

图文版日报

2026-07-02 研报日报：AI基础设施投资分化加剧，科技招聘放缓真相浮出水面

核心摘要

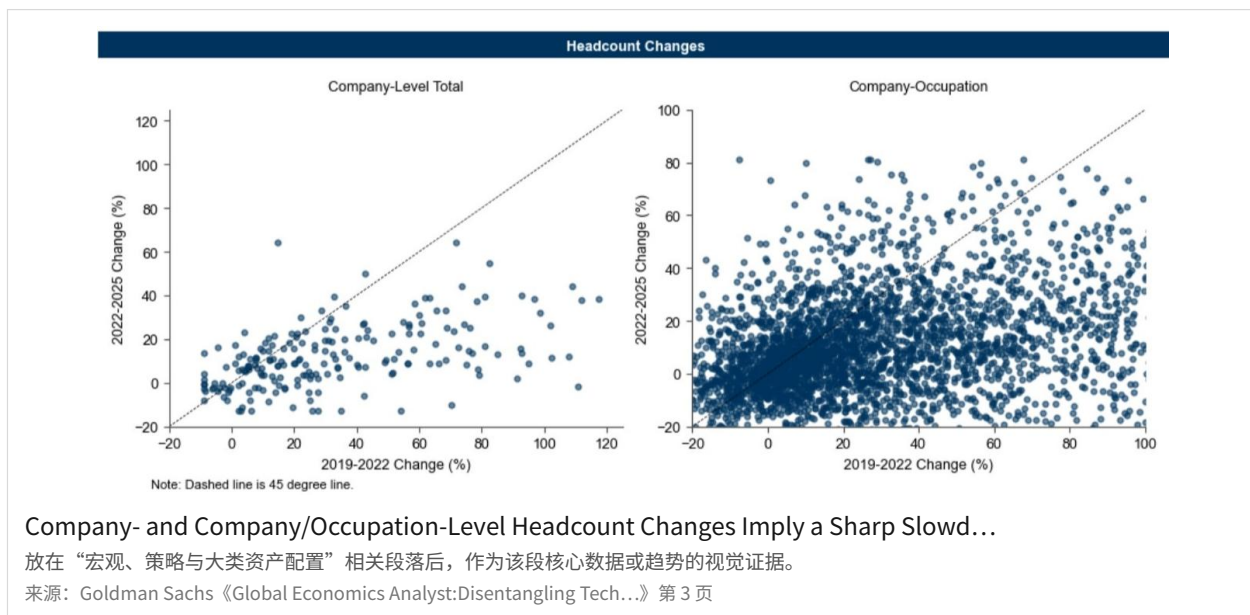
- 美联储鹰派立场确立美元强势格局：摩根大通预测10年期国债收益率面临上行风险至4.70%，EUR/USD目标下调至1.10，美元下半年看涨趋势确立。
- AI基础设施投资周期出现结构性分化：高盛分析显示AI对科技招聘影响微乎其微，主要由疫情期过度招聘正常化驱动，而摩根士丹利认为老式存储器价格至少至2026年底保持强势。
- 中国房地产市场深度调整但政策支撑浮现：德意志银行预测2026年GDP增长4.7%，出口增速上调至14%，人民币将持续升值至6.55/USD。
- 小盘股AI顺风因素显著减弱：Russell 2000指数的AI基础设施股票权重从15%降至7%，未来12个月回报率预计将降至个位数低水平。
- 半导体测试耗材供应链迎来涨价周期：MPI和WinWay因产能紧张拥有定价权，贵金属价格上涨和测试针短缺推动成本转嫁。
- 主要验证点：美联储政策沟通变化将验证鹰派立场持续性，AI相关通胀压力将验证货币政策预期，半导体测试耗材涨价将验证供应链传导机制。

报告统计

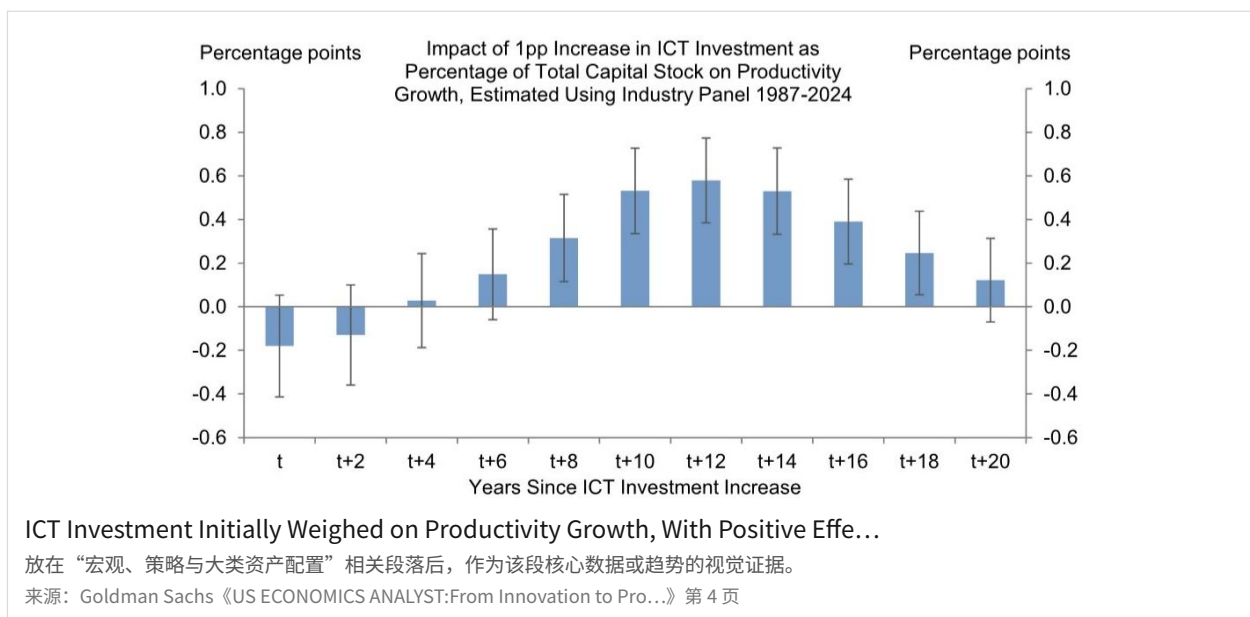
项目	数量
源素材数量	74
重点覆盖报告	13
覆盖机构	德意志银行、高盛、摩根士丹利、摩根大通
完整报告摘要	13
公司/个股信号	0
主要覆盖方向	宏观策略、AI基础设施、半导体、房地产

宏观、策略与大类资产配置

宏观策略最重要的变化是美联储鹰派立场超预期确立美元强势格局，同时AI驱动的通胀压力开始显现并影响政策预期。



- 利率政策与央行政策：摩根大通预测美联储2026年暂停加息但立场鹰派，10年期国债收益率目前低于模型公允价值27个基点，存在上行风险至4.70%（2026年底）。摩根士丹利指出新任主席Warsh可能逆转Powell时代低数据敏感性，市场对经济数据敏感度将回升。后续验证变量：美联储主席Warsh政策沟通方式变化。



- 汇率与资金流：美元在2026年下半年看涨，EUR/USD目标下调至1.10。德意志银行分析东南亚数据中心投资呈现中美生态系统分化，马来西亚主要吸引美国投资，泰国更多获得中国资本，不同融资模式对各国货币产生差异化影响。
- 权益策略与风格：巴克莱分析AI相关需求正通过内存芯片和硬件渠道向核心PCE通胀施加持续上行压力，AI相关类别为年度整体PCE通胀增加约25个基点，为核心PCE通胀增加约20个基点，这将影响美联储政策预期。
- 商品与信用：摩根士丹利全球宏观论坛指出当前正经历波动率制度转换，建议配置BB级贷款以获取利差收益并缓冲前端利率波动，当前信用波动率极低而下行倾斜陡峭。

主要来源：摩根大通《Global Macro Outlook and Strategy:Global Rates, Commodities, Currencies and Emerging Markets-260629》；摩根士丹利《Global Macro Forum Volatility Regime Shift: Signals Across Markets-260629》

AI基础设施投资周期出现结构性分化，科技招聘放缓真相浮出水面

高盛最新研究揭示科技行业招聘放缓的三大驱动因素，挑战了市场普遍认为利率是主因的观点。研究发现，科技行业就业增长自2022年以来较长期趋势每年放缓约5个百分点，其中疫情期过度招聘后的头寸正常化是主要原因（贡献约2个百分点），AI效率提升影响较小（贡献约0.5个百分点），而利率上升对科技招聘的影响几乎可以忽略不计。这一发现对理解科技行业劳动力市场动态具有重要意义。

关键数据方面，科技行业就业增长较长期趋势每年放缓5个百分点，过度招聘正常化可解释约2个百分点的年度就业增长放缓。机制解释是头寸正常化是招聘放缓的主要结构性因素，通过过度招聘后需要进行头寸正常化调整以匹配实际业务需求。

共识与分歧体现在，这一发现与市场普遍认为紧缩货币政策显著抑制科技招聘的观点相悖，质疑AI洗白普遍性的观点与部分媒体报道形成对比。后续观察变量包括科技行业就业增长恢复情况、AI相关裁员公告比例变化、科技公司人均收入变化。

主要来源：高盛《Global Economics Analyst:Disentangling Tech Hiring Headwinds: Higher Rates, Overhiring, and AI-260702》

中国房地产市场深度调整但政策支撑浮现，出口成为增长主引擎

德意志银行预测中国2026年下半年经济将呈现双速格局，出口将成为主要增长引擎。报告认为，尽管第二季度经济增长放缓至4.4%，但下半年将反弹至4.6%-4.7%，全年GDP增长预测为4.7%。出口将成为主要增长引擎，受益于AHEAD五大因素：AI代理、重资产、能源成本优势、绿色转型加速和市场多元化，全年出口增速上调至14%。

关键数据包括2026年GDP增长率预测为4.7%，出口增长率上调至14%，人民币预计持续升值至6.55/USD。机制解释是AHEAD五大因素推动AI相关产品出口大幅增长，带动整体出口表现超预期。

共识与分歧体现在对人民币升值幅度的预测可能比市场共识更为乐观。后续观察变量包括7月政治局会议政策转向信号、AI相关产品出口增长持续性、一线城市房地产市场企稳程度。

主要来源：德意志银行《China Macro:2026 H2 Outlook: Balancing a TwoSpeed Economy-260630》

小盘股AI顺风因素显著减弱，指数重组改变驱动结构

Russell 2000强劲表现主要由AI基础设施交易驱动，但随着指数重组后AI权重从15%降至7%，第二季度表现将面临挑战。高盛分析显示，Russell 2000指数在2026年上半年实现23%的回报率，在过去12个月中达到41%，是自疫情反弹以来最强劲的表现。然而，AI基础设施股票权重从15%降至7%，将显著削弱小盘股的AI顺风因素。

关键数据包括Russell 2000 H1 2026回报率为23%，过去12个月回报率为41%，AI基础设施股票权重从15%降至7%。机制解释是指数重组导致AI相关股票权重大幅下降，这将削弱小盘股的AI顺风因素。

共识与分歧体现在与零售投资者社区中对小盘股的乐观情绪形成对比，因AI焦点在指数重平衡后减少。后续观察变量包括AI基础设施资本支出的实际增长情况、美联储政策变化、小盘股估值扩张的可持续性。

主要来源：高盛《US Macroscope: Decomposing recent Russell 2000 outperformance and the second half outlook for small caps-260701》

半导体测试耗材供应链迎来涨价周期，供应商定价权凸显

摩根士丹利认为由于贵金属价格上涨和测试针产能严重短缺，探针卡和测试插座供应商即将提价，传递成本给客户。由于产能紧张且新供应需要时间爬坡，探针卡和测试插座供应商拥有定价权。MPI和WinWay有望发布强劲的六月业绩，受AI/HPC强劲增长和DDIC势头推动。

关键数据包括MPI估值为43倍2027年预期每股收益，WinWay估值为39倍2027年预期每股收益，对应2025-2028年预期收益复合年增长率分别为105%和111%。机制解释是供应商面临成本上升压力，产能紧张限制供应弹性，具备提价能力。

共识与分歧体现在与测试设备细分领域潜在供过于求担忧相矛盾，对MPI持积极态度尽管CPO市场情绪疲软。后续观察变量包括贵金属价格走势、AI/HPC需求增长速度、MPI和WinWay六月业绩。

主要来源：摩根士丹利《Greater China Technology Semiconductors:Testing Consumables: Potential Price Hike Coming; Reiterate OW on MPI and WinWay-260630》

大类分类扫描

宏观与大类资产

全球债券过剩推高长期收益率成为结构性趋势，财政风险溢价远超历史水平。巴克莱分析显示当前30年期收益率约4.9%中，财政风险溢价达70个基点，远高于2000年的-70个基点。高盛分析中国央行隔夜逆回购操作利率1.25%低于预期，显示鸽派货币政策立场，预计中国债市收益率将下行。

来源：摩根大通《Global Macro Outlook and Strategy:Global Rates, Commodities, Currencies and Emerging Markets-260629》；高盛《China: PBOC introduces overnight reverse repo but keeps rate undisclosed-260630》

地缘、贸易与航运

东南亚数据中心投资呈现中美生态系统分化格局。德意志银行报告显示，马来西亚主要吸引美国数据中心投资，泰国则更多获得中国资本，其中字节跳动在泰国东部经济走廊宣布250亿美元基础设施扩张计划。融资模式对汇率影响各异：马来西亚以本币项目融资为主，减少直接FDI流入；泰国以企业资本支出为主，带来更大货币支撑。

来源：德意志银行《Asia Thematic Strategy Notes ASEAN: The Next Frontier for Data Center Investment-260629》

权益市场与资金流

AI基础设施投资分化加剧全球科技股高动量交易风险。伯恩斯坦量化策略警告台湾和韩国市场风险极度集中，台湾高动量组合YTD涨幅86%，韩国58%，但科技股分别占市场市值85%和70%，估值和盈利预期均已见顶，上周开始显现裂缝分别下跌-4%和-13%。

来源：伯恩斯坦《Asia Quant Strategy: The high risk of momentum reversal in Taiwan & Korea 15 key charts for our thesis-260629》

产业主题与板块

AI基础设施单位经济模型出现结构性分化。伯恩斯坦比较了传统数据中心REITs、新云服务商和新兴AI基础设施提供商的利润率和单位经济模型。新云服务商的调整后EBITDA利润率在70-85%之间，其中IREN的微软合同达到85%，但因GPU折旧导致GAAP盈利较低。新兴AI基础设施公司通过三重净租赁结构实现高达100%的营业毛利率。

来源：伯恩斯坦《Global Digital Assets & US Communications Infrastructure Data Centers & Neoclouds-comparing margins and unit economics-260701》

地产、消费与内需

中国房地产市场继续收缩但跌幅收窄，区域分化显著。摩根士丹利第26期中国房地产周度追踪显示，截至6月28日当周，50个城市新房销售同比下降13%，较前一周-16%有所收窄，年初至今累计下降12%。一线城市新房销售大跌21%，二线城市下降15%，但三线城市意外增长7%（前值-38%）。

来源：摩根士丹利《China Property:Weekly Database Tracker #26-260629》



商品、能源与资源品

中国焦煤产量因安全检查持续收缩，供应端约束支撑价格韧性。 摩根士丹利中国煤炭行业周度更新显示，由于山西省严格的安全检查，焦煤产量上周下降1.3%至497万吨。供应约束和低库存水平继续支撑焦煤价格韧性，柳林4号坑口价维持在每吨865元人民币。相比之下，动力煤价格出现回调，纽卡斯尔动力煤价格大幅下跌10.4%。

来源： 摩根士丹利 《China Coal:Weekly Coal Update: Coking Coal Production Continues to Slip in Domestic Market-260629》

机构观点之间的共识与分歧

共识1： AI基础设施投资周期正在重塑全球产业链分工格局。高盛、摩根士丹利、德意志银行等多家机构都认为AI相关的资本支出正在推动全球产业结构调整，特别是在数据中心、半导体、功率器件等领域形成新的投资机会。

共识2： 美联储鹰派立场将支撑美元强势格局。摩根大通、巴克莱等机构均认为美联储政策立场比市场预期更为鹰派，这将推动美元在下半年继续走强。

分歧1： AI对就业市场的影响程度存在显著分歧。高盛认为利率上升对科技招聘影响微乎其微，主要由疫情期过度招聘正常化驱动；而其他机构对AI裁员的担忧更为明显，认为AI对就业的结构性影响将持续扩大。

分歧2： 中国房地产市场底部判断存在分歧。摩根大通认为房地产市场正经历深度调整，但城市更新改造计划可能成为重要政策支撑；而摩根士丹利则认为销售下滑在6月进一步扩大，预计第三季度将进一步疲软。

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	603986.SS	兆易创新	逻辑强化	数据改善	老式存储器产品因主流厂商专注主流产品而出现供应缺口导致价格上涨	摩根士丹利《Greater China Semiconductors-Asia Pacific Old memory-Near-term outlook remains positive-260701》
看多	6223.TWO	MPI Corporation	逻辑强化	评级上调	维持超配评级，估值为43倍2027年预期每股收益，对应2025-2028年预期收益复合年增长率105%	摩根士丹利《Greater China Technology Semiconductors:Testing Consumables: Potential Price Hike Coming; Reiterate OW on MPI and WinWay-260630》
看多	6515.TW	WinWay Technology Co Ltd	逻辑强化	评级上调	维持超配评级，估值为39倍2027年预期每股收益，对应2025-2028年预期收益复合年增长率111%	摩根士丹利《Greater China Technology Semiconductors:Testing Consumables: Potential Price Hike Coming; Reiterate OW on MPI and WinWay-260630》
看多	600584.SS	JCET	逻辑强化	目标价上调	因AI相关芯片封装业务扩张，2028年净利润预期上调14%，目标价从50.9元上调至125元	高盛《AI and China Semis Capacity expansion drives growth ahead; raising TP of JCET, AccoTest, and Hwatsing on higher earnings and multiples-260702》
看多	688200.SS	AccoTest	逻辑强化	目标价上调	因AI芯片测试设备需求增加，2026-28年营收预期上调6-9%，目标价从239.19元上调至630元	高盛《AI and China Semis Capacity expansion drives growth ahead; raising TP of JCET, AccoTest, and Hwatsing on higher earnings and multiples-260702》

方向	Ticker	公司	边际方向	变化类型	核心变化	来源
看多	688120.SS	Hwatsing	逻辑强化	目标价上调	因先进CMP设备需求增长，2028年营收预期上调5%，目标价从153.36元上调至395元	高盛《AI and China Semis Capacity expansion drives growth ahead; raising TP of JCET, AccoTest, and Hwatsing on higher earnings and multiples-260702》
看多	1109.HK	CR Land	逻辑强化	推荐	推荐优质阿尔法标的，国企开发商相对表现强劲	摩根士丹利《China Property:Property Sales Decline Widened Further in June-260630》
看多	1908.HK	C&D International	逻辑强化	推荐	推荐优质阿尔法标的，国企开发商相对表现强劲	摩根士丹利《China Property:Property Sales Decline Widened Further in June-260630》
看多	601155.SS/ 1030.HK	Seazen	逻辑强化	推荐	推荐优质阿尔法标的，国企开发商相对表现强劲	摩根士丹利《China Property:Property Sales Decline Widened Further in June-260630》

后续观察清单

- 美联储主席Warsh政策沟通方式：为什么要看它，这将验证摩根士丹利关于Warsh可能逆转Powell时代低数据敏感性的观点，影响市场对经济数据的敏感度变化，从而影响利率路径和全球流动性环境。
- AI相关通胀压力持续性：为什么要看它，这将验证巴克莱关于AI相关需求为PCE通胀贡献20个基点的观点，影响美联储政策预期和利率路径，直接关系到美元强势格局的可持续性。
- 半导体测试耗材涨价传导机制：为什么要看它，这将验证摩根士丹利关于贵金属价格上涨和测试针短缺推动成本转嫁的观点，影响半导体制造成本结构和利润分配。
- 中国数据中心订单实际增长情况：为什么要看它，这将验证摩根士丹利关于2026年订单同比增长66%的预测，直接影响AI基础设施投资周期的可持续性和相关公司业绩表现。
- 台湾和韩国高动量交易表现：为什么要看它，这将验证伯恩斯坦关于两地科技股风险极度集中的警告，影响全球科技股风险偏好和资金流向。
- 中国房地产销售数据变化：为什么要看它，这将验证摩根大通和摩根士丹利关于房地产市场深度调整的不同判断，影响相关政策预期和经济复苏节奏。
- AI基础设施公司三重净租赁模式推广：为什么要看它，这将验证伯恩斯坦关于新兴AI基础设施公司通过三重净租赁结构实现接近100%营业毛利率的创新模式，影响行业盈利模式和投资逻辑。