

五一假期海外市场：强非农再压降息预期

2025 年 05 月 05 日

■ **核心观点：**五一假期海外市场数据公布虽较为密集，但并未给市场带来过大扰动。仍有韧性的美国“核心 GDP”、超预期走强的非农显示当下美国经济并未受到太多关税政策的负面冲击，仍保持“退而不衰”趋势，市场对美联储降息预期延后至 7 月，叠加出现缓和信号的贸易局势，市场风险偏好修复，美股收复 4 月 2 日对等关税前的失地。向前看，我们预期 5 月 8 日的 FOMC 会议料维持利率不变，美联储仍然保持数据依赖的货币政策，5 月 13 日公布的 4 月 CPI 同比或持平 2.4%，为降息提供更好的充分条件。但若关税并未给 Q2 美国经济带来显著负面影响，则美联储 6 月降息难度料更大。

■ **大类资产：**风险偏好修复，降息预期降温；美股、美债利率、美元上涨，金价回落。4 月 28 日至 5 月 2 日当周，10 年美债利率升 7.3bps 至 4.308%，2 年美债利率升 7.6bps 至 3.824%，美元指数升 0.56% 至 100；标普 500、纳斯达克指数分别涨 2.92%、3.42% 至 4 月 2 日对等关税前；现货黄金价格回落至 3240 美元/盎司，全周收跌 2.39%。仍有韧性的美国“核心 GDP”、超预期走强的非农和出现缓和信号的贸易局势让市场风险偏好修复，降息预期降温。

■ **白宫政策：**关税缓和信号频现，贸易局势有所好转。4 月 28 日至 5 月 2 日当周，美国再度释放关税缓和信号，贸易局势有所好转。**政策方面**，特朗普于 4 月 29 日签署两项行政命令，一是对进口汽车免除钢铁和铝的单独关税，以避免不同种类的关税叠加；二是为美国本土生产的整车企业提供税收抵免，以减轻汽车零部件 25% 进口关税的压力，具体减税额度为第一年为整车价值的 3.75%，第二年为 2.5%。**消息方面**，4 月 30 日美国贸易代表格里尔表示将在“几周内而非几个月内达成部分初步贸易协定”。此外据央视新闻消息源，美国正通过多种渠道主动与中方接触，希望与中方就关税问题进行谈判。

■ **美国 GDP：**自 22Q1 来首次转负，但反映经济内生动能的核心 GDP 依旧强劲，需警惕关税扰动对未来居民消费的负面影响。本周公布的美国 25Q1 GDP 数据延续了近期经济数据整体走弱趋势：25Q1 美国 GDP 季环比年率初值录得-0.3%，分析师一致预期-0.2%，前值+2.4%；25Q1 美国核心 PCE 价格指数季环比年率录得+3.5%，预期+3.1%，前值+2.6%。**从分项来看**，反映经济内生动能的消费拉动+1.21%，固定资产+1.34%，合计核心 GDP 拉动+2.55%。GDP 转负主要来自政府（-0.25%）与外贸（-4.83%）拖累。**从结构上看**，25Q1 美国商品进口+50.9%，这与 1-3 月我们看到的消费品进口激增相关。但 25Q1 耐用品消费增速仅录得-3.4%。此外从贡献度来看，25Q1 美国库存拉动+2.25%。这更像是美国企业库存周期的前置，而非居民消费需求的前置。**总体而言**，这是美国 GDP 自 22Q1 以来首次转负。但这两次 GDP 的负增长在结构上都较为相似，均受到较大的进口拖累。反映经济核心增长动能的美国核心 GDP（PDFP，私人国内最终购买，即消费+固定资产投资）在 25Q1 录得+3%。**相对于表观 GDP 引发的衰退担忧，PDFP 仍有韧性的增长意味着美国经济更多是受关税政策扰动，内生性经济增长受到的扰动反而不大。**但需要注意的是，25Q1 美国 GDP 结构清晰展示出，出于对关税的担忧，美国企业正加速进口并前置补库周期，但这并未有效传导到美国居民消费层面。如果外国部门不去承担关税，那么关税负担本质上将由美国居民和企业承担（各自承担的份额取决于企业部门会转嫁多少关税给居民部门）。**偏差的消费预期与耗尽的超额储蓄意味着未来美国居民消费大概率要走向疲软。**

■ **非农就业：**关税扰动暂未体现，“抢进口”或令商贸相关就业不降反升。美国 4 月新增非农就业 17.7 万，预期 13.8 万，前值由 22.8 万下修至 18.5 万，前两个月累计下修 5.8 万；失业率 4.2%，预期与前值均为 4.2%；劳动参与率 62.6%，预期与前值均为 62.5%；时薪环比+0.2%，预期与前值均为+0.3%。**从就业结构上看**，教育医保（+7 万）、商贸运输（+3.2 万）是主要的正贡献。制造业（-0.1 万）、其他服务（-0.1 万）、联邦政府（-

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

《美债天量的到期 vs 供给，哪个更致命？》

2025-04-30

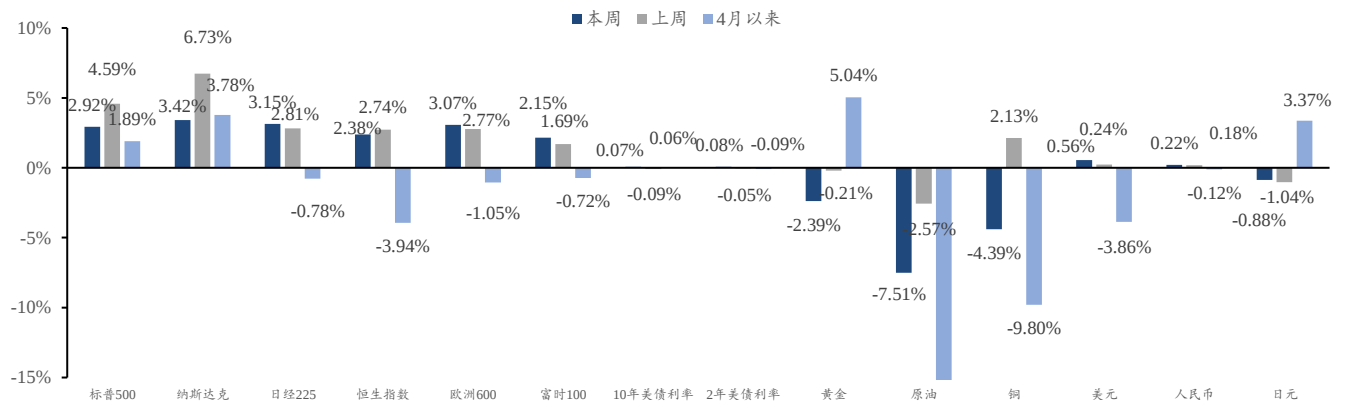
《外需对经济的冲击开始显现——4 月 PMI 数据点评》

2025-04-30

0.9 万) 是主要的负贡献。根据非农官方报告, 1 月以来, 联邦政府雇员累计减少就业 2.6 万。但带薪休假或持续领取遣散费的员工在机构调查中仍计入就业人数。从时薪增速上看, 无论是总体还是生产与非管理者, 制造业部门对 4 月时薪构成主要负贡献。两个口径下增长都较多的是运输仓储与批发贸易, 这或与美国企业“抢进口”相关。总体来看, 特朗普关税扰动下企业招聘并未出现明显“缩水”, 部分行业(如运输仓储)或受“抢进口”影响, 新增就业人数反而较上月明显增长。此外在马斯克宣布将重心更多从政府效率部转移至特斯拉运营后, DOGE 裁员人数未见显著增长, 这或表明政府效率部对联邦政府“瘦身计划”的推进速度有所放缓, 未来 DOGE 对新增非农就业的负面影响料将较为有限。

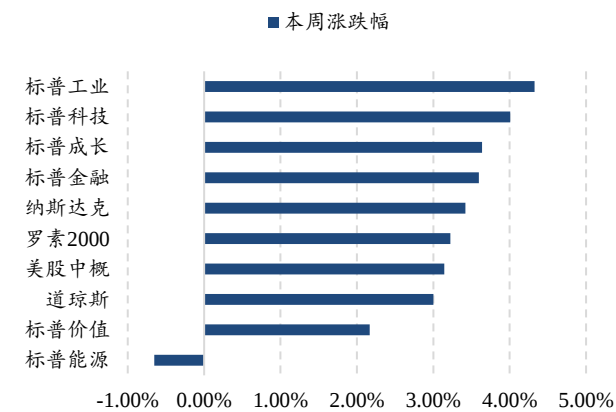
- **风险提示:** 特朗普政策超预期; 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机。

图1: 全球大类资产表现一览



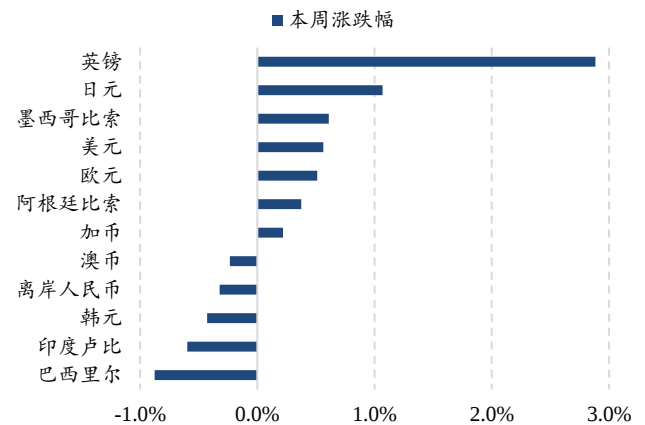
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 美债利率为绝对值变化, 其他为百分比变化幅度

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



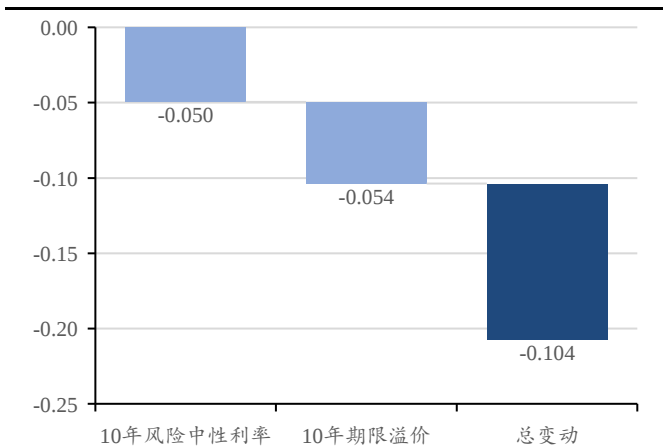
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图4: 10年、2年美债利率与利差



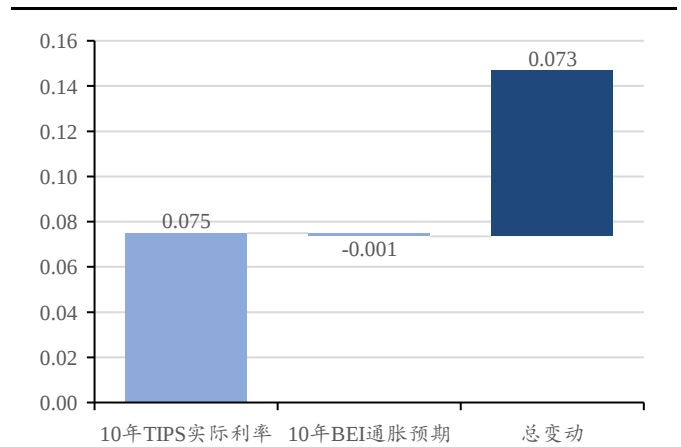
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

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）



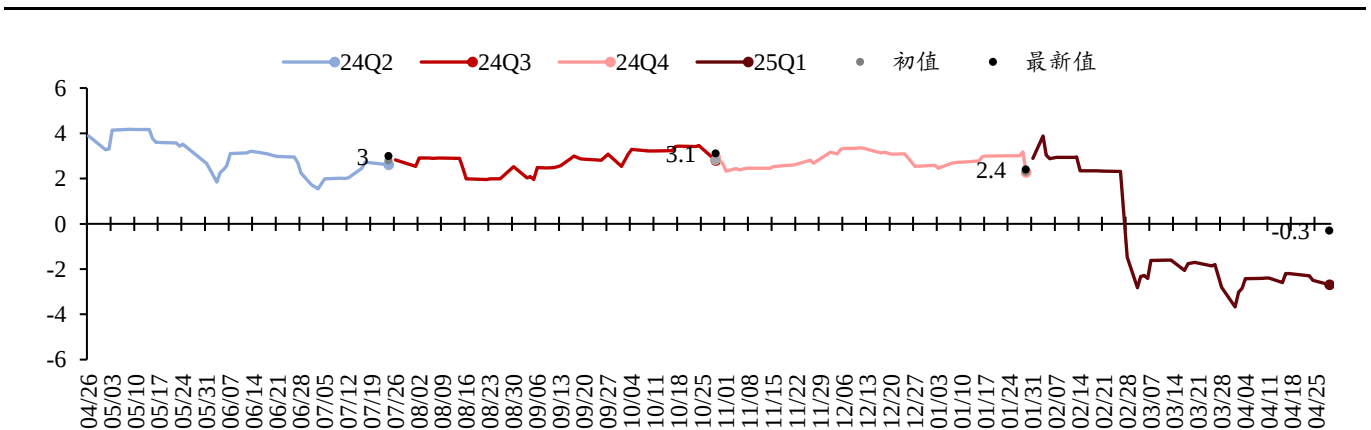
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

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）



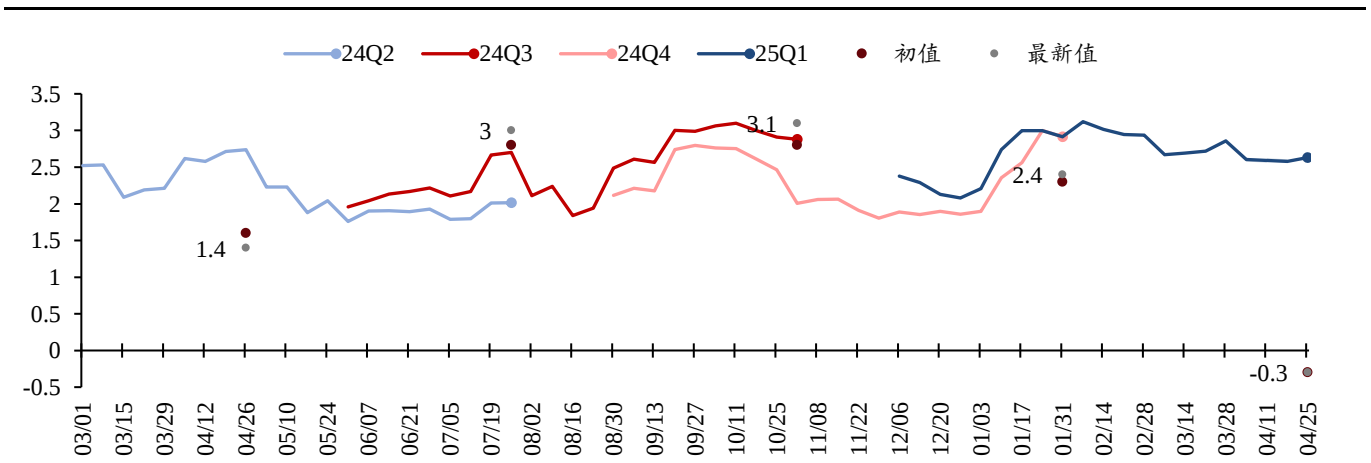
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7：亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近四个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



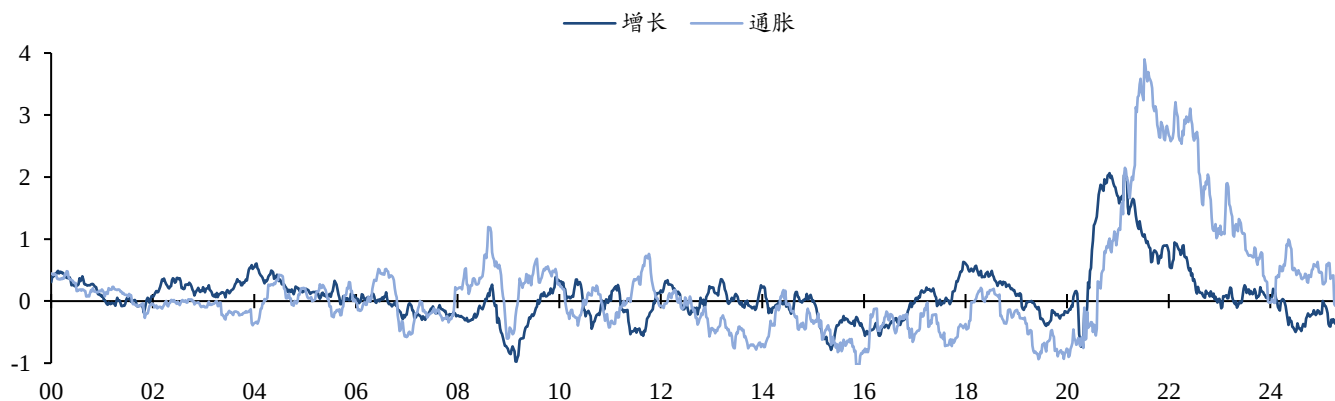
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图8：纽约联储 Nowcasting 模型对最近四个季度美国 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



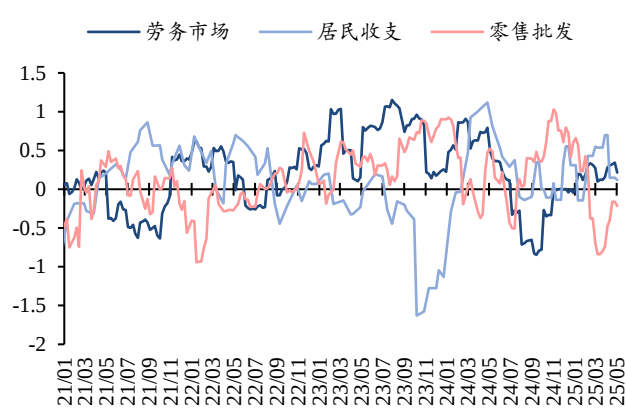
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图10：美国经济意外指数企业部门分项



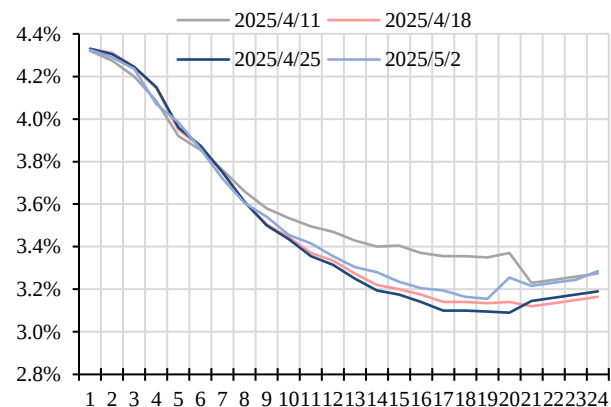
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11：美国经济意外指数家庭部门分项



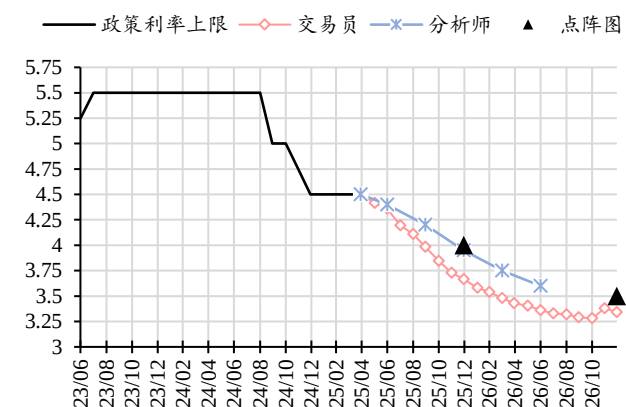
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12：联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



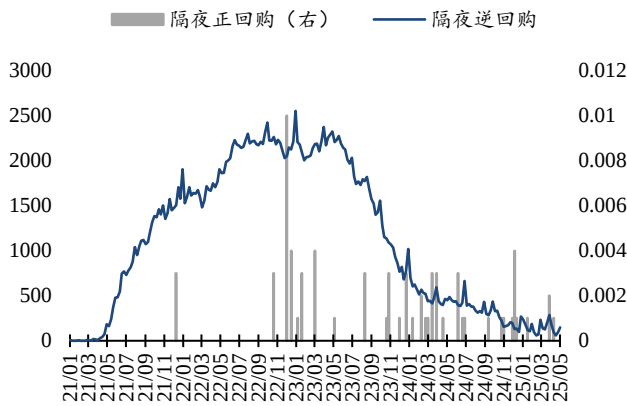
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图13：各方对美国政策利率路径预测



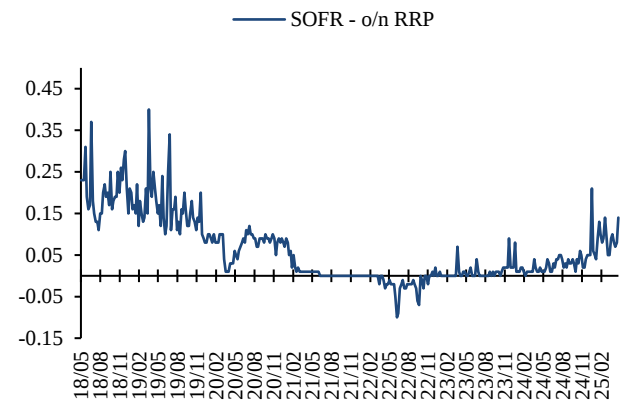
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



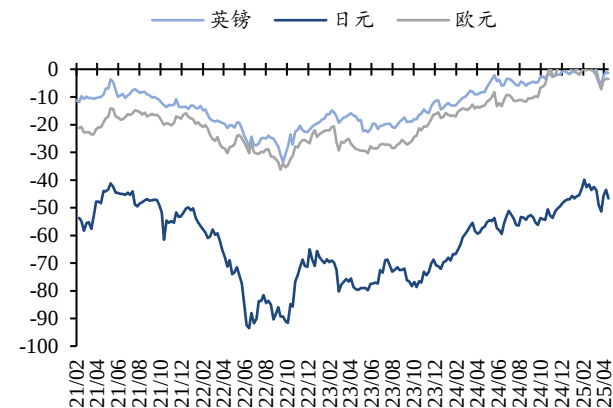
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

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



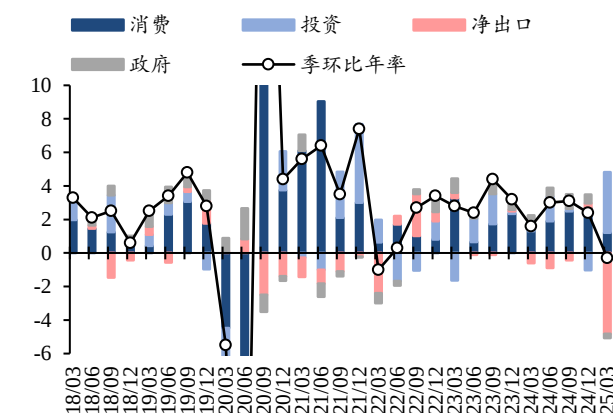
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



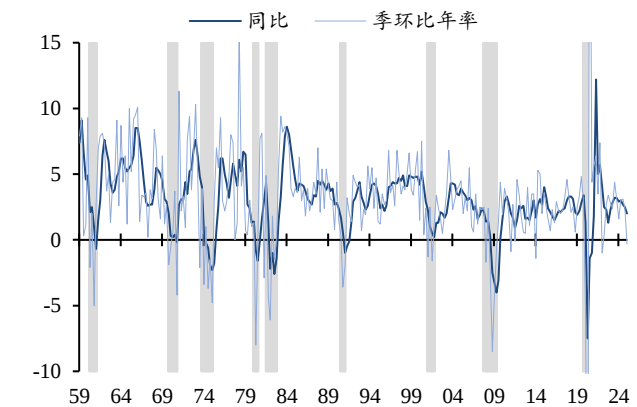
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 美国 GDP 主要分项环比年率增速



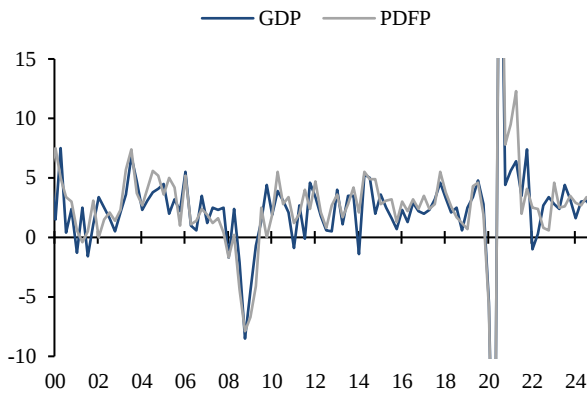
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位为%

图19: 美国 GDP 同比与环比年率增速



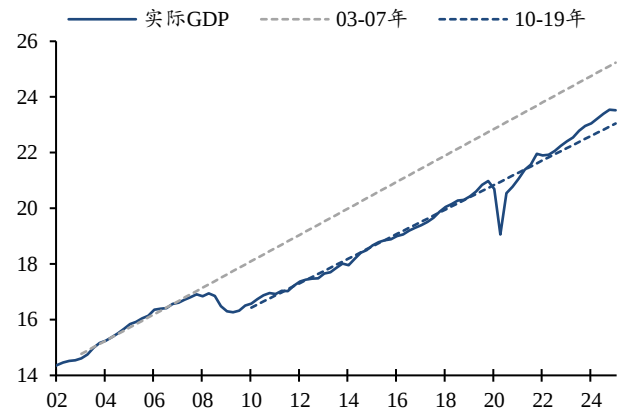
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%, 阴影部分为 NBER 定义的衰退

图20: 美国 GDP 与私人国内最终购买



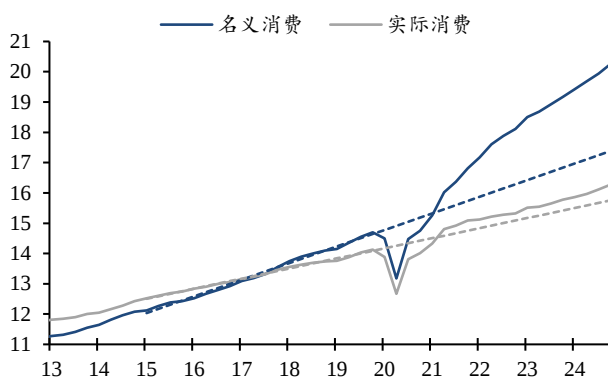
数据来源：彭博，东吴证券研究所；增速为季环比年率

图21: 美国实际 GDP 绝对值



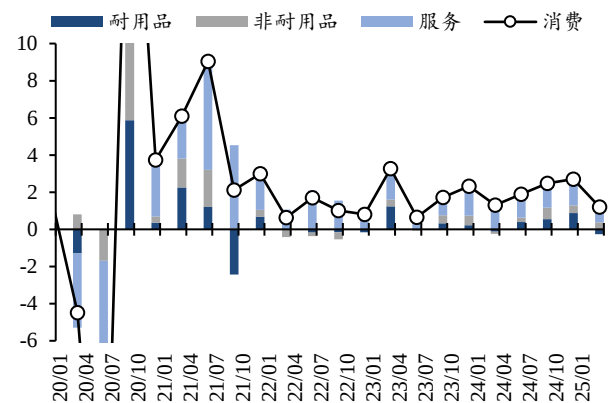
数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位万亿美元

图22: 美国名义与实际个人消费支出



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位万亿美元，虚线为2015-2019年趋势线

图23: 美国个人消费支出主要分项环比年率增速



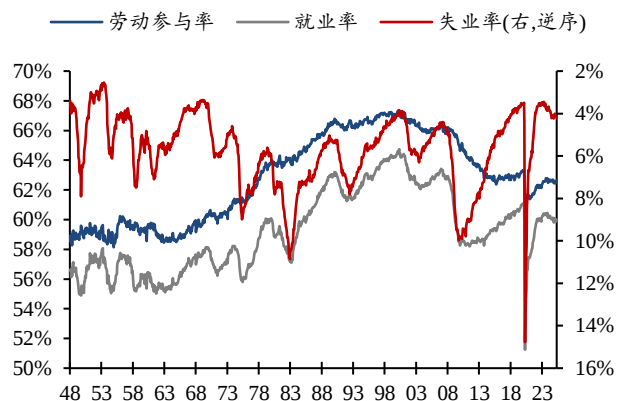
数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位%

图24: 美国当月新增就业人数



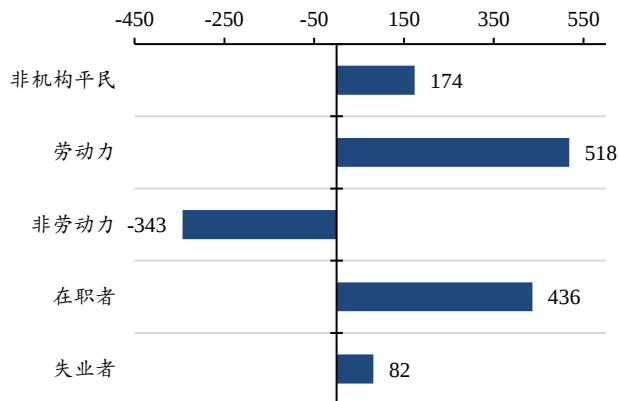
数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位为千人

图25: 美国劳动参与率、就业率、失业率



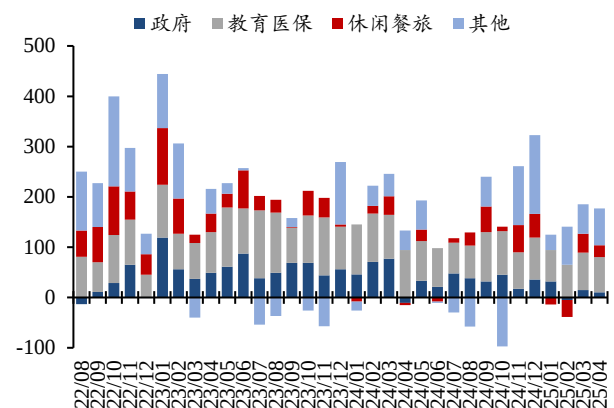
数据来源：彭博，东吴证券研究所

图26: 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27: 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28: 美国季调时薪环比增速

	占比	季调时薪 环比增速	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	2024/03
所有雇员	100.0%		0.17	0.28	0.20	0.42	0.20	0.37	0.42	0.28	0.46	0.20	0.32	0.40	0.23	0.38
商品	16.0%		-0.05	0.60	0.27	0.47	0.28	0.28	0.28	0.39	0.31	0.28	0.48	0.34	0.25	0.57
采矿伐木	0.5%		0.00	0.12	-0.07	0.65	-0.27	0.18	0.20	0.40	0.20	-0.20	0.33	-0.18	0.79	-0.25
建筑	6.1%		0.31	0.23	0.13	0.33	0.41	0.26	0.23	0.57	0.29	0.42	0.26	0.08	0.58	0.59
制造业	9.4%		-0.31	0.83	0.43	0.55	0.20	0.32	0.29	0.23	0.29	0.24	0.59	0.54	0.06	0.54
耐用品	5.8%		-0.37	1.16	0.35	0.74	0.08	0.36	0.39	0.19	0.19	0.28	0.84	0.59	0.00	0.65
机动车&部件	0.7%		-0.54	2.89	0.70	1.50	-0.56	0.91	0.89	0.00	-0.66	-1.30	5.75	0.60	-0.89	0.75
非耐用品	3.6%		-0.13	0.16	0.58	0.26	0.42	0.23	0.16	0.26	0.59	0.13	0.16	0.43	0.20	0.30
服务	84.0%		0.20	0.22	0.20	0.39	0.17	0.40	0.43	0.29	0.46	0.20	0.29	0.40	0.23	0.35
商贸运输	21.5%		0.42	0.62	0.20	0.40	-0.16	0.43	0.40	0.17	0.40	0.10	0.03	0.34	0.07	0.17
批发贸易	4.6%		0.47	0.50	0.42	0.16	-0.16	0.40	0.21	-0.03	0.21	0.13	0.05	0.13	0.11	0.48
零售贸易	11.5%		0.55	0.92	0.28	0.44	-0.28	0.81	0.57	0.20	0.37	0.08	-0.04	0.49	-0.08	-0.12
运输仓储	5.0%		0.45	0.42	0.16	0.26	0.06	0.23	0.29	0.26	0.33	0.07	0.20	0.23	0.03	0.30
信息技术	2.2%		0.97	-0.14	0.12	0.71	-0.70	-0.16	2.14	0.26	0.70	0.34	0.59	0.24	-0.14	0.39
金融活动	6.8%		0.47	0.53	0.32	0.45	0.43	0.13	0.50	0.02	0.53	0.24	0.09	0.53	0.27	0.36
专业商业服务	16.6%		0.07	0.16	0.28	0.21	0.39	0.61	0.47	0.59	0.57	0.14	0.45	0.41	0.31	0.43
教育医保	20.0%		0.23	-0.20	0.11	0.34	0.23	0.46	0.23	0.43	0.35	0.29	0.35	0.41	0.35	0.38
休闲餐饮	12.5%		0.00	0.58	0.18	0.58	0.31	0.27	0.32	0.27	0.36	0.23	0.32	0.32	0.14	0.41
其他服务	4.4%		0.12	-0.58	0.00	0.56	0.25	0.16	0.44	0.19	0.38	0.60	0.19	0.54	0.38	0.42
生产&非管理岗	100.0%		0.32	0.16	0.36	0.42	0.29	0.30	0.36	0.36	0.33	0.33	0.33	0.40	0.17	0.44
商品	16.0%		0.16	0.63	0.22	0.60	0.41	0.19	0.25	0.64	0.22	0.48	0.36	0.32	0.10	0.49
采矿伐木	0.5%		-0.35	0.30	1.01	-0.35	0.82	0.55	-0.16	0.44	-0.36	0.39	-0.30	0.14	0.19	-0.88
建筑	6.1%		0.49	0.33	0.27	0.36	0.47	-0.03	0.25	0.75	0.56	0.42	0.28	0.17	0.17	0.51
制造业	9.4%		-0.24	0.80	0.21	0.88	0.39	0.53	0.21	0.43	-0.04	0.58	0.40	0.44	0.22	0.37
耐用品	5.8%		-0.59	1.13	0.27	1.04	0.27	0.57	0.20	0.31	-0.14	0.75	0.45	0.45	0.24	0.56
机动车&部件	0.7%		-0.27	1.83	0.78	1.08	-0.22	1.77	0.29	0.94	-2.04	1.98	1.12	0.50	0.36	-0.49
非耐用品	3.6%		0.38	0.27	0.11	0.54	0.66	0.43	0.35	0.63	0.04	0.39	0.32	0.56	0.16	0.08
服务	84.0%		0.39	0.07	0.36	0.39	0.26	0.33	0.40	0.30	0.37	0.30	0.34	0.37	0.24	0.37
商贸运输	21.5%		0.38	0.49	0.23	0.53	0.00	0.50	0.31	-0.08	0.27	0.04	0.23	0.12	-0.04	0.35
批发贸易	4.6%		0.88	0.03	0.35	0.32	-0.41	0.83	0.48	-0.13	0.16	0.10	0.00	0.06	0.22	0.39
零售贸易	11.5%		-0.14	0.75	0.28	0.47	0.14	0.62	0.14	-0.05	0.29	-0.05	0.14	0.34	-0.34	0.53
运输仓储	5.0%		0.74	0.74	0.10	0.54	0.17	0.20	0.07	0.03	0.27	0.14	0.55	0.00	-0.03	0.03
信息技术	2.2%		0.05	1.16	0.64	1.06	-0.26	-0.07	2.45	0.02	0.05	0.02	0.20	0.17	-0.59	0.81
金融活动	6.8%		0.41	0.44	0.47	0.33	0.64	-0.11	0.17	0.44	0.50	0.22	0.25	0.39	0.28	0.40
专业商业服务	16.6%		0.30	0.14	0.41	0.05	0.25	0.25	0.67	0.67	0.53	0.48	0.37	0.60	0.23	0.40
教育医保	20.0%		0.31	-0.03	0.31	0.50	0.44	0.31	0.22	0.38	0.41	0.25	0.48	0.61	0.29	0.42
休闲餐饮	12.5%		-0.05	0.15	0.30	0.40	0.40	0.66	0.10	0.05	0.26	0.20	0.41	0.26	0.52	0.16
其他服务	4.4%		0.46	-0.63	0.53	0.25	0.28	0.32	0.50	0.61	0.36	0.58	0.33	0.26	0.55	0.30

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>