

图文版日报

2026-06-18 研报日报：中国家庭资产负债表结构性转变，AI资本支出驱动全球分化

核心摘要

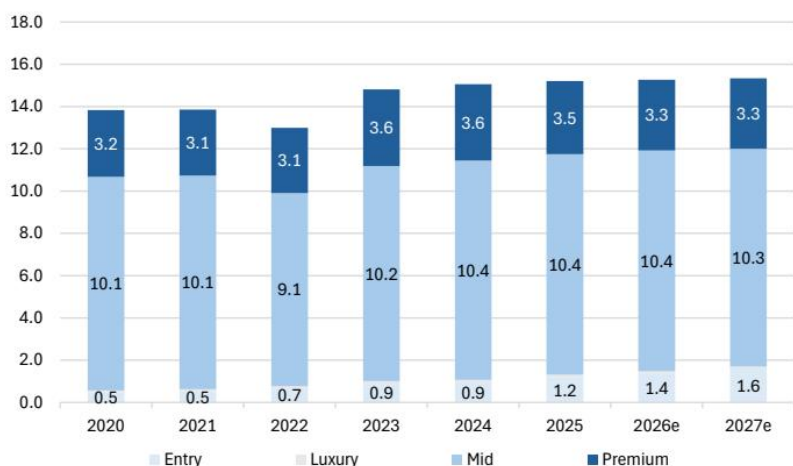
- 中国家庭资产负债表结构性转变：高盛季度追踪器显示家庭总资产在730万亿人民币附近企稳，但财富配置正从房地产向金融资产转移，房产占比从2021年67%降至2026年52%，股票保险将是中期主要受益者。
- 消费疲软趋势加剧：中国5月社零总额同比下降0.6%，这是自2022年12月以来首次负增长，连续三个月恶化，耐用品消费成为主要拖累项，汽车、家电、珠宝分别下降16%、15%、9%。
- AI资本支出驱动全球分化：J.P. Morgan上调2026-27年全球晶圆厂设备市场增长预测至28%和29%，主要受AI需求推动的云端服务商投资加速，前四大CSP 2026年投资将同比增长80%。
- 亚洲央行政策分化应对汇率压力：印尼央行5月出售4.8亿美元外汇干预无效，印尼盾兑美元突破18,000关口创历史新高，印度央行出售11.5亿美元外汇但卢比仍触及96.965历史低点。
- 数据中心电力约束成为AI建设核心制约：欧洲数据中心管道激增至480吉瓦，相当于当前电力需求1.5倍，AI支出2027年将达到近1万亿美元，推动电力需求年增长1.5-2%。
- 半导体技术路径分化风险解除：SOCAMM2创新但小众，仅对内存接口芯片市场影响有限，伯恩斯坦认为将主要局限于英伟达平台，维持对Montage和Renesas的超配评级。

报告统计

指标	数值
源素材数量	68
重点覆盖报告	17
覆盖机构	Goldman Sachs, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Nomura, UBS, Bernstein
完整报告摘要	17
公司/个股信号	2
主要覆盖方向	宏观策略、半导体、消费、能源、医疗

宏观、策略与大类资产配置

中国家庭资产负债表结构性转变成为本日最重要的宏观变化，高盛构建的季度追踪器显示财富配置正从房地产向金融资产转移，为资本市场提供长期资金来源。



Most of the European market can be categorised as Mid category pricing

放在“宏观、策略与大类资产配置”相关段落，作为该段核心数据或趋势的视觉证据。

来源：Morgan Stanley 《Going Global: China's Expansion into Europe...》第 10 页

- 利率与央行政策：中国家庭债务与收入比率高达140%，远超债务与GDP比率显示的水平，偿债负担仍然沉重，限制了货币政策空间和消费复苏弹性。

(USD bn)	CN	IN	ID	KR	PH	SG	TW	TH
May 2026 FX Reserves (USD bn)	3442	546	123	402	80	417	605	246
May intervention (spot & forward)	28.7	-11.5	-4.8	-1.4	-0.3	1.7	0.6	1.4
May intervention as % of Apr FXR	0.8%	-2.1%	-3.9%	-0.4%	-0.4%	0.4%	0.1%	0.6%
Month of recent peak in FX reserves	May-26	Jun-25	Dec-25	Nov-25	Oct-25	May-26	Feb-26	Feb-26
Drawdown after the recent peak in FX reserves (spot & forward)	-	-100.8	-21.2	-13.0	-11.8	-	-5.1	-1.0
Interv. since recent intensification in drawdown (spot & forward) % of FXR	-	-17.0%	-15.7%	-3.2%	-13.3%	-	-0.9%	-0.4%
2026 YTD Interv. as % of end 2025 FXR	1.7%	-8.9%	-15.7%	-0.9%	-11.3%	0.0%	-1.1%	0.3%
2026 YTD Interv. as a % of GDP	0.3%	-1.3%	-1.5%	-0.2%	-2.0%	0.0%	-0.7%	0.1%
2025 Interv. as % of end 2024 FXR	-2.4%	-8.4%	-17.4%	-7.1%	-7.7%	3.9%	1.3%	8.5%
2024 Interv. as % of end 2023 FXR	-0.3%	-15.0%	-0.2%	-2.8%	-7.5%	8.6%	-2.9%	2.6%
May foreign equity flow (A)	-	-4.9	-0.2	-27.9	-0.2	-	8.4	0.1
May foreign bond flow (B)	-	0.5	-0.2	7.8	-	-	-	-1.0
Basic Balance monthly average (C)	50.3	-10.6	-1.2	22.2	-1.9	14.4	13.2	1.8
Current Account monthly average	54.7	-9.8	-2.4	24.7	-2.4	8.7	16.3	1.0
FDI monthly average	-4.4	-0.8	1.1	-2.5	0.5	5.7	-3.1	0.8
Total of BB and foreign equity and bond flow (A+B+C)	50.3	-15.1	-1.7	2.2	-2.1	14.4	21.6	0.9
USD/Asia in May	-0.9%	0.1%	3.1%	2.3%	0.3%	0.1%	-1.0%	0.0%
Average Reserve Adequacy	98%	234%	88%	76%	144%	60%	117%	250%
Average Reserve Adequacy with a fixed exchange rate regime	71%	192%	71%	60%	114%	56%	95%	193%

Estimated intervention by AeJ central banks[1] in May

放在“宏观、策略与大类资产配置”相关段落，作为该段核心数据或趋势的视觉证据。

来源：Nomura 《Asia Insights:BI and RBI continued to drain...》第 2 页

- 汇率与资金流：亚洲央行外汇干预效果有限，印尼央行5月出售4.8亿美元外汇但印尼盾仍突破18,000关口，印度央行出售11.5亿美元外汇但卢比触及96.965历史低点，显示基本面因素主导汇率走势。
- 权益策略与风格：家庭资产配置转移将为股票和保险市场提供增量资金，直接持股在家庭资产中占比仅6%，相比发达国家仍有较大提升空间，为股市提供潜在增量资金。
- 商品与信用：房地产财富地位下降影响消费信心，房产在家庭资产中占比从2021年67%降至2026年52%，负财富效应持续影响消费意愿，但存款利率维持低位将推动储蓄向金融资产迁移。

主要来源：机构《ASIA ECONOMICS ANALYST:Chinese Household Balance Sheet: Structural Shift from Property to Financial Assets Amid Ongoing Deleveraging-260617》；机构《Asia Insights:BI and RBI continued to drain their FX reserves aggressively in May-260617》

主线和热点

中国消费疲软趋势加剧，社零总额首次负增长

中国消费复苏势头显著恶化，5月社零总额同比下降0.6%是自2022年12月以来首次负增长，连续三个月恶化趋势明显。摩根大通数据显示耐用品消费成为主要拖累项，汽车、家电、珠宝分别下降16%、15%、9%，反映消费者信心不足。

关键数据方面，5月社零总额同比下降0.6%，低于市场预期的-0.2%，在线零售销售同比增长3.4%优于线下零售的-1.8%。前五大同比增长类别为软饮料(+6%)、烟草酒类(+5%)、医药(+4%)、服装纺织(+4%)和化妆品(+3%)。

机制上，消费者推迟大额支出转向必需品消费，影响高端和可选消费公司。摩根士丹利认为消费复苏路径将是渐进而波动的，重点关注供需再平衡、线下消费改善和个股特定驱动因素的投资机会。

主要来源：机构《China Consumer Strategy:May retail sales down 0.6% YoY, a consecutive miss-260617》；机构《China Hong Kong Consumer:China Retail Sales – May 2026: Weakness Remains-260616》

AI资本支出驱动全球晶圆厂设备需求爆发

J.P. Morgan上调全球晶圆厂设备市场增长预测至历史高位，2026-27年分别上调至28%和29%，主要受AI需求推动的云端服务商投资加速。前四大美国CSP在2026年投资将同比增长80%，2027年增长50%。

关键数据方面，半导体出货量在2026年4月同比增长106%，创下至少自1994年以来最强增长。台积电方面，预计2026年资本支出将增长37%至560亿美元，2027年增长16%至650亿美元。内存芯片资本支出在未来三年将加速，总支出估计达4500亿美元。

机制上，AI工作负载从训练向推理扩展，需求结构从仅加速器扩大到全栈，内存芯片投资占比将从个位数-15%范围升至2026年的约50%。云端服务商加大数据中心和电力容量投资，推动整个半导体产业链资本支出增加。

主要来源：机构《Semiconductor SPE sector:Raising our 2026-27 WFE market forecasts-260617》；机构《China Oil, Gas and Chemical Sector:Weekly tracker: preferred chemical stocks on Middle East conflict de escalation-260616》

数据中心电力约束成为AI建设核心制约

欧洲数据中心管道激增至480吉瓦，相当于当前电力需求的1.5倍，标志着重大建设阶段的到来。高盛认为电力需求将在2028-29年后每年增长1.5-2%，到2031年数据中心将占欧洲电力消耗的10%。

关键数据方面，连接请求从2025年1月的170吉瓦增长至480吉瓦，增长近两倍。AI支出持续攀升，五大超大规模企业2027年资本支出目标接近1万亿美元，较2023年增长近十倍。欧洲数据中心协会预计到2031年增加20吉瓦，将使现有容量接近翻三倍至35吉瓦。

机制上，AI智能体查询能耗可能是普通AI聊天机器人的50倍，高盛保守假设为6倍(2Wh/query对比0.3Wh/query)，这将显著推动数据中心容量需求。公用事业公司将迎来世代盈利超级周期，主要电气化复合公司预期EPS复合年增长率约9%。

主要来源：机构《POWERING UP EUROPE:Booming Datacenter pipeline and AI spending boom the pivotal role of energy-260617》；机构《Going Global: China's Expansion into Europe-260616》

半导体技术路径分化风险解除

SOCAMM2创新但小众，仅对内存接口芯片市场影响有限，伯恩斯坦认为将主要局限于英伟达平台，因其优势与英伟达机架级优化紧密相关，而其他高阶ARM和x86服务器CPU厂商面临高昂切换成本。

关键数据方面，SOCAMM2带宽低于MRDIMM(1.2TB/s vs 1.6TB/s每CPU)，容量远低于MRDIMM(1.5TB vs 16TB+每CPU)。SOCAMM2每模块接口芯片价值仅数美元，远低于MRDIMM的50-70美元。英伟达CPU在整体服务器CPU市场占比有限，限制SOCAMM2的总体市场影响。

机制上，其他CPU厂商面临高昂切换成本，切换到SOCAMM2需要重新设计内存控制器、板级布局、供应链认证并放弃向后兼容性。x86和其他ARM CPU厂商已深度集成DDR生态系统，难以转向SOCAMM2。

主要来源：机构《China and Japan Semiconductors:Global Semis: SOCAMM2 Innovative but niche, limited impact on memory interface chip TAM-260618》；机构《AMERICAS TECHNOLOGY IT Spending Survey: AI momentum continues to build against a more muted broader outlook-260617》

大类分类扫描

宏观与大类资产

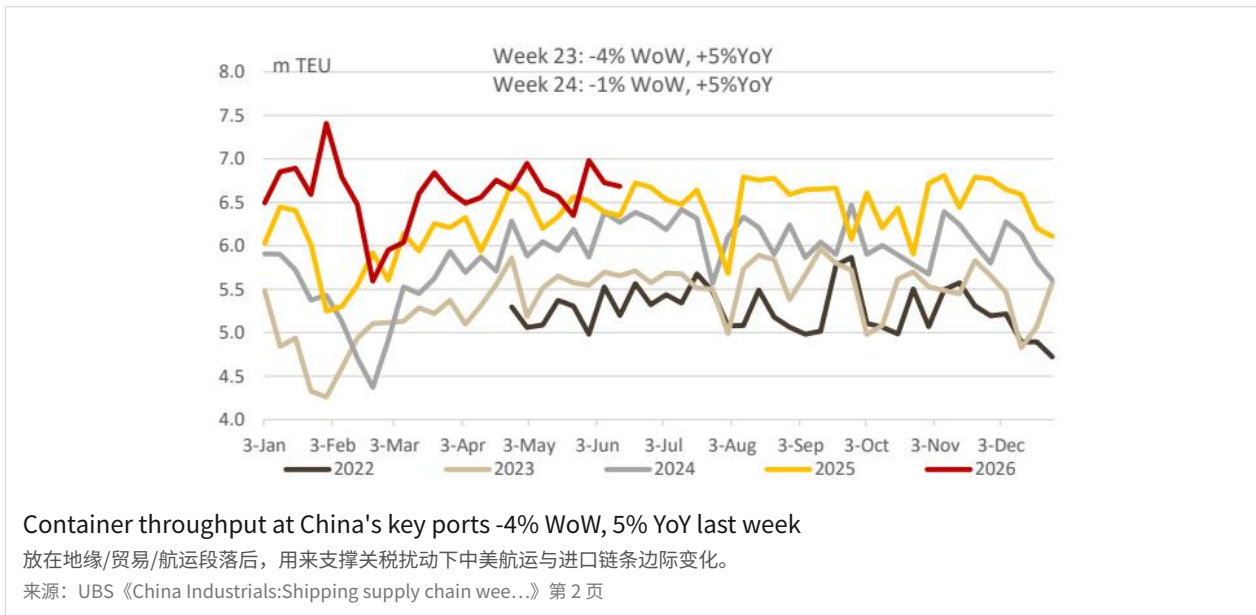
中国家庭资产负债表结构性转变成为宏观主线，高盛季度追踪器显示家庭总资产在730万亿人民币附近企稳，财富配置正从房地产向金融资产转移。家庭债务与收入比率高达140%，偿债负担仍然沉重。

来源：机构《ASIA ECONOMICS ANALYST:Chinese Household Balance Sheet: Structural Shift from Property to Financial Assets Amid Ongoing Deleveraging-260617》；机构《Euro Area: Final Inflation Details Show a Softening in Underlying Inflation; We Downgrade Our Forecasts on Lower Energy Prices-260617》

地缘、贸易与航运

集装箱航运市场持续强势，主要航线运价显著上涨，上海-欧洲航线周环比大涨18%，跨太平洋航线涨幅10-12%。尽管美伊和平协议推动油轮股积极反应，但霍尔木兹海峡重启对VLCC收益恢复效果有限，中东/西非至中国的VLCC TCE较冲突前水平仍有-49%至+99%的分化表现。

来源：机构《China Industrials:Shipping supply chain weekly: trade flows, freight and Hormuz updates (week 24) -260616》；机构《China Oil, Gas and Chemical Sector:Weekly tracker: preferred chemical stocks on Middle East conflict de escalation-260616》



权益市场与资金流

AI支出持续增长但整体IT支出意向放缓，企业面临预算重新分配压力。高盛IT支出调查显示，2026年5月整体IT支出指数降至65.0，资本IT支出指数降至59.0，连续第18个月下降但仍高于50的扩张收缩分界线。AI支出资金主要通过重新分配而非新增预算资助。

来源：机构《AMERICAS TECHNOLOGY IT Spending Survey: AI momentum continues to build against a more muted broader outlook-260617》；机构《Going Global: China's Expansion into Europe-260616》

产业主题与板块

中国OEM厂商进入欧洲市场将给欧洲汽车制造商带来进一步盈利风险，预计欧洲OEM市场份额将继续下降至2027年的62%，并面临超过10%的盈利下行风险。中国厂商的压力只会继续增加，欧盟OEM在欧盟五国的市场份额已从2020-25年的72%降至67%。

来源：机构《Going Global: China's Expansion into Europe-260616》；机构《China Materials:May IP Data: Aluminum Production Maintained an Upward Trajectory-260616》

地产、消费与内需

中国房地产市场持续恶化，新开工同比下降24.7%，销售面积下降14.1%，完成投资下降19.6%，固定资产投资整体下降12.5%。钢铁产量同比下降2.7%，水泥产量下降8.1%，玻璃产量下降6.3%，显示下游需求疲软。

商品、能源与资源品

中国铝产量在5月继续保持同比增长1.7%，成为工业品产量中的亮点，主要由辽宁产能恢复和内蒙古新产能投放驱动。但由于运行产能已达上限，预计全年铝产量将维持高位。然而房地产市场持续恶化将拖累建材需求，对铝等材料长期需求构成压力。

来源：机构《China Materials:May IP Data: Aluminum Production Maintained an Upward Trajectory-260616》；机构《China Oil, Gas and Chemical Sector:Weekly tracker: preferred chemical stocks on Middle East conflict de escalation-260616》

机构观点之间的共识与分歧

共识1：AI资本支出将驱动相关产业链爆发式增长。J.P. Morgan上调全球晶圆厂设备市场增长预测至28%和29%，高盛分析AI支出2027年将达到近1万亿美元，摩根士丹利也认为AI基础设施投资将推动数据中心和电力需求大幅增长。

共识2：中国消费复苏面临结构性挑战。摩根大通和摩根士丹利均指出5月社零总额同比下降0.6%，为疫情后首次负增长，耐用品消费成为主要拖累项，必需品相对稳定但可选消费持续疲弱。

分歧1：中国家庭资产负债表修复前景。高盛认为家庭总资产已基本企稳，财富配置正向金融资产转移，但摩根士丹利分析显示房地产市场持续恶化，新开工大幅下降24.7%，对家庭资产负债表修复构成挑战。

分歧2：亚洲央行政策空间评估。高盛分析显示亚洲央行运用五类外汇管理工具组合应对能源冲击，但野村证券数据显示印尼央行外汇储备充足率从表面的90%骤降至46%，实际政策空间远比表面数据紧张。

个股与公司边际变化

方向	Ticker	公司	边际方向	变化类型	核心变化	来源
观察偏多	6645.T	Omron	逻辑强化	数据改善	中国电池和半导体自动化业务显著上行，IAB业务在电池/半导体应用中表现突出	机构《Omron (6645.T) JMDC share price decline impact and battery semiconductor upside reflected. TP raised in view of strong underlying business; Buy-260618》
评级上调	6645.T	Omron	看多	评级上调	目标价上调至¥8,000，维持买入评级，反映IAB业务强劲表现和FA板块低估	机构《Omron (6645.T) JMDC share price decline impact and battery semiconductor upside reflected. TP raised in view of strong underlying business; Buy-260618》

后续观察清单

- 中国家庭资产负债表修复进度：为什么要看它，这将验证高盛关于财富配置从房地产向金融资产转移的判断，直接影响股市和保险市场资金流入规模。
- AI资本支出实际投放情况：为什么要看它，这将验证J.P. Morgan关于全球晶圆厂设备市场增长至28%和29%的预测，影响半导体设备供应商和相关产业链公司业绩。
- 中国消费复苏可持续性：为什么要看它，这将验证5月社零总额负增长是否为短期波动还是趋势性恶化，影响消费板块公司盈利预期和估值。
- 亚洲央行政策干预效果：为什么要看它，这将验证印尼和印度央行外汇干预是否能有效阻止本币贬值，影响区域金融市场稳定性和资本流动。

- 数据中心电力约束缓解进度：为什么要看它，这将验证摩根士丹利关于电力供应瓶颈成为AI建设核心制约因素的判断，影响数据中心建设和相关企业盈利。
- SOCAMM2技术路径扩散情况：为什么要看它，这将验证伯恩斯坦关于该技术仅限于英伟达平台的判断，影响内存接口芯片供应商的投资价值。
- 中国房地产市场企稳信号：为什么要看它，这将验证房地产新开工和销售数据是否出现改善，影响建材需求和相关产业链公司业绩。