



宏观经济组

分析师：钟天（执业 S1130526020001）
zhongtian@gjzq.com.cn

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）
songxuetao@gjzq.com.cn

美国经济的“戴维斯双杀”

基本内容

美国的滞胀状态需要时间的确认，一份糟糕的非农报告和单周暴涨 35% 的原油期货价格增加了进入这种状态的可能。中东冲突仅开始一周，无论是油价之于美国，还是政经稳定之于伊朗，都尚未到退却的阈值，非农数据的高波动使得我们应当专注于中期趋势变化。

有一点可以明确的是，美国经济的下行风险正在变得更加显著，随着联储的“不作为”和特朗普的“做负功”，美国经济正面临“戴维斯双杀”时刻——美国经济的“盈利端”并没有改善：非农疲软，非 AI 的顺周期经济低迷；美国经济的“估值端”则出现了松动：AI 叙事的“二象性”与战争冲击。

总的来看，除了广义实物类别资产，其他资产在当下都面临各自的挑战。但需要认识到的是，这并不是单纯的“AI 厌恶”所带来的实物资产追捧；相反，如果没有 AI 在过去几年的巨量投资，我们更加无法看到实物资产的“基本面”。一切资产，都带有了自身的叙事性，而这些叙事更多是正相关，而非负相关的。

因此，在当前美国经济面临“戴维斯双杀”的背景下，HALO 交易也非风险免疫，依然需要承担相当的宏观下行风险，并可能被 AI 的波动所放大，而非用以对冲。

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。



美国的滞胀状态需要时间的确认，一份糟糕的非农报告和单周暴涨 35% 的原油期货价格增加了进入这种状态的可能。中东冲突仅开始一周，无论是油价之于美国，还是政经稳定之于伊朗，都尚未到退却的阈值，非农数据的高波动使得我们应当专注于中期趋势变化。

图 1：需要更多时间观察原油价格之于美国经济的影响



来源：Wind，国金证券研究所

有一点可以明确的是，美国经济的下行风险正在变得更加显著，随着联储的“不作为”和特朗普的“做负功”，美国经济正面临“戴维斯双杀”时刻——美国经济的“盈利端”并没有改善：非农疲软，非 AI 的顺周期经济低迷；美国经济的“估值端”则出现了松动：AI 叙事的“二象性”与战争冲击。

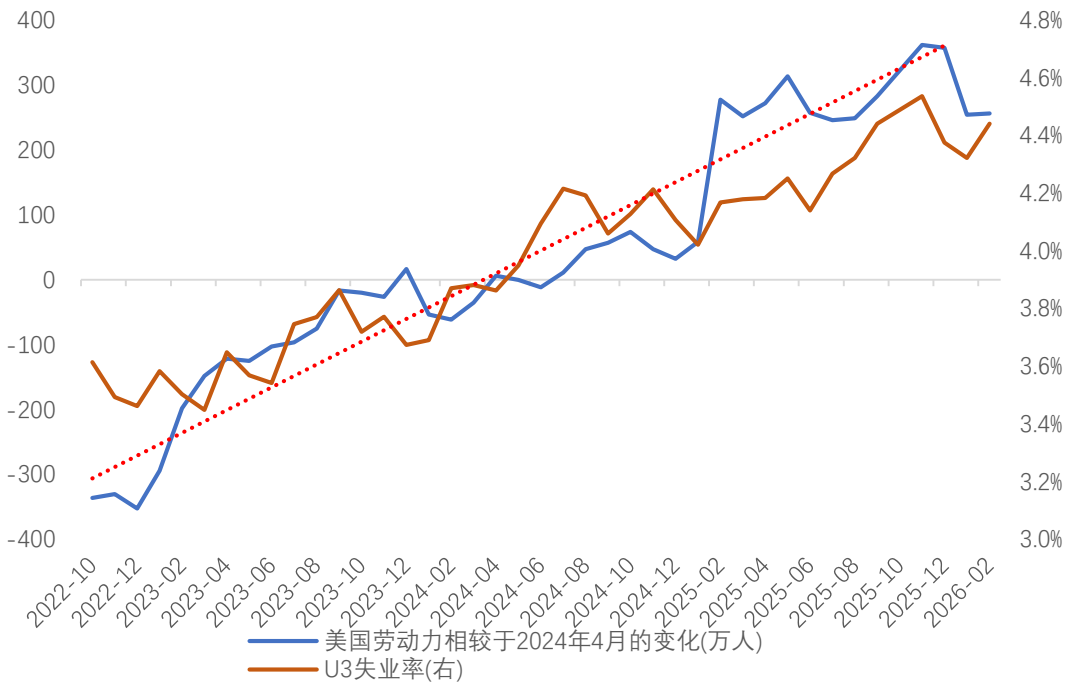
一、非农新增就业依然疲软

最核心的非农数据依然延续着疲软的趋势，2 月非农扼杀了此前对于劳动力市场已然复苏的期待，就业广度差，数据波动大的特征越发明显。

4.44% 的失业率，私人部门-8.6 万人的新增就业，以及在人口调整后大幅回落的劳动力（参与率），足以证明美国劳动力市场远非此前联储官员口中的那样稳健。另一方面，联储期待的“劳动供给走弱压制失业率”终于变得更加显性，问题是这与联储货币政策无关。



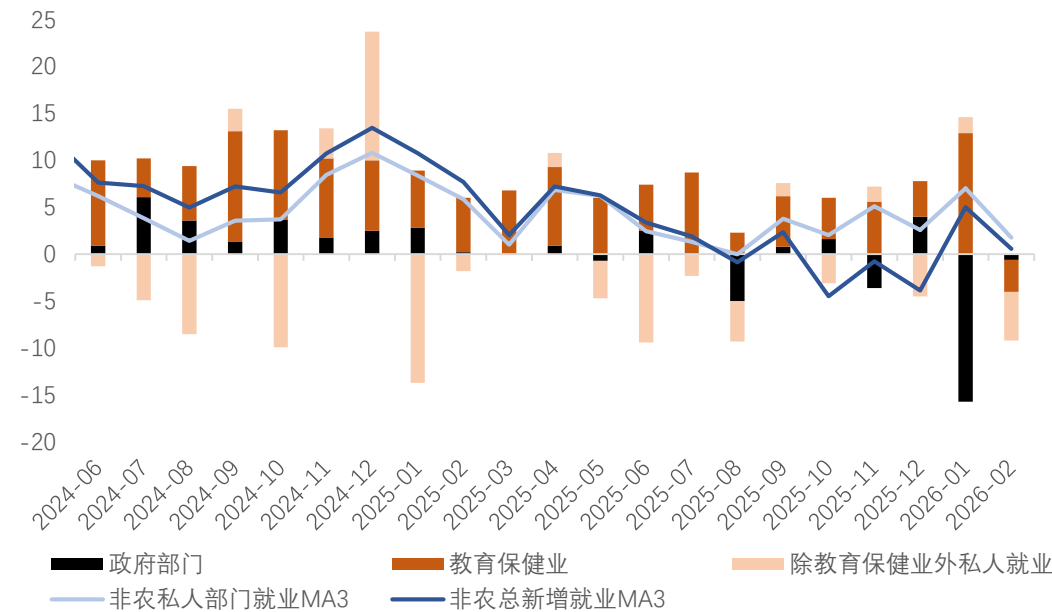
图 2: 劳动力总量大幅下降抑制了失业率的上行水平



来源: Wind, 国金证券研究所

考虑到“出生-死亡模型”的波动,以及凯撒医疗集团3.1万员工罢工影响,1-2月的医疗保健业的月均新增就业仍保持在4.8万人(25年均值5.7万人)不可谓不强;但其余私人部门就业仍相当疲软,且负增长居多。与此同时,永久失业人数仍在持续而缓慢的上升,全职就业率在过去数月中的下降幅度亦超过了以往的季节性趋势,都是恶化的信号。

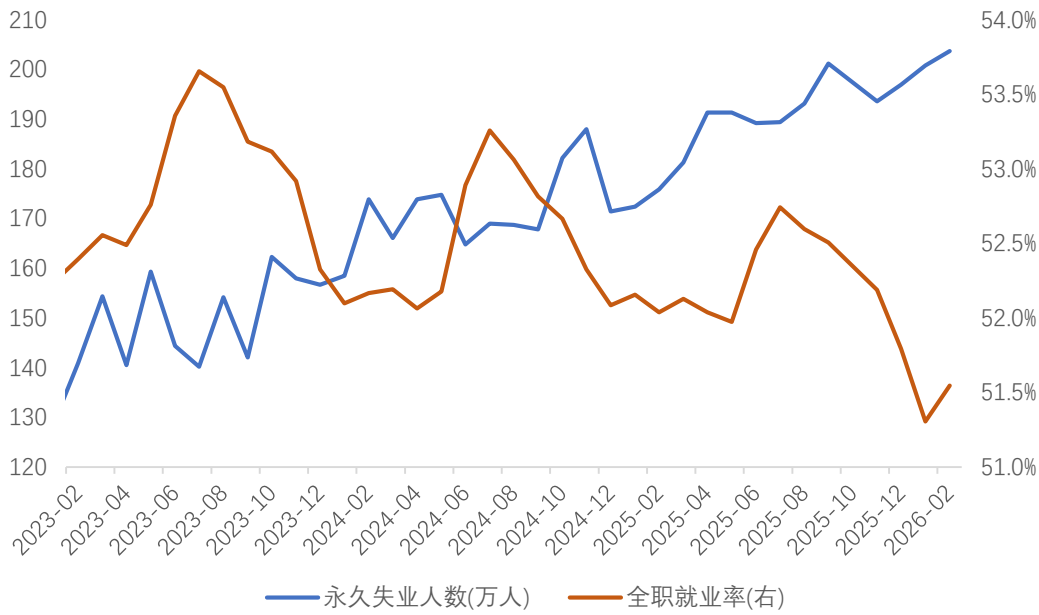
图 3: 私人部门新增就业过去三个月的平均水平再度回落



来源: Wind, 国金证券研究所



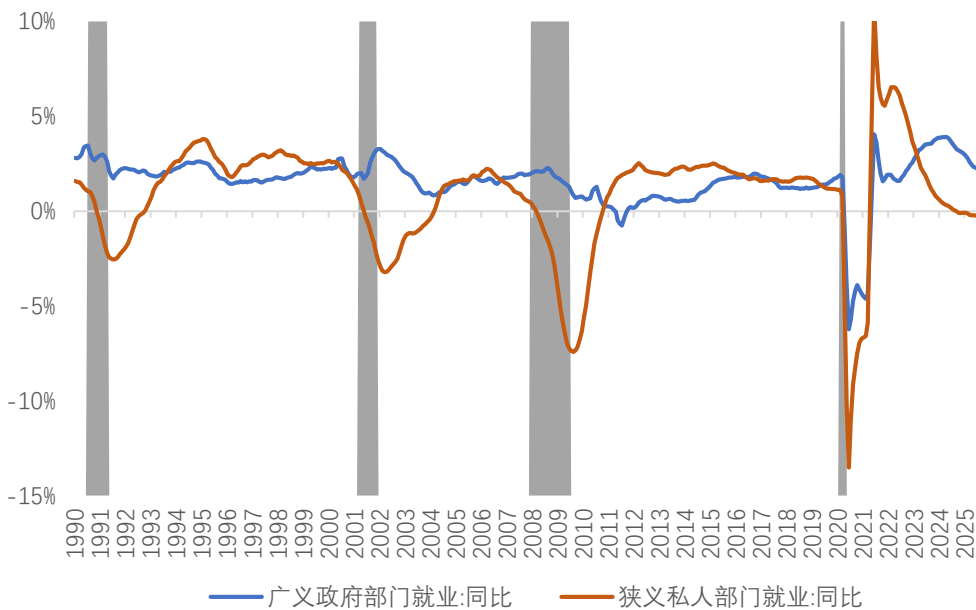
图 4: 永久职业人数仍在缓慢上行, 且全职就业率正经历显著下行



来源: Wind, 国金证券研究所

尤其注意到, 非农经过数据修正后, 核心私人部门就业的同比增速从 2024 年 9 月便开始转负 (恰好也是这轮联储降息周期的开端), 至今仍处于同比收缩趋势, 而广义政府部门就业的同比增速也跌落至 2021 年以来的最低水平。

图 5: 核心私人部门就业同比收缩往往对应经济硬着陆



来源: Wind, 国金证券研究所

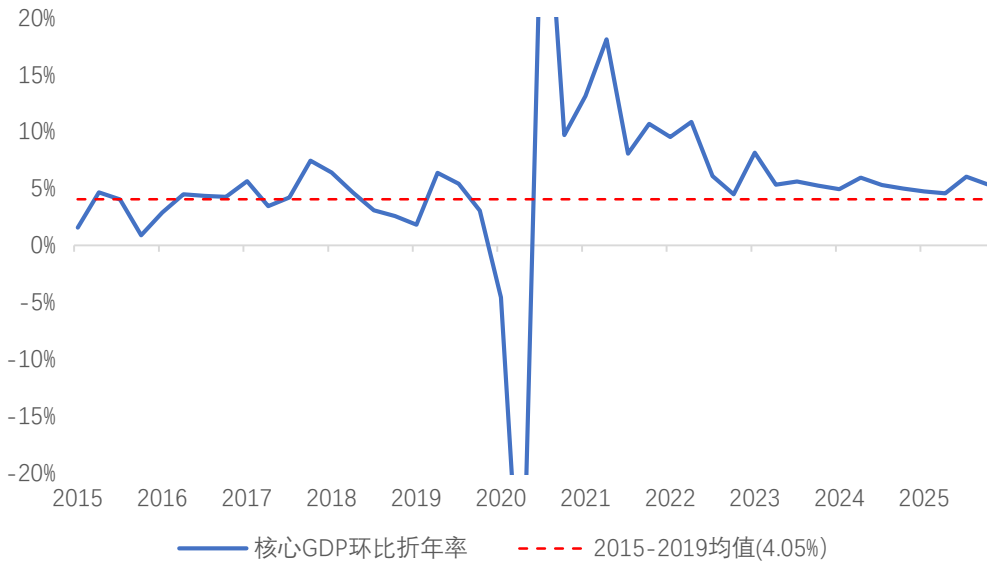
1990 年至今, 核心私人部门就业的同比转负都对应着 NBER 认定的经济衰退 (硬着陆), 这与此前触发“萨姆规则”有异曲同工之感。当时我们提到萨姆规则的失灵源自失业率正经受供给而非需求冲击, 当下我们还需要加上更多的需求侧“定语”——如果 AI 相关投资在 GDP 中仍能保持两位数同比增长, 美国实体经济的疲软仍可获得相当程度的对冲; 换言之, 对美国非 AI 实体部门依然无法抱有 too high 的复苏期待。

二、无 AI, 不增长

我们理解在美国经济中实体资产与 AI 资产是一个“伴生”关系, 甚至在过去两年是一个“从属”关系: 无 AI, 不增长。我们通过对美国名义 GDP 的逐步拆解来做出论证, 首先从 GDP 中拆除库存、政府支出和净出口这些波动极大的“非核心”部分, 可以发现其余的核心 GDP 部分 (消费+固定资产投资) 在过去两年表现相当稳定。



图 6: 美国名义核心 GDP 环比增速相当稳定



来源: Wind, 国金证券研究所

进一步的, 如果我们把核心部分拆分为顺周期 (耐用品消费+住宅投资+设备投资+数据中心) 与非顺周期 (服务消费+除数据中心外非住宅结构投资) 部分, 可以发现周期性部分的名义 GDP 环比折年率增速出现明显回落, 非顺周期部分依然相对稳健。在联储降息的背景下, 这种增速的劈叉亦说明货币政策效用的下降, 即利率敏感型部门变得“不敏感”。

图 7: 美国名义核心 GDP 中的周期性部分环比折年率增速明显下滑

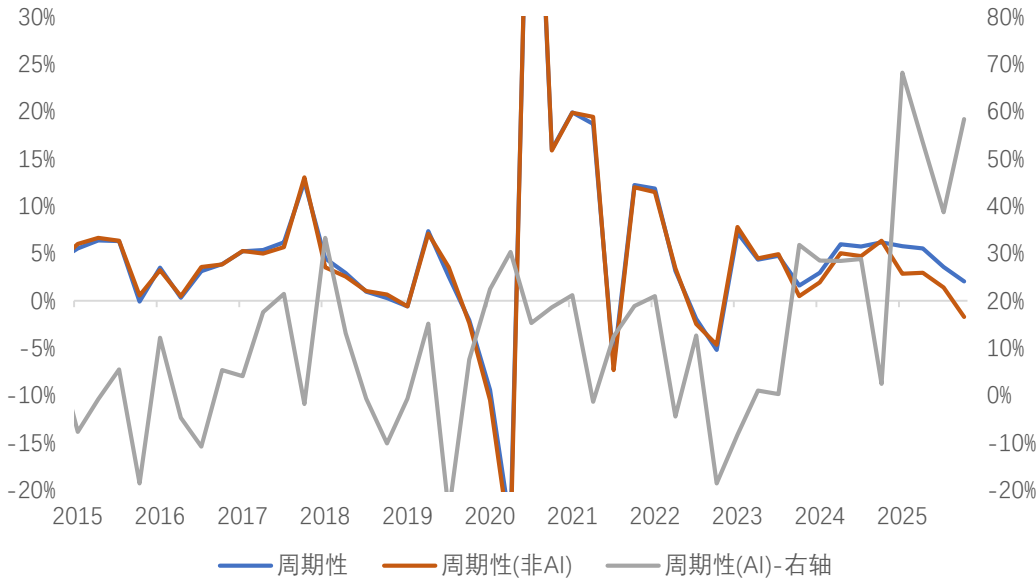


来源: Wind, 国金证券研究所 (我们并未取“全集”, 即有一部分 GDP 并未纳入)

对于美国经济而言, 占整体名义 GDP 16.5%的周期性经济部分才是政策的作用目标; 但如果我们把占名义 GDP 1%的 AI 部分拿掉, 剩下那 15.5%对应着实体的周期性经济部分自 2022 年第四季度以来再次环比 (折年率) 收缩。而 2015-2019 年期间, 唯一的环比负增长发生在 2019 年第一季度——随后便是联储连续三次 25bp 降息。



图 8: 除开 AI 的周期性名义 GDP 已经陷入收缩



来源: Wind, 国金证券研究所

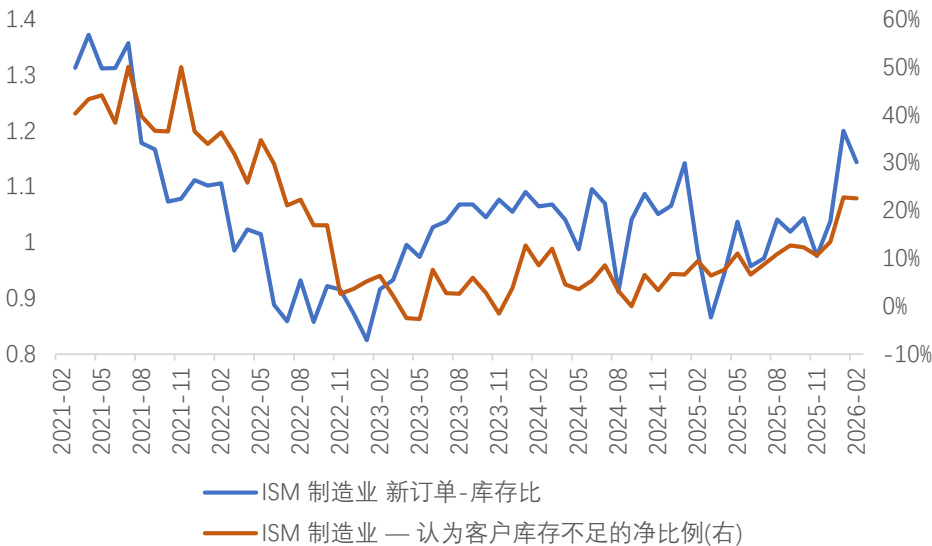
从非农新增就业到 GDP 结构性增速, 这些数据都在呼吁联储进一步降息的发生。

换言之, 美国经济中对利率最为敏感的那 15% 部分并没有展现出复苏迹象, 这与非农就业趋势对应, 也与一些微观轶事对应, 比如美国建筑商过去两年间反复提及数据中心成为建筑订单的最主要支撑。

最后, 需要重视“油价上涨和制造业补库”共振对于美国居民可负担性的压力。

2026 年至今美国与欧洲制造业 PMI 持续小幅反弹, 但从实际调查中这更多对应的是低价库存消耗后的被迫补库需求, 而非需求的修复。这些补充的库存将更多反馈出关税所带来的价格上涨, 而中东冲突带来的原油价格飙升可能进一步推动“被迫涨价”的发生, 对需求产生更大压力。

图 9: 补库叠加中东冲突, 可能带来更快的涨价压力



来源: Wind, 国金证券研究所

三、AI 叙事松动和中东持久战可能冲击估值体系

哪怕白宫官网优先事项(Priority)的头版头条就是引领全球人工智能(Lead the world in AI), 但现在 AI 叙事处在一个微妙的状态: 既怕 AI 技术过于颠覆, 又怕 AI 不够突破的“神鬼二象性”阶段。

Citrini 的《2028 美国 AI 末日预言》在美股市场翻云覆雨, 本质上对于 AI 的破坏力过于高看。但现实经济是个超级混沌系统。历史反复证明, 当逻辑推导出的远景过于极端时, 预言者往往低估了人类看似低效、实则极具韧性的自适



应能力。

而 OpenAI 的 Capex 削减、英伟达业绩连续超预期却无法带来股价进一步拉升、以及 META 和微软“优等生”与“劣等生”的认知反转，都意味着 2026 年对于“用铲人”业绩的更高要求，以及“谨慎激进”的投资态度。

美国“估值端”的另一个松动来自于 2026 年的两场战争和格陵兰岛风波的延续。美以突袭伊朗并未复刻委内瑞拉的速战速决，欧洲乃至北约国家与美国在此事的表达越发“离心离德”，叠加格陵兰岛事件后部分主权基金对于美元资产摆出的“拒绝姿态”（当然，仅仅也只是姿态），这些都对于美元资产的吸引力带来冲击。

目前市场似乎没有定价美国会陷入战争泥沼，这是基于过去一年无数次 TACO 形成的肌肉记忆。但特朗普开启这场战争本身就显得缺乏理性，尤其是众多信源都交叉验证出美国对于伊朗抵抗能力的低估。自然，我们也就无法从理性人的角度来理解潜在的解决之道。

无论是油价之于美国，还是政经稳定之于伊朗，都尚未到退却的阈值，未来还会进一步抬高全球生产成本，无疑是对于美元信任度的挑战。

总的来看，除了广义实物类别资产，其他资产在当下都面临各自的挑战。但需要认识到的是，这并不是单纯的“AI 厌恶”所带来的实物资产追捧；相反，如果没有 AI 在过去几年的巨量投资，我们更加无法看到实物资产的“基本面”。一切资产，都带有了自身的叙事性，而这些叙事更多是正相关，而非负相关的。

因此，在当前美国经济面临“戴维斯双杀”的背景下，HALO 交易也非风险免疫，依然需要承担相当的宏观下行风险，并可能被 AI 的波动所放大，而非用以对冲。

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信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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	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