



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

解开非农韧性背后的三个谜团

基本内容

美国 6 月非农新增就业 14.7 万人（预期 11 万），失业率 4.12%（预期 4.3%），均好于市场预期。除了强劲政府就业与疲软的私人就业外，此次非农仍有三个谜团尚待解答：反常识的地方与州政府教育业，繁荣与萧条并存的教育与保健业，以及“躺平”的美国失业者。

首先，新增政府就业 7.3 万人中的 6.4 万人，都来自于地方和州政府教育相关就业，其占整体新增非农的 27%，是正常非农月份中的最高水平。最有可能的原因是 3 月 28 日暂停的中小学紧急救济（ARP-ESSER）条款被分阶段再次重启（约 25 亿美元），先行获得资格的州担忧教育部再次限制从而带来的“抢教育支出”与“抢招聘”。

其次，稳定增长的教育与医疗保健业，其繁荣与萧条共存。

最后，美国的失业年轻人开始躺平。失业率的下降并非完全来自于家庭调查新增就业的大幅上升，部分也来自于参与率的继续下降。

总的来说，非农与其他劳动力调查（小非农与周度失业金等）的背离不容忽视，但数据之间并不矛盾。

我们不刻意期待未来非农的下修，但外强中干的非农新增就业，ADP 小非农新增就业的趋势性下行，以及持续申领失业金人数的增长；这些不同的数据纵向对比，亦都指向一个更加疲软的私人部门就业。

逆风越来越大，而屹立不倒的美国劳动力市场就像是一个支撑越来越少的帐篷：宏观视角下美国劳动力韧性凸显的背后，是微观个体的脆弱与无奈。

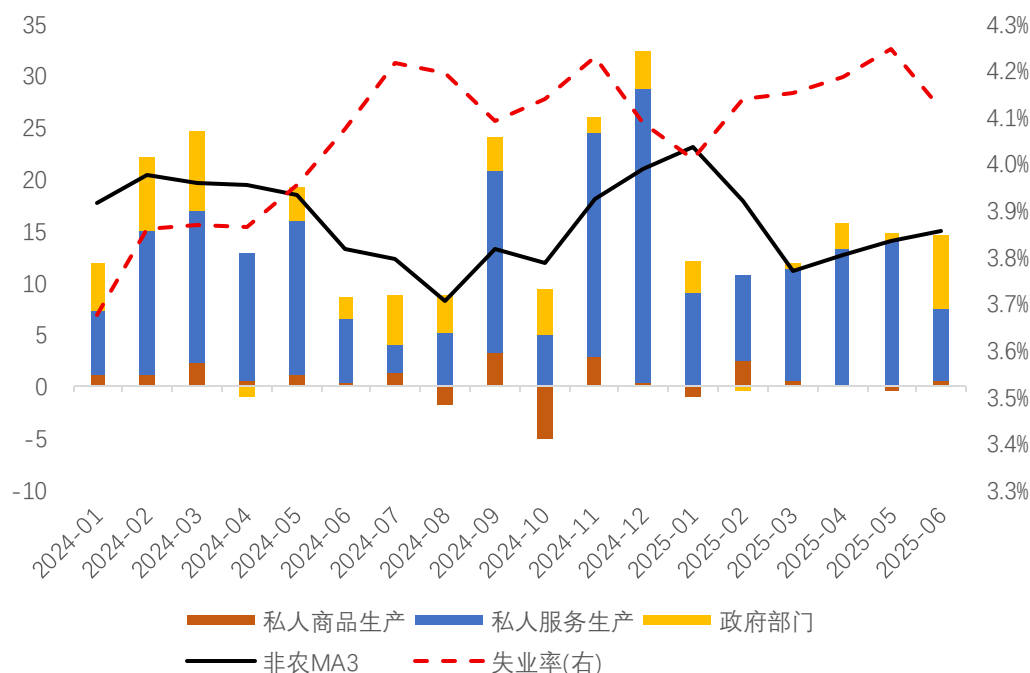
风险提示

1) 中东局势不确定性加剧显著推升油价水平，从而带来更明显的美国通胀。2) 特朗普的内政政策面临更大阻力，财政刺激加码，联储超预期宽松。3) 美国金融市场波动加剧，非美资金外流加速，美元加速下跌，引发美国深度衰退。



美国 6 月非农新增就业 14.7 万人（预期 11 万），失业率 4.12%（预期 4.3%），均好于市场预期。除了强劲政府就业与疲软的私人就业外，此次非农仍有三个谜团尚待解答：反常识的地方与州政府教育业，繁荣与萧条并存的教育与保健业，以及“躺平”的美国失业者。

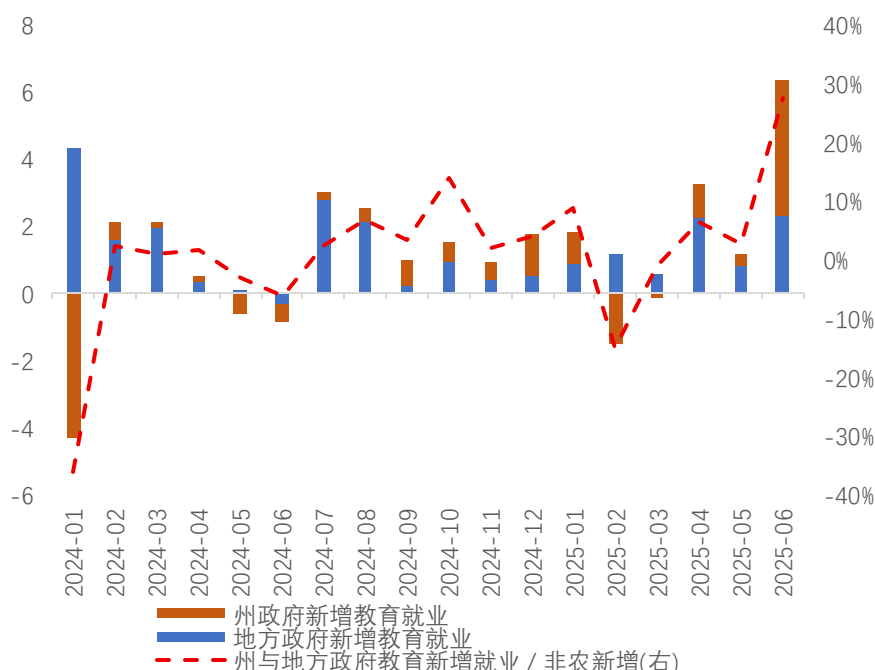
图表 1：美国 6 月新增非农就业主要受到政府部门的支撑



来源：Wind，国金证券研究所

首先，新增政府就业 7.3 万人中的 6.4 万人，都来自于地方和州政府教育相关就业，其占整体新增非农的 27%，是正常非农月份中的最高水平。尤其是教育行业在 6 月暑期开始时出现了超趋势性增长，这是一个不寻常的现象。

图表 2：州与地方政府教育就业占新增非农比重处于历史 96%分位数水平



来源：Wind，国金证券研究所

最有可能的原因是 3 月 28 日暂停的中小学紧急救济（ARP-ESSER）条款被分阶段再次重启（约 25 亿美元），先行获得资格的州担忧教育部再次限制从而带来的“抢教育支出”与“抢招聘”；此次暂停主要基于教育部长麦克马洪的主观

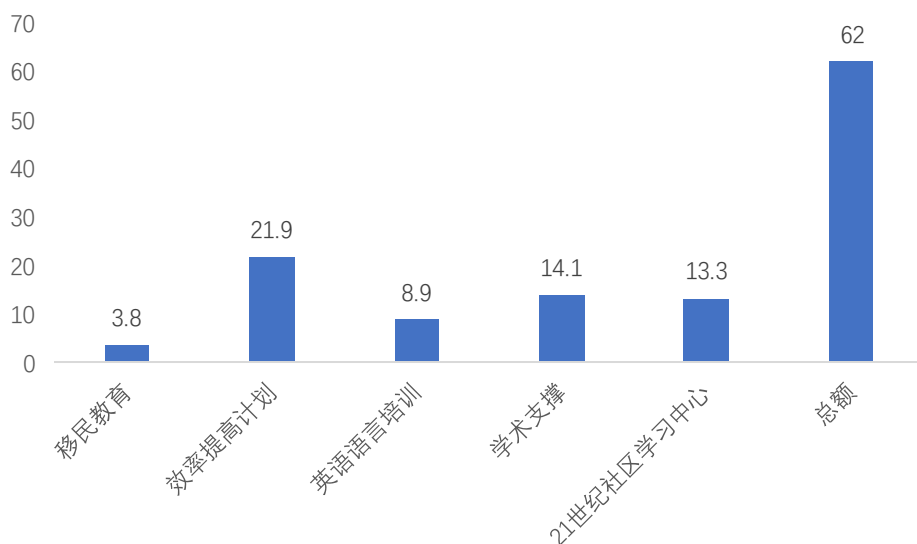


决断，亦存在迎合彼时火热的 DOGE 减支对各项政府支出的抨击。

该法案此前允许各州最晚至 2026 年 3 月申报并执行相关支出，在今年 3 月被教育部叫停，随后 5 月 7 日的一项初步禁令裁决使得 16 个蓝州以及哥伦比亚特区可以继续申报相关支出，但未加入诉讼的其他州仍不被允许。在 6 月底，教育部以“公平性”的理由，将其余州的报销资格同步恢复（不影响 6 月非农，但可能影响后续节奏）。

值得注意的是，地方公立学校面临着“顾此失彼”的局面：新财年（7 月 1 日为教育部的传统拨款日）近 62 亿美元的地方 K-12 教育项目的财政拨款被教育部叫停。对于全美教育系统，相关的预算缺失占 K-12 总预算比重为 14.4%，哥伦比亚特区的 K-12 预算缺失达到 20.9%。

图表 3：近 62 亿的地方 K-12 教育预算资金尚未拨付



来源：LearningPolicy Institute，国金证券研究所

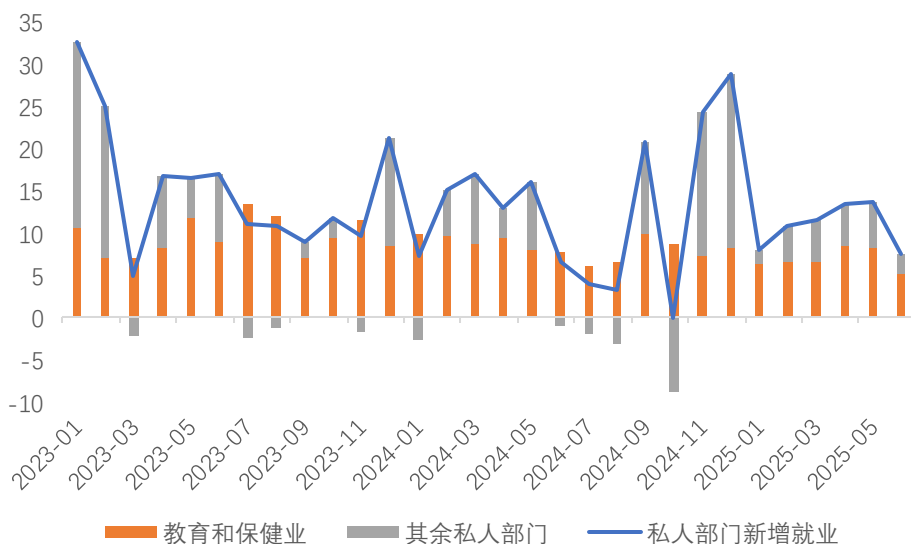
如果结合到一起来看，ARP-ESSER 剩余的资金量（约 25 亿美元）明显小于地方尚未获得的 K-12 教育预算（约 62 亿美元），这意味着我们看到的地方教育就业高增，缺乏现实预算的持续支撑。尤其是关注到被扣的预算很多是特朗普最为抵制的意识形态类支出（移民、语言培训、价值观等），未来更缓慢的拨款节奏可能会对非农产生拖累而非拉动。

这是我们对于这次非农第一个异常项的理解，不仅仅是地方和州政府教育相关就业的高增不可持续，反而在经费不足预算受限的情况下，本应看到更多裁员的发生。

其次，稳定增长的教育与医疗保健业，其繁荣与萧条共存。

教育与医疗保健业的是非农私人就业中的唯一亮点，也是 2020 年以来美国非农中最稳定的分项，没有之一。

图表 4：教育和医疗业新增就业一如既往的稳定

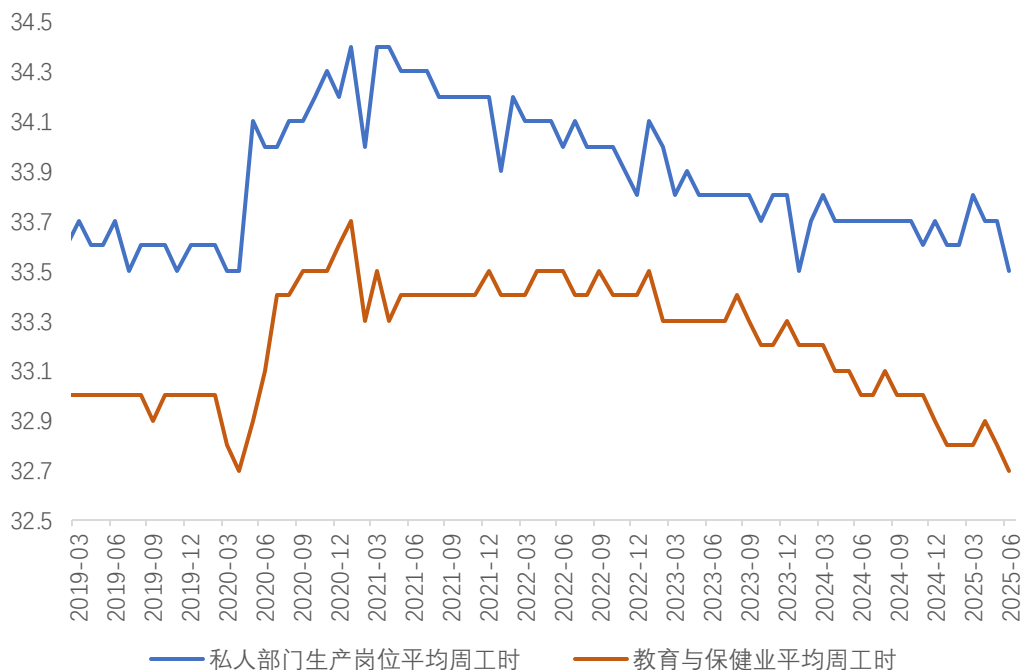




来源：Wind，国金证券研究所

但令人安心的背后，也有令人担忧的地方，即工作时长的持续下降，甚至接近了 2020 年一季度全球公共卫生事件冲击后的最低水平。受其影响，全美生产工人的周工作时长也持续下降到了最低点，这往往是劳动力市场的走弱前兆。

图表 5：教育和医疗业以及私人部门整体的工作时长持续下降

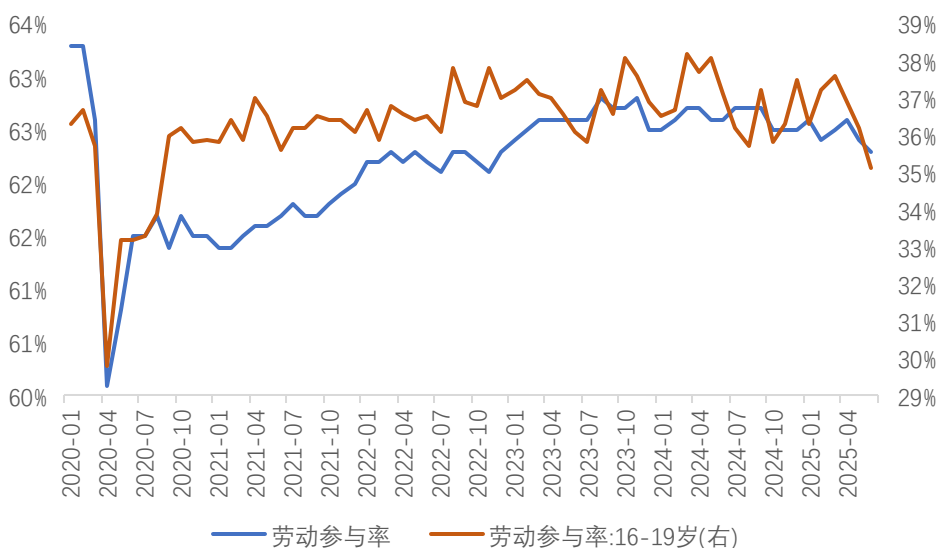


来源：Wind，国金证券研究所

最后，美国的失业年轻人开始躺平。

失业率的下降并非完全来自于家庭调查新增就业的大幅上升，部分也来自于参与率的继续下降：62.3%的参与率为 2023 年 1 月以来最低水平。从年龄段来看，16-19 岁的劳动力参与率下降到了 2020 年以来最低水平，美国的失业年轻人开始“躺平”。

图表 6：劳动参与率持续下行，尤其是更多年轻人选择退出劳动力队伍

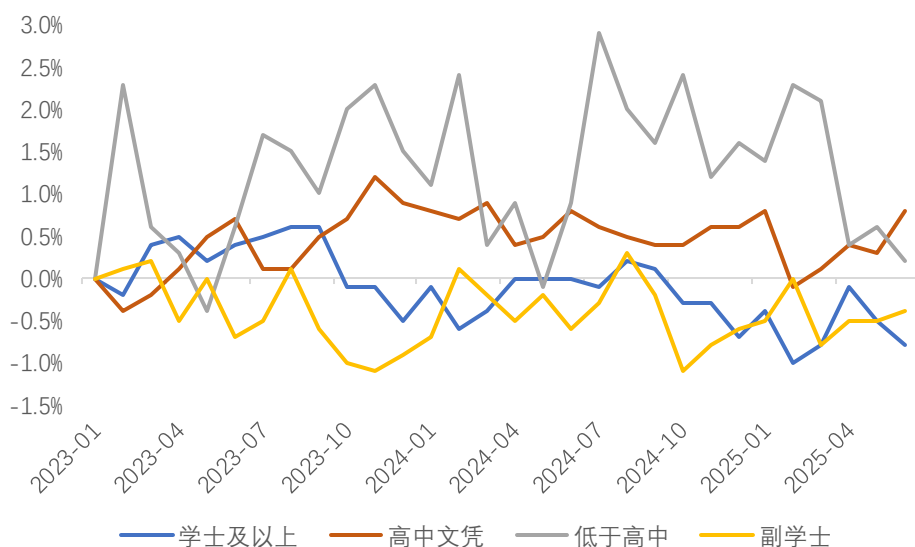


来源：Wind，国金证券研究所

不能简单地把劳动参与率的下降归咎于非法移民的缺位。首先季调后的海外出生劳动力水平仅下降 3 万人左右，其次低技能劳动力的参与率相对稳健，而高技能劳动力的参与率则相对疲软，即学历水平最高的群体劳动参与率下降最快。而相对可以匹配这些高技能劳动力的职位缺口往往与非法移民关联度较低。



图表 7：相较于 2023 年 1 月，高技能劳动力的参与率下行最为明显



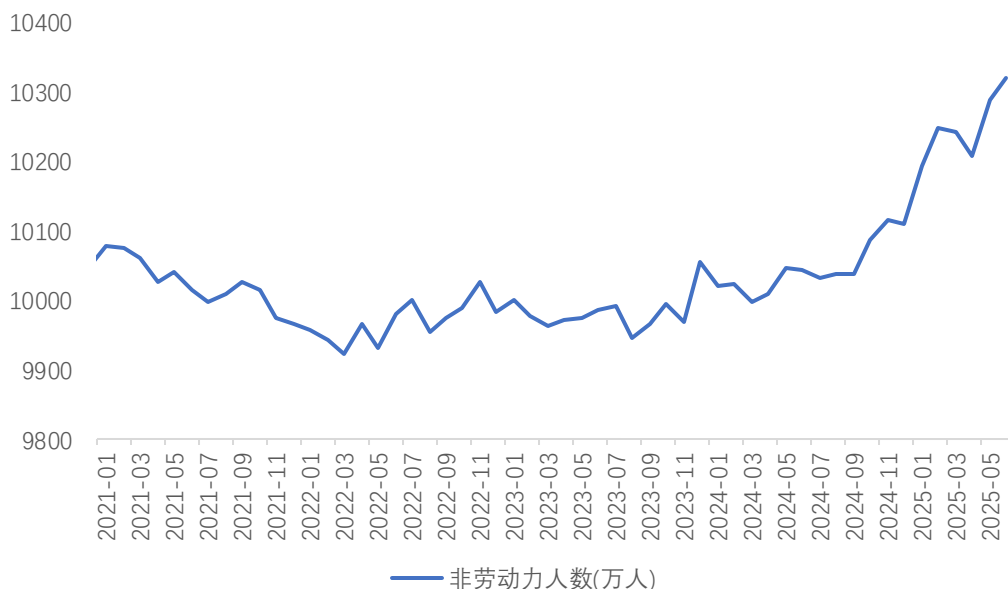
来源：Wind，国金证券研究所

总的来说，非农与其他劳动力调查（小非农与周度失业金等）的背离不容忽视，但数据之间并不矛盾。

小非农和非农同样都是硬数据，但样本、范围和调查时间点的不同进一步限制了其可比程度。我们不刻意期待未来非农的下修，但外强中干的非农新增就业，ADP 小非农新增就业的趋势性下行，以及持续申领失业金人数的增长；这些不同的数据纵向对比，亦都指向一个更加疲软的私人部门就业。

对于联储来说，这份报告依然相对棘手，尤其是更多的年轻人和高技能劳动力离开了放弃寻找工作。逆风越来越大，而屹立不倒的美国劳动力市场就像是一个支撑越来越少的帐篷：宏观视角下美国劳动力韧性凸显的背后，是微观个体的脆弱与无奈。

图表 8：以离开劳动力的方式抑制的失业率上行并不理想



来源：Wind，国金证券研究所



风险提示

- 1) 中东局势不确定性加剧将显著推升油价水平，从而带来更明显的美国通胀，阻碍联储降息。
- 2) 特朗普的内政政策面临更大阻力，财政刺激加码，联储超预期宽松，带来滞胀。
- 3) 美国金融市场波动加剧，非美资金外流加速，美元加速下跌，引发美国深度衰退，联储更快降息。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究