

2026年美国经济展望 AI与通胀的竞速

报告要点:

2026年,人工智能(AI)仍是美国经济中的主线,对于通胀、就业和长期增长都有较重要影响。核心关注AI技术在各部门的扩散率,尤其是制造业部门。我们预计美国GDP增速将达到2.4%,主要由技术部门的投资(主要来自AI)、政府减税、实际工资增长和财富积累驱动,从长周期看仍属中高增速;通胀粘性“长尾难断”,预计微降至2.4%。主要受服务业通胀、稳步上升的时薪、下降缓慢的房屋租金以及外部的能源冲击拖累,需关注AI技术在生产部门的扩散速度,这将有效抑制通胀。失业率整体维持在4.4%左右的历史低位。劳动力供给边际减少,受移民净人数已从峰值减少至2025年的123万。就业市场还反映出“冷热不均”的趋势,高技能劳动力短缺与初级分析岗位被AI替代并存。考虑到地缘政治冲突、中期选举和贸易战的边际减弱等因素扰动,预计美联储全年降息1-2次。

● 2026年美国经济将在新政治周期影响下呈现“前低后高”态势

回顾2025年,美国经济受关税和停摆影响波动加大。从年初的关税冲击,到年末的政府停摆成为美国经济主要的波动来源。而内生的技术进步和消费韧性,尤其是私人部门的自我修复能力,有效对冲了外部风险和出口拖累。鉴于此,叠加美国中期选举以及中美关系阶段性缓和,预计2026年的经济呈现“前低后高”的态势。特朗普政府大概率会失去国会控制权,为挽回部分席位,激进政策概率大增。参考2006年小布什政府因伊拉克战争等因素支持率低迷,共和党失去参众两院。2026年中期选举压力提前释放,特朗普政府为挽回政治颓势,发起美以联合打击伊朗的“史诗愤怒行动”,导致霍尔木兹海峡航运锐减90%,全球原油约20%运输停摆,能源市场进入极端断供模式。值得注意的是,关税冲击对美国的影响在2026年将逐步减弱,消费和技术扩散是增长的主要动能。未来关税、对外制裁和潜在地区冲突等将成为激进政策选项。

● 劳动力市场处于高技能短缺与低技能冗余的新阶段

在新技术驱动下美国经济将与上一轮周期有所不同,更多将取决于AI带来的生产率提升和向全行业扩散的速度。劳动力市场或出现“高与低”的矛盾,将影响企业招聘预期,更理性的策略是保持谨慎,整体市场显得缺乏活跃度。美国私营企业与全球资本正在全力拥抱AI,推动创纪录的投资和使用量。2024年,美国私人部门AI投资增至1091亿美元。大量研究与历史经验证实,长期内技术进步(AI)能够提升劳动生产率,并且在大多数情况下有助于逐步缩小劳动力队伍中的技能差距。

● 通胀调控在油价冲击和独立性质疑中再添变数

多重因素将左右年内走势,一方面服务业和住房价格水平下降缓慢,另一方面地区冲突显著增加“能源再通胀”风险。此外,美联储的独立性成为市场关注焦点,凯文·沃什被提名为新的继任者,他被视为特朗普政府推动降息的执行者。为了捍卫美联储的独立性,美联储理事会在2025年底一致投票重新任命了12名地区联储主席中的11名,试图在主席更迭前稳定政策委员会的专业成分。

相关研究报告

- 《国元证券宏观研究-全球市场周报:多国央行暂缓降息,股市进一步承压(2026年3月)》
- 《国元证券宏观研究-全球市场周报:地缘冲突引发全球市场巨震(2026年3月)》

报告作者

分析师	刘乐
执业证书编号	S0020524070001
电话	021-51097188
邮箱	liule@gyzq.com.cn
联系人	李卿
邮箱	liqing3@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

- **AI 技术扩散与通胀周期的竞速博弈**

当前宏观经济新变化可以概括为“AI 技术扩散与通胀周期的竞速博弈”。AI 驱动供给侧降本增量，有助于增加产出来抑制通胀，但通胀粘性在服务业和能源冲击下仍较为顽固，甚至有可能在 AI 耗能的情况下进一步推高通胀。2021 年后美国劳动生产率明显回升，生成式 AI 尚处于新技术驱动高增长初期。AI 技术的行业扩散不均，零售、信息、科技等领域增效显著，但是建筑、非耐用品制造等行业改善有限。若持续由少数行业拉动，未全面普及。则会出现产能未及时增加，而数据中心建设，Token 调用、支撑高效算力又大幅推高电力需求，加剧了能源再通胀的风险。

- **风险提示**

地区冲突超预期上行；贸易摩擦加剧；降息不及预期；政策理解偏差。

内容目录

1.回顾：2025 年美国“增速放缓但韧性犹存”	5
1.1 通胀粘性加剧民众体感“温差”	7
1.2 就业市场“停滞”与服务业持续“扩张”的分化	9
1.3 人工智能（AI）的“双刃剑”效应	11
2.2026 年美国展望	13
2.1 美国经济或呈现“软着陆、通胀长尾与 AI 繁荣”的情形	13
2.2 美联储的“三重困局”	14
2.3 AI 扩散与通胀的竞速	16
2.4 中期选举加剧金融市场波动	19
3.风险提示	20

图表目录

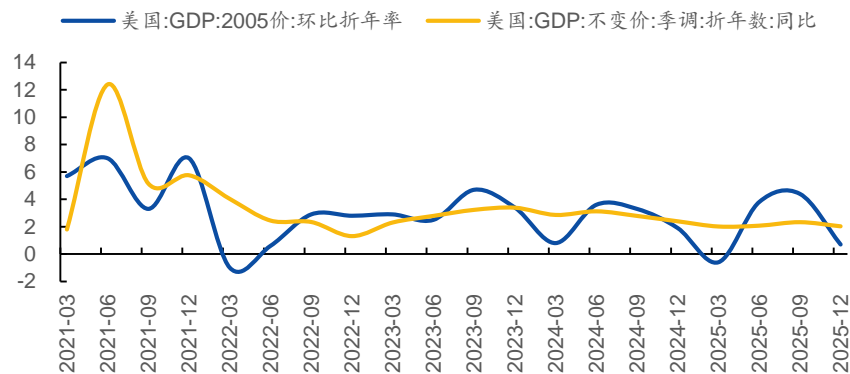
图 1：美国 GDP 走势	5
图 2：联邦基金利率与美债收益率走势	6
图 3：美国通胀走势	7
图 4：美国通胀分项走势	7
图 5：2025 年新增非农就业人数仅为 11.6 万	7
图 6：月均新增非农就业前高后低	9
图 7：12 月各行业新增非农就业	10
图 8：全球生成式人工智能投资	11
图 9：AI 在美国职位发布总数中的占比	12
图 10：按知识领域划分的人工智能相关职位占比	12
图 11：国际货币基金组织预测值	13
图 12：机构对美国失业率预测值	14
图 13：机构对美国通胀预测值	14
图 14：1948-2025 财年联邦债务趋势	15
图 15：政府及公众持有债务	15
图 16：非农劳动生产率	17
图 17：制造业劳动生产率	17

图 18: 美国主要行业生产率指数.....	18
图 19: 电价与增速.....	18
图 20: 发电量与增速.....	18
表 1: 2025 年美国季度经济数据概览.....	7
表 2: 美国通胀数据的跨年比较.....	8
表 3: FOMC 成员不同的货币政策意见分布.....	14
表 4: 2025 年全球人工智能的采用率.....	16
表 5: 近五年中期选举结果.....	19

1.回顾：2025 年美国“增速放缓但韧性犹存”

2025 年，美国经济呈现前低后高的“倒 V”形走势。全年实际 GDP 同比增长 2.1%，较 2024 年的 2.8% 有所回落。通胀下行进程趋缓，CPI 全年同比均值为 2.60%，仅比 2024 年微降 0.3 个百分点，持续高于美联储 2% 的目标。失业率维持历史低位，年末降至 4.26%，但劳动力市场活跃度大幅收缩。美联储全年三次降息累计 75 个基点，但内部分歧显著，未来货币政策独立性成为市场焦点。总体看：通胀下行趋缓、粘性显著、失业率维持较低水平、美联储政策不确定性陡增，经济整体仍然存在“硬着陆”风险。

图 1：美国 GDP 走势（单位：%）



资料来源：IFinD, 国元证券研究所

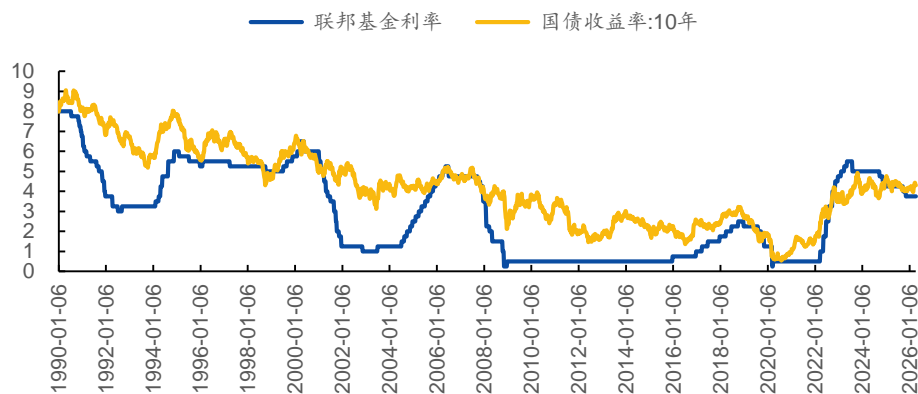
分季度看，美国经济基本面呈现“外部冲击不改结构分化”的格局。2025 年，第一季度受关税政策不确定性影响，实际 GDP 环比收缩了 0.6%，为 2022 年以来首次负增长，显著低于 2024 年四季度的 1.9%，引发了衰退担忧。其中，出口拖累和政府支出下滑是主因。企业为规避 4 月生效的关税政策“抢进口”，商品进口环比激增 18.4%，导致净出口对 GDP 拉动由正转为 -4.8%，为主要拖累项。政府支出降至 -0.1%，反映财政支撑力度减弱。投资来自设备和非住宅拉动。投资环比增速由 -5.6% 升至 23.8%，其中设备投资与非住宅投资环比分别增长 23.7% 和 10.3%，设备投资主要受益于 AI，成为一季度 GDP 的主要拉动项。个人消费环比从 4.0% 收缩至 0.5%，对 GDP 拉动从 2.7% 降至 0.31%，其中耐用品消费下滑明显。

美国经济在第二和第三季度出现“高韧性与结构性降温的错位”。一方面是强劲的经济基本面反弹，另一面是略显疲软的就业市场。在人工智能和私人消费的推动下，第二季度和第三季度实际 GDP 增长率分别实现了 3.8% 和 4.4% 的快速回升。AI 红利显现，生成式 AI 在企业端的部署进入加速期。根据 BLS 数据，三季度非农部门劳动生产率上升了 3.3%，制造业更是达到了 3.7%。这意味着企业可以在减少招人的同时，通过技术升级维持产出水平。第二季度的就业市场告别了过去几年的“高热”状态，步入更加平衡的阶段。二季度失业率均值从一季度的 4.1% 环比微增 0.1% 至 4.2%，但仍处于历史低位。第二和第三季度新增非农就业，月均约 2.85 万人。企业招聘节奏明显放缓，策略从“广泛招聘”转向“精简增效”。消费支出保持韧性，个人消费

支出环比增长稳健，尤其是服务业（旅游、医疗、金融）上的支出部分抵消了耐用品消费上的疲软。贸易逆差方面，显著收窄。二季度增长最大的贡献项来自于净出口。由于企业在一季度提前抢单（预防性进口）导致库存饱和，二季度进口额环比大幅下降，低基数对 GDP 指标形成强支撑。

2月20日，美国经济分析局公布了第四季度经济数据，呈现“短期冲击、结构分化”的阶段特征。第四季度实际 GDP 环比增速为 0.7%，较前值的 4.4% 大幅回落，显著低于市场预期值，为年内次低。第四季度经济增速显著下滑，主要受长达 43 天的联邦政府停摆、消费支出降温及净出口减弱拖累。尽管私人投资与服务消费保持韧性，但经济内生增长动能趋弱，就业市场呈现“量稳质降”特征。第四季度政府消费与投资环比降为 -5.1%（前值 2.2%），联邦雇员薪资延迟发放、政府服务中断、信心与消费走弱，成为当季主要拖累项。个人消费支出环比从 3.5% 降至 2.4%，对 GDP 拉动作用减弱，其中商品消费下滑明显，服务消费（3.4%）仍具韧性。住宅投资连续多个季度下滑，但是非住宅固定投资环比为 2.6%，延续了三季度上行的趋势，AI 相关设备与知识产权投资增长支撑科技领域扩张。但净出口对 GDP 贡献从第三季度的 1.59 个百分点降至 0.08 个百分点，出口增速放缓，叠加进口边际回升，贸易平衡改善收窄。

图 2：联邦基金利率与美债收益率走势（单位：%）



资料来源：IFinD，国元证券研究所

2025 年，美国经济在极端的政策波动、较长时期的政府停摆以及人工智能（AI）驱动的生产率变革中展现出一定的韧性。考虑到全年 2.1% 的 GDP 增长率，是在经历了一系列外部冲击和政策剧烈转向背景下实现的，仍超出了许多主流经济学家的预期。从年初的关税冲击到年末的政府停摆都可以视为短期外生因素，内生的技术进步和消费韧性在更长时期中将是主导力量，但政府支出和出口拖累明显。反映出即便在政府功能部分下滑的情况下，私人部门仍具备自我修复韧性。

表 1: 2025 年美国季度经济数据概览

指标	第一季度 (Q1)	第二季度 (Q2)	第三季度 (Q3)	第四季度 (Q4)
GDP (环比折年)	-0.6%	3.8%	4.4%	0.7%
失业率 (季末)	4.2%	4.1%	4.4%	4.4%
CPI (同比)	2.7%	2.5%	2.9%	2.7%
联邦基金利率区间	4.50%-4.75%	4.50%-4.75%	4.25% - 4.50%	3.50% - 3.75%

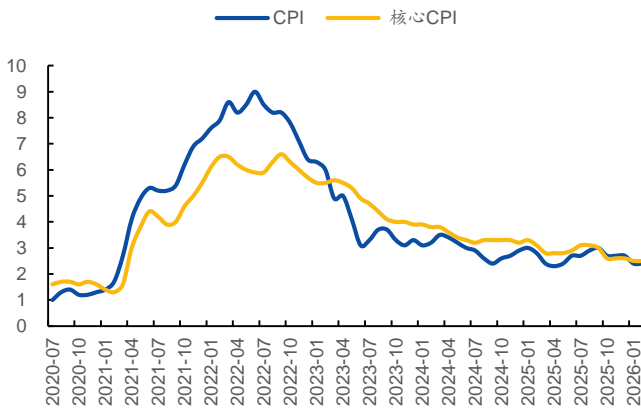
资料来源: BEA、BLS、IFinD、国元证券研究所

1.1 通胀粘性加剧民众体感“温差”

2025 年，美国通胀粘性多源于经济结构的内部刚性。虽然通胀率相比 2022 年的高峰值 (8.0%) 已明显回落至 2.6%(核心 CPI 为 2.8%)，但物价水平仍高于美联储 2% 的政策目标。通胀下行进程趋缓，住房、食品以及服务价格构成主要支撑，而商品价格受关税滞后效应和需求疲软影响波动较大。此外，通胀下行的趋势，与民众体感出现强烈反差。

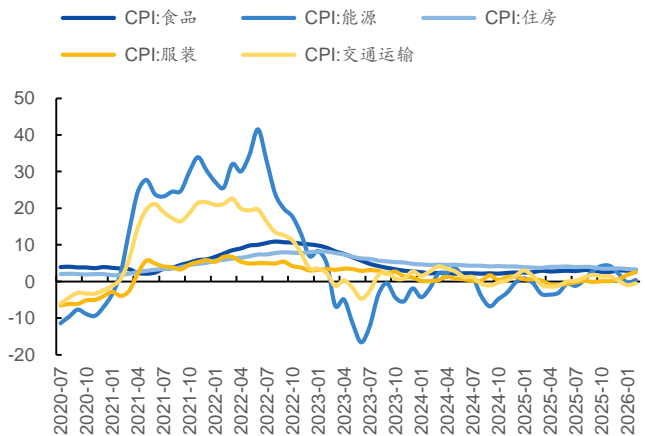
2025 年，关税政策扰动通胀下行进程。年初是全年通胀高点，其中 1 月 CPI 同比为 3.0%，住房、食品以及医疗费用分别上涨了 3.9%、2.4%和 2.6%，构成了通胀的底层支撑，并一直贯穿全年。4 月作为全年 CPI 的低点 (2.3%)，主要受益于能源 (-3.6%) 和交通运输 (-1.4%)，但是特朗普政府的关税政策扰动，中断了通胀趋缓的进程。随后，5 月到 9 月通胀从低点快速回升至 9 月的 3.0%的高点，核心在于关税转嫁和能源价格走高。全年通胀走势揭示了 2025 年通胀的复杂性：上半年由于基数效应和能源商品价格下跌带来的整体通胀下降，下半年则是核心通胀在关税政策和结构性压力下表现出的异常粘性。

图 3: 美国通胀走势 (单位: %)



资料来源: IFinD, 国元证券研究所

图 4: 美国通胀分项走势 (单位: %)



资料来源: IFinD, 国元证券研究所

跨年比较：通胀整体下行，难掩结构性反弹。2025 年相较于 2024 年，CPI 与核心 CPI 分别回落 0.3% 和 0.6%，CPI 中占比最高的住房回落趋缓，仍处于 3.7% 的高位。但是食品、医疗费用和娱乐较 2024 年有所回升，其中食品回升 0.5%。与民众切身感受最深的食品、能源、住房、医疗服务等通胀指标都具有强粘性，也是通胀整体回落与微观感受出现明显温差的主要原因。

表 2：美国通胀数据的跨年比较（单位：%）

指标	2025 年	2024 年
食品和饮料	2.70	2.20
能源	-0.10	-1.30
住房	3.70	4.40
服装	-0.10	0.70
交通运输	0.50	1.40
医疗护理	2.90	2.70
娱乐	2.10	1.50
教育和通信	0.50	0.60

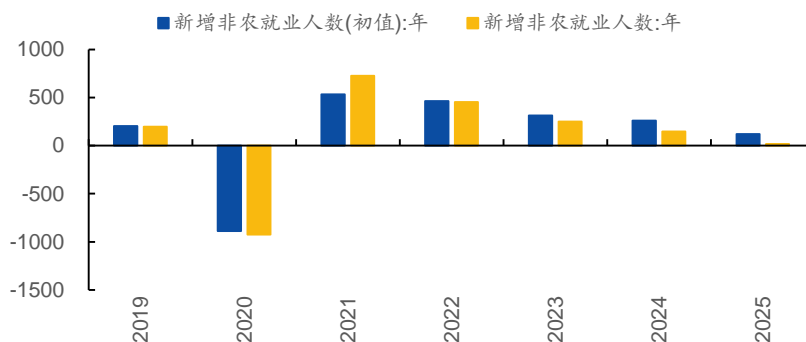
资料来源：BEA、BLS，国元证券研究所

2025 年，通胀数据与民众的“体感”之间的巨大鸿沟。这种背离不仅源于心理预期，更源于消费结构的差异。2025 年食品价格上涨 2.7%，但民众在特定品类上的感受远超此数。由于禽流感影响减弱，鸡蛋价格有所下降，但肉类和饮料价格却持续攀升。同时，在社交媒体和访谈中，民众普遍反映，购买相同分量的商品所需支出较几年前增加了 20%-30%。可能的原因来自比较基准之差，民众感受物价上涨，来自疫情和关税政策之前的基准，而且持续 5 年之久。但是，官方的通胀数据通常跨度较短。

1.2 就业市场“停滞”与服务业持续“扩张”的分化

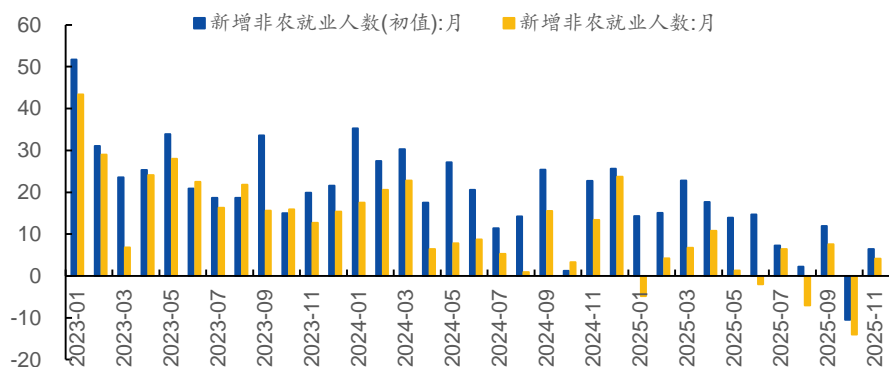
2025年美国就业市场面临10多年来的最严重的收缩。2025年的美国就业市场呈现与经济增速相悖的“无扩张”特征。尽管美国经济在这一年维持了约2.2%的实际国内生产总值(GDP)增长,但劳动力市场的表现却显得异常疲软,非农就业人数的增长近乎停滞。其表现形式在于劳动力市场从“辞职”的高流动性转向了“低招聘、低裁员”的停滞状态。2025年可以视为自2009年以来(剔除2020年新冠大流行时期)就业增长最少的一年。全年新增非农就业仅为11.6万个,与2024年新增146万个就业岗位的规模相比,大幅萎缩(经过美国劳工统计局BLS大幅下修102.7万个岗位),月均增幅从前值的12.1万人骤降至0.97万人左右,反映出企业在面对宏观政策不确定性、贸易摩擦加剧、驱逐非法移民以及AI挑战时的极度谨慎。

图5: 2025年新增非农就业人数仅为11.6万(单位:万人)



资料来源: IFinD, 国元证券研究所

图6: 月均新增非农就业前高后低(单位:万人)



资料来源: IFinD, 国元证券研究所

2025年的失业率虽然在长期视角下仍处于4.3%相对低位,但已从2022年的3.6%稳步上升了0.7个百分点。总体而言,2025年的就业数据较为疲软,3月和4月的数据相对强劲,6月、8月和10月的数据略差,其余7个月的数据则基本波澜不惊。

2025年，就业市场的“两极分化”状态，也是一个突出的特征。服务业作为美国经济的主导，医疗保健行业扮演了劳动力市场的“主引擎”，全年新增70万人就业。而之前的增长动力——科技，则陷入了低迷阶段。服务业作为就业市场的主要拉动项，对冲了制造业、零售业和科技行业的就业下滑，占全年非农新增总量的90%以上。这种高度集中的就业增长模式，将会进一步加剧那些希望在医疗或服务增长行业之外寻找工作的求职者面临的困境，并延长求职者的等待时间。总体来看，三大因素推动美国就业未出现大规模裁员潮，市场呈现三低状态，即“低招聘、低裁员、低活跃”。

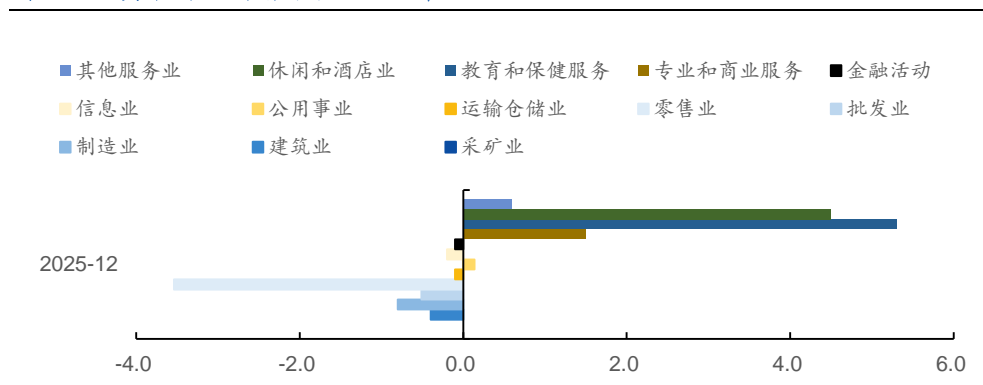
一是人口老龄化加速的医疗护理需求增长，以及疫情后医务人员缺口的持续填补。随着婴儿潮一代进入高龄阶段，对门诊、住院及护理设施的需求呈现出快速增长。尽管新增就业较年内高点回落至12月的5.3万人，但仍是就业市场最稳定的增长项。

二是科技与白领行业的“大修正”。2025年，据Crunchbase统计科技行业在继续裁撤岗位。美国科技公司在该年度至少裁员12.7万人，超过了2024年的9.6万人。但是需要指出，科技企业持续缩减的岗位为非核心业务岗，AI技术也对部分初级技术岗位形成挤压。2025年，金融行业新增0.7万人就业。高利率环境抑制了并购和IPO活动，同时AI在风险评估和客服领域的应用也开始产生替代效应。

三是制造业全年持续承压，多数行业普遍收缩。全年制造业新增就业减少11.3万人，全年12个月均出现收缩，其中1月单月减少2万人，为全年最大跌幅。从行业细分看，专业与商业服务全年减少16万人，主要因于劳动力供给侧的收缩。受严厉的移民政策和驱逐行动影响，外籍劳动力流入大幅放缓。受需求疲软、企业库存高企、产能扩张放缓影响，采矿业、零售业、运输等传统行业均出现就业收缩，个别行业连续三年负增长。仅教育、休闲和酒店等少数细分领域实现就业增长。

被数字困住的求职者。在宏观失业率为4.4%的背景下，普通求职者的感受却是异常困难，这种鸿沟类似于民众对通胀的感受。求职者进行海投的时候，招聘方使用更严苛的AI过滤器进行自动拒绝。求职者往往在投递后数秒内即收到拒绝信，甚至怀疑根本没有真人看过简历。同时，全年的平均入职决策时间也在拉长。企业为了规避雇佣错误，往往设置5-7轮面试。根据纽约联邦储备银行数据，2025年12月，受访者认为失业后重新找到工作的平均概率降至43.1%，较一年前下降了4.2%。此外，来自AI对求职者的替代宣传也长时间困扰大众，并带来心理压力。

图7：12月各行业新增非农就业（单位：万人）



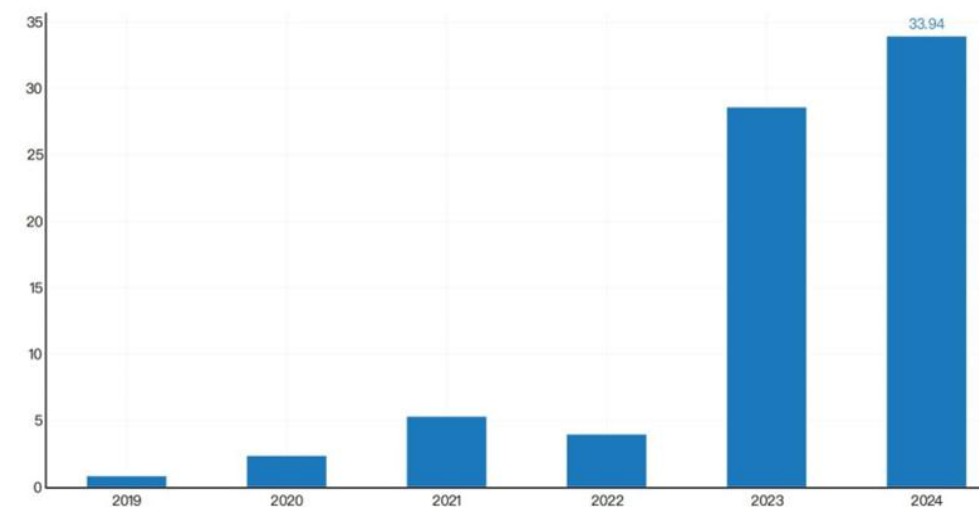
资料来源：IFinD, 国元证券研究所

1.3 人工智能（AI）的“双刃剑”效应

2025 年，美国 AI 技术正式从原型验证期迈入规模化商用落地期，多模态生成式 AI 从消费端向产业端全链条渗透，基座大模型、垂类大模型、AI Agent 成为技术迭代核心方向。同时呈现出“头部集中、扩散不均”的典型特征。

美国私营企业与全球资本正在全力拥抱 AI。美国企业推动着创纪录的投资和使用量，相关研究也持续表明人工智能对生产力有着显著影响。2024 年，美国私人部门 AI 投资增至 1091 亿美元，接近中国 93 亿美元的 12 倍，是英国 45 亿美元的 24 倍。其中，生成式 AI 的发展受到全球资本的关注，并吸引了 339 亿美元的私人投资，同比增长 18.7%。AI 技术加速向商业活动中渗透。2024 年，78% 的组织报告称在使用人工智能，高于前一年 23 个百分点。与此同时，越来越多的研究证实，人工智能能够提高生产力，并且在大多数情况下有助于缩小劳动力队伍中的技能差距。

图 8：全球生成式人工智能投资（单位：十亿美元）

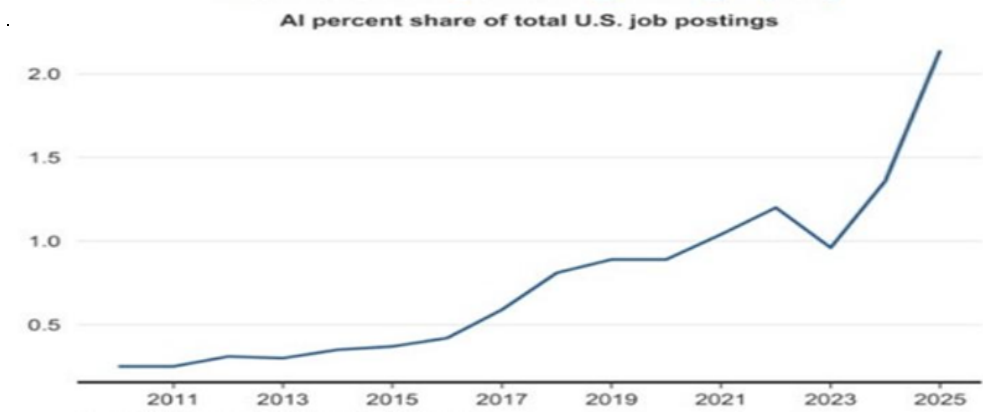


资料来源：2025 年人工智能指数报告，国元证券研究所

产业投资催化向头部集中。2025 年前 7 个月，微软、谷歌、Meta、亚马逊、甲骨文五大科技巨头 AI 相关资本支出已突破 1550 亿美元，全年总额或超 3000 亿美元，较 2024 年实现翻倍。2024 年美国 AI 领域私人投资规模，稳居全球首位。

需要特别指出的是，**美国在顶级人工智能模型的研发方面仍处于领先地位，但中国正在缩小性能差距。**2024 年，美国机构发布出了 40 款主要的人工智能模型，相比之下，中国有 15 款，欧洲有 3 款。尽管美国在数量上保持领先，但中国的模型已迅速缩小了质量差距。在多个主要基准测试中的性能差异从 2023 年的两位数缩小到 2024 年的近乎持平。中国在人工智能领域的论文发表和专利数量上继续保持领先。模型研发正日益全球化，中东、拉丁美洲和东南亚地区也推出了一些知名模型。

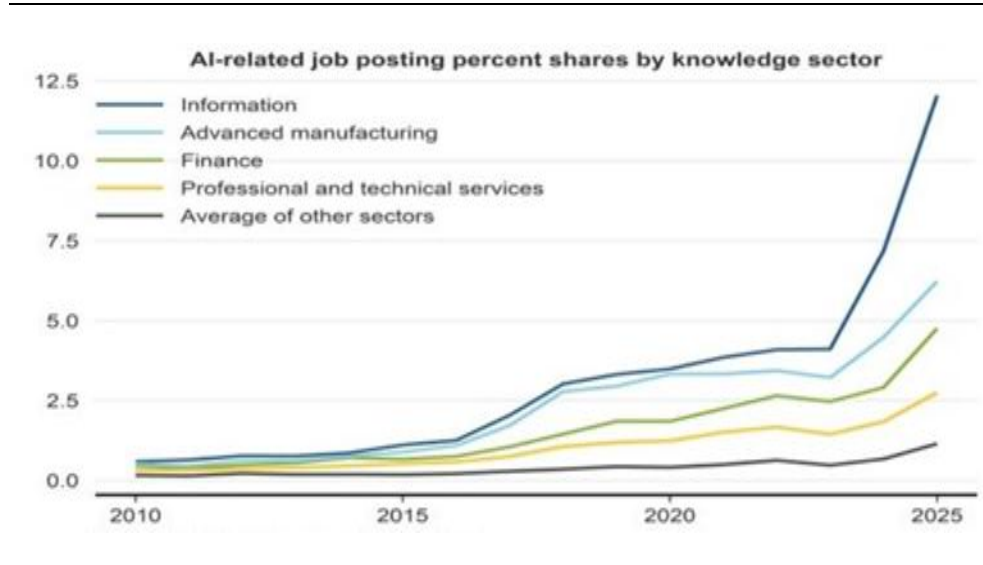
图 9：AI 在美国职位发布总数中的占比（单位：%）



资料来源：Federal Reserve Bank of San Francisco, 国元证券研究所

2025 年，与 AI 相关的职位招聘也表现出不均。AI 类招聘集中在信息、高端制造业、金融以及专业技术服务领域。美国经济分析局最新发布的行业数据显示，2025 年第三季度，这些行业在美国产出中的占比略超四分之一（26.3%）。2025 年，这四个知识密集型行业的人工智能职位招聘占比平均为 6.5%，远高于经济中其他行业 1.2% 的平均水平。AI 改变了“入职门槛”。2025 年，人工智能及信息相关的职位招聘增速显著。第三方数据显示，自疫情以来 AI 相关的职位招聘占比已快速上升，而这一趋势在 2025 年进一步加速，已经占到全美职位发布总数的 2% 以上。总体来看，AI 对 2025 年就业市场的冲击不是通过“机器人大规模替换人类”实现的，而是通过“改变准入门槛”实现的。初级岗位可以视为在 AI 暴露度高的行业，而资深员工总体保持稳定。具体而言，企业在雇佣初级员工进行基础代码编写或初级分析时更加谨慎，而对资深员工仍然抱有较高的期待。

图 10：按知识领域划分的人工智能相关职位占比（单位：%）



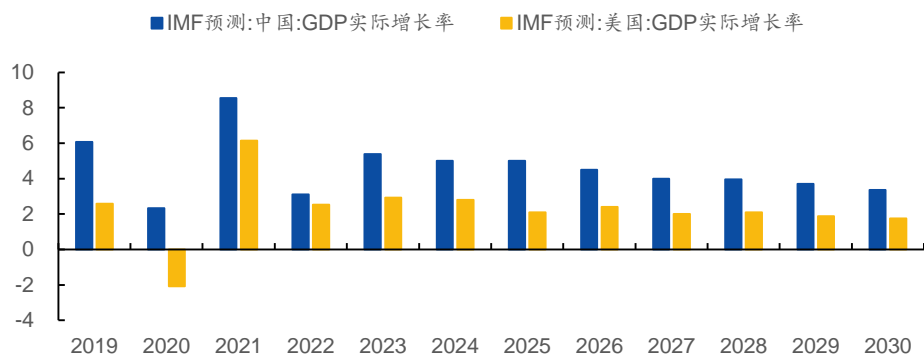
资料来源：Federal Reserve Bank of San Francisco, 国元证券研究所

2.2026 年美国经济展望

2.1 美国经济或呈现“软着陆、通胀长尾与 AI 繁荣”的情形

进入 2026 年，全球宏观经济正处于一个极为复杂的转折点。根据国际货币基金组织（IMF）的最新展望，全球经济将表现出一定的韧性，**预计 2026 年全球和美国的**增长率分别为 **3.3% 和 2.4%**（较上一次上修 0.3%），但美国经济的内部矛盾却达到了数十年来最为尖锐的程度。尽管 2026 年美国 GDP 预测处于近年来的高位，主要由技术部门的投资、政府减税、实际工资增长和财富积累驱动，但是住宅与制造业投资受高利率影响依然疲软，行业间的增长动能不均衡。未来谁将在短期内占主导力量仍具有较大不确定性。

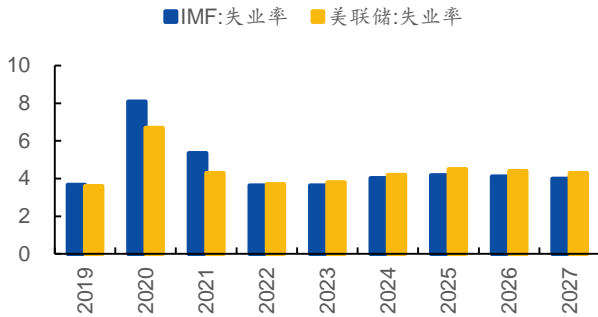
图 11：国际货币基金组织预测值（单位：%）



资料来源：IFinD，国元证券研究所

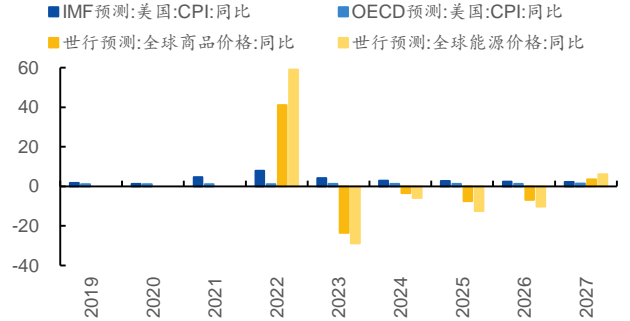
通胀“长尾难断”，预计通胀微降至 2.4%。2025 年关税政策的影响在 2026 年下半年可能因基数效应而减弱，但是持续的服务业通胀、稳步上升的时薪、下降缓慢的房屋租金等都是左右通胀的重要因素。此外，“美以与伊朗”的地区冲突快速拉升能源价格，使得同样的通胀数据，对各行业、各类人群的“体感差异”分化加大，通胀回归 2% 目标的进程年内难以实现。**劳动力供给萎缩，预计失业率整体维持在 4.4% 左右。**移民数量已大幅减少，过去几年净移民年均增长数已从峰值减少约 189 万，降至去年 123 万。按照该速度线性外推，我们认为，为了在 2026 年保持失业率稳定，每月需要新增约 7 万个就业岗位。就业也反映出“冷热不均”的趋势，整体失业率维持在低位，但“行业差异巨大”的迹象明显。高技能劳动力短缺与初级分析岗位被 AI 替代并存，如果企业因为预期人工智能在不久的将来能够取代工人而减少招聘，将会进一步增加失业率上行的风险。从历史经验看，技术进步短期往往会造成部分职业被替代，进而导致摩擦性失业率增高。但是，长期来说技术进步会创造更多就业和压低通胀水平。技术变革加速扩散，可以推动全行业生产率提升，供给的增加也可以抑制通胀，使美联储将联邦基金利率维持在较低水平，以支持劳动力市场度过转型期。人工智能的发展大概率会遵循这一历史规律——关键在于政策决策者如何平衡好两者的关系。

图 12: 机构对美国失业率预测值 (单位: %)



资料来源: IFinD, 国元证券研究所

图 13: 机构对美国通胀预测值 (单位: %)



资料来源: IMF, 世界银行, 国元证券研究所

美联储内部分歧加大, 预计全年降息 1-2 次。目前美联储设定的利率为 3.5%-3.75%, 其政策路径高度依赖未来经济数据表现。市场对核心通胀指标、就业数据和 GDP 增长情况高度敏感, 这些将是判断政策转向的关键信号。2025 年 12 月份的投票情况来看, 联邦公开市场委员会 (FOMC) 成员持有 6 种不同的意见, 分歧程度为多年来之最。7 人投票认为当前的政策利率不必急于降息, 4 人偏中性支持降息一次, 8 人为鸽派认可 2 次及以上的降息幅度。由此, 预计共识的水平在 1-2 次之间, 在 6 月和 9 月再降息两次, 每次 25 个基点, 将利率降至 3%-3.25%。当然, 如果劳动力市场保持平稳, 联邦公开市场委员会 (FOMC) 可能会从风险管理模式转向常态化模式, 委员会内部的分歧将会缩小, 有利于稳定市场预期。

表 3: FOMC 成员不同的货币政策意见分布

Midpoint of target range or target level (Percent)	2025	2026	2027	2028	Longer run
4.000					
3.875	6	3	2	2	1
3.750					1
3.625	12	4	2	2	1
3.500					1
3.375	1	4	3	2	2
3.250					1
3.125		4	6	6	2
3.000					5
2.875		2	3	3	1
2.750				1	1
2.625		1	2	3	3
2.500					
2.375			1		
2.250					
2.125		1			
2.000					

资料来源: Federal reserve, 国元证券研究所

2.2 美联储的“三重困局”

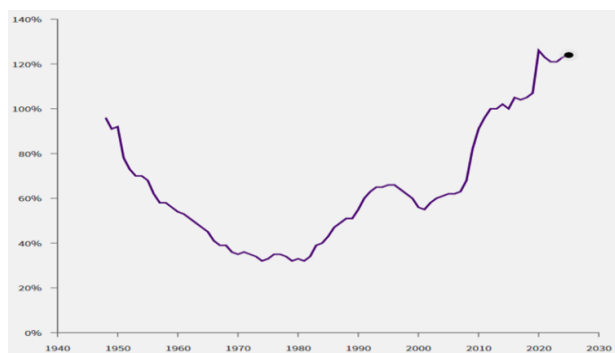
2026 年以及更长的时期内, 美联储恐将面临“三重困局”: 一是货币政策独立性受到质疑。二是货币政策的边际效用减弱。三是 AI 变革正在挑战传统决策框架。行政干预、全球化重构、财政主导等削弱了投资者对美联储的公信力, 而政策工具的钝化使

得美联储在应对持续的通胀和 AI 引发的结构性失业、投资过热时显得捉襟见肘。

美联储人事博弈“白热化”。2026 年 5 月，美联储主席杰罗姆·鲍威尔的任期将要结束，围绕美联储领导层更迭的政治博弈已经成为市场焦点。凯文·沃什被提名新的继任者，尽管沃什曾经被视为对抗通胀鹰派，但他近期关于“AI 驱动生产力飞跃将为降息创造空间”的论述，被视为对特朗普政府需求的有意迎合。这种人事任命的行政化干预，直接削弱了市场对美联储专业性和独立性的信任。与此同时，为了捍卫美联储的独立性，美联储理事会在 2025 年底一致投票重新任命了 12 名地区联储主席中的 11 名，试图在主席更迭前稳定政策委员会的专业成分。此外，司法层面也存在制度性挑战，总统是否有权“根据需要”撤换联储理事（丽莎·库克理事）。如果最高法院裁定总统可以随意解雇联储官员，美联储将从一个准独立的机构转变为联邦政府的分支部门，其货币政策决策将不得不更多的服务于选举周期。

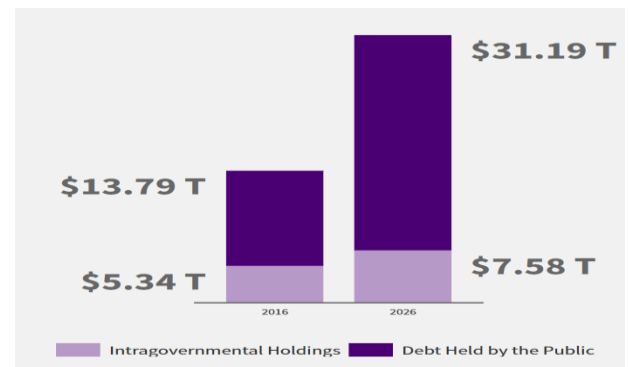
美联储的利率调节工具在应对当前的经济现状时表现出明显的滞后与弱化。数据滞后，非农就业、CPI 等核心指标反映的是过去一个月甚至更久的情况。而利率变动通常需要 6-12 个月才能渗透到实体经济。这种滞后经常让美联储陷于“过早降息”导致通胀反弹和“过晚降息”导致经济硬着陆之间反复横跳。当降息的边际收益无法覆盖其带来的长期风险，美联储的“工具箱”就显得有些单薄。当前美联储的货币政策还受到产业政策和财政政策的掣肘。利率主要调节“需求”，但近年来的通胀往往是由“供给侧”引起的（如地缘政治、供应链重组、人口老龄化等）。过去低通胀依赖全球稳定的供应链，但是美国政府的关税政策打破了全球化进程，这极大限制了美联储通过压低利率刺激经济的空间，稍有不慎就会重燃通胀。此外，**美国债务高企已构成实质性威胁。**截止 2025 年末，美国联邦债务总额为 38.51 万亿美元，其中公众持有的债务约为 30.9 万亿美元，超过当年 GDP 的总额。若计入政府内部持有的债务，债务总额占 GDP 的比例在 2025 财年末已飙升至 124%。这种规模的债务存量产生了一个巨大的“财政负担”：利息支出。若按照平均 3.36% 的利息计算，美国政府当年的利息支出已达到 1.3 万亿美元，仅次于社会保障支出。美联储被迫通过维持低利率或直接货币化债务来确保政府的偿债能力。

图 14: 1948-2025 财年联邦债务趋势 (单位: %)



资料来源: Fiscal data, 国元证券研究所

图 15: 政府及公众持有债务 (单位: 万亿美元)



资料来源: Fiscal data, 国元证券研究所

AI 对美联储决策的长期与短期冲击。鉴于历史的经验以及美联储货币政策的决策框架，人工智能 (AI) 对货币政策的影响可能从两个方面产生。其一，AI 将重塑美国的劳动力市场，进而改变美联储对充分就业的理解或对自然失业率的估算。长期看，

AI 大概率能提高劳动者的生产力，同时也会改变和新增特定工作内容。如同历史上一些重要技术突破一样，短期内某些工作岗位可能会被取代，给实体经济带来的挑战和潜在阵痛。AI 的能力快速迭代以及应用迅速普及，将取代制造业、运输业以及标准化的工作岗位，可能出现“失业率上升与经济增长共存的景象”。其二，AI 将提高生产力，成为一股潜在的“通货紧缩”力量。就物价来看，AI 将通过提高生产力的方式增加供应，以此降低通胀压力，进而有助于经济实现更高增长。此外，AI 处理和分析海量数据的能力将会降低科学研究与创新的门槛，从而加快新思想的涌现，进一步放大 AI 对生产力的影响。正如之前提到的，AI 的“通缩效应”有可能随着时间的推移抵消更多通胀的因素。但是，不得不注意到 AI 也有可能短期内推高通胀，因为 AI 带来了总投资的激增以及电力供应的短缺。美国能源信息署（EIA）预计到 2026 年，平均电价将升至每千瓦时 17.91 美分，较 2020 年上涨 36%。

2.3 AI 扩散与通胀的竞速

美国当前宏观经济博弈可以被描述为一场“竞速”，AI 技术向全行业扩散的速度与降息周期之间的比赛。一方面 AI 驱动的供给侧产能释放，旨在通过 AI 向各个行业扩散和流程重构实现“降本增量”；另一方面美联储降息支撑经济复苏，但商品和服务业的价格居高不下、能源基础设施的瓶颈以及贸易政策等引发的“通胀粘性”。AI 被视为一种潜在的“通用技术”，可以将其与蒸汽机、电力和信息技术等变革性进步相提并论，这些进步实现了广泛应用、持续改进，并在商品、服务、生产流程和商业模式等方面引发了一系列创新。截止 2025 年末，全球人工智能的使用率创下新高，以年均超过 2% 的速度增长。生成式人工智能的全球采用率达到了 16.3%，较 2025 年上半年的 15.1% 有所提升，相当于每 6 个人中就有一人在使用人工智能来学习、工作或解决问题。虽然美国在前沿 AI 模型和芯片开发方面均领先，但在劳动年龄人口中，AI 使用率从第 23 位降至第 24 位，使用率为 28.3%。落后于数字化程度更高、以人工智能为中心的部分经济体。

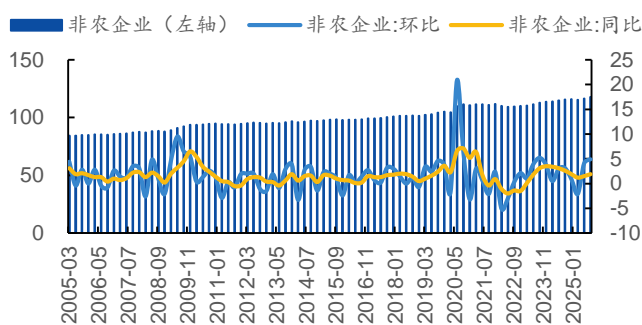
表 4：2025 年全球人工智能的采用率（单位：%）

经济体	2025 上半年	2025 下半年	变化
阿联酋	59.40	64.00	4.50
新加坡	58.60	60.90	2.30
挪威	45.30	46.40	1.10
法国	40.90	44.00	3.10
英国	36.40	38.90	2.50
韩国	25.90	30.70	4.80
美国	26.30	28.30	2.00

资料来源：《Global AI Adoption in 2025》，国元证券研究所

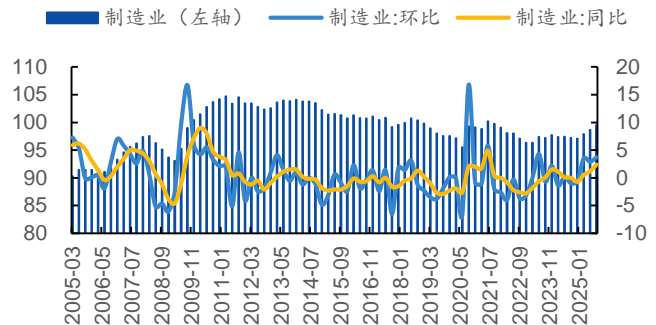
金融危机后的十多年，美国生产率增长相对低迷。直到 2021 年，美国每小时产出才有所强化，重新引发了人们对经济是否进入更持久的高生产率阶段的关注。图 16 显示，第一阶段劳动生产率趋势较疫情前水平有明显抬升，第二阶段从 2022 年第三季度到 2025 年第三季度也有明显上升。此时，正值生成式 AI 商业化出现的时期。值得注意的是，这一时期看起来更可能是生产率增长在新技术驱动下的强劲增长初期。生产率增长的持续回升大概率能有效抑制通胀。为了更全面观察人工智能是否可以开启劳动生产率提升的新阶段，我们还对比了是否有跨行业扩散的情况，以及跨行业趋势是否与人工智能的采用率相符。

图 16: 非农劳动生产率 (单位: 左轴 点, 右轴 %)



资料来源: IFinD, 国元证券研究所

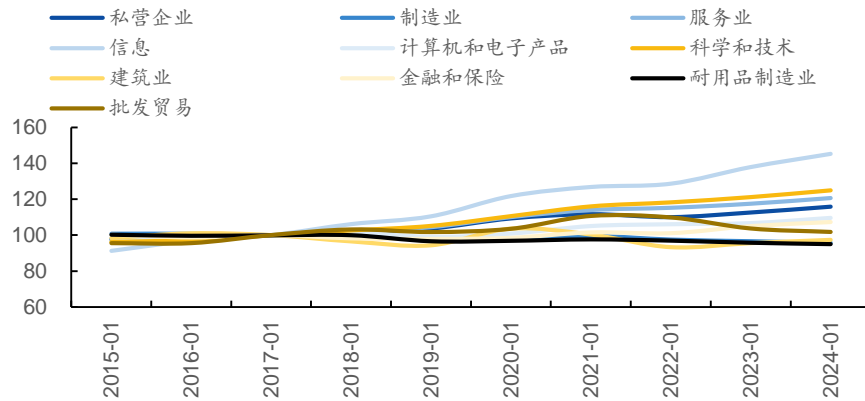
图 17: 制造业劳动生产率 (单位: 左轴 点, 右轴 %)



资料来源: IFinD, 国元证券研究所

劳动生产率总体上升，但行业扩散不均衡。美国劳动生产率整体上行，可能是多个行业共同提升，或是增长集中在最初较小的行业内——这通常是发生重大技术扩散的早期阶段。为了清晰的阐明其中的变化，我们将劳动生产率变化细分到了多个行业，少数几个行业在第二阶段增长更快，而有些行业的效率出现下行。然而，有两个特征值得注意。首先，生成式人工智能阶段在零售贸易、信息、科学和技术这些行业扩散效果较好。例如，沃尔玛利用 AI 集成了历史销量、天气、宏观经济趋势和人口统计数据，精确到“邮编级别”的需求预测。这种技术还允许系统排除一次性事件的干扰，从而每年减少 3000 万英里的不必要物流运输。其次，建筑业和非耐用品制造等多个行业，从疫情前就微弱转负，到了人工智能时代也没有明显改善。2026 年制造业的竞争优势已不再仅仅取决于硬件，而是取决于如何有效部署 AI 来协调生产和提升运营效率。例如，在制造工厂中 AI 不再只是预测设备故障，而是自主获取传感器数据、生产计划和历史报告，生成详细的运维计划，甚至在经人工审核后自主触发零配件采购申请提示。总体来看，增长正在由特定的信息和零售的专业活动推动，并没有在整个经济中均匀分布。

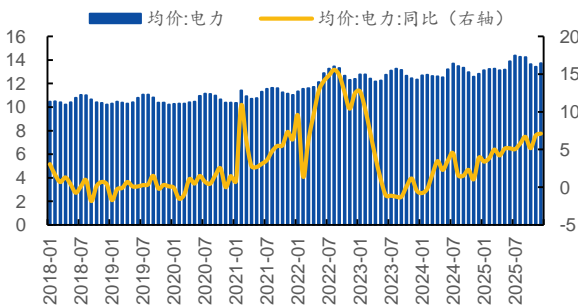
图 18: 美国主要行业生产率指数 (单位: 点)



资料来源: IFinD, 国元证券研究所

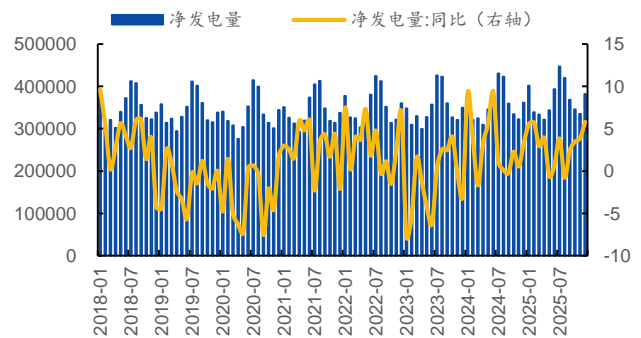
AI 扩散不均衡与“反身性”。在劳动生产率试图压低单位成本的同时, 通胀却表现出了极强的“粘性”。2026 年初的数据显示, 尽管核心商品价格趋于平稳, 但服务业通胀却出现了反弹, 1 月的个人消费支出 (PCE) 价格指数显示服务业通胀率加速至 3.5%。服务业价格之所以难以松动, 一方面是因为其高度依赖劳动力成本, 另一方面是 AI 的扩散程度存在滞后, 住房、医疗保健和教育等领域的通胀依然顽固。**AI 既是通胀潜在抑制者, 也是能源通胀的助推者。**AI 数据中心的爆发式增长对美国电网构成了前所未有的压力。这种能源需求的激增直接推高了电力成本, 并可能通过生产链条传递到所有商品和服务中。能源供需失衡引发的成本上行。从需求端看, 到 2025 年 7 月, 全美电力均价已攀升至疫情以来的高位 (接近 14-15 美分/千瓦时)。从侧面印证了上文提到的“能源通胀”, AI 数据中心对电力需求的非线性增长, 正迫使用电成本快速攀升。电力作为基础生产要素, 其价格维持在高位意味着制造业和服务业的运营成本也难以下行。从供给端看, 净发电量增速在经历 2023 年的相对低迷后, 在 2024 年和 2025 年显著回升, 并多次触及或超过 6% 的增长区间, 其中 2025 年夏季达到了疫情以来的历史最高水平 (446.9 万亿千瓦时), 但发电增速仍慢于电价增速。

图 19: 电价与增速 (单位: 左轴 美分/千瓦时, 右轴 %)



资料来源: IFinD, 国元证券研究所

图 20: 发电量与增速 (单位: 左轴 百万千瓦时, 右轴 %)



资料来源: IFinD, 国元证券研究所

2.4 中期选举加剧金融市场波动

根据历史经验，执政党在中期选举后通常会失去对国会的部分控制权。以过去 5 次中期选举为例，执政党都没能保住参众两院的控制权。值得参考的是 2006 年中期选举，可以视为乔治·W·布什第二任期的分水岭。在选举前，共和党凭借在反恐战争早期的政治红利，维持着对国会两院的控制。然而，随着伊拉克战争陷入长期消耗、混乱的战后重建以及国内飓风救灾不力等事件影响，公众对共和党建制派的信任度迅速瓦解。当年 8 月，布什总统的支持率仅为 37%，直到选举前仍维持在低位，预示着民众对共和党对外战争政策的否定。2026 年，中期选举带来的风险被提前释放。在政治层面，中期选举争夺、游说团体施压和最高法院的关税判决，迫使特朗普政府采取更为强硬的对外姿态以挽回支持率（3 月初为 39%）。“史诗愤怒行动”在 3 月初突然启动，美以联合针对伊朗领导层及军事设施的实施了打击行动，这直接导致了全球重要的能源咽喉——霍尔木兹海峡封航。截止 3 月 15 日，霍尔木兹海峡通过总船只和油轮数仅为个位数，较冲突爆发前均锐减 90%。标志着全球能源市场的定价逻辑从“供需基本面”切换到了“极端断供模式”，也让美国金融系统的脆弱性被政治压力无限放大。

表 5：近五年中期选举结果

选举年份	执政党派	时任总统	中期选举结果
2022	民主党	拜登	失去众议院
2018	共和党	特朗普	失去众议院
2014	民主党	奥巴马	失去参议院
2010	民主党	奥巴马	失去众议院
2006	共和党	布什	失去参众两院

资料来源：白宫网站，国元证券研究所

在经济层面，全球经济衰退风险正在不断累积。霍尔木兹海峡的实际关闭已导致全球约 20% 的石油运输停摆。如果这种中断持续超过 30 天，主要石油进口国以及该地区周边的石油出口国都将面临巨大的衰退风险。油价可能升至每桶 100 至 200 美元，对亚洲制造业国家（如日本、韩国、印度）冲击更为显著。

在金融层面，再通胀预期压制市场表现。2026 年 3 月 18 日，美联储在第二次议息会议上，将联邦基金利率维持在 3.5%-3.75% 的目标区间不变，符合市场预期。主要依据是经济活动稳步扩张，就业增长依然缓慢。但议息会议也表达对通胀的担忧，指出通胀率仍处于略高水平，并认为中东冲突加剧了地缘政治格局的紧张和美国经济的不确定性。能源价格上涨将推高整体通胀，对消费和生产都不利影响，不过现在判断幅度还为时过早。投资者对降息时点推迟、再通胀以及政策不确定性担忧加剧，共同压制股指表现。截止 3 月 19 日，美国三大股指全线收跌，道指跌 1.63% 报 46225.1 点，标普 500 指数跌 1.36% 报 6624.7 点，纳指跌 1.46% 报 22152.4 点。总体来看，2026 年美国中期选举对金融市场的影响已演变成一场全方位的压力测试。地缘政治层面的美以与伊朗冲突通过能源方式向全球传导“再通胀”风险；美联储略偏鹰派的表态削弱了市场对美国经济“软着陆”的信心。中期选举不仅是美国国内政治的洗牌，更是全球金融市场在地区冲突后、高债务时代和“再通胀”风险下寻找新均衡点的艰难过程。

3.风险提示

地区冲突超预期上行；贸易摩擦加剧；降息不及预期；政策理解偏差。

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 邮编：230000	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 邮编：200135	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层 邮编：100029