

2025 年 7 月 4 日

全球宏观

强劲非农数据支持美联储观望立场

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

美国 6 月非农新增就业 14.7 万人，超出市场预期的 11 万人，前值由 13.9 万人上修至 14.4 万人。失业率意外回落至 4.1%，低于预期的 4.3% 和前值的 4.2%。平均时薪同比增速降至 3.7%，略低于预期的 3.9%，环比增速放缓至 0.2%。此次超预期的就业数据也是特朗普执政以来连续第四个月好于预期，尽管其一再施压并呼吁降息，但强劲非农数据无疑强化了美联储在采取观望立场的合理性，同时也为持续面临降息施压的美联储提供了更充分的政策空间。超预期的非农就业数据公布后，市场降息预期降温，7 月降息概率由 26.7% 降至 4.3%，9 月降息概率也从 69.1% 稍稍回落至 62.4%。

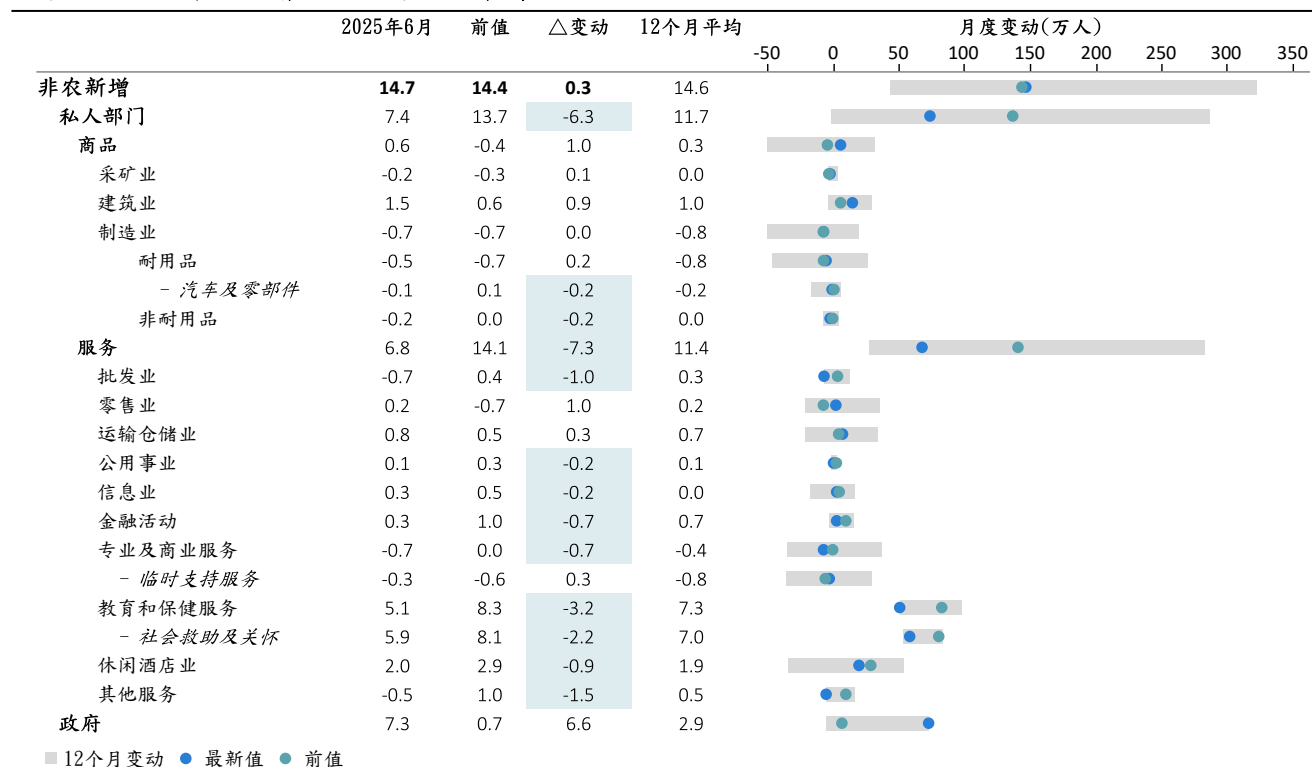
本周稍早公布的 ADP 就业萎缩 3.3 万人，核心差异在于 ADP 仅统计私人部门就业而不包含政府部门就业。政府部门新增就业 7.3 万人，贡献了本月非农新增就业的一半，但细分来看，政府部门就业主要来自州和地方政府（+8.0 万人），而联邦政府层面则下降 7,000 人，延续了年初以来的收缩趋势，或主要反映了政府效率部主导的精简人员的影响。私人部门新增就业仅 7.4 万人，较 5 月的 13.7 万人明显放缓，且主要集中在教育和保健服务（+5.1 万人）、休闲住宿（+2.0 万人）、建筑（+1.5 万人）等劳动密集型和技能要求相对较低的行业，而商业服务就业减少 7,000 人，信息和金融等高技能行业就业增长也维持在偏低水平，与此前公布的 ADP 数据显示的高技能行业就业萎缩形成呼应。

劳动力参与率三连降推动失业率意外放缓。6 月新增就业呈现出明显的结构性特征：政府裁员、人工智能发展驱使科技行业主动裁员，压缩了对行政类和高技能劳动者的需求。另一方面，特朗普政府收紧移民政策削弱了低技能劳动力供给，使得部分服务型、劳动密集型行业面临人手短缺。新增移民锐减趋势下，劳动力供给的减少意味着失业率分母基数的下降，也解释了为何在新增就业放缓的背景下，失业率仍能从 4.2% 回落至 4.1%，主要是由于劳动参与率（由 4 月的 62.6% 放缓至 6 月的 62.3%）下降而非就业需求的实质性改善。

后市观察：当前的经济数据格局为美联储维持观望立场提供了充分支撑。尽管特朗普持续施压要求降息，并尽早提名新的美联储主席，且美联储主席鲍威尔本周虽然表示 7 月降息选项“未排除”，但这更多是一种策略性表态，而非政策立场的实质性转变。从技术层面看，领先指标的初请失业金人数仍维持在相对较低位置，劳动力市场韧性依然存在。美联储当前的核心关切仍是防范通胀风险，特别是关税政策可能带来的夏季价格上涨压力。在经济基本面尚能承受、劳动力市场保持相对稳定的情况下，美联储等待的成本不会太高。

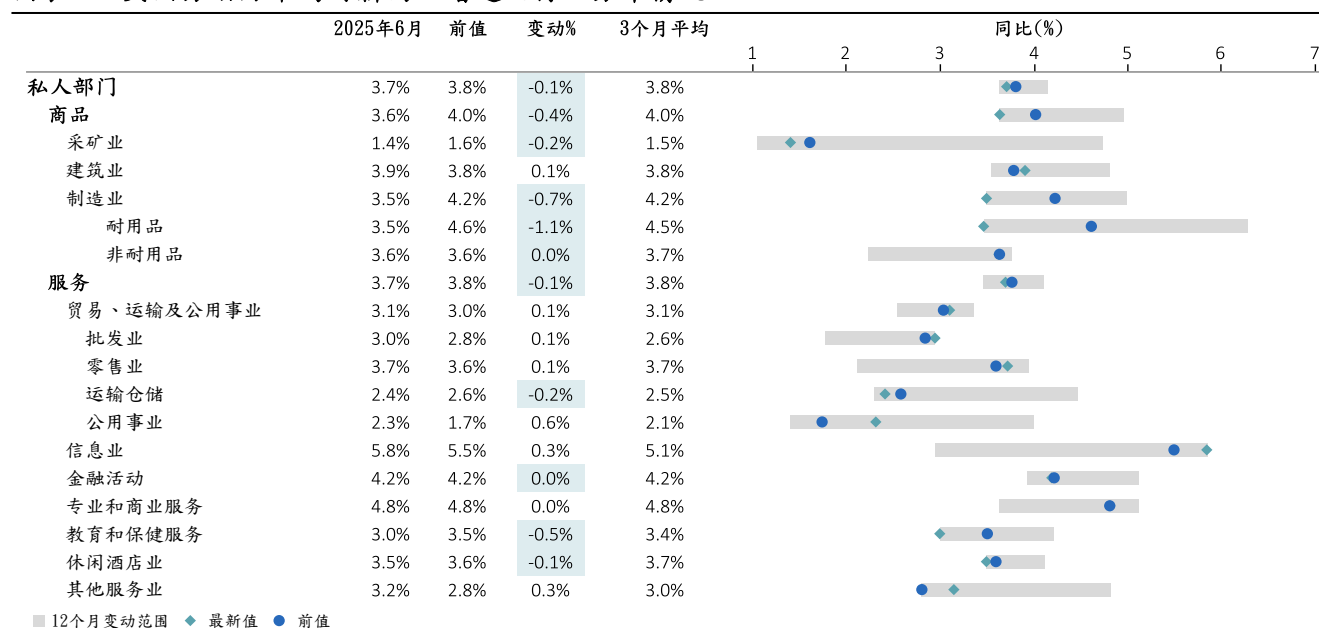
我们认为 6 月超预期的非农数据大大降低了短期内降息的紧迫性，7 月降息已缺乏充分理由，而 9 月能否降息还需观察通胀数据的表现。考虑到关税带来的通胀具有一次性和结构性特征，下一次降息窗口可能要等到 4 季度，即关税涨价效应逐步消退之后。在此背景下，美联储预计将继续保持耐心评估数据变化，避免在政策不确定性较高的环境下做出过于激进的政策调整。

图表 1：美国非农新增就业及行业分布情况



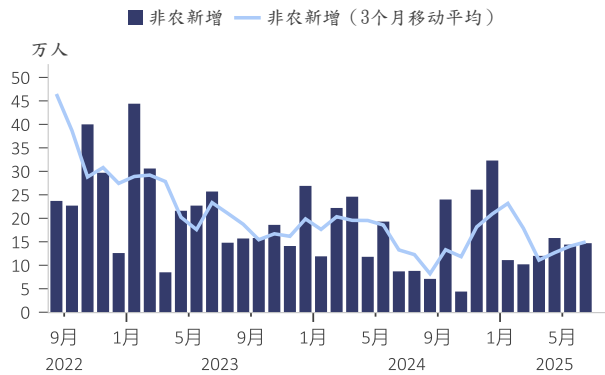
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 2：美国劳动力平均时薪同比增速及行业分布情况



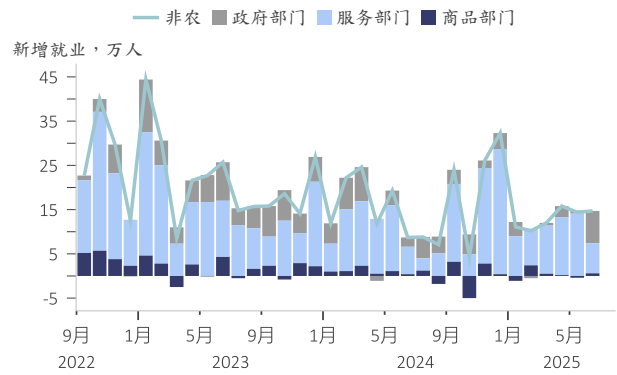
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 3：美国非农新增就业走势



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 4：美国非农各部门贡献情况



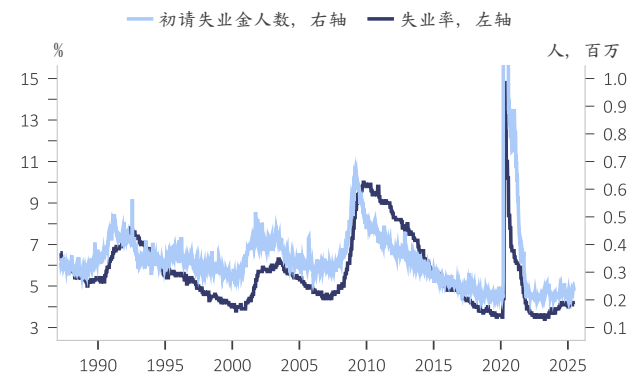
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 5：美国劳动参与率与失业率走势



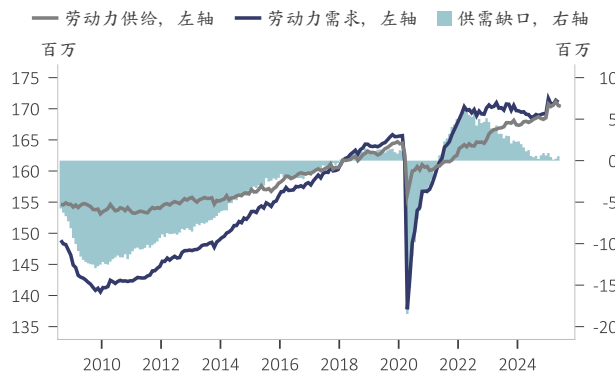
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 6：初请失业金人数与失业率走势



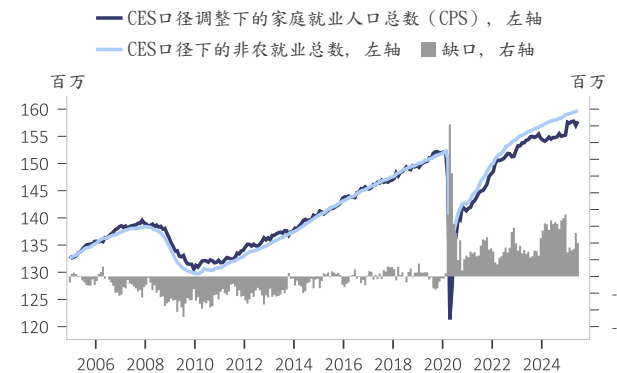
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 7：美国劳动力供需缺口



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 8：美国 CES 与 CPS 就业人数统计缺口



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 9：美国 ISM 制造业及服务业就业指数



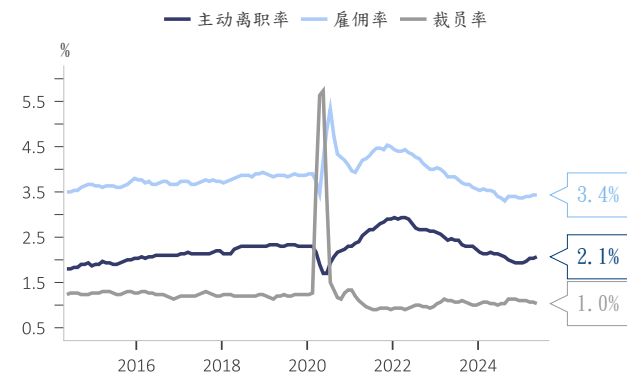
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 10：JOLTS 职位空缺与 Indeed 职位空缺指数



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 11：美国主动离职率、雇佣率及裁员率



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 12：临时服务人数与每周工作时长走势



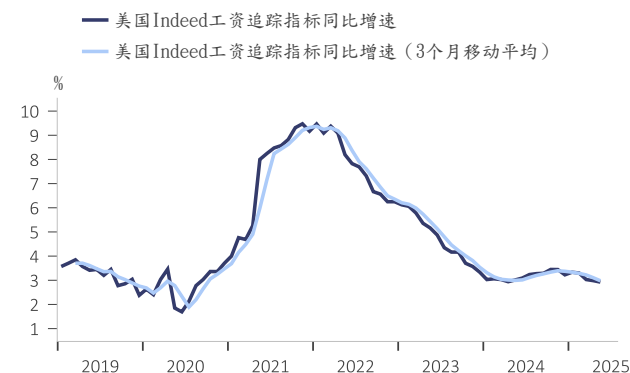
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 13：平均时薪同比及环比



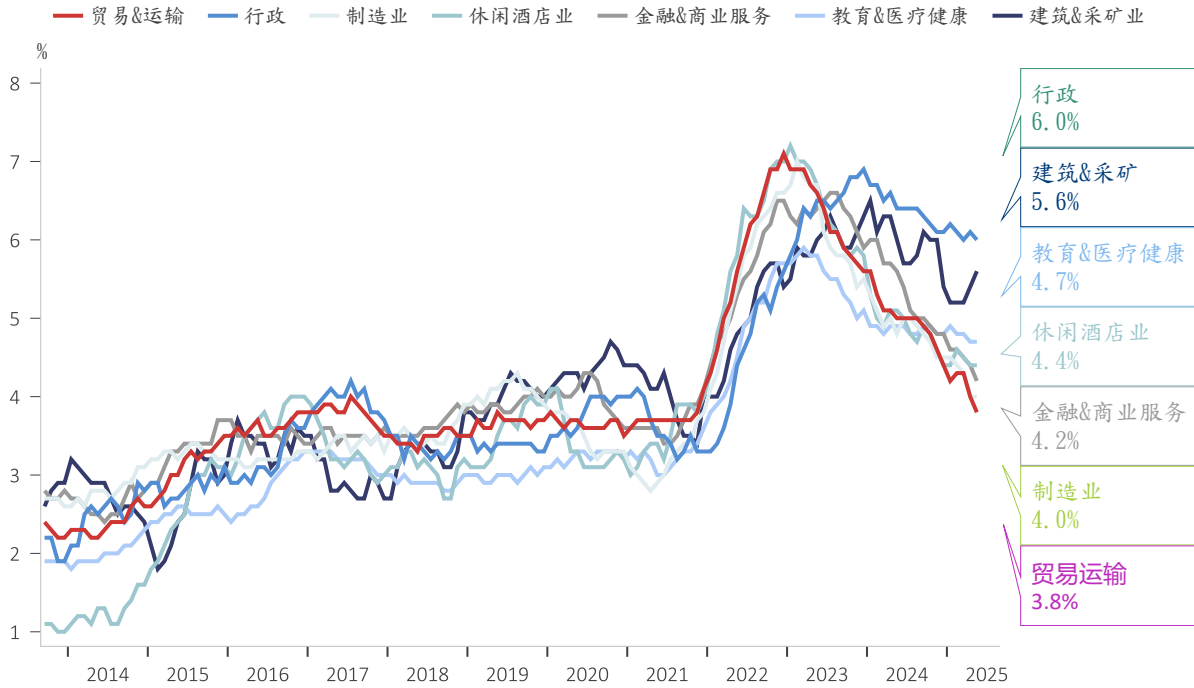
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 14：Indeed 美国工资追踪指标同比增速



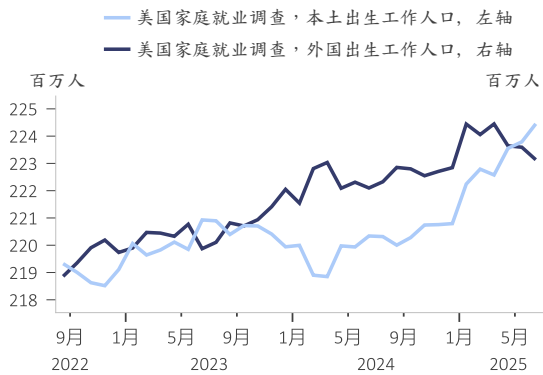
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 15：美国各行业的薪资平均增速



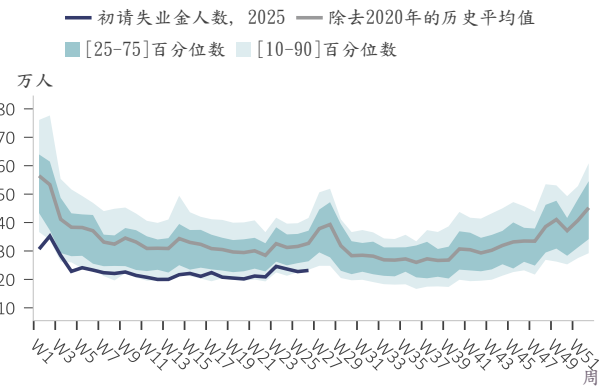
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 16：美国外国、本土出生工作人口变化



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 17：美国初请失业金人数变动



资料来源：Macrobond，交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司及富卫集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。