下载日志已记录，仅供内部参考

图说中国宏观周报：海外AI投资变化影响多大

2026-09-21

近来海外AI 资本开支持续大幅扩张，并通过全球AI 产业链对中国经济形成外溢影响。一方面，海外数据中心和AI 基础设施建设带动服务器、光模块、PCB、通信设备及相关零部件需求，支撑中国相关产品出口；另一方面，海外订单增长也改善了国内AI 产业链企业的收入预期，进而带动扩产投资，对固定资本形成带来拉动作用。展望2027 年，根据市场一致预期，海外AI 资本开支规模预计仍将增长，但同比增速或较2026 年的高位回落。若海外AI 资本开支增速放缓，会对中国经济产生什么边际影响？

一、海外AI 资本开支仍在扩张，但增速或自26Q4 起回落我们主要聚焦美国AI 资本开支变化的影响。2026 年二季度，亚马逊、Alphabet、微软、Meta 和甲骨文五家代表性云厂商资本开支同比增长86.5%，延续较快扩张态势。然而，根据FactSet 一致预期，以云厂商为代表的海外AI 资本开支规模预计仍将增长，但同比增速自26Q4 或有所放缓。我们认为，除了高基数因素外，增速放缓或也与融资、物理和安全治理等约束逐渐显性化有关。

一是随着资本存量快速扩大，企业投资回报和融资约束逐渐增强。过去两年云厂商资本开支快速扩张，自由现金流有所承压，对外部融资的依赖上升。在长端利率维持相对高位、部分云厂商信用利差上行的背景下，融资成本上升可能进一步提高新增投资的回报门槛。与此同时，前期形成的大量资本存量也意味着未来折旧摊销压力上升。在AI 商业化仍需进一步兑现的情况下，近期ROIC 与WACC 之间的差距也有所收窄，企业资本配置可能逐渐由前期的抢算力、拼规模转向更加关注投资回报验证，从而导致AI 资本开支增速放缓。

二是物理约束开始限制项目落地速度。数据中心扩张对电网容量、电力价格、水资源和土地提出更高要求。2025 年以来，美国部分地区围绕数据中心用电、用水及社区成本的争议升温，并通过暂停审批、提高准入要求等方式加强约束，数据中心项目扩张被迫降速1。海外AI 基础设施扩张或面临着“需求较强、但项目落地受限”的压力。

三是安全治理风险或导致资本开支放缓。随着AI 自主完成复杂任务的能力快速提升，实际运行中的风险事件也在增多2，AI 安全治理的重要性与紧迫性同步上升。近期Anthropic CEO Dario Amodei 提出应适度放缓前沿模型能力提升速度3，为第三方评测和风险防控留出更多时间。若类似倡议进一步转化为行业协调或监管要求，前沿模型大型训练周期可能拉长，从而对训练算力需求增速形成边际约束。

二、出口渠道：海外AI 资本开支放缓或降低出口对GDP 的拉动若海外AI 资本开支放缓，会对中国经济产生什么影响？我们认为，首先最直接的影响来自出口。海外数据中心建设需要大量服务器、光模块、PCB、网络设备及电子零部件，其中中国供应链具有较强参与度，因此过去一轮海外AI 投资上行与中国出口改善具有较明显的同步性。

从季度数据来看，我们发现海外AI 资本开支增速大致领先中国出口和AI 链产品出口同比约一个季度。我们测算显示，海外AI 资本开支同比每提高10 个百分点，中国AI 链产品出口同比约提高2.8 个百分点，对应传导系数约为0.28。按照当前的一致预期，主要云厂商AI 资本开支同比或由2026 年的89.9%回落至2027 年的38.6%，降幅约51.3 个百分点，对应中国AI 链产品出口同比增速仍维持正增长，或边际放缓10 个百分点左右。不过，我们预计，明年海外AI 资本开支预计仍保持正增长，对中国AI 链出口仍有一定拉动，只是贡献较今年或有所回落。

三、投资渠道：外需放缓的影响相对更为滞后

海外AI 需求除直接带动出口外，还可能通过提高国内AI 产业链企业订单和产能利用率，进一步影响AI 产业链的投资。因此，海外AI 资本开支对国内投资的影响本质上是一个外需引致的投资效应。

我们基于A 股AI 产业链4上市公司数据，以境外收入占比对企业固定资产投资进行加权，构造与海外需求相关的AI 产业链投资指标。我们测算表明，海外AI 资本开支变化对国内AI 产业链投资存在更长的传导时滞，海外AI 资本开支大致领先AI 产业链投资约一年，传导系数约为0.49。这也符合企业从获得海外订单、确认产能缺口，到扩建厂房和购置设备需要一定时间的经济逻辑。

从对经济增长的边际影响看，与出口渠道不同，由于投资传导存在较长时滞，2026 年海外AI 资本开支高增长对国内投资的支撑仍可能延续至2027 年。按当前测算，我们预计，但随着2027 年海外AI资本开支降速逐渐传导，至2028 年对国内投资的贡献程度相较此前可能有所下降。

总结来看，从影响渠道上看，海外AI 资本开支放缓对中国经济的影响并非同步发生：出口渠道反应较快，投资渠道反应滞后。因此，我们预计，2027 年主要影响可能首先体现为出口拉动减弱，而此前海外订单带来的扩产投资仍形成一定缓冲，至

下载日志已记录，仅供内部参考

2028 年投资渠道的滞后影响可能逐步显现。

最后，需要说明的是，我们的测算属于静态的局部均衡分析，主要识别海外AI 需求变化的影响。若国内AI 资本开支延续较快增长，特别是国内云厂商、算力基础设施建设以及国产替代相关投资继续扩张，可能对海外需求放缓形成一定对冲。另外，若AI 渗透率在企业业务中增加，用云厂商估算国内AI 投资或有低估，而AI 产业链投资的实际韧性也可能强于本文仅基于海外需求变化得到的测算结果。

市场观察

全球权益涨跌互现，美债曲线熊平，美元走强，铜金上涨、原油回落。权益方面，中国8 月工业增加值同比加快0.7 个百分点至5.2%，社零仅增0.4%，供强需弱格局延续。沪深300 下跌0.1%，电子、通信和机械领涨。美联储加息25bps至3.75%—4.00%，点阵图暗示年内或再加息一次，抗通胀立场强化。标普500 下跌0.1%，纳斯达克上涨0.7%；恒生指数下跌0.2%，日经225 上涨1.6%，德国DAX下跌1.0%。债券方面，中国1 年、10 年国债收益率分别上行0.1bps、下行0.8bps至1.23%、1.68%；美国2 年、10 年国债收益率分别上行13bps、5bps至4.76%、5.01%，期限利差收窄8bps；日本、德国10 年国债收益率分别上行0.6bps、下行1bp至2.99%、3.55%。汇率方面，美元指数上涨1.1%至100.2，人民币对美元升值0.2%至6.70，对欧元、日元亦升值。商品方面，伦铜、伦金分别上涨2.4%、0.7%，布伦特原油下跌0.9%；内盘方面，玻璃、螺纹钢、生猪分别下跌7.3%、0.4%、3.4%。

美联储鹰派加息重塑抗通胀公信力，但本轮紧缩或较2022 年温和。9 月FOMC以12 比0 全票通过加息25bps，将政策利率区间上调至3.75%—4.00%；点阵图显示年末利率预测中位数由3.8%升至4.1%，暗示年内或再加息一次。决策一致性及利率指引均体现出抑制通胀预期的决心（《美联储用鹰派加息重塑公信力》）。不过，本轮通胀回升更多体现为原油价格扰动下的能源涨价，目前尚未重现2021 年的广泛上行。8 月能源CPI同比升至16%，而核心CPI、食品饮料同比仅为2.4%、2.6%，低于上一轮加息前（2022 年2 月）的6.5%、7.6%，且均处于下行通道，非能源分项的持续上行压力相对有限。此外，美国当前亦缺乏工资通胀螺旋的基础。工资去通胀与单位劳动成本增速回落并存，尚未形成工资和物价相互推升的循环（《沃什改革下的“货币财政协同”》）。往前看，我们预计，若油价冲击未进一步传导至工资和核心服务，加息节奏和幅度或较2022 年温和；若能源涨价持续并带动通胀扩散，紧缩力度仍可能超出预期。

上周高频数据跟踪

9 月第3 周，食品价格由涨转跌，菜篮子产品批发价格200 指数周环比下跌0.3%，其中猪肉、水果价格周环比分别上涨2.6%、1.1%，蔬菜价格周环比下跌1.1%。大宗商品价格由涨转跌，南华工业品指数周环比下跌2.0%，同比+13.6%，其中玻璃、PVC、焦煤、纯碱、焦炭等周环比跌幅较大。

线下消费场景活跃度增速放缓，城市商圈到访人数同比上涨2.1%，增速有所减缓。耐用品消费承压，4 类大家电零售额4WMA同比-17.1%，乘用车零售量4WMA同比-23.3%，二者降幅均有所扩大。房地产销售偏弱运行，样本城市商品房成交面积同比-21.4%，降幅扩大；样本城市二手房成交面积同比1.1%，增速放缓。

建筑投资实物工作量同比降幅持续收窄。混凝土发运量自8 月中旬以来趋势回升，4WMA同比-10.8%；基建水泥直供量4WMA同比-5.1%，降幅亦显著收窄。出口活动改善，港口集装箱吞吐量4WMA同比上升3.0%，增速由负转正。生产活动方面，铁路货运量同比下降1.2%，降幅有所收窄；石油沥青装置开工率24.6%，继续回升。

上周房地产高频跟踪

中金房地产景气指数有所回升（94.1vs.前周值93.8），其中销售指数（90.0vs.前周值89.6）和融资指数（94.9vs.前周值94.5）有所上升，供给指数（97.2vs.前周值97.2）基本持平。

从需求看，新房销售量同比降幅走阔，二手房销售量同比增幅收窄。新房方面，9 月12 日-9 月18日，30 城新建商品住宅销售面积同比降幅走阔（-11.8%vs.前周值-6.0%），其中一线同比由正转负（-6.3%vs.前周值25.2%），二线（-9.3%vs.前周值-26.5%）同比降幅有所收窄，三线（-25.9%vs.前周值-7.1%）同比降幅有所走阔。二手房方面，9 月12 日-9 月18 日，15 个样本城市二手房销售面积同比增幅收窄（0.2%vs.前周值4.7%）。

从供给看，土地市场成交规模边际改善。成交方面，9 月7 日-9 月13 日，300 城宅地规划建筑成交面积同比降幅有所收窄（-24.3%vs.前周值-30.0%）。热度方面，9 月7 日-9 月13 日，300 城土地平均溢价率有所回升（7.8%vs.前周值5.4%），从城市能级看，其中一线城市土地平均溢价率为66.7%，二线城市为1.6%，三四线城市为0.9%。本周推出土地147 宗（vs.前周

下载日志已记录，仅供内部参考

128 宗），流拍率稍有下降（0.7%vs.前周值0.8%）。

从融资看，房地产境内信用债净融资额由负转正。9 月14 日-9 月20 日，房企境内信用债净融资额为27.4 亿元（vs.前周值-43.0 亿元）。

上周金融市场高频跟踪

税期叠加政府债较快发行，债市资金面延续偏紧。但基本面偏弱支撑下，长端、超长端国债收益率仍小幅下行。

资金面上，本周（9 月14 日-9 月20 日）共有85 亿元7D 逆回购、2.30 万亿元隔夜逆回购、700亿元国库现金定存、5000 亿元6M 买断式逆回购到期，央行进行7D 逆回购操作7673 亿元、隔夜逆回购操作2.30 万亿元、14D 逆回购操作1000 亿元、国库现金定存操作700 亿元、6M 买断式逆回购操作5000 亿元，累计实现净投放8588 亿元。下周共有2720 亿元7D 逆回购、1800 亿元国库现金定存到期。本周为税期，且政府债净发行量较大，资金面有小幅收紧压力，央行等量续作6M 买断式逆回购，并重启14D 逆回购应对中秋和国庆假期资金需求，1000 亿元的14D 逆回购操作量与过去几年同期相比属中等水平。综合来看，央行当前对资金面的态度偏中性。

资金价格方面（截至9 月18 日），DR001 上行1bp 至1.43%，DR007 上行2bp 至1.44%，R001 上行1bp 至1.43%，R007 上行5bp 至1.47%，DR001、DR007、R001、R007 全部位于央行7 天逆回购利率1.40%以上。3M Shibor 持平于1.43%。

一级方面，月初至今政府债净融资1.14 万亿元，高于去年同期的1.05 万亿元。年初至今政府债净融资约9.91 万亿元，低于去年同期的11.34 万亿元。

二级方面（截至9 月18 日），长端、超长端国债收益率小幅下行。1 年期国债收益率持平于1.23%，10 年期国债收益率下行1bp 至1.68%，10 年期与1 年期国债利差收窄至45bp，30 年期国债收益率下行2bp 至2.13%。

基本面上，投融资和消费需求仍然偏弱，但9 月中旬以来，政策发力开始加速。8 月新增社融1.66 万亿元，同比少增9000 亿元，社融存量同比由7.4%降至7.2%，M2 同比也由7.7%降至7.5%。8 月新增人民币贷款仅600 亿元、同比少增5300 亿元，居民贷款连续第二个月负增长。8 月政策托底作用不明显，政府债净融资1.01 万亿元，同比少增3544 亿元，PSL 余额继续下降，企业中长期贷款同比少增，信托和委托贷款同比变动幅度和此前月份类似。

内需延续偏弱。8 月社零总额同比增长0.4%，增速连续两个月放缓，汽车分项拖累加大，此前保持在较高水平（5%+）的服务零售累计同比也回落至4.9%。1-8 月固定资产投资累计同比-7.2%（1-7 月为-6.7%），基建、制造业、房地产投资增速均放缓。

9 月中旬以来政策发力加速。8000 亿元的政策性金融工具已启动投放，9 月1-20 日政府债净融资同比小幅多增，而8 月1-20 日政府债净融资为同比少增9100 亿元，水泥出库量、基建水泥直供量、混凝土发运量、铁路货运量等生产和投资端高频指标降幅收窄。若年内财政和准财政余量如期释放，我们预计四季度经济和金融数据较二三季度或有边际改善。