

2025年06月08日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

就业表面虽有韧性，背后暗涌不容忽视

——海外观察：美国2025年5月非农数据

投资要点

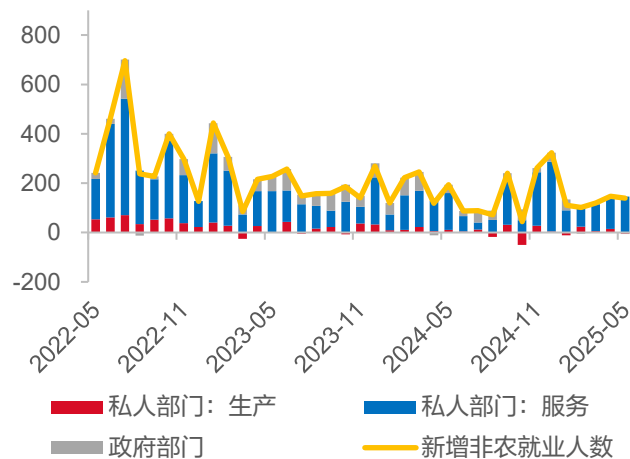
- **事件：**当地时间6月6日，美国劳工局公布2025年5月美国非农就业数据。美国5月季调后非农就业人口新增13.9万人，预期12.6万人，前值14.7万人。5月失业率维持在4.2%不变。
- **核心观点：**美国5月非农新增就业数据保持温和降温的态势，虽略高于预期，但需要注意的是“小非农”ADP的意外回落已经降低了市场对于当月NFP的预期。分项来看，服务行业依然是主要就业贡献部门，并且呈现边际增速上升的态势；生产部门就业市场降温明显，或是由于零售部门持续低迷使得生产部门放缓了产出。值得注意的是，除了零售和运输，几乎所有部门5月时薪增速均呈现出环比上升的态势。失业率保持稳定，劳动参与率小幅下行。总体来看，美国非农就业市场虽略有降温，但高增速的时薪水平使得美联储依然难以将降息提前，市场或将关注点转移至5月通胀数据。
- **美国5月新增非农就业虽保持韧性，但需注意前值下修幅度。**美国5月季调后非农就业人口新增13.9万人，略高于预期的12.6万人，但需要意识到，本周早些公布的“小非农”ADP超预期下跌降低了市场对5月NFP新增就业预期。同时，前两月就业数据下修幅度较大：4月非农新增下修3万人至14.7万人；3月非农新增继上月下修4.3万人后，再次下修6.5万人至12万人（初值22.8万人），已经低于当时预期值13.7万人。这意味着3、4月合计下修达到13.8万人，几乎可以填平5月新增就业人数。
- **服务业保持强劲。**5月服务业非农就业新增14.5万人，其中教育保健和休闲住宿依然是主要贡献项，分别新增8.7万人和4.8万人。贸易运输回升较为亮眼，由前值-0.8万人上升到0.4万人，或是因为中美贸易关系的缓和使得美国贸易商趁此期间加快库存回补，导致相关就业需求增加。
- **制造业疲软或由于零售需求下滑的拖累。**生产部门整体由前值1.4万人回落至-0.5万人，其中制造部门新增就业由前值0.5万人下滑至-0.8万人。参考连续两月负增长的零售就业，我们认为这可能是零售部门的疲软拖累了上游生产制造业，使得上游产出放缓。
- **政府部门新增就业受联邦政府裁员影响小幅回落。**政府部门5月新增就业-0.1万人，其中联邦政府5月新增就业为-2.2万人。地方政府新增就业有所增加，由前值1.1万人提高到2.1万人，部分抵消了联邦政府裁员的影响。
- **失业率保持稳定，劳动参与率下滑，时薪增速普遍上升。**U3和U6失业率分别维持在4.2%和7.8%。值得注意的是，非自愿性失业率上行0.5个百分点至48.2%。同时，自愿性失业率大幅下滑2个百分点至9.8%，为2021年6月以来的最低值。这表明当前由供给端主导的劳动力市场逐渐在向需求端主导偏移。劳动力参与率方面，由前值62.6%下滑至62.4%。时薪方面，除开零售和运输，几乎所有部门5月时薪增速均呈现出环比上升的态势。
- **5月美国就业数据不是美联储降息的依据，但影响市场风险偏好升温。**虽然5月非农略强于预期，但前两月数据大幅下修带来的影响、零售就业数据的萎缩对制造业带来的溢出效应、自愿性失业大幅下滑对劳动力市场预期结构的反映，这些背后的暗涌依然不可忽视。我们认为由于工资保持粘性使得美联储不会急于降息。数据发布后，市场风险偏好升温：美债收益率上行，美元指数走高，美股上涨。
- **风险提示：**美国经济下行超预期，美国通胀上行超预期，关税政策超预期。

图1 美国非农就业岗位和时薪增速按部门拆分

	新增就业（环比，千人）						趋势	时薪增速（环比，%）					
	2024年12月	2025年1月	2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月		2024年12月	2025年1月	2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月
新增非农就业人数	323.0	111.0	102.0	120.0	147.0	139.0							
私人部门	287.0	79.0	107.0	114.0	146.0	140.0		0.2	0.4	0.2	0.3	0.2	0.4
生产	4.0	-11.0	24.0	5.0	14.0	-5.0		0.3	0.5	0.3	0.6	0.0	0.4
采矿伐木	-1.0	-3.0	4.0	-1.0	2.0	-1.0		-0.3	0.7	-0.1	0.0	-0.2	0.4
建筑	15.0	-3.0	12.0	5.0	7.0	4.0		0.4	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3
制造	-10.0	-5.0	8.0	3.0	5.0	-8.0		0.2	0.6	0.4	0.8	-0.2	0.5
制造：耐用品	-15.0	-7.0	6.0	-2.0	6.0	-7.0		0.1	0.7	0.4	1.1	-0.4	0.5
计算机/电子设备	-4.4	-2.3	-2.1	1.1	-3.7	-0.3							
运输设备	-3.7	-11.9	3.3	-1.1	-0.8	-0.1							
服务	283.0	90.0	83.0	109.0	132.0	145.0		0.2	0.4	0.2	0.3	0.2	0.4
贸易运输和公用事业	81.0	54.0	22.0	-8.0	-8.0	4.0		-0.2	0.4	0.2	0.6	0.2	0.3
批发	13.0	-4.3	7.1	-4.8	3.6	2.5		-0.2	0.2	0.4	0.6	0.5	0.6
零售	34.4	35.7	-3.8	16.4	-2.7	-6.5		-0.3	0.4	0.3	0.8	0.1	0.0
运输和仓储	34.4	21.3	18.3	-20.7	-8.1	5.8		0.1	0.3	0.2	0.3	0.4	0.2
公用事业	-0.8	1.4	0.8	1.5	-1.5	2.2		0.3	0.0	-0.2	0.1	-0.6	0.1
信息咨询	17.0	-4.0	0.0	-2.0	0.0	2.0		-0.7	0.7	0.1	-0.1	0.9	1.3
金融活动	12.0	14.0	15.0	3.0	3.0	13.0		0.4	0.5	0.3	0.6	0.3	0.7
房地产和租赁	0.9	4.2	5.5	-1.3	2.6	1.3							
专业和商业	36.0	-35.0	15.0	-11.0	10.0	-18.0		0.4	0.2	0.3	0.3	0.2	0.6
专业技术	18.3	-2.4	-7.2	3.5	3.1	-1.9							
教育和保健	83.0	62.0	65.0	65.0	100.0	87.0		0.2	0.3	0.1	-0.1	0.3	0.5
休闲和住宿	47.0	-14.0	-34.0	45.0	29.0	48.0		0.3	0.6	0.2	0.6	0.1	0.2
住宿和餐饮	43.5	-28.9	-36.8	36.6	26.8	31.4							
艺术和娱乐	3.3	14.7	3.1	8.3	2.5	16.6							
其他	7.0	13.0	0.0	17.0	-2.0	9.0		0.2	0.6	0.0	-0.6	0.2	0.3
政府部门	36.0	44.0	-5.0	6.0	1.0	-1.0							
联邦	3.0	3.0	-13.0	-11.0	-13.0	-22.0							
州政府	19.0	12.0	-10.0	1.0	3.0	0.0							
地方政府	14.0	17.0	18.0	16.0	11.0	21.0							

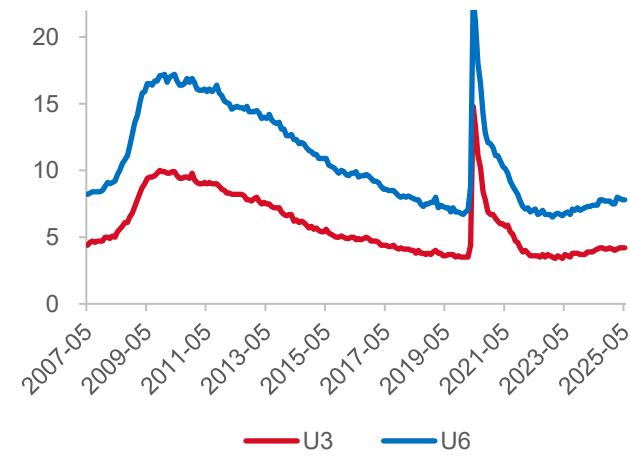
资料来源：BLS，东海证券研究所

图2 美国新增非农就业人数，千人



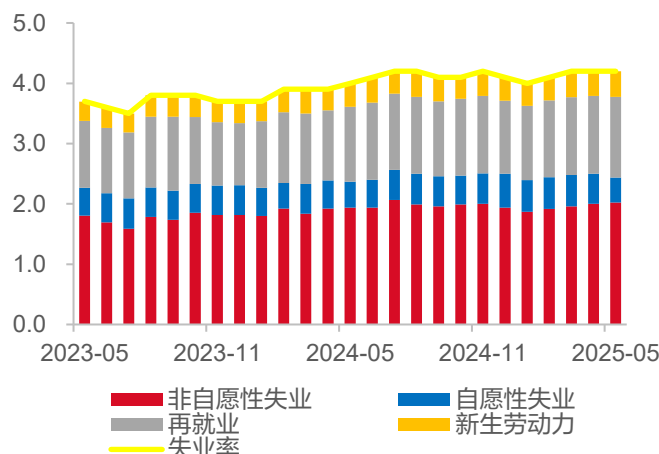
资料来源：BLS，东海证券研究所

图3 美国失业率，%



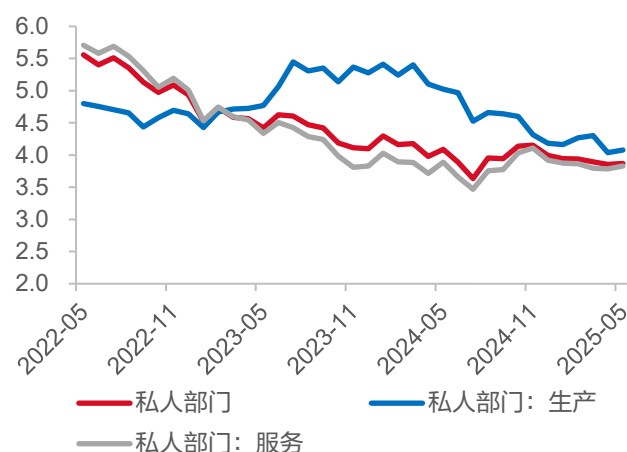
资料来源：BLS，东海证券研究所

图4 美国 U3 失业率按照失业原因拆分, %



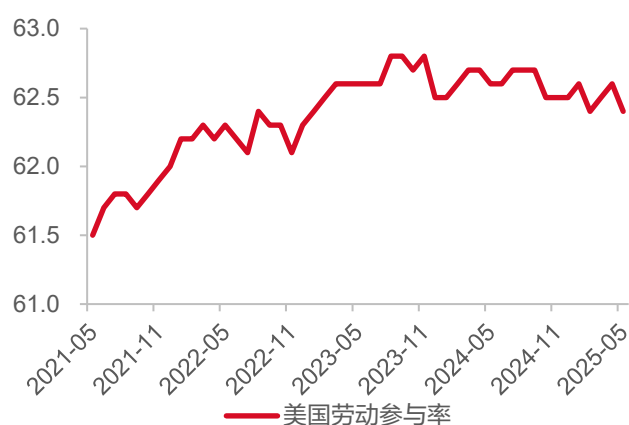
资料来源：BLS，东海证券研究所

图5 美国非农就业人员同比时薪, %



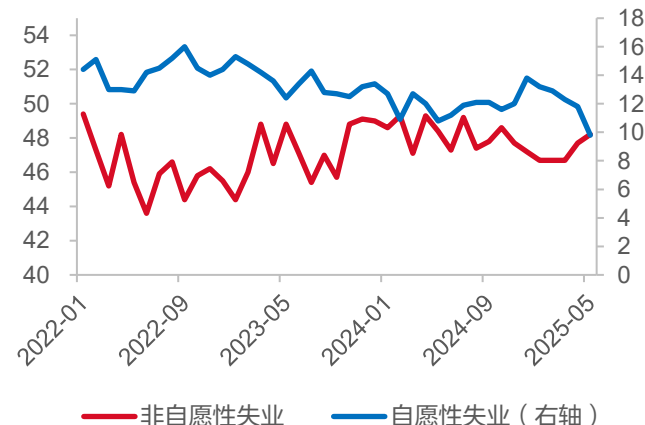
资料来源：BLS，东海证券研究所

图6 美国整体劳动参与率, %



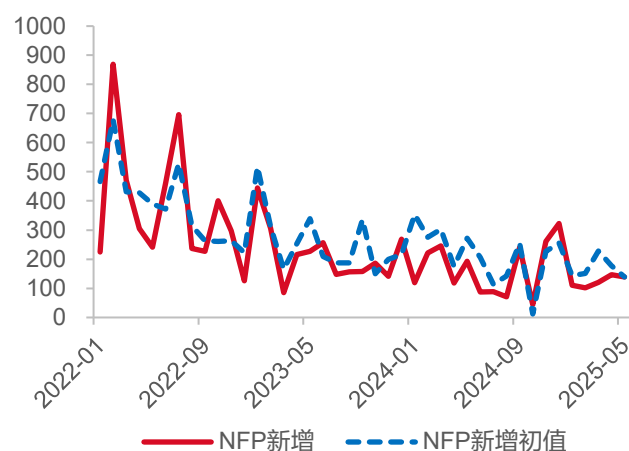
资料来源：BLS，东海证券研究所

图7 美国自愿性失业和非自愿性失业, %, %



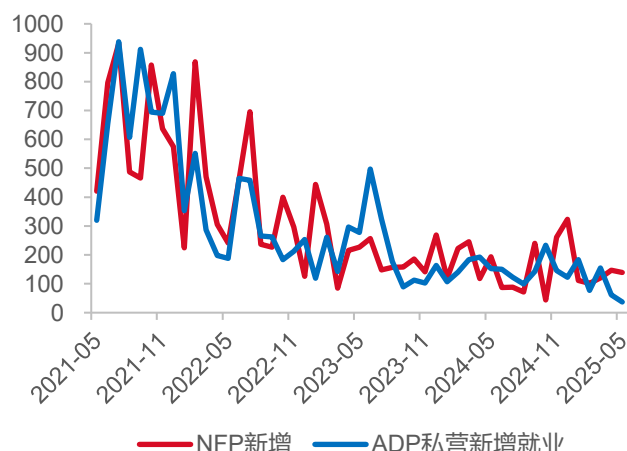
资料来源：BLS，东海证券研究所

图8 美国非农新增数据修订值和初值, 千人



资料来源：BLS，东海证券研究所

图9 美国劳工局非农和 ADP 私营非农数据偏差, 千人



资料来源：BLS，ADP，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089