

5月非农超预期带动降息预期进一步降温

2025年06月08日

■ **核心观点:** 本周中美高层就贸易问题通话与超预期非农就业提振市场情绪，美股大涨；而美债利率在降息预期降温的带动下大幅上行，10年期美债利率全周升10.52bps至4.506%。本周美国ISM调查数据走弱与贸易逆差收窄或表明在对等关税带来的进口价格扰动下，此前美国部分企业“抢进口”的行为已经“告一段落”。而周五公布的美国5月非农就业数据在新增就业与时薪上均略超预期，市场因此选择交易美国经济不着陆，降息预期进一步降温。但新增非农就业前值持续下修、与ADP就业数据的“劈叉”和居民调查就业人数大幅减少或表明当前美国劳动力市场并非那般强劲。

■ **大类资产:** 中美高层通话与超预期非农就业提振市场情绪，美股上涨，美债利率随降息预期降温而大幅上行。本周发布的经济数据好坏参半，虽然5月ISM制造业与服务业PMI均不及预期，但中美最高层领导人通电话的消息令市场对未来贸易局势持乐观态度，同时周五公布的非农数据整体略超预期，市场交易经济走强，降息预期进一步回落，美债利率上行。整体来看，全周(6月2日至6日)10年期美债利率升10.52bps至4.506%，2年期美债利率升13.90bps至4.037%，美元指数降0.14%至99.19；标普500、纳斯达克指数分别收涨1.50%、2.18%；现货黄金价格收涨0.64%至3310美元/盎司。

■ **海外经济:** 美国“软数据”PMI调查大幅走弱，贸易逆差大幅收窄，关税扰动开始逐步显现。5月美国ISM制造业PMI降至48.5，预期49.5，前值48.7。其中进口指数创下2009年以来最低水平，新出口订单指数也因关税不确定性而下降；ISM服务业PMI降至49.9，为近一年以来首次跌破荣枯线以下，预期52，前值51.6。其中价格指数创下近30个月内新高。**贸易方面**，美国4月贸易逆差降至616亿美元，创2023年以来最低水平，预期660亿美元，前值1383亿美元。**综合来看，ISM调查与贸易数据的变化或表明在对等关税带来的进口价格扰动下，此前美国部分企业“抢进口”的行为已经“告一段落”。****货币政策方面**，近期多位美联储官员表达了关税对通胀可能的影响。其中美联储主席沃勒表示关税将在未来几个月推高通胀，但在制定政策时，只要通胀预期保持稳定，就会忽略短期内价格上涨的影响，因此他支持今年晚些时候实施“好消息”式降息；不过美联储理事库克对当前通胀的进展表示担忧，并指出近期的低通胀数据可能会因为美国关税的逐步传导而出现逆转；亚特兰大联储主席博斯蒂克也表示，目前多数通胀指标仍然在发出警报，因此他认为今年只会有一次降息。此外6月5日欧洲央行如期降息25个基点，将存款机制利率从2.25%下调至2%，为近一年内第8次降息。欧央行行长拉加德表示，当前降息周期即将接近尾声，宽松的财政政策强烈地推动通胀，一切迹象表明通胀将稳定在2%的水平。**增长方面**，截至6月5日，亚特兰大联储GDPNow模型对25Q2美国GDP最新预测值为+3.8%；截至6月6日，纽约联储Nowcast模型对25Q2美国GDP预测值为+2.33%。

■ **5月非农:** 新增就业与时薪略超预期令降息预期进一步降温，但数据细节或暗示美国劳务市场“外强中干”。美国5月新增非农就业+13.9万，预期+12.6万，前值由+17.7万下修至+14.7万，前两个月数据累计下修9.5万。失业率4.2%，持平预期与前值。时薪环比+0.4%，预期+0.3%，前值+0.2%。**从结构上看**，新增就业的主要贡献来自教育医保(+8.7万)和休闲餐饮(+4.8万)。**整体来看**，5月略超预期的新增就业和时薪令市场交易美国经济不着陆，降息预期进一步降温，截至最新联邦基金期货市场预期9月降息概率下降至68.3%，到25年底累计降息1.77次44.3bps。但在非农数据结构之下，有三个细节或暗示美国就业市场并没有那么强劲：**①非农前值持续下修**。本次BLS将前两月非农累计下修9.5万，下修幅度较此前2个月继续扩大。**②非农与ADP数据的劈叉**。5月美国ADP新增就业仅录得+3.7万，且过去四个月的教育医保就业中，有三个月都录得负增长。虽然非农与ADP当前的历史相关性仅有

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《复盘200年，贸易战何去何从？》

2025-06-03

《人民币汇率：会否升破7.1？》

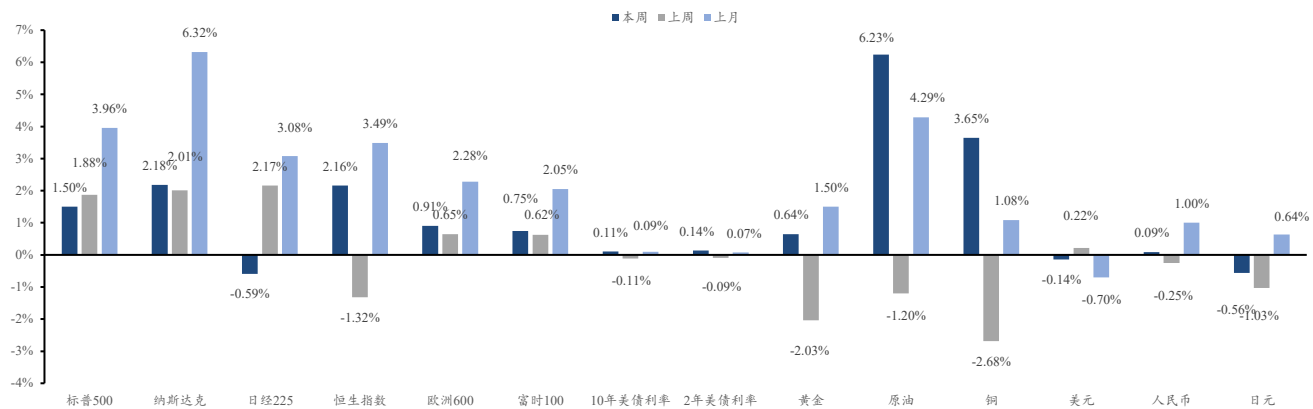
2025-06-02

54%，但二者在总量与结构上愈发明显的分道扬镳不禁令人对数据可靠性产生质疑。③居民就业供需双弱，异常疲软。与 13.9 万的机构调查数据相比，本次居民调查就业录得-69.6 万，为 2023 年 12 月以来新低。其中 62.5 万来自劳动力减少，7.1 万来自失业者增加，故就业率下降 0.3%至 59.7%，失业率持平 4.2%。居民调查下的美国劳务市场有些供需双弱，边际滞胀。

■ **5 月 CPI 前瞻：触底回升，但未来上行幅度或总体可控。**北京时间 6 月 11 日 20:30，BLS 将公布美国 5 月 CPI 数据。①当前彭博分析师一致预期 5 月 CPI/核心 CPI 环比+0.2%/+0.3%，同比+2.5%/2.9%；②美联储 Inflation Nowcasting 预测 5 月 CPI/核心 CPI 环比+0.13%/+0.23%，同比+2.40%/2.84%；③交易员预期 5 月 CPI 同比+2.43%，环比+0.16%。整体来看，5 月 CPI 较 4 月开始逐步反弹，后续通胀将在关税带来的价格扰动和基数效应下逐步回升，但预期未来通胀上行幅度总体可控。一来，美国企业的提前补库有望缓解关税带来的冲击；二来，外国制造业部门、外国贸易部门、美国贸易部门或承担部分关税成本，阻碍部分关税冲击向居民部门传导；三来，核心商品在美国 CPI 中的占比仅 20%，居住通胀、工资通胀仍然是主要构成。这意味着，即使关税给核心商品带来滞胀冲击，其他部门也会因此受到衰退冲击。因此核心商品涨价将导致居民分配更少收入在其他消费上，工资、居住与能源通胀下行有望弱化美国通胀总体涨幅。

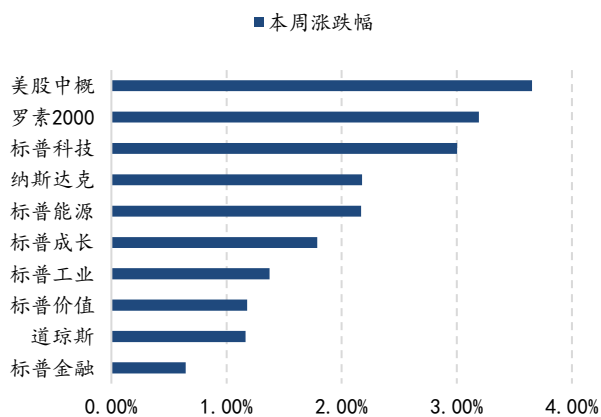
■ **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：全球大类资产表现一览



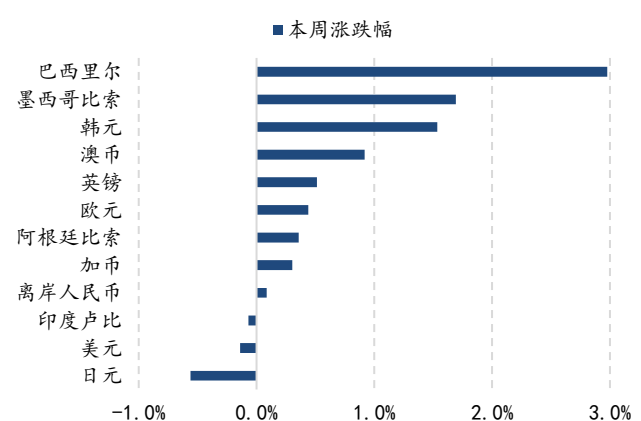
数据来源：彭博、东吴证券研究所；美债利率为绝对值变化，其他为百分比变化幅度

图2：美股大类和行业指数本周涨跌幅



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3：主要经济体汇率本周涨跌幅



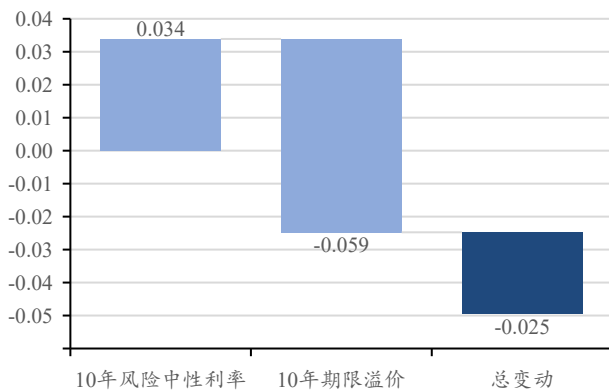
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图4：10年、2年美债利率与利差



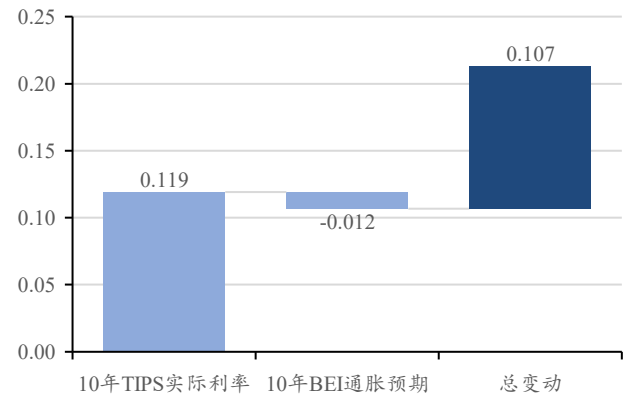
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为年份后两位，下同；纵轴单位%

图5: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分(风险中性利率与期限溢价视角)



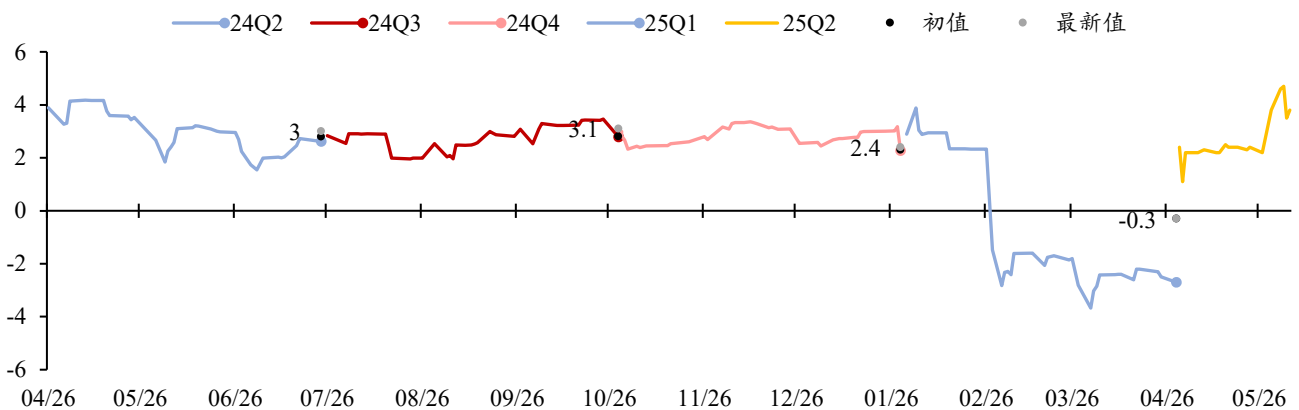
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图6: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分(实际利率与通胀预期视角)



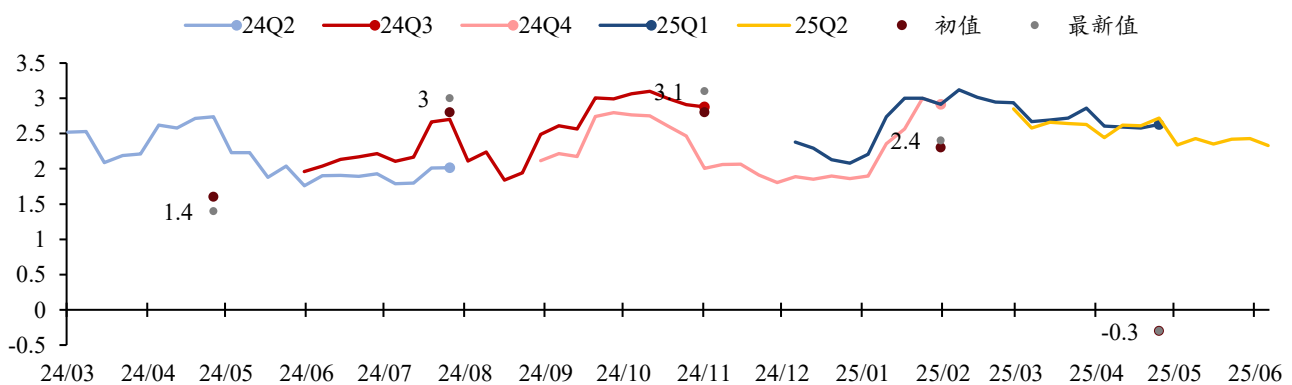
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图7: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



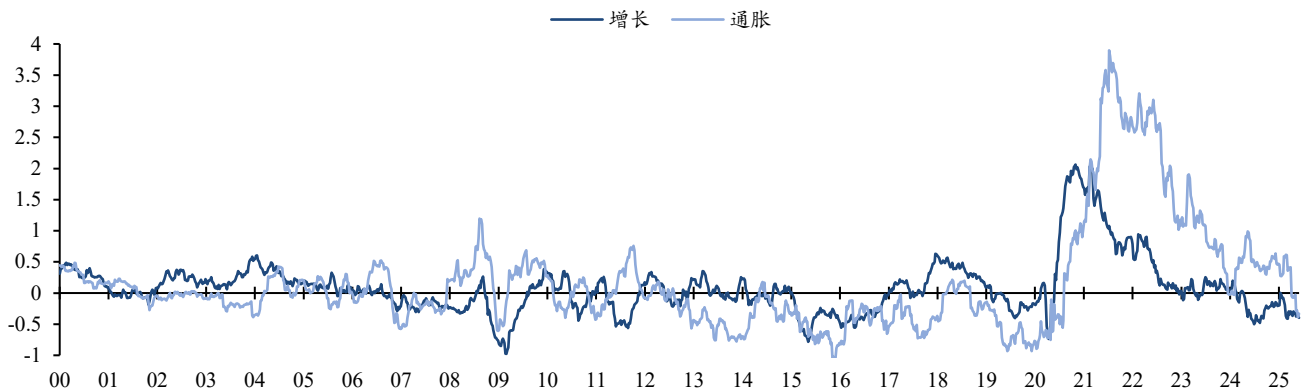
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图8: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图9：美国经济意外指数增长与通胀分项



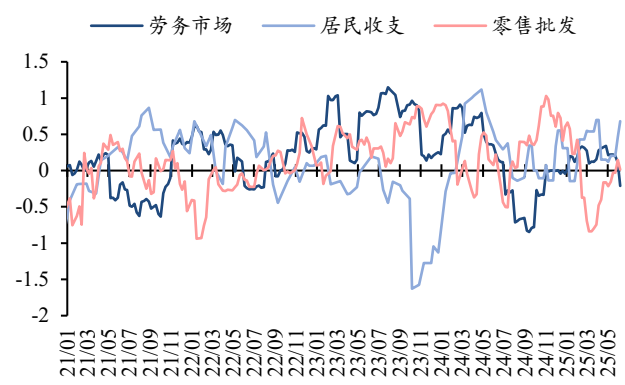
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图10：美国经济意外指数企业部门分项



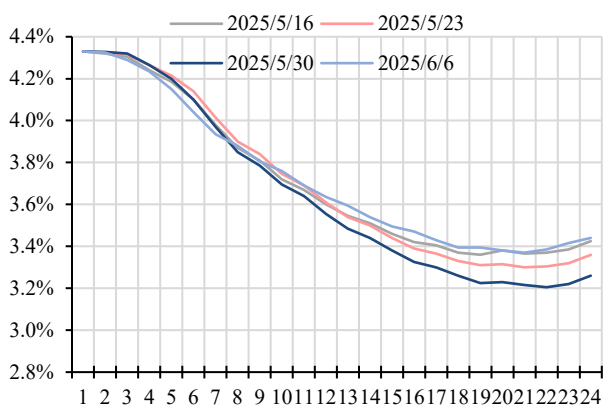
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11：美国经济意外指数家庭部门分项



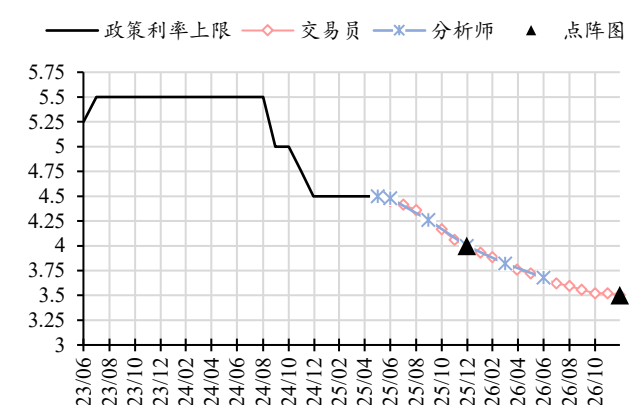
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12：联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图13：各方对美国政策利率路径预测



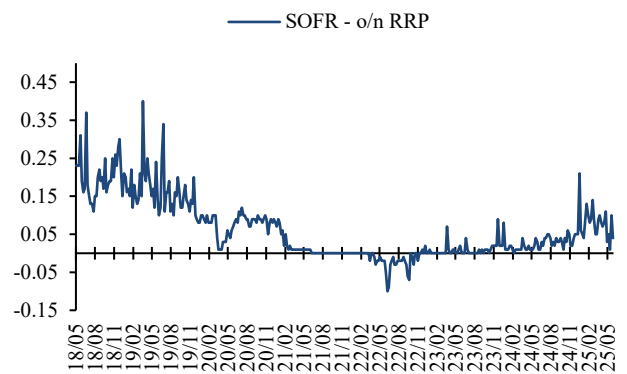
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



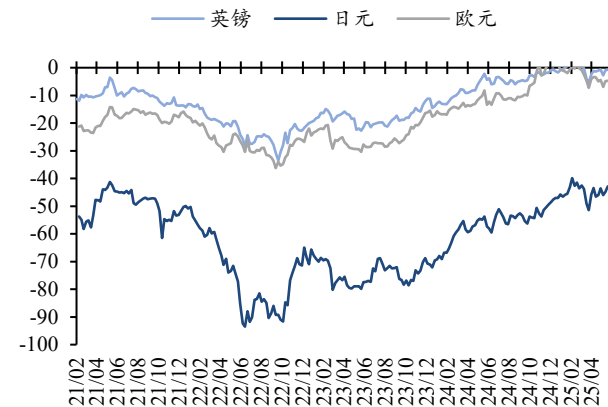
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图16: 主要货币互换掉期点差



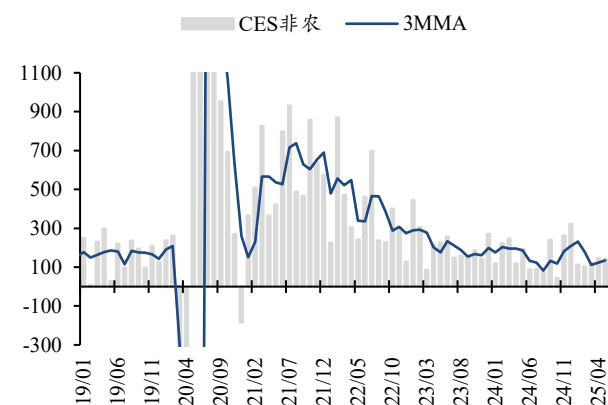
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



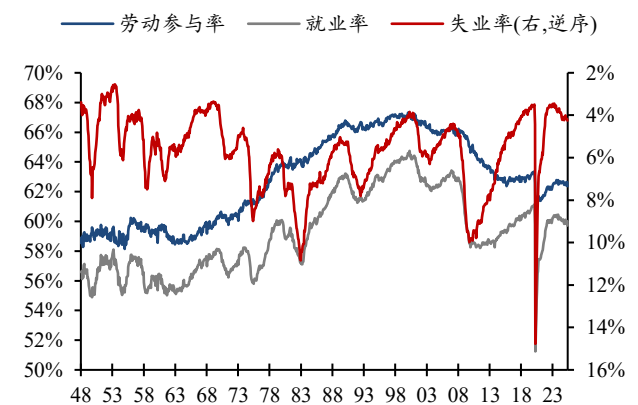
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 美国当月新增就业人数



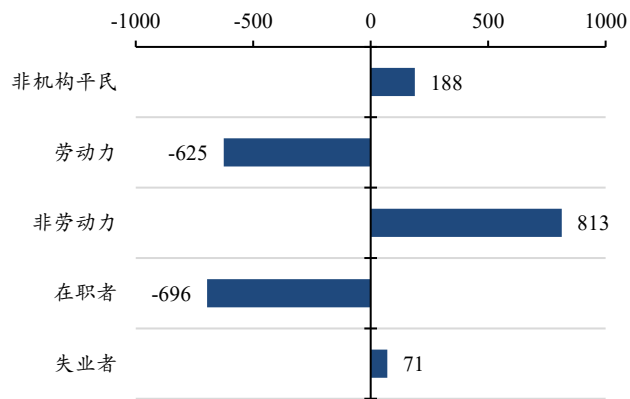
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位为千人

图19: 美国劳动参与率、就业率、失业率



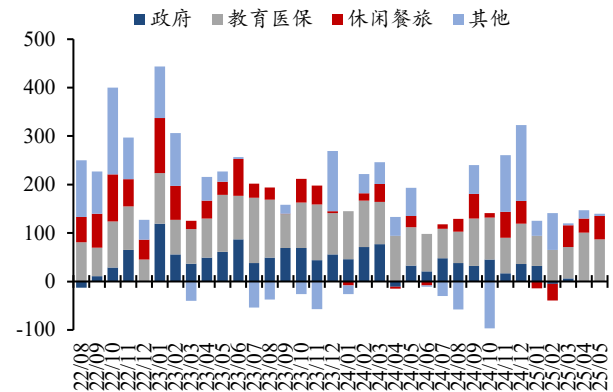
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图20: 美国劳务市场单月流量变化



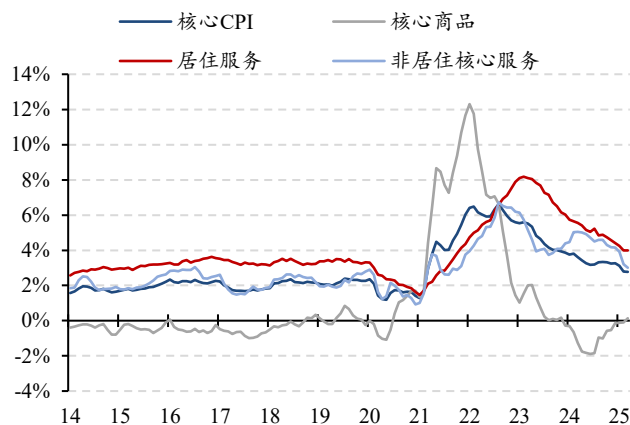
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位为千人

图21: 美国各行业新增非农就业人数



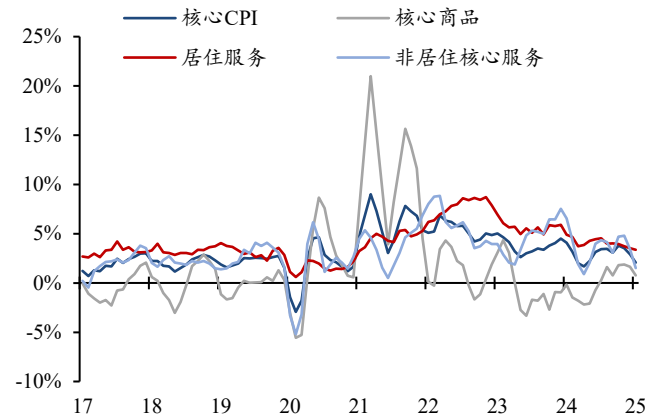
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位为千人

图22: 美国核心 CPI 及三大分项同比增速



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图23: 美国核心 CPI 及三大分项环比三个月均年率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图24：美国季调时薪环比增速

	占比	季调时薪 环比增速	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04
	100.0%	所有雇员	0.42	0.19	0.33	0.20	0.42	0.20	0.37	0.42	0.28	0.46	0.20	0.32	0.40	0.23
	16.0%	商品	0.38	0.00	0.60	0.27	0.47	0.28	0.28	0.28	0.39	0.31	0.28	0.48	0.34	0.25
	0.5%	采矿伐木	0.42	-0.22	0.05	-0.07	0.65	-0.27	0.18	0.20	0.40	0.20	-0.20	0.33	-0.18	0.79
	6.1%	建筑	0.28	0.26	0.23	0.13	0.33	0.41	0.26	0.23	0.57	0.29	0.42	0.26	0.08	0.58
	9.4%	制造业	0.48	-0.17	0.83	0.43	0.55	0.20	0.32	0.29	0.23	0.29	0.24	0.59	0.54	0.06
	5.8%	耐用品	0.46	-0.37	1.14	0.35	0.74	0.08	0.36	0.39	0.19	0.19	0.28	0.84	0.59	0.00
	0.7%	机动车&部件	-0.22	-1.92	2.41	0.70	1.50	-0.56	0.91	0.89	0.00	-0.66	-1.30	5.75	0.60	-0.89
	3.6%	非耐用品	0.57	0.16	0.26	0.58	0.26	0.42	0.23	0.16	0.26	0.59	0.13	0.16	0.43	0.20
	84.0%	服务	0.45	0.22	0.28	0.20	0.39	0.17	0.40	0.43	0.29	0.46	0.20	0.29	0.40	0.23
	21.4%	商贸运输	0.29	0.20	0.59	0.20	0.40	-0.16	0.43	0.40	0.17	0.40	0.10	0.03	0.34	0.07
	4.5%	批发贸易	0.57	0.47	0.58	0.42	0.16	-0.16	0.40	0.21	-0.03	0.21	0.13	0.05	0.13	0.11
	11.5%	零售贸易	-0.04	0.12	0.80	0.28	0.44	-0.28	0.81	0.57	0.20	0.37	0.08	-0.04	0.49	-0.08
	5.0%	运输仓储	0.19	0.38	0.29	0.16	0.26	0.06	0.23	0.29	0.26	0.33	0.07	0.20	0.23	0.03
	2.2%	信息技术	1.31	0.86	-0.06	0.12	0.71	-0.70	-0.16	2.14	0.26	0.70	0.34	0.59	0.24	-0.14
	6.8%	金融活动	0.66	0.32	0.62	0.32	0.45	0.43	0.13	0.50	0.02	0.53	0.24	0.09	0.53	0.27
	16.6%	专业商业服务	0.57	0.18	0.32	0.28	0.21	0.39	0.61	0.47	0.59	0.57	0.14	0.45	0.41	0.31
	20.1%	教育医保	0.45	0.28	-0.11	0.11	0.34	0.23	0.46	0.23	0.43	0.35	0.29	0.35	0.41	0.35
	12.5%	休闲餐饮	0.18	0.09	0.58	0.18	0.58	0.31	0.27	0.32	0.27	0.36	0.23	0.32	0.32	0.14
	4.4%	其他服务	0.31	0.15	-0.58	0.00	0.56	0.25	0.16	0.44	0.19	0.38	0.60	0.19	0.54	0.38
	100.0%	生产&非管理岗	0.39	0.29	0.19	0.36	0.42	0.29	0.30	0.36	0.36	0.33	0.33	0.33	0.40	0.17
	16.0%	商品	0.40	0.12	0.66	0.22	0.60	0.41	0.19	0.25	0.64	0.22	0.48	0.36	0.32	0.10
	0.5%	采矿伐木	0.19	0.13	0.46	1.01	-0.35	0.82	0.55	-0.16	0.44	-0.36	0.39	-0.30	0.14	0.19
	6.1%	建筑	0.41	0.49	0.38	0.27	0.36	0.47	-0.03	0.25	0.75	0.56	0.42	0.28	0.17	0.17
	9.4%	制造业	0.42	-0.28	0.84	0.21	0.88	0.39	0.53	0.21	0.43	-0.04	0.58	0.40	0.44	0.22
	5.8%	耐用品	0.56	-0.62	1.13	0.27	1.04	0.27	0.57	0.20	0.31	-0.14	0.75	0.45	0.45	0.24
	0.7%	机动车&部件	0.65	-1.10	1.86	0.78	1.08	-0.22	1.77	0.29	0.94	-2.04	1.98	1.12	0.50	0.36
	3.6%	非耐用品	0.19	0.38	0.31	0.11	0.54	0.66	0.43	0.35	0.63	0.04	0.39	0.32	0.56	0.16
	84.0%	服务	0.39	0.33	0.10	0.36	0.39	0.26	0.33	0.40	0.30	0.37	0.30	0.34	0.37	0.24
	21.4%	商贸运输	0.23	0.04	0.34	0.23	0.53	0.00	0.50	0.31	-0.08	0.27	0.04	0.23	0.12	-0.04
	4.5%	批发贸易	0.34	0.63	0.03	0.35	0.32	-0.41	0.83	0.48	-0.13	0.16	0.10	0.00	0.06	0.22
	11.5%	零售贸易	0.14	-0.28	0.56	0.28	0.47	0.14	0.62	0.14	-0.05	0.29	-0.05	0.14	0.34	-0.34
	5.0%	运输仓储	-0.10	0.17	0.44	0.10	0.54	0.17	0.20	0.07	0.03	0.27	0.14	0.55	0.00	-0.03
	2.2%	信息技术	0.68	-0.73	0.92	0.64	1.06	-0.26	-0.07	2.45	0.02	0.05	0.02	0.20	0.17	-0.59
	6.8%	金融活动	0.81	0.41	0.57	0.47	0.33	0.64	-0.11	0.17	0.44	0.50	0.22	0.25	0.39	0.28
	16.6%	专业商业服务	0.49	0.46	0.33	0.41	0.05	0.25	0.25	0.67	0.67	0.53	0.48	0.37	0.60	0.23
	20.1%	教育医保	0.31	0.34	-0.03	0.31	0.50	0.44	0.31	0.22	0.38	0.41	0.25	0.48	0.61	0.29
	12.5%	休闲餐饮	0.40	0.15	0.25	0.30	0.40	0.40	0.66	0.10	0.05	0.26	0.20	0.41	0.26	0.52
	4.4%	其他服务	0.49	0.39	-0.70	0.53	0.25	0.28	0.32	0.50	0.61	0.36	0.58	0.33	0.26	0.55

数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>