

图文版日报

2026-06-25 研报日报：AI半导体供应链结构性转变，中国本土化进程加速

核心摘要

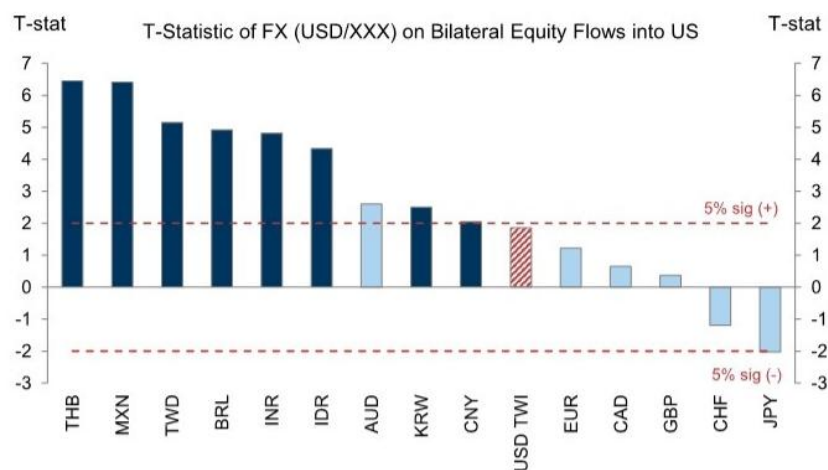
- AI半导体供应链正经历结构性转变：摩根士丹利预计中国本土AI加速器厂商将获得强劲订单，寒武纪营收预期复合增长率达90%，天数智芯达122%，本土芯片在推理经济性方面具有更强性价比。
- AI服务器驱动MLCC需求激增：预计到2027年AI服务器MLCC需求将达到10亿美元规模，由内容增长和规格升级双重驱动，成为被动元件行业关键增长引擎。
- 人形机器人商业化进程加速：J.P. Morgan上调全球人形机器人出货预测，预计2030年全球出货量达175万台，中国贡献50%，上调Leader Drive目标价至481元，Estun Automation至50元。
- 中国AI资本支出结构与美国截然不同：野村证券分析显示中国AI投资由国家资本主导，2026年中央政府专项债券向AI领域投入8000亿元，与美国私人部门驱动形成鲜明对比。
- AI繁荣驱动美股上涨对美元支撑有限：高盛分析指出AI驱动的美股强势可能夸大了美国相对优势，美股相对新兴市场表现较弱限制了美元支撑力度。
- 主要验证点：需关注AWS Trainium和Google TPU实际部署进度、中国AI加速器厂商订单转化率、人形机器人实际出货量进度、以及AI服务器MLCC需求增长的持续性。

报告统计

统计项目	数量
源素材数量	66
重点覆盖报告	17
覆盖机构	摩根士丹利、J.P. Morgan、高盛、野村证券、汇丰银行、德意志银行、伯恩斯坦
完整报告摘要	17
公司/个股信号	2
主要覆盖方向	AI半导体、人形机器人、AI资本支出、汇率策略、物流航运

宏观、策略与大类资产配置

AI繁荣驱动的美股上涨对美元支撑有限成为本日最重要的宏观策略变化，高盛分析挑战了传统的美股强势支撑美元逻辑，指出结构性因素削弱了股权回报与汇率的传统关联。

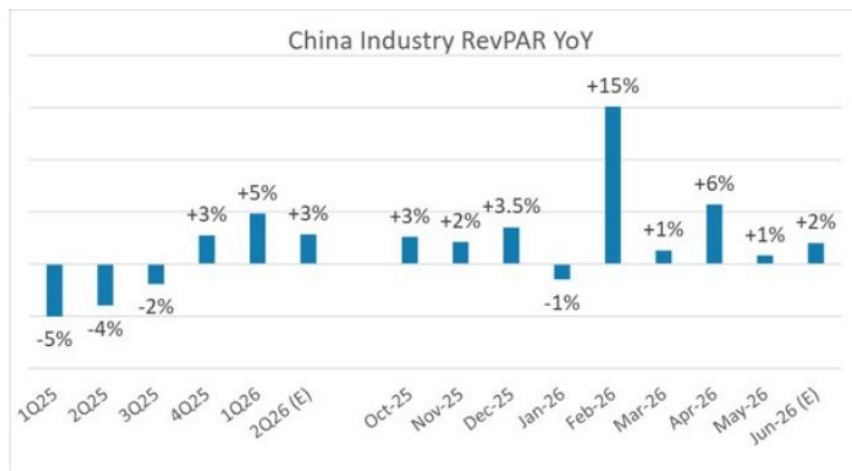


US equity inflows are a more significant driver of the Dollar versus EM FX...

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：Goldman Sachs《Global Markets Daily:Tech Support—The AI Bo...》第3页

- 利率与央行政策：美联储鹰派预期持续，Warsh推动政策可信度重建，流动性收紧而非加息本身成为股市更大风险源。标普500/黄金比率自提名以来上涨近40%，显示市场对新政策框架的信任。



Hotel RevPAR indicates soft demand – June is tracking only 2% YoY despite a...

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《The Viewpoint: China – Tracking Progress on...》第3页

- 汇率与资金流：AI驱动的美股上涨对美元支撑有限，因美股相对新兴市场表现弱于相对发达市场表现，资金流向对新兴市场汇率影响更大。美元指数升至101.01，但支撑力度不及预期。
- 权益策略与风格：前端利率波动性显著上升，2年期与5年期利率互换波动率比率升至2023年初以来最高水平。纳斯达克/标普500比率在实际收益率上升情况下仍走高，显示AI相关盈利乐观情绪抵消传统估值压力。
- 商品与信用：中国PPI转正并非可持续再通胀信号，主要由油价驱动而非企业定价权恢复。亚洲资本支出超级周期推动的出口复苏将成为再通胀关键驱动力。

主要来源：机构《Global Markets Daily:Tech Support—The AI Boom and The Dollar-260624》；机构《The Viewpoint: China – Tracking Progress on Reflation-260623》

AI半导体供应链结构性转变，中国本土化进程加速

中国本土AI加速器需求强劲且成本优势明显，摩根士丹利分析显示中国本土AI加速器厂商正获得订单，国内芯片在推理性能方面具有更强性价比。寒武纪营收预期复合增长率达90%，天数智芯达122%，中国通过多芯片封装、更大集群构建等方式缩小技术差距。

关键数据方面，AWS Trainium总需求预测2028年将达到2000k单位，Google TPU总需求预测2028年将超过6000k单位，显示云服务商对定制AI芯片的持续投资。中国基础设施实力通过系统集成弥补单芯片性能不足的能力被显著强调。

机制解释上，中美技术脱钩推动中国发展自主AI计算能力，中国通过多芯片封装、更大集群构建和扩大制造产能来弥补单芯片性能不足。共识与分歧在于，这与普遍认为中国AI芯片性能落后的观点存在分歧，强调了中国通过系统集成弥补单芯片性能不足的能力。

后续观察变量包括AWS Trainium和Google TPU实际部署进度与预测的匹配度，以及中国AI加速器厂商订单转化率和客户粘性。

主要来源：机构《Technology European Semiconductors:AI GPU ASIC Tracker, China LLMs, Advanced Packaging and MLCC The Next AI Bottleneck-260623》

人形机器人商业化进程加速，中国占据领先地位

全球人形机器人市场进入新阶段，中国在物理身体技术方面领先突破，J.P. Morgan预计2030年全球人形机器人出货量达175万台，中国贡献50%。年内出货增长和商业化超出共识，促使上调覆盖范围内出货预测和目标价。

关键数据显示，人形机器人出货量将从2025年的约2万台增至2026年的5-8万台，中国在人形机器人商业化初期占据绝对主导地位，占2025年全球出货量的80%以上。Estun Automation目标价上调至50元，净利率预计2026年达到5%，Leader Drive目标价上调至481元。

机制解释上，中国OEM厂商在硬件制造和工程能力方面具有优势，能够实现从实验室原型到规模化部署的跨越。政策支持、国有企业协调和专项资金投入将加速人形机器人的实际应用和批量生产。

共识与分歧在于，该报告对人形机器人出货量预测较为乐观，可能高于市场普遍预期，认为硬件供应商将比AI算法公司更早受益，与部分强调软件定义一切的观点存在分歧。

主要来源：机构《Robotics – from factory floor to humanoid frontier:Physical AI momentum: Shipment upgrades, sector rerating, and leadership consolidation; raising PTs for Leader and Estun-260625》

AI服务器驱动MLCC需求激增，被动元件迎来结构性机遇

AI服务器对MLCC需求激增，预计到2027年将达到10亿美元规模，由内容增长和规格升级双重驱动。AI训练和推理工作负载增加导致服务器设计需要更多MLCC组件，成为被动元件行业关键增长引擎。

关键数据显示，AI服务器MLCC需求预计2027年将达到接近10亿美元，由内容增长和规格升级驱动显著增长。AI服务器需要更高容量、更低ESL和嵌入式MLCC解决方案以满足电源稳定性和信号完整性要求。

机制解释上，AI训练和推理工作负载增加导致服务器设计需要更多MLCC组件，AI服务器对电源稳定性和信号完整性的要求推动了对高端MLCC的需求。共识与分歧在于，这代表了MLCC行业从传统消费电子向AI基础设施的结构性转移。

后续观察变量包括MLCC价格和产能利用率变化，这将验证AI需求增长对MLCC行业盈利的实际影响。

主要来源：机构《Technology European Semiconductors:AI GPU ASIC Tracker, China LLMs, Advanced Packaging and MLCC The Next AI Bottleneck-260623》

中国AI资本支出结构与美国截然不同，国家资本发挥决定性作用

中国AI资本支出主要由国家资本驱动，与美国私人部门主导形成鲜明对比，野村证券分析显示中国政府通过多层次融资体系支持AI全产业链发展，2026年中央政府专项债券向AI领域投入8000亿元。

关键数据显示，国家集成电路产业投资基金三期注册资本3440亿元人民币，2026年中央政府专项债券AI领域分配8000亿元人民币，占总额1.3万亿元的60%以上。私人部门年度AI资本支出约5000亿元人民币。

机制解释上，政府动员多层次资本支持AI全供应链建设以实现技术自主，通过政策性银行工具和专项基金将资金定向导入AI领域。国家资本在AI产业链最受限环节发挥决定性作用，特别是芯片设计制造。

共识与分歧在于，这与美国AI投资主要由私人部门特别是超大规模云服务商驱动的模式形成根本性差异，中国模式更注重系统性和全产业链覆盖。

主要来源：机构《Asia Insights:How is China's AI sector financed? -260624》

大类分类扫描

宏观与大类资产

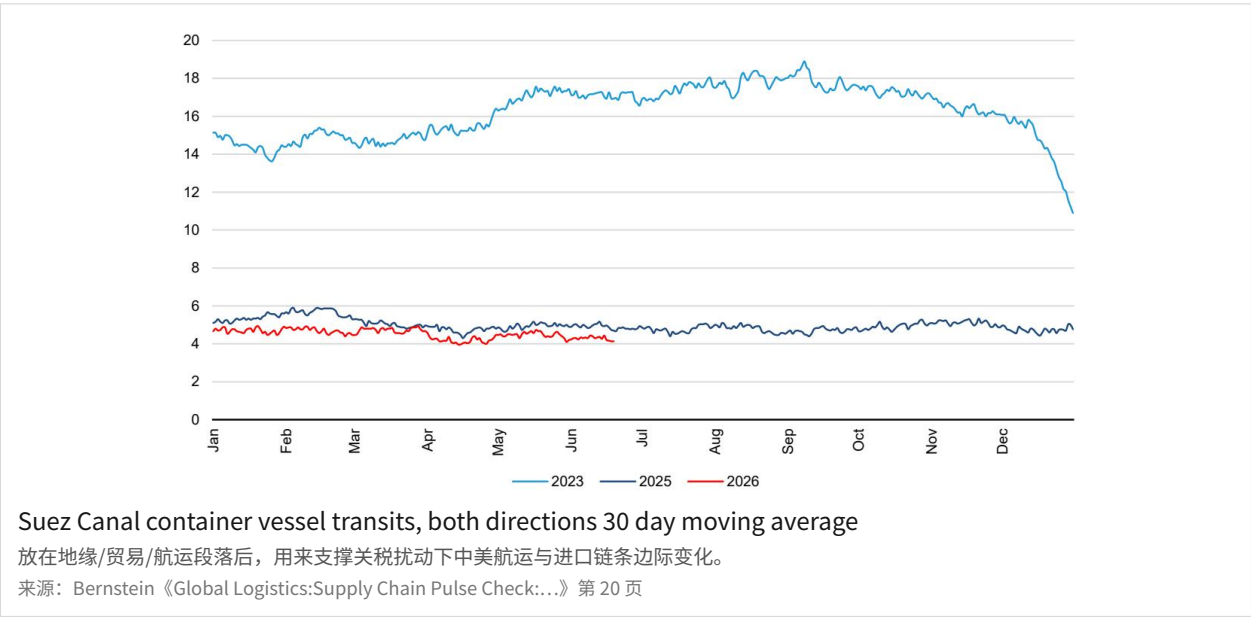
中国再通胀进程面临结构性阻力，摩根士丹利分析指出近期PPI转正并非真正再通胀信号，主要由油价上涨驱动，非大宗商品部门定价权未恢复。结构性阻力包括人口老龄化、房地产市场持续调整、社会保障网不完善导致高储蓄率。亚洲资本支出超级周期推动的出口复苏将成为再通胀关键驱动力，非半导体出口近两月已实现接近两位数增长。

来源：机构《The Viewpoint: China – Tracking Progress on Reflation-260623》；机构《Global Markets Daily:Tech Support—The AI Boom and The Dollar-260624》

地缘、贸易与航运

地缘冲突推高全球货运费率但需求保持韧性，伯恩斯坦报告显示海运费率较冲突前上涨超100%，空运费率上涨40-50%，4月海运集装箱量同比增长4%，符合马士基全年2-4%增长指引上限。美国卡车运输费率（不含燃油）同比飙升48%，主要由供给侧收紧驱动。下半年可能出现需求恶化和供应浪潮冲击，大量新船订单交付将显著增加运力供给。

来源：机构《Global Logistics:Supply Chain Pulse Check: High rates, unshaken demand-260625》；机构《China NEV Weekly New Orders Monitor:China NEV demand leading indicator (weekly new orders) June 3rd week-260623》



权益市场与资金流

韩国外资流出主要由被动再平衡驱动，高盛分析显示韩国在MSCI EM中权重升至24%，触发被动再平衡卖出压力，今年已录得810亿美元外资流出。韩国距离发达市场升级仍有结构性障碍，预计最早2029年才可能实现升级。印尼避免了立即降级咨询，但MSCI警告若2026年11月审查前无足够进展，可能考虑降级咨询。

来源：机构《Asia Index Strategy:MSCI Maintains Korea and Indonesia's EM Status; Korea Reform Path Intact, Indonesia Downgrade Risk Deferred-260624》；机构《CHINA SPIRITS:Accelerated destocking and healthier inventories, but awaiting clear broad based demand recovery; Upgrade King's Luck Gujing to Buy on risk reward-260623》

产业主题与板块

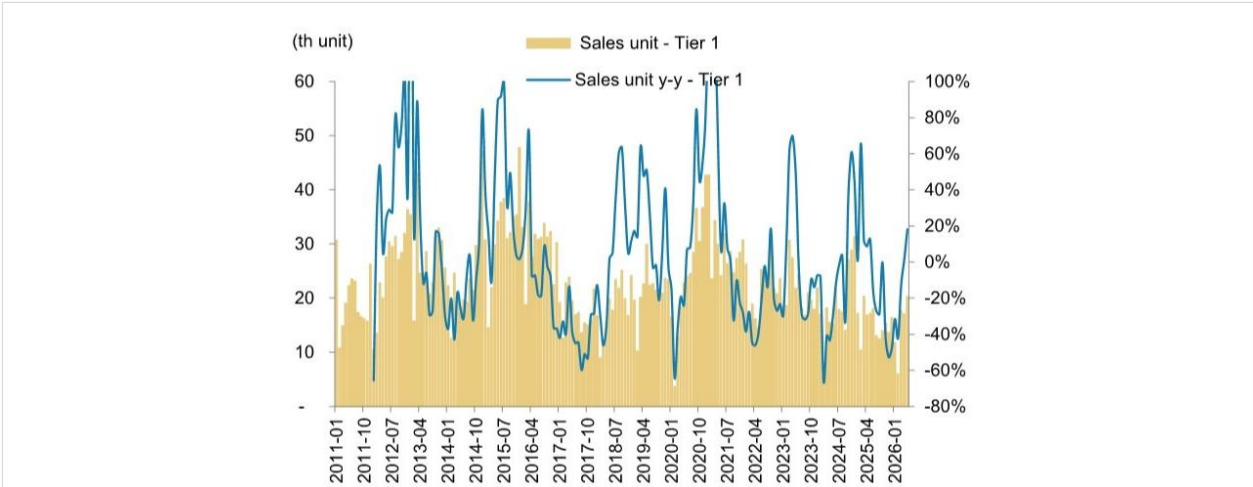
储能系统电池将成为电池行业主要增长驱动力，野村证券预计全球储能系统（ESS）电池需求将在2026-30年间以17%年复合增长率增长至926GWh，其中美国占20%需求主要由AI数据中心电力需求、可再生能源整合和电网现代化驱动。相比之下，全球电动车电池需求增长较慢，年复合增长11%至2030年1.8TWh。中国在电池行业中占据绝对规模优势，2026年全球EV/ESS电池市场份额分别为78%/80%。

来源：机构《ANCHOR REPORT-Global Batteries – ESS, robot batteries to drive value-260624》；机构《China AIDCs and Supply Chain:Riding on robust demand for AI compute-260623》

地产、消费与内需

中国房地产市场呈现混合表现但复苏仍脆弱，摩根士丹利报告显示5月新房销售同比改善，二手房销售也有所增长，但6月二手房实时销售数据显示增速放缓，预示未来注册销售可能走弱。房价持续下跌，NBS 70个城市新房价格同比下降3.6%，二手房价格同比下降5.9%。库存方面，70个城市新房库存月数小幅降至31.5个月。

来源：机构《China Property Monthly Tracker: Mixed May； Renewed Weakness Ahead-260623》；机构《China Five factor Consumer Activity Z Score vs. MSCI China-260623》



Monthly unit sales – Tier 1 cities

放在“地产、消费与内需”相关段落，作为该段核心数据或趋势的视觉证据。

来源：Morgan Stanley《China Property Monthly Tracker: Mixed May； ...》第3页

商品、能源与资源品

山西煤矿事故导致焦煤供应损失，高盛分析显示山西煤矿事故造成15-20Mt焦煤供应损失，约占中国年消费量5%，预计结构性产能重启困难。中国港口价格较事故前上涨40美元/吨，澳洲焦煤对中国价格首次达到平价，比国内煤炭便宜5美元/吨。澳洲矿商将受益于价格实现改善，预计下半年焦煤价格可能测试280-280美元/吨。

来源：机构《Global Metals & Mining:Met Coal Singapore Conference:China mine disruption impact 15 20Mt, prices could test US\$280 t in 2H-260624》；机构《China Energy & Chemicals:China NOW, Oil Consumption-260624》

机构观点之间的共识与分歧

共识1：AI基础设施投资正在重塑全球半导体和相关产业链格局，无论是AI加速器、MLCC需求还是功率半导体，都呈现出结构性增长趋势。这影响了全球半导体供应链布局和投资逻辑。

共识2：中国在AI相关领域的投资和发展速度超出预期，特别是在本土化和成本优势方面，形成了与美国技术路径的差异化竞争格局。

分歧1：对于AI繁荣驱动的美股上涨对美元的支撑力度存在分歧，高盛认为结构性因素削弱了股权回报与汇率的传统关联，支撑有限，而其他机构可能更倾向于传统逻辑。

分歧2：对于中国房地产市场复苏前景存在分歧，摩根士丹利认为复苏仍然脆弱，而部分机构可能对政策支持效果持更乐观态度。

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
看多	688017 CH	Leader Drive	看多	目标价上调	目标价上调至481元，人形机器人核心部件供应商	J.P. Morgan
看多	002747 CH	Estun Automation	看多	目标价上调	目标价上调至50元，净利润率预计2026年达到5%	J.P. Morgan
观察偏多	300442 CH	瑞斯康达	观察偏多	逻辑强化	AIDC运营商市场份额预计从6%提升至9%	HSBC
观察偏多	301165 CH	锐捷网络	观察偏多	逻辑强化	数据中心交换机市场份额预计从21%提升至24%	HSBC
看多	600519 CH	贵州茅台	看多	评级维持	维持买入评级，看好超高端白酒市场份额提升能力	Goldman Sachs
看多	000596 CH	古井贡酒	看多	评级上调	评级上调至买入，基于底部区域和吸引力的风险回报比	Goldman Sachs
看多	000596 CH	金种子	看多	评级上调	评级上调至买入，基于底部区域和吸引力的风险回报比	Goldman Sachs
看空	000858 CH	五粮液	看空	评级维持	维持卖出评级，估值过高	Goldman Sachs

后续观察清单

- AWS Trainium和Google TPU实际部署进度：为什么要看它，这将验证AI定制芯片市场需求预测的准确性，直接影响相关供应链企业业绩。
- 中国AI加速器厂商订单转化率：为什么要看它，这将验证本土厂商能否将技术能力转化为市场份额，影响中国AI芯片厂商投资价值判断。
- 人形机器人实际出货量进度：为什么要看它，实际出货量将验证报告预测的准确性，直接影响相关企业收入和市场情绪。
- MLCC价格和产能利用率变化：为什么要看它，这将验证AI需求增长对MLCC行业盈利的实际影响，影响相关供应商业绩表现。
- 韩国市场升级进展和韩元24小时交易启动：为什么要看它，这是韩国市场准入改革的关键里程碑，影响DM升级前景和外资流向。
- 中国房地产二手房销售数据：为什么要看它，二手房销售更能反映真实市场需求，其走势将影响房地产市场信心和相关政策预期。
- 焦煤价格实现情况：为什么要看它，澳洲焦煤对中国港口价格首次平价将改善澳洲矿工盈利，影响股价表现。