

从“AI革命”到“资本黑洞”：华尔街刚刚单方面撕毁了三年的交易合同

引言：离奇的暴跌与消失的共识

近期全球科技股的市场表现呈现出一种极度冷酷的违和感：尽管多数巨头的财报数据依旧光鲜，股价却如同断线风筝般坠落。这种反常现象背后，是华尔街对AI叙事的集体“变脸”。

就在过去的一周，高盛在一份连夜发布的报告中，将此前被神化的“AI革命”重新定义为一个令人毛骨悚然的财务术语——“资本黑洞”。这意味着，过去三年关于“买入AI、等待奇迹”的交易合同已被单方面撕毁。作为分析师，我看到的不仅是市值的蒸发，更是AI下半场规则的彻底颠覆。

核心发现一：AI没有护城河，传统的互联网逻辑已经失效

传统互联网商业模式的基石是“补贴用户、培养习惯、提高迁移成本”。无论是微信的社交链还是抖音的算法偏好，都在通过沉淀用户数据来构建护城河。一旦用户量跨过临界点，边际成本几乎归零。

但在AI时代，这套逻辑已经彻底破产。

“在AI时代，用户习惯和数据根本无法构建门槛，迁移成本趋近于零。今天用户在用豆包，明天只要Kimi或其他模型更强，他们会毫不犹豫地瞬间切换。在代际碾压的模型性能面前，所谓的‘历史数据’毫无意义。”

以百度文心一言为例，作为最早投入海量资源和显卡的先行者，其先发优势正被新兴模型全方位瓦解。由于不存在信息沉淀带来的迁移壁垒，领先者若不能保持持续的代际领先，此前的所有投入都将沦为“无效成本”。

核心发现二：囤积显卡从“资产”变异为“不良资产”

曾几何时，拥有多少H100/H200显卡是衡量一家公司市值的核心指标。但在冷酷的金融逻辑下，这些昂贵的硅片正迅速异化为沉重的负担。

这种转变源于极致的硬件代际差与运维成本（OPEX）的黑洞。英伟达Blackwell等新一代架构的问世，让老一代算力集群显得极其低效。如果你坚持使用旧的H100集群支持模型，为了达到与Blackwell同等的推理性能，你所需支付的能耗和维护成本可能比竞争对手高出百倍。

这种成本劣势是毁灭性的。这也能解释为什么川普现在不再严厉封锁H100等型号的出口——并非仁慈，而是因为算力快速迭代的背景下，这些老旧硬件正迅速变成“废纸废铁”。对于那些囤积了海量旧卡的公司来说，这些显卡不仅不再是护城河，反而是每年必须计提巨额减值的**不良资产**。

核心发现三：AI价值的“乐视化”衰减与死亡螺旋

AI产品的价值分布正呈现出一种极端的“不对称性”，这让我想起了当年的乐视以及近期大热的《黑神话：悟空》。

正如《黑神话：悟空》这类爆款，其90%的商业价值在第一年内就会被迅速榨取，随后便进入价值枯竭期。AI模型亦是如此，其商业效益在第一年往往占据整个周期的70%到80%。

然而，许多公司为了美化财报，正在进行一场危险的“财务整形”。它们模仿当年贾跃亭的手法，将原本应在第一年计提的70%研发与硬件摊销成本，强行平均分配到未来五年（每年仅摊销20%）。这种会计操纵掩盖了一个残酷的事实：AI行业的边际成本不仅不为零，反而异常沉重。

在高额算力支出的压力下，AI行业出现了一个“死亡螺旋”：由于每增加一个用户都意味着高昂的实时算力支出，公司不得不通过“限制用量”来止损，而限制用量又会直接摧毁用户体验。在这种逻辑下，靠红包和补贴拉动用户不仅无法创造价值，反而会因为沉重的边际支出加速公司的财务崩盘。

结语：AI中场哨响，活下来比跑得快更重要

华尔街的审美标准已经发生了180度的大转弯：过去看你“囤了多少显卡”，现在看你“用显卡产生了多少现金流”。

当算力不再是绝对的护城河，且用户迁移成本消失殆尽时，AI巨头们将面临最严苛的拷问。当资本的热潮退去，那些靠财务手段掩盖资产减值的玩家终将出局。在“资本黑洞”的吞噬下，盲目追求规模已不再是优势，如何在这场耗资巨大的军备竞赛中避免成为“废旧硬件回收站”，才是接下来的生存核心。