

▲從景氣度、盈利支撐、尾部風險等三大維度出發，提煉出三大核心觀測路標，用以系統跟蹤AI行情運行節奏與拐點信號。

經濟觀察家

隨着本輪AI行情步入白熱化階段，市場預期也從此前的普遍樂觀逐步走向分化，對產業擴張的可持續性判斷開始分歧。在此背景下，如何精準研判本輪AI行情的上行空間與中期拐點，構建可落地的跟蹤觀測框架，成為當前市場的核心命題。

判斷AI行情拐點三大指標



民生國計 林彥計

基於AI產業週期的完整傳導邏輯，我們從景氣度、盈利支撐、尾部風險三大維度出發，提煉出三大核心觀測路標，用以系統跟蹤行情運行節奏與拐點信號：

1) 跟蹤AI產業景氣度，錨定需求傳導全鏈條。沿「下游商業化應用→中游模型訂閱收入→上游雲廠商資本開支」的傳導路徑，通過Token消耗、年度經常性收入(ARR)、算力資本開支等指標，逐層驗證AI產業景氣的真實強度與可持續性。

2) 關注科技巨頭降本增效拐點，研判盈利支撐韌性。追蹤人員優化、費用壓降帶來的降本紅利退坡節奏，一旦降本增效難以為繼，且AI商業化落地未取得明顯成效，那麼大廠利潤率的維繫或面臨一定考驗。

3) NeoCloud尾部風險監測，警惕高槓桿環節的傳導效應。聚焦產業鏈中的高槓桿薄環節——以CoreWeave為代表的NeoCloud廠商，跟蹤其債券信用利差、CDS報價等先行信號，監測其尾部風險及其對全板塊的傳導效應。

分析產業上下游景氣度

從產業機理來看，AI產業鏈自上而下分為上游算力基建（芯片、服務器、數據中心等）、中游模型廠商（打通供給與落地的樞紐），以及下游場景應用（終端付費與技術迭代的內生動力）。而本輪AI行情的上漲空間與持續周期，一定程度上由下游終端的付費意願決定。即需求信號整體沿着「下游商業化應用→中游模型調用與訂閱→上游雲廠商資本開支」的路徑逆向傳導。基於此，我們通過以下指標進行跟蹤：

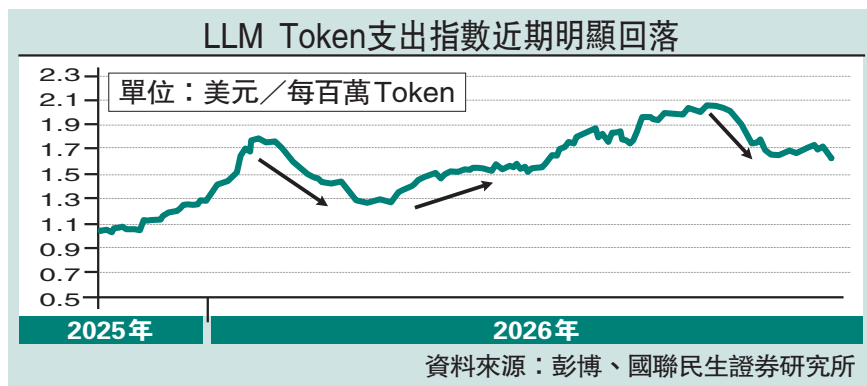
其一，算力等資本開支的增速和斜率，反映上游雲服務廠商供給端擴產意願。2026年首季度五大雲廠商單季度資本開支維持在1400億美元以上，且市場對五大廠商後續季度資本開支的一致預期仍處於上移通道，並未出現明顯放緩趨勢。

其二，ARR用以驗證中游大模型商業化落地的真實兌現水平。相較於季度營收、單次項目收入，ARR剔除了非經常性收益擾動，能夠精準反映AI模型、雲服務訂閱業務的可持續增長能力，是中游商業化落地的核心標尺。

其三，ARR用以驗證中游大模型商業化落地的真實兌現水平。相較於季度營收、單次項目收入，ARR剔除了非經常性收益擾動，能夠精準反映AI模型、雲服務訂閱業務的可持續增長能力，是中游商業化落地的核心標尺。

當前頭部大模型廠商包括OpenAI、Anthropic等大模型廠商ARR呈現非線性增長態勢。以Anthropic為例，其ARR從2025年底的90億美元躍升至今年5月的470億美元，半年增長超4倍，驗證了「模型能力躍遷→開發者調用放量→收入增長」的邏輯。

這意味着AI產業不完全是「燒錢敘事」，當前已進入盈利兌現的重要



階段，這為行情提供中期基本盤支撐。後續需持續跟蹤頭部廠商ARR增速，若連續多月邊際放緩乃至轉弱，或預示下游付費需求出現階段性走弱，AI行情可能階段性調整。

其三，終端Token消耗量，作為預判下游需求變化的先行指標。Token作為AI調用、算力消耗的最小計量單位，其加權支出價格、全網消耗總量，是當前最靈敏的下游需求先行指標。當中，Silicon Data發布的大模型Token支出指數，用於衡量市場每消耗100萬枚Token對應的平均付費成本。該指標自去年12月起漲幅超一倍，直至今今年5月持續走高，然而6月數據驟然回落，一度引發市場擔憂情緒。（見配圖）

不過，Token定價走弱，未必完全等同於AI整體需求見頂。另一核心可能性在於用戶正主動轉向性價比更高、定價更低的基礎模型，進而拉低整體均價。從OpenRouter披露的全球大模型Token消耗總量數據來看，6月以來全球大模型周度Token總調用量再度大幅增高，穩定突破45萬億級別，行業整體使用需求並未出現明顯回落跡象。

審視大廠降本增效空間

除產業景氣周期指標和需求端外，成本端即科技巨頭的降本增效進程，是我們判斷AI行情可持續性的第二大核心觀測維度。本輪頭部雲廠商業績普遍維持高增，但階段性盈利改善並非完全來自業務擴張與AI商業化兌現，相當程度依託人員優化、費用壓降等降本手段支撐，盈利韌性存在結構性隱憂。

我們選取甲骨文、谷歌、微軟、Meta、亞馬遜五大全球科技龍頭進行測算。與人員優化高度相關的銷售及管理費用率（五家企業均值），已由2023財年的15%持續回落至2025財年的12%附近，費用壓降效果顯著；對應同期企業營業利潤率自27%抬升至32%以上，也就意味着銷售和管理費用佔比的下降對營業利潤率的邊際增量抬升貢獻了50%以上，成本壓縮成為本輪科技巨頭盈利修復的重要核心變量。

我們再簡單算一筆賬，根據2025至2026年上半年的五家雲廠商公布的裁員公告（不完全統計），近兩年裁員規模約在10萬左右，假設人均成本在20萬美元，合計約釋放至少200億美元的現金流。而2025財年五家廠商總營收為1.65萬億美元，總營業利潤超4000億美元。粗略估計裁員降低的人力成本，分別佔總營收、總營業利潤的1.2%和5%左右。這意味着，僅裁員這一項舉措釋放的

現金流有望為五大巨頭整體的營業利潤率貢獻1個百分點以上的增益。

往後看，隨着人員優化紅利逐步觸頂，降本增效的空間持續收窄，依賴成本端驅動的盈利修復邊際動能將明顯弱化。若AI業務增量無法及時形成盈利接力、對沖成本端紅利的退坡，科技巨頭整體利潤增速將面臨顯著下行約束，AI行情的盈利底層支撐也將隨之鬆動。

留意算力企業債務風險

本輪算力擴張周期中，債務融資已成為資本開支的核心資金支撐。在伴隨市場利率中樞上行預期強化，信用違約風險也隨之成為AI產業鏈不可忽視的尾部風險。從當前債市定價來看，儘管長端美債利率持續高位運行，但美國投資級、高收益企業債整體信用利差仍處歷史低位區間，僅對標1996年前後水平，科技板塊信用利差亦未出現趨勢性走闊，反映市場尚未對科技行業定價系統性償債風險，行業整體債務壓力尚可控。

但總量層面的平穩表象，掩蓋了產業鏈內部顯著的結構性分化，AI賽道薄環節的信用風險更需重點甄別。分主體來看，頭部科技巨頭依託穩定盈利底座、充裕經營性現金流及多元業務對沖緩衝，債務抗風險能力充足；信用脆弱點主要集中於產業鏈中游、依靠高槓桿快速擴張的新興算力廠商。其中，以CoreWeave、Nebius為代表的NeoCloud（新型AI雲服務商），是本輪AI行情中槓桿程度較大、信用風險較高的板塊之一。

NeoCloud的槓桿模式，本質是「合約現金流+硬件資產」雙抵押的債務驅動擴張模式。通過綁定頭部AI客戶的長期算力訂單獲得穩定現金流預期，再以此為核心信用基礎疊加GPU實物抵押，撬動大規模低成本債務融資，快速放大算力資本開支，實現「訂單—融資—擴產」的自我強化循環，是AI算力爆發期誕生的金融化擴張「玩法」。

然而，NeoCloud的槓桿模式成立高度依賴外部環境，存在明顯的順周期脆弱性。例如AI算力需求持續高增長、GPU供給維持稀缺性、GPU硬件技術迭代速度可控、算力集群利用率長期維持高位、市場利率處於低位。一旦AI大模型投資退潮，頭部客戶縮減算力採購，利用率下滑等都將直接衝擊NeoCloud公司現金流，疊加利率上移，或導致償債能力迅速惡化，信用危機驟然上升。因此，後續跟蹤NeoCloud板塊債務風險，也是甄別AI需求和尾部風險的重要指標。

（作者為國聯民生證券研究所首席宏觀分析師）

後凱恩斯主義對中國經濟的啟示



青年論壇 張斌

宏觀經濟學在過去半個世紀經歷了古典復興與新凱恩斯主義回潮的兩輪理論博弈，最終走向了某種融合，即認為「需求不足不是周期性的短暫波動，而是長期持續的挑戰」。該理論對於中國經濟的啟示則是，逆周期政策的作用，不在於解決深層次結構性矛盾，而在於阻斷收入、支出與信貸之間自我放大的負向循環。

判斷均衡與非均衡的標準：若經濟不借助政府干預和逆周期政策便能自行恢復，實現充分就業，則屬於均衡立場；若經濟依靠自發力量無法走出需求不足，無法自發實現充分就業，則屬於非均衡立場。

古典經濟學的信仰是均衡理論：不需要政府干預，完全靠市場的力量和靈活的價格機制，就能把資源充分利用起來，讓所有勞動者都能找到工作。平衡供求的力量在於價格機制，只要價格有彈性、靈活，供求總能達到平衡。而凱恩斯認為市場自發力量實現充分就業是一種特殊情況，而非一般情形。

到了上世紀70年代至90年代，貨幣主義、理性預期學派與真實經濟周期理論輪番向凱恩斯主義發起挑戰，其共同指向是回歸古典傳統，強調市場自發修復的力量，主張逆周期政策不應過度干預，代表性陣營包括芝加哥學派與明尼蘇達學派。

90年代新凱恩斯主義重新崛起，其核心命題是價格具有黏性——只要價格不能靈活調整，市場便無法自發實現出清，非自願失業將持續存在。新凱恩斯主義的理論貢獻在於為價格黏性提供了系統的微觀基礎，包括菜單成本、協調困境和效率工資理論等，從而在形式上回應了新古典學派的批評。

新凱恩斯主義在本質上實現了古典經濟學與凱恩斯經濟學的某種融合：它既相信市場具有內生的恢復力量、經濟不可能無限期偏離均衡，又承認借助逆周期政策可以加速這一恢復過程。

薩默斯等人提出的「長期停滯理論」是離現在最近的非均衡理論，其核心在於揭示了長期持續需求不足的可能性。過去十年尤其是疫情前，該理論曾是宏觀經濟學最核心的討論議題，其核心命題在於：即使名義利率降至零下，市場仍面臨持續的需求不足——讓市場出清所需的真實利率為負值，而通過名義利率變化無法讓真實利率調整至該水平，因此經濟將陷入長期失業與需求不足並存的困境。這一理論與傳統周期理論的本質差別在於，需求不足不是周期性的短暫波動，而是長期持續的挑戰。

主流凱恩斯經濟學對非均衡成因的解釋高度窄化，僅限於「價格黏性」

這一層面，遠未觸及需求不足的深層根源。翻閱標準宏觀經濟學教科書，找不到關於「需求不足根源何在」的系統性回答——整個主流凱恩斯框架事實上迴避了這一根本問題。凱恩斯本人的論述遠比此豐富，後凱恩斯經濟學家——如帕廷金、萊榮霍夫德等——也在持續追問這一問題。他們認為價格黏性遠不足以解釋需求不足，其中存在更為深層的結構性因素。

倡推總需求管理政策

將這一爭論放到中國宏觀經濟政策制定中，兩種立場的政策含義截然不同。若相信均衡理論，則市場自身能夠恢復，逆周期政策應盡量少用甚至不用，做好結構改革和收入分配即可；若相信非均衡理論，則僅憑市場自發力量無法走出需求不足，僅靠收入分配和結構性改革並不充分，必須有專門的逆周期政策幫助經濟恢復。

從歷史經驗看，日本在需求不足中沉淪了二十年，即便實施了逆周期政策，也因為力度不足而始終未能走出困境。再看發達國家的經驗，若沒有政府債務增長和政府支出比例的持續提高，它們能否產生足夠的需求以實現供求平衡？上述經驗表明，若無外部力量介入，完全依賴市場自發力量，經濟很可能陷入長期持續的需求不足狀態。

走出非均衡狀態所需的政策工具，必須是針對需求不足這一市場失靈特徵的專門性安排。結構性改革和收入分配改革固然重要——制度、產權、法律、收入分配等方面的完善是長期增長的必要條件，但並非充分條件，它們並不確保供求一定能夠平衡。

只要「動物精神」還在，只要人對未來的信息不充分、存在不確定性預期，只要市場不是完全充分競爭的，需求不足作為一種市場失靈就會持續存在。因此，需要專門的、既非收入分配政策也非結構改革政策的總需求管理政策來加以應對。

總需求管理政策即逆周期財政政策和貨幣政策，其作用不在於解決深層次結構性矛盾，而在於阻斷需求不足的負向循環。這類政策的目標本就不是解決結構性矛盾——需求不足是市場失靈的表現，逆周期政策的作用在於阻斷收入、支出與信貸之間自我放大的負向循環。

在凱恩斯的視角下，需求不足是常態而非例外，離不開逆周期的干預工具。因此，若承認市場是非均衡的、需求不足是存在的、且市場自身力量無法解決，就需要專門的逆周期政策來加以應對。

（作者為社科院世界經濟與政治研究所副所長）

資金持續流入 樓市升勢未完



樓市強心針 廖偉強

人生能有多少個45年？即使活到100歲，也只經歷兩段45年。45年足以見證一個城市的蛻變，也足以塑造一個行業的命運。今年，筆者所在的公司迎來45周年，一間以香港地產市場為主軸的代理行，能在激烈競爭中成為三甲之一，實屬難得。筆者能參與其中，既感恩也自豪。

回望這45年的香港樓市，也正是香港人堅持與韌性的寫照。七、八十年代經濟起飛，中產崛起，置業成為新潮流。大型屋苑相繼落成，城市面貌迅速現代化。差估署於1979年開始編制私人住宅售價及租金指數，反映樓市已成為香港經濟的重要指標。

1982年中英談判展開，前景不明，樓價震盪，有人觀望，亦有人趁低吸納。直至《中英聯合聲明》簽署，市場信心回升，樓價重拾升勢。1997年回歸前夕，樓市再度熾熱，炒風四起。然而亞洲金融風暴令樓市急跌。1998至2003年樓價累計下挫六至七成，負債產宗數逾十萬宗，成為香港樓市最深刻的傷痛。

2004年後，全球經濟復甦，香港樓市走出低谷。2004至2012年樓價累計升幅逾一倍，部分屋苑更升兩倍以上。其後多年，縱使政府推出辣招，樓價仍持續上升，直至2021年見頂。疫情及加息

周期令樓市回調三成。

不過，去年起樓市又逐步走入新上升周期。雖然早前內地完善跨境投資的消息令市場短暫減速，但資金流入香港的趨勢未變。最新研究顯示，香港已成為全球最大的跨境財富管理中心，高淨值人士達1.82萬人，全球第二，僅次於紐約。

來港資金看好樓市前景

筆者從不同的渠道中了解到，不少來港資金認為本港樓市仍處於上升期。人才來港、經濟改善等利好因素未見逆轉；美國息口今年雖難以下調，但向上機會亦不高。資金正等待市場氣氛好轉再入市，亦有部分期待短期調整伺機吸納。

本港樓市走過了很高山低谷，周而復始是定律，而有一點同樣是不變的，就是置業的良機，往往是留給那些有所準備，在機會來到時絕不左顧右盼的人。

（作者為利嘉閣地產總裁）



▲人才來港、經濟改善等利好持續，為本港樓市帶來上升動能。