

图文版日报

新投研日报 2026-10-13：HBF重塑AI内存架构，全球宏观呈现“强美元、弱内需”分化

覆盖研报日期：2026-10-12

核心摘要

- 宏观与汇率：**人民币升值由微观结汇驱动而非资本流入。尽管中美利差走阔且美元反弹，但出口商结汇比例从常年的45%跃升至63%，成为支撑人民币汇率的核心力量；央行维持流动性充裕但避免全面降息，长端国债收益率仍有下行空间。
- 最强主线：**高性能NAND（HBF）有望突破AI推理“内存墙”。高盛指出，HBF混合架构可使系统级推理成本降低约30%，但其3.5倍于传统NAND的晶圆消耗系数将显著挤压产能，延长NAND景气周期并可能压制GPU出货量增速。
- 产业主题：**中国构建独立AI生态，形成“双寡头”格局。中国AI资产已分裂为“出口龙头”（受益全球Capex）与“国内冠军”（受益政策内需）两类；在电力、光模块及物理AI应用层具备全球竞争力，但在先进制程上仍存代际差距。
- 消费与出海：**欧盟混动配额限制短期承压，本土化是长期胜负手。欧盟拟将中国混动进口配额减半至年均40万辆，但模型显示欧洲本地生产的单位经济效益在成熟期可优于出口模式，利好加速建厂的比亚迪与吉利。
- 主要风险/验证点：**需密切关注非OECD商业库存变动对油价公允价值的扰动，以及美国30年期国债收益率是否站稳5.5%以上，这将决定全球估值因子的进一步压缩风险。

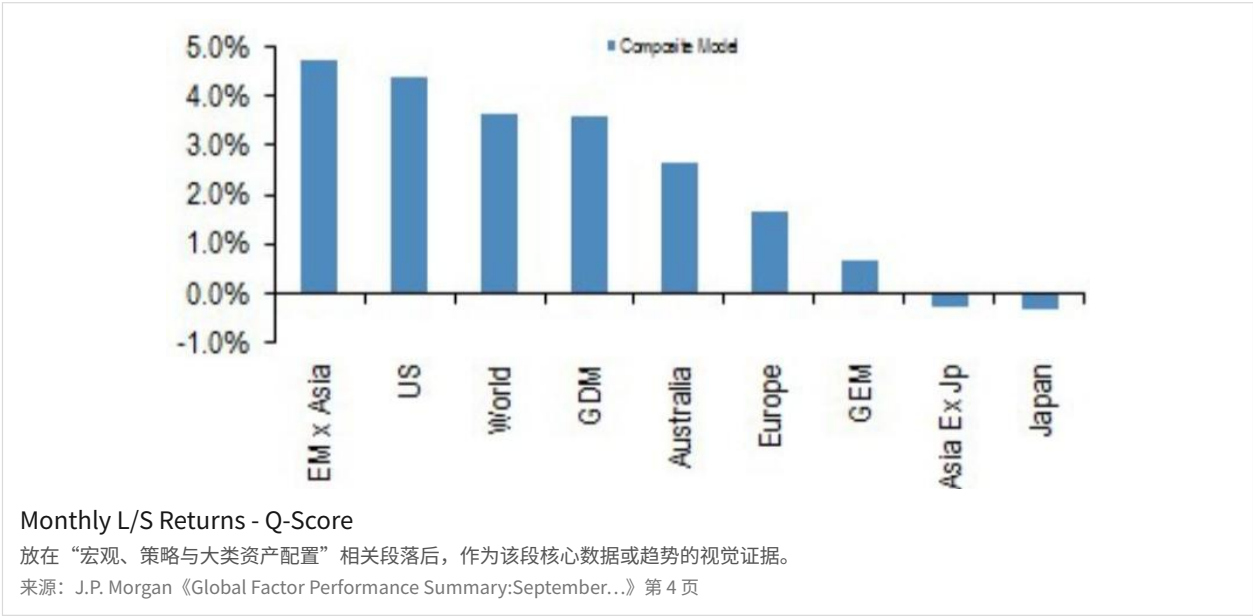
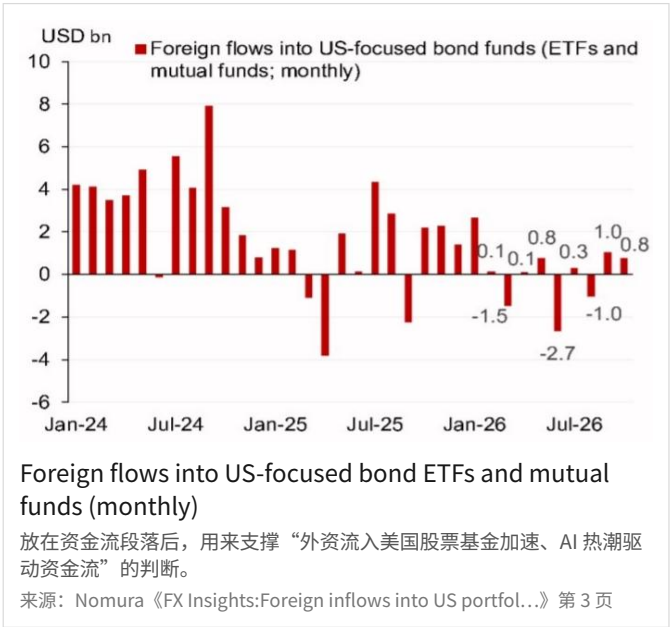
报告统计

指标	数值/内容
源素材数量	42
重点覆盖报告	15
覆盖机构	Goldman Sachs, Bernstein, J.P. Morgan, UBS, Nomura, Barclays
完整报告摘要	15
公司/个股信号	0
主要覆盖方向	AI半导体与存储、全球宏观与汇率、新能源车与电池、储能(ESS)、消费电子与硬件

宏观、策略与大类资产配置

本日宏观与大类资产的核心特征是“汇率与基本面的背离”以及“利率对估值因子的结构性压制”。尽管国内需求疲软促使政策适度宽松，但强劲的出口结汇支撑人民币在美元走强背景下依然升值；同时，美日长端收益率飙升导致全球权益市场出现狭窄的AI主题动量反弹，而质量（Quality）与估值（Valuation）因子普遍承压。

1. 人民币汇率：微观结汇行为颠覆传统利差逻辑 * 事实与机制：9月底USD/CNY升至6.70，尽管同期DXY反弹2%且中美利差走阔。核心驱动力并非资本流入，而是出口商结汇比例从常年的45%大幅跃升至63%。央行通过中间价和口头指引管理升值节奏，防止单边预期过度积累。* 投资含义：传统基于利差的汇率预测模型失效，贸易顺差和微观主体行为成为主导。这支持了人民币资产的短期稳定性，但需警惕年底季节性结汇高峰带来的超调风险。* 后续验证：APEC和G20峰会期间的中美互动，以及11-12月的实际结汇数据。



2. 利率与债券：货币政策“适度宽松”但不降息，长债牛市延续 * 事实与机制：为实现全年增长目标，政策层推出PSL降息等定向工具，但受限于银行净息差，全面降息概率低。银行间流动性稳定（DR007 < 1.40%），推动10年期国债收益率降至1.68%，曲线趋平。* 投资含义：固收投资者应继续做多长端国债，收益率曲线趋平交易将持续。权益市场中，高利率环境（美30年期 > 5.5%）持续压制估值扩张，导致美股上涨高度集中于AI主题，非AI板块面临估值和质量的双重挤压。* 后续验证：2027年超长期特别国债的发行计划，以及美国30年期国债收益率能否站稳5.5%。

3. 全球资金流：外资加速涌入美股，EM资金流向逆转 * 事实与机制：10月上旬外国资金净流入美国焦点基金达35亿美元，其中美股基金流入29亿美元。与此同时，新兴市场（EM）ETF资金流向由出转进，单周净流入3.31亿美元。* 投资含义：美股的赚钱效应仍在吸引全球配置资金，但EM资金的回流表明全球风险偏好并未完全极化，存在多元化配置需求。* 后续验证：韩国散户及台湾投资者对美国资产的持续买入行为。

主要来源：Goldman Sachs《China FX Rates Monitor: Measured Easing, Resilient CNY and Low Rates-261011》；J.P. Morgan《Global Factor Performance Summary:September 2026 AI Reassessment Meets Long End Yields Surge-261012》；Nomura《FX Insights:Foreign inflows into US portfolio assets remained robust amid US equities outperformance-261012》

HBF混合内存架构重塑AI推理成本与NAND供需格局

结论：高性能NAND（如HBF）通过混合内存架构有望突破AI推理“内存墙”，在显著降低超算中心推理成本与CapEx的同时，重塑NAND供需格局并延长行业景气周期。这一技术变革对纯DRAM/HBM厂商构成边际利空，但对NAND原厂及先进封装环节利好。

- 关键数据/事实：HBF单栈容量达512GB，顺序读取带宽逼近HBM4，可使系统级推理成本降低约30%。乐观情景下，2028年HBF渗透率达50%将带来约1500亿美元TAM。更重要的是，HBF单位容量晶圆消耗量为传统NAND的3.5倍，即使比特份额仅占4%，也将占用超9%的晶圆产能。
- 机制解释：AI推理负载向长上下文迁移，KV Cache激增导致内存容量瓶颈。HBF通过TSV与UCle互连堆叠3D NAND，填补HBM与SSD间的层级空白。混合架构（HBM负责实时解码，HBF负责静态权重与KV Cache）优化负载分配，提升GPU利用率，从而减少同等吞吐量所需的GPU数量。
- 共识与分歧：市场普遍预期AI将无限拉动HBM需求，但本报告指出混合架构下HBM容量需求可能见顶，甚至引发“降规”趋势，削弱Micron等侧重HBM厂商的定价权。同时，GPU出货量增速可能因系统效率提升而结构性放缓，这与“算力需求线性增长”的共识存在分歧。
- 后续观察变量：CY27 HBF商业样品出货进度与定价（\$/GB）；实际推理负载中KV Cache的读写比例波动；超算厂商（Alphabet, Meta等）对HBF混合架构的采购指引。

主要来源：Goldman Sachs《Global Technology:Semiconductors Memory:High performance NAND could help crumble the AI _memory wall” while driving meaningful CapEx savings-261012.pdf_；filename_=utf-8”Goldman Sachs-Global Technology:Semiconductors》

全球EV销量停滞但电池需求结构性走强，LFP加速出海

结论：2026年8月全球电动车销量因中美政策退坡而停滞，但电池需求增速（+15% YTD）显著跑赢整车销量（+4% YTD），主因是单车带电量提升及BEV占比提高。同时，LFP技术在非中国市场渗透率翻倍，重塑全球供应链格局。

- 关键数据/事实：8月全球xEV销量同比持平（176万辆），但电池需求同比+9%。非中国市场LFP装机占比从16%跃升至31%。CATL全球市占率巩固至38%，而韩系电池厂（LGES, SDI）因美国产能利用率不足，销量同比大幅下滑。
- 机制解释：车企为提升续航与产品力，持续增加单车电池包容量，使得电池总装机量（GWh）增速脱离整车销量增速束缚。海外车企为降本引入LFP路线，中国厂商凭借成本优势与技术迭代（如CTP、快充）快速响应，挤压了依赖NMC的韩系厂份额。
- 共识与分歧：市场此前聚焦BEV关税，对混动的政策风险定价不足。本报告指出LFP在海外的快速渗透是一个结构性拐点，直接利空海外NMC正极厂商，利好中国LFP供应链。
- 后续观察变量：9-10月美国EV销量同比数据以验证低基数效应；欧洲主流车企LFP车型定点与量产进度；韩系电池厂ESS订单签约与产能利用率数据。

主要来源：Bernstein《Global Energy Storage:EV TRACKER August 2026: China EV sales stall despite diesel spike-261012》

中国AI生态形成“双寡头”格局，建议双轨配置策略

结论：全球AI格局正演变为中美“双寡头”体系，中国已构建起涵盖电力、基础设施及物理应用的内部循环AI生态。建议通过“出口龙头”（受益于全球Capex）与“国内冠军”（受益于政策与内需）的双轨策略配置中国AI资产，以对冲地缘政治风险。

- 关键数据/事实：自2025年DeepSeek时刻以来，中国AI相关上市公司市值增长近5万亿美元，占A股和H股总市值比例达42%。出口导向型AI企业360+家（市值1.7万亿美元，海外收入占比66%），国内导向型企业880+家（市值3.2万亿美元）。中国在稀土、电力设备、PCB、光模块等领域占据全球>50%份额。
- 机制解释：技术进步降低了对西方技术的依赖，政策资金填补了资本开支缺口，使得中国能在半导体受限背景下，通过系统级创新（如电力、散热、应用层）维持AI竞争力。出口型企业受益于全球AI Capex浪潮，内销型企业受益于国内数字化转型和自主可控政策。

- 共识与分歧：多数报告强调中国在尖端芯片上的落后，本报告强调系统级优势和内部生态的完整性，重新定义了中国AI的全球角色。
- 后续观察变量：美国对华贸易政策及制裁升级；国内AI资本开支（Capex）增速；中国在先进封装和DUV商业化上的进展。

主要来源：Goldman Sachs 《CHINA STRATEGY:AI Changes The Game: China is coming-261011》

大类分类扫描

a. 宏观与大类资产

结论：美债收益率技术性抛压出清，建议战术性做多长期；法国预算案投票是短期最大风险。* MBS指数凸性已接近零，资管机构久期敞口自9月以来已削减约400-450亿美元10年期等值，进一步凸性抛压风险显著下降。* 德债（Bunds）具备多条收益率下行路径，表现将优于其他欧洲主权债，受益于避险资金流入与欧元区融资条件收紧。

来源：Goldman Sachs 《GLOBAL RATES TRADER:Establishing a Foothold-261009》

b. 地缘、贸易与航运

结论：欧盟拟对中国PHEV实施关税配额，加速中国车企欧洲本土化；光模块若面临65%美国成分门槛，头部厂商业务连续性受影响有限。* 欧盟拟议的IAA法案要求70%欧盟原产地含量，进一步强化“欧洲制造”门槛。* 若美国对光模块实施“美国成分占比超65%方可豁免禁令”的规则，中国头部光模块厂可通过增加美国芯片采购满足条件，但BOM成本上升，利润向上游美国芯片商迁移。

来源：Bernstein 《Global Autos: EU hybrid quota a near term hurdle for Chinese OEMs; Localization remains the endgame-261012》

c. 权益市场与资金流

结论：9月外资主动基金转为净流出并防御性调仓，南向资金与国家队ETF提供流动性缓冲。* 外资录得18亿美元净流出，终结连续两月流入，行业配置从资本品、材料转向银行、保险与医药。* 南向资金单月大幅增至77亿美元，国家队ETF在8月净卖出后转为9月净买入12亿美元。

来源：Goldman Sachs 《China: PBOC defends its FX policy amid growing external pressures-261009》

d. 产业主题与板块

结论：AI半导体需求高景气，光伏供给改善，运动服饰进入去库周期。* AI半导体：台积电AI收入占比提升，联发科TPU收入预期达700亿美元。* 光伏：多晶硅开工率降至29%，价格企稳；光伏玻璃冷修力度大，盈利弹性率先释放。* 运动服饰：全球行业进入库存调整期，2027年Q1前需求谨慎；Adidas、On、Hoka表现优于Nike。

来源：UBS 《US Semiconductors and Semi Equipment SemiBytes: Earnings Previews (LRCX, TXN, WDC) -261012》

e. 地产、消费与内需

结论：国庆楼市销售反弹为政策驱动短期现象，消费原材料价格分化影响利润率。* 内地住宅销售受房贷补贴政策刺激，26城二手房成交同比大增59%，但可持续性存疑。* 乳制品原奶价格企稳支撑盈利修复；家电与啤酒受铜、铝、大麦成本上行压力，净利润预计受显著拖累。

来源：Goldman Sachs 《CHINA RESTAURANTS:Sep update: Catering demand remained unexciting with continued divergence; FMD was resilient against high base-261012》

f. 商品、能源与资源品

结论：上调2026年12月布伦特原油价格预测至90美元/桶，维持2027年均值80美元/桶；核心逻辑在于中东供应适应性强但风险溢价消退缓慢，叠加非OECD库存低位引发的补库需求。* 非OECD商业库存低位推高现货公允价值约6美元。* 若2027年海湾产量较2026年2月水平低5mb/d，布伦特均价可能达125美元。

来源：Goldman Sachs 《Oil Analyst:Supply Adaptation Meets Global Restocking Demand-261011》

机构观点之间的共识与分歧

共识：1. AI基础设施资本支出持续强劲：无论是高盛对HBF的分析，还是UBS对LRCX的预判，均确认半导体设备与AI硬件环节处于超级周期中，供应链出现“预建系统”行为，表明下游需求远超预期。* 投资含义：设备龙头（LRCX）及具备技术壁垒的材料/封装厂商（SK Hynix, SanDisk）具备确定性Alpha。2. 中国内需复苏乏力，政策托底但传导受阻：高盛、巴克莱等多份报告指出，尽管有财政追加额度和节假日刺激，但人均消费下滑、房地产库存高企，显示内生增长动力不足。* 投资含义：避免过度博弈国内消费反弹，优选具备出海能力或政策直接支持的板块（如电网、储能）。

分歧：1. HBM vs. HBF/NAND的未来地位：市场普遍看多HBM量价齐升，但高盛指出HBF混合架构可能分流部分HBM容量需求，引发HBM“降规”趋势，削弱纯DRAM厂商定价权。* 投资含义：对Micron等侧重HBM的厂商需保持谨慎，转而关注具备NAND+DRAM全栈能力的三星、SK海力士。2. 美国EV市场的前景：部分共识认为美国EV需求将在IRA补贴滞后释放后复苏，但Bernstein指出美国市场持续萎缩（8月安装量同比降37%），韩系电池厂被迫转向储能。* 投资含义：规避过度依赖美国EV市场的标的，重点关注在中国及欧洲（特别是德国大型储能）有布局的企业。

个股与公司边际变化

注：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
看多	SNDK	SanDisk	逻辑强化	技术受益	HBF技术联合主导方，低资本开支制造模式使其在HBF量产中具备成本与产能优势。	Goldman Sachs
看多	000660.KS	SK Hynix	逻辑强化	技术受益	HBF架构提出者与封装技术领导者，有望主导HBF商业化与标准制定。	Goldman Sachs
观察偏多	MU	Micron	逻辑弱化	竞争劣势	侧重DRAM/HBM，未加入HBF联盟，HBF普及可能削弱其HBM定价权，受益程度有限。	Goldman Sachs
看多	300750.CH	CATL	数据改善	份额提升	全球动力电池绝对龙头，市占率38%，LFP技术出海核心受益者；储能电池YTD市场份额21.4%。	Bernstein
看空	373220.KS	LGES	数据恶化	销量下滑	受美国本土需求不及预期拖累，产能利用率低下导致销量同比-22%，短期被迫向储能转型。	Bernstein
看多	1211.HK	BYD	逻辑强化	本土化优势	匈牙利工厂即将投产，本地化经济模型最优，欧盟混动配额限制对其影响中性偏多。	Bernstein
看多	LRCX	Lam Research	评级上调	指引超预期	半导体设备供应链出现“预建系统”行为，FQ2:27营收指引预计显著高于市场预期（~\$9B vs Street ~\$8.54B）。	UBS
看多	NVDA	Nvidia	逻辑强化	生态投资	投资d-Matrix获取3D堆叠内存技术，解决AI推理阶段内存带宽瓶颈，巩固垄断地位。	UBS

后续观察清单

- CY27 HBF商业样品出货进度与定价：为什么要看它，因为定价与良率直接决定超算厂商的TCO模型切换意愿，是HBF TAM兑现的核心前置指标，验证高盛关于NAND供需重构的逻辑。
- 美国30年期国债收益率是否站稳5.5%以上：为什么要看它，因为长端利率飙升对估值因子构成系统性压力，若持续高位将引发成长股大幅回调，验证J.P. Morgan关于因子分化的判断。

- 出口商结汇比例的持续性：为什么要看它，因为这是当前人民币升值的核心微观驱动力，若回落至常年水平，汇率将面临利差走阔带来的贬值压力，验证高盛汇率逻辑。
- 欧盟混动配额具体分配机制细节：为什么要看它，因为明确配额是按品牌还是按产地分配，将决定中国车企（如比亚迪、吉利）在欧洲的实际受影响程度及本土化战略紧迫性。
- 非OECD地区商业库存变动：为什么要看它，因为高盛指出其低位推高油价公允价值约6美元，验证补库需求是否持续，直接影响原油现货价格底部判断。
- LRCX管理层对C2026 WFE指引的具体数值：为什么要看它，因为验证半导体设备“预建系统”行为是否转化为真实的资本支出上行，确认行业超级周期的强度。
- 中国地方债实际发行速度及资金投向：为什么要看它，因为财政部追加5500亿额度但存量3万亿未用，验证是否存在执行瓶颈，以及资金是否有效流入实体经济以支撑增长目标。