



除去 AI，衰退边缘

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

除去 AI，衰退边缘

基本内容

在8月杰克逊霍尔会议中，鲍威尔将美国劳动力市场形容为供需双弱下的奇特平衡 (curious kind of balance that results from a marked slowing in both the supply of and demand for workers)。然而在2025年即将结束之时回看，美国劳动力供给仍在持续修复，推动失业率的进一步攀升——“弱劳动力供给”不过是场空欢喜。

持续上升的失业率，收窄到极致的新增就业分布（仅依赖教育保健业），边际修复但依然低迷的信心——美国“服务-就业-收入-消费”链条正在走弱；除掉AI的广义贡献，美国经济基本处于衰退边缘。

因为停摆带来的数据扭曲，以及新增就业水平本身的高波动（频繁下修），失业率正成为观察美国经济的黄金指标，也是鲍威尔眼中最重要的参考因素。2025年下半年开始跳升的失业率显然引起了联储更大的关注，但其对于失业率上行的容忍从本质上来自于对劳动力供给走弱的“期待”；然而现实是仅在“摇摆州”看到了供需双弱的情况。

失业率想要得到抑制，主要取决于四个方面：与“中性利率”的相对位置（也可以理解为过往降息的滞后反馈），特朗普政策不确定性的消散（更清晰的财政政策路径），市场与联储降息预期的修正（更清晰的货币政策路径），以及劳动力供给的“如期下行”——其中“利率”的影响似乎最微弱。

基于这份非农报告，我们对2026年上半年，尤其是第一季度降息的出现变得更加积极。如果要思考并计入降息对于就业的提振作用时，需要思考的不仅仅是2025年所发生的75bp降息，更是2024年100bp降息到底产生了多少效果？简而言之，降息对于就业的提振作用似乎也存在着被高估的风险——刺激幅度更小，时间更加滞后。

风险提示

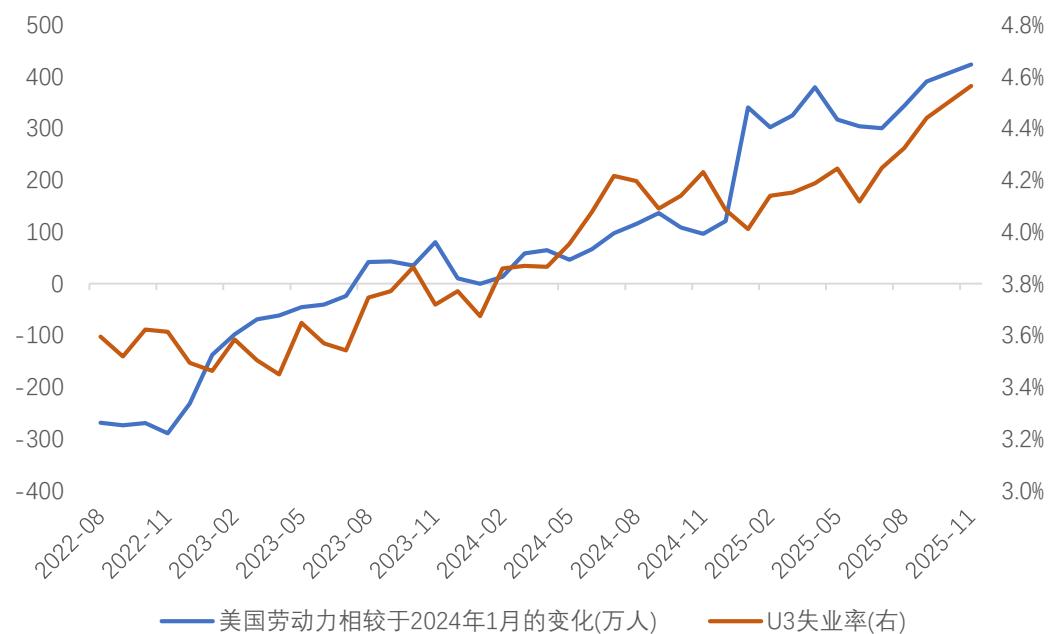
1) 特朗普的政策不确定性加大，带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响，2026年全球同步宽松幅度超预期，甚至带来全球共振扩表，明显缓解长端利率压力。3) 技术突破带来制造业回流加剧，美国生产成本明显降息，信用需求激增。4) 数据测算存在误差。



在8月杰克逊霍尔会议中，鲍威尔将美国劳动力市场形容为供需双弱下的奇特平衡（curious kind of balance that results from a marked slowing in both the supply of and demand for workers）。然而在2025年即将结束之时回看，美国劳动力供给仍在持续修复，推动失业率的进一步攀升——“弱劳动力供给”不过是场空欢喜。

持续上升的失业率，收窄到极致的新增就业分布（仅依赖教育保健业），边际修复但依然低迷的信心——美国“服务-就业-收入-消费”链条正在走弱；除掉AI的广义贡献，美国经济基本处于衰退边缘。

图1：美国劳动力供给持续增长，推动失业率进一步上行



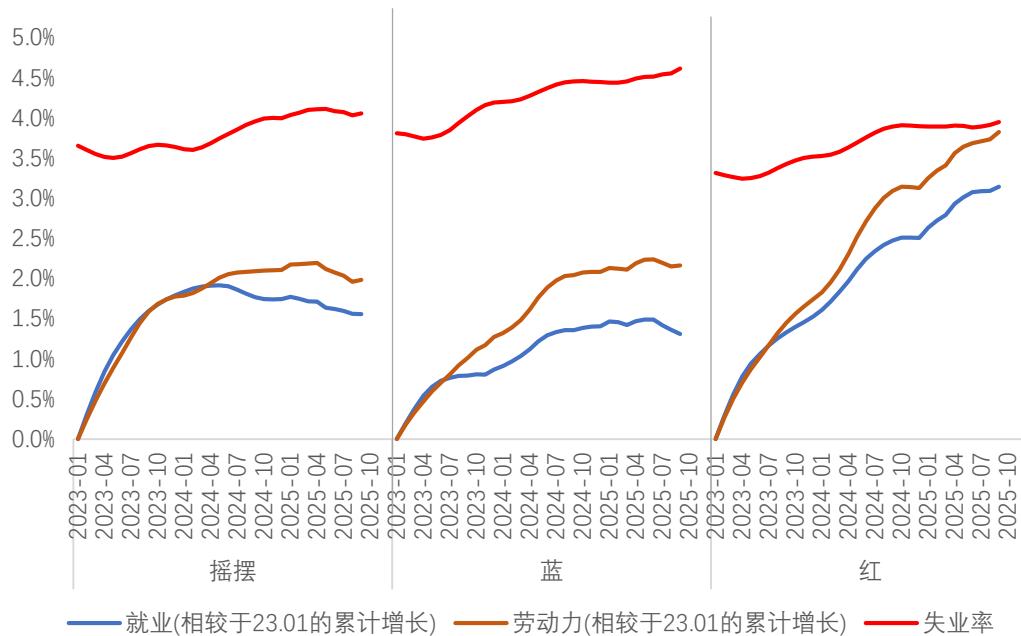
来源：Wind，国金证券研究所

因为停摆带来的数据扭曲，以及新增就业水平本身的高波动（频繁下修），失业率正成为观察美国经济的黄金指标，也是鲍威尔眼中最重要的参考因素。2025年下半年开始跳升的失业率显然引起了联储更大的关注，但其对于失业率上行的容忍从本质上来自于对劳动力供给走弱的“期待”。

然而现实是仅在“摇摆州”看到了供需双弱的情况。尽管广义的移民净流入接近停滞，但非法移民作为劳动力的“寒蝉效应”并不显著——特朗普迄今为止真正推动驱逐出美国的也更多是罪犯，而非普通人。从党派的角度，这似乎也呈现出了某种“K型”分布：深红州的劳动力供需仍在快速增长，而对经济更为敏感，占GDP权重也更大的蓝州就业水平在进入2025年下半年后开始边际收缩，失业率的上行也更加明显——这显然是一个更加令人不安的信号。



图2：“供需双弱”仅发生在摇摆州，对经济更敏感的蓝州就业也开始下滑



来源：Wind，国金证券研究所

从结果来看，持续上行的失业率趋势（包括 U3 和 U6 失业率）意味着期待供给端走弱以抑制失业率的“预期”需要被进一步调低。回过头来，需要直面一个问题：拿什么限制失业率的上行？

这呼应了 12 月 FOMC 记者会中最一针见血的问题（来自于 Nick Timiraos）：在降息 150bp 后美国利率敏感型部门并未修复，失业率还在延续缓慢上行，为何联储有信心 2026 年失业率不会进一步走高？

我们理解鲍威尔的回答反应了一种美好的意愿，却并未完全解答：他用当前利率处于中性利率区间水平来解释，认为这大概会促使劳动力市场稳定，失业率最多再上行 0.1%-0.2% (*one or two more tenths*)。但在失业率进一步跳升后，其将面临两个明显的“数值约束”，也可以理解为引发潜在“衰退交易”的阈值。

11 月失业率 4.564% 已经超过了 SEP 给出的 2025 年底 4.5% 的失业率预测，同时距离触发“萨姆法则”对应的失业率 4.732% 也相差不远。基于当前联储的 SEP 预期，留给失业率的上行容忍空间已经不多了，但失业率本身却未现任何斜率放缓的态势。

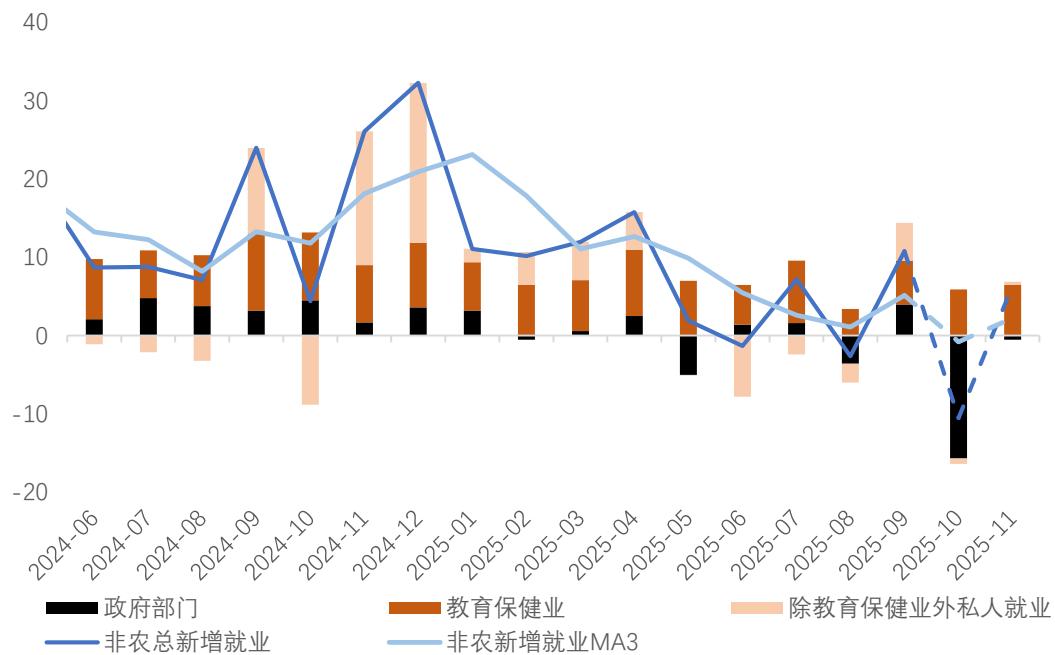
回到 Nick 的问题，鲍威尔用中性利率的角度来回答失业率问题并不具备任何的前瞻意义，如果看利率敏感型部门的表现，迄今为止的降息几乎是没用的。

失业率想要得到抑制，主要取决于四个方面：与“中性利率”的相对位置（也可以理解为过往降息的滞后反馈），特朗普政策不确定性的消散（更清晰的财政政策路径），市场与联储降息预期的修正（更清晰的货币政策路径），以及劳动力供给的“如期下行”——其中“利率”的影响似乎最微弱。

非农新增就业的结构也并未修复，依然是教育保健业一枝独秀，除此之外的其余私人部门新增就业在 5 月至今的七个月时间里只有 9 月与 11 月录得正增长。



图3：非农薪资就业的结构依然较差

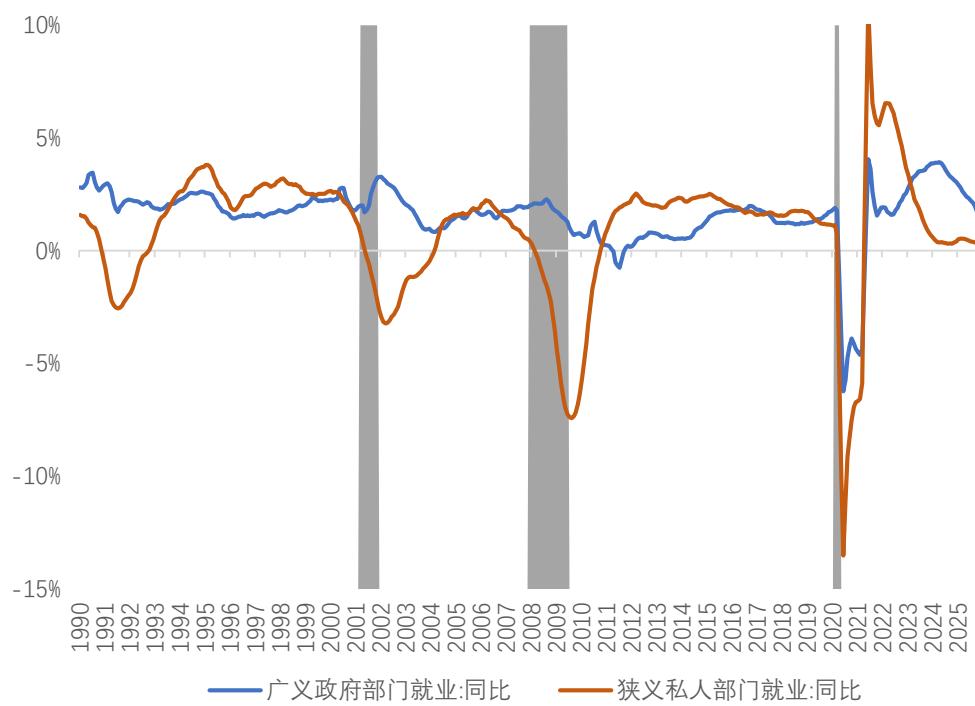


来源：Wind, 国金证券研究所

由于公务员买断项目（Deferred Resignation Program, DRP）在9月30日生效，接受一次性买断的约15万美国公务员所带来的就业减少在10月非农被一次性计入。广义政府部门就业受此影响，其同比增速回落至2021年5月以来的最低水平，而狭义私人部门就业的同比增速再度接近2024年8月的低点。

尽管市场对此已经充分计入并更加关注私人部门就业，但政府就业在2025年以前亦能提供稳定的增量需求；从今往后，美国非农新增就业或将变成教育保健业的“独角戏”。

图4：广义政府部门就业同比增速跌至2021年以来低点



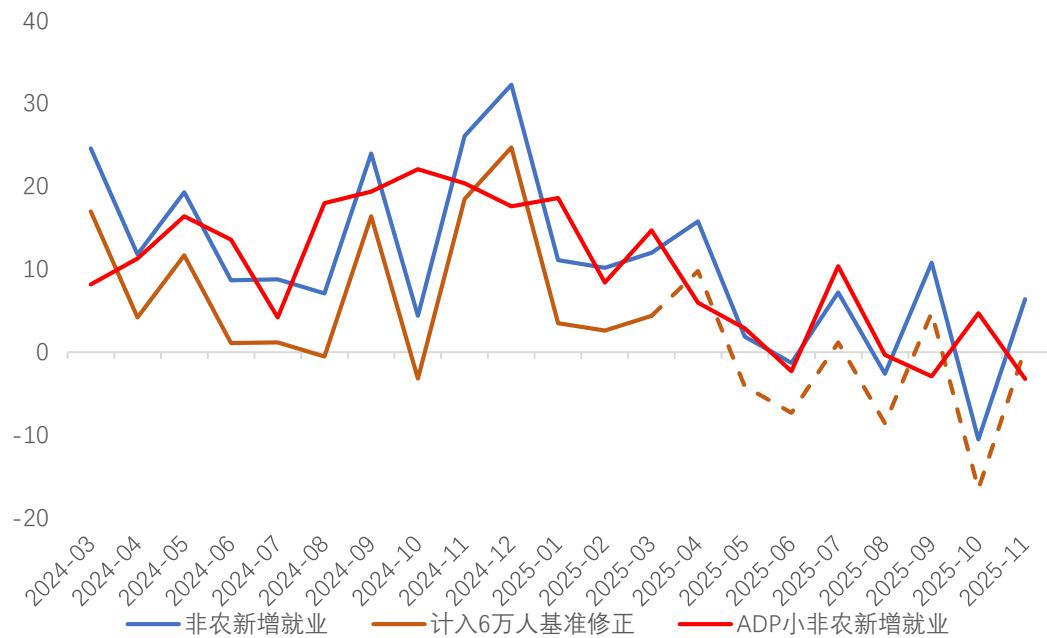
来源：Wind, 国金证券研究所

更为重要的是，鲍威尔在12月FOMC记者会中的“6万人”非农下修萦绕耳畔，QCEW的基准修正正在成为联储的“心



魔”，如果扣除 6 万水平后，11 月非农仅为“零增长”水平，这也与 11 月 ADP 小非农一致。

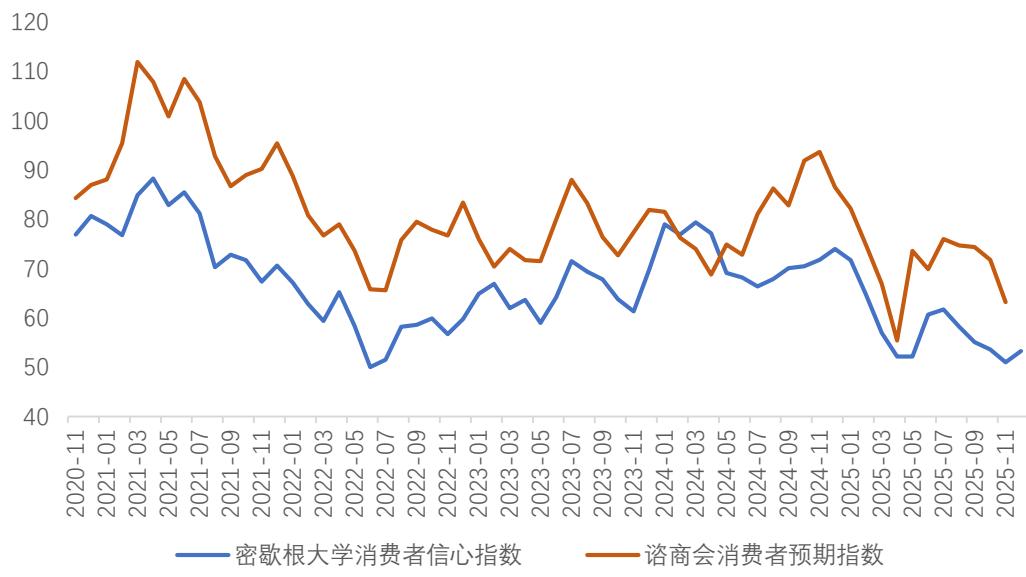
图 5：计入鲍威尔所担心的“6万”下修水平后，11月非农处于零增长水平



来源：Wind，国金证券研究所

企稳不仅仅是数字的企稳，还更是我们过往所看到的波动收敛。问卷调查参与的企业所感知的经济预期，不仅是新增就业的下滑，还有不稳定的经济情景，对应了新增就业的高波动（包括初值和修正）；这也将影响到美国居民部门的“消费-就业-收入”链条的表现。

图 6：美国居民部门的预期并未明显改善

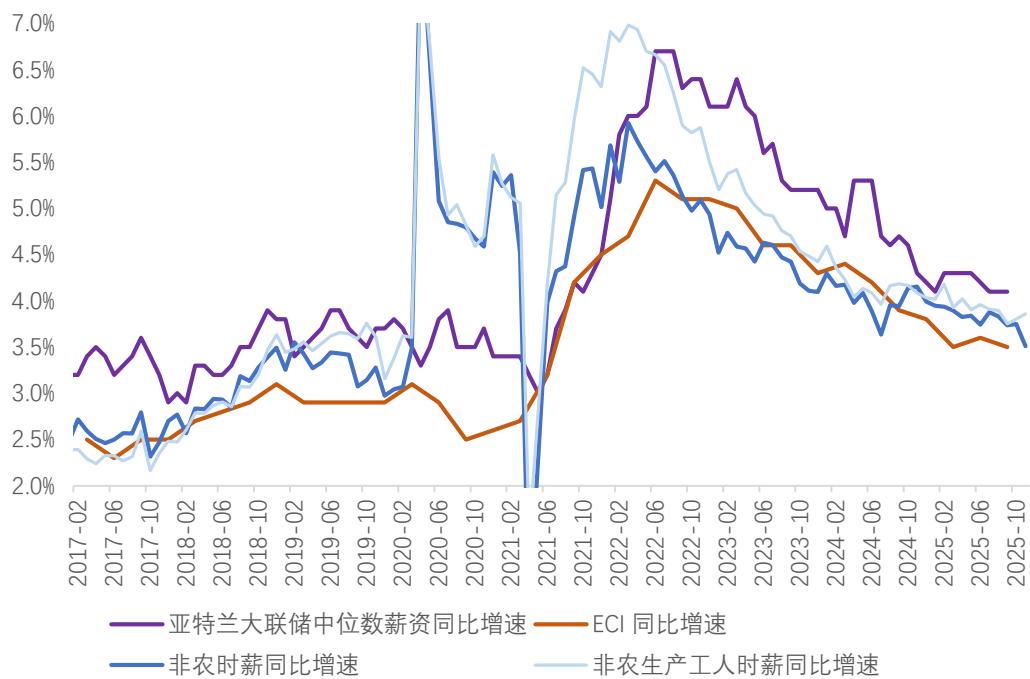


来源：Wind，国金证券研究所

另一个值得关注的是时薪薪资同比增速在不经意间已经进一步滑落至 3.5%，尽管实际薪资增速依然处在正区间，但非住宅服务（同比增速比 2019 年平均水平高 2 个百分点）以及商品（高 1.2 个百分点）的通胀，使得居民正在面临更大的购买力挑战。

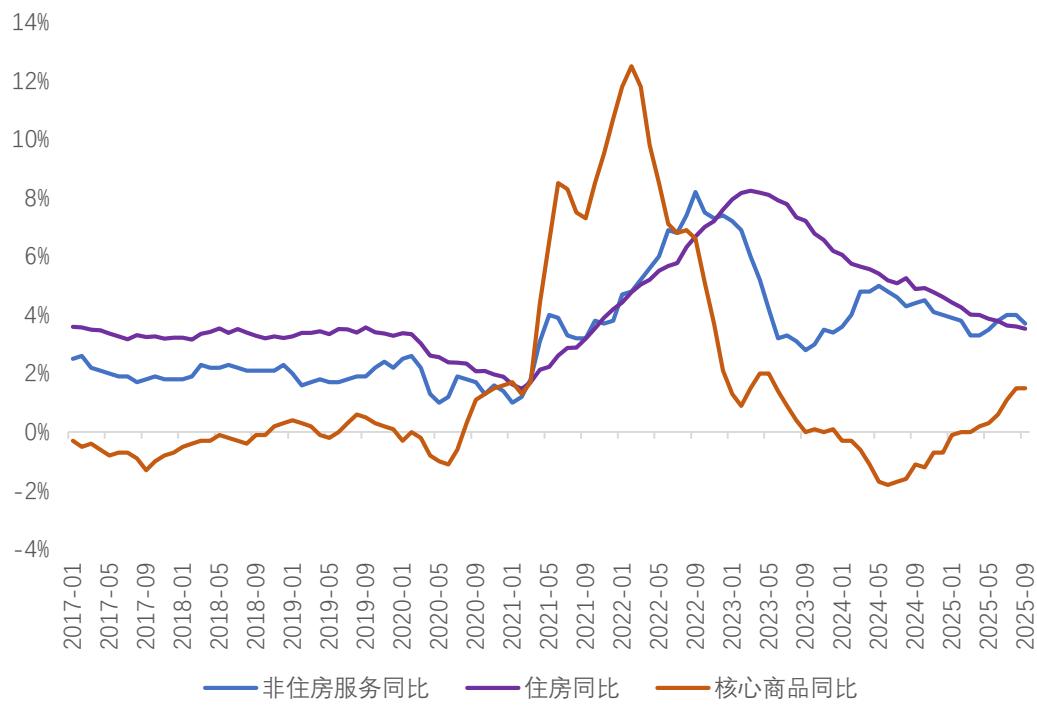


图 7：美国薪资同比增速回落至 2021 年来最低水平



来源：Wind，国金证券研究所

图 8：美国薪资增速所带来的购买力修复或被高估



来源：Wind，国金证券研究所

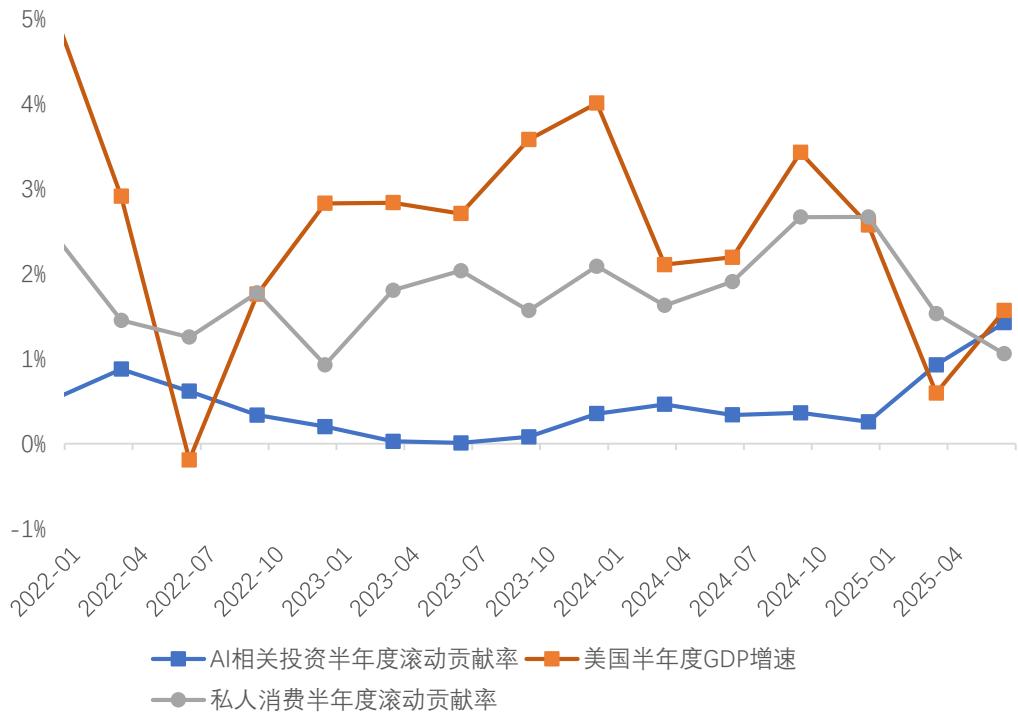
基于这份非农报告，我们对 2026 年上半年，尤其是第一季度降息的出现变得更加积极。如果要思考并计入降息对于就业的提振作用时，需要思考的不仅仅是 2025 年所发生的 75bp 降息，更是 2024 年 100bp 降息到底产生了多少效果？简而言之，降息对于就业的提振作用似乎也存在着被高估的风险——刺激幅度更小，时间更加滞后。

持续上升的失业率，收窄到极致的新增就业分布（仅依赖教育保健业），边际修复但依然低迷的信心——美国“服务-就业-收入-消费”链条正在走弱，除掉 AI 的广义贡献，美国经济基本处于衰退边缘。哪怕是 AI，也只能对经济增长



产生正贡献，就业端还将继续承压（乃至开始产生对就业需求的冲击）——AI与非AI行业的冷热分化仍会延续。

图9：美国经济总量中AI的火热无法带动广义就业的修复，反而可能产生更明显冲击



来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 1) 特朗普的政策不确定性加大，带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。
- 2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响，2026年全球同步宽松幅度超预期，甚至带来全球共振扩表，明显缓解长端利率压力。
- 3) 技术突破带来制造业回流加剧，美国生产成本明显降低，信用需求激增。
- 4) 数据测算存在误差。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究