

6 月非农缘何大超预期？

2025 年 07 月 04 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

➤ **ADP 就业再次给市场打了“虚晃一枪”。**继 ADP 数据的大幅放缓后，市场几乎一致预期就业市场的大幅走弱，但不出意外的，6 月非农再次给了市场惊喜，6 月数据表现出极高的韧性（边际上行至 14.7 万人，预期 10.6 万人），同时 4-5 月合计上修 1.6 万人，“大小”非农再次出现显著背离。

➤ **我们在报告《市场对降息过于乐观了吗？》提示，当前市场对降息的预期打的太满，降息路径未必有那么顺畅。**通胀数据的顽固、美元走弱的速度以及就业数据的韧性都会成为叫停降息交易的路标。而 6 月非农正是最好的证明，数据公布后市场基本放弃对 7 月降息的押注，年内降息次数也下调至两次。

➤ **对于市场来说，6 月非农的超预期表现给了市场不错的正向反馈，暂时打消了关税引发的悲观预期，美股、美元快速拉升，美债遭抛售；而对于美联储来说，则是一份相对“宽慰”的数据，就业短期风险可控，这进一步锁定了美联储的观望立场，美联储直接干预劳动力市场和经济的紧迫性有所下降。**

➤ **具体来看，6 月非农缘何高增？主因州和地方政府的招聘需求火热。**6 月州和地方政府新增非农就业环比增长 4.8 万人至 8 万人，为新增非农的主要推动因素，也是“大小”非农背离的主要原因之一。

➤ **同时，失业率意外下行。**6 月美国失业率从 4.2% 骤降至 4.1%，同时打破了市场 4.3% 的预期。从分项来看，因重返劳动力市场、结束临时工作等原因而失业的人数下行是主因。

➤ **此外，劳动参与率回落至 62.3%，小幅低于市场预期，主要原因仍在于移民等带来的劳动力供给的减少。**5 月底，美国最高法院撤销了一项联邦地区法院命令，允许特朗普政府撤销大约 53.2 万名古巴、海地、尼加拉瓜和委内瑞拉移民的临时合法身份，为特朗普政府驱逐移民进一步扫清道路。

➤ **但在这一份优秀的就业数据背后，我们仍需关注一些潜在的下行风险：**

➤ **线索一：“改革阵痛”下的联邦政府。**尽管本月联邦政府新增就业降幅边际放缓，自今年 2 月以来联邦政府就业已经连续 5 个月负增长，高频数据上，哥伦比亚特区、马里兰州、弗吉尼亚州三州（主要政府地区）今年以来首次申请失业金人数明显高于季节性，显示出美国联邦政府前期集中裁员的影响仍在延续。

➤ **线索二：超预期回落的私人部门需求。**6 月私人部门就业超预期回落，环比下降 6.3 万至 7.4 万人。主因在于服务业就业需求，今年以来服务业保持较强韧性，但 6 月的大幅回落可能显示出一定的需求放缓信号，可能削弱美国消费和经济增长的活力。其中，教育保健（环比-3.2 万人）、批发业（环比-1.0 万人）、休闲住宿（环比-0.9 万人）、专业和商业服务（-0.7 万人）回落幅度靠前。

➤ **而制造业在关税的影响下仍“不温不火”。**6 月制造业新增就业延续 5 月的负增长态势，在关税带来的涨价压力和成本上升下，制造业面临的压力越来越大，此外，随着 7 月 9 日关税暂缓期的结束，特朗普或将对部分国家征收惩罚性关

相关研究

1.政策动态点评：“反内卷”的下一步-2025/07/03

2.海外市场点评：市场对降息过于乐观了吗？-2025/07/02

3.2025 年 6 月 PMI 数据点评：PMI 稳住了吗？-2025/06/30

4.海外市场点评：如何理解美元和美股走势背离？-2025/06/29

5.经济动态跟踪：7 月流动性会更松吗？-2025/06/29

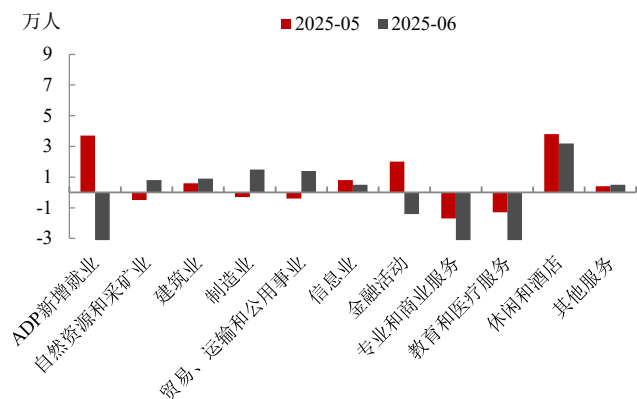
税，制造业面临的“阴霾”还远远没散去。

➤ **线索三：放缓的薪资和工时增长。**6月平均时薪环比仅增长0.2%，低于预期的0.3%，也远低于上月的0.4%。此外，6月私营非农就业人员的平均周工作时略微下降0.1小时至34.2小时。一方面，薪资增长的温和态势可能有助于缓解美联储在通胀方面的压力，但另一方面，也暗示一定的招聘需求回落风险。

➤ **除此之外，高频数据显示出更多的放缓信号。**尤其是美国首申失业金人数和续请失业金人数自5月底以来持续在高位徘徊，远高于近年来中枢，整体就业难度上升，这与消费者信心指数以及PMI就业分项中指向的下行风险愈发一致。关税的影响正在逐步蚕食经济的活力，影响企业行为和招聘需求。

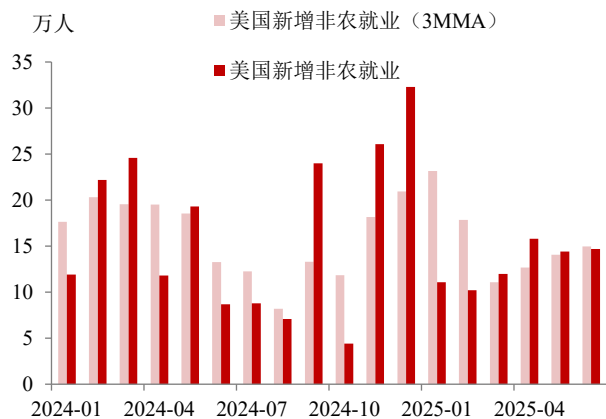
➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：ADP 就业人数明显下行



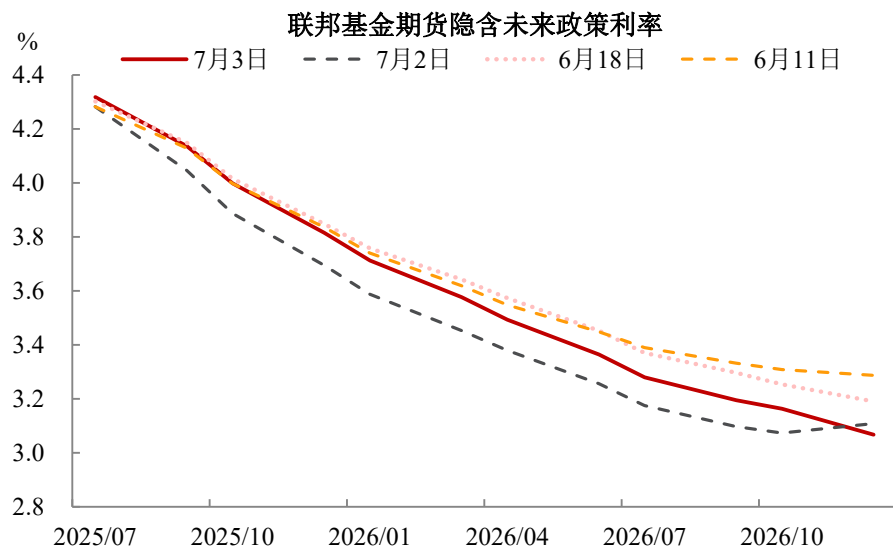
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：6月非农保持较强韧性



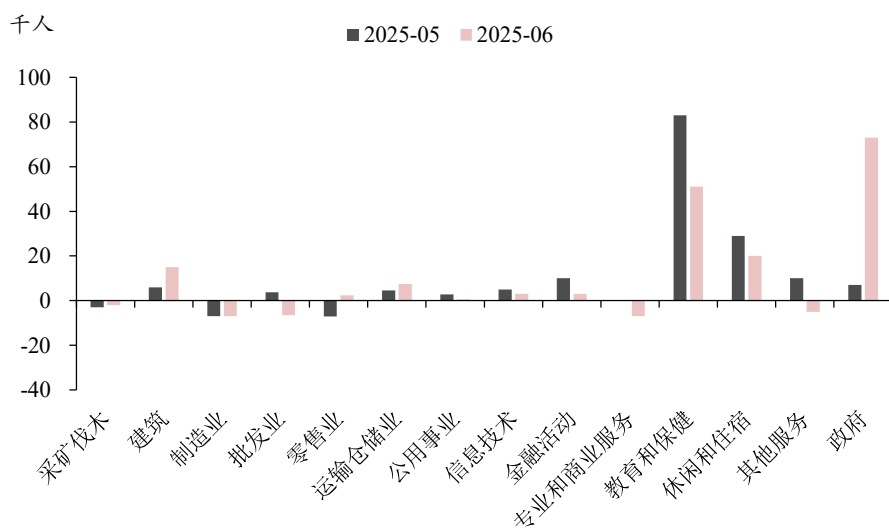
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：美国降息预期回摆



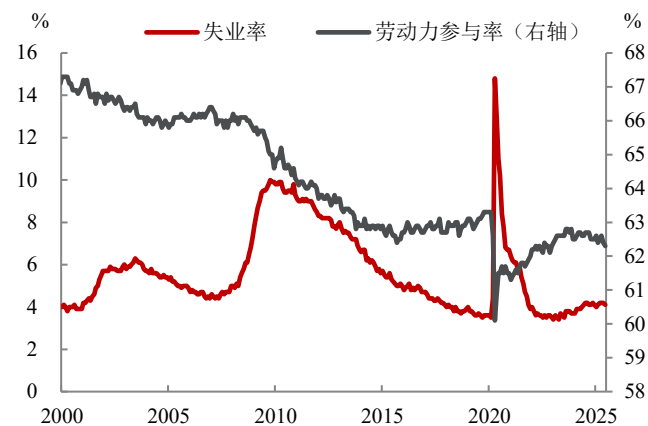
资料来源：彭博，民生证券研究院

图4：美国 6 月非农主因州和地方政府就业贡献



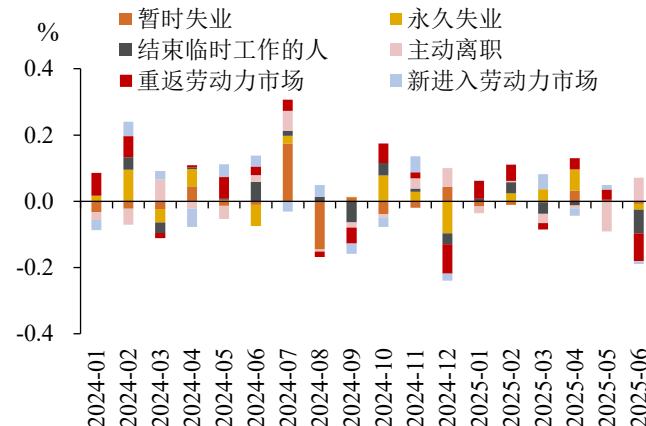
资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：失业率和劳动参与率齐降



资料来源：wind，民生证券研究院

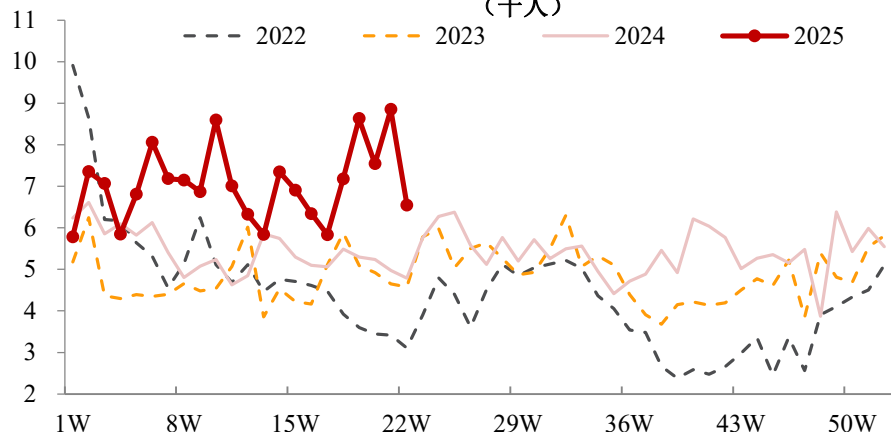
图6：失业率原因拆分（环比变动）



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：政府地区失业人数远高于季节性

美国首次申请失业金人数：哥伦比亚特区、马里兰州、弗吉尼亚州
(千人)



资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：服务业大幅降温

美国非农数据一览										
	新增非农就业人数 (万人)					新增非农就业环比变动 (万人)				
	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02
美国新增非农就业	14.7	14.4	15.8	12.0	10.2	0.3	-1.4	3.8	1.8	-0.9
私营	7.4	13.7	13.3	11.4	10.7	-6.3	0.4	1.9	0.7	2.8
商品	0.6	-0.4	0.2	0.5	2.4	1.0	-0.6	0.3	-1.9	3.5
采矿伐木	-0.2	-0.3	0.2	-0.1	0.4	0.1	-0.5	0.3	-0.5	0.7
建筑	1.5	0.6	0.0	0.5	1.2	0.9	0.6	0.5	-0.7	1.5
制造业	-0.7	-0.7	0.0	0.3	0.8	0.0	-0.7	0.3	-0.5	1.3
耐用品	-0.5	-0.7	0.3	-0.2	0.6	0.2	-1.0	0.5	-0.8	1.3
机动车辆和零部件	-0.1	0.1	-0.3	-0.1	0.6	-0.2	0.4	-0.3	-0.6	1.6
非耐用品	-0.2	0.0	-0.3	0.3	0.2	-0.2	0.3	0.6	0.1	0.0
服务	6.8	14.1	13.1	10.9	8.3	-7.3	1.0	2.2	2.6	-0.7
批发业	-0.7	0.4	0.1	-0.5	0.7	-1.0	0.2	0.6	-1.2	1.1
零售业	0.2	-0.7	0.5	1.6	-0.4	1.0	-1.2	1.2	2.0	-4.0
运输仓储业	0.8	0.5	-0.8	-2.1	1.8	0.3	1.2	1.3	-3.9	-0.3
公用事业	0.1	0.3	-0.1	0.2	0.1	-0.2	0.4	-0.3	0.1	-0.1
信息技术	0.3	0.5	0.1	-0.2	0.0	-0.2	0.4	0.3	-0.2	0.4
金融活动	0.3	1.0	0.5	0.3	1.5	-0.7	0.5	0.2	-1.2	0.1
专业和商务服务	-0.7	0.0	2.7	-1.1	1.5	-0.7	-2.7	3.8	-2.6	5.0
临时救助服务	-0.3	-0.6	1.7	-1.4	-0.2	0.3	-2.3	3.1	-1.2	0.5
教育和保健	5.1	8.3	8.5	6.5	6.5	-3.2	-0.2	2.0	0.0	0.3
医疗保健和社会援助	5.9	8.1	7.9	6.7	5.7	-2.2	0.2	1.2	1.0	-0.5
休闲和住宿	2.0	2.9	1.8	4.5	-3.4	-0.9	1.1	-2.7	7.9	-2.0
其他服务	-0.5	1.0	-0.3	1.7	0.0	-1.5	1.3	2.0	1.7	-1.3
政府	7.3	0.7	2.5	0.6	-0.5	6.6	-1.8	1.9	1.1	-4.9
联邦	-0.7	-2.5	-1.3	-1.1	-1.3	1.8	-1.2	-0.2	0.2	-1.6
州政府	4.7	0.7	1.1	0.1	-1.0	4.0	-0.4	1.0	1.1	-2.2
地方政府	3.3	2.5	2.7	1.6	1.8	0.8	-0.2	1.1	-0.2	0.1

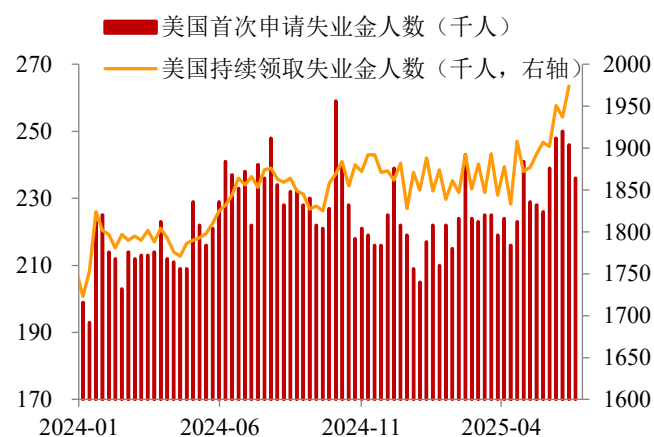
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：非农时薪环比增速放缓至 0.2%

	非农时薪增速									
	同比 (%)					环比 (%)				
	边际	2025/6	2025/5	2025/4	2025/3	边际	2025/6	2025/5	2025/4	2025/3
私人非农行业	-0.1	3.7	3.8	3.8	3.9	-0.1	0.2	0.4	0.2	0.3
商品	-0.4	3.6	4.0	4.0	4.3	-0.3	0.1	0.4	0	0.6
采矿伐木	-0.5	1.4	1.6	1.1	2.1	-0.5	0.1	0.4	-0.2	0
建筑	0.1	3.9	3.8	3.6	3.9	0.1	0.4	0.3	0.3	0.2
制造业	-0.7	3.5	4.2	4.4	4.7	-0.5	-0.1	0.4	-0.2	0.8
耐用品	-1.1	3.5	4.6	4.8	5.3	-0.7	-0.3	0.4	-0.4	1.1
非耐用品	0.0	3.6	3.6	3.6	3.7	-0.2	0.2	0.4	0.1	0.3
服务	-0.1	3.7	3.8	3.8	3.8	-0.2	0.2	0.4	0.2	0.3
批发业	0.2	3.0	2.8	2.5	2.2	-0.2	0.2	0.4	0.4	0.6
零售业	0.1	3.7	3.6	3.9	3.7	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.8
运输仓储业	-0.2	2.4	2.6	2.8	2.4	-0.1	0	0.1	0.4	0.3
公用事业	0.6	2.3	1.7	1.8	2.7	0.4	0.4	0	-0.6	0.1
信息技术	0.3	5.8	5.5	5.0	4.1	0.2	0.9	0.7	0.7	-0.1
金融活动	0.0	4.2	4.2	4.2	4.2	-0.4	0.1	0.5	0.3	0.6
专业和商业服务	0.0	4.8	4.8	4.7	4.8	0.0	0.5	0.5	0.2	0.3
教育和保健	-0.5	3.0	3.5	3.4	3.5	-0.6	-0.1	0.5	0.3	-0.1
休闲和住宿	-0.1	3.5	3.6	3.8	3.9	0.1	0.2	0.1	0	0.6
其他服务	0.4	3.2	2.8	3.0	3.1	0.1	0.5	0.4	0.2	-0.6

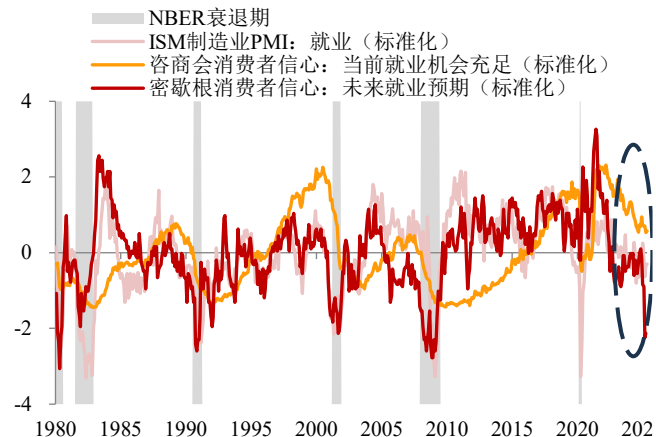
资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：高频数据高位徘徊



资料来源：ifind，民生证券研究院

图11：就业预期持续下降



资料来源：ifind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048