

就业数据下修、降息可能提前

美国 6 月 PCE 和 7 月非农数据点评

相关研究报告

《如何看待美债长期利率触顶》20231122
 《“平坦化”存款降息》20231217
 《房贷利率仍是长期利率焦点》20240225
 《利率债与房地产的均衡分析》20240331
 《新旧动能与利率定价》20240407
 《美国经济看点:AI 浪潮与家庭债务》20241103
 《特朗普交易:预期与预期之外》20241124
 《低通胀惯性仍是主要矛盾》20250105
 《如何看待美国通胀形势》20250119
 《美国的赤字、储蓄率与利率》20250216
 《AI、黄金与美债》20250302
 《美国经济:失速还是滞胀?》20250330
 《美债成为贸易摩擦焦点》20250413
 《欧债对美债的替代性》20250420
 《贸易摩擦将迎关键数据》20250427
 《通胀预期对美联储更重要——美联储 5 月议息会议点评》20250511
 《美国 4 月零售、通胀数据平淡》20250518
 《美债这波下挫有何不同?》20250525
 《美国关税政策面临法律挑战》20250530
 《美国财政前景的变数》20250609
 《美国通胀数据平淡、关税立场或难改变》20250613
 《降息应在涨价后——美联储 6 月议息会议点评》20250619
 《财政、司法、货币、贸易纠缠中的关税摩擦》20250701
 《“大而美”法案加剧美国财政压力》20250706
 《听证会或定调关税、“反内卷”将稳定通胀》20250713
 《从通胀形势看美联储“换帅”可能性》20250720

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

固定收益

证券分析师: 张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090001

证券分析师: 肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060005

美国非农就业数据显著下修, 2 季度消费名义增长也整体放缓, 限制性政策效果明显, 后续美联储降息态度或更开放。

- 美国非农数据不及预期, 可能使降息提前。美国 7 月非农就业数据低于市场预期, 且 5、6 月非农就业数据显著下修。但非农私营企业平均时薪同比增长 3.91%, 为今年第 3 高的同比增速。此前, 美联储主席鲍威尔在美联储 7 月会议后关于劳动力市场的表态已经显得更加开放。鲍威尔称, 多数长期通胀预期指标目前与 2% 通胀目标保持一致; 私人部门就业创造有所下降, 目前的低失业率与劳动力市场供求双方降温有关; 就业市场稳健, 但存在下行风险。非农数据的最新变动符合鲍威尔所说的劳动力供给和需求双降温的情况。
- 另外, 美联储理事库格勒预计将于本月辞职, 使特朗普可以通过新提名一位理事增加对美联储的影响力。
- 从通胀角度看, 美国 6 月 PCE 物价涨幅如预期扩张, 符合关税影响物价的假设。6 月美国个人消费实际同比增速(季调后)较 5 月小幅下降约 0.1 个百分点, 但名义增速(季调后)较 5 月回升约 0.1 个百分点, 共同造成 PCE 物价同比涨幅扩张约 0.2 个百分点。整体而言, 美国居民消费需求实际增长不够强劲, 名义增长 6 月虽然有所回升, 但 2 季度整体上较 1 季度放缓, 消费者信心仍较为一般, 关税影响通胀的持续性仍有待观察。
- 从整个 2 季度美国的经济数据看, 限制性政策效果较为明显, 个人消费、私人固定资产投资、政府支出等主要内需项目的增速稳定或有所下降。由于限制性货币政策的影响, 美国经济的流动性过剩现象已明显缓和, 流通中货币分别与 GDP 以及个人消费的比例均已回落至 2017 年的水平, 流动性推动通胀的效应已不明显, 对于关税向通胀传导或也有一定抑制。
- 综合最新的数据及鲍威尔的表态, 美联储有可能将降息时点提前至 9 月, 但是否会在 9 月、10 月和 12 月会议上连续降息三次仍然存疑。如果非农数据下修反映了劳动力市场供求双降温, 那么对失业率的影响可能较为有限。美联储年内进行 2 次以上降息的情景仍需要未来几个月通胀数据回落作为支撑。
- 风险提示: 国内外实体经济超预期变化; 国内政策超预期收紧; 国际地缘政治紧张局势升级; 美国关税冲击超预期等。

事件：

当地时间 8 月 1 日，美国劳工部公布的数据显示，今年 7 月美国非农业部门新增就业人数 7.3 万，低于预期，失业率小幅上升至 4.2%。同时，5 月和 6 月的新增非农就业数据被大幅向下修正。其中，5 月新增非农就业人数从之前公布的 14.4 万降至仅 1.9 万；6 月从之前公布的 14.7 万下调至 1.4 万。当地时间 7 月 31 日，美国商务部公布数据显示，美国 6 月个人消费支出(PCE)价格指数环比上涨 0.3%，同比增长 2.6%，同比增幅较 5 月数据高出 0.2 个百分点；剔除食品和能源价格后，美国 6 月份核心 PCE 价格指数环比上涨 0.3%，同比上涨 2.8%，同比增幅与 5 月持平。

点评：

美国非农数据不及预期，可能使降息提前。美国 7 月非农就业数据低于市场预期，而且 5、6 月非农就业数据显著下修。但非农私营企业平均时薪同比增长 3.91%，为今年第 3 高的同比增速。此前，美联储主席鲍威尔在联储 7 月会议后关于劳动力市场的表态已显得更加开放。鲍威尔称，多数长期通胀预期指标目前与 2% 通胀目标保持一致；私人部门就业创造有所下降，目前的低失业率与劳动力市场供求双方降温有关；就业市场稳健，但存在下行风险。非农数据的最新变动符合鲍威尔所说的劳动力供给和需求双降温的情况。

与此同时，美联储理事库格勒预计将于本月辞职，使特朗普可以通过新提名一位理事增加对美联储的影响力。

图表 1. 美国非农就业和私营非农时薪增长



资料来源：iFinD，中银证券

图表 2. 美国居民消费同比增长

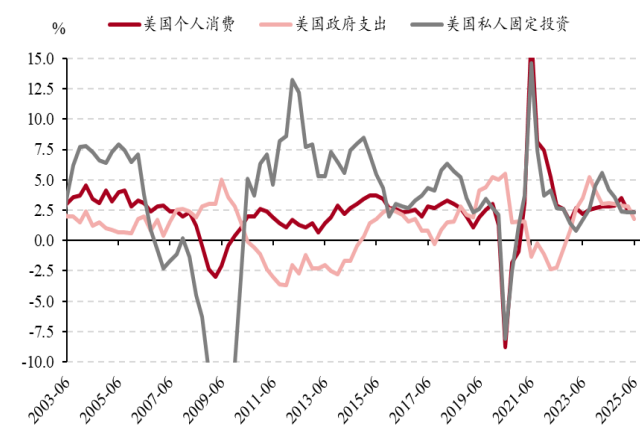


资料来源：iFinD，中银证券

从通胀角度看，美国 6 月 PCE 物价涨幅如预期扩张，符合关税影响物价的假设。如前期报告提到，关税的涨价效应已在美国部分终端商品中体现（《从通胀形势看美联储“换帅”可能性》20250720）。6 月美国个人消费实际同比增速（季调后）较 5 月小幅下降约 0.1 个百分点，但名义增速（季调后）较 5 月回升约 0.1 个百分点，共同造成 PCE 物价同比涨幅扩张 0.2 个百分点。整体而言，美国居民消费需求的实际增长不够强劲，名义增长 6 月虽有所回升，但 2 季度整体上较 1 季度放缓，消费者信心仍较为一般，关税影响通胀的持续性仍有待观察。

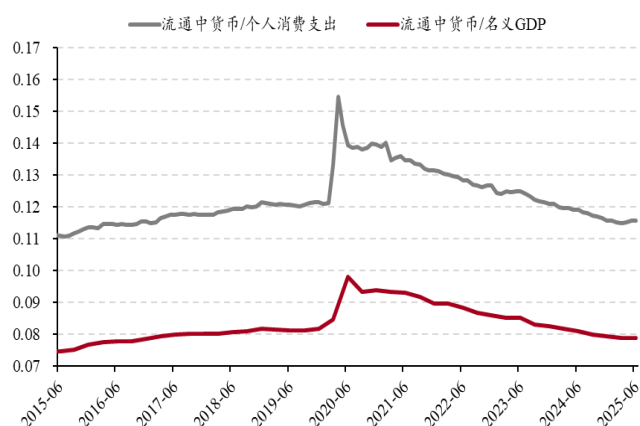
从整个 2 季度美国的经济数据看，限制性政策效果较为明显，个人消费、私人固定资产投资、政府支出等主要项目增速稳定或有所下降。今年 1 季度和 2 季度美国 GDP 环比增长折年率变动较大，但同比增速基本稳定，均为同比增长约 1.9%。其中，商品进出口、存货投资等项目受到关税政策影响出现较大幅度的波动。不考虑这些项目，仅看相对更反映终端内需的个人消费、私人固定资产投资和政府支出三大项：2 季度美国个人消费同比增长 2.3%，增速较 1 季度下降 0.1 个百分点，其中 4 月增速较高、5 月和 6 月增速回落明显。2 季度私人固定资产投资同比增长 2.3%，增速持平 1 季度，其中非住宅投资增速略有上升，但住宅投资增速回落明显，显示美债长端收益率维持高位对美国房地产市场具有较为明显的限制作用。另外，2 季度美国政府支出同比增长 1.8%，增速较 1 季度回落约 1 个百分点。为平衡减税影响，特朗普政府的开支被迫有所削减，政府开支增长放缓可能在今后一段时间经常出现。综合来看，2 季度美国国内需求受到了货币政策保持限制性以及政府开支增长放缓的影响。

图表 3. 美国 GDP 部分重要项目当季同比增长



资料来源：iFinD，中银证券

图表 4. 美国流通中货币除以 GDP 和个人消费



资料来源：iFinD，中银证券

由于限制性货币政策的影响，美国经济的流动性过剩现象明显缓和，流通中货币分别与 GDP 及个人消费的比例均已回落至 2017 年的水平，流动性推动通胀的效应已不明显，对于关税向通胀传导或也有一定抑制。

综合最新的数据及鲍威尔的表态，美联储有可能将降息时点提前至 9 月，但是否会在 9 月、10 月和 12 月会议上连续降息三次仍然存疑。如果非农数据下修反映劳动力市场供求双降温，那么对失业率的影响可能较为有限。美联储年内进行 2 次以上降息的情景仍需未来几个月通胀数据回落作为支撑。

风险提示：国内外实体经济超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级；美国关税冲击超预期等。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371