

“大美丽法案”市场冲击或有限

——海外札记 20250707

研究结论

- 7月3日美国国会众议院以218票支持、214票反对的微弱优势获得通过特朗普推动的减税与支出法案。7月4日，特朗普正式签署《大美丽法案》。
- 市场担心大规模财政扩张法案，或再次造成以美债市场为起点的冲击。但我们认为法案在短期的市场影响有限：
- （1）法案已发酵两个月，期间美债期限溢价已在不断冲高，价格充分反映信息。可以回溯2017年《减税与就业法案》（TCJA）立法期间的市场交易节奏：收益率和期限溢价的上升从最终版立法冲刺开始，到总统签字生效见顶。
- （2）马上到来的发债潮大概率靠短债化解，不影响长债供需。市场也有对“美债收益率上升+金融市场流动性承压”造成系统性风险的担忧，我们认为风险并不大。美债发行策略导致长债供给稳定：美国财政部一直通过调节短债发行量调节供给压力，Q3融资扩张不影响长债市场。此外，截止2025年6月，美国金融体系流动性也较为充裕（银行准备金规模约3.3万亿美元，逆回购约5800亿美元），流动性风险可控。
- “大美丽法案”本身不会冲击我们对于美国经济基本面的基准情景判断（软着陆+去通胀）。（1）主要政策内容是已有政策的展期：因此法案测算规模很大（展期后vs不展期），政策实际的边际变化很小。（2）决定经济基本面的不止是财政：投资周期，由经济景气（投资回报率）、融资成本（货币政策周期）、政策不确定性共同影响。
- “大美丽法案”真正重要的地方在于长期影响。我们认为这种烧灯续昼式的财政扩张动作，将逼迫市场重建对美国财政周期“（新）常态”的理解（周期位置&中枢水平），这影响到长期美债收益率的中枢定价。
- 赤字率中枢上升：CRFB预测OBBA法案未来5年每年平均增加3750亿赤字，基于名义GDP增长假设，约合1.2%赤字率上升幅度，则未来五个财年赤字率升至6.4%-7.1%。我们认为，相比5%、6%、还是7%，法案带来的真正质变是迫使市场建立美国财政周期“新常态”的认知。财政不会均值回归，而是中枢抬升。
- 美债重定价已经开始，尚未结束。围绕财政政策（债务供给）对美债收益率定价影响实证研究，一般认为1%GDP供给冲击（10y等价），对应约7-10bp的10年期美债期限溢价（也即收益率）抬升。过去十年，投资者持续在美债收益率里获得低于财政的溢价补偿。立法启动后，10y期限溢价升至10年新高。我们预计期限溢价有望升至1.16%（关税对冲）-1.3%（仅OBBA法案），仍有30-40bp交易空间。
- 推演政策应对：“宾夕法尼亚方案”。美债长期供给上升+海外需求下降=增加国内需求对冲。政策面采取相应行动的可能性上升，“宾夕法尼亚方案”即是围绕未来相关政策预期的叙事。美债内部化：美债收益率（相对）下降、美元贬值、套息交易范式转换（汇率对冲）、美元资产替代强化（利好非美资产）。
- 当前位置预计仍是美债收益率短周期高位。我们的美债定价模型（基本面（增长、通胀、就业）+供需面（中长期债券发行、美联储资产负债表））显示，当前10y美债收益率fair value约4.1%。当前收益率水平高于公允定价。美债收益率的中枢大概率将会抬升，同时我们也倾向当前位置仍是短周期里的美债收益率高点。两者并不矛盾。美债市场未来一段时间核心变量是经济基本面、货币政策。方向为去通胀、软着陆、降息重启、收益率下行。

风险提示 经济基本面不确定性。政策不确定性。地缘政治形势走向的不确定性。

报告发布日期

2025年07月10日

证券分析师

王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
吴泽青	wuzeqing@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524100001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

相关报告

风险事件预计进入频发窗口，但市场走强趋势未必逆转：——海外札记 20250630	2025-07-02
美元短期反弹，并不意味着趋势反转：——海外札记 20250623	2025-06-26
后关税交易：宏观叙事和市场方向的重定位：——海外宏观中期展望	2025-06-16

目 录

“大美丽法案”短期冲击有限，关键在于长期影响	4
“大美丽法案”：核心政策和政策规模	4
“大美丽法案”不会再次造成类似 4 月的美债市场暴跌	5
“大美丽法案”本身不会冲击我们对于美国经济基本面的基准情景判断	6
“大美丽法案”真正重要的地方在于长期影响	7
市场表现整体乐观（20250628-20250705）	10
数据与事件回顾	12
非农数据超预期，但就业放缓趋势未改变	12
风险提示	14

图表目录

图 1：法案预计将增加赤字约 4.1 万亿美元	4
图 2：削减开支集中在健康、教育、劳动、农业等行业	4
图 3：法案发酵期间美债收益率已在不断冲高（%）	5
图 4：美国财政部当前策略是调节短债发行，熨平融资波动	5
图 5：目前美国金融体系流动性仍然充足，短债增发难以造成流动性危机。流动性收紧可能对资产价格产生边际上的压力（十亿美元）	6
图 6：除 CEA 外，中立机构预期未来 10 年法案带来-0.1%到 1.1%的额外经济增长	6
图 7：中立机构预期法案不带来长期经济增长的提振	6
图 8：2017 税改后，企业投资环比年率仅 18Q1 高企，随后全年持续放缓（%）	7
图 9：CRFB 预计未来五个财年赤字率将升至 6.4%-7.1%	8
图 10：投资者持续在美债收益率里获得低于财政的溢价补偿（%）	8
图 11：海外官方的美债需求对美债期限溢价波动影响较大（百万美元）	9
图 12：当前美债收益率水平仍高于公允定价（%）	10
图 13：行情复盘（%）	10
图 14：全球大类资产月度涨跌幅排序（%）	11
图 15：6 月美国非农数据超预期	12
图 16：新增就业集中在教育医疗业、休闲酒店业和政府（千人）	13
图 17：政府新增就业来自州政府和地方政府就业（千人）	13
图 18：ADP 就业萎缩（人）	14
图 19：续请失业金人数持续上升（千人）	14

“大美丽法案” 短期冲击有限，关键在于长期影响

7月3日美国国会众议院以 218 票支持、214 票反对的微弱优势获得通过特朗普推动的减税与支出法案。7月4日，特朗普正式签署《大美丽法案》。

“大美丽法案”：核心政策和政策规模

核心政策内容概括：

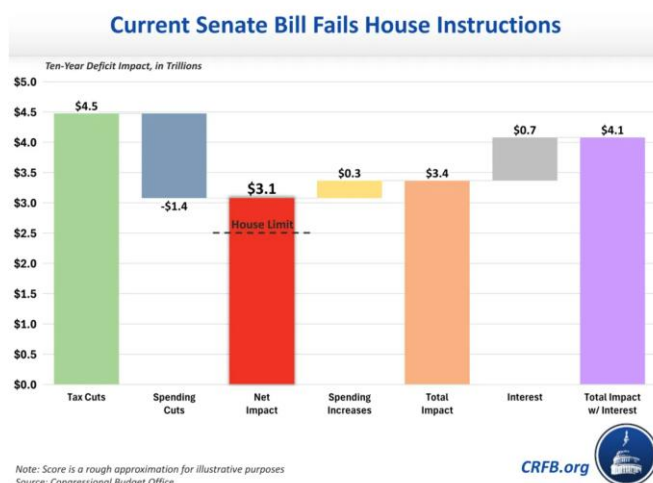
-扩张方向：延长&新增减税、增加国防/移民支出、提高债务上限。

-收缩方向：削减医疗保障支出、社会福利支出、新能源补贴支出。

规模：

法案预计在未来十年减税~4.5 万亿美元，减少支出~1.4 万亿美元，增加支出~0.3 万亿美元，合计增加赤字~4.1 万亿美元的财政扩张方案。

图 1：法案预计将增加赤字约 4.1 万亿美元



数据来源：CRFB，东方证券研究所

图 2：削减开支集中在健康、教育、劳动、农业等行业

委员会（政策领域）	核心政策	规模（亿美元，增加赤字，FY2025-2034）
健康、教育、劳动与养老金	收紧助学金、学生贷款、养老金，扩大学徒制与职业培训资金	-2780
农业	限制 SNAP 福利增长、削减农场贷款补贴、简化农产品补贴结构	-1200
能源和自然资源	大幅放松能源项目许可、取消清洁能源激励、扩大石油与天然气租赁	-270
环境与公共工程	削减排放减缓资金、停止清洁校车计划、限制 EPA 对温室气体的管制	-30
银行	削减消费者金融保护局 (CFPB) 预算、终止气候相关金融监督计划	-20
商业、科学与交通	缩减科技与交通投资、终止电动车与气候创新资助	-440
司法	移民执法	90
国土安全与政府事务	强化边境墙建设预算、提高移民拘留能力、削减 FEMA 气候适应项目资金	1290
国防军事	军队设施升级、提高军人工资和住房津贴	1500
融资	延长减税政策、取消绿色能源税收抵免、削减 IRS 预算	35500
直接规模合计		33640
政策交互+利息		7030
总计		40670

数据来源：CRFB，东方证券研究所

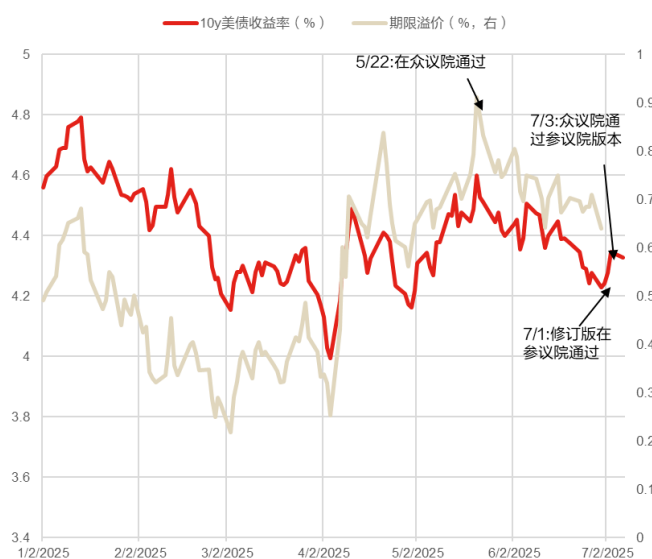
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

“大美丽法案” 不会再次造成类似 4 月的美债市场暴跌

该法案已经立法通过，过程当中美债波澜不惊，原因主要包括：

- 1) **法案已发酵两个月，期间美债期限溢价已在不断冲高，价格充分反映信息。**可以回溯 2017 年《减税与就业法案》（TCJA）立法期间的市场交易节奏：收益率和期限溢价的上升从最终版立法冲刺开始，到总统签字生效见顶。

图 3：法案发酵期间美债收益率已在不断冲高（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

- 2) **马上到来的发债潮大概率靠短债化解，不影响长债供需。**市场也有对“美债收益率上升+金融市场流动性承压”造成系统性风险的担忧，我们认为风险并不大。美债发行策略导致长债供给稳定：美国财政部一直通过调节短债发行量调节供给压力。长债增发很少出现（特别在 23Q3 的暴跌之后），意味着 2025 年 Q3 融资扩张不影响长债市场。此外，截止 2025 年 6 月，美国金融体系流动性也较为充裕（银行准备金规模约 3.3 万亿美元，逆回购约 5800 亿美元），流动性风险可控。

图 4：美国财政部当前策略是调节短债发行，熨平融资波动

Sources of Privately-Held Financing in FY25 Q3

April - June 2025	
Assuming Constant Coupon Issuance Sizes ¹	
Treasury Announced Net Marketable Borrowing ²	514
Net Coupon Issuance	507
Implied Change in Bills ³	7

Sources of Privately-Held Financing in FY25 Q4

July - September 2025	
Assuming Constant Coupon Issuance Sizes ¹	
Treasury Announced Net Marketable Borrowing ²	554
Net Coupon Issuance	467
Implied Change in Bills ³	87

Security	April - June 2025 Coupon Issuance			Fiscal Year-to-Date Coupon Issuance			Security	July - September 2025 Coupon Issuance			Fiscal Year-to-Date Coupon Issuance		
	Gross	Maturing	Net	Gross	Maturing	Net		Gross	Maturing	Net	Gross	Maturing	Net
2-Year FRN	86	68	18	258	204	54	2-Year FRN	86	72	14	344	276	68
2-Year	207	126	81	621	377	244	2-Year	207	127	80	828	504	324
3-Year	174	134	40	522	449	73	3-Year	174	121	53	696	570	126
5-Year	210	125	85	630	321	309	5-Year	210	137	73	840	458	382
7-Year	132	64	68	396	202	194	7-Year	132	65	67	528	267	261
10-Year	120	50	70	360	163	197	10-Year	120	51	69	480	213	267
20-Year	42	0	42	126	0	126	20-Year	42	0	42	168	0	168
30-Year	69	0	69	207	7	200	30-Year	69	3	66	276	10	266
5-Year TIPS	48	32	16	94	71	23	5-Year TIPS	0	0	0	94	71	23
10-Year TIPS	18	0	18	73	40	33	10-Year TIPS	38	44	(6)	111	84	27
20-Year TIPS ⁴	0	0	0	0	27	(27)	20-Year TIPS ⁴	0	0	0	0	27	(27)
30-Year TIPS	0	0	0	9	0	9	30-Year TIPS	8	0	8	17	0	17
Coupon Subtotal	1,106	599	507	3,296	1,861	1,434	Coupon Subtotal	1,086	619	467	4,382	2,480	1,901

数据来源：美国财政部，东方证券研究所

图 5：目前美国金融体系流动性仍然充足，短债增发难以造成流动性危机。流动性收紧可能对资产价格产生边际上的压力（十亿美元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

“大美丽法案” 本身不会冲击我们对于美国经济基本面的基准情景判断

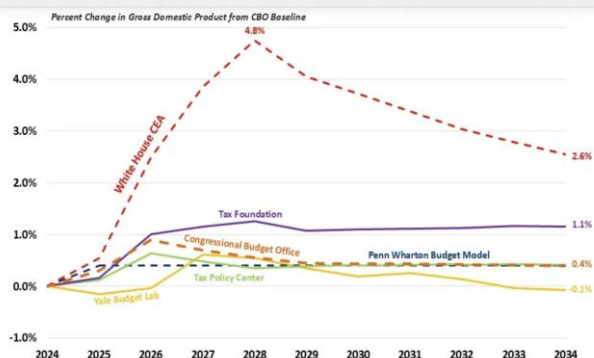
中立机构普遍预计法案对经济增长形成非常温和的上行影响，普遍预期未来 10 年法案带来-0.1%到 1.1%的额外经济增长。

图 6：除 CEA 外，中立机构预期未来 10 年法案带来-0.1%到 1.1%的额外经济增长

图 7：中立机构预期法案不带来长期经济增长的提振

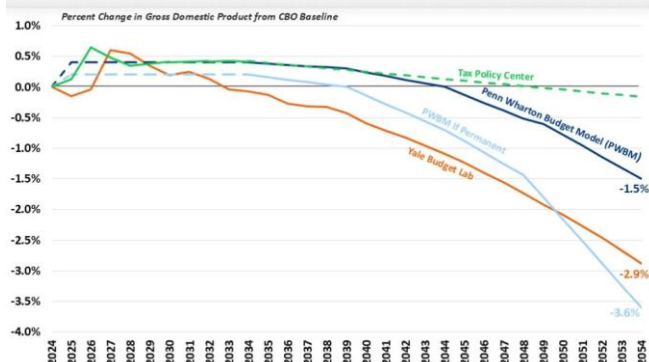
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

CEA Overstates Growth from OBBBA



数据来源：CRFB，东方证券研究所

OBBBA Would Likely Reduce Long-Term Output



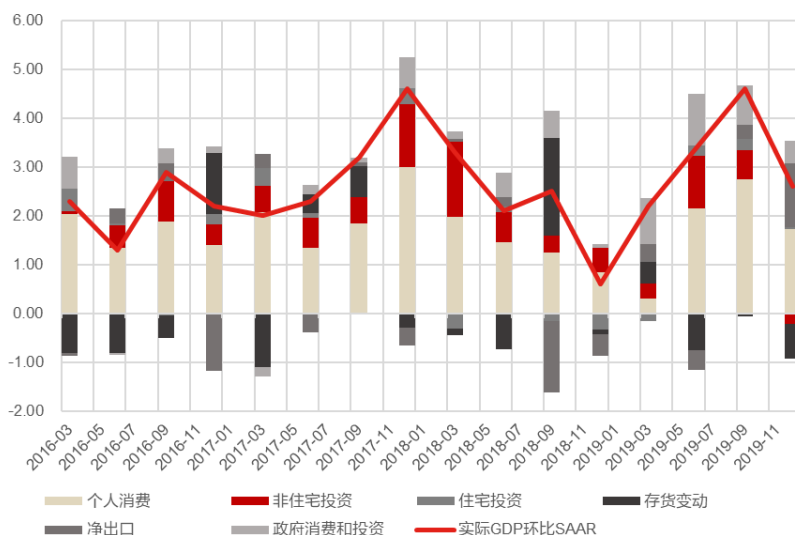
数据来源：CRFB，东方证券研究所

“大美丽法案”本身不会冲击我们对于美国经济基本面的基准情景判断（软着陆+去通胀），主要原因在于：

（1）主要政策内容是已有政策的展期：因此法案测算规模很大（展期后 vs 不展期（税率加上去）），政策实际的边际变化很小。

（2）决定经济基本面的不止是财政：投资周期，由经济景气（投资回报率）、融资成本（货币政策周期）、政策不确定性共同影响。例如2018年美国企业资本开支周期下行，减税法案对经济拉动有限。

图 8：2017 税改后，企业投资环比年率仅 18Q1 高企，随后全年持续放缓（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

“大美丽法案”真正重要的地方在于长期影响

我们认为这种烧灯续昼式的财政扩张动作，将逼迫市场重建对美国财政周期“（新）常态”的理解（周期位置&中枢水平），这影响到长期美债收益率的中枢定价。

赤字率中枢上升：CBO和CRFB基准预测（2025.3）为基准，未来五个财年赤字率在5.2%-5.9%。

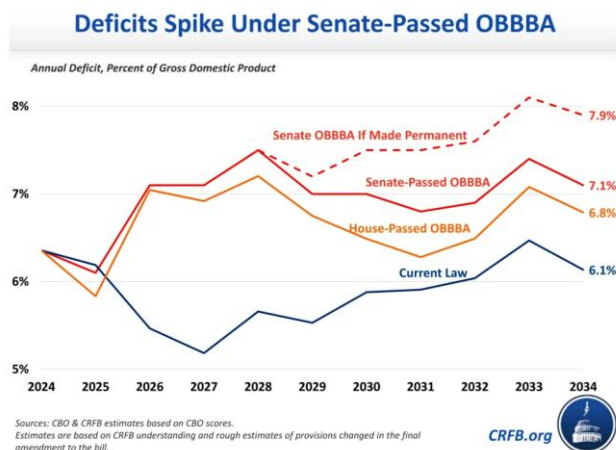
OBBBA 法案未来 5 年每年平均增加 3750 亿赤字，基于名义 GDP 增长假设，约合 1.2%赤字率上

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

升幅度，则未来五个财年赤字率升至 6.4%-7.1%。如果假设关税收入的下限增量，则合 0.5%赤字率上升，未来五个财年赤字率升至 5.7%-6.4%。

我们认为，相比 5%、6%、还是 7%，法案带来的真正质变是迫使市场建立美国财政周期“新常态”的认知。财政不会均值回归，而是中枢抬升。

图 9：CRFB 预计未来五个财年赤字率将升至 6.4%-7.1%



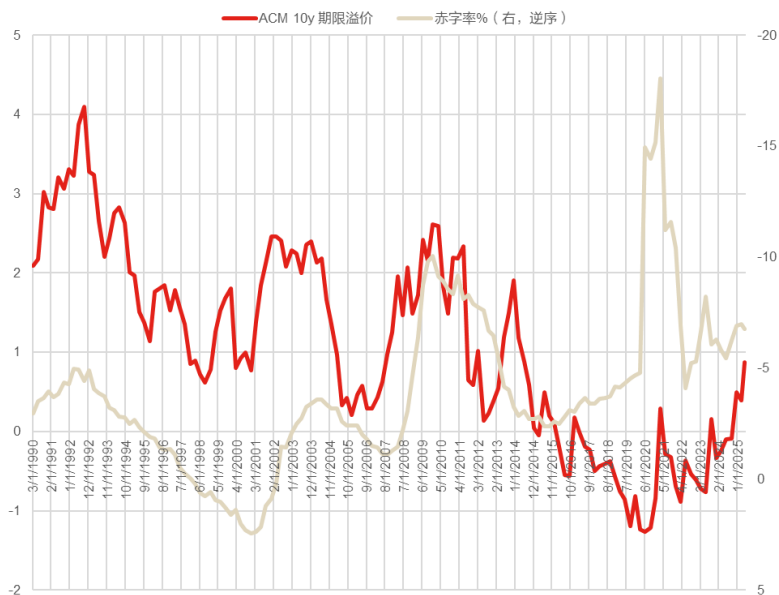
数据来源：CRFB，东方证券研究所

美债重定价已经开始，尚未结束

围绕财政政策（债务供给）对美债收益率定价影响实证研究，一般认为 1%GDP 供给冲击（10y 等价），对应约 7-10bp 的 10 年期美债期限溢价（也即收益率）抬升。

过去十年，投资者持续在美债收益率里获得低于财政的溢价补偿。这是“美国例外论”的典型资产价格现象之一。立法启动后，10y 期限溢价升至 10 年新高。我们预计期限溢价有望升至 1.16%（关税对冲）-1.3%（仅 OBBA 法案），仍有 30-40bp 交易空间。

图 10：投资者持续在美债收益率里获得低于财政的溢价补偿（%）



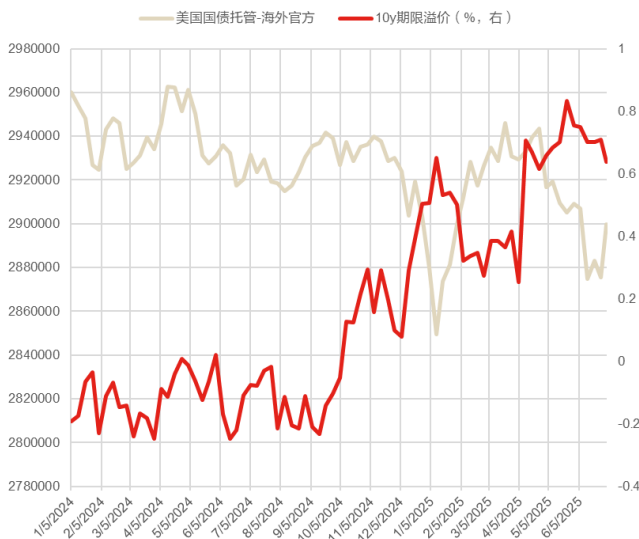
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

推演政策应对：“宾夕法尼亚方案”

美债长期供给上升+海外需求下降=增加国内需求对冲。政策面采取相应行动的可能性上升，“宾夕法尼亚方案”（通过推动美债从海外回流国内、引导银行和储户多买长期国债等手段减少对外国资本的依赖，建立资本内循环的融资体系）即是围绕未来相关政策预期的叙事。

美债内部化意味的资产含义包括：美债收益率（相对）下降、美元贬值、套息交易范式转换（汇率对冲）、美元资产替代强化（利好非美资产）。

图 11：海外官方的美债需求对美债期限溢价波动影响较大（百万美元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

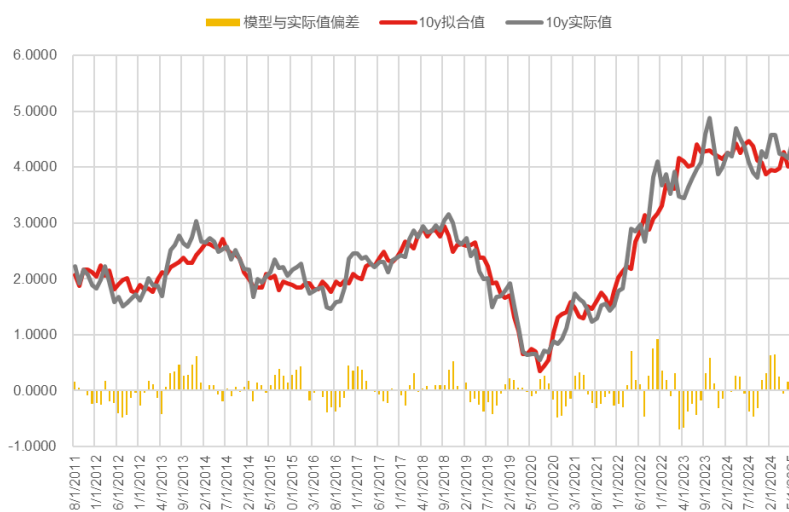
当前位置预计仍是美债收益率短周期高位。

我们的美债定价模型（基本面（增长、通胀、就业）+供需面（中长期债券发行、美联储资产负债表））显示，当前 10y 美债收益率 fair value 约 4.1%。当前收益率水平高于公允定价。

美债收益率的中枢大概率将会抬升，同时我们也倾向当前位置仍是短周期里的美债收益率高点。两者并不矛盾。

美债市场未来一段时间核心变量是经济基本面、货币政策。方向为去通胀、软着陆、降息重启、收益率下行。

图 12：当前美债收益率水平仍高于公允定价（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

市场表现整体乐观（20250628-20250705）

20250628-20250705，市场对于关税协议、经济基本面情绪较为乐观，美股标普 500 指数和纳斯达克指数继续上涨，均创下历史收盘新高，纳指收涨 1.62%、标普 500 收涨 1.72%。降息预期在升温之后有所调整，主要是超预期的非农数据削弱市场对联储短期降息的预期，美债收益率走高。美元指数继续疲软，收跌 0.28%。

本周油价小幅回升，布油+2.56%，带动商品价格普遍回升，黄金+4.2%。

图 13：行情复盘（%）

	期间 20250628-20250705	近一个月 20250605-20250705	YTD 20241231-20250705
COMEX黄金连续	4.20	0.78	30.84
ICE布油连续	2.56	5.63	-7.41
道琼斯工业指数	2.30	5.66	5.30
比特币	2.00	3.94	15.47
罗素3000指数	1.84	5.24	6.03
费城半导体指数	1.84	12.19	12.35
标普500	1.72	5.17	6.30
纳斯达克指数	1.62	5.86	5.72
沪深300	1.54	2.93	-0.42
上证指数	1.40	2.85	1.91
MSCI发达市场	1.31	4.03	9.21
MSCI全球	1.20	4.14	9.71
COMEX白银连续	1.11	6.14	25.03
中证1000	0.56	3.09	2.71
欧元兑美元	0.51	3.12	13.16
英国富时100	0.27	0.25	8.64
美国企业债指数	0.27	1.39	3.96
MSCI新兴市场	0.25	5.05	14.21
NYMEX天然气连续	0.24	0.86	-4.78
中国国债总全价指数	0.18	0.59	0.14
LME铝连续	0.10	4.61	1.82
CRB商品指数	0.06	1.14	1.08
法国CAC40	0.06	-1.39	5.23
中国企业债总全价指数	0.02	0.03	-0.75
美元兑在岸人民币	0.00	0.00	-0.62
长期美债	-0.11	0.95	2.02
美元兑离岸人民币	-0.12	-0.10	-2.05
美元兑日元	-0.12	1.23	-7.88
美债全收益指数	-0.25	0.60	3.19
LME铜连续	-0.26	2.40	10.57
美元指数	-0.28	-1.85	-10.23
中期美债	-0.29	0.52	3.49
科创50	-0.35	-0.13	-3.51
英镑兑美元	-0.54	0.64	8.69
美元兑瑞郎	-0.60	-2.95	-12.12
韩国KOSDAQ	-0.74	3.41	14.39
印度SENSEX30	-0.74	3.01	6.63
日经225	-0.85	5.47	-0.21
德国DAX	-1.02	-2.01	19.48
恒生指数	-1.52	1.11	19.33
恒生科技	-2.34	-0.05	15.90

数据来源：wind，东方证券研究所

图 14：全球大类资产月度涨跌幅排序（%）

2025-07-05	2025-06-30	2025-05-31	2025-04-30	2025-03-31	2025-02-28	2025-01-31	2024-12-31	2024-11-30	2024-10-31	2024-09-30	2024-08-29	2024-07-31	2024-06-28
黄金	纳指	纳指	欧债	黄金	港股	欧股	日股	标普500	A股	日债	日债	黄金	纳指
4.2	6.23	9.46	6.93	9.03	13.43	8.58	4.03	3.76	6.23	4.88	6.91	6.71	5.95
布油	日股	标普500	黄金	铜	美债	黄金	港股	纳指	布油	美债	港股	日债	标普500
2.56	5.35	6.31	5.94	3.41	5.18	8.15	3.58	3.28	3.52	3.96	4.61	4.93	4.30
标普500	布油	日股	日债	欧债	欧股	布油	欧股	A股	美元	美国信用	黄金	美债	日股
1.72	5.18	5.93	5.26	1.94	3.43	3.39	2.89	1.84	3.46	1.90	4.19	4.24	4.02
纳指	标普500	港股	国债	布油	铜	标普500	布油	美债	黄金	黄金	美债	欧债	布油
1.62	4.95	5.82	1.36	1.55	2.55	2.26	2.82	-1.82	3.22	1.79	3.87	3.18	3.62
A股	MSCIem	MSCIem	纳指	日债	A股	铜	国债	美元	国债	欧债	铜	美国信用	MSCIem
1.4	4.5	4.64	0.71	-0.18	2.16	1.73	2.18	1.59	0.59	1.66	3.34	2.36	2.66
欧债	铜	欧股	美国信用	美国信用	美国信用	MSCIem	美元	美国信用	纳指	国债	欧债	国债	美债
0.26	3.24	3.97	-0.03	-0.29	2.04	1.39	2.18	1.34	-0.13	1.05	3.22	0.80	2.44
MSCIem	欧债	A股	标普500	国债	日债	港股	A股	国债	标普500	纳指	标普500	标普500	美国信用
0.25	3.17	1.85	-0.21	-0.58	1.96	0.92	1.7	0.88	-0.57	0.96	2.86	0.72	1.06
国债	美债	铜	MSCIem	美债	欧债	日债	纳指	日债	标普500	欧股	MSCIem	美元	1.04
0.18	2.5	0.6	-0.7	-0.89	1.03	0.8	1.31	0.67	-1.53	0.61	2.59	0.27	0.84
日债	A股	美元	美债	A股	黄金	纳指	黄金	布油	日股	美国信用	A股	国债	欧债
-0.1	2.41	0.23	-1.09	-1.54	0.78	0.72	-0.02	-0.1	-1.88	0.14	2.42	-0.24	-0.38
美国信用	港股	美国信用	A股	MSCIem	MSCIem	美国信用	MSCIem	欧债	美国信用	美元	MSCIem	欧股	黄金
-0.21	2.12	-0.01	-2.16	-2.01	0.14	0.55	-0.39	-0.27	-2.43	-0.26	2.18	-0.60	-1.25
铜	美国信用	欧债	日股	港股	美元	国债	美国信用	欧股	欧债	MSCIem	纳指	日股	欧股
-0.26	1.87	-0.08	-2.4	-2.52	-0.54	0.5	-1.94	-1.67	-4.3	-1.16	2.15	-1.45	-1.77
美元	国债	国债	欧股	美元	国债	美元	标普500	日股	铜	港股	布油	纳指	日债
-0.28	0.55	-0.6	-3.21	-2.88	-0.98	0.45	-1.95	-2.72	-4.36	-2.35	0.88	-1.77	-2.42
欧股	日债	黄金	美元	欧股	标普500	美债	铜	MSCIem	MSCIem	欧股	国债	美元	日债
-0.69	0.53	-0.61	-4.22	-4.1	-1.92	0.42	-2.45	-4.26	-4.68	-2.46	0.06	-1.77	-2.81
日股	黄金	布油	港股	标普500	布油	欧债	欧债	黄金	欧股	A股	日股	港股	港股
-0.85	-0.86	-1.06	-5.58	-4.26	-3.7	0.2	-3.42	-4.53	-4.73	-4.22	-0.42	-2.10	-2.81
美债	欧股	日债	铜	纳指	纳指	日股	日债	港股	美债	日股	A股	铜	A股
-1.03	-1.26	-2.36	-6.84	-6.71	-4.24	-0.81	-4.36	-4.7	-5.21	-4.64	-1.95	-2.90	-4.02
港股	美元	美债	布油	日股	日股	A股	美债	铜	日股	布油	美元	布油	铜
-1.52	-2.61	-2.87	-16.11	-6.9	-5.97	-4.6	-5.32	-5.48	-6.41	-9.31	-2.96	-4.90	-5.42

数据来源：Wind，东方证券研究所

数据与事件回顾

非农数据超预期，但就业放缓趋势未改变

7月3日美国劳工部公布的6月美国非农数据超预期：新增非农就业人数14.7万人，大幅高于预期10.6万人；时薪增速环比录得0.2%。失业率降至4.1%，低于前值4.2%和预期值4.3%；劳动参与率下降至62.3%。

结构方面，贡献就业主力为教育医疗业、休闲酒店业和政府，本月分别新增5.1万人、2万人和7.3万人，政府新增就业大幅增加主要来自州政府和地方政府就业，分别新增4.7万人和3.3万人，联邦政府就业仍受到DOGE裁员影响，6月减少0.7万人。建筑业、运输仓储业新增就业略有回暖，分别新增1.5万人和0.8万人。拖累项中，制造业就业规模萎缩0.7万人，批发业就业减少0.7万人。

总体来看，剔除州和地方政府新增就业影响，美国就业市场仍符合降温的趋势。近期特朗普政府驱逐非法移民的执法力度明显加强，劳动力人口和劳动参与率近两个月出现明显回落，严苛的移民政策可能继续在供给端对就业市场形成一定支撑，压低失业率，使得数据显示出额外表现韧性。

图 15：6 月美国非农数据超预期

	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01
雇主调查						
新增非农就业人数 (千人)	147	144	158	120	102	111
私人	74	137	133	114	107	79
政府	73	7	25	6	-5	32
平均每工时	34.2	34.3	34.3	34.3	34.2	34.1
平均时薪 (环比, %)	0.22	0.39	0.17	0.33	0.20	0.42
家庭调查						
失业率 (%)	4.1	4.2	4.2	4.2	4.1	4
劳动力参与率 (%)	62.3	62.4	62.6	62.5	62.4	62.6

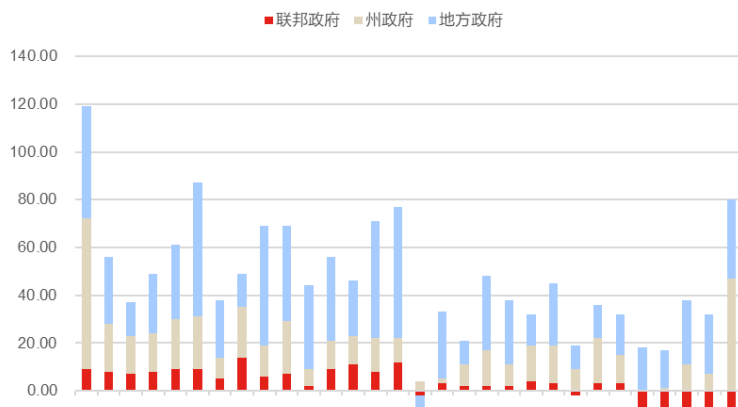
数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 16: 新增就业集中在教育医疗业、休闲酒店业和政府 (千人)

NFP规模占比		2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07
100.0%	总计	147	144	158	120	102	111	323	261	44	240	71	88
85.2%	私人	74	137	133	114	107	79	287	244	-1	208	33	40
13.6%	商品	6	-4	2	5	24	-11	4	28	-50	32	-18	12
0.4%	采矿业	-2	-3	2	-1	4	-3	-1	2	-1	2	-1	0
5.2%	建筑业	15	6	0	5	12	-3	15	6	1	30	23	11
8.0%	制造业	-7	-7	0	1	8	-5	-10	20	-50	0	-40	1
71.6%	服务	68	141	131	109	83	90	283	216	49	176	51	28
3.9%	批发业	-7	4	1	-5	7	-4	13	5	6	7	4	8
9.8%	零售业	2	-7	5	16	-4	36	34	-14	-7	14	-13	-15
4.2%	运输仓储业	8	5	-8	-21	18	21	34	28	-9	7	2	0
0.4%	公用事业	1	3	-1	2	1	1	-1	0	-1	3	1	0
1.8%	信息业	3	5	1	-2	0	-4	17	5	-7	0	-7	-17
5.8%	金融活动	3	10	5	3	15	14	12	16	3	5	6	-3
14.2%	专业和商务服务	-7	0	27	-11	15	-35	36	37	-34	-16	-32	-16
17.1%	教育和医疗服务	51	83	85	65	65	62	83	73	87	98	65	61
10.7%	休闲和酒店业	20	29	18	45	-34	-14	47	54	9	51	26	9
3.8%	其他服务业	-5	10	-3	17	0	13	7	12	1	7	0	1
14.8%	政府	73	7	25	6	-5	32	36	17	45	32	38	48

数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 17: 政府新增就业来自州政府和地方政府就业 (千人)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

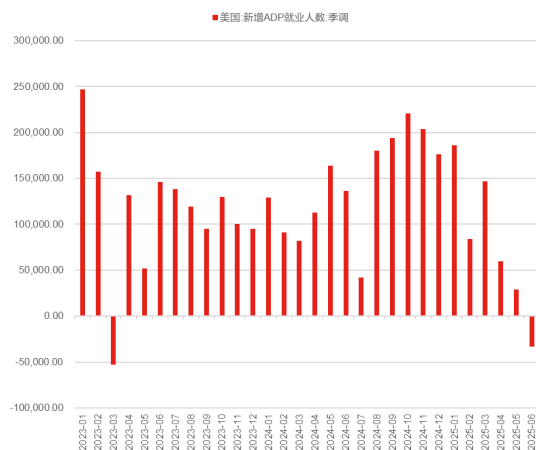
本周公布的其它就业数据提示超预期走弱风险——

美国大小非农数据出现分歧。7月2日公布的ADP报告显示,6月私营部门就业减少3.3万人,较前值新增3.7万个就业岗位进一步恶化,为近两年以来首次出现就业岗位下降。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

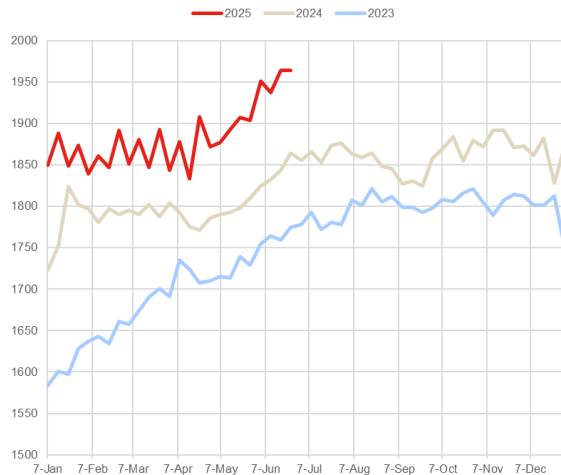
续请失业金人数维持高位。美国劳工部最新数据显示，截至 6 月 28 日当周，续请失业金人数维持在 196.4 万人的高位，5 月以来续请失业金人数持续上升。

图 18: ADP 就业萎缩 (人)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 19: 续请失业金人数持续上升 (千人)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

风险提示

经济基本面走向的不确定性。若美国经济基本面中就业、消费等环节出现非线性恶化，美国经济硬着陆带动全球陷入衰退，恐慌情绪蔓延，市场或转向衰退交易。

政策不确定性。根据其第一任期经验，特朗普政府的政策节奏、幅度仍具有较大的不确定性，不能够完全排除后续关税谈判等方面的变化。

地缘政治形势走向的不确定性，影响风险偏好和商品价格。中东地缘冲突后续走向仍然具有不确定性，地缘政治风险短期无法消退，需要密切跟踪地缘政治局势变化对于全球能源供需结构、宏观经济环境的影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。