2026 年 11 月 03 日

中选蓝潮与社会折叠

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

中选蓝潮与社会折叠

基本内容：

在《北京折叠》中，不同空间的人群共享同一座城市，经历着不同的现实。2026 年的美国，乃至全球经济结构也呈现类似的特征，只是折叠的对象并不是时间，而是 AI 时代红利以及代价——我们把这种现象称为“社会折叠”。

在全要素生产率尚未系统性抬升的当下阶段，AI 红利的分配方式是明显扭曲的。对绝大多数人而言，在很长一段时间内，AI 红利释放最直接乃至唯一的途径仍是相关资产的财富效应，这也直接体现在了不同经济体增长的速率差异当中。因此，能否提供预期稳定的 AI 资产成为了经济增长的重要元素。

薪资、就业和生活成本的改善需要更长时间，甚至需要率先承担更大压力；尽管迄今为止我们看到的 AI 技术对就业市场的破坏低于预期，但在劳动力市场受益于 AI 的群体显然是更稀少的。

社会折叠的意义落在三个层面。经济上，增长高度依赖少数资产增值、少数企业投资和少数家庭消费，能否提供预期稳定的 AI 资产本身成为增长的条件。政治上，被折叠的人开始用选票表达，大概率发生的美国中选蓝潮是这种抗议第一次全美范围内显性展现。政策上，修补的方向并不是抑制资本市场，而是让更多人共享 AI 红利，并定价更高的 AI“社会许可成本”。

社会折叠不是一个道德叙事，而是一个宏观变量：它决定 AI 繁荣能获得多长时间的政治与社会耐心；只要增长依然依赖少数资产增值、少数企业投资和少数家庭消费，美国经济的韧性与脆弱，就仍是硬币的两面。在这种极其复杂的环境下，宏观政策的任务是在人治范围内（货币、财政、外交）平抑波动，为技术扩散争取时间。

风险提示

1）宏观经济数据频率较低，对于跨境行业数据估计存在滞后性；2）美国产业政策受党派影响明显，执政党派的更换可能引发产业政策回溯；3）AI 技术发展与产业投资存在较大不确定性。

内容目录

风险提示 8

图表目录

图 1：全要素生产率并未实现显著跃迁（数值为周期均值） 3
图 2：2026 年第二季度，股票占美国居民部门金融资产的比重达到 48.2% 4
图 3：美国居民部门持有美股单季度增值水平占名义 GDP 的比重 4
图 4：美国软件开发职位空缺数开始回升 5
图 5：基础工资同比增速仍未见底，但雇主承担的医保支出仍快速增长 5
图 6：储蓄率与实际收入持续走低，通过消费贷款与财富效应补足 6
图 7：PDFP 各分项较公卫事件前贡献值差异水平（pct） 6
图 8：共和党民众对数据中心负面看法上升更快(认为数据中心有负面影响的比例) 7
图 9：美国两党尝试修补“折叠”的相关政策 7

在《北京折叠》中，不同空间的人群共享同一座城市，经历着不同的现实。2026 年的美国，乃至全球经济结构也呈现类似的特征，只是折叠的对象并不是时间，而是 AI 时代红利以及代价——我们把这种现象称为“社会折叠”。

在全要素生产率尚未系统性抬升的当下阶段，AI 红利的分配方式是明显扭曲的。对绝大多数人而言，在很长一段时间内，AI 红利释放最直接乃至唯一的途径仍是相关资产的财富效应，这也直接体现在了不同经济体增长的速率差异当中。因此，能否提供预期稳定的 AI 资产成为了经济增长的重要元素。

薪资、就业和生活成本的改善需要更长时间，甚至需要率先承担更大压力；尽管迄今为止我们看到的 AI 技术对就业市场的破坏低于预期，但在劳动力市场受益于 AI 的群体显然是更稀少的。

社会折叠的意义落在三个层面。经济上，增长高度依赖少数资产增值、少数企业投资和少数家庭消费，能否提供预期稳定的 AI 资产本身成为增长的条件，韧性与脆弱是硬币的两面。政治上，被折叠的人开始用选票表达，大概率发生的美国中选蓝潮是这种抗议第一次全美范围内显性展现。政策上，修补的方向并不是抑制资本市场，而是让更多人共享 AI 红利，并定价更高的 AI“社会许可成本”。

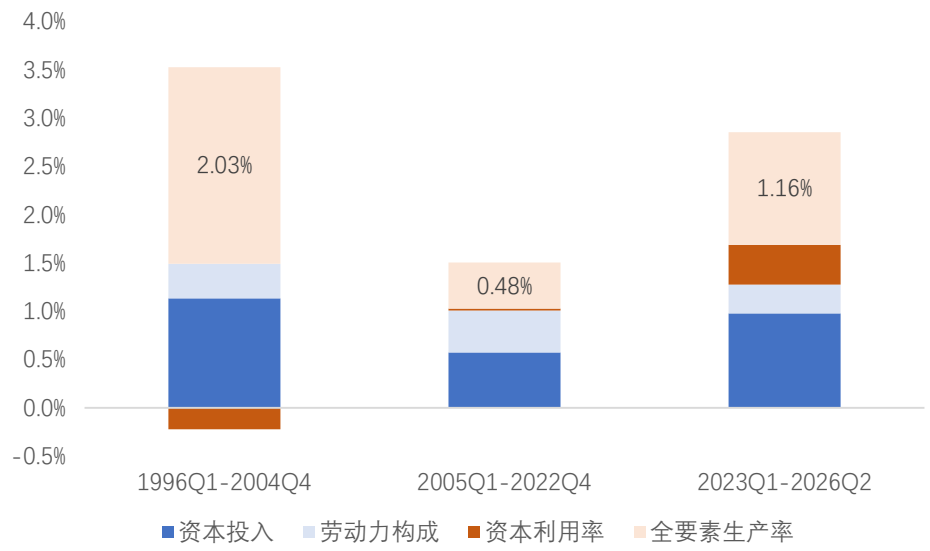
在这种极其复杂的环境下，宏观政策的任务是在人治范围内（货币、财政、外交）平抑波动，为技术扩散争取时间。

资产价格先于生产率提升

2023 年以来，美国劳动生产率年化增速大约在 2.5%，高于公卫事件前均值 1 个百分点。但驱动因素主要是短期高强度投资带来的人均资本深化，以及生产要素的更高利用率——两者贡献了约 1.3 个百分点，几乎解释了全部增量。

与之相对的是，全要素生产率增长率为 1.2%左右。这虽高于公卫事件前 0.5%的增速水平，但仍远低于 1996 年至 2004 年生产率强劲增长时期 2%的水平，且整体增速并不稳定。

图 1：全要素生产率并未实现显著跃迁（数值为周期均值）



来源：旧金山联储，国金证券研究所

另一方面，美国家庭对股票的依赖越发明显。2026 年第二季度，股票在美国家庭金融资产中的比重升至 48.2%，是 1945 年有记录以来的最高值。更重要的一点是这些 AI 资产价格的增值水平一度超过了当季的名义 GDP 创造规模——这或许也是我们从 3 月中东冲突至今持续低估美国经济韧性的重要因素。

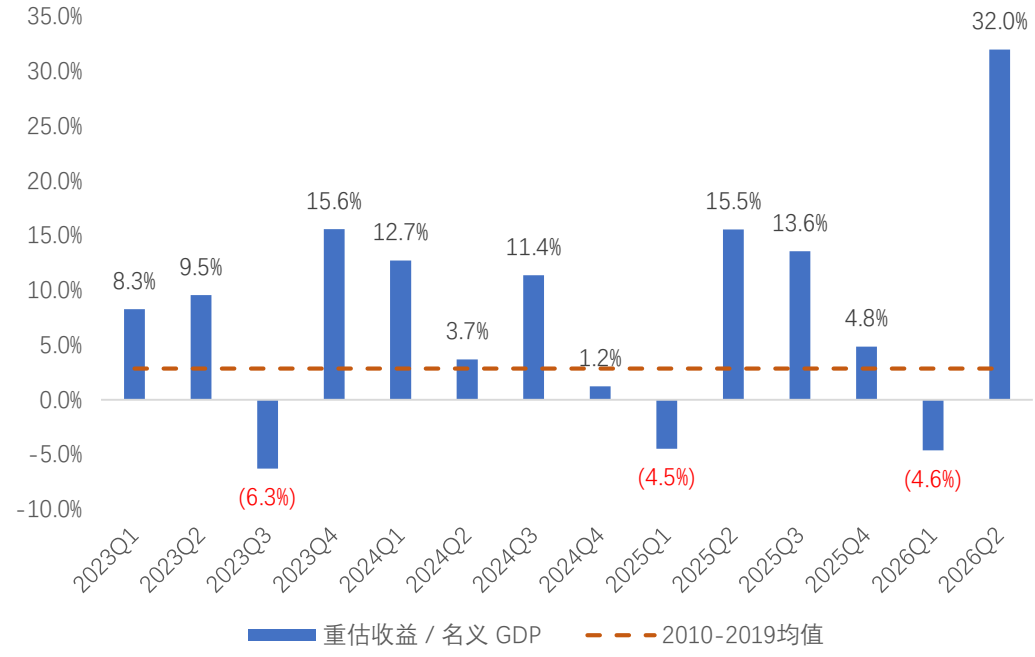
图 2：2026 年第二季度，股票占美国居民部门金融资产的比重达到 48.2%



来源：FRED，国金证券研究所

具体而言，2026 年第二季度，美国居民部门持有的股票增值约 10.4 万亿美元，相当于年化名义 GDP（约 32.6 万亿美元）的 32%。过去四个季度，其总增值水平约 14.7 万亿美元；作为参考，同期美国名义 GDP（2025Q3-2026Q2）的增量水平约为 1.9 万亿美元。

图 3：美国居民部门持有美股单季度增值水平占名义 GDP 的比重

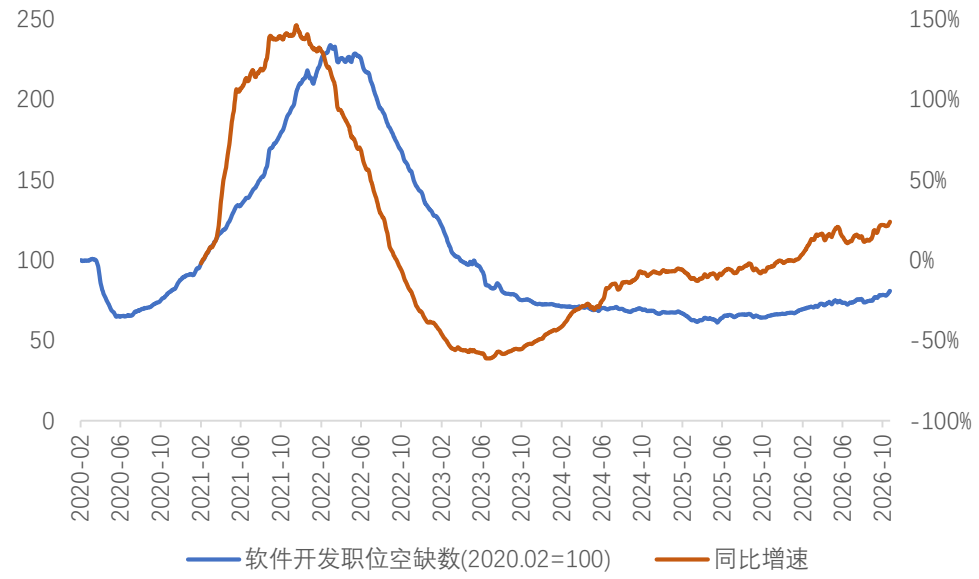


来源：FRED，国金证券研究所

对能够参与资本市场的家庭而言，AI 红利最直接的兑现方式是资产的财富效应：企业尚未实现的利润先被资本市场捕捉，尚未覆盖多数行业的效率改善先转化为少数公司的市值，技术进步与资产繁荣出现了时间错位。

但这并不意味着 AI 只有金融价值，恰恰相反，众多实体经济企业对 AI 技术更充分的融合与内化证明了技术进步的可行性。但效率改善依然没有显性转化为个人收入，一个人每天用 AI 工作，但他难以分享由此增加的利润。

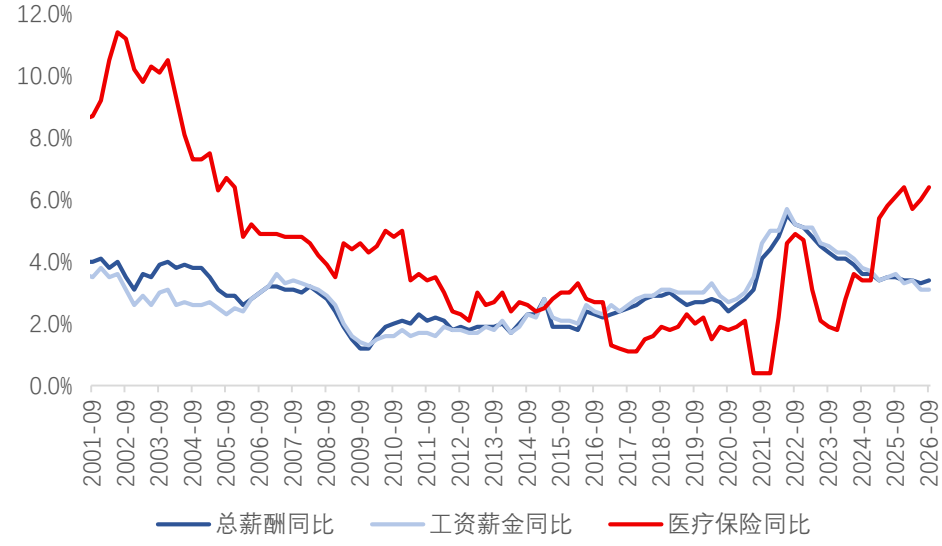
图 4：美国软件开发职位空缺数开始回升



来源：FRED，国金证券研究所

而对于企业主而言，效率提升恰好可以对冲那些结构性成本压力（例如医疗保险支出）；从另一个角度看，不断上涨的医疗保险费用也持续挤压着劳动者的工资增长空间。因此，拥有 AI 资产与使用 AI 工具之间，存在着收入分配上的距离。前者依然是最直接的收入渠道，后者首先获得的是完成工作的效率；如果原工作要求同步提高、岗位竞争更加激烈，效率改善甚至可能伴随更大的收入不确定性——资本与劳动的隔阂因为新技术的诞生而继续扩大。

图 5：基础工资同比增速仍未见底，但雇主承担的医保支出仍快速增长



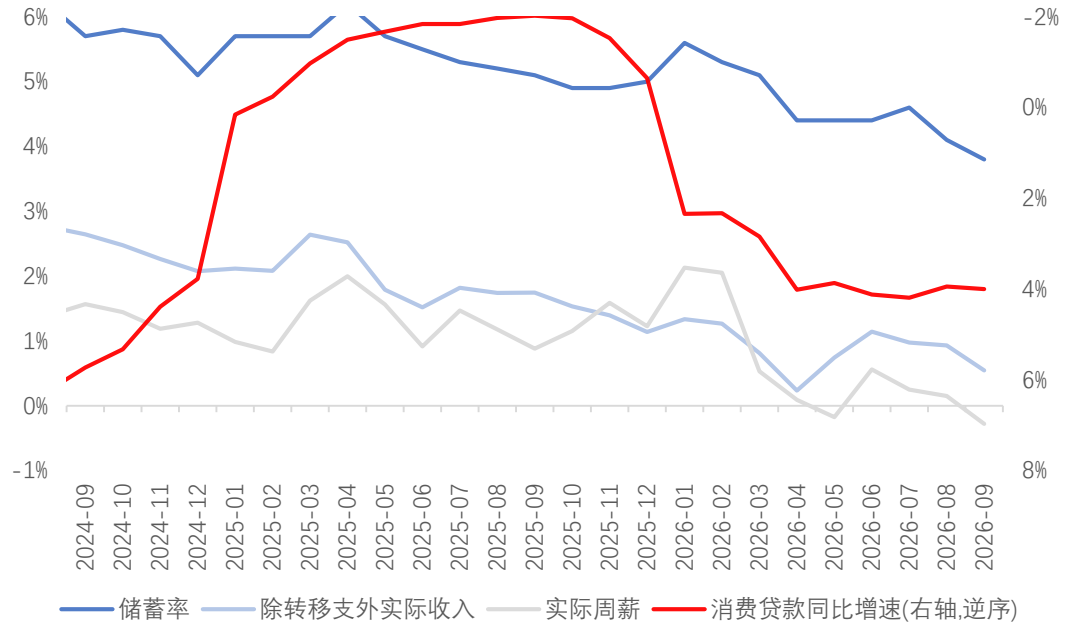
来源：BLS，国金证券研究所

AI 资产本身就是增长与信心

AI 叙事在宏观上的角色已远超一个投资主题，它同时支撑着资本开支和广义消费。在叙事维持时，这种结构表现为总量的韧性，但这种韧性的基础是极度“状态依赖”的：它依赖于少数公司的资本开支和少数家庭持有的资产价格。

能够提供具有可信盈利前景的 AI 资产，正成为影响经济增长和信心的重要因素；资本市场一端连接企业融资，另一端连接居民资产负债表；对未来利润的预期，通过这两端进入即期投资与消费。尤其是 2 月底美伊战争爆发以来，在储蓄持续消耗、收入疲软的情况下，美国居民仍有信心借助信贷维持强劲消费，这与美股同期的强劲表现关系密切。

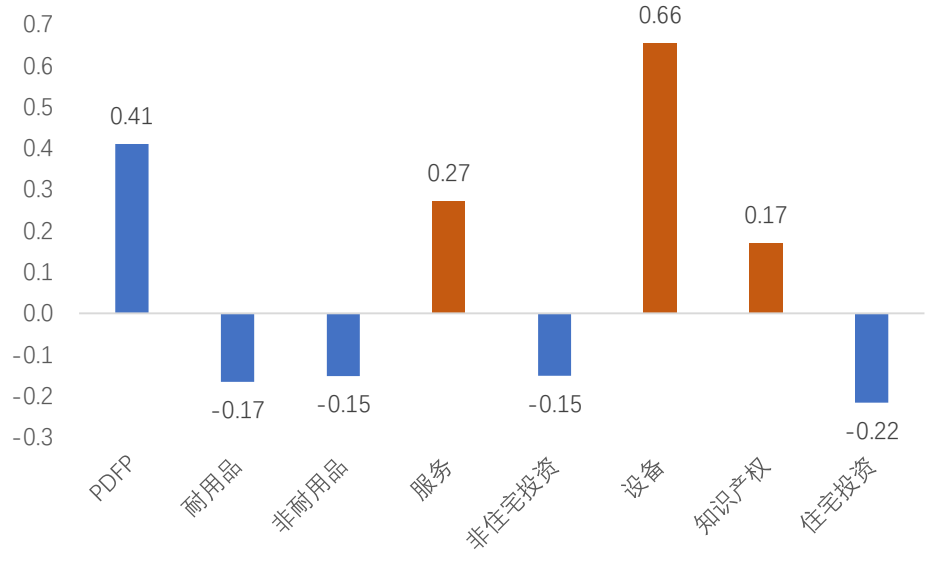
图 6：储蓄率与实际收入持续走低，通过消费贷款与财富效应补足



来源：FRED，国金证券研究所

美国三季度实际 GDP 折年增长 3.4%（同比 2.1%），其中非住宅固定投资年化增长 12.7%；在紧缩环境下，这种双位数的投资增速支撑了一个财富—消费的正循环。与公卫事件前均值相比，美国国内私人最终需求（PDFP）七个主要分项的额外增量贡献主要来自服务消费、设备投资和知识产权投资；考虑到非住宅投资中包含着数据中心的建造拉动，AI 投资对美国经济（较此前）的增量贡献水平可能接近 1 个百分点。

图 7：PDFP 各分项较公卫事件前贡献值差异水平（pct）



来源：BEA，国金证券研究所

无论从财富效应还是增长结构看，AI 已不只是一项产业选择，而是美国增长不得不依赖的支柱，既是主动押注，也是被动绑定。这正是社会折叠的国家代价：经济在叙事维持时越显得有韧性，在叙事回调时也就越脆弱。

中选蓝潮是对社会折叠的抗议

2026 年中期选举为观察这种不平衡的结构提供了政治窗口，也是第一次以 AI 为显性议题的全国性投票。

选前数轮民调已给出了相对清晰的方向：民主党在全国众议院通用选票上领先约 8—9 个百分点，预测市场给予民主党夺取众议院控制权九成以上、参议院控制权约七成的概率。与此同时，特朗普的支持率已降至 40%以下；二战以来仅 1946 年和 1950 年的杜鲁门与 2006 年的小布什曾在中期选举前出现不足 40%的支持率，而这三次选举中，总统所在党无一例外地在国会两院遭受席位损失。

共和党选情低迷的本质在于，AI 的红利主要通过资产增值兑现，代价却更广泛地通过薪资、就业和生活成本体现；更不用提还有战争和关税等非 AI 因素的冲击。这种收益集中而压力广泛的局面意味着增长数据和股市表现很难替代体感；但反过来，一旦资产端陷入调整，连受益于资产增值的支持也会松动，不满只会加速发酵。

但“被折叠”的人并不是一个整体。经济并不全都是“K 形”，若看 AI 红利与代价的传导路径，至少可以分出三个空间，各自拥有着不同的政治诉求。

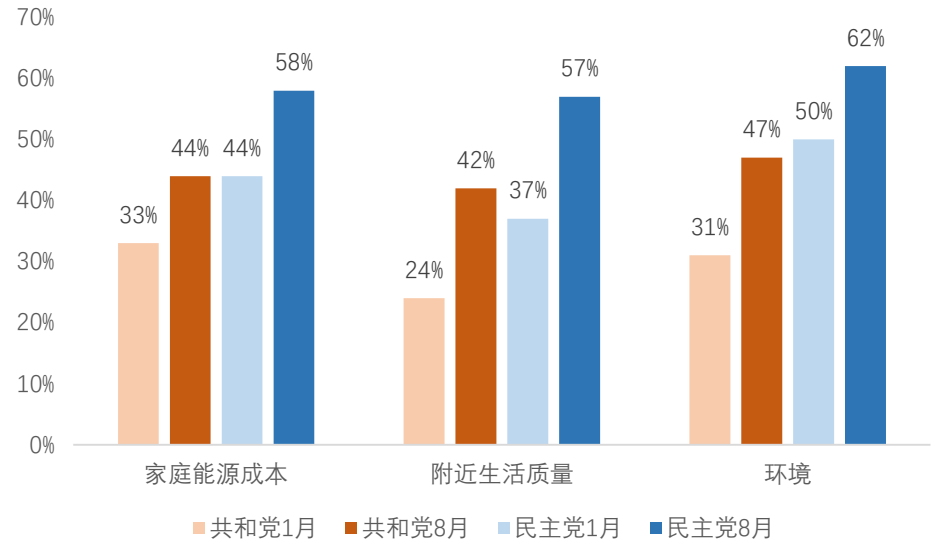
第一空间是资产持有者。他们通过股票财富分享了 AI 红利，也是中期选举中潜在投票率最高的群体。驱动他们的更多是对特朗普本人、关税与制度的态度，以及资产增值能在多大程度上对冲生活成本。他们并不是潜在蓝潮的基本盘，但决定着蓝潮的质地。

第二空间是就业入口被压缩的年轻白领。他们面对 6%以上的房贷利率，低迷的就业水平和卑微的薪资收入；对他们而言，AI 不是遥远的叙事，而是求职市场上切实的竞争者，甚至他们正在被快速迭代的 AI 技术无情碾压。

第三空间是承担实体成本的普通社区。他们难以共享 AI 股票红利，却不得不“共享”AI 基础设施的账单。2024 年，他们作为共和党基本盘，把选票投给了承诺降低生活成本的特朗普；两年后，生活成本不降反升，虽不能完全归因于 AI，但这并不妨碍他们转向。

这正是社会折叠的政治含义：摇摆最大的不是 AI 资产的持有者，而是不持有 AI 资产的人，且这种情绪不分党派。共和党选民对数据中心的负面看法上升得更快，说明这一议题已经越过党派界限，冲击到特朗普的基本盘。

图 8：共和党民众对数据中心负面看法上升更快(认为数据中心有负面影响的比例)



来源：pewresearch.org，国金证券研究所

修补折叠只有两条路径：要么让更多人分享金融资产的增值，要么压制实体成本、让资本多负担。前者对应特朗普账户的建立，后者体现为竞选周期中对数据中心提出的一系列要求，包括向社区支付“红利”以及提高自备电源比例。

图 9：美国两党尝试修补“折叠”的相关政策

渠道	政策	提出方	政策内容
资本市场	特朗普账户	共和党(大美丽法案)	2025—2028年出生的婴儿获1000美元联邦注资，投资美股指数基金。
资本市场	社区红利	共和党(特朗普)	呼吁数据中心向所在社区或居民支付“红利”。
资本市场	婴儿债券 / 全民资本账户	民主党(长期提案)	政府为低收入家庭儿童注资信托账户。
实体经济	电价用户保护承诺	共和党-白宫(3月); 23位共和党州长(7月)	科技公司自建或采购电源，并承担电网升级成本。
实体经济	电价用户保护法案	两党 与 众议院院能源与商务委员会	要求州监管机构为100兆瓦以上的大负荷用户制定成本自担标准。
实体经济	大负荷电价规则	宾夕法尼亚、得克萨斯等州	对数据中心单独定价，由其承担接入与备用成本。
实体经济	数据中心暂停令	多州提案	暂停新建大型数据中心。

来源：白宫官网，英为财经，booker.senate.gov，govinfo.gov，pacodeandbulletin.gov，governor.ny.gov，olis.oregonlegislature.gov，国金证券研究所

但美国科技企业的“福利历史”难以让人乐观。以 Meta 和苹果在俄勒冈州 Prineville 的数据中心为例（2010 和 2012 年动工建造），在财产税优惠下，两家企业在 2025 年合计缴税约 34.7 万美元；若没有优惠，应缴税款超过 3000 万美元。小镇居民也没享受到大量的就业带动，一共创造的长期岗位仅约 450 人左右。

由此看，这些社区红利政策不乏政治噱头，但这似乎不影响选民为潜在的改变投票。

但无论如何，两类政策都是跨党派的。“特朗普账户”和“社区红利”来自共和党，但其逻辑与民主党长期讨论的“婴

儿债券”和“全民资本账户”相通；大负荷电价规则既在宾夕法尼亚这样的摇摆州推进，也在得克萨斯这样的红州出现。因此，社会折叠的政治后果不是逆转 AI 与资本市场，而是以此为前提做分配改良：谁能更可信地为没有股票的基层社区打开第二条生存通道，谁就能赢得选票。

分治格局下的 AI 政治与增长脆弱性

如果选举结果符合预期，分治政府（共和党总统、民主党国会）对 AI 叙事意味着三点变化。

第一，联邦 AI 立法大概率陷入僵局，监管重心继续下沉到州。白宫 3 月发布的国家 AI 立法框架以联邦优先权（preemption）为核心，要求国会以统一规则取代各州的“拼凑式”监管。但民主党控制的众议院不太可能通过大范围压制州权的法案，特朗普也不太可能签署一部保留州法的法案。

第二，成本分摊会从倡议变成规则。电价（实体成本）是两党少有的交集：在众院委员会获一致通过的电价用户保护法案，是分治政府中最有可能落地的 AI 相关立法之一。考虑到电力支出本身占比十分有限，选址逻辑可能从“哪里有电”转向“哪里政治阻力小”。

第三，财政平抑波动的空间收窄。我们此前提到，在增长高度依赖叙事的阶段，政策的任务是在人治范围内平抑波动、争取时间。分治政府意味着新的大规模财政扩张难以通过，伊朗战事的追加拨款与战争权限也会成为府会博弈的焦点。一旦 AI 资产定价回调，财政能提供的缓冲将比过去两年更有限，更多压力会落在联储身上。

因此，中选对宏观的意义，不局限于哪个党控制国会，而更关乎在这场第一次以 AI 为显性议题的全国性投票中，AI“社会许可成本”被放到台面上讨论，尽管最后可能无事发生，毫无改变。

从宏观看，最需要关注的是投资与财富效应依赖相同的盈利预期：预期改善时，资本开支与广义消费同步走强；预期转弱时，两条支柱也可能同时减速；叙事不需要被证伪，只需要被重新定价，就足以触发不对称的冲击。

最后，我们回到开头提到的《北京折叠》。小说里的折叠靠不同时间切割同一空间；现实中的折叠靠不同渠道切割 AI 红利。资本市场追逐宏大远方，基层社区看到的则是当下高昂的电费、微薄的补助和令人望而却步的房贷利率。

社会折叠不是一个道德叙事，而是一个宏观变量：它决定 AI 繁荣能获得多长时间的政治与社会耐心；只要增长依然依赖少数资产增值、少数企业投资和少数家庭消费，美国经济的韧性与脆弱，就仍是硬币的两面

风险提示

1）AI 技术数据更新频率较低，无法及时反馈模型能力的大幅提升；2）美国产业政策受党派影响明显，执政党派的更换可能引发产业政策回溯；3）AI 技术发展与产业投资存在较大不确定性。

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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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