

图文版日报

新投研日报 2026-07-29：全球流动性分化加剧，AI基础设施需求与财政政策收紧并存

覆盖研报日期：2026-07-28

核心摘要

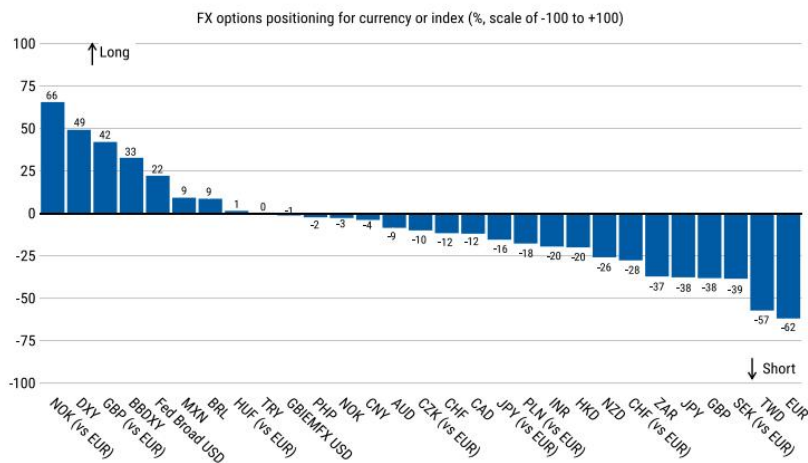
- 美联储鹰派预期支撑美元强势：摩根大通预测2026年美联储将保持利率不变但前端收益率仍有上行空间，美元指数预计上涨约3%，新兴市场面临双重风险，美元指数目标103。
- AI基础设施需求分化与财政政策收紧并存：J.P. Morgan确认AI资本支出结构性分化，B200需求强劲推动价格上涨，但中国财政收紧拖累Q2 GDP增长至4.3%，AI资本支出转向半导体厂商。
- 全球活动指标超预期强劲：高盛全球CAI同比增速达+3.7%，美国CAI达+4.2%，新兴市场CAI维持+4.9%高位，全球经济活动强度显著超预期。
- 半导体代工市场预期修正：Bernstein认为UMC和Vanguard市场预期过高，TSMC老厂淘汰需求溢出仅占4-6%，维持UMC减持评级。
- 日本股市头寸比2024年更拥挤但宏观环境支撑日元走弱：高盛分析当前日元空头头寸接近2024年水平，但宏观背景差异使日元进一步走弱可能性更大，TOPIX较2024年上涨37%。
- 跨日期强化：相比前期AI基础设施供需失衡与财政政策分化，本日更突出全球流动性分化加剧，美联储鹰派预期与财政收紧政策形成宏观环境双重约束。

报告统计

统计项目	数量
源素材数量	59
重点覆盖报告	19
覆盖机构	6家
完整报告摘要	19
公司/个股信号	0
主要覆盖方向	宏观策略、半导体、AI基础设施、中国政策

宏观、策略与大类资产配置

全球流动性分化加剧，美联储鹰派预期与财政政策收紧形成双重约束是本日宏观策略最重要的变化。摩根大通预测2026年美联储将保持利率不变，但2年期和10年期国债收益率将分别达到4.20%和4.70%，前端收益率仍有上行空间。美元因能源价格上涨和利率上升双重支撑，预计美元指数将有约3%上涨空间。



fig_0113_Morgan_Stanley

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《G10 FX Strategy:FX Positioning Indicates In...》第 2 页

- 利率政策与央行政策：摩根大通预测2026年底2年期美债收益率4.20%，10年期4.70%，前端收益率仍有上行空间。日本国债收益率上升使美债曲线比预期更陡峭，建议做平5s/30s曲线。主要验证变量：下周FOMC会议声明基调。



The CFTC speculative futures positioning data suggested that net shorts amo...

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《JAPAN PORTFOLIO STRATEGY:Trigger warnings L...》第 3 页

- 汇率与资金流：美元在能源价格上涨和利率上升双重支撑下看涨，EUR/USD目标价将进一步下调至1.10。摩根士丹利数据显示投资者在美联储会议前显著增加美元指数多头仓位，投机性美元期货持仓占比54.8%。主要验证变量：美联储政策决议对美元仓位的实际影响。
- 权益策略与风格：新兴市场面临美联储政策和能源价格双重风险，维持超配新兴市场外汇，中性配置新兴市场利率和信用债。高盛全球活动指标(CAI)超预期，全球CAI达+3.7%，美国CAI达+4.2%。主要验证变量：全球CAI是否能维持在+3.5%以上水平。
- 商品与信用环境：布伦特原油基准情景下第三季度平均86美元，第四季度80美元。摩根士丹利认为市场对美联储紧缩路径定价过于鹰派，实际政策可能更宽松。主要验证变量：中东冲突进展和能源价格波动。

主要来源：摩根大通《Global Macro Outlook and Strategy:Global Rates, Commodities, Currencies and Emerging Markets-260727》；摩根士丹利《G10 FX Strategy:FX Positioning Indicates Investors Increased Long DXY Positions Ahead of the Fed-260727》

美联储鹰派预期支撑美元强势，新兴市场面临双重风险

摩根大通维持美联储2026年暂停加息预测，但前端收益率仍有上行空间，美元在能源价格上涨和利率上升双重支撑下看涨。该机构预测2026年底2年期美债收益率将达到4.20%，10年期将达到4.70%，前端收益率仍有上行空间。美元指数因能源价格上涨和利率上升双重支撑，预计有约3%上涨空间。

关键数据：2年期美债收益率预测4.20%，10年期4.70%，EUR/USD目标价1.10，布伦特原油第三季度均价86美元。机制解释：鹰派货币政策预期推高美债收益率，能源价格上涨提升美元作为避险货币的需求。共识与分歧：部分市场认为美联储鹰派程度被高估，对美债曲线陡峭化持续性存在不同观点。后续验证：下周FOMC会议声明和主席新闻发布会基调。

主要来源：摩根大通《Global Macro Outlook and Strategy:Global Rates, Commodities, Currencies and Emerging Markets-260727》

AI基础设施需求结构性分化，GPU市场代际分化明显

J.P. Morgan确认AI资本支出结构性分化，B200需求强劲推动价格上涨，但内存通胀开始降温。7月份LLM代币使用量同比增长21倍但环比增速放缓至18%，代币定价同比转正增长2%，总支出同比增长11倍。GPU租赁市场出现分化：B200租金环比增长7.3%，而H100租金下降1.1%。

关键数据：LLM代币使用量月度增长率+18%，代币定价年度变化+2%，B200与H100价格比率达2.13x，DRAM合约价格预期季度增长从56%降至16%。机制解释：新一代GPU性能更强，市场需求转向最新产品，旧型号面临价格压力。共识与分歧：与AI泡沫消退担忧相反，实际使用指标保持强劲。后续验证：B200与H100价格比率是否继续扩大。

主要来源：J.P. Morgan《Hardware & Networking:Data Center Watch: Token Spend Grows, While GPU Pricing Remains Firm, and Memory Inflation Starts to Cool-260727》

全球活动指标超预期强劲，美国经济韧性持续

高盛全球活动指标(CAI)显示2026年经济增长前景超预期，全球CAI在7月达到+3.7%同比增长，美国CAI达到+4.2%。美国CAI达到+4.2%，3个月平均为+3.3%，欧洲发达市场平均为+1.4%，新兴市场CAI维持在+4.9%的高位。

关键数据：全球CAI +3.7%，美国CAI +4.2%，新兴市场CAI +4.9%，中国6月CAI +5.3%，印度高达+7.7%。机制解释：CAI通过主成分分析整合多个实时活动指标，转换为GDP当量单位，能够及时捕捉经济活动变化。共识与分歧：市场普遍预期2026年增长放缓，但高盛指标显示活动强度超预期。后续验证：全球CAI是否能维持在+3.5%以上水平。

主要来源：高盛《Global: GS Economic Indicators Update: Global Activity Indicators Surprise to the Upside-260727》

中国财政政策收紧拖累经济增长，政治局会议预期宽松

高盛认为中国财政收紧是Q2增长放缓主因，预计7月政治局会议将加强宽松措辞。6月财政数据显示预算内收入同比增长8.7%，但支出增速仅4.0%，土地出让收入暴跌42%。扩大的财政赤字从2025年的11.0%收窄至7.0%，Q2实际GDP增长4.3%低于全年目标区间下限。

关键数据：财政收入同比增速8.7%，财政支出同比增速4.0%，土地出让收入同比-42%，扩大的财政赤字占GDP比重7.0%，Q2实际GDP同比增长4.3%。机制解释：地方政府财政压力增大，限制其投资和支出能力。共识与分歧：与认为财政政策仍有空间的观点不同，高盛强调财政收紧是Q2增长放缓主因。后续验证：7月政治局会议政策措辞强度。

主要来源：高盛《China: Three things in China-260726》

半导体代工市场预期修正，需求溢出效应有限

Bernstein认为UMC和Vanguard市场预期过高，基于错误假设，TSMC老厂淘汰带来的需求溢出效应有限。尽管UMC和Vanguard今年股价分别上涨约150%和65%，主要基于涨价预期和TSMC需求溢出假说，但实际溢出需求仅占UMC和Vanguard总产能的4-6%。

关键数据：UMC股价涨幅约150%，Vanguard股价涨幅约65%，TSMC老厂容量占比仅4-6%，Vanguard电源管理收入占比超过75%。机制解释：TSMC淘汰6寸和8寸老厂产能，理论上将需求转移给其他成熟节点代工厂，但实际溢出效应有限。共识与分歧：与市场对UMC和Vanguard的乐观预期相悖。后续验证：TSMC老厂淘汰进度及实际需求转移情况。

大类分类扫描

宏观与大类资产

全球流动性分化加剧，美联储鹰派预期与财政政策收紧形成双重约束。摩根大通预测2026年美联储将保持利率不变，但前端收益率仍有上行空间，美元因能源价格上涨和利率上升双重支撑看涨。高盛全球活动指标超预期，全球CAI同比增速达+3.7%，美国CAI达+4.2%。

来源：摩根大通《Global Macro Outlook and Strategy:Global Rates, Commodities, Currencies and Emerging Markets-260727》；高盛《Global: GS Economic Indicators Update: Global Activity Indicators Surprise to the Upside-260727》

地缘、贸易与航运

中东冲突推高能源价格风险溢价，厄尔尼诺现象将冲击新兴市场。摩根士丹利分析伊朗冲突导致的风险溢价不足，特别是对高收益信用的影响有限。厄尔尼诺现象可能在2026年下半年对新兴市场主权信用产生实质性冲击，低评级主权面临更高风险。

来源：摩根士丹利《Global Macro Forum:Markets On the Move: Signal or Noise? -260727》

权益市场与资金流

AI资本支出结构性分化推动资金轮动，半导体公用事业受益于资本支出周期。摩根士丹利认为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。高盛维持对日本半导体公用事业子行业的看涨立场，基于主要半导体公司的资本支出计划更新。

来源：摩根士丹利《Greater China Technology Semiconductors - Asia Pacific Greater China Cloud Semis-Read-across from INTC earnings call-260727》；高盛《JAPAN MACHINERY Semiconductor utility sector: Updating GSe, maintain bullish stance on the subsector-260727》

产业主题与板块

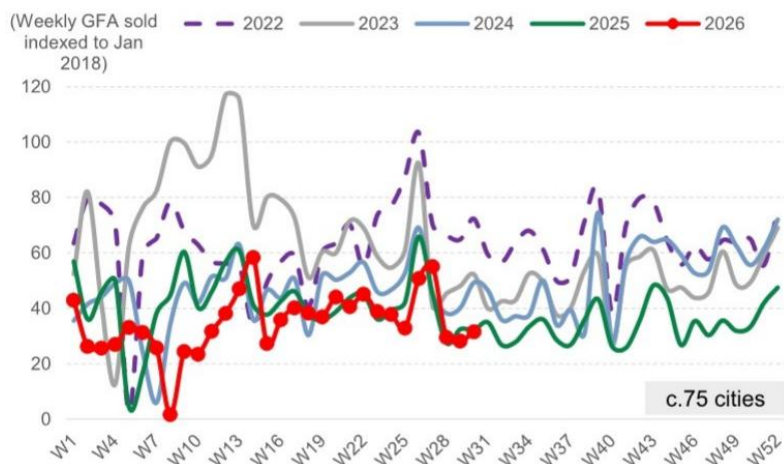
AI基础设施需求分化与太阳能产业链盈利分化并存。J.P. Morgan确认AI资本支出结构性分化，B200需求强劲推动价格上涨。高盛分析太阳能产业链盈利能力出现分化，玻璃价格上涨6%而其他环节平均下跌7%，玻璃环节率先出现盈利拐点。

来源：J.P. Morgan《Hardware & Networking:Data Center Watch: Token Spend Grows, While GPU Pricing Remains Firm, and Memory Inflation Starts to Cool-260727》；高盛《CHINA SOLAR: TRACKING PROFITABILITY INFLECTION Jul 26: Glass price increased while the remaining segments continued softness-260727》

地产、消费与内需

中国房地产市场交易量回升但同比仍负增长，工业部门盈利能力显著改善。高盛中国房地产周报显示新房销售环比增长12%，二手房交易环比增长2%，但同比仍呈下降趋势。中国工业利润同比增长18.3%，收入同比增长11.4%，显示制造业基本面改善。

来源：高盛《China Property Weekly Wrap:Week 30 Wrap Transactions gains extended while market activities broadly remained stable-260728》；高盛《China: Both industrial profits and revenue increased in June-260727》



上下文包含可支撑日报逻辑的核心数据或趋势描述。

放在“地产、消费与内需”相关段落，作为该段核心数据或趋势的视觉证据。

来源：Goldman Sachs《China Property Weekly Wrap:Week 30 Wrap Tra...》第2页

商品、能源与资源品

全球基本金属库存显示市场比表面数据更紧张，镍市场实现再平衡。BofA Securities强调全球基本金属库存状况显示实际市场比表面数据更紧张，铝和铜库存偏低支撑价格。印尼镍生产限制成功实现市场再平衡，镍市场从多年过剩转向赤字。

来源：BofA Securities《Global Metals Weekly:Inventories reflect tight markets-260727》

机构观点之间的共识与分歧

共识1：AI基础设施需求保持强劲但出现结构性分化。摩根大通、摩根士丹利等机构均认为AI资本支出需求持续，但摩根大通指出GPU市场出现代际分化，新一代产品需求强劲而旧型号面临压力，摩根士丹利则强调AI基础设施需求将长期超过供应。

共识2：美联储政策预期与实际路径存在分歧。摩根大通预测美联储将保持利率不变但前端收益率仍有上行空间，摩根士丹利认为市场对美联储紧缩路径定价过于鹰派，实际政策可能更宽松，两者都认为市场预期与实际政策路径存在背离。

分歧1：美元走势预期。摩根大通认为美元在能源价格上涨和利率上升双重支撑下看涨，预计美元指数将有约3%上涨空间；而摩根士丹利认为市场对美联储紧缩路径定价过于鹰派，实际政策可能更宽松，对美元走势形成不同预期。

分歧2：中国财政政策影响。高盛认为财政收紧是Q2增长放缓主因，预计7月政治局会议将加强宽松措辞；野村分析认为H2财政支出将显著增加，但7月政治局会议财政刺激规模将有限，对政策刺激力度存在不同判断。

个股与公司边际变化

本日无明确的个股评级变化或公司边际变化信息。

后续观察清单

- 美联储7月会议声明基调：为什么要看它，将验证摩根大通关于美联储2026年暂停加息但前端收益率仍有上行空间的预测准确性，以及摩根士丹利关于市场定价过于鹰派的判断。
- AI资本支出结构性转移验证：为什么要看它，将验证AI资本支出是否真的从云厂商向半导体厂商转移，影响相关硬件供应商的业绩表现和资金轮动的持续性。
- 中国7月政治局会议政策信号：为什么要看它，将决定下半年政策宽松力度和市场预期，验证高盛关于财政收紧拖累经济增长的判断以及政策转向的必要性。

- 全球CAI是否维持高位：为什么要看它，将验证全球经济活动强度超预期的可持续性，影响对2026年增长前景的判断。
- 半导体代工需求溢出效应实际表现：为什么要看它，将验证Bernstein关于TSMC老厂淘汰需求溢出仅占4-6%的判断，影响UMC和Vanguard的投资价值重估。
- 美元指数走势：为什么要看它，将验证摩根大通关于美元因能源价格上涨和利率上升双重支撑看涨的预测，影响全球资本流动和风险偏好。
- AI基础设施供需失衡持续性：为什么要看它，将验证摩根士丹利关于AI基础设施需求将长期超过供应的判断，影响相关基础设施和解决方案公司的投资价值。