

美国宏观月报：5 月通胀就业好于预期，稳定市场信心



杨见一 分析师
Email: yangjianyi@lcqz.com
证书: S1320525050001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lcqz.com
证书: S1320523020004

核心观点:

6 月 11 日，美国公布 5 月 CPI 数据，通胀全面低于预期。5 月美国 CPI 同比 2.4%，预期 2.5%，环比 0.1%，预期 0.2%；核心 CPI 同比 2.8%，预期 2.9%，环比 0.1%，预期 0.2%。美国 5 月 CPI 增速全面低于预期，缓解市场对关税通胀压力的担忧，美联储降息预期有所抬升。结合 5 月就业数据好于预期，市场对美国经济预期持续修复。

5 月能源持续拖累整体 CPI，但后续地缘政治风险或扭转拖累趋势。5 月能源 CPI 同比-3.5%（前值-3.7%），环比-1%（前值 0.7%）。但是，6 月 13 日以色列对伊朗发动打击，中东地区地缘政治冲突升级，后续油价或面临较强上行压力。预计后续能源分项对 CPI 拖累将显著收窄，油价下行对整体 CPI 带来的去通胀效应或告一段落，甚至形成上行压力。

5 月核心 CPI 增速低于预期，大幅缓解市场对关税通胀风险的担忧。5 月核心商品环比 0%，前值 0.1%，或主要系①关税政策反复调整，企业择机补库，②企业出售库存商品，③消费者动态调整消费结构等原因，关税价格压力暂未显现。但是，5 月二手车领先指标环比回升，预计 6 月汽车分项面临上行压力。另一方面，5 月非住房核心服务并未高增，环比放缓至 0.2%，前值 0.3%，驱逐移民带来的“工资-通胀螺旋”也并未兑现。但是，交通运输价格走弱拖累或随着油价止跌回升而转向拉动。住房方面，5 月住房 CPI 环比持平 0.3%，同比小幅下降 0.1%至 3.9%。

6 月 6 日，美国 5 月就业数据公布，就业市场表现超预期。美国 5 月非农新增 13.9 万人，超出预期的 12.6 万；失业率持平 4.2%，预期 4.2%。家庭调查（CPS）口径的劳动力人数下降 62.5 万人，劳动参与率下降至 62.4%。数据公布同时，劳工部修订了 3-4 月的新增非农就业数据，3 月由初值公布的 22.8 万下调至 12.0 万人，4 月由初值的 17.7 万下调至 14.2 万，合计下修 13.8 万人，修订后近三月平均新增就业 13.5 万，反映美国劳动力市场降温但整体仍然稳健。5 月美国劳动力市场表现好于市场预期，进一步缓解市场对美国经济衰退的担忧。

5 月商品新增就业下降但服务新增就业上行。5 月，商品生产行业就业减少 0.5 万，前值 1.4 万，增量下降 1.9 万。其中，关税扰动下制造业就业持续走弱，5 月减少 0.8 万，前值 0.1 万人。服务行业 5 月新增就业 14.5 万，前值 10.9 万。5 月特朗普关税政策边际缓和后，进口商再次补库或带动批发业和运输仓储行业就业增加（批发业+0.25 万，前值-0.48 万；运输

相关报告

5 月外贸数据点评：出口增速回落，仍具韧性

2025.06.11

财政发力进度跟踪（20250609）

2025.06.09

5 月高频数据跟踪

2025.06.04

仓储+0.58 万，前值-2.07 万），但下游零售暂未修复，就业下降 0.65 万，前值 1.64 万。此外，教育医疗业（+8.7 万）和休闲酒店业就业（+4.8 万）为 5 月新增就业主要拉动项。最后，政府就业持续低迷，5 月减少 0.1 万，前值 0.6 万。

5 月薪资增速上升，居民收入健康，但其他数据指向就业市场压力增加。

5 月美国平均名义时薪\$36.24，名义环比增速 0.42%，较 4 月 0.19%的环比增速明显上升，显示居民收入较为健康。其他就业数据中，Indeed 招聘领先指标显示美国用工需求将继续下行，或将为失业率进一步上行打开空间。近期初中失业金数据继续走高，上周（5 月 25 日）上行至 24.7 万人，前值 23.9 万人，显示 6 月就业市场面临的失业压力或上升。

关注地缘政治风险发展及关税谈判进展。关税政策方面，特朗普政府目前正在与其他国家展开谈判，预计 7-8 月对等关税暂停结束之前关税升级动力不强。但是，远期来看，美国全年关税税率或仍在 15%左右，对通胀压力客观存在，或将逐步显现在消费终端。CME 数据显示，当前市场预期美联储 9 月、12 月分别降息 25bps。我们认为，关税升级后企业压缩利润暂不调价、消费者转向低价替代品等，可能短期利于通胀维持稳定，但长期较难持续。叠加俄乌、中东地缘政治风险，下半年美国去通胀或将面临比上半年更多的障碍。建议持续关注地缘政治冲突、特朗普关税谈判进展和美国经济基本面动态。

风险提示：美国经济下行超预期，特朗普政策超预期，美联储货币政策紧缩超预期。

目 录

1. 美国 5 月 CPI 全面低于预期.....	5
2. 美国 5 月非农新增就业超预期.....	8
3. 风险提示	13

图表目录

图 1	美国近半年 CPI 分项权重、同环比及趋势 (%)	6
图 2	美国 4 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	6
图 3	美国 5 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	6
图 4	美国商品 CPI 及其分项同比 (%)	6
图 5	美国商品 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	6
图 6	美国服务 CPI 及其分项同比 (%)	7
图 7	美国服务 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	7
图 8	美国整体、核心、超级核心、非住房核心服务 CPI 当月同比 (%)	7
图 9	Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月 (%)	7
图 10	Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月 (%)	7
图 11	近一年原油日频价格 (美元/桶)	8
图 12	国际油价及美国汽油价格变化情况	8
图 13	Manheim 指数显示二手车价格低位波动 (%)	8
图 14	美国非农就业数据公布同时修正近 2 个月数据	9
图 15	最近 12 个月美国新增非农就业分布, 按行业 (千人)	9
图 16	美国失业率与美联储 SEP 指引 (%)	10
图 17	美国劳动力供需再平衡, 就业缺口基本弥合 (千人)	10
图 18	美国劳动力参与率及同比增速 (%)	10
图 19	美国非农名义平均时薪及实际时薪同比 (%)	11
图 20	美国非农名义平均时薪及实际时薪环比 (%)	11
图 21	最近 12 个月美国各行业平均时薪环比增速 (%)	11
图 22	美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)	11
图 23	美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)	11
图 24	美国企业职位空缺率及同比增速 (%)	12
图 25	Indeed 领先指标与职位空缺数	12
图 26	美国挑战者企业裁员人数 (人, %)	12
图 27	美国初次与持续申领失业金人数 (万人)	12
图 28	美国广义失业率和狭义失业率 (%)	12
图 29	美国因经济原因兼职人数 (人)	12
图 30	美国服务业平均周工时 (小时)	13
图 31	美国就业市场离职率 (%)	13
图 32	CPI 低于预期增强市场降息信心 (%)	13
图 33	CME 数据显示非农公布后市场预计下半年降息	13

1. 美国 5 月 CPI 全面低于预期

5 月美国 CPI 同比 2.4%，预期 2.5%，环比 0.1%，预期 0.2%；核心 CPI 同比 2.8%，预期 2.9%，环比 0.1%，预期 0.2%。美国 5 月 CPI 增速全面低于预期，缓解市场对关税通胀压力的担忧，美联储降息预期有所抬升。结合 5 月就业数据好于预期，市场对美国经济预期持续修复。

非核心方面，原油价格低位震荡，能源分项持续拖累整体 CPI。受 OPEC+增产影响，国际油价持续低位震荡。5 月能源 CPI 同比-3.5%（前值-3.7%），环比-1%（前值 0.7%）。其中，汽油为主要拖累项，5 月环比-2.6%（前值-0.2%），同比-11.6%（前值-11.5%）。燃油价格企稳，环比 0.9%（前值-1.3%），同比-8.6%（前值-9.6%）。向前看，6 月 13 日以色列对伊朗发动打击，中东地区地缘政治冲突升级，后续油价或面临较强上行压力。预计后续能源分项对 CPI 拖累将显著收窄，油价下行对整体 CPI 带来的去通胀效应或告一段落，甚至形成上行压力。除能源外，5 月食品价格环比回正至 0.3%，同比 2.9%。家庭食品分项环比由前值的-0.4%上行至 0.3%，同比 2.2%

核心方面，5 月核心 CPI 增速低于预期，大幅缓解市场对关税政策通胀风险的担忧。一方面，市场担忧关税形成核心商品价格上行压力，但 5 月核心商品环比 0%，前值 0.1%，其中服饰、汽车等重点分项价格不升反降。5 月二手车环比持平在-0.5%，服饰环比-0.4%（前值-0.2%），并未出现上行迹象，反而转向下跌。上半年，尽管特朗普大幅升级关税，但由于①关税政策反复调整，企业择机补库，②企业出售低价囤积的库存商品，③消费者动态调整消费结构等原因，关税价格压力暂未显现。下半年，美国关税常态化后，持续关注关税家具、电器、服装、玩具等进口依赖度较高的商品的价格表现。目前，二手车领先指标环比回升，预计 6 月汽车分项面临上行压力。

核心服务方面，市场担忧的驱逐移民造成“工资-通胀螺旋”也并未兑现。5 月非住房核心服务并未高增，环比放缓至 0.2%（前值 0.3%）。5 月核心服务下行仍主要系油价连带交通运输价格走弱拖累，5 月交通服务 CPI 环比-0.2%（前值 0.1%），但这一拖累项或随着油价止跌回升而转向拉动。此外，医疗价格环比回落至 0.2%（前值 0.5%）。最后，住房方面，5 月住房 CPI 环比持平 0.3%，同比小幅下降 0.1%至 3.9%。领先指标显示下一阶段美国住房价格将进入平台期，但在降息预期推迟的情况下反弹风险偏低，或将维持缓慢下行态势。

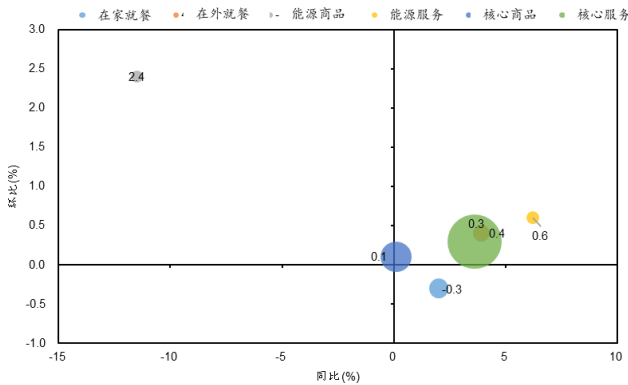
下半年，地缘政治风险激增或形成通胀压力；关注关税谈判进展及关税对美国国内物价的传导。关税政策方面，特朗普政府目前正在与其他国家展开谈判，预计 7-8 月对等关税暂停结束之前关税升级动力不强。但是，远期来看，美国全年关税税率或仍在 15%左右，对通胀压力客观存在，或将逐步显现在消费终端。CME 数据显示，CPI 公布后市场预期美联储降息路径下行，维持 9 月、12 月分别降息 25bps 的判断。我们认为，关税升级后企业压缩利润暂不调价、消费者转向低价替代品或降低消费等因素或利于通胀在短期内维持稳定，但长期来看较难持续。叠加俄乌、中东地缘政治风险，下半年美国去通胀将面临比上半年更多的障碍。建议持续关注地缘政治冲突、特朗普关税谈判进展和美国经济基本面动态。

图1 美国近半年 CPI 分项权重、同环比及趋势 (%)

权重 (%)	项目	环比趋势	环比 (% SA)						同比趋势	同比 (% NSA)					
			May. 2025	Apr. 2025	Mar. 2025	Feb. 2025	Jan. 2025	Dec. 2024		May. 2025	Apr. 2025	Mar. 2025	Feb. 2025	Jan. 2025	Dec. 2024
100.00%	CPI		0.1	0.2	-0.1	0.2	0.5	0.4		2.4	2.3	2.4	2.8	3.0	2.9
13.64%	食品		0.3	-0.1	0.4	0.2	0.4	0.3		2.9	2.8	3.0	2.6	2.5	2.5
8.00%	在家就餐		0.3	-0.4	0.5	0.0	0.5	0.3		2.2	2.0	2.4	1.9	1.9	1.8
5.64%	在外就餐		0.3	0.4	0.4	0.4	0.2	0.3		3.8	3.9	3.8	3.7	3.4	3.6
6.39%	能源		-1.0	0.7	-2.4	0.2	1.1	2.6		-3.5	-3.7	-3.3	-0.2	1.0	-0.5
3.22%	能源商品		-2.4	-0.2	-6.1	-0.9	1.9	4.3		-11.6	-11.5	-9.5	-3.2	-0.5	-3.9
3.00%	汽油		-2.6	-0.1	-6.3	-1.0	1.8	4.4		-12.0	-11.8	-9.8	-3.1	-0.2	-3.4
0.07%	燃油		0.9	-1.3	-4.2	0.8	6.2	4.4		-8.6	-9.6	-7.6	-5.1	-5.3	-13.1
3.17%	能源服务		0.4	1.5	1.6	1.4	0.3	0.8		6.8	6.2	4.2	3.3	2.5	3.3
2.39%	电力		0.9	0.8	0.9	1.0	0.0	0.3		4.5	3.6	2.8	2.5	1.9	2.8
0.78%	管道气		-1.0	3.7	3.6	2.5	1.8	2.4		15.3	15.7	9.4	6.0	4.9	4.9
79.98%	核心CPI		0.1	0.2	0.1	0.2	0.4	0.2		2.8	2.8	2.8	3.1	3.3	3.2
19.33%	核心商品		0.0	0.1	-0.1	0.2	0.3	0.1		0.3	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.5
4.35%	新车		-0.3	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.5		0.4	0.3	0.0	-0.3	-0.3	-0.4
2.39%	二手车		-0.5	-0.5	-0.7	0.9	2.2	1.2		1.8	1.5	0.6	0.8	1.0	-3.3
2.54%	服饰		-0.4	-0.2	0.4	0.6	-1.4	0.1		-0.9	-0.7	0.3	0.6	0.4	1.2
1.51%	医疗商品		0.6	0.4	-1.1	0.1	1.2	0.0		0.3	1.0	1.0	2.3	2.3	0.5
60.64%	核心服务		0.2	0.3	0.1	0.3	0.5	0.3		3.6	3.6	3.7	4.1	4.3	4.4
35.44%	住房		0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3		3.9	4.0	4.0	4.2	4.4	4.6
6.29%	交通		-0.2	0.1	-1.4	-0.8	1.8	0.5		2.8	2.5	3.1	6.0	8.0	7.3
6.74%	医疗		0.2	0.5	0.5	0.3	0.0	0.2		3.0	3.1	3.0	3.0	2.7	3.4

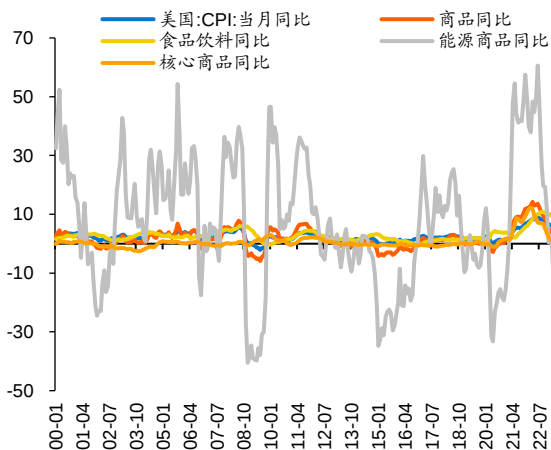
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图2 美国 4 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% NSA)



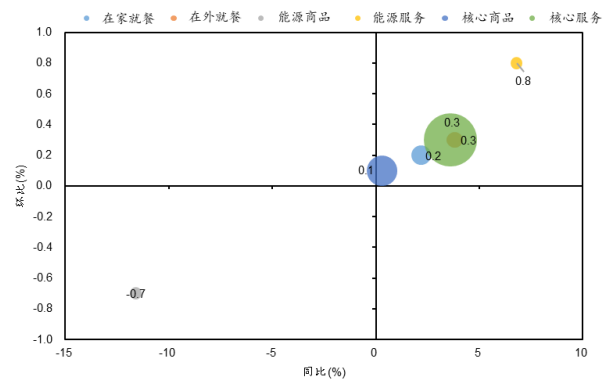
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图4 美国商品 CPI 及其分项同比 (%)



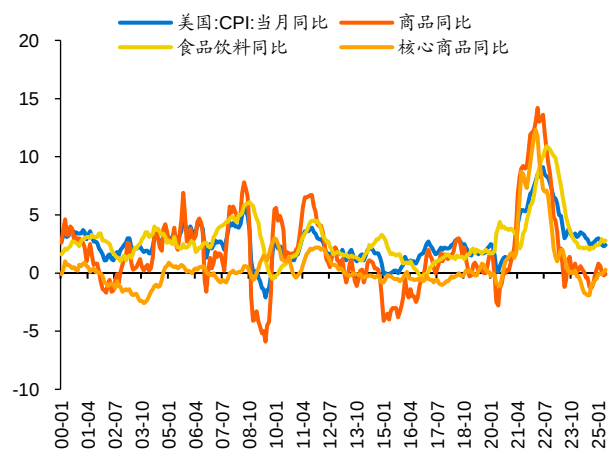
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图3 美国 5 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% NSA)



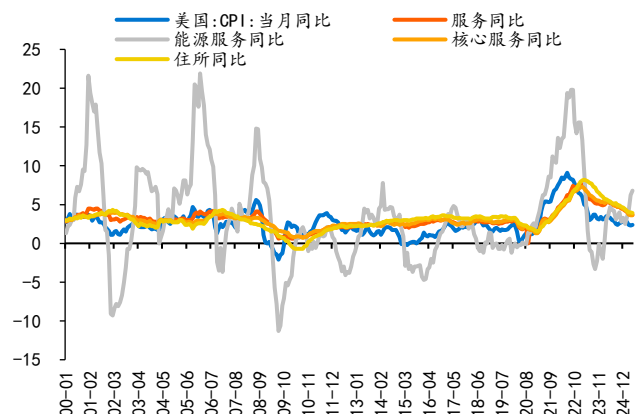
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图5 美国商品 CPI 及其分项同比 (%，不含能源)



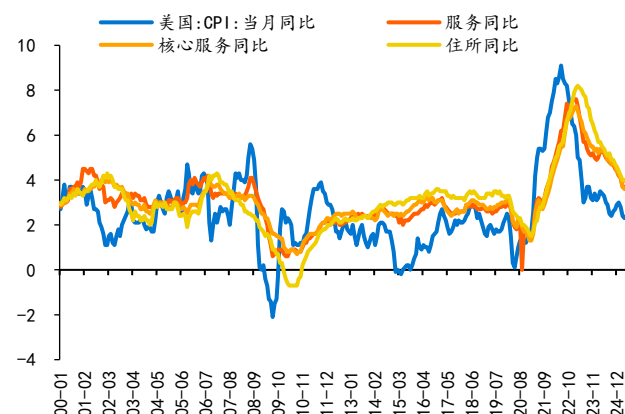
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图6 美国服务CPI及其分项同比(%)



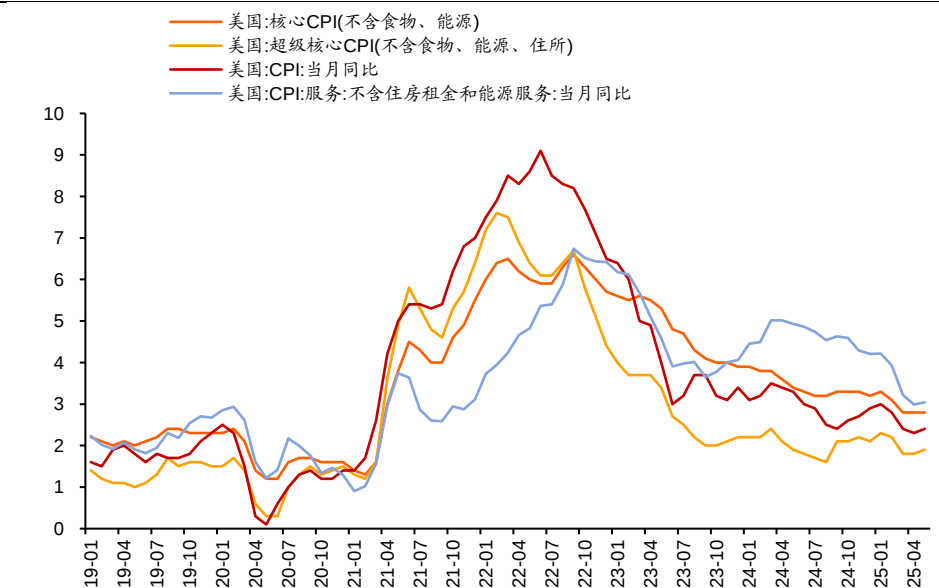
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图7 美国服务CPI及其分项同比(%, 不含能源)



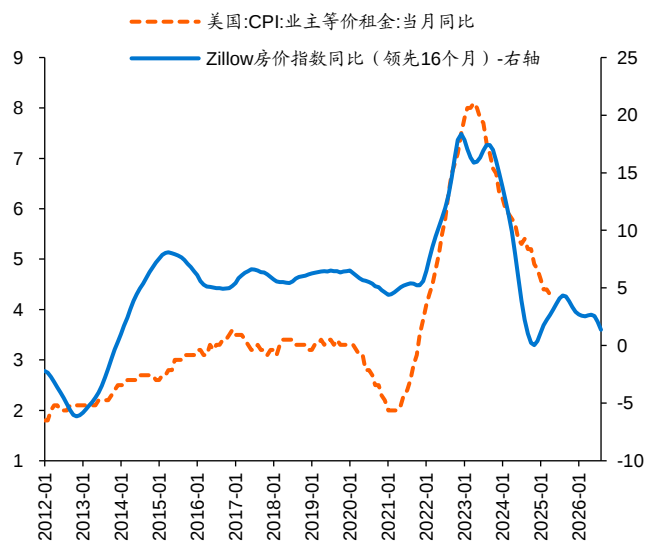
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图8 美国整体、核心、超级核心、非住房核心服务CPI当月同比(%)



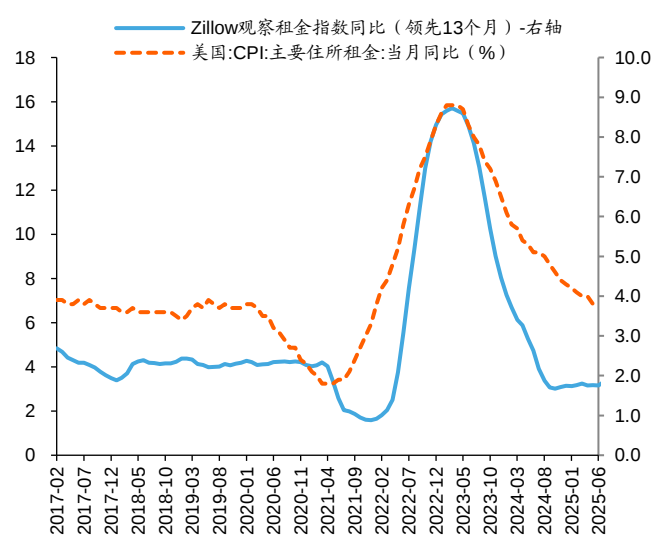
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图9 Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月(%)



资料来源: BLS, Zillow, 联储证券研究院

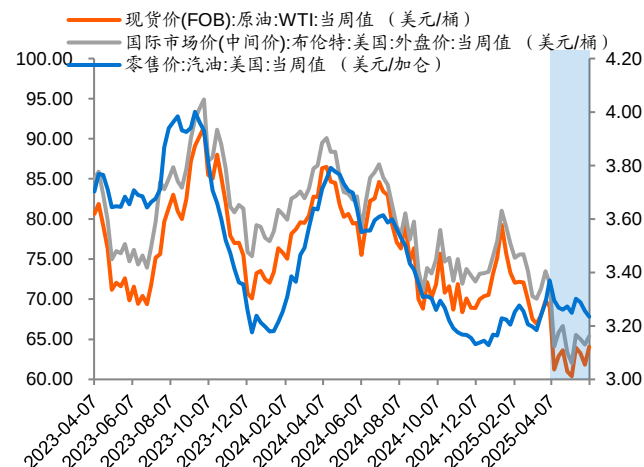
图10 Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月(%)



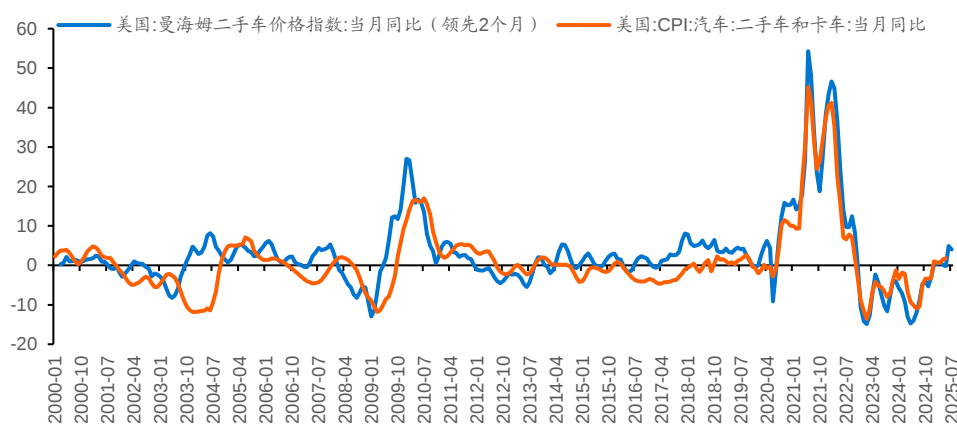
资料来源: BLS, Zillow, 联储证券研究院

图11 近一年原油日频价格（美元/桶）


资料来源：iFinD，联储证券研究院

图12 国际油价及美国汽油价格变化情况


资料来源：iFinD，联储证券研究院

图13 Manheim 指数显示二手车价格低位波动（%）


资料来源：iFinD，联储证券研究院

2. 美国 5 月非农新增就业超预期

美国 5 月非农新增 13.9 万人，超出预期；失业率持平 4.2%。5 月新增就业彭博一致预期为 12.6 万，新增就业前值 14.7 万；失业率预期 4.2%，前值 4.2%。家庭调查（CPS）口径的劳动力人数下降 62.5 万人，劳动参与率下降至 62.4%。数据公布同时，劳工部修订了 3-4 月的新增非农就业数据，3 月由初值公布的 22.8 万下调至 12.0 万人，4 月由初值的 17.7 万下调至 14.2 万，合计下修 13.8 万人，修订后近三月平均新增就业 13.5 万，反映美国劳动力市场降温但整体仍然稳健。5 月美国劳动力市场表现好于市场预期，进一步缓解市场对美国经济衰退的担忧。

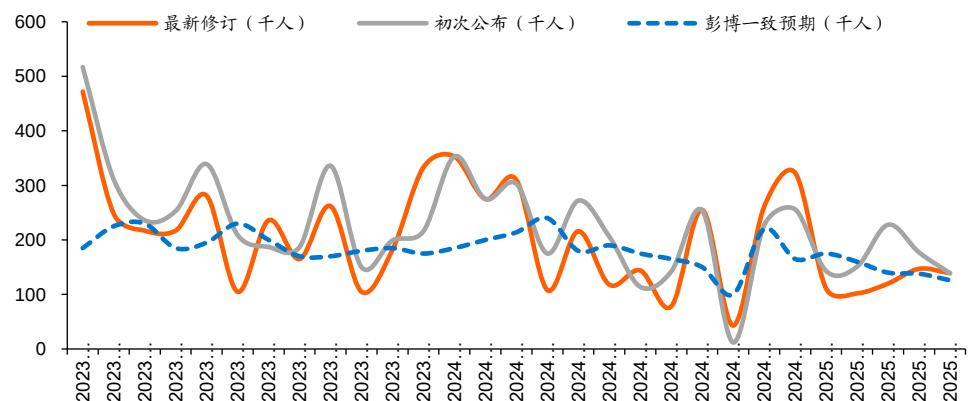
5 月商品新增就业下降但服务行业新增就业上行。5 月，商品生产行业就业减少 0.5 万，前值 1.4 万，增量下降 1.9 万。其中，关税扰动下制造业就业持续走弱，5 月减少 0.8 万，前值 0.1 万人；采矿伐木业就业持平-0.1 万，建筑业就业小幅下滑至 0.4 万。服务行业 5 月新增就业 14.5 万，前值 10.9 万。5 月特朗普关税政策边际缓和后，进口商再次补库或带动批发业和运输仓储行业就业大幅增加（批发业+0.25 万，前值-0.48 万；运输仓储+0.58 万，前值-2.07 万）。但下游零售就业暂未修复，就业下降 0.65 万，前值 1.64 万。此外，教育医疗业就业修复，新增 8.7 万，前值 6.5 万；休闲酒店业新增 4.8 万，前值 4.5 万，为 5 月新增就业主要拉动项。最后，5 月政府就业持续受到美国政府裁员行动影响，当月减少 0.1 万，前值 0.6 万。

5月名义、实际薪资环比均回暖，居民消费有望维持一定韧性。5月美国平均名义时薪\$36.24，名义环比增速0.42%，较4月0.19%的环比增速明显上升，显示居民收入较为健康。从行业结构来看，除酒店休闲业以外，其余行业薪资增速明显上涨。环比增速较快的行业有专业和商业服务业（环比0.66%，前值0.32%）、零售业（环比0.57%，前值0.18%）、采矿业（环比0.48%，前值-0.17%）、制造业（环比0.42%，前值-0.22%）、批发业（环比0.18%，前值-0.09%）和信息业（环比1.31%，前值0.86%）等。

其他就业数据中，裁员、兼职等数据边际好转，但失业金数据显示后续就业市场压力上升。5月职位空缺率为4.4%，与上月持平。Indeed招聘领先指标显示美国用工需求将继续下行，或将为失业率进一步上行打开空间。广义失业率来看，5月U6失业率持平7.8%。挑战者裁员人数相比于前两个月有所回落，当月裁员9.38万人，前值10.5万人，有所下降。因经济原因兼职人数454.8万人，较前值的462.2万人有所改善。除此之外，周工时数据基本持平在33.2小时。上周（5月25日）初中失业金数据继续走高至24.7万人，前值23.9万人，显示6月就业市场压力上行。

尽管5月就业和薪资数据稳步增长，但下半年美国就业市场不无风险。职位空缺率持续下降、初中失业金人数上行等信号指向美国就业形势或日益严峻。若关税扰动下，经济出现弱化，劳动力需求或将加速放缓，失业率可能存在升高的风险。整体来看，美国经济短期内仍有支撑，但中长期仍面临着劳动力市场放缓、消费投资意愿下降、政策不确定性等多重挑战。

图14 美国非农就业数据公布同时修正近2个月数据



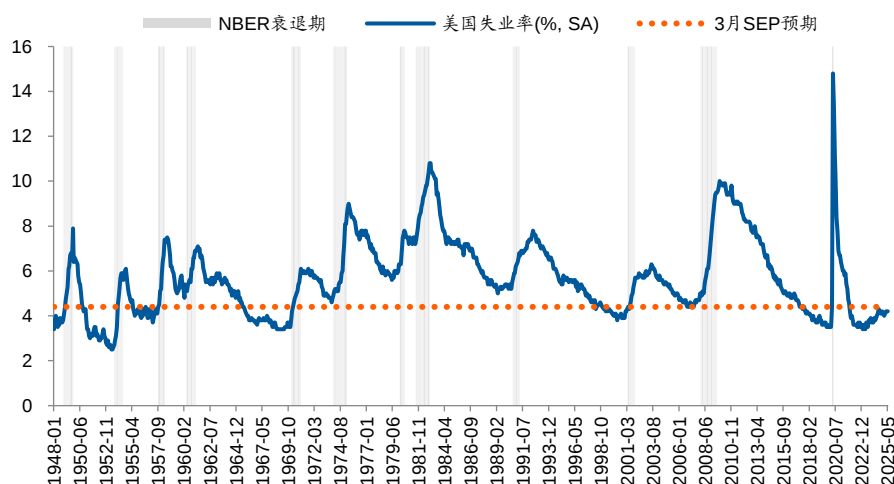
资料来源：BLS，联储证券研究院

图15 最近12个月美国新增非农就业分布，按行业（千人）

		当月增加（千人）													
项目		趋势	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05
总量	非农总量		216	118	144	78	255	43	261	323	111	102	120	147	139
私人	商品		12	2	21	2	15	-53	28	4	-11	24	5	14	-5
	采矿业		-4	0	1	0	1	0	2	-1	-3	4	-1	2	-1
	建筑业		13	18	14	28	26	-1	6	15	-3	12	5	7	4
	制造业		3	-16	6	-26	-12	-52	20	-10	-5	8	1	5	-8
	服务		194	95	78	35	240	96	216	283	90	83	109	132	145
	批发		-2	6	5	7	2	7	5	13	-4	7	-5	4	3
	零售		8	-20	-4	-15	7	9	-14	34	36	-4	16	-3	-7
	运输和仓储		26	11	-2	11	8	-10	28	34	21	18	-21	-8	6
	公用事业		1	1	0	0	3	-1	0	-1	1	1	2	-2	2
	信息		-1	0	-16	-8	1	-2	5	17	-4	0	-2	0	2
	金融活动		12	13	-4	7	6	5	16	12	14	15	3	3	13
	专业和商业服务		55	-11	-4	-47	22	-10	37	36	-35	15	-11	10	-18
	私立教育和医疗保健		69	82	67	67	91	74	73	83	62	65	65	100	87
	休闲和酒店		18	4	38	9	61	-8	54	47	-14	-34	45	29	48
	其他服务		7	8	-3	4	6	-3	12	7	13	0	17	-2	9
政府	政府		10	21	45	41	33	34	17	36	32	-5	6	1	-1

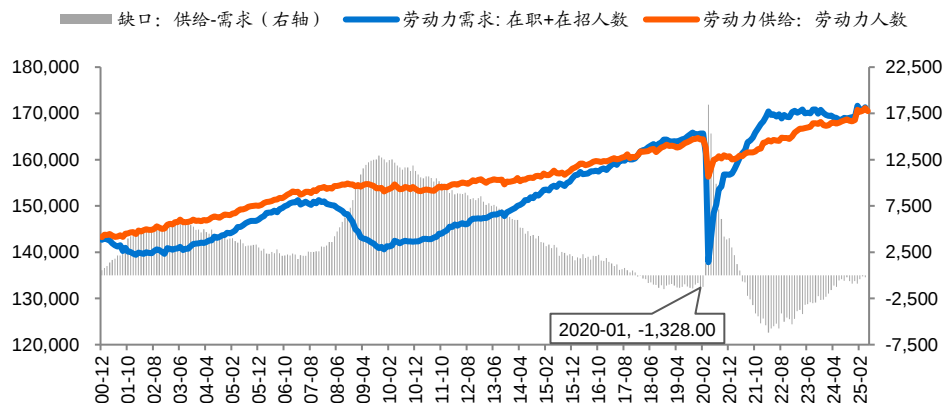
资料来源：BLS，联储证券研究院

图16 美国失业率与美联储 SEP 指引 (%)



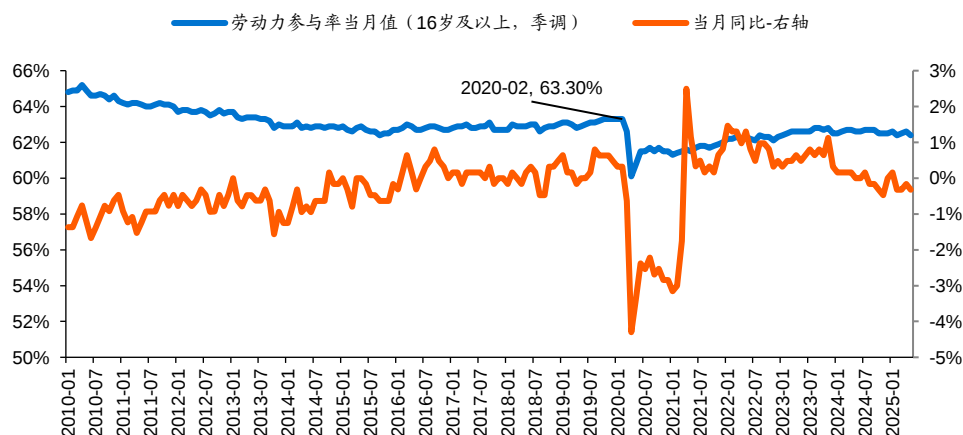
资料来源：BLS，美联储，联储证券研究院

图17 美国劳动力供需再平衡，就业缺口基本弥合（千人）



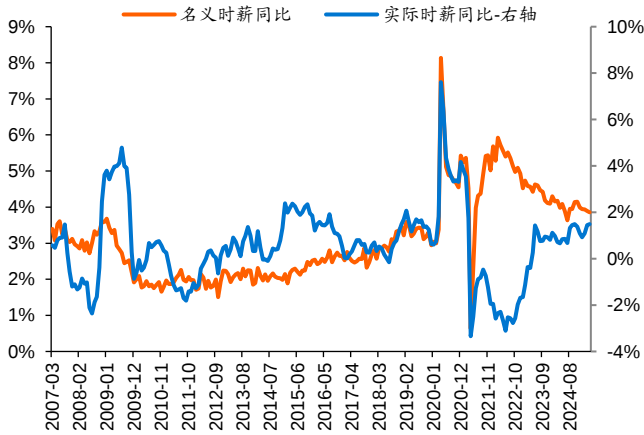
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图18 美国劳动力参与率及同比增速 (%)



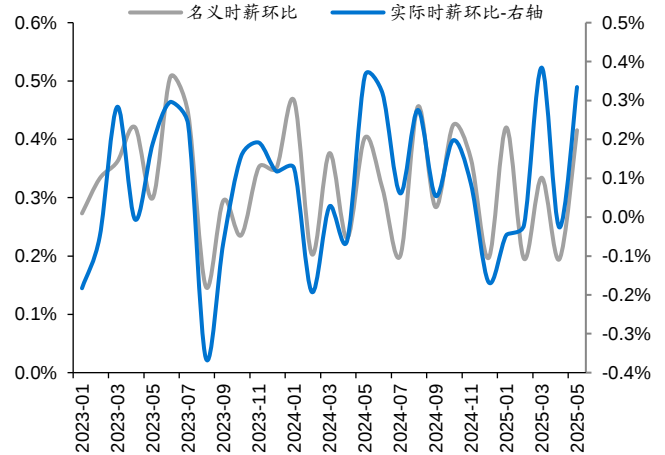
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图19 美国非农名义平均时薪及实际时薪同比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图20 美国非农名义平均时薪及实际时薪环比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

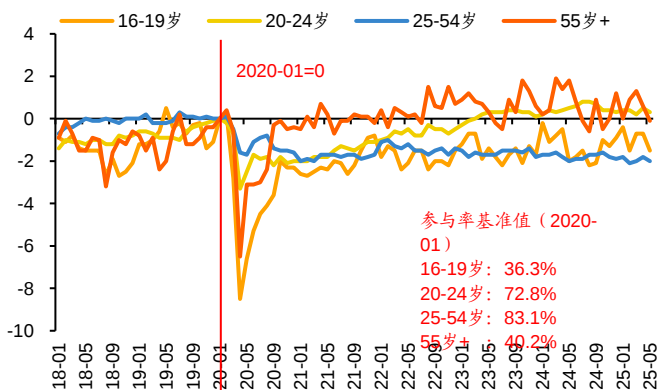
图21 最近 12 个月美国各行业平均时薪环比增速 (%)

部门	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05
平均时薪环比	0.32%	0.20%	0.46%	0.28%	0.42%	0.37%	0.20%	0.42%	0.20%	0.33%	0.19%	0.42%
商品生产	0.48%	0.28%	0.31%	0.39%	0.28%	0.28%	0.28%	0.47%	0.27%	0.60%	0.00%	0.38%
采矿和伐木业	0.59%	0.24%	0.29%	0.23%	0.29%	0.32%	0.20%	0.55%	0.43%	0.83%	-0.17%	0.48%
建筑业	0.26%	0.42%	0.29%	0.57%	0.23%	0.26%	0.41%	0.33%	0.13%	0.23%	0.26%	0.28%
制造业	0.33%	-0.20%	0.20%	0.40%	0.20%	0.18%	-0.27%	0.65%	-0.07%	0.05%	-0.22%	0.42%
服务	0.29%	0.20%	0.46%	0.29%	0.43%	0.40%	0.17%	0.39%	0.20%	0.28%	0.22%	0.45%
贸易、运输和能源	0.35%	0.29%	0.35%	0.43%	0.23%	0.46%	0.23%	0.34%	0.11%	-0.11%	0.28%	0.45%
零售	0.45%	0.14%	0.57%	0.59%	0.47%	0.61%	0.39%	0.21%	0.28%	0.32%	0.18%	0.57%
批发	0.32%	0.23%	0.36%	0.27%	0.32%	0.27%	0.31%	0.58%	0.18%	0.58%	0.09%	0.18%
信息	0.59%	0.34%	0.70%	0.26%	2.14%	-0.16%	-0.70%	0.71%	0.12%	-0.06%	0.86%	1.31%
金融活动	0.19%	0.60%	0.38%	0.19%	0.44%	0.16%	0.25%	0.56%	0.00%	-0.58%	0.15%	0.31%
专业和商务服务	0.09%	0.24%	0.53%	0.02%	0.50%	0.13%	0.43%	0.45%	0.32%	0.62%	0.32%	0.66%
教育和健康服务	0.03%	0.10%	0.40%	0.17%	0.40%	0.43%	-0.16%	0.40%	0.20%	0.59%	0.20%	0.29%
娱乐	-0.04%	0.08%	0.37%	0.20%	0.57%	0.81%	-0.28%	0.44%	0.28%	0.80%	0.12%	-0.04%
其他服务	0.05%	0.13%	0.21%	-0.03%	0.21%	0.40%	-0.16%	0.16%	0.42%	0.58%	0.47%	0.57%

资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

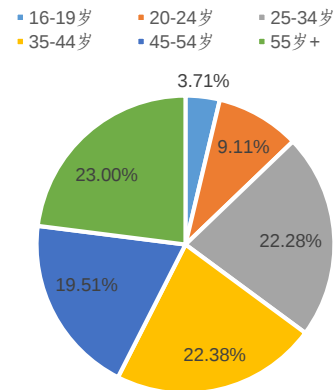
*颜色以当月非农平均时薪为基准 (白色)

图22 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)



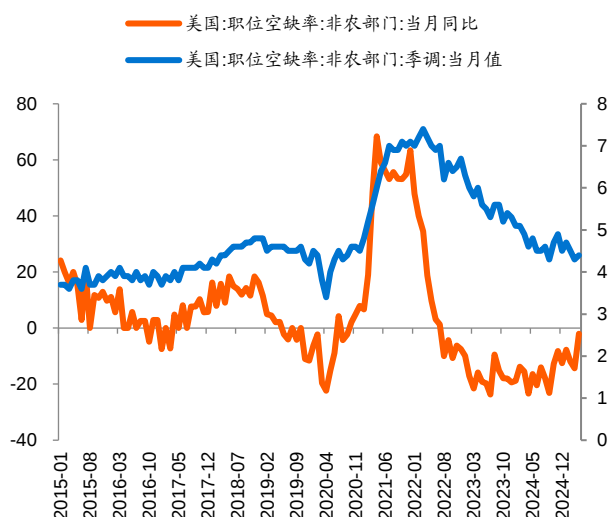
资料来源：FRED，联储证券研究院

图23 美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)



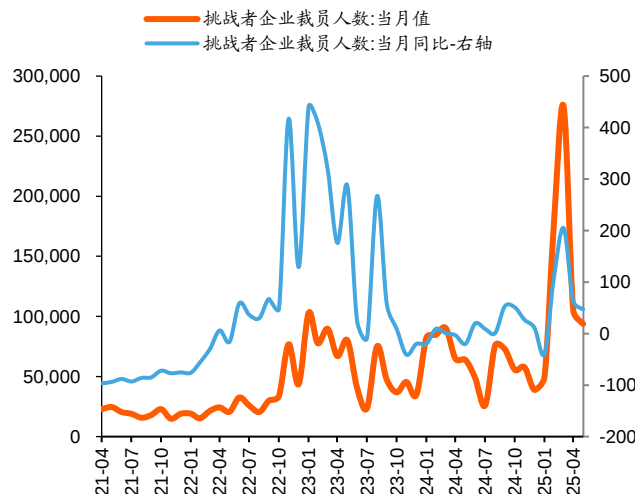
资料来源：BLS，联储证券研究院

图24 美国企业职位空缺率及同比增速 (%)



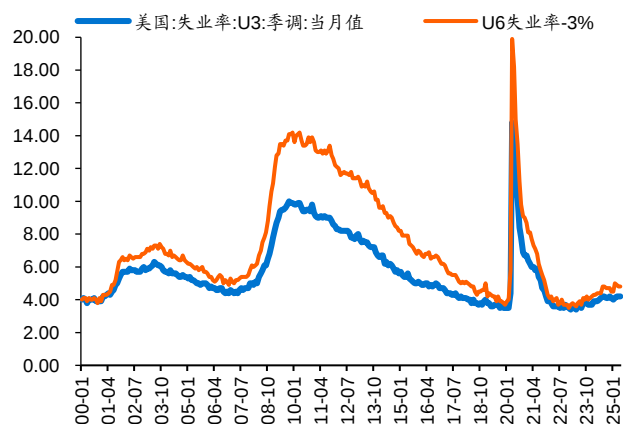
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图26 美国挑战者企业裁员人数 (人, %)



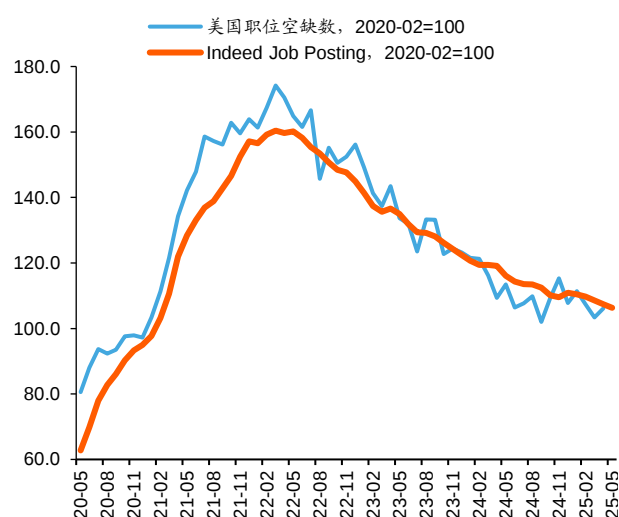
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图28 美国广义失业率和狭义失业率 (%)



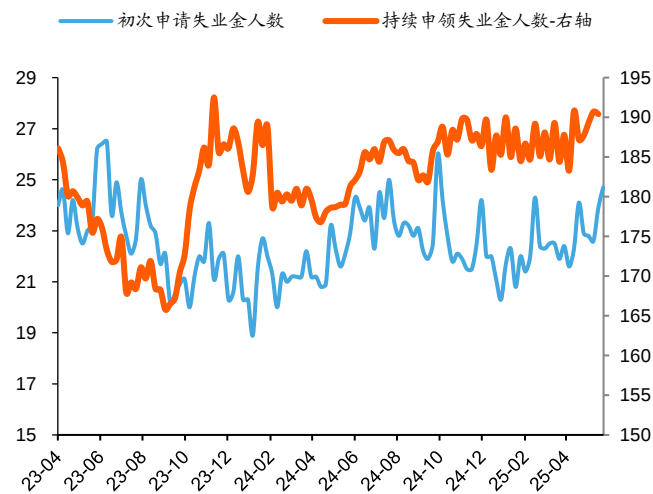
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图25 Indeed 领先指标与职位空缺数



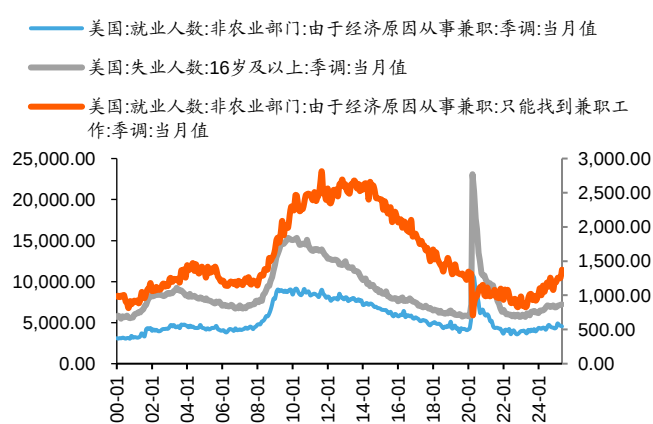
资料来源：FRED，联储证券研究院

图27 美国初次与持续申领失业金人数 (万人)



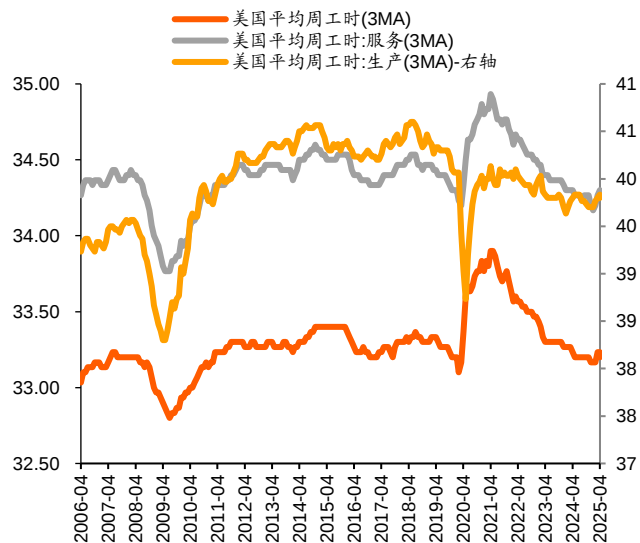
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图29 美国因经济原因兼职人数 (人)



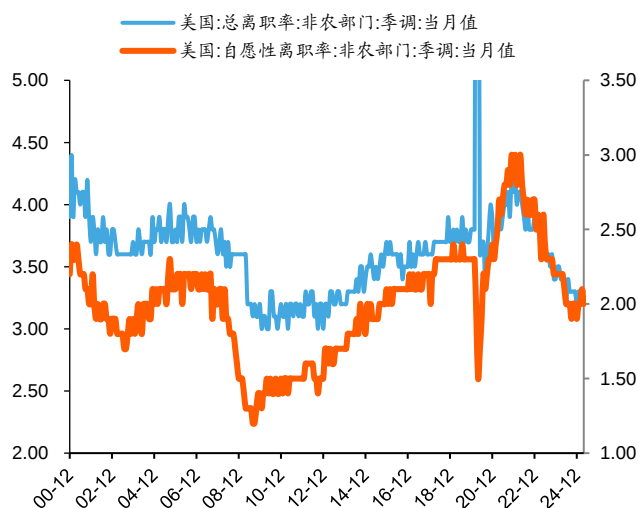
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图30 美国服务业平均周工时（小时）



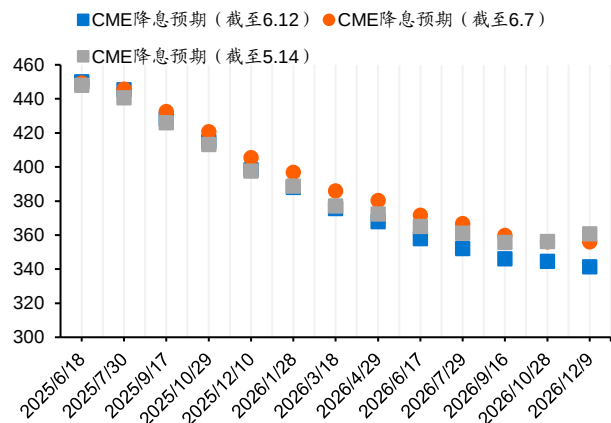
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图31 美国就业市场离职率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图32 CPI 低于预期增强市场降息信心（%）



资料来源：CME，联储证券研究院

图33 CME 数据显示非农公布后市场预计下半年降息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/6/18						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	97.4%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	30.0%	69.2%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	22.6%	59.2%	17.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	12.3%	42.2%	37.0%	8.2%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	8.3%	32.1%	38.7%	17.9%	2.8%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.3%	17.5%	34.7%	30.7%	12.0%	1.7%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	10.4%	26.1%	32.7%	21.4%	6.9%	0.8%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.2%	15.0%	28.0%	29.4%	17.2%	5.1%	0.6%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.2%	2.1%	8.9%	20.6%	28.6%	24.1%	12.0%	3.2%	0.3%
2026/7/29	0.0%	0.1%	0.8%	4.0%	12.1%	22.8%	27.4%	20.7%	9.5%	2.4%	0.2%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.5%	5.8%	14.5%	23.8%	25.9%	18.2%	7.9%	1.9%	0.2%
2026/10/28	0.0%	0.4%	2.2%	7.2%	16.0%	24.2%	24.7%	16.6%	7.0%	1.6%	0.2%
2026/12/9	0.2%	0.9%	3.6%	9.8%	18.4%	24.3%	22.3%	13.8%	5.4%	1.2%	0.1%

资料来源：CME，联储证券研究院

3. 风险提示

美国经济下行超预期，特朗普政策超预期，美联储货币政策紧缩超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000