华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

宏观点评

证券研究报告

就业开始降温

——6 月美国非农就业数据点评

团队成员
分析师：陈兴(S0210526010005)
研究助理：陈琦(S0210126010044)

相关报告
1、全球储蓄：由过剩到短缺？——2026.07.01
2、统筹防汛抗旱，守住民生底线——政治局会议点评——2026.06.30
3、政府债流动性跟踪 0628【陈兴团队·华福宏观】——2026.06.28

投资要点：

- **新增非农环比大幅回落。**6 月新增非农就业环比大幅降至 5.7 万人，显著低于市场预期的 11.3 万人，稍早公布的 6 月 ADP 新增就业同样显现降温迹象。结合 5 月非农由初值 17.2 万人下修至 12.9 万人，4 月从 17.9 万人下修至 14.8 万人，两月合计下修 7.4 万人。趋势上呈现非农新增就业连续 3 个月环比回落，劳动力市场内生扩张动能放缓趋势确立。私人部门就业方面，6 月新增就业 4.9 万人，近三个月平均新增就业降至 9.9 万人，仍为 2025 年以来次高水平。数据公布后，贵金属价格大幅上涨，市场同步推后美联储加息预期时点。

- **休闲酒店业就业环比大降。**分行业结构看，6 月教育保健业新增就业 6.9 万人，仍旧贡献绝对就业增量。政府部门就业环比降至 0.8 万人，地方政府用工扩张缺乏持续性；联邦政府受持续裁员拖累仅新增 0.2 万人，景气度维持低迷。建筑业、制造业分别新增 1.1 万人、0.3 万人，均有筑底企稳迹象。此外，批发业（0.24 万人）、运输仓储业（0.23 万人）以及商业服务（3.6 万人）均贡献一定增量。休闲酒店业就业减少 6.1 万人，两月均值减少 1.05 万人，重新降至低位，印证上月就业脉冲仅为世界杯短期临时用工带来的阶段性扰动；零售业同步走弱，环比减少 0.75 万人。在 AI 产业化加速替代人力的背景下，信息技术行业用工持续收缩，当月净减 0.9 万人，金融业就业增量持平无增长。

- **失业率数据持续失真。**6 月失业率降至 4.2%，低于预期 4.3%，但主要由于劳动力供给大幅收缩所致，并非劳动力市场内生走强。从结构看，就业人口减少 50.7 万人，失业人口减少 21.3 万人，实际失业率由 4.30%降至 4.19%。劳动参与率进一步降至 61.5%，不及预期 61.8%；同期就业率重新下降 0.2 个百分点至 59%，两项数据均创 2022 年以来新低。分年龄结构来看，核心适龄劳动力（25-54 岁）劳动参与率回落 0.6 个百分点至 83.3%，是拉低本月整体劳动参与率的核心拖累，指向劳动力供给基本面走弱，这不是积极的信号（或与美国移民政策有关）；青年群体（16-19 岁）参与率下降 0.3 个百分点至 35.4%，核心诱因来自 AI 产业带来的岗位替代效应；55 岁以上年长人口参与率持平于 37.1%，继续处在 2021 年 10 月以来低点，长期受人口老龄化趋势约束。

- **名义薪资增速符合预期。**6 月美国非农就业平均时薪环比增长 0.3%，与预期持平，前值 0.3%；同比增速反弹至 3.5%，符合预期，前值 3.4%。薪资增速表现相对温和，未形成薪资通胀压力。

- **年内加息预期有所降温。**本月就业数据呈现就业总量大幅下滑、失业率失真虚降以及薪资温和可控的组合。市场预计美联储 12 月底前加息概率由 72.9%降至 64.9%。美股三大股指期货短线走高，美元指数大幅回落并创近两周最低；现货黄金大幅走高；2 年期美债收益率下行近 5 个 BP 至 4.13%。整体上看，此前美国劳动力市场强劲扩张告一段落；叠加国际油价回落至 70 美元/桶下方，沃什近期公开表态通胀风险有所缓和，若后续公布的 CPI 数据同步弱于市场预期，市场鹰派加息叙事或将进一步降温。但从中期维度看，AI 产业大规模资本投入抬高美国实际经济增长，以及催生新的通胀上行压力，驱动长端美债利率走高，该风险仍需持续关注。

- **风险提示**

美国通胀上行超预期，美联储货币紧缩超预期，美国经济下行超预期。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

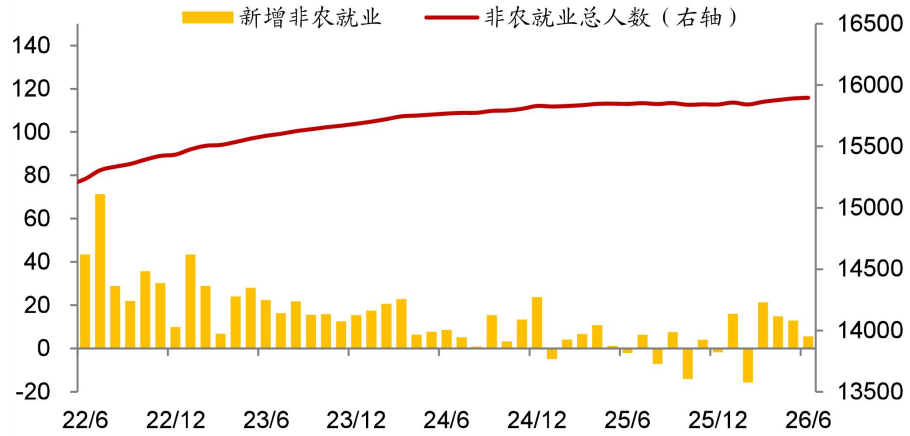
图表目录

图表 1: 美国新增非农就业（万人）.....3
图表 2: 美国各行业新增非农就业人数（万人）.....4
图表 3: 美国失业率和劳动参与率（%）.....4
图表 4: 分年龄段劳动参与率（%）.....4
图表 5: 美国职位空缺数.....5
图表 6: 美国劳动力供需缺口.....5
图表 7: 非农就业平均时薪环比和同比增速（%）.....5
图表 8: 美国各行业平均时薪同比增速（%）.....6
图表 9: 美国实际时薪同比增速（%）.....6
图表 10: 市场预期美联储降息次数（次）.....7

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

新增非农环比大幅回落。6 月新增非农就业环比大幅降至 5.7 万人，显著低于市场预期的 11.3 万人，稍早公布的 6 月 ADP 新增就业同样显现降温迹象。结合 5 月非农由初值 17.2 万人下修至 12.9 万人，4 月从 17.9 万人下修至 14.8 万人，两月合计下修 7.4 万人。趋势上呈现非农新增就业连续 3 个月环比回落，劳动力市场内生扩张动能放缓趋势确立。私人部门就业方面，6 月新增就业 4.9 万人，近三个月平均新增就业降至 9.9 万人，仍为 2025 年以来次高水平。数据公布后，贵金属价格大幅上涨，市场同步推后美联储加息预期时点。

图表 1：美国新增非农就业（万人）

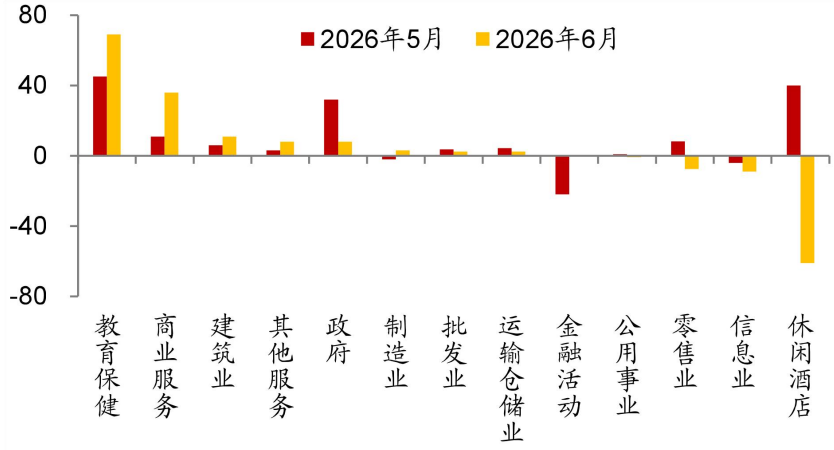


数据来源：BLS，CEIC，华福证券研究所

休闲酒店业就业环比大降。分行业结构看，6 月教育保健业新增就业 6.9 万人，环比重新走高，仍旧贡献绝对就业增量。政府部门就业环比降至 0.8 万人，地方政府用工扩张缺乏持续性；联邦政府受持续裁员拖累仅新增 0.2 万人，景气度维持低迷，自前期调整以来联邦政府累计裁员 32.4 万人，岗位降幅达 10.8%。建筑业、制造业分别新增 1.1 万人、0.3 万人，均有筑底企稳迹象。此外，批发业（0.24 万人）、运输仓储业（0.23 万人）以及商业服务（3.6 万人）均贡献一定增量。休闲酒店业就业减少 6.1 万人，前值 4 万人，两月均值减少 1.05 万人，重新降至低位，印证上月就业脉冲仅为世界杯短期临时用工带来的阶段性扰动；零售业同步走弱，环比减少 0.75 万人。在 AI 产业化加速替代人力的背景下，信息技术行业用工持续收缩，当月净减 0.9 万人，金融业就业增量持平无增长；其中信息产业自 2024 年初就业高点以来累计流失岗位 18.9 万人，金融业较 2025 年 5 月的较高点累计缩减岗位超 10 万，科技与金融行业用工收缩趋势明确。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

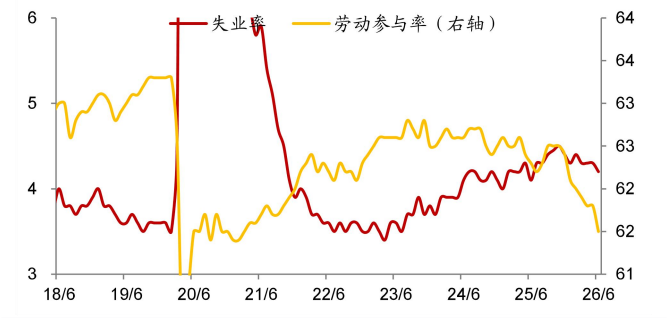
图表 2：美国各行业新增非农就业人数（万人）



数据来源：BLS，CEIC，华福证券研究所

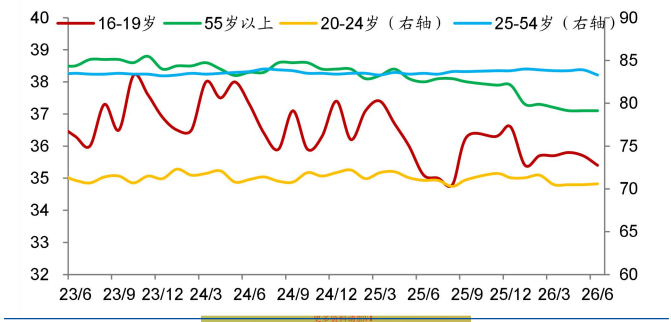
失业率数据持续失真。6 月失业率降至 4.2%，低于预期 4.3%，但主要由于劳动力供给大幅收缩所致，并非劳动力市场内生走强。从结构看，就业人口减少 50.7 万人，失业人口减少 21.3 万人，实际失业率由 4.30%降至 4.19%。从失业原因分解看，待业求职中人口减少 15.8 万人，主动离职人口减少 14 万人，表明大量人群正放弃求职退出劳动市场；被裁员而失业人口减少 1 万人，体现企业裁员意愿延续低迷。劳动参与率进一步降至 61.5%，不及预期 61.8%；同期就业率重新下降 0.2 个百分点至 59%，两项数据均创 2022 年以来新低。分年龄结构来看，核心适龄劳动力（25-54 岁）劳动参与率回落 0.6 个百分点至 83.3%，是拉低本月整体劳动参与率的核心拖累，指向劳动力供给基本面走弱，这不是积极的信号（或与美国移民政策有关）；青年群体（16-19 岁）参与率下降 0.3 个百分点至 35.4%，核心诱因来自 AI 产业带来的岗位替代效应；55 岁以上年长人口参与率持平于 37.1%，继续处在 2021 年 10 月以来低点，长期受人口老龄化趋势约束。

图表 3：美国失业率和劳动参与率（%）



数据来源：BLS，CEIC，华福证券研究所

图表 4：分年龄段劳动参与率（%）

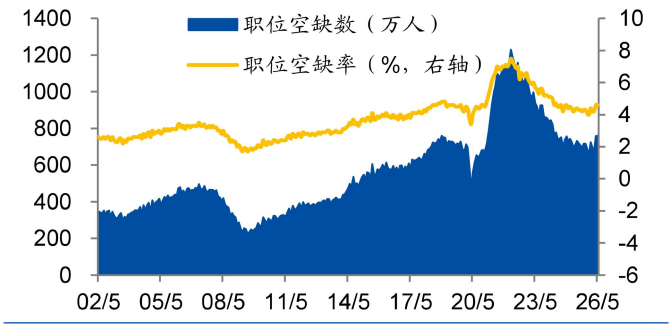


数据来源：Wind，华福证券研究所

劳动力市场供需格局逐步改善。5 月美国 JOLTS 职位空缺数继续回升至 759.4 万人，环比微增 0.9 万人，续创 2024 年下半年以来新高，职位空缺率持平至 4.6%，用工需求边际回暖。伴随招聘需求持续改善，5 月劳动力缺口（职位空缺数与失业人数差）延续低位回升，美国劳动力供需格局逐步改善。不过招聘端回暖能否传导至就业落地仍存不确定性，后续需持续跟踪非农新增就业的延续力度。

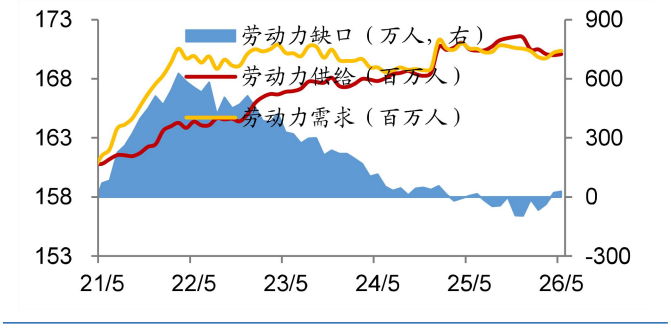
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5：美国职位空缺数



数据来源：CEIC，BLS，华福证券研究所

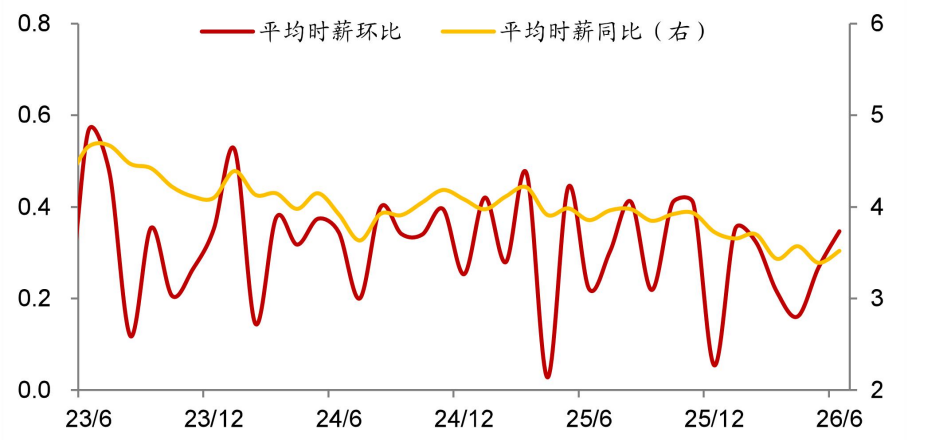
图表 6：美国劳动力供需缺口



数据来源：CEIC，BLS，华福证券研究所

名义薪资增速符合预期。6 月美国非农就业平均时薪环比增长 0.3%，与预期持平，前值 0.3%；同比增速反弹至 3.5%，符合预期，前值 3.4%。从近几个月的同环比数据来看，薪资增速表现相对温和，未形成薪资通胀压力。但考虑到居民储蓄率已跌至 2022 年 6 月以来最低水平，居民存量储蓄持续消耗，叠加近期美债利率走高抬升耐用品消费成本，利息支出持续挤占居民可支配收入，后续消费端或存在进一步回落风险。

图表 7：非农就业平均时薪环比和同比增速（%）

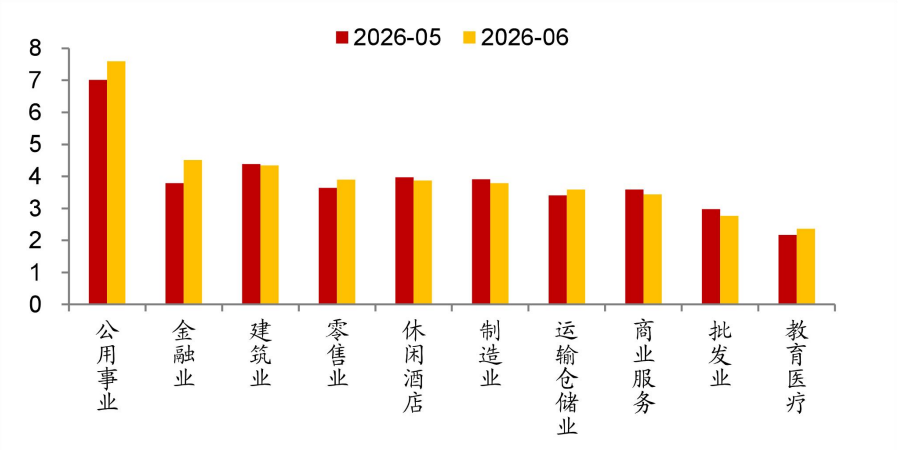


数据来源：BLS，CEIC，华福证券研究所

公用事业薪资增速进一步走高。分行业来看，6 月非农平均时薪同比增速延续分化。其中公用事业和金融业增速最高，同比分别增长 7.6%和 4.51%。批发业和教育医疗业薪资增速依旧最低，同比分别增长 2.77%和 2.37%。同比变化上看，本月金融业薪资增速反弹幅度最大，同比较上月增加了 0.72 个百分点。其次是公用事业和零售业。平均时薪增速放缓最大的行业是商业服务和教育医疗，同比分别减少 0.15 个百分点和 0.21 个百分点。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

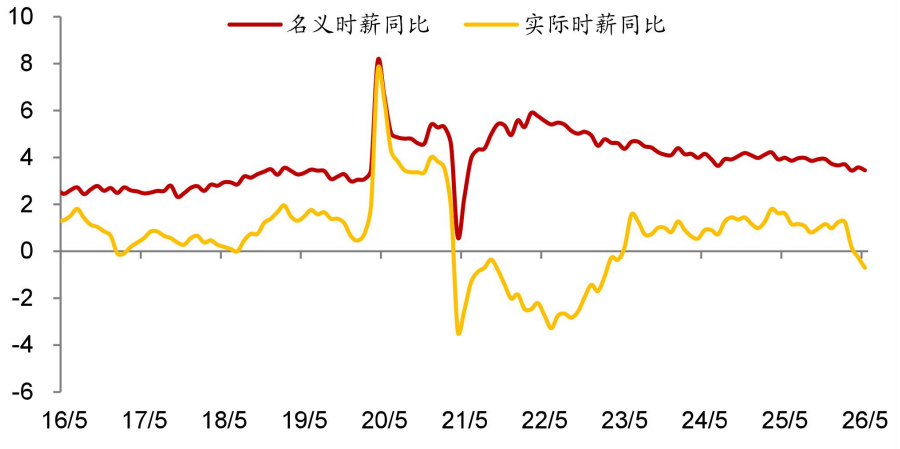
图表 8：美国各行业平均时薪同比增速（%）



数据来源：BLS，CEIC，华福证券研究所

实际薪酬增速降幅扩大。剔除物价水平后的工资增速，5 月美国实际时薪同比增长-0.7%，跌幅扩大，环比也连续三个月负增长。主要原因有两方面，一是美国名义薪资增长整体偏温和；另一方面，消费品价格持续上行推升通胀读数，5 月 PCE 物价指数同比升至 4.1%，较上期上行 0.3 个百分点。名义薪资温和增长叠加通胀再度反弹，双重因素共同侵蚀居民实际购买力，或对二季度居民实际消费形成压制。

图表 9：美国实际时薪同比增速（%）

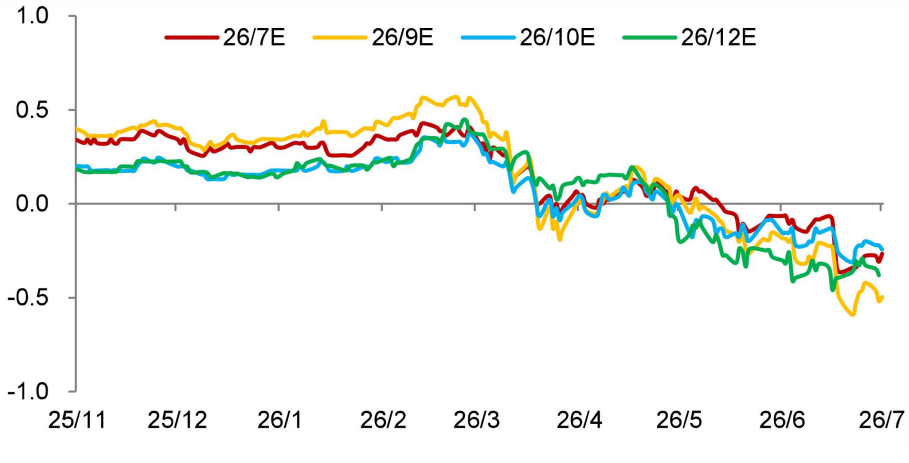


数据来源：CEIC，BLS，华福证券研究所

年内加息预期有所降温。本月就业数据呈现就业总量大幅下滑、失业率失真虚降以及薪资温和可控的组合，市场预计美联储年内加息概率由 72.9%降至 64.9%。资产价格方面，美股三大股指期货短线走高，美元指数大幅回落并创近两周最低；现货黄金大幅走高，价格重新站上 4100 美元/盎司关口；2 年期美债收益率下行 5 个 BP 至 4.13%，10 年期美债收益率下行 1.6 个 BP 至 4.47%，收益率曲线小幅陡峭，主因市场计价宽松预期。整体上看，此前美国劳动力市场强劲扩张告一段落；叠加国际油价回落至 70 美元/桶下方，沃什近期公开表态通胀风险有所缓和，若后续公布的 CPI 数据同步弱于市场预期，市场鹰派加息叙事或将进一步降温。但从中期维度看，AI 产业大规模资本投入有望抬高美国实际经济增速，以及催生新的通胀上行压力，驱动长端美债利率走高，该风险仍需持续关注。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10：市场预期美联储降息次数（次）



数据来源：CME，CEIC，华福证券研究所，1 次为 25bp。

风险提示：

美国通胀上行超预期。商品和服务通胀超预期走高；

美联储货币紧缩超预期。由于通胀上升超预期，美联储长期维持高政策利率；

美国经济下行超预期。美国消费和投资意外走弱。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所　上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn