

6 月超预期非农令市场降息预期延后至 9 月

2025 年 07 月 06 日

■ **核心观点:** 本周美越贸易协议与对华芯片设计软件出口限制解除提振市场情绪，美股上涨；而经济数据的走强令美债利率随降息预期降温而大幅上行，10 年期美债利率全周升 6.89bps 至 4.346%。本周美国“软数据”PMI 调查超预期，ISM 服务业 PMI 重回荣枯线之上。而周五公布的“硬数据”美国 6 月非农就业再度超预期，失业率也有所回落，市场对此解读偏乐观，7 月降息预期被彻底打消。此外本周特朗普《大美丽法案》(OBBB) 正式签署落地，债务上限进一步提高 5 万亿美元至 41 万亿美元。由于《大美丽法案》带来的赤字增加预期已被市场关注许久，因此 OBBB 的落地或意味着“买预期、卖现实”的交易进入后半程。短期看，30 年美债利率或 10s30s 期限利差的上行或因此告一段落。

■ **大类资产:** 美越贸易协议与对华芯片设计软件出口限制解除提振市场情绪，美股上涨；经济数据走强令美债利率随降息预期降温而大幅上行。本周特朗普宣布美方已与越南达成贸易协议，叠加对华芯片设计软件出口限制措施解除，美股大涨，标普 500 指数再创历史新高；而本周美国“软数据”PMI 调查和“硬数据”非农就业均超预期，市场降息预期进一步回落，美债利率大幅上行。整体来看，全周（6 月 30 日至 7 月 4 日）10 年期美债利率升 6.89bps 至 4.346%，2 年期美债利率升 13.20bps 至 3.880%，美元指数降 0.23% 至 97.18；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.72%、1.62%；现货黄金价格收涨 1.92% 至 3337 美元/盎司。

■ **海外经济:** 美国“软数据”超预期，ISM 服务业 PMI 重回荣枯线之上。美国 6 月 ISM 制造业 PMI 录得 49，预期 48.8，前值 48.5。其中新订单指数 46.4，前值 47.6；支付价格指数 69.7，预期 69，前值 69.4；就业指数 45，预期 47，前值 46.8；ISM 服务业 PMI 升至 50.8，预期 50.6，前值 49.9；新订单指数升至 51.3，前值 46.4；支付价格指数 67.5，前值 68.7；就业指数 47.2，前值 50.7。**货币政策方面**，在本周欧洲央行年度论坛上，多位主要央行领导人发表了利率观点。美联储主席鲍威尔表示稳定的经济活动让美联储有时间研究关税上调对物价和经济增长的影响，然后再恢复降息；欧洲央行行长拉加德指出欧元区 6 月通胀已达 2% 目标，但任务尚未完成，并警告地缘政治和全球分裂带来双向风险。拉加德同时表示降息周期接近尾声，但不会预设利率路径承诺，未来货币政策将依赖相关经济数据；日本央行行长植田和男则表示正在密切关注基础通胀的强度、美国关税政策的潜在影响，以及预计将逐步回落的食品通胀。**增长方面**，截至 7 月 3 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.6%；截至 7 月 4 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+1.56%。

■ **6 月非农:** 新增就业超预期，但数据结构呈现出“强弱互现”的特征。美国 6 月新增非农就业 14.7 万，预期 10.6 万，前值由 13.9 万上修至 14.4 万，前两月累计修正幅度由-9.5 万转为 1.6 万。6 月美国失业率 4.12%，预期 4.3%，前值 4.24%。劳动参与率 62.28%，预期 62.4%，前值 62.37%。6 月时薪环比+0.22%，预期+0.3%，前值+0.39%；同比+3.71%，预期+3.8%，前值+3.81%。**从结构来看**，14.7 万新增就业有 7.3 万来自政府部门。虽然联邦政府就业延续缩编，本月减少 0.7 万，但州政府、地方政府分别贡献 4.7、3.3 万就业。私人部门方面，教育医保(+5.1 万)与休闲餐旅(+2 万)继续作为非农就业稳定的主要贡献者。如果剔除政府、教育医保、休闲餐旅，其余行业对本次非农基本没有净正贡献。**整体来看**，本次非农数据呈现出“强弱互现”的特征。一方面，非农强在：①新增非农超预期，前值上修；②累计 2 个月修正幅度改善明显，暂时打破“初值强，后下修”的质疑声音；③失业率超预期走低，终结年迄今的连续上行；④失业结构健康，永久失业等指标呈现减少。另一方面，非农弱在：①大小非农再次劈叉，最新 6 月的 ADP 新增私营就业录得-3.3 万，为 2023 年 3 月以来最差。尽管 ADP 现为独立数据，但持续的劈叉与非农近期持续的下修让市场不得不质疑，大非农是否最终会因下修向小非农收敛；②非农就业一半来自地方政府贡献，私营部门贡献则

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 韦祎

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

《基于 43 个国家的比较：我国服务消费比重是否偏低？》

2025-07-04

《内需延续结构分化，外需保持总量平稳》

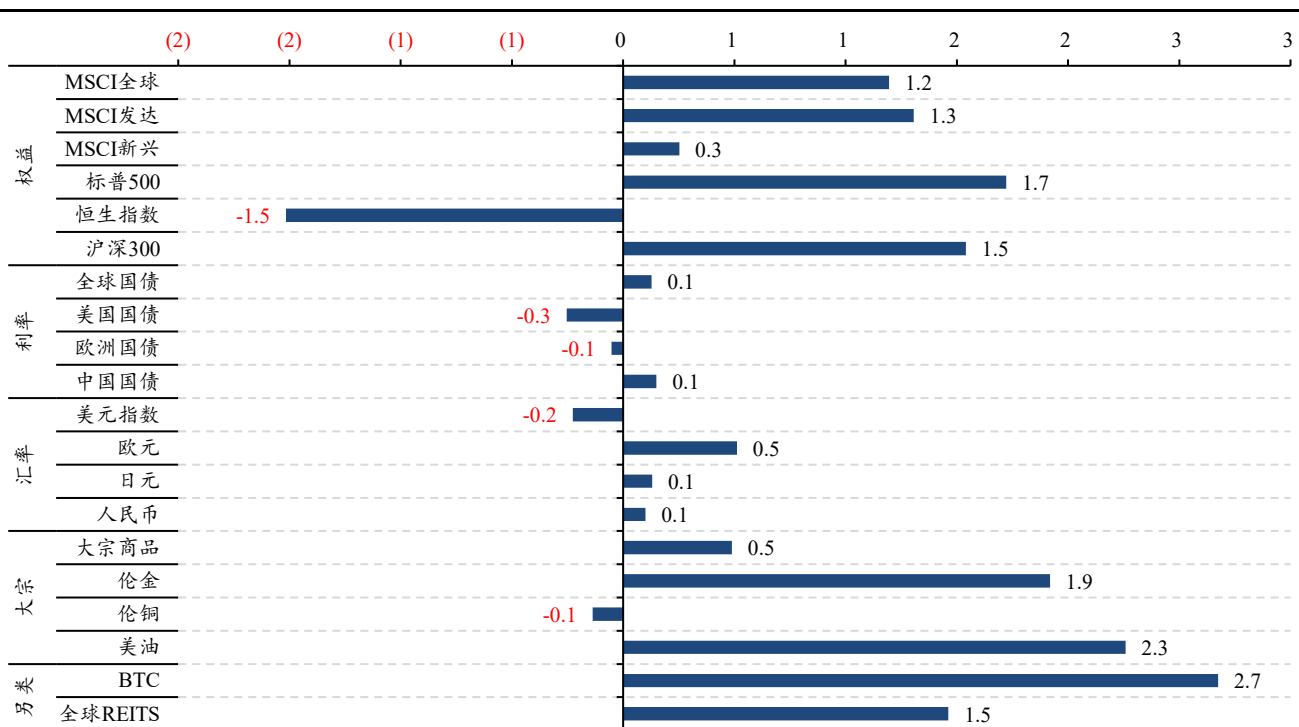
2025-06-30

继续来自医保与休闲餐旅，结构仍然不健康；③劳动参与率、就业率、时薪增速表现偏弱。市场对6月非农的解读则整体乐观，超预期数据令市场降息预期大幅回调，7月降息可能被彻底打消。截至最新市场预期美联储9月降息73.2%，全年降息2.16次/54.1bps。

- **海外政治：特朗普《大美丽法案》正式落地，债务上限得到进一步提升。**本周美国众议院以218-214票的微弱优势表决通过了参议院版本的《大美丽法案》(The One Big Beautiful Bill, OBBB)。随后特朗普于7月4日美国“独立日”正式签署该法案，OBBB正式落地生效。根据CRFB测算，OBBB将在未来10年（与2025.1的基准情形相比，不考虑TCJA延长等）带来额外3.4万亿的基础赤字与4.1万亿美元总赤字。如果政客们故技重施，继续延长部分未来应到期的政策，则将给未来10年额外增加5.5万亿总赤字。但由于这部分预期已在5月初该法案在众议院通过时开始被市场关注，因此当下OBBB的落地更可能意味着“买预期、卖现实”的交易进入后半程。短期看，30年美债利率或10s30s期限利差的上行或告一段落。另外，由于OBBB的落地，美国政府债务上限得以提升5万亿至41万亿美元。这也意味着美国财政部可以在TGA耗尽前重启正常的国债发行活动，不会重演2021、2023年的债务上限危机。根据BPC此前预估，X-date可能最早在8月15日到来。这也一定程度缓解了市场流动性与美债供给压力。当然，后续贝森特更可能采用发行Tbills等短债的方式来缓慢补充TGA，长端美债面临的压力因此相对可控。

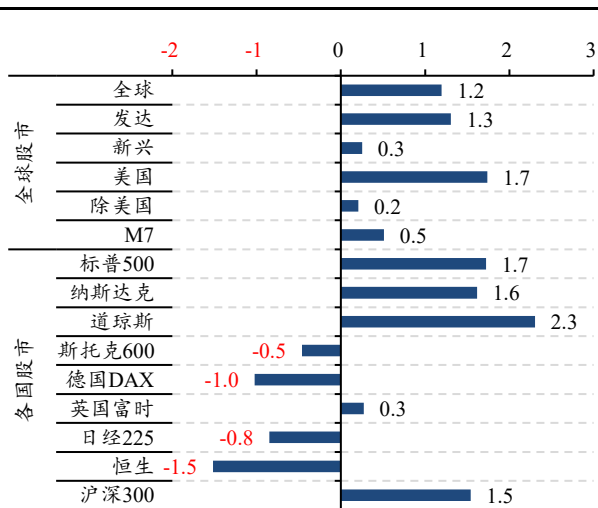
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1: 过去一周全球大类资产回报率



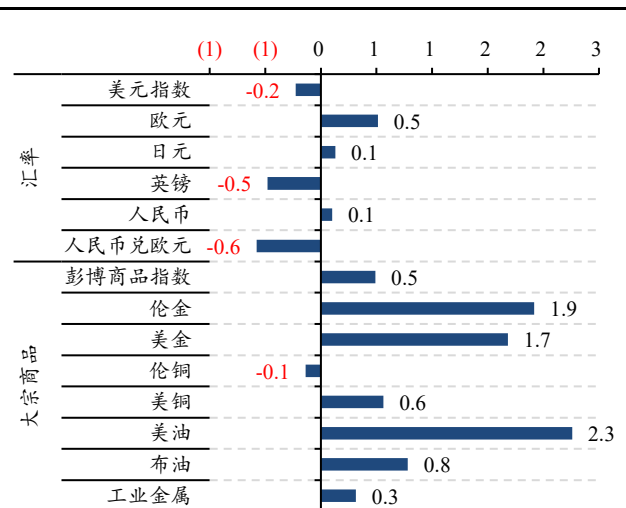
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%, 利率为彭博美债指数, 汇率为对美元升值幅度

图2: 过去一周全球股市回报率



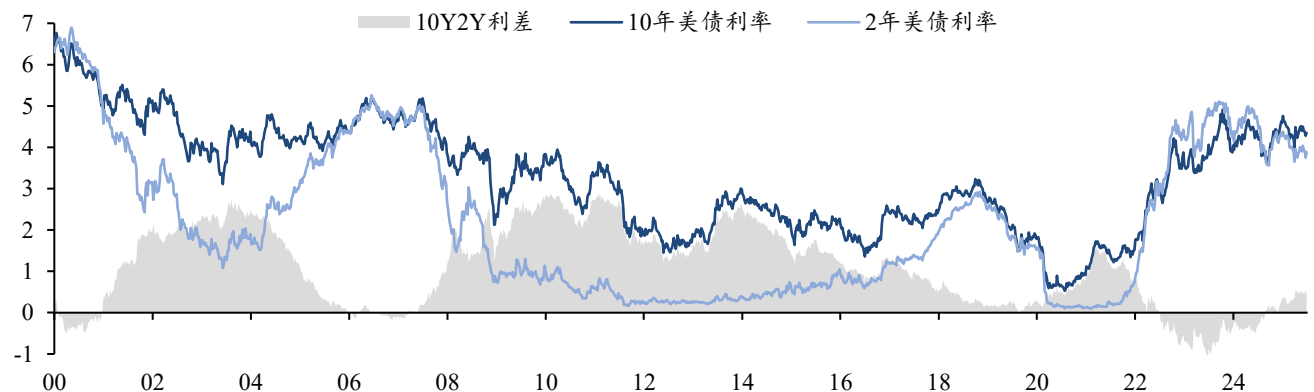
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图3: 过去一周汇率与大宗商品回报率



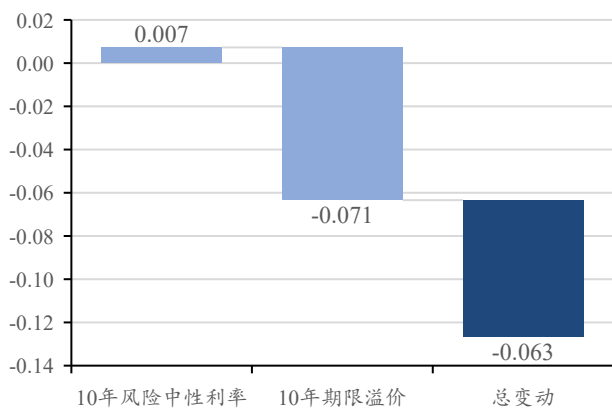
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图4：10年、2年美债利率与利差



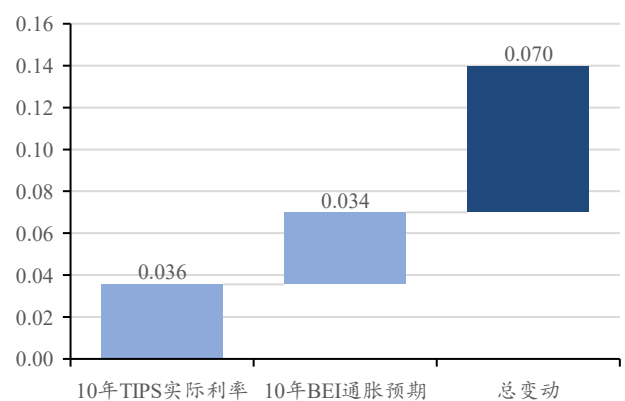
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为年份后两位，下同；纵轴单位%

图5：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（风险中性利率与期限溢价视角）



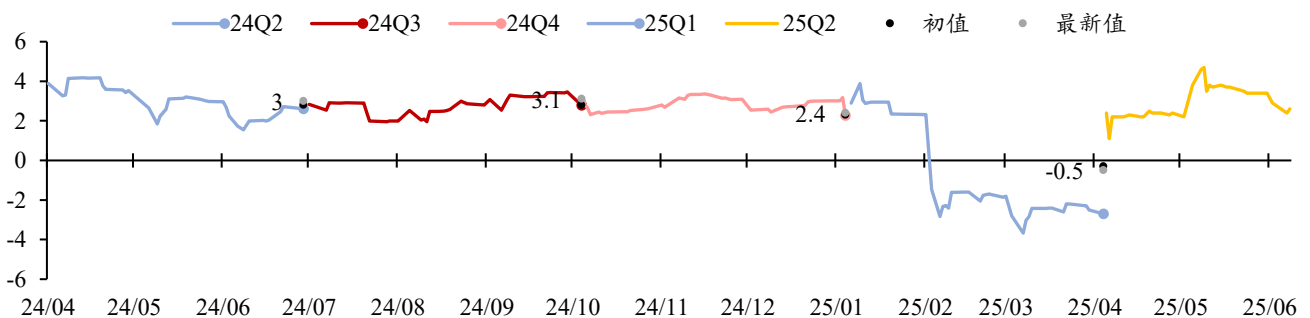
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图6：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（实际利率与通胀预期视角）



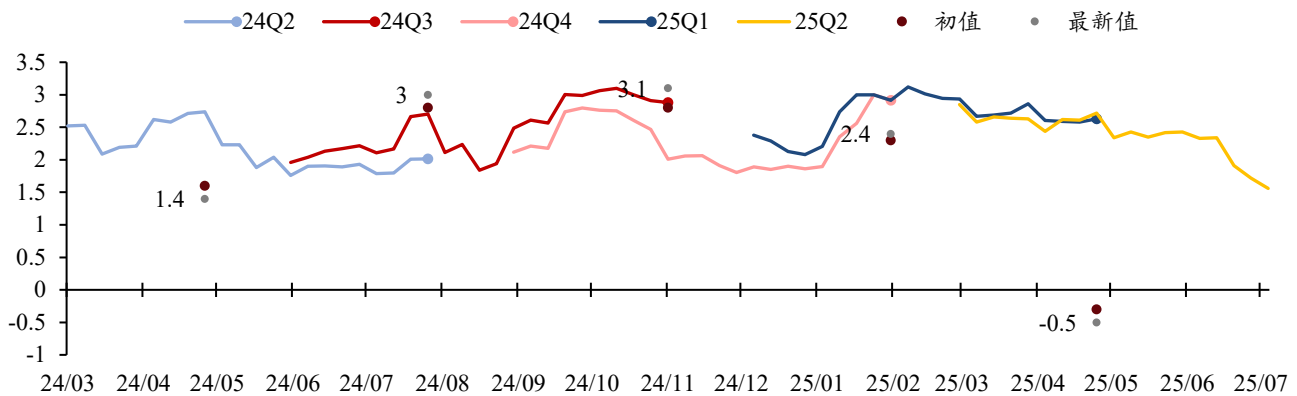
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7：亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



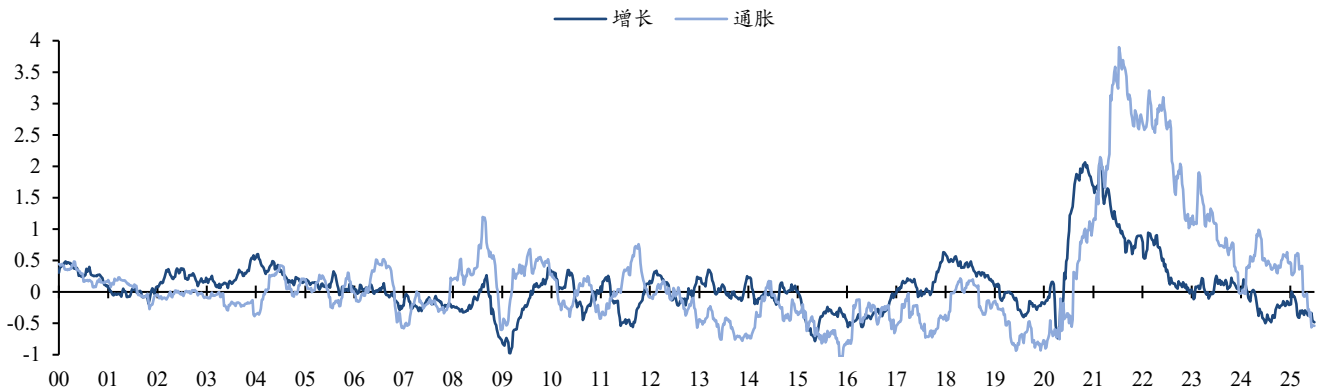
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图8: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图9: 美国经济意外指数增长与通胀分项



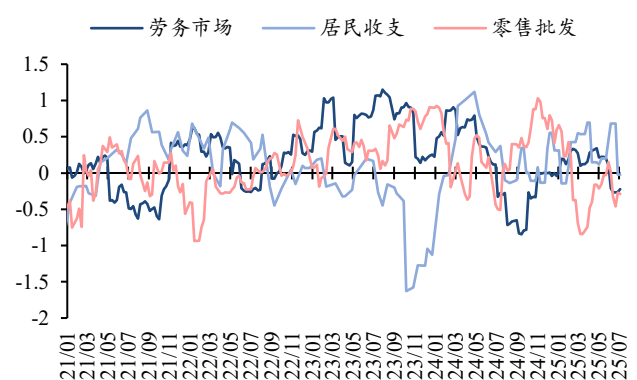
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图10: 美国经济意外指数企业部门分项



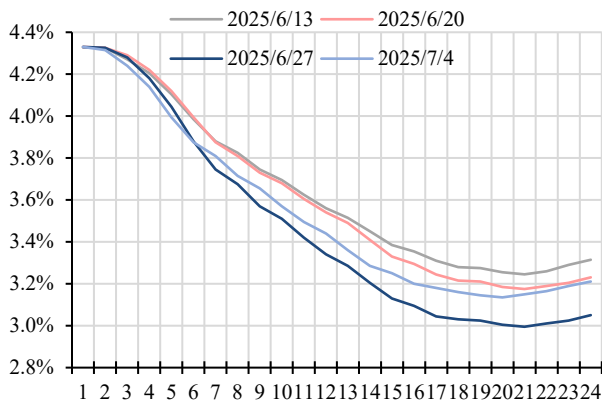
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数家庭部门分项



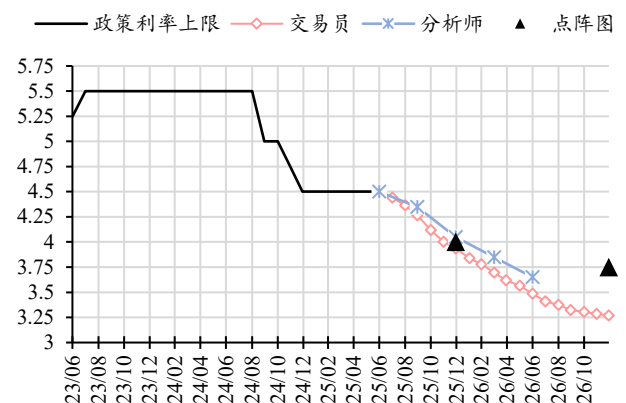
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12: 联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 各方对美国政策利率路径预测



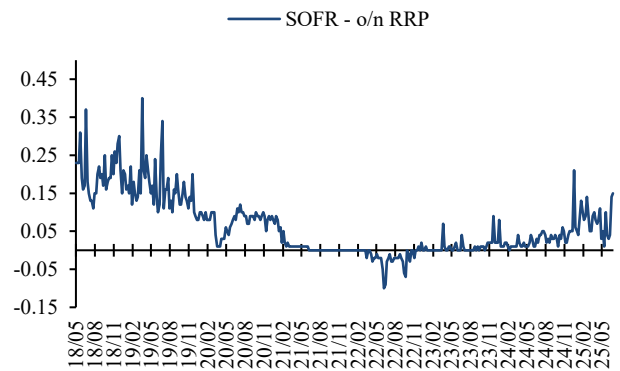
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



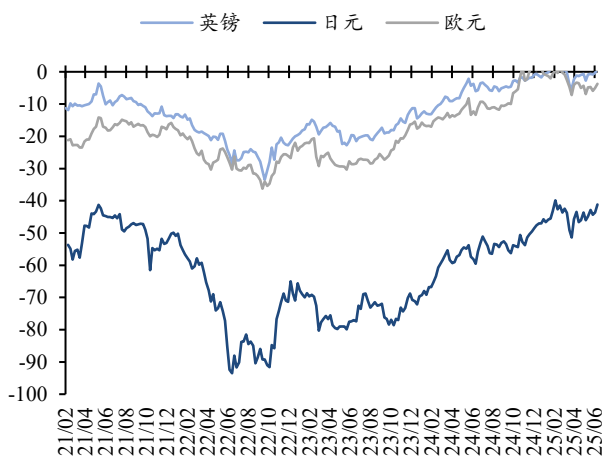
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



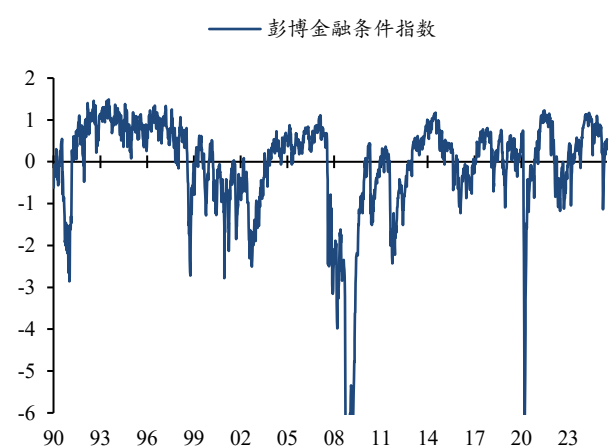
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图16: 主要货币互换掉期点差



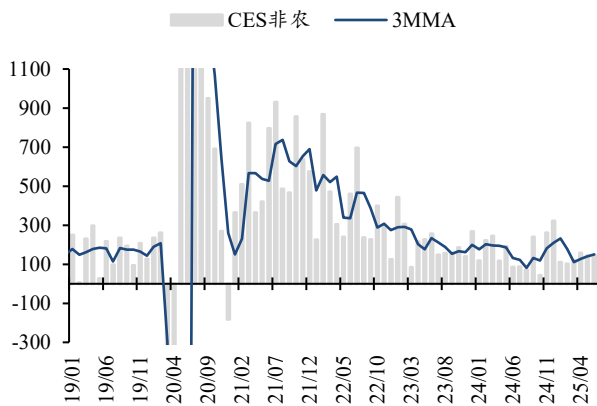
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



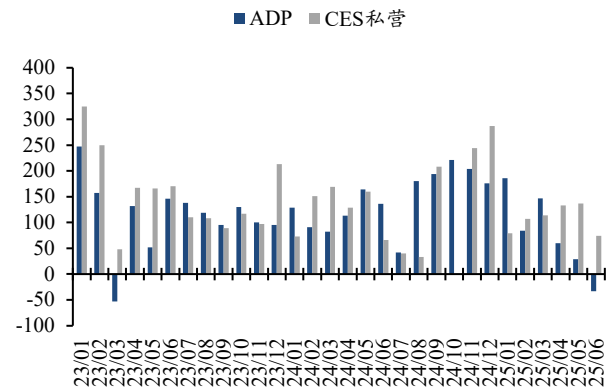
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 美国当月新增就业人数



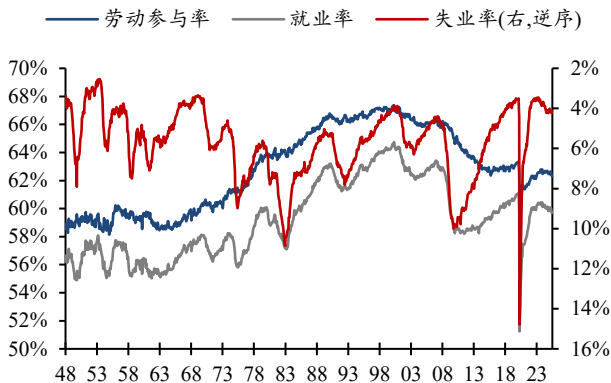
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位为千人

图19: 美国当月新增私营就业人数



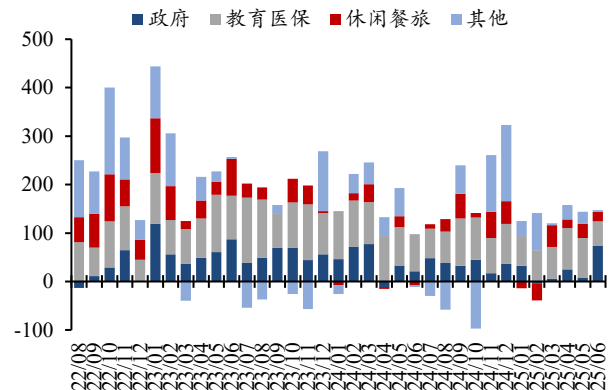
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位为千人

图20: 美国劳动参与率、就业率、失业率



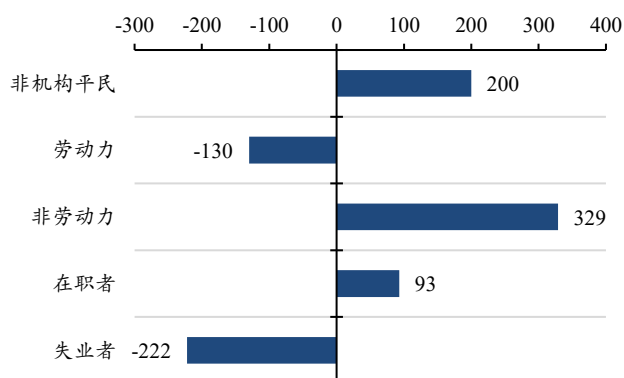
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图21: 美国各行业新增非农就业人数



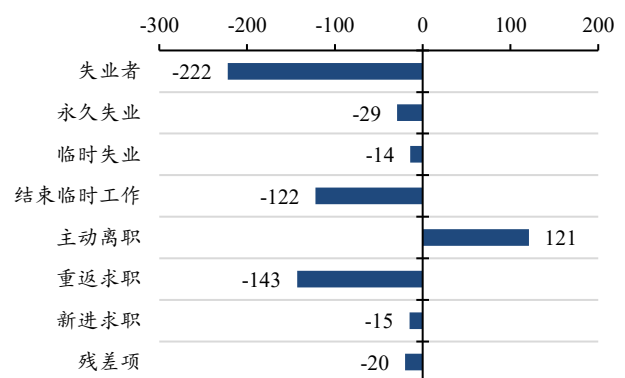
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位为千人

图22: 美国劳务市场单月流量变化



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位为千人

图23: 美国劳务市场失业者单月流量变化



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位为千人, 因季调原因分项加总存在残差

图24：美国季调时薪环比增速

	占比	季调时薪 环比增速	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05
	100.0%	所有雇员	0.22	0.39	0.17	0.33	0.20	0.42	0.20	0.37	0.42	0.28	0.46	0.20	0.32	0.40
	15.9%	商品	0.11	0.35	-0.03	0.60	0.27	0.47	0.28	0.28	0.28	0.39	0.31	0.28	0.48	0.34
	0.5%	采矿伐木	0.12	0.37	-0.22	0.05	-0.07	0.65	-0.27	0.18	0.20	0.40	0.20	-0.20	0.33	-0.18
	6.1%	建筑	0.38	0.31	0.28	0.23	0.13	0.33	0.41	0.26	0.23	0.57	0.29	0.42	0.26	0.08
	9.4%	制造业	-0.11	0.40	-0.23	0.83	0.43	0.55	0.20	0.32	0.29	0.23	0.29	0.24	0.59	0.54
	5.8%	耐用品	-0.27	0.40	-0.43	1.14	0.35	0.74	0.08	0.36	0.39	0.19	0.19	0.28	0.84	0.59
	0.7%	机动车&部件	-0.70	-0.47	-2.30	2.41	0.70	1.50	-0.56	0.91	0.89	0.00	-0.66	-1.30	5.75	0.60
	3.6%	非耐用品	0.16	0.44	0.10	0.26	0.58	0.26	0.42	0.23	0.16	0.26	0.59	0.13	0.16	0.43
	84.1%	服务	0.22	0.42	0.20	0.28	0.20	0.39	0.17	0.40	0.43	0.29	0.46	0.20	0.29	0.40
	21.4%	商贸运输	0.10	0.26	0.20	0.59	0.20	0.40	-0.16	0.43	0.40	0.17	0.40	0.10	0.03	0.34
	4.5%	批发贸易	0.16	0.44	0.39	0.58	0.42	0.16	-0.16	0.40	0.21	-0.03	0.21	0.13	0.05	0.13
	11.5%	零售贸易	0.08	0.16	0.16	0.80	0.28	0.44	-0.28	0.81	0.57	0.20	0.37	0.08	-0.04	0.49
	5.0%	运输仓储	0.03	0.06	0.35	0.29	0.16	0.26	0.06	0.23	0.29	0.26	0.33	0.07	0.20	0.23
	2.2%	信息技术	0.92	0.71	0.74	-0.06	0.12	0.71	-0.70	-0.16	2.14	0.26	0.70	0.34	0.59	0.24
	6.8%	金融活动	0.06	0.53	0.28	0.62	0.32	0.45	0.43	0.13	0.50	0.02	0.53	0.24	0.09	0.53
	16.6%	专业商业服务	0.45	0.50	0.18	0.32	0.28	0.21	0.39	0.61	0.47	0.59	0.57	0.14	0.45	0.41
	20.1%	教育医保	-0.14	0.51	0.26	-0.11	0.11	0.34	0.23	0.46	0.23	0.43	0.35	0.29	0.35	0.41
	12.5%	休闲餐饮	0.22	0.13	0.00	0.58	0.18	0.58	0.31	0.27	0.32	0.27	0.36	0.23	0.32	0.32
	4.4%	其他服务	0.52	0.40	0.22	-0.58	0.00	0.56	0.25	0.16	0.44	0.19	0.38	0.60	0.19	0.54

	占比	季调时薪 环比增速	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05
	100.0%	生产&非管理岗	0.29	0.32	0.26	0.19	0.36	0.42	0.29	0.30	0.36	0.36	0.33	0.33	0.33	0.40
	15.9%	商品	0.15	0.28	0.09	0.66	0.22	0.60	0.41	0.19	0.25	0.64	0.22	0.48	0.36	0.32
	0.5%	采矿伐木	0.43	0.40	0.21	0.46	1.01	-0.35	0.82	0.55	-0.16	0.44	-0.36	0.39	-0.30	0.14
	6.1%	建筑	0.32	0.32	0.43	0.38	0.27	0.36	0.47	-0.03	0.25	0.75	0.56	0.42	0.28	0.17
	9.4%	制造业	0.00	0.31	-0.35	0.84	0.21	0.88	0.39	0.53	0.21	0.43	-0.04	0.58	0.40	0.44
	5.8%	耐用品	0.00	0.36	-0.65	1.13	0.27	1.04	0.27	0.57	0.20	0.31	-0.14	0.75	0.45	0.45
	0.7%	机动车&部件	-1.41	0.52	-1.22	1.86	0.78	1.08	-0.22	1.77	0.29	0.94	-2.04	1.98	1.12	0.50
	3.6%	非耐用品	-0.04	0.27	0.27	0.31	0.11	0.54	0.66	0.43	0.35	0.63	0.04	0.39	0.32	0.56
	84.1%	服务	0.29	0.36	0.29	0.10	0.36	0.39	0.26	0.33	0.40	0.30	0.37	0.30	0.34	0.37
	21.4%	商贸运输	0.26	0.19	0.04	0.34	0.23	0.53	0.00	0.50	0.31	-0.08	0.27	0.04	0.23	0.12
	4.5%	批发贸易	0.28	0.34	0.47	0.03	0.35	0.32	-0.41	0.83	0.48	-0.13	0.16	0.10	0.00	0.06
	11.5%	零售贸易	0.14	0.14	-0.28	0.56	0.28	0.47	0.14	0.62	0.14	-0.05	0.29	-0.05	0.14	0.34
	5.0%	运输仓储	0.27	-0.03	0.20	0.44	0.10	0.54	0.17	0.20	0.07	0.03	0.27	0.14	0.55	0.00
	2.2%	信息技术	0.40	0.42	-0.84	0.92	0.64	1.06	-0.26	-0.07	2.45	0.02	0.05	0.02	0.20	0.17
	6.8%	金融活动	0.24	0.65	0.33	0.57	0.47	0.33	0.64	-0.11	0.17	0.44	0.50	0.22	0.25	0.39
	16.6%	专业商业服务	0.43	0.46	0.35	0.33	0.41	0.05	0.25	0.25	0.67	0.67	0.53	0.48	0.37	0.60
	20.1%	教育医保	0.12	0.34	0.31	-0.03	0.31	0.50	0.44	0.31	0.22	0.38	0.41	0.25	0.48	0.61
	12.5%	休闲餐饮	0.40	0.25	0.10	0.25	0.30	0.40	0.40	0.66	0.10	0.05	0.26	0.20	0.41	0.26
	4.4%	其他服务	0.42	0.46	0.35	-0.70	0.53	0.25	0.28	0.32	0.50	0.61	0.36	0.58	0.33	0.26

数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

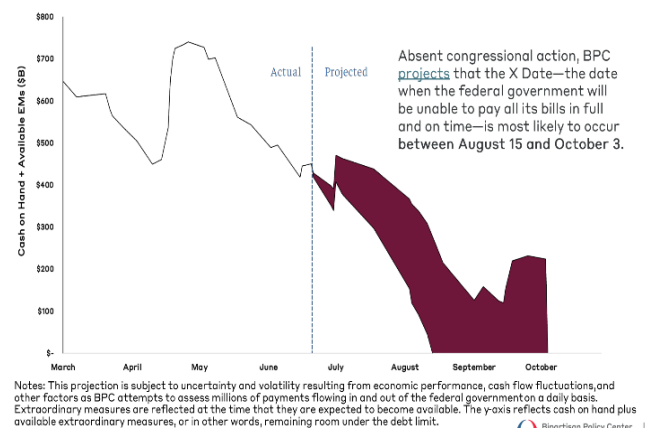
图25：大美丽法案对赤字的影响测算

Fiscal Impact of Senate OBBBA		
Title	Deficit Increase (-) / Decrease (FY 2025-2034)	
	As Written	If Permanent
Finance	-\$3,550 billion	-\$4,415 billion
Armed Services	-\$150 billion	-\$431 billion
Homeland Security	-\$129 billion	-\$214 billion
Judiciary	-\$9 billion	-\$76 billion
Banking	\$2 billion	\$2 billion
Environment & Public Works	\$3 billion	\$3 billion
Energy & Natural Resources	\$27 billion	\$27 billion
Commerce, Science, & Transportation	\$44 billion	\$42 billion
Agriculture	\$120 billion	\$120 billion
HELP	\$278 billion	\$278 billion
Interactions	-\$3 billion	-\$3 billion
Subtotal, Primary Deficit Impact	-\$3.4 trillion	-\$4.7 trillion
Interest	-\$0.7 trillion	-\$0.8 trillion
Total Debt Impact	-\$4.1 trillion	-\$5.5 trillion

数据来源：CRFB、东吴证券研究所

图26：美国财政部 TGA 账户耗尽日 X-Date 估算

When is the X Date?



数据来源：BPC、东吴证券研究所

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>