

2025 年年度投资者信：富裕与稀缺

致尊敬的投资者：

2026 年的第一个月，市场并未因新年的钟声而重置其近期的运行逻辑，反而在延续中强化了结构性的分化。

本月，我们的投资组合见证了两类资产的同时带来显著的超额：一边是全球存储行业持续受益于需求爆发而扩产的供给无法及时跟上的供需矛盾，股价在周期转成长的逻辑中戴维斯双击；另一边，金银铜以及各类小金属等大宗商品，也在悄然走出一波强劲的通胀行情。

效率提升带来的科技通缩与供给约束形成的资源通胀并行，恰是当下世界运行逻辑的真实写照。

一、 硅谷实地观察：分化的资产效率

本月我在硅谷和 CES 调研了小半个月，除了关注技术前沿，我特意考察了当地的资产价格变化，试图从侧面印证财富分配的流向。

有一组有意思的数据对比：

站在 2026 年回望过去十年，代表科技成长红利的纳斯达克指数从 4,000 点附近起步，至今已上涨约 5 倍。这是人类历史上科技财富创造总量最大的十年。

然而，在同一时期的硅谷核心区，联排别墅（Townhouse）的平均名义增值约为 50%~60%。虽然看似有增长，但如果考虑到加州每年约 2% 的持有成本（房产税+HOA）以及这十年累积的通胀，这类标准中产资产的实际投资回报率相当微薄。与之形成对照的是，具备独立地权、供给极度刚性的独栋别墅（Single Family Home）价格涨幅则要显著得多，且更具韧性。

与此同时，疫情后，AI 带来的个人生产力提升显著降低了校招数量。这使得硅谷新落户的年轻中产群体减少——而这一群体正是联排别墅的主要购买力。这一结构性变化进一步削弱了标准化住宅的需求支撑。AI 带来的效率革命，正在显著放大智力资本与核心股权的回报，同时挤压非稀缺资产的增值空间。

在调研中我也看见了这一趋势在薪资上的映射：Google L6 级别的非 AI 岗位年薪约 50-60 万美金，而同级别的 AI 岗位起薪已接近百万美金量级，少数处于 AI 关键领域的前沿人才更是获得了比 NBA 一线球星更高的年薪包。

AI 技术正在显著拉大个人产出的差距，进而导致资产定价的逻辑发生改变：凡是可以通过工业化堆叠、缺乏稀缺性的资产，其价值正在被技术通缩所稀释；而那些承载了先进生产力的权益资产，才是这个时代真正的吸金容器。

在当前时代，持有优质企业的股权，是对抗平庸资产通缩的最佳路径。

二、 当金钱的定义发生改变

近期在 U.S.-Saudi 投资论坛上，Elon Musk 提出了一个挑战性观点：

“我的预测是，未来工作将是可选的。如果你想工作，你可以去工作，就像玩运动或视频游戏一样，但那不是必须的。在某种程度上，金钱将不再具有相关性（**Money will stop being relevant**）。”

“我们正走向一个资源极大富裕的时代。当 AI 和人形机器人能够处理人类生存所需的所有物资生产时，贫困将不复存在。到那时，虽然电力、质量（Mass）等物理要素仍是约束条件，但传统的货币作为资源分配工具的作用将消失。”

无独有偶，Anthropic CEO Dario Amodei 也在其新文中深入探讨了在 AI 承担大部分生存劳动后，人类如何寻找新的意义；而 Google DeepMind 的创始人 Shane Legg 更是公开招聘经济学家团队，专门研究 Post-AGI（后通用人工智能）时代的经济结构，JD 中的工作描述是：questioning existing assumptions about scarcity, wealth, and distribution（质疑关于稀缺性、财富与分配的既有假设）。

站在已经能看到 AGI 奇点的当下，这些研究已然不是科幻的空想，而是基于一个严肃的经济学推论：凡是能被 Token 化的产物（代码、文本、方案），其边际生产成本正在逐步趋近于零。这就是硅基通缩。当生产力不再受限于人类的生理极限，以一般等价物存在的货币，其传统的度量衡意义确实面临重构。

然而，著名的杰文斯悖论告诉我们：随着技术进步提高了资源的使用效率，对该资源的总需求不是减少，而是会指数级增加。推理成本每下降一个数量级，全球对推理的需求就会爆发式增长。

这导致了另一个维度的碳基通胀：

AI 的大脑越发达，它对物理世界的索取就越迫切。每一个比特数据的生成，都需要电力的支撑，而瓦特的基础是铜铝铀等矿产。马斯克在对话中特意强调了物理约束，价值锚点将从抽象的纸币转向真实的物理资源。

因此，我们的策略非常清晰：一手做多硅基的智力（利用 AI 降本增效的巨头），一手做多碳基的限制（能源、铜、存储等）。

三、物理世界的窄门

在硅谷租用和通过 Robotaxi 呼叫搭载 FSD v14 的 Model Y 2026，是我此行印象最深的体验之一。无论是在主驾还是副驾，看着车辆在复杂的城市道路中自主变道、转弯、礼让行人，我真切感受到过去两年自动驾驶能力的跃升——这不是传感器硬件的迭代，而是大模型端到端架构带来的质变。FSD 的表现让我意识到，自动驾驶的投资或许已经到达了技术奇点的时刻。

更有意思的是 Robotaxi 的商业化进展。在奥斯汀虽然推迟到月底才取消了安全员，但在旧金山至硅谷的运营已经在定价上拥有了有吸引力的单元经济模型：平均 1.1 美金/分钟左右的定价甚至略低于 Uber，而长途打车也不再需要考虑高昂的返程费用。这意味着在人力成本高企的北美市场，无人驾驶出租车正在逼近盈亏平衡点。

从投资视角看，这次体验强化了我的一个判断：自动驾驶的价值不仅是替代司机的成本节约，也是 AI 在物理世界规模化落地的第一个有杀手级经济价值的应用。当 FSD 的能力可以通过 OTA 持续迭代，车队的边际安全性和效率会随里程数据持续上升。而跑通取代大量普通人工作岗位的商业模式，非常重要的前提条件是在政治上拥有有力的背书，我们期待看到 Musk 和 Trump 政府如何共同推动这一变革在政策层面的落地。

在 CES 上，我们看到机器人行业已经走出了单纯依靠表演博眼球的阶段。基于大模型的发展，机器人和自动驾驶在过去两年随着模型能力的提升在能力上实现了超越其物理依赖的进步。但通过与工程师的深入交流，我们也能看到传感器仍然会有较好的投资机会。目前的较低帧率的视觉等传感器无法支撑机器人进行毫秒级的高性能决策，行业明确会需要更准确和更高频的传感器。我们看好高频、高速的传感器环节，这是 AI 产生价值的物理窄门。

此外，参展的 3D 打印公司正在证明极客玩具已经发展到模糊工业级生产力的蜕变时刻。以我们在现场看到的定制鞋履为例，其打印成本已降至 50 元人民币左右，而终端售价可达 100 美元以上。当扫描建模变得如拍照般便捷，按需的柔性制造将为消费品供应链提供新的增长机会。

四、在变革中，多抬头看

最后，我想谈谈这次硅谷之行给我的另一个重要启示——关于信息获取的效率与质量。

过去，我们做投研往往依赖于层层过滤的研报、专家访谈，信息传递存在巨大的时滞和损耗。但现在，通信效率的极大提升带来了突破性的改变。

在 X（前 Twitter）和各大播客平台上，像马斯克、黄仁勋、Dario Amodei 这样的技术领袖，正在直接、高频地输出他们的思考。例如，我们现在可以实时收听一线企业家的经营复盘，或是第一时间阅读 OpenAI 核心团队对技术路线的辩论。

这种头部大佬直接传递信息的方式，极大地提升了全行业达成共识的效率。以前需要一年才能被市场消化的技术趋势，现在可能在几周内就会形成全球共识，进而推动资本迅速涌入，加速行业的成长。对于投资人而言，这意味着行业小圈子原本拥有的信息差红利正在消失，市场定价变得更加迅捷而有效。

在这样一个信息民主化的时代，投资最大的风险不是做错了什么，而是没有看见正在发生的变化。

余一奇

2026 年 1 月