

非农后，如何看待当前美国经济状况？

2025 年 08 月 03 日

■ **核心观点：**本周宏观数据与事件较为密集，最终由周五公布的非农就业数据主导市场交易。不及预期和大幅下修的非农就业数据令市场衰退担忧再起，美股大跌，美债利率下行。基准预期下，我们仍认为美国经济处于软着陆周期中，短期内资产价格的波动更多反映了市场对于美国经济下行“斜率”的担忧。关税方面，本周白宫正式公布“对等关税 2.0”税率，整体来看较 1.0 时期有明显下调。但为避免法律挑战可能带来的负面影响，特朗普仍可能再度提高部分贸易伙伴的关税以期迅速达成贸易协议，短期内关税局势依旧面临较大的不确定性。未来一个月相对密集的数据与事件意味着市场波动性仍有可能提升。

■ **大类资产：**非农就业数据主导市场交易，衰退担忧令降息预期再度升温，美股和美债利率下行。本周宏观数据与事件较为密集，最终由周五公布的非农就业数据主导市场交易：不及预期的新增非农和大幅下修的非农就业前值令市场衰退担忧再起，美股下跌；而降息预期也由此升温，美债利率下行，2 年期美债收益率下行超过 10 年期美债。整体来看，全周（7 月 28 日至 8 月 1 日）10 年期美债利率降 17.2bps 至 4.216%，2 年期美债利率降 24.2bps 至 3.682%，美元指数升 1.53% 至 99.14；标普 500、纳斯达克指数分别收跌 2.36%、2.17%；现货黄金价格收涨 0.78% 至 3363 美元/盎司。

■ **海外经济：**短期数据放大衰退担忧，美国经济仍处于软着陆周期中。本周主要美国经济数据中，除 ADP 私营就业以外，美国 GDP（剔除净出口和库存变动的“核心 GDP”）、非农、制造业 PMI 均偏弱，美国衰退担忧再起。那么，应如何评估当前美国的经济状况？综合来看，美国经济意外指数在 7 月初触底后已逐步反弹，其中景气指标的上修是最大贡献；而本周，PMI 为代表的景气数据再度回落，强劲的劳务市场指标大跌，带动经济意外数据走弱。具体来看，**景气指数方面**，7 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 48，相较 60 名分析师一致预期的 49.5 低 2.27x 标准差，前值 49.5。但值得注意的是，从细分数据来看，**本月 PMI 回落的最大贡献来自供应商交付时间的大幅缩短**，ISM 报告表示，这意味着供应链在需求回落过程中出现改善。我们认为，这也可能来自关税前置库存和需求后，供应链交付的压力减少所致，即同时包含需求走弱与供给改善两方面的因素。**增长方面**，25Q2 美国 GDP 季环比折年增长+3.0%，前值-0.5%，好于彭博分析师一致预期的+2.6%与亚特兰大联储 GDPNow 的+2.9%。从数据结构来看，作为“核心 GDP”指标的 PDFP（私人国内最终购买）仅增长+1.2%，连续第四个季度回落，表明本次 GDP 增长更多来自 Q1 抢进口的回落，而不是内生性经济增长的走强（详见报告《由负转正，但外强中干——美国 2025 年二季度 GDP 数据点评》）。**劳动力市场方面**，美国 7 月新增非农 7.3 万，较预期的 10.4 万低 1x 标准差，且前两个月数据累计下修 25.8 万，为 2020 年 6 月以来最大；失业率 4.248%，预期 4.2%，前值 4.117%，为 2021 年 11 月以来最高。从技术面来看，本次非农就业人数前值大幅下修，或来自 BLS 对季调因子模型的重新计算，而非“阴谋论”——即非农下修是为了给美联储降息创造条件（详见报告《7 月非农：楚门的数据——2025 年 7 月美国非农就业数据点评》），但如此大的下修幅度，以及非农就业数据中始终存在的就业结构过于集中、就业质量偏弱等问题，仍意味着美国就业正在走向供需双弱的均衡中。整体来看，基准预期下，**我们仍认为美国经济处于软着陆周期中，短期内资产价格波动更多反映市场对于美国经济下行“斜率”的担忧**，即市场关注的核心本质在于美国经济下行斜率是否失控，进而引发衰退风险。

■ **货币政策：**7 月 FOMC 偏鹰派，但美联储内部现分歧。本周 7 月 FOMC 会议以 9-2 的结果通过维持政策利率在 4.25-4.5% 不变的决议，此前公开表态希望 7 月降息的两位理事沃勒与鲍曼投下反对票，认为应在 7 月降息。发布会上，美联储主席鲍威尔认为当前美国劳务市场处于均衡，但通胀率仍然偏高，即通胀相较就业目标距离实现更远，因此政策利率

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦玮

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《7 月非农：楚门的数据——2025 年 7 月美国非农就业数据点评》

2025-08-02

《从“十五五”规划看产业趋势》

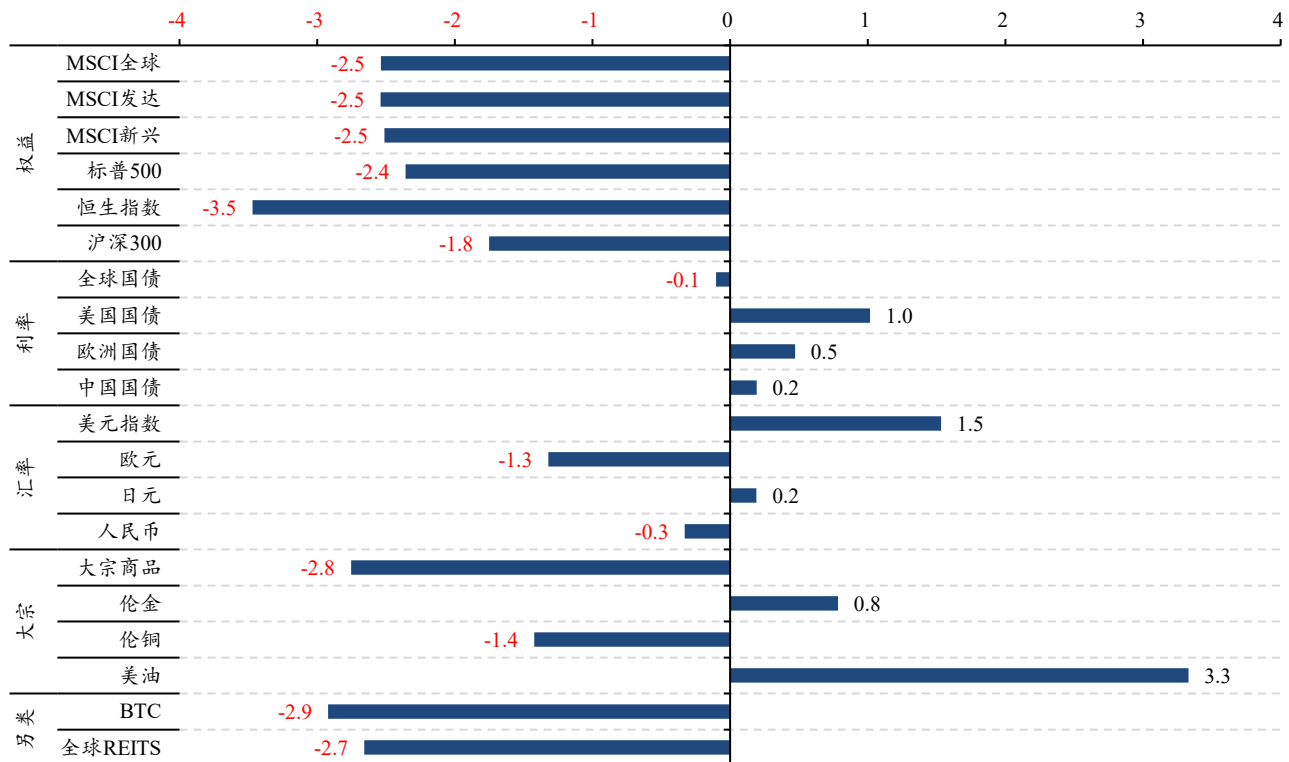
2025-08-01

仍应保持在相对限制性水平。(详见报告《7月FOMC：给9月降息泼冷水——2025年7月FOMC会议点评》)。会议后，沃勒与鲍曼分别对其反对票做出了解释，二人均认为关税对通胀的冲击是一次性的，而劳动力市场的下行风险使得货币政策需求更加接近中性水平、而非当前的紧缩状态。此外，美联储理事库格勒本周提出辞职，并将于8月8日正式离职，这在一定程度上给了特朗普提前任命新任理事、对货币政策掌握更多话语权的机会。

- **海外政治：特朗普正式签署行政令公布各贸易伙伴“对等关税 2.0”税率，法律挑战或加速其与各贸易伙伴谈判进度。**美东时间7月31日，白宫正式发布行政命令，在行政令附件中宣布对69个贸易伙伴调整后的对等关税税率（详见图24），其中较为重要的包括欧盟（15%）、日本（15%）、英国（10%）。未在附件中列明的贸易伙伴将被统一征收10%的对等关税，同时对于通过第三国转运规避的商品将征收40%的关税。新的“对等关税 2.0”将于8月7日生效。整体来看，本次公布的“对等关税 2.0”税率较 1.0 时期有明显下调，新的对等关税税率或更多反应了美国与各贸易伙伴之间的谈判形势。此外本周美国联邦巡回上诉法院就特朗普是否有权援引《国际紧急经济权利法》(IEEPA)征收对等关税开庭审理。即使特朗普最终败诉，其仍可能以其他现存的贸易法案（如122和338条款）为依据加征关税。但为避免法律挑战可能带来的负面影响（如未来重新引用新法案消耗的额外时间成本和政治资源），特朗普仍可能再度调整对部分贸易伙伴的关税税率，通过加大“施压力度”的方式以期迅速达成贸易协议，短期内关税局势依旧面临较大的不确定性。

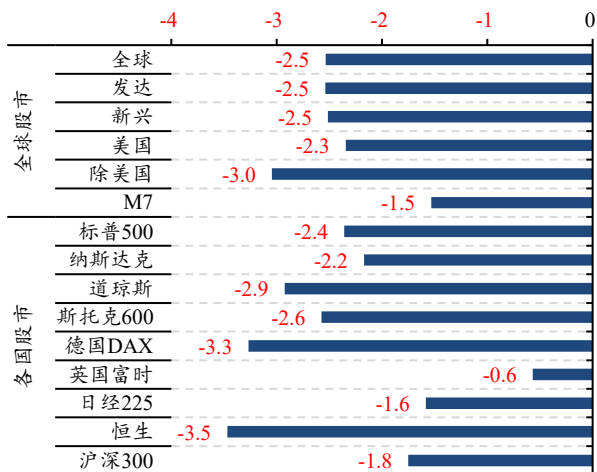
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1: 过去一周全球大类资产回报率



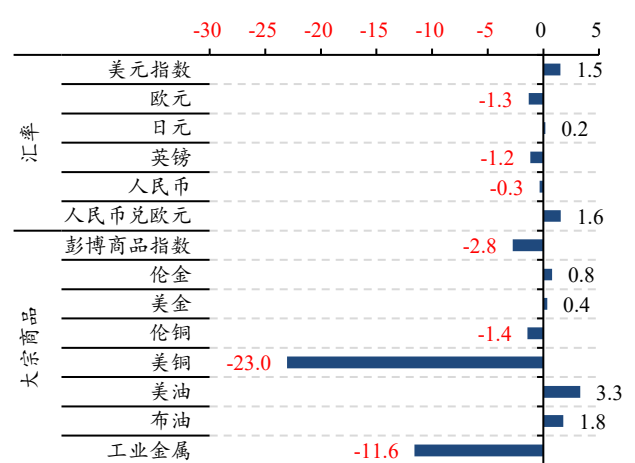
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%, 利率为彭博美债指数, 汇率为对美元升值幅度

图2: 过去一周全球股市回报率



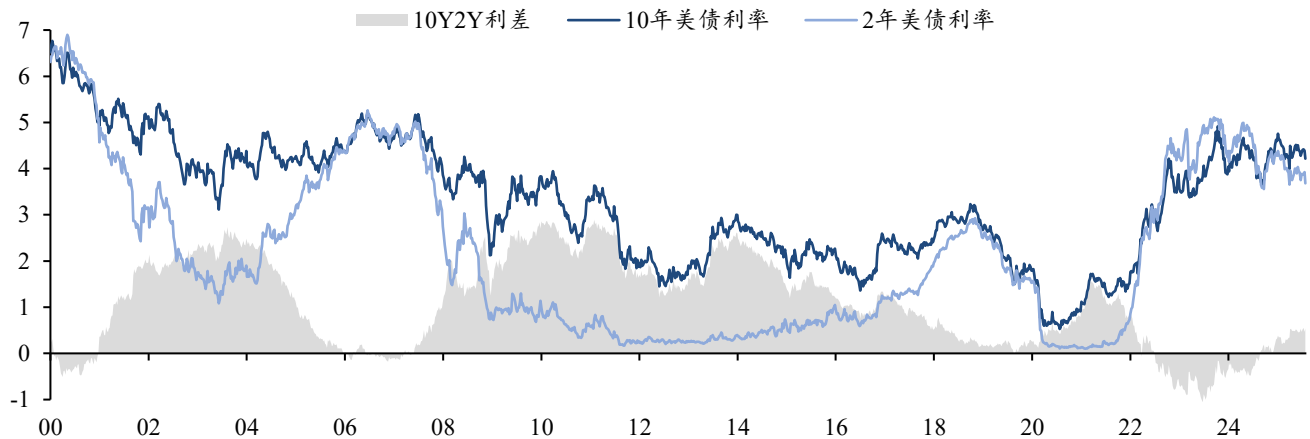
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图3: 过去一周汇率与大宗商品回报率



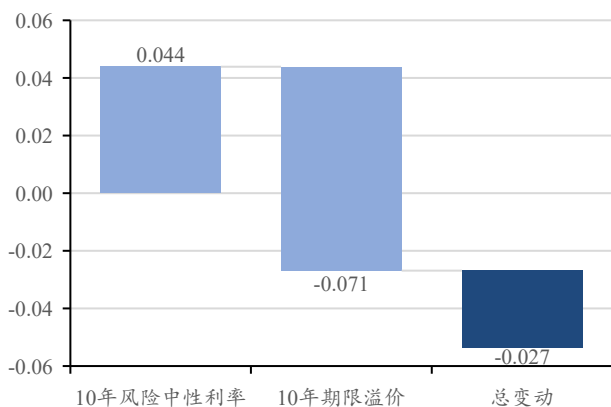
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图4：10年、2年美债利率与利差



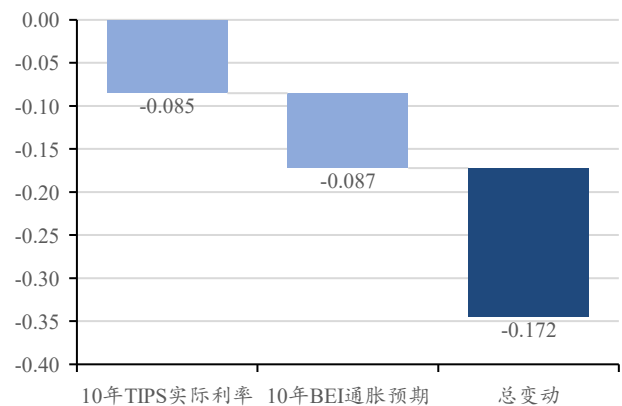
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为年份后两位，下同；纵轴单位%

图5：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（风险中性利率与期限溢价视角）



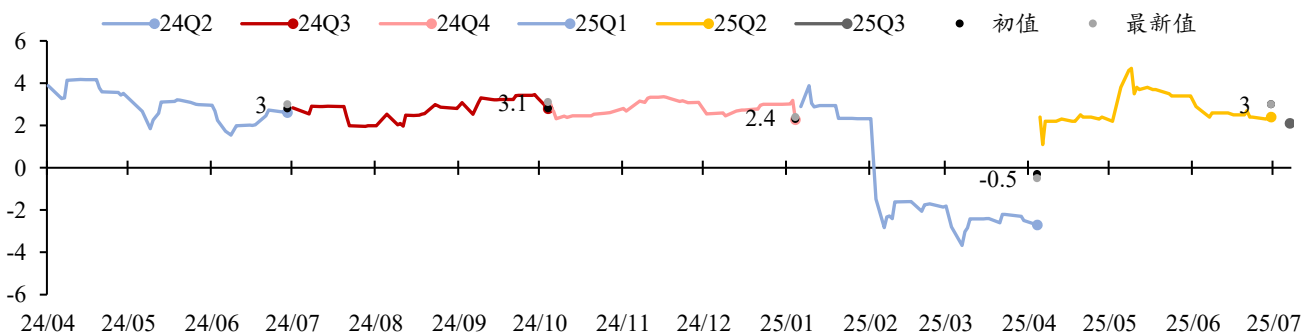
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图6：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（实际利率与通胀预期视角）



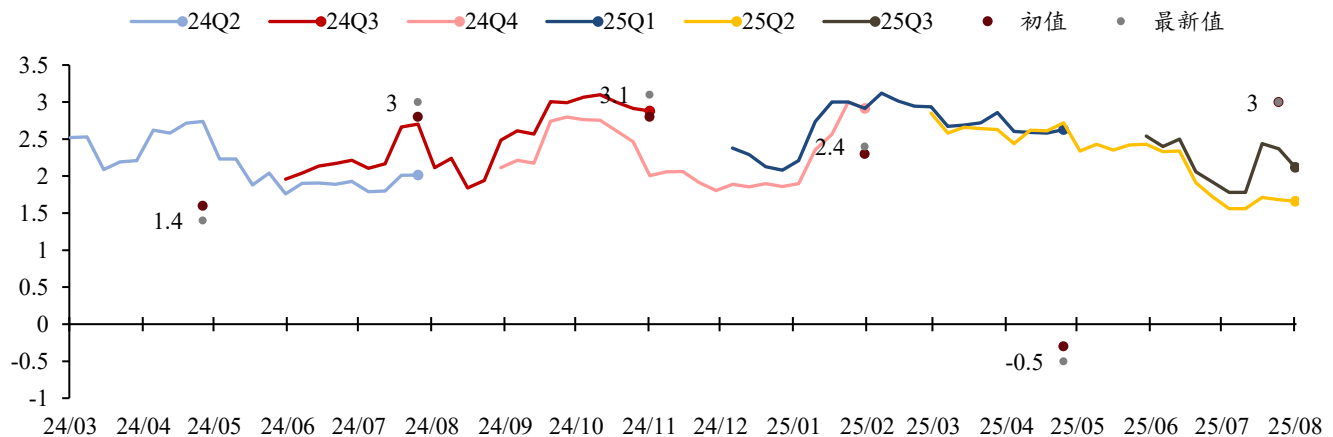
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7：亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近6个季度美国GDP实时预测值 vs 实际值



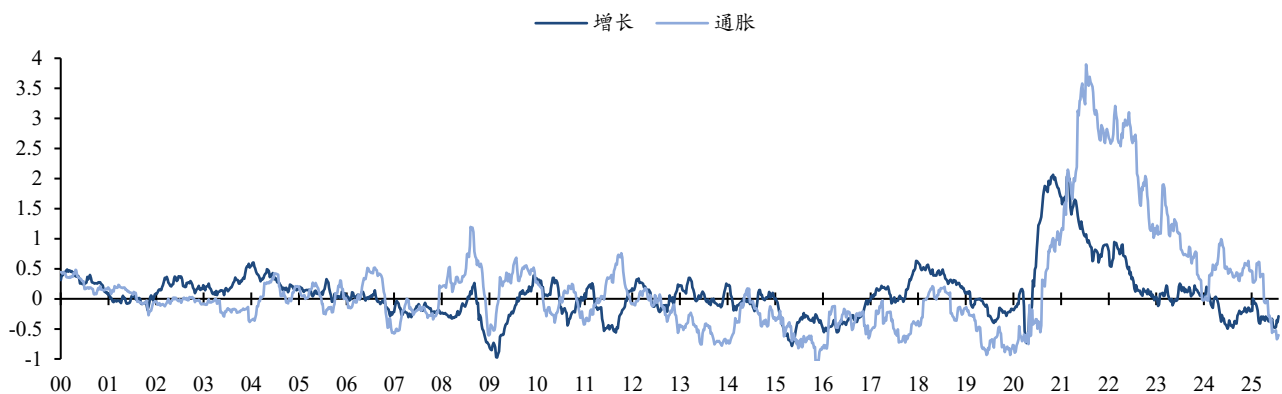
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图8: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图9: 美国经济意外指数增长与通胀分项



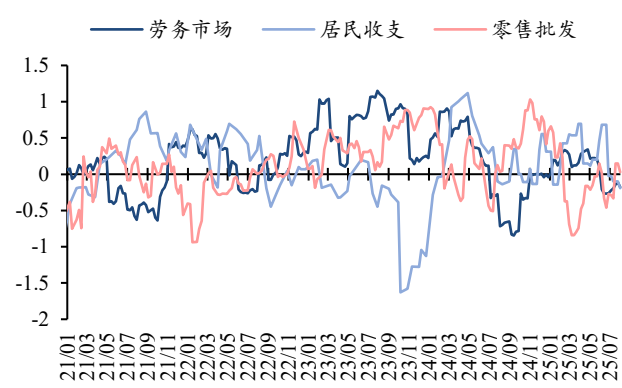
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图10: 美国经济意外指数企业部门分项



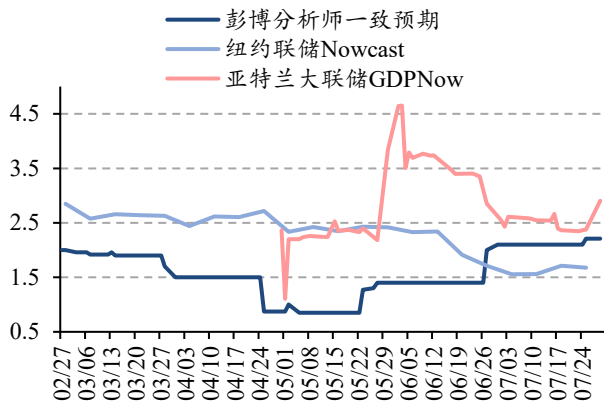
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数家庭部门分项



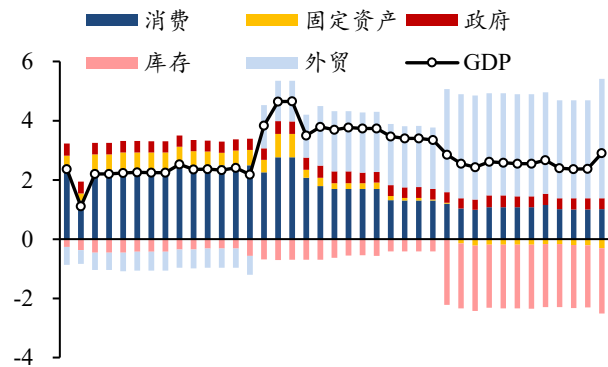
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12: 不同机构对 25Q2 美国 GDP 预测



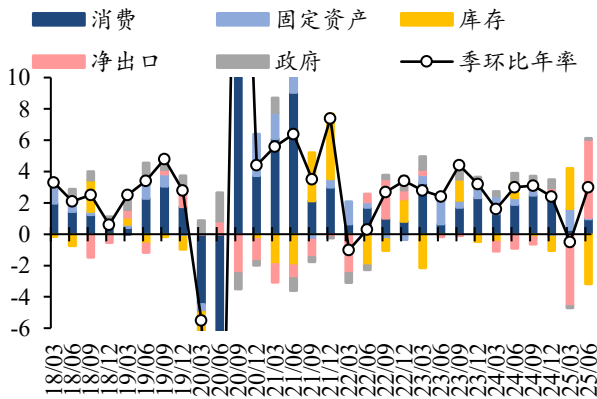
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图13: GDPNow 对 25Q2 美国 GDP 及分项贡献度预测



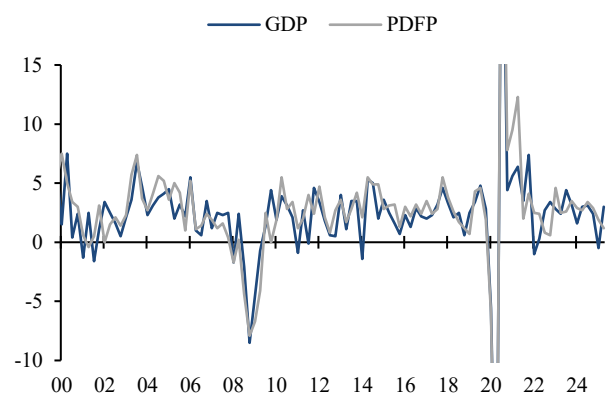
数据来源: 美联储、东吴证券研究所; 单位%

图14: 美国 GDP 主要分项环比年率增速



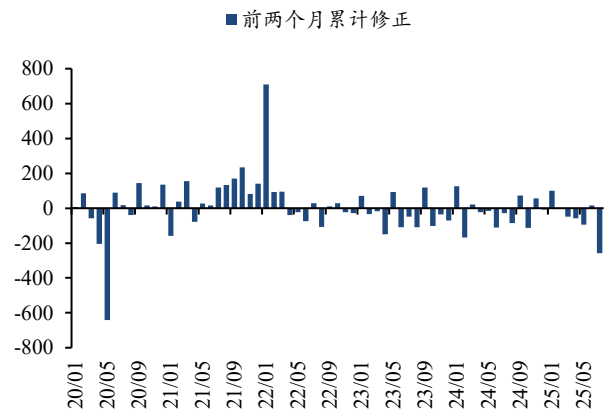
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图15: 美国 GDP 与私人国内最终购买



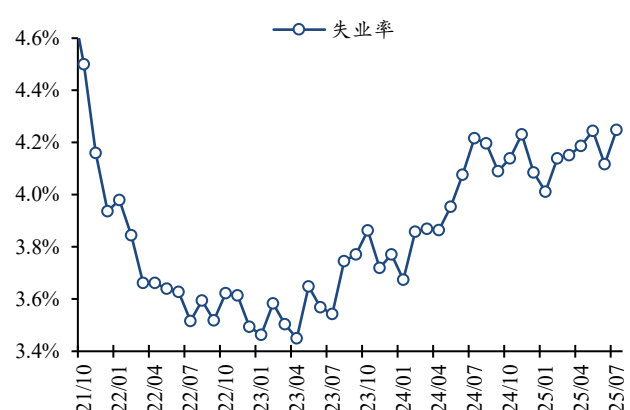
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 增速为季环比年率, 单位%

图16: 美国非农就业数据前两个月累计修正幅度



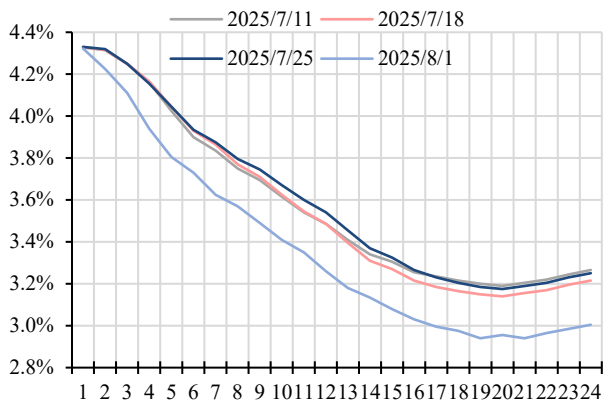
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位为千人

图17: 美国失业率



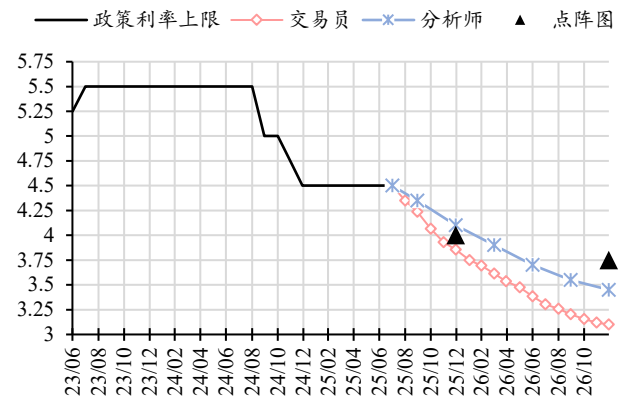
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 联邦基金期货隐含未来 24 个月政策利率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图19: 各方对美国政策利率路径预测



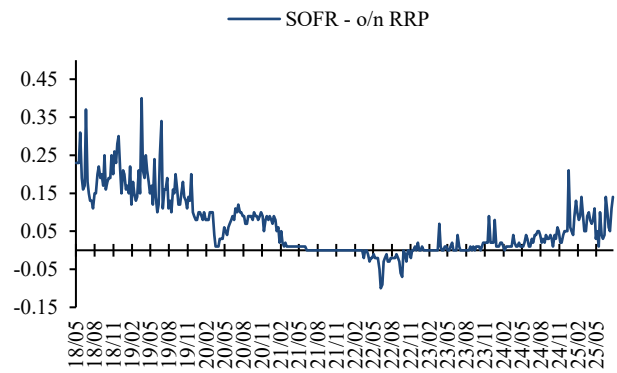
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图20: 纽约联储每日回购情况



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图21: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图22: 主要货币互换掉期点差



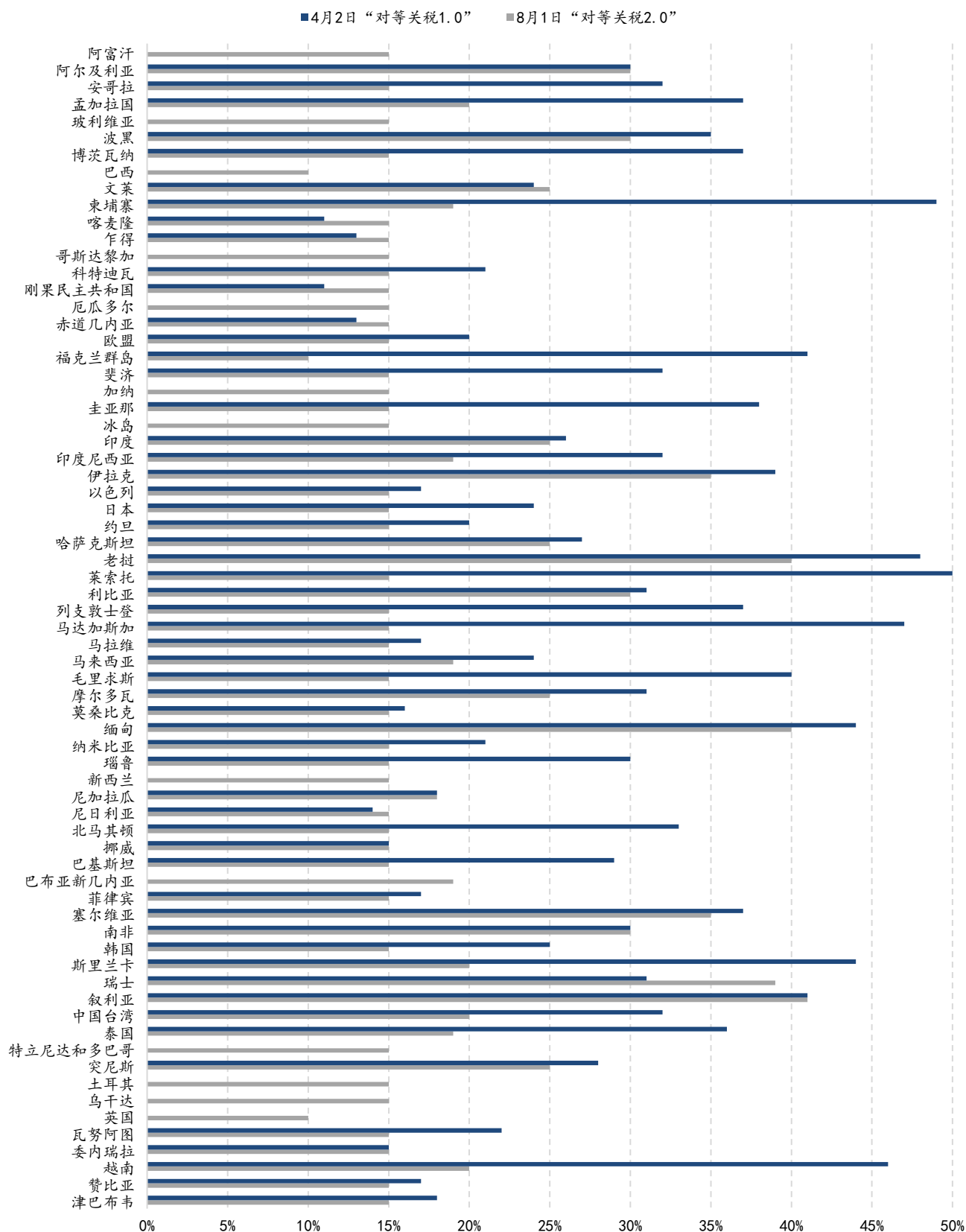
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图23: 彭博金融条件指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图24：特朗普“对等关税 2.0”与“对等关税 1.0”关税税率比较



数据来源：The White House、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>