



非农乏善可陈，暑期消费或有一定支撑

——5月美国非农数据点评

2025年6月10日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国5月季调后非农就业增13.9万，预期13万，前值14.7万；失业率4.2%，预期4.2%，前值4.2%。

主要观点：

数据方面，支撑非农的四大行业（医疗、专业和商业服务、住宿餐饮、政府）仅剩医疗和住宿餐饮尚可。新增就业主要集中于教育和医疗（8.7万）、住宿餐饮（3.1万）、艺术娱乐（1.7万）、金融（1.3万）以及社会辅助（0.8万）。传统的主要支撑就业的专业和商业服务（-1.8万）以及政府（-0.1万）连续数月处于低迷状态。（图10）

暑期服务类消费可能较好。观光就业在5月有明显上涨，赌博就业速度也未见放缓。时薪同比增速4%，仍明显超过通胀速度，暑期消费仍有一定支撑。（图6、12）

劳动力市场仍处于较为僵化的状态。离职率、雇佣率和解雇率均处于低位状态，表明劳动力市场的流动性仍处于底部。周度的初请数据已连续数周小幅上升，若后者累计数据出现向上趋势，则是值得注意的负面信号。（图7、8、9、13）

劳动力市场往往滞后于经济数据以及金融市场的表现，因此不能以劳动力市场的数据来判断经济的拐点。

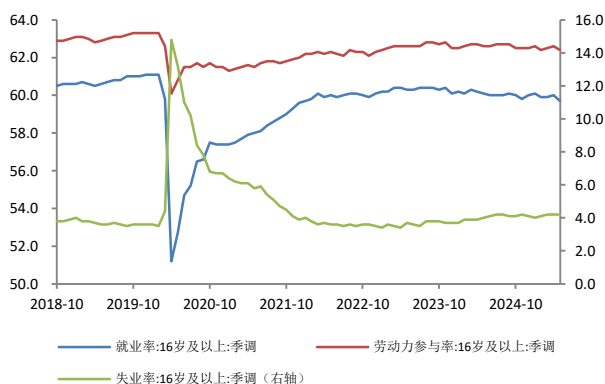
关税对经济属于外生的负面冲击，需要时间来慢慢体现在经济数据之中，类似于“外伤”转化为“内伤”需要时间。如果“外伤”不能及时消解，最终将影响经济有机运行。这与一般的经济危机不同。一般的经济危机往往是经济运行一段时间后自然集聚的问题集中爆发，即“内伤”显性化。因此，内生性问题出现时往往不可挽回，容易陷入经济衰退。

目前来看，关税的不确定性有所下降但尚未完全消失，市场可能最终接受基础性关税10%的结果。特朗普后续的政策为将2017年的减税政策永久化，并可能进一步降低税收。虽然对联邦政府的债务有恶化影响，但短期内，对经济有一定正面的刺激作用。

市场方面观点不变，流动性尚充裕。（图14）

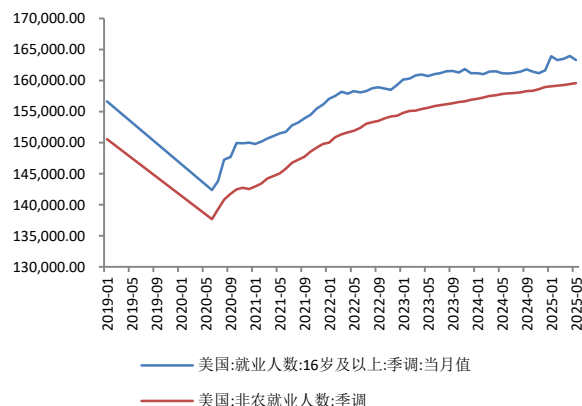
风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1：劳动参与率、就业率（%）



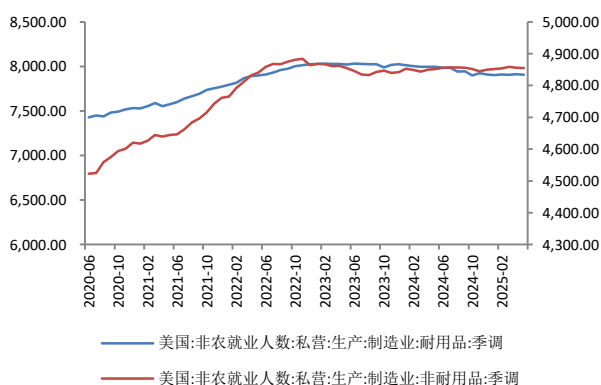
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：家庭调查就业人数仍处于平台（千人）



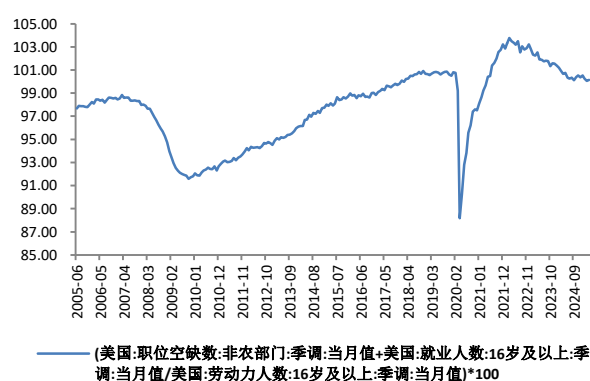
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：制造业就业（千人）



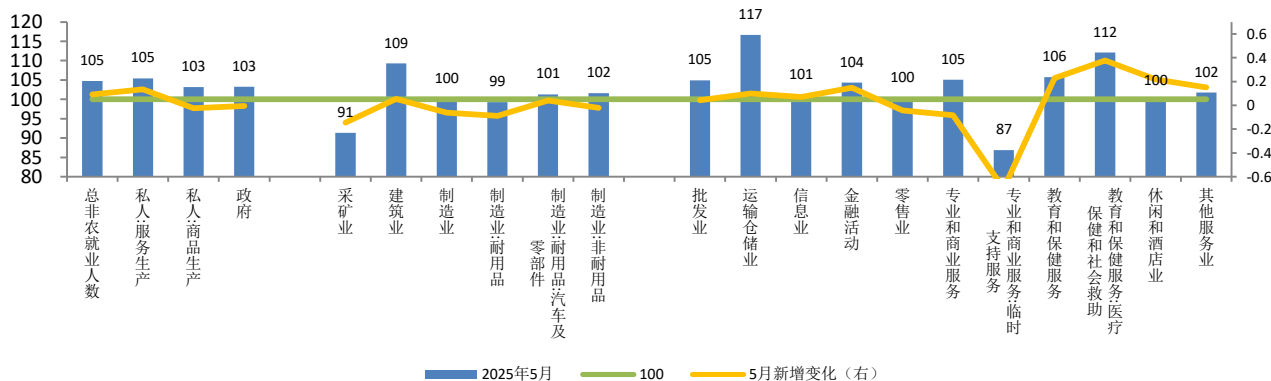
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：就业紧绷程度（千人）



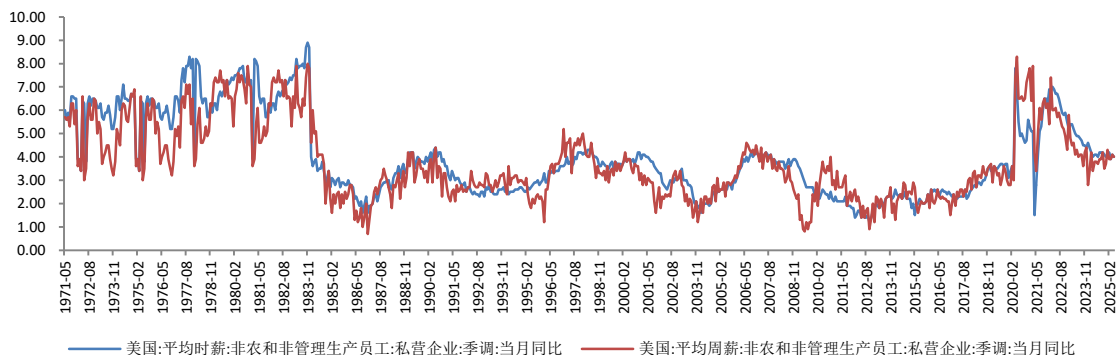
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：非农细分行业新增环比（2020年2月=100）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：薪资同比继续回落至正常周期末期高位（%）



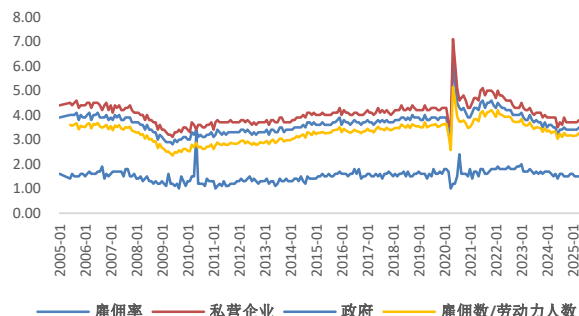
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：自愿离职率（%）



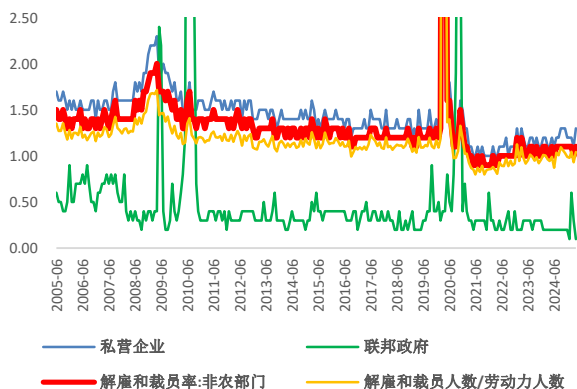
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：雇佣率（%）



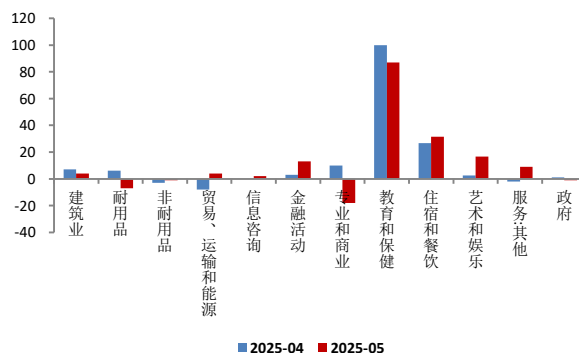
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：解雇率（%）



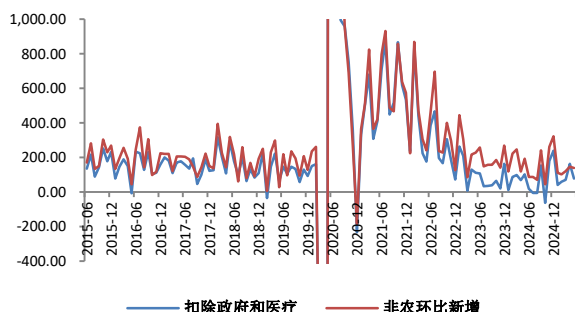
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：非农环比新增（千人）



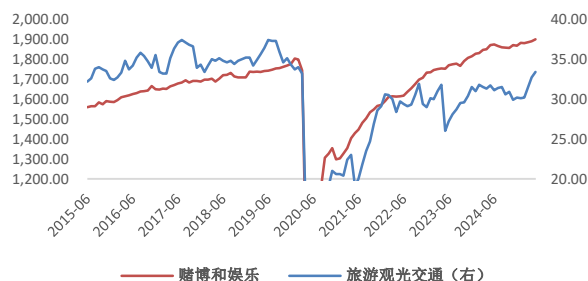
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：非农环比新增（千人）



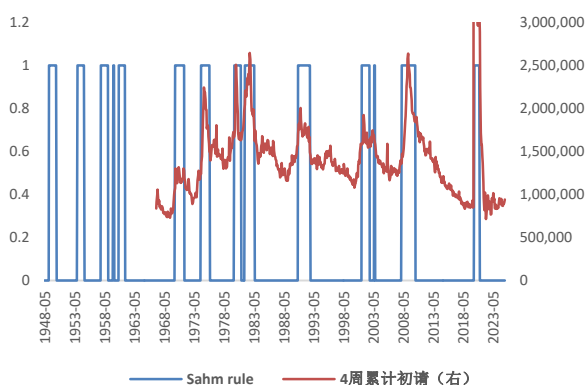
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：赌博和观光就业（千人）



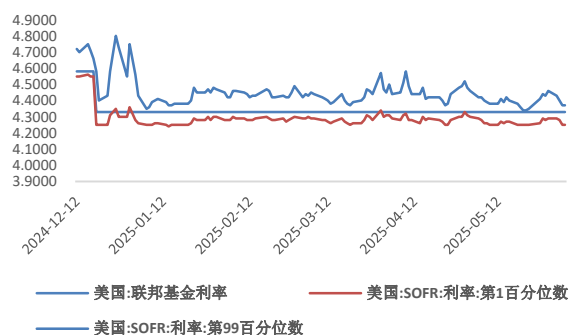
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：Sahm 法则和累计失业初请（左：%；右：千人）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 14：流动性充裕（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	通胀季节性回落，后续关税影响或较为温和—美国 4 月 CPI 数据点评	2025-05-15
宏观普通报告	关税风险下降，更加注重经济基本面—5 月 12 日中美经贸会谈点评	2025-05-13
宏观普通报告	美联储保持耐心直到硬数据出现信号—5 月美国 FOMC 点评	2025-05-09
宏观普通报告	人民银行降准降息，加大对科创企业金融支持—5 月 7 日人民银行、金融监管总局、证监会发布会点评	2025-05-07
宏观普通报告	外部冲击影响加大，充分备足预案—4 月 25 日中共中央政治局会议点评	2025-04-28
宏观普通报告	美国关税政策同样需要回归常识—美国关税政策点评	2025-04-07
宏观普通报告	美联储下调经济增长预期，认为关税通胀压力一过性—3 月美国 FOMC 点评	2025-03-20

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	关税影响不在于通胀，而在于经济是否会衰退—美国 2 月 CPI 数据点评	2025-03-14
宏观深度报告	美国就业市场总量尚可，但较为脆弱—美国就业数据梳理	2025-03-10
宏观深度报告	对 2025 年政府工作报告的几点理解—	2025-03-05

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526