

# 强非农、弱 ADP，降息预期再降温

## ——5月美国非农就业数据点评 20250607

报告日期：2025-06-07

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：洪子彦

执业证书号：S0010123060036

电话：15851599909

邮箱：hongziyan@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 数据观察：新增就业放缓可能是“没人可招”，而不是“没人要招”

5月非农新增放缓但强于预期，薪资强势增长，失业率持平。5月非农就业新增13.9万人，预期值13万人，前值修正后14.7万人，美国劳动力市场5月增长放缓，但仍略高于预期。失业率为4.2%，维持上月水平（前值4.2%），或为劳动力参与率下降（从62.6%降至62.4%）导致。平均时薪同比增长3.9%，预期值3.7%，前值3.8%；环比0.4%，较前月回升0.2pct。

5月新增就业分行业看，以服务业为主，增长最为显著，而零售业、制造业就业均转为收缩。服务业中，教育和保健服务（+8.7万）、休闲和酒店业（+4.8万）新增就业最多，反映消费需求从商品向服务转移。零售业新增就业-6.5万（前值-2.7万），就业收缩加剧。整体呈现仅少数行业就业增长的结构问题。

失业金申领人数看，5月初请失业金人数升至2024年10月以来的最高，持续申请失业金人数也达到近四年最高水平附近。职位空缺数看，4月非农职位空缺数扩大，结合ADP就业数据疲弱，反映企业囤积岗位的观望态度。裁员数据看，根据第三方机构调查报告，5月企业裁员人数达94,000人，较去年同期（64,000人）呈大幅上升态势。

#### ● 深度分析：美联储锚定“失业率”而非新增就业，5月数据给降息预期降温

5月非农数据验证美国经济韧性。美国制造业和服务业PMI表现疲软、Q2 CEO信心指数创2022年四季度以来新低等均指向美国经济增长边际走缓，但5月非农降幅却弱于市场预期。一方面体现了美国经济韧性，另一方面也由关税不确定性使企业“囤工”所致。

从美联储决策逻辑来看，本月非农数据整体对降息影响有限，受影响的主要是市场本就不切实际的降息预期。在美联储顾虑关税带来的通胀风险、降息连月保持按兵不动的背景下，非农新增在贸易压力下仍好于预期继续为美联储的政策观望提供空间，薪资增长或也引发通胀担忧、对降息预期形成进一步压制。但仍要关注一些潜在问题引发降息的可能：1）前几月数据被大幅下调，故本月数据偏乐观的可靠性仍要考虑，且就业下滑的趋势已大概率确定，按此角度或导致美联储在7月重启降息；2）薪资当前虽保持稳定，但未来仍可能发生改变；3）高利率下住房市场早期困境显露，或与就业降温共振，进一步削弱住房购买力形成负反馈循环。

① 美联储对非农的反应：美联储官员继续发表谨慎降息观点，通胀仍是主要制约，失业率为美联储近期就业数据关注重点。美联储官员卡什卡利针对通胀与货币政策表示“目前仍未完全回到2%的目标，叠加经济前景的高度不确定，美联储必须静观其变。”。美联储传声筒尼克蒂米劳斯针对非农

数据报导“相比就业增长，美联储更关注失业率。只要失业率保持在当前水平，美联储不会必然对就业增长放缓感到担忧。而雇主裁员的谨慎，可能令美联储在年底前都持观望态度。”

- ② **市场对非农的反应：**市场对经济软着陆预期遭遇现实修正。5 号发布的 ADP 就业数据远低于预期且薪资增速回落，特朗普随即喊话鲍威尔降息，市场降息预期升温，交易员恢复预测 9 月 100% 会降息 25 个基点。但非农数据公布后出现反转，失业率不变且薪资强劲，为美联储按兵不动提供空间，市场对 7 月的降息信心被削弱，对 9 月降息的预期回落至 75% 左右。
- ③ **市场-美联储的分歧得到校准：**市场降息预期基本回归此前美联储中位数的 2 次降息（50 个基点）。7 号 CME FedWatch 最新数据显示，市场预计 2025 年全年降息 2 次（9 月降息概率约为 60%，12 月降息概率约为 60%）。3 月公布的点阵图中位数暗示 2025 年降息两次（目标利率中枢 4.6%）。

#### ● 后市展望：市场此前因 ADP 过度炒作降息预期，美债短期再迎利空

##### 5 月非农数据出炉后，大类资产走势如何？

- ① 美债方面，非农数据公布后，10 年期美债收益率先下后上。此前因 ADP 就业数据弱势，市场押注降息加速，10 年期美债收益率下行至 4.37%。但随后发布的非农数据中薪资增长超预期，作为通胀预期的“温度计”，暗示降息预期下降，导致 10 年期收益率回升到 4.428%。
- ② 美股方面，非农数据公布后，三大指数集体高开，特朗普喊话鲍威尔降息进一步推升市场情绪，标普 500 指数自 2025 年 2 月以来首次重返 6000 点上方。贸易压力下的经济衰退担忧暂时被乐观的就业数据缓解。
- ③ 美元方面，短线拉升后中期承压，非农数据公布后美元指数突破 99 关口，逼近 99.3。就业数据提示经济基本面仍好，提振美元。
- ④ 黄金方面，短线承压，现货黄金价格一度跌破 3350 美元/盎司。下行压力主要来自：一是美元走强直接压制以美元计价的黄金；二是经济衰退担忧暂时弱化叠加降息预期降温。但 6 月美债风险仍未缓解，导致黄金走势继续震荡。

##### 各类资产未来走势有哪些关注点？

- ① 5 月非农数据对关税政策给出弱反映，投资者预期和特朗普政策的不确定性再度增强，下一步关注通胀数据。关税影响或尚未在就业数据中充分体现，仍潜藏结构性问题，后续非农的任何下行改变都或将重新引发衰退担忧。企业面临高利率水平与关税带来的通胀推升成本的双重压力，考验美联储货币政策在通胀反弹与就业降温之间的平衡。此外，赤字扩张法案亦可能带来耗尽应对衰退或滞胀的财政储备的风险，而 5 月非农数据表面上对关税的弱反应或也有推升特朗普政策不确定性的可能。下阶段需继续关注通胀能否回落带来转机。
- ② 债市方面，关注美债到期压力对长债带来的抛压，以及通胀变化能否支撑 9 月顺利实现降息。美股方面，关税对制造业冲击已显现，后续若行业表现继续分化或触发衰退交易，若通胀回落、顺利降息，企业压力缓解将带来上升行情。美元方面，短期有欧央行降息导致美元利差优势与美国就业

超预期的基本面因素支撑，下阶段若通胀数据超预期回落，美元可能因利差优势收窄而承压。黄金方面，警惕近期贸易冲突弱化导致避险情绪回落风险，后续若非农数据疲弱、降息信心增强也可能提振金价。

● 风险提示：

关税不确定性风险、美国通胀反弹风险。

# 正文目录

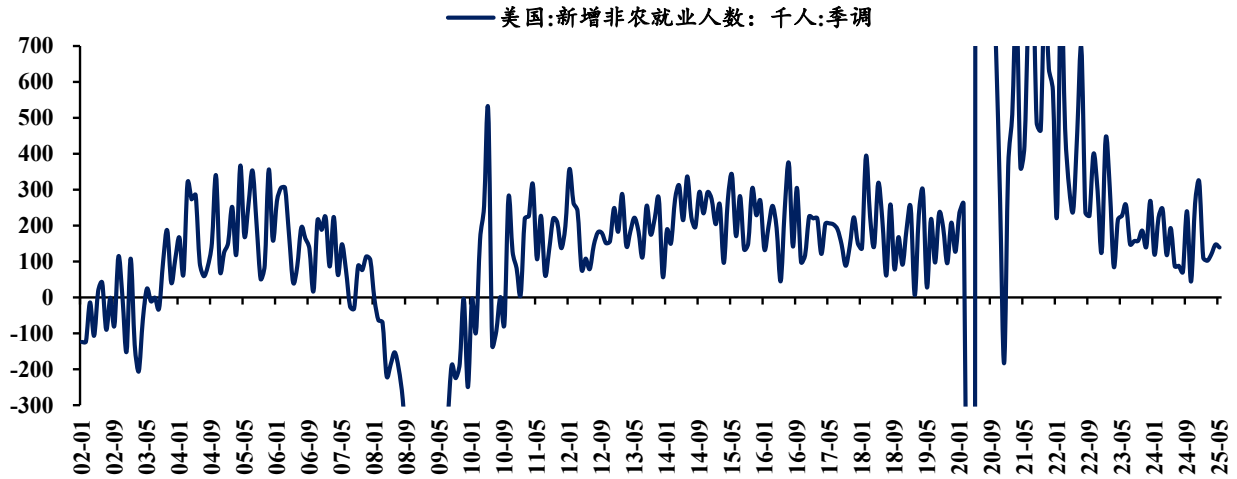
|   |            |   |
|---|------------|---|
| 1 | 重要图表 ..... | 6 |
| 2 | 风险提示 ..... | 9 |

## 图表目录

|                                                                                 |   |
|---------------------------------------------------------------------------------|---|
| 图表 1：美国新增非农就业人数季调走势（单位：千人） .....                                                | 6 |
| 图表 2：失业率与劳动参与率（单位：%） .....                                                      | 6 |
| 图表 3：平均时薪同比及环比趋势（单位：%） .....                                                    | 6 |
| 图表 4：各行业新增非农就业人数（单位：千人） .....                                                   | 7 |
| 图表 5：失业金初领数与持续领取人数：高频指标初请失业金人数、持续领取失业金人数均上升，提示就业放缓迹象<br>（单位：人） .....            | 7 |
| 图表 6：兼职就业人员中经济原因与非经济原因的比例：比例与上月持平（%） .....                                      | 8 |
| 图表 7：职位空缺数：最新数据职位空缺数上升，企业招聘谨慎观望（千人） .....                                       | 8 |
| 图表 8：非农裁员人数与挑战者企业裁员人数：挑战者企业裁员人数 5 月下降（千人） .....                                 | 8 |
| 图表 9：失业率中各类型失业比例：各类型失业率基本与上期持平（%） .....                                         | 8 |
| 图表 10：降息点阵图：中位数显示美联储官员预计 2025 年全年降息 50 个基点，但目前联邦基金目标利率维持在<br>4.25%-4.5%之间 ..... | 9 |

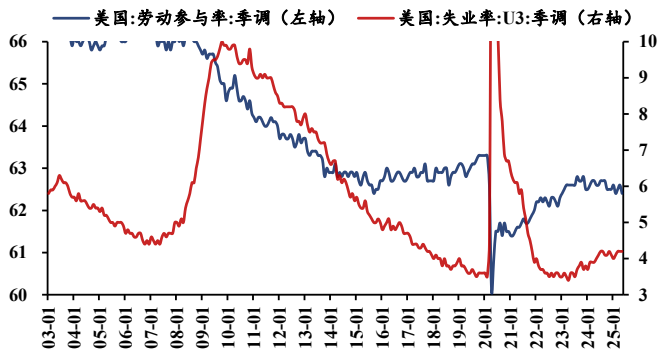
## 1 重要图表

图表 1：美国新增非农就业人数季调走势（单位：千人）



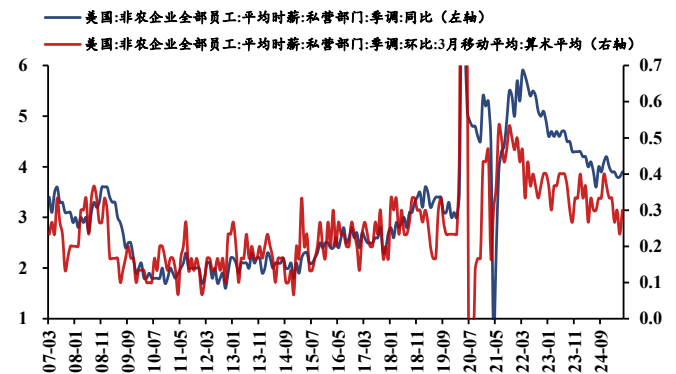
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2：失业率与劳动参与率（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3：平均时薪同比及环比趋势（单位：%）



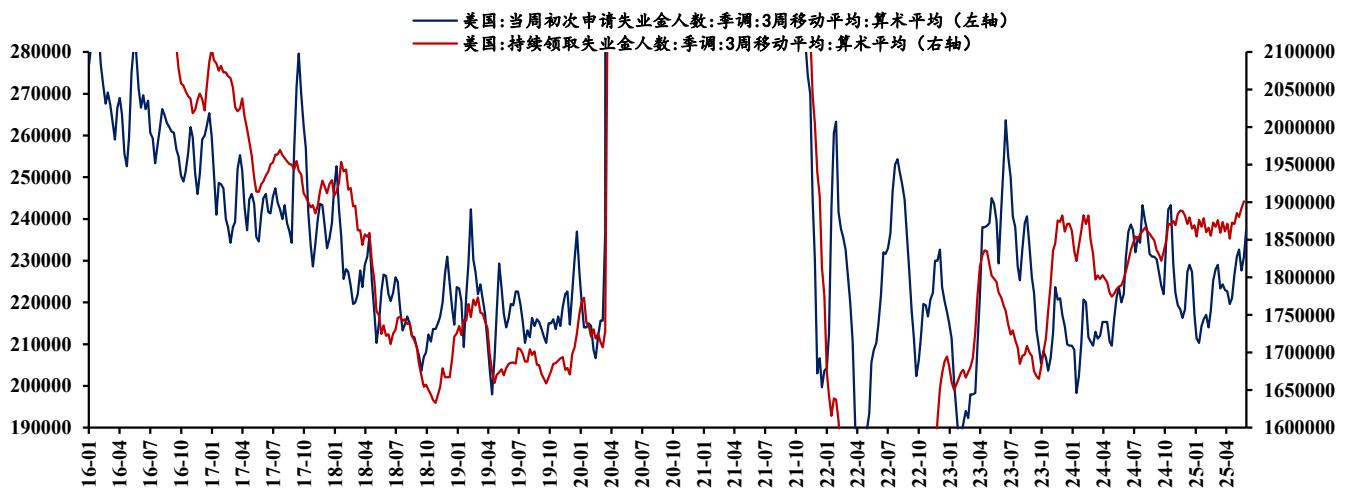
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4：各行业新增非农就业人数（单位：千人）

| 各行业新增非农就业人数(季调) | 2025-05 | 2025-04 | 2025-03 | 2025-02 | 2025-01 | 2024-12 | 2024-11 |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>私营部门</b>     | 140.0   | 146.0   | 114.0   | 107.0   | 79.0    | 287.0   | 244.0   |
| 商品生产            | -5.0    | 14.0    | 5.0     | 24.0    | -11.0   | 4.0     | 28.0    |
| 采矿业             | -1.0    | 2.0     | -1.0    | 4.0     | -3.0    | -1.0    | 2.0     |
| 建筑业             | 4.0     | 7.0     | 5.0     | 12.0    | -3.0    | 15.0    | 6.0     |
| 制造业             | -8.0    | 5.0     | 1.0     | 8.0     | -5.0    | -10.0   | 20.0    |
| 耐用品             | -7.0    | 6.0     | -2.0    | 6.0     | -7.0    | -15.0   | 27.0    |
| 非耐用品            | -1.0    | -1.0    | 3.0     | 2.0     | 2.0     | 5.0     | -7.0    |
| <b>服务生产</b>     | 145.0   | 132.0   | 109.0   | 83.0    | 90.0    | 283.0   | 216.0   |
| 批发业             | 2.5     | 3.6     | -4.8    | 7.1     | -4.3    | 13.0    | 5.1     |
| 零售业             | -6.5    | -2.7    | 16.4    | -3.8    | 35.7    | 34.4    | -13.5   |
| 运输仓储业           | 5.8     | -8.1    | -20.7   | 18.3    | 21.3    | 34.4    | 27.7    |
| 公用事业            | 2.2     | -1.5    | 1.5     | 0.8     | 1.4     | -0.8    | -0.3    |
| 信息业             | 2.0     | 0.0     | -2.0    | 0.0     | -4.0    | 17.0    | 5.0     |
| 金融活动            | 13.0    | 3.0     | 3.0     | 15.0    | 14.0    | 12.0    | 16.0    |
| 专业和商业服务         | -18.0   | 10.0    | -11.0   | 15.0    | -35.0   | 36.0    | 37.0    |
| 临时支持服务          | -20.2   | 3.1     | -14.3   | -2.2    | -8.0    | 1.7     | 30.0    |
| 教育和保健服务         | 87.0    | 100.0   | 65.0    | 65.0    | 62.0    | 83.0    | 73.0    |
| 医疗保健和社会救助       | 78.3    | 85.1    | 67.2    | 57.4    | 62.1    | 75.5    | 78.9    |
| 休闲和酒店业          | 48.0    | 29.0    | 45.0    | -34.0   | -14.0   | 47.0    | 54.0    |
| 其他服务业           | 9.0     | -2.0    | 17.0    | 0.0     | 13.0    | 7.0     | 12.0    |
| <b>政府</b>       | -1.0    | 1.0     | 6.0     | -5.0    | 32.0    | 36.0    | 17.0    |
| 联邦政府            | -22.0   | -13.0   | -11.0   | -13.0   | 3.0     | 3.0     | -2.0    |
| 州政府             | 0.0     | 3.0     | 1.0     | -10.0   | 12.0    | 19.0    | 9.0     |
| 地方政府            | 21.0    | 11.0    | 16.0    | 18.0    | 17.0    | 14.0    | 10.0    |

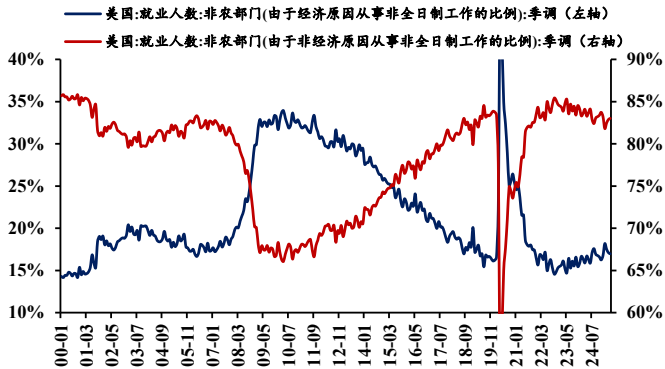
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5：失业金初领数与持续领取人数：高频指标初请失业金人数、持续领取失业金人数均上升，提示就业放缓迹象（单位：人）



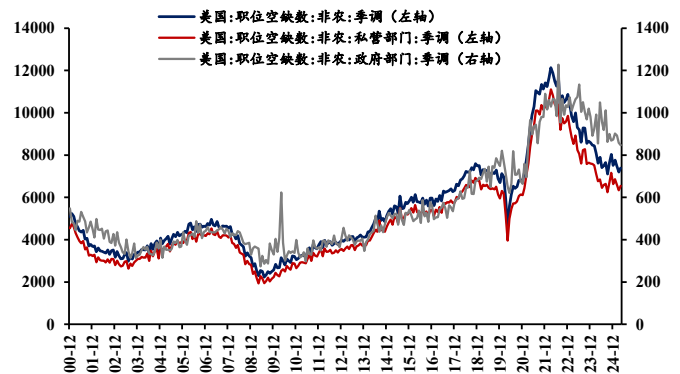
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6：兼职就业人员中经济原因与非经济原因的比  
 例：比例与上月持平（%）



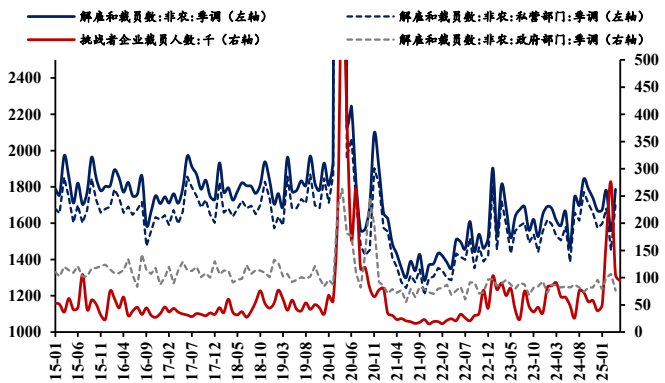
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7：职位空缺数：最新数据职位空缺数上升，企业  
 招聘谨慎观望（千人）



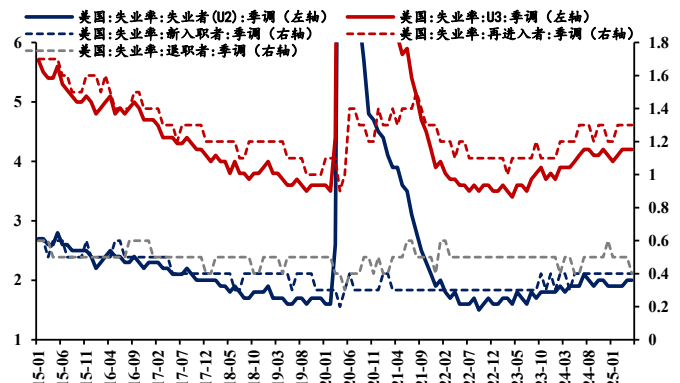
资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：最新数据为 4 月数据

图表 8：非农裁员人数与挑战者企业裁员人数：挑战者  
 企业裁员人数 5 月下降（千人）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 9：失业率中各类型失业比例：各类型失业率基本  
 与上期持平（%）



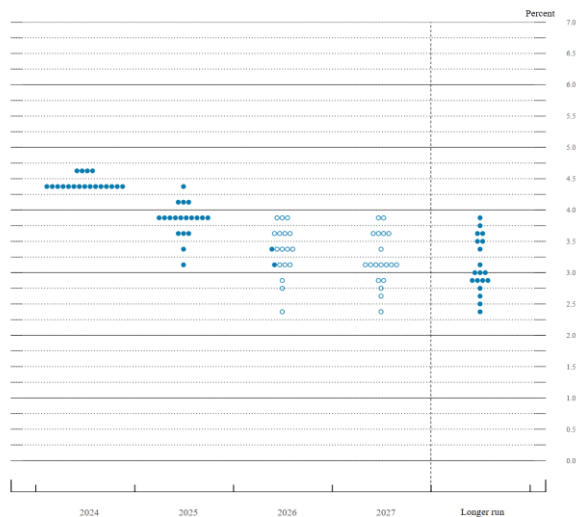
资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：U3 失业率(所有积极  
 求职者)反映劳动力市场整体紧张程度；新入职者（首次进入劳  
 动市场的人群）反映结构性失业（如年轻人就业难）；再进入者  
 （重新进入劳动力市场的人群）反映劳动力市场流动性与包容性；  
 退职者失业率（自愿离职后求职的人群）反映劳动者信心与劳动  
 力市场紧张度；U2 失业率（通常<27 周的短期失业者）反映短  
 期摩擦性失业与经济波动。

**图表 10：降息点阵图：中位数显示美联储官员预计 2025 年全年降息 50 个基点，但目前联邦基金目标利率维持在 4.25%-4.5% 之间**

2024年12月发布

For release at 2:00 p.m., EST, December 18, 2024

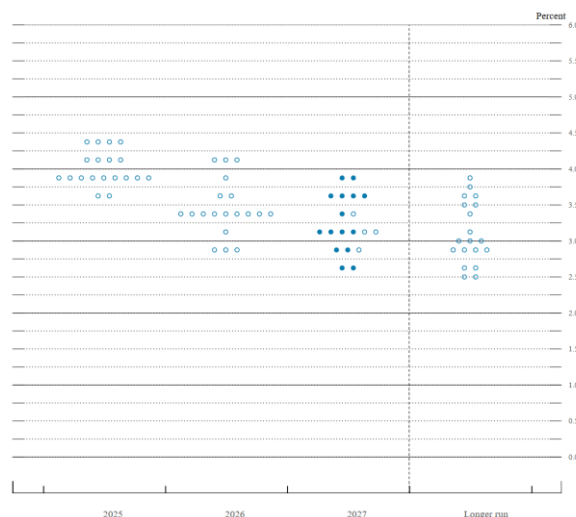
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



2025年3月发布

For release at 2:00 p.m., EDT, March 19, 2025

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Wind，华安证券研究所

## 2 风险提示

关税不确定性风险、美国通胀反弹风险。

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**颜子琦，华安证券研究所所长助理，固收首席分析师，8 年卖方固收、权益研究经验，曾供职于民生证券、华西证券，2024 年 Wind 金牌分析师第二名，2023 年 Choice 固收行业最佳分析师。

**研究助理：**洪子彦，华安固收研究助理，南加州大学金融工程硕士，覆盖宏观利率、机构行为、国债期货研究。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。