

研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《内外利好共振，成长风格迎来布局窗口》 - 2025.07.02

宏观观点

失业率意外下降，细节暗藏隐忧——6月美国非农数据解读

● 核心观点：

周四美国劳工部发布非农就业报告，6月新增就业14.7万人，高于预期的11万人，4、5月合计上修1.6万人。6月失业率小幅回落至4.1%，强于市场预期的4.3%。在前一日公布的ADP就业数据疲软后，这份亮眼的非农就业报告为美联储在7月维持利率不变提供了支撑。然而，深入分析数据细节可以发现，失业率维持低位的背后，是劳动力供需双双走弱的现实，这份报告仍然暗藏隐忧。

首先，劳动参与率有所下降，但按年龄划分，25-54岁壮年群体劳动参与率不降反升，年轻人的参与率下滑是主要拖累因素。其次，美国平均每周工时和薪资增速均有所放缓，平均时薪环比仅增长0.2%，不及预期。第三，从行业上看，就业增长主要由州政府及医疗保健部门驱动。6月份政府就业人数增加了7.3万人，与私营部门的7.4万人相当。其中，教育领域增加了4万人，可能反映了残余季节性的影响。第四，移民政策的收紧也导致劳动力供给减少，美国国外出生的就业人数已经连续三个月下降。

除了这份报告以外，结合其他就业指标如失业金人数来看，4月以来每周续请失业金人数持续上升，反映了企业招聘活动有所放缓，失业人员再就业难度增加，对劳动力的需求同样有所降温。

综合以上分析，我们认为，尽管6月非农数据表面强劲，但劳动参与率下降、移民政策收紧等均反映了劳动力供给走弱，而续请失业金人数、行业结构失衡等则表明劳动力需求亦不像数据所显示的强劲。本周，在葡萄牙辛特拉举行的欧洲央行2025年央行论坛上，美联储主席鲍威尔承认若非关税影响，美联储已继续降息。结合近期通胀数据表现温和，我们维持美联储将于9月开启降息、年内降息三次的判断。

● 风险提示：

关税政策变动及通胀超预期回升可能影响美联储降息节奏。

目录

1 强劲数据下的就业市场松动迹象	4
2 风险提示	7

图表目录

图表 1: 美国新增非农就业人数.....	4
图表 2: 美国失业率.....	4
图表 3: 美国劳动参与率 (%)	5
图表 4: 6 月美国平均时薪增速低于预期.....	5
图表 5: 6 月美国平均每周工时维持低位.....	5
图表 6: 美国各行业新增就业人数 (千人)	5
图表 7: 美国初请失业金人数 (万人)	6
图表 8: 美国续请失业金人数 (万人)	6
图表 9: 美国国外出生的就业人数连续三个月下降 (千人)	6

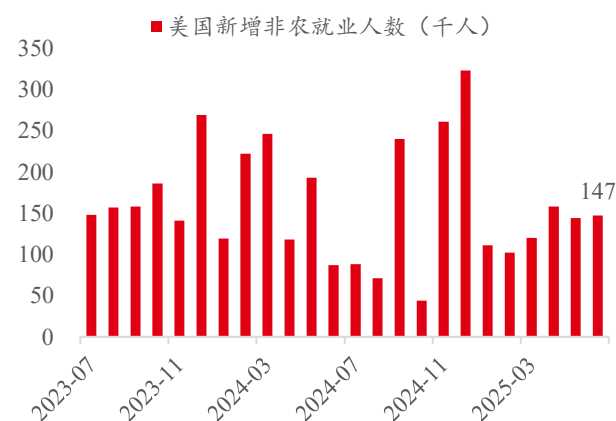
1 强劲数据下的就业市场松动迹象

周四美国劳工部发布非农就业报告，6月新增就业14.7万人，高于预期的11万人，4、5月合计上修1.6万人。6月失业率小幅回落至4.1%，强于市场预期的4.3%。在前一日公布的ADP就业数据疲软后，这份亮眼的非农就业报告为美联储在7月维持利率不变提供了支撑。然而，深入分析数据细节可以发现，失业率维持在低位的背后，是劳动力供需双双走弱的现实，这份报告中仍然暗藏隐忧。

首先，劳动参与率有所下降，但按年龄划分，25-54岁壮年群体劳动参与率不降反升，年轻人的参与率下滑是主要拖累因素。其次，美国平均每周工时和薪资增速均有所放缓，平均时薪环比仅增长0.2%，不及预期。第三，从行业上看，就业增长主要由州政府及医疗保健部门驱动。6月份政府就业人数增加了7.3万人，与私营部门的7.4万人相当。其中，教育领域增加了4万人，可能反映了残余季节性的影响。第四，移民政策的收紧也导致劳动力供给减少，美国国外出生的就业人数已经连续三个月下降。

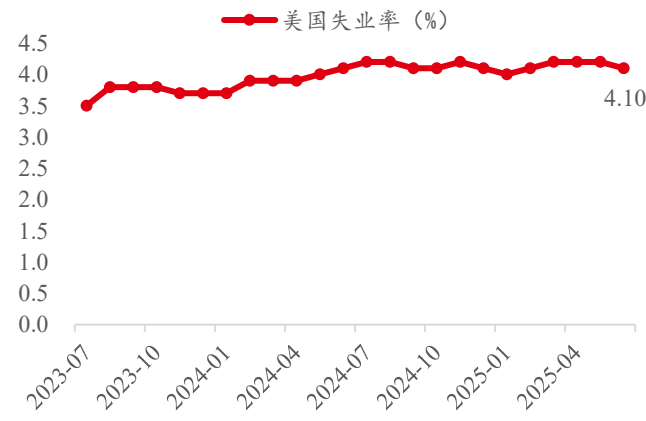
除了这份报告以外，结合其他就业指标如失业金人数来看，4月以来每周续请失业金人数持续上升，反映了企业招聘活动有所放缓，失业人员再就业难度增加，对劳动力的需求同样有所降温。

图表1：美国新增非农就业人数



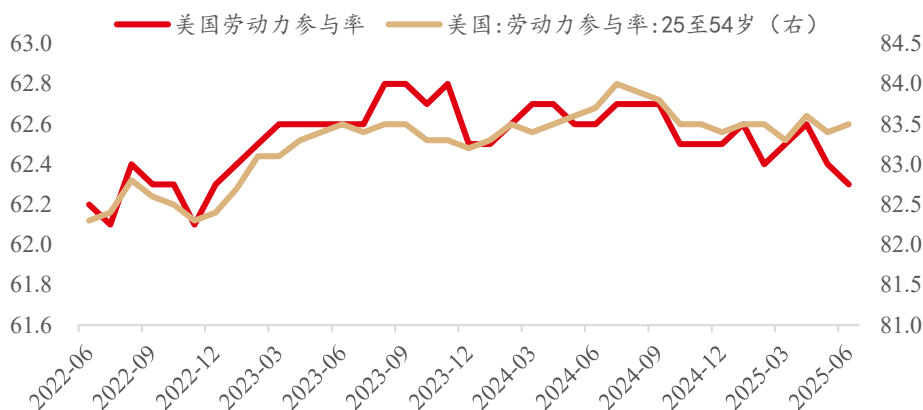
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：美国失业率



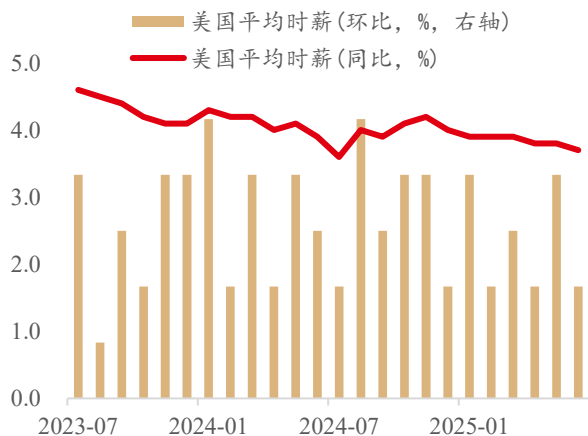
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：美国劳动参与率（%）



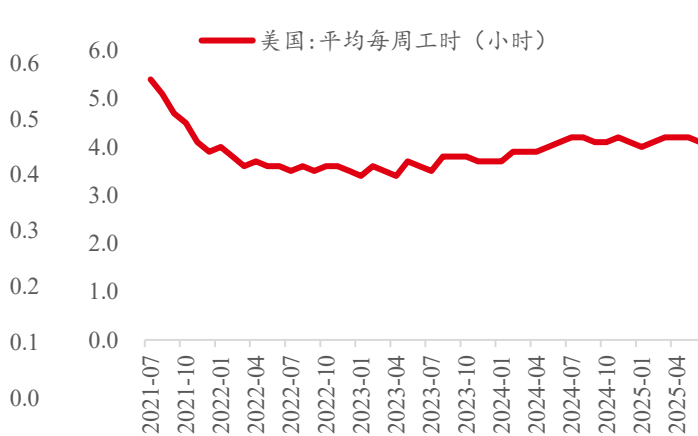
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：6月美国平均时薪增速低于预期



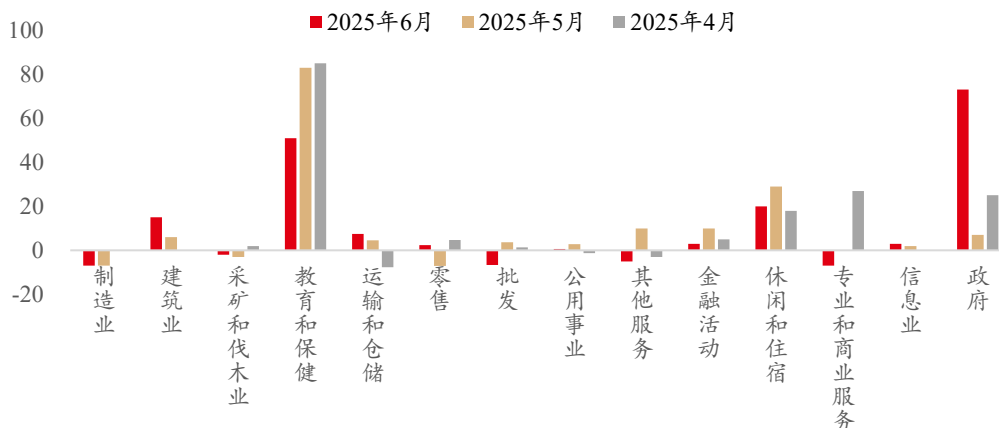
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表5：6月美国平均每周工时维持低位



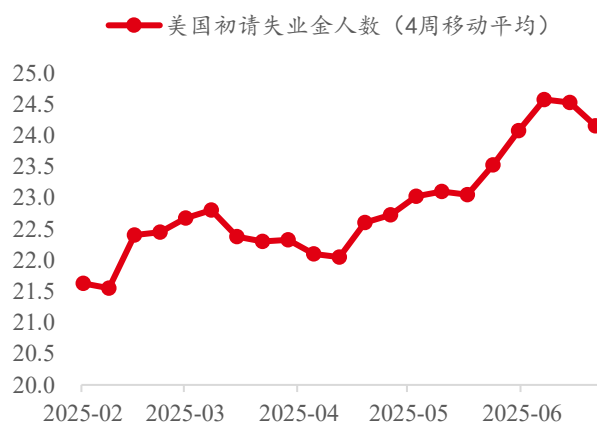
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：美国各行业新增就业人数（千人）



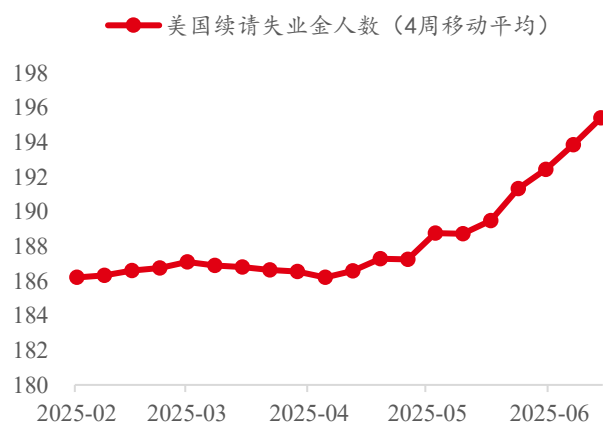
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表7：美国初请失业金人数（万人）



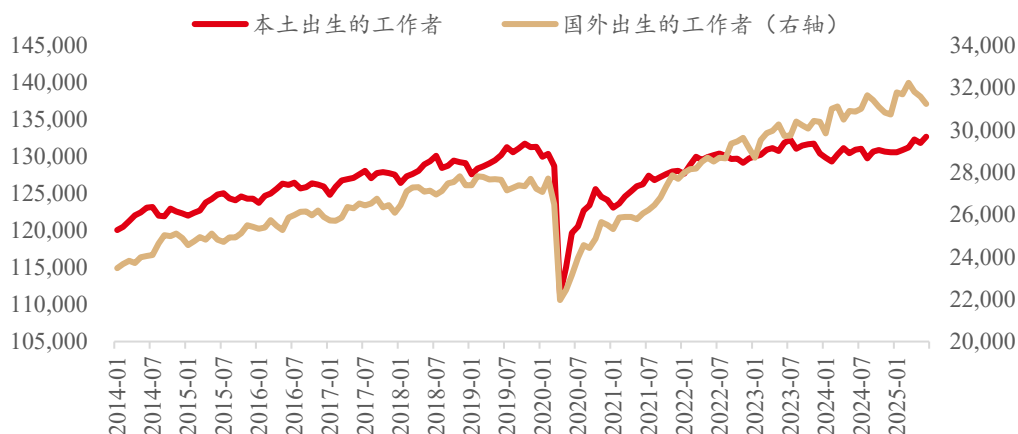
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表8：美国续请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：美国国外出生的就业人数连续三个月下降（千人）



资料来源：FRED，中邮证券研究所

综合以上分析,我们认为,尽管 6 月非农数据表面强劲,但劳动参与率下降、移民政策收紧等均反映了劳动力供给走弱,而续请失业金人数、行业结构失衡等则表明劳动力需求亦不像数据所显示的强劲。本周,在葡萄牙辛特拉举行的欧洲央行 2025 年央行论坛上,美联储主席鲍威尔承认若非关税影响,美联储已继续降息。结合近期通胀数据表现温和,我们维持美联储将于 9 月开启降息、年内降息三次的判断。

2 风险提示

关税政策变动及通胀超预期回升可能影响美联储降息节奏。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048