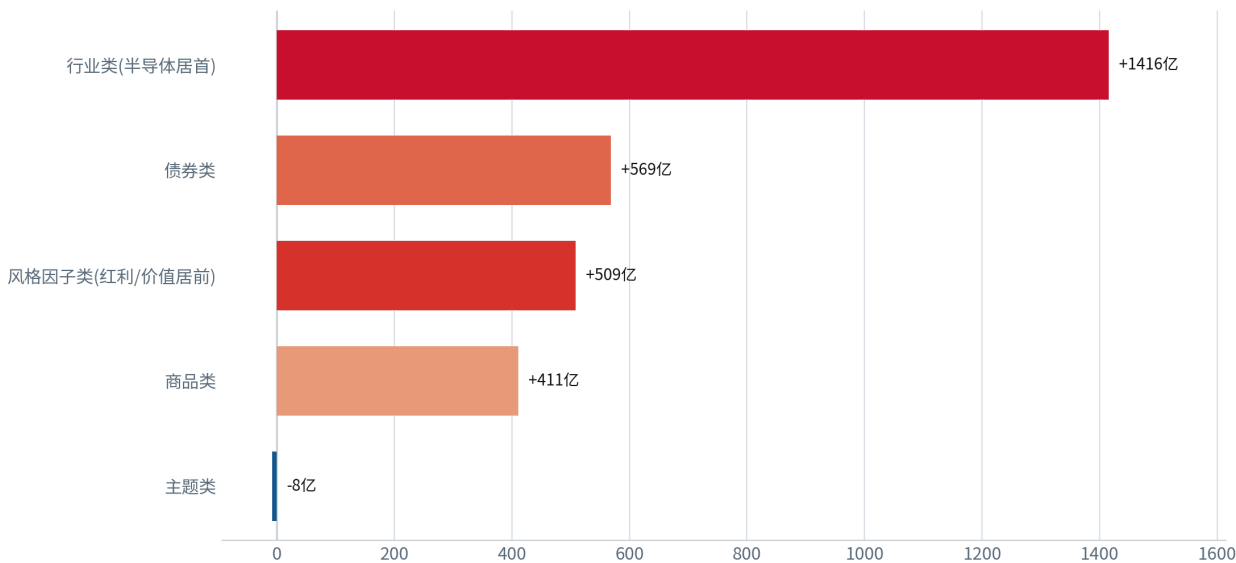
半导体主题的324.76亿元与沪市红利类的230亿元，覆盖范围并不相同，不能据此排名全市场份额。

它们共同指向的是另一件事：

**增量资金正在绕开笼统的“买全市场”，转向直接挑选主题和因子。**

# 指数大涨的半年，钱却离开宽基：涌向行业与风格工具

2026H1 各大类ETF净流入(亿元 · Wind · 界面新闻) · 宽基类整体净流出(精确额未披露 · 科创50ETF华夏曾连续三周份额缩水超85亿份) · 行业类中半导体材料设备主题+324.76亿居首 · 风格类中红利低波/红利/价值居前



数据来源：界面新闻(引Wind)

Opm.AI 出品

半导体主题与红利因子同时吸金、宽基整体净流出：增量资金正在从“买全市场”转向“挑方向”

红利并没有被科技抽干。

2026年上半年，沪市红利类及现金流ETF净流入超过**230亿元**，其中5月流入**98亿元**、6月流入**92亿元**；H1分红合计接近**20亿元**。（上交所挂牌产品口径统计）

风格因子ETF中，红利低波ETF易方达净流入**79亿元**，红利ETF易方达净流入**51亿元**，价值ETF易方达净流入**45亿元**。（Wind风格因子ETF统计）

所以，科技与红利都在吸金。

真正失去共识的，是“闭眼买宽基”。

## 三万亿不是一个点位，而是一张计息表

ETF申购与融资买入可以同时指向科技，但不能把两类资金写成同一种久期。

ETF数据只能识别资金流向。

它看不见每名持有人的杠杆、持有期限和负债成本。

两融则不同。

融资资金按天计息。逻辑可以等待验证，利息不会暂停。

这才是科技侧最清晰的短时钟。

2026年4月下旬，TMT成交额占比一度连续多日突破40%的历史警戒位，单日万亿成交下狂揽全A约四成交易额。（21世纪经济报道）

这组数据能证明什么？

它能证明交易注意力曾阶段性高度集中。

它不能证明TMT整个H1的收益必然与成交占比同向，也不能推出科技行情必然结束。

成交拥挤是阶段状态，不是方向判决。

真正危险的触发链是：

**产业赔率上升→主题申购与融资净买入集中→交易拥挤抬升→若边际买盘放慢，融资利息开始放大等待成本。**

你可以等逻辑。

带息资金不能无限等你。

## ｜ 险资没有慢，它只是看另一只钟

2026年上半年，险资举牌**17次**，其中**14次**的标的是港股上市公司。（中国保险行业协会披露口径汇总）

这里同样要划清证据边界。

14次港股举牌，不等于14次全部买入银行，也不能外推为所有险资都在押注高股息。

标题里的“险资买银行”，描述的是配置倾向，不是对17次举牌标的的逐项归类。

公开材料对险资配置的概括是：「高股息仍是压舱石、科技赛道成新宠。」

截至2026年6月30日，恒生指数PE为**10.7倍**，沪深300为**13.1倍**；国有大行H股股息率普遍约**5%**，部分能源股超过**8%**。（《万亿险资的科技远征》综合Wind公开行情）

这不是银行或能源股一定上涨的证明。

它只说明，在险资面对的资产池里，确实存在一批估值较低、现金分红较高、能够与长期负债匹配的资产。

险资为什么能容忍更长的等待？

一边是长周期考核改革，另一边是新会计准则下的FVOCI计量。

对符合条件的资产，分红可以进入当期损益，股价波动则不直接冲击利润。于是，短期价格弹性不再是唯一目标，现金流与负债匹配的重要性上升。

它的触发链是：

**长周期考核→短期波动容忍度提升→FVOCI降低利润表对股价波动的敏感度→分红与负债期限获得更高权重。**

这不是审美差异。

这是会计表、考核表与负债表共同塑造的选择。

**融资资金押兑现速度，险资购买时间容忍度。**

## 公募没有掉头，只是在高位拆仓

真正站在两种时钟之间的，是主动公募。

主动偏股基金的TMT持仓占比在2025年三季度约为**40%**，随后连续两个季度回落，到2026年一季度回落至约**38%**（媒体报道口径），但仍在高位。该数据为主动偏股基金持仓的媒体报道口径测算，并非全部公募资产口径。（TMT持仓测算资料）

食品饮料的配置比例则从2025年四季度的**6.5%**降至2026年一季度的**5.3%**，为2020年以来低位；白酒持仓比例从**2.93%**微降至**2.91%**。（开源证券、国信证券、中信建投相关持仓分析汇总）

## 公募在两头换仓：减到新低的消费，回落的TMT

主动偏股基金仓位占比(%) · 食品饮料=2025Q4 6.5%→2026Q1 5.3%(中信建投 · 2020年来新低) ·  
TMT=2025Q3约40%历史极值→2026Q1约38%(媒体报道口径 · 连续两季回落仍处高位)



食品饮料仓位降至2020年以来低位，TMT从约40%回落至约38%（媒体口径）但仍处高位：公募在换结构，并未彻底撤离成长

公募是在从科技切回消费吗？

数据不支持这个结论。

国泰海通策略团队对2026年一季报的测算显示，主动基金提高了AI算力、出海制造和周期等方向的配置，降低了电子中的消费电子、有色和耐用消费品配置，同时继续提高创业板、科创板配置，降低主板配置。（国泰海通2026年一季度基金持仓分析）

ETF端，半导体材料设备继续获得净流入。

主动基金端，消费电子却被降低配置。

这算矛盾吗？

不算。

“科技”不是一个不可拆分的仓位。ETF追逐的是明确主题，主动基金处理的是内部景气差、拥挤度与组合风险。

最灵活的钱已经开始收油门，但没有掉头。

## 机构分歧不在多空，而在谁有资格等待

把三类资金放到一张表里，答案会更清楚。

| 资金类型  | 已发生的动作               | 它在看什么            | 证据不能外推为什么     |
|-------|----------------------|------------------|---------------|
| 两融资金  | 余额首破3万亿元，电子融资净买入居首   | 上涨赔率、兑现速度、每日资金成本 | 不能据此判断科技一定上涨  |
| ETF资金 | 半导体与红利主题同时吸金，宽基整体净流出 | 产品标签、主题与因子       | 无法仅凭申赎判断持有人久期 |
| 险资    | H1举牌17次，14次标的为港股公司   | 长期负债、现金流、会计与考核约束 | 不能写成全部险资都买银行  |
| 主动公募  | TMT高位回落，内部结构继续调整     | 景气差、拥挤度与组合约束     | 不能写成已经全面撤离成长  |

监管有没有选边？

科创板新政释放制度信号，险资长周期考核改革则在为长期资金入市铺路。

制度同时容纳高赔率资本与长久期资本。

它没有替任何人承诺收益。

真正选边的，是各自的负债端。

如果把险资举牌当成短期交易信号，会错。

如果把ETF净流入当成长期价值确认，也会错。

如果拿自有资金模仿带息资金的速度，可能追错节奏；如果拿融资账户照抄险资的十年账，更可能先输给时间。

收盘之后，K线可以停止跳动。

融资利息仍在计时。

你盯着的是价格，负债端盯着的是期限。

所以，下次再问科创和银行谁会赢之前，不妨先问一个更贴近账户的问题：

## 这笔钱，究竟允许我等多久？

风险提示：本文仅作市场结构与公开数据分析，不构成投资建议。投资有风险，入市需谨慎；过往业绩不代表未来收益。

文/0pm.AI

## 下半年别猜方向，就盯这一根分界线

中信、华泰、申万们吵成三派——判据清单比预测点位值钱

99.75%对1.77%。

一边贴近天花板，一边趴在地板上。

下半年该追谁、躲谁？

先别急着猜。

2026年7月1日，下半年首个交易日，券商板块上涨4%，白酒反弹，养殖板块掀起涨停潮，沪指收涨1.05%（据当日公开市场行情）。

这一天不属于H1统计区间。全文H1涨跌与估值数据，统一以2025年12月31日收盘为基准、2026年6月30日为终点；7月行情单独观察，不与H1混窗。

一日反攻，能证明“老登”接管下半场吗？

不能。

它只能说明：风格走向极端后，市场情绪已经开始寻找出口。

截至2026年6月30日，科创50的PE（TTM）处于发布以来99.75%分位；食品饮料PE则处于近10年1.77%分位。

窗口并不相同。

科创50的统计期从2019年12月发布以来算起，约6.5年；食品饮料采用近10年窗口。两者不能并列做估值排名，更不能据此判断谁“绝对更贵”。

但它们共同指向一个问题：

极值本身，已经先于方向成为风险。

口径框：“老登/小登”是社区梗，不是学术分类。本文沿用市场约定：老登指银行、地产、消费、红利等低估值阵营；小登指科创、AI、成长等高景气阵营。指数数据不等于全部个股，更不构成个股建议。

我的判断先摆在桌上：

按历史均值回归的基率逻辑，99.75%分位端先出现回归压力的概率，大于1.77%分位端永远阴跌不止的概率。

但这只是基率，不是预言。

估值只负责报警，业绩才负责判决。

## 一日反攻没有投票权，券商却已经吵成三派

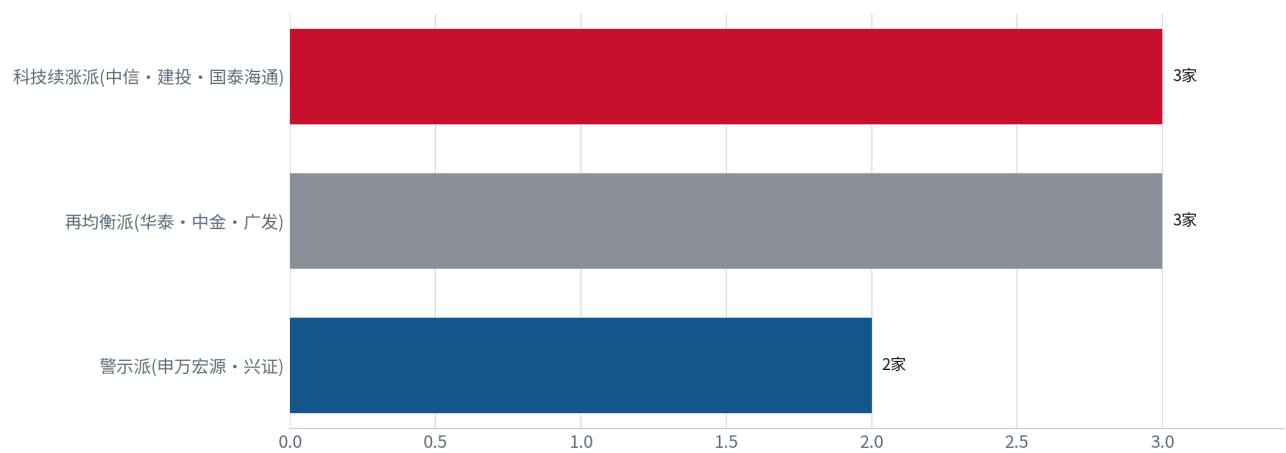
下半年究竟是科技继续领跑，还是价值开始抬盘？

卖方没有统一答案。

| 阵营    | 代表机构           | 核心判断                                                      | 公开出处                                  |
|-------|----------------|-----------------------------------------------------------|---------------------------------------|
| 科技续涨派 | 中信证券、中信建投、国泰海通 | AI尚未泡沫化，成长仍可能相对占优。中信提出“AI+能化”新杠杆；国泰海通将全A非金融盈利增速预测上修至13.6% | 中信证券下半年策略、国泰海通中期策略                    |
| 再均衡派  | 华泰证券、中金公司、广发证券 | 成长未必结束，但不宜继续单押。华泰提出「再均衡而非全面切换」；中金强调“稳”好于“快”，把握业绩准绳        | 华泰证券《主线拥挤后的风格再平衡》、中金《把握业绩准绳》、广发证券中期策略 |
| 调整警示派 | 申万宏源、兴业证券      | 申万提示6—7月可能出现速度较快、中级别幅度的调整；兴业认为成长交易拥挤度处于历史高位，短期风险释放尚未结束    | 申万宏源《大周期上行的纵深和波折》、兴业证券中期策略            |

# 八家券商吵成三派：续涨、再均衡、警示

2026年中期策略风格判断分派 · 续涨派=中信/中信建投/国泰海通 · 再均衡派=华泰/中金/广发 · 警示派=申万宏源/兴证 · 具名报告见来源台账



数据来源：各券商2026中期策略(具名，见台账) Opm.AI 出品

卖方不是在猜同一个终点——8家中期策略已分成续涨、再均衡和调整警示三派

为什么同一个市场，会得出三种答案？

因为三派盯着三只不同的钟。

中信证券看产业时钟：AI供应链短缺与硬件增长逻辑还能不能继续兑现？

华泰证券看资金时钟：剩余流动性回落、人民币升值带来的外资回流与长线资金新规，是否推动市值风格再均衡？

申万宏源、兴业证券看交易时钟：拥挤度与微观结构，还能不能承受下一次预期波动？

这不是简单的多空分歧。

**卖方的分歧，暴露了产业、资金与交易三只时钟已经出现时差。**

科技可以仍有产业趋势，同时面临拥挤风险。

价值可以开始成为推力，同时尚未拿到盈利反转证明。

所以，7月1日的老登反攻不能被放大成整个H2的方向判决。

它只是一日样本。

真正要回答的，是哪只钟先响。

## 1.77%不是底部证书，老登还要翻四本账

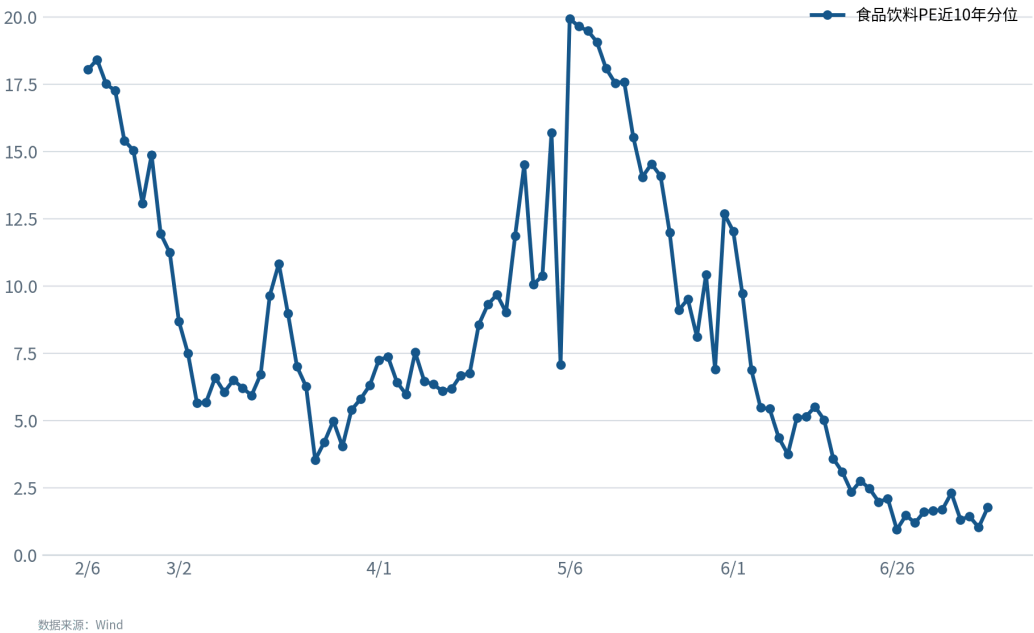
食品饮料PE落到近10年1.77%分位，够不够便宜？

够低。

但低估值不自动生成盈利拐点。

### 食品饮料的估值分位，磨了五个月地板

申万食品饮料 PE(TTM) 近10年分位(%) · 2026-02-06~07-10 日序列 · 6-26曾探0.95% · 来源 Wind



Opm.AI 出品

食品饮料PE近10年分位降至1.77%，2月至7月日序列显示估值地板仍在反复磨底

图中H1数据统计至2026年6月30日；7月部分仅观察至7月10日，不并入H1区间。

这张图真正重要的地方，不是1.77%有多低。

而是估值压到低位后，地板仍在反复磨。

2026年一季度，公募基金持仓口径下，食品饮料配置比例由2025年四季度的6.5%降至5.3%，为2020年以来新低，约回到2015年水平；白酒持仓比例由2.93%降至2.91%。（来源：开源证券、国信证券及中信建投相关基金持仓分析汇总）

证据边界必须说清楚。

这组数据只能说明公募基金持仓结构继续减配消费，不能外推成“所有机构都在撤退”。

同样，食品饮料指数的1.77%分位，也不能写成“所有白酒股都便宜”。

但它足以戳破一个误区：

**分位数可以趴在地板上，资金与盈利仍可能继续磨。**

老登的底，不由估值单独确认。

它要翻四本账。

| 观察账本 | 当前锚点                         | 真正要等的信号              | 不能外推成什么           |
|------|------------------------------|----------------------|-------------------|
| 白酒批价 | 飞天茅台批价1665元                  | 批价能否站稳，消费链盈利预期是否停止下修 | 单一批价企稳不等于整个消费板块反转 |
| 银行息差 | 商业银行净息差1.40%                 | 息差能否止跌，净资产回报压力是否缓和   | 银行低PB不等于盈利已经见底    |
| 信用质量 | 不良指标                         | 不良是否出现可持续拐点          | 单季变化不能外推成全行业趋势    |
| 地产销售 | 2026年1—6月典型房企权益销售金额10907.3亿元 | 同口径销售降幅能否继续收窄        | 超过万亿元不等于销售已经复苏    |

克而瑞研究中心统计，2026年1—6月典型房企权益销售金额为10907.3亿元，口径为典型房企权益销售。（来源：克而瑞研究中心）

材料没有提供可直接对照的同比数字。

因此，10907.3亿元只能说明销售账本的规模，不能被改写成复苏结论。

下半年要盯的，是同一来源、同一口径下，销售降幅能否继续收敛。

批价不稳，低PE可能仍在跟随盈利预期下修。

息差不止跌，低PB只能解释价格，不能证明回报改善。

销售降幅不收窄，地产估值再低，也缺少基本面确认。

估值地板只能告诉你水位很低，盈利止跌才说明抽水机开始停了。

四本账没有翻面，凭什么宣布底部已经完成？

## 99.75%不是下跌倒计时，小登要防增速出现第一道裂缝

另一边，科创50的PE（TTM）处于发布以来99.75%分位。

这是不是意味着马上见顶？

也不是。

高估值可以维持。

前提是订单、指引、资本开支与利润持续兑现，而且兑现速度不能低于价格已经写入的预期。

问题恰恰在这里：

谁来继续抬高盈利预期？

第一道观察窗口在7月中旬。

中际旭创、新易盛的中报预告中，订单与指引能否继续支撑高增速？

第二本账，是龙头公司的资本开支。

capex仍在加速，还是已经出现边际变化？

第三本账，是重要股东减持节奏。

2026年H1重要股东减持金额已达4894亿元。

这是2026年1月1日至6月30日的半年合计，不能写成年度金额，也不能外推成所有公司、所有机构都在减持。

第四本账，是两融与TMT成交占比。

两融是否降温？

TMT成交占比是否退潮？

这些指标反映交易结构与风险偏好，不能替代订单、利润和资本开支。更不能因为阶段联动，就写成整个H1收益始终同向。

但如果交易时钟先减速，产业时钟又没能继续加速，高估值靠什么吸收预期落差？

兴业证券的判断值得钉住：

科技投资已经从主题投资进入基本面验证阶段，下半场可能由普涨转向结构分化。

这句话比“科技还有没有行情”更重要。

**高估值最怕的不是增长消失，而是增长没有价格预期跑得快。**

## | 这道墙不在指数点位，在业绩能否推翻定价

现在可以把分界线说清楚了。

老登的底，看盈利见底。

小登的顶，看增速拐点。

一边需要证明坏消息停止恶化。

另一边需要不断拿出更好的结果，支撑已经很高的预期。

这是两套不同的验证门槛。

也是99.75%与1.77%之间真正的不对称。

我的立场没有变：

**先警惕高估值端的无限外推，再等待两端业绩逐项盖章。**

这不是断言小登一定下跌。

也不是判断老登一定上涨。

99.75%分位只是风险报警器，不是下跌倒计时；1.77%分位只是低水位记录，也不是买入指令。

按均值回归的历史基率逻辑，我更警惕高分位端先承受回归压力。

但最后的方向，只能由业绩证伪。

因此，下半年真正值得跟踪的不是一个指数点位，而是八项信号：

| 低估值端：盈利能否止跌  | 高估值端：增速是否松动     |
|--------------|-----------------|
| 飞天茅台批价能否站稳   | 中报订单与指引能否继续兑现   |
| 商业银行净息差能否止跌  | 龙头capex是否出现边际变化 |
| 不良指标是否出现拐点   | 重要股东减持节奏是否加快    |
| 地产销售降幅能否继续收敛 | 两融与TMT成交占比是否退潮  |

7月1日券商上涨4%、白酒反弹、养殖出现涨停潮，只能算一次情绪试探。

中信的科技续涨、华泰的再均衡、申万的调整警示，也都是等待数据验证的剧本。

日期到了，逐项核对。

数据没到，不抢结论。

**预测点位是在押答案，跟踪判据是在等市场交卷。**

老登小登之争没有裁判，只有账户。

当99.75%与1.77%隔桌对视，真正该问的已经不是“谁一定会涨”。

而是——谁的业绩，会率先推翻当前定价？

资料来源：Wind；澎湃新闻券商中期策略汇总；21世纪经济报道券商策略汇编；中信证券、中信建投、国泰海通、华泰证券、中金公司、广发证券、申万宏源、兴业证券公开策略；克而瑞研究中心；开源证券、国信证券及中信建投基金持仓分析。

风险提示：本文仅作市场研究与信息交流，不构成任何投资建议；过往业绩不代表未来收益。投资有风险，入市需谨慎。

文/0pm.AI

◆ Opm.AI 出品

老登小登之争：低估值是陷阱还是底，  
科技是未来还是圈套

- 真图驱动
- 一手权威源
- 多源交叉核验

数据与口径

数据来源

Wind（指数估值/分位/日K/EDB）· 中证  
指数公司 · 交易所与公司公告 · 具名券商  
研报 · 财新/证券时报/21世纪经济报道等  
具名报道 · 雪球/知乎/集思录社区原话  
（仅作参考）

🔄 更新：2026-07-11

访问官网



扫码直达 Opm.ai

官网入口  
Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。