

研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《“反内卷”驱动量价再平衡，关注价格修复的可持续性》 - 2025.08.04

宏观观点

海外宏观周报：非农就业意外走弱

● 核心观点：

7月非农就业数据不及预期，新增就业仅7.3万人，且前两个月数据大幅向下修正，反映了劳动力市场疲软的现实。对前值的下修主要集中于教育部门，我们在上个月的点评报告中也曾指出，6月教育部门增加了4万人，可能反映了残余季节性的影响。因为学校在暑假来临之际通常存在裁员行为，当裁员规模不及往年时，季节性调整后教育部门就会出现就业增加，因此这部分下修更多地是反映了统计上的技术调整而非真实疲软。

7月失业率小幅上升至4.2%，反映就业市场仍然维持充分就业的状态，结合下行的劳动参与率来看，这可能反映了移民劳动力减少带来的供需双弱格局。

受到这份弱于预期的就业数据影响，周五美元指数和美股大跌，市场迅速押注美联储可能在9月、10月和12月连续三次降息。结合其他经济数据来看，GDP、PMI、营建支出和其他调查数据普遍指示美国经济动能趋弱，与本次非农数据传递的信号一致，因此我们将9月启动降息作为基准情形。

资产配置方面，我们继续看空美元，看多美股和新兴市场。虽然历史规律显示美股在三季度可能呈现季节性走弱，但以META为代表的美股科技股发布的业绩和前瞻指引超预期强劲，同时当前机构投资者普遍踏空本轮反弹行情，均为美股后续上行提供支撑。

● 风险提示：

通胀回升超预期，美联储降息节奏推迟。

目录

1 海外宏观数据跟踪.....	4
1.1 上周重要事件与数据跟踪.....	4
1.2 本周重要数据与事件.....	7
2 美联储观点跟踪.....	9
3 风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 美国新增非农就业人数.....	5
图表 2: 美国失业率	5
图表 3: 美国平均时薪增速	5
图表 4: 美国平均每周工时	5
图表 5: 美国失业人数分类 (千人)	5
图表 6: 美国劳动参与率 (%)	6
图表 7: 美国各行业新增就业人数 (千人)	6
图表 8: 美国非农首次收集率近几年呈下降趋势 (%)	6
图表 9: 美国初请失业金人数 (万人)	7
图表 10: 美国续请失业金人数 (万人)	7
图表 11: 本周重要数据与事件.....	7
图表 12: 市场定价从 9 月开始连续 3 次降息.....	10

1 海外宏观数据跟踪

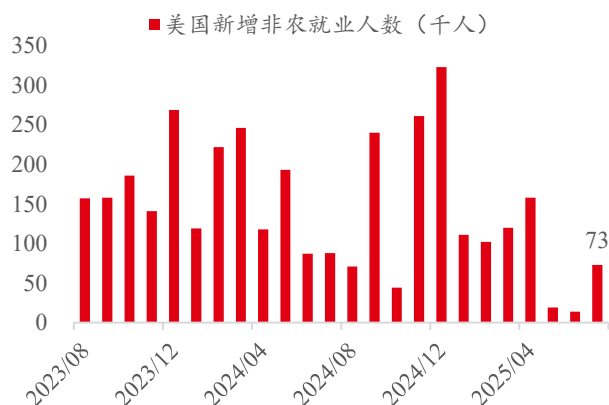
1.1 上周重要事件与数据跟踪

上周美联储议息会议决定维持利率在 4.25%-4.50% 不变, 但投票结果显示内部分歧加剧。鲍威尔在记者会上更多强调关税带来的通胀风险, 而失业率维持低位反映劳动力市场状况依然稳健。美联储理事鲍曼和沃勒则对本次决议投下反对票, 二人皆主张应当降息 25 个基点, 这是三十多年来首次有两位理事反对。鲍威尔表示, 尚未就 9 月是否降息作出任何决定, 但在 9 月会议之前将收到两轮就业与通胀数据, 届时委员会将根据最新数据作出判断。

7 月 31 日, 特朗普公布针对全球 60 多个国家或地区出口商品的新一轮关税安排, 将于 8 月 7 日起生效。新关税安排波及诸多主要贸易伙伴, 包括巴西 (50%, 但豁免了飞机、铁矿石、能源等数百种重要商品)、加拿大 (部分商品高达 35%) 等, 一些国家因未在谈判中让步而遭到重点针对。近期与美方达成初步协议的英国、欧盟、韩国、日本、印尼、菲律宾等国虽获得相对较低的 10%-20% 税率, 但整体仍高于历史平均水平。

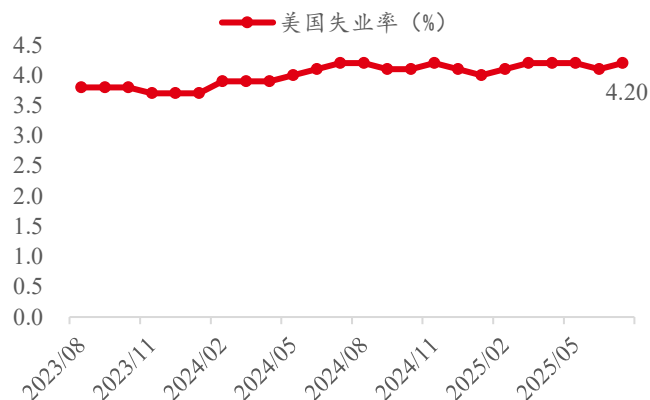
经济数据方面, 美国劳工部公布 7 月非农就业报告, 当月失业率小幅上升至 4.2%, 反映就业市场仍然维持充分就业的状态, 但结合下行的劳动参与率来看, 这可能是移民劳动力减少带来的供需双弱格局。新增就业仅 7.3 万人, 不仅逊于预期, 且前两个月数据大幅向下修正, 5 月和 6 月合计下修 25.8 万人。我们在上个月的点评中也曾指出, 6 月教育领域增加了 4 万人, 可能反映了残余季节性的影响, 因为学校在暑假来临之际往往会大幅裁员, 但裁员不及往年时, 季节性调整后教育领域就会出现就业增加。这一疲软数据导致美元指数和美股大跌, 市场迅速押注美联储可能在 9 月、10 月和 12 月连续三次降息。分行业看, 制造业与政府部门就业全面萎缩, 7 月分别减少 1.1 万人和 1 万人。医疗保健新增了 5.5 万个岗位, 高于过去一年的平均值 4.2 万个。社会救助也维持增长趋势, 7 月新增 1.8 万个就业岗位。此前强劲的休闲和住宿业仅新增 5000 个岗位, 反映服务业劳动力需求有所下降。

图表1：美国新增非农就业人数



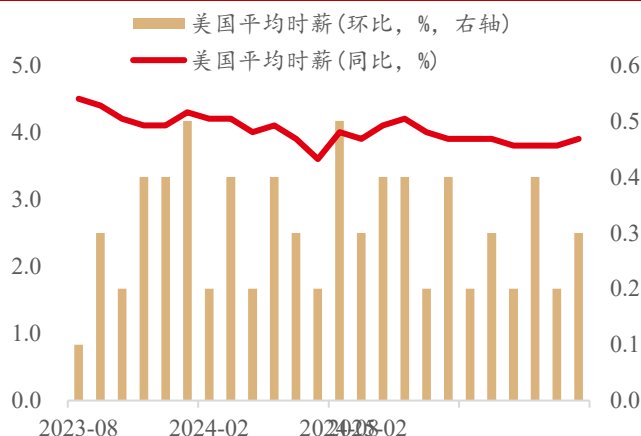
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：美国失业率



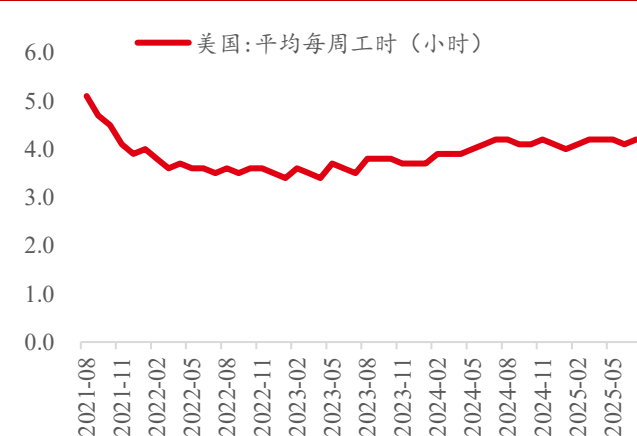
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表3：美国平均时薪增速



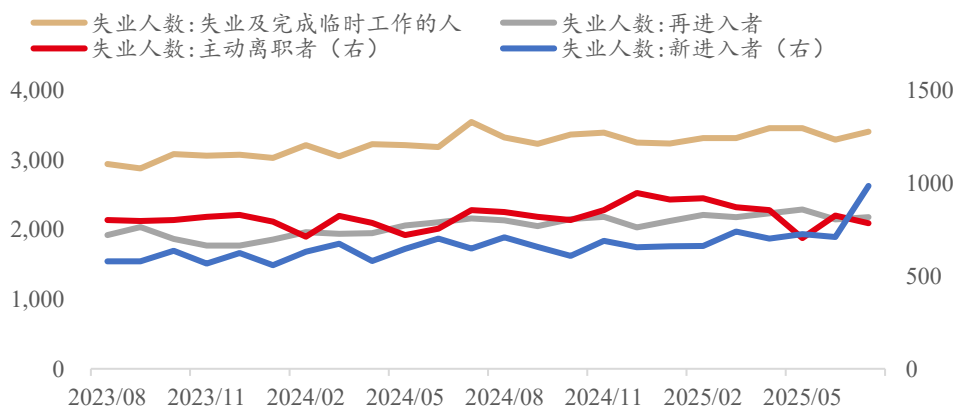
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：美国平均每周工时



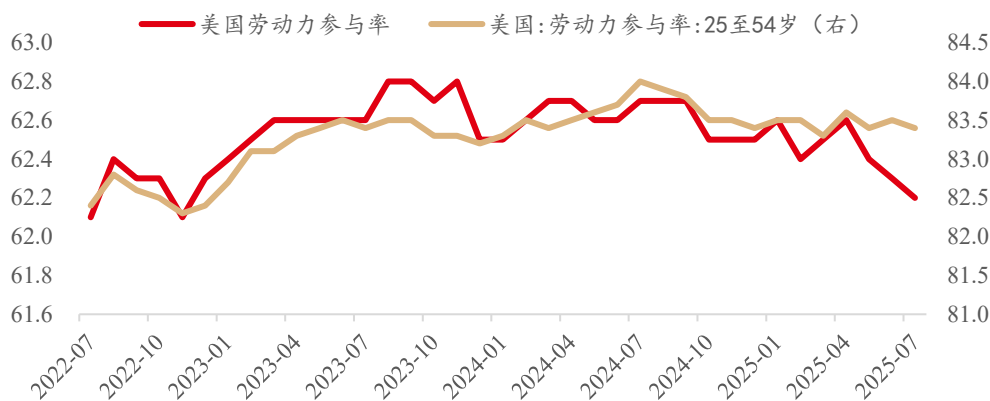
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表5：美国失业人数分类 (千人)



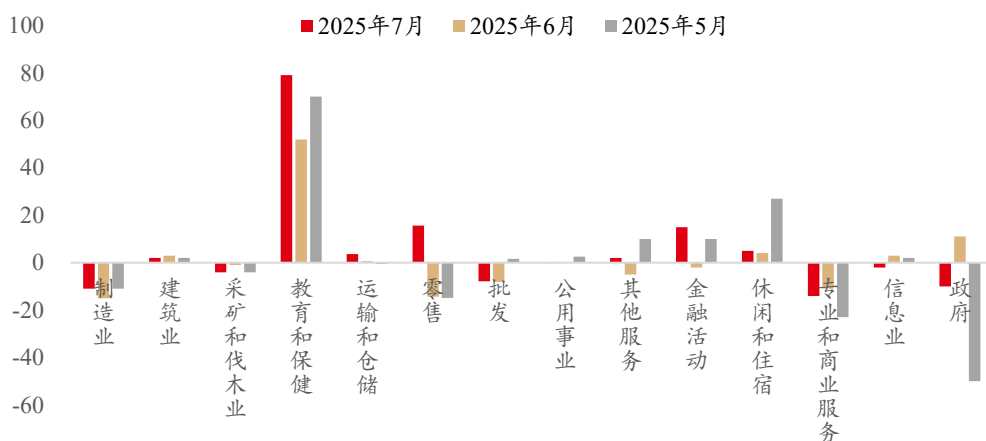
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：美国劳动参与率（%）



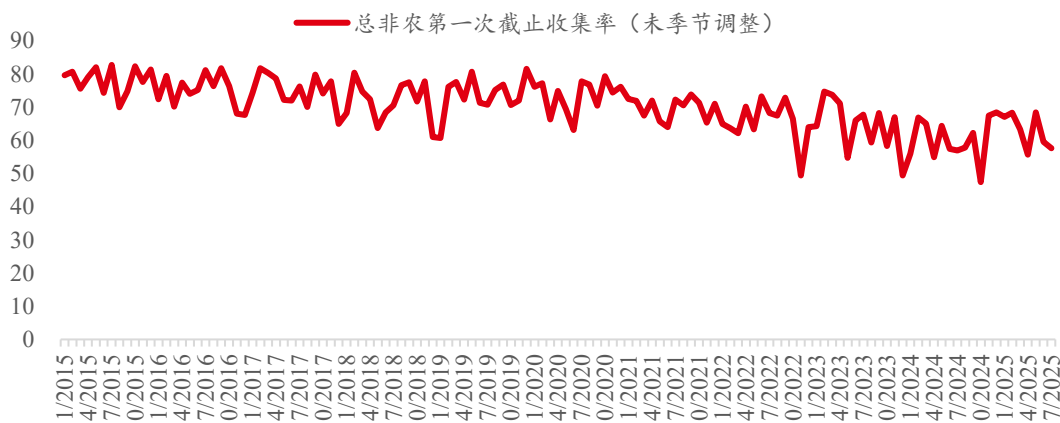
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：美国各行业新增就业人数（千人）



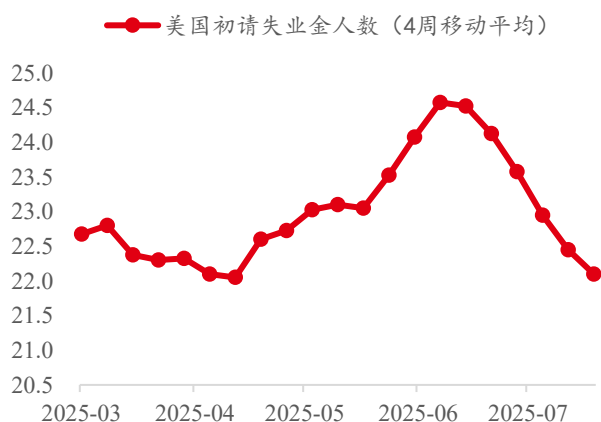
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：美国非农首次收集率近几年呈下降趋势（%）



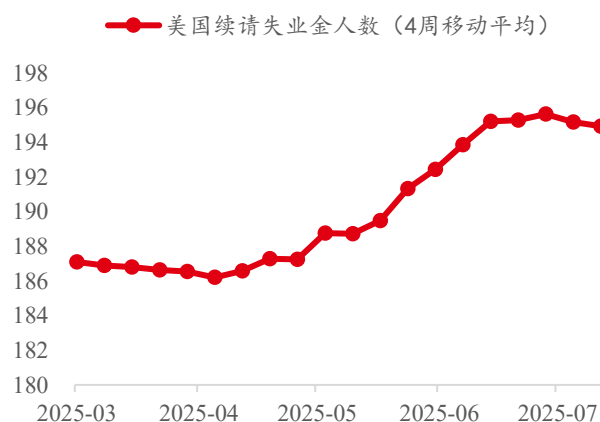
资料来源：BLS，中邮证券研究所

图表9：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10：美国续请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 本周重要数据与事件

图表11：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	前值	预测值
2025/8/4 16:30	欧元区 8 月 Sentix 投资者信心指数	4.5	8	
2025/8/4 22:00	美国 6 月工厂订单月率	8.20%	-5.00%	
2025/8/5 14:45	法国 6 月工业产出月率	-0.50%		
2025/8/5 15:50	法国 7 月服务业 PMI 终值	49.7		
2025/8/5 15:55	德国 7 月服务业 PMI 终值	50.1	50.1	
2025/8/5 16:00	欧元区 7 月服务业 PMI 终值	51.2	51.2	
2025/8/5 16:30	英国 7 月服务业 PMI 终值	51.2		
2025/8/5 17:00	欧元区 6 月 PPI 月率	-0.60%		
2025/8/5 20:30	美国 6 月贸易帐(亿美元)	-715	-726	
2025/8/5 21:45	美国 7 月标普全球服务业 PMI 终值	55.2		
2025/8/5 22:00	美国 7 月 ISM 非制造业 PMI	50.8	51.4	
2025/8/6 4:30	美国至 8 月 1 日当周 API 原油库存(万桶)	153.9		
2025/8/6 17:00	欧元区 6 月零售销售月率	-0.70%	0.40%	
2025/8/6 22:00	美国 7 月全球供应链压力指数	0		
2025/8/6 22:30	美国至 8 月 1 日当周 EIA 原油库存(万桶)	769.8		
2025/8/6 22:30	美国至 8 月 1 日当周 EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存(万桶)	69		
2025/8/6 22:30	美国至 8 月 1 日当周 EIA 战略石油储备库存(万桶)	23.8		
2025/8/7 1:00	美国至 8 月 6 日 10 年期国债竞拍-得标	4.36%		

		利率		
2025/8/7 1:00		美国至 8 月 6 日 10 年期国债竞拍-投标 倍数	2.61	
2025/8/7 3:10	2027 年 FOMC 票委、旧金山联储 主席戴利发表讲话。			
2025/8/7 14:00		德国 6 月季调后工业产出月率	1.20%	-0.80%
2025/8/7 14:00		德国 6 月季调后贸易帐(亿欧元)	185	
2025/8/7 14:00		英国 7 月 Halifax 季调后房价指数月率	0%	
2025/8/7 14:45		法国 6 月贸易帐(亿欧元)	-77.66	
2025/8/7 19:00		英国至 8 月 7 日央行利率决定	4.25%	4.00%
2025/8/7 19:00	英国央行公布利率决议、会议纪 要和货币政策报告。			
2025/8/7 20:30		美国至 8 月 2 日当周初请失业金人数(万 人)	21.8	
2025/8/7 22:00		美国 6 月批发销售月率	-0.30%	
2025/8/7 22:00	2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联 储主席博斯蒂克线上参加佛罗 里达州首席财务官协会有关货 币政策的炉边谈话。			
2025/8/7 22:30		美国至 8 月 1 日当周 EIA 天然气库存(亿 立方英尺)	480	
2025/8/7 23:00		美国 7 月纽约联储 1 年通胀预期	3.02%	
2025/8/7	美国开始实施“对等关税”。			
2025/8/8 7:50		日本 6 月贸易帐(亿日元)	-5223	4088
2025/8/8 7:50	日本央行公布 7 月货币政策会 议审议委员意见摘要。			
2025/8/8 13:30		法国第二季度 ILO 失业率	7.40%	
2025/8/8 22:20	2025 年 FOMC 票委、圣路易联储 主席穆萨莱姆发表讲话。			

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. 美联储主席鲍威尔：

鲍威尔在 FOMC 会议上表示，当前美国经济增长放缓与消费降温有关，但劳动力市场整体稳健。通胀方面，他认为尽管数据有所回落，但仍然略高于 2% 的长期目标，短期商品价格受关税影响或仍有压力。美联储将密切观察通胀走势，防范关税影响从一次性价格冲击演变为持续通胀。

对于 9 月是否降息，鲍威尔未明确表态，表示具体政策将取决于未来两轮就业和通胀数据。政策路径将既关注就业市场潜在疲软，也预防通胀回升风险，当前正处于观察期，具备调整空间。

2. 美联储理事沃勒：

本轮 FOMC 会议中，沃勒投下反对票并主张降息 25 个基点。其核心理由包括：一是关税引起的物价上升属于一次性冲击，通胀预期仍保持稳定；二是当前政策利率高于中性水平，叠加 GDP 增速低迷，失业率趋稳；三是劳动力市场实际已显疲态，就业增速趋缓。考虑到关税影响短期难以厘清，谨慎观望可能导致政策落后于形势，且降息不代表持续宽松路径，美联储可根据后续数据调整节奏。

3. 美联储理事鲍曼：

鲍曼在 FOMC 会议中同样反对维持利率不变。她认为通胀水平在剔除关税影响后已接近政策目标，经济整体彰显韧性。目前主要风险聚集于劳动力市场领域：就业人口比率下滑、招聘放缓、且增长集中于少数行业。鲍曼认为应提前采取行动以避免劳动力市场恶化。

4. 纽约联储主席威廉姆斯：

威廉姆斯表示，劳动力市场正经历“温和而渐进的降温”，整体仍属稳健。5 月和 6 月非农数据的大幅下修反映劳动力需求降温趋势，为鲍威尔推动降息共识提供了空间。对于 9 月降息，他则保持谨慎态度，并预计今年美国经济增速将放缓至约 1%。

图表12：市场定价从9月开始连续3次降息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.3%	19.7%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	58.4%	36.2%	5.4%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	46.4%	40.8%	11.7%	1.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.6%	43.8%	27.3%	6.8%	0.6%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.4%	33.3%	35.0%	16.4%	3.5%	0.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	18.7%	33.9%	28.9%	12.1%	2.4%	0.2%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	12.4%	27.5%	31.0%	19.2%	6.5%	1.1%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.7%	5.7%	17.5%	28.7%	27.0%	14.9%	4.7%	0.8%	0.1%
2026/9/16	0.0%	0.3%	2.6%	10.2%	21.8%	28.0%	22.4%	11.0%	3.2%	0.5%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.8%	4.3%	12.7%	23.1%	26.8%	19.9%	9.3%	2.6%	0.4%	0.0%
2026/12/9	0.2%	1.5%	6.0%	14.8%	23.9%	25.4%	17.8%	8.0%	2.2%	0.3%	0.0%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

通胀回升超预期，美联储降息节奏推迟。

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 0%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，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，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等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

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