

# 私人部门疲软显露，政府部门撑起半边天

——海外观察：美国2025年6月非农数据

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

## 投资要点

- **事件：**当地时间7月3日，美国劳工局公布2025年6月美国非农就业数据。美国6月季调后非农就业人口新增14.7万人，预期11.0万人，前值14.4万人。6月失业率从前值4.2%下降至4.1%。
- **核心观点：**美国6月非农就业数据超预期新增14.7万人。表面上看6月美国就业市场依然保持韧性，但细项拆分之后，私人部门就业仅新增7.4万人，近乎只有5月新增就业一半。其中，制造业，教育保健和住宿餐饮等经济高弹性分项的就业数据下滑明显。我们认为私人部门就业的疲软或为美联储9月降息窗口的开启再次加码。政府部门就业情况则完全相反：政府部门新增就业7.3万人，虽然联邦政府继续维持裁员节奏，减少0.7万人，但增速明显放缓；州政府新增就业大幅升高至4.7万人，录得2023年2月以来的最高值。政府部门大幅扩招或意味着下半年美国财政政策的正式转向，由“开源节流”转为“开支扩张”。
- **美国6月非农虽然总体强劲，但私人部门就业市场降温不容忽视。**美国非农就业虽超预期新增14.7万人，表面上和ADP就业数据呈现出两极分化，但细分来看，6月就业数据主要是受到州政府和地方政府岗位扩招支撑。相反，6月非农私人部门新增就业人数从前值13.7万人下跌至7.4万人，跌幅近乎过半。从私营这点来看，劳工部非农和ADP数据为我们传达的信息其实是一致的——美国经济开始逐步走弱。
- **制造业和批发业或受“库存积压”影响而就业减少。**制造业就业市场在6月继续降温，新增就业为-0.7万人。同时，批发部门新增就业由前值0.4万人转为-0.7万人。由于美国需求端疲软和前期企业“屯库存”共同影响，库存积压问题在制造端和批发端尤其显著。我们认为短期内制造批发端的库存积压问题或使得相应企业不得不采取裁员措施来进行营运周转。
- **服务业新增就业降幅超半。**服务部门6月新增就业6.8万人，较前值新增人数（14.1万人）回落超53%。其中，教育保健和住宿餐饮部门降幅最为明显。教育保健部由前值8.3万人下滑至5.1万人；住宿餐饮由前值1.4万人大幅回落至0.5万人。除此之外，专业技术新增就业由前值-0.2万人下滑至-0.7万人，或是受到6月美国科技企业进行规模性裁员的影响。
- **政府部门新增就业大幅增加。**政府部门6月新增就业从前值0.7万人大幅提高到7.3万人。其中联邦政府裁员规模边际放慢，新增就业由前值-2.5万人提升至-0.7万人；州政府新增就业由前值0.7万人提高到4.7万人；地方政府新增就业由前值2.5万人提高到3.3万人。我们认为这或是政府财政政策由上半年“开源节流”转向“开支扩张”的信号。同时，《美丽大法案》的签署通过或是成为政府部门扩张就业岗位的背后支撑。
- **失业率下降，时薪增速放缓。**U3失业率由前值4.2%下降至4.1%，其主要是受到非自愿性失业和再就业人数减少的影响。同时，劳动参与率继续下滑至62.3%，录得2023年以来最低值。时薪增速在6月降温较为明显。其中耐用品制造部门和教育保健部门下滑最为严重，分别由前值0.4%和0.5%回落至-0.3%和-0.1%。而信息咨询部门时薪则由于6月地缘政治和政府法案或政策的频繁变动而保持高增速，环比由前值0.7%上升至0.9%。
- **私人部门的疲软和政府部门的扩张释放出两个不同的信号。**如同我们在5月非农报告《就业表面虽有韧性，背后暗涌仍勿忽视》中强调的，美国消费需求端疲态容易被良好的总体就业给忽视掉。6月私人部门就业市场的迅速降温给到信号——美国劳动力市场的供需紧

张程度已经得到较大缓解。与此同时，政府部门的大幅扩招或是释放美国下半年宽松财政的信号。

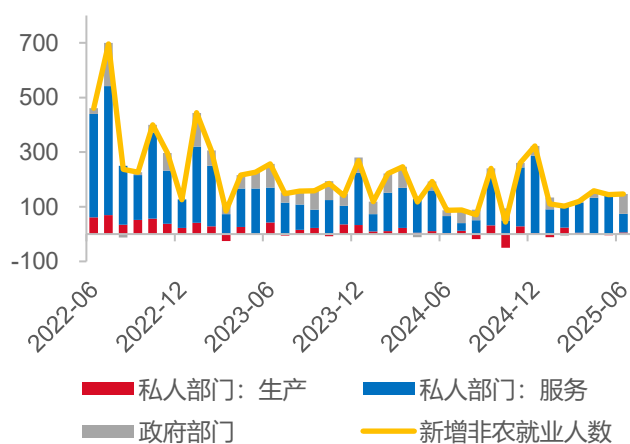
- **市场回吐上周的降息预期交易。**6月非农数据出炉后，市场回吐上周的降息预期交易，转而重现年初的“特朗普交易”情景。CME Fedwatch显示，9月降息25bp概率由71.5%下降至68.3%，同时9月不降息概率由4.8%上升至28.4%。我们认为《美丽大法案》的签署通过以及政府部门的强劲就业数据预示着特朗普竞选口号的兑现。市场从近两月中的“TACO（Trump Always Chickens Out，特朗普总是退缩）交易”中脱离出来，转而投向当初的“特朗普交易”中，促使美债收益率上升，美元上升，黄金下跌。
- **风险提示：美国通胀上行超预期，美国经济下行超预期。**

图1 美国非农就业岗位和时薪增速按部门拆分

|           | 2025年1月 | 2025年2月 | 2025年3月 | 2025年4月 | 2025年5月 | 2025年6月 | 趋势                                                                                  | 2025年1月 | 2025年2月 | 2025年3月 | 2025年4月 | 2025年5月 | 2025年6月 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 新增非农就业人数  | 111.0   | 102.0   | 120.0   | 158.0   | 144.0   | 147.0   |    |         |         |         |         |         |         |
| 私人部门      | 79.0    | 107.0   | 114.0   | 133.0   | 137.0   | 74.0    |    | 0.4     | 0.2     | 0.3     | 0.2     | 0.4     | 0.2     |
| 生产        | -11.0   | 24.0    | 5.0     | 2.0     | -4.0    | 6.0     |    | 0.5     | 0.3     | 0.6     | 0.0     | 0.4     | 0.1     |
| 采矿伐木      | -3.0    | 4.0     | -1.0    | 2.0     | -3.0    | -2.0    |    | 0.7     | -0.1    | 0.0     | -0.2    | 0.4     | 0.1     |
| 建筑        | -3.0    | 12.0    | 5.0     | 0.0     | 6.0     | 15.0    |    | 0.3     | 0.1     | 0.2     | 0.3     | 0.3     | 0.4     |
| 制造        | -5.0    | 8.0     | 3.0     | 0.0     | -7.0    | -7.0    |    | 0.6     | 0.4     | 0.8     | -0.2    | 0.4     | -0.1    |
| 制造：耐用品    | -7.0    | 6.0     | -2.0    | 3.0     | -7.0    | -5.0    |    | 0.7     | 0.4     | 1.1     | -0.4    | 0.4     | -0.3    |
| 计算机/电子设备  | -2.3    | -2.1    | 1.1     | -3.0    | -0.4    | -4.9    |    |         |         |         |         |         |         |
| 运输设备      | -11.9   | 3.3     | -1.1    | -2.1    | -0.8    | 1.5     |    |         |         |         |         |         |         |
| 服务        | 90.0    | 83.0    | 109.0   | 131.0   | 141.0   | 68.0    |    | 0.4     | 0.2     | 0.3     | 0.2     | 0.4     | 0.2     |
| 贸易运输和公用事业 | 54.0    | 22.0    | -8.0    | -2.0    | 4.0     | 3.0     |    | 0.4     | 0.2     | 0.6     | 0.2     | 0.3     | 0.1     |
| 批发        | -4.3    | 7.1     | -4.8    | 1.3     | 3.7     | -6.6    |    | 0.2     | 0.4     | 0.6     | 0.4     | 0.4     | 0.2     |
| 零售        | 35.7    | -3.8    | 16.4    | 4.7     | -7.1    | 2.4     |    | 0.4     | 0.3     | 0.8     | 0.2     | 0.2     | 0.1     |
| 运输和仓储     | 21.3    | 18.3    | -20.7   | -7.6    | 4.5     | 7.5     |    | 0.3     | 0.2     | 0.3     | 0.4     | 0.1     | 0.0     |
| 公用事业      | 1.4     | 0.8     | 1.5     | -1.2    | 2.8     | 0.6     |    | 0.0     | -0.2    | 0.1     | -0.6    | 0.0     | 0.4     |
| 信息咨询      | -4.0    | 0.0     | -2.0    | 1.0     | 5.0     | 3.0     |    | 0.7     | 0.1     | -0.1    | 0.7     | 0.7     | 0.9     |
| 金融活动      | 14.0    | 15.0    | 3.0     | 5.0     | 10.0    | 3.0     |    | 0.5     | 0.3     | 0.6     | 0.3     | 0.5     | 0.1     |
| 房地产和租赁    | 4.2     | 5.5     | -1.3    | 1.3     | -0.4    | -0.4    |    |         |         |         |         |         |         |
| 专业和商业     | -35.0   | 15.0    | -11.0   | 27.0    | 0.0     | -7.0    |    | 0.2     | 0.3     | 0.3     | 0.2     | 0.5     | 0.5     |
| 专业技术      | -2.4    | -7.2    | 3.5     | 4.7     | -2.7    | -7.4    |    |         |         |         |         |         |         |
| 教育和保健     | 62.0    | 65.0    | 65.0    | 85.0    | 83.0    | 51.0    |    | 0.3     | 0.1     | -0.1    | 0.3     | 0.5     | -0.1    |
| 休闲和住宿     | -14.0   | -34.0   | 45.0    | 18.0    | 29.0    | 20.0    |   | 0.6     | 0.2     | 0.6     | 0.0     | 0.1     | 0.2     |
| 住宿和餐饮     | -28.9   | -36.8   | 36.6    | 16.0    | 13.8    | 5.2     |  |         |         |         |         |         |         |
| 艺术和娱乐     | 14.7    | 3.1     | 8.3     | 1.8     | 15.4    | 15.1    |  |         |         |         |         |         |         |
| 其他        | 13.0    | 0.0     | 17.0    | -3.0    | 10.0    | -5.0    |  | 0.6     | 0.0     | -0.6    | 0.2     | 0.4     | 0.5     |
| 政府部门      | 44.0    | -5.0    | 6.0     | 25.0    | 7.0     | 73.0    |  |         |         |         |         |         |         |
| 联邦        | 3.0     | -13.0   | -11.0   | -13.0   | -25.0   | -7.0    |  |         |         |         |         |         |         |
| 州政府       | 12.0    | -10.0   | 1.0     | 11.0    | 7.0     | 47.0    |  |         |         |         |         |         |         |
| 地方政府      | 17.0    | 18.0    | 16.0    | 27.0    | 25.0    | 33.0    |  |         |         |         |         |         |         |

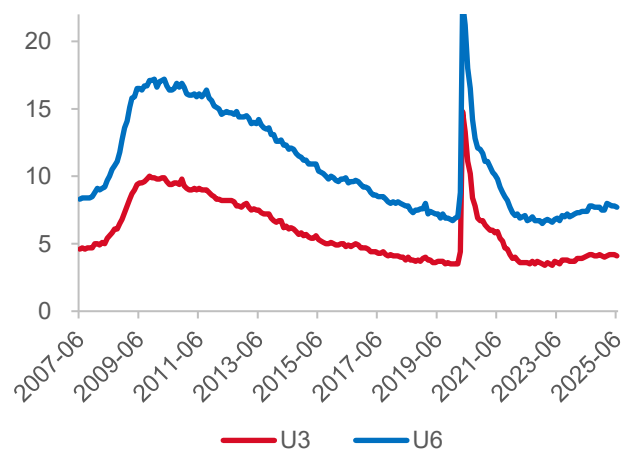
资料来源：BLS，东海证券研究所

图2 美国新增非农就业人数，千人



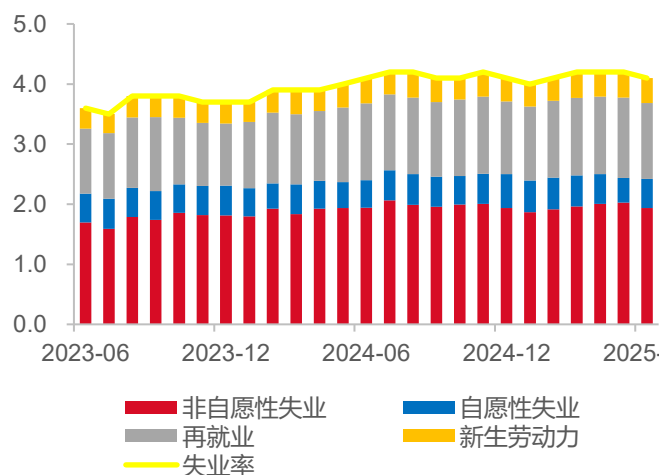
资料来源：BLS，东海证券研究所

图3 美国失业率，%



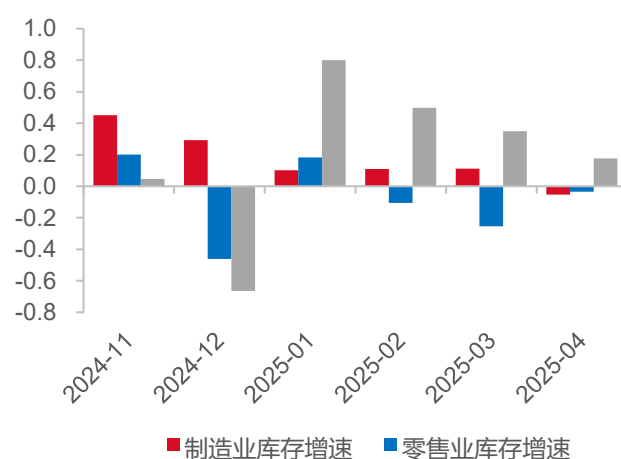
资料来源：BLS，东海证券研究所

图4 美国 U3 失业率按照失业原因拆分, %



资料来源：BLS，东海证券研究所

图5 美国制造业批发业或面临库存堆积问题, %



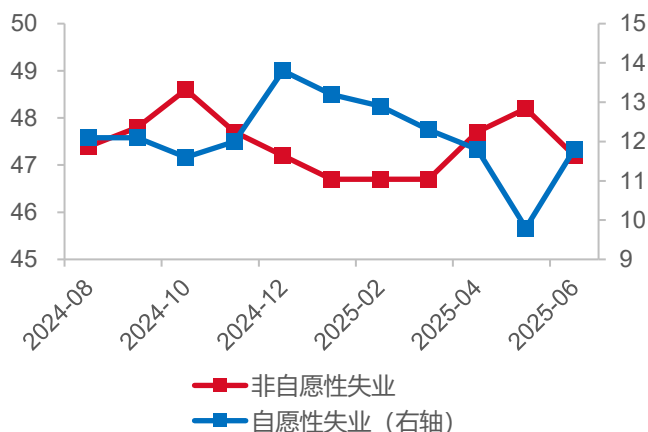
资料来源：USCB，东海证券研究所

图6 美国整体劳动参与率, %



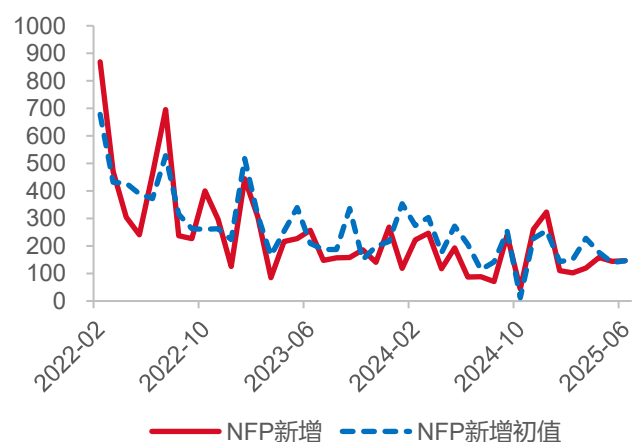
资料来源：BLS，东海证券研究所

图7 美国自愿性失业和非自愿性失业, %, %



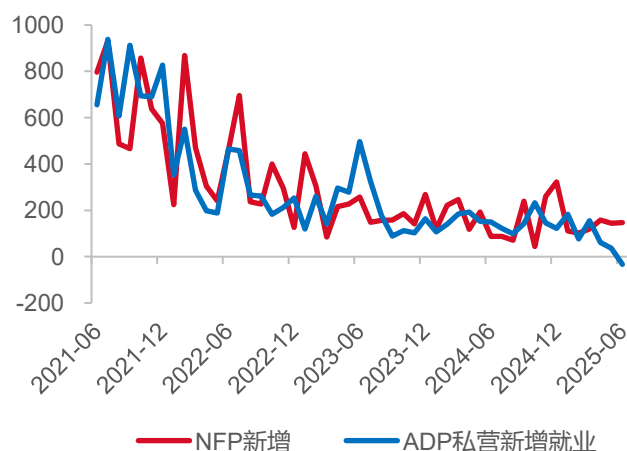
资料来源：BLS，东海证券研究所

图8 美国非农新增数据修订值和初值, 千人



资料来源：BLS，东海证券研究所

图9 美国劳工局非农和 ADP 私营非农数据偏差, 千人



资料来源：BLS，东海证券研究所

## 一、评级说明

|        | 评级 | 说明                                 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%     |
|        | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间   |
|        | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%     |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
|        | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
|        | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%   |
|        | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间  |
|        | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间     |
|        | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间   |
|        | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%   |

## 二、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并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：(8621) 20333275  
 手机：18221959689  
 传真：(8621) 50585608  
 邮编：200125

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：(8610) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：(8610) 59707100  
 邮编：100089