

美国 7 月非农：“修订风波”暴露美国就业市场脆弱性



杨见一 分析师
Email: yangjianyi@lcqz.com
证书: S1320525050001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lcqz.com
证书: S1320523020004

核心观点:

7 月美国非农就业大幅低于预期；失业率维持 4.2%。美国 7 月非农新增 7.3 万人，大幅不及预期的 10.6 万人，前值 1.4 万人；失业率小幅回升至 4.2%，预期为 4.3%，前值 4.1%。数据公布同时，劳工部调整 5-6 月新增非农就业数据，5 月由初值公布的 13.9 万下调至 1.9 万，6 月由初值的 14.7 万下修至 1.4 万，合计下修 25.3 万人，幅度空前。修订后，近三月平均新增就业仅有 3.5 万，大幅低于一季度平均的 11.1 万，反映此前就业强劲或被系统性高估，引发市场避险。数据公布后，市场重新押注美联储 9 月、10 月各降息 25bps，降息路径大幅上移。

有关数据大幅度下修，劳工部官方仅给出两个常规解释原因。一是，7 月劳工部可能收到了大量招聘状况不佳的机构送来的追加报告，导致数据下修。二是，5-6 月就业数据一般受到季节性调整而下修，但对比往年季调数据可见，每年下修幅度基本一致，不是今年 5-6 月非农走低的主因。未经季节性调整的数据显示，去年 5-7 月非农就业平均新增 11.1 万，而 2025 年同期平均新增为 0 万，意味着美国就业市场出现实质性放缓。

为什么非农“崩盘”，但还是看不到失业率上行？美国劳动力人数下降是失业率难以上升的原因之一。当劳动力流失时，失业人口和劳动人口下降同等数量，失业率反而下降。当前美国劳动人口持续收缩，叠加特朗普移民驱逐政策加速了美国劳动供给下行。家庭调查（CPS）口径的劳动力人数由 1 月的 17074.4 万人下降至 7 月的 17034.2 万人，减少 40.2 万人。1-7 月外国出生劳动人口下降 124.1 万人。因此，尽管美国就业市场持续转弱，但失业率始终维持在 4.0-4.2% 的水平窄幅波动。

自 6 月美国私人部门就业大幅下降后，7 月的“修订风波”使得美国就业市场脆弱性进一步暴露。就业数据公布当天，美股下跌、美债收益率下行、美元走弱，反映市场避险情绪走高。但好处是，一直潜藏的就业问题显性使得美联储有更多的理由在 9 月降息。下一步，美联储决策的关键，一方面在于 7 月、8 月通胀数据能否维持在可以接受的水平，另一方面则是鲍威尔是否会以货币政策的紧缩来对抗特朗普的施压。建议关注鲍威尔近期发言情况，例如 8 月 22-24 日 Jackson Hole 会议，以及特朗普关税政策、财政政策、人员任免等对经济和市场的影响。

风险提示：美国经济下行超预期，美国货币财政政策超预期。

相关报告

7 月高频数据跟踪

2025.08.04

美国二季度经济点评：超预期的 GDP 与放缓的经济

2025.08.04

7 月 PMI 数据点评：制造业 PMI 季节性下降，供需两侧均有待改善

2025.08.01

目 录

1. 美国 7 月非农数据大幅不及预期，暴露就业市场疲态	4
2. 风险提示	9

图表目录

图 1	美国非农就业数据公布同时修正前月数据	5
图 2	季调与非季调新增非农就业数据对比 (千人)	5
图 3	往年非农新增就业季调因子对比 (千人)	5
图 4	最近 12 个月美国新增非农就业分布, 按行业 (千人)	5
图 5	美国失业率与美联储 SEP 指引 (%)	6
图 6	美国劳动力供需再平衡, 就业缺口基本弥合 (千人)	6
图 7	美国劳动力参与率及同比增速 (%)	6
图 8	美国政府部门新增就业结构 (千人)	7
图 9	美国移民与本国劳动力人数 (千人)	7
图 10	美国非农名义平均时薪及实际时薪同比 (%)	7
图 11	美国非农名义平均时薪及实际时薪环比 (%)	7
图 12	最近 12 个月美国各行业平均时薪环比增速 (%)	7
图 13	美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)	8
图 14	美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)	8
图 15	美国企业职位空缺率及同比增速 (%)	8
图 16	Indeed 领先指标与职位空缺数	8
图 17	美国挑战者企业裁员人数 (人, %)	8
图 18	美国初次与持续申领失业金人数 (万人)	8
图 19	美国广义失业率及基准失业率 (%)	9
图 20	美国因经济原因兼职人数 (人)	9
图 21	美国服务业平均周工时 (小时)	9
图 22	美国就业市场离职率 (%)	9
图 23	7 月就业超预期, 市场降息预期推后 (bps)	9
图 24	CME 数据显示非农公布后市场重新押注 9 月降息	9

1. 美国 7 月非农数据大幅不及预期，暴露就业市场疲态

7 月美国非农就业当月和前月下修数据大幅低于预期；失业率维持 4.2%。美国 7 月失业率小幅回升至 4.2%，预期为 4.3%，前值 4.1%。家庭调查（CPS）口径的劳动力人数下降 3.8 万人，劳动参与率下降至 62.2%，是失业率维持低位的原因之一。7 月非农新增 7.3 万人，大幅不及预期的 10.6 万人，前值 1.4 万人。数据公布同时，劳工部调整 5-6 月新增非农就业数据，5 月由初值公布的 13.9 万下调至 1.9 万，6 月由初值的 14.7 万下修至 1.4 万，合计下修 25.3 万人，幅度空前。修订后，近三月平均新增就业仅有 3.5 万，大幅低于一季度平均的 11.1 万，反映此前就业强劲或被系统性高估，引发市场避险。数据公布后，市场重新押注美联储 9 月、10 月各降息 25bps，降息路径大幅上移。

有关非农数据大幅度下修，劳工部官方仅给出两个常规解释原因，即①自上次发布数据后继续收到企业和政府机构报告，以及②季节性调整因素影响统计结果。前者指的是，由于企业调查问卷回收较慢，初值公布之后劳工部还会继续收到新的问卷结果。因此，此次数据大幅下修可能是 7 月劳工部收到了大量招聘状况不佳的机构送来的追加报告。需要注意的是，就业情况越弱，延迟递交问卷的可能性就越大，因此，“迟到的问卷”同样指向美国劳动力市场进一步走弱。后者，则是劳工部每期都对数据进行季节性调整，减少干扰，而 5-6 月数据一般受到下修，或为 5-6 月数据偏低的原因。但是，对比往年非季调数据及季调数据可见，过去 5 年季节性调整幅度基本不变，很难解释今年 5-6 月非农极低的“例外”情况。抛开季调因素影响，对比 2024 年 5-7 月平均 11.1 万新增，2025 年同期平均新增为 0 万，意味着今年同期每月新增就业减少 10 万人左右，美国就业市场出现实质性放缓。

为什么非农“崩盘”，但还是看不到失业率上行？我们在前月报告中提到，美国劳动力人数下降是失业率难以上升的原因之一。失业率是失业人口和劳动人口的比值，劳动力流失时，失业人口和劳动人口下降同等数量，失业率反而下降。从总量上看，美国劳动人口持续收缩，家庭调查（CPS）口径的劳动力人数由 1 月的 17074.4 万人下降至 7 月的 17034.2 万人，减少 40.2 万人，劳动参与率则由年初的 62.6% 下降至 62.2%。特朗普移民驱逐政策则加速了美国劳动供给下行。按出生地划分，1-7 月外国出生（移民）劳动人口下降 124.1 万人，而本国出生劳动人口上升 307.3 万人。因此，尽管美国就业市场持续转弱，但失业率维持在 4.0-4.2% 窄幅波动。

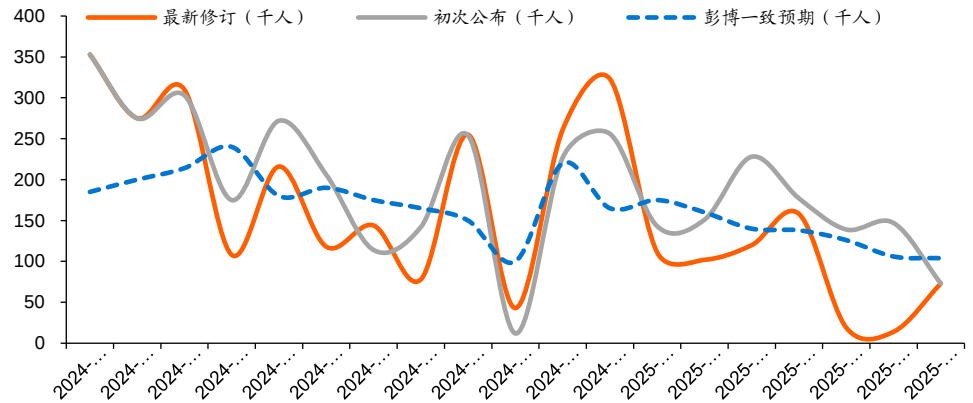
7 月商品生产行业就业持续走低，服务业有所修复。商品生产行业新增就业-1.3 万，前值-1.3 万，连续走低。其中，制造业就业企稳，7 月新增就业 0 万，前值-1.3 万。采矿伐木业走弱，就业-0.4 万，前值-0.1 万。建筑业-0.3 万，前值-0.2 万。服务行业新增就业 9.6 万，前值 1.6 万，有所修复。6 月关税缓和后美国迎来抢进口脉冲，但持续性不强，7 月上游批发业就业持续放缓，新增-0.8 万，前值-0.8 万。中下游零售业显著修复，新增 1.6 万，前值-1.4 万。运输和仓储就业同步修复，新增 0.4 万，前值 0.1 万。其他服务业中，金融业、教育医疗业就业有所修复，分别新增 1.5 万、7.9 万；休闲酒店业、专业和商务服务、公用事业等其他服务业就业低迷。6 月原本高增的政府部门就业在修订后大幅回落，6 月由 7.3 万修订为 1.1 万，7 月新增则转负至-1 万，拖累整体就业。

其他就业数据指向美国就业市场弱化。7 月薪资环比增速 0.33%，较前值的 0.25% 有所回升。职位空缺率回落至 4.4%，高频数据显示企业用工需求将继续下行。7 月裁员再次回升，当月财源 6.2 万人。失业金方面，虽然初次申请失业金的人数下降，但持续申请失业金的人数较一季度明显抬升，6 月以来平均在 195 万人左右（1-5 月平均 187 万），显示脱离失业状态的难度上升。广义失业率走高至 7.9%，前值 7.7%。工作时长方面，服务业与生产行业周工时维持低位，显示用工需求承压。

自 6 月美国私人部门就业大幅下降后，7 月的“修订风波”使得美国就业市场脆弱性进一步暴露。数据公布当天美股下跌、美债收益率下行、美元走弱，反映市场避险情绪走高。但是，非农不及预期的好处是，一直潜藏的就业问题显性使得美联储有更多的理由在 9 月降息。市场对下半年降息的信心再次提振，预期 9 月、10 月各降息 25bps。

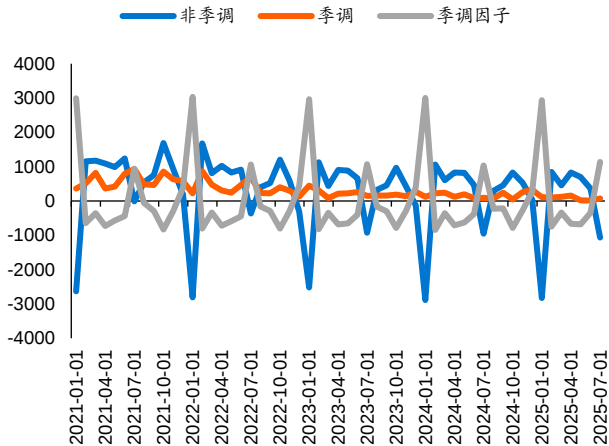
下一步，美联储决策的关键，一方面在于7月、8月通胀数据能否维持在可以接受的水平，另一方面则是鲍威尔面对特朗普施压时“内心的抉择”。如果鲍威尔对于美联储独立性表现出强硬维护姿态，那么特朗普的持续施压可能“适得其反”，造成美联储降息延后。后续关注鲍威尔近期发言情况，例如8月22-24日 Jackson Hole 会议，以及特朗普关税政策、财政政策、人员任免等对经济和市场的影响。

图1 美国非农就业数据公布同时修正前月数据



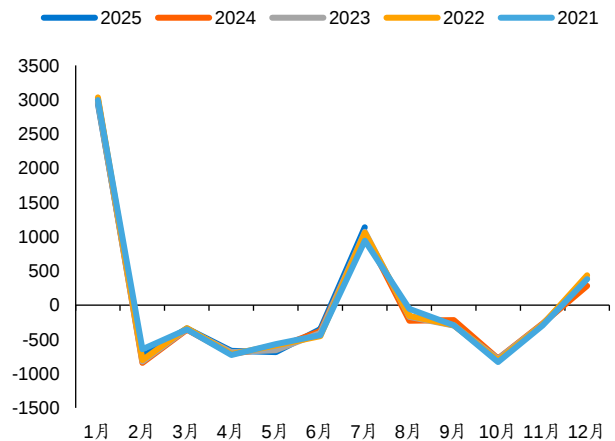
资料来源：BLS，联储证券研究院

图2 季调与非季调新增非农就业数据对比（千人）



资料来源：FRED，联储证券研究院

图3 往年非农新增就业季调因子对比（千人）



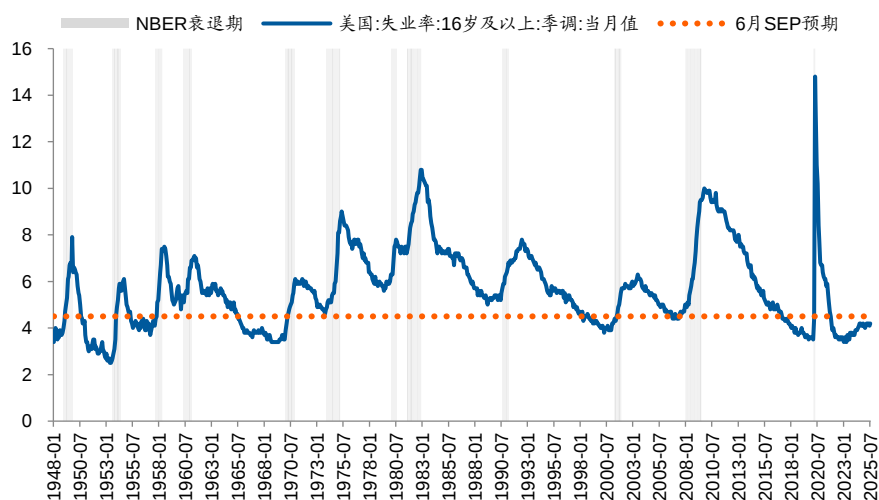
资料来源：FRED，联储证券研究院

图4 最近12个月美国新增非农就业分布，按行业（千人）

		趋势	当月增加（千人）											
总量	项目		2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
非农总量	私人部门		73.0	14.0	19.0	158.0	120.0	102.0	111.0	323.0	261.0	44.0	240.0	71.0
	商品		83.0	3.0	69.0	133.0	114.0	107.0	79.0	287.0	244.0	-1.0	208.0	33.0
	采矿和伐木业		-13.0	-13.0	-13.0	2.0	5.0	24.0	-11.0	4.0	28.0	-50.0	32.0	-18.0
	建筑业		-4.0	-1.0	-4.0	2.0	-1.0	4.0	-3.0	-1.0	1.0	-1.0	1.0	-1.0
	制造业		2.0	3.0	2.0	0.0	5.0	12.0	-3.0	15.0	6.0	1.0	30.0	23.0
	服务		-11.0	-15.0	-11.0	0.0	3.0	8.0	-5.0	-10.0	20.0	-50.0	0.0	-40.0
	贸易、运输和公用事业		96.0	16.0	82.0	131.0	109.0	83.0	90.0	283.0	216.0	49.0	176.0	51.0
	批发		11.0	-22.0	-11.0	-2.0	-8.0	22.0	54.0	81.0	19.0	-10.0	31.0	-7.0
	零售		-7.8	-8.1	1.6	1.3	-4.8	7.1	-4.3	13.0	5.1	6.1	7.1	3.8
	运输和仓储		15.7	-14.3	-14.8	4.7	16.4	-3.8	35.7	34.4	-13.5	-6.6	13.7	-13.3
	公用事业		3.6	0.6	-0.5	-7.6	-20.7	18.3	21.3	34.4	27.7	-9.0	7.1	1.7
	专业和商务		-0.1	0.3	2.6	-1.2	1.5	0.8	1.4	-0.8	-0.3	-0.8	2.6	0.8
	信息		-14.0	-11.0	-23.0	27.0	-11.0	15.0	-35.0	36.0	37.0	-34.0	-16.0	-32.0
	金融活动		-2.0	0.0	5.0	1.0	-2.0	0.0	-4.0	17.0	5.0	-7.0	0.0	-7.0
	教育和保健		15.0	-2.0	7.0	5.0	3.0	15.0	14.0	12.0	16.0	3.0	6.0	6.0
	休闲和住宿		79.0	52.0	70.0	85.0	65.0	65.0	62.0	83.0	73.0	87.0	98.0	65.0
	其他		5.0	4.0	27.0	18.0	45.0	-34.0	-14.0	47.0	54.0	9.0	51.0	26.0
政府	政府		2.0	-5.0	10.0	-3.0	17.0	0.0	13.0	7.0	12.0	-3.0	7.0	0.0
			-10.0	11.0	-50.0	25.0	6.0	-5.0	44.0	36.0	17.0	45.0	32.0	38.0

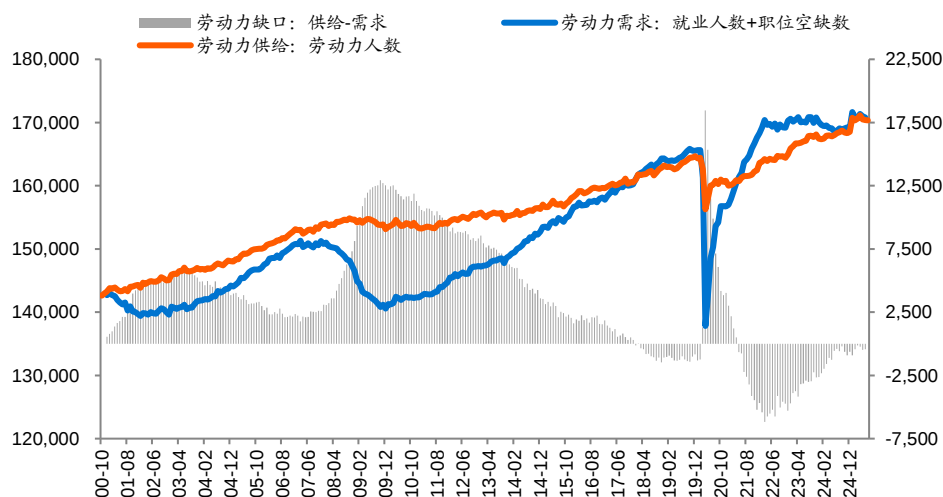
资料来源：BLS，联储证券研究院

图5 美国失业率与美联储 SEP 指引 (%)



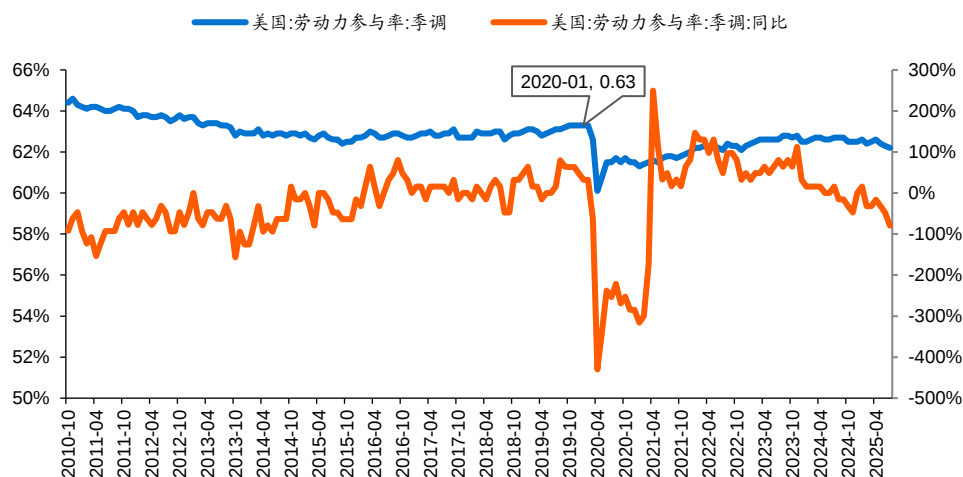
资料来源：BLS，美联储，联储证券研究院

图6 美国劳动力供需再平衡，就业缺口基本弥合（千人）



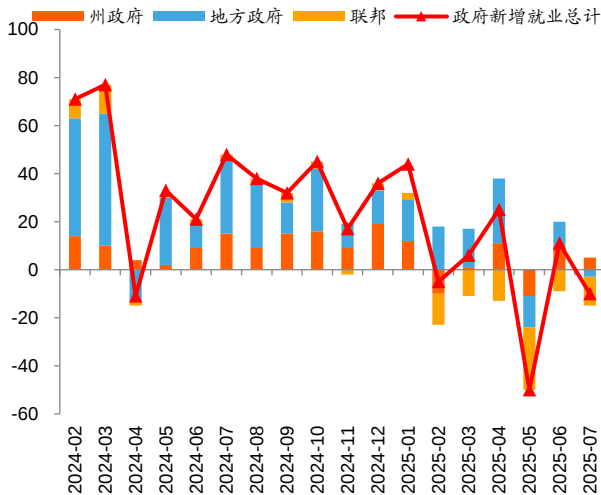
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图7 美国劳动力参与率及同比增速 (%)



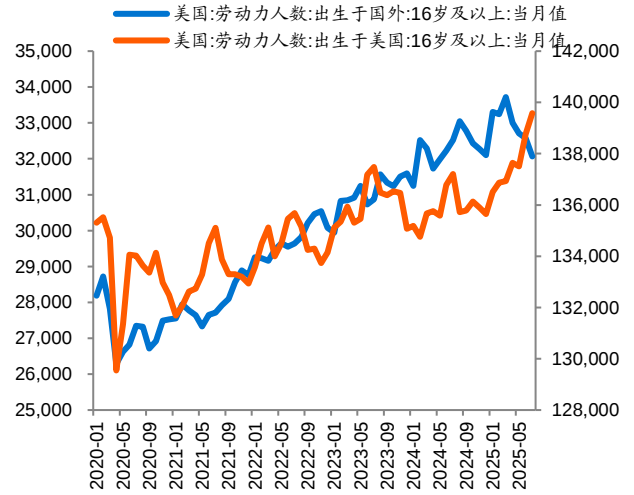
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图8 美国政府部门新增就业结构 (千人)



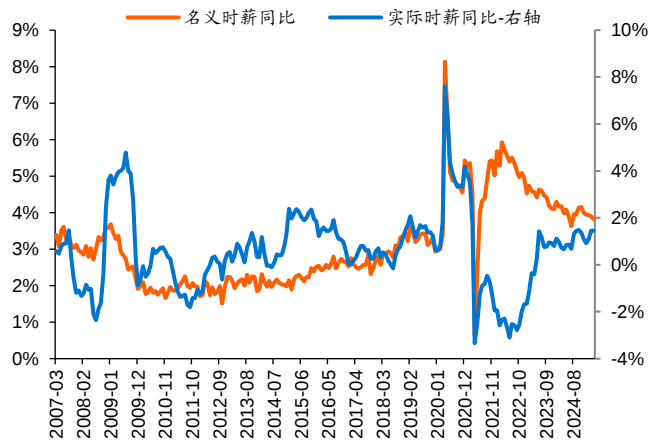
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图9 美国移民与本国劳动力人数 (千人)



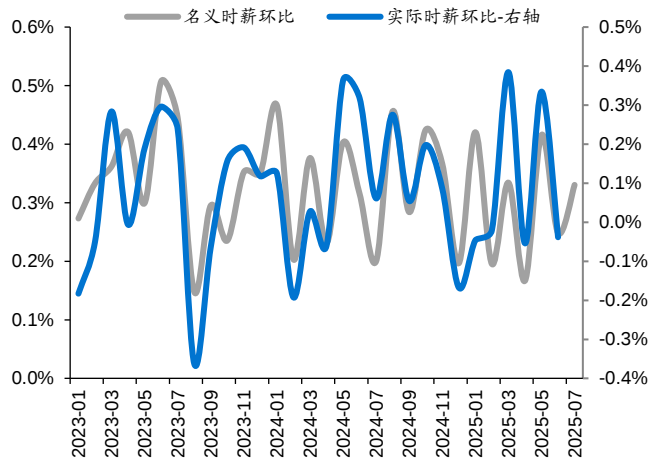
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图10 美国非农名义平均时薪及实际时薪同比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图11 美国非农名义平均时薪及实际时薪环比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

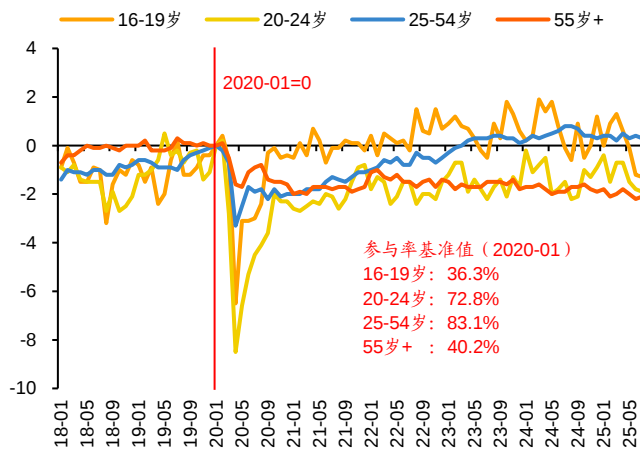
图12 最近 12 个月美国各行业平均时薪环比增速 (%)

部门	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
平均时薪环比	0.33%	0.25%	0.42%	0.17%	0.33%	0.20%	0.42%	0.20%	0.37%	0.42%	0.28%	0.46%
商品生产	0.05%	0.27%	0.41%	-0.03%	0.60%	0.27%	0.47%	0.28%	0.28%	0.28%	0.39%	0.31%
采矿和伐木业	0.35%	0.07%	0.37%	-0.22%	0.05%	-0.07%	0.65%	-0.27%	0.18%	0.20%	0.40%	0.20%
建筑业	0.23%	0.41%	0.31%	0.28%	0.23%	0.13%	0.33%	0.41%	0.26%	0.23%	0.57%	0.29%
制造业	-0.06%	0.20%	0.46%	-0.23%	0.83%	0.43%	0.55%	0.20%	0.32%	0.29%	0.23%	0.29%
服务	0.39%	0.25%	0.45%	0.20%	0.28%	0.20%	0.39%	0.17%	0.40%	0.43%	0.29%	0.46%
贸易、运输和能源	0.71%	0.16%	0.29%	0.20%	0.59%	0.20%	0.40%	-0.16%	0.43%	0.40%	0.17%	0.40%
零售	1.18%	0.24%	0.28%	0.16%	0.80%	0.28%	0.44%	-0.28%	0.81%	0.57%	0.20%	0.37%
批发	0.39%	0.13%	0.42%	0.39%	0.58%	0.42%	0.16%	-0.16%	0.40%	0.21%	-0.03%	0.21%
信息	0.34%	0.52%	0.68%	0.74%	-0.06%	0.12%	0.71%	-0.70%	-0.16%	2.14%	0.26%	0.70%
金融活动	0.48%	0.08%	0.53%	0.28%	0.62%	0.32%	0.45%	0.43%	0.13%	0.50%	0.02%	0.53%
专业和商业服务	0.41%	0.41%	0.55%	0.18%	0.32%	0.28%	0.21%	0.39%	0.61%	0.47%	0.59%	0.57%
教育和健康服务	0.28%	0.06%	0.51%	0.26%	-0.11%	0.11%	0.34%	0.23%	0.46%	0.23%	0.43%	0.35%
娱乐	0.18%	0.26%	0.13%	0.00%	0.58%	0.18%	0.58%	0.31%	0.27%	0.32%	0.27%	0.36%
其他服务	0.18%	0.37%	0.31%	0.22%	-0.58%	0.00%	0.56%	0.25%	0.16%	0.44%	0.19%	0.38%

资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

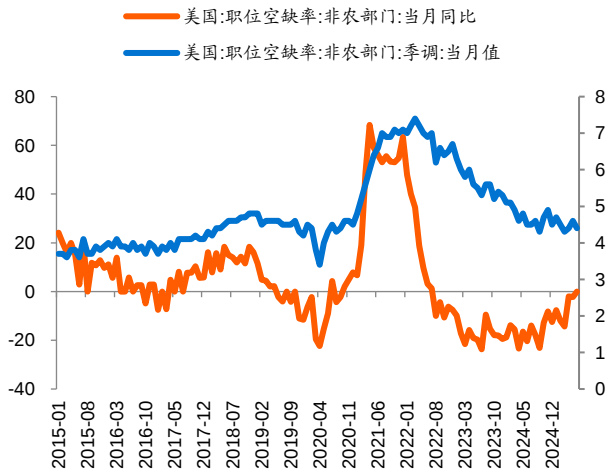
*颜色以当月非农平均时薪为基准 (白色)

图13 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)



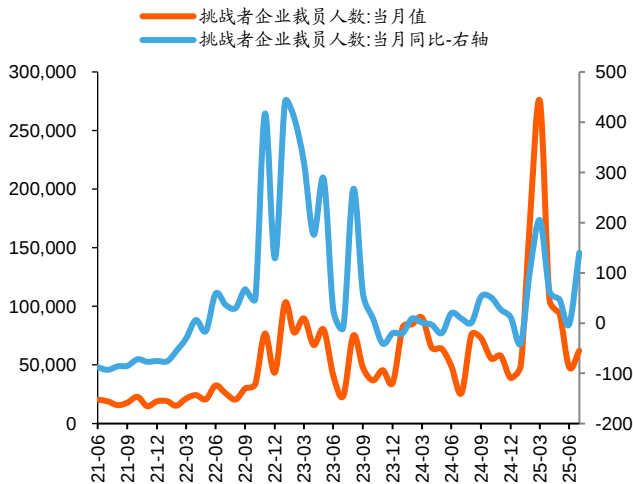
资料来源: FRED, 联储证券研究院

图15 美国企业职位空缺率及同比增速 (%)



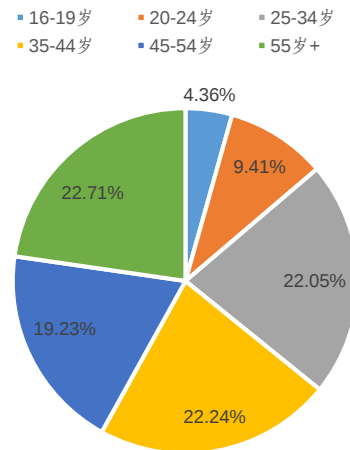
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图17 美国挑战者企业裁员人数 (人, %)



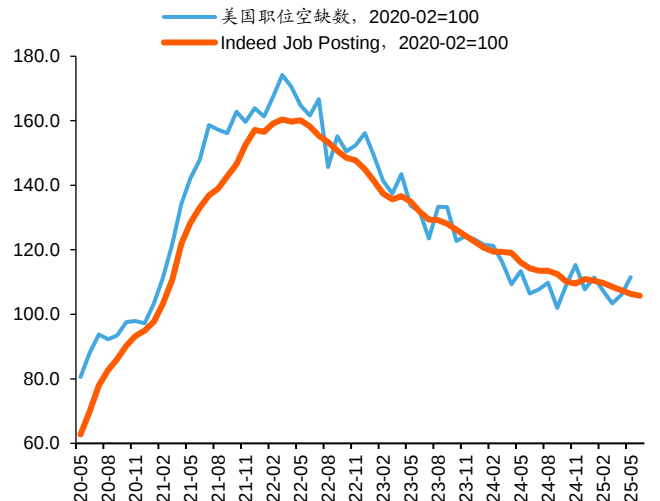
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图14 美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)



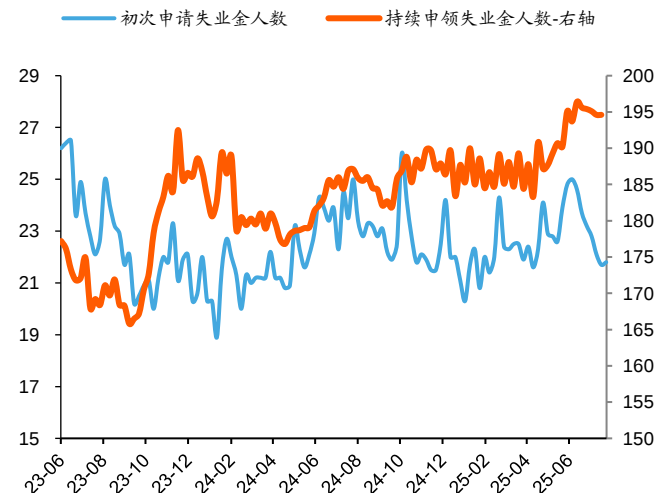
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图16 Indeed 领先指标与职位空缺数



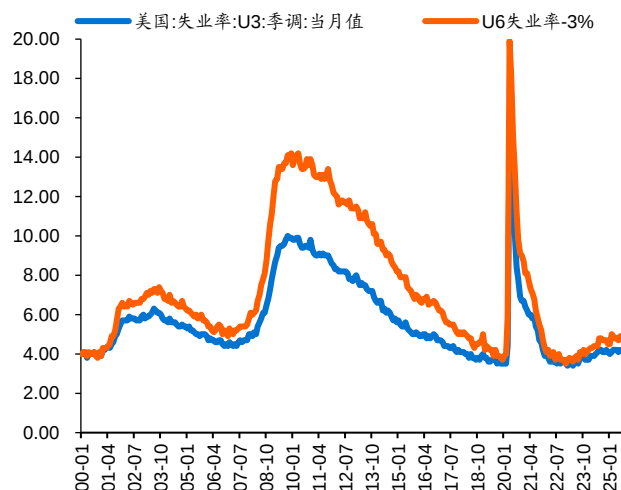
资料来源: FRED, 联储证券研究院

图18 美国初次与持续申领失业金人数 (万人)



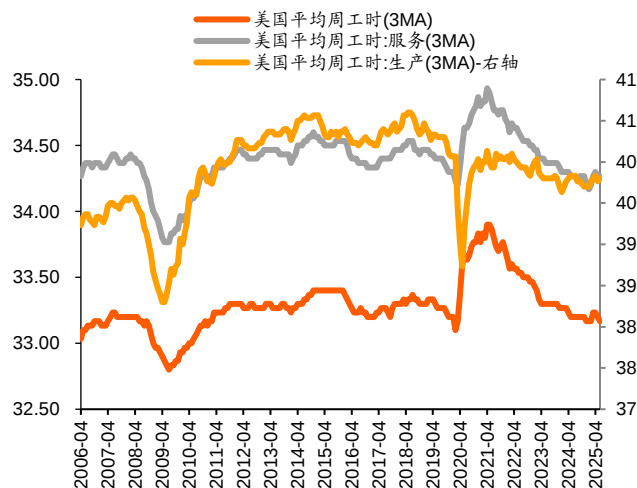
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图19 美国广义失业率及基准失业率 (%)



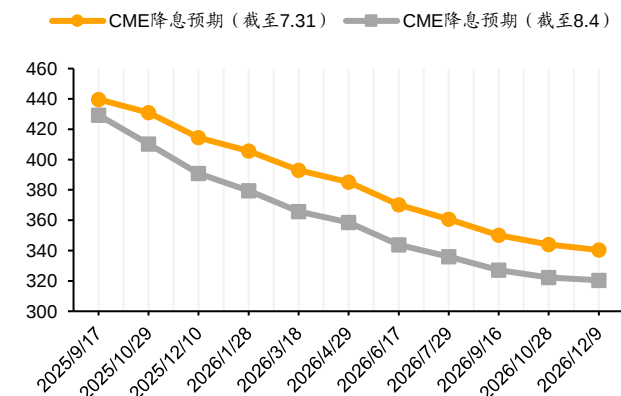
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图21 美国服务业平均周工时 (小时)



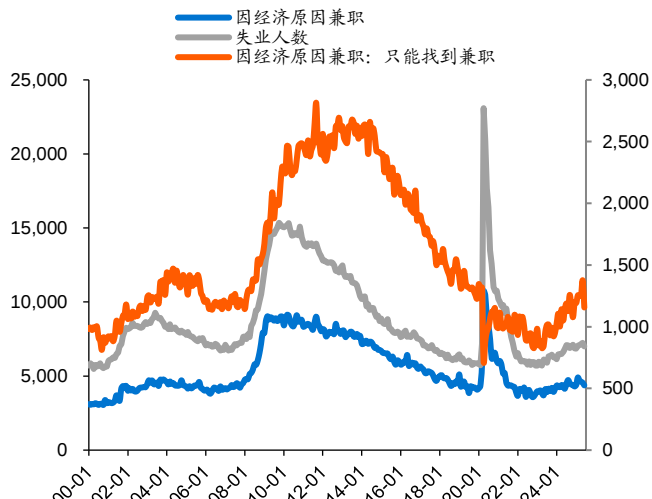
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图23 7月就业超预期，市场降息预期推后 (bps)



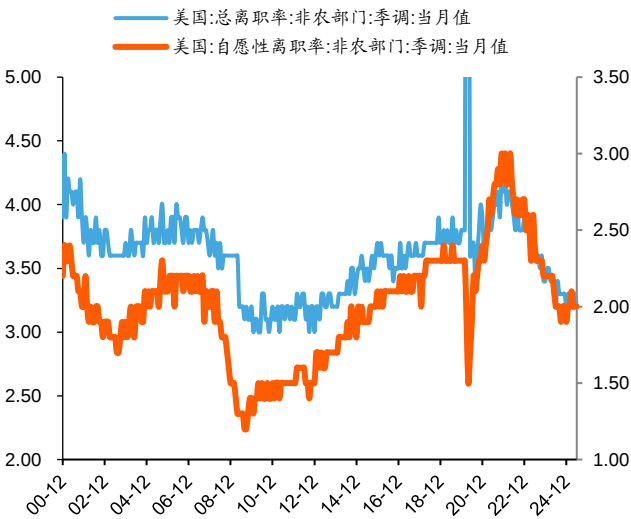
资料来源：CME，联储证券研究院

图20 美国因经济原因兼职人数 (人)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图22 美国就业市场离职率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图24 CME 数据显示非农公布后市场重新押注 9 月降息

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	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%	82.6%	17.4%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	62.7%	33.1%	4.2%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.0%	39.1%	10.1%	0.9%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.1%	45.2%	26.2%	6.0%	0.5%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.7%	34.3%	35.1%	15.5%	3.1%	0.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	18.5%	34.6%	29.2%	11.8%	2.2%	0.2%
2026/6/17	0.0%	0.0%	2.0%	12.2%	27.8%	31.5%	19.1%	6.2%	1.0%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.7%	5.3%	17.2%	29.0%	27.5%	15.0%	4.6%	0.7%	0.0%
2026/9/16	0.2%	2.3%	9.6%	21.5%	28.5%	23.0%	11.2%	3.2%	0.5%	0.0%
2026/10/28	0.6%	3.7%	11.8%	22.8%	27.4%	20.8%	9.7%	2.7%	0.4%	0.0%
2026/12/9	0.8%	4.3%	12.6%	23.1%	27.0%	20.0%	9.2%	2.5%	0.4%	0.0%

资料来源：CME，联储证券研究院

2. 风险提示

美国经济下行超预期，美国货币财政政策超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000