



市场越激进，联储越平静

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

市场越激进，联储越平静

基本内容：

市场越发激进，联储可能反而越平静。

市场的激进主要体现在三个方面：4月初至今全球 AI 相关板块从美伊冲突的事件冲击中快速反弹，在过去两个月时间里屡创新高；以谷歌和 Meta 为代表的科技头部企业借助 SpaceX 和 Anthropic 上市“东风”，出人意料地选择股票增发融资（而非债务融资）；以及超预期的 5 月非农数据公布后，2026 年年内加息预期被进一步加强。

我们理解，以上三个方向（一级市场的 AI 企业增资扩股、二级市场的科技风格极化、利率市场的紧缩担忧）可能都不会得到联储背书——市场越发激进，联储可能反而越平静。联储在未来两次货币政策会议中都需要尽可能避免极端化行为：没有降息，没有加息，没有缩表，减少指引。

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..... 6

图表目录

图 1：美国非农呈现明显修复趋势 3

图 2：美国休旅酒店业相关就业出现明显反弹 4

图 3：数据中心的资本开支加速带动建筑业就业增长 4

图 4：中东战争引发的高通胀对实际购买力的侵蚀更加明显 5

图 5：当前完全计入年内加息 25bp 预期 5



市场越发激进，联储可能反而越平静。

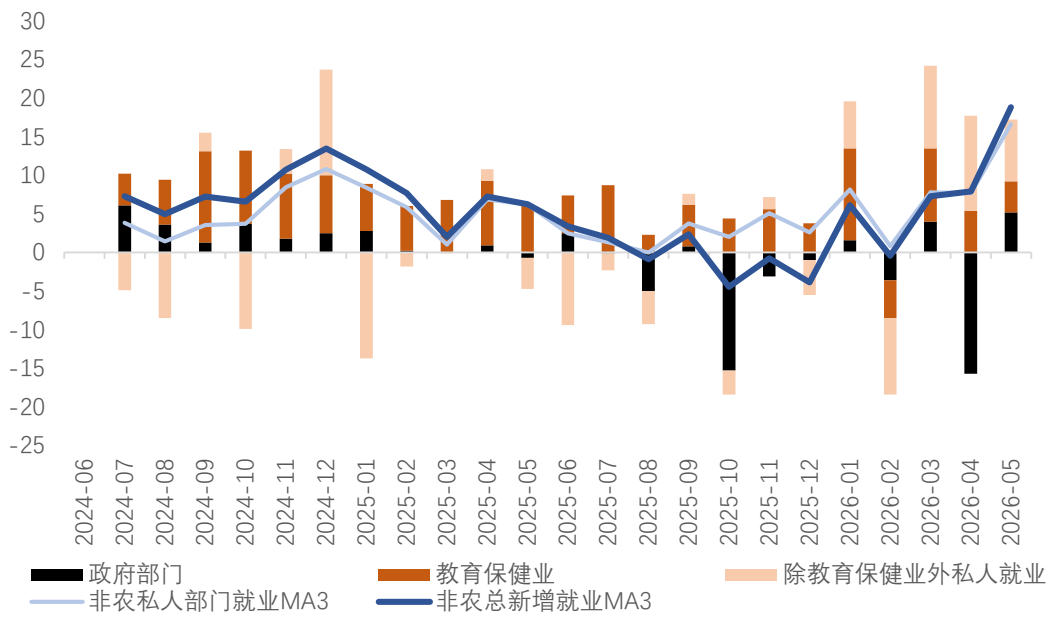
市场的激进主要体现在三个方面：4月初至今全球AI相关板块从美伊冲突的事件冲击中快速反弹，在过去两个月时间里屡创新高；以谷歌为代表的科技头部企业借助SpaceX和Anthropic上市“东风”，出人意料地选择股票增发融资（而非债务融资）；以及超预期的5月非农数据公布后，2026年年内加息预期被进一步加强。

我们理解，以上三个方向（一级市场的AI企业增资扩股、二级市场的科技风格极化、利率市场的紧缩担忧）可能都不会得到联储背书——市场越发激进，联储可能反而越平静。联储在未来两次货币政策会议中都需要尽可能避免极端化行为：没有降息，没有加息，没有缩表，减少指引。

截至当下，2025年末联储的75bp降息、《大美丽法案》的退税抵扣、美股的财富效应以及AI企业资本开支加速都带动了上半年美国经济增长；而高油价和AI带来的K型分化则加剧了居民收入问题，成为拖累美国经济的慢变量。

虽然服务业PMI、实际零售和居民信心越发疲软，但美国劳动力市场迎来连续复苏：5月非农新增就业录得17.2万人（预期8.8万人），前两月数据共计上修9.3万人；这使得过去三个月平均就业人数达到18.9万人，高于2024年（12.2万人）和2025年（0.7万人）月均非农新增就业之和。

图1：美国非农呈现明显修复趋势

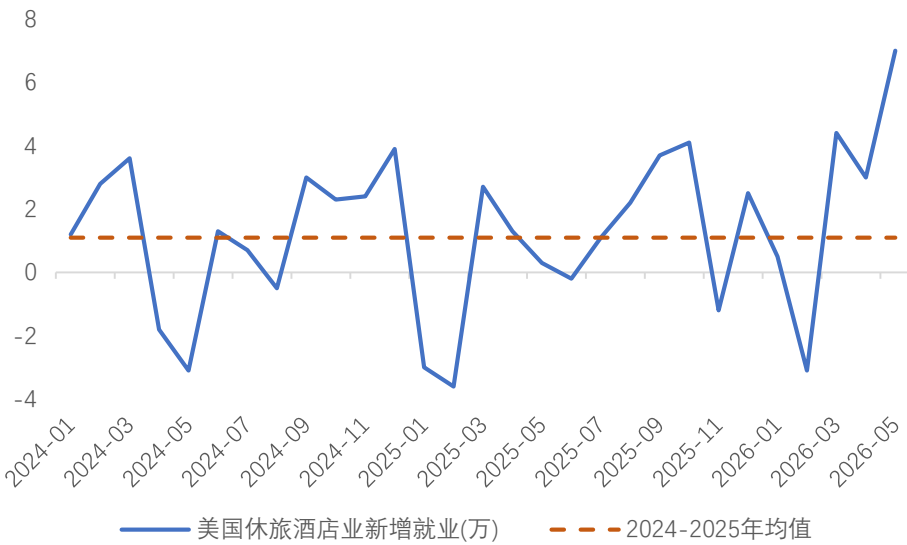


来源：WIND，国金证券研究所

“世界杯经济”无疑带动了5月美国非农的休旅酒店就业和地方政府就业超预期。其中，休旅酒店业单月新增7万就业，明显高于2024-2025年约1.1万人的月均水平；场馆运营、酒店餐饮、安保和娱乐活动等需求互相关联，美国11个主办城市在5月提前招聘相关人员，带动地方政府就业也具有合理性。



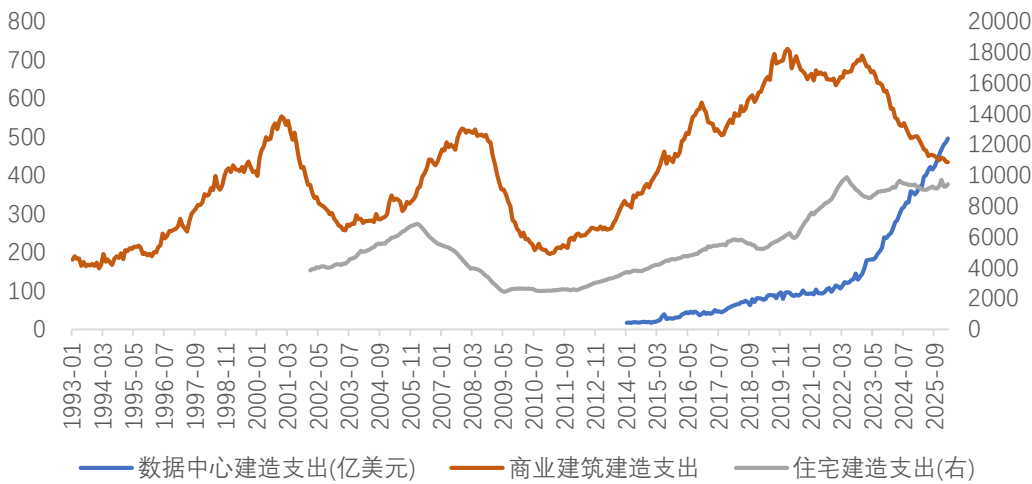
图 2: 美国休旅酒店业相关就业出现明显反弹



来源: WIND, 国金证券研究所

同时, 5月制造业与建筑业就业的正增长也反映出美国企业资本开支的加速, 特别是大规模的数据中心建造会拉动相关建筑人员需求的增加。

图 3: 数据中心的资本开支加速带动建筑业就业增长



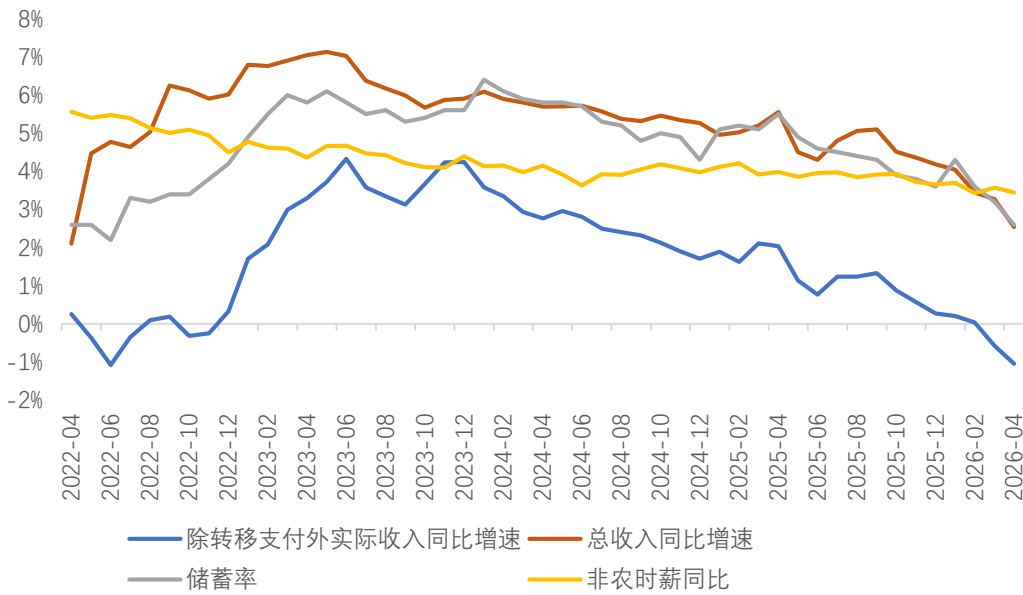
来源:

但在专业技术领域, AI 的就业冲击开始变得更加突出。美国居民除转移支付外的实际收入也出现进一步坍塌, 储蓄正在快速消耗; 整体非农薪资同比增速虽受到休旅酒店业等底薪行业就业激增的拖累, 但其缓慢的下行趋势仍在延续。

5月失业率从上月的 4.34% 小幅回落至 4.3%, 且在过去一年时间内稳定在 4.2%-4.5% 的窄幅区间波动, 但硬币的另一面是劳动参与率的明显连续回落——对于没有工作的劳动力依然艰难, 而对于有工作的劳动力则越发担忧 AI 的就业冲击具象化展现。



图 4: 中东战争引发的高通胀对实际购买力的侵蚀更加明显

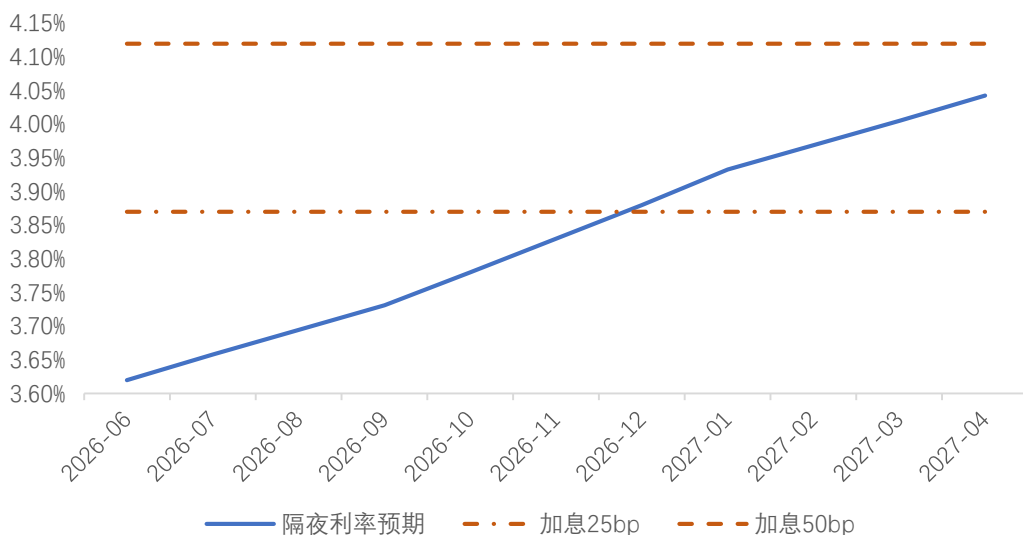


来源:

金融业是美国劳动力市场里受 AI 冲击较为明显的行业：5 月美国金融业就业减少 2.2 万人，较 2025 年 5 月高点下降约 11 万人。银行、保险、资管/投行、金融科技领域都有裁员，整体规模小于科技行业；公司给出的主要原因包括了成本控制、业务条线并购整合、利率和资本市场环境变化和 AI 替代——但如果单就 AI 破坏的视角看，迄今为止的影响可能依然只是一个开始。

总的来说，在信息技术业之外的劳动力市场，我们看到的结果既没有完全而充分地体现 AI 的破坏（宏观因素，降本增效，降低系统冗余），更没有体现 AI 的创造。

图 5: 当前完全计入年内加息 25bp 预期



来源:

尽管当前市场完全计入年内加息 25bp 的预期，但截至目前的经济数据只支持联储保持利率不变更长时间，仍不构成推动联储年内加息的条件；除了油价失控带来被迫加息之外，基于内生性的加息需要看到更明确的企业盈利到薪资收入再到服务通胀的变化。

加息预期面临的最大困难还是来自于政治，尤其考虑到在中期选举前给全民发钱面临约束的背景下，美股的继续繁荣是特朗普中选胜局的最大依仗。

在去年入股英特尔后，特朗普近期多次表态考虑入股更多 AI 企业，宏观上讲这是形成新型利益复合体，微观上看，



这是政府对于美国科技股的托底承诺（业绩预期/并购背书）——尽管这会加速泡沫，但从终局来看，即便泡沫破灭，一切大规模的基础设施投资也会给美国留下大量的电力、算力、存储和数据资产。

当前市场最大的风险依然是韩国股市杠杆背后巨大的负 Gamma（追涨杀跌），连带其他资产波动（美国科技股、A股创业板、部分港股）。博通的业绩指引不及预期所引发的脆弱情绪反映出这一轮 AI 上涨中存量资金的脆弱与敏感；美股的中期多头逻辑尚未破坏，但行情已经进入高集中度、高预期和高资金流依赖的阶段，短期回撤和波动风险上升。

除此之外，此前市场担忧的科技企业外部债权融资问题演变成了权益市场流动性。谷歌的增发融资规模（850 亿）甚至超过了 SpaceX 的 IPO 规模——而谷歌 2026 年已经通过债券募资了近 500 亿美元；META 也随之效仿，选择募股不举债，这实质上是加剧了 IPO 冲击。

总的来说，强劲的 5 月非农以及随之而来激进的年内加息预期并不会仍不构成实质性紧缩的风险，美国居民部门收入的脆弱性还在因为高油价的延续所放大。而资本市场的事件冲击迄今为止都够不上推动 AI 基本面明显恶化，产能瓶颈，排单递延以及相关商品的涨价潮仍在延续；AI 交易的趋势在巨头 IPO 落地前可能都还没结束，但波动的加大更加考验增量资金的 AI 信仰，以及存量资金的择时能力。

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