

2025 年 10 月 3 日

美股宏观策略

就业恶化与数据真空干扰政策预期

——需警惕短期波动升温

报告内容

ADP 就业数据明显走弱，成为市场焦点。美国 9 月 ADP 就业数据显示就业市场正在进一步恶化。最新数据显示，9 月私营部门就业人数减少 3.2 万人，不仅大幅低于市场预期的增加 5.1 万人。更令人担忧的是，8 月数据亦被下修，从原先公布的增加 5.4 万人，修正为实际减少 3000 人，进一步凸显了就业动能的不足。薪资增幅方面，整体仍呈现放缓趋势。留职员工的薪资增长维持在年率 4.5%，与去年相比没有显著改善；而选择跳槽的员工薪资涨幅则由 8 月的 7.1% 下降至 6.6%，显示劳动力市场的紧张程度正逐步放松。其中，仅有休闲、酒店和金融活动等领域仍能保持较高的薪资增速，但整体薪酬上升动力正在减弱。分行业来看，除了自然资源/采矿、资讯服务以及教育/医疗服务行业外，多数产业的就业人数均出现下降。这种广泛的减弱趋势，反映出美国企业在招聘上越来越谨慎，即使面对第二季度的经济强劲增长，也未能转化为就业层面的持续改善。

JOLTS 职位空缺持续显示降温。美国最新公布的 8 月 JOLTS 职位空缺数据，进一步凸显就业市场正在走弱。根据劳工部数据，8 月职缺数为 722.7 万，虽略高于市场预期与前值，但这一表面上的增长掩盖不了劳动力市场的降温信号。就业招募比率由 7 月的 3.3% 下滑至 3.2%，显示企业招聘意愿减弱，对劳动力需求趋于保守。在劳工行为方面，主动离职率从 2.0% 降至 1.9%。员工离职意愿的下降凸显对前景的不确定性，反映出工人对于跳槽以获得更高薪酬或更好发展的信心正在减弱。尤其是住宿餐饮业和休闲娱乐业的离职人数减幅明显，说明消费相关行业或正受到需求放缓的影响。裁员比率方面，虽与上月持平，仍维持在 1.1%，但这并不意味着市场健康。若从职缺与失业人数的比率来看，情况令人忧虑：该比值已在 7 月跌破 1 倍关口，而 8 月更进一步降至 0.98 倍，意味着失业人数首次超过职缺数。这一核心指标的恶化，清晰表明劳动力市场紧张程度正在缓解，就业供需出现逆转。

美国 9 月消费者信心进一步走弱。根据美国咨商会数据，本月消费者信心指数初值下降至 94.2，较 8 月的 97.8 明显回落，不仅低于市场预期的 96.0，亦创下自 4 月以来最低水平。这一走势凸显消费心理恶化，或将对未来消费支出造成压力。具体来看，反映当前经济判断的现况指数环比大跌 7 点至 125.4，创下过去一年最大的单月跌幅。消费者对商业环境的评估进一步趋于悲观，尤其是对目前就业机会的感受连续第 9 个月恶化，并跌至多年低点，与近期职位空缺下降的趋势相呼应，突显劳动市场降温对消费信心带来的直接冲击。同时，预期指数亦持续承压，9 月下滑至 73.4。这反映消费者对未来商业状况和就业前景的担忧进一步升温，对经济持续增长的信心正在逐步消退，美国家庭对当前与未来经济前景的评估日益谨慎。消费者在经济不确定及就业市场走弱的背景下，倾向于减少风险承受，这将对零售、耐用品消费及服务支出等形成抑制。

政府停摆下的数据风险。在市场诠释逻辑上，数据疲弱为美联储明年甚至年内加快降息提供了「借口」，但也凸显经济支撑基础正在侵蚀，股票市场的乐观回升更多是一种交易型反应，而非基本面改善。然而，一大隐忧在于政府停摆对经济数据收集与发布的冲击。若停摆持续，劳工部难以正常开展家庭调查与企业调查，导致失业率统计与薪资、工时等重要资料缺口放大。尤其 10 月 18 日原定启动的家庭调查若受阻，恐令 10 月失业率等关键数据中断。

(续下页)

宏观策略分析

证券研究报告

关注股份

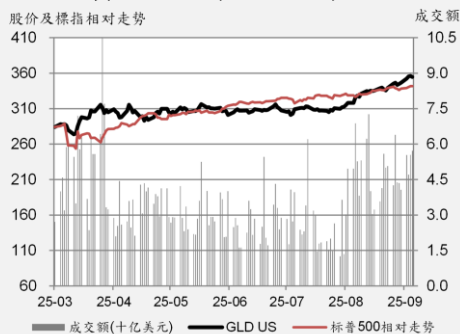
SPDR 黄金 ETF (GLD.US)

安硕比特币信托 ETF (IBIT.US)

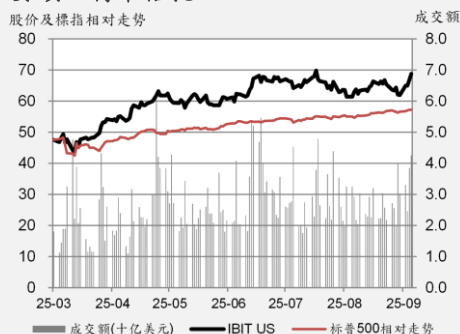
安硕罗素 2000 ETF (IWM.US)

股价表现

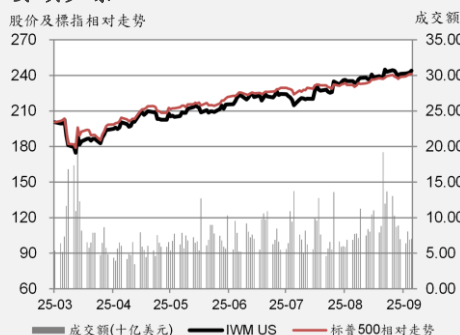
SPDR 黄金 ETF (GLD.US)



安硕比特币信托 ETF



安硕罗素 2000 ETF



数据来源：彭博、国证国际

黄焯伟 stevewong@sdicsi.com.hk

朱睿泽 frankzhu@sdicsi.com.hk

劳工部自今年以来已因人事流失而承压，若再度面临停摆，恐需放弃 10 月调查并延后至 11 月，数据真空期将延长市场不确定性。虽然工资就业的估计可能较不受影响（因雇主可使用行政记录提交资料），但数据完整性仍难保。对股市而言，这意味着未来数周内投资人将面临缺乏参考指标的情况，市场对经济与政策走向的推演将更加依赖二线数据和联准会官员的表态，一旦官员放鹰，可能迅速引发市场沽压，我们继续密切关注事情发展。

就业恶化与数据真空干扰政策预期。综合来看，美股虽对疲软数据短线作出「押注降息」的正面反应，但劳动力市场降温趋势明确，ADP 与 JOLTS 同步指向就业恶化。政府停摆又可能推迟包括非农、CPI 等核心数据的发布，使市场无法及时获取联准会决策依据。这种「经济走弱+数据真空」的情形，正加大对降息节奏解读的不确定。目前市场已将「年内再降息两次」的预期充分计入价格，但在预期过度饱和的情况下，任何超预期的讯号——包括鹰派官员发声、数据延迟造成的资讯真空——都有可能放大市场回调压力。投资者需警惕短期波动升温，应更加注重风险管理，而不是仅仅依赖「差数据意味着利多」的简化逻辑。从中线配置来看，基于降息周期重启，投资者可继续关注黄金 ETF，如 GLD.US 等。

考虑到目前投资人交易行为高度依赖即将公布的宏观数据与美联储所释放的讯号，不明朗因素持续将影响风险资产短线表现。但我们仍维持对头部数字货币的观点，金融创新仍利好其长线发展，可关注相关的 ETF 如 IBIT.US、ETHA.US 等。从中线配置来看，基于降息周期重启，投资者可继续关注对利率敏感的中小盘板块，可关注相关的 ETF 如 IWM.US 等。

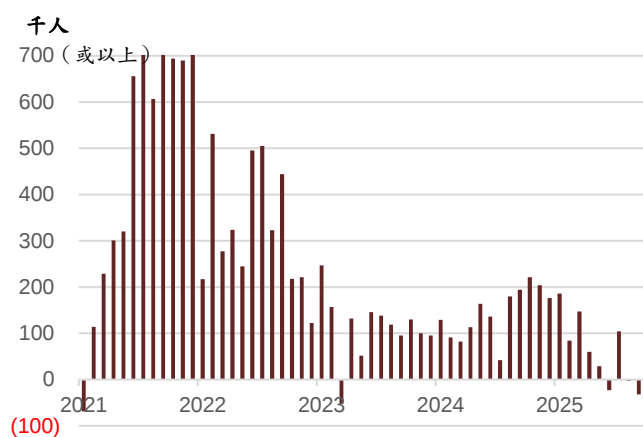
风险提示：特朗普政策的不确定性；美联储降息路径的不确定性；经济走势、宏观数据的反复引发市场波动。

图 1：近期（10 月 3 至 10 月 17 日）重点美股宏观数据

公布日期		事件	数据周期	市场预期	前值
2025/10/3	星期五	非农就业人数增减	9 月	5.2 万	2.2 万
2025/10/3	星期五	失业率	9 月	4.30%	4.30%
2025/10/3	星期五	ISM 服务业采购经理指数	9 月	51.7	52
2025/10/7	星期二	贸易余额	8 月	-\$61.4b	-\$78.3b
2025/10/8	星期三	消费者信用	8 月	\$15.0b	\$16.0b
2025/10/10	星期五	密歇根大学消费者信心指数	10 月初值	54.3	55.1
2025/10/10	星期五	密歇根大学 1 年通胀	10 月初值	--	4.70%
2025/10/10	星期五	密歇根大学 5-10 年通胀	10 月初值	--	3.70%
2025/10/14	星期二	NFIB 中小企业乐观程度指数	9 月	--	100.8
2025/10/15	星期三	消费者物价指数月环比	9 月	0.40%	0.40%
2025/10/15	星期三	核心消费者物价指数月环比	9 月	0.30%	0.30%
2025/10/16	星期四	零售销售额月环比	9 月	--	0.60%
2025/10/16	星期四	零售销售对照小组月环比	9 月	--	0.70%
2025/10/16	星期四	生产者价格月环比	9 月	--	-0.10%
2025/10/16	星期四	核心生产者价格月环比	9 月	--	-0.10%
2025/10/17	星期五	建筑许可	9 月初值	--	133 万
2025/10/17	星期五	工业产值(月环比)	9 月	--	0.10%

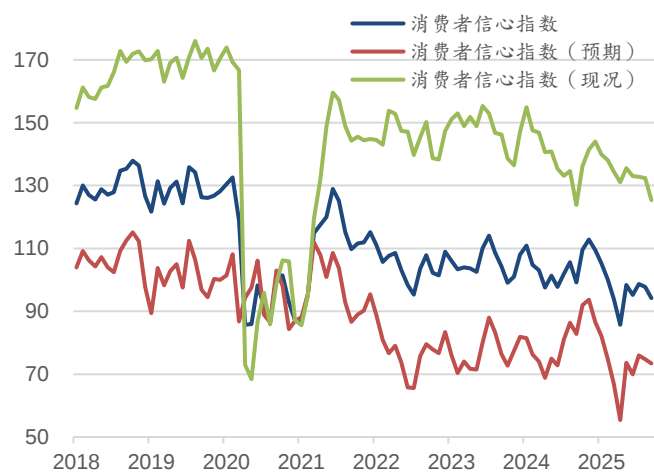
注：由于目前美国政府关门，各机构发布的多项关键经济数据可能会受到影响。美国经济分析局 (BEA)、美国劳工统计局 (BLS)、美国人口普查局和美国农业部 (USDA) 的数据可能会被推迟或延期发布。受影响的数据可能包括但不限于《就业情势报告》、《消费者物价指数 (CPI)》和《农业报告》等。
 资料来源：彭博、国证国际整理

图 1：私人企业新增职位



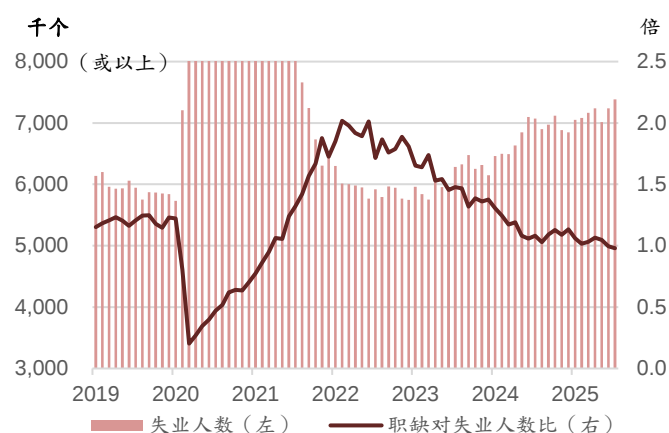
资料来源：ADP、彭博、国证国际整理

图 3：消费者信心指数



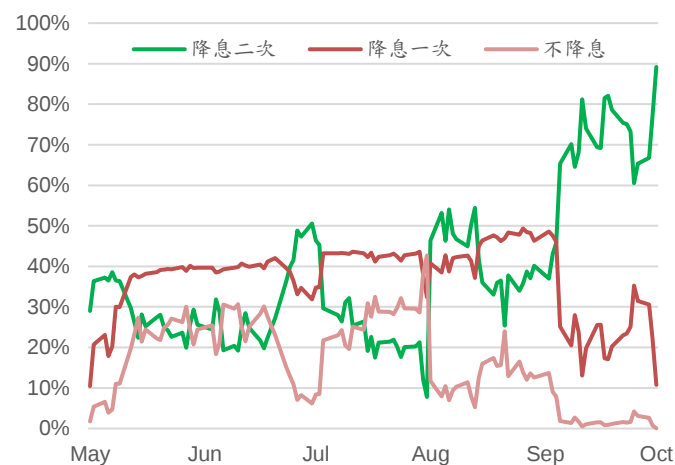
资料来源：美国咨商会、彭博、国证国际整理

图 2：职缺对失业人数比



资料来源：彭博、国证国际整理

图 4：利率期货市场对未来10-12月份降息之预期



资料来源：芝加哥商品交易所、国证国际整理

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司（国证国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券（香港）有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010