

2025 年 07 月 04 日

宏观研究团队

政府就业支撑美国 6 月非农再超预期

——美国 6 月非农就业数据点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 6 月非农就业数据。其中新增非农就业 14.7 万，超市场预期。失业率为 4.1%，平均时薪同比增长 3.7%，低于市场预期。

● 新增非农就业再超预期，失业率下行，且前值小幅上修

1. 新增非农就业再超市场预期，且前值经历小幅上修

6 月美国新增非农就业 14.7 万人，较 5 月份初值（13.9 万）回升，且大幅高于市场预期的 10.6 万。4 月、5 月新增非农就业累计上修 1.6 万，为 2025 年首次。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 14.97 万人，亦出现上行。结构上看，政府就业贡献了 6 月新增非农就业的将近 50%，主要是州和地方政府，较为罕见。私人部门方面，建筑业、零售业新增就业较 5 月上升较多。总体看，6 月非农数据显示当前美国劳动力市场韧性较为明显，但考虑到 6 月数据中政府部门的占比较高，以及后续可能的下修，还需要保持对美国劳动力市场的观察。

2. 劳动参与率与失业率均下行、永久性失业占比略有回升

6 月美国劳动参与率录得约 62.3%，失业率约为 4.1%，两者均超预期下行，显示美国整体的就业情况边际略有好转，与非农就业数据的方向一致，均指向美国劳动力市场较有韧性。再来看失业率成因，相较于 5 月，6 月离职者、永久性失业占比有所上升，再就业者、完成临时工作占比有所下降，可能显示企业倾向于招聘经验丰富的员工，以应对后续可能的业务需要。

3. 劳动力市场供需关系压力连续上行

从 JOLTS 数据来看，5 月份职位空缺数为 776.9 万人，较 4 月上升约 37.4 万人，职位空缺率为 4.6%，目前每个求职者对应约 1.1 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度连续 2 个月上行。同时，职工主动离职率录得 2.1%、解雇裁员率录得 1.1%，主动离职率与解雇裁员率变化与 4 月相反，我们认为，或显示美国企业与居民对经济前景的看法边际改善，带动劳动力需求提升。

● 美国就业韧性持续性或需观察，9 月降息可能性尚存

第一，6 月新增非农就业中，州与地方政府就业占比超过 50%，其中教育就业为关键因素，可持续性需要观察。6 月美国非农就业超预期的最关键因素在于州与地方政府新增就业（8 万），其中 6 月州和地方政府的教新增就业为 6.35 万，占州与地方政府全部就业的约 79%。若仅考虑私人部门的新增就业，实则不及市场预期。往后看，如果 7 月份州与地方政府新增就业回归至均值水平亦或下降，则 7 月非农就业或将面临不小的降幅。

第二，对美联储而言，虽然非农就业数据回升，但内部分歧的显现以及特朗普的施压，可能促使其提高降息灵活性，9 月份降息的可能性尚存。在 6 月 FOMC 会议公布的点阵图中，美联储官员们仍认为 2025 年可能有 2 次降息，但对降息幅度的分歧似乎较大，近期美联储官员的讲话更是将这一分歧显性化。结合本次 6 月非农数据、美联储内部分歧显性化以及特朗普对美联储降息的不不断施压来看，我们认为美联储后续降息的灵活性将会提升，9 月份降息的可能性尚存。不过基准情形下，考虑到通胀的可能上升，我们仍维持 4 季度首次降息，全年可能降息 1-2 次的判断。

往后看，由于美国经济数据相对较好，我们需要关注 6 月 CPI 数据（7.15）、美国减税法案的最终规模。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《“两重”接力支撑 PMI，预计 Q2 GDP 约 5.2%——兼评 6 月 PMI 数据》-2025.6.30

《新的储备政策将陆续出台——宏观周报》-2025.6.29

《利润增速明显转负的因子拆解——兼评 6 月企业利润数据》-2025.6.28

目 录

1、新增非农就业再超预期，失业率下行，且前值小幅上修.....	3
1.1、新增非农就业再超市场预期，且前值经历小幅上修.....	3
1.2、劳动参与率与失业率均下行、永久性失业占比略有回升.....	4
1.3、薪资环比增速略有下行，工作时长边际下滑.....	5
1.4、制造业、非制造业 PMI 就业指数、中期就业扩散指数均边际下行.....	6
1.5、劳动力市场供需关系压力连续上行.....	6
2、美国就业韧性持续性或需观察，9月降息可能性尚存.....	8
3、风险提示.....	9

图表目录

图 1：6 月美国新增非农就业人数出现回升，趋势整体平稳.....	3
图 2：6 月劳动参与率均下行较多，失业率基本不变.....	4
图 3：6 月 25-54 岁区间人口劳动参与率略有下行.....	4
图 4：6 月永久性失业占比略有回升.....	5
图 5：6 月因经济原因从事兼职工作人员数量有所减少.....	5
图 6：6 月时薪环比增速有所下行.....	5
图 7：6 月美国周工作时长边际下滑.....	5
图 8：信息业、专业和商业服务薪资同比增速较高.....	6
图 9：制造业、非制造业 PMI 就业边际下降.....	6
图 10：就业扩散指数短期略有上行.....	6
图 11：5 月职位空缺数、空缺率继续上行.....	7
图 12：5 月员工离职率上行、裁员率下行.....	7
图 13：5 月美国劳动力缺口略有回升.....	7
图 14：6 月州与地方政府教育就业处于历史较高水平.....	8
表 1：6 月非农新增就业细项及变动.....	4

事件：美国公布 6 月非农就业数据。其中新增非农就业 14.7 万，超市场预期。失业率为 4.1%，平均时薪同比增长 3.7%，低于市场预期。

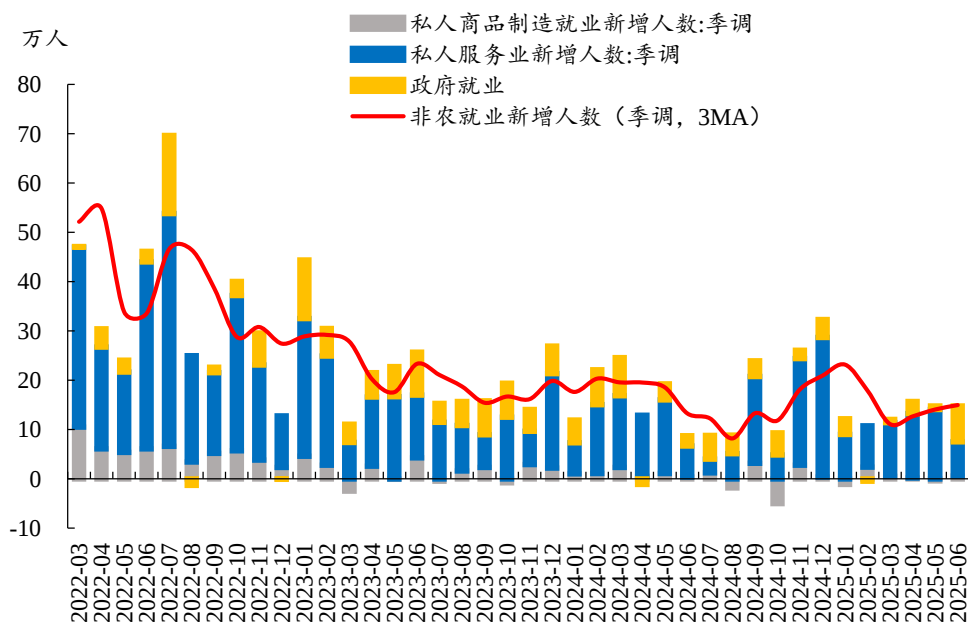
1、新增非农就业再超预期，失业率下行，且前值小幅上修

1.1、新增非农就业再超市场预期，且前值经历小幅上修

6 月美国新增非农就业 14.7 万人，较 5 月份初值（13.9 万）回升，且大幅高于市场预期的 10.6 万。4 月、5 月新增非农就业分别上修 1.1 万、0.5 万，两个月累计上修 1.6 万，2025 年以来首次出现上修¹。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 14.97 万人，亦出现较为明显的上行。6 月非农就业数据的超预期，以及前 2 个月的数据上修，显示当前美国劳动力市场暂无隐患。但考虑到本次数据发布时间提前一天，我们还需要观察后续数据是否会持续上修。

结构上看，政府就业贡献了 6 月新增非农就业的将近 50%，特别是州和地方政府，较为罕见。私人部门方面，建筑业、零售业新增就业较 5 月上升较多。6 月私人部门就业增加约 7.4 万（商品制造增加 0.6 万，服务业增加 6.9 万），政府就业大幅增加 7.3 万，其中州和地方政府增加 8.0 万，联邦政府减少 0.7 万。分行业来看，建筑业、教育和保健服务、休闲和酒店业新增就业较多，分别为 1.5 万、5.1 万、2.0 万。总体看，6 月非农就业数据显示当前美国劳动力市场韧性较为明显，并未出现市场担心的明显受到特朗普新政（关税、政府减支）的负面冲击，有助于缓和对美国经济下行的担忧。但考虑到 6 月数据中政府部门的占比较高，以及后续可能的下修，还需要保持对美国劳动力市场的观察。

图1：6 月美国新增非农就业人数出现回升，趋势整体平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 因非农数据会经历 2 次月度修正，本次 4 月数据为第 2 次修正，但 4 月数据总体仍有一定下修。

表1：6月非农新增就业细项及变动

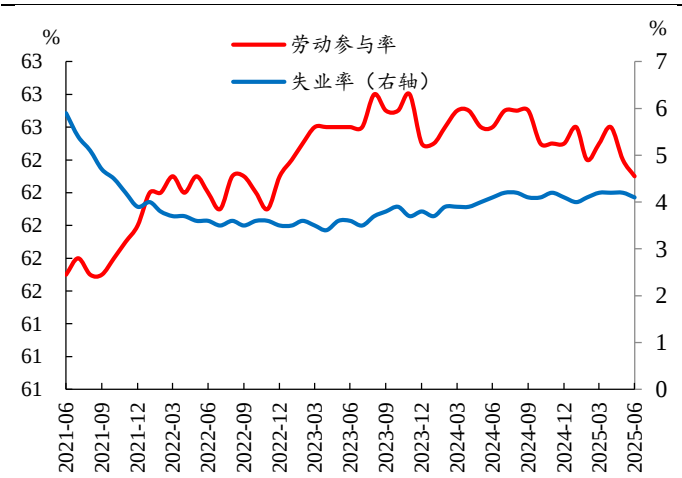
行业(千人)	占比 (%)	较5月变化	2025-06	2025-05	2025-04	近3月平均
总体新增非农	100.0	3	147	144	158	150
私人部门	50.3	-63	74	137	133	115
采矿业	-1.4		-2	-3	2	-1
建筑业	10.2	9	15	6	0	7
制造业	-4.8	0	-7	-7	0	-5
批发业	-4.5	-10	-7	4	1	-1
零售业	1.6	10	2	-7	5	0
运输仓储业	5.1	3	8	5	-8	1
公用事业	0.4	-2	1	3	-1	1
信息业	2.0	-2	3	5	1	3
金融活动	2.0	-7	3	10	5	6
专业和商业服务	-4.8	-7	-7	0	27	7
教育和保健服务	34.7	-32	51	83	85	73
休闲和酒店业	13.6	-9	20	29	18	22
其他服务业	-3.4	-15	-5	10	-3	1
政府就业	49.7	66	73	7	25	35
联邦政府	-4.8	18	-7	-25	-13	-15
州和地方政府	54.4	48	80	32	38	50

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率与失业率均下行、永久性失业占比略有回升

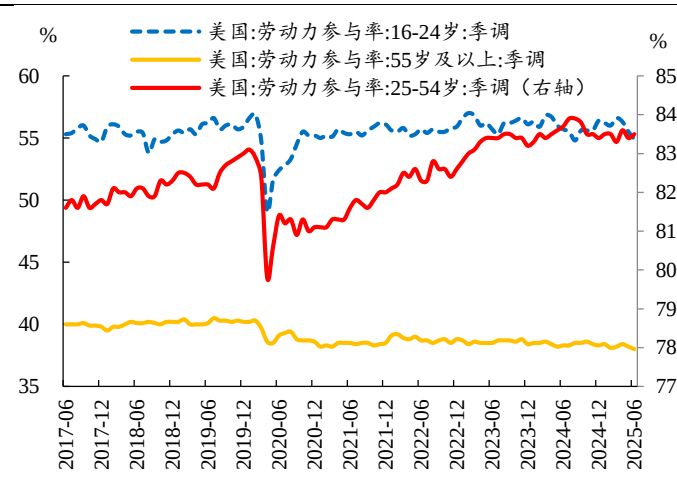
6月美国劳动参与率录得约62.3%，失业率为4.1%，两者均超预期下行。具体来看，6月份调查城市人口增加20万，劳动力人口减少13万。总就业人口增加9.3万，失业人口减少22.2万，劳动参与率下降0.09个百分点至62.28%，失业率下降0.13个百分点至4.117%。年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率处于在83.5%的较高水平区间，且略有回升。16-24岁年龄段劳动参与率略有下降。族裔方面，白人、西班牙裔、亚裔失业率均有所下降，黑人失业率有所上升。从6月劳动参与率以及失业率的表现来看，失业率与劳动参与率同时下行，显示美国整体的就业情况边际略有好转，与非农就业数据的方向一致，均指向美国劳动力市场较有韧性。

图2：6月劳动参与率、失业率均下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：6月25-54岁区间人口劳动参与率略有回升

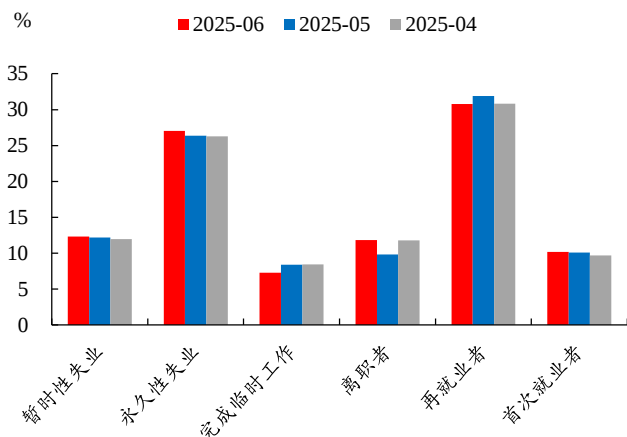


数据来源：Wind、开源证券研究所

再来看失业率成因，相较于5月，6月离职者、永久性失业占比有所上升，再就业者、完成临时工作占比有所下降。此外，因经济原因从事兼职工作的人员数量

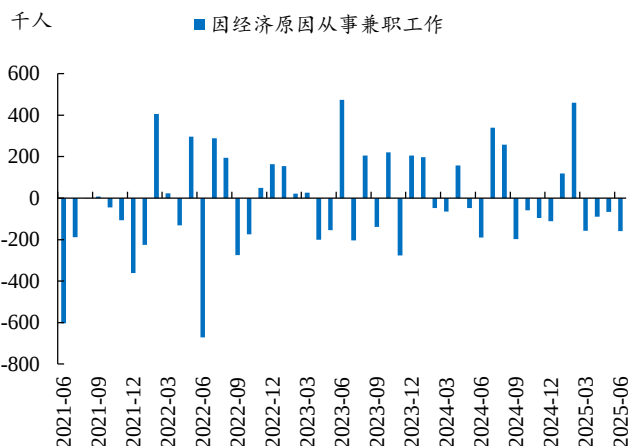
再度下滑。6月永久性失业者占比略有上升，但再就业者下降，可能显示企业倾向于招聘经验丰富的员工，以应对后续可能的业务需要。

图4：6月永久性失业占比略有回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：6月因经济原因从事兼职工作人员数量有所减少



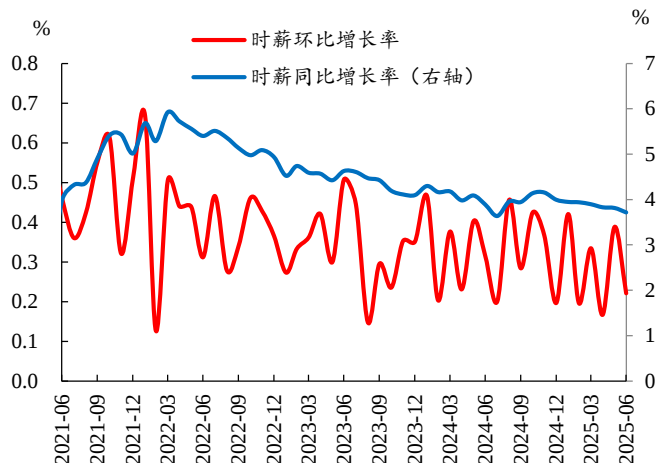
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、薪资环比增速略有下行，工作时长边际下滑

6月美国非农就业时薪录得36.3美金，同比上升3.7%，环比上升0.2%，分别较5月下降0.1、0.2个百分点。具体来看，信息业、专业和商业服务薪资同比增长较多，信息业、其他服务业、专业和商业服务薪资环比增长较多。总的看，教育和保健服务薪资环比增速录得负值，或是整体薪资环比增速边际下行的重要原因。

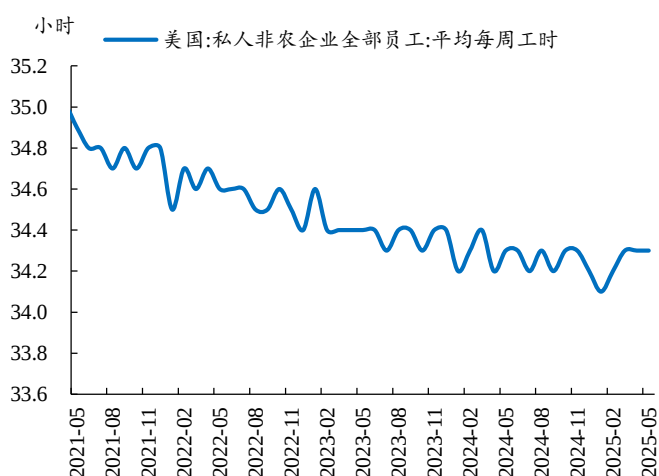
此外，6月美国周工作时长较5月下降0.1个小时至34.2个小时，工作时长中枢整体下行。结合当前失业率的基本稳定来看，后续薪资增速有较大概率维持一定韧性，但伴随着后续通胀绝对水平的可能反弹，则居民的实际购买力可能略有下降，从而对经济增长的支撑作用下行。

图6：6月时薪环比增速有所下行



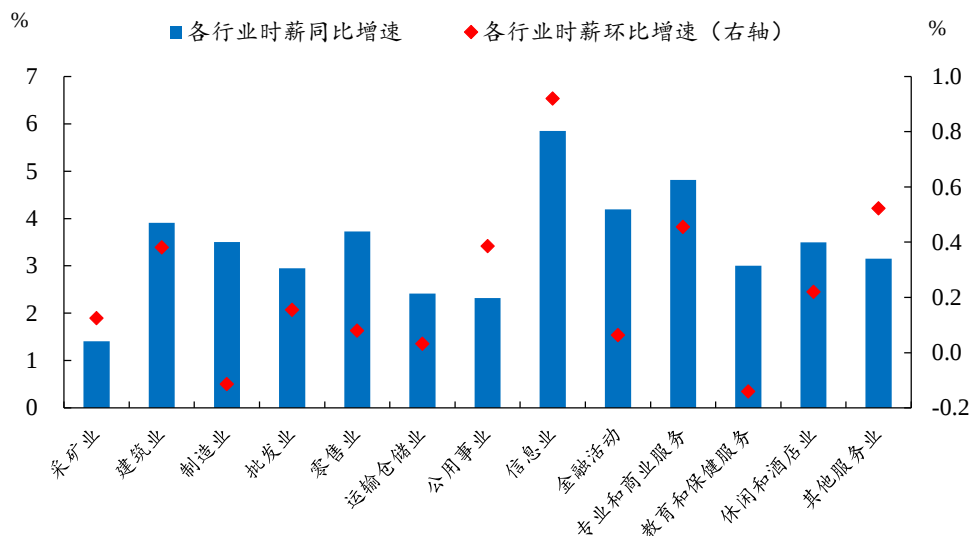
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：6月美国周工作时长边际下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：信息业、专业和商业服务薪资同比增速较高

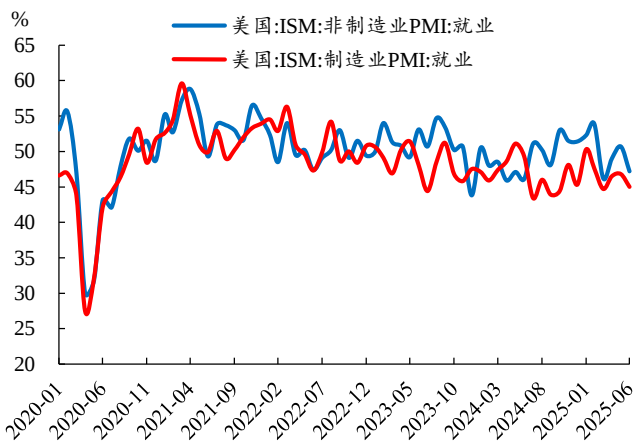


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、制造业、非制造业 PMI 就业指数、中期就业扩散指数均边际下行

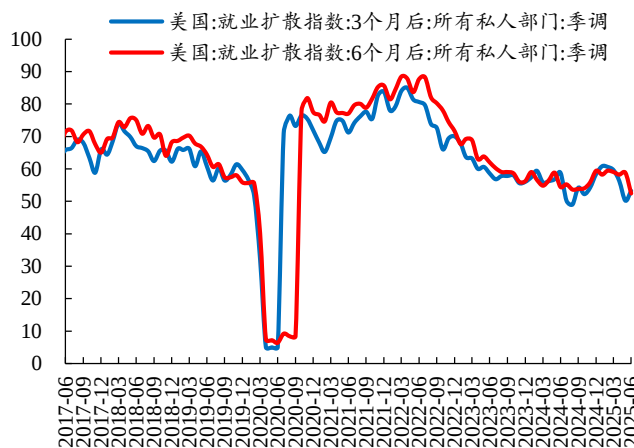
结合 PMI 就业指数以及就业扩散指数来看，美国劳动力市场则呈现出一定的边际下降。6月美国 ISM 非制造业、制造业 PMI 就业指数分别下降 3.5、1.8 个百分点至 47.2%、45.0%，边际上均略有下降。但 3 个月后私人部门就业扩散指数回升至 53.2，6 个月后私人部门就业扩散指数则边际下降至 52.4。综合来看，我们认为当前美国就业市场边际上或保持相对平稳。

图9：制造业、非制造业 PMI 就业边际下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：就业扩散指数短期略有上行

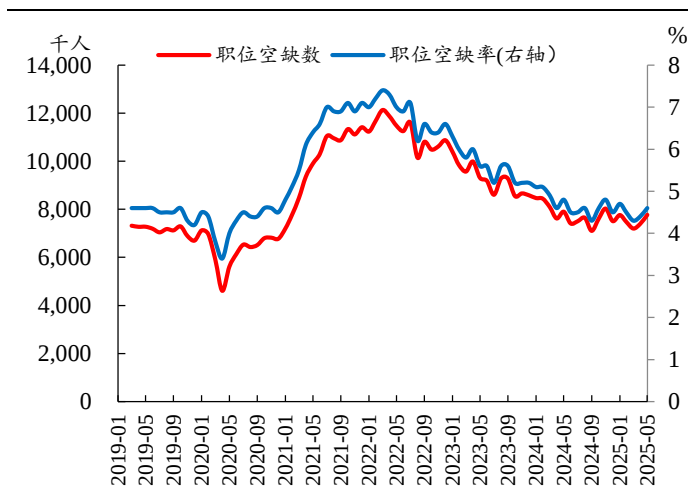


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、劳动力市场供需关系压力连续上行

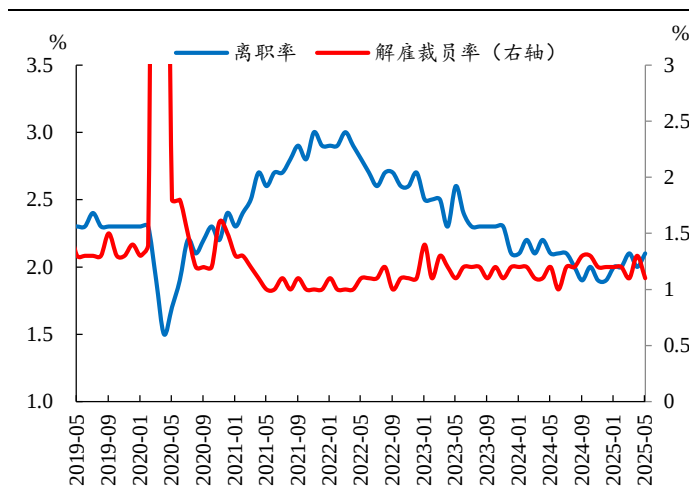
从 JOLTS 数据来看，5 月份职位空缺数为 776.9 万人，较 4 月上升约 37.4 万人，职位空缺率为 4.6%，目前每个求职者对应约 1.1 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度连续 2 个月上行。同时，职工主动离职率录得 2.1%、解雇裁员率录得 1.1%，主动离职率与解雇裁员率变化与 4 月相反，我们认为，或显示在 5 月美国关税政策相对缓和的背景下，美国企业与居民对经济前景的看法边际改善，带动劳动力需求提升。

图11：5月职位空缺数、空缺率继续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

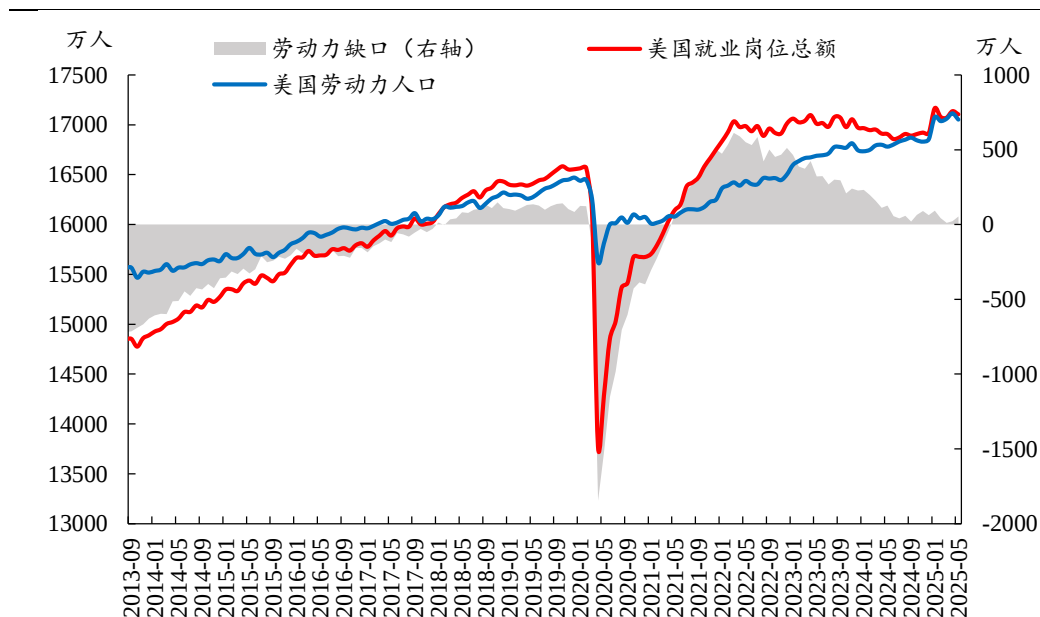
图12：5月员工离职率上行、裁员率下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，5月美国总劳动力缺口（就业人数总额+岗位空缺—劳动力人口）较4月回升30.7万至53.2万，与2019年的平均水平相近，显示美国劳动力市场目前处于较为均衡的状态。

图13：5月美国劳动力缺口略有回升



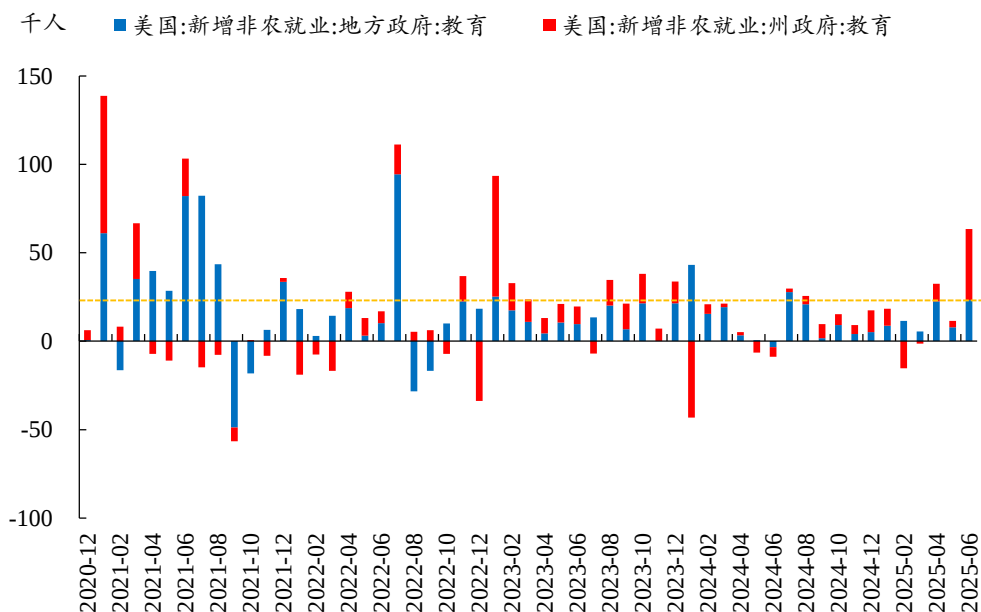
数据来源：FRED、开源证券研究所

2、美国就业韧性持续性或需观察，9月降息可能性尚存

6月非农数据表现相对较好，缓解了市场对美国经济下行的担忧，或将促使美联储在7月继续保持观望。但如前所述，由于政府就业贡献了6月数据的将近一半，因此美国就业韧性的可持续性或需观察，具体而言：

第一，6月新增非农就业中，州与地方政府就业占比超过50%，其中教育就业为关键因素，可持续性需要观察。6月美国非农就业超预期的最关键因素在于州与地方政府就业（8万），超过了私人部门的全部新增非农就业，在历史上较为罕见。对数据进行进一步拆分，其中6月州和地方政府的教育新增就业为6.35万，占州与地方政府全部就业的约79%，当月新增就业数量在过去几年中也处于较高水平，这可能与特朗普政府推动减税法案，可能减少相关拨款有关。事实上，2023-2024年州与地方政府的月均新增教育就业为2.02万人。因此，若仅考虑私人部门的新增就业，实则不及市场预期。往后看，如果7月份州与地方政府新增就业回归至均值水平亦或下降，则7月非农就业或将面临不小的降幅。

图14：6月州与地方政府教育就业处于历史较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：黄线为2023-2024年州与地方政府教育就业平均值

第二，对美联储而言，虽然非农就业数据回升，但内部分歧的显现以及特朗普的施压，可能促使其提高降息灵活性，9月份降息的可能性尚存。在6月FOMC会议公布的点阵图中，美联储官员们仍认为2025年可能有2次降息，但对降息幅度的分歧似乎较大（《美联储内部的降息分歧有所扩大——6月FOMC会议点评》），近期美联储官员的讲话更是将这一分歧显性化。如沃勒、鲍曼等委员认为考虑到关税导致消费者支出疲软、劳动力市场减弱，对通胀的抬升则似乎不及预期，因此有可能在7月便可采取行动；但克利夫兰联储主席哈克表示应该更加关注通胀，需要在一段时间内保持利率水平不变。美联储主席鲍威尔则表示将关注夏季的数据来决定，目前无需降息²。结合本次6月非农数据、美联储内部分歧显性化以及特朗普对美联储降息的施压来看，我们认为美联储后续降息的灵活性将会提升，9月份降息的可能性尚存。考虑到7月非农数据可能的下行，参考2024年9月降息，如果美

² <https://wallstreetcn.com/articles/3750029?keyword=%E7%BE%8E%E8%81%94%E5%82%A8>

国劳动力市场快速恶化，则美联储选择降息的可能性将提升。不过基准情形下，考虑到通胀的后续可能上升，我们仍维持4季度首次降息，全年降息1-2次的判断。

往后看，由于美国经济数据相对较好，我们需要关注6月CPI数据（7.15）、美国减税法案的最终规模。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年5月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn