

\$1.3 万亿半导体抛售：轮动与踩踏，不是卡点崩塌

\$1.3 万亿半导体抛售——这是轮动与拥挤踩踏，不是卡点逻辑崩塌

2026-06-23 一场由韩国发端、抹去约 \$1.3 万亿市值的半导体抛售，把全市场的问题逼到一句话上——这是“算力见顶”还是“获利了结”？涌现资本的判断是后者：四条独立证据链同时指向“拥挤踩踏 + 鹰派联储驱动的质量轮动”，而非流动性危机、更非卡点逻辑崩塌。诊断锚是宏观磁带——10Y 收益率回落到 ~4.48%（避险）、DXY 站上 101（避险）、黄金反而跌 ~1%（被鹰派联储压、不是被强制抛售）、必需消费 +1.8% 对科技 -3.7%，这是“恐慌资金跑进确定性”的轮动，不是“金股同跌+美元不动”的去杠杆。与此同时，所有卡点的需求信号纹丝不动：HBM/CoWoS 2026 全年售罄、DRAM/NAND 合约价 Q2 仍在 +58~75% QoQ 加速、四大厂 2026 capex ~\$600~725B 无一笔取消、2300GW 并网堵塞照旧。被打掉的只有“估值溢价 + 拥挤仓位”，没有一条卡点逻辑被打破。BofA 调查显示 80% 基金经理把“做多半导体”称为史上最拥挤交易（4 月 25%→6 月 80%），ARM 426 倍与内存个位数前瞻 PE 一起被砸——这正是无差别 de-grossing 的签名，而非基本面重定价。结论：这是框架里的“兑现窗口=布局观察期”，不是追高期；但拥挤踩踏会过冲、Micron 今晚财报是二元靴子，硬卡点超跌名单分批接、不接飞刀。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 6 月 24 日 股价 / PE / 52 周涨幅取自 2026-06-24 实时行情 API (盘后)，为 2026-06-23 抛售后水平；产业数据为 2026 年最新口径。评级 ● 卡点硬·回调质量好 / ● 中性·有估值或卡位硬伤 / ● 承压·拥挤·回避。本报告为信息聚合与研究判断，非投资建议，绝不构成跟单。

30 秒结论卡

- **一句话判断：**6-23 抹去约 \$1.3 万亿的半导体抛售，是**拥挤仓位踩踏 + 鹰派联储驱动的质量轮动**，不是流动性危机，更不是 AI 卡点逻辑崩塌。被打掉的是估值溢价，不是需求。
- **机会状态：**● 硬卡点超跌进入**布局观察窗口**（分批、非追高） · ● 纯估值透支名（ARM 426x）维持回避。
- **市场错在哪：**把一次"韩国杠杆 ETF 去化 + 鹰派点阵图 + 一篇 HBM4 降速报道"引发的情绪共振，误读成"内存/算力见顶"。真相是 HBM/CoWoS 全年售罄、合约价仍在加速涨、capex 无一取消——**价格在跌，卡点在涨价**。
- **重点标的：**内存卡点（MU/SK海力士/三星·● 卡点最硬但等今晚靴子）· 代工封装（TSM/AMKR·●）· 算力主轴（NVDA·● 估值已消化）· 估值透支（ARM·●）。
- **最大反证：**若 Micron 今晚（6-24）指引转弱、或后续出现 hyperscaler 实质砍单/HBM 合约价环比转跌，则"只是价格"的判断作废，需重写为"周期见顶提前"。

一、投资要点

1. **这是踩踏不是崩盘：**一场记录在案的"史上最拥挤交易"在鹰派联储催化下被无差别 de-gross。BofA 6 月基金经理调查里 80% 把"做多全球半导体"列为史上最拥挤交易（4 月 25% → 5 月 73% → 6 月 80%），对冲基金半导体净敞口处五年高位。拥挤到极致 + 一个宏观扳机 = 踩踏，与卡点基本面无关。
1. **诊断锚是宏观磁带，不是跌幅：**判断"轮动 vs 流动性危机"的关键不是跌多少，而是避险资产怎么走。6-23 的磁带是——10Y 收益率回落 ~4.48%、DXY 站上 101、黄金反跌 ~1%、必需消费 +1.8% 对科技 -3.7%、VIX 仅升到高 teens（远低于危机阈值）。**钱跑进了债、美元、防御股**，这是质量轮动；不是"金股同跌 + 美元不动"的去杠杆签名。
1. **扳机是韩国杠杆 + 鹰派点阵图，不是需求：**直接导火索是韩国一只 2 倍做多 SK 海力士的杠杆 ETF 单日 -23.8% 触发强平、KOSPI -9.99%（年内第四次熔断、两次盘中触发）、海力士 -12.47%/三星 -12.31%；叠加 6-17 FOMC 点阵图转鹰（19 人中 9 人预计加息、中位 3.8%）。两者都是杠杆/流动性变量，不是内存基本面变量。

1. **卡点逻辑一条没破**：HBM 与 CoWoS 2026 全年售罄、SK 海力士全年产能已 100% 预订（大头给 NVDA）；DRAM 合约价 Q2 仍 +58~63% QoQ、NAND +70~75% QoQ，涨势延伸到 Q3/Q4；四大云厂 2026 capex ~\$600~725B 无一笔取消；2300GW 并网堵塞照旧。**所有需求信号纹丝不动，只有股价在动。**
1. **姿态**：框架里"主题股普跌 + 避险轮动 = 兑现窗口 = 布局观察期，不是追高期"。硬卡点超跌名单分批接、不接飞刀；估值透支名（ARM 426x）维持回避；**Micron 今晚财报是这套判断的二元检验靴子——靴子落地前不重仓。**

flow/value 透镜	研究部判断
抛售性质 · 价格 vs 价值	● 跌的是估值与拥挤仓位，不是需求与卡点；"价格在跌、卡点在涨价"
宏观性质 · 轮动 vs 去杠杆	● 鹰派联储驱动的质量轮动（债/美元/防御股吸金），非流动性危机
内存卡点（MU/海力士/三星/WDC/SNDK）	● 卡点最硬（全年售罄+合约价加速），但 52w 涨幅极端、Micron 今晚二元 → 分批、等靴子
算力主轴（NVDA/AVGO/TSM）	● 估值已消化（NVDA PE 30.6、跌破 \$5T），基本面仍加速
纯估值透支（ARM 426x）	● 卡点真（IP 授权护城河）但价格透支，无差别踩踏里它跌得最有道理

二、抛售解剖：一条从首尔到费城的传导链

这不是华尔街自发的获利了结，是一条**韩国发端、跨时区共振**的链条：

1. **震源在首尔**：一只 2 倍做多 SK 海力士的杠杆 ETF 单日暴跌约 23.8%，规模相对本地市场体量已堪比一只"\$750 亿单票 ETF"的强平冲击。海力士 + 三星合计约占 KOSPI 的 48%，高度集中 + 外资净流出（约 5.79 万亿韩元 / ~\$3.8B）放大跌幅 → KOSPI -9.99%、年内第四次熔断、单日两次盘中触发。海力士 -12.47%、三星 -12.31%。
1. **一篇报道点火情绪**：6-23 一则"SK 海力士放缓 HBM4 / Rubin 产线转换"的产业报道被解读成"AI 内存需求见顶"。**但这是利润率配置而非需求信号**——当前通用 DRAM 因缺货严重，毛利率已反超 HBM 15 个点以上、奔向 ~90%，海力士理性地把部分产能从 HBM4 切回更赚钱的通用 DRAM。这是"卡点太硬、连卡点公司都在挑更赚钱的卡点做"，不是需求转弱。
1. **鹰派点阵图提供宏观底色**：6-17 FOMC 点阵图转鹰（19 名委员 9 人预计年内加息、中位利率 3.8%），9 月加息概率被重定价到 ~49~68%。这把"高估值、无即期现金流"的拥挤多头推上了被减仓的第一排。
1. **传导到费城**：跌破 \$5 万亿的 NVDA（盘后 ~\$200.04 / mc \$4,845B）、MU、AMD、ARM、MRVL 集体被砸，全市场约 \$1.3 万亿市值蒸发。**关键观察——NVDA 在没有任何公司新闻的情况下跟跌，这是仓位驱动、不是基本面驱动的铁证。**

ARM 的角色是"预演"：6-18 已因尾随 PE 越过 480 倍被下调评级、当日 -9.24%。一只估值最贵的名

字先被点名，五天后整条拥挤赛道被无差别清算——拥挤交易的崩塌，往往从最贵的那一格开始。

三、轮动 vs 流动性危机：宏观磁带给出确诊

框架的核心诊断只有一句：**金股同跌 + 美元不动 = 去杠杆（降仓防守）；板块此消彼长 + 避险资产正常 = 轮动（可调仓不必恐慌）**。把 6-23 的磁带逐项对表：

诊断指标	6-23 实况	指向
美债 10Y	回落至 ~4.48%（债券被买）	避险——轮动
美元 DXY	站上 101（美元走强）	避险——轮动
黄金	反跌 ~1%（被鹰派联储压，非强制抛售）	鹰派定价，非去杠杆
板块结构	必需消费 +1.8% vs 科技 -3.7% vs SOX -7.9%	资金进防御——轮动
VIX	升高 teens 区间，远低于危机阈值	情绪紧张非恐慌

结论：这是“恐慌资金跑进确定性资产”的质量轮动，不是“什么都被砸”的流动性危机。真正的去杠杆里黄金会和股票一起被强平、美元因美元荒尖刺式飙升、债券也可能被抛；6-23 是债券与美元做避险、黄金被利率压、防御股吸金——这是教科书式的 risk-off 轮动，扳机是鹰派联储而非 AI 需求。

历史基准 (base rate)：近两年三次“AI 半导体急跌”全部快速修复——2024 年 8 月日元套息平仓（VIX 尖刺至 65+，数周修复）、2025 年 1 月 DeepSeek 冲击（NVDA 单日 -17%/- \$589B，约一个月收复）、2026 年 6 月 5-6 日 AVGO 指引引发 SOX -10.3%（次个交易日企稳）。三次的共性：**跌的是估值与情绪，需求侧从未真正转向，故修复以周到月计。**这不构成“这次也一样”的保证，但给了一个清醒的概率锚。

四、卡点逻辑体检（一）：内存超级周期，结构完好

把“HBM4 降速”误读成“周期见顶”是这轮最危险的错误。用真瓶颈四特征逐条复查内存卡点，没有一条被打破：

真瓶颈四特征	内存卡点现状（2026 最新口径）	判定
① 结构性供需失衡	SK 海力士全年产能 100% 预订（大头 NVDA）；三家 HBM 2026 全年售罄；缺货延续到 2027+	✅ 加剧
② 替代不容易	HBM 良率/认证壁垒极高；通用 DRAM/NAND 新产能 2027 年底前难放量	✅
③ 定价权在卖方	DRAM 合约价 Q2 +58~63% QoQ、NAND +70~75% QoQ，涨势延伸 Q3/Q4；毛利奔 ~90%	✅ 强化
④ AI 增量是主驱动	HBM 吃掉 ~22~23% DRAM 晶圆（2025 ~19%）但仅占 ~9% 比特——晶圆挤占机制反而在收紧通用 DRAM	✅

- "价格在跌、卡点在涨价"的活证据：股价单日两位数下挫的同一周，DRAM/NAND 合约价仍在按 +50~75% QoQ 的斜率上行。需求侧没有任何"环比转跌"的信号。
- HBM4 降速的真相：是利润率优化（通用 DRAM 比 HBM 更赚），叠加 HBM4 认证/规格节奏，叠加 Blackwell(用 HBM3E) vs Rubin 出货占比从 ~29% 调到 ~22% 的机型组合切换——HBM 总需求不塌，只是节奏从 Q2 滑到 Q3。
- 今晚的二元靴子：Micron Q3 FY26 财报 6-24 揭晓，市场共识营收 ~\$34.7~35.6B（高于其自身 \$32.75~34.25B 指引上沿）、毛利率指引 ~81% 创纪录、HBM 售罄至 2026。这是验证"只是价格"判断的关键节点——指引若维持或上修，则"只是价格"的判断成立、布局窗口确立；若转弱，则需重写结论。

唯一值得认真对待的远期风险不在 2026 而在 2027：随延期晶圆厂陆续投产，存在"2027 供给驱动的过剩修正"剧本（DRAM 2026 见顶、2027 消化、2028 再起的节奏）。这是供给侧的中期框架，不是当下的需求见顶——但它是这套多头判断里最该盯的反证时钟。

五、卡点逻辑体检（二）：封装 / 光 / 电力，需求信号零恶化

非内存的三大卡点，6-23 前后没有任何一个需求信号转弱——动的只有股价：

1. 先进封装（CoWoS）：TSMC CoWoS-S/-L 2026 全年售罄，交期 52~78 周；2026 需求 ~100 万片（2025 ~67 万、2024 ~37 万），TSMC 年底前扩到 12~13 万片/月。NVDA 独占 ~60%（~59.5 万片）、并已锁定 2026~2027 扩产的过半槽位。Amkor/ASE 只接溢出单。卡点更紧、不是更松。
1. 共封装光学（CPO）：时间表纹丝不动——scale-out CPO 首批 hyperscaler 商用部署仍在 2026（Broadcom Tomahawk 6），scale-up CPO 放量 2027/28；NVDA Quantum-X / Spectrum-X 光子学 2026 出货。一个被无差别砸到的板块，路线图没改一个季度。
1. 数据中心电力：美国并网队列 ~2300GW（2025 已破 1500GW）、平均等待 ~5 年；30~50% 的 2026 计划 AI 产能将滑到 2028。电力是 AI 周期最硬的物理约束，6-23 没有让一兆瓦的缺口消失。
1. 液冷：2025 市场约翻倍至 ~\$3B、奔向 2029 ~\$7B；GB200 NVL72 单柜 ~140kW 液冷对 7~10kW 风冷基线——这是结构性刚需，不是可选项。

唯一像负面的"微软冻结 1.5GW 自建"发生在 6 月之前、且是战略再配置（OpenAI 负载转向 Oracle），微软仍保留 ~\$80B 年 capex、相关租约被 Google/Meta 吸收。与 6-23 抛售无因果关系。

六、估值与拥挤度：一次无差别的 de-grossing

把跌幅按估值分层，就看清这是"仓位事件"而非"基本面事件"——最贵的和最便宜的一起被砸：

估值分层	代表	现价 / 尾随 PE / 52w	读法
极端透支端	ARM	\$366.39 / 426x / +266%	纯估值泡沫，先被点名（6-18 降级）→ ●
高估值高增长	AMD · MRVL · CRDO	\$519.85 / 174x; \$279.04 / 105x; \$272.01 / 109x	卡位真但定价饱满 → ●
已消化主轴	NVDA · AVGO · TSM	\$200.04 / 30.6x; \$380.15 / 65x; \$436.39 / 38x	基本面加速、估值已回落 → ●
前瞻便宜端	MU · SK海力士 · 三星	PE 尾随 49.6 / 6.4 / 5.6（前瞻更低）	盈利正爆发，前瞻个位数 PE → 卡点最硬 ●

- **拥挤度是这次的火药**：BofA 调查 80% 称"做多半导体"是史上最拥挤交易（4 月 25%→5 月 73%→6 月 80%），HF 净敞口五年高位。拥挤到极致，任何一个扳机都会引发踩踏。
- **无差别的铁证**：ARM 426 倍与内存前瞻个位数 PE 一起被砸、NVDA 无公司新闻跟跌、WDC 逆势 +4.22% 逃过 de-gross——这是仓位减杠杆的签名，不是对基本面的重定价。
- **尾随 vs 前瞻陷阱（务必校准）**：内存名（MU 尾随 PE 49.6、海力士 6.4）看似不一，是因盈利正处爆发拐点——**尾随 PE 高估了它们的贵、前瞻 PE 才是真口径**（市场普遍给内存前瞻个位数）。别用尾随 PE 把正在盈利inflection 的卡点误杀。

七、损伤评估标的表：哪些是机会，哪些维持回避

状态色 = 抛售后研究部姿态。涨幅为 52 周 trough-to-peak 区间、非持有回报。现价为 2026-06-24 盘后 API。

标的	层	现价	尾随PE	52w	卡点逻辑	抛售后姿态
NVDA	L2 算力 主轴	\$200.04	30.6	+34%	主发动机 ·CoWoS 60% 锁定	● 估值已消化、回调质量最好
TSM	L2 代工	\$436.39	37.6	+98%	代工+CoWoS 双卡点·售罄	● 卡点最硬、估值合理
MU	L2 内存	\$1051.77	49.6*	+917%	HBM 售罄·合约价加速	● 卡点硬，但等今晚财报靴子、分批
海力士/三星	L2 内存	PE 6.4/5.6	—	+977%/+451%	HBM 龙头·全年预订	● 前瞻最便宜，韩国杠杆出清后观察
AMKR	L2 封装	\$86.72	49.8	+321%	CoWoS 溢出受益·二线	● 卡位真但非主轴、随 TSM 节奏
AVGO	L2 ASIC/ 光	\$380.15	65.3	+45%	ASIC+CPO·已消化	● 估值已回落、卡点硬
GEV/VRT	L1 电力/液冷	\$1034.98/\$318.32	30.3/90.2	+115%/+189%	硬电力/散热卡点	● GEV 估值合理；● VRT PE 偏高
ARM	L2 IP	\$366.39	426	+266%	IP 授权护城河真	● 估值透支、维持回避

* MU 尾随 PE 49.6 但前瞻个位数（盈利爆发拐点），见 §六"尾随 vs 前瞻陷阱"。

八、风险与反证（什么条件出现会证明本结论错）

反证信号	含义	触发后动作
Micron 6-24 财报指引转弱 / 毛利不及 ~81%	"只是价格"判断的二元靴子翻面	立即重写为"周期见顶提前"，下调内存卡点姿态
HBM/DRAM 合约价环比由涨转跌	定价权（四特征③）破裂	内存卡点降级，承认需求侧拐点
Hyperscaler 出现实质性 AI capex 砍单	需求侧（四特征①④）破裂	全链卡点重估，从"轮动"改判"周期下行"
黄金转为与股票同跌 + 美元荒尖刺 + 债券被抛	轮动恶化为去杠杆/流动性危机	降总仓位防守，不抄底
拥挤度（BofA 调查）继续走高而股价反弹	踩踏未出清、二次探底风险	推迟布局，等拥挤度回落再分批
2027 延期晶圆厂集中投产	供给驱动的中期过剩剧本兑现	内存从"卡点"转"周期"，提前减仓

纪律红线：本判断是"布局观察窗口"不是"满仓抄底"。拥挤交易的出清常过冲，飞刀不接；硬卡点超跌名单分批、且 Micron 靴子落地前不重仓。

九、数据冲突与口径

数字	来源 A	来源 B	研究部取舍
VIX 水平	~16.8	~19.5 (+13%)	取"高 teens 区间"——两源均远低于危机阈值，不影响"非危机"定性
半导体指数 YTD	SOX 相对 S&P +61pp	SOXX 绝对 +118% YTD	两者口径不同（相对 spread vs 绝对收益）；共同结论 = 入跌前涨幅极端
Micron 共识营收	~\$34.66B	~\$35.6B	区间 \$34.7~35.6B，均高于其 \$32.75~34.25B 指引上沿
市值蒸发	~\$1.3T	~\$1.3~1.4T	取 ~\$1.3 万亿
NVDA 单日跌幅	~-3%	~-6%	以 API 现价为准：盘后 ~\$200.04 / mc \$4,845B（确认跌破 \$5T）

来源置信度：抛售机制 / 韩国杠杆 ETF / 宏观磁带（A-B：多源交叉 + 行情 API）；HBM/DRAM 售罄与合约价（A-B：TrendForce/产业口径多源）；拥挤度调查（A：BofA FMS）；Micron 共识（B：卖方共识，今晚揭晓为准）；2027 过剩剧本（C：行业预测推演）。现价一律走 JSON 行情 API，非新闻摘要。

十、行动清单

- **现在分批观察布局：**硬卡点超跌 + 估值已消化的主轴——NVDA / TSM / AVGO；内存（MU / 海力士 / 三星）等 Micron 今晚靴子落地再动。
- **只监控不追：**高估值高增长名（AMD / MRVL / CRDO）——卡位真但定价饱满，等拥挤度回落。
- **绝不追 / 维持回避：**ARM（426x 透支）；任何 52w +500% 以上、纯反身性驱动的承接侧旗舰，飞刀不接。
- **下次盯这 5 个数：**① Micron 6-24 财报指引与毛利；② DRAM/NAND 7 月合约价环比方向；③ BofA 下月拥挤度读数；④ 黄金/美元/10Y 是否维持避险分化（轮动）还是转为同跌（去杠杆）；⑤ hyperscaler 任何 capex 措辞变化。
- **哪个信号出现要重写结论：**Micron 指引转弱 或 HBM/DRAM 合约价环比转跌 或 hyperscaler 实质砍单——任一出现，"只是价格"作废，改判"周期拐点"。

免责声明：涌现资本产业研究部 · 本报告为信息聚合与独立研究判断，非投资建议，绝不构成跟单。涨幅均为区间 trough-to-peak、非持有回报；现价取自实时行情 API（2026-06-24 盘后）。新候选仅作"建议观察"，不替读者做买卖决策。