

图文版日报

新投研日报 2026-07-25：中国流动性紧缩与AI资本支出分化并存，全球资金流向结构性轮动加剧

覆盖研报日期：2026-07-24

核心摘要

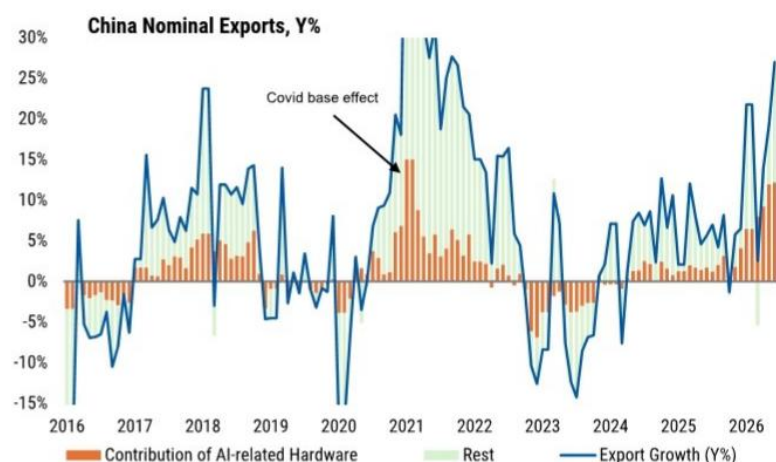
- 主题延续判断：中国自由流动性降至2025年5月以来新低，主要受M1增长疲软、PPI高企和工业产出强劲影响，摩根士丹利警告流动性总体仍将保持相对紧张，对A股形成资金供给压力。
- AI资本支出结构性分化加剧，谷歌将2026财年资本支出指引上调至1950-2050亿美元，但AI资本支出正从云厂商向半导体厂商转移，结构性现金流变化推动全球资金流向轮动。
- 中国公募基金科技板块配置达到历史最高水平，主动管理科技主题基金占比创纪录达27.5%，显示机构投资者对科技板块的强烈偏好，与流动性紧缩形成结构性矛盾。
- 欧洲央行进一步加息将支撑欧元走强而非削弱，摩根士丹利颠覆市场对欧央行过度紧缩担忧，当前政策限制程度温和远未达到过度限制水平。
- AI风险分为聚合冲击和分配冲击两类，高盛强调只有聚合冲击会对宏观资产产生广泛影响，分配冲击主要在AI内部重新分配价值，影响投资策略选择。
- 后续关键验证点：7-8月中国经济数据表现将测试政策宽松必要性，AI供应链订单确认情况验证资本支出传导效果，以及美联储7月会议对美债收益率的指引。

报告统计

指标	数值
源素材数量	93
重点覆盖报告	16
覆盖机构	Bernstein, Bofa, Goldman Sachs, HSBC, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Nomura, UBS
完整报告摘要	16
公司/个股信号	1
主要覆盖方向	宏观策略、AI基础设施、中国流动性、半导体供应链

宏观、策略与大类资产配置

宏观策略最重要的变化是中国流动性紧缩与AI资本支出分化并存，同时欧洲央行政策预期出现颠覆性修正。

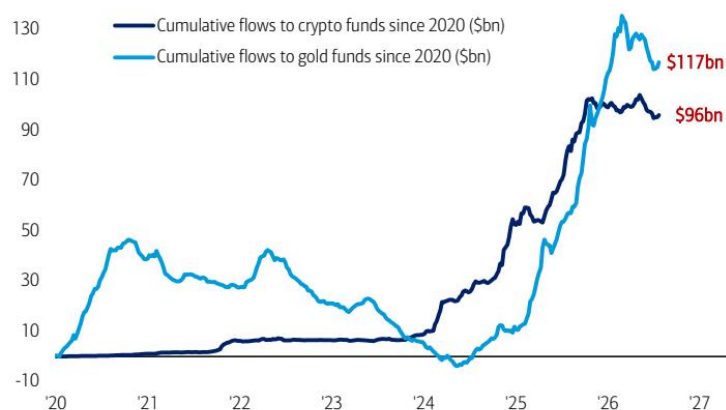


AI-related hardware now a key driver of nominal exports

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：Morgan Stanley 《China Musings: No Pivot Yet—but Watch Closely...》第 4 页

- 利率政策分化与流动性紧缩：摩根士丹利中国股票策略报告显示，自由流动性指标降至2025年5月以来新低，主要由M1增长疲软、PPI高企和工业产出强劲驱动。预计流动性将在年底逐步改善，因为6月可能是PPI增长的周期性峰值，且下半年预算内债券发行将加速，但总体仍将保持相对紧张。



Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR

Chart 8: Big inflows to crypto & gold funds past six years Cumulative flows...

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：BofA 《The Flow Show Bonds bringing the heat-260723》第 4 页

- 汇率与资金流分化：摩根士丹利外汇策略团队分析发现，欧洲央行进一步加息将支撑欧元走强而非削弱。通过历史数据分析，货币通常在央行政策收紧过程中表现良好，只有在政策过度限制（1年期收益率超过5年远期收益率100-150个基点以上）时才会出现显著疲软，且这种疲软通常滞后6-12个月。目前德国1年期与5年远期收益率差为负78个基点，显示欧央行尚未达到过度限制水平。
- 权益策略与风格轮动：UBS报告显示，2026年第二季度中国公募基金在科技板块配置达到历史最高水平，主动管理科技主题基金占总主动管理规模比例达到27.5%的历史新高，超过科技相关指数基准基金。北向资金在该季度转为净流入2230亿元人民币，其中工业和信息技术板块分别净流入1285亿和672亿元。



- 商品与信用环境：高盛石油分析师报告指出，尽管维持2026年第四季度布伦特原油80美元预测不变，但红海紧张局势带来新的上行价格风险。胡塞武装声称袭击了两艘穿越红海的油轮，加上俄乌冲突升级导致哈萨克斯坦出口进一步下降，使短期价格预测的风险偏向于上行。

主要来源：摩根士丹利《China Equity Strategy:China Free Liquidity vs. MSCI China YoY Change-260723》；摩根士丹利《G10 FX Strategy:Another ECB Hike Would Likely Strengthen the EUR-260723》；UBS《China Equity Strategy Mutual funds' position in tech sector hit a record high in Q226-260723》

主线和热点

中国自由流动性紧缩与科技配置结构性矛盾凸显，机构偏好与资金供给形成背离

中国自由流动性降至2025年5月以来新低，但公募基金科技板块配置却达到历史最高水平，形成明显的结构性矛盾。摩根士丹利构建的自由流动性指标（M1增长减PPI增长减工业生产增长）显示流动性环境收紧，对权益资产形成压力。然而UBS数据显示，2026年第二季度中国公募基金在科技板块配置达到57.3%的历史新高，主动管理科技主题基金占比更是创纪录达到27.5%，超过科技相关指数基准基金。

关键数据：自由流动性指标降至2025年5月以来新低，公募基金科技板块仓位57.3%，主动管理科技主题基金占比27.5%。机制解释：流动性紧缩影响整体资金供给，但机构投资者基于AI浪潮和机器人产业链预期增加科技配置，形成结构性背离。共识与分歧：机构普遍看好科技板块基本面，但对流动性紧缩的持续性存在分歧。后续观察：7-8月经济数据表现将测试政策宽松必要性，以及北向资金流向变化。

主要来源：摩根士丹利《China Equity Strategy:China Free Liquidity vs. MSCI China YoY Change-260723》；UBS《China Equity Strategy Mutual funds' position in tech sector hit a record high in Q226-260723》

AI资本支出结构性分化加剧，从云厂商向半导体厂商转移推动资金轮动

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。HSBC数据显示，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。谷歌将2026财年资本支出指引上调至1950-2050亿美元，2026年第二季度资本支出达449亿美元，同比增长100%。

关键数据：谷歌2026财年资本支出指引1950-2050亿美元，2Q26资本支出449亿美元同比增长100%，Google Cloud收入同比增长81.8%。机制解释：AI应用需要大量计算资源，推动云服务厂商增加基础设施投资，但投资收益更多流向半导体供应链。共识与分歧：市场对AI需求持续性存在分歧，但对资本支出增长共识较强。后续观察：AI供应链公司订单确认情况验证资本支出传导效果。

主要来源：HSBC《Global Equity Strategy:The five C's for a broadening-260720》；摩根士丹利《Greater China Technology Semiconductors - Asia Pacific Cloud Semis-Read-across from US results-260723》；野村证券《Global AI Trend Tracker:Alphabet's 2Q26 results read through-260723》

欧洲央行政策预期颠覆性修正，加息支撑欧元而非削弱成为新共识

欧洲央行进一步加息将支撑欧元走强而非削弱，颠覆了市场对欧央行过度紧缩可能损害欧元的担忧。摩根士丹利外汇策略团队通过历史数据分析发现，货币通常在央行政策收紧过程中表现良好，只有在政策过度限制时才会出现显著疲软，且这种疲软通常滞后6-12个月。目前德国1年期与5年远期收益率差为负78个基点，显示欧央行尚未达到过度限制水平。

关键数据：德国1年期与5年远期收益率差-78bp，政策过度限制阈值100-150bp，货币在政策限制后12个月平均下跌-0.9%至-2.5%。机制解释：紧缩政策提升本币资产收益率吸引资本流入，但过度紧缩会损害经济增长。共识与分歧：市场此前担忧欧央行过度紧缩，但新分析显示当前政策限制程度温和。后续观察：德国1年期与5年远期收益率差变化，接近100个基点时可能触发欧元疲软。

主要来源：摩根士丹利《G10 FX Strategy:Another ECB Hike Would Likely Strengthen the EUR-260723》

AI风险分类框架确立，聚合冲击与分配冲击影响截然不同

高盛区分了AI风险中的聚合冲击和分配冲击两类，聚合冲击影响AI总价值，分配冲击仅改变价值分配。聚合冲击会导致广泛股市下跌和宏观资产变动，而分配冲击仅在AI内部重新分配价值，对宏观资产影响有限。这一分类对投资策略制定至关重要，聚合冲击可用宏观工具对冲，分配冲击则难以保护。

关键数据：Deepseek事件对纳斯达克100影响-3.0%，Google发行事件对半导体影响+5.8%。机制解释：聚合冲击影响整个AI经济收益预期，分配冲击仅改变价值在不同参与者间的分配。共识与分歧：传统风险分析通常不区分冲击的聚合vs分配性质，这种分类对AI投资尤为重要。后续观察：AI相关股权估值与实际经济收益的偏离程度，偏离越大市场越容易受到挑战。

主要来源：高盛《Global Markets Comment: Distinguishing AI Risks—Size of the Pie vs. Share of the Pie-260723》

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%，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%。主要

来源：摩根士丹利《The Viewpoint: Three Reasons Why Credit Growth is Booming-260721》；高盛《EUROPEAN ECONOMICS ANALYST:Euro Area—Higher Energy Prices Undo Recent Inflation Progress-260723》

地缘、贸易与航运

红海紧张局势显著增加石油供应中断风险，通过巴布-埃尔-曼德海峡的日均石油流量接近900万桶，其中近400万桶在霍尔木兹、巴布-埃尔-曼德和苏伊士运河同时受阻时可能难以重新路由。主要

来源：高盛《OIL ANALYST New Upside Price Risks Amid Red Sea Tensions-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。主要

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。主要

来源：摩根士丹利《Greater China Semiconductors:2026 Shanghai WAIC takeaways: SuperPods enabled by China's scale up technology-260721》；摩根士丹利《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。主要

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%，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。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。主要

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资本支出结构性转移趋势明确，从云厂商向半导体厂商转移，推动资金轮动。HSBC、摩根士丹利等多家机构均认同这一结构性变化，认为将带来显著的现金流重新分配。

共识2：中国科技板块配置达到历史高点，机构投资者对AI相关投资保持积极态度。UBS、摩根士丹利等机构均观察到科技板块仓位创新高，显示机构对AI长期前景的看好。

分歧1：对AI风险性质的理解存在分歧。高盛强调区分聚合冲击和分配冲击的重要性，认为只有聚合冲击会影响宏观资产；而部分机构更关注AI投资放缓的担忧。

分歧2：对欧洲央行政策影响的判断存在分歧。摩根士丹利认为加息将支撑欧元，但市场此前普遍担忧过度紧缩会损害欧元，两种观点形成明显对立。

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	1929.HK	Chow Tai Fook Jewellery Group	数据改善	数据点	1QFY27中国大陆同店销售增长强劲，自营商店19.6%，加盟店15.7%	高盛《Chow Tai Fook Jewellery Group （1929.HK）1QFY27 solid SSSG as expected, Jul decelerates with weather headwinds； confidence on full year guidance； Neutral-260723》

后续观察清单

- 7-8月中国经济数据表现：为什么要看它，将测试政策宽松必要性，验证摩根士丹利关于7-8月经济数据表现将测试政策宽松必要性的判断。
- AI供应链订单确认情况：为什么要看它，将验证AI资本支出向供应链传导的实际效果，影响相关硬件供应商的业绩表现。
- 德国1年期与5年远期收益率差变化：为什么要看它，将验证摩根士丹利关于欧央行政策限制程度的判断，接近100个基点时可能触发欧元疲软。
- AI相关股权估值与实际经济收益偏离程度：为什么要看它，将验证高盛关于AI风险分类框架的准确性，偏离越大市场越容易受到挑战。
- 美联储7月会议对美债收益率指引：为什么要看它，将决定美元走势和美债收益率方向，影响全球资金流向和风险偏好。
- 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。

- 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。