

研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《失业率意外下降，细节暗藏隐忧——
6月美国非农数据解读》 - 2025.07.04

宏观观点

海外宏观周报：供需双弱也是弱

● 核心观点：

上周四超预期的非农就业报告逆转了ADP就业数据带来的悲观预期。在确认基本面并无太大问题后美股继续创新高。但如果去看数据细节就能够发现整体就业市场并不像4.1%的失业率和14.7万的新增就业展示的那么强劲。6月新增的就业岗位有接近一半都是地方政府贡献的，其中有6万来自可能被季调干扰的教育行业，再加上走弱的薪资增速和PMI等调查数据，我们认为就业市场松动依然是大方向。

物价方面，由于前期补库效应和减弱的需求，关税对于通胀的影响可能不会像市场预期的那么强。和就业市场联系起来看，降息大概率来得比市场预期的更早。我们认为今年美联储将在9月、10月和12月降息3次。

● 风险提示：

关税导致的商品价格上涨幅度超预期；关税税率超预期；国际冲突导致能源价格大幅上涨；移民政策收紧程度超预期；美国劳动力供给超预期短缺。

目录

1 海外宏观数据跟踪.....	4
1.1 上周重要事件与数据跟踪.....	4
1.2 本周重要数据与事件.....	6
2 美联储观点跟踪.....	7
3 风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 美国 6 月 ISM 服务业及制造业 PMI.....	4
图表 2: 美国 6 月失业率.....	5
图表 3: 美国 6 月季调后非农就业人口 (千人)	5
图表 4: 6 月美国平均时薪增速低于预期.....	5
图表 5: 6 月美国平均每周工时维持低位.....	5
图表 6: 美国初请失业金人数 (万人)	5
图表 7: 美国续请失业金人数 (万人)	5
图表 8: 本周重要数据与事件.....	6
图表 9: 市场定价年内还有 2 次降息	7

1 海外宏观数据跟踪

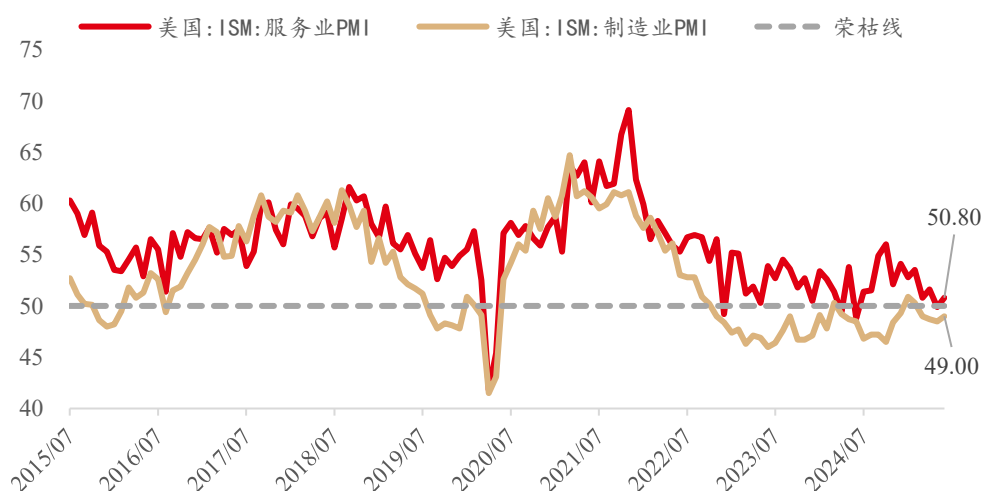
1.1 上周重要事件与数据跟踪

上周“大而美法案”于美国国会通过，并由特朗普总统签署后正式生效。该法案包含大幅减税和支出计划，同时将美国债务上限提高了5万亿美元，短期内避免了债务危机。该法案延长了2017年的减税政策，增加了国防和边境安全开支，削减了医疗保险和医疗补助。法案虽刺激短期经济增长，但预计将导致未来十年赤字增加3.3万亿，给未来财政带来更大压力。

随着2025年7月9日美国总统特朗普设定的关税宽限期临近，各国正在加紧进行贸易谈判。其中，美国与越南的贸易谈判取得显著进展，于7月3日达成了一项初步贸易协议，该协议将美国对越南商品的关税从此前威胁的46%降至20%，对通过越南转运的他国商品征收40%关税。作为交换，越南同意对美国商品实施零关税，并全面开放市场，尤其是在农业和高科技产品领域。协议细节有待进一步完善。

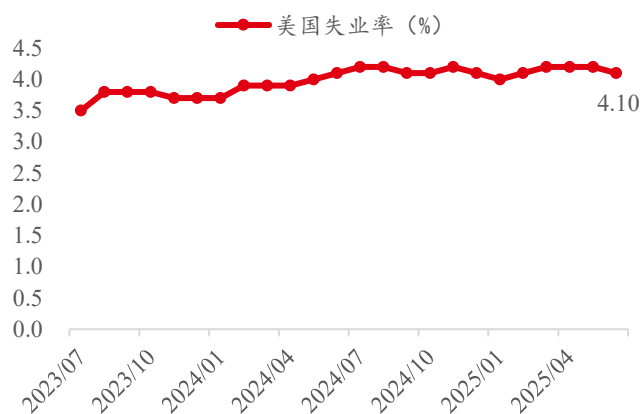
经济数据方面，美国6月服务业PMI达50.8，略高于预期，在经历5月份的收缩(49.9)后重回扩张区间，显示经济动能有所回升。6月制造业PMI为49，连续4个月低于荣枯分界线。美国6月失业率下降回落至4.1%附近，新增非农就业人数14.7万人，表现强于市场预期。

图表1：美国6月ISM服务业及制造业PMI



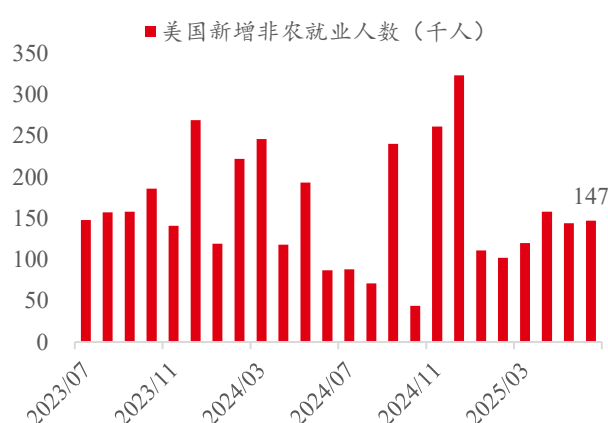
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：美国6月失业率



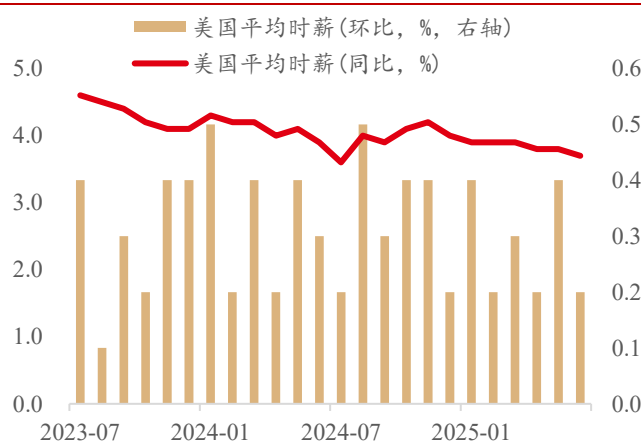
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：美国6月季调后非农就业人口（千人）



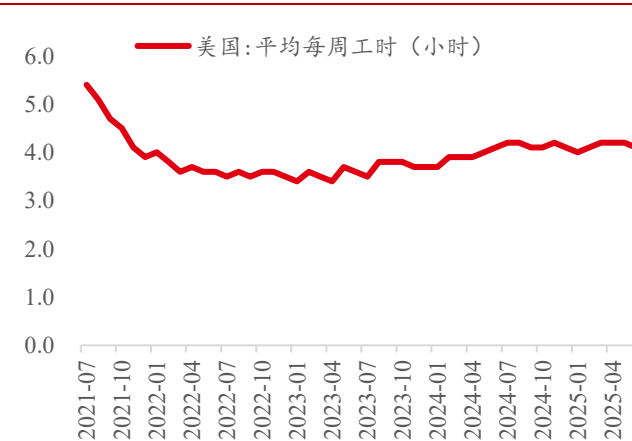
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：6月美国平均时薪增速低于预期



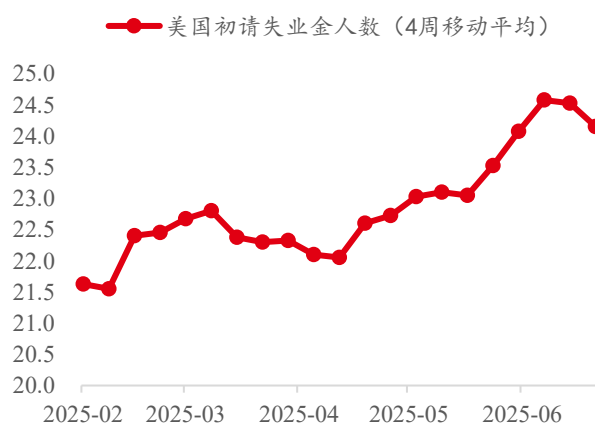
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表5：6月美国平均每周工时维持低位



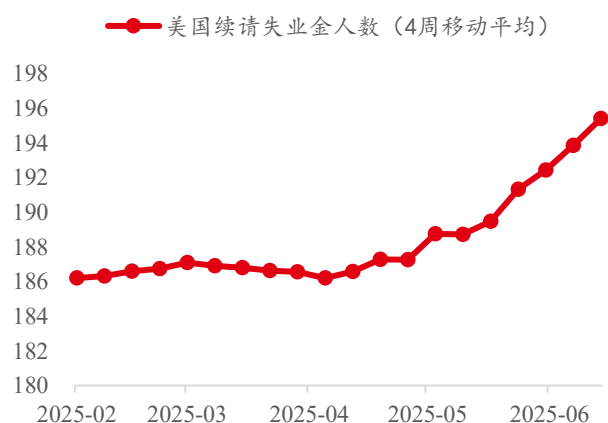
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：美国初请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：美国续请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 本周重要数据与事件

图表8：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	前值	预测值
2025/7/7 14:00		德国 5 月季调后工业产出月率	-1.40%	-0.50%
2025/7/7 14:00		英国 6 月 Halifax 季调后房价指数月率	-0.40%	
2025/7/7 16:30		欧元区 7 月 Sentix 投资者信心指数	0.2	1
2025/7/7 17:00		欧元区 5 月零售销售月率	0.10%	-0.80%
2025/7/7 22:00		美国 6 月全球供应链压力指数	0.19	
2025/7/8 7:50		日本 5 月贸易帐(亿日元)	-328	-5485
2025/7/8 14:00		德国 5 月季调后贸易帐(亿欧元)	145	
2025/7/8 14:45		法国 5 月贸易帐(亿欧元)	-79.68	
2025/7/8 18:00		美国 6 月 NFIB 小型企业信心指数	98.8	97.9
2025/7/8 23:00		美国 6 月纽约联储 1 年通胀预期	3.20%	
2025/7/9 22:00		美国 5 月批发销售月率	0.10%	0.20%
2025/7/9	美国对等关税暂停期结束。			
2025/7/10 1:00		美国至 7 月 9 日 10 年期国债竞拍-得标利率	4.42%	
2025/7/10 1:00		美国至 7 月 9 日 10 年期国债竞拍-投标倍数	2.52	
2025/7/10 2:00	美联储公布货币政策会议纪要。			
2025/7/10 20:30		美国至 7 月 5 日当周初请失业金人数(万人)	23.3	
2025/7/10 21:00	2025 年 FOMC 票委、圣路易联储主席穆萨莱姆就美国经济和货币政策发表讲话。			
2025/7/11 2:30	2027 年 FOMC 票委、旧金山联储主席戴利就美国经济前景发表讲话。			
2025/7/11 14:00		德国 6 月 CPI 月率终值	0.00%	0.00%
2025/7/11 14:00		英国 5 月三个月 GDP 月率	0.70%	
2025/7/11 14:00		英国 5 月制造业产出月率	-0.90%	
2025/7/11 14:00		英国 5 月季调后商品贸易帐(亿英镑)	-232.06	
2025/7/11 14:00		英国 5 月工业产出月率	-0.60%	
2025/7/11 14:45		法国 6 月 CPI 月率终值	0.30%	

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. 芝加哥联储主席古尔斯比：

目前美国失业率接近 4%，而通胀率在 2.5% 附近持续走低，远低于上世纪 70 年代水平，因此关税或其他供给侧冲击可能在短期内不会导致滞胀。但并不排除情况恶化的可能。

2. 美联储主席鲍威尔：

关税带来的不确定性导致降息推迟，美联储将专注于控制通胀和实现就业的双重使命，未来政策将依据数据调整，不会排除任何一次会议降息的可能性，也不会直接确定某次会议会采取行动。美联储将在 2025 年剩余时间内举行四次议息会议，政策制定委员会大多数成员一致支持年内进一步降息。

图表9：市场定价年内还有 2 次降息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/7/30					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	95.3%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	66.2%	30.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	43.6%	43.4%	11.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	32.6%	43.4%	19.6%	2.9%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	12.5%	36.4%	35.0%	13.7%	1.9%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	8.6%	28.6%	35.5%	20.6%	5.7%	0.6%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.1%	2.1%	12.7%	30.0%	32.4%	17.5%	4.7%	0.5%
2026/6/17	0.0%	0.0%	1.3%	8.8%	23.6%	31.5%	23.1%	9.5%	2.0%	0.2%
2026/7/29	0.0%	0.5%	3.9%	13.8%	26.3%	28.6%	18.4%	6.9%	1.4%	0.1%
2026/9/16	0.2%	1.8%	7.8%	18.7%	27.2%	24.6%	13.9%	4.8%	0.9%	0.1%
2026/10/28	0.2%	1.6%	7.2%	17.6%	26.4%	24.9%	15.0%	5.7%	1.3%	0.2%
2026/12/9	0.7%	3.7%	11.0%	20.8%	25.8%	21.3%	11.6%	4.1%	0.9%	0.1%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

关税导致的商品价格上涨幅度超预期；关税税率超预期；国际冲突导致能源价格大幅上涨；移民政策收紧程度超预期；美国劳动力供给超预期短缺。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048