

图文版日报

2026-07-09 研报日报：AI基础设施投资周期持续强化，中国工业资本支出超周期强劲

核心摘要

- AI基础设施投资周期显著加速：摩根士丹利预计2027年AI相关晶圆消费量将达到470亿美元，HBM需求增至500亿Gb，全球云服务商资本支出同比增长92%，推动整个供应链价值重估。
- 中国工业资本支出超周期强劲：摩根士丹利认为中国工业板块进入资本支出上行周期，重点关注AI基础设施、人形机器人商业化、自动化升级和出口增长四大主题，预计2026年人形机器人出货量达5万套。
- 开放权重商业化呈现赢家通吃格局：J.P. Morgan认为高质量模型提供商在开放权重环境下仍能保持盈利，智谱AI因GLM-5.2全球竞争力获得目标价上调至港币2000元，MiniMax因模型差异化不足被下调至港币300元。
- 中国房地产市场分化态势延续：一线城市二手房挂牌量持续下降支撑房价稳定，但香港住宅价格已达到全年目标涨幅12%，预计下半年增速将放缓至5%以下。
- 外汇储备变化反映贸易基本面而非资本外流：J.P. Morgan分析显示中国外汇储备下降主要由贸易顺差收窄和进口增强导致，央行推出多项新措施支持离岸人民币流动性。
- 跨日期强化：AI基础设施投资周期从功率半导体扩展至数据中心和轨道计算，中国工业资本支出周期与AI投资分化并行发展，政策支持与基本面分化格局持续强化。

报告统计

指标	数量
源素材数量	44
重点覆盖报告	12
覆盖机构	摩根士丹利、J.P. Morgan、德意志银行、高盛
完整报告摘要	12
公司/个股信号	0
主要覆盖方向	AI基础设施、中国工业、半导体、房地产、外汇政策

宏观、策略与大类资产配置

宏观策略最重要的变化是中国经济呈现生产韧性和需求疲弱的两极分化格局，同时AI基础设施投资周期推动全球资产配置重新定价，外汇储备变化反映贸易基本面而非资本外流担忧。

Policy Category	Policy Name	Issuing Authority	Date	Core Policy Content
Hainan Free Trade Port Marine Insurance Policies	Provisions on Promoting Cross-border Financial Development in Hainan FTP (Draft for Comments)	Hainan Provincial Financial Affairs Office	Jun-26	1. Promote RMB pricing and settlement in insurance; 2. Attract domestic/foreign insurers to set up a presence in Hainan; 3. Focus on vessel and cargo marine insurance; 4. Integrate shipping finance leasing with insurance innovation
Belt and Road Initiatives (BRI) Marine Insurance Policies	Joint Notice on Promoting "Maritime Credit + Shipping Insurance"	Ministry of Transport & National Administration of Financial Regulation	Jun-26	1. Link maritime credit records with insurance pricing; 2. Simplify vessel insurance procedures; 3. Promote electronic policies and data interoperability; 4. Shift insurance focus from post-loss indemnity to pre-risk control
Hainan Free Trade Port Marine Insurance Policies	Opinions on Piloting High-Standard Institutional Opening-up in Financial Sector	PBOC, MOFCOM, NAFR, CSRC, SAFE	Jan-25	1. Shanghai and Hainan pilot financial opening-up reforms; 2. Foreign financial institutions receive national treatment; 3. Facilitate cross-border insurance services and capital flows; 4. Promote compliant cross-border financial data flows
Belt and Road Initiatives (BRI) Marine Insurance Policies	Action Plan for Strengthening Regulation, Preventing Risks and Boosting High-Quality Development of Property Insurance	National Administration of Financial Regulation (NAFR)	Dec-24	1. Accelerate shipping insurance development and expand underwriting capacity; 2. Strengthen export credit insurance for Chinese outbound investment; 3. Upgrade the BRI reinsurance consortium; 4. Explore insurance-investment integrated risk management models
Shanghai Free Trade Zone Marine Insurance Policies	Guiding Opinions on High-Quality Development of Shanghai Shipping Insurance Industry	National Administration of Financial Regulation (NAFR)	Oct-24	1. Enrich shipping insurance product offerings; 2. Consolidate domestic reinsurance underwriting capacity; 3. Improve global shipping insurance service standards; 4. Build a world-class shipping insurance center

Table 1: China policy support for Marine Insurance

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

来源：J.P. Morgan《China SMid Insurance:Marine Insurance: Onsh...》第 2 页

- 利率与央行政策：J.P. Morgan分析显示中国财政执行效率是决定下半年经济走势的关键变量，一般预算支出连续第二个月收缩，基建支出同比下降12.0%，财政存款升至十年来第二高5月水平。央行通过多项新措施支持离岸人民币流动性，包括扩大债券通额度、增加香港金管局人民币流动性工具等。

General assumptions				HBM assumptions						
AI chip vendor	Product name	CoWoS capacity allocation (k wafers)	Chips per CoWoS wafer	Implied shipments (k)	HBM chip density (GB)	HBM chip units	Total HBM size (GB)	HBM generation	HBM vendor	Total HBM demand (k GB)
AI GPU (2027e)										
NVIDIA	B300	40	14	560	36	8	288	HBM3e 12hi	Hynix/Micron	161,280
	Vera CPU	250	23	5,750						
	Rubin R200	740	8	5,920	36	8	288	HBM4 12hi	Hynix/Micron/Samsung	1,704,960
	Rubin Ultra	130	8	1,040	48	8	384	HBM4e 12hi	Hynix/Micron/Samsung	399,360
	M1350 series	24	12	288	36	8	288	HBM3e 12hi	Samsung/Micron	82,944
AMD	M1455	157	7	1,099	36	12	432	HBM4 12hi	Samsung/Micron	474,768
	M1450 (for Meta)	35	14	490	36	6	216	HBM4 12hi	Samsung/Micron	105,840
	M1500 (Arcadia)	24	4	96	48	16	768	HBM4e 12hi	Samsung/Micron	73,728
	Venice CPU	270	21	5,670						
AI ASIC (2027e)										
Google	TPU v7p (Ironwood; AVGO)	13	16	208	24	8	192	HBM3e 8hi	Hynix/Samsung	39,936
	TPU v8i (Sunfish; AVGO)	330	12	3,960	36	8	288	HBM3e 12hi	Samsung/Hynix/Micron	1,140,480
	TPU v8t (Zebrafish; MediaTek)	180	20	3,600	36	6	216	HBM3e 12hi	Samsung/Hynix/Micron	777,600
	TPU v9 (Humafish; MediaTek)			400	48	12	576	HBM4e 12hi	Samsung/Hynix/Micron	230,400
AWS	Trainium 3	140	17	2,380	36	4	144	HBM3e 12hi	Hynix/Samsung/Micron	342,720
GUC's customers		60	20	1,200	24	6	144	HBM3e 8hi	Samsung?	172,800
Microsoft	Maia 300	50	11	550	36	8	288	HBM4 12hi	Samsung	158,400
Meta	MTIA 3 (Iris)	55	10	550	36	8	288	HBM3e 12hi	Samsung/Hynix/Micron	158,400
Others		18								
Total		2,664								6,077,256

AI HBM consumption: up to 50bn Gb in 2027

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

来源：Morgan Stanley《Asia-Pacific Technology AI Supply Chain Fur...》第 3 页

- 汇率与资金流：中国6月外汇储备意外下降260亿美元至34163亿美元，主要反映进口增强和贸易顺差收窄。该行估算当前账户顺差约524亿美元，隐含资本流出扩大至450亿美元。人民币上半年对美元涨幅+3%，下半年走势将受贸易政策不确定性、出口商结汇决策、美元背景以及7月政治局会议预期等多重因素驱动。
- 权益策略与风格：中国生产端保持韧性但需求端疲弱，经济增长仍依赖外部需求支撑。制造业采购经理指数温和改善，出口受益于高科技和人工智能相关需求，5月出口同比增长19.4%。高技术制造业同比增长15.1%，贡献近40%工业增长。
- 商品与信用：油价下跌缓解成本压力，但国内需求进一步走弱：5月社会消费品零售总额同比下降0.6%，固定资产投资收缩10.7%，基础设施投资下降9.4%，房地产投资下滑24.3%。

主要来源：J.P. Morgan《China monthly data outlook Production resilient, demand awaits fiscal execution-260707》；J.P. Morgan《China: More support for CNH and 2H CNY drivers, Falling FX reserves signal a narrower trade surplus-260708》

AI基础设施投资周期持续强化，2027年晶圆消费量预计达470亿美元

AI基础设施投资周期显著加速，成为当前最确定的增长主线。摩根士丹利更新2027年AI供应链预测，AMD CoWoS分配维持24万片，预计Rubin芯片出货量达700万颗，AI半导体供应链需求持续强劲增长。数据显示2027年AI HBM总需求将达到500亿Gb，晶圆消费额至少470亿美元，相比2026年的300亿Gb和260亿美元显著增长。

关键数据：全球云服务提供商2026年资本支出同比增长92%，中国AI资本支出预计2026年超过6000亿人民币，2027年达7000亿人民币。机制解释：需求驱动供应链各环节产能扩张，特别是先进封装CoWoS和高带宽内存HBM，各大云服务商加大资本支出推动新一代AI芯片产品推出。

共识与分歧：机构普遍看好AI基础设施投资周期，但在具体时间节点和执行风险上存在分歧。AMD历史上曾削减CoWoS预订量，需关注2027年实际执行情况。

主要来源：摩根士丹利《Asia-Pacific Technology AI Supply Chain Further Updates on 2027 CoWoS Allocation and ASIC Dynamics-260708》；摩根士丹利《Investor Presentation:China Industrials Mid year Outlook-260707》

中国工业资本支出周期强劲，AI基础设施与人形机器人成核心驱动力

中国工业板块进入资本支出上行周期，结构性机会显著。摩根士丹利认为2026年下半年中国工业板块资本支出将保持强劲，提出四大投资主题：AI基础设施结构性增长、人形机器人早期商业化、广义资本支出周期扩大、出口实力增强。预计中国工业企业ROE将在2026-27年改善，支持重估。

关键数据：人形机器人商业化在2026年启动，预计出货量达5万套，未来五年增长9倍。建设机械行业进入上行周期，挖掘机销量预计同比增长21%。机制解释：盈利改善→资本支出增加→设备需求增长→产业链公司受益，自动化需求处于上升周期，预计2026年自动化市场同比增长约5%。

共识与分歧：与部分机构对中国工业增长放缓的担忧形成对比，摩根士丹利更加乐观看待资本支出周期持续性。人形机器人硬件BOM中轴承占比最高达25%，相机占比22%，减速器占比13%，为相关零部件供应商提供明确投资机会。

主要来源：摩根士丹利《Investor Presentation:China Industrials Mid year Outlook-260707》

开放权重商业化呈现赢家通吃格局，智谱AI获得目标价上调

开放权重商业化呈现赢家通吃框架，优质模型提供商仍能保持盈利能力。J.P. Morgan提出开放权重模式下强者愈强的商业逻辑，高质量模型仍可通过官方API、云合作、企业部署和工作流产品实现货币化。智谱AI因GLM-5.2全球竞争力获得目标价上调至港币2000元，MiniMax因模型差异化不足被下调至港币300元。

关键数据：智谱AI目标价基于30倍2030年市盈率折现，2026-30年收入预测分别为47.15亿/123.24亿/334.85亿/899.84亿/1554.97亿人民币。机制解释：模型质量、迭代速度和客户使用模式决定开放权重商业化成功与否，前沿智能模型在编码、代理和长上下文任务中仍能支撑定价权。

共识与分歧：与认为开放权重必然损害API收入的普遍观点不同，本报告认为优质模型可从中获益。API质量差异体现在缓存效率、延迟一致性、长期上下文处理等方面，影响客户选择官方API还是第三方部署的决策。

主要来源：J.P. Morgan《China Artificial Intelligence Open weight commercialization playbook:winner takes more；Raise Zhipu to HK\$2,000 (OW)，cut MiniMax to HK\$300 (Neutral) -260707》

轨道计算成为AI基础设施新前沿，三阶段发展路径清晰

轨道计算将成为AI基础设施的重要组成部分，创造新的半导体和硬件需求。摩根士丹利提出太空AI基础设施三阶段发展路径：近期轨道边缘计算处理图像和传感器数据，中期分布式卫星网络计算，长期虚拟空间数据中心。轨道计算具备持续太阳能供电、低延迟等优势，成本方面预计从2030年约60美元降至2040年9美元。

关键数据：轨道计算每瓦特资本支出预计从2030年约60美元降至2040年9美元，降幅达85%。STMicroelectronics在低地球轨道业务方面FY26至FY28年复合增长率达到48%，目标价78欧元较当前有23%上涨空间。机制解释：轨道计算利用太空环境优势（持续太阳能、无大气散热限制、低延迟连接），分阶段实现从边缘到云端再到虚拟数据中心的演进。

共识与分歧：与传统地面数据中心扩容观点存在分歧，提出太空计算作为AI算力增长的替代方案。传统的AI基础设施向外延展的投资主题，如边缘计算、云计算中心建设，现在扩展到太空计算领域。

主要来源：摩根士丹利《Technology European Semiconductors:Global Technology Webcast: Space Technology, Orbital Computing Opportunities and Memory-260707》

大类分类扫描

宏观与大类资产

中国经济呈现生产韧性和需求疲弱的两极分化格局，财政政策执行效率成为关键变量。生产端表现坚挺，高技术制造业同比增长15.1%，贡献近40%工业增长，但内需成为经济增长的约束因素，消费、投资、房地产等内需指标持续疲弱。财政存款升至十年来第二高5月水平，显示资金沉淀严重但未有效转化为实物工作量。

来源：J.P. Morgan《China monthly data outlook Production resilient, demand awaits fiscal execution-260707》

地缘、贸易与航运

中国海洋保险风险回流政策将中期利好本土保险公司。中国海上贸易快速发展，但长期以来海洋保险价值链被伦敦等发达市场主导。监管层推出一系列支持政策，定位上海为海洋保险枢纽，旨在加强中国独立的风险治理能力。中国再保险作为唯一国家级综合性再保险集团，在国家船舶保险联合体和海上丝绸之路联合体中领先，将受益于政策驱动的风险回流。

来源：J.P. Morgan《China SMid Insurance:Marine Insurance: Onshore risk repatriation creates medium term upside for China Re and China Taiping-260707》

权益市场与资金流

半导体设备板块盈利预期持续上调，WFE市场前景乐观。J.P. Morgan维持看涨立场，因共识盈利预期持续上调。该行于6月17日上调WFE市场预期，预测2026年增长28%YoY，2027年增长29%，2028年增长16%，但仍存在上行潜力。重点关注东京电子等公司的定价策略调整和利润率提升举措。

来源：J.P. Morgan《Semiconductor Tech Materials: Earnings Outlook (Apr Jun) Watch WFE and pricing for semiconductors, semirelated for glass, and non domestic for cement-260707》

产业主题与板块

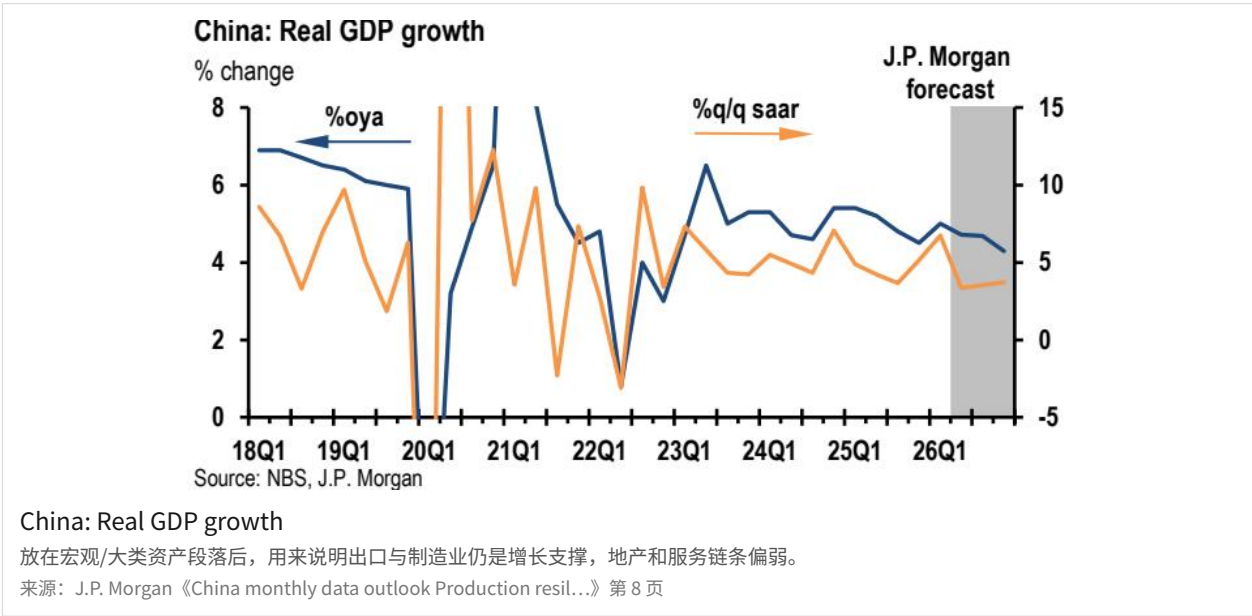
中国医药企业全球化势头强劲，BD交易模式多样化。摩根士丹利指出中国医药市场规模约1.8万亿元人民币，占全球市场的15%。中国创新药出海势头强劲，2025-2026年上半年中国生物制药BD交易总额显著，如恒瑞医药与BMS的152亿美元合作。中国医药企业BD交易模式从单纯出海授权扩展到NewCo（新公司设立）、Co-co（共同商业化）和战略联盟等多种形式。

来源：摩根士丹利《Asia Summer School 2026: China Healthcare-260707》

地产、消费与内需

中国大陆一线城市二手房挂牌量持续下降支撑房价稳定。J.P. Morgan监测显示一线城市二手房实时成交量同比增长15%，但挂牌量环比下降0.4%，其中深圳和上海分别下降2.2%和0.4%。挂牌量持续下降（较3月峰值下降3.5%）成为支撑二手房价格稳定的关键因素。60城新房网签量同比大幅增长27%，主要受月末销售集中影响。

来源：J.P. Morgan《Property Data Monitor:Mainland China: Secondary listings in tier 1 cities further dropped; HK: high frequency data softened-260707》



商品、能源与资源品

太阳能玻璃行业接近周期性拐点，库存已见顶回落。德意志银行认为太阳能玻璃板块可能接近周期性拐点，行业库存已于6月中旬见顶并下降约10%，预计7月进入去库存阶段，叠加组件需求季节性恢复，太阳能玻璃价格有望反弹。相比之下，多晶硅库存压力重新加剧，西南地区水电丰富的省份进入汛期，闲置产能逐步回归市场。

来源：德意志银行《China Solar Sector:Lingering at the bottom; solar glass nearing a cyclical turning point-260707》

机构观点之间的共识与分歧

共识1：AI基础设施投资周期强劲 - 摩根士丹利、J.P. Morgan等机构均认为AI相关资本支出将持续强劲增长，推动半导体、数据中心等相关产业链需求，这是当前最确定的增长主线。

共识2：中国工业资本支出周期向好 - 摩根士丹利等机构普遍看好中国工业板块在2026年下半年的资本支出周期，重点关注AI基础设施、人形机器人等结构性机会。

分歧1：开放权重商业化影响 - 与认为开放权重必然损害API收入的普遍观点不同，J.P. Morgan认为优质模型提供商仍能通过其他途径实现货币化，呈现赢家通吃格局。

分歧2：太阳能行业前景 - 德意志银行认为太阳能行业仍在底部，但太阳能玻璃接近周期性转折点，而多晶硅库存压力将加剧，行业内部呈现显著分化。

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	2513.HK	智谱AI	逻辑强化	目标价上调	目标价上调至港币2000元，因GLM-5.2全球竞争力和开放权重策略	J.P. Morgan 《China Artificial Intelligence Open weight commercialization playbook》

方向	Ticker	公司	边际方向	变化类型	核心变化	来源
看空	100.HK	MiniMax	逻辑弱化	目标价下调	目标价下调至港币300元，因M3模型差异化不足	J.P. Morgan 《China Artificial Intelligence Open weight commercialization playbook》
观察偏多	285A	Kioxia Holdings	评级维持	重点关注	重点关注的半导体存储设备制造商	J.P. Morgan 《Semiconductor Tech Materials: Earnings Outlook》
观察偏多	8035	Tokyo Electron	评级维持	关注定价策略	关注定价策略调整和利润率提升举措，目标毛利率50%	J.P. Morgan 《Semiconductor Tech Materials: Earnings Outlook》
观察偏多	STMPA.PA	STMicroelectronics	评级维持	目标价上调	目标价78欧元，较当前有23%上涨空间，受益于轨道计算业务	摩根士丹利 《Technology European Semiconductors:Global Technology Webcast》
观察偏多	1508.HK	中国再保险	逻辑强化	政策催化	海洋保险风险回流政策将中期利好，交易于4倍FY26E市盈率，股息收益率8%	J.P. Morgan 《China SMid Insurance:Marine Insurance》
观察偏多	0966.HK	中国太平	逻辑强化	政策催化	具备财险和再保险敞口，受益于海洋保险风险回流政策	J.P. Morgan 《China SMid Insurance:Marine Insurance》

后续观察清单

- AI相关晶圆消费量实际增长：为什么要看它，将验证摩根士丹利关于2027年AI相关晶圆消费量超过470亿美元的预测准确性，影响整个AI半导体供应链的投资预期。
- 人形机器人商业化进展：为什么要看它，将验证摩根士丹利关于2026年人形机器人商业化启动，出货量达5万套的预测，影响相关零部件供应商的订单预期。
- 中国工业资本支出实际投放：为什么要看它，将验证摩根士丹利关于中国工业板块资本支出强劲的判断，直接影响相关设备制造商的订单和收入增长。
- 开放权重商业化实际效果：为什么要看它，将验证J.P. Morgan关于优质模型提供商在开放权重环境下仍能保持盈利的判断，影响AI公司估值逻辑。
- 轨道计算商业化进度：为什么要看它，将验证摩根士丹利关于轨道计算三阶段发展路径的预测，影响相关半导体和航天公司的投资价值。
- 财政政策执行效率变化：为什么要看它，将验证J.P. Morgan关于财政执行是7月关键观察点的判断，直接影响固定资产投资转化和内需恢复。
- 太阳能玻璃价格反弹情况：为什么要看它，将验证德意志银行关于太阳能玻璃接近周期性转折点的判断，影响相关制造商的盈利预期。