

20250607—哭不死的董卓，救不活的美元：非农数据回顾与中国数据前瞻、贸易谈判

关税风云已满两月，但中美经济数据均未显示出关税冲击的实质性影响。两国经济形势和一季度无本质差异，因此对应双方央行继续按兵不动是个短期无奈的等待，但通胀温和下行意味着中期仍可对9月降息抱有期待

中方官宣6月8日至13日于英国与美方继续进行贸易磋商，偏乐观的视角可以认为，本次芬太尼关税有协商下调空间。

曾经猜对关税延期90天、中美5月日内瓦谈判有好结果的美版国师花旗本次预测失败。5月美国非农就业人数增长13.9万人，较市场预期的12-13万人更高：失业率环比持平为4.2%，低于花旗预测的4.3%。

维港证券国际有限公司

维港证券国际有限公司



长江宏观|于博团队

·研究所·

5月美国非农数据一图速览



新增非农就业人数及时薪 (企业调查)									
	新增非农就业 (万人)				时薪环比增速 (%)				时薪 (美元)
	Δ较上期	2025/5	2025/4	2025/3	Δ较上期	2025/5	2025/4	2025/3	
非农就业	-0.8	13.9	14.7	18.5					
	预期值	12.6	13.8	14					
私人部门	-0.6	14	14.6	17.0	0.2	0.4	0.2	0.3	36.2
	预期值	12	12.5	13.5	预期值	0.3	0.3	0.3	
商品生产	-1.9	-0.5	1.4	0.9	0.4	0.4	0.0	0.6	37.0
采矿业	-0.3	-0.1	0.2	-0.1	0.7	0.4	-0.3	0.1	40.3
建筑业	-0.3	0.4	0.7	0.7	0.0	0.3	0.3	0.2	39.4
制造业	-1.3	-0.8	0.5	0.3	0.7	0.5	-0.2	0.8	35.3
	预期值	-0.5	-0.5	-0.1					
耐用品	-1.3	-0.7	0.6	-0.2	0.9	0.5	-0.4	1.2	37.4
非耐用品	0.0	-0.1	-0.1	0.5	0.3	0.6	0.3	0.2	31.7
服务提供	1.3	14.5	13.2	16.1	0.1	0.4	0.3	0.2	36.1
批发业	-0.1	0.3	0.4	-0.1	0.1	0.6	0.5	0.5	38.8
零售业	-0.4	-0.7	-0.3	2.2	0.0	0.0	0.0	0.9	25.3
运输仓储业	1.4	0.6	-0.8	0.3	-0.1	0.2	0.3	0.4	31.4
公用事业	0.4	0.2	-0.2	0.1	0.7	0.1	-0.6	0.2	51.9
信息业	0.2	0.2	0.0	-0.2	0.4	1.3	0.9	-0.1	52.6
金融活动	1.0	1.3	0.3	0.6	0.3	0.7	0.4	0.5	47.5
专业和商业服务	-2.8	-1.8	1.0	0.3	0.3	0.6	0.3	0.2	44.0
教育和保健服务	-1.3	8.7	10.0	7.4	0.1	0.5	0.4	-0.2	35.4
休闲和酒店业	1.9	4.8	2.9	3.8	0.1	0.2	0.1	0.6	22.8
其他服务业	1.1	0.9	-0.2	1.7	0.1	0.3	0.2	-0.6	32.5
政府部门	-0.2	-0.1	0.1	1.5					

失业率 (家庭调查)									
单位: 万人, %					单位: %				
	Δ较上期	2025/5	2025/4	2025/3		Δ较上期	2025/5	2025/4	2025/3
失业率: 季调	0	4.2	4.2	4.2	各类失业率				
	预期值	4.2	4.2	4.1					
分子: 失业人数	7.1	723.7	716.6	708.3	U1	-0.1	1.5	1.6	1.5
暂时性失业人数	0.7	87.4	86.7	81.1	U2	0	2	2	1.9
永久性失业人数	-0.2	191.6	191.8	181	U3	0	4.2	4.2	4.2
分母: 劳动人数	-62.5	17051	17114	17059	U4	0.1	4.5	4.4	4.4
就业人数	-69.6	16327	16397	16351	U5	0	5.1	5.1	5.1
正在找工作人数	31.9	599	567	592	U6	0	7.8	7.8	7.9
劳动参与率	-0.2	62.4	62.6	62.5	就业率	-0.3	59.7	60	59.9
	预期值	62.6	62.5	62.4					

图: 新增非农就业 (万人) 及失业率 (%)



图: 分行业新增非农就业贡献率 (%)

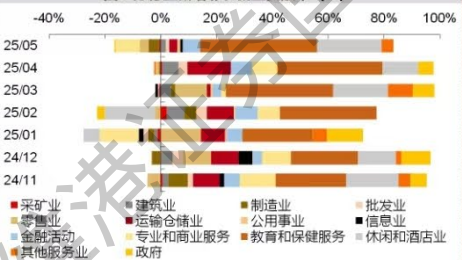


图: 各类型失业率 (%)

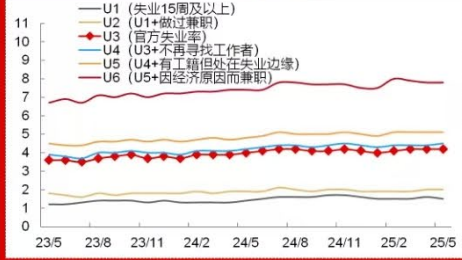
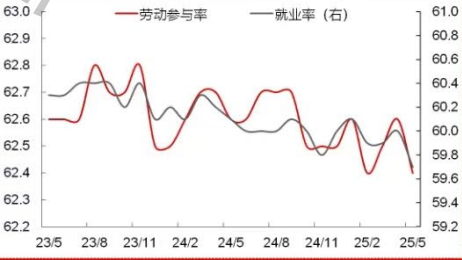


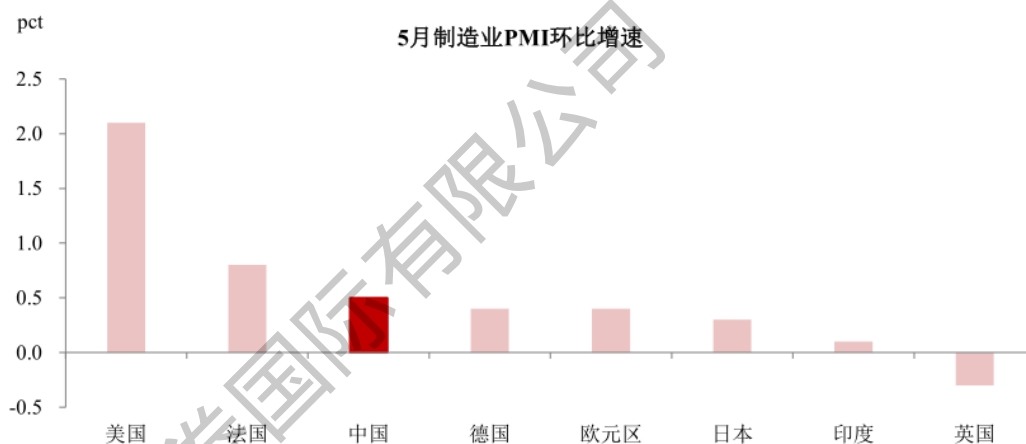
图: 美国劳动力参与率和就业率 (%)



资料来源: BLS, Wind, 长江证券研究所
 声明: 本文依据公开信息整理, 不代表分析师个人观点。
 联系人: 于博 (18516396875) / 殷成宇 (13508680953)

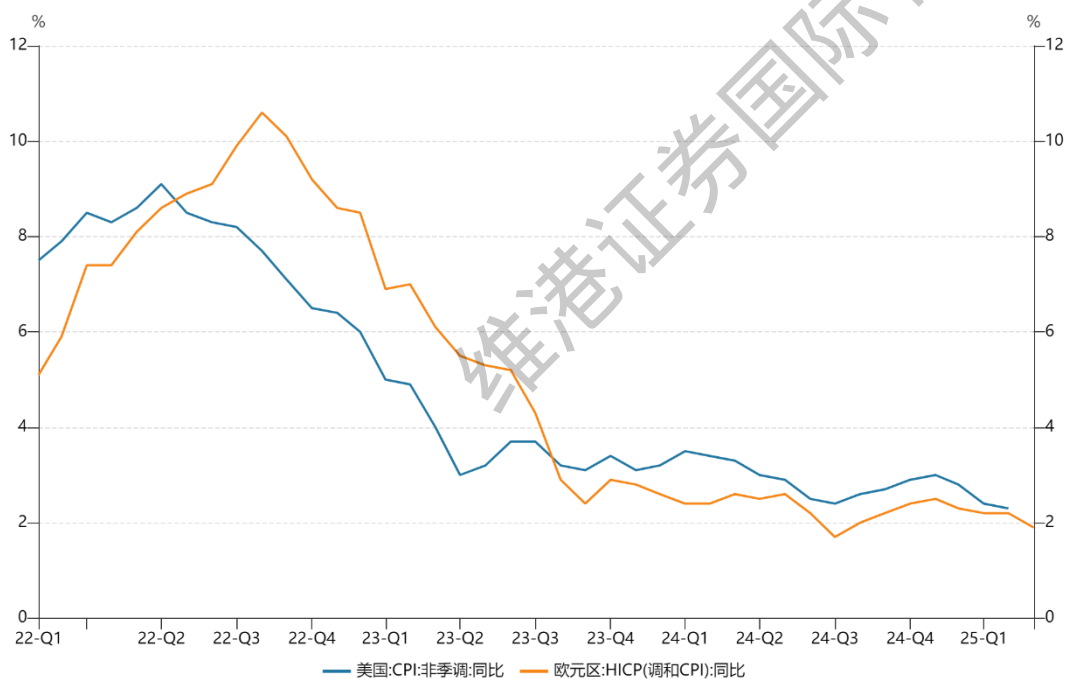
我们可以从鸡蛋里挑骨头，比如 1-3 月非农就业人数经下修后已累计下修近 19 万人，如制造业就业情况不佳。但数据是要做全球对比的，和其他家臭鸡蛋相比美国数据的鸡蛋有裂纹尚属于可接受范围。法国距离通缩一步之遥，CN 的统计局和财新 PMI 情况均不佳；但美国非农时薪同比环比增长都超预期，收入增长边际强于消费支出价格涨幅，美国居民部门韧性仍然强劲。因此非农数据公布后 10Y 美债收益率大幅反弹站上 4.5% 关口，完全收复 ADP 数据发布后的下行幅度。真 TM 是应许之地，找条狗当总统都弄不出衰退：大家日夜哭，是哭不死金毛董卓的。

图3：对比其他地区来看，中国 5 月 PMI 反弹幅度谈不上强劲



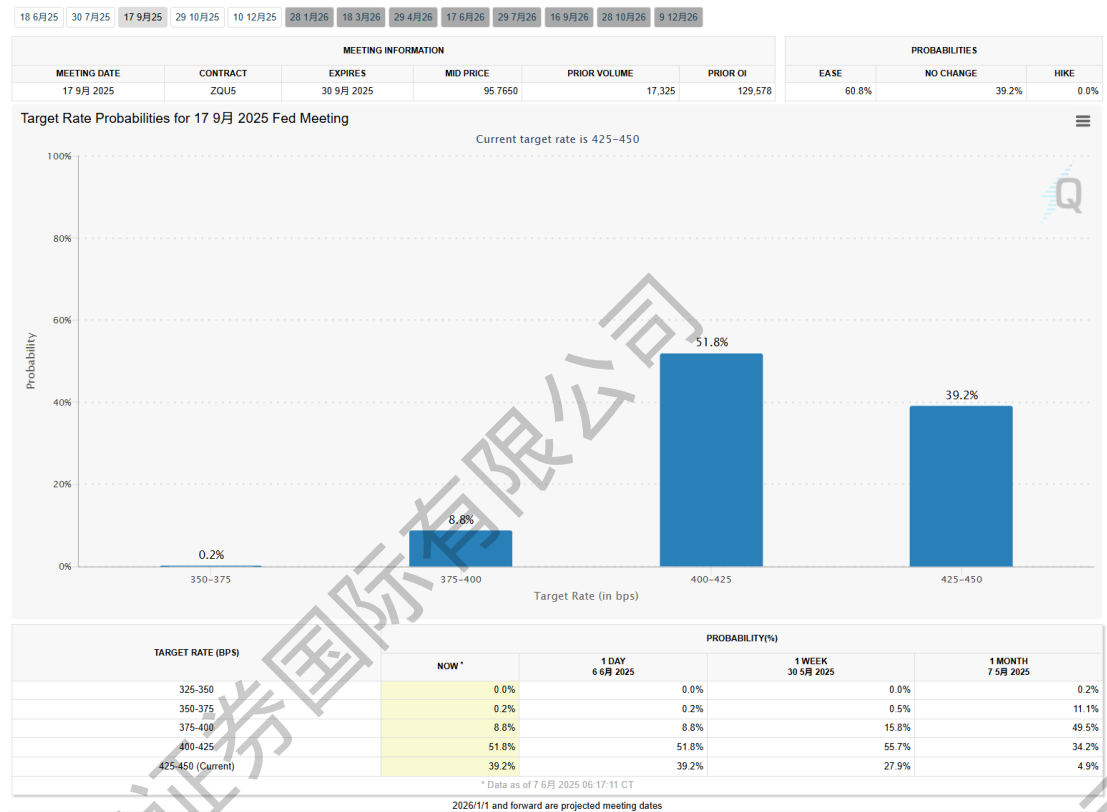
资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

但这是否意味着非农强=降息延期?并不。好消息是当前的关税尚未对美国就业市场造成影响，好上加好的消息是也没对通胀造成大影响，按市场一致性预期来看，即将于下周公布的 5 月美国 CPI 同比增幅约 2.5%，环比小幅+0.2%；这个数据可靠性应该较强，5 月欧元区 CPI 降至 1.9% 低于 2% 的通胀目标，考虑到欧美通胀趋势相似性，美国 CPI 趋势也是温和向下的，

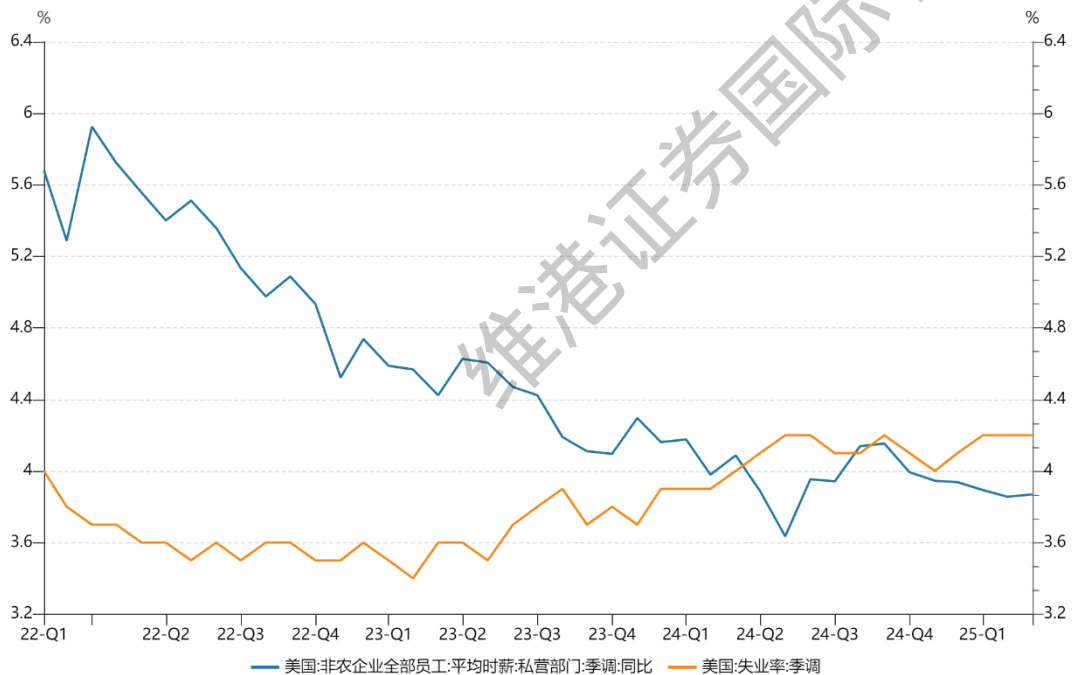


数据来源：Wind

因此虽然非农总量数据超预期(但前期下修严重), 但 CME 市场并未定价降息延期, 目前仍维持 9 月、12 月两次 25BP+25BP 预测结构。



就业市场稳健+通胀温和回落支持美联储维持中性偏宽的货币政策, 降息前景不悲观。这种分子不差且分母好的情况是“金发女郎”式理想环境, 此前我对标普 5800 点上方有补跌经济数据风险的判断彻底打脸。这或许有一天会发生, 但不会是当下。当前美国较弱的进口需求证明实体经济需求仍有隐忧, 只是我仍难以理解为何目前的就业市场没有反馈这个利空。



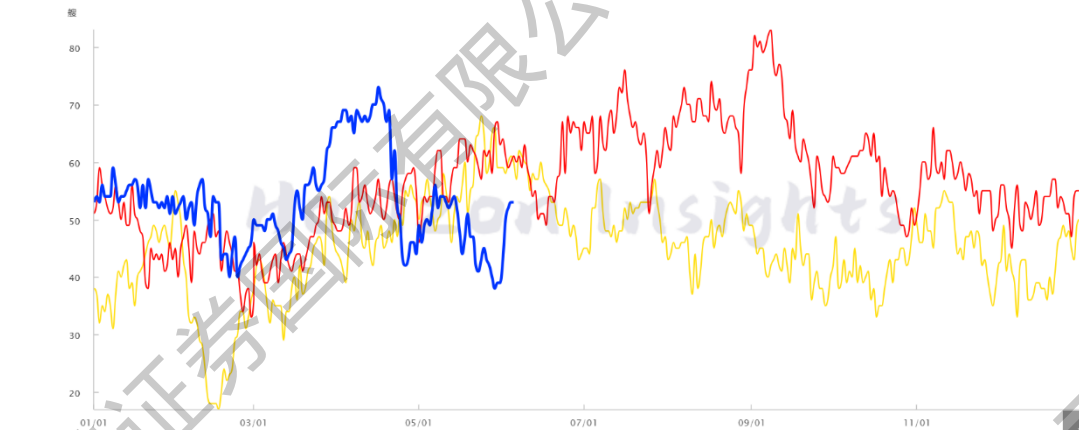
数据来源: Wind

总结完美国数据，回头来看中国的，下周前三天分别有 CPI PPI 数据、进出口数据、社融数据。由于 YM 打击空转的中长期诉求在因此社融继续不用看，先看前两个。在高频拟合商品价格后 5 月 CPI 同比约-0.4%，环比-0.4%；PPI 同比约-3.4%，被煤、钢、电力价格拖累后 PPI 同比增速或将创 2024 年以来新低。在拟合韩国 5 月出口(同比-1.7%)和中国集装箱吞吐数据、对美集装箱发运数据后，一般认为中国 5 月进口仍负增、出口同比增速在+5%左右，较上个月的+8.1%有所回落。但无论如何，中国出口在全球的供给端比较优势仍是 2022 年以来最确定的阿尔法，也是经济数据中韧性最强的一个。

集装箱船发运量/中国-美国季节性

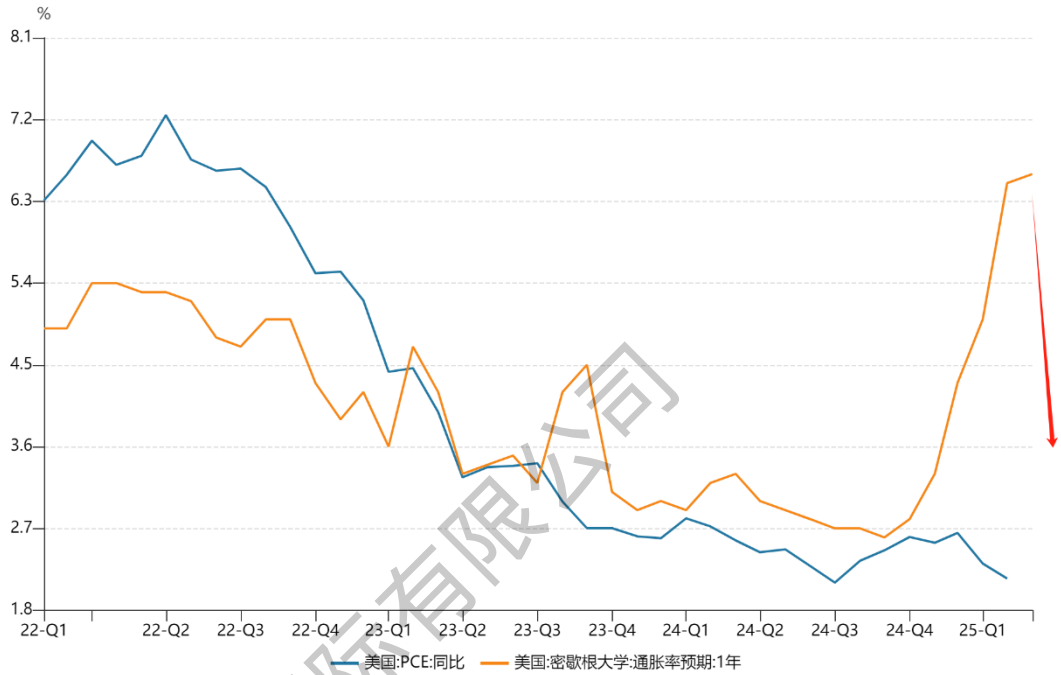
取消收藏 设置分类

—2022 —2023 —2024 —2025



数据来源: 彭博 BLS 数据

因此从短期高频数据比较上，美国数据好于中国：除非 6 月 DS R2 非常牛逼、已经下周进行的火山引擎开发者大会豆包放了王炸，不然在西不落的情况下不好讲东升叙事，有点独木难支。中美双方今日官宣将于 6 月 8 日至 13 日在伦敦举行贸易磋商，虽然非关税层面的斗争形式仍严峻，但在贸易方面的中美鸽派互动信号还是不少，元首致电互邀出访可能奠定了后续较乐观的关税谈判进展。在 5 月 12 日中美公告指明的基础上，本次有可能将剩余 20% 芬太尼关税的部分或全部宣布取消。考虑到对等关税已延期豁免至 8 月 31 日，如芬太尼关税取消后，美国对华实际有效关税税率可能降至 20% 附近。



数据来源: Wind

这类前景的资产展望如何?我个人倾向于认为,已经好了N个月的中国出口好上加好边际不大,核心矛盾点仍在于美国通胀担忧的缓解。当前的通胀预期与真实通胀数据的背离较大,虽然韧性强的就业市场与薪资情况可能埋藏着再通胀隐患但这要远远好于商品恶性通胀预期;通胀预期回落有望为美联储降息减轻心理负担,从这个角度我们也可以回顾昨晚的美元指数:我标注的绿色箭头是非农低于预期场景,红色箭头是非农超预期场景。昨晚“超预期”的非农却没带来过去常常出现强劲美元,给出的还是一个中期维度美联储降息确定性、美元与美债利率一起下行的分母友好前景背景。



在我们讨论不清什么行业受益之前,简单题还是中国高股息资产和黄金这类分母品种。这能不能传给恒科,那要看字节和DS努力情况了;希望花街轮番吹中国AI的努力不要白费。