

2025 年 08 月 02 日

宏观研究团队

就业市场走弱，通胀成为美联储降息关键掣肘

——美国 7 月非农就业数据点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 7 月非农就业数据。新增非农就业 7.3 万，低于市场预期；失业率为 4.2%，符合市场预期；平均时薪同比增长 3.9%，高于市场预期。

● 新增非农就业下行较多，失业率上行，前值大幅下修

1. 新增非农就业超预期下行，且前值经历大幅下修

7 月美国新增非农就业 7.3 万人，较 6 月份初值（14.7 万）下降较多，且低于市场预期的 10.4 万。5 月、6 月累计大幅下修 25.8 万，较为罕见。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 3.5 万人，下行斜率趋陡，美国劳动力市场出现了较为明显的降温。结构上看，私人部门方面，商品制造减少了 1.3 万就业，教育和保健服务、零售业新增就业较 6 月上升较多。政府就业在 7 月减少了 1.0 万，与 6 月相反。总体看，即使抛开 5、6 月数据的大幅下修，7 月非农就业数据亦显示当前美国劳动力市场出现了较大下行。而 7 月政府就业的减少，亦说明 6 月份的政府新增就业大幅上行存在一定的透支效应，后续可能持续减少。

2. 劳动参与率与失业率分化、永久性失业占比有所回落

7 月美国劳动参与率录得约 62.2%，失业率约为 4.2%。与 6 月相比，劳动参与率下降的同时失业率上行，意味着美国劳动力市场降温迹象明显，与非农就业数据相一致。再来看失业率成因，相较于 6 月，7 月首次就业者、暂时性失业者占比有所上升，永久性失业、离职者、再就业者占比有所下降。可能显示企业倾向于招聘/挽留经验丰富的员工，但对劳动力的需求相对较低。

3. 劳动力市场供需关系压力边际回落

从 JOLTS 数据来看，6 月份职位空缺数为 743.7 万人，较 5 月下降约 27.5 万人，职位空缺率为 4.4%，目前每个求职者对应约 1.03 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度再度下行。同时，职工主动离职率与解雇裁员率与 5 月份持平，或显示在 6 月美国企业虽然面临经济前景的不确定性，但倾向于挽留现有员工，劳动者亦倾向于留在现有企业，劳动力市场整体波动相对较小。

● 就业市场走软，通胀是美联储降息关键掣肘，关注 8 月 JacksonHole 会议

第一，7 月非农数据显示美国劳动力市场正在走软，且下行斜率较陡，失业率后续也可能进一步走高，美国经济走弱的风险提升。无论是从新增就业、劳动参与率、制造业 PMI 就业等指标来看，均呈现出较为明显的回落态势，美国劳动力市场确在走软，且整体的下行斜率相对较陡。考虑到特朗普驱逐非法移民行动持续进行，8 月失业率或进一步走高。此外，7 月密歇根大学消费者预期、信心终值均较初值下行。综合看，美国经济走弱的风险确在提升。

第二，对美联储而言，其降息压力有所加大。但由于通胀的可能上行，降息行动仍然面临多重制约，可以关注 8 月 JacksonHole 会议上美联储主席鲍威尔的表态。随着非农就业数据的大幅下修且不及预期，美联储降息的压力预计有所上升，但通胀才是目前美联储降息最大的制约。且美联储主席鲍威尔主要关注的就业指标是失业率，而 7 月失业率尚未出现明显上行。我们可以关注 8 月 JacksonHole 会议上鲍威尔的表态，届时 7 月通胀数据也已公布，将更有利于其作出准确判断。

基准情形下，考虑到通胀的后续可能的超预期上升，我们目前仍维持 4 季度首次降息，全年降息 1-2 次的判断，但 9 月降息的概率在提升。往后看，我们需要关注 7 月 CPI 数据（8.12）、JacksonHole 会议（8.21-23）上鲍威尔的发言。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国关税政策超预期反复。

相关研究报告

《PMI 供需均放缓，“反内卷”提振价格——兼评国家生育补贴和 7 月 PMI 数据》-2025.8.1

《美联储内部分歧加大，降息或尚需时日——7 月 FOMC 会议点评》-2025.7.31

《充分释放，有效释放——7 月政治局会议学习——宏观经济点评》-2025.7.30

目 录

1、新增非农就业下行较多，失业率上行，前值大幅下修.....	3
1.1、新增非农就业超预期下行，且前值经历大幅下修.....	3
1.2、劳动参与率与失业率分化、永久性失业占比有所回落.....	4
1.3、薪资环比增速略有上行，工作时长边际回升.....	5
1.4、制造业 PMI 就业指数、中期就业扩散指数略有下行.....	6
1.5、劳动力市场供需关系压力边际回落.....	6
2、美国就业市场走软，通胀成为美联储降息关键掣肘.....	8
3、风险提示.....	9

图表目录

图 1：7 月美国新增非农就业人数出现较大幅度下降.....	3
图 2：7 月劳动参与率下行、失业率上行.....	4
图 3：7 月 25-54 岁区间人口劳动参与率略有下降.....	4
图 4：7 月永久性失业占比下降.....	5
图 5：7 月因经济原因从事兼职工作人员数量由负转正.....	5
图 6：7 月时薪环比增速有所回升.....	5
图 7：7 月美国周工作时长边际上行.....	5
图 8：信息业、零售业薪资同比增速较高.....	6
图 9：7 月美国制造业 PMI 就业边际下降.....	6
图 10：6 个月就业扩散指数短期略有下行.....	6
图 11：6 月职位空缺数、空缺率出现回落.....	7
图 12：6 月员工离职率、裁员率保持稳定.....	7
图 13：6 月美国劳动力缺口略有下降.....	7
图 14：7 月密歇根大学消费者预期边际走弱.....	8
表 1：7 月非农新增就业细项及变动.....	4

事件：美国公布 7 月非农就业数据。其中新增非农就业 7.3 万，低于市场预期。失业率为 4.2%，符合市场预期；平均时薪同比增长 3.9%，高于市场预期。

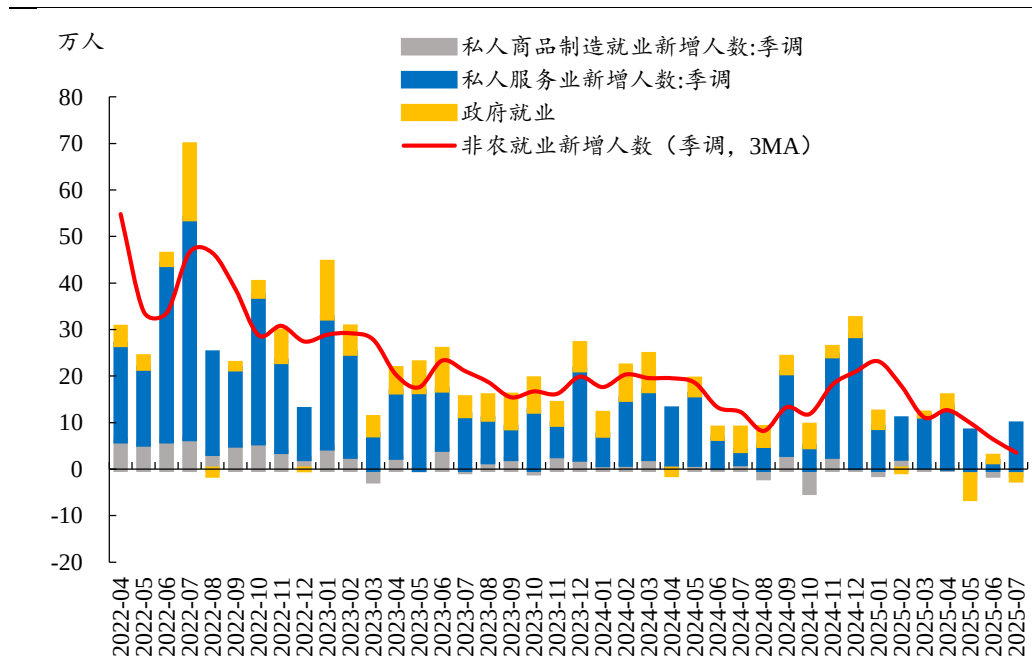
1、新增非农就业下行较多，失业率上行，前值大幅下修

1.1、新增非农就业超预期下行，且前值经历大幅下修

7 月美国新增非农就业 7.3 万人，较 6 月份初值（14.7 万）下降较多，且低于市场预期的 10.4 万。5 月、6 月新增非农就业分别下修 12.5 万、13.3 万，两个月累计大幅下修 25.8 万¹。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 3.5 万人，亦出现较为明显的下行。7 月非农就业数据的不及预期，以及前 2 个月数据的大幅下修，显示美国劳动力市场出现了较为明显的降温。事实上，除去年度数据校准外，如此大幅下修较为罕见。根据 BLS 说明，此次大幅下修除去调查数据更加完善外，还对季调因子进行了重新计算，因此后续 6 月数据是否会继续下修，尚有待观察。

结构上看，私人部门方面，商品制造减少了 1.3 万就业，教育和保健服务、零售业新增就业较 6 月上升较多。政府就业在 7 月减少了 1.0 万，与 6 月相反。7 月私人部门就业增加 8.3 万（商品制造减少 1.3 万，服务业增加 9.6 万），政府就业减少 1.0 万，其中州和地方政府增加 0.2 万，联邦政府减少 1.2 万。分行业来看，零售业、金融业、教育和保健服务新增就业较多，分别为 1.6 万、1.5 万、7.9 万。总体看，即使抛开 5、6 月数据的大幅下修，7 月非农就业数据亦说明当前美国劳动力市场出现了下行。而 7 月政府就业的减少，亦显示 6 月份的政府新增就业大幅上行存在一定的透支效应，后续政府就业可能持续处于低位，甚至减少。

图1：7 月美国新增非农就业人数出现较大幅度下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 因非农数据会经历 2 次月度修正，本次 5 月数据为第 2 次修正。

表1：7月非农新增就业细项及变动

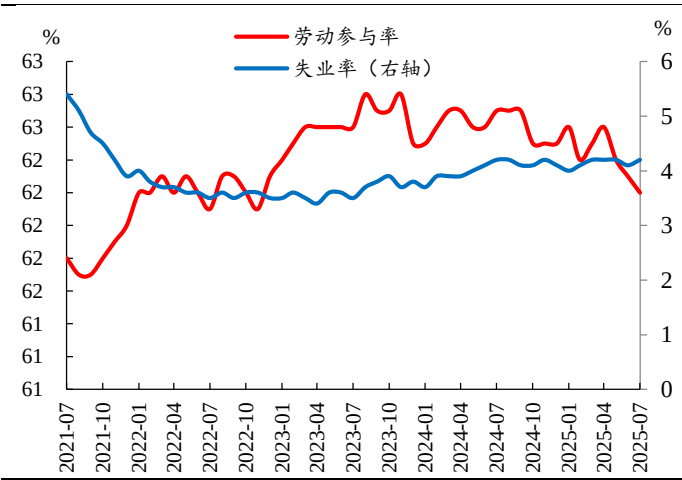
行业(千人)	占比 (%)	较6月变化	2025-07	2025-06	2025-05	近3月平均
总体新增非农	100.0	59	73	14	19	35
私人部门	113.7	80	83	3	69	52
采矿业	-5.5	-3	-4	-1	-4	-3
建筑业	2.7	-1	2	3	2	2
制造业	-15.1	4	-11	-15	-11	-12
批发业	-10.7	0	-8	-8	2	-5
零售业	21.5	30	16	-14	-15	-4
运输仓储业	4.9	3	4	1	-1	1
公用事业	-0.1	0	0	0	3	1
信息业	-2.7	-2	-2	0	2	0
金融活动	20.5	17	15	-2	7	7
专业和商业服务	-19.2	-3	-14	-11	-23	-16
教育和保健服务	108.2	27	79	52	70	67
休闲和酒店业	6.8	1	5	4	27	12
其他服务业	2.7	7	2	-5	10	2
政府就业	-13.7	-21	-10	11	-50	-16
联邦政府	-16.4	-3	-12	-9	-26	-16
州和地方政府	2.7	-18	2	20	-24	-1

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率与失业率分化、永久性失业占比有所回落

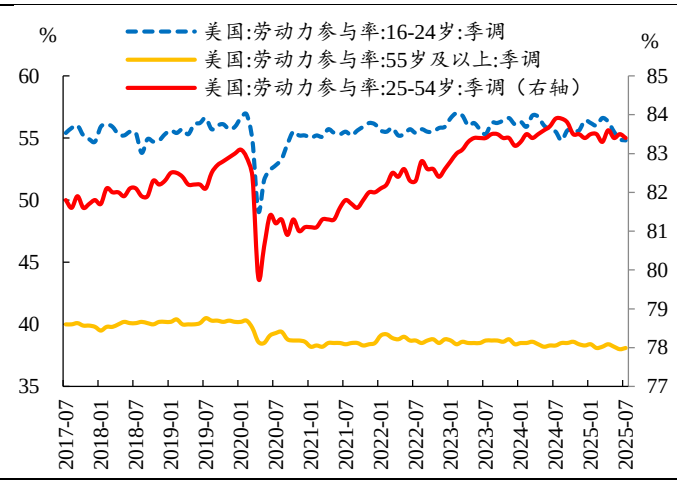
7月美国劳动参与率录得约62.2%，失业率为4.2%，劳动参与率不及市场预期。具体来看，7月份调查城市人口增加20万，劳动力人口减少3.8万。总就业人口减少26万，失业人口增加22.1万，劳动参与率下降0.06个百分点至62.22%，失业率提升0.13个百分点至4.248%。年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率处于在83.4%的较高水平区间，略有下降。16-24岁年龄段劳动参与率亦是如此。族裔方面，白人、黑人、亚裔、西班牙裔失业率均有所上升。从7月劳动参与率以及失业率的表现来看，劳动参与率下降的同时失业率上行，意味着美国劳动力市场降温迹象明显，与非农就业数据指向相一致。

图2：7月劳动参与率下行、失业率上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：7月25-54岁区间人口劳动参与率略有下降

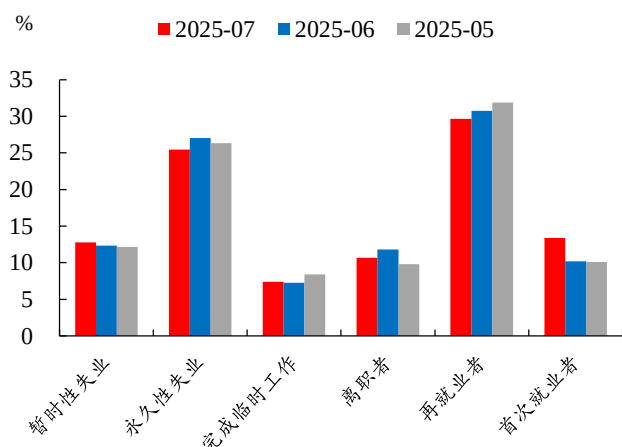


数据来源：Wind、开源证券研究所

再来看失业率成因，相较于6月，7月首次就业者、暂时性失业者占比有所上升，永久性失业、离职者、再就业者占比有所下降。此外，因经济原因从事兼职工

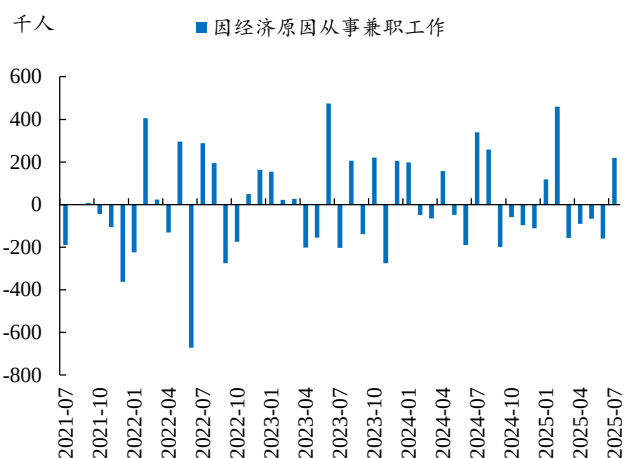
作的人员数量由负转正。7月永久性失业者占比下降，但首次就业者占比上升，可能显示企业倾向于招聘/挽留经验丰富的员工，但对劳动力的需求相对较低。

图4：7月永久性失业占比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：7月因经济原因从事兼职工作人员数量由负转正



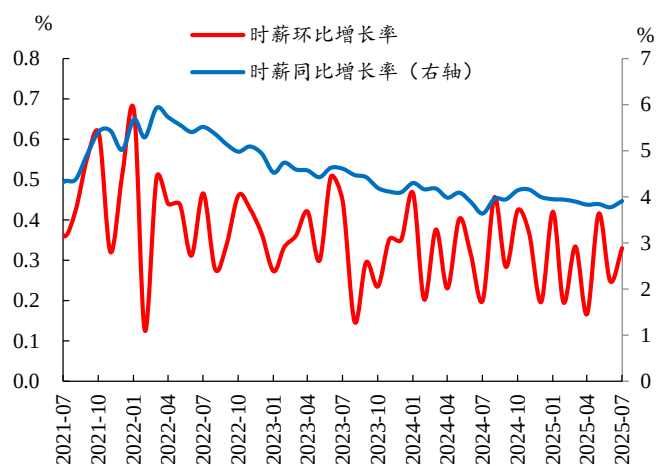
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、薪资环比增速略有上行，工作时长边际回升

7月美国非农就业时薪录得36.44美金，同比上升3.9%，环比上升0.3%，均较6月上升0.1个百分点。具体来看，零售业、信息业、专业和商业服务薪资同比增长较多，零售业、金融活动、专业和商业服务薪资环比增长较多。总的看，零售业薪资同比与环比均录得较高水平，或是整体薪资环比增速边际上行的重要原因。

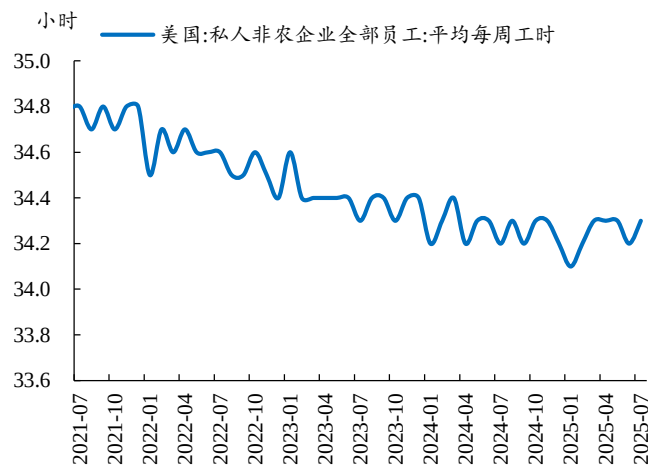
此外，7月美国周工作时长较6月回升0.1个小时至34.3个小时，工作时长中枢整体稳定。结合当前失业率的上行来看，后续薪资增速或较难继续上行，考虑到后续通胀绝对水平的可能反弹，则居民的实际购买力可能持续下降，从而对经济增长的支撑作用下行。

图6：7月时薪环比增速有所回升

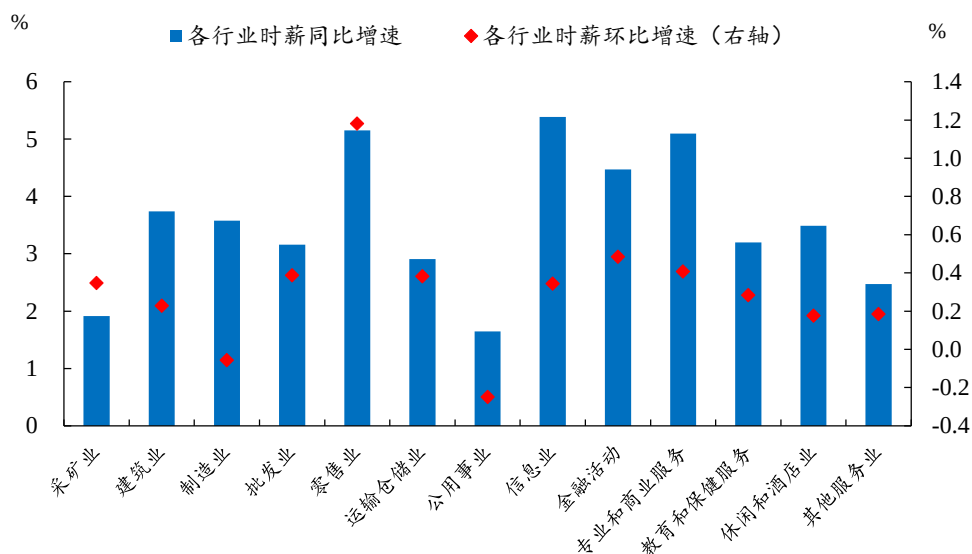


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：7月美国周工作时长边际上行



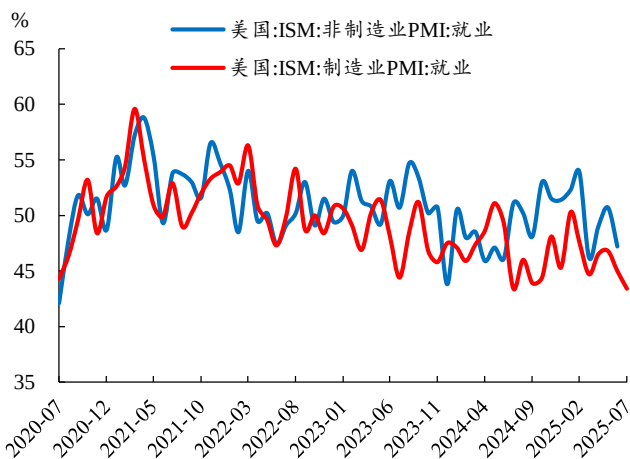
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：信息业、零售业薪资同比增速较高


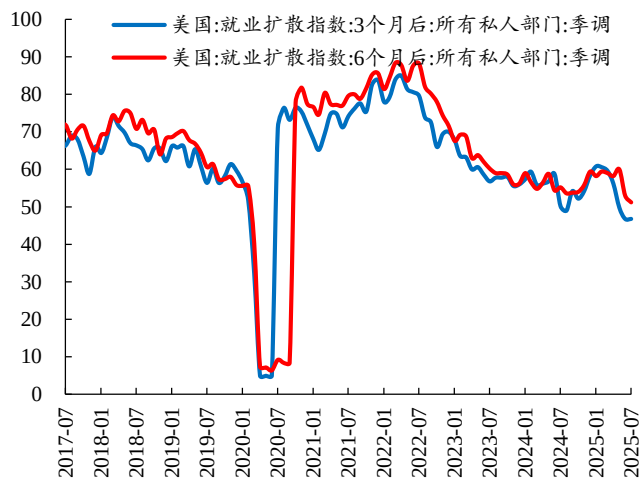
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、制造业 PMI 就业指数、中期就业扩散指数略有下行

结合 PMI 就业指数以及就业扩散指数来看，美国劳动力市场亦呈现出一定的边际下降态势。7月美国 ISM 制造业 PMI 就业指数下降 1.6 个百分点至 43.4%，连续两个月下降。3 个月后私人部门就业扩散指数维持在 46.8，但 6 个月后私人部门就业扩散指数则边际下降至 51.2。综合来看，美国就业市场确处于逐渐降温过程中。

图9：7月美国制造业 PMI 就业边际下降


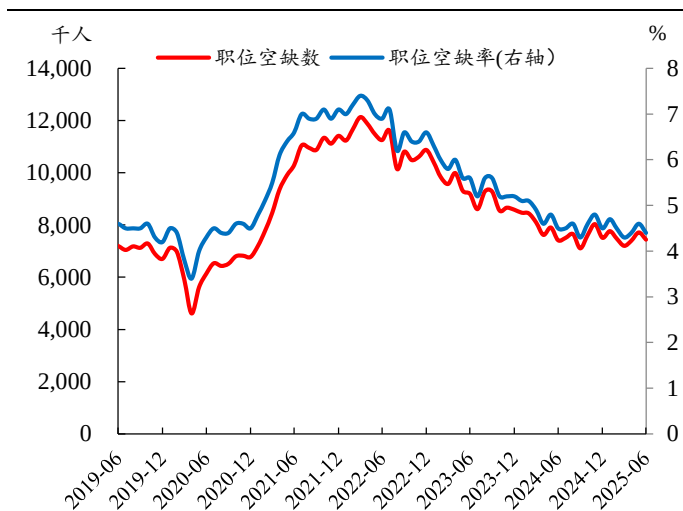
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：6个月就业扩散指数短期略有下行


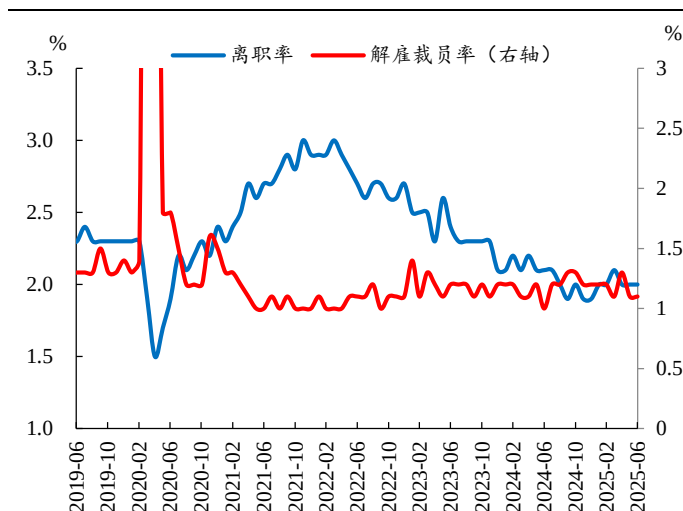
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、劳动力市场供需关系压力边际回落

从 JOLTS 数据来看，6 月份职位空缺数为 743.7 万人，较 5 月下降约 27.5 万人，职位空缺率为 4.4%，目前每个求职者对应约 1.03 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度再度下行。同时，职工主动离职率录得 2.0%、解雇裁员率录得 1.1%，主动离职率与解雇裁员率与 5 月份持平，我们认为，或显示在 6 月美国企业虽然面临经济前景的不确定性，但倾向于挽留现有员工，劳动者亦倾向于留在现有企业，劳动力市场整体波动相对较小。

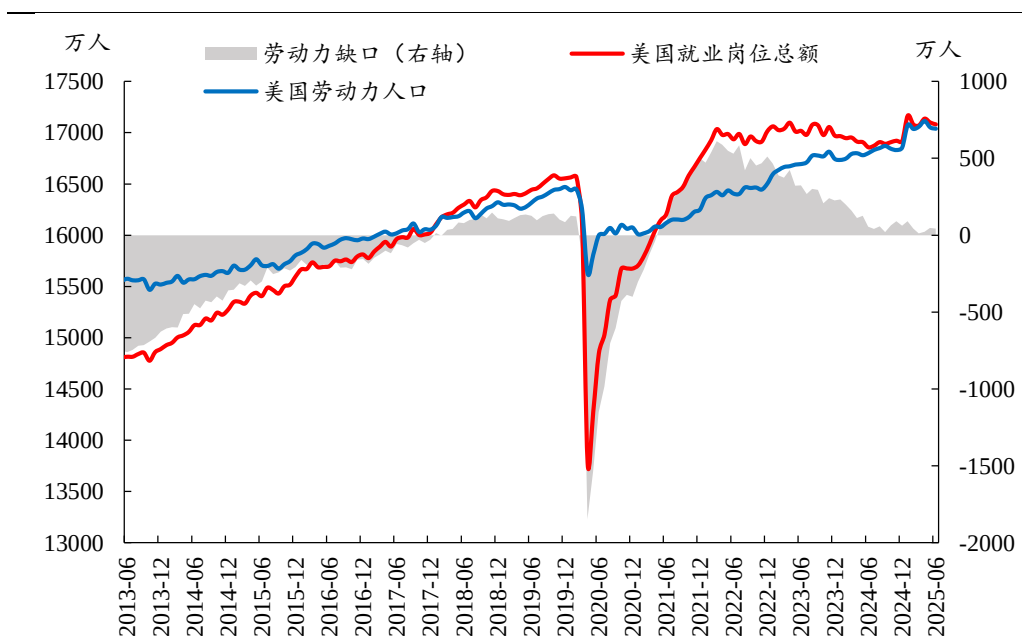
图11：6月职位空缺数、空缺率出现回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：6月员工离职率、裁员率保持稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，6月美国总劳动力缺口（就业人数总额+岗位空缺—劳动力人口）较5月下降5.2万至42.3万，与2019年的平均水平相近，显示美国劳动力市场目前仍处于较为均衡的状态。

图13：6月美国劳动力缺口略有下降


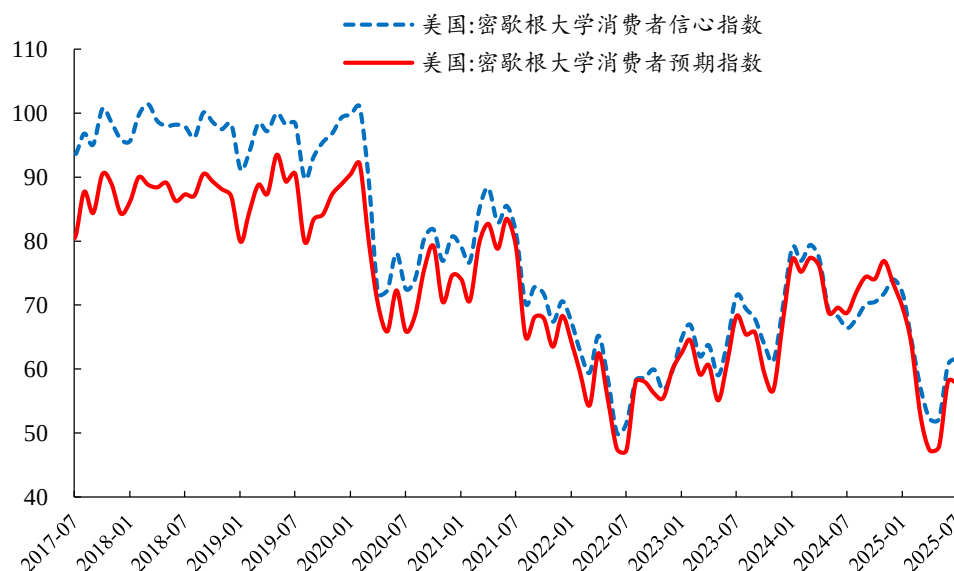
数据来源：FRED、开源证券研究所

2、美国就业市场走软，通胀成为美联储降息关键掣肘

7月非农数据表现不及预期，且后续发布的ISM制造业PMI数据、居民消费预期等数据亦略不及预期，显示美国劳动力市场及经济增长有走弱风险，美联储降息压力提升，但考虑到通胀的制约，目前不确定性还较大，具体而言：

第一，7月非农数据显示美国劳动力市场正在走软，且下行斜率较陡，失业率后续也可能进一步走高，美国经济走弱的风险提升。如前所述，无论是从新增就业、劳动参与率、制造业PMI就业等指标来看，均呈现出较为明显的回落态势，美国劳动力市场确在走软，且整体的下行斜率相对较陡。考虑到7月失业率已走高至4.248%，且特朗普驱逐非法移民行动持续进行，8月非农就业可能继续下行，失业率或进一步走高至4.3%及以上。此外，7月密歇根大学消费者预期终值录得57.7，不仅较6月终值及7月初值有所下降，且不及市场预期。此外，密歇根大学居民消费者信心终值亦较初值走低。综合来看，美国经济走弱的风险在提升。

图14：7月密歇根大学消费者预期边际走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，对美联储而言，其降息压力有所加大。但由于通胀的可能上行，降息行动仍然面临较多制约，可以关注8月JacksonHole会议上美联储主席鲍威尔的表态。在前期的报告中，我们曾指出当前美联储目前内部分歧变大，但考虑到通胀的原因，美联储主席鲍威尔并不急于降息。（《美联储内部分歧加大，降息或尚需时日——7月FOMC会议点评》）随着非农就业数据的大幅下修且不及预期，美联储降息的压力预计有所上升。但我们认为还需要关注通胀数据的变化，这才是目前美联储降息最大的制约。且鲍威尔在7月FOMC会议上也曾表示劳动力市场面临下行风险，其主要关注的指标是失业率，而7月失业率尚未出现明显上行，因此7月非农下行或尚不足以驱使美联储9月降息。我们可以关注8月JacksonHole会议上美联储主席鲍威尔的表态，届时7月通胀数据也已公布，将更有利于其作出准确判断。

基准情形下，考虑到通胀的后续可能的超预期上升，我们目前仍维持4季度首次降息，全年降息1-2次的判断，但9月降息概率在提升。往后看，我们需要关注7月CPI数据（8.12）、JacksonHole会议（8.21-23）上鲍威尔的发言。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国关税政策超预期反复。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年6月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn