



研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
分析师:高晓洁
SAC 登记编号:S1340526020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《特朗普的执念：危险的新门罗主义》
- 2026.05.25

宏观观点

海外宏观周报：非农数据强化紧缩预期

● 核心观点

上周五公布的美国5月非农就业数据明显强于市场预期，推动美债收益率快速反弹，叠加博通财报表现不及市场预期，市场对AI产业链业绩兑现能力的担忧升温，美股科技板块出现大幅调整，纳指单日跌幅超过4%。从行业结构看，在科技股大幅回撤的同时，美股地产、消费、医疗等板块表现相对坚挺，带动道琼斯指数跌幅明显小于纳指，市场呈现出较为典型的高低切特征。

此前，在美伊冲突缓和以及一季度财报超预期的共同推动下，美股上涨行情主要集中在科技行业。表面上看，本轮调整由非农数据超预期、收益率上行触发，但无论是长端还是短端美债收益率，相较5月末并未出现显著抬升。因此，非农数据只是下跌的导火索之一，核心原因仍在于前期科技股涨幅过大、交易拥挤度过高，以及市场对于AI相关企业业绩不及预期的担忧。

往后看，我们认为美国通胀可能会低于市场预期，市场对加息的定价可能过于激进。就业市场未必如本次非农数据所显示的那样强劲，5月新增就业主要集中在酒店、娱乐行业，一定程度上受到世界杯赛事的影响，地方政府就业大幅增长的持续性也有待观察。相比之下，金融等高薪行业就业人数明显下降，显示劳动力需求并未全面扩张。从收入端看，薪资增速温和放缓，尚不足以支持工资-通胀螺旋形成。

● 风险提示：

若地缘冲突再度升级并推升油价，通胀压力可能加大，市场对美联储进一步加息的定价或继续升温，科技股持续面临调整压力。

目录

1 海外宏观事件与数据跟踪.....	4
2 美联储观点跟踪.....	7
3 风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 美国新增非农就业人数 (千人)	5
图表 2: 美国失业率 (%)	5
图表 3: 美国劳动力参与率 (%)	5
图表 4: 美国平均时薪 (美元)	5
图表 5: 美国非农就业细分行业 (千人)	5
图表 6: 美国初请失业金人数 (万人)	6
图表 7: 美国续请失业金人数 (万人)	6
图表 8: 美国 PMI 指数.....	6
图表 9: 欧元区 CPI 变化 (%)	6
图表 10: 市场预期今年 12 月将加息一次	8

1 海外宏观事件与数据跟踪

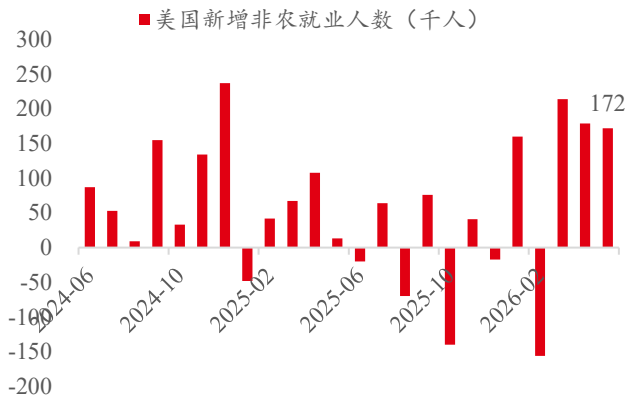
上周五，美国劳工部数据显示，5月新增非农就业17.2万人，远超市场预期的8.5万人。5月失业率为4.3%，与前值基本持平。劳动力参与率16岁及以上为61.8%，25-54岁为83.9%，保持稳定。平均时薪环比上涨0.3%，同比上涨3.4%，较前月的3.6%有所放缓。这与细分行业的就业变化相符。高薪的金融业就业有所减少，而休闲酒店业新增7.0万人，建筑业新增1.7万人，制造业新增0.7万人，政府部门新增5.2万人，结构性分化较为明显。

该数据公布后，美债收益率全线跳升，市场对美联储年内重启加息的押注明显升温：2年期美债收益率上行约12个基点至4.16%，10年期美债收益率上行约6个基点至4.54%，市场加息预期上调。现货黄金下跌3.3%；美股三大指数集体收跌，道琼斯工业指数下跌1.35%，标普500指数下跌2.64%，纳斯达克指数重挫4.77%，罗素2000小盘股指数亦下跌3.47%。行业层面，半导体和存储芯片板块明显加剧了当日跌势，费城半导体指数暴跌10.3%；逆势收涨的则主要是日常消费、医疗保健等防御类板块。

贸易政策方面，美国贸易代表格里尔提出两套新301条款关税方案。第一套拟对约60个贸易伙伴征收至少10%的关税，实质上是接替将于7月到期的122条款10%关税。

其他经济数据方面，上周初请失业金四周移动平均为21.4万人，续请失业金四周移动平均为177.7万人，均处于相对低位。5月ISM服务业PMI为54.5，制造业PMI为54.0，均处于扩张区间，进一步支撑经济软着陆预期。欧元区5月HICP同比上涨3.2%，核心HICP同比上涨2.5%，通胀仍高于目标。

图表1：美国新增非农就业人数（千人）



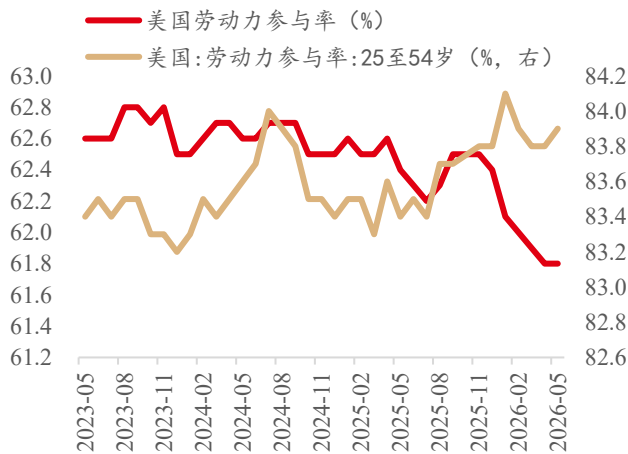
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：美国失业率（%）



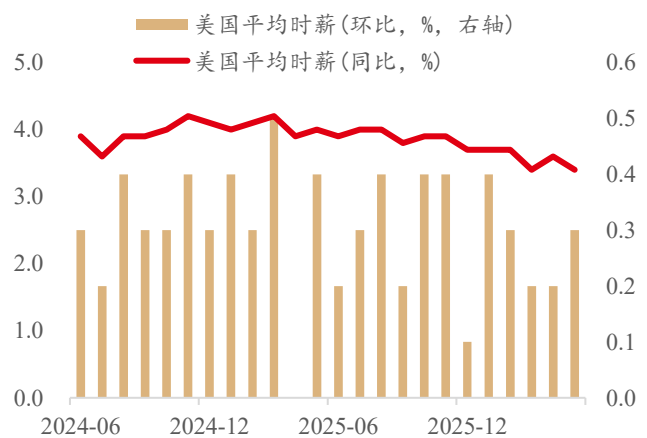
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：美国劳动力参与率（%）



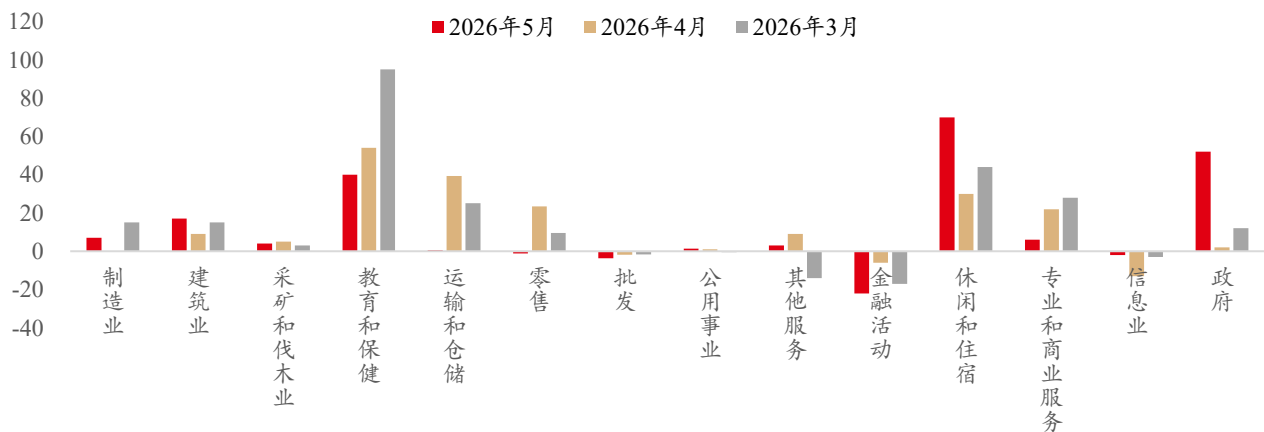
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：美国平均时薪（美元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表5：美国非农就业细分行业（千人）



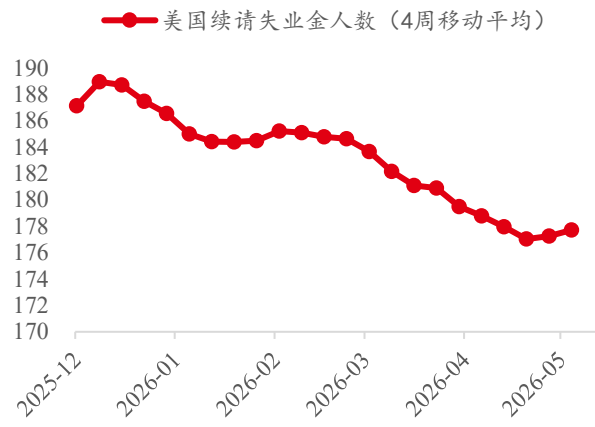
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6: 美国初请失业金人数 (万人)



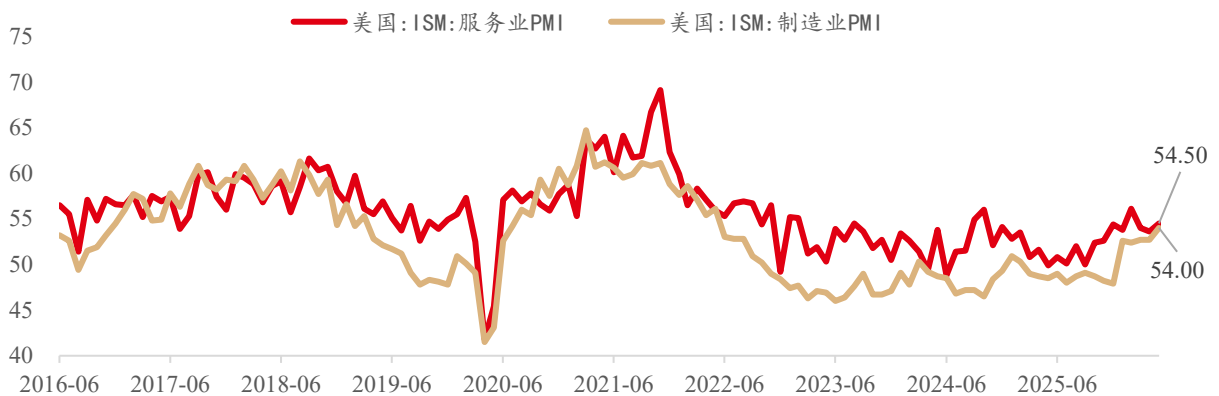
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表7: 美国续请失业金人数 (万人)



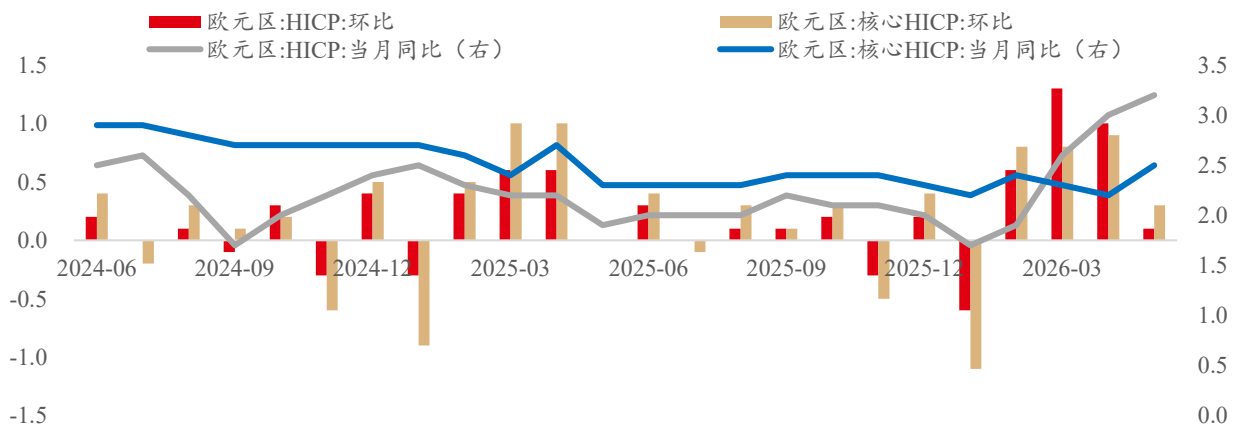
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表8: 美国 PMI 指数



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表9: 欧元区 CPI 变化 (%)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. 美联储理事鲍威尔：

在“肯尼迪勇气奖”颁奖典礼上，鲍威尔强调了针对免职美联储官员的法律保护措施，并特别指出，行政部门应在 12 家联邦地区联储主席的遴选或监督中不扮演任何角色，这些地区联储主席与由总统任命的美联储理事会成员共同对利率进行投票表决。鲍威尔呼吁，尽管美联储需要持续革新，但必须维护现有制度。

2. 明尼阿波利斯联储主席卡什卡利：

卡什卡利表示，目前高通胀是她最关注的问题，降低通胀仍是首要任务，通胀已连续五年多高于 2% 目标。她表示，美国经济整体显示出较强韧性，当前利率政策是合理的，但如果本已高企的通胀压力继续加剧，美联储可能很快需要提高利率。

3. 克利夫兰联储主席哈玛克：

美联储哈玛克表示，坚定致力于将通胀率恢复至 2% 的目标，担忧通胀持续高企的风险。尽管目前维持利率稳定是合理的，但如果高通胀持续或趋势不降温，美联储可能需要尽快调整，以避免通胀在经济中根深蒂固。就业市场整体稳定，失业率接近充分就业水平，但新增就业乏力，市场大致处于平衡状态。经济面临多重推动通胀上行的因素，包括能源剧烈冲击、国际局势及战争等不确定性，即使战争迅速结束，仍可能产生持久干扰。不过，目前尚未看到通胀预期上升的迹象。哈玛克还提到，高收入群体经济表现良好，而低收入家庭面临困境；企业对诸多变化展现出韧性，但经济不确定性极高，下次 FOMC 会议将进行激烈辩论。此外，她关注多项通胀指标，认为通胀可能需要政策帮助才能回到 2%，并对人工智能作为劳动者的补充持乐观态度。

4. 美联储理事巴尔：

巴尔表示，当前政策是合适的，大概率将在一段时期内维持现有水平。他指出，通胀率仍持续高于美联储 2% 的目标，就业市场似乎正在趋于稳定。巴尔还强

调，在考虑进一步降息之前，需要看到商品和服务价格通胀持续回落的证据。他警告称，中东持续冲突带来的能源冲击加剧了控制通胀的难度。此外，巴尔批评了近期放宽华尔街银行监管的趋势，认为此举大幅削弱了银行监管与督导力度，会增加金融稳定风险。

5. 达拉斯联储主席洛根：

洛根表示，当前金融环境宽松，劳动力市场稳定，经济活动强劲且企业盈利势头强劲，货币政策并未抑制经济，整体立场中性甚至偏宽松，但为控制通胀需要维持轻度紧缩。她指出通胀回归 2%所需时间过长，且存在上行风险，越来越担心今年晚些时候可能需要加息，温和的 PCE 截尾均值指标可能具有误导性。洛根强调，天然气价格上涨正在传导至其他商品和服务，形成历史上最严重的能源冲击；同时，人工智能建设带来的需求已影响美国贸易流动。由于美墨加协定(USMCA)即将进入谈判阶段，边境地区的投资活动有所放缓。她还重申中央银行独立性对控制通胀至关重要，并观察到贷款需求强劲。

图表10：市场预期今年 12 月将加息一次

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/6/17	0.0%	3.0%	97.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	2.5%	81.9%	15.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	1.8%	59.3%	34.4%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	1.7%	56.1%	35.8%	6.1%	0.2%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.8%	26.9%	46.7%	22.1%	3.4%	0.1%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.6%	20.3%	41.7%	28.3%	8.1%	1.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.4%	13.9%	34.8%	32.7%	14.7%	3.3%	0.3%
2027/4/28	0.0%	1.4%	15.5%	34.6%	31.3%	13.8%	3.1%	0.3%
2027/6/9	0.0%	1.1%	11.9%	29.8%	32.1%	18.2%	5.7%	1.0%
2027/7/28	0.0%	1.1%	11.9%	29.8%	32.1%	18.2%	5.7%	1.0%
2027/9/15	0.1%	2.3%	14.0%	30.1%	30.5%	16.7%	5.2%	0.9%
2027/10/27	0.2%	2.6%	14.4%	30.1%	30.2%	16.5%	5.1%	0.9%
2027/12/8	0.5%	4.2%	16.5%	30.1%	28.3%	14.9%	4.5%	0.8%

资料来源：Fed Watch，中邮证券研究所

3 风险提示

若地缘冲突再度升级并推升油价，通胀压力可能加大，市场对美联储进一步加息的定价或继续升温，科技股持续面临调整压力。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048