

宏观点评 20250802

7月非农：楚门的数据——2025年7月美国非农就业数据点评

2025年08月02日

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 韦伟

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

《从“十五五”规划看产业趋势》

2025-08-01

《债券ETF还能走多远？》

2025-07-31

■ **核心观点：**美国7月新增非农7.3万，较预期的10.4万低1x标准差，前值由14.7万下修至1.4万，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。从行业来看，教育医保行业已成为美国非农就业的“最大股东”，但其在非农与ADP两个不同口径之间分化持续存在。而本次备受市场关注的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。向前看，短期内繁多的经济数据与事件都可能为9月FOMC决议增添变数。在短期数据扰动或加大资产价格的波动下，应更多关注中期确定性主线叙事，如未来宽货币周期下的经济软着陆和难以修复的美元信用裂痕等。

■ **7月非农：**大幅不及预期，失业率走高。美国7月新增非农7.3万，较预期的10.4万低1x标准差，前值由14.7万下修至1.4万，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。

■ **就业结构：**教育医保为中坚力量。从行业来看，教育医保（主要是作为非周期性行业的医疗保健业）的就业始终稳定，一直保持在5-10万/月，是非农就业的中坚力量。截至最新，医保&社保行业已较2019年12月的水平高出13%。同时，其他行业就业增长疲软，联邦政府、临时救助服务等就业更是持续减少。综合来看，教育医保行业已成为美国非农就业的“最大股东”。但教育医保行业在非农与ADP两个不同就业口径之间分化持续存在。虽然7月教育医保在非农口径下新增7.9万就业（当期新增非农总就业7.3万），但在ADP口径下减少了3.8万，连续第四个月为负。

■ **数据修正：**大幅下修或来自季调因子重新计算。本次非农数据让市场感到比较意外的是前两个月数据累计下修高达25.8万。在经济下行周期，中小公司招聘形势更差且反馈更晚，因此非农常出现下修（详见报告《技术帖：美国非农是如何进行“修正”的——#海外经济》）。但本次的大幅下修或来自BLS对季调因子模型的重新计算：①5月非农的二次、三次反馈率分别为93.5%、94.4%，但其二次修正幅度仍然高达-12.5万；②与6月公布数据相比，7月公布的5-6月政府就业合计下修5.5万，而政府部门一般不存在很大的延迟反馈问题。而当前关于市场猜测较多“阴谋论”——即非农下修是为了给美联储降息创造条件，其实从逻辑上依旧不太合理：若美国官方可“按需”修改经济数据，周三公布的25Q2 GDP数据为何好于市场预期？因此我们认为本次非农的大幅下修更多是技术问题而非政治问题。

■ **交易策略：**短期数据扰动或加大资产价格的波动，关注中期确定性主线叙事。向前看，8月5日的服务业PMI、12日的CPI、15日的零售销售、下旬的Jackson Hole会议，9月5日的非农、9日的QCEW、11日的CPI，都可能为9月FOMC决议增添变数。相较于猜测数据方向，波动率的放大可能是更加确定的事件。短期的数据扰动或加大资产价格的波动，这也让中期主线的确定性变得更加重要，例如：①无论短期降息落空与否，换帅后的美联储将继续宽货币周期，中期看2年美债利率与美元指数仍处于下行通道；②无论短期美国经济向哪个方向波动，中期仍然是宽货币周期下的软着陆，美股基本面不出问题就只会是回调；③无论短期美元的信用问题与利率预期如何变化，中期看美元信用裂痕都无法修复，央行购金难以逆转。

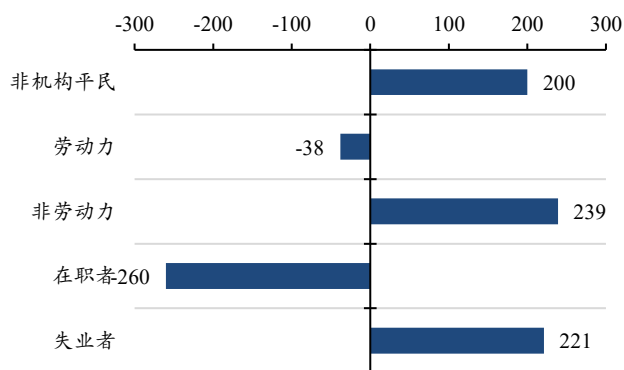
■ **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：美国非农分行业新增就业人数

走势	占比	净月变动 千人	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08
100.0%	非农就业		73	14	19	158	120	102	111	323	261	44	240	71
85.2%	私营		83	3	69	133	114	107	79	287	244	-1	208	33
13.6%	商品		-13	-13	-13	2	5	24	-11	4	28	-50	32	-18
0.4%	采矿业		-4	-1	-4	2	-1	4	-3	-1	2	-1	2	-1
5.2%	建筑		2	3	2	0	5	12	-3	15	6	1	30	23
0.6%	住宅		-1	-1	0	-1	4	-1	2	2	1	1	5	4
0.6%	非住宅		-2	-1	5	1	1	2	0	1	0	-2	-1	1
8.0%	制造业		-11	-15	-11	0	1	8	-5	-10	20	-50	0	-40
4.9%	耐用品		0	-13	-8	3	-2	6	-7	-15	27	-46	1	-40
0.6%	机动车&部件		-2	-3	3	-3	-1	6	-10	-3	-1	-3	-2	-16
3.0%	非耐用品		-11	-2	-3	-3	3	2	2	5	-7	-4	-1	0
71.7%	服务		96	16	82	131	109	83	90	283	216	49	176	51
18.2%	商贸运输		11	-22	-11	-2	-8	22	54	81	19	-10	31	-7
3.9%	批发贸易		-8	-8	2	1	-5	7	-4	13	5	6	7	4
9.8%	零售贸易		16	-14	-15	5	16	-4	36	34	-14	-7	14	-13
4.2%	运输仓储		4	1	-1	-8	-21	18	21	34	28	-9	7	2
1.8%	信息技术		-2	0	2	1	-2	0	-4	17	5	-7	0	-7
5.8%	金融活动		15	-2	7	5	3	15	14	12	16	3	5	6
14.1%	专业商业服务		-14	-11	-23	27	-11	15	-35	36	37	-34	-16	-32
1.6%	临时救助服务		-4	-3	-15	17	-14	-2	-8	2	30	-35	-18	-21
17.2%	教育医保		79	52	70	85	65	65	62	83	73	87	98	65
14.7%	医疗&社保		73	59	72	79	67	57	62	76	79	84	79	54
10.7%	休闲餐旅		5	4	27	18	45	-34	-14	47	54	9	51	26
7.8%	餐饮		0	0	15	15	38	-39	-27	38	24	10	42	17
3.8%	其他服务		2	-5	10	-3	17	0	13	7	12	1	7	0
14.8%	政府		-10	11	-50	25	6	-5	32	36	17	45	32	38
1.8%	联邦		-12	-9	-26	-13	-11	-13	3	3	-2	3	4	2
3.5%	州政府		5	10	-11	11	1	-10	12	19	9	16	15	9
9.5%	地方政府		-3	10	-13	27	16	18	17	14	10	26	13	27

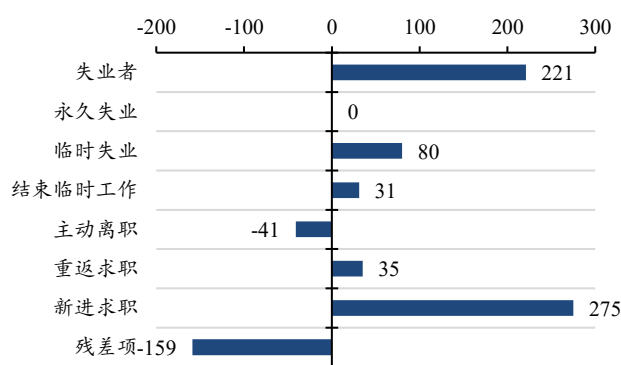
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图2：美国劳务市场7月流量变化



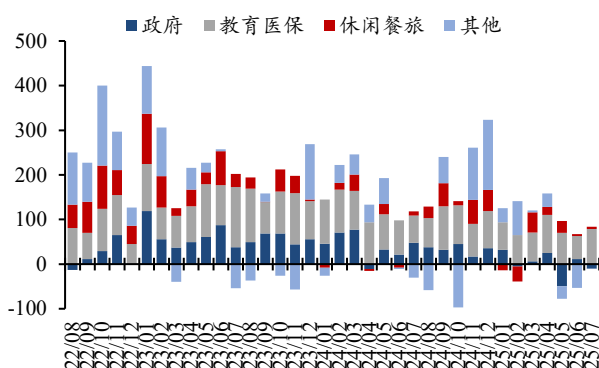
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图3：美国劳务市场失业者7月流量变化



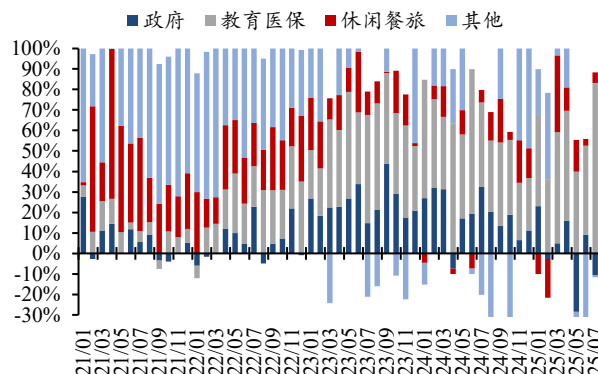
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人，因季调原因分项加总存在残差

图4：美国各行业新增非农就业人数



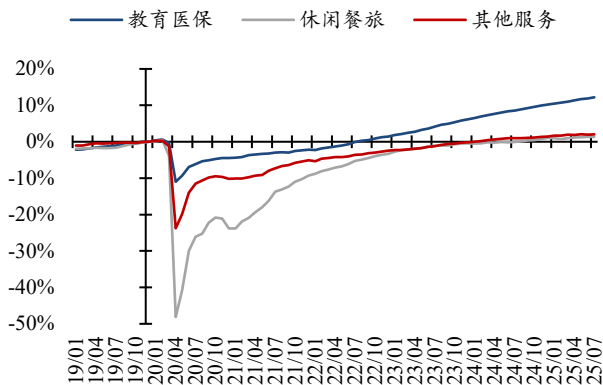
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图5：美国各行业新增非农就业人数占比



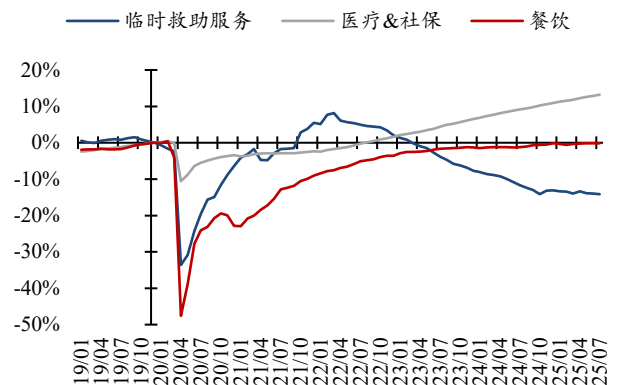
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图6：美国不同行业就业人数相较 2019.12 变化



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图7：美国不同行业就业人数相较 2019.12 变化



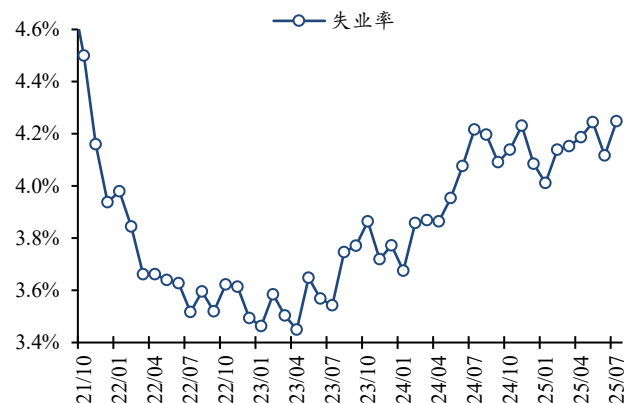
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图8：不同口径下美国教育医保行业新增就业人数



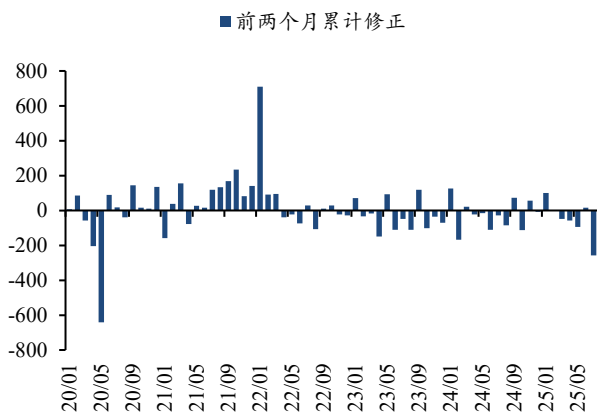
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图9：美国失业率



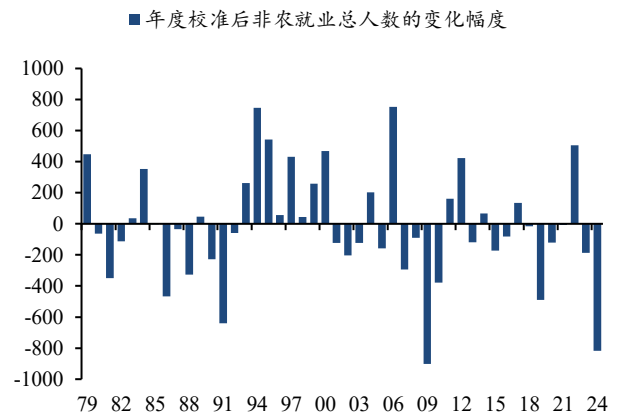
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图10：美国非农就业数据前两个月累计修正幅度



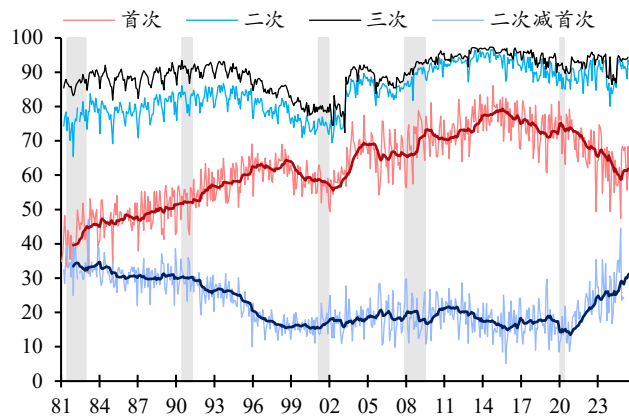
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图11：年度校准后非农就业总人数变化幅度



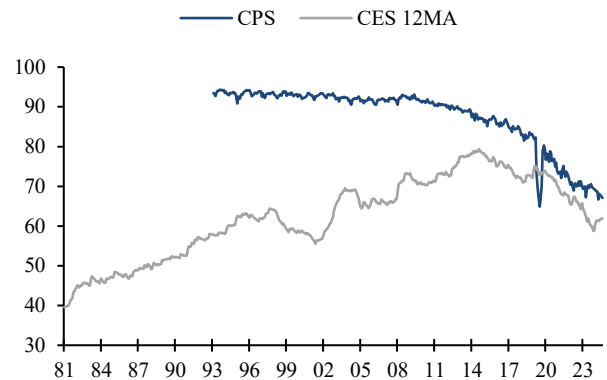
数据来源：BLS、东吴证券研究所；单位为千人

图12：美国 CES 问卷反馈率



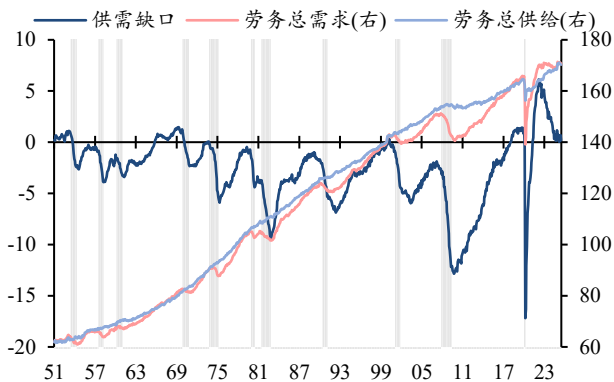
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图13：美国 CES 与 CPS 问卷反馈率



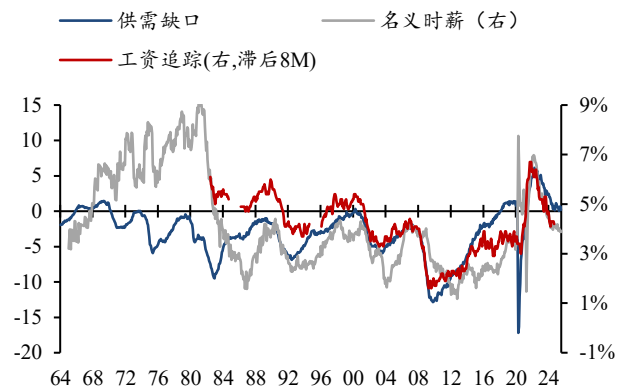
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图14：美国劳务市场总供给、总需求与供需缺口



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为百万人，
阴影为 NBER 定义的衰退

图15：美国工资增速与劳务供需缺口



数据来源：彭博、东吴证券研究所；左轴单位为百万人

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>