

5月非农数据点评

拐点来了吗？

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：	田地	0755-81982035	tiandi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090003
证券分析师：	邵兴宇	010-88005483	shaoxingyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070001
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

事项：

美东时间6月5日，美国劳工部统计局（BLS）发布5月非农就业报告。新增非农就业人数为17.2万，超过市场预期的8-8.5万人，上月数据亦上修至17.9万。失业率录得4.3%，与上月持平，符合预期。

评论：

就业超预期，加息预期重新升温。5月美国新增非农就业17.2万人，大幅超出市场预期的8-8.5万人，前两月数据合计上修9.3万。从结构上看，夏季旅游消费启动、餐厅度假区季节性招工带动休闲和酒店业贡献7.0万，教育和医疗延续稳定扩张，成为本月非农最大贡献项。信息业则在科技裁员与新创企业涌现的两股力量拉扯下小幅负增。失业率维持在4.3%，与上月持平。薪资增速较上月略有回落，工资-价格螺旋尚未形成。整体来看，这份超预期的就业报告让市场对年内加息的定价明显提前。

在就业市场超预期、美伊冲持续的背景下，美联储货币政策的方向似乎不该有太多悬念。近期沃勒、卡什卡利等联储理事持续释放鹰派信号。沃什本人也是鹰派领袖，他在伯南克任内就以对通胀高度警惕著称，彼时面对的还是“低通胀、高增长”的理想组合，当下处境远比那时复杂，沃什更无偏软的理由。市场目前定价年内12月加息，**但我们维持年内不加不降的判断。**这一轮与2022年最根本的不同在于，彼时疫情后的财政刺激红利对需求端形成有力支撑，通胀背后有真实需求作为基础；而当下需求基础远比那时脆弱，加息只会加速经济下行，而非真正压制通胀。

6月是年内最值得关注的预期定价窗口，美联储无法有所作为，白宫反而将成为改变局面的关键变量。就业数据发布后，日元再度破160，欧洲央行与日本央行本月均倾向加息，全球货币政策协同偏鹰之际，美联储却难有作为。**真正能打破僵局的反而在白宫。**内忧外患之下，**特朗普有充分动机在这一关键节点推动霍尔木兹海峡恢复畅通**，油价下行既能压制通胀、为降息打开空间，又能为其经济政策加分。从近期外交动向看，谈判壁垒并不算高，我们认为海峡局势出现实质性缓和的时间窗口已经不远。这是一个胜率不高、但一旦发生预期将带来剧烈重定价的尾部事件，需要高度警惕。

我们判断，基准情形下，美股将进入震荡区间，若海峡局势近期难解，美股不排除迎来向单边下行拐点的实质性切换。数据发布当日，纳指大跌4.18%，利率易上难下压制估值，高盈利预期与疲软的消费基本面之间的裂口将逐步收敛，科技股首当其冲；美债在4.5%附近拉锯，商品普遍承压，黄金避险溢价难以持续。**唯一的正向催化剂仍是地缘缓和**，若霍尔木兹局势出现实质性转机，降息预期重燃，铜、锡等人工智能基础设施相关金属将率先反弹，届时市场定价将迎来一次方向性修正。

图1: 非农数据总览

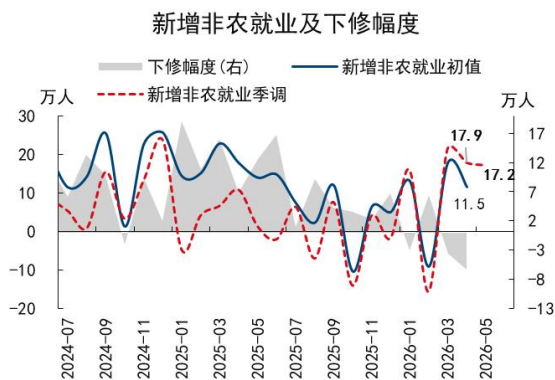
行业类别	5月新增就业				5月存量就业		5月平均薪资		
	5月新增 [万人]	上月新增 [万人]	变化	近一年新增 趋势	5月存量 [万人]	近一年存量 趋势	5月平均时 薪[美元]	同比增速	近一年时薪 同比增速
新增非农就业人数	17.20	17.90	-0.7		—	—	—	—	—
私营部门	12.00	17.70	-5.7		13561.4		36.7	3.4%	
* 商品生产	2.80	1.40	1.4		2155.5		38.6	4.2%	
* 采矿业	0.40	0.50	-0.1		61.3		41.6	3.5%	
* 建筑业	1.70	0.90	0.8		833.7		41.2	4.4%	
* 制造业	0.70	0.00	0.7		1260.5		36.7	4.0%	
* 服务生产	9.22	16.30	-7.1		11405.9		37.3	3.3%	
* 金融	-2.20	-0.60	-1.6		910.4		49.2	3.7%	
* 信息	-0.20	-0.80	0.6		278.3		55.4	5.8%	
* 专业和商业服务	0.60	2.20	-1.6		2246.8		45.6	3.6%	
* 运输仓储业	0.06	3.93	3.9		659.8		32.5	3.5%	
* 休闲和酒店业	7.00	3.00	4.0		1707.9		23.6	4.0%	
* 批发业	-0.37	-0.18	-0.2		604.6		40.0	3.5%	
* 零售业	-0.11	2.35	2.5		1545.8		26.2	3.7%	
* 公共事业	0.14	0.10	0.0		60.8		55.3	6.6%	
* 教育和医疗	4.00	5.40	-1.4		2788.6		36.3	2.2%	
* 其他服务业	0.30	0.90	-0.6		603.0		33.9	3.1%	
政府部门	5.20	0.20	5.0		2127.0		—	—	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 非农超预期回升, “好消息” 即为 “坏消息”

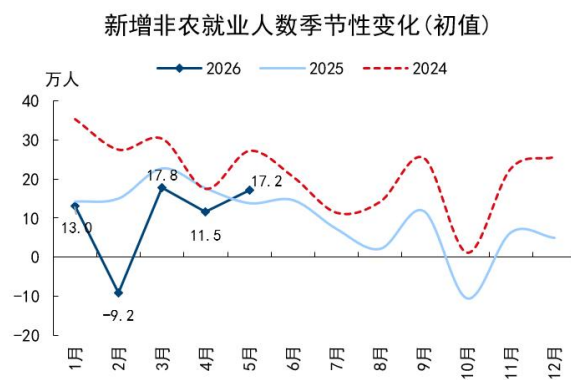
5月美国新增非农就业17.2万人, 较上月的11.5万人明显回升, 且大幅超出市场预期的8-8.5万人。前两个月数据合计上修9.3万人, 强化了读数的超预期带来的市场穿透力。这与去年下半年以来就业偏软、月均不足10万的基本印象形成明显落差。数据公布后, 市场迅速交易“好消息(强就业)即坏消息(加息)”逻辑。10年期美债收益率跳升突破4.5关键点位。标普500和纳斯达克开盘后下跌逾1%。

图2: 新增非农就业趋势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

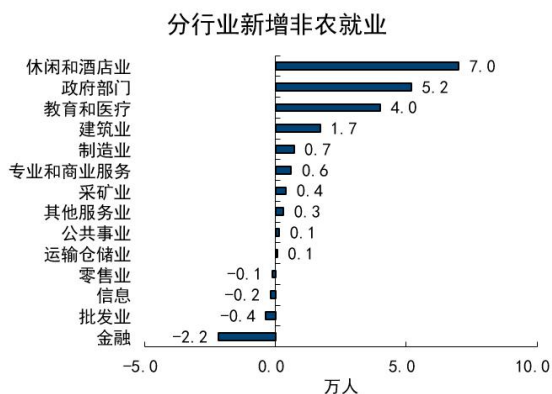
图3: 新增非农就业季节性因素



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

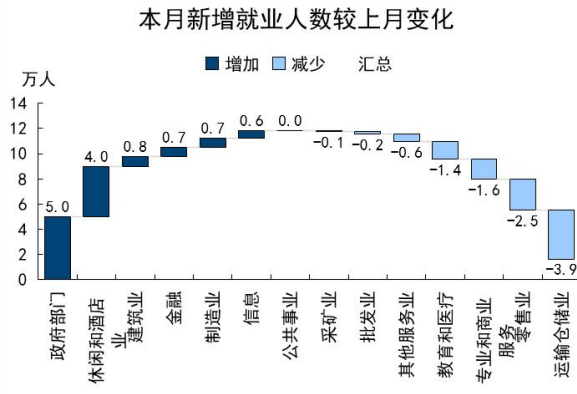
从结构上看, 本月就业增长普遍分布在多个行业中。其中, 休闲和酒店业(7.0万人)是最大贡献项, 5月是美国夏季旅游消费的启动节点, 餐厅、度假区、游乐场集中开始季节性招工; 教育和医疗(4.0万人)继凯撒医疗事件后延续增长, 仍是最具含金量的支撑项。与此同时, Challenger 数据显示5月科技公司宣布裁员3.8万人, 达近两年单月最高, AI对就业的替代作用仍是首要原因; 另一边, 围绕AI Agent的新创企业正在密集涌现, 信息业(-0.2万人)就业在两股力量的拉扯下, 呈现出小幅收缩的特征; 批发业(-0.4万人)和零售业(-0.1万人)小幅走弱; 金融业(-2.2万人)收缩幅度扩大。

图4：分行业新增非农就业



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：本月新增就业人数较上月变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

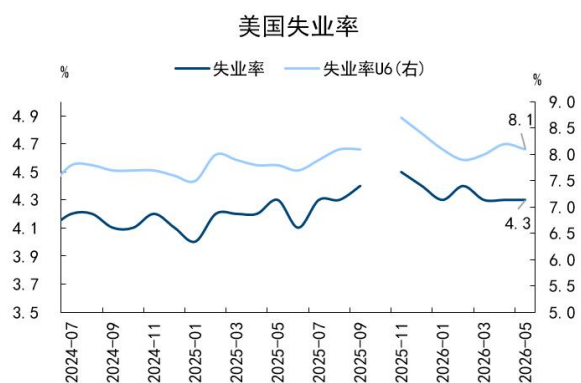
◆ 失业率平稳，工资-价格螺旋尚未显现

5月失业率维持4.3%的水平，U6广义失业率小幅回落至8.1%，整体复合预期。失业率已连续数月在4.3%-4.5%区间窄幅震荡。但我们认为劳动参与率的走势更值得关注，该读数自去年年底开始急剧下滑，至今年初已跌至61.8%，创2021年10月以来的新低。这表明在失业率的“稳定”背后，劳动力的主动退出成为不可忽视的愿意。

分人群看，黑人失业率为7.3%回落至6.6%，是本月最显著的边际改善；亚裔则从3.3%小幅上行至3.8%，或与科技行业裁员持续波及有关。暂时性失业同比转负（-11.5%），辞职者同比跳升至29.8%，主动离职意愿回升。非暂时性失业同比仅小幅走高1.0%，大规模永久性裁员暂未成势，但联邦裁员与AI替代的滞后效应仍需持续跟踪。

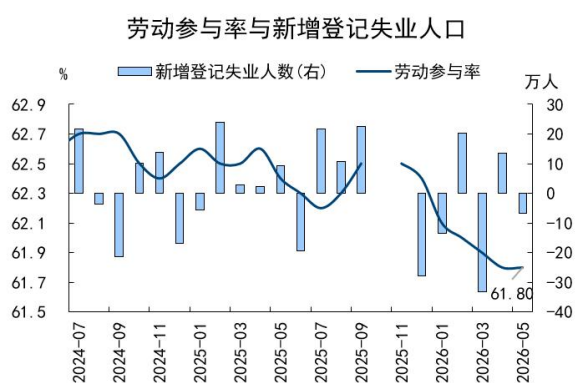
薪资下降，通胀在美伊冲突的能源压力下却存在上行风险，工资-价格螺旋尚未显现。5月私营部门时薪同比增长3.4%，较上月小幅回落，延续温和下行趋势。商品生产部门4.2%，服务业3.3%，均处于近一年相对低位。对照4月CPI同比3.8%，工资与通胀相互强化的螺旋目前尚未出现。

图6：美国失业率



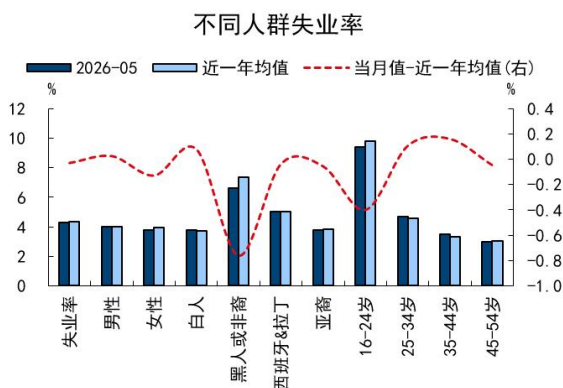
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：美国劳动参与率与新增登记失业人数



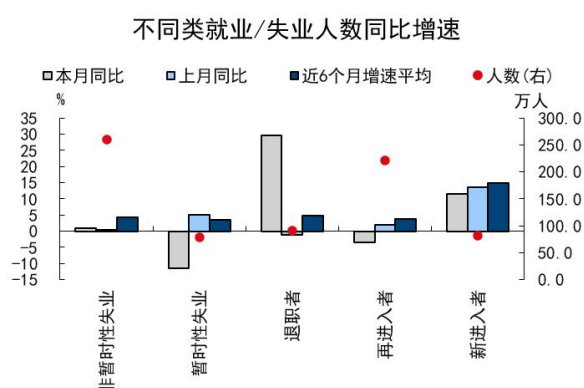
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：不同人群失业率



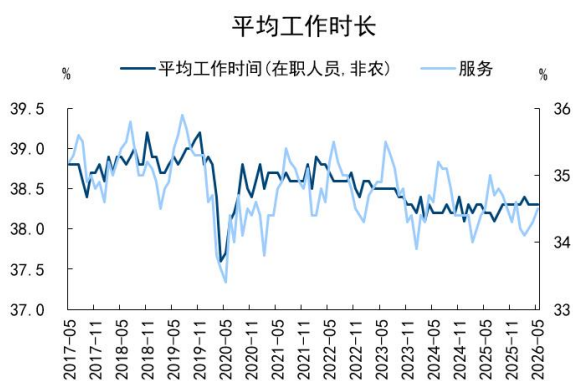
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：不同类就业/失业人数同比增速



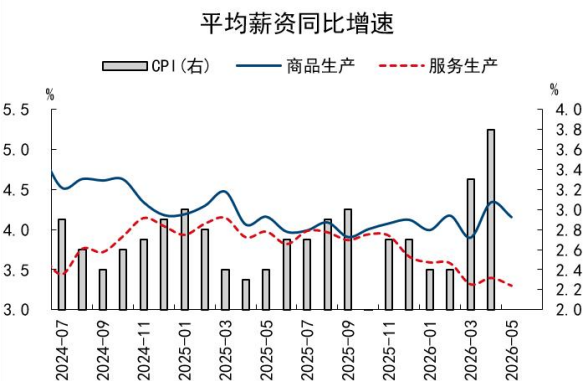
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：非农平均工作时长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：非农平均时薪增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 地缘或是扭转预期的关键变量

这份非农报告落地的时机格外微妙。美联储新主席沃什于5月22日正式就任，12天后将主持上任后的首次FOMC会议。就在数据公布后，美债收益率突破4.5%关键点位，美股近两日走势疲软，AI相关板块明显走弱；大洋彼岸，日元再度破160，欧洲央行深受美伊战争推升油价之苦，全球主要央行6月政策取向普遍偏鹰。内忧外患之下，沃什的首秀难言轻松。我们判断，6月会议大概率维持利率不变。但当前通胀持续高于目标、就业数据连续超预期，美联储既无理由释放鸽派信号，也难以主动压制市场已然升温的加息预期。我们认为沃什首秀将展示“不作为的鹰派立场”。

一方面，美联储内部鹰派声音早已形成合力。沃勒、卡什卡利近期持续释放鹰派信号，4月议息会议更出现罕见的多票分歧。美联储终究是一个委员会，主席一人说了不算，沃什上任前谈及“减少前瞻指引”、关注通胀尾部风险，但这改变不了机构已然偏鹰的基本取向。

另一方面，沃什接替米兰的席位，但与米兰的鸽派立场截然不同。他上任之前之所以预判降息空间，是基于AI天然具有通缩效应的判断，那是战争爆发之前的逻辑。美伊冲突伊利，能源价格冲击已成既成事实，通胀优先自然取代增长成为核心关切。更何况伯南克时代面对的是“低通胀、高增长”的理想组合，沃什仍对通胀如履薄冰；当下的处境远比那时复杂，沃什没有任何理由放鸽。

真正能改变市场预期走向的变量，反而在白宫。特朗普有强烈的动机主动推动霍尔木兹海峡恢复畅通。油价下行既能压制通胀、为降息打开空间，又能为其经济政策加分。从近期外交动向看，谈判壁垒并不算高，我们认为海峡局势出现实质性缓和的时间窗口已经不远。

图12: CME 利率期货数据

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/6/17	0.0%	0.0%	1.7%	98.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	1.5%	88.0%	10.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	1.1%	63.9%	32.1%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.8%	50.0%	39.1%	9.4%	0.6%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.5%	31.6%	43.2%	20.5%	3.9%	0.2%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.4%	25.2%	40.8%	25.2%	7.3%	1.0%	0.1%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.3%	18.0%	36.3%	29.7%	12.5%	2.8%	0.3%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.3%	15.4%	33.5%	30.7%	15.1%	4.3%	0.7%
2027/6/9	0.0%	0.0%	0.2%	15.1%	33.2%	30.7%	15.4%	4.5%	0.8%
2027/7/28	0.0%	0.0%	0.2%	14.9%	33.0%	30.8%	15.6%	4.6%	0.8%
2027/9/15	0.0%	0.0%	1.3%	16.2%	32.8%	29.7%	14.8%	4.3%	0.8%
2027/10/27	0.0%	0.6%	8.1%	23.8%	31.4%	22.8%	10.0%	2.7%	0.4%
2027/12/8	0.1%	2.3%	11.7%	25.6%	29.4%	19.9%	8.3%	2.2%	0.4%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

6月是年内值得高度关注的资产定价窗口。美债收益率在加息预期升温与通胀风险共振下易上难下，4.5%或难守住；利率重定价的压力同步传导至权益市场，高估值科技股首当其冲，美股估值中枢面临下修压力。股债双杀的格局下，商品亦难独善其身，黄金在实际利率上行、美元走强的双重压制下，近期的避险溢价已被持续消化。

唯一的变量仍是地缘。若特朗普近期真的促成霍尔木兹海峡重新畅通，油价回落将同步改写通胀叙事，降息预期骤然重燃，股债双杀的格局将被迅速扭转。这是一个胜率不高、但一旦发生预期变化极为剧烈的尾部事件，需要保持警惕。彼时，油价下行将同步压低成本，多头逻辑从需求、供给、成本三端同时得到强化。

◆ 风险提示

海外经济体政策不确定性，外部需求下滑。

相关研究报告：

《5月PMI数据解读：制造业守住荣枯线，外需显著下滑》——2026-05-31

《多资产周报：美联储5月末政策真空，大类资产再定价启幕》——2026-05-31

《宏观经济周报：5月外需韧性不改，内需仍在筑底》——2026-05-31

《多资产周报：美债风暴里的黄金》——2026-05-24

《宏观经济周报：放缓中的分》——2026-05-23

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称

报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032