

强非农并非 7 月降息的阻碍

——6 月美国非农就业数据点评 20250704

报告日期：2025-07-04

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：洪子彦

执业证书号：S0010525060002

电话：15851599909

邮箱：hongziyan@hazq.com

主要观点：

● 数据观察：薪资回落表明通胀压力减弱，而就业市场的结构性失衡仍在加剧

6 月非农新增回升强于预期，薪资及失业率均回落。6 月非农就业新增 14.7 万人，预期值 11 万人，前值修正后 14.4 万人，美国劳动力市场 6 月开始回暖，增长强于预期。失业率为 4.1%，较上月下降 0.1pct（前值 4.2%），或为劳动力参与率下降（从 62.4% 降至 62.3%）导致，为自 2022 年底以来的最低水平。平均时薪同比增长 3.7%，预期值 3.9%，前值 3.8%；环比 0.2%，较前月下降 0.2pct。

6 月新增就业分行业看，政府部门边际新增显著，私营部门新增数回落，两类本月新增几乎持平。私营部门仍以服务业为主，但建筑业（+15 万）等其他行业亦有显著增长，商品生产开始恢复，但服务需求回落。零售业新增就业+2.4 万（前值-6.5 万），回暖水平不强。本月非农新增主要受政府部门的带动，多数行业复苏仍偏弱，核心服务业显示受损特征。

失业金申领人数看，6 月初请失业金人数开始从高位回落，但持续申请失业金人数仍在继续上升，达到近四年最高水平附近。职位空缺数看，5 月非农职位空缺数扩大，其中，私营部门空缺数扩大较多，而政府部门空缺数不高。或暗示 6 月就业新增亦有政府部门释放岗位的因素影响，而私营部门信心并未修复，仍呈谨慎态度。裁员数据看，根据第三方机构调查报告，6 月企业裁员人数达 47999 人，较去年同期（48786 人）小幅回落。

● 深度分析：非农总数已不是降息意愿的主推力，故不排除美联储降息可能

6 月强劲的非农数据下仍潜藏风险。标普全球显示美国服务业 PMI 复苏不及预期（公布值 52.9%，预期值 53.1%），6 月非农数据强劲主要受到州政府和地方政府就业增幅的影响，掩盖了私营部门的就业问题，企业“囤工”仍在继续，而自愿离职者失业率降低，均表明就业形势依然严峻。而失业率的下降或也是大规模驱逐移民，此部分群体不再参与统计导致。

虽然前序报告《萨姆信号下的美联储降息规律》中提及的萨姆信号值本月有所降低，距离触发美联储的必定降息更远。但该规律测量的是美联储降息延迟的最下限，是在过去一年高通胀导致美联储降息节奏被迫推迟、明显不及历史的特殊背景下，才得到准确验证。故失业率及萨姆信号值的回落不一定意味着降息可能性的下降。

从目前美联储降息逻辑来看，“经济基本面确认降息需求→通胀数据确认降息可行性→实施降息”的链条已经进行到第二阶段。第一阶段已经于前几个月验证完毕，并形成了美联储实质的降息意愿。鲍威尔表示关税推升的通胀阻碍了原有的降息计划。而降息通路已在第二阶段被迫停滞造成延迟，后续的关注点

在于能否尽快打破通胀硬数据的制约，以继续完成此前的计划，而 6 月强劲的非农数据总数并不会导致链条进度的回退。从制约降息的通胀硬指标看，上月通胀数据表现为超出市场预期，标普全球 PMI 数据显示价格指数虽仍在高位，但已出现小幅回落，而本月非农薪资下降，或均指向 6 月通胀或具备缓解迹象。从关税冲击时点来看，当下已渡过关税对通胀的关键冲击期，而 9 月若关税战略转向，反而 9 月降息面临压制风险，或导致货币政策继续丧失对经济的调控机会。而 7-8 月关税进入和谈，相对处于更平静的阶段。故从此角度，7、8 月相比于 9 月或是更好的降息时点。

另外，核心服务业需求已经呈现疲弱迹象，6 月地产市场“高利率-就业降温-购买力削弱”的负反馈循环加速，空间或已逼近极限。经济的新兴拉动项——AI 板块则正处于竞争全球新市场的关键期，如货币政策能够在关键时点支撑前期扩张，则或能成为解决经济疲弱问题的新锚点。故市场对 7 月降息的放弃或为时过早，美联储仍在等待通胀数据能否保持前值，以完成此前被推迟的计划，而非停留在对经济强度的反复验证上。

具体来看：

① 美联储方面：鲍威尔态度或从关税冲击制约必须谨慎等待，转向冲击后观察通胀何时能够支持原本推迟的降息尽快落地。美联储主席鲍威尔称“若非特朗普政府加征关税导致通胀预期上升，美联储本可能已继续降息”，表露积极降息的意愿。针对降息的时点表示“目前无法断言 7 月降息是否为时过早。我们需观察夏季通胀数据是否因关税政策出现超预期波动，以及劳动力市场是否显现疲软迹象。”针对 7 月的降息可能性表示“我不会预先排除任何一次会议采取行动的可能性，7 月是否降息将完全取决于数据表现。”，美联储理事 Waller 和 Bowman 针对 7 月降息表示“若通胀保持受控，7 月降息或合适”，表明 7 月美联储降息意愿仍强，关键降息限制或降低为通胀持平上月即可。

另外，其它部门质疑或使美联储 7 月再次仔细考虑当前利率水平合理性。美国财政部部长贝森特指出“两年期收益率正在传递隔夜利率过高的信号，走势表明基准利率水平过高，FOMC 在利率决策上似乎存在判断偏差。”

② 市场方面：市场仍依循鲍威尔此前在关税冲击期表达的非农数据为降息政策提供观望空间的思路，ADP 就业数据的发布在短期显著推升降息预期，但非农数据公布后，交易员几乎不再认为 7 月会降息（公布前预测概率为 25%）。而市场几乎不再关注非农薪资数据，或是由于 4 月市场针对薪资放缓或降低通胀而提前交易降息预期，但关税冲击期内鲍威尔表态通胀仍要看关税的影响而非当下的薪资数据导致市场风向发生转变，市场对此形成了疤痕效应。

③ 市场-美联储全年看法仍一致：市场降息预期维持全年进行 2 次降息（共 50 个基点），且 7 月降息概率大幅减小。4 日 CME FedWatch 最新数据显示，市场预计 2025 年全年降息 2 次（9 月降息概率约为 64%，10 月降息概率约为 55.8%）。其中 7 月的降息概率降至 4.7%（非农数据公布前为 25.3%）。美联储 6 月会议显示中位数仍暗示 2 次降息（50 个基点），但分歧度增加，部分官员上调预计的降息幅度。

● 后市展望：若 6 月通胀数据继续合意，降息预期及概率都将重新向上

市场与美联储全年降息预期幅度一致，但短期或由于市场分析逻辑仍有滞后，过于依赖此前的降息推导，导致短期内市场和美联储对于降息的看法产生背离。市场认为几乎不会再降息，而美联储仍未放弃 7 月再次考虑降息的理性看法。降息预期“长期一致与短期分歧”的组合或能创造市场博弈机会。

7 月通胀数据如能维持转好趋势，或是布局良机。对于交易而言，非农薪资走低的背景不变，而美联储的降息态度却已出现差异，故此时博取降息的胜率相较 4 月仍高，市场对此定价尚不充分。

● 风险提示：

关税不确定性风险、美国通胀反弹风险。

正文目录

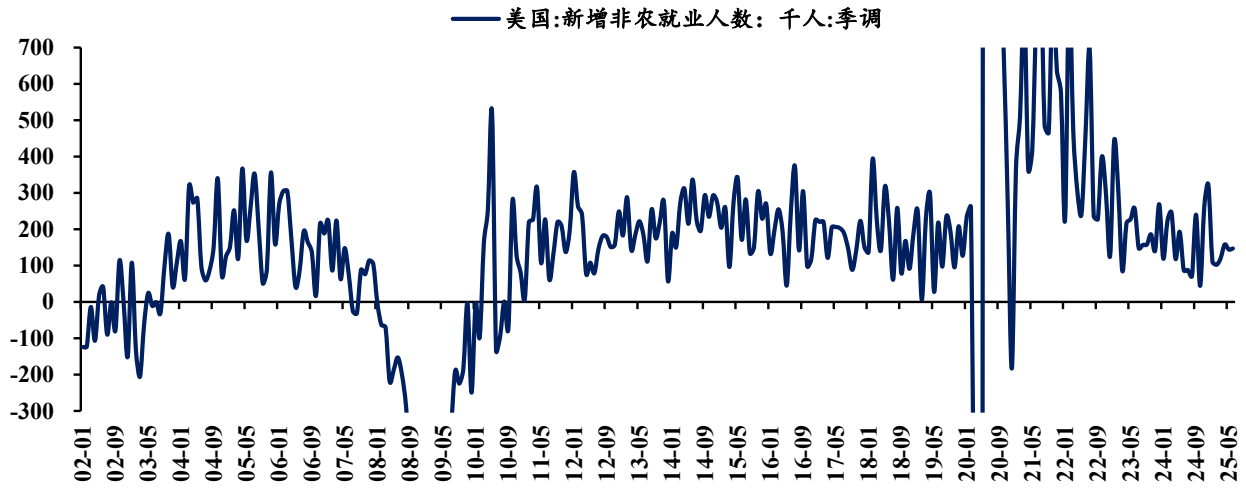
1	重要图表.....	6
2	风险提示.....	9

图表目录

图表 1：美国新增非农就业人数季调走势（单位：千人）	6
图表 2：失业率与劳动参与率（单位：%）	6
图表 3：平均时薪同比及环比趋势（单位：%）	6
图表 4：各行业新增非农就业人数（单位：千人）	7
图表 5：失业金初领数与持续领取人数：高频指标初请失业金人数开始从高位回落、但持续领取失业金人数仍继续上升，提示就业市场风险仍存（单位：人）	7
图表 6：兼职就业人员中经济原因与非经济原因的比例：经济原因兼职比例下降（%）	8
图表 7：职位空缺数：最新数据职位空缺数上升，私营企业招聘谨慎观望（千人）	8
图表 8：非农裁员人数与挑战者企业裁员人数：挑战者企业裁员人数 6 月下降（千人）	8
图表 9：失业率中各类型失业比例：U3 和 U2 失业率下降，但退职者失业率下降暗示就业市场仍不乐观（%）	8
图表 10：降息点阵图：中位数显示美联储官员预计 2025 年全年降息 50 个基点，目前联邦基金目标利率维持在 4.25%-4.5%之间	9

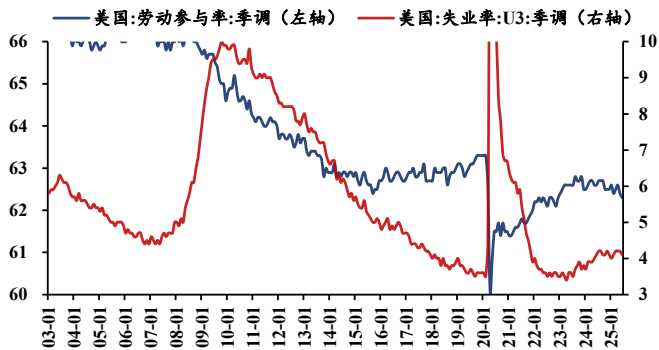
1 重要图表

图表 1：美国新增非农就业人数季调走势（单位：千人）



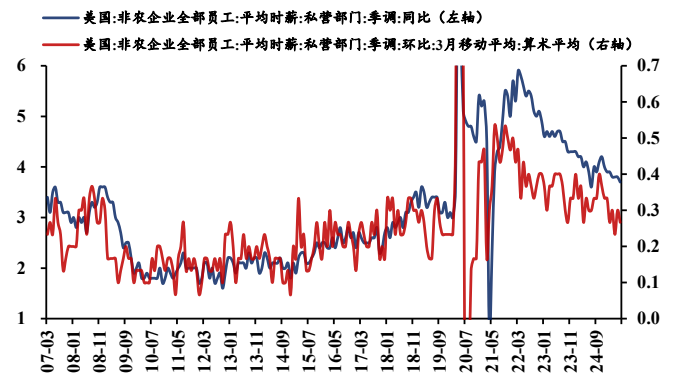
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2：失业率与劳动参与率（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3：平均时薪同比及环比趋势（单位：%）



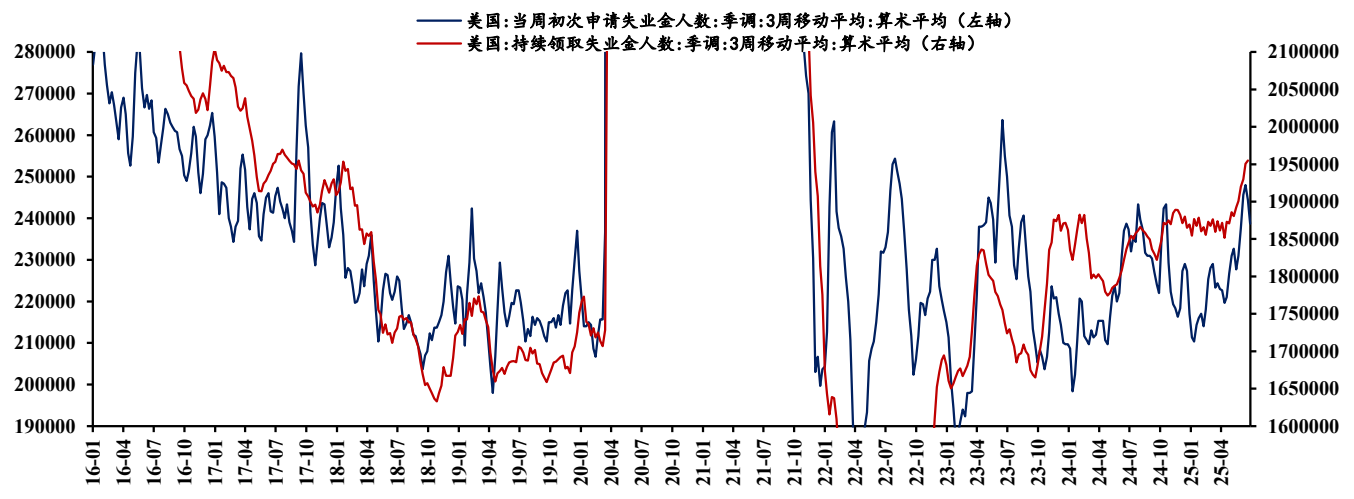
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4：各行业新增非农就业人数（单位：千人）

各行业新增非农就业人数(季调)	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12
私营部门	74.0	140.0	146.0	114.0	107.0	79.0	287.0
商品生产	6.0	-5.0	14.0	5.0	24.0	-11.0	4.0
采矿业	-2.0	-1.0	2.0	-1.0	4.0	-3.0	-1.0
建筑业	15.0	4.0	7.0	5.0	12.0	-3.0	15.0
制造业	-7.0	-8.0	5.0	1.0	8.0	-5.0	-10.0
耐用品	-5.0	-7.0	6.0	-2.0	6.0	-7.0	-15.0
非耐用品	-2.0	-1.0	-1.0	3.0	2.0	2.0	5.0
服务生产	68.0	145.0	132.0	109.0	83.0	90.0	283.0
批发业	-6.6	2.5	3.6	-4.8	7.1	-4.3	13.0
零售业	2.4	-6.5	-2.7	16.4	-3.8	35.7	34.4
运输仓储业	7.5	5.8	-8.1	-20.7	18.3	21.3	34.4
公用事业	0.6	2.2	-1.5	1.5	0.8	1.4	-0.8
信息业	3.0	2.0	0.0	-2.0	0.0	-4.0	17.0
金融活动	3.0	13.0	3.0	3.0	15.0	14.0	12.0
专业和商业服务	-7.0	-13.0	10.0	-11.0	15.0	-35.0	36.0
临时支持服务	-2.6	-20.2	3.1	-14.3	-2.2	-8.0	1.7
教育和保健服务	51.0	87.0	100.0	65.0	65.0	62.0	83.0
医疗保健和社会救助	58.6	78.3	85.1	67.2	57.4	62.1	75.5
休闲和酒店业	20.0	48.0	29.0	45.0	-34.0	-14.0	47.0
其他服务业	-5.0	9.0	-2.0	17.0	0.0	13.0	7.0
政府	73.0	-1.0	1.0	6.0	-5.0	32.0	36.0
联邦政府	-7.0	-22.0	-13.0	-11.0	-13.0	3.0	3.0
州政府	47.0	0.0	3.0	1.0	-10.0	12.0	19.0
地方政府	33.0	21.0	14.0	16.0	18.0	17.0	14.0

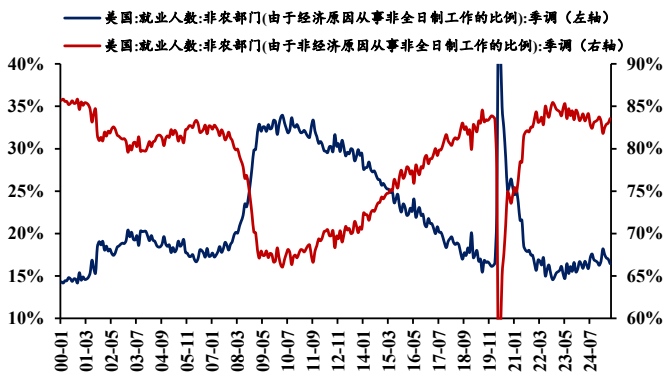
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5：失业金初领数与持续领取人数：高频指标初请失业金人数开始从高位回落、但持续领取失业金人数仍继续上升，提示就业市场风险仍存（单位：人）



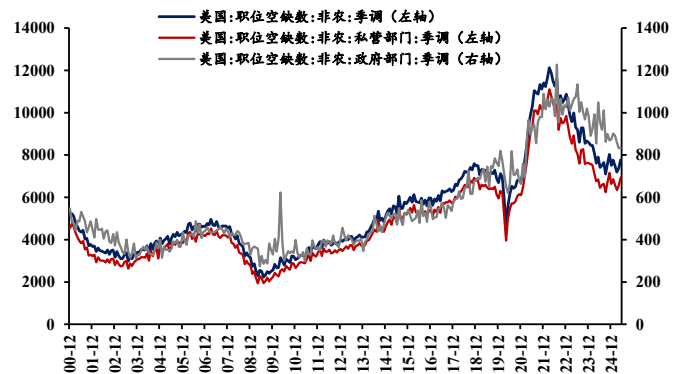
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6：兼职就业人员中经济原因与非经济原因的比
 例：经济原因兼职比例下降（%）



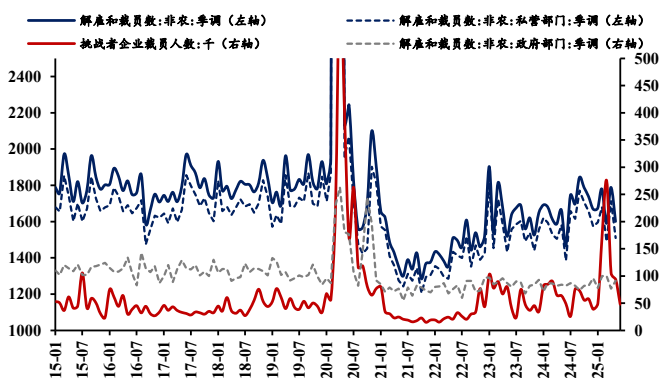
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7：职位空缺数：最新数据职位空缺数上升，私
 营企业招聘谨慎观望（千人）



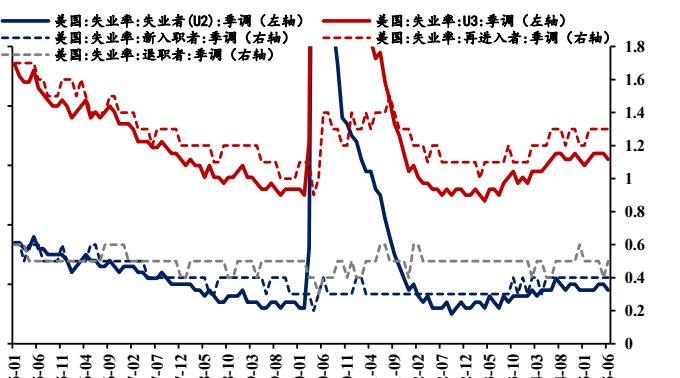
资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：最新数据为 5 月数据

图表 8：非农裁员人数与挑战者企业裁员人数：挑战者
 企业裁员人数 6 月下下降（千人）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 9：失业率中各类型失业比例：U3 和 U2 失业率下
 降，但退职者失业率下降暗示就业市场仍不乐观（%）



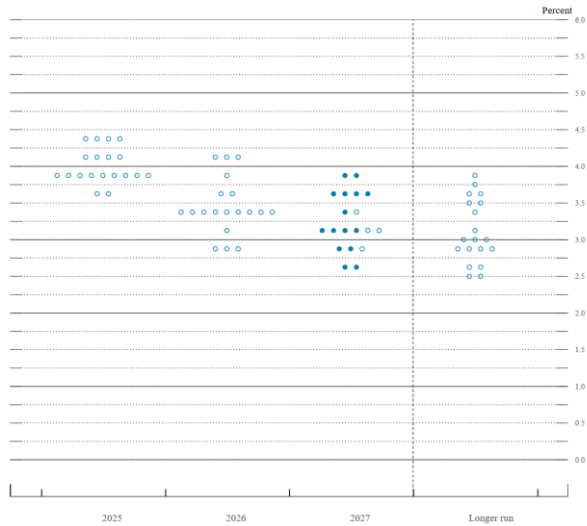
资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：U3 失业率(所有积极求职者)反映劳动力市场整体紧张程度；新入职者（首次进入劳动市场的人群）反映结构性失业（如年轻人就业难）；再进入者（重新进入劳动市场的人群）反映劳动力市场流动性与包容性；退职者失业率（自愿离职后求职的人群）反映劳动者信心与劳动力市场紧张度；U2 失业率（通常<27 周的短期失业者）反映短期摩擦性失业与经济波动。

图表 10：降息点阵图：中位数显示美联储官员预计 2025 年全年降息 50 个基点，目前联邦基金目标利率维持在 4.25%-4.5% 之间（%）

2025年3月发布

For release at 2:00 p.m., EDT, March 19, 2025

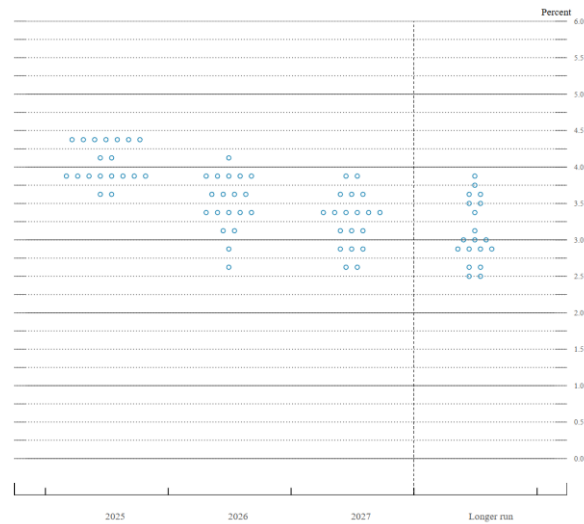
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



2025年6月发布

For release at 2:00 p.m., EDT, June 18, 2025

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Wind，华安证券研究所

2 风险提示

关税不确定性风险、美国通胀反弹风险。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安证券研究所所长助理，固收首席分析师，8 年卖方固收、权益研究经验，曾供职于民生证券、华西证券，2024 年 Wind 金牌分析师第二名，2023 年 Choice 固收行业最佳分析师。

分析师：洪子彦，华安固收分析师，南加州大学金融工程硕士，覆盖宏观利率、机构行为、国债期货研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。