

## 【GMF 市场评论】对非农就业后续问题的一些补充讨论

**【编者按】** 非农数据公布叠加市场巨震后，不少投资者朋友提出相似问题，主要聚焦两点。一是强非农是否源于世界杯；二是为什么就业数据大超预期。为此，我们对比了近期世界杯主办州 vs 非主办州的首申失业金数据，并回溯了历史上美国举办大型体育赛事后的就业人数变化，**结论是现有证据不足以证明世界杯是本月休闲餐饮就业高增的主要原因。我们认为，美国就业的复苏迹象自年初以来逐步明晰，背后是去年预防性降息的滞后影响以及近期全球的制造业周期复苏。把近期就业强劲简单归因于一场赛事，既缺乏数据支撑，也掩盖了更值得关注的周期性信号。**

### 1、问题 1：本月非农的强劲是否源于世界杯？

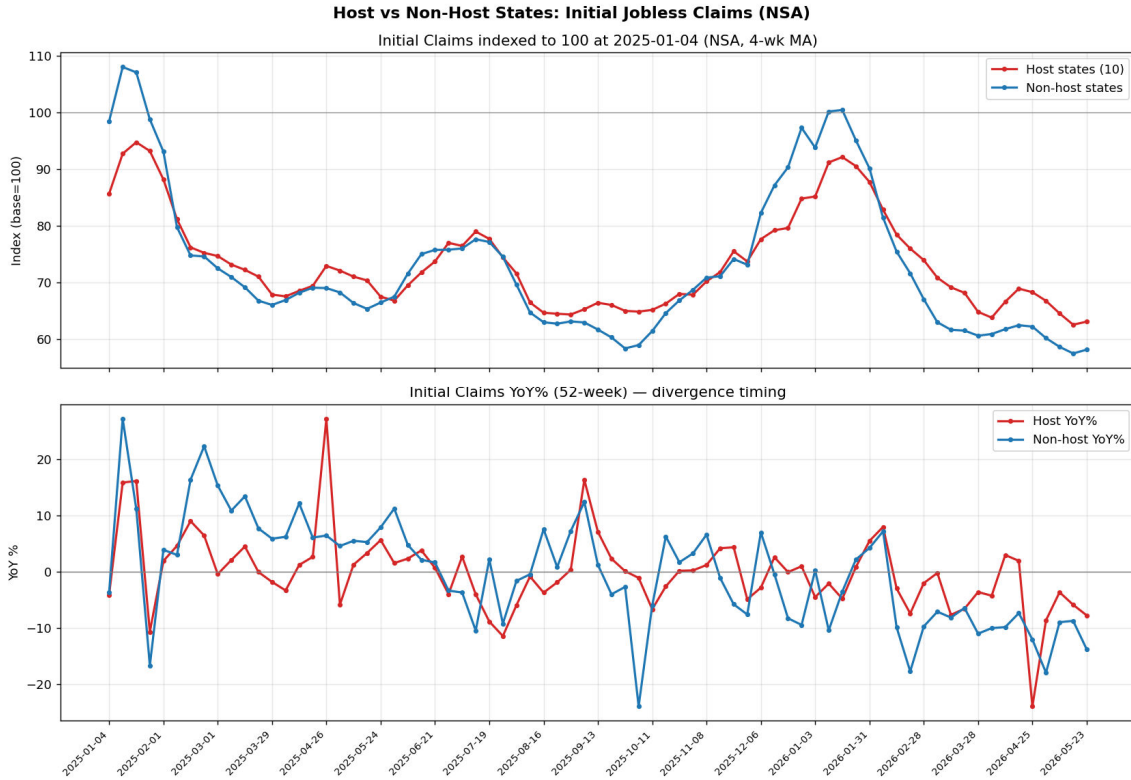
本月非农就业中，休闲餐饮增长 7 万人，显著超过 3-4 月。由于 2026 年世界杯即将由美、加、墨三国合办、且美国承担 11 座主办城市，因此有观点认为休闲餐饮的强劲招聘是赛事前置用工的体现。我们对此持保留态度：**现有证据不足以将世界杯认定为本月休闲餐饮就业高增的最重要原因。** 具体有三个理由：

#### **理由 1：从首申失业金人数看，主办州与非主办州未出现明显分化**

尽管分地区的 5 月就业数据还未公布，但首申失业金数据已经公布至 5 月 23 周，涵盖了 5 月非农的统计阶段。因此可以通过对比首申来对比世界杯对不同地区就业状况的影响。

我们将 11 座主办城市所在的 10 个州(加州、德州、佐治亚、佛州、纽约、新泽西、宾州、马萨诸塞、密苏里、华盛顿)归为"主办州"，其余州为"非主办州"。图 1 对比了两组在 4—5 月的首申失业金（非季调）的走势，可见，年初以来，**两组的首申人数均同比回落、走势基本一致。无论是看绝对水平还是年同比增速，均未出现主办州劳动力市场更快收紧的迹象。甚至在 4 月以来，非主办州的首申失业金人数的同比降幅反而略大。**

图 1：举办州 vs 非举办州的首申失业金情况和年比变化对比



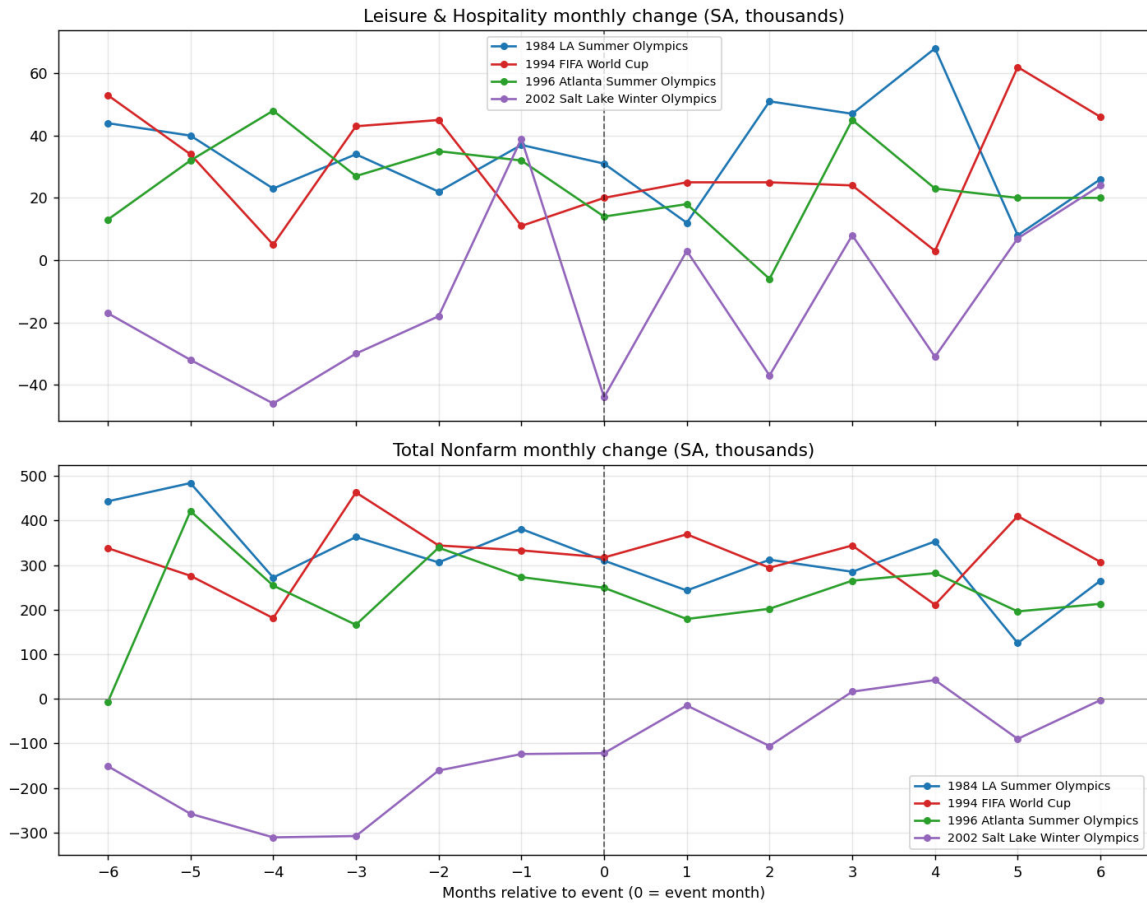
**理由 2：从历史上美国举办重大体育赛事经验看，赛事对就业的扰动并不明显。**

历史上美国也曾多次举办过重大体育赛事，包括 1984 年洛杉矶奥运、1994 年世界杯、1996 年亚特兰大奥运、2002 年盐湖城冬奥等。

我们以举办月为基准( $t=0$ )，考察了上述四个赛事举办前后 6 个月 ( $t-6$  到  $t+6$ ) 期间非农中休闲餐饮与总就业的月度新增。图 2 显示，在举办月前后，全国层面均未出现明显的就业脉冲，也没有“休闲餐饮就业先增长、后回落”之规律。四次赛事举办月的休闲餐饮新增大多与赛前基线持平、甚至略低，总非农也无系统性跳升。从逻辑上讲，即便在主办州层面休闲餐饮有跳升，但在全国就业总量中的占比也不大，因此往往被总量层面的波动所掩盖。

**图 2：历史上 4 次重大体育赛事前后美国非农就业和休闲餐饮就业**

### Event Study: US Mega-Events and National Job Gains (t-6 to t+6)



**理由 3：无论是褐皮书，还是服务业 PMI 中的企业表态，都没有看到世界杯相关的提及。**

从定性证据看，美联储褐皮书(覆盖含亚特兰大、迈阿密两座主办城市的亚特兰大联储辖区)在最新一期中明确指出,当地旅游需求因能源与差旅成本上升而走弱，通篇主线是中东冲突推升油价、关税以及 AI/自动化提升生产率，未见任何与世界杯相关的表述。ISM 服务业 PMI 的受访企业评论也仅提及"春季天气带动活动回升"以及"较低的消费者信心与较高的房贷利率构成压力",同样没有提及赛事。

#### 问题 2：那为什么就业人数大幅超预期？

事实上，美国就业的复苏迹象早在年初以来就逐步明晰。可以说，5 月的非农就业只是确认了这一趋势。图 3 显示了美国整体非农就业、私营部门就业和工业部门就业（左轴）的新增人数的 3 个月移动平均值，可见即便忽略 5 月数据，其在年初以来也已经逆转了 2025 年下半年的负增长态势，并见底回升。类似的，ADP 小非农的周度数据同样在年初以来震荡回升，也并不依赖于 5 月的单一读数。

图 3：新增就业、新增私营部门就业和工业部门新增就业 (3mma)

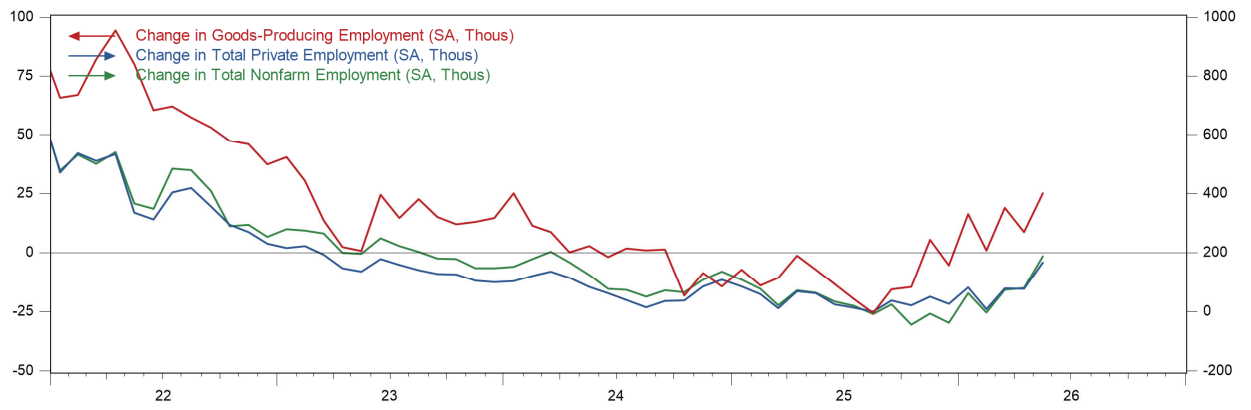
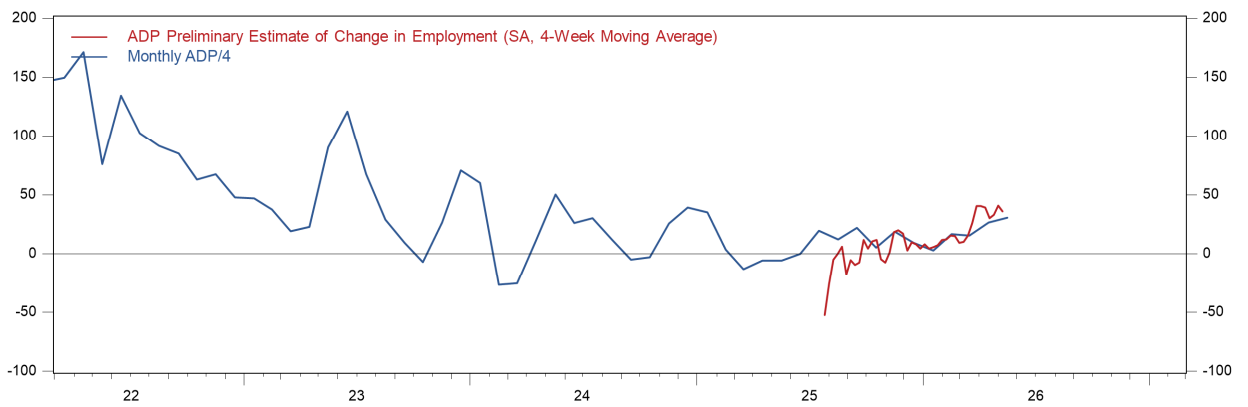
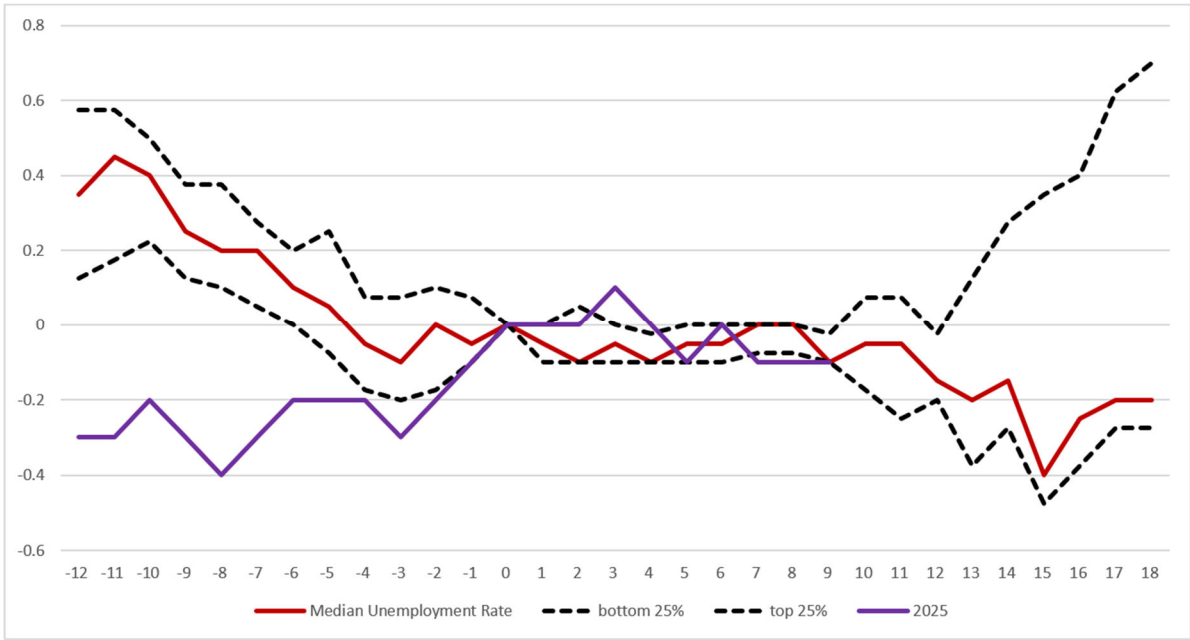


图 4：ADP 小非农新增就业人数（周度值 vs 月度值/4）



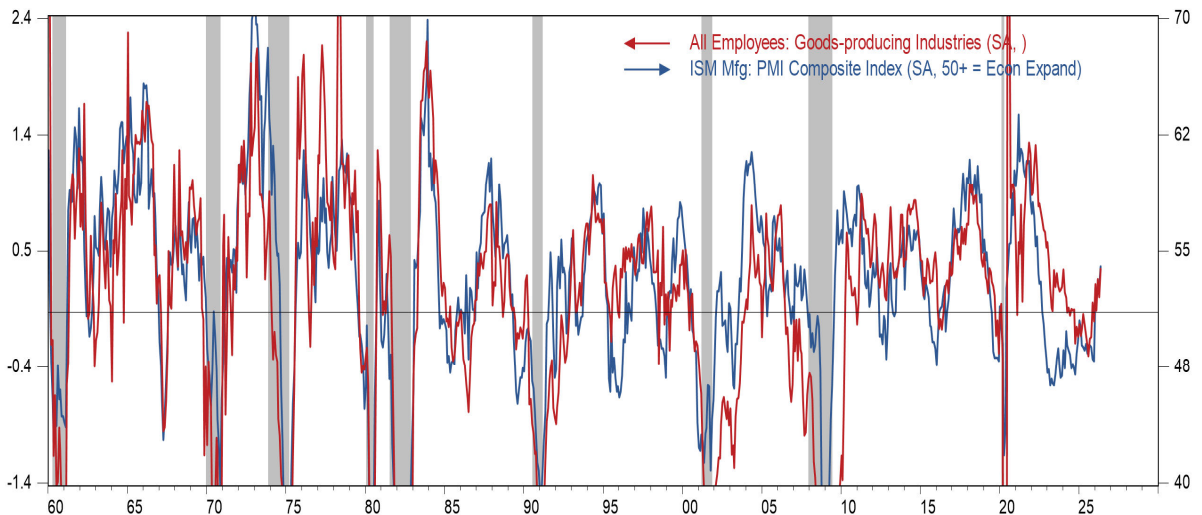
就业市场的边际回暖符合历史上软着陆降息后的规律。从历史上软着陆降息后的中位规律看，失业率通常在降息开始后由“持续下降”转为“震荡走平”，随后在 3 个季度后继续下行。而本轮软着陆降息（2025 年 9 月）以来，失业率的走势（冲高回落后走平）与历史规律基本一致。按此规律，失业率有望在年中继续下行，并于年末降至 4% 附近。

图 5：美国历史上软着陆降息前后 2 年内的失业率走势



特别的，本轮工业部门就业的回暖比服务业就业更值得重视，也更具有信息量。过去3个月，美国工业部门（goods-producing industries）月均新增就业7.5万人，而去年年中该数字为-7.7万人。从历史规律看，制造业就业的周期性更强，与PMI周期的相关系数也更高（图6）。年初以来，全球PMI同步见底回升，美国ISM PMI升至54，驱动了工业部门就业数据复苏。

图6：工业部门就业和美国ISM PMI高度正相关



综上，近期美国就业数据的持续改善是前期货币政策宽松和全球制造业复苏周期下的自然反应。我们认为，将其完全归因于世界杯这样的暂时性因素是犯了“只见树木不见森林”的错误，可能会低估就业市场改善的持续性。换言之，把本月的强劲简单归因

于一场赛事,既缺乏数据支撑,也可能掩盖了更值得关注的周期性信号。

**当然, 权益市场对于周五的就业数据的反应仍然是“过度”的。**理论上, 10y 美债真实利率每上升 10bps, 标普 500 的跌幅大约在 0.7%左右。而周五 10y 利率仅上升 8bps, 而标普 500 下跌超 2.6%, 远超历史规律。**这表明, 前期大幅上涨背后的头寸脆弱性才是让市场恐慌过度的根本原因。**