

AI 科技革命：历史对照、周期定位与投资机会

主题研究报告 | 初版 2026 年 10 月 11 日 | 修订资料截至 2026 年 10 月 12 日

AI 投资热潮走到了哪一步？

AI 已从新兴技术主题发展为影响全球资本形成与股票定价的重要力量。投资者现在需要回答的，不仅是 AI 能否改变经济，更是这轮资本繁荣处于什么阶段、资产价格已经反映了怎样的未来，以及未来一至两年还有哪些值得参与的机会。

本轮 AI 革命与 1990 年代的互联网革命具有重要的可比性。两者都是可能深刻改变整个经济运行方式的重大技术变革。互联网大幅降低了信息传播、获取和交易的成本；AI 则正在降低知识处理、内容生产和部分认知劳动的成本，并逐步改变企业的业务流程。两者都具有广泛的跨行业应用潜力，能够推动生产率提升、催生新的商业模式，并改变经济价值的创造与分配方式。

两轮技术变革也呈现出相似的投资规律：基础设施往往先于应用普及而建设，资本市场需要提前判断尚未充分兑现的长期收益。上一轮是通信网络、计算机和软件，这一轮是芯片、算力、数据中心、网络及电力设施。不过，两轮革命的验证程度并不相同：互联网对生产率的贡献已经得到历史检验，而 AI 的整体经济回报仍处于逐步兑现阶段。

表 1 | 互联网革命与 AI 革命：技术变革及资本市场机制对比

比较维度	互联网革命（1990 年代）	AI 革命（2020 年代）
技术变革的本质	降低信息传播、获取与交易成本	降低知识处理及部分认知劳动成本
经济影响	推动网络化交易、信息流通与企业组织变革	改变知识工作、软件开发、业务流程与部分决策
基础设施	通信网络、计算机、服务器及软件	AI 芯片、数据中心、网络、电力与软件平台
商业化路径	基础设施先行，网络应用与电子商务逐步普及	算力建设领先，企业应用与经济回报仍在兑现
投资与融资	电信投资和外部融资支持大量新兴互联网企业	大型科技公司现金流投入占重要部分，外部融资也在扩张
资产价格作用	高估值改善融资条件，进一步支持网络建设	估值、融资能力与 AI 投资可能形成正反馈
经济回报验证	长期生产率贡献已经得到历史验证	局部效率提升已出现，整体生产率贡献待验证
主要风险	网络过度建设、商业模式不成熟与融资收缩	资本回报不足、供给过剩与商业变现低于预期

因此，互联网革命为理解今天的 AI 投资热潮提供了重要历史参照：技术潜力推动大规模投资，投资与资产价格又可能相互强化；但不同的融资结构、商业化进度和最终经济回报，决定了历史可以用于比较机制与阶段，不能机械复制时间表。

对投资者而言，真正需要判断的不是 AI 革命能否创造价值，而是产业增长、融资扩张和股票定价之间的正反馈处于什么阶段，以及何时可能因投资回报不足而逆转。因此，本研究区分技术的长期经济价值、当下的投资扩张与资产价格中的泡沫风险。

从当前证据看，AI 投资与相关股票上涨仍有真实需求、企业盈利和融资支持，但市场明显分化：资金更倾向于流向客户需求和投资回报较清晰的项目，对依赖持续融资的企业则更为谨慎。局部

已显现资本回报与再融资风险，但尚无充分证据表明股价下跌正在广泛压缩融资、投资和未来盈利。

在上述可比性基础上，结合基础设施投资、商业化、企业盈利、融资环境与市场表现，本研究初步判断：2026 年的 AI 投资热潮在部分阶段特征上，大致接近互联网繁荣的 1998 年末至 1999 年上半年。这个对应并非顶部倒计时：市场分化不排除未来更广泛的上涨，真实盈利强劲也不能保证资产价格不会先于产业经营转向。

因此，我们判断未来 12—24 个月仍应以主动寻找投资机会为主，重点研究新增经济价值由谁捕获，以及产业瓶颈、竞争优势和生产率改善如何改变长期现金流。真正需要警惕的，是价格下跌开始削弱融资能力，融资约束进一步影响实际投资和未来盈利，使正反馈逐渐转为负反馈。

一、如何判断资产价格繁荣所处的阶段？——反身性周期定位框架

真实技术革命可以创造巨大的经济价值，也可能伴随持续数年的资产价格重估。资本市场不仅为未来定价，还可能通过融资与投资反过来影响未来；泡沫因而既可能创造机会，也可能在反转时放大损失。

本研究关心的不是贴上“泡沫”标签，而是上涨力量正在形成、强化还是衰减，投资者还有多少机会，以及什么变化会使正反馈转向负反馈。

1.1 研究方法：从三个方面判断周期位置

资本繁荣没有固定期限，也没有可靠的单一顶部指标。本研究以反身性机制、历史阶段和当前产业经济三类证据交叉定位，避免仅凭估值或订单判断周期。

第一，反身性的经济机制。

资产价格既反映未来预期，也能通过融资和投资改变未来。更高估值有助于新增资本形成，投资带来订单与盈利，进一步支持价格；当资本回报不足以支撑持续融资时，这种正反馈也可能反转。关键是检验这种反馈还在强化，还是资本扩张已越来越依赖持续高估值和外部资金。

第二，历史阶段的典型表现。

历史参照帮助识别不同阶段常见的定价、融资与产业特征，但不能把历史年份当作顶部倒计时。可观察的阶段大致有四种：

- 早期：技术与商业前景开始重新定价，资本投入逐步扩大。
- 中期：真实增长与融资反身性相互强化，领先股票继续上涨，市场可以明显分化。
- 后期：边际投资更依赖高估值与持续融资，实际回报与价格预期的缺口扩大；股价仍可能加速上涨。
- 反转期：价格下降、融资收缩、投资减少与盈利下修形成负反馈。

阶段没有严格边界。尤其要分清“后期仍在上涨”和“负反馈已经启动”，也不能把分化或高估值当成独立的顶部信号。

第三，当前产业经济的独立检验。

历史规律必须接受当前产业事实的检验：技术成熟度、终端需求、供给弹性和资本回报在两轮革命中可能截然不同。

需要独立判断新增投资能否产生可持续经济回报、需求能否吸收新供给，以及产业增长是否依赖融资条件不断放宽。



图1 | 资产价格、融资条件与产业盈利的相对周期进度（概念示意）

横轴表示周期发展进度，而非事件发生时间。图中资产价格更靠右，表达其可能领先进入成熟或转折阶段；实际先后没有固定顺序，图示也不是2026年的测量值。

二、互联网革命的资本市场周期：1995—2000年的历史经验

互联网革命并非始于1995年，也没有在2000年结束。互联网在1990年代前半段走向商业应用，技术应用与生产率影响在2000年之后仍持续。本章选取1995—2000年作为历史研究窗口，是因为这一时期的互联网革命在技术商业化、基础设施投资、资本形成和资产价格变化等方面，与当前AI投资热潮具有重要的可比性。1995—1999年的发展过程为判断当前市场所处阶段提供了参照，而2000年的市场转折则有助于理解资本市场正反馈如何逆转，以及由此产生的投资风险。本轮生成式AI推动的股票重新定价则大致始于2023年，两轮周期具有可比较的市场观察窗口。

2.1 两轮技术投资周期：资本扩张的速度与强度

两轮革命的资本形成机制具有相似之处，但投资的增速与强度需要分别验证。本节采用美国经济分析局（BEA）公布的、连续覆盖两轮周期的官方季度数据：实际信息处理设备与软件投资衡量广义IT投资增长，设备与知识产权投资占GDP的比例衡量宏观投资强度。二者都包含非互联网或非AI支出，不能直接等同于两轮革命的专属资本开支。

第一，两轮技术投资均明显扩张，但扩张速度与投资强度不同。

以每年第二季度为可比时点，1995—1998年美国实际信息处理设备与软件投资累计增长约80.0%，2023—2026年同口径增长约45.9%，上一轮的实际增长更快。但设备与知识产权投资占GDP的比例，互联网周期由1995年第二季度的约9.88%升至1998年同期的约10.79%，本轮则由2023年同期的约10.69%升至2026年同期的约11.68%，后者还略高于2000年第二季度的约11.54%。因此，本轮宏观投资强度已处于较高水平，而广义IT实际投资的扩张速度相对更慢。评价AI专属投入仍须另行考虑数据中心建筑、电力及其他投资。

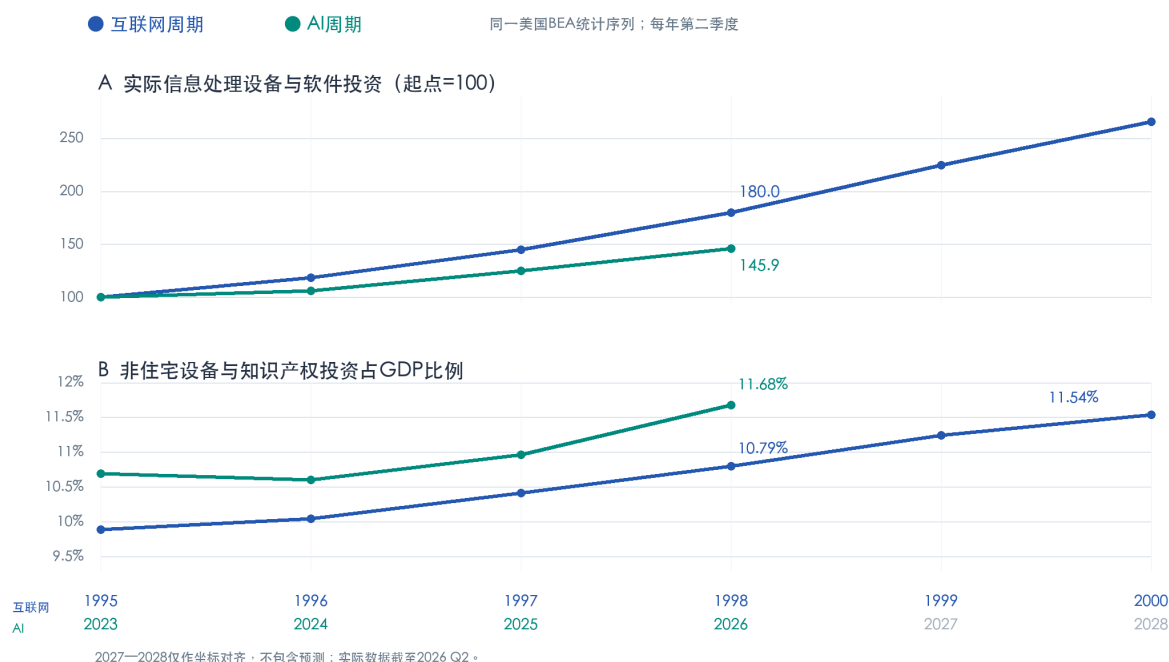


图 2 | 两轮科技投资周期：实际扩张速度与宏观投资强度

来源：BEA/FRED B679RA3Q086SBEA（实际信息处理设备与软件投资）、Y033RC1Q027SBEA（设备投资）、Y001RC1Q027SBEA（知识产权投资）、GDP（名义GDP）；均取第二季度。1995/2023 各自起点=100；2026 年数据为已公布 Q2 实测，2027—2028 不含预测。投资指标覆盖广义经济活动，非纯互联网/AI 支出。

第二，技术革命可能同时推动资本需求、实际利率与科技股价格上涨。

1999 年是利率与科技股共同上涨的典型案例。美国 10 年期国债收益率从当年 1 月的约 4.72% 升至 12 月的约 6.28%，同期纳斯达克指数从 1 月末至 12 月末上涨约 62%。克利夫兰联储模型估计，10 年期预期实际利率同期也明显上升。美联储 1999 年 7 月报告指出，强于预期的经济活动和企业利润支撑了股价，抵消了债券收益率上升的部分压力。结合图 3 的完整路径可见，高利率及利率上升本身都不是科技股牛市终结的充分条件。

技术进步可能同时推动资本需求与企业盈利。预期生产率和投资回报改善，使企业扩大资本开支与融资，进而推高均衡实际利率；与此同时，长期盈利预期改善又支持科技股估值。利率与股价共同上涨，可能是同一轮投资扩张的两个结果。不过，长期国债收益率还受到通胀、货币政策、财政融资和期限溢价影响，不能把实际利率的全部上涨归因于科技投资。

本轮 AI 投资也出现类似机制。美联储 2026 年 9 月会议纪要记录，市场认为 AI 基础设施的大规模私人债务融资，是推升长期国债收益率和期限溢价的因素之一；同时，当年股票上涨主要得到实际及预期盈利增长支持，市盈率倍数反而下降。投资者更应判断利率为何上升：若真实需求、盈利预期和融资能力持续改善，较高利率与科技股上涨可以并存；若利率上涨主要反映通胀或风险补偿，而投资回报与盈利上修开始减弱，估值与融资压力就可能逐步占据主导。

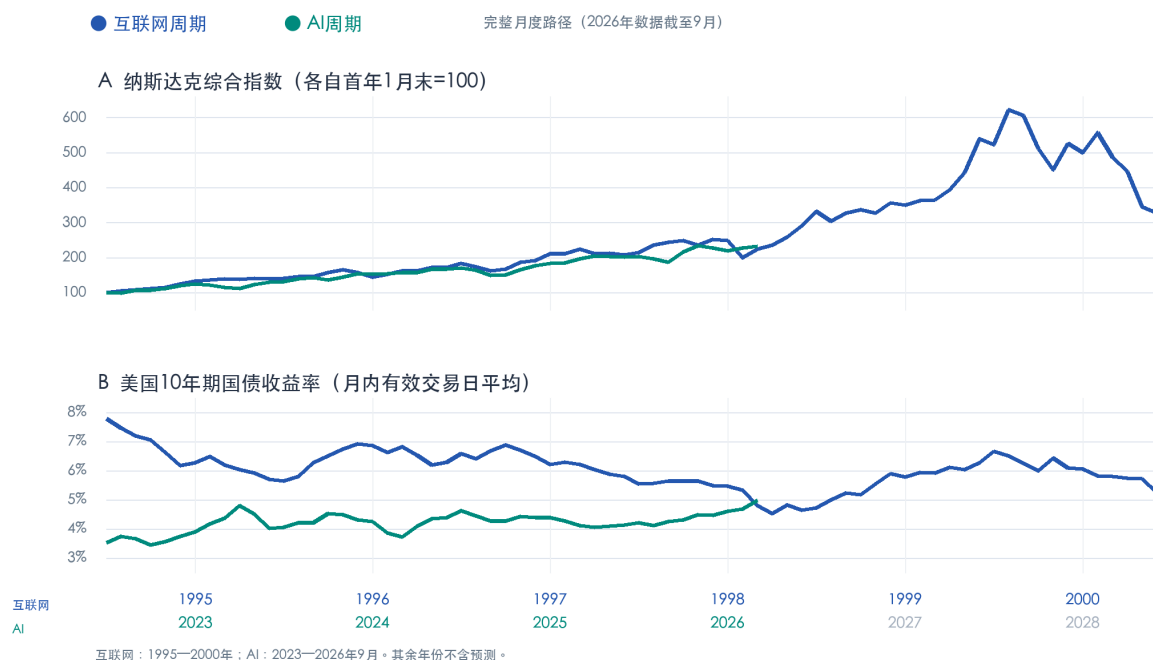


图3 | 两轮科技股重估与长期利率：同周期月度路径

来源：FRED NASDAQCOM（纳斯达克综合指数，月末收盘值）与 DGS10（美国 10 年期国债收益率，月均值）。两轮股票指数分别以 1995/2023 年 1 月末=100，历史窗口 1995—2000 年，本轮至 2026 年 9 月。双年份横轴仅表示经过相同年数，不构成精确阶段映射。利率机制参考克利夫兰联储的长期实际利率估计、美联储 1999 年 7 月货币政策报告，以及 2026 年 9 月 15—16 日 FOMC 会议纪要。

第三，也是最重要的机制相似性：资产价格上涨可能改善企业的融资能力，进一步推动建设、订单和盈利；经营兑现又会强化市场预期。这使资本市场不只是反映技术革命，也可能实质性推动其扩张。正反馈带来机会，经济回报不足与融资收缩则可能使它反转。

但融资基础存在关键差异：上一轮许多互联网公司依赖 IPO 和外部股权，而今天大量 AI 资本开支由拥有强劲经营现金流的大型科技企业承担，边际项目则更多使用债务、私募信贷与合同支持的融资。因此，1995—2000 年提供的是资本反身性与周期阶段的历史样本，而不是可机械复制的估值或剩余上涨时间。

2.2 资产价格繁荣是怎样一步步演化的？

1995—1997 年：技术前景得到验证，资产价格持续重估。

信息技术渗透率提高，企业加大设备和软件投资，科技企业盈利增长与市场对长期生产率改善的预期，共同推动资产价格上升。

但即使在这一阶段，估值风险也已经开始积累。美联储 1998 年初的报告指出，1997 年的股票估值已经包含非常强劲的未来盈利增长预期，股票风险溢价处于历史低位。因此，历史上所谓的繁荣早期，并不一定意味着股票仍然便宜。产业前景逐渐得到验证与估值提前扩张，可以同时发生。

1998 年：金融市场遭遇冲击，科技资本繁荣却没有结束。

亚洲金融危机、俄罗斯债务违约及全球信用市场紧张，引发美国股票市场明显波动。美联储在 1998 年秋季连续降息，金融市场逐渐恢复。随后，科技股强劲反弹。根据美国政府当时的经济报告，从 1998 年 10 月 8 日至年底，纳斯达克上涨约 55%。

这一阶段的重要启示是：即使信用市场出现显著压力、资产价格发生较大调整，只要真实产业前景与资本扩张条件没有受到根本破坏，原有繁荣仍可能重新加速。

1999 年：融资和资产价格反身性明显加速。

1999 年上半年，美国共有 114 家互联网相关企业上市，而 1998 年全年只有 42 家。部分企业即使收入有限、持续亏损，也能够凭借市场对未来网络经济的乐观预期获得很高的估值。这种融资能力使大量尚未完成商业模式验证的企业得以迅速扩张。同时，真实的网络建设和企业 IT 投资又为设备与技术供应商带来订单和盈利。

值得注意的是，分化早在繁荣加速期间就已经出现。到 1999 年上半年末，部分质量较差的互联网 IPO 已经撤回或跌破发行价，但优质项目仍受到投资者追捧。

2000 年初：资产价格率先转折，已经启动的实体投资仍有惯性。

在这一时点，市场已经对部分企业的长期成功作出极高定价，而大量尚未形成可靠现金流的企业仍依赖外部资本继续投资。随后资产价格开始明显调整，融资条件逐渐恶化。但这个转变并未立即反映在所有产业经营数据中。

美联储整理的上市公司样本数据显示，主要电信服务商资本开支从 1999 年的约 612 亿美元增至 2000 年的 757 亿美元，2001 年仍约为 770 亿美元，到 2002 年才明显下降至约 498 亿美元。

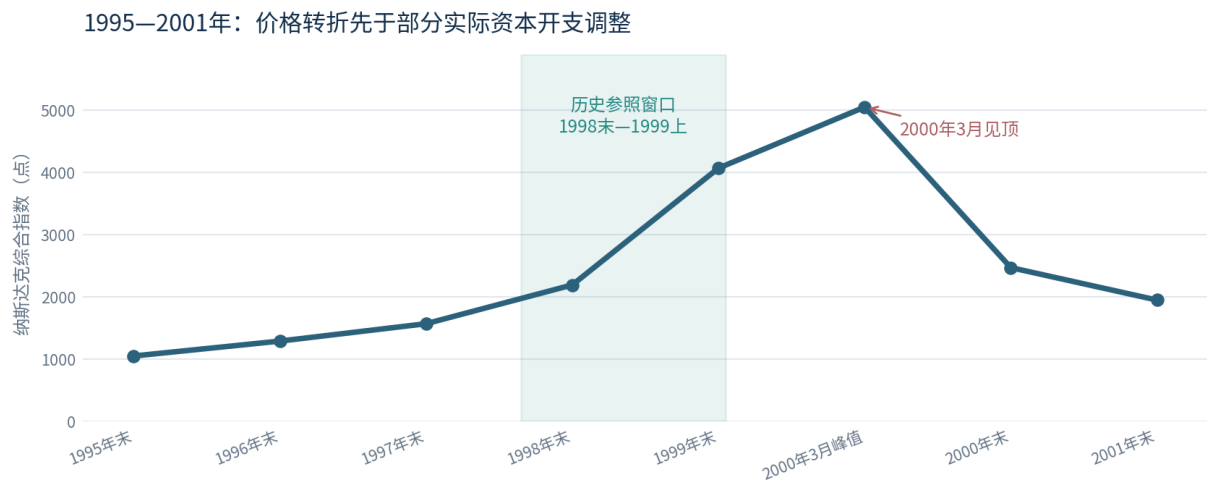
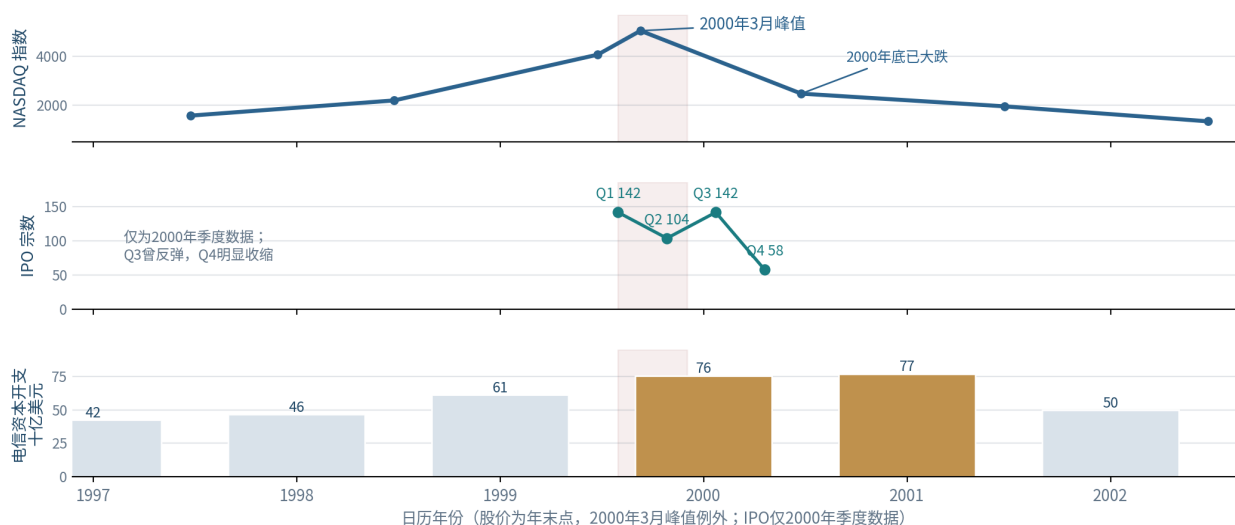


图 4 | 纳斯达克 1995—2001 年关键时点价格走势

各点为年末与 2000 年 3 月峰值的离散历史样本；横轴等距展示事件，并非逐日价格序列。

上一轮资本繁荣：价格先转，融资与实体投资并不同步



来源：纳斯达克历年年末指数与 2000 年 3 月峰值、WilmerHale 当年 IPO 季度统计，以及美联储整理的电信服务商年度资本开支样本。
使用同一日历年份、三个不同单位；IPO 仅提供 2000 年季度样本，不能推断融资收缩的精确起点。

2.3 真正的转折：资本繁荣何时从自我强化走向自我削弱？

互联网周期表明，股票价格、融资条件与实体投资未必同时转折。理解这一过程，需要先看繁荣如何推动真实投资，再看新增资本的经济质量何时开始下降。

在扩张阶段，真实需求和企业盈利改善支持股价上涨；较高估值又帮助企业获得融资、扩大投资，进一步创造订单。这种正反馈即使伴随较高估值，也可能持续带来显著的股市收益。

随着资金越来越多地进入回报尚未充分验证的项目，资产价格所隐含的长期预期与新增投资实际能够产生的现金回报可能逐渐脱节。此时订单和资本开支仍可能增长，但部分项目对持续融资的依赖越来越强。

当股价下跌开始削弱融资能力，企业被迫放缓投资，进而影响供应链订单和未来盈利时，正反馈才会向负反馈转变。1999 年市场已经分化，却仍继续上涨；2000 年股市见顶后，部分产业资本开支仍在增加。判断转折应关注价格、融资与投资的传导，而不是只看某个估值或当期订单指标。

2.4 历史留下的三条经验

上一轮互联网周期留下三条可用于今天投资判断的经验。下表直接对应历史证据和投资含义，重点在于识别哪些信号不足以单独判断市场顶部。

表 2-1 | 三条历史投资纪律：事实依据与当下含义

历史纪律	直接历史证据	当前投资含义
高估值、高利率不等于牛市结束	1999 年美国 10 年期国债收益率约 4.7%→6.3%，NASDAQ 全年+86%。	不能仅凭利率或高倍数提前放弃上涨；还要判断盈利预期和融资反身性。
市场分化不等于顶部	1999 年 NASDAQ 大涨，但过半标普 500 成分股全年下跌；同期互联网 IPO 仍持续活跃。	把分化先作为利润向赢家集中的线索；是否转弱必须看领先资产与融资变化。
产业数据强劲不等于股价仍安全	NASDAQ 在 2000 年 3 月见顶；电信服务商样本资本开支 2000 年约\$75.7bn，2001 年仍约\$77.0bn。	股票可早于资本开支和供应商收入转向，不等待所有经营数据同步变差。

三、2026 年 AI 资产价格繁荣处于什么阶段？

核心判断：AI 投资和科技股上涨仍得到真实需求、盈利增长与融资支持，但市场分化已经明显。资金正更严格地筛选企业与项目，部分高度依赖外部融资的资产出现脆弱性；目前尚无充分证据表明股价下跌已经引发广泛的融资收缩、投资削减和盈利下修。

这一判断需要分别核对三项现实：资产价格、融资条件和产业经济。三者可能错位，不能以某一项强弱直接替代整体判断。

3.1 资产价格：盈利支撑上涨，市场广度明显收窄

本轮美股上涨具有较强的盈利预期支撑。2022 年末至 2026 年 9 月末，标普 500 指数上涨约 99.3%；同一期间，FactSet 的未来 12 个月市盈率由 16.5 倍升至 19.0 倍，按价格除以市盈率推算的未来 12 个月每股盈利预期上升约 73.1%。按照价格=预期盈利×估值倍数的分解，累计涨幅的主要部分对应盈利预期改善，而非估值倍数持续扩张。

2026 年市场更进一步呈现“盈利向上、估值趋严”的特征。FactSet 数据显示，标普 500 未来 12 个月市盈率由 6 月末的 20.4 倍降至 9 月末的 19.0 倍，同期指数反而上涨约 2.0%，隐含未来 12 个月盈利预期提高约 9.5%。截至 10 月初，19.0 倍估值略低于其 5 年和 10 年均值；第三季度盈利预测在季度内上修 1.4%，预期同比增长约 29.6%。这说明市场仍在提高对企业盈利的预期，同时对远期增长愿意支付的估值有所收敛。

从 2022 年末至 2026 年 9 月末的标普 500 价格、未来 12 个月盈利预期与估值变化见下表。数据采用相同市场口径，变动属于乘法关系，表内百分比不能直接相加。

表 3-1 | 本轮美股上涨的盈利与估值分解

指标	2022 年末	2026 年 9 月末	变化
标普 500 价格指数	3,839.50	7,651.54	+99.3%
未来 12 个月隐含 EPS	约 232.7	约 402.7	+73.1%

未来 12 个月市盈率	16.5 倍	19.0 倍	+15.2%
-------------	--------	--------	--------

来源：S&P Dow Jones Indices/FRED SP500；FactSet 2023 年 1 月 6 日与 2026 年 10 月 2 日历史快照。指数为价格指数，不含分红；EPS 是由指数点位除以远期市盈率反推的预期值，不是已实现盈利。

科技与 AI 基础设施股票的估值压缩更为明显。路透社 10 月 1 日援引 LSEG 和高盛数据指出，标普 500 科技板块远期市盈率由 2026 年初的约 26 倍降至约 21 倍，AI 基础设施股票样本的远期市盈率中位数则从 4 月的约 32 倍降至约 22 倍。这与强劲的当前盈利形成对照：市场仍在为增长付费，却更严格地要求增长具有持续性与资本回报。两组倍数涉及不同样本和日期，不用于直接比较绝对估值高低。

与此同时，股票上涨的参与范围明显收窄。路透社根据截至 2026 年 10 月 9 日的市场数据统计，标普 500 年内上涨约 14%，成分股收益中位数却只有约 4%，逾四成现有成分股年内下跌。10 月 5 日纳斯达克创收盘新高时，仅约 31.5%的成分股高于 50 日均线；标普 500 前十大公司权重已从 2022 年 10 月的约 28%升至约 40%。指数上涨与多数股票表现之间的差距，已经成为需要独立观察的市场风险。

市场分化可能同时反映两种力量：一方面，强劲盈利吸引资金向真正受益于 AI 的企业集中；另一方面，较高利率、利润增长持续性和资本回报的不确定性，正在压制更多股票的估值。当前尚不能仅凭市场广度偏弱认定牛市见顶，也不能把估值回落直接解释为市场仍然便宜。接下来应重点观察领先股票价格能否继续得到盈利上修支持，以及融资压力会否从边际项目向优质企业扩散。

3.2 市场分化为何可能持续：历史价格证据与经济机制

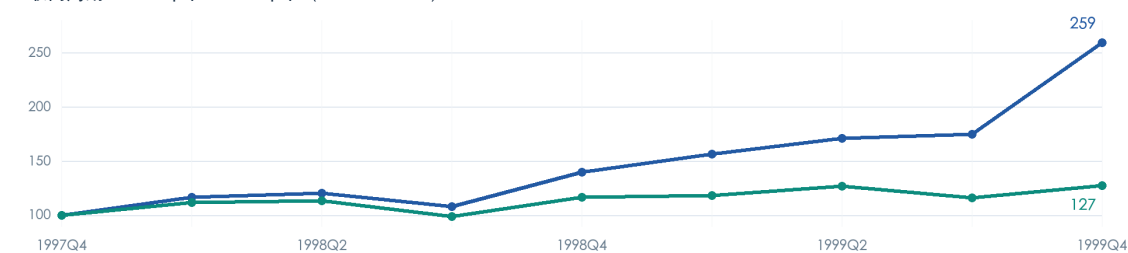
上一轮互联网繁荣表明，科技股与更广泛市场的分化可以持续多年。以 1997 年末为共同起点，至 1999 年末纳斯达克综合指数上涨约 159%，同期 NYSE 综合指数仅上涨约 27%。股票层面的分化也持续存在：1998 年和 1999 年，标普 1500 成分股分别只有 24.5%和 28.6%跑赢指数。科技牛市继续加速的同时，整体市场收益仍高度集中于部分领先者。

两轮科技投资热潮：股票价格分化的持续性

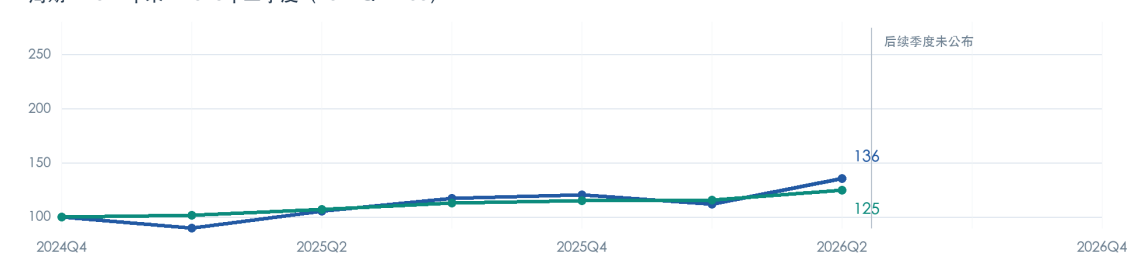
相同指数、相同价格指数化方法；历史阶段比较并非顶部年份映射

——纳斯达克综合指数 NYSE 综合指数（更广泛市场）

互联网周期：1997年末→1999年末（1997Q4=100）



AI周期：2024年末→2026年二季度（2024Q4=100）



说明：NYSE综合指数与纳斯达克均为市值加权价格指数；指数差异不能替代成分股广度统计。
截至2026Q2；并非预测。本图比较两段已发生的价格路径，不推断顶部出现的时间。

图 3-1 | 两轮市场分化：科技股与广泛市场的实际价格走势

来源：Nasdaq/FRED NASDAQCOM 及美联储金融账户/FRED BOGZ1FL073164003Q（NYSE 综合指数，季度末）。各自以 1997Q4 及 2024Q4=100；本轮数据截至 2026Q2，其后不包含预测。两项均为市值加权价格指数，不代替成分股广度统计。

本轮也出现收益集中，但程度与表现形式不同。以 2024 年末为起点，截至 2026 年二季度，纳斯达克综合指数上涨约 35.7%，NYSE 综合指数上涨约 24.8%，差距明显小于 1998—1999 年。但 3.1 节显示，2026 年标普 500 内部已有超过四成股票年内下跌。指数之间的差距与同一指数内部的个股分化，并非完全相同的指标。

分化具有持续的产业基础：设备、算力和基础设施供应商较早实现收入增长，其他行业则需逐步完成 AI 部署、业务重构和利润兑现；企业之间的技术、客户、数据优势与融资能力也不相同。PwC 对 1,217 家企业的调查表明 AI 应用回报高度不均衡，但不能直接用来解释股价的全部差异。

因此，未来 12—24 个月，不同企业与行业之间较大的股票收益差异很可能继续存在，但领先者未必固定。随着 AI 应用与生产率回报扩散，新的盈利赢家可能出现，市场广度也可能阶段性恢复。投资者应重视利润增长由谁获得、市场已提前定价多少，以及分化是否伴随核心盈利预期恶化和融资收紧，而不是把市场宽度下降直接视为牛市顶部。

3.3 资产价格与融资：正反馈如何支持 AI 投资扩张

随着 AI 基础设施建设规模扩大，独立算力供应商和数据中心开发商越来越多地参与扩张。与主要依靠经营现金流投资的大型科技企业不同，这些项目更多依赖股权、债务和客户合同融资，资本市场条件由此直接影响部分新增产能的建设速度。

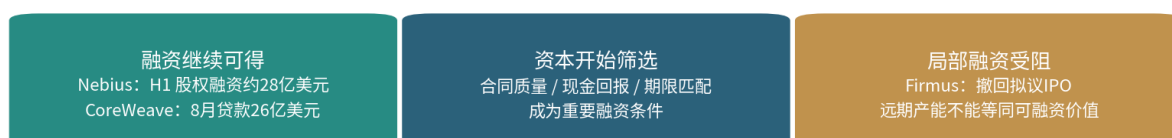
较高估值有利于企业以较低稀释成本筹集股权资金；债务融资则更多依靠合同、资产和现金流保障。融资改善推动建设与设备采购，为供应链创造订单和盈利，并进一步强化市场对 AI 需求的预期。

Nebius 在 2026 年上半年通过发行股票筹集约 28 亿美元，支持算力资本开支，并获得客户合同和预付款支持。股价与估值有利于股权融资，但筹资额不能直接等同于由股价上涨新增的投资。

CoreWeave 于 2026 年 8 月完成 26 亿美元贷款安排，说明拥有算力资产和合同的项目仍可获得债务资金。但贷款期限约五年、客户合同平均期限约三年，续约、设备残值和再融资风险仍需评估。

Firmus 于 2026 年 10 月撤回拟议 IPO，为个别项目面临资本市场阻力提供了案例，但不足以证明全行业融资关闭。与上述成功融资并列看，资本市场仍开放，却对项目的估值、合同质量和经济回报进行筛选。

融资筛选可以使高质量项目扩大优势。需要警惕的是，如果越来越多项目只能依靠高估值、再融资和过度乐观的回报假设才能成立，资本市场调整可能反向压缩投资；目前尚无证据显示这一负反馈已经广泛扩散。



结论：选择性扩张 ≠ 全面融资关闭；案例不能单独量化股价造成的额外投资

图 6 | 2026 年 AI 基础设施融资：扩张与筛选并存

来源：Nebius 及 CoreWeave 融资公告；Reuters（2026-10-08）关于 Firmus 撤回拟议 IPO 的报道。单个案例不能证明整个市场融资普遍收紧，也无法精确测算股价上涨额外带来的资本开支。

3.4 产业经济：基础设施需求强劲，最终投资回报仍待验证

产业经营证据显示，AI 基础设施的设备销售、云服务需求和数据中心租赁仍然强劲。

NVIDIA 在 2027 财年第二季度实现收入同比增长 106%，其中数据中心收入增长 117%，显示 AI 相关计算设备的强劲需求已经转化为设备供应商的实际销售收入。

微软 2026 财年 Azure 收入首次超过 1,000 亿美元，全年增长 41%；第四财季 Azure 及其他云服务收入同比增长 43%，管理层表示客户需求仍超过可交付产能。不过，Azure 包含大量非 AI 云业务，这些增长不能全部归因于 AI。

NVIDIA 与 Microsoft 的业绩证实，AI 相关建设已形成可观的设备销售和云服务收入。

CBRE 数据显示，2026 年上半年北美主要数据中心市场供应达到 10,903MW，同比增长 33.7%；空置率仅 1.4%，在建 7,481MW 中 80.4% 已预租，主要市场租金报价仍上涨。这说明其覆盖范围内的新增产能目前仍被较快吸收。

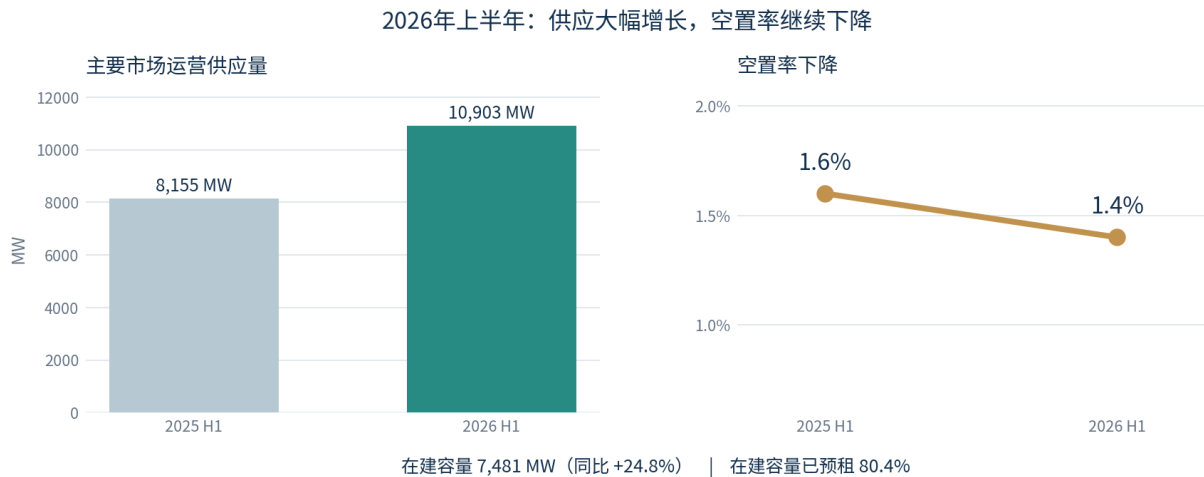


图 7 | 北美主要数据中心市场：供应继续增长，空置率下降

来源：CBRE H1 2025 / H1 2026；2025 H1 供应量根据 2026 H1 同比+33.7%反推，约 8,155 MW。

判断需求能否持续，下一步要看数据中心与算力服务商能否将合同转化为可靠现金流，以及终端企业应用 AI 能否长期改善收入或成本。设备供应商销售已较充分验证，但项目级现金回收和终端回报仍需跟踪。

若企业 AI 应用能够持续创造新收入、降低成本，新增算力投资就可能得到更长久的需求支撑；若产能增长快于真实付费需求，部分项目可能面临利用率和回报压力。

目前产业需求仍然强劲，尚无广泛数据中心过剩的直接证据。下一阶段应检验新增投资的现金回收、资本回报和终端 AI 应用创造的经济价值。

3.5 当前周期位置、主要风险与判断改变条件

综合股票价格、资本融资与产业经营三方面证据，当前 AI 投资与相关股票上涨仍有真实经济支撑，尚未形成广泛的价格—融资—投资负反馈。但市场早已越过单纯依靠技术远景重新定价的起步阶段：资本投入规模扩大、领先企业盈利显著增长，市场对新项目的筛选也趋于严格。当前更准确的描述是扩张仍在继续，同时收益和风险正向不同企业集中。

表 3-2 | 当前周期定位：扩张的基础与风险积累

观察维度	支持扩张仍在继续	潜在风险与待验证的问题
资产价格	盈利预期持续上修；股价上涨主要由盈利改善驱动，远期市盈率有所下降	上涨集中于少数领先企业；未来盈利增长能否持续，以及市场广度是否进一步恶化
融资环境	部分独立 AI 项目仍能筹资；整体信用市场尚未全面紧张	融资质量分化，部分项目依赖持续融资，合同及资产期限错配
产业经营	芯片、云服务收入增长，主要数据中心仍有较强需求	部分项目现金回收与终端客户 AI 投资回报尚未充分验证

来源：本报告 3.1—3.4 节的价格、估值、融资及产业证据；信用利差来自 FRED 的 ICE BofA 投资级和高收益债券指数，截至 2026 年 10 月 8 日。表中比较的是证据方向，不是概率评分或精确的顶部预测。

价格信号体现出这种双重性：远期盈利预期继续改善、2026 年估值倍数却下降，说明近期股市上涨有盈利支撑，投资者对增长持续性的定价也在收紧。与此同时，多数股票明显跑输指数。市场分

化既可能反映盈利正在向少数优势企业集中，也可能是投资者开始提前要求更高的资本回报与风险补偿。两种力量很可能同时存在。

融资和实体投资尚未显示全面逆转。Nebius 及 CoreWeave 仍能获得资金，核心数据中心市场的需求和预租仍较强。截至 2026 年 10 月 8 日，美国投资级公司债利差约 0.82 个百分点、高收益债利差约 3.15 个百分点，反映整体信用市场尚未出现普遍紧张；但这不能替代对 AI 项目本身融资成本与合同质量的检查。终端客户 AI 投资回报仍有待更广泛验证。

因此，2026 年与互联网周期 1998 年末至 1999 年上半年的对应，仍只能视为部分机制的历史参照。它提示市场可能在已经分化、资本市场愈加挑剔的状态下继续上涨，却不能证明全面投机阶段必然到来，更不能用来估计距顶部还剩多少时间。未来投资机会仍存在，但越来越依赖盈利兑现、长期价值预期差和融资质量，而不是无差别持有 AI 主题。

今后最重要的检测是上述三条状态线是否开始形成互相强化的恶化，而不是等所有经营数据都同步下降：

资产价格：领先企业股价持续弱于其盈利预期，业绩上修无法稳定价格，市场下跌由弱项目扩展至核心资产；

融资：信用利差与真实筹资成本显著上升，融资困难开始由弱项目扩散到拥有可靠客户与现金流的企业；

实体投资：新项目因融资或回报不足而实际延期、取消，利用率、定价、边际资本回报和盈利预期依次转弱；需与电力交付等非融资原因区分。

若股价下跌实质削弱融资能力，融资收缩又压低新增投资和未来盈利，就意味着本轮价格正反馈开始向可传导的负反馈转换，应主动下修周期持续性与风险承受判断。

相反，如果 AI 应用的商业回报更快兑现，新增算力继续被有效吸收，融资扩张向高回报项目延伸，并带动更多行业盈利改善，则可以上修对本轮经济扩张持续性及剩余股市机会的判断。

四、未来 12—24 个月：上涨动力还剩多少？

核心判断：机会仍占主导，但超额收益更加依赖资产选择。真实盈利、长期价值预期差及资本反身性仍可能推动上涨；整体指数和所有 AI 股票不会自动获得同样回报。

4.1 历史位置不是顶部倒计时

综合第三章的产业和融资证据，本轮 AI 投资与股票市场仍处于正反馈阶段，但已经明显分化。图 8 以 1998 年末至 1999 年上半年作为可能的历史阶段参照，属于基于机制的暂定判断。图 2 与图 3 显示，两轮实际投资增速、投资强度及利率路径并不一致，因此不能把这一参照理解为准确的年份对应，更不能据此推算剩余上涨时间。本章据此转向分析未来 12—24 个月的具体上涨动力及其失效条件。



图 8 | 互联网历史阶段与当前 AI 市场：机制参照

研究性暂定阶段定位：互联网历史阶段与 2026 年 AI 市场并非统计映射。图 2、图 3 的同口径比较揭示了资本投资与利率路径的差异，阶段对应仅用于提出待验证的机制假设。

4.2 上涨动力之一：真实盈利仍在增长

本轮 AI 投资已转化为核心科技企业的实际收入和盈利增长。与 1990 年代大量依赖外部融资的互联网企业相比，当前部分领先企业拥有较强的经营现金流，能够支持持续投资。

FactSet 在 2026 年 10 月 7 日披露，标普 500 第三季度每股收益预测在季度内上修 1.4%，而过去五年通常下修约 2.2%。当前盈利预期尚未普遍恶化。

高盛估计，2026 年标普 500 盈利增长中近一半来自 AI 资本投资的直接和间接作用，表明 AI 投资已经成为市场盈利预期的重要来源。

高盛预计，美国主要云平台资本开支由 2026 年约 8,000 亿美元增至 2027 年约 1.2 万亿美元、2028 年约 1.4 万亿美元。绝对额仍增长，但增速放缓，设备供应商订单增长率及市场盈利预期的变化值得特别关注。



图 9 | 超大规模云平台资本开支：预计 2027—2028 年绝对额仍增

来源：Goldman Sachs Research，2026 年 9 月；2026E 由 2027 年 \$1.2tn 及约 50% 增长推算，全部为预测，非纯 AI 投资。

年份	资本开支（预测）	同比变化
2026E	\$800bn	—
2027E	\$1,200bn	+50%
2028E	\$1,400bn	+17%

高盛的预测同时表明，云平台资本开支到 2028 年仍可能继续增加，但 2027 年之后的增速预计明显放缓。这意味着产业规模继续扩张，与供应链新增订单和盈利上修速度逐渐降低，可以同时发生。

这种变化对不同企业的影响不同：设备供应商仍可能增长，但需要验证新增订单、利润率和增长预期；基础设施所有者则需要需要在扩大收入的同时承担折旧、融资成本和后续投资负担。

评价盈利增长的持续性时，还应区分经营现金流与一次性或尚未实现的投资收益，避免把非经常性利润当作未来投资回报。

本轮 AI 基础设施投资已经带动产业链盈利增长。未来 12—24 个月，若 AI 应用进一步帮助更多行业降低成本、创造收入，广泛的盈利改善便可能在基础设施投资增速放缓时形成新的增长动力；若接力明显滞后，投资回报与市场盈利预期则可能承压。

4.3 上涨动力之二：长期经济价值仍可能被低估

长期价值重估的机会，可能来自市场低估竞争优势的持续时间，以及企业能够从未来产业利润中保留多少长期现金流，而不仅是下一年的收入或盈利增长。

NVIDIA 提供了一个例子：近期 AI Factory 业务增长已经受到广泛关注，但系统级价值捕获、客户结构扩展和增长持续时间，仍可能改变对企业长期现金流的判断。

未来 1—2 年的关键投资问题，是企业优势能否持续增强、超额利润能保留多久，以及当前股价已经反映了多少长期成功。只有经营前景与市场定价之间仍存在可验证的差距，才可能形成超额收益。

4.4 上涨动力之三：资本反身性仍可扩张

第三章已经说明，资本市场融资能够推动真实建设和产业增长。未来 12—24 个月值得判断的是：这种资金支持能否由现有优质项目进一步扩展到更多商业模式尚在验证、但增长潜力较大的企业，从而推动更广泛的股票上涨。

当前融资仍在分层：拥有可靠客户合同、较强现金流和可交付产能的项目继续获得支持，对远期规划产能和高融资依赖项目的审查则更加严格。

如果资金继续支持高回报项目，并进一步向有发展潜力的新企业扩展，新增投资、订单、盈利预期与股票估值之间的正反馈便可能进一步增强。

这类融资扩张可能提供显著的阶段性股票机会。对普通股投资者而言，还应判断新增资本最终能够形成多少属于现有股东的经济价值。项目合同、设备折旧、债务期限以及潜在股权稀释，将影响融资增长转化为股东长期现金流的程度。

本节的投资重点，是寻找既能利用资本市场加速发展、又能持续改善单位经济性与股东现金流的企业。其余融资风险及可能的反转路径，在下一节集中评估。

4.5 三种价格路径与检验条件

未来 12—24 个月的价格路径，主要取决于企业盈利、长期价值预期及融资条件如何相互作用。下列情景用于明确需要观察的变化，而非预测统一指数点位或精确概率。

基准路径：真实增长支撑市场，股票继续分化

AI 基础设施需求继续增长，核心企业盈利持续兑现，融资仍支持有合理回报的项目。股票价格主要由实际盈利和长期价值预期驱动，不同企业因竞争优势、资本回报和估值差异而继续分化。

上行路径：盈利兑现与融资扩张相互强化

若盈利兑现、企业 AI 应用和生产率改善进一步强化市场信心，更多项目能够获得融资并扩大投资，新的订单和业绩预期又推高资产价格，市场上涨便可能从少数领先企业扩展到更多资产。

1999 年的历史经验表明，高估值与市场分化不一定阻止随后更广泛的上涨。本轮同样存在这一上行可能，但需要由融资范围扩大和新增项目回报改善来验证，不能仅由历史年份推出。

下行路径：投资回报和融资条件共同恶化

若新增 AI 项目的回报持续低于预期，融资条件随之收紧，部分企业不得不减少投资，产业链订单和未来盈利预期就可能转弱。资产价格下跌若又进一步削弱融资能力，便会形成持续的负反馈。

在这种情况下，股价可能先于供应链收入和产业利润转弱；盈利预测与估值倍数同时下降时，价格损失可能进一步放大。

4.6 未来 1—2 年：机会仍占主导，风险纪律必须前置

综合真实需求、融资可得性和价值扩散三方面证据，我们仍倾向于未来 12—24 个月积极寻找 AI 机会。这不是无条件看多：领先企业的高增长已部分进入股价，资本开支变化会影响盈利预期，局部高融资依赖资产也可能率先承压。

市场对部分成熟 AI 盈利企业的长期折价，不应简单理解为“泡沫尚远”，也不应直接视为“风险即将兑现”。更可靠的判断要看估值变化是否开始实际削弱融资与投资，以及盈利和客户真实回报能否持续验证长期预期。

本研究不把市场分化本身作为退出信号。分化是 AI 革命长期价值重新分配的重要表现，投资者应主动利用它寻找新的赢家。应持续观察领先资产价格与盈利预期是否背离，以及融资困难是否向优质项目扩散。资产价格可能先于订单和利润转弱，不必等待经营数据全部确认才管理风险。

如果随后新增投资、项目交付、利用率、价格和边际资本回报也开始恶化，就说明资产价格与实体经济之间的反身性关系正在由正向强化转为相互削弱。

买方结论：利用真实增长、持续分化和反身性创造的机会；当价格调整开始实质削弱融资与盈利路径时，及时改变风险判断。

五、下一阶段的投资机会：经济价值将向哪里转移？

核心判断：下一阶段的超额收益，将更多来自经济价值重新分配，而非普遍 AI 主题暴露。瓶颈迁移、价值捕获重估、生产率扩散与资本反身性，是值得持续研究的四类机会。

5.1 四类投资机会：经济价值的扩散与捕获

AI 的新增经济价值正沿三条路径同时形成：基础设施从设备供应走向系统交付，算力需求从模型训练扩展到持续推理和企业工作流，AI 应用逐步改善传统企业的经营效率。这些变化并非简单的先后替代，而是相互促进，并不断改变利润由谁获得。

Gartner 预计 2027 年 AI 基础设施支出约 1.98 万亿美元，AI 软件约 6,564 亿美元，AI 智能代理与助手约 655 亿美元。图 10 展示支出向多个环节扩展的趋势；支出增长本身仍需要通过企业盈利和股东现金流检验。

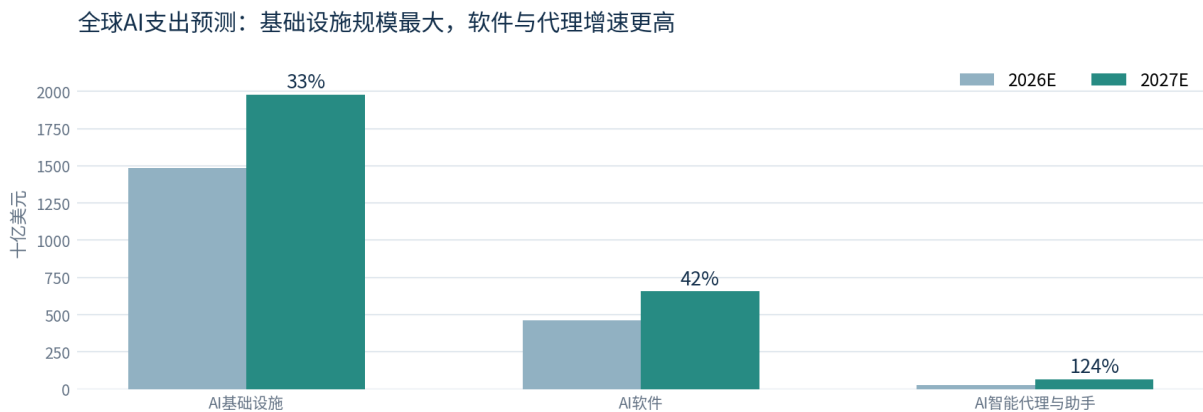


图 10 | 2026—2027 年全球 AI 主要支出类别预测

来源：Gartner 2026-09-16；预测支出，非上市公司收入 / 利润；智能代理分类口径于本轮更新。

四类机会分别来自系统瓶颈、平台竞争优势、生产率改善，以及融资与资产价格的正反馈。以下重点判断价值如何形成、市场可能低估什么，以及如何验证。

第一种：瓶颈迁移——寻找新增资本无法迅速消除的稀缺性

科技革命通常伴随大规模资本涌入。新增投资可以缓解原有供给不足，但也会不断暴露新的系统约束。

AI 基础设施已经体现出这种变化：即使芯片和服务器供给增加，数据中心仍可能受限于电力接入、系统集成、散热和建设交付能力。

CBRE 数据显示，2026 年上半年北美主要数据中心市场供应同比增长 33.7%，空置率却降至 1.4%，在建容量的 80.4%已经预租。电力供应与基础设施交付周期仍是决定新增产能何时投入使用的重要因素。

新的系统瓶颈可能创造利润池，决定收益归属的是解决这些瓶颈所需的能力是否稀缺、能否持续，以及客户愿意为性能或交付效率提高支付多少额外价格。

研究应进一步验证：瓶颈的持续时间、领先企业的不可替代程度，以及竞争对手扩充供给所需的时间。如果稀缺性能够转化为持续的定价权、利润率和现金流，而市场仍主要按照普通周期性制造企业定价，就可能产生重要预期差。

反过来，如果新增资本迅速扩大供给，所谓的稀缺性只是短期产能不足，那么订单增长可能伴随未来利润率回落。研究重点是寻找能够把持续稀缺性转化为定价权和现金流、而市场尚未充分认识其价值的企业。

第二种：价值捕获重估——寻找竞争优势正在增强但仍按旧模式定价的企业

AI 可能提高企业的经营效率，也可能改变其竞争优势和长期现金流属性。尤其值得关注的是已经拥有大量客户、专有数据、业务流程或交易网络的平台型企业。在这些企业中，AI 不仅可能降低人工和服务成本，还可能改善产品质量、扩大可销售服务范围、提高客户使用深度，并增强平台对客户业务的参与程度。

如果这些变化形成持续的网络效应、数据优势或更强的客户关系，企业的长期盈利能力就可能发生结构性改善。这类机会的关键预期差，不一定是未来一年收入增速突然上升，而可能是市场仍然按照原有竞争格局和盈利持续性为企业估值，却没有充分认识其经济价值捕获能力已经发生变化。

需要同时检验竞争影响：AI 也可能降低软件开发和服务交付的门槛，使原有产品差异化减弱、经济价值向客户或新进入者转移。因此，最终应当检验 AI 是否使企业获得了更强的客户关系、 workflow 控制或持续盈利能力，而不是只统计其客户和数据规模。研究重点是判断 AI 正在改变谁的竞争优势，而不只是判断谁正在采用 AI。

第三种：生产率扩散——寻找尚未被市场充分认识的经营质量跃升

基础设施供应商通过销售设备和算力获得收入，但 AI 长期创造的经济价值，最终需要在使用技术的企业中体现。

有价值的研究线索包括：企业收入或毛利润持续快于员工人数增长，单位服务成本下降，运营资本周转改善，或者企业在不显著增加固定资本投入的情况下扩大经营规模。这些变化如果能够持续，就可能使企业原有的利润率、现金流和资本回报预测过于保守。

这类机会往往不表现为新增一项 AI 业务，而是已有业务的利润率、现金流和投入资本回报出现持续改善。

但短期效率改善不一定全部归属于股东。竞争可能迫使企业把成本下降转化为更低价格，客户也可能获得大部分新增价值。

因此，需要继续研究企业是否具有定价权、客户黏性或其他竞争优势，能够保留 AI 生产率红利。研究重点是寻找 AI 已开始改善可观察的经营成果、且企业有能力保留新增利润的证据。

第四种：资本反身性——主动研究泡沫扩张和反转中的机会

第三章已经说明，资产价格、融资能力和产业投资能够相互强化。第四类机会关注的是，这一机制在个别资产上能否继续产生额外上涨动力，以及何时开始逆转。

当融资和投资正反馈继续增强，资产价格可能在长期现金流尚未完全兑现前大幅上涨；这一机会主要依赖融资窗口、资本成本与市场预期的变化。这种额外上涨依赖融资条件和预期持续改善。一旦新的投资项目无法产生足够回报，依赖高估值与持续融资的企业可能面临更大的非线性价格风险。

当资产价格下跌开始削弱融资能力，而融资约束又影响实际投资和未来盈利时，原有正反馈可能转为负反馈。那些债务负担重、合同与资产寿命不匹配、需要持续再融资的企业，可能首先受到影响。研究重点是把正反馈是否仍能支持真实投资作为参与依据；当资产价格下跌开始削弱融资、投资和盈利时，再研究负反馈带来的反向机会。

5.2 未来 12—24 个月值得关注的投资方向

沿着前述四条价值形成路径，未来 12—24 个月值得关注的投资机会集中在六个方向。基础设施建设可能不断产生新的供给瓶颈；AI 应用正在改变企业平台、客户关系和生产率；资本市场融资与资产价格的相互影响，则可能放大上涨机会，也可能在条件逆转时带来风险。下表列出各方向的收益形成机制及关键观察点。

关注方向	潜在价值形成机制	值得跟踪的关键证据
AI 计算系统的价值捕获	AI 计算从单一硬件转向系统级架构、互连与运行效率优化	谁掌握关键标准和系统控制能力，并将优势转化为利润与现金流？
电力与数据中心部署瓶颈	供电、建设交付与系统集成限制可投入使用的算力产能	瓶颈将持续多久，领先企业能否形成定价权，新增供给何时释放？
企业 AI 平台与客户入口	现有客户、专有数据及工作流与 AI 能力结合，可能提升平台价值	AI 是否提高客户使用深度、收入及利润，还是降低了替代门槛？
传统企业生产率提升	AI 改善单位服务成本、运营效率与投入资本回报	生产率改善能否形成持续的经营现金流，并由企业股东保留？
融资驱动的基础设施扩张	较高估值与可获得的资本支持新增项目建设及盈利增长	融资能否有效转化为产能、现金回收与现有股东价值？
融资逆转下的风险与反向机会	资产价格下降、融资收缩与投资削减可能相互强化	融资压力是否开始传导至真实投资和盈利预期？

判断这些机会的价值，需要把产业增长与股票定价结合起来：新的供给瓶颈能否形成持续的定价权，AI 应用能否改善可重复的利润与现金流，融资支持的扩张能否为现有股东创造价值。订单、交付、客户付费、单位成本、资本回报与融资成本，将是检验机会是否兑现的主要证据。

真正的超额收益，来自企业长期经济价值的改善尚未被股票价格充分反映。未来应持续寻找能够将技术进步转化为竞争优势和股东现金流的企业，同时留意融资条件由支持扩张转向限制扩张时，资产价格可能出现的非线性变化。

结论

第一，技术革命可能同时推动实际利率和科技股上涨。1999 年 1 月至 12 月，美国 10 年期国债收益率由约 4.72% 升至 6.28%，同期纳斯达克从 1 月末至 12 月末上涨约 62%。技术进步提高预期生产率和投资回报，既可能刺激资本需求、推高实际利率，也可能通过更强的盈利预期支持股票价格。本轮 AI 大规模投资存在类似机制。因而，判断高利率是否威胁科技股，关键在于利率上升来自更强的增长和投资需求，还是通胀、融资成本及风险补偿上升。

第二，严重的市场分化可以持续较长时间，并不自动预示牛市见顶。1997 年末至 1999 年末，纳斯达克累计上涨约 159%，同期 NYSE 综合指数仅上涨约 27%；1998 年和 1999 年，标普 1500 中分别只有约 24.5% 和 28.6% 的股票跑赢指数。当前 AI 行情也呈现收益集中，但市场广度和指数差异尚不能与上一轮等量比较。AI 带来的利润在不同企业间分阶段兑现，资金和竞争优势也不断重新

分配。因此，未来 12—24 个月较大的个股收益差异可能继续存在，领先行业与企业却可能轮换，市场广度也可能阶段性改善。

第三，当前股市上涨主要有盈利预期改善支撑，而非普遍依靠估值倍数扩张。2022 年末至 2026 年 9 月末，标普 500 上涨约 99%，由价格与远期市盈率推算的未来 12 个月每股盈利预期上升约 73%，市盈率则由 16.5 倍升至 19.0 倍。2026 年第三季度，指数继续上涨、远期市盈率反而下降，表明市场仍在上调盈利预期，同时更严格地评估长期增长和资本回报。AI 芯片、云服务和数据中心需求也已转化为实际收入。这支持当前上涨具有经济基础，但并不能推导出每只 AI 股票都便宜或未来增长已经有保障。

第四，资本市场的正反馈仍在推动 AI 建设，但融资机会和风险已明显分层。大型科技企业主要依靠经营现金流投资，独立算力和数据中心项目则更加依赖股票、债务以及客户合同。Nebius 筹集股权资金、CoreWeave 获得贷款，表明资本市场仍支持部分建设项目；Firmus 撤回拟议 IPO，则显示投资者并非无差别提供资金。较高股价可以改善融资条件、加快投资并创造供应链盈利，这条正反馈仍有进一步扩张的可能。但项目实际现金回报、设备寿命、债务期限和股权稀释，将决定新增资本是否真正增加现有股东价值。

第五，本轮 AI 资本与资产价格周期仍在扩张，尚未形成广泛的负反馈。核心企业盈利、算力需求和优质项目融资仍有支撑，市场已经越过单靠技术远景定价的起步阶段，进入真实经营兑现与资本扩张相互作用、股票表现明显分化的时期。1998 年末至 1999 年上半年的互联网繁荣可作为部分机制的历史参照，不能作为顶部倒计时。未来甚至可能出现融资范围扩大、股票上涨更加广泛的阶段，但这不是必然结果。真正需要警惕的是价格下跌开始削弱融资能力，继而导致项目削减、订单和盈利预期下降，形成价格、融资与实际投资之间可持续传导的负反馈。

未来 12—24 个月，投资重点仍应放在寻找新增经济价值的受益者。机会包括 AI 计算系统与电力部署中的持久瓶颈、竞争优势正在增强的企业平台、生产率提升带来的经营质量改善，以及资本融资正反馈可能创造的阶段性股票上涨。其中，更值得寻找的是盈利能力或竞争优势正在变化，而当前股价尚未充分反映这种变化的企业。市场分化是发现下一批赢家的线索，不是停止寻找机会的理由；当核心资产价格、融资条件和实际投资开始相互削弱时，则应及时降低对周期持续性和上涨空间的判断。

资料来源与口径说明

本报告初版采用截至 2026 年 10 月 11 日已公开资料，第三章 3.1 及相关周期判断补充至 2026 年 10 月 12 日。

[01] Federal Reserve Bank of San Francisco (2001) | The Stock Market: What a Difference a Year Makes

<https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/economic-letter/2001/06/the-stock-market-what-a-difference-a-year-makes/>

[02] Federal Reserve Board (1998,1999,2000) | Monetary Policy Reports / Annual Reports

https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm

[03] WilmerHale (2001) | 2000 IPO Market Ends Wild Ride on Down Note

<https://www.wilmerhale.com/en/insights/publications/2000-ipo-market-ends-wild-ride-on-down-note-january-2001>

[04] CBRE (2026-08-27) | North America Data Center Trends H1 2026

<https://www.cbre.com/insights/books/north-america-data-center-trends-h1-2026>

[05] Bank for International Settlements (2026-01) | Financing the AI Boom: From Cash Flows to Debt

<https://www.bis.org/publications/bulletin-120-financing-ai-boom-cash-flows-debt>

[06] Bank for International Settlements (2026-07) | AI and the Global Economy: Implications for Central Banks

<https://www.bis.org/publications/bulletin-130-ai-and-global-economy-implications-central-banks>

[07] FactSet (2026-10-07) | Analysts Increased EPS Estimates for S&P 500 Companies

<https://insight.factset.com/analysts-increased-eps-estimates-for-sp-500-companies-for-2nd-straight-quarter-1>

[08] Goldman Sachs Research (2026-09) | Can AI Investment Drive S&P 500 Earnings Even Higher?

<https://www.goldmansachs.com/insights/articles/can-ai-investment-drive-s-and-p-500-earnings-even-higher>

[09] Gartner (2026-09-16) | Worldwide AI Spending Forecast

<https://www.gartner.com/en/newsroom/press-releases/2026-09-16-gartner-forecasts-worldwide-ai-spending-to-grow-49-point-5-percent-in-2026>

[10] Federal Reserve / FRED | 10-year TIPS Yield (DFII10)

<https://fred.stlouisfed.org/series/DFII10>

[11] NVIDIA (2026-09) | Investment Research: NVDA Company Research, internal canonical review

公司研究底稿：2026-09-21 Update，2026-09-28 bounded refresh

[12] NVIDIA / Microsoft / Nebius / CoreWeave (2026) | 公司公开财报、融资公告及 SEC 文件

财报与公司公告：具体分析见第三、四章

[13] PwC (2026) | AI Value / ROI survey

<https://www.pwc.com/gx/en/issues/c-suite-insights/the-leadership-agenda/roi-from-ai.html>

[14] Bank for International Settlements (2026) | Annual Economic Report 2026 — AI credit and valuation risks

<https://www.bis.org/publications/aer-2026/progress-peril>

[15] Federal Reserve Board (2026) | FOMC Minutes, September 15–16, 2026

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20260916.htm>

[16] Federal Reserve Bank of Cleveland | Inflation Expectations and Real Interest Rate Estimates

<https://www.clevelandfed.org/indicators-and-data/inflation-expectations>

[17] S&P Dow Jones Indices / FRED | S&P 500 Price Index, Daily

<https://fred.stlouisfed.org/series/SP500>

[18] FactSet (2023-01-06) | Historical S&P 500 Forward P/E Snapshot

<https://insight.factset.com/have-analysts-lowered-eps-estimates-more-than-average-for-sp-500-companies-for-q4>

[19] FactSet (2026-10-02) | S&P 500 Q3 2026 Earnings Preview and Forward P/E

<https://insight.factset.com/sp-500-earnings-season-preview-q3-2026>

[20] Reuters (2026-10-01) | Investors Wary of Slowdown in US Corporate Profit Boom

<https://www.reuters.com/legal/transactional/investors-wary-slowdown-us-corporate-profit-boom-2026-10-01/>

[21] Reuters (2026-10-09) | AI-Centered US Stock Bull Market Nears Four-Year Anniversary

<https://www.reuters.com/legal/transactional/ai-centered-us-stock-bull-market-nears-four-year-anniversary-2026-10-09/>

[22] Reuters (2026-10-12) | Wall Street's Big but Narrow Rally

<https://www.reuters.com/business/wall-streets-big-narrow-rally-4-10-sp-stocks-are-down-this-year-2026-10-12/>

[23] Barron's / Dow Jones Market Data (2026-10-05) | Nasdaq Market Breadth at Record

<https://www.barrons.com/livecoverage/stock-market-news-today-100526/card/nasdaq-eyes-new-record-despite-rising-yields-thanks-to-the-ai-trade-Eb0X1JSLNCEgLU1TLB3A>

[24] ICE BofA / FRED | US Corporate and High Yield Option-Adjusted Spreads

<https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLC0A0CM> ; <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLH0A0HYM2>

[25] Nasdaq / FRED | NASDAQ Composite (NASDAQCOM)

<https://fred.stlouisfed.org/series/NASDAQCOM>

[26] Federal Reserve Z.1 / FRED | NYSE Composite Index, Quarterly

<https://fred.stlouisfed.org/series/BOGZ1FL073164003Q>

[27] The Irish Times (2016-08) | 1998–1999 S&P 1500 Market Breadth

<https://www.irishtimes.com/business/personal-finance/soaring-stocks-is-this-1999-redux-1.2764505>

研究用途说明：本文件为 Theme Research（主题研究），重点提供资产价格周期判断、未来价格机制和研究线索；不替代具体公司的重新投资论证、组合配置或交易执行决策。

补充市场数据：Associated Press (2026-10-09), "How major US stock indexes fared Friday 10/9/2026",

<https://apnews.com/article/dafbd0c4037ee10e2a9e305f3cfa8e70>。