



鹰派极值已过，期待鸽派 重生

2026年07月22日

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

鹰派极值已过，期待鸽派重生

基本内容：

我们可能已经经历了年内紧缩预期的极值。通胀风险虽未完全消失，但实质性加息的必要性正在下降。

通胀三元素中，油价的核心约束是运力而非原油供给，这在此前缓和中已被部分缓解；AI 产业链的价格是短期供需不平衡的结果，也很难被传统经济政策所显著影响；而内生性经济所对应的核心通胀环比，在二季度初冲高后连续回落，处于中长期合意温和通胀区间的下沿。

考虑到《大美丽法案》退税完毕和世界杯对就业刺激退坡，真实需求降温的信号可能再次出现。联储不必真正加息，只要保留加息选项，企业和居民面对的融资成本就难以明显下降。AI 与其他经济部门并不是彼此独立的宏观路径，就业与需求数据的疲软也将放大 AI 叙事的波动，市场可能从“怕加息”切换到“怕需求下行”。

考虑到政策对 AI 叙事需要更多呵护，而这一轮全球去杠杆带来大量的财富消失以及预期变化，如果联储必须在下一步政策方向上作出选择，降息仍然比加息更有可能。

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.....	5
-----------	---

图表目录

图 1：年初的“可负担性问题”不仅没有解决，反而成为新负担	3
图 2：V/U 比前瞻薪资增速拐点可能面临适用性限制	3
图 3：无论是名义增速，还是实际可支配收入都弱于“均衡经济”水平	4
图 4：美国 GDP 分项中，服务消费与非住宅投资连续五个季度走势背离（同比增速）	4
图 5：2021 年以来最低的消费者现状指数和劳动充足率	5



我们可能已经经历了年内紧缩预期的极值。通胀风险虽未完全消失，但实质性加息的必要性正在下降。

通胀三元素中，油价的核心约束是运力而非原油供给，这在此前缓和中已被部分缓解；AI 产业链的价格是短期供需不平衡的结果，也很难被传统经济政策所显著影响；而内生性经济所对应的核心通胀环比，在二季度初冲高后连续回落，处于中长期合意温和通胀区间的下沿。

考虑到《大美丽法案》退税完毕和世界杯对就业刺激退坡，真实需求降温的信号可能再次出现。联储不必真正加息，只要保留加息选项，企业和居民面对的融资成本就难以明显下降。特朗普在年初提及的“解决可负担性问题”已被遗忘，当前的 30 年期抵押贷款利率保持在 6.6%，较年初低点上行超 50bp；其余利率（48 个月车贷利率，信用卡年化利率等）也仅仅是保持不变，并未带来实质“卸担”。

图 1：年初的“可负担性问题”不仅没有解决，反而成为新负担

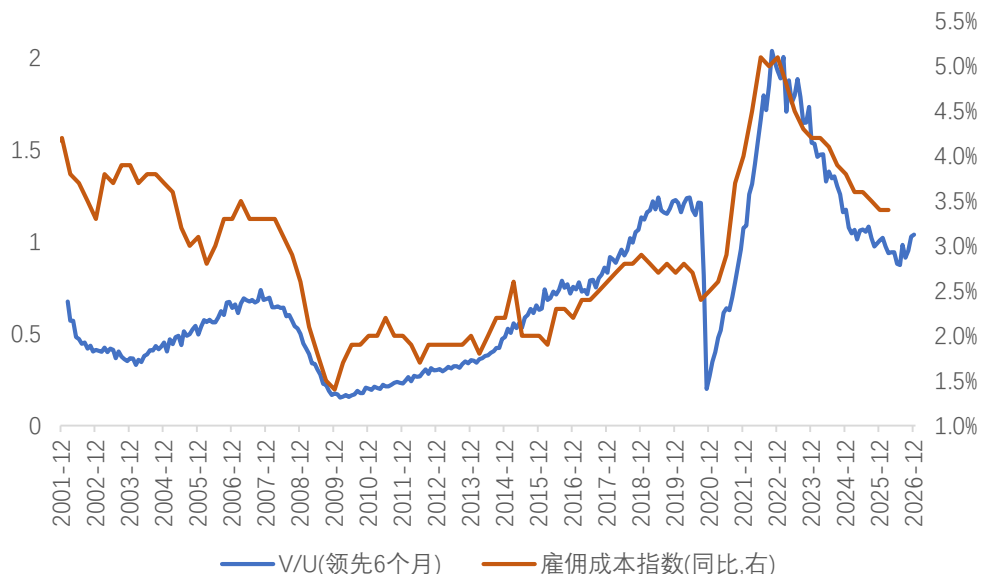


来源：Wind，国金证券研究所

当前职位空缺数/失业人数的比例呈现出企稳反弹，过往周期中，V/U 比是前瞻薪资增速的好指标。但当前美国劳动力市场对这种领先性存在供给和需求两个方面的限制：一方面，劳动力的供给侧面临参与率持续下滑，进而已呈现的经济指标可能抑制了就业市场的疲软程度（不归入失业，直接离开劳动力队伍）；另一方面，Agent 对人力需求替代的潜在冲击可能更加明显。

因此，用 V/U 与薪资增速的变化支持紧缩预期的延续可能存在适用性的限制，就业市场的脆弱性并未根本性改善。

图 2：V/U 比前瞻薪资增速拐点可能面临适用性限制



来源：Wind，国金证券研究所

过去一两年，K 型经济的讨论不绝于耳，几乎把分化本身当作不可避免的路径；但当下，科技与实体的交互意义（即

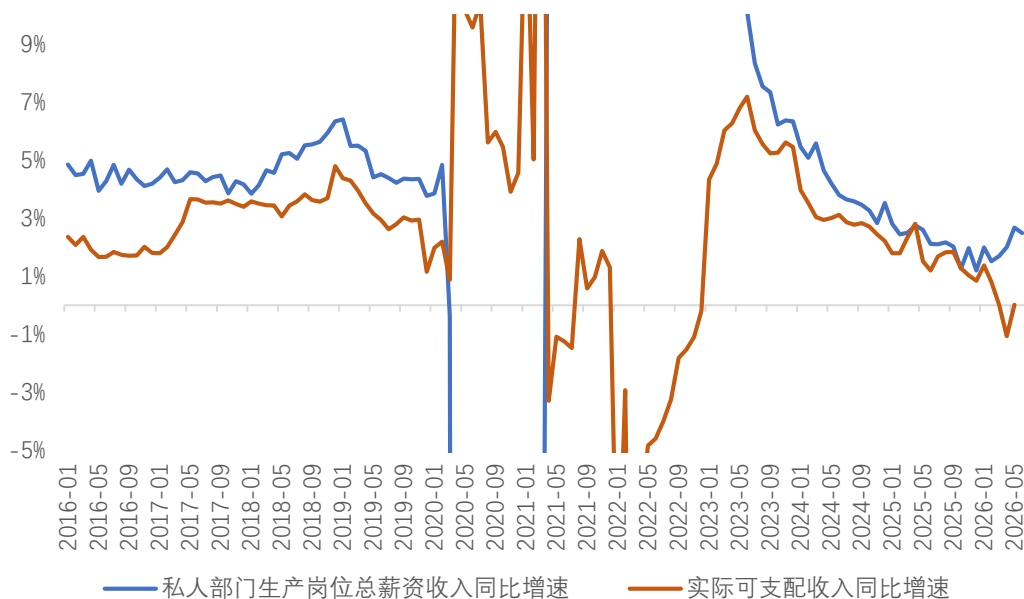


相对均衡增长)比任何时候都更加重要。

从总量上看, AI 收入不能被简单视为独立于传统经济之外的一笔新增需求。在 To B 业务主导的背景下, 大模型、云计算和算力企业不断增长的 ARR, 最终来自两类客户: 一类是标普 500 中大量非科技企业, 另一类是居民部门。前者通过软件采购、云服务和 AI 资本开支将收入转移给科技企业, 后者则通过订阅、广告和终端消费为 AI 商业化买单。

当下, 仍以替代而非创造为主的 AI 发展将整个可验证的商业模式押注在了非科技企业与居民部门的资产负债表上。如果 AI 商业化主要依赖非科技企业压缩其他成本, 或通过替代劳动、削减工资支出实现回报, 那么科技公司的收入增长可能同时对应着其他企业利润、传统投资或居民劳动收入的下降。

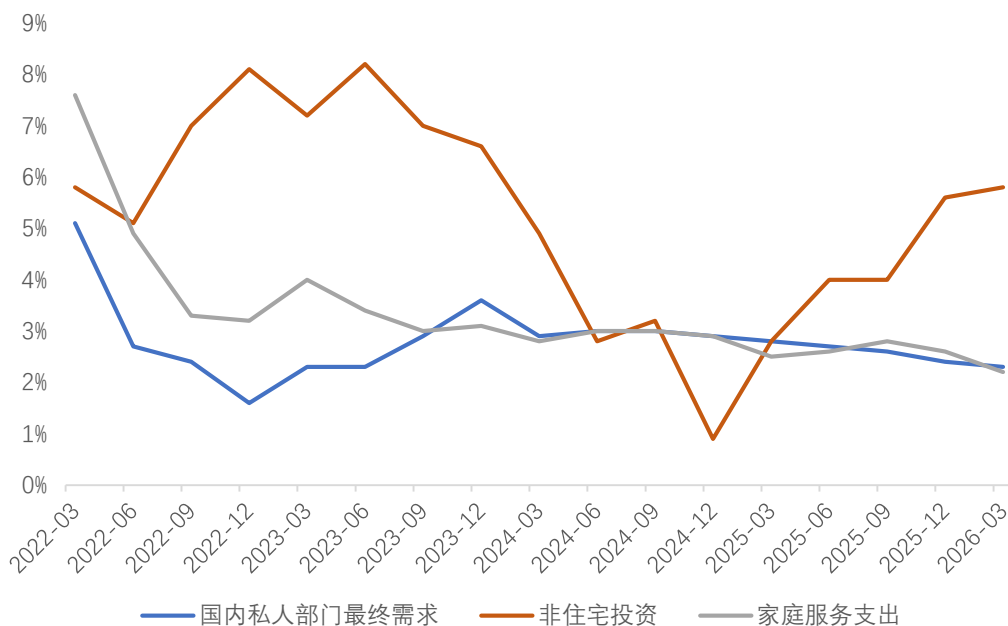
图 3: 无论是名义增速, 还是实际可支配收入都弱于“均衡经济”水平



来源: Wind, 国金证券研究所

沃什在半年度货币政策听证会中描述当前经济时, 特意将“居民消费温和增长”与“企业投资强劲、住房仍然滞后”并列。曾经作为核心经济驱动的消费, 正在成为 AI 时代的明日黄花; 均衡增长并不要求消费过热, 却至少要求消费不能成为 GDP 和盈利的净拖累。

图 4: 美国 GDP 分项中, 服务消费与非住宅投资连续五个季度走势背离 (同比增速)

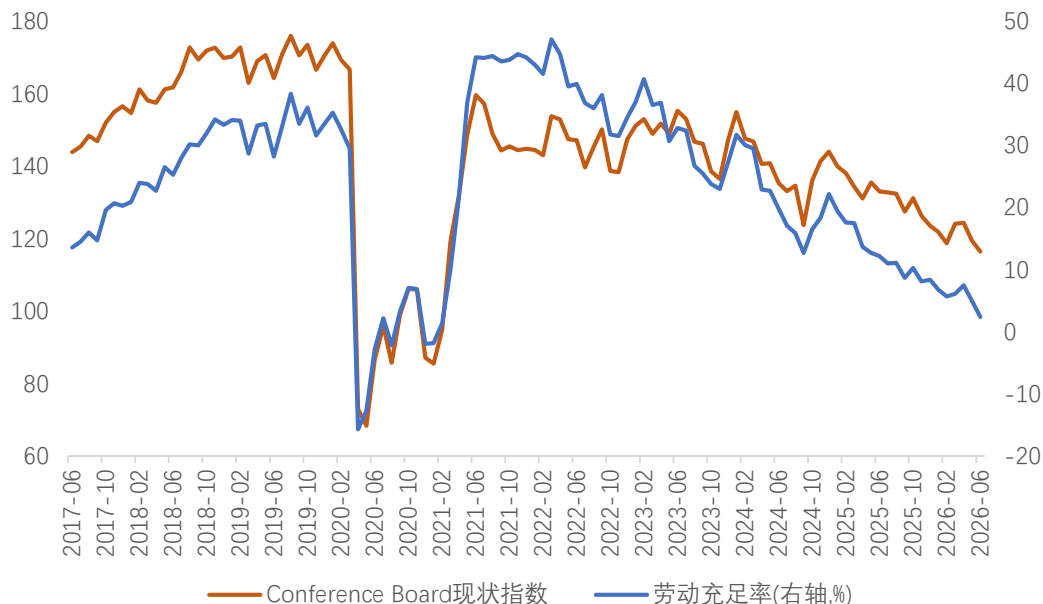




来源：Wind，国金证券研究所

面对 2021 年以来最低的消费者现状指数和劳动充足率，哪怕是受益于资产价格大幅上涨的高收入/高财富群体也开始选择降级消费。尽管消费数据尚未明显疲软，但支撑消费的就业稳定度、现金流（收入）预期与资产负债表（储蓄）缓冲都在减弱；如果没有进一步的政策刺激，消费的韧性将被持续消耗。

图 5：2021 年以来最低的消费者现状指数和劳动充足率



来源：Wind，国金证券研究所

近期 AI 及存储产业链在盈利和需求仍然较强的情况下出现明显调整，说明市场已经开始从“需求永远不足”转向讨论投资回报、供给扩张与估值约束。当强产业逻辑主导时，货币当局以及监管的干预更可能放大，而非平抑波动。

AI 与其他经济部门并不是彼此独立的宏观路径，就业与需求数据的疲软也将放大 AI 叙事的波动，市场可能从“怕加息”切换到“怕需求下行”。考虑到政策对 AI 叙事需要更多呵护，而这一轮全球去杠杆带来大量的财富消失以及预期变化，如果联储必须在下一步政策方向上作出选择，降息仍然比加息更有可能。

风险提示

1) AI 技术对职业暴露度更新不够及时全面，存在数据统计偏差。2) AI Agent 能力发展弱于预期，导致对应的劳动力规模产生明显变化。3) 全球央行快速转向，带来全球二轮通胀风险，压制全球需求，劳动力裁员胜过 AI 影响，降本增效属性被淡化，引发更大规模 AI 投资回报率担忧。



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