



# 硅基向左，碳基向右

宏观经济点评  
证券研究报告

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

## 硅基向左，碳基向右

### 基本内容：

总量视角下的美国经济仍有韧性，但硅基通胀与碳基通缩的裂口正在拉大——AI 承担着美国更高的宏观系统重要性。

AI 压低的是部分人力资本价格，但推高了算力、电力、数据中心、半导体设备等资本开支成本。AI 并不是简单带来全面通缩，而是造成“人力资本通缩、算力资本通胀”。这种结构分化，使联储在货币政策上犯难：总量数据不允许宽松，结构数据又不支持紧缩。

当下降息不可取，加息更不可取的状态，正是联储当前最难的地方。过去几年，美国经历公共卫生事件、俄乌战争、关税战、中东战争，这四次供给冲击都不是联储能决定的。沃什任内的联储不会更独立，反而可能在总统压力和市场压力之间更加被动。鲍威尔做不成的事，沃什也未必能做成，因为这些问题不是单靠货币政策框架能解决的，而是涉及财政主导、分配结构、增长转型、政府改革和科技进步。

### 风险提示

1) 特朗普军事政策不确定性较大，美军地面入侵导致局势失控。2) 能源短缺对需求的冲击幅度显著高于分析，拖累全球经济进入衰退模式。3) 全球央行快速转向，带来全球二轮通胀风险。



## 内容目录

风险提示..... 8

## 图表目录

图 1: 美国 AI 相关商品进口的井喷与 AI 不相关商品进口的萎靡(2023. 01=100)..... 3

图 2: 美国 AI 相关商品进口价格指数在过去一年明显上行 ..... 4

图 3: 生产力的趋势性确认往往是后视的(对 1995Q4 趋势性变化的检验) ..... 4

图 4: Anthropic 的 ARR 呈现出巨大的商业爆发力 ..... 5

图 5: 劳动收入份额在 2026Q1 再创新低 ..... 5

图 6: 美国劳动力参与率下行缓解了失业率压力 ..... 6

图 7: 美国核心通胀超调的贡献拆分(基准:2.3%) ..... 6

图 8: 全球长端利率正在持续新高 ..... 7

图 9: 实际购买力受损, 居民储蓄率承压 ..... 7

图 10: 美国依然面临显著的财政问题 ..... 8



总量视角下的美国经济仍有韧性，但硅基通胀与碳基通缩的裂口正在拉大——AI 承担着美国更高的宏观系统重要性。

AI 压低的是部分人力资本价格，但推高了算力、电力、数据中心、半导体设备等资本开支成本。AI 并不是简单带来全面通缩，而是造成“人力资本通缩、算力资本通胀”。这种结构分化，使联储在货币政策上犯难：总量数据不允许宽松，结构数据又不支持紧缩。

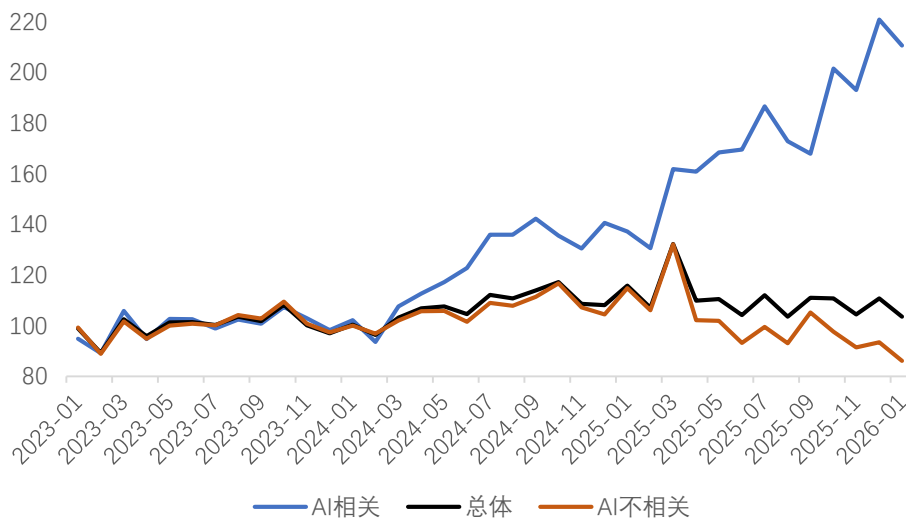
当下降息不可取，加息更不可取的状态，正是联储当前最难的地方。过去几年，美国经历公共卫生事件、俄乌战争、关税战、中东战争，这四次供给冲击都不是联储能决定的。沃什任内的联储不会更独立，反而可能在总统压力和市场压力之间更加被动。鲍威尔做不成的事，沃什也未必能做成，因为这些问题不是单靠货币政策框架能解决的，而是涉及财政主导、分配结构、增长转型、政府改革和科技进步。

### 一、硅基通胀与碳基通缩

算力芯片、电力基建、数据中心、半导体设备——这些与 AI 相关的资本开支呈现出极高的增长斜率，推升了相关领域的实际需求并显著体现在进口价格压力。

AI 相关货物占美国进口的比重已从 2023 年的 14.6% 翻升至 22.7%，所对应的绝对规模接近翻番(2025 年全年超过 6500 亿美元)；而与 AI 不相关的货物进口几乎没有增长，甚至在 2025 年“抢进口”效应消退后出现趋势性下行。

图 1：美国 AI 相关商品进口的井喷与 AI 不相关商品进口的萎靡(2023.01=100)

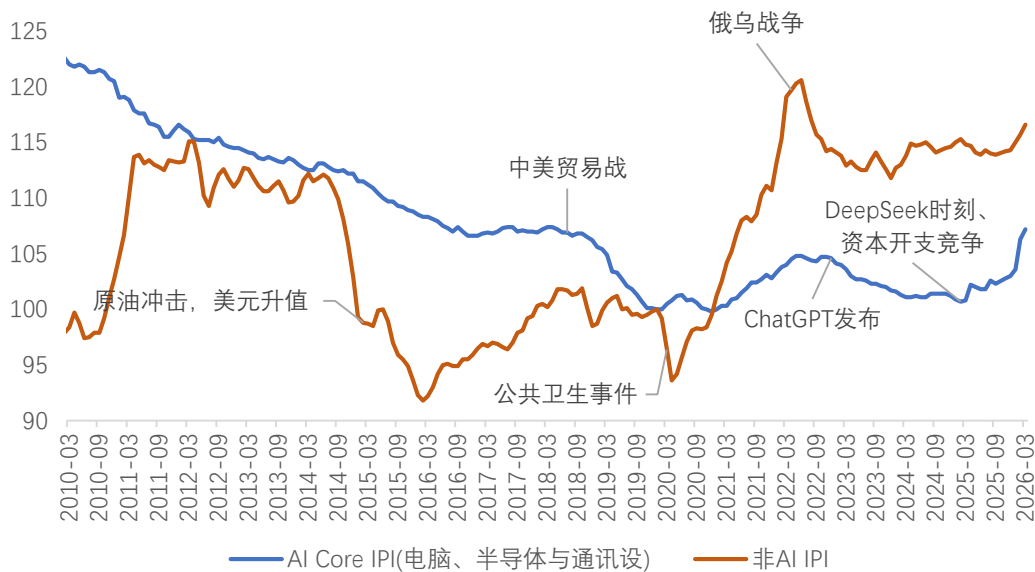


来源：Trade in AI-Related Products (Waugh, 2026)，国金证券研究所

资本开支、Token 消耗量与 AI 企业 To B 业务收入正以更短周期形成正循环，背后的代价是美国 AI 核心产品进口价格 (IPI) 指数快速拉升。过去一年间，其同比增速从最低点的 -3.3% 回升至 9.4%，12 个月内上行了 12.7 个百分点。尤其是考虑到电子产品的“摩尔定律”，这种对抗趋势的硅基通胀所对应的相关需求增长比价格产生的斜率更加陡峭。



图 2: 美国 AI 相关商品进口价格指数在过去一年明显上行



来源: FRED, 国金证券研究所

接任鲍威尔的下一任联储主席沃什提到 AI 可以提高生产率, 进而带来通缩, 因此可以为继续降息提供理由。如果用 AI 通缩作为降息理由, 就必须说明: AI 带来的效率提升何时超过算力和电力资本开支带来的价格压力, 何时能够从局部技术部门扩散到整体经济, 但这条传导链条短期并不清晰。

近年来有一个反复传播的观点: 生产力的提升往往都是后视的——这既因为经济数据需频繁修正, 又因为对生产关系变化的理解需要时间。前联储主席耶伦曾经提过, 如果把 1995 年第四季度作为生产力趋势性变化的观测点, 直到三年后的 1998 年第四季度才能得到一个统计显著性结论 ( $p\text{-value} = 0.03$ ), 到 2000 年第一季度则更加显著 ( $p\text{-value} = 0.0007$ )。

图 3: 生产力的趋势性确认往往是后视的(对 1995Q4 趋势性变化的检验)

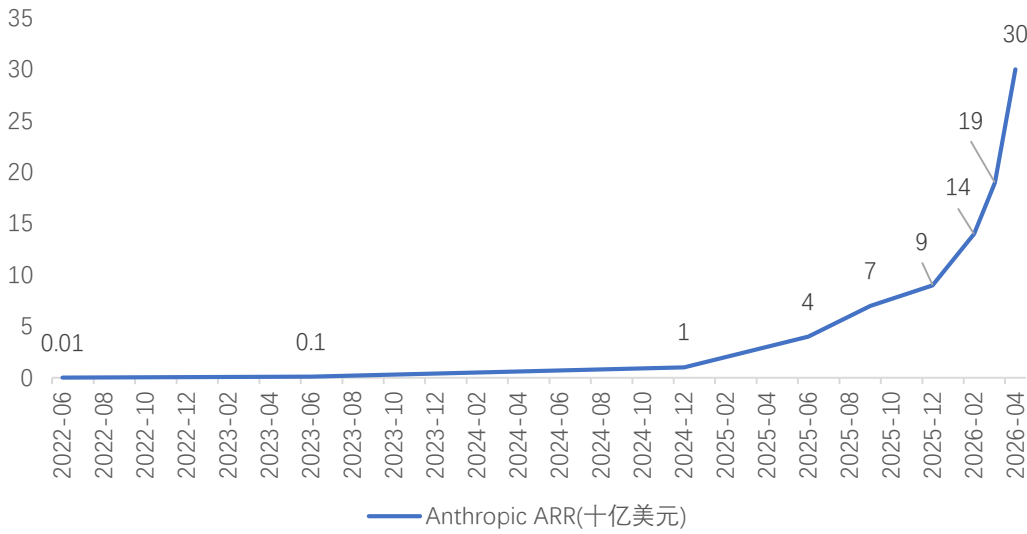
统计的时间终点	生产力趋势变化估计值	t 值
1996Q4	0.82%	0.52
1997Q4	0.96%	1.3
1998Q4	0.99%	2.12**
1999Q4	1.18%	3.44**
2000Q4	1.61%	5.26**

来源: 《令人艳羡的十年》(耶伦), 国金证券研究所

因此, 哪怕 AI 的资本开支持续上修, Anthropic 的 ARR 呈现出夸张的垂直上升斜率, 我们迄今为止所观察到的一切可能在宏观经济的范畴中可能依然处于“短期视角”。AI 压低的是部分人力资本价格, 但推高的是芯片、存储、电力、数据中心建设、电力设备等算力资本价格。也就是说, AI 并不是简单带来全面通缩, 而是造成“人力资本通缩、算力资本通胀”。



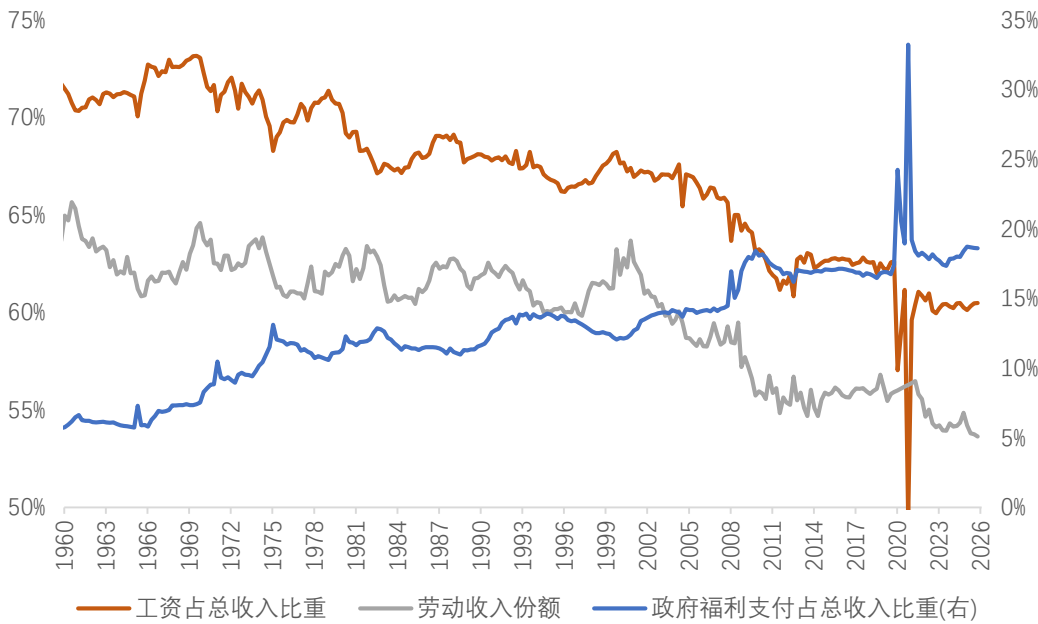
图4: Anthropic 的ARR 呈现出巨大的商业爆发力



来源：公开信息整理，国金证券研究所

同时，人力资本、普通就业、中产消费——这些与碳基生命相关的领域全面偏弱。劳动参与率持续下行，劳动收入份额下行，薪资增速下行，私人部门就业几乎零增长。如果只看失业率——明面上的数字依然稳健——但劳动参与率的持续萎缩掩盖了真实的劳动力市场压力。

图5: 劳动收入份额在 2026Q1 再创新低

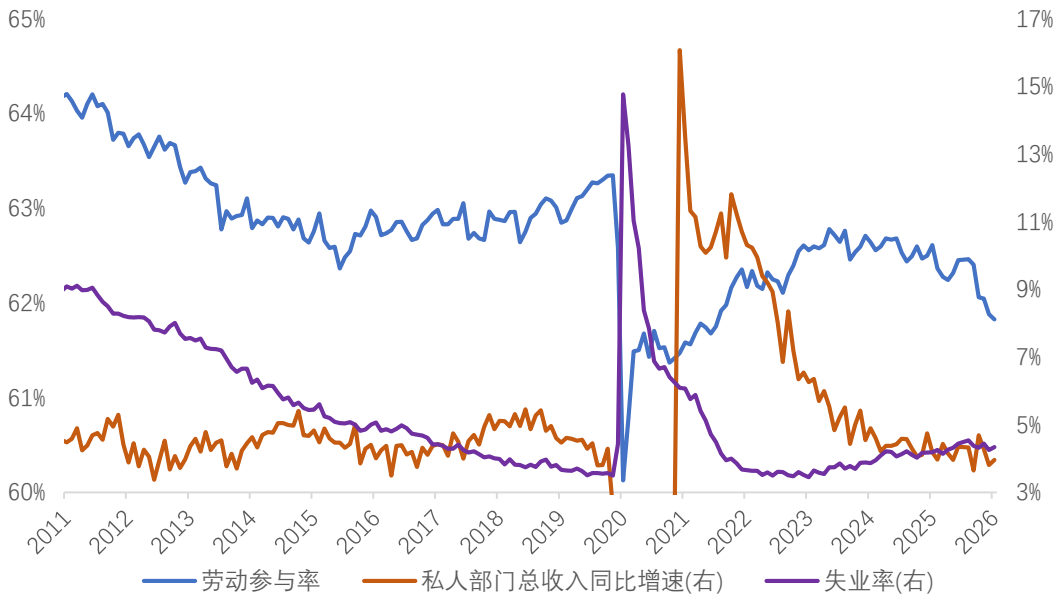


来源：FRED，国金证券研究所

一个经济体，在其劳动力供给持续收缩的背景下，依赖 AI 产业的 To B 收入增长来带动增长，代价是更大的结构性就业挤压。4 月美国非农新增就业 11.5 万人，失业率维持 4.34%。教育保健业依然是最大的就业动力来源，其余的核心私人部门就业依然疲软。最值得关注的是，美国的劳动参与率过去一年来连续下行，劳动力市场的真实压力可能明显高于 U3 失业率显示的水平。



图 6: 美国劳动力参与率下行缓解了失业率压力



来源: FRED, 国金证券研究所

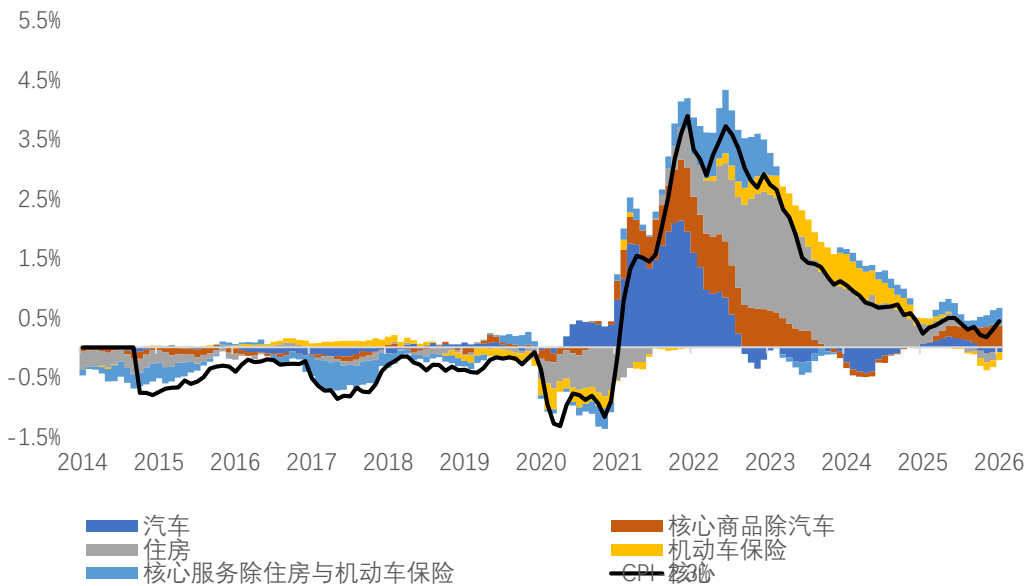
## 二、联储的两难：降息难，加息更难

结构的分化使联储在货币政策上犯难：总量数据不允许宽松，结构数据又不支持紧缩。联储双重目标，面对高油价与弱就业的滞胀式两难。

降息的困难来自油价。4月美国CPI同比回升至3.8%，能源CPI同比暴涨17.8%，汽油单项同比录得28.4%，贡献了CPI环比的三分之一。

联储看穿战争通胀的前提是战争的结果是可预见的（无论是收费站模式，还是全面重开）。如果霍尔木兹不确定性持续，油价就无法回到战前水平，联储也很难继续释放宽松信号；需要警惕的是，这个冲击越来越不像短期扰动。

图 7: 美国核心通胀超调的贡献拆分(基准: 2.3%)



来源: FRED, 国金证券研究所

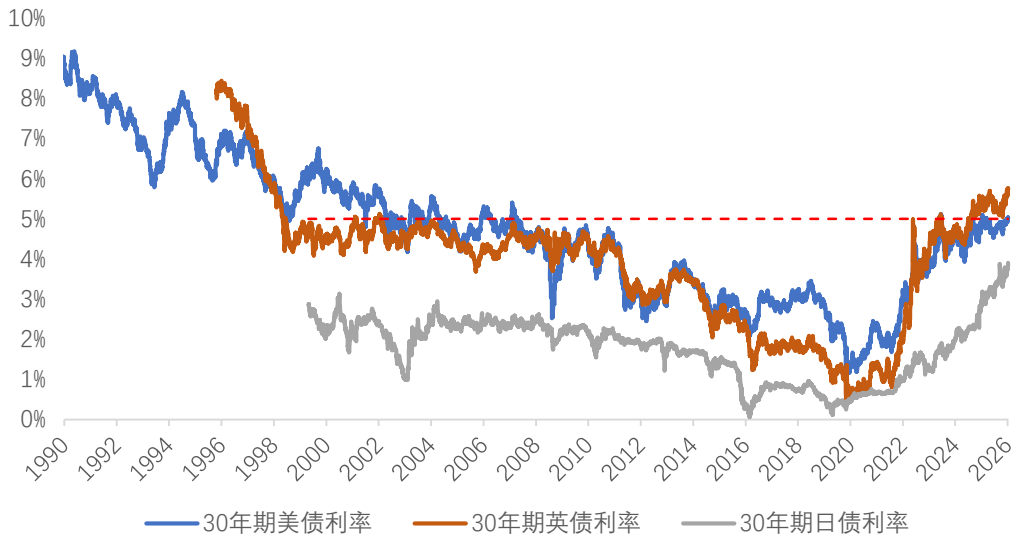
但联储更难实质性加息。4月美国CPI核心通胀依然疲软，尤其是服务通胀，跳升的住房通胀主要源自此前政府停摆导致的统计调整，若剔除住房价格影响，关税冲击也在逐步减弱。

在油价冲击，通胀压力再现的背景下，美债（包括全球长债）异常痛苦：30年美债收益率突破5%，30年英债创1998



年来新高。长端利率自发上行，叠加曲线陡峭化，相当于市场在“不降息”定价基础上额外做了一次信用收缩，这也会向更多的市场化利率传递，例如房贷与车贷利率水平。

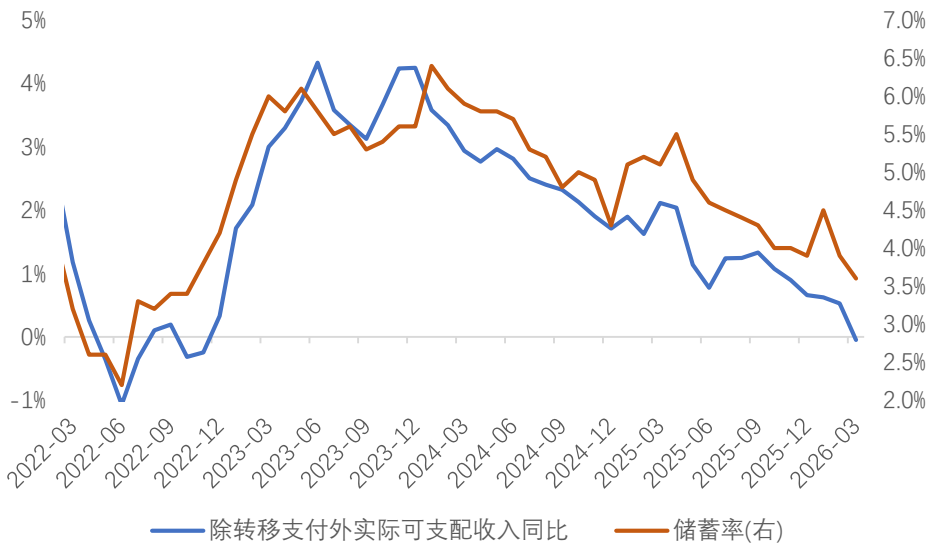
图 8：全球长端利率正在持续新高



来源：FRED，国金证券研究所

过往加息通常需要看到通胀预期上升、工资加速、工资—通胀螺旋形成。但目前工资没有明显加速，长期通胀预期并未明显失控，劳动力市场更像是“表面稳定、内部走弱”。当下实际购买力受损、居民储蓄率承压的状态还能持续多久需要持续关注，至少目前不具备加息的基础。

图 9：实际购买力受损，居民储蓄率承压



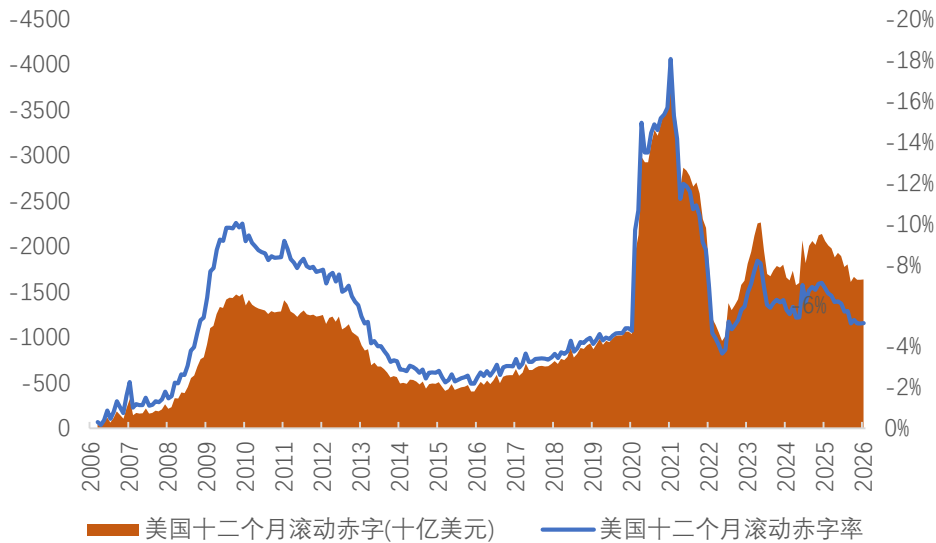
来源：FRED，国金证券研究所

这种降息难、加息更难的滞胀状态使得联储陷入两难。油价上涨本身并不一定要求加息，因为货币政策压不住原油供给冲击；但油价上涨会抬高总体通胀，又使得降息显得不合适。如果联储在油价高、通胀未回落时降息，市场可能会质疑其独立性。

过去几年，美国经历公共卫生事件、俄乌战争、关税战、中东战争，这四次供给冲击都不是联储能决定的。供给冲击、财政扩张、反全球化、地缘风险推高通胀，最终却需要联储通过利率来背锅。因此，联储独立性下降并不是某一任主席的问题，而是财政主导、政治压力和全球供给体系重构共同造成的结果。



图 10: 美国依然面临显著的财政问题



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

沃什任内的联储不会更独立,反而可能在总统压力和市场压力之间更加被动。鲍威尔做不成的事,沃什也未必能做成,因为这些问题不是单靠货币政策框架能解决的,而是涉及财政主导、分配结构、增长转型、政府改革和科技进步。

一方面,当前通胀结构由能源与供给瓶颈驱动,货币政策的松紧对当期物价的边际作用很弱,反而会把独立性推上审判席。面对质疑的委员会和分裂的联储,可能先用“程序性保守”换取共识,而不是上来就开闸放水。

另一方面,沃什看见了真问题:比如联储独立性下降、官员沟通过度、前瞻指引失效等,但若答案是减少透明度、弱化点阵图、压缩内部表达、集中主席权力,那么可能并不能修复联储信用,反而会削弱组织透明度。

无论如何演绎,货币政策的调整都不太可能是极端的,且需要服从于一个新的时代背景:硅基通胀,碳基通缩。

### 风险提示

- 1) 特朗普军事政策不确定性较大,美军地面入侵导致局势失控。
- 2) 能源短缺对需求的冲击幅度显著高于分析,拖累全球经济进入衰退模式。
- 3) 全球央行快速转向,带来全球二轮通胀风险。



**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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