

AI 是通胀引擎

涨价潮如何反噬美联储

AI 资本开支已从需求侧繁荣，异化为供给侧通胀源——它正亲手顶高自己的折现率。

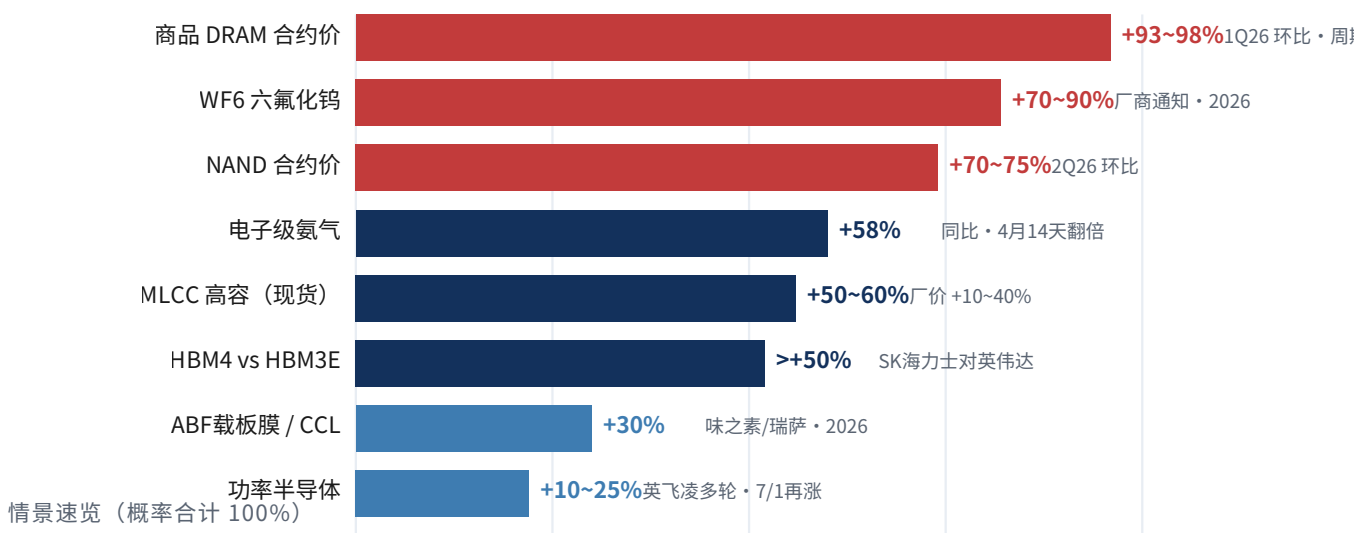
01 核心观点

本轮 AI 行情真正的尾部风险，不是市场紧盯的**需求证伪**（资本开支泡沫破裂），而是一条被忽略的**自反路径**：AI 资本开支正机械式制造供给侧输入性通胀，且通胀恰好落在美联储最看重的核心 PCE 上——**AI 正亲手顶高自己的折现率**。

- 01 机制不是需求，是晶圆挤出。** HBM 以约 **22% 的 DRAM 晶圆** 仅产出 9% 的比特（单位晶圆惩罚 3×），把商品内存推涨 **+200%**（自 2025 年初）——涨价潮是供给被抽走，不是需求火爆。
- 02 涨价已穿过终端，正在落地 PCE。** 苹果 6/25 上调 Mac、戴尔 +15~20%、中国安卓 +15~25%；内存占 PC 成本由 16% 升至 **35%**。Fed FEDS Note 已记录"软件及配件"项把核心 PCE 年化拉高 +0.66pp。
- 03 美联储反应函数已转向。** 6 月点阵中值 3.4%→**3.8%**（隐含年内一次加息），BofA 喊 **+75bp**；新主席 Warsh: "通胀是一种选择"，并点名 AI"供给与需求的赛跑"。
- 04 但传导小、慢、且漏——这是诚实的可证伪内核。** 关税自然实验显示对消费者仅 20~25% 传导、滞后 5~9 个月；PCE 软件项里 **大半是缺失质量调整的测量噪声**，调整后或仅 0.0~0.25pp。
- 05 2026 主导冲击仍是能源，AI 是第二条更持久的腿。** 叠加推理成本 -10~50×/年的**通缩日落**（生产力 2027+ 兑现），本判断是一个有界的 2026-27 现象，而非范式革命。

涨价潮已是全产业链现象，而非单点缺货

AI 硬件 BOM 各品类 2026 年代表性涨幅（口径见各条标签：环比 / 同比 / 厂价）



<p>BEAR · 30%</p> <p>戴维斯双杀</p> <p>核心PCE黏在3%+、能源黏性→Warsh落地+50~75bp；实际利率上行，AI/成长被杀估值，黄金实际利率破位后再获买盘</p>	<p>BASE · 50%</p> <p>3、部分传导 · 波动放大</p> <p>涨价部分传导、核心PCE在3%上方但不失控→美联储长期按兵、年内0~1次加息悬念；风格从拥挤AI龙头再平衡，波动率系统性抬升</p>	<p>BULL · 20%</p> <p>涨价被消化 · AI续涨</p> <p>终端销量回正+推理成本兑现生产力+能源回落→通胀温和、降息重燃；毛利扩张，AI链持续创新高</p>
--	---	--

I 02 产业链全景

把"涨价潮"从行业题升维为宏观题，需要一条显式的传导链。它的起点不是需求繁荣，而是一个**物理瓶颈**：为给 AI GPU 供 HBM，三大原厂把晶圆从商品内存抽走——HBM 以约 22% 的 DRAM 晶圆只换回约 9% 的比特，而总产能一年仅扩 10~15%。缺口被价格填平，于是连 20 年前的 DDR2 都在按季两位数上涨。链路向下游层层加价，直到落入**核心 PCE**——并通过点阵图与实际利率，反过来掐住支撑整个 AI 估值的折现率。这条闭环，正是中文流缺失的判断。

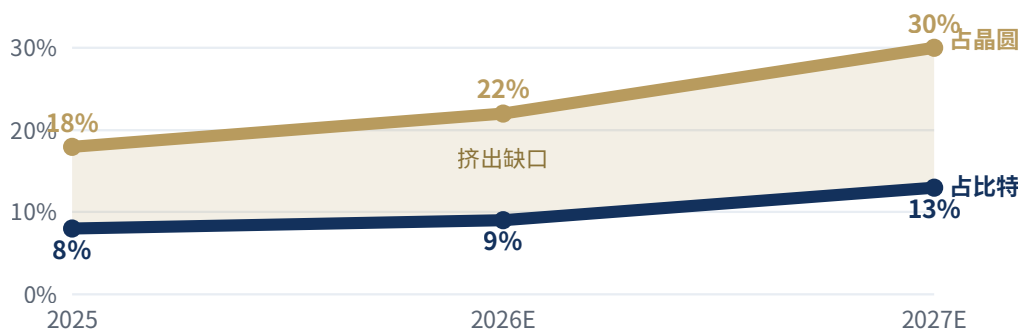


来源：TrendForce、美光 FY26Q3、Gartner、IDC、美联储 FEDS Note（2026/5/22）、FOMC（2026/6/17）、BofA、K Research 整理，数据截至 2026年6月

I 03 供需与价格

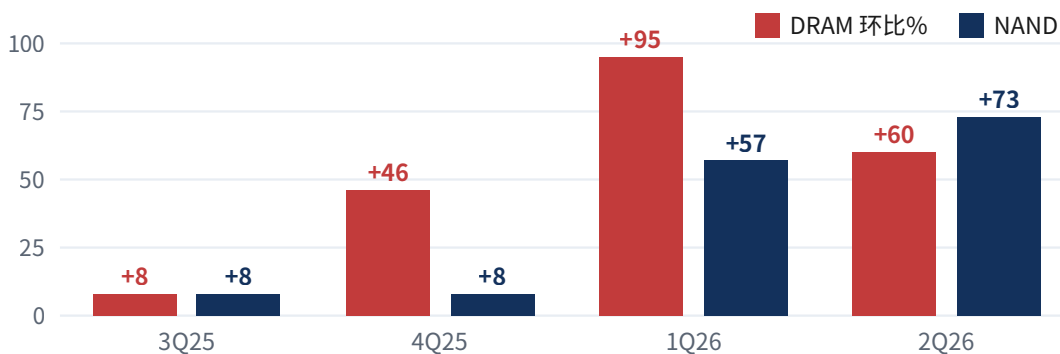
挤出"剪刀差": HBM 吃晶圆、不产比特

HBM 占 DRAM 晶圆产出 vs 占比特产出 (顶3原厂, 2027E 为预测)



价格阶梯: 内存合约价按季 +60~95% 环比

DRAM / NAND 合约价环比涨幅 (%) · 1Q26 为周期峰值



来源: TrendForce (2026/6/2、3/31)、美光 FY26Q3、Counterpoint, K Research 整理

供给侧的指纹是**价格与销量背离**: 合约价按季 +60~95%, 而同期终端需求被下修(笔电、手机出货负增长)——这不是需求拉动, 是供给被锁。剪刀差(上)显示挤出缺口在 2027 年继续扩大; 价格阶梯(下)显示 DRAM 于 1Q26 创下 +93~98% 的单季纪录后, 2Q26 仍 +58~63%, NAND 接力 +70~75%。更关键的是黏性: 美光 16 份"照护不议"长约把高价锁定至 2030, 历史上的内存通缩周期, 正被合约工程化地抹平。

品类	卡脖子节点 / 厂商	2026 代表涨幅	口径与来源
商品 DRAM	三星/SK/美光 (HBM 挤出)	+93~98%	1Q26 环比 · TrendForce
NAND Flash	同上+减产 ("内存OPEC")	+70~75%	2Q26 环比 · TrendForce
HBM4	SK海力士 (~70% 份额)	>+50%	对英伟达 · TrendForce
MLCC 高容	村田/国巨/华新科	+50~60%	现货; 厂价 +10~40%
功率半导体	英飞凌/TI (8吋紧)	+10~25%	多轮 · 7/1 再涨 · TrendForce
电子级氨气/WF6	关东电化/SK (地缘叠加)	+58~90%	同比 · Eastmoney/cdhjtq

来源: TrendForce、Counterpoint、passive-components.eu、DigiTimes、Eastmoney、cdhjtq, K Research 整理, 数据截至 2026年6月

04 财务透视

美光 FQ3 营收

41.5B\$

▲ +346% 同比

美光 毛利率 (非GAAP)

84.9%

▲ +10pp 环比 · 纪录

照付不议长约

~100B\$

锁价至 2030 (16 份)

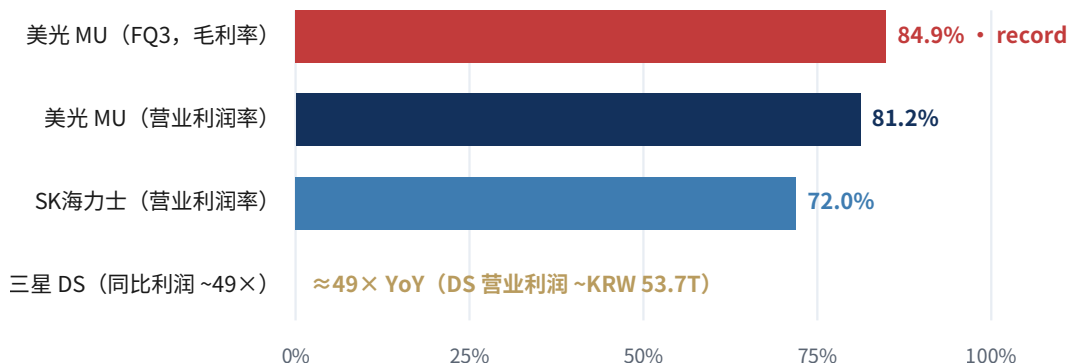
供给可缓解

2028

紧张延续至 2027 后

三大原厂同步录得纪录利润率 = 行业级定价权

2026 上半年最新一季利润率 (%)



来源：美光 SEC 8-K (FY26Q3, 截至 2026/5/28)、SK海力士 1Q26、三星 1Q26, K Research 整理

方法注记

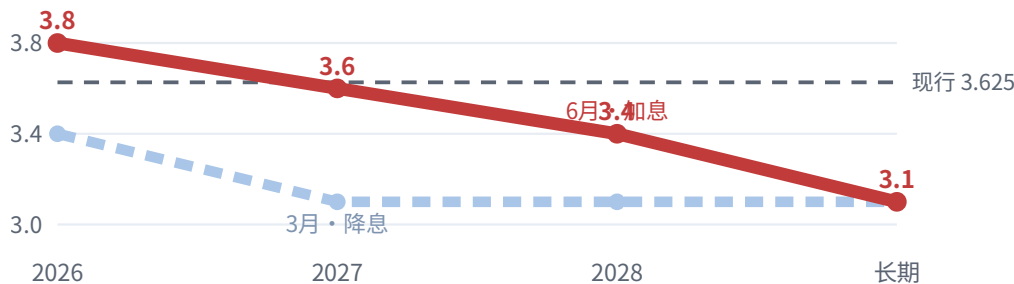
美光当季毛利率为公司历史峰值的约两倍，属周期极值；本报告按 SEC 原始披露引用，并提示其“纪录/极值”属性。利润率本身不构成通胀，但“**照付不议+价格下限**”把高价制度化，才是与货币政策相关的持久性来源。

涨价是否具备**定价权**，看三家原厂同时录得的纪录利润率：美光 FQ3 毛利率 84.9%（非 GAAP，近历史峰值的两倍），SK海力士营业利润率 ~72%，三星 DS 利润同比约 49x。三家独立公司同步印出纪录利润率，说明这是**行业级定价权**，而非个体现象。更要害的是结构：美光签下 16 份照付不议长约、约定**价格下限**、锁定约 \$100B 收入至 2030——把历史上的内存暴跌周期“工程化”地删除。这正是“通胀持久性”的微观证据：当下行周期被合约抹平，商品给宏观的那段周期性通缩，可能不再出现。

05 政策与催化

点阵图转向：从降息翻成加息

美联储基金利率中值路径 (%) · 3月 vs 6月 SEP



传导的诚实账：毛 +0.66pp → 质量调整后或仅 0.0~0.24pp

AI 内存对核心 PCE 年化贡献分解 (pp) · Fed FEDS Note 2026/5/22



来源：美联储 FOMC/SEP (2026/6/17)、FEDS Note (2026/5/22)，K Research 整理

美联储反应函数已先于数据转向：6月点阵中值由 3.4% 跳升至 **3.8%**，从“年内一次降息”翻成“年内一次加息”，2026 核心 PCE 预测由 2.7% 上修至 3.3%。Warsh 直面 AI 提问：“供给与需求在赛跑……当它们交叉，政策意味着什么？”——这正是本报告的机制。但要诚实：毛贡献 +0.66pp 扣除口径与缺失的质量调整后，可能只剩 **0.0~0.24pp**；BIS 6/28 年报亦只称 AI 对通胀“有潜在外溢”，主导冲击仍是能源。

机构	2026 美联储路径	关键依据
美银 BofA	+75bp (加息·基准)	反应函数转鹰、通胀“明确恶化” (A. Bhave)
德意志 DB	+50bp (加息)	劳动力韧性+黏性通胀
市场定价	~+42bp	LSEG; >60% 概率年内≥1次加息
高盛/大摩/瑞银	2026 按兵 → 2027 降	首降推迟至 2027，几无人押 2026 降息

来源：BofA、德银、LSEG、高盛/大摩/瑞银，K Research 整理，2026年6月

06 资金与持仓

资产价格里藏着全篇最大的张力：政策端已转鹰（点阵加息、美元升至 13 个月高位），但 **长端债与黄金尚未相信**。10Y 在 7 周低位（4.37%）、2s10s 仅 +27bp，说明市场不信“持续加息周期”；黄金较 1 月历史高位回落约 25%。这正是自反路径的**未定价空间**：一旦核心 PCE 黏住、盈亏平衡通胀从 ~2.2% 脱锚，实际利率（现 ~2.16%）将上行，长久期 AI 估值（Nasdaq100 前瞻 PE ~22、SOX 同比 +139%、英伟达 ~\$4.7T、Mag7 占 33%）面临戴维斯双杀。6/23 韩股熔断、三星与 SK 海力士单日 -12% 已是预演。

资产	水平（6月底）	参照	读数
美联储基金利率	3.50~3.75%	第4次按兵	点阵转加息
10Y 美债	4.37%	7 周低位	长端不信加息
10Y 实际利率 / 盈亏平衡	2.16% / 2.2%	—	脱锚=扳机
黄金	~\$4,080	距高位 -25%	同比 +23%，未抢跑
美元 DXY	~101.3	13 月高	鹰派定价
费城半导体 SOX	13,204	同比 +139%	最拥挤=最脆弱
S&P500 / 前瞻 PE	7,354 / ~22	~80 分位	Mag7 占 ~33%

来源：CNBC、TradingEconomics、FRED、FactSet、Barchart、companiesmarketcap，K Research 整理，点位为 2026年6月26~29日

反共识

市场把 AI 的尾部风险定价为“需求证伪”（capex 泡沫）。本报告主张被错过的是**自反路径**：AI 通胀 → 实际利率上行 → 杀 AI 估值。其未定价之处，恰是 10Y 仍在低位、黄金仍在回调——配置含义：相对偏好 **前端/抗通胀久期与黄金的尾部对冲**，对最拥挤的长久期 AI 龙头保持估值纪律。（非投资建议）

I 07 情景与风险

维度	BEAR · 戴维斯双杀	BASE · 部分传导	BULL · 涨价被消化
核心假设	AI通胀+能源黏性叠加，PCE失控	涨价部分传导，PCE黏在3%上方	需求回正+生产力兑现，通胀回落
关键变量取值	核心PCE >3.3% 续升	核心PCE 3.0~3.4% 高位震荡	核心PCE 回落 <2.8%
政策路径	年内 +50~75bp	长期按兵，0~1次加息悬念	重启降息预期
目标区间	SOX -20~30%，10Y→4.8%+，黄金再起	波动率抬升、风格再平衡	AI链续创新高、毛利扩张
概率	30%	50%	20%
触发信号	核心PCE连续两月超预期+9月点阵再加+盈亏平衡脱锚>2.4%	PCE走高但需求平稳、双重下单未爆雷	终端销量转正+内存进入下行周期

概率为 K Research 主观赋值，合计 100%。

我们错了的信号

- 核心 PCE 连续两月回落至 <2.8% · 2026Q4 前
- 内存合约价环比转负 / 现货崩——双重下单退潮，涨价证伪为周期而非结构 · 2026H2
- 手机/PC 销量同比转正且 OEM 停止提价——需求毁灭吞掉涨价 · 2026Q4
- 9 月点阵回到降息、Warsh 重申“AI 通缩论”——反应函数转鸽 · 2026Q3
- 10Y 盈亏平衡通胀稳在 2.2% 不脱锚——二轮效应未兑现 · 持续监测

风险清单（风险名 — 传导路径 — 监测指标）

衡量误差风险 —— PCE 软件项涨价大半是缺失 hedonic 调整的测量噪声 —— 美联储或可“看穿”而不反应。

能源主导风险 —— 若霍尔木兹缓和、油价回落 —— 通胀叙事塌一半，AI 腿单独不足以逼出加息。

双重下单/库存风险 —— 联想库存 +50%，行业普遍囤货 —— 2026H2-27 牛鞭回吐，涨价转瞬即逝。

估值-基本面错配 —— 10Y 已在 7 周低位、市场不信持续加息 —— 若 AI 资本开支兑现盈利，双杀不发生。

08 结论与行动

一句话：本轮 AI 行情的真正尾部风险不是需求证伪，而是 **AI 亲手把通胀顶上去、逼出加息、杀死自己的估值**。它真实存在、但有界——传导小、慢、漏，2026 主导仍是能源，且有 2027+ 的通缩日落。操作上：盯住核心 PCE 与盈亏平衡通胀这两个扳机，对最拥挤的长久期 AI 龙头保持**估值纪律**，并为"实际利率上行"这一未定价情景预留**尾部对冲**。（非投资建议）

接下来盯什么

2026/7/29-30 FOMC (Warsh 第二会)

措辞与是否首次加息——自反路径首验

2026/7/31 6月 PCE / 核心 PCE

是否站稳 3% 上方；核心商品是否再加速

2026/8 二季度财报季

OEM 是否再提价、库存双重下单是否退潮

2026/9/16-17 FOMC + 新点阵

加息是否落地、Warsh 是否重申 AI 通缩论

2026/Q4 内存合约价 (TrendForce)

环比是否转负——证伪结构性的关键

持续 10Y 盈亏平衡通胀

是否脱锚 >2.4%——二轮效应的市场确认



扫码进入口罩哥知识星球
解锁全部 K Research 独家研报

本报告由 K Research 独立制作，所载信息均来源于公开资料，K Research 不对其准确性与完整性作任何保证。报告内容仅代表制作时点的研究观点，不构成任何证券、加密资产或其他金融产品的投资建议，亦不构成任何买卖要约。投资者据此操作，风险自担。市场有风险，投资需谨慎。本报告版权归 K Research 所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式转载、复制或引用。