

图文版日报

新投研日报 2026-07-23：AI基础设施需求分化，全球资金流向结构性轮动

覆盖研报日期：2026-07-22

核心摘要

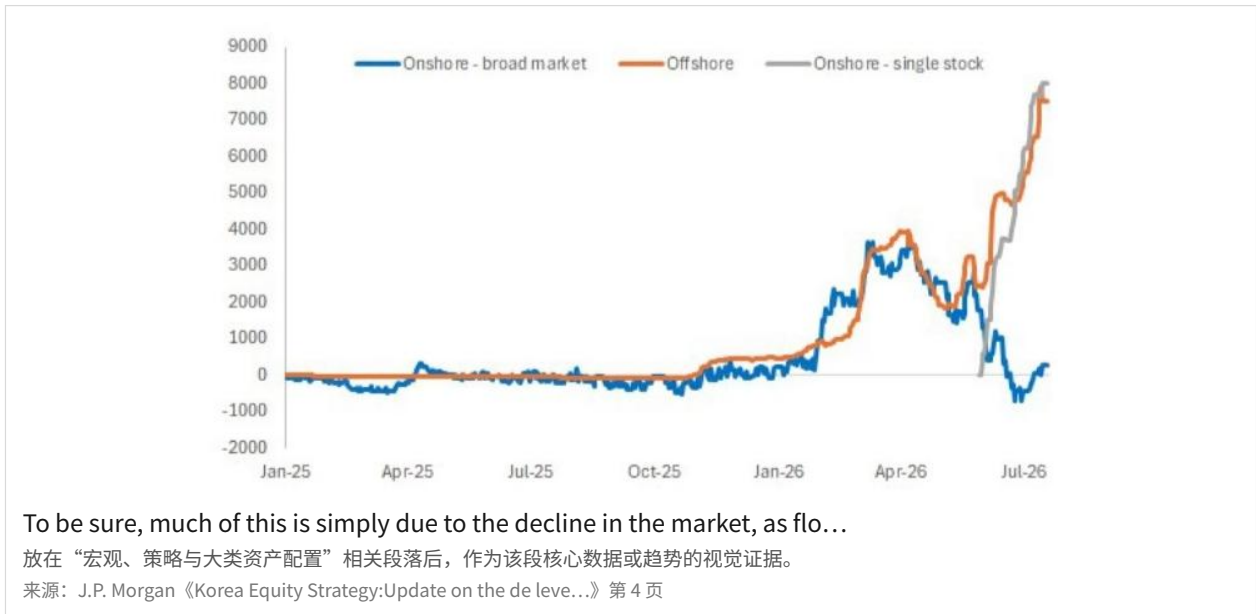
- 美债收益率将因美联储鹰派立场保持高位：J.P. Morgan预测10年期美债收益率将锚定在4.70%水平，美元强势趋势确定性下降但carry交易仍具持续性，中东冲突和厄尔尼诺现象推高大宗商品价格风险溢价。
- AI基础设施需求出现结构性分化：HSBC确认AI资本支出正从美国超大规模云厂商转向半导体厂商的结构性变化，预计超大规模厂商自由现金流将从2200亿美元降至负20亿美元，而英伟达和美光的自由现金流将从740亿美元增至2800亿美元。
- 中国新能源汽车市场显著回暖：高盛数据显示小鹏MONA L03单周获得5.92万份不可退款订单，新能源汽车周度订单环比增长31%，同比增长5%，验证了消费者对高性价比新能源车型的强烈需求。
- 韩国股市去杠杆化进程基本完成：摩根大通确认杠杆ETF规模已从500亿美元降至260亿美元，去化约75%，对冲基金去杠杆化超过50%，基本面依然强劲支撑12个月目标位12,500点。
- 全球资金流向呈现结构性分化：摩根士丹利外汇多因子系统策略显示净多美元头寸-21.0%，但与宏观策略师观点存在分歧，系统策略看多美元而宏观策略师因预期美联储更鸽派而看空美元。
- 跨日期强化：相比前期AI波动性推动投资主题轮动，本日更突出AI资本支出结构性转移和全球资金流向在系统性与宏观观点间的分化，以及中国新能源汽车需求回暖验证高性价比产品市场空间。

报告统计

指标	数量
源素材数量	87
重点覆盖报告	30
覆盖机构	J.P. Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, HSBC, Bernstein, Jefferies, CITI
完整报告摘要	30
公司/个股信号	0
主要覆盖方向	宏观策略、权益市场、商品能源、AI半导体、新能源汽车、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债收益率结构性锚定和全球资金流向分化，美联储鹰派立场与需求结构变化共同推动长期收益率保持高位，同时系统性策略与宏观观点在美元走势上出现显著分歧。



- 利率政策与央行政策：J.P. Morgan预测10年期美债收益率将锚定在4.70%水平，由于外国需求放缓和银行需求减弱，而债券基金流入强劲，长期收益率将被锚定在较高水平。摩根士丹利外汇策略显示投资者增加了做多挪威克朗（相对欧元）的头寸，同时做空美元指数，反映市场对美元整体表现持负面态度。
- 汇率与资金流：美元强势趋势持续但确定性下降，carry交易仍是更持久的主题。摩根士丹利外汇多因子系统策略显示净多美元头寸-21.0%，但与宏观策略师观点存在分歧——系统策略看多美元，而宏观策略师因预期美联储更鸽派而对美元持中性偏看空观点。
- 权益策略与风格：HSBC维持全球股市看涨立场，但预期市场表现将因五大驱动因素而扩大轮动，当前动量股过度表现后面临回调压力。动量因子在过去3周下跌15%，历史数据显示在20%涨幅后的回调通常持续约6个月。
- 商品与信用环境：中东冲突和厄尔尼诺现象将推高大宗商品价格风险溢价。伊朗试图控制霍尔木兹海峡航行权，厄尔尼诺现象影响农产品主产区，天然气和农产品价格面临上行风险。

主要来源：J.P. Morgan 《Global Macro Outlook and Strategy:Global Rates, Commodities, Currencies and Emerging Markets-260720》；Morgan Stanley 《Global EM Strategist:A Systematic FX Strategy-260720》；HSBC 《Global Equity Strategy:The five C's for a broadening-260720》

主线和热点

AI资本支出正从云厂商向半导体厂商转移，结构性现金流变化显著

AI基础设施需求出现结构性分化，资本支出正从美国超大规模云厂商转向半导体厂商，这一结构性变化将显著影响相关公司的基本面预期。摩根士丹利分析显示，预计超大规模厂商自由现金流将从2200亿美元降至负20亿美元，而英伟达和美光的自由现金流将从740亿美元增至2800亿美元，这种现金流转移动路径将改变投资逻辑。

关键数据方面，AI资本支出导致现金流从美国超大规模云厂商转移到半导体厂商的结构性变化，具体金额从2200亿美元降至负20亿美元，而英伟达和美光的自由现金流将从740亿美元增至2800亿美元。机制解释是AI需求推动半导体厂商产能扩张和设备投资，而云厂商在AI基础设施建设完成后资本支出压力减轻。

共识与分歧在于，市场普遍关注AI需求的持续性，但较少关注资本支出在产业链上下游的结构性转移。后续观察变量包括7-8月财报季中美光和英伟达的自由现金流变化，以及超大规模厂商的资本支出指引调整。

主要来源：HSBC 《Global Equity Strategy:The five C's for a broadening-260720》

中国新能源汽车市场显著回暖，小鹏MONA L03验证高性价比需求

中国新能源汽车市场在2026年第29周表现强劲，周度订单环比增长31%，同比增长5%，主要受小鹏MONA L03车型发布推动。小鹏单周获得5.92万份不可退款订单，其中70%来自纯电动版本，验证了消费者对高性价比新能源车型的强烈需求。

关键数据包括新能源汽车订单量环比增长31%，同比增长5%，小鹏MONA L03单周订单5.92万份，传统乘用车零售量同比下降15%较上半年的-20%有所改善。机制解释是新产品发布刺激消费者购买需求，带动品牌订单量激增，同时上游原材料价格趋于稳定有利于产业链成本控制。

共识与分歧在于，市场此前对新能源汽车需求增长存在担忧，但实际数据验证了高性价比产品的市场空间。后续观察变量包括小鹏MONA L03车型交付情况和后续订单持续性，以及传统燃油车零售降幅是否继续收窄。

主要来源：Goldman Sachs 《CHINA NEW ENERGY VEHICLE WEEKLY CHARTBOOK 2026 Week 29 NEV orders +31% wow +5% yoy on strong XPeng Mona L03 demand, PV retail yoy decline-260721》

韩国股市去杠杆化进程基本完成，基本面支撑12个月目标位

韩国股市去杠杆化压力已大幅缓解，杠杆相关风险基本可控，基本面依然强劲支撑12个月目标位12,500点。杠杆ETF规模已从500亿美元降至260亿美元，去化约75%，对冲基金去杠杆化超过50%。

关键数据包括KOSPI指数自6月22日高点下跌28%，杠杆ETF去化进度75%，对冲基金去杠杆化超过50%，零售保证金余额占市值比例仅0.5%远低于国际水平。机制解释是监管加强和市场下跌共同作用，推动各类杠杆工具去化，但散户杠杆水平实际较低系统性风险有限。

共识与分歧在于，市场普遍担忧散户杠杆风险，但数据显示韩国散户杠杆水平实际较低。后续观察变量包括杠杆ETF规模是否进一步降至180亿美元的可接受水平，以及对冲基金L/S比率是否降至2025年区间上限。

主要来源：J.P. Morgan 《Korea Equity Strategy:Update on the de leveraging process in Korea-260721》

中国基本金属需求出现显著回升，铜库存降至十年最低

中国铜和铝消费在6-7月出现显著回升，铜库存上周再降17千吨，总可见库存降至约120千吨，比2025年低点还低30千吨，为十年来同期最紧张状态。这一变化与5月疲弱数据形成鲜明对比，显示中国经济活动可能强于此前预期。

关键数据包括中国铜可见库存约120千吨，比2025年低点还低30千吨，铝单周去库量54千吨为2026年春节后最强劲表现，铜溢价触及100美元/吨为2025年5月以来最高。机制解释是高频库存数据显示铜铝去库加速，供需缺口扩大推升现货溢价和价格预期。

共识与分歧在于，这与市场普遍认为中国需求疲弱的观点相悖，高频数据与5月官方数据呈现相反趋势。后续观察变量包括铜铝库存去化速度是否持续，以及8月初发布的6月工业增加值等数据验证消费回升。

主要来源：J.P. Morgan 《China Metals Activity Tracker:China high frequency data implies higher rates of copper & aluminium consumption in June July; China copper premium hit \$100 t last week-260720》

大类分类扫描

宏观与大类资产

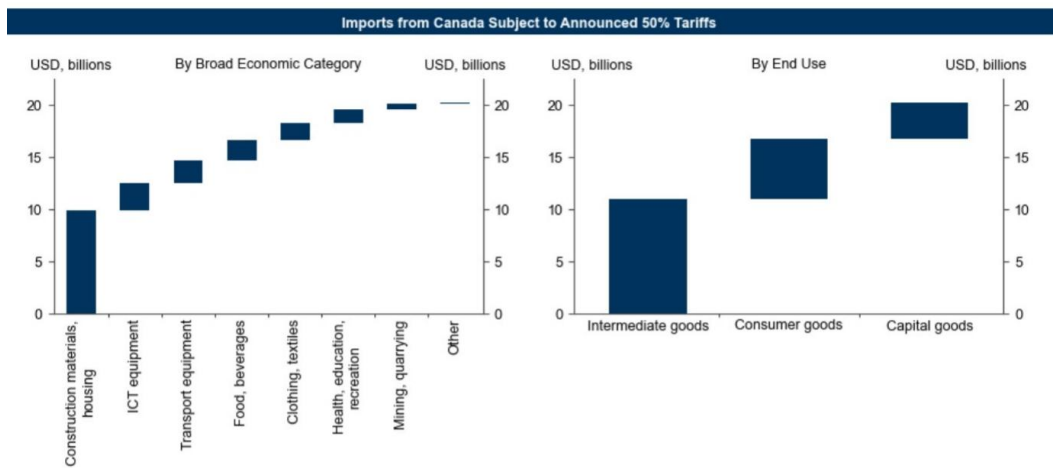
美债收益率结构性锚定和美元强势分化是本日宏观主线。J.P. Morgan预测10年期美债收益率将锚定在4.70%水平，由于美联储政策和需求结构变化，收益率将上升。美元微笑理论在当前环境下重新显现，中间区域动态回归。摩根士丹利外汇多因子系统策略显示净多美元头寸-21.0%，但与宏观策略师观点存在分歧。

来源：J.P. Morgan 《Global Macro Outlook and Strategy:Global Rates, Commodities, Currencies and Emerging Markets-260720》；Morgan Stanley 《Global EM Strategist:A Systematic FX Strategy-260720》

地缘、贸易与航运

中东冲突推高能源价格风险溢价，伊朗试图控制霍尔木兹海峡对石油天然气供应构成威胁。厄尔尼诺现象影响农产品主产区，天然气和农产品价格面临上行风险。美国对加拿大200亿美元商品征收新关税威胁将拖累加拿大GDP增长0.2-0.3%，强化加拿大央行维持利率不变立场。

来源：J.P. Morgan 《Global Macro Outlook and Strategy:Global Rates, Commodities, Currencies and Emerging Markets-260720》；Goldman Sachs 《Canada Economics Comment: New US Tariff Threats Raise Downside Growth Risks, Strengthen Case for BoC to Remain on Hold-260721》



The White House Announced Tariffs on \$20bn of Canadian Imports

放在“地缘、贸易与航运”相关段落，作为该段核心数据或趋势的视觉证据。

来源：Goldman Sachs《Canada Economics Comment: New US Tariff Thr...》第2页

权益市场与资金流

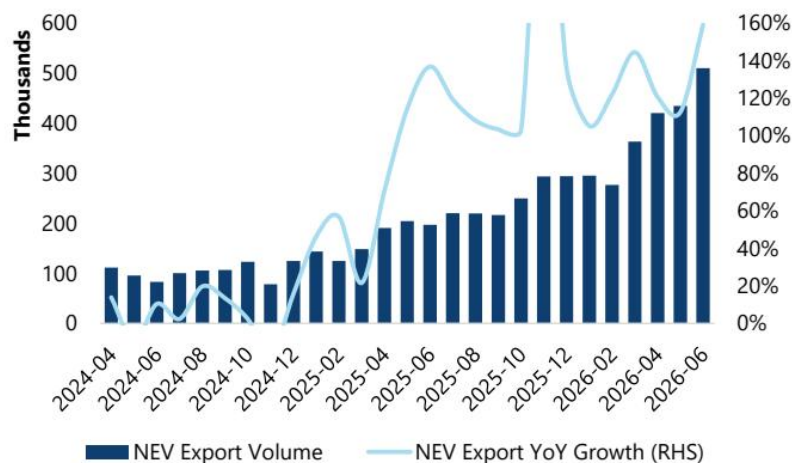
全球股市将经历从动量股向更广泛板块的轮动。HSBC维持对全球股市的建设性观点，但预期市场表现将出现轮动。当前动量因子在过去3周下跌15%，历史数据显示在20%涨幅后的回调通常持续约6个月。集中度仍接近历史高位，但其他板块也表现良好。

来源：HSBC《Global Equity Strategy: The five C's for a broadening-260720》；J.P. Morgan《Korea Equity Strategy: Update on the de-leveraging process in Korea-260721》

产业主题与板块

AI基础设施需求出现结构性分化，资本支出正从美国超大规模云厂商转向半导体厂商。摩根士丹利确认市场轮动论点持续兑现，半导体盈利修正广度开始回落，银股类比显示半导体仍有约15%下行空间，推动资金轮动至消费必需品、交通运输等前期滞涨板块。

来源：HSBC《Global Equity Strategy: The five C's for a broadening-260720》；Morgan Stanley《US Equity Strategy - North America Weekly Warm-up-Broadening Continues as Index Struggles-260720》



- NEV Exports Improved 113% YoY to 434.7k Units

放在宏观/大类资产段落，用来说明出口与制造业仍是增长支撑，地产和服务链条偏弱。

来源：Jefferies《China - Autos & Auto Parts China EV Monthly...》第5页

地产、消费与内需

中国房地产市场呈现结构性分化，一线城市新房销售同比下降24%，二线城市增长14%，三线城市增长2%。整体去化率降至26%（前值95%），主要受一线城市去化率仅4%拖累。中国家电行业国内需求显现早期筑底信号，6月NBS家电零售销售同比下跌9%（5月为-16%），低基数效应显现。

来源：Morgan Stanley 《China Property:Weekly Database Tracker #29-260720》；Goldman Sachs 《CHINA CONSUMER DURABLES: APPLIANCE TRACKER June 2026: Domestic showing early bottoming out signs with easing comps, resilient overseas on share gains-260721》



商品、能源与资源品

中国基本金属需求出现显著回升，铜库存降至十年最低，铝去库势头强劲。J.P. Morgan数据显示铜库存上周再降17千吨，总可见库存降至约120千吨，比2025年低点还低30千吨。夏季高温推动中国动力煤需求预期改善，秦皇岛5500大卡价格上涨0.1%至每吨722元人民币。

来源：J.P. Morgan 《China Metals Activity Tracker:China high frequency data implies higher rates of copper & aluminium consumption in June July; China copper premium hit \$100 t last week-260720》；Morgan Stanley 《China Coal:Weekly Coal Update: Thermal Coal Prices Rebounded on Better Demand Outlook Driven by Summer Heats-260720》

机构观点之间的共识与分歧

共识1：AI资本支出结构性转移 - 多家机构认同AI资本支出正从云厂商向半导体厂商转移，HSBC、摩根士丹利等均提到这一结构性变化将显著影响相关公司的现金流和基本面预期。

共识2：全球股市轮动趋势 - HSBC、Goldman Sachs等机构均认为市场将从动量股向更广泛板块轮动，当前动量股面临回调压力为其他板块提供轮动机会。

分歧1：美元走势判断 - 摩根士丹利外汇多因子系统策略显示净多美元头寸-21.0%，但宏观策略师因预期美联储更鸽派而对美元持中性偏看空观点，系统性策略与宏观观点存在显著分歧。

分歧2：AI需求可持续性 - 花旗认为美国投资者对中国半导体需求可持续性过度悲观，实际扩产限制比预期更严格；而其他机构则担忧AI资本支出的边际效应递减。

个股与公司边际变化

只呈现券商报告中的评级变化、逻辑变化、催化和数据变化，不构成交易建议。

方向	Ticker	公司	边际方向	变化类型	核心变化	来源
观察偏多	ZTO	中通快递	逻辑强化	数据改善	中国快递龙头估值相对合理，10.4x 2027E P/E低于全球平均15.0x	Morgan Stanley 《Asia Summer School: HK China Transportation-260720》
观察偏多	J&T	极兔速递	逻辑强化	数据改善	在东南亚和其他海外市场快速获得市场份额，体现国际化扩张能力	Morgan Stanley 《Asia Summer School: HK China Transportation-260720》
逻辑强化	Roborock	石头科技	看多	评级上调	预计2Q26营收同比增长27%，市场份额达到35%，上调2026-28年EPS预测3-12%	Goldman Sachs 《CHINA CONSUMER DURABLES RVC 2Q26 preview: Domestic demand better than feared, still robust overseas demand, stable pricing margin; Buy Roborock-260721》
逻辑强化	Ecovacs	科沃斯	看空	评级下调	预计2Q26营收同比增长仅15%，增长相对缓慢，维持卖出评级	Goldman Sachs 《CHINA CONSUMER DURABLES RVC 2Q26 preview: Domestic demand better than feared, still robust overseas demand, stable pricing margin; Buy Roborock-260721》
数据改善	XPeng	小鹏汽车	看多	催化	MONA L03车型发布单周获得5.92万份不可退款订单，周度订单环比增长737%	Goldman Sachs 《CHINA NEW ENERGY VEHICLE WEEKLY CHARTBOOK 2026 Week 29 NEV orders +31% wow +5% yoy on strong XPeng Mona L03 demand, PV retail yoy decline-260721》

后续观察清单

- 美联储7月议息会议结果：为什么要看它，将决定美元走势和美债收益率方向，验证J.P. Morgan关于美联储鹰派立场支撑收益率的判断。
- 小鹏MONA L03交付数据：为什么要看它，将验证新车型能否维持长期销售势头，影响小鹏汽车股价预期和BEV市场格局判断。
- 韩国杠杆ETF规模变化：为什么要看它，将验证去杠杆化进程是否完成，影响市场波动性，验证摩根大通关于杠杆相关压力大幅缓解的判断。
- 中国铜铝库存去化持续性：为什么要看它，将验证高频数据反映的消费回升是否持续，影响金属价格走势和相关矿业股估值。
- AI资本支出结构性转移验证：为什么要看它，将验证HSBC关于现金流从云厂商向半导体厂商转移的判断，影响相关公司的基本面预期。
- 美元系统性与宏观策略分歧收敛：为什么要看它，将验证摩根士丹利外汇多因子系统策略与宏观观点的分歧是否会收敛，影响美元走势判断。
- 中国家电国内需求筑底持续性：为什么要看它，将验证Goldman Sachs关于国内需求筑底论断的准确性，影响家电企业业绩预期。