

宏观点评 20260703

6月非农:极低的反馈率&存疑的数据质量——2026年6月美国非农就业数据点评

2026年07月03日

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书: S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书: S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王茁

执业证书: S0600526010001

wangzhuo@dwzq.com.cn

■ **核心观点:** 6月美国非农就业大幅逊于预期, 失业率意外回落。数据结构的**变化**有两点“异常”: ①新增非农就业的走低主要受餐饮酒店、地方政府非教育部门的负增长拖累, 二者彻底回吐了5月的“世界杯脉冲”叙事; ②失业率的走低主要来自劳动力供给的意外减少, 其中25-54岁群体劳动参与率下行幅度最大。我们认为, 6月非农就业和劳动力供给的结构异常并无基本面逻辑支撑, 更可能来自统计扰动: 6月非农问卷反馈率录得2024年10月以来的新低。持续过低的初次问卷反馈率意味着, 美国就业数据质量差、波动大、修正宽的问题仍然存在。就策略启示而言, 尽管6月数据的异常需要警惕其后续被上修的风险, 但也确实缓解了此前市场对于“美国经济数据超预期→美联储加息的预期迟迟不能被证伪”的担忧。向前看, 我们预期美国经济K型现状、美联储年内难加息的预期将在三季度被不断强化, 这也意味着当前市场定价的全年1.21次/30bps加息预期将被逐步清零, 对应2年美债利率30bps的回落幅度和黄金≤600美元的上涨。

■ **6月非农:** 新增就业大幅不及预期, 失业率意外回落。美国6月新增非农5.7万, 较预期的11.3万低1.8x标准差, 前值由17.2万下修至12.9万, 前两个月累计下修7.4万, 3个月新增非农就业均值从16.4万(修正前为18.8万)下修至11.1万。失业率意外回落至4.19%, 前值和预期4.30%; 劳动参与率从61.8%大幅回落至61.5%; 时薪环比+0.3%, 同比+3.5%, 均持平预期。新增非农大幅不及预期、前值下修、失业率因供给走低的组合令市场交易“经济&加息预期的降温”, 年内加息预期从1.45次降至1.2次, 美债利率&美元指数走低, 黄金&有色金属走高。与此同时, 加息预期降温导致美股风格切换, 医疗&贵金属板块走高, 半导体&电子板块走低。

■ **就业结构:** 上月休闲&餐旅与地方政府的增量就业几乎全部回吐, 行业结构重回高度集中化。企业端, 从行业结构看, 6月新增就业最大的拖累项来自休闲&餐旅行业, 就业由上月的增加4万(修正后)转为减少6.1万, 其中, 住宿和餐饮就业分别减少2.2万和3.3万; 其次是地方政府, 6月就业岗位由上月的增加2.8万降至0.3万, 其中非教育部门新增就业岗位从上月的2.8万回落至0.3万。二者均表明, 5月与世界杯相关的就业提振几乎全部回吐。这一变化下, 6月新增就业岗位重回由教育和医疗保健行业主导的局面(新增非农5.7万, 其中教育医保贡献6.9万); 剔除医疗保健后, 就业延续疲软。与此同时, 6月信息技术行业的裁员延续, 但由于其在总就业岗位中仅占比1.7%, 对总体就业趋势的影响不大。

■ **供需结构:** 失业率的走低主要来自劳动力供给的收缩。从居民调查和失业率来看, 本月失业率的意外走低几乎完全来自劳动参与率的下降, 其中主要以中青年为主。6月失业率录得4.19%, 前值和预期4.30%。但失业率下降并非来自需求改善, 而是供给恶化: 根据居民调查, 6月新增非劳动力83.2万, 其中11.2万来自自然人口的增长, 72万来自劳动力减少, 因此劳动参与率从61.82%下行至61.55%; 在减少的83.2万劳动力中, 有50.7万来自就业人口的减少, 21.3万来自失业者的减少, 因此就业率从59.18%回落至58.97%, 失业率从4.30%回落至4.19%。换言之, 6月失业率的减少来自劳动力相对于居民调查就业更大的收缩, 属于供给收缩型的失业率下行。

■ **展望与策略启示:** 6月非农就业数据缓解了年内加息叙事, 当前的加息预期在三季度有望进一步消退。总结来看, 6月非农就业和失业率的结构变化有两点“异常”: ①非农方面, 新增非农走低主要受餐饮酒店、地方政府非教育部门的负贡献拖累, 二者彻底回吐了5月的“世界杯脉冲”叙事; ②失业率方面, 失业走低主要来自劳动力供给的意外减少, 其中25-54岁群体劳动参与率下行幅度最大, 尤其是大学以下学历群体。

相关研究

《纳斯达克100ETF, 6月复盘与7月展望》

2026-07-02

《每周宏观经济和资产配置研判——20260629》

2026-06-29

我们认为，6月非农就业和劳动力供给的结构异常并无基本面逻辑支撑，更可能来自统计扰动：6月非农问卷反馈率录得54.4%，是2024年10月47.4%以来的新低。极低的反馈率让样本数据的范围也非常宽，本次非农的90%置信区间是[-6.5, 17.9]万。持续过低的初次问卷反馈率意味着，美国就业数据质量差、波动大、修正宽的问题仍然存在，这也是为何沃什在本周欧央行论坛和6月FOMC讲话中，反复提及官方数据不可靠、需要参考更高频、实时、广泛的经济数据的核心原因。因此，市场虽然交易加息预期的回落，但固收和大宗商品价格波动的幅度均较为克制。

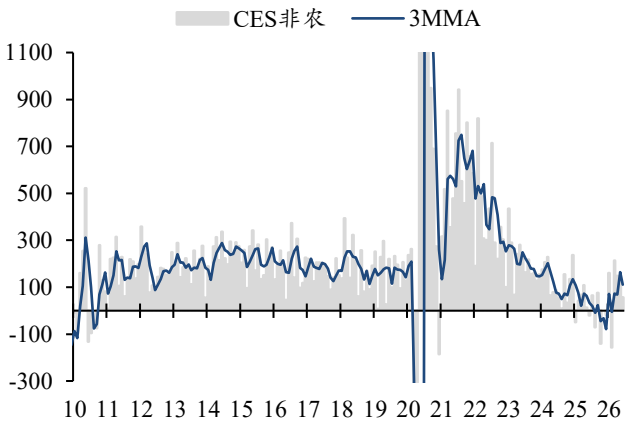
- **就策略启示而言**，虽然6月弱于预期且结构异常的就业数据很大程度可能由过低的反馈率所致，且需警惕其后续被上修的风险，但也确实缓解了我们此前的担忧，即数据超预期导致经济扩张、美联储加息的预期迟迟不能被证伪和消除。向前看，美国经济仍然K型、美联储年内难加息的预期将在三季度被不断强化，这也意味着当前市场定价的全年1.21次/30bps的加息预期将被清零。在不考虑其他因素的情况下，这将对应为2年美债利率30bps的回落幅度和黄金≤600美元的上涨（假定通胀预期不变且1bps实际利率预期对应20\$/oz的金价，测算逻辑详见报告《技术帖：如何量化央行购金对金价的影响》）。
- **风险提示**：特朗普政策变化超预期；美国增长和通胀过热令美联储超预期转鹰；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：美国非农分行业新增就业人数

占比	净月变动 千人	2026/06	2026/05	2026/04	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08
100.0%	非农就业	57	129	148	214	-156	160	-17	41	-140	76	-70
85.3%	私营	49	97	150	202	-148	180	-7	72	13	68	-20
13.5%	商品	10	7	6	33	-21	45	-21	25	-20	11	-35
0.4%	采矿伐木	-4	3	4	3	-1	-2	-1	-1	1	-2	-3
5.2%	建筑	11	6	3	15	-21	45	-7	36	-12	16	-22
0.6%	住宅	-3	-6	-2	0	0	2	-3	3	-1	4	-5
0.6%	非住宅	3	2	5	2	3	5	3	7	-1	-2	-4
7.9%	制造业	3	-2	-1	15	1	2	-13	-10	-9	-3	-10
4.9%	耐用品	6	9	1	13	8	6	-5	-3	-9	-5	-15
0.6%	机动车&部件	-4	0	-5	2	5	1	-4	0	-5	-2	-12
3.0%	非耐用品	-3	-11	-2	2	-7	-4	-8	-7	0	2	5
71.8%	服务	39	90	144	169	-127	135	14	47	33	57	15
18.1%	商贸运输	-4	17	65	32	-36	38	-33	-65	-11	-18	-1
3.8%	批发贸易	2	4	1	-2	8	2	-6	-6	3	9	-9
9.7%	零售贸易	-8	8	24	10	0	13	-24	-1	-15	13	10
4.2%	运输仓储	2	4	39	25	-46	23	-5	-59	1	-39	-2
1.7%	信息技术	-9	-4	-6	1	-23	-27	-6	-5	-6	-1	-1
5.7%	金融活动	0	-22	-6	-17	2	-39	1	1	-5	4	-19
14.2%	专业商业服务	36	11	20	28	4	36	-19	56	-24	-16	-28
1.6%	临时救助服务	9	-1	11	8	2	19	-14	14	-20	-12	-11
17.6%	教育医保	69	45	67	95	-49	119	38	56	44	54	23
15.0%	医疗&社保	47	46	57	93	-30	107	42	60	48	55	23
10.7%	休闲餐旅	-61	40	-7	44	-31	5	25	-12	41	37	22
7.8%	餐饮	-33	20	5	28	-39	23	-5	22	43	39	21
3.8%	其他服务	8	3	11	-14	6	3	8	16	-6	-3	19
14.7%	政府	8	32	-2	12	-8	-20	-10	-31	-153	8	-50
1.7%	联邦	2	3	-1	-7	4	-37	-11	-15	-166	-2	-19
3.4%	州政府	4	-4	0	-4	-6	3	-5	-12	-4	10	-17
9.6%	地方政府	2	33	-1	23	-6	14	6	-4	17	0	-14

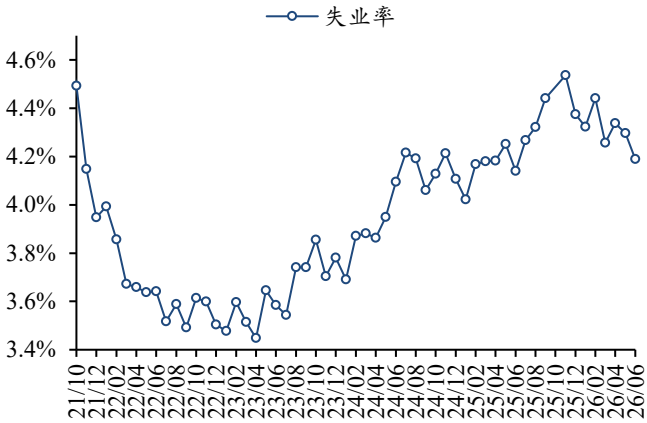
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图2：美国非农新增就业人数



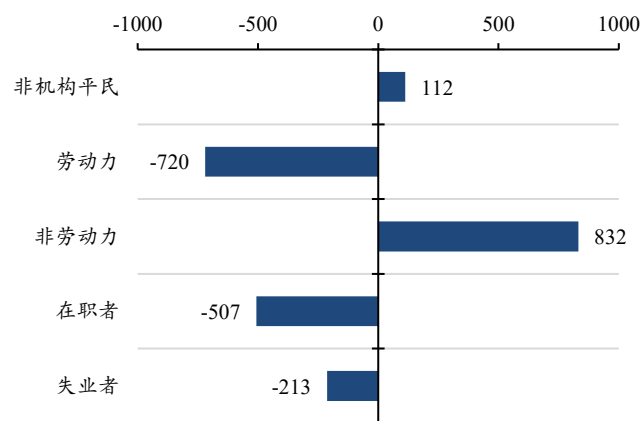
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位为千人，横轴数字为年份后两位，下同

图3：美国失业率



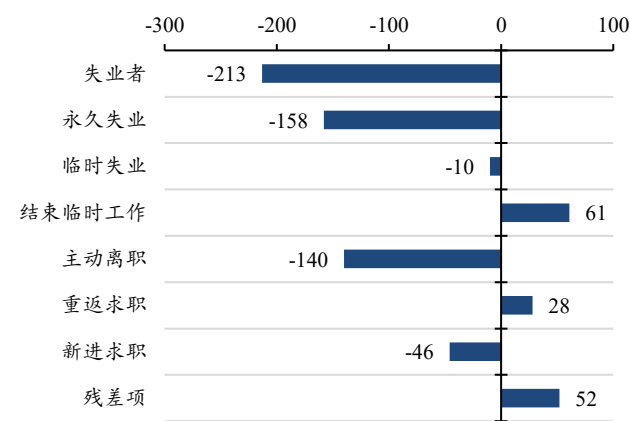
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图4：美国劳务市场6月流量变化



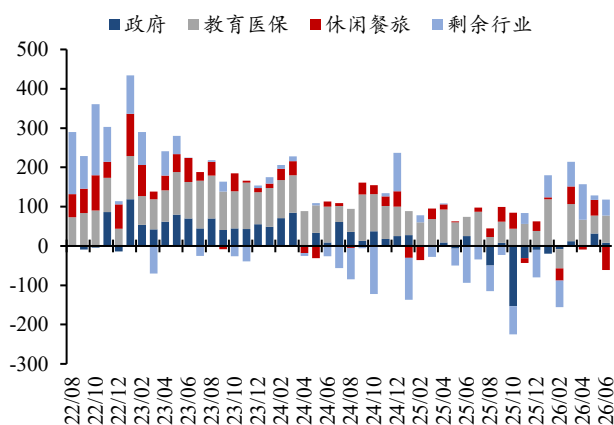
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人，因季调原因分项加总存在残差

图5：美国劳务市场失业者6月流量变化



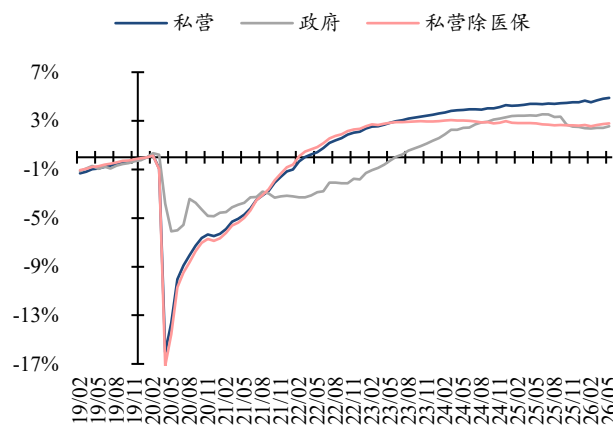
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人，因季调原因分项加总存在残差

图6：美国各行业新增非农就业人数



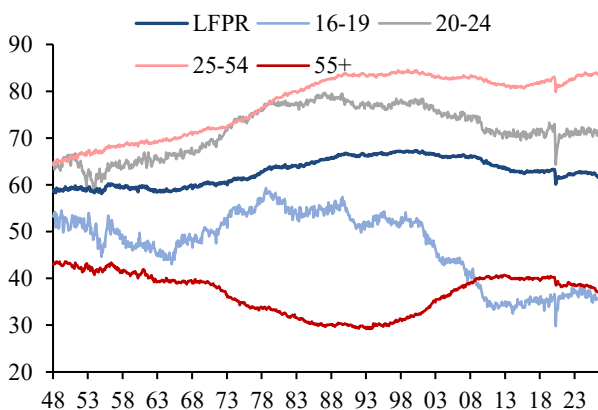
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图7：美国不同行业就业人数相较 2019.12 变化



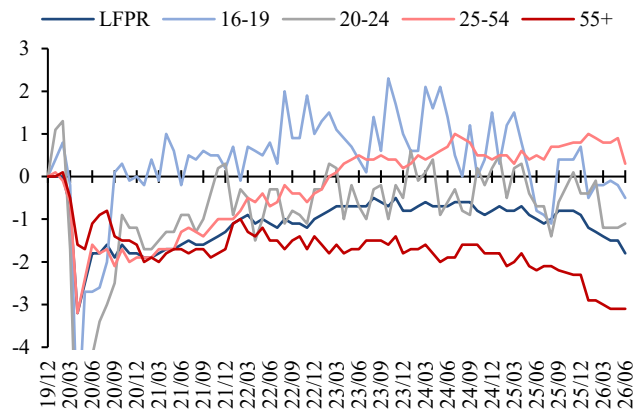
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图8：不同年龄段美国劳动参与率



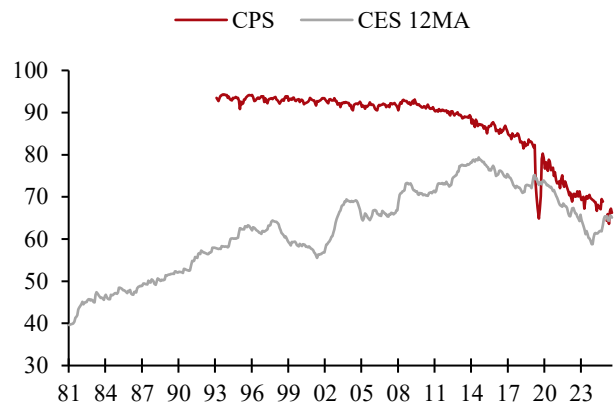
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图9：不同年龄段美国劳动参与率(与 2019.12 比)



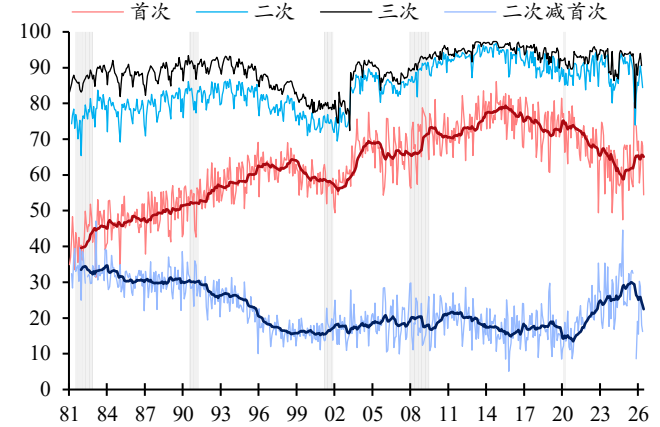
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图10：美国 CES 与 CPS 问卷反馈率



数据来源：Kalshi、东吴证券研究所；单位%

图11：美国 CES 问卷反馈率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>