

5月非农数据点评

加息预期还会反复吗？

◆ 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7月2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5.7万，低于预期的11万。失业率录得4.2%，较上月下行0.1个百分点，低于预期的4.3%。

评论：

非农不及预期，加息交易明显退潮。6月美国新增非农就业5.7万人，显著低于市场预期的11.0万人，较5月初值17.2万人明显回落。我们认为，这份数据意味着就业市场从“超预期强劲”切回“边际降温”。尤其是6月本应受到世界杯赛事窗口带动，但休闲酒店业反而减少6.1万人，说明服务业脉冲并未兑现，企业招聘动能偏弱。数据公布后，市场迅速交易加息预期回落，黄金走强、美元走弱，利率上行压力有所缓和。

失业率回落含金量不足，真实就业状态仍偏弱。6月失业率由4.3%降至4.2%，但劳动参与率同步下行至61.5%，说明失业率改善更多来自劳动力退出，而非就业需求扩张。我们判断，当前美国就业市场不是“裁员潮”式恶化，而是“低招聘、低裁员”的弱吸纳状态。工资端也暂未形成新的通胀约束，平均工时低位震荡，时薪增速温和回落，工资-价格螺旋并未强化。

货币政策进入观察期，沃什不会急于转向。我们认为，6月非农抬高了后续加息门槛，但并不足以快速打开降息交易。当前通胀仍有粘性，10年美债收益率仍在4.4%-4.5%附近徘徊，说明市场仍在就业降温与通胀反复之间拉扯。沃什班子的优先事项不是简单降息，而是先通过工作组推进美联储框架和资产负债表改革。我们判断，其政策基调更可能是“少加息、多观察、先改革、再缩表”。

我们判断，加息预期不会线性退潮，三季度仍会反复。6月非农降温抬高了加息门槛，但三季度CPI同比基数偏低，能源对核心商品的传导仍可能推高通胀读数。同时，沃什的新框架尚未被市场充分消化，更何况五个工作组尚未给出实质性的指引信号。

资产方面，利率压制缓和，但不是全面风险偏好扩张。我们认为，加息预期回落为全球风险资产打开上涨空间，AI、科技和高久期资产最直接受益；但就业降温也会压制盈利预期，权益市场更可能是结构行情。美债方面，利率上行受限，但日本资金回流本土、稳定日元汇率的诉求可能扰动长端美债需求，利率下行未必顺畅。黄金方面，实际利率下行构成主要支撑，美伊谈判进展顺利使地缘风险边际缓和，但霍尔木兹海峡安全尚未完全出清。我们判断，后续资产主线是：风险资产有空间，美债利率上行受限，黄金仍有支撑，原油看海峡，美元偏弱震荡。

图1：非农数据总览

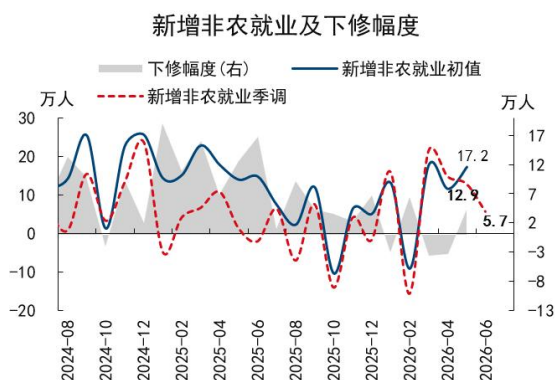
行业类别	6月新增就业				6月存量就业		6月平均薪资		
	6月新增 [万人]	上月新增 [万人]	变化	近一年新增 趋势	6月存量 [万人]	近一年存量 趋势	6月平均时 薪[美元]	同比增速	近一年时薪 同比增速
新增非农就业人数	5.70	12.90	-7.2		—	—	—	—	—
私营部门	4.90	9.70	-4.8		13561.3		36.8	3.5%	
* 商品生产	1.00	0.70	0.3		2153.6		38.6	4.1%	
* 采矿业	-0.40	0.30	-0.7		60.7		41.8	3.8%	
* 建筑业	1.10	0.60	0.5		833.1		41.4	4.3%	
* 制造业	0.30	-0.20	0.5		1259.8		36.7	3.8%	
* 服务生产	3.94	9.00	-5.1		11407.7		37.4	3.4%	
* 金融	0.00	-2.20	2.2		910.4		49.6	4.5%	
* 信息	-0.90	-0.40	-0.5		277.4		55.7	6.0%	
* 专业和商业服务	3.60	1.10	2.5		2250.7		45.7	3.4%	
* 运输仓储业	0.23	0.44	-0.2		660.4		32.6	3.6%	
* 休闲和酒店业	-6.10	4.00	-10.1		1695.1		23.6	3.9%	
* 批发业	0.24	0.36	-0.1		605.8		39.7	2.8%	
* 零售业	-0.75	0.82	-1.6		1546.0		26.4	3.9%	
* 公共事业	-0.08	0.08	-0.2		60.7		56.1	7.6%	
* 教育和医疗	6.90	4.50	2.4		2797.3		36.3	2.4%	
* 其他服务业	0.80	0.30	0.5		604.0		34.1	3.2%	
政府部门	0.80	3.20	-2.4		2181.2		—	—	—

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 非农不及预期，加息预期降温

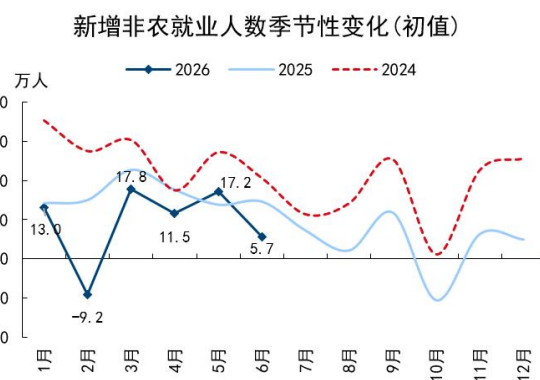
6月美国新增非农就业5.7万人，较5月初值17.2万人明显回落，并显著低于市场预期的11.0万人，少增约5.3万人，就业数据从5月的“超预期强劲”切换为“明显降温”。低招聘、低裁员的特征更加清晰，市场对美联储继续加息的预期边际回落，利率上行压力缓和。6月处于世界杯赛事窗口，理论上餐饮、酒店、休闲娱乐及相关服务业用工应受到一定脉冲式支撑，但新增就业仍未被有效托起。数据公布后，黄金快速走强，盘面涨幅约1.65%。

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

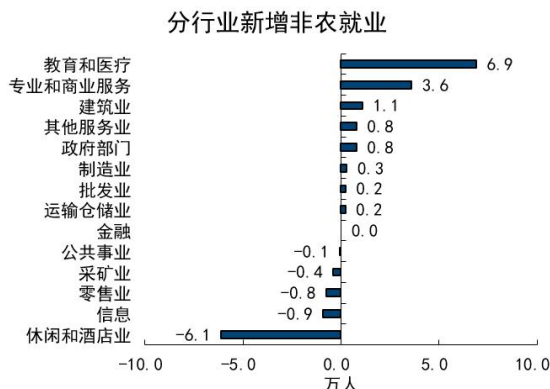
图3：新增非农就业季节性因素



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

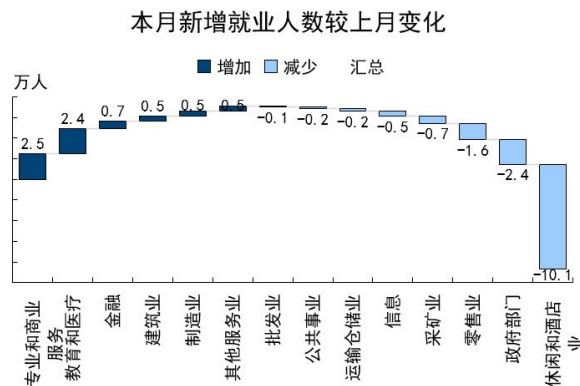
从结构上看，6月就业的支撑仍集中在少服务部门。教育和医疗新增6.9万人，专业和商业服务新增3.6万人，构成当月非农就业的主要来源；建筑业、其他服务业、政府部门和制造业虽有小幅增加，但贡献相对有限。相比之下，休闲和酒店业减少6.1万人，成为最大拖累项，零售、信息、采矿等行业也出现回落。更值得关注的是，休闲酒店业不仅本月负增长，且较上月大幅少增10.1万人，说明即便存在世界杯赛事窗口，对餐饮、住宿、娱乐等相关就业的提振也并未兑现。

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

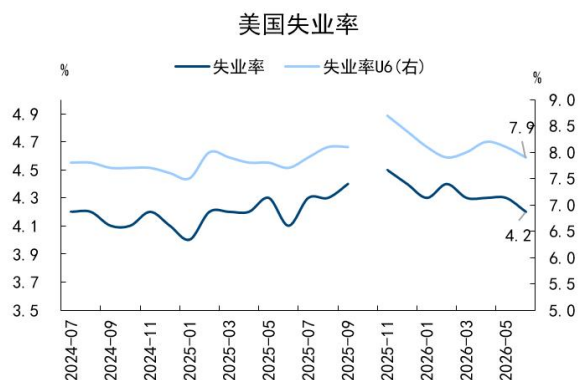
◆ 失业率改善成色不足，工资端压力可控

失业率方面，6月美国失业率由前值4.3%回落至4.2%，表面看就业市场有所改善，但这一读数的“含金量”并不高。更关键的变化在于，劳动参与率继续下行至61.5%，说明部分劳动者退出劳动力市场，压低了失业率的分母，从而带来失业率的被动回落。广义U6失业率仍处在7.9%的相对高位，新增登记失业人数也未出现趋势性改善，反映就业市场并未真正转强。本月企业招聘需求扩张并无实际改善，与新增非农明显不及预期相互印证。

从结构看，6月失业压力尚未全面扩散，不同人群失业率多数仍接近或低于近一年均值，说明劳动力市场并非“裁员潮”式恶化；但再进入者、新进入者同比增速仍偏高，反映重新回到劳动力市场和首次进入劳动力市场的人群找工作难度上升。

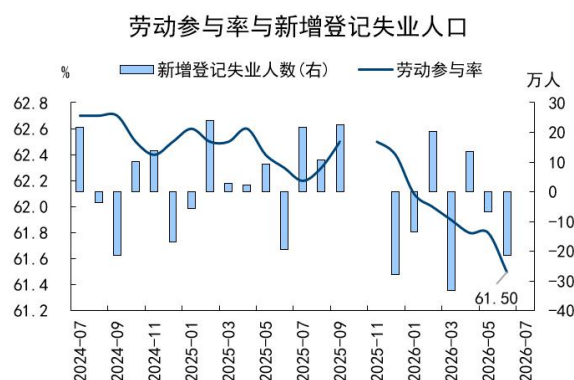
工资价格螺旋方面，6月数据暂未显示明显强化迹象。非农平均工作时长整体仍处于低位震荡，说明企业并未通过显著延长工时来应对需求扩张；同时，平均时薪同比增速继续温和回落，商品生产和服务生产部门工资增速均未出现持续上行。结合CPI虽有阶段性抬升但工资端并未同步加速来看，本轮通胀压力更多来自能源、成本和局部价格冲击，而非工资上涨推动的内生性通胀。

图6：美国失业率



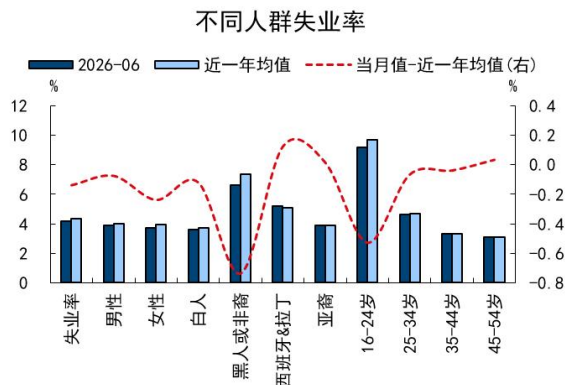
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：美国劳动参与率与新增登记失业人数



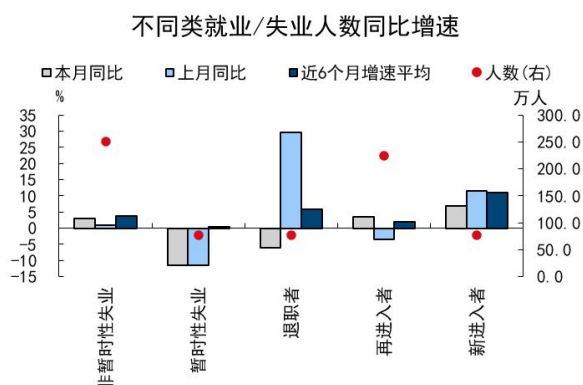
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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



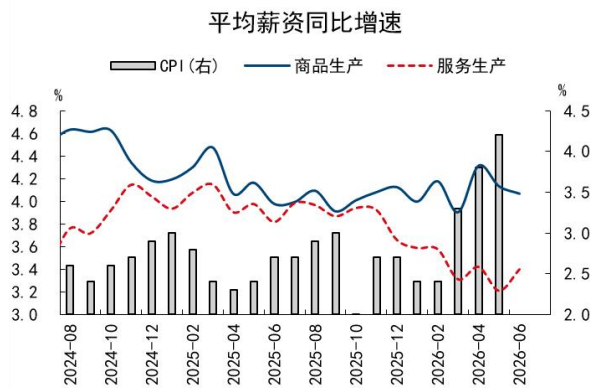
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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

◆ 货币政策进入观望期

货币政策方面，6月非农明显降温后，市场对“继续加息”的定价有所回落，但这并不意味着降息交易会快速打开。数据发布后美元指数已经明显走弱，但10年期美债收益率仍在4.4%-4.5%附近徘徊，说明债市在“就业降温”和“通胀仍有粘性”之间反复拉扯。结合沃什此前的政策主张看，其核心目标并不是简单重启宽松，而是先推动美联储框架和资产负债表改革，因此年内政策基调大概率不会迅速转向激进降息。我们倾向于认为，后续美联储加息门槛已经明显抬升，但降息也仍需更多就业和通胀数据确认，货币政策更可能进入一段“观察期”。

沃什班子的政策路径上，我们认为其不会急于用一次议息会议给出方向，而是更可能先通过五个工作组形成改革抓手，再决定利率政策的节奏。也就是说，沃什真正关心的不只是“加息还是降息”，而是如何重塑美联储的操作框架，包括通胀评估体系、资产负债表管理、准备金体系、金融监管约束以及货币政策沟通机制等。尤其是在当前通胀仍有反复、但就业已经降温的环境下，沃什大概率会更加重视高频通胀、工资、租金、能源和金融条件指标，以此判断是否具备政策转向条件。不过从其长期志向看，他并不愿意通过加息进一步抬高缩表成本，因为其核心目标仍是让美联储资产负债表回归更可控的状态。因此，政策基调更可能是“少加息、多观察、先改革、再缩表”。

资产方面，加息预期的回落为全球风险资产后续上涨打开空间。权益市场上，加息预期缓和有助于修复成长股估值，AI、科技和高久期资产仍是最直接受益方向。

债券方面，10年期美债收益率仍在4.5%附近震荡，加息预期回落削弱了长端利率继续上行的动能，美债

配置价值边际抬升。但需要注意的是，长端美债并非只有美联储预期一条线索，海外资金流向也在发生变化。日本当局出于稳定汇率、避免日元过快贬值的考虑，可能引导部分资金从美元资产回流日本资产，对美债需求形成一定扰动。因此，短期美债利率下行方向更清晰，但斜率未必顺畅，4.5%附近或仍是多空反复争夺的位置。

黄金方面，短期支撑主要来自实际利率下行和地缘尾部风险。6月非农明显降温后，实际利率上行压力缓和。当前美伊在多哈间接会谈进展顺利，双方围绕伊朗资产解冻、霍尔木兹海峡安全、核问题和黎巴嫩停火等议题继续磋商，这意味着地缘风险正在边际缓和。如果通胀预期仍受能源和地缘因素支撑，那么实际利率有进一步下行的空间，这对黄金构成直接利好。

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
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	82.4%	17.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	49.4%	43.6%	7.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	39.5%	44.7%	14.3%	1.4%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	24.3%	42.7%	26.0%	6.4%	0.5%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	21.5%	40.6%	28.0%	8.6%	1.2%	0.1%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	17.7%	37.2%	30.2%	12.1%	2.5%	0.3%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.0%	17.3%	36.8%	30.4%	12.5%	2.7%	0.3%
2027/6/9	0.0%	0.0%	1.5%	19.0%	36.2%	28.8%	11.6%	2.5%	0.3%
2027/7/28	0.0%	0.2%	3.7%	21.1%	35.3%	26.7%	10.5%	2.3%	0.3%
2027/9/15	0.0%	0.7%	6.2%	23.1%	34.1%	24.4%	9.3%	2.0%	0.2%
2027/10/27	0.1%	1.4%	8.3%	24.5%	32.8%	22.5%	8.4%	1.8%	0.2%
2027/12/8	0.1%	1.1%	6.7%	20.8%	30.9%	24.9%	11.6%	3.3%	0.6%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 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：

《6月PMI数据解读-价格走弱，出口反弹》——2026-06-30

《2026年5月财政数据快评-收入修复延续，支出静待拐点》——2026-06-22

《美国6月FOMC会议点评-沃什主席并不“鹰”》——2026-06-19

《5月金融数据解读-财政支出与货币流通同步加速》——2026-06-13

《美国5月CPI点评-叙事的交汇：当能源邂逅AI》——2026-06-11

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