

图文版日报

新投研日报 2026-07-24：AI基础设施需求分化加剧，全球信贷增长呈现区域分化

覆盖研报日期：2026-07-23

核心摘要

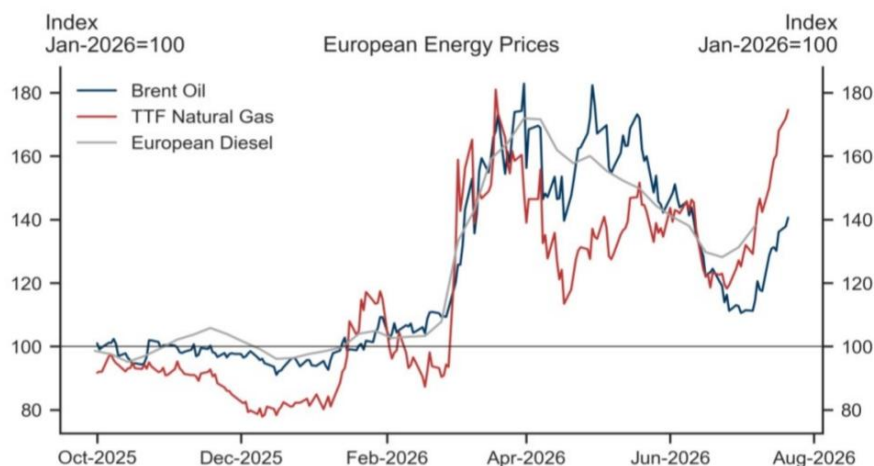
- 日经指数反弹但AI半导体恢复缓慢：日经指数大幅反弹至66000点标志着悲观情绪缓解，但AI敏感股票组群恢复仍需时间，市场正等待全球主要AI公司财报确认复苏可持续性。
- 亚洲信贷增长与中国经济分化显著：亚洲（不含中国）信贷增长达18年高点8.5%，由AI相关资本支出驱动，而中国正实施反周期降杠杆政策使信贷增长放缓至5.1%，形成鲜明对比。
- 中国AI计算竞争转向系统级扩展：华为Atlas 950连接1024个NPU实现超大规模集群，标志着中国AI计算竞争从芯片规格转向互连、内存共享和系统可靠性，SuperPod架构成为竞争新战场。
- AI基础设施需求分化推动投资轮动：AI资本支出正从美国超大规模云厂商转向半导体厂商，结构性现金流变化显著，推动资金从半导体轮动至消费必需品等前期滞涨板块。
- 中国新能源汽车市场回暖但个股分化：小鹏汽车订单激增至59.2万辆环比增长737%成为本周最大亮点，但比亚迪、特斯拉等头部企业订单环比大幅下滑，显示市场竞争格局持续演变。
- 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	72
重点覆盖报告	21
覆盖机构	J.P. Morgan, Morgan Stanley, Goldman Sachs, BofA Securities, Deutsche Bank, HSBC, UBS, Bernstein
完整报告摘要	21
公司/个股信号	0
主要覆盖方向	AI基础设施、亚洲信贷、半导体设备、新能源汽车、医疗保健

宏观、策略与大类资产配置

宏观策略最重要的变化是亚洲信贷增长与中国经济分化显著，同时AI基础设施需求分化推动全球资金流向结构性轮动，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。

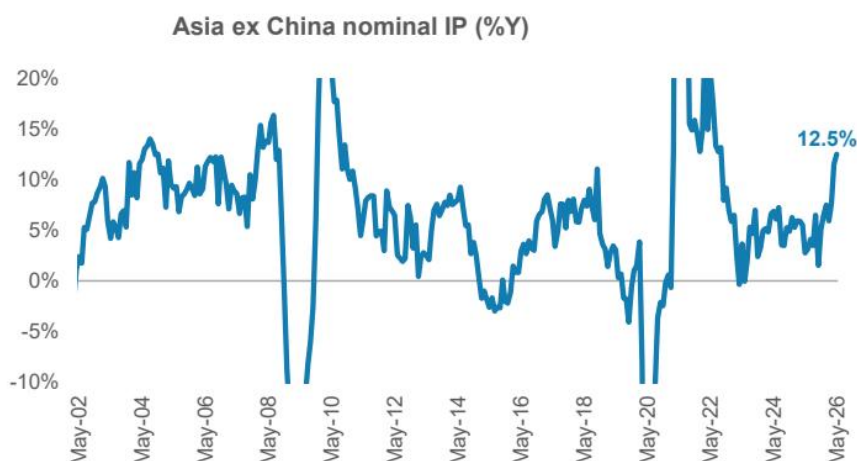


Europe Is Facing Renewed Energy Price Pressures

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《EUROPEAN ECONOMICS ANALYST:Euro Area—Higher...》第2页

- 利率政策与央行政策：亚洲（不含中国）名义信贷增长在2026年5月加速至8.5%的18年高点，实际信贷增长也达到6.3%的11年高点，主要由AI和数字基础设施相关的资本支出超级周期驱动。中国正实施反周期降杠杆政策使信贷增长放缓至5.1%，与亚洲其他地区强劲增长形成鲜明对比。

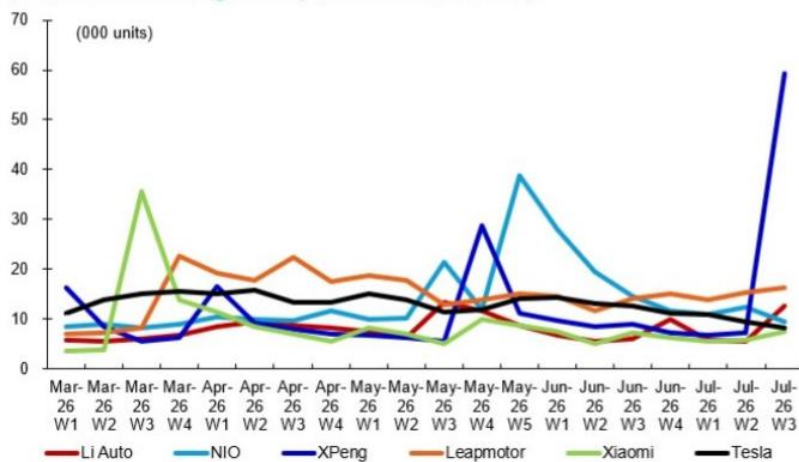


Nominal industrial production growth has also risen to the highest levels s...

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: Three Reasons Why Credit Gro...》第4页

- 汇率与资金流：欧元区能源价格上涨已基本抵消近期通胀进展，高盛的BVAR模型显示通胀预测重新与欧央行基准一致，预计欧央行将在9月会议再次加息。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。
- 权益策略与风格：AI资本支出正从美国超大规模云厂商转向半导体厂商，结构性现金流变化显著，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。



Weekly new orders trend of key automakers (Li, NIO, XPeng, Leap, Xiaomi, Te...

放在“按日报主线人工放置”相关段落，作为该段核心数据或趋势的视觉证据。

来源：Deutsche Bank《China NEV Weekly New Orders Monitor:China N...》第2页

- 商品与信用环境：中国半导体设备进口在2026年6月同比下降1%，但环比大幅增长45%，显示需求在经历年初疲软后出现复苏迹象。热处理设备进口价值同比激增78%，成为前道设备中的最大亮点。

主要来源：Morgan Stanley《The Viewpoint: Three Reasons Why Credit Growth is Booming-260721》；Goldman Sachs《EUROPEAN ECONOMICS ANALYST:Euro Area—Higher Energy Prices Undo Recent Inflation Progress-260723》；BofA Securities《Global Semiconductors:China Semicap Import Tracker June 2026 down 1% yoy-260721》

主线和热点

日经指数反弹但AI半导体恢复仍需时间，CTA止损风险基本解除

日经指数大幅反弹至66000点标志着悲观情绪缓解，但AI半导体相关股票尚未完全恢复领先地位，市场仍需等待关键AI公司财报确认复苏可持续性。CTA止损卖盘压力已过最坏情况，若指数跌破64600仍有风险，但大量多头头寸已在5月后平仓，进一步平仓空间有限。AI敏感股票组群恢复仍需时间，高贝塔/高动量股票买回压力仍然有限，特别是半导体和AI基础设施相关板块。

关键数据方面，日经指数大幅反弹至66000点，CTA止损触发水平为64600点。机制解释是回调主要由AI叙事转变和动量交易者调仓驱动，而非基本面恶化。共识与分歧在于市场预期抛售暂停，但转向看涨需等待关键AI公司财报确认。后续观察变量是主要全球AI公司财报发布情况，将决定AI半导体板块复苏能否获得基本面支撑。

主要来源：J.P. Morgan《Japan Quant Strategy: NKY rallies – Sign that worst is over? AI semiconductors a long way off from recapturing their leading role-260721》

中国AI计算竞争转向系统级扩展，华为SuperPod架构成新战场

中国AI计算竞争正从芯片规格转向系统级扩展，华为Atlas 950等SuperPod解决方案展示出中国厂商在光学互连和服务器架构方面的系统级优势。华为推出Atlas 950 SuperPod连接1024个Ascend 950DT处理器，实现超过1EFLOPS FP8性能，采用UnifiedBus 2.0统一内存语义架构。几乎所有国内AI加速器厂商都展示了64-128卡规模的SuperPod解决方案，显示了中国AI服务器生态系统的模块化趋势。

关键数据方面，华为Atlas 950 NPU数量达1024个，性能约1 EFLOPS FP8和2 EFLOPS FP4，内存容量约96TB HBM可扩展至256TB。机制解释是通过光学网络和服务器机柜设计的创新，实现更大规模的加速器互连和内存共享，弥补单芯片性能不足。共识与分歧在于这与普遍认为中国在AI芯片领域全面落后的观点不同，揭示了系统级创新的重要性。后续观察变量是华为Atlas 950商业化进展和客户部署情况，验证超大规模AI集群的实际市场需求和技术成熟度。

主要来源：Morgan Stanley《Greater China Semiconductors:2026 Shanghai WAIC takeaways: SuperPods enabled by China's scale up technology-260721》

亚洲信贷增长与中国经济分化显著，AI资本支出成核心驱动力

亚洲（不含中国）信贷增长达18年高点8.5%，主要由AI和数字基础设施相关的资本支出超级周期驱动，与中国的反周期降杠杆形成鲜明对比。工业生产增长至18年高点12.5%，资本品进口增长加速至33%，PPI通胀上升至4年高点9.0%增加了供应链各环节的营运资金贷款需求。

关键数据方面，亚洲（不含中国）名义信贷增长8.5%，实际信贷增长6.3%，工业生产增长12.5%，资本品进口增长33%。机制解释是AI、能源、国防等领域资本支出持续多年上升，出口势头扩大至资本品和中间品，推升企业贷款需求。共识与分歧在于亚洲（不含中国）信贷增长与中国的反周期降杠杆形成鲜明对比，这种分化可能影响区域经济平衡和资金流向。后续观察变量是PPI通胀回落对营运资金贷款需求的影响，以及中国房地产市场对信贷结构的影响。

主要来源：Morgan Stanley 《The Viewpoint: Three Reasons Why Credit Growth is Booming-260721》

中国新能源汽车市场回暖但个股分化加剧，小鹏订单激增成亮点

中国新能源汽车夏季产品周期重启逐步显现，但强度呈现个股分化特征。小鹏汽车因MONA L03新车型发布订单激增至59.2千辆环比增长737%，理想汽车因新L系列占订单75%以上订单量环比增长225%，而比亚迪、特斯拉等头部企业订单环比大幅下滑。

关键数据方面，小鹏汽车周订单量环比增长737%，理想汽车周订单量环比增长225%，比亚迪周订单量环比下降23%，特斯拉周订单量环比下降12%。机制解释是新车型发布刺激订单增长，不同公司产品竞争力差异导致表现分化。共识与分歧在于部分公司如小鹏、理想因新车型表现突出，但整体市场仍面临激烈竞争压力。后续观察变量是新车型发布后的订单可持续性，以及市场竞争格局变化。

主要来源：Morgan Stanley 《China Autos & Shared Mobility:Reboot landed gradually, and narrow-260721》；Deutsche Bank 《China NEV Weekly New Orders Monitor:China NEV demand leading indicator （weekly new orders） July 3rd week-260721》

大类分类扫描

宏观与大类资产

亚洲信贷增长与中国经济分化显著，亚洲（不含中国）信贷增长达18年高点8.5%，而中国正实施反周期降杠杆政策使信贷增长放缓至5.1%。欧元区通胀前景面临相反力量，能源价格上涨使通胀预测重新与欧央行基准一致，预计9月将再次加息。

来源：Morgan Stanley 《The Viewpoint: Three Reasons Why Credit Growth is Booming-260721》；Goldman Sachs 《EUROPEAN ECONOMICS ANALYST:Euro Area—Higher Energy Prices Undo Recent Inflation Progress-260723》

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。中国通过去库存机制有效缓冲了能源供应冲击，煤炭和石油去库存成为关键调节工具，燃料替代效应显著。

来源：J.P. Morgan 《Global Macro Outlook and Strategy:Global Rates, Commodities, Currencies and Emerging Markets-260720》；Goldman Sachs 《How China Is Buffering the Global Energy Supply Shock-260722》

权益市场与资金流

AI资本支出正从美国超大规模云厂商转向半导体厂商，结构性现金流变化显著，推动资金从半导体轮动至消费必需品等前期滞涨板块。韩国股市去杠杆化进程基本完成，杠杆ETF规模已从500亿美元降至260亿美元，去化约75%。

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

中国AI计算竞争转向系统级扩展，华为Atlas 950连接1024个NPU实现超大规模集群，标志着竞争从芯片规格转向互连、内存共享和系统可靠性。AI基础设施需求出现结构性分化，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：Morgan Stanley 《Greater China Semiconductors:2026 Shanghai WAIC takeaways: SuperPods enabled by China's scale up technology-260721》；Morgan Stanley 《US Equity Strategy - North America Weekly Warm-up-Broadening Continues as Index Struggles-260720》

地产、消费与内需

中国房地产开发商2026年上半年业绩疲软已被市场消化，预计2027年将出现更显著的盈利复苏，K型复苏和市场整合趋势支撑这一预期。中国药店行业同店销售在2026年第二季度加速复苏，主要由客流增长驱动而非客单价提升。

来源：HSBC《China Real Estate:Soft 1H26 earnings priced in: still underwriting the 2027 recovery-260721》；J.P. Morgan《China Pharmacy:Same store recovery accelerated in 2Q26 amid consolidation; future growth driven by three reinforcing structural tailwinds-260722》

商品、能源与资源品

中国半导体设备进口在2026年6月同比下降1%，但环比大幅增长45%，热处理设备进口价值同比激增78%，成为前道设备中的最大亮点。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。

来源：BofA Securities《Global Semiconductors:China Semicap Import Tracker June 2026 down 1% yoy-260721》；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》

机构观点之间的共识与分歧

共识1：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。HSBC、Morgan Stanley等机构均认为AI资本支出的结构性转移将推动现金流从云厂商向半导体厂商转移，影响相关公司的基本面预期。

共识2：亚洲信贷增长与中国经济分化显著，AI相关资本支出是核心驱动力。Morgan Stanley等机构认为亚洲（不含中国）信贷增长强劲主要由AI和数字基础设施相关的资本支出超级周期驱动，而中国正实施反周期降杠杆政策。

分歧1：对AI波动性推动投资主题轮动的持续性判断不同。部分机构认为AI交易极端波动性推动投资者寻找AI以外投资主题，但也有机构认为AI基础设施需求分化将推动新一轮投资机会。

分歧2：对中国AI模型技术突破对全球供应链需求预期的影响判断不同。部分机构认为中国AI模型技术突破将冲击全球供应链预期，但也有机构认为长期技术竞争仍将推动基础设施投资。

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	2Q26业绩	中国CDMO企业	逻辑强化	业绩预期上调	2Q26展现韧性订单势头，支持进一步盈利上调和重估可持续性	Goldman Sachs《CHINA CRO & CDMO:2Q 1H26 Preview:Resilient Order Momentum to Support Further Earnings Upgrades and Re-rating Sustainability-260722》
观察偏多	2Q26业绩	中国制药企业	逻辑强化	业务发展支撑	BD收入成为估值的重要支撑，抵消部分政策负面影响	Morgan Stanley《China Pharmaceuticals:1H26 Earnings Preview: BD Outlook Outshining Transient Domestic Disruption-260721》
观察偏多	2Q26业绩	中国物流快递企业	数据改善	盈利拐点确立	通达系企业2Q26业绩拐点确立，利润增长显著加速	J.P. Morgan《China Logistics, Express Parcel and Ecommerce:Incremental quality led recovery in motion, with YMM and J&T now leading the sector's next phase; 2Q26 preview-260722》
观察偏多	2Q26业绩	中国房地产开发商	逻辑强化	市场整合支撑	K型复苏和市场整合趋势支撑优质开发商份额提升	HSBC《China Real Estate:Soft 1H26 earnings priced in: still underwriting the 2027 recovery-260721》

方向	Ticker	公司	边际方向	变化类型	核心变化	来源
观察偏多	2Q26 业绩	中国药店连锁企业	数据改善	同店销售复苏	2Q26同店销售增速明显回升，主要由客流量驱动	J.P. Morgan 《China Pharmacy:Same store recovery accelerated in 2Q26 amid consolidation; future growth driven by three reinforcing structural tailwinds-260722》

后续观察清单

- 华为Atlas 950商业化进展：为什么要看它，将验证超大规模AI集群的实际市场需求和技术成熟度，影响中国AI基础设施投资重心向规模化部署转移的判断。
- 主要全球AI公司财报发布情况：为什么要看它，将决定AI半导体板块复苏能否获得基本面支撑，验证日经指数反弹的可持续性。
- 亚洲（不含中国）信贷增长持续性：为什么要看它，将验证AI相关资本支出超级周期是否可持续，影响亚洲经济增长动能和资金流向。
- 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。
- 中国半导体设备进口月度数据：为什么要看它，将验证6月环比复苏是否可持续，判断全年趋势和全球设备供应商中国业务表现。
- 欧央行9月会议政策决定：为什么要看它，将验证报告关于再次加息的预测准确性，影响欧元区利率走向和货币政策周期转折点。
- AI数据中心相关政策进展：为什么要看它，将验证AI数据中心建设是否因地方政治阻力而影响资本支出预期，影响AI基础设施投资规模。