

2025 年 06 月 07 日

宏观研究团队

美国就业市场仍有隐忧

——美国 5 月非农就业数据点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 5 月非农就业数据。其中新增非农就业 13.9 万，超市场预期。失业率为 4.2%，符合市场预期。平均时薪同比增长 3.9%，超市场预期。

● 新增非农略超预期，失业率保持平稳，但前值大幅下修

1. 新增非农就业略超市场预期，但前值再次经历大幅下修

5 月美国新增非农就业 13.9 万人，较 4 月份初值（17.7 万）继续下降，但高于市场预期的 12.6 万。3 月、4 月新增非农就业累计下修 9.5 万，幅度较大。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 13.53 万人，较 2024 年底已经有较大幅度下行。结构上看，私人服务新增就业贡献了 5 月新增就业的全部，其中运输仓储业、休闲和酒店业就业上升较多，政府部门就业录得负值。虽然 5 月非农数据相对较好，但 3、4 月就业数据的再度大幅下修，可能意味着 5 月数据也将面临不小的下修，就业市场总体或并未超过预期。

2. 劳动参与率下行较多、失业率、永久性失业占比基本稳定

5 月美国劳动参与率录得约 62.4%，失业率为 4.2%，劳动参与率超预期下行。总的看，失业率虽然在劳动参与率下行时保持相对平稳，但总体仍处于缓慢上行的趋势中，值得我们持续关注。再来看失业率成因，相较于 4 月，5 月首次就业者、再就业者占比有所上升，离职者、完成临时工作占比有所下降。此外，因经济原因从事兼职工作的人员数量再度下滑。5 月永久性失业者占比基本平稳，可能显示企业倾向于稳住现有员工，以应对后续的不确定性。

3. 劳动力市场供需关系压力边际上行

从 JOLTS 数据来看，4 月份职位空缺数为 739.1 万人，较 3 月上升约 19.1 万人，职位空缺率为 4.4%，目前每个求职者对应约 1.02 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度边际上行。同时，职工主动离职率录得 2.0%、解雇裁员率录得 1.3%，主动离职率与解雇裁员率走势分化，我们认为，可能是在不确定性较高的 4 月，企业选择加大裁员力度，而员工则选择减少离职。

● 美国就业数据仍有隐忧，美联储或将保持观望

第一，前期 ISM 制造业、非制造业 PMI 数据走弱，引发市场担忧，5 月非农或有助于短期缓解对美国经济衰退的担忧。但美国就业数据仍有隐忧，经济中期下行的风险仍需要关注。5 月美国 ISM 制造业、服务业 PMI 分别录得 48.5%、49.9%，均落入 50% 荣枯线以下，而 5 月非农就业数据的发布，市场对美国经济衰退的担忧或将下降。但如前所述，美国就业数据或将面临不小的下修，整体仍有隐忧。因此当前的非农数据或对美国经济的韧性有所“夸大”。且由于前期美国国债收益率处于较高水平，会导致美国整体的金融环境有一定的收紧，从而压制美国居民的需求端，因此美国经济的中期下行风险仍不容忽视。

第二，对美联储而言，非农就业数据的平稳，或将促使其在 6 月 FOMC 上继续观望。对美联储而言，由于关税潜在的通胀作用，在劳动力市场没有出现较大下行压力的情况下，其大概率将会继续观望，6 月 FOMC 会议上美联储会保持现有的利率水平不变。基准情形下，美联储或将于 4 季度开启降息，全年降息 1-2 次，降息幅度则有可能超过 25bp。

往后看，由于美国经济数据波动相对不大，我们需要关注 5 月 CPI（6.11）数据、美国同各国贸易谈判进程以及减税法案的推进。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《美国关税战出现反复——宏观周报》-2025.6.2

《PMI 小幅改善，关税或有反复——兼评 5 月 PMI 数据》-2025.6.1

《私企利润改善的 2 个解释——兼评 4 月企业利润数据》-2025.5.27

目 录

1、新增非农略超预期，失业率保持平稳，但前值大幅下修.....	3
1.1、新增非农就业略超市场预期，但前值再次经历大幅下修.....	3
1.2、劳动参与率下行较多、失业率、永久性失业占比基本稳定.....	4
1.3、薪资环比增速略有上行，工作时长维持低位.....	5
1.4、制造业 PMI 就业指数、短期就业扩散指数均边际走强.....	6
1.5、劳动力市场供需关系压力边际上行.....	6
2、美国就业数据仍有隐忧，美联储短期或将保持观望.....	8
3、风险提示.....	9

图表目录

图 1：5 月美国新增非农就业人数继续下降，趋势相对平稳.....	3
图 2：5 月劳动参与率均下行较多，失业率基本不变.....	4
图 3：5 月 25-54 岁区间人口劳动参与率略有下行.....	4
图 4：5 月永久性失业占比基本稳定.....	5
图 5：5 月因经济原因从事兼职工作人员数量有所减少.....	5
图 6：5 月时薪环比增速有所上行.....	5
图 7：5 月美国周工作时长维持不变.....	5
图 8：信息业、专业和商业服务薪资同比增速较高.....	6
图 9：非制造业 PMI 就业继续回升.....	6
图 10：就业扩散指数短期略有下行.....	6
图 11：4 月职位空缺数、空缺率均上行.....	7
图 12：4 月员工离职率下行、裁员率上行.....	7
图 13：4 月美国劳动力缺口略有回升.....	7
图 14：5 月 ISM 制造业、服务业 PMI 落入 50%荣枯线以下.....	8
表 1：5 月非农新增就业细项及变动.....	4

事件：美国公布 5 月最新就业数据。其中新增非农就业 13.9 万，超出市场预期。失业率为 4.2%，符合市场预期。平均时薪同比增长 3.9%，超出市场预期。

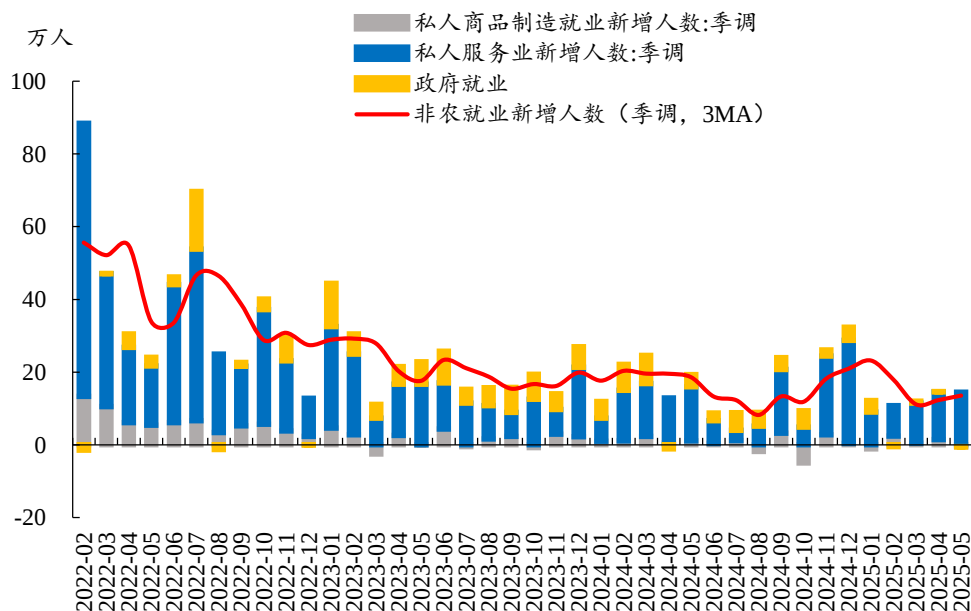
1、新增非农略超预期，失业率保持平稳，但前值大幅下修

1.1、新增非农就业略超市场预期，但前值再次经历大幅下修

5 月美国新增非农就业 13.9 万人，较 4 月份初值（17.7 万）继续下降，但高于市场预期的 12.6 万。3 月、4 月新增非农就业分别下修 6.5 万、3.0 万，两个月累计下修 9.5 万，再次经历大幅度下修¹。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 13.53 万人，较 2024 年底已经有较大幅度下行。虽然 5 月非农数据相对较好，但 3、4 月就业数据的再度大幅下修，可能意味着 5 月数据也将面临不小的下修，就业市场总体或并未超过预期。

结构上看，私人服务新增就业贡献了 5 月新增就业的全部，其中运输仓储业、休闲和酒店业就业上升较多，政府部门就业录得负值。5 月私人部门就业增加约 14 万（商品制造减少 0.5 万，服务业增加 14.5 万），政府就业减少 0.2 万。分行业来看，金融活动、休闲和酒店业、教育和保健服务新增就业较多，分别为 1.3 万、4.8 万、8.7 万。此外，联邦政府就业继续减少 0.9 万，州和地方政府增加 0.7 万，但政府就业转负。总体看，5 月非农就业数据显示当前美国劳动力市场尚有韧性，并未出现市场担心的明显受到特朗普新政（关税、政府减支）的负面冲击，有助于缓和对美国经济衰退的担忧。但考虑到数据频繁的大幅下修，整体的劳动力市场或并未如当前数据显示的有韧性。

图1：5 月美国新增非农就业人数继续下降，趋势相对平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 因非农数据会经历 2 次月度修正，本次 3 月数据为第 2 次修正。

表1：5月非农新增就业细项及变动

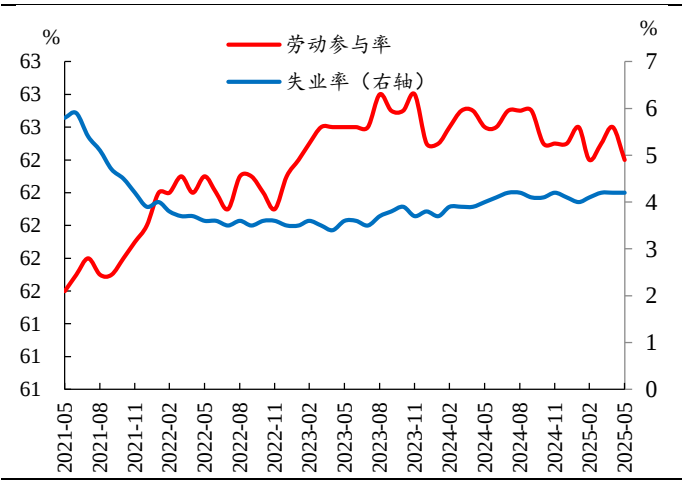
行业(千人)	占比 (%)	较4月变化	2025-05	2025-04	2025-03	近3月平均
总体新增非农	100.0	-8	139	147	120	135
私人部门	100.7	-6	140	146	114	133
采矿业	-0.7	-3	-1	2	-1	0
建筑业	2.9	-3	4	7	5	5
制造业	-5.8	-13	-8	5	1	-1
批发业	1.8	-1	3	4	-5	0
零售业	-4.7	-4	-7	-3	16	2
运输仓储业	4.2	14	6	-8	-21	-8
公用事业	1.6	4	2	-2	2	1
信息业	1.4	2	2	0	-2	0
金融活动	9.4	10	13	3	3	6
专业和商业服务	-12.9	-28	-18	10	-11	-6
教育和保健服务	62.6	-13	87	100	65	84
休闲和酒店业	34.5	19	48	29	45	41
其他服务业	6.5	11	9	-2	17	8
政府就业	-0.7	-2	-1	1	6	2
联邦政府	-15.8	-9	-22	-13	-11	-15
州和地方政府	15.1	7	21	14	17	17

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率下行较多、失业率、永久性失业占比基本稳定

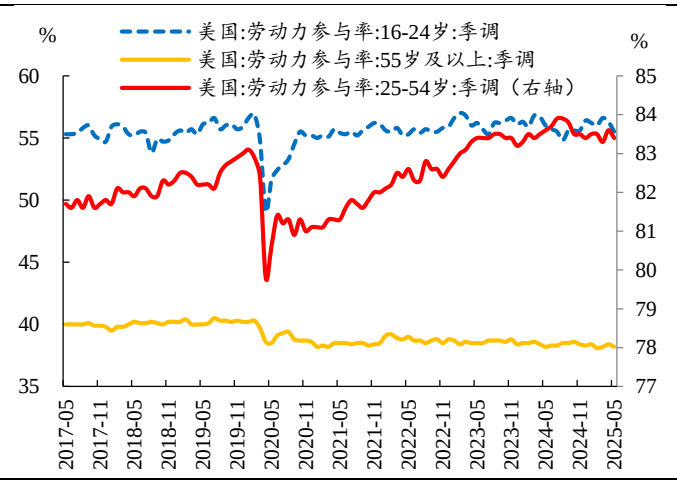
5月美国劳动参与率录得约62.4%，失业率为4.2%，劳动参与率超预期下行。具体来看，5月份调查城市人口增加18.8万，劳动力人口减少62.5万。总就业人口减少69.6万，失业人口增加7.1万，劳动参与率下降0.27个百分点至62.37%，幅度相对较大。失业率上升0.06个百分点至4.244%。年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率处于在83.4%的较高水平区间，但略有下降。16-24岁年龄段劳动参与率略有上升。族裔方面，西班牙裔、黑人失业率均有所下降，亚裔失业率有所上升。从5月劳动参与率以及失业率的表现来看，失业率虽然在劳动参与率下行时保持相对平稳，但总体仍处于缓慢上行的趋势中，值得我们保持关注。

图2：5月劳动参与率均下行较多，失业率基本不变



数据来源：Wind、开源证券研究所

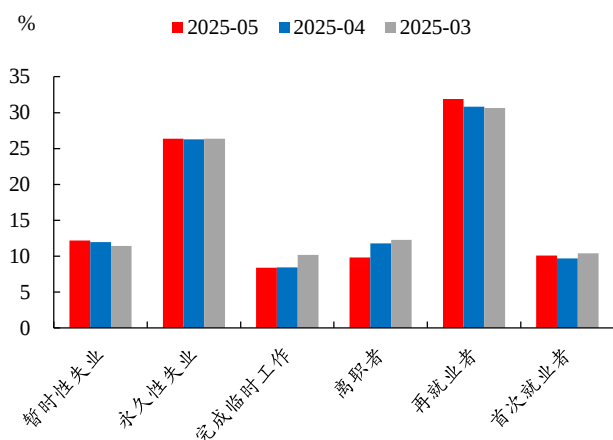
图3：5月25-54岁区间人口劳动参与率略有下行



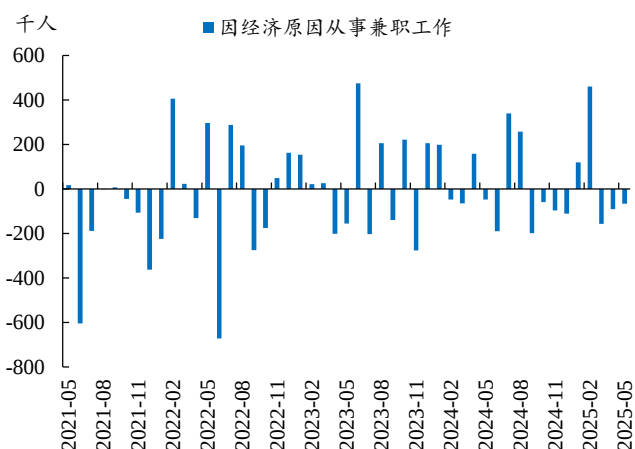
数据来源：Wind、开源证券研究所

再来看失业率成因，相较于4月，5月首次就业者、再就业者占比有所上升，离职者、完成临时工作占比有所下降。此外，因经济原因从事兼职工作的人员数量

再度下滑。5月永久性失业者占比基本平稳，可能显示企业倾向于稳住现有员工，以应对后续的不确定性。

图4：5月永久性失业占比基本稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

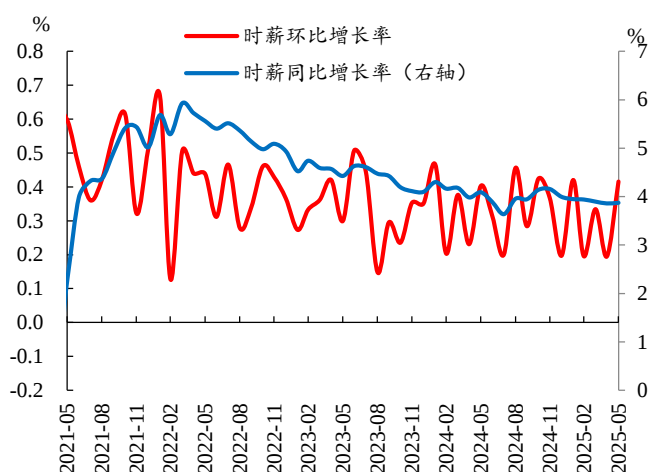
图5：5月因经济原因从事兼职工作人员数量有所减少


数据来源：Wind、开源证券研究所

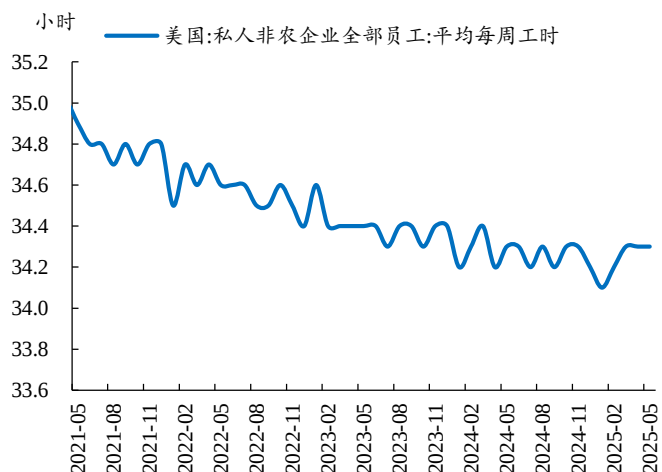
1.3、薪资环比增速略有上行，工作时长维持低位

5月美国非农就业时薪录得36.24美金，同比上升3.9%，环比上升0.4%，分别较4月持平、上升0.2个百分点。具体来看，信息业、专业和商业服务薪资同比增长较多，信息业、金融活动、专业和商业服务薪资环比增长较多。总的看，专业和商业服务薪资环比增速较高，或是整体薪资环比增速边际上行的重要原因。

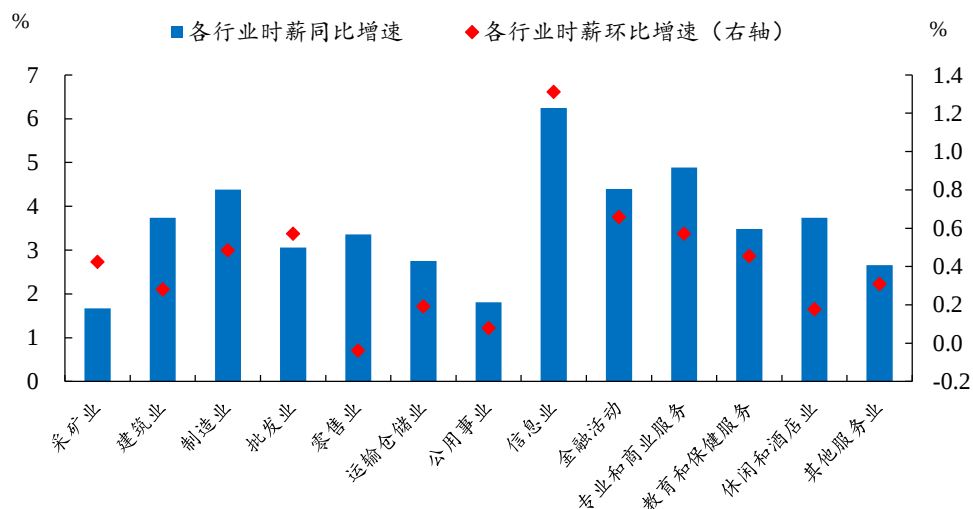
此外，5月美国周工作时长较4月基本持平，维持在34.3个小时的相对低位，工作时长中枢整体平稳。结合当前失业率的基本稳定来看，后续薪资增速有较大概率维持一定韧性，但伴随着后续通胀绝对水平的可能反弹，则居民的实际购买力可能略有下降。

图6：5月时薪环比增速有所上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：5月美国周工作时长维持不变


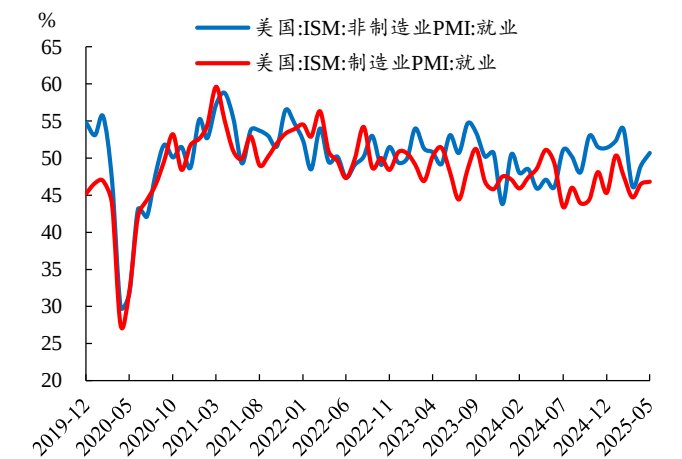
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：信息业、专业和商业服务薪资同比增速较高


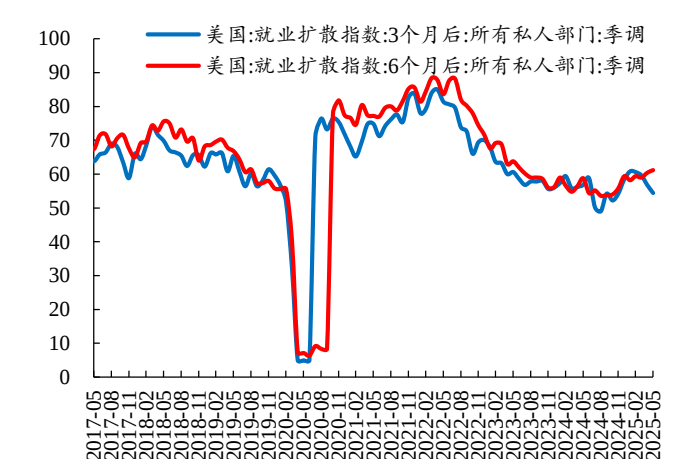
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、制造业 PMI 就业指数、短期就业扩散指数均边际走强

结合 PMI 就业指数以及就业扩散指数来看，美国劳动力市场则呈现出一定的**边际回暖**。5月美国 ISM 非制造业、制造业 PMI 就业指数分别回升 1.7、0.3 个百分点至 50.7%、46.8%，边际上均略有回升。但 3 个月后私人部门就业扩散指数回落至 54.4，6 个月后私人部门就业扩散指数则边际回升至 61.2。综合来看，我们认为当前美国就业市场**边际上或保持相对平稳**。

图9：非制造业 PMI 就业继续回升


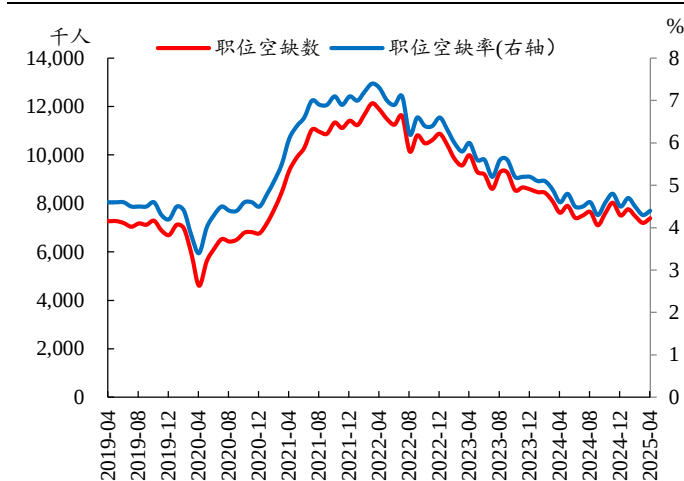
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：就业扩散指数短期略有下行


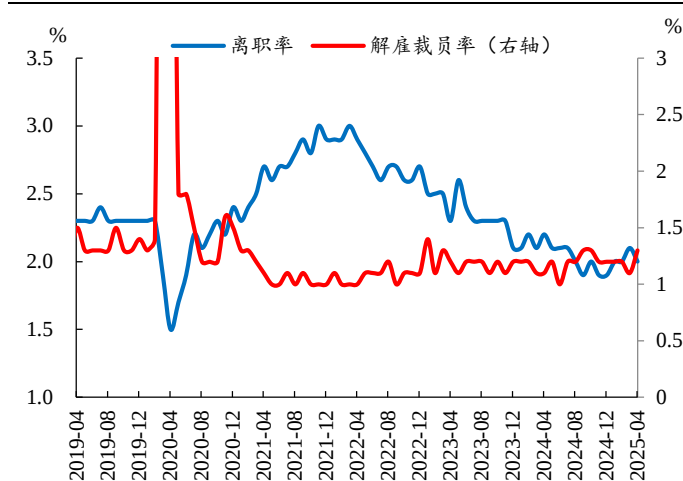
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、劳动力市场供需关系压力边际上行

从 JOLTS 数据来看，4 月份职位空缺数为 739.1 万人，较 3 月上升约 19.1 万人，职位空缺率为 4.4%，目前每个求职者对应约 1.02 个工作岗位，**美国劳动力市场的供需紧张程度边际上行**。同时，职工主动离职率录得 2.0%、解雇裁员率录得 1.3%，主动离职率与解雇裁员率走势分化，我们认为，可能是在不确定性较高的 4 月，企业选择加大裁员力度，而员工则选择减少离职。

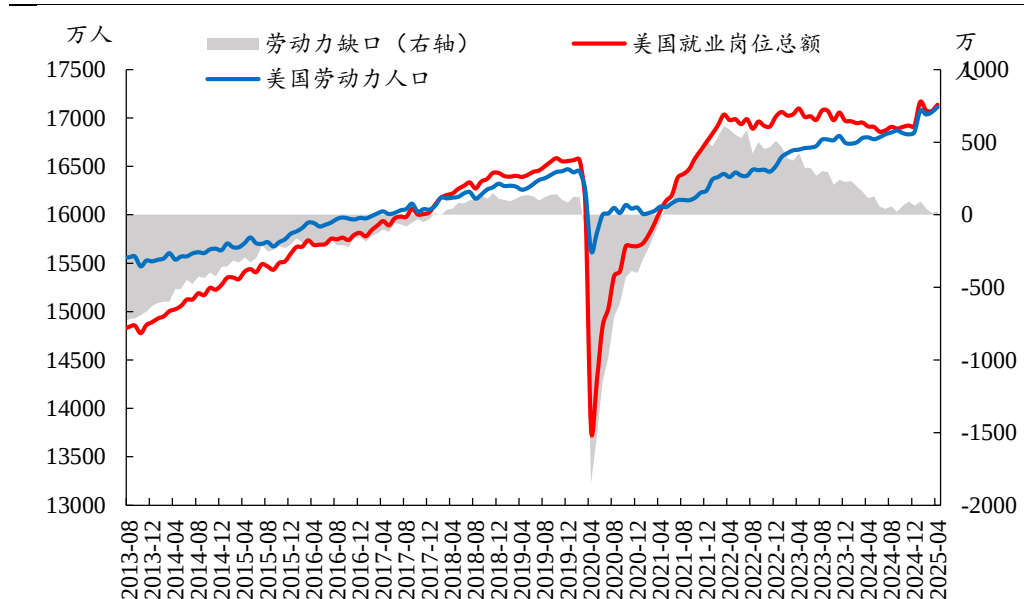
图11：4月职位空缺数、空缺率均上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：4月员工离职率下行、裁员率上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，4月美国总劳动力缺口（就业人数总额+岗位空缺—劳动力人口）较3月回升 10.8 万至 22.5 万，显示当前劳动力市场或仍处较为平衡状态，整体实现了较为充分的就业。

图13：4月美国劳动力缺口略有回升


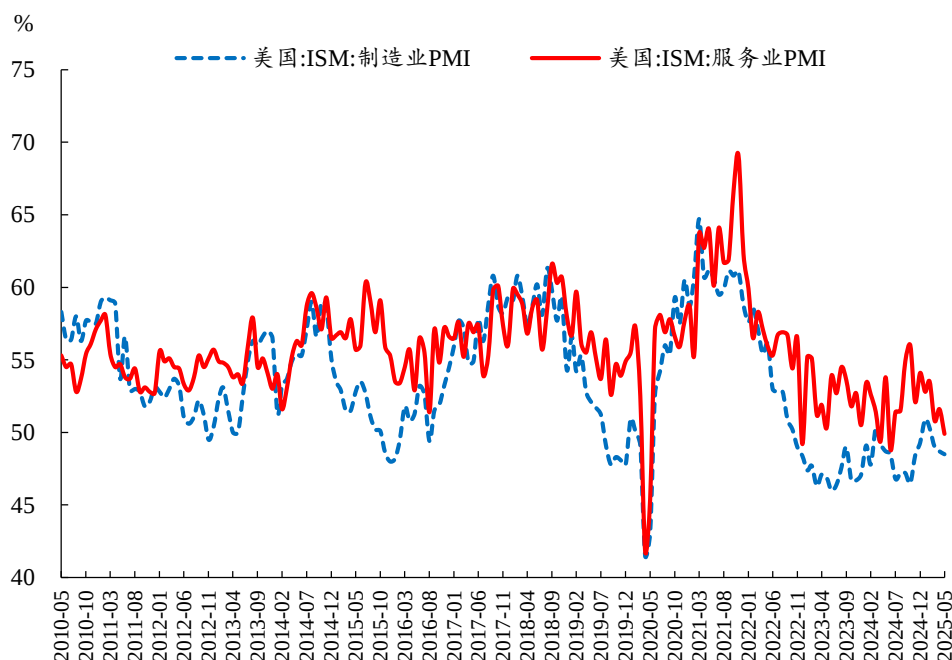
数据来源：FRED、开源证券研究所

2、美国就业数据仍有隐忧，美联储短期或将保持观望

5月非农数据表现相对平稳，缓解了市场对美国经济衰退的担忧，或也将促使美联储在6月继续保持观望。但如前所述，由于就业数据可能下修，美国经济中期下行风险仍需要关注，具体而言：

第一，前期ISM制造业、非制造业PMI数据走弱，引发市场担忧，5月非农或有助于短期缓解对美国经济衰退的担忧。但我们认为，美国就业数据仍有隐忧，经济中期下行的风险仍需要关注。5月美国ISM制造业、服务业PMI分别录得48.5%、49.9%，不仅较4月份全面下滑，且均落入50%荣枯线以下，一度引发市场对美国经济衰退的担忧。随着5月非农就业数据的发布，显示关税对美国就业及经济的冲击需要一定的时间来进行传导，市场对美国经济衰退的担忧或将下降。但如前所述，美国就业数据或将面临不小的下修，整体仍有隐忧。因此当前的非农数据或对美国经济的韧性有所“夸大”。且由于前期美国国债收益率处于较高水平，会导致美国整体的金融环境有一定的收紧，从而压制美国居民的需求端，因此美国经济的中期下行风险仍不容忽视。

图14：5月ISM制造业、服务业PMI落入50%荣枯线以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，对美联储而言，非农就业数据的平稳，或将促使其在6月FOMC上继续观望。对美联储而言，由于关税潜在的通胀作用，在劳动力市场没有出现较大下行压力的情况下，其大概率将会继续观望，保持现有的利率水平不变。我们认为，美联储会在6月FOMC会议上按兵不动，观察经济与通胀形势的变化。而随着关税政策趋于稳定，对经济的影响充分体现，届时若劳动力市场超预期走弱，则通胀也不会成为降息的制约。美联储理事沃勒在近期表示，关税将在“未来几个月”推高通胀，美联储在制定货币政策时，只要通胀预期保持稳定，就会忽略短期内价格上涨的可能性²。基准情形下，美联储或将于4季度开启降息，全年降息1-2次，降息幅度则有可能超过25bp。

² <https://wallstreetcn.com/articles/3748271?keyword=%E6%B2%83%E5%8B%92>

往后看，由于美国经济数据波动相对不大，我们需要关注 5 月 CPI 数据 (6.11)、美国同各国贸易谈判进程以及减税法案的推进。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年4月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn