

美国 6 月非农：就业韧性超预期之下的结构性风险



杨见一 分析师

Email: yangjianyi@lczq.com

证书: S1320525050001



沈夏宜 分析师

Email: shenxiayi@lczq.com

证书: S1320523020004

核心观点：

美国 6 月非农新增 14.7 万人，大幅超出预期的 10.6 万人；失业率回落至 4.1%，超出预期的 4.3%。家庭调查（CPS）口径的劳动力人数下降 13 万人，劳动参与率下降至 62.3%，是失业率下滑的原因之一。数据公布同时，劳工部调整 4-5 月新增非农就业数据，4 月由初值公布的 17.7 万下调至 15.8 万人（但比二次公布的 14.7 万人有所增加），5 月由初值的 13.9 万上修至 14.4 万，合计下修 1.4 万人，修订后近三月平均新增就业 15 万人。6 月美国劳动力市场表现好于市场预期，年内降息路径抬升，市场押注 7 月不降息，9 月、12 月各降息一次。

6 月非农新增就业高增的主要原因是政府就业拉动；私人部门就业低迷。

商品生产行业就业增加 0.6 万，有所修复。其中，制造业就业维持弱势，6 月再次减少 -0.7 万。建筑业表现修复，6 月新增 1.5 万，前值 0.6 万。服务行业新增就业 6.8 万，有所放缓。5 月关税缓和后美国迎来抢进口脉冲，但持续性不强，因此 6 月批发业就业再次放缓，就业下降 0.66 万。中下游运输仓储及零售业持续修复，分别新增 0.75 万和 0.24 万。教育医疗业就业新增 5.1 万，休闲酒店业新增 2 万，均有所回落。实际拉动 6 月就业高增的是政府就业，6 月新增 7.3 万人，前值 0.7 万，较 1-5 月平均的 1.48 万月度新增大幅增加，或为州和地方政府季节性招聘增加拉动。

“外强中干”的美国劳动力市场：表面稳健之下存在结构性风险。6 月失业率超预期下降主因是为劳动参与率减少，但失业人数本身仍在上升。同时，新增就业高增系州政府季节性招聘需求拉动，后续可持续性存疑。因此，尽管美国劳动力市场延续了稳健的表象，但结构相对脆弱。尤其是，如果移民驱逐政策之下劳动力人数持续流失，后续就业市场可能出现失业上行但失业率不变或下行的矛盾表现，对美联储降息也会造成不利影响。当前市场对此也有共识：就业数据公布虽然抬高了短期降息路径预期（7 月、9 月降息概率均下降），但远期降息路径较上月显著下降，反映美国经济远端风险增加。我们提示，关税通胀压力仍未解除的情况下，市场押注 9 月降息 25bps、全年降息 50bps 的预期兑现有一定难度。关注 7 月 9 日对等关税暂停到期前后的关税政策变化及美国经济指标变化情况。

风险提示：美国经济下行超预期，美国财政货币政策超预期。

相关报告

6 月高频数据跟踪

2025.07.04

美国“大而美法案”表决进展及两院分歧

2025.07.02

6 月 PMI 数据点评：制造业 PMI 仍偏弱，但供需均在改善

2025.07.01

目 录

1. 美国 6 月就业数据全面超预期，但存在结构性风险	4
2. 风险提示	9

图表目录

图 1	美国非农就业数据公布同时修正近 2 个月数据	5
图 2	最近 12 个月美国新增非农就业分布, 按行业 (千人)	5
图 3	美国失业率与美联储 SEP 指引 (%)	5
图 4	美国劳动力供需再平衡, 就业缺口基本弥合 (千人)	6
图 5	美国劳动力参与率及同比增速 (%)	6
图 6	美国政府部门新增就业结构 (千人)	6
图 7	美国移民与本国劳动力人数 (千人)	6
图 8	美国非农名义平均时薪及实际时薪同比 (%)	7
图 9	美国非农名义平均时薪及实际时薪环比 (%)	7
图 10	最近 12 个月美国各行业平均时薪环比增速 (%)	7
图 11	美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)	7
图 12	美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)	7
图 13	美国企业职位空缺率及同比增速 (%)	8
图 14	Indeed 领先指标与职位空缺数	8
图 15	美国挑战者企业裁员人数 (人, %)	8
图 16	美国初次与持续申领失业金人数 (万人)	8
图 17	美国广义失业率及基准失业率 (%)	8
图 18	美国因经济原因兼职人数 (人)	8
图 19	美国服务业平均周工时 (小时)	9
图 20	美国就业市场离职率 (%)	9
图 21	6 月就业超预期, 市场降息预期推后 (bps)	9
图 22	CME 数据显示非农公布后市场押注 9 月降息	9

1. 美国 6 月就业数据全面超预期，但存在结构性风险

6 月美国非农就业连续 4 个月超出市场预期；失业率超预期回落。美国 6 月非农新增 14.7 万人，大幅超出预期的 10.6 万人，前值 14.7 万；失业率回落至 4.1%，预期为 4.3%，前值 4.2%。家庭调查（CPS）口径的劳动力人数下降 13 万人，劳动参与率下降至 62.3%，是失业率下滑的原因之一。数据公布同时，劳工部调整 4-5 月新增非农就业数据，4 月由初值公布的 17.7 万下调至 15.8 万人（但比二次公布的 14.7 万人有所增加），5 月由初值的 13.9 万上修至 14.4 万，合计下修 1.4 万人，修订后近三月平均新增就业 15 万人。6 月美国劳动力市场表现好于市场预期，年内降息路径预期再次抬升，市场押注 7 月不降息；9 月、12 月各降息一次。

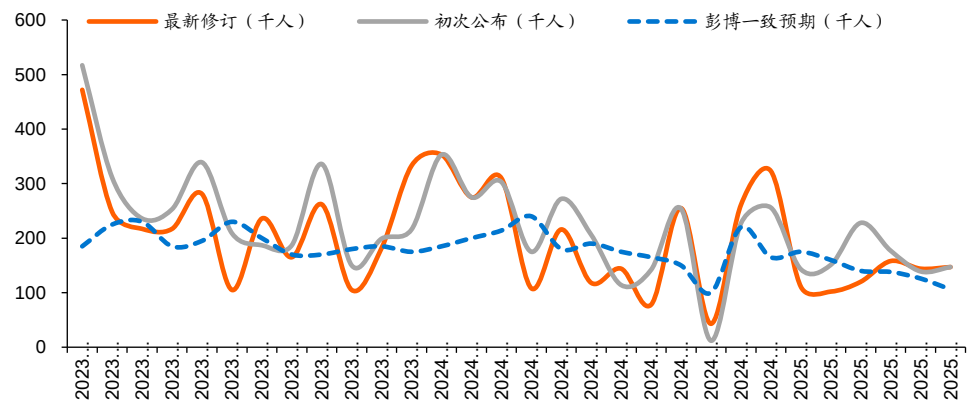
6 月非农新增就业高增的主要原因是政府就业拉动；私人部门就业低迷。商品生产行业就业增加 0.6 万，前值 -0.4 万，有所修复。其中，关税扰动下制造业就业维持弱势，6 月就业再次减少 -0.7 万，前值 -0.7 万。建筑业表现修复，6 月新增 1.5 万，前值 0.6 万。服务行业新增就业 6.8 万，前值 14.1 万，有所放缓。5 月关税缓和后美国迎来抢进口脉冲，但持续性不强，因此 6 月批发业就业再次放缓，下降 0.66 万，前值 0.37 万。中下游运输仓储及零售业持续修复，分别新增 0.75 万（前值 0.45 万）和 0.24 万（前值 -0.71 万）。教育医疗业就业新增 5.1 万，前值 8.3 万；休闲酒店业新增 2 万，前值 2.9 万，均有所回落。实际拉动 6 月就业高增的是政府就业，6 月新增 7.3 万人，前值 0.7 万，较 1-5 月平均的 1.48 万月度新增大幅增加，或为州和地方政府季节性招聘增加拉动。

当前美国劳动力市场面临两个外生变量，一是特朗普移民驱逐，二是联邦政府裁员。第一，移民驱逐或持续造成美国劳动供给下行，造成失业人数上行但失业率下降的局面。4-6 月家庭调查（CPS）口径的劳动力人数由 17113.5 万人下降至 17038 万人，减少 75.5 万人。按出生地划分，二季度外国出生（移民）劳动人口下降 43.2 万人，而本国出生劳动人口上升 112.5 万人，体现移民劳动力人数持续下降。第二，6 月政府就业主要是州和地方政府拉动，6 月共新增 8 万人，前值 3.2 万人，可持续性待观察。联邦政府就业人数仍在减少，6 月下降 0.7 万人，前值 2.5 万人，是全年政府就业表现的主线。

其他就业数据表现分化，薪资、工时、失业金数据弱化，但职位空缺、裁员、兼职数据边际好转。一方面，6 月薪资环比增速 0.22%，较前值的 0.39% 小幅回落。工作时长方面，服务业与生产行业周工时均有下降，显示用工需求承压。从失业金情况来看，6 月失业金申领人数持续走高，尤其是持续申领失业金人数上行至 196.4 万（6 月 20 日），较上月同期（5 月 23 日）的 190.2 万人显著上升，显示失业人数持续增加，且脱离失业状态的难度上升。另一方面，6 月职位空缺率为 4.6%，小幅上升，但 Indeed 招聘领先指标显示美国用工需求将继续下行。挑战者裁员人数持续回落，当月裁员 4.8 万人，前值 9.38 万人。6 月因经济原因兼职人数边际下降至 437.2 万人，较前值的 454.8 万人有所改善。

“外强中干”的美国劳动力市场：表面稳健之下存在结构性风险。6 月失业率超预期下降主因是为劳动参与率减少，但失业人数本身仍在上升。同时，新增就业高增系州政府季节性招聘需求拉动，后续可持续性存疑。因此，尽管美国劳动力市场延续了稳健的表象，但结构相对脆弱。尤其是，如果移民驱逐政策之下劳动力人数持续流失，后续就业市场可能出现失业上行但失业率不变或下行的矛盾表现，对美联储降息也会造成不利影响。当前市场对此也有共识：就业数据公布虽然抬高了短期降息路径预期（7 月、9 月降息概率均下降），但远期降息路径较上月显著下降，反映美国经济远端风险增加。我们提示，在关税通胀压力仍未解除的情况下，市场 9 月降息 25bps、全年降息 50bps 的预期兑现有一定难度。关注 7 月 9 日对等关税暂停到期前后的关税政策变化及美国经济指标变化情况。

图1 美国非农就业数据公布同时修正近 2 个月数据



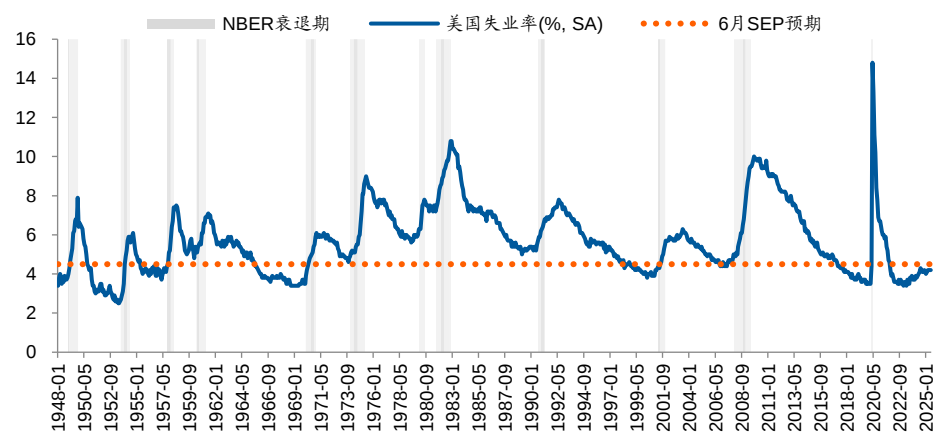
资料来源：BLS，联储证券研究院

图2 最近 12 个月美国新增非农就业分布，按行业 (千人)

		当月增加 (千人)											
项目	趋势	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06
总量		144.0	78.0	255.0	43.0	261.0	323.0	111.0	102.0	120.0	158.0	144.0	147.0
非农总量		21.0	2.0	15.0	-53.0	28.0	4.0	-11.0	24.0	5.0	2.0	-4.0	6.0
商品		1.0	0.0	1.0	0.0	2.0	-1.0	-3.0	4.0	-1.0	2.0	-3.0	-2.0
采矿业		14.0	28.0	26.0	-1.0	6.0	15.0	-3.0	12.0	7.0	0.0	6.0	15.0
建筑业		6.0	-26.0	-12.0	-52.0	20.0	-10.0	-5.0	8.0	3.0	0.0	-7.0	-7.0
制造业		78.0	35.0	240.0	96.0	216.0	283.0	90.0	83.0	161.0	131.0	141.0	68.0
服务		5.4	6.9	2.4	7.4	5.1	13.0	-4.3	7.1	-0.8	1.3	3.7	-6.6
批发		-3.6	-14.5	7.3	8.8	-13.5	34.4	35.7	-3.8	21.7	4.7	-7.1	2.4
零售		-1.6	10.7	7.8	-9.7	27.7	34.4	21.3	18.3	2.7	-7.6	4.5	7.5
运输和仓储		0.4	-0.1	2.6	-1.1	-0.3	-0.8	1.4	0.8	1.4	-1.2	2.8	0.6
公用事业		-16.0	-8.0	1.0	-2.0	5.0	17.0	-4.0	0.0	-2.0	1.0	5.0	3.0
信息		-4.0	7.0	6.0	5.0	16.0	12.0	14.0	15.0	6.0	5.0	10.0	3.0
金融活动		-4.0	-47.0	22.0	-10.0	37.0	36.0	-35.0	15.0	3.0	27.0	0.0	-7.0
专业和商业服务		67.0	67.0	91.0	74.0	73.0	83.0	62.0	65.0	74.0	85.0	83.0	51.0
私立教育和医疗保健		38.0	9.0	61.0	-8.0	54.0	47.0	-14.0	-34.0	38.0	18.0	29.0	20.0
休闲和酒店		-3.0	4.0	6.0	-3.0	12.0	7.0	13.0	0.0	17.0	-3.0	10.0	-5.0
其他服务		45.0	41.0	33.0	34.0	17.0	36.0	32.0	-5.0	15.0	25.0	7.0	73.0
政府	政府												

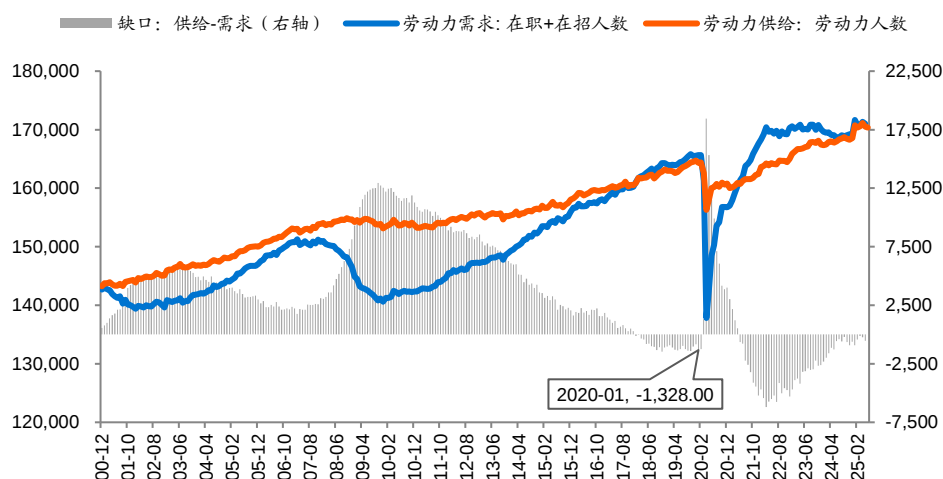
资料来源：BLS，联储证券研究院

图3 美国失业率与美联储 SEP 指引 (%)



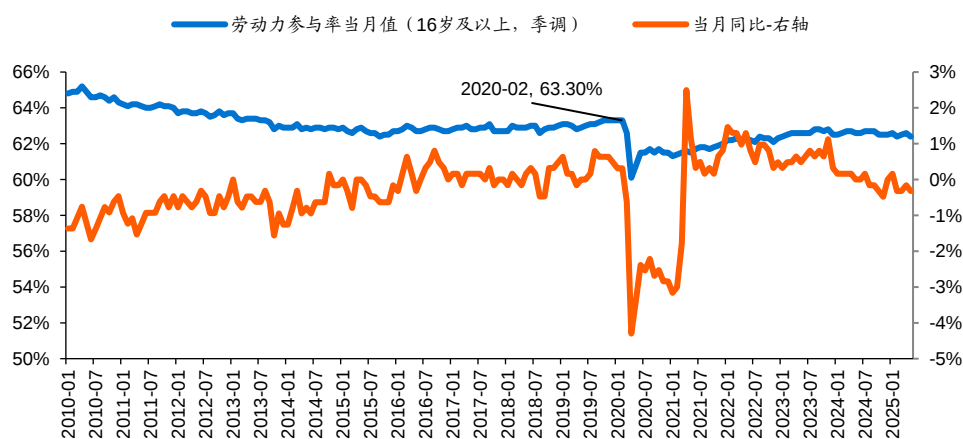
资料来源：BLS，美联储，联储证券研究院

图4 美国劳动力供需再平衡，就业缺口基本弥合（千人）



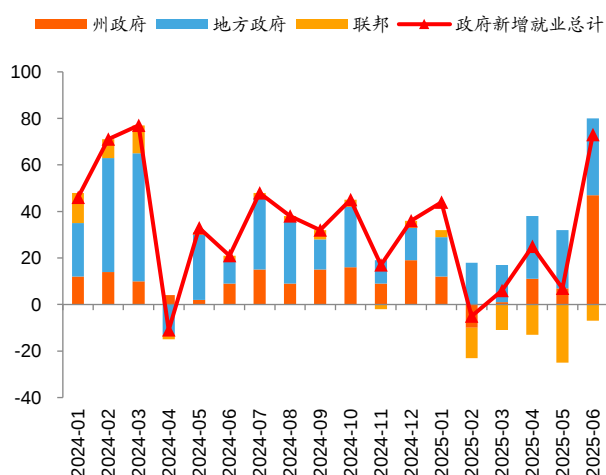
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图5 美国劳动力参与率及同比增速（%）



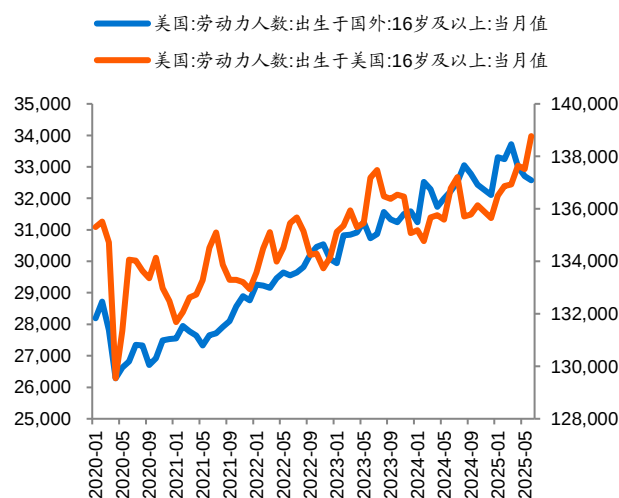
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图6 美国政府部门新增就业结构（千人）



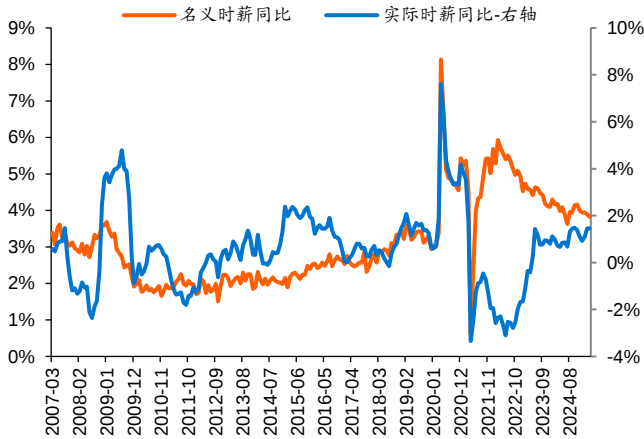
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图7 美国移民与本国劳动力人数（千人）



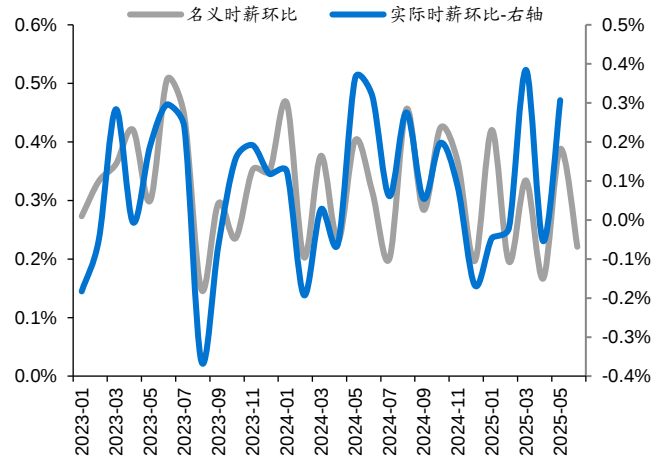
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图8 美国非农名义平均时薪及实际时薪同比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图9 美国非农名义平均时薪及实际时薪环比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

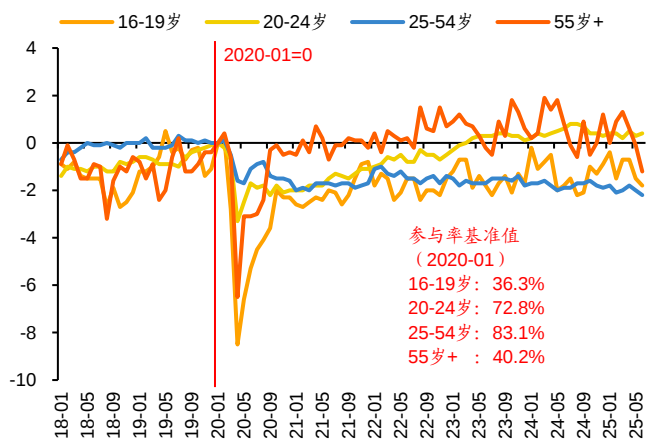
图10 最近 12 个月美国各行业平均时薪环比增速 (%)

部门	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06
平均时薪环比	0.20%	0.46%	0.28%	0.42%	0.37%	0.20%	0.42%	0.20%	0.33%	0.17%	0.39%	0.22%
商品生产	0.28%	0.31%	0.39%	0.28%	0.28%	0.28%	0.47%	0.27%	0.60%	-0.03%	0.35%	0.11%
采矿和伐木业	0.24%	0.29%	0.23%	0.29%	0.32%	0.20%	0.55%	0.43%	0.83%	-0.23%	0.40%	-0.11%
建筑业	0.42%	0.29%	0.57%	0.23%	0.26%	0.41%	0.33%	0.13%	0.23%	0.28%	0.31%	0.38%
制造业	-0.20%	0.20%	0.40%	0.20%	0.18%	-0.27%	0.65%	-0.07%	0.05%	-0.22%	0.37%	0.12%
服务	0.20%	0.46%	0.29%	0.43%	0.40%	0.17%	0.39%	0.20%	0.28%	0.20%	0.42%	0.22%
贸易、运输和能源	0.29%	0.35%	0.43%	0.23%	0.46%	0.23%	0.34%	0.11%	-0.11%	0.26%	0.51%	-0.14%
零售	0.14%	0.57%	0.59%	0.47%	0.61%	0.39%	0.21%	0.28%	0.32%	0.18%	0.50%	0.45%
批发	0.23%	0.36%	0.27%	0.32%	0.27%	0.31%	0.58%	0.18%	0.58%	0.00%	0.13%	0.22%
信息	0.34%	0.70%	0.26%	2.14%	-0.16%	-0.70%	0.71%	0.12%	-0.06%	0.74%	0.71%	0.92%
金融活动	0.60%	0.38%	0.19%	0.44%	0.16%	0.25%	0.56%	0.00%	-0.58%	0.22%	0.40%	0.52%
专业和商业服务	0.24%	0.53%	0.02%	0.50%	0.13%	0.43%	0.45%	0.32%	0.62%	0.28%	0.53%	0.06%
教育和健康服务	0.10%	0.40%	0.17%	0.40%	0.43%	-0.16%	0.40%	0.20%	0.59%	0.20%	0.26%	0.10%
娱乐	0.08%	0.37%	0.20%	0.57%	0.81%	-0.28%	0.44%	0.28%	0.80%	0.16%	0.16%	0.08%
其他服务	0.13%	0.21%	-0.03%	0.21%	0.40%	-0.16%	0.16%	0.42%	0.58%	0.39%	0.44%	0.16%

资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

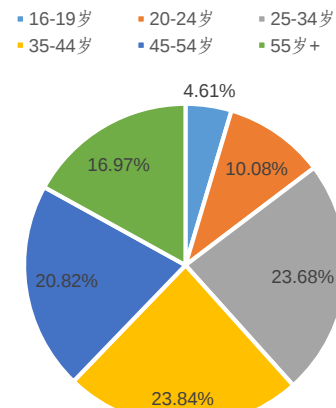
*颜色以当月非农平均时薪为基准 (白色)

图11 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)



资料来源：FRED，联储证券研究院

图12 美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)



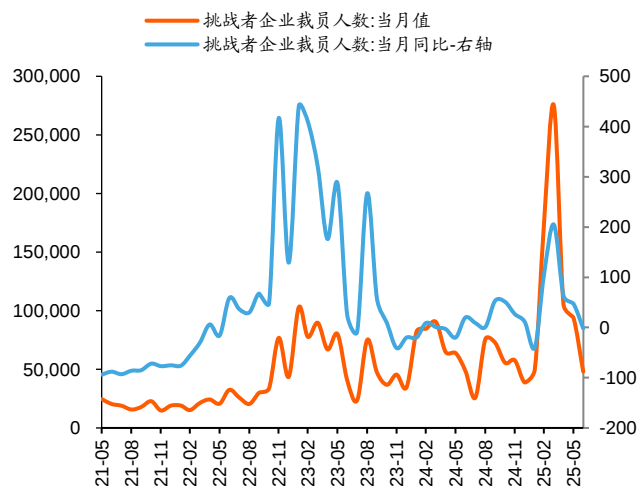
资料来源：BLS，联储证券研究院

图13 美国企业职位空缺率及同比增速 (%)



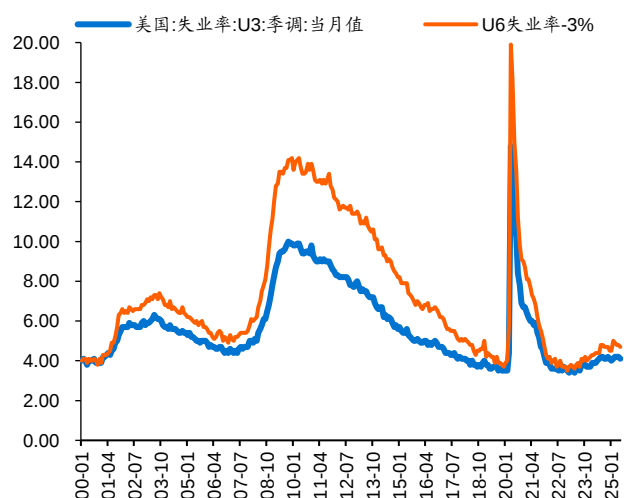
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图15 美国挑战者企业裁员人数 (人, %)



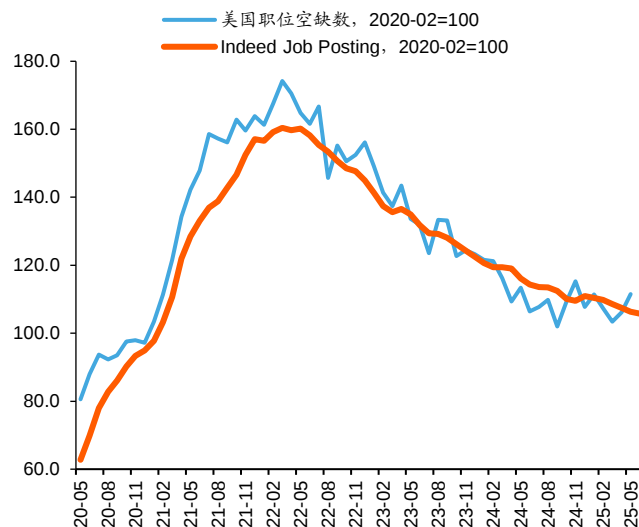
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图17 美国广义失业率及基准失业率 (%)



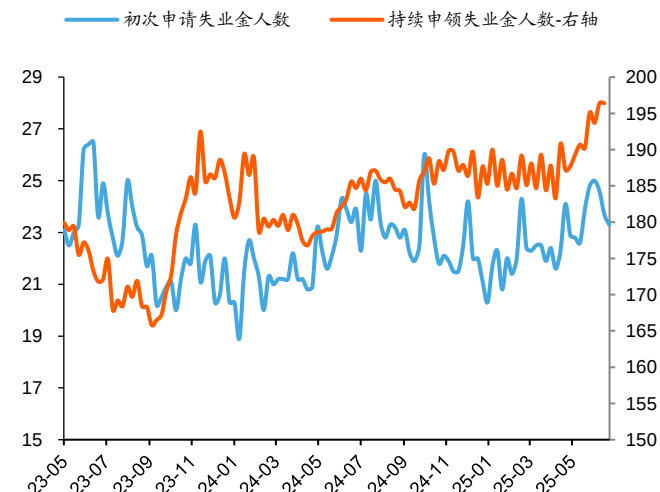
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图14 Indeed 领先指标与职位空缺数



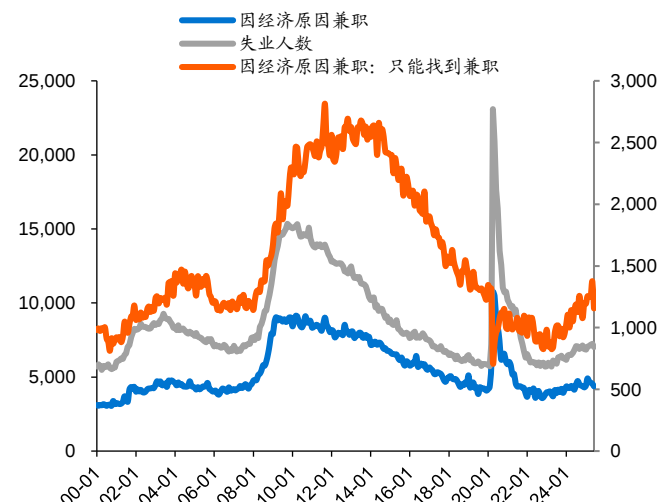
资料来源：FRED，联储证券研究院

图16 美国初次与持续申领失业金人数 (万人)



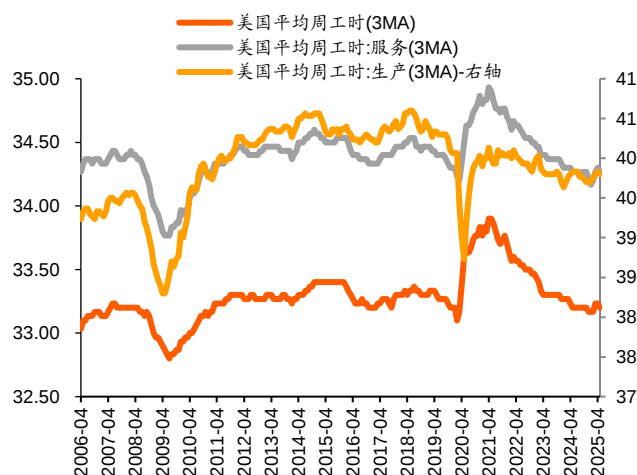
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图18 美国因经济原因兼职人数 (人)



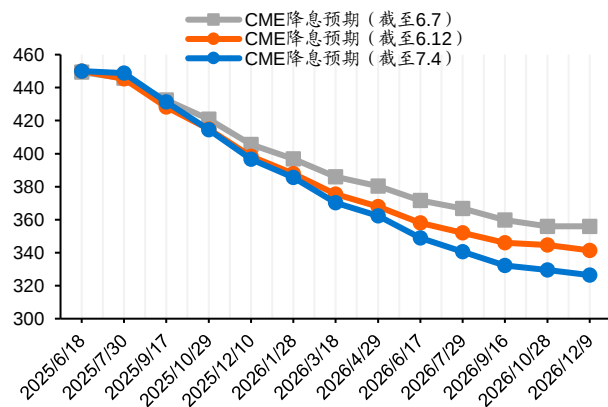
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图19 美国服务业平均周工时（小时）



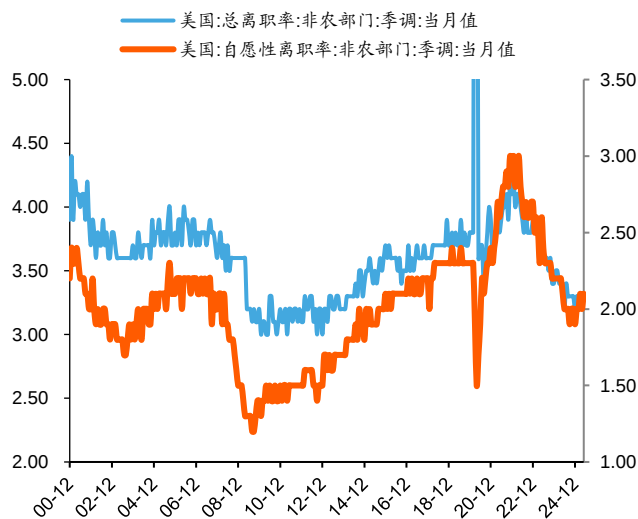
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图21 6月就业超预期，市场降息预期推后（bps）



资料来源：CME，联储证券研究院

图20 美国就业市场离职率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图22 CME 数据显示非农公布后市场押注 9 月降息

	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%	67.9%	28.9%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	46.1%	42.0%	9.7%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	35.0%	43.1%	17.9%	2.5%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	16.4%	38.6%	31.9%	11.1%	1.4%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	9.8%	29.2%	34.7%	19.8%	5.4%	0.6%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.1%	3.4%	16.0%	31.0%	29.9%	15.2%	3.9%	0.4%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.9%	10.3%	24.2%	30.4%	21.9%	9.0%	2.0%	0.2%
2026/7/29	0.0%	0.7%	4.6%	14.8%	26.2%	27.7%	17.7%	6.7%	1.4%	0.1%
2026/9/16	0.2%	2.1%	8.2%	18.8%	26.7%	24.2%	13.9%	4.9%	0.9%	0.1%
2026/10/28	0.4%	2.7%	9.4%	19.7%	26.4%	23.1%	12.9%	4.4%	0.9%	0.1%
2026/12/9	0.7%	3.6%	10.7%	20.5%	26.0%	21.8%	11.8%	4.0%	0.8%	0.1%

资料来源：CME，联储证券研究院

2. 风险提示

美国经济下行超预期，美国财政货币政策超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000