

宏观经济专题研究

全球变局（5）：Token 出海有望成为下一条主线

核心观点

AI 前半程，中美共享算力景气，但中国更多获得“流量”，美国更多沉淀“利润”。我国资本市场虽与全球 AI 行情高度共振，但“分蛋糕能力”仍然偏弱，代表性企业仅切走约 5% 的 AI 硬件总利润；实体经济同样呈现“高流量、低留存”，进出口高增并未等比例转化为顺差与增加值。总体看，前半程更像中国对全球算力周期的一次被动受益。

AI 后半程，决定产业竞争力的“木桶短板”将由算力和算法，逐步转向 Token 成本、应用场景与物理约束，而这些恰是我国更具优势的环节。低成本 Token、超大市场和完整产业基础，有助于将模型能力转化为真实调用和持续收入，并通过“场景+Token”向机器人、汽车和工业端扩散；电力、电网、设备与材料等物理约束，也将进一步凸显我国“量大管饱”的供给优势。AI 红利有望由硬件配套进一步沉淀为 Token 收入、服务出口与物理世界应用，后半程将更有利于中国优势释放。

Token 出海将孕育三条确定性的资产主线，核心逻辑是 AI 由“投入期”进入“兑现期”，产业链的稀缺性由先进芯片向 Token 供给、能源配套和应用场景迁移。

（1）短期聚焦核心受益区。国产大模型厂商最接近 Token 调用、API 收入与 Agent 商业化，有望成为 AI 后半程最先完成价值重估的板块。

（2）中期关注外溢受益区。“产能 Token 化”将把国内充裕的电力、设备与材料转化为算力服务，连接海外智能需求，为反内卷打开新的需求出口。

（3）长期布局盈利兑现区。机器人、智能汽车和工业应用将持续创造 Token 需求，推动 AI 向物理世界扩散，并形成终端应用与模型收入相互强化的盈利闭环。

风险提示：海外市场波动，海外经济增速下滑。

经济研究 · 宏观专题

证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

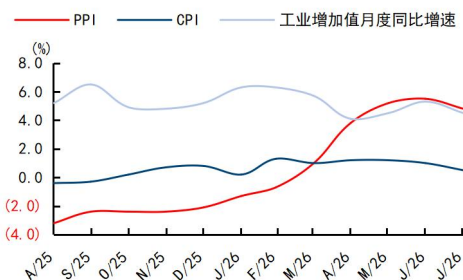
证券分析师：邵兴宇
010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-6.70
社零总额当月同比	0.60
出口当月同比	23.90
M2	7.70

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宏观经济季报-双重扰动下的增长减速》——2026-07-22
《观察即坍塌？——再通胀叙事下的 AI 与利率》——2026-06-22
《宏观经济专题研究-沃什首秀，AI 怎么走？》——2026-06-15
《宏观经济季报-量价齐升，通缩终结倒计时》——2026-04-21
《宏观经济专题研究-全球变局（4）：论持久战下的资产格局》——2026-04-15

内容目录

AI 前半程：增收不增利	4
AI 后半程：token 出海大有可为	5
资产：出海潮下的三条主线	7
风险提示	10

图表目录

图 1: AI 前半程的关键在于硬件	4
图 2: 代表性 AI 硬件上市公司市值加权净值曲线	4
图 3: 我国 AI 硬件红利主要在外贸端兑现	5
图 4: AI 硬件出口“量缩价涨”特征显著	5
图 5: AI 相关投资和净出口对 GDP 贡献体量有限	5
图 6: AI 相关行业就业占比仅有 3%	5
图 7: 美国对中国进口平均关税税率变化	6
图 8: 当前我国仍是服务贸易逆差国	6
图 9: 我国发电量大、价格低	7
图 10: 国产与海外 AI 芯片算力成本对比	7
图 11: 我国大模型调用单价更低	7
图 12: 海外 AI 应用生态中的中国模型渗透率更高	7
图 13: 互联网革命期间, 美股上市电信服务商的资本开支	8
图 14: 互联网革命下的用户成本指数	8
图 15: AI 产业链全景图——硬件、能源与智能生产	8
图 16: 中美在 AI 产业链中的短板各异	9
图 17: 从建到用, AI 数据中心所需要素禀赋发生变化	9
图 18: 硬件红利率先兑现, 云端价值仍待释放	9
图 19: AI 浪潮中的行业坐标	9
图 20: 电力设备(申万 I 级)ROE 中枢下移	10
图 21: 我国能源类出口中, 电力占比最低	10
图 22: 我国智能制造生产能力位于世界前列	10
图 23: 我国 L2 级辅助驾驶新车渗透率已达七成	10

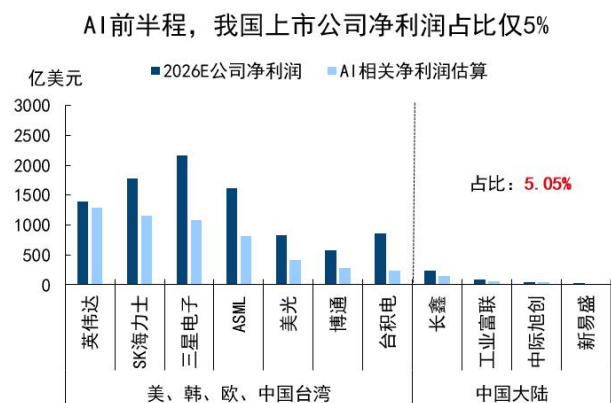
今年上半年，AI 硬件几乎成为股市超额收益的代名词，半导体、存储、光模块等沿着海外算力开支一路兑现。但 7 月震荡加剧后，市场开始追问：硬件红利见顶后，AI 还能不能继续押注？本报告试图推演 AI 行情下半场的主线。

AI 前半程：增收不增利

AI 前半程，中美均受益于算力景气，但利好兑现的深度并不对称，AI 上半场并非我国优势局。美国依托模型、芯片与云生态占据价值链高地，赚取大量利润；我国则凭借工业体系承接配套需求，赚吆喝但实际所得有限。资本市场的“同涨”与实体经济的“高流量、低留存”，共同构成了中国 AI 上半场最鲜明的特征。

尽管资本市场与全球 AI 行情高度共振，但我国“分蛋糕能力”仍然偏弱。年初以来，中美 AI 硬件股价走势高度同步，但盈利仍主要集中于海外龙头，我国代表性企业仅切走了约 5% 的总利润。究其原因，两国 AI 产业护城河仍有明显落差，技术壁垒与定价能力决定了利润厚度。今年二季度，美股信息技术板块净利率已升至约 30.7%，核心资产包括芯片、云平台等高壁垒环节；国内则主要是光模块、PCB、液冷、服务器等配套板块。

图1：AI 前半程的关键在于硬件



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所测算。注：AI 相关净利润优先依据公司披露的 AI 业务收入占比拆分；未披露的公司，则结合产品结构、客户构成及公开资料主观估算，结果仅供横向比较

图2：代表性 AI 硬件上市公司市值加权净值曲线

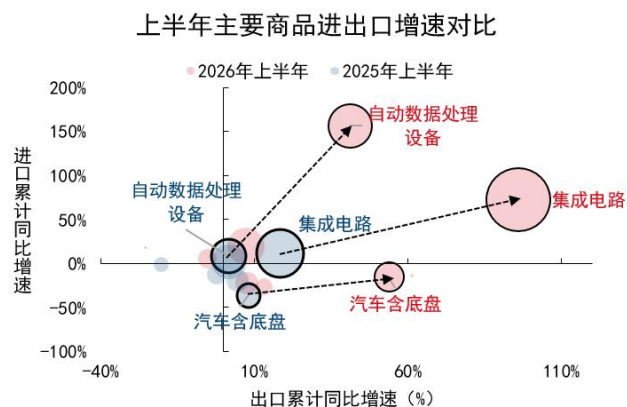


资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

实体经济层面，我国“外贸红利”尚未转化为“经济景气”。今年上半年贸易高增，若剔除疫情后修复异常的 2021 年，进出口均创 2011 年以来同期最高，乍看之下颇有几分重回“入世红利期”的意味，但对实体经济的托底远弱于当年。

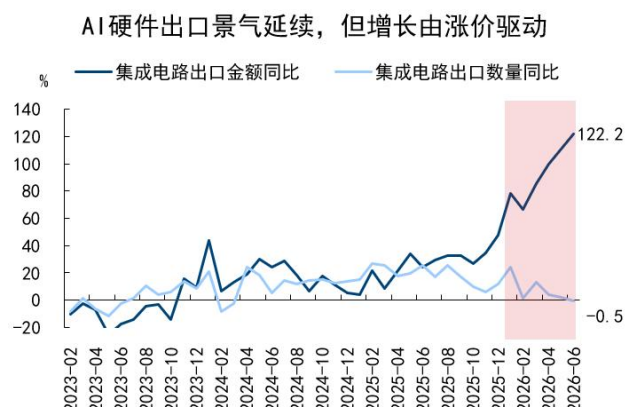
第一，进出口同步高增，特别是集成电路、自动数据处理设备进口快速增长，贸易流量放大并未等比例沉淀为顺差与增加值；第二，涨价效应放大了出口数据，例如，6 月集成电路出口金额同比增长 122.2%，出口数量却已降至-0.5%；第三，出口结构今非昔比，高技术产品占比提升后，就业与收入乘数明显低于入世初期的劳动密集型时期，难以再现对投资、就业和消费的广谱拉动。

图3：我国 AI 硬件红利主要在外贸端兑现



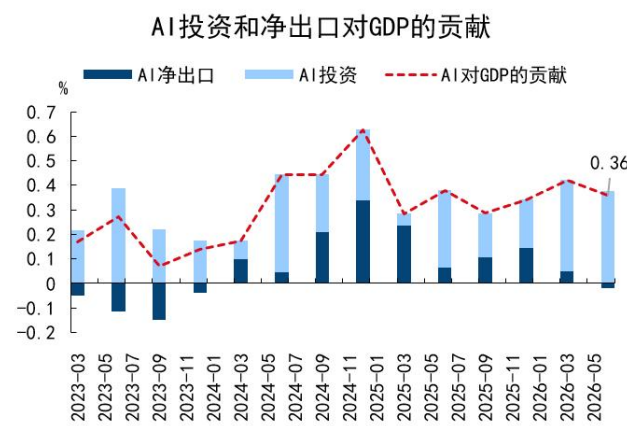
资料来源：Wind、海关总署、国信证券经济研究所绘制。注：气泡大小代表贸易金出口规模

图4：AI 硬件出口“量缩价涨”特征显著



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

图5：AI 相关投资和净出口对 GDP 贡献体量有限



资料来源：Wind、海关总署、国信证券经济研究所绘制

图6：AI 相关行业就业占比仅有 3%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制。注：定义信息传输、软件和信息技术服务业及科学研究和技术服务业作为宽口径的 AI 相关行业

现阶段看，AI 前半程更像是中国在全球算力周期的一次被动受益，尚不足以成为股市与经济的长期支点。当下更值得讨论的问题不是 AI 硬件行情的持续性，而是算力大基建后的 AI 后半程红利如何兑现。

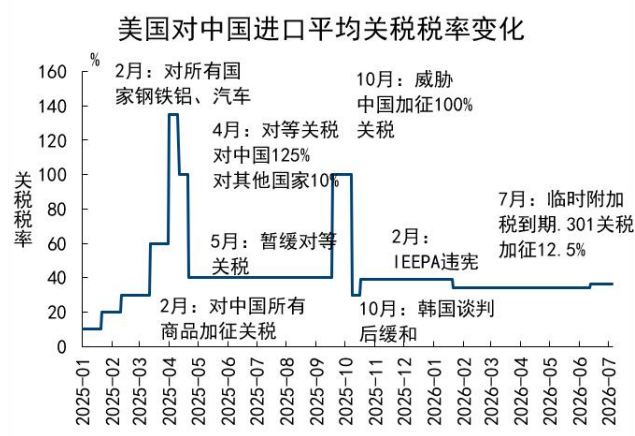
AI 后半程：token 出海大有可为

Token 出海提供了一条可行之路。Token 将电力、数据、计算、存储和模型打包为可跨境交付的数字服务，在整合优势产业的同时，打破传统贸易壁垒的约束。更重要的是，外部贸易环境与我们自身条件的变化，正在推动 Token 出海从设想走向现实。

从外部条件看，逆全球化加剧，Token 出海有望成为突破传统贸易壁垒的新路径。加入 WTO 后，我国通过产业升级，以机电等高技术产品接替传统劳动密集型产品，维持出口增长；但去年美国“对等关税”和持续不断的 232、301 调查威胁，改变了传统商品加工出口的根本逻辑。事实上，万亿美元级别的顺差下，我国对欧、日韩、东南亚均面临持续摩擦压力。

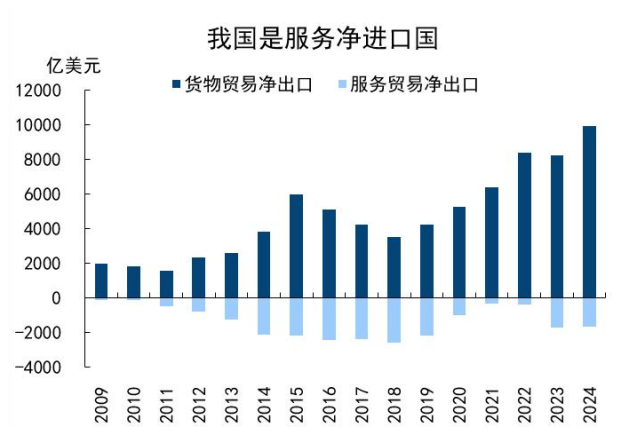
在此背景下，转变思路极为关键。Token 的将我国电力、储能、算力、数据和工程服务等硬件优势打包为可远程交付的服务产品，并可以带动软件、内容生产等原本受地域约束的服务业进入全球市场。2025 年我国可数字化交付服务进出口额达到 3.1 万亿元，2021-2025 年年均增长 8.7%，其中电信、计算机和信息服务规模已增至 2020 年的 1.7 倍。Token 虽然也会受到数据跨境和技术监管，但相关壁垒尚未成型，且天然约束管理难度更大。

图7：美国对中国进口平均关税税率变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

图8：当前我国仍是服务贸易逆差国



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

从自身禀赋看，我国拥有低成本 Token 和成熟的互联网应用生态，具备抢占 Token 出海先机的优势。体现在两方面：

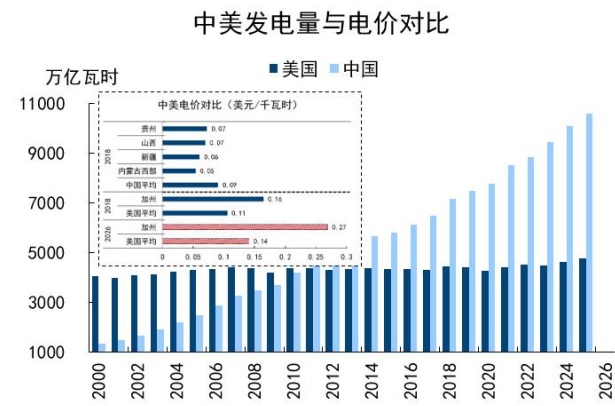
（1）国际分工关键在于比较优势，我国的比较优势是“量大管饱”。大模型的关键要素包括能源、算力和数据。①我国电价更低，开年至今发电量超 10 万亿千瓦时，不仅规模是美国两倍，更关键是可持续性强。我国可再生能源占比达 41.2%，远高于美国的 24.6%，且光、风、核等新能源产业体系本就是中国的核心优势。换言之，拉长时间我国的能源优势将更为突出。这些能源通过“西电东送”“东数西算”实现要素的跨区域配置，造就了贵州、乌兰察布等数据中心集群。②尽管我国在 GPU 等算力硬件上并不占优，但差距主要体现在单位算力成本和先进制程产能瓶颈，这些将在规模效应下被抹平。在巨大的工程师红利和完整的配套产业体系下，一旦国产算力网规模化铺开，成本同样将倒向中国。③长期看，算法优势可能被数据优势所取代。随着算法逐渐“透明化”，跟随者可以用相对较小的成本缩小差距。未来模型能力的差距可能更多取决于数据，而这正是我国优势。上述原因共同压低了 Token 生产成本，最终体现为“同质低价”的出口优势，类似于 AI 时代的“原材料贸易”。

（2）我国善用“超大市场”与“产业基础”反哺“技术能力”。随着 AI “下半场”进入中下游应用兑现，竞争将从单纯的算力与算法，转为数据、工程与场景的多元竞争，而这正是中国的主场。一旦 AI 进入寻常百姓家，转化能力才是决定性的。国内企业“路子广、动作快”，能够迅速将前述的低价 Token 优势，转化为内容、软件和服务。AI 漫剧就是典型案例，据 DataEye 预测，今年国内市场规模有望超过 400 亿元，同时受到海外的追捧，预计年内市场规模有望由去年的 1 亿美元增至 6.5 亿美元。未来，我国质优价廉的 Token 将整合国内设计、营销、娱乐和软件开发等资源，“场景+Token”模式将形成 AI 时代的“制成品贸易”。

往后看，“Token 出海”可能最终演化为全球范围的“西数东算”。当智能服务真正成为可跨境配置的生产要素，全球的数据、任务与 workflow 就会主动寻找

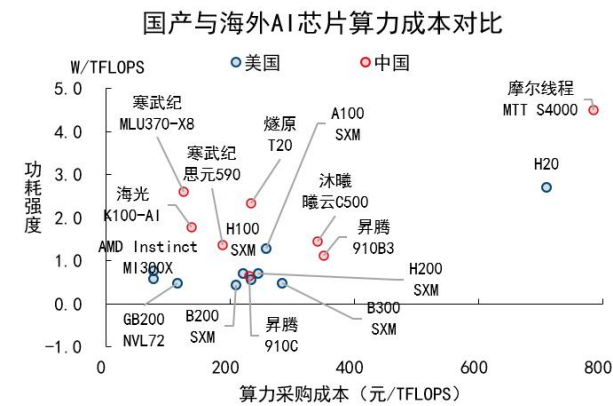
更低成本、更高效率的智能要素。届时，中国承接的将不再只是硬件配套，而是海外企业持续发生的智能需求；原本难以贸易因而“内卷定价”的新能源、工程能力、人力资源与产业体系，也将通过 Token 被重新打包、定价并输出。从输出实物商品到提供“智能算力”，这可能是 AI 时代我国参与全球分工更大的叙事。

图9：我国发电量大、价格低



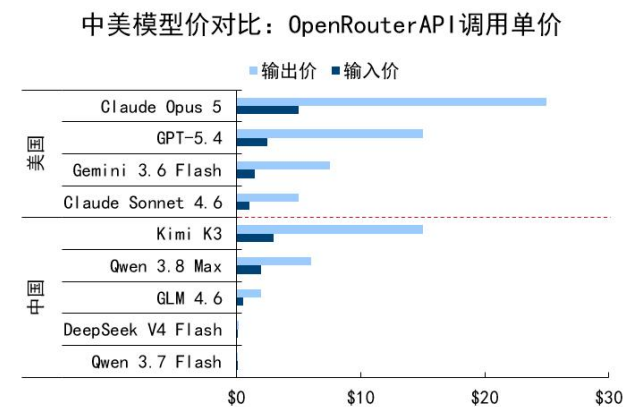
资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

图10：国产与海外 AI 芯片算力成本对比



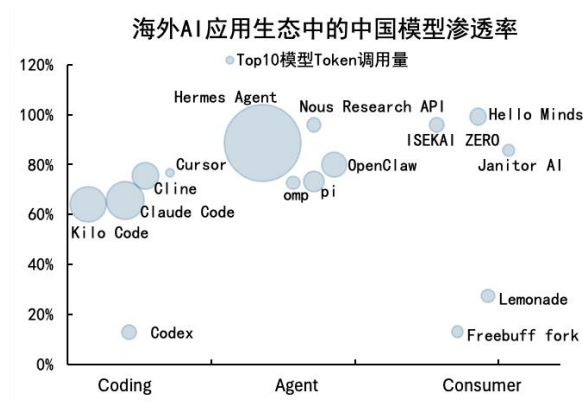
资料来源：NVIDIA、华为昇腾、摩尔线程官网及公开市场报价，国信证券经济研究所整理测算。单位算力采购成本、单位算力能耗分别为单卡价格、卡级功耗除以稠密 FP16/BF16 算力；数值越低表示成本或能耗越低。

图11：我国大模型调用单价更低



资料来源：Open Router、国信证券经济研究所绘制

图12：海外 AI 应用生态中的中国模型渗透率更高



资料来源：Open Router、国信证券经济研究所绘制

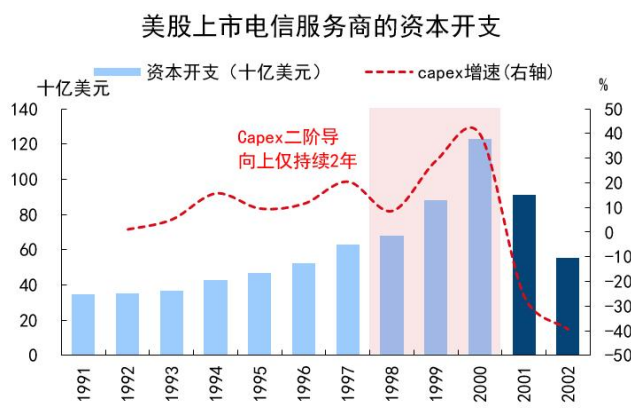
资产：出海潮下的三条主线

Token 出海将孕育三条确定性的资产主线。核心逻辑是，AI 将由“投入期”进入“兑现期”引发的价值重估。首先要回答的问题是：①AI 上下半场将以何种形式完成交接？②交接后的估值红利将出现在哪些领域？回答这两个问题，实质上也就回答了 AI 后半程利润与估值将向哪些环节集中。

对于问题一，AI 上下半场的交接将表现为芯片等算力硬件投入逐步降速，新的盈利环节逐步接棒。当前 AI 资产的高估值已经隐含了未来利润快速增长的要求，而资本开支增速及其二阶导不可能被无限外推。2000 年的科网周期已经证明，“技

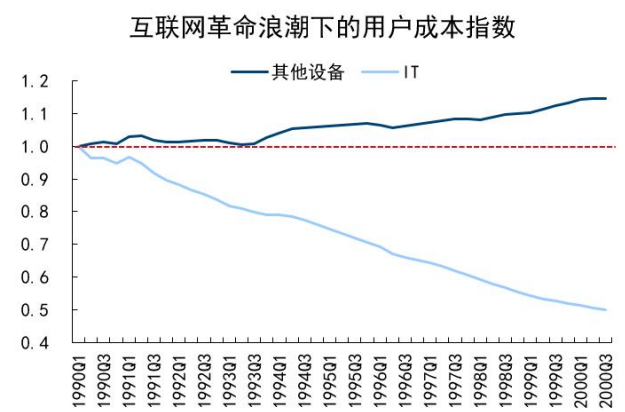
术方向”正确并不等于当期“投资斜率”正确：1997–2000 年，美国信息处理设备实际投资年均增长接近 25%，但需求未能同步兑现，最终以供给过剩和股市崩盘收场，超前建设的光纤网络基础设施及其闲置带宽容量直到十余年后才被云计算和移动互联网逐步消化。而“投资斜率”终究要回归“盈利斜率”，当前 AI 仍处于军备竞赛阶段，“不敢眨眼”美国科技巨头已将年度资本开支堆到 7000 亿美元之上，但商业化兑现明显滞后，部分大厂开始借助发债维持投入。近期大厂 CDS 利差攀升，显示资本市场开始定价其债务违约。因此，相较继续押注“烧钱投入”，AI 后半程更应寻找“盈利兑现”。

图13: 互联网革命期间，美股上市电信服务商的资本开支



资料来源：Doms（2004）、国信证券经济研究所绘制

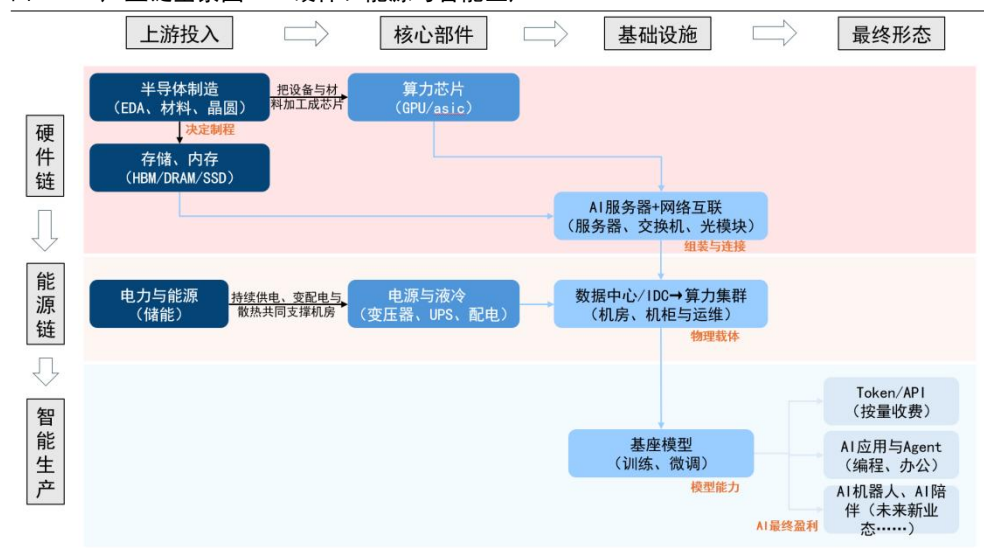
图14: 互联网革命下的用户成本指数



资料来源：Doms（2004）、国信证券经济研究所绘制

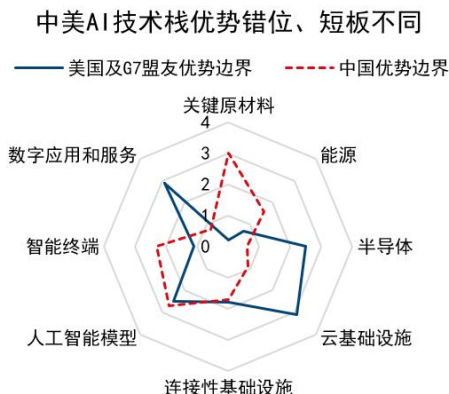
对于问题二，无论是前半程的资本开支，还是后半程的盈利兑现，资本市场定价的始终是“稀缺性”，变化的只是稀缺性落在哪个环节。前半程最稀缺的是先进算力芯片，英伟达占据硬件投入链的核心瓶颈，因而获得了远高于其他环节的利润和估值。随着 AI 由建设期进入运营期，资本市场定价的“稀缺性”将由先进芯片转向能源与持续运营能力，产业链的“木桶效应”也将向我国的长板迁移（如能源、工业应用场景等）。AI 后半场的稀缺性恰好对应我国的能源与产业配套长板，并将进一步转化为定价优势。

图15: AI 产业链全景图——硬件、能源与智能生产



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

图16: 中美在 AI 产业链中的短板各异



资料来源：荣鼎、国信证券经济研究所绘制。综合全球供给份额、市场规模、技术能力得到竞争力指数；分值越高，代表该经济体在该环节的产业控制力和竞争优势越强，0 为高度依赖、4 为主导地位。图中蓝线取美国与其他 G7+得分的较高值，代表美方体系长板

图17: 从建到用，AI 数据中心所需要素禀赋发生变化

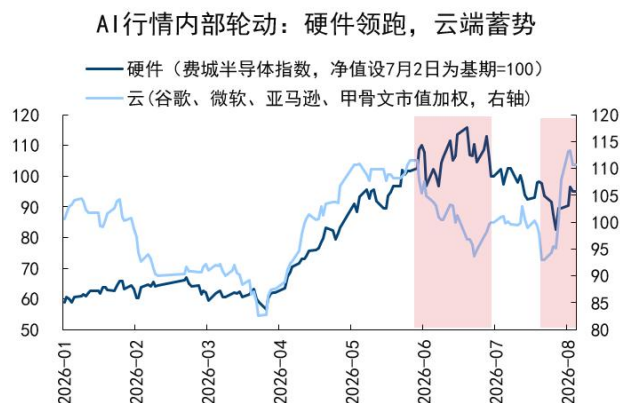
项目	前期资本支出 (亿美元)	运营支出 (亿美元/年)
服务器	210	50
数据中心设施	110	14
网络基础设施	49	12
能源/电费	/	5.9
税费	/	1.4
维护费用	/	1.2
人工成本	/	0.4
公用事业工程	1.6	0.2
土地	1.7	0.13

资料来源：Epoch AI、国信证券经济研究所绘制

沿着稀缺性迁移与盈利兑现的逻辑，AI 后半程可围绕三条主线展开。

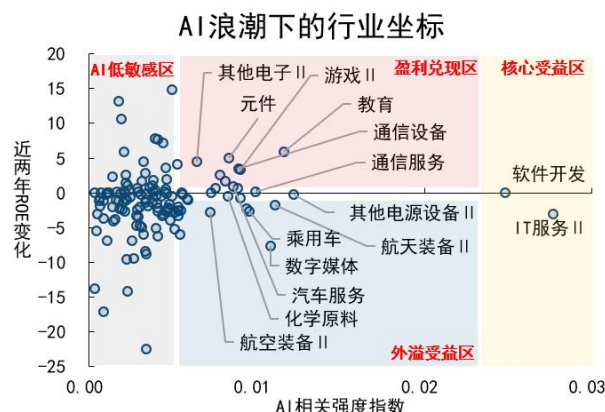
第一条主线，应关注 Token 出海的“核心受益者”，大模型厂商无疑首当其冲。 OpenRouter 数据显示，我国大模型在美国企业 Token 调用中的周度份额一度达到 46%，其“量大质优管饱”的特点无疑是世界级的竞争力。国产大模型厂商有望成为 AI 后半程盈利兑现最直接、弹性最大的受益方向之一，将成为后半程最先完成价值重估的板块。智谱上市后股价显著重估，Kimi、DeepSeek 等未上市模型资产亦获得较高估值。随着海外调用量、API 收入与 Agent 商业化逐步兑现，今天的稀缺性溢价有望进一步获得基本面支撑。

图18: 硬件红利率先兑现，云端价值仍待释放



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

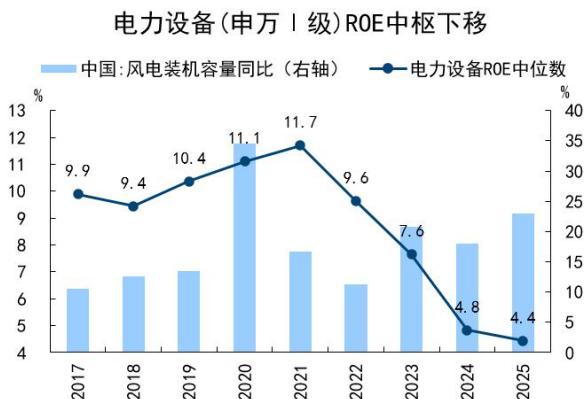
图19: AI 浪潮中的行业坐标



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

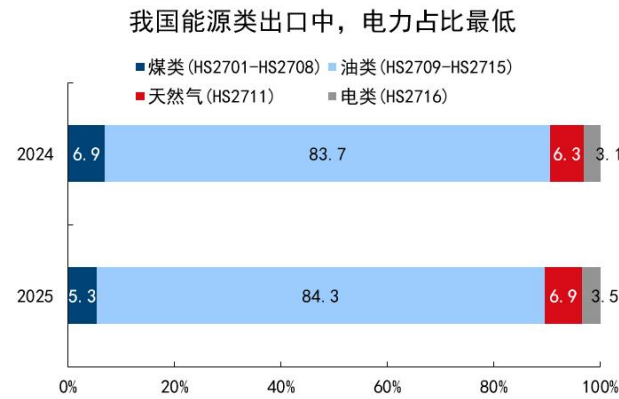
第二条主线，是“产能 Token 化”，与算力相关的配套产业也会打开新的重估空间，构成 AI “外溢受益区”。同时政策层面看，Token 出海有望为“反内卷”打开一条全球化的出路。国内电力新能源设备及相关材料本是我国的核心竞争优势，但近年在西方国家的封堵下，面临“全球产能本地化”带来的供给压力，其中电力设备 ROE 中位数已由 2021 年的 11.7% 降至 2025 年的 4.4%。Token 出海将通过在本地部署算力中心和配套的能源设施，电力、设备与材料在我国本土转化为算力，以 Token 的形式进入全球市场，将国内充沛的硬件产能与海外稀缺的智能需求重新匹配。这近似于一次帕累托改进，国内“内卷”与海外“缺口”同时改善。

图20: 电力设备(申万 I 级)ROE 中枢下移



资料来源: Wind、国信证券经济研究所绘制

图21: 我国能源类出口中, 电力占比最低

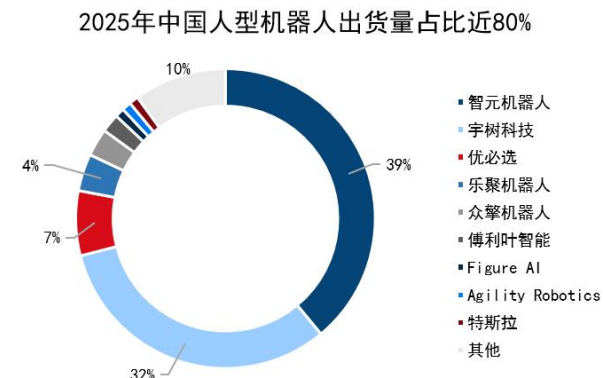


资料来源: Wind、国信证券经济研究所绘制

第三条主线, 是 AI 进入物理世界后对我国工业产业体系的“全面激活”, 这是更长期的行情。当前 AI 商业化渗透仍主要集中在动漫、游戏、教育等数字世界, 已经形成可观规模, 对制造、物流、交通等物理世界的渗透才刚刚开始。英伟达预计, AI 所面对的物理产业经济规模可达 50 万亿美元。我国拥有全球最完整的工业体系和极为丰富的应用场景, 2024 年全球 54% 的工业机器人新增安装发生在中国, 国内保有量已超过 200 万台; 2026 年以来, L2 级辅助驾驶乘用车渗透率也已升至 70.5%, 深厚的规模、成本和应用优势, 意味着我国将在 50 万亿美元规模的 AI 物理化浪潮中“分得一杯羹”, 届时外贸的“2003 时刻”有望再现。

更重要的是, “AI 物理化”与“Token 商业化”之间有望形成良性自反馈。随着 AI 嵌入汽车、机器人和工业设备, 新物种、新业态和新场景将持续涌现, 打开新的消费需求和投资空间。当 AI+走向具身智能形态, 还将重塑现有产品与产业生态, 带动以 AI 汽车、AI 手机、AI 机器人为代表的新一轮消费品“以旧换新”。与此同时, 智能终端持续扩张, 又将成为新的 Token 调用入口, 从模型能力和利润水平两个方面筑牢大模型厂商的护城河。

图22: 我国智能制造生产能力位于世界前列



资料来源: Wind、国信证券经济研究所绘制

图23: 我国 L2 级辅助驾驶新车渗透率已达七成



资料来源: 工信部、国信证券经济研究所绘制

风险提示

海外市场波动, 海外经济增速下滑。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032