



证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

美国就业加速降温，降息转折是否显现？

——海外观察：美国2025年7月非农数据

投资要点

- **事件：**当地时间8月1日，美国劳工局公布2025年7月美国非农就业数据。美国7月季调后非农就业人口新增7.3万人，预期10.4万人，前值由14.7万人下修至1.4万人。7月失业率从前值4.1%回升至4.2%。
- **核心观点：**美国7月非农就业新增7.3万人不及预期，但让市场担忧加剧的不仅仅是7月非农新增数据，而是前值数据失真。5、6月非农新增数据分别从13.9万人和14.7万人下修至1.9万人和1.4万人，累计减少25.3万人。与之相反，时薪增速方面则保持较高增速，私营部门时薪环比增速从0.2%上升至0.3%；服务业时薪增速从0.2%反弹至0.4%。失业率方面，7月U3失业率抬升0.1个百分点至4.2%，同时U6失业率提高0.2个百分点至7.9%。劳动力参与率则经历连续四个月的回落，下降0.1个百分点至62.2%。整体来看，7月就业数据报告显示美国就业市场降温速度远超预期，同时非农新增前值下修幅度之大也令人咂舌。如我们在7月FOMC报告中提及到——美联储内部分歧加剧的主因是对就业市场观点的分歧。显然，当前就业新增表现让鲍威尔“就业市场依然稳健”的论点难以立足，并在一定程度上佐证了沃勒和鲍曼的观点，但需要注意的是时薪增速超预期，同样警醒美联储高通胀粘滞性依然存在。“低就业”和“高通胀”的两难局面越发凸显。
- **5、6月就业新增的大幅下修，或消耗市场对于美国数据的信任。**5、6月非农新增数据分别从13.9万人和14.7万人（初值）下修至1.9万人和1.4万人，累计减少25.3万人。私人部门6月就业数据在修订后仅新增0.3万人，近乎处于就业新招停滞状态。我们认为原因其一是如鲍威尔所诉“移民政策减少了劳动力供给”，其二则是企业雇佣意愿下降：美国中小企业增加就业计划指数在6月来到13.0位置，处于疫情以来的低位。美国就业数据在6月之后如同“过山车”般，从“超预期的就业韧性”到“一地鸡毛的近似零增长”，这无疑是在消耗市场对于美国数据的信任。当然，也需要考虑当前美国经济数据干扰因素较多，比如同时受到移民政策和关税政策的不确定性影响，企业反馈的调查结果可能会在前后月份有较大出入。同时，政府机构裁员也会增加数据调查捕捉的难度。
- **美国7月非农就业新增主要受服务业驱动，生产部门相对疲软。**服务部门7月就业新增从前值1.6万人（初值6.8万人）大幅提高至9.6万人。零售部门表现亮眼，就业新增从前值-1.4万人提高至1.6万人；批发部门则成为主要拖累项，7月就业岗位继续减少0.8万人，这印证了我们之前对于美国库存周期切换的观点。教育保健部门保持较高就业新增，从前值5.2万人提高至7.9万人。住宿餐饮就业或受暑假影响，从前值-0.4万人回升至0.5万人。截面比较下，生产部门就业情况则相对疲软，对应美国7月制造业PMI走弱。生产部门就业新增较上月保持不变，为-1.3万人。采矿伐木和建筑业主要分项均有所走弱；制造业就业新增小幅回暖，但依然位于负值区间。
- **政府部门就业走弱。**政府部门7月就业新增从前值1.1万人（初值7.3万人）下降至-1.0万人。其中，联邦政府保持裁员节奏，就业新增从前值-0.9万人下降至-1.2万人；州政府就业新增从前值1.0万人（初值4.7万人）下降至0.5万人；地方政府就业新增则由正转负，从前值1.0万人下降至-0.3万人。
- **失业率反弹，劳动参与率连续四个月回落。**U3失业率由前值4.1%反弹至4.2%，其主要是受到新生劳动力增加影响，符合暑假期间的季节性变化；U6失业率则回升0.2个百分点至

7.9%，表明参加兼职活动的失业人员增多。劳动参与率则连续四个月回落，7月数据降低至62.2%，一定程度上也在分母端缓冲了失业率数据的走高。

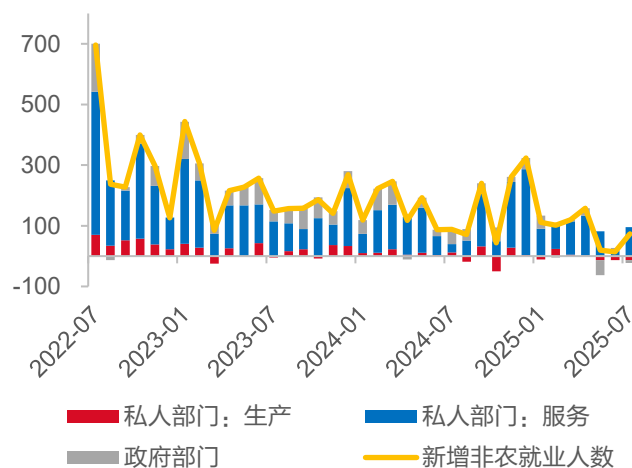
- **时薪保持较高增速，服务业部门尤其显著。**7月私人部门整体时薪增速从前值0.2%上升至0.3%，主要受服务业部门时薪上涨所驱动。服务业部门时薪增速从前值0.2%上升至0.4%。其中，零售部门时薪增速尤其亮眼，从前值0.2%陡增至1.2%，我们认为这是由于商品市场进入“补库存周期”影响，增加了下游零售端的用人需求和成本，同时暑假也对零售消费端起到了季节性提振的作用。教育保健时薪增速和就业新增同步上行，从前值0.1%上升至0.3%。信息咨询时薪增速则出现放缓迹象，从前值0.5%下降至0.3%，或是由于7月美国和诸多国家的贸易协定逐渐敲定，而使得政策和贸易咨询的热度降温。
- **就业新增和薪资增速的反向变动折射出“稳就业”和“稳通胀”的老难题。**我们多次强调美国库存周期变动需要注意，并且观测到库存变动通常会提前于就业市场大约一个月的时间，尤其下游零售端的库存变动是对市场供需关系最直接的反映，7月零售部门就业的超预期抬升是对美国进入“补库存”的一点佐证，因此我们维持原先判断：后续补库存操作以及关税的抬升会继续推高服务部门企业的用人成本和商品价格，进而推升美国通胀水平，美联储或面临“低就业”“高通胀”的两难抉择。
- **市场降息预期交易再度升温。**美国7月非农数据出炉后，市场反应剧烈，美股下跌；美元指数短时间内下跌超1.0%，后回升调整；美债收益率下跌；黄金上涨。CME Fedwatch显示，9月降息25bp概率由7月31日的43.2%陡升至80.3%。如我们在7月FOMC报告中提及到的——美联储内部分歧加剧的主因是对就业市场观点的分歧，7月非农不及预期以及5、6月数据的大幅下修的确可能成为美联储降息的关键转折，但我们认为9月降息与否仍然需要7、8月后续经济数据的支持，如果通胀大幅超预期上行，美联储9月按兵不动的概率仍然较高。
- **风险提示：关税导致美国通胀上行超预期，美国就业数据下行超预期。**

图1 美国非农就业岗位和时薪增速按部门拆分

	新增就业（环比，千人）						趋势	时薪增速（环比，%）					
	2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月	2025年7月		2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月	2025年7月
新增非农就业人数	102.0	120.0	158.0	19.0	14.0	73.0							
私人部门	107.0	114.0	133.0	69.0	3.0	83.0		0.2	0.3	0.2	0.4	0.2	0.3
生产	24.0	5.0	2.0	-13.0	-13.0	-13.0		0.3	0.6	0.0	0.4	0.3	0.1
采矿伐木	4.0	-1.0	2.0	-4.0	-1.0	-4.0		-0.1	0.0	-0.2	0.4	0.1	0.3
建筑	12.0	5.0	0.0	2.0	3.0	2.0		0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2
制造	8.0	3.0	0.0	-11.0	-15.0	-11.0		0.4	0.8	-0.2	0.5	0.2	-0.1
制造：耐用品	6.0	-2.0	3.0	-8.0	-13.0	0.0		0.4	1.1	-0.4	0.5	0.1	0.0
计算机/电子设备	-2.1	1.1	-3.0	-0.4	-3.0	0.0							
运输设备	3.3	-1.1	-2.1	1.6	-0.2	-1.0							
服务	83.0	109.0	131.0	82.0	16.0	96.0		0.2	0.3	0.2	0.4	0.2	0.4
贸易运输和公用事业	22.0	-8.0	-2.0	-11.0	-22.0	11.0		0.2	0.6	0.2	0.3	0.2	0.7
批发	7.1	-4.8	1.3	1.6	-8.1	-7.8		0.4	0.6	0.4	0.4	0.1	0.4
零售	-3.8	16.4	4.7	-14.8	-14.3	15.7		0.3	0.8	0.2	0.3	0.2	1.2
运输和仓储	18.3	-20.7	-7.6	-0.5	0.6	3.6		0.2	0.3	0.4	0.1	0.2	0.4
公用事业	0.8	1.5	-1.2	2.6	0.3	-0.1		-0.2	0.1	-0.6	0.0	0.3	-0.3
信息咨询	0.0	-2.0	1.0	5.0	0.0	-2.0		0.1	-0.1	0.7	0.7	0.5	0.3
金融活动	15.0	3.0	5.0	10.0	-2.0	15.0		0.3	0.6	0.3	0.5	0.1	0.5
房地产和租赁	5.5	-1.3	1.3	-0.9	-0.4	0.7							
专业和商业	15.0	-11.0	27.0	-23.0	-11.0	-14.0		0.3	0.3	0.2	0.5	0.4	0.4
专业技术	-7.2	3.5	4.7	-2.8	-11.7	3.1							
教育和保健	65.0	65.0	85.0	70.0	52.0	79.0		0.1	-0.1	0.3	0.5	0.1	0.3
休闲和住宿	-34.0	45.0	18.0	27.0	4.0	5.0		0.2	0.6	0.0	0.1	0.3	0.2
住宿和餐饮	-36.8	36.6	16.0	16.2	-4.0	4.8							
艺术和娱乐	3.1	8.3	1.8	10.8	7.7	0.7							
其他	0.0	17.0	-3.0	10.0	-5.0	2.0		0.0	-0.6	0.2	0.3	0.4	0.2
政府部门	-5.0	6.0	25.0	-50.0	11.0	-10.0							
联邦	-13.0	-11.0	-13.0	-26.0	-9.0	-12.0							
州政府	-10.0	1.0	11.0	-11.0	10.0	5.0							
地方政府	18.0	16.0	27.0	-13.0	10.0	-3.0							

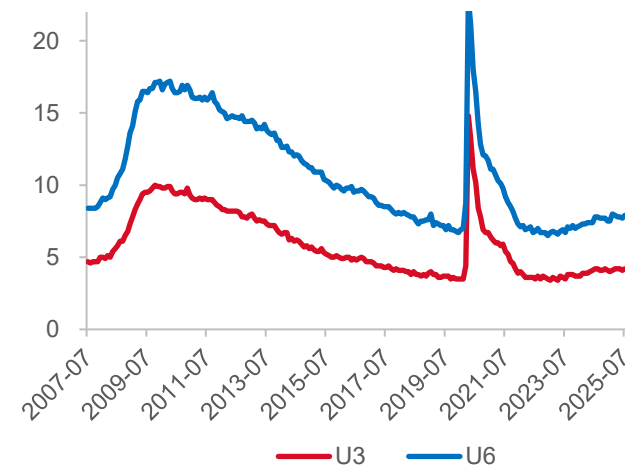
资料来源：BLS，东海证券研究所

图2 美国新增非农就业人数，千人



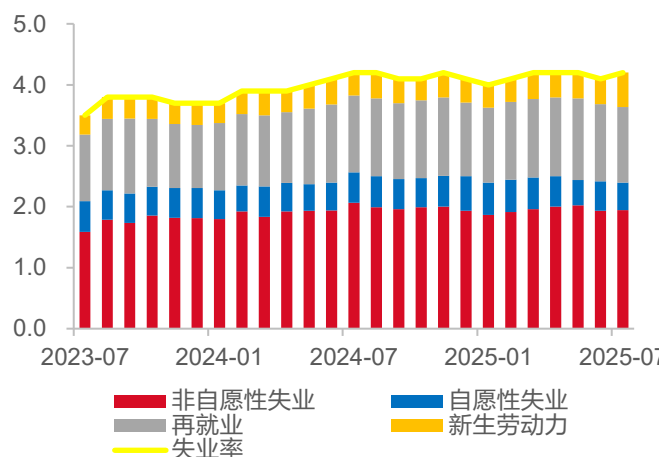
资料来源：BLS，东海证券研究所

图3 美国失业率，%



资料来源：BLS，东海证券研究所

图4 美国 U3 失业率按照失业原因拆分, %



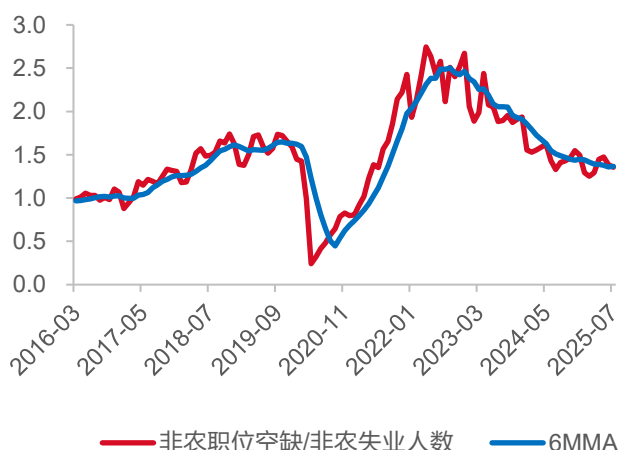
资料来源：BLS，东海证券研究所

图5 美国整体劳动参与率, %



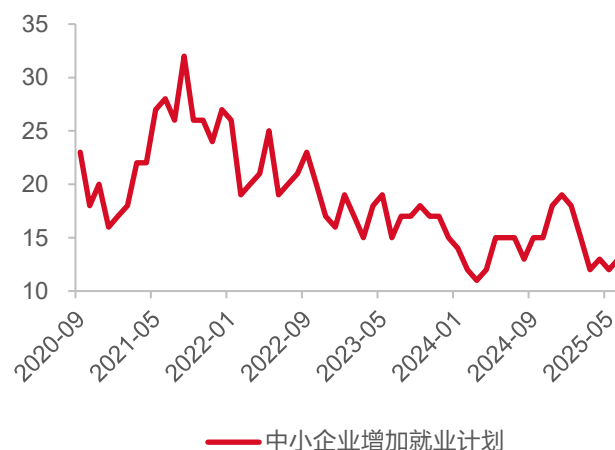
资料来源：BLS，东海证券研究所

图6 非农职位空缺与失业人数比回到疫情前水平



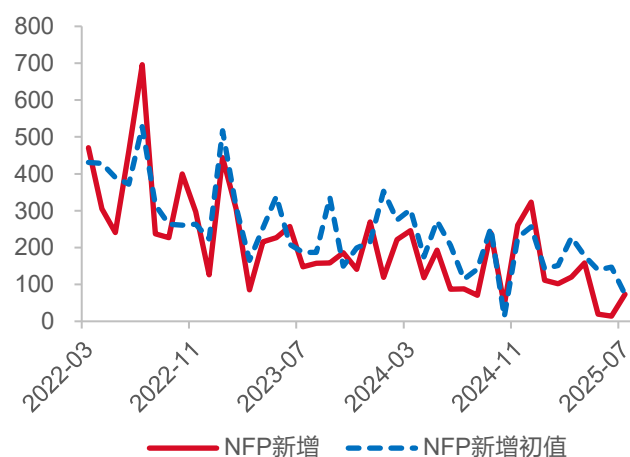
资料来源：BLS，东海证券研究所

图7 美国中小企业增加就业计划指数



资料来源：BLS，东海证券研究所

图8 美国非农新增数据修订值和初值, 千人



资料来源：BLS，东海证券研究所

图9 美国零售库存领先零售就业数据, 亿美元, 千人



资料来源：BLS，ADP，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089