

图文版日报

新投研日报 2026-07-18：AI去杠杆化完成但硬件瓶颈延续至2028年

覆盖研报日期：2026-07-17

核心摘要

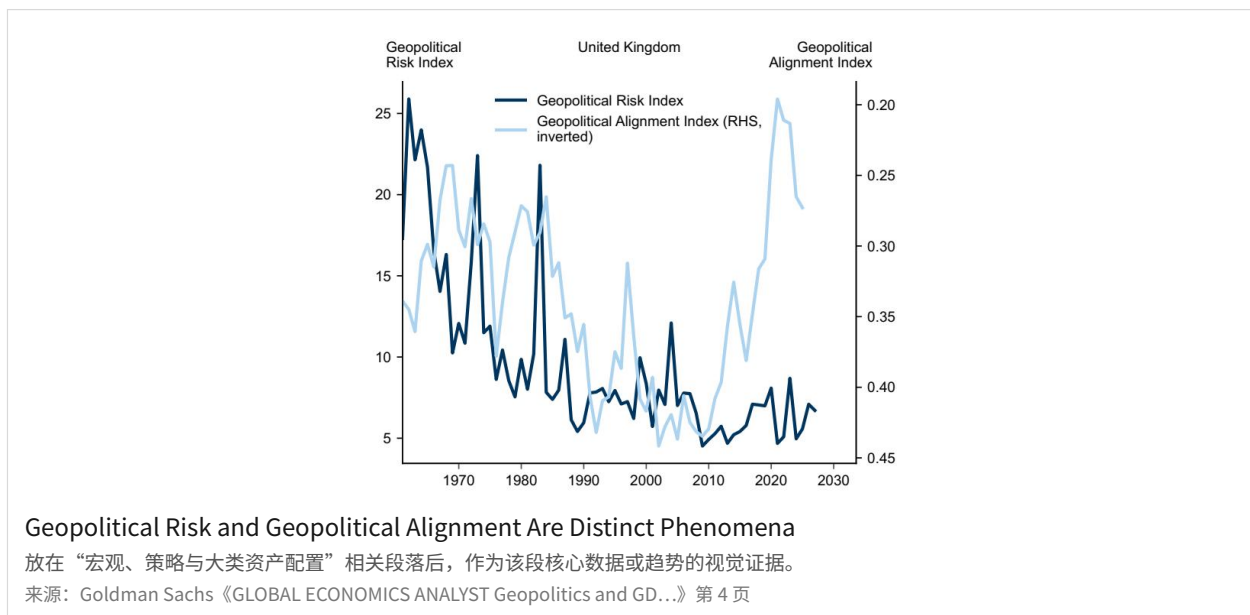
- AI去杠杆化进程基本完成：J.P. Morgan通过资产负债表分析确认中国AI生态系统去杠杆化是健康调整，A股IT板块融资交易占比从峰值12%降至8-9%，最杠杆化交易段已完成强制平仓，为后续反弹创造条件。
- AI硬件供应瓶颈延续至2028年：华为昇腾960预计2027年四季度发布，CXMT HBM3E 12层堆叠2027年量产，全规模释放需等到2028年，显著延长AI资本支出周期预期时间。
- 韩国股市因半导体抛售大跌8.8%：KOSPI前向市盈率跌至5.8倍创2004年来最低，即使假设最坏情况盈利下调41%仍显示正面风险回报不对称性，外资开始净买入。
- 中国信贷增速进一步放缓至7.5%：私人部门持续去杠杆化，但政府债券发行加速至9020亿元，下半年信贷增速可能因政府融资加速而获得40-50个基点提升。
- 零售销售在低基数下重回正增长：6月同比增长1.0%，但两年平均增长率仅5.8%显示实际需求改善有限，必需品表现强于可选消费。
- 跨日期强化：相比前期AI通胀冲击和资金流向分化，本日更突出AI去杠杆化完成后的结构性机会，以及硬件供应瓶颈持续时间超预期对投资周期的重新定义。

报告统计

指标	数值
源素材数量	86
重点覆盖报告	23
覆盖机构	Barclays, Bernstein, BofA Securities, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Nomura
完整报告摘要	23
公司/个股信号	0
主要覆盖方向	宏观策略、AI资本支出、韩国股市、中国信贷、消费零售、半导体

宏观、策略与大类资产配置

宏观策略最重要的变化是AI去杠杆化进程完成验证，同时韩国股市因半导体抛售创下历史估值低位，为全球科技股配置提供新的风险收益考量。



- AI流动性环境趋于稳定：J.P. Morgan通过超大规模云服务商资产负债率分析（维持在40%左右，远低于房地产峰值100%和美国互联网泡沫2001年峰值230%）确认AI去杠杆化是健康调整。A股IT板块融资交易占比从中期峰值12%降至8-9%，显示最杠杆化交易段已完成强制平仓，为后续反弹创造条件。后续需验证8月财报季AI生态是否重新确立领导地位。



- 韩国股市估值达历史极值：Goldman Sachs显示KOSPI当周下跌8.8%主要受全球半导体抛售潮影响，前向市盈率跌至5.8倍创2004年来最低，即使假设最坏情况盈利下调41%（GFC期间最差水平）仍显示正面风险回报不对称性。韩元兑美元升值1.2%，股权风险指标进一步进入避险区域。
- 中国信贷结构分化：Morgan Stanley数据显示6月广义信贷增速放缓至7.5%同比，私人部门持续去杠杆化，但政府债券发行加速至9020亿元（超过去年同期7700亿元），下半年信贷增速可能因政府融资加速而获得40-50个基点提升，部分抵消私人信贷疲软。
- 地缘政治结构对齐重要性超短期风险：Goldman Sachs量化分析显示，地缘政治对齐关系改善对GDP的长期提升达3%，远超超短期风险事件的0.3个百分点拖累，2016年以来地缘政治碎片化已累计拖累全球GDP约1%，为投资配置提供长期视角。

主要来源：J.P. Morgan《China Equity Strategy:The AI Theme: Deleveraging as a Healthy Reset-260715》；Goldman Sachs《Korea Weekly Kickstart_KOSPI down by 8.8% amid continued momentum unwind and global semiconductor sell-off-260717》；Morgan Stanley《China Economics:June Credit Slowed Further; Faster Fiscal Deployment Awaited-260715》

主线和热点

AI去杠杆化完成但硬件瓶颈延续至2028年，资本支出周期重新定义

J.P. Morgan确认AI去杠杆化是健康调整而非泡沫破裂，但硬件供应瓶颈将持续至2028年，显著延长AI资本支出周期。关键数据包括超大规模云服务商资产负债率维持在40%左右（远低于历史泡沫峰值），A股IT板块融资交易占比从12%降至8-9%。机制上，供应约束维持定价权推动下游企业持续资本支出以保障供应链安全，华为昇腾960预计2027年四季度发布，CXMT HBM3E 12层堆叠2027年量产，全规模释放需等到2028年。共识认为去杠杆化已完成，分歧在于硬件瓶颈缓解时间是否真能延续至2028年。后续验证华为昇腾960实际发布时间和TSMC亚利桑那工厂3nm量产进展。

主要来源：J.P. Morgan 《China Equity Strategy:The AI Theme: Deleveraging as a Healthy Reset-260715》

韩国股市半导体抛售创历史估值低位，风险回报不对称性显现

韩国股市因全球半导体抛售潮大跌8.8%，但估值已达历史极值区域，存在正面风险回报不对称性。KOSPI前向市盈率跌至5.8倍创2004年来最低，科技板块跌幅达12.2%。机制上，半导体相关股票在全球范围内被抛售，韩国作为半导体大国受到冲击，但估值过度压缩形成保护。共识认为估值已极度压缩，分歧在于半导体周期下行压力何时缓解。即使假设最坏情况盈利下调41%仍显示正面风险回报不对称性，需验证半导体行业景气度变化和外资流向变化。

主要来源：Goldman Sachs 《Korea Weekly Kickstart_ KOSPI down by 8.8% amid continued momentum unwind and global semiconductor sell-off-260717》

中国信贷增速放缓但政府融资加速，政策微调将加快预算执行

中国6月广义信贷增速进一步放缓至7.5%同比，但政府债券发行加速为下半年经济增长提供缓冲。政府债券净发行量达9020亿元，超过去年同期约7700亿元，主要驱动力来自中央政府债券融资加快。机制上，政府融资增加为基础设施投资提供资金，特别是AI和能源相关领域，下半年信贷增速可能因政府融资加速而获得40-50个基点提升。共识认为私人部门去杠杆持续，分歧在于政府融资能否完全对冲私人信贷疲软。需验证7月政治局会议政策信号和政府债券发行速度。

主要来源：Morgan Stanley 《China Economics:June Credit Slowed Further; Faster Fiscal Deployment Awaited-260715》

中国零售销售在低基数下重回正增长，但需求结构分化持续

中国6月零售销售同比增长1.0%在5月下降0.6%后重回正增长，但增长主要受低基数影响，实际需求改善有限。消费电子、化妆品和食品饮料表现较好，家电和汽车继续拖累。机制上，低基数使得同比数据改善，但两年平均增长率仅5.8%，显示实际需求并未显著改善。共识认为消费复苏路径将是渐进且波动的，分歧在于政策刺激能否扭转需求疲软。必需品表现强于可选消费，消费分化趋势明显，需验证2Q26财报季业绩指引下调情况。

主要来源：J.P. Morgan 《China Consumer Strategy:June retail sales return to growth on easier comps; 15th FYP sets the goal, not the how-260715》；Morgan Stanley 《China Hong Kong Consumer:China Retail Sales – Jun 2026: Momentum Remains Uneven-260715》

大类分类扫描

宏观与大类资产

日本十年期国债收益率接近3%关键防线，政府将动用供需管理工具进行防御。德意志银行分析显示3%是日本政府财政预算假设的利率水平，突破将损害财政信誉。政府政策工具箱结构性偏向熊市平坦化，基本情景是2.70-3.00%区间内防守，但存在15%概率的信誉危机情景。

来源：Deutsche Bank 《Japan Macro & Fixed Income Strategy:The Battle for 3%: Navigating Japan's New Yield Regime-260715》

地缘、贸易与航运

地缘政治结构对齐比短期风险更重要，长期对齐关系改善可提升GDP约3%。高盛研究发现短期地缘政治风险事件对全球GDP增长影响有限（仅拖累0.3个百分点），但一国与世界其他地区对齐关系的标准差改善可提升该国长期GDP约3%。2016年以来的地缘政治碎片化已累计拖累全球GDP约1%。

来源：Goldman Sachs 《GLOBAL ECONOMICS ANALYST Geopolitics and GDP: Structural Alignment Matters More than Near Term Risk-260716》

权益市场与资金流

AI对美国劳动力市场实际冲击有限，AI暴露度最高行业就业增长反而优于低暴露行业。野村证券分析显示AI高暴露行业就业增长表现优于低暴露行业，软件出版等被认为易受AI冲击的行业反而出现就业增长，挑战了AI将导致大规模失业的观点。

来源：Nomura《Economic Insights:US:Assessing labor market impact of AI-260716》

产业主题与板块

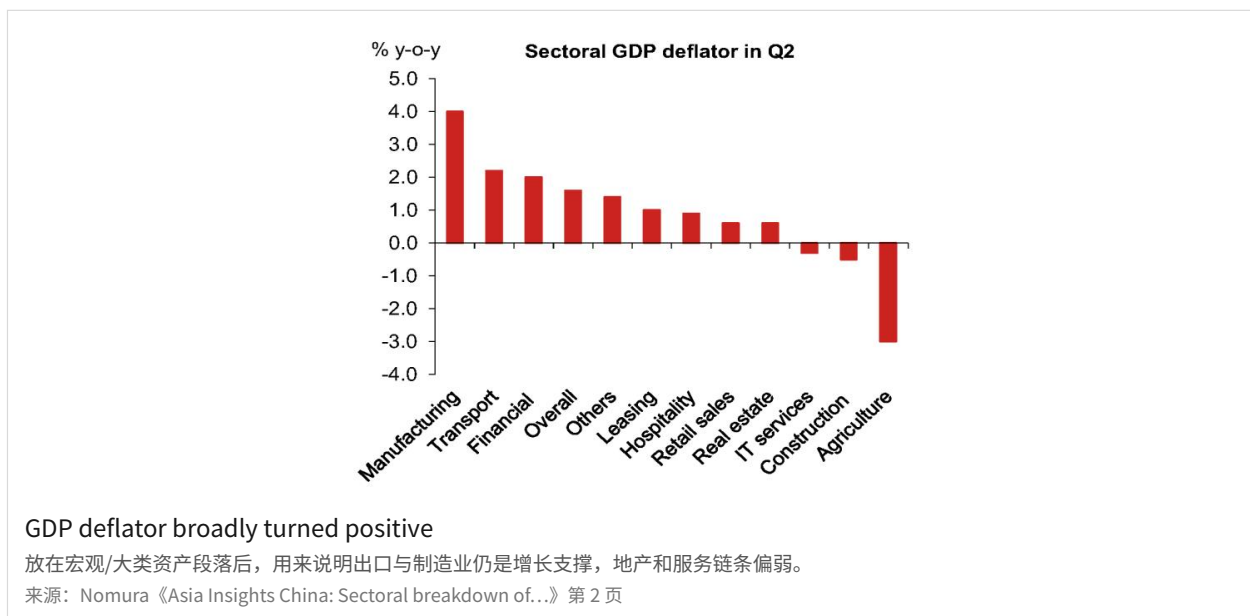
BofA认为美元下半年面临三大利好因素：霍尔木兹海峡地缘紧张推升油价、美联储鹰派立场超预期加息3次、AI资本支出持续支撑美国经济增长。美国超大规模企业AI资本支出预计2027年达9000亿美元，远超非美前25家企业合计2200亿美元，形成资本流动分化基础。

来源：BofA Securities《FX Viewpoint USD: The 3 H's for H2 upside: Hormuz; Hawkish Fed & Hyperscalers-260716》

地产、消费与内需

汇丰银行分析中国消费扩张蓝图优先发展服务业，15年规划目标零售销售年均增长3.7%，但短期周期性压力持续。服务消费目标年均增长率4.6%高于零售销售目标3.7%，绿色转型方面非化石能源占比目标提前加速，国家能源局计划每年提升约1个百分点至2028年。

来源：HSBC《China Macro Tracker:Expanding consumption, led by services-260715》



商品、能源与资源品

高盛分析BHP的Spence铜矿与South32的Sierra Gorda合资项目合作可能释放20-40亿美元协同效应。两座矿山距离仅20公里，Sierra Gorda拥有约32万吨铜的氧化矿库存可通过卡车运输至Spence处理，年化EBITDA贡献约2亿美元。

来源：Goldman Sachs《GLOBAL METALS & MINING:BHP S32 Copper; Spence and Sierra Gorda partnership could unlock US\$2.4bn in synergies-260716》

机构观点之间的共识与分歧

共识1：AI去杠杆化进程已完成 - J.P. Morgan和多家机构确认AI板块流动性风险已基本释放，为后续投资提供了时机判断依据。

共识2：中国信贷增速放缓但政府融资加速 - Morgan Stanley等机构认为政府债券发行将成为下半年信贷增长的重要支撑。

分歧1：AI对就业的实际冲击程度 - 野村证券认为AI对美国劳动力市场冲击有限，AI高暴露行业就业增长反而优于低暴露行业；而市场普遍担忧AI替代人工。

分歧2：日本央行政策路径 - 摩根士丹利预计终端利率仅1.5%，远低于市场预期的近1.75%，认为通胀主要由汇率贬值驱动而非需求拉动。

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	300308.SZ	Zhongji Innolight	看多	逻辑强化	JPM中国AI生态系统重点推荐标的	J.P. Morgan 《China Equity Strategy:The AI Theme: Deleveraging as a Healthy Reset-260715》
观察偏多	9888.HK	Baidu	看多	逻辑强化	JPM中国AI生态系统重点推荐标的	J.P. Morgan 《China Equity Strategy:The AI Theme: Deleveraging as a Healthy Reset-260715》
观察偏多	002371.SZ	NAURA	看多	逻辑强化	JPM中国AI生态系统重点推荐标的	J.P. Morgan 《China Equity Strategy:The AI Theme: Deleveraging as a Healthy Reset-260715》
观察偏多	823.HK	Link REIT	看多	逻辑强化	JPM香港房地产及综合企业推荐标的	J.P. Morgan 《Hong Kong Property & Conglomerates:Results preview: kickstarting the earnings upcycle-260716》
观察偏多	HKL SP	Hongkong Land	看多	逻辑强化	JPM香港房地产及综合企业推荐标的	J.P. Morgan 《Hong Kong Property & Conglomerates:Results preview: kickstarting the earnings upcycle-260716》
观察偏多	1972.HK	Swire Properties	看多	逻辑强化	JPM香港房地产及综合企业推荐标的	J.P. Morgan 《Hong Kong Property & Conglomerates:Results preview: kickstarting the earnings upcycle-260716》
观察偏多	0016.HK	Sun Hung Kai Properties	看多	逻辑强化	JPM香港房地产及综合企业推荐标的	J.P. Morgan 《Hong Kong Property & Conglomerates:Results preview: kickstarting the earnings upcycle-260716》
观察偏多	0001.HK	CK Hutchison	看多	逻辑强化	JPM香港房地产及综合企业推荐标的	J.P. Morgan 《Hong Kong Property & Conglomerates:Results preview: kickstarting the earnings upcycle-260716》
观察偏多	JM SP	Jardine Matheson	看多	逻辑强化	JPM香港房地产及综合企业推荐标的	J.P. Morgan 《Hong Kong Property & Conglomerates:Results preview: kickstarting the earnings upcycle-260716》

后续观察清单

- 华为昇腾960发布时间：为什么要看它，将验证J.P. Morgan关于AI硬件供应瓶颈延续至2028年的判断，影响国内AI硬件供应格局。
- KOSPI前向市盈率变化：为什么要看它，将验证高盛关于韩国股市估值已达历史极值并存在正面风险回报不对称性的判断。
- 中国政府债券发行速度：为什么要看它，将验证摩根士丹利关于政府融资加速可提升信贷增速40-50个基点的预测。
- 7月政治局会议政策信号：为什么要看它，将验证多项报告中提到的政策微调和预算执行加速的具体措施。
- AI板块2026年第二季度财报表现：为什么要看它，将验证J.P. Morgan关于AI生态在8月财报季可能重新确立领导地位的预测。
- 零售销售两年平均增长率：为什么要看它，将验证零售销售增长是否真正反映需求改善而非仅靠低基数效应。
- 韩国半导体行业景气度变化：为什么要看它，将验证半导体抛售潮是否持续以及韩国股市的底部支撑逻辑。