



▲隨着AI愈來愈普及，企業正不斷提升算力的利用效率。

經濟觀察家

當全球人工智能（AI）產業陷入「規模內捲」的狂熱之中，愈來愈多的從業者開始意識到一個殘酷的現實——規模的邊際效益正在快速遞減。當「堆規模」的增長模式走到盡頭，整個產業終於回歸到最本質的問題：AI時代的核心競爭力，從來不是算力規模的絕對值，而是算力的利用效率。

AI新階段 不捲規模捲效率



淵淵遠略

袁淵

效率，是貫穿大模型、圖形處理器（GPU）與算力規模全鏈條的核心主線，也是企業與

國家構建長期比較優勢的底層邏輯。今天真正決定競爭力的，是你能把多少理論算力轉化為有效算力，能用多少算力實現想要的效果，能讓投入的算力帶來多少商業回報。

要理解效率如何決定比較優勢，首先要跳出對「效率」的狹隘認知——它絕不僅僅是GPU的TOPS/W（每瓦算力），也不是單純的模型推理速度，而是一個覆蓋AI全生命週期的完整效率體系，從硬件到算法，從系統到商業，每一個環節的效率短板，都會導致整個體系的投入產出比大幅下降。只有理清全鏈條的效率構成，才能找到提升比較優勢的核心抓手。

算法彌補硬件差距

硬件是效率的底層基礎，這裏的核心指標，不是GPU的理論峰值算力，而是算力轉化效率，也就是GPU的理論算力，最終能有多少轉化為大模型訓練與推理的有效算力。它包含兩個核心維度：一是硬件本身的能效比，也就是每消耗1瓦電力，能提供多少AI算力，這決定了算力的基礎成本；二是算力的有效利用率，也就是在實際的大模型任務中，GPU能持續輸出的算力，佔其理論峰值算力的比例，這決定了硬件資源的浪費程度。

很多廠商在宣傳GPU時，都會強調其峰值算力有多高，但在實際的大模型任務中，這個峰值算力幾乎永遠無法達到。而很多國產GPU，儘管理論峰值算力已經接近A100，但在實際任務中，有效算力利用率往往不到20%。這就導致哪怕硬件的理論峰值相同，實際的算力輸出差距卻能達到2至3倍。

如果說硬件效率是基礎，那麼算法效率就是放大硬件價值的核心槓桿。這裏的核心指標，是算力價值效率，也就是每單位算力，能實現的模型效果與業務價值。它回答的核心問題是：同樣的算力投入，誰能訓練出效果更好的模型？同樣的模型效果，誰需要的算力更少？

過去幾年，大模型產業陷入了「參數量愈大，能力愈強」的誤區，卻忽略了算法效率的核心價值。事實上，模型參數量翻倍，訓練所需的算力往往要翻3至4倍，但模型的通用能力，可能只提升了不到10%，這就是典型的算法效率低下。而算法效率的提升，往往能帶來指數級的價值放大：一個經過深度優化的70億參數模型，效果能超過未經優化的1750億參數模型，而所需的訓練算力只有後者的幾十分之一，推理算力更是只有百分之一。

這種算法效率的差距，能讓算力不足的企业與國家，用更少的硬件投

入，實現接近甚至超越頭部玩家的效果，這是打破規模壟斷、構建比較優勢的核心機會。

積極完善商業閉環

單張GPU的效率再高，如果不能在集群中實現高效的協同調度，最終的整體效率也會大打折扣。系統層的核心指標，是集群協同效率，也就是由數千張GPU組成的算力集群，其整體的算力輸出，能達到單張GPU算力的多少倍，也就是線性加速比。同時，還包括數據中心的能源利用效率，也就是電力使用效率（PUE）值，它決定了有多少電力被真正用於算力輸出，而不是浪費在製冷、供電等環節。

這是最容易被忽略的效率環節，也是全球算力產業最大的效率窪地。根據行業機構的測算，全球絕大多數企業自建的算力集群，GPU的平均利用率不到20%，很多GPU長期處於閒置狀態；而數千張GPU組成的大規模集群，線性加速往往不到60%，也就是1000張GPU的訓練速度，還不到1張GPU的600倍。造成這種情況的原因，包括網絡帶寬不足、存儲性能瓶頸、調度系統落後、分布式訓練框架優化不足等，任何一個環節的短板，都會導致整個集群的效率大幅下降。

而系統效率的提升，能在不增加硬件投入的情況下，讓總算力輸出翻倍，這是提升算力規模性價比最直捷的方式，也是不同國家、不同企業之間算力競爭力差距的核心來源。

所有的硬件、算法、系統效率提升，最終都要落地到商業價值上，這就是商業效率，也就是投入的算力與技術資源，最終能帶來多少商業回報，能否形成可持續的正向商業循環。它回答的核心問題是：投入的每一分錢算力成本，能帶來多少收入增長與成本節約？

這是效率體系的最終閉環，也是決定企業與國家能否在AI競爭中持續發展的核心。

很多企業投入數十億資金，購買了數萬張GPU，訓練了超大參數的通用大模型，卻始終找不到商業化的落地場景，沒有穩定的收入來源，最終只能持續燒錢，難以為繼，這就是典型的商業效率缺失。而真正具備競爭力的企業，往往能把算力資源聚焦在高價值的垂直場景，用最少的算力投入，解決行業的核心痛點，實現明確的降本增效，形成「算力投入—商業回報—更多研發投入」的正向循環。

以上四個層面的效率，共同構成了AI時代的全鏈條效率體系，它們相互影響、相互放大：硬件效率是基礎，算法效率是槓桿，系統效率是支撐，商業效率是最終的閉環。一個國家、一個企業的比較優勢，從來不是靠單一環節的效率提升，而是靠全鏈條的效率優化，形成協同效應。只有把全鏈條的效率都做到極致，才能在

全球AI競爭中，構建起真正不可替代的長期優勢。

堅定恪守長期主義

當AI產業從狂熱的規模內捲，回歸到理性的效率至上，整個行業的競爭邏輯，正在發生根本性的重構。未來的AI競爭，不再是算力規模的絕對值比拼，而是全鏈條效率的綜合較量；不再是少數擁有海量算力的巨頭的專屬遊戲，而是所有能夠在效率上實現突破的參與者的公平競爭；不再是單一環節的技術比拼，而是從硬件到算法、從系統到商業的全鏈條同優化。

效率，正在成為AI時代最核心的硬通貨，也是企業與國家構建長期比較優勢的底層邏輯。對於企業來說，只有把全鏈條的效率做到極致，用最少的資源投入，創造最大的商業價值，才能在激烈的市場競爭中，實現可持續的發展；對於國家來說，只有充分發揮自己的比較優勢，在硬件、算法、系統、商業的全鏈條，實現效率的持續提升，才能在全球AI競爭中，構建起不可替代的話語權，走出一條高質量的發展道路。

效率的競爭未來將呈現出三個核心的趨勢：

第一，軟硬件的協同優化，將成為效率提升的核心方向。未來的AI芯片與大模型算法，將不再是獨立發展，而是深度綁定、協同優化，針對特定的模型架構，設計專門的硬件，針對硬件的特性，優化模型的算法，實現軟硬件的聯合設計，最大限度地提升計算效率。

第二，算力的競爭，將從規模擴張，轉向效率與低成本的綜合比拼。未來的算力基礎設施，不再是簡單的堆GPU數量，而是聚焦於提升算力的利用率、能源效率與低碳水平，綠電的佔比、PUE值、算力利用率，將成為衡量算力競爭力的核心指標。中國的綠電算力優勢、算力網絡調度優勢，將進一步凸顯，成為全球算力市場的核心供給方。

第三，AI的發展，將從技術驅動，轉向價值驅動，商業效率將成為最終的評判標準。未來的AI產業，將不再沉迷於參數榜單的比拼、技術概念的炒作，而是回歸到價值創造的本質，聚焦於解決實際的問題，實現商業的正向循環。垂直場景的深度落地、端側AI的普及、開源生態的構建，將成為AI產業發展的核心主線，擁有豐富場景、龐大市場、完整產業鏈的國家與企業，將在這場價值競爭中，佔據更大的優勢。

AI時代的大幕才剛剛拉開，規模只是暫時的優勢，效率才是長期的護城河。只有堅守長期主義，聚焦於全鏈條的效率提升，把技術創新與商業價值深度結合，才能在這場全球AI競爭中，行穩致遠，最終構建起真正不可替代的比較優勢。

（作者為外資投資基金董事總經理）

地緣衝突強化人幣升值邏輯



趙偉

金融熱話

中東變局以來，美元對大多數貨幣均明顯升值，但人民幣依然逆勢走強，離岸人民幣匯率一度升破6.81關口，刷新近3年新高。地緣衝突會否強化人民幣中長期升值邏輯？

從一籃子貨幣來看，CFETS人民幣匯率指數加速回升、人民幣兌主要幣種也均在明顯走強。3月以來，除歐洲重要產油國挪威外，人民幣兌主要貿易夥伴的貨幣幾乎都在走強。其中，人民幣兌美元逆勢升值0.6%，相對港元、沙特里亞爾、阿聯酋迪拉姆等固定匯率制的貨幣也分別走強了0.5%、0.4%、0.2%。3月以來，人民幣兌CFETS籃子、BIS籃子、SDR籃子貨幣分別升值1.7%、1.8%、1.2%；其中CFETS籃子年化升值幅度約14.7%、相較1-2月3.8%的年化升值幅度明顯加速。

自「811」匯改以來，人民幣第二次上演與美元的雙強格局；同時，逆周期因子抑制升值背景下人民幣兌一籃子貨幣的走強，也較為罕見。

一方面，2015年「811」匯改以來，人民幣兌美元走強多發生在美元弱勢或震盪的格局中，與美元演繹雙強格局僅在2021年7月至2022年2月出現過。彼時，海外經濟體的生產多受到疫情擾動，使中國製造業相對優勢進一步凸顯，疊加前期貿易順差積累的待結匯資金，人民幣逆勢走強。

另一方面，2022年以來，人民幣兌一籃子貨幣曾多次走強，但都是受逆周期調節的作用。彼時美元快速升值，央行逆周期調節緩和了人民幣貶值壓力，使得人民幣兌一籃子貨幣相對偏強。但3月以來人民幣逆周期因子使用幅度約126點，反而在抑制人民幣升值。

人民幣升值背後的「韌性」：中國能源結構的相對優勢及「結匯潮」的延續。

從基本面視角看，中國經濟「底部」在2025年三季度已然出現，而地緣擾動下中國能源結構的優勢，或使中國經濟在全球的相對優勢進一步凸顯。一方面，2024年底的政策調整，讓經濟最緊張的狀態止步於2024年，部分指標的大底滯後出現在2025年三季度；另一方面，中東衝突爆發後，中國的能源結構優勢正進一步凸顯：1）中國對油氣依賴度僅27.5%，遠低於全球的55.5%；2）相較於多數亞洲經濟體，中國原油進口對霍爾木茲海峽的依賴程度相對較低，僅24.7%。

從資金面視角看，「結匯潮」仍在延續，而權益市場的主動型外資也並未在避險情緒下大幅外流。一方面，2月銀行代客結售匯順差仍高達551.9億美元，淨結匯規模雖在季節性

結匯退坡後有所回落，但單月結售匯順差規模仍是本輪結匯潮之外的歷史次高，僅次於2020年12月年終結匯高峰中的652.2億美元。另一方面，在中東衝突爆發後，權益市場的主動型外資快速撤出美歐市場，但中國市場的主動型資金外流則相對平緩。

石油貿易結算多元化

那麼，地緣衝突會否強化升值邏輯呢？首先，地緣衝突或抬升全球能源安全溢價，並通過強化中國新能源產業的出口優勢，繼續支撐人民幣中長期升值。中東變局後，各國能源政策或將由「效率優先」轉向「安全優先」，更加重視能源替代、自主保障與穩定供給，這使得新能源車、電池、光伏、風電等產品的戰略屬性明顯上升。隨着各國加快能源轉型和相關設備部署，中國優勢產業有望進一步打開國際市場，並通過出口增長、貿易順差改善，進一步對人民幣形成支撐。

其次，地緣衝突與金融制裁或正重塑全球結算安全認知。中東變局後，各國或將對「以單一貨幣計價、經單一清算體系結算」的安全性更趨審慎，能源貿易或將更重視結算的可替代性。近年來，中國跨境貿易中人民幣使用佔比一度升至35%，對應的、中國央行的貨幣互換規模也已擴大至4.5萬億元人民幣，當前已與沙特、阿聯酋、卡塔爾等主要產油國建立互換安排。這意味着，後續石油美元體系的邊際鬆動，正為人民幣擴大計價、結算與儲備功能的使用範圍打開空間。

再次，此次地緣衝突或推動中東等區域資金降低對歐美資產的集中配置、轉向更多元的全球布局，這將通過吸引資金流入對人民幣匯率形成支撐。此次衝突一方面強化了中東資金對地緣安全風險的敏感度，使其意識到迪拜等金融中心或非足夠穩定的資金停泊地；另一方面，戰爭外溢、政策搖擺與制裁工具化，也會削弱部分資金對歐美資產的集中配置。在此背景下，主權財富基金等更可能從安全性、分散化配置等視角出發，重新評估全球資產組合。2025年調查顯示，全球主權基金對中國投資興趣已明顯上升，而地緣衝突帶來的「分散化需求」或將加速這一進程。

（作者為申萬宏源首席經濟學家）



樓市信心回暖 大手客掃貨頻現



馬泰陽

樓市朝陽

近日香港工商舖市場出現今年「最大刀」。日前星展銀行宣布，擬棄擲近26.2億元，洽購香港中環中心額外6層辦公樓層，不僅創下今年商廈市場最大宗成交金額紀錄，更令市場為之一振。

事實上，近月大型機構及本地財團頻頻出手，吸納本港大型商廈或甲級寫字樓單位。如筆者上一期專欄亦提及，早前大新銀行以近8.4億元購入黃竹坑偉華匯10層樓面；鷹君集團則斥約2.51億元購入金鐘力寶中心第一座38樓全層，這類重磅入市個案接連湧現，充分反映境內外資本對香港作為亞洲金融樞紐的信心，具備重大指標意義。

筆者認為，上述「大孖沙」相繼入市，除了源於香港經濟復甦、市場信心恢復之外，內地經濟回暖同樣是重要一環。國家統計局日前公布，今年首季國內生產總值（GDP）按年增長5%，高於市場預期的4.8%，較去年四季度的4.5%加快，並創2025年6月以來新高。內地GDP增速回升，有望進一步帶動旅客訪港消費、提振本地經濟及零售業，同時為本港整體經濟及投資氛圍注入強勁動力。

樓市方面，近期一手市場繼續「馬力全開」，新盤蜂擁推出，市場反應極為熾熱。本月至今，雖然市場暫未有全新盤進行首輪公開發售，但一手交投依然活躍。截至15日，全港一手市場錄逾950宗成交，直迫千宗大關。

樓市熱度持續高企，一眾大手客踴躍入市成為重要推手。據美聯物業研究中心綜合土地註冊處的資料，已知的

一手大手客（即同一買家於同一月份及同一新盤購入多於一個單位）於今年首季共錄得268宗，按季大升約41.1%；以涉及單位伙數計算，一季度一手大手客共購入722個單位，按季亦大升約四成；投入資金方面，上述單位共涉及約72.4億元，按季則升約二成，可見無論「量額」均同創撇辣後新高。

內地買家持續湧入

在大手客群體中，內地買家無疑是主力軍，而且投資於本港樓市的意欲明顯增強。據美聯物業研究中心綜合土地註冊處資料，按已知買家姓名作分析，今年首季內地買家（以買家姓名的英文拼音鑒別）於本港一二手住宅市場的註冊量共錄3882宗，金額約426.9億元，較去年同期分別上升約52.5%及約92.8%，無論成交宗數抑或涉資規模，均齊創有紀錄以來的同期新高。

單月表現同樣亮眼，涉及內地買家的住宅註冊量已連續13個月超越千宗水平，金額亦連續10個月突破百億元，同創自2010年有紀錄以來最長。個人認為，隨着人民幣繼續走強，加上本港樓價穩步回升，住宅物業租金回報率高企，進一步推升香港物業資產的吸引力，預計內地買家積極入市港樓的情況將會持續。

在特區政府各項人才計劃愈來愈「火」，加上內地生動紛湧港下，相信來自內地買家的潛在租賃與買賣力量相當驚人，勢進一步刺激樓市向好。

整體而言，在多重利好因素疊加下，香港樓市正步入更穩健及可持續的回升軌道，長遠前景值得期待。（作者為美聯集團行政總裁（住宅））