

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜 吴起睿

张润锋 杨童舒

大幅下修的非农数据，是否隐含美国经济走弱的线索？

阅读摘要

2025 年以来，美国就业市场展现出较为复杂的经济信号。一方面，在大幅下修之前，1-6 月非农就业（NFP）数据表现较为稳定，与小非农 ADP 就业数据“剪刀差”明显。另一方面，反映私人部门就业的小非农 ADP 就业数据大幅走弱，引起市场对美国经济放缓的担忧。尤其是，7 月公布的非农数据的大幅度下修收窄了大小非农间的分化态势，该次修正一方面源于政府教育部门的大幅下修、反映前期改革的影响余波未平；另一方面，也符合了我们之前报告（详见我们前期报告《美国就业市场的再观察和新常态》）提出的非农修正值的“顺周期性”特征。

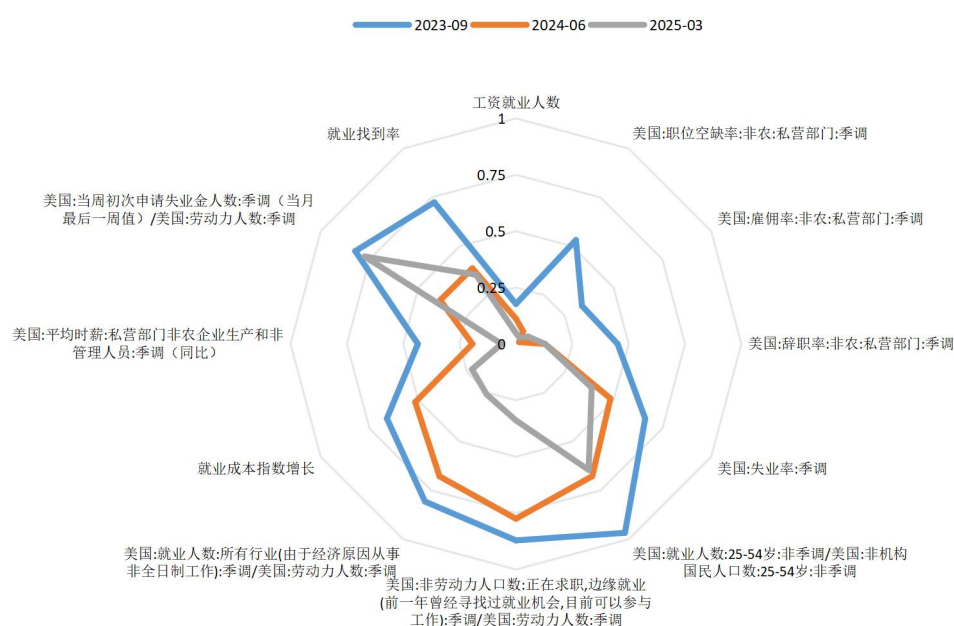
往后看，我们认为多因素隐含下半年美国就业市场压力较大。基准情形下，美国三季度经济放缓但衰退概率不高。同时，美联储 9 月议息会议降息的概率进一步上升。具体地，就业市场逐渐弥合的供需缺口、非农薪资走弱、初请失业金人数波动上升，均提示就业市场压力较大。除此之外，就业市场“结构性”线索提示下半年美国生产侧预计承压，包括：结构性的非自愿兼职、临时雇佣偏弱，反映厂商需求侧较为疲软；移民群体失业率上升反映移民对于就业市场的支持将减弱；另外，永久性失业的结构特征也反映失业群体压力偏大。

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

大幅下修的非农数据，是否隐含美国经济走弱的线索？

图表 1：美国就业市场“蛛网模型”



数据来源：Wind、美国劳动统计局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

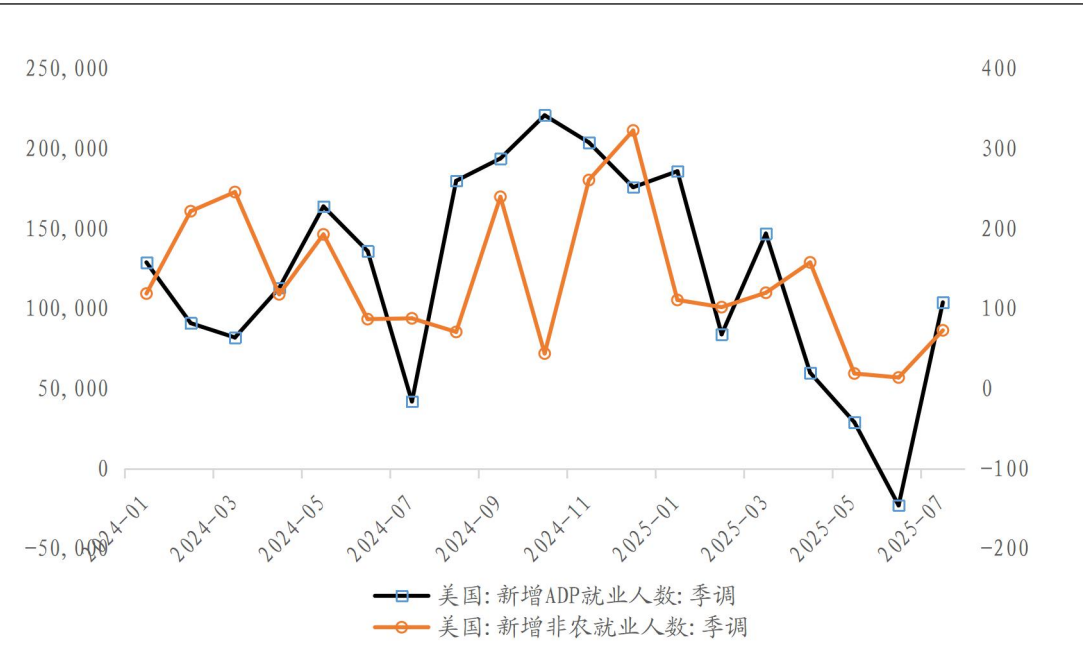
一、上半年大小非农数据曾出现较大“剪刀差”，7月非农数据大幅下修基本符合预期

在非农数据大幅下修之前，2025年1-6月非农就业(NFP)数据和ADP就业数据出现较大的分歧，该分歧在修正之后得到纠正。下修前，上半年月均新增就业人数低于2024年16.8万的均值、但走势稳定。但2025上半年ADP新增就业人数7.9万人、显著低于2024年月均的14.4万人，且二季度起加快下滑，6月ADP就业人数减少3.3万人，为2023年3月以来的首次负增。这一疲软态势或反映私人就业市场对于关

税冲击更加敏锐，下游成本上升挤压私营厂商利润、不确定性掣肘企业预期、服务消费增长放缓拖累服务业就业等多重不利影响。

但上周（7月28日-8月1日）劳工部大幅下修5、6月数据（新增就业分别下修12.5、13.3万人），使上半年月均新增就业人数自13.0万人下降至8.7万人，大小非农“剪刀差”有所收窄。值得注意的是即使考虑下修后数值，此前非农就业与ADP就业数据（小非农）之间走势仍有一定分化，二季度非农新增就业累计为19.1万人、高于ADP就业人数累计增6.6万人（见图表2）。

图表 2：修正后，大小非农数据“剪刀差”缩小，但大非农数据仍显著优于小非农数据

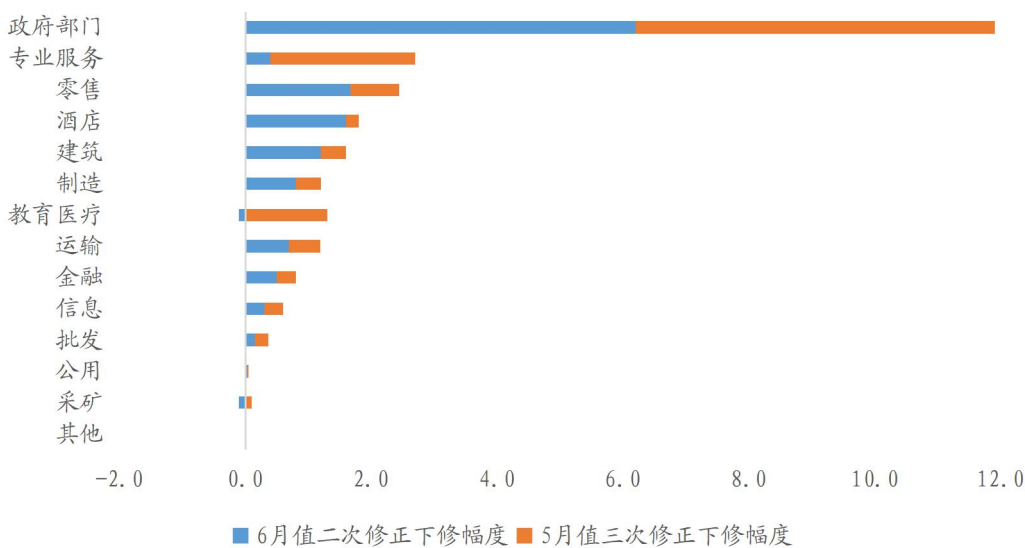


数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

本次非农就业数据的大幅下修主要来源于两方面因素影响：（1）政府部门雇佣较前值大幅下修，5、6月政府新增就业人数为-5.0万人、1.1万人，较前值0.7万人、7.3万

人共计减少了 11.9 万人（见图表 3），主要源于州和地方政府教育部门雇员的下修（累计下修 11.0 万人）。前期政府效率部（DOGE）及新任教育部长麦克马洪削减开支，部分季节性招聘被打断（从历史均值看州和地方政府教育部门在一季度新聘人数较多，月均新增 1.8 万人，2025 年月均仅新增 0.6 万人）。在马斯克自 DOGE 离职、各州领取教育补助资金逐步恢复¹后，前期影响在二季度依然未消退，二季度州和地方政府教育部门月均新增-0.1 万人，依然低于历史均值 0.9 万人，实质性恢复或需至 7 月²。

图表 3：相较于前值，5、6 月政府部门新增就业的下调是非农新增就业下调的主要原因



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

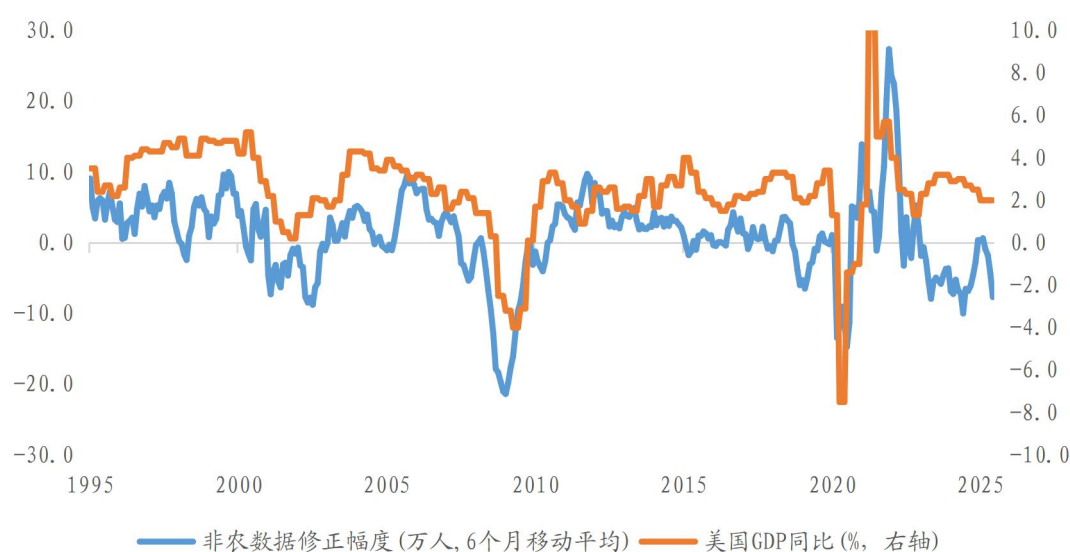
（2） 非农修正值通常具有“顺周期性”，大幅下修或

¹ 应对新冠病毒长期影响，2020 年《CARES 法案》利用联邦拨款资助各州三个教育补助项目，分别为“无家可归儿童和青少年”（HCY）、“中小学紧急救援”（ESSER）和“非公立学校紧急援助”（EANS）。在特朗普上任前，教育部已批准各州可领取这笔资金直到 2026 年 3 月。新任教育部长麦克马洪就任后，于 3 月末要求教育部撤销各州领取资金的资格。后被美国 16 个州和哥伦比亚特区的公职人员起诉，5 月份恢复这些地区的领取资格，6 月末恢复全美各州领取资格。

² 从历史均值看，7 月是州和地方政府教育部门新增就业的单月高峰。同时考虑到《CARES 法案》教育补助项目领取的全面恢复，7 月起各地区教育资金或较为充裕。

预示着经济放缓。非农就业为调查估测数据，并非所有受访企业都在首次发布就业、工时和收入初值时提交反馈，二次、三次修正值纳入初值发布时未提交反馈的企业。根据我们此前对就业市场的分析（详见前期报告《美国就业市场的再观察和新常态》），非农修订幅度具有较为明显的“顺周期性”（见图表4）。也即，经济增速越高，非农数据上修概率越高；反之亦然。其主要原因是，由于受经济波动影响较大的小微企业通常较晚提交调查结果，故经济放缓甚至衰退时期通常伴随着非农数据的下修³。

图表4：非农上下修与经济周期相关性较高，经济放缓阶段非农一般下修



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

由于“抢进口”等效应，二季度开始实施的对等关税对美国经济数据的影响尚未充分显现，从8月初普遍达成的贸易协议来看，全球关税水平仍较之前明显提高，受此影响，预计后续美国非农数据持续下修概率较大。

³ 2001年、2008年、2020年衰退期间每月新增非农平均下修了1.9万、12.5万、32.5万人，详见我们前期报告《美国就业市场的再观察和新常态》。

二、总量视角看：供需缺口、薪资增长等表现出更多走弱信号

1. 就业市场供需缺口接近弥合。供需缺口自 2024 年 6 月以来连续 12 个月低于 100 万关口，从峰值的 612 万（2022 年 3 月）最低降至 2025 年 3 月的 12 万人。数据背后：（1）首要驱动因素是职位空缺数（以下简称职缺）的大幅下行（影响占比约 75%）。经济“史诗级”反弹、叠加劳动力供给修复，推动 2022-2024 年职缺由 1,200 万降至 750 万；2025 年以来职缺数走平，一方面数据接近疫前“稳态”⁴导致进一步下降空间受限，但另一方面经济、政策前景的不明朗抑制企业劳动力需求呈观望态度，多数企业招聘采用“冻结而非清退”策略⁵。（2）登记失业人数小幅上升（影响占比约 15%），自 2023 年初缓步上行，2025 年 7 月升至 724 万人，已经略高于疫前“稳态”⁶。

2. 虽然 7 月初请失业金人数回落，但上半年总体呈现“波动上升”态势。初请失业金人数自 2025 年 1 月中旬的 21 万下方缓步抬升至 6 月初的 24 万（八个月高点），四周移动均值亦同步创 2023 年 7 月以来新高。虽 2025 年 7 月有所回落，但上半年整体呈“波动上升”态势。

3. 薪资增速下行，工资-通胀螺旋继续“松扣”。2025 年 6 月美国非农名义时薪同比+3.7%；同期 CPI 同比+2.7%，实际平均时薪增速仅 1.0%。年初以来名义、实际工资增速持

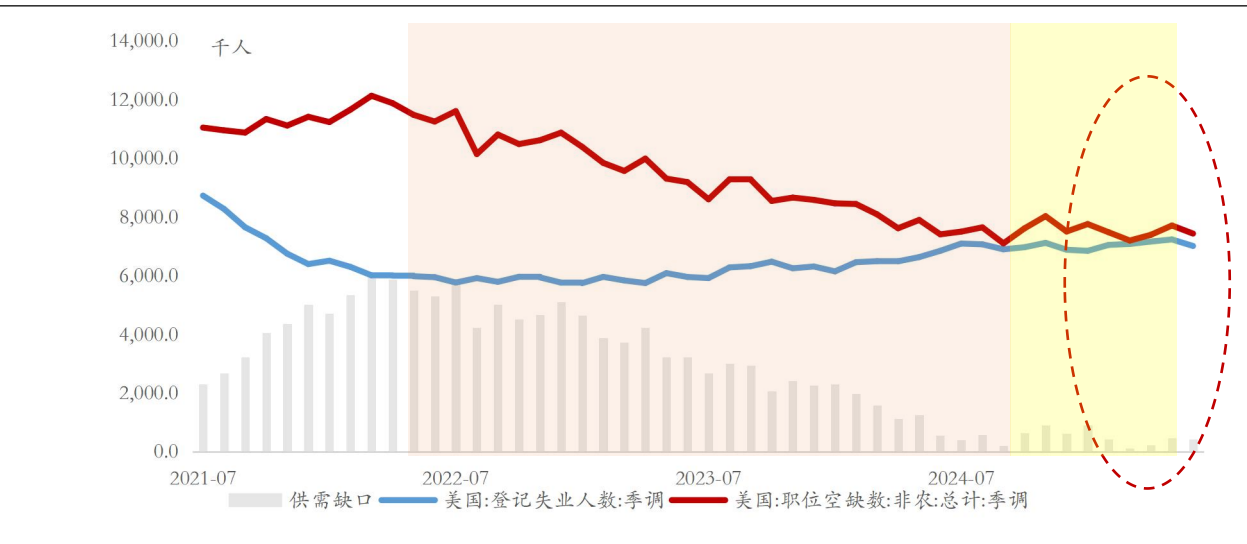
⁴ 2019 年职位空缺月均值 720 万人。

⁵ 2025 年 5 月美国裁员率为 1.0%，仍处历史低位，企业更多通过“自然流失”方式减员。

⁶ 2019 年登记失业人数月均值 600 万人。

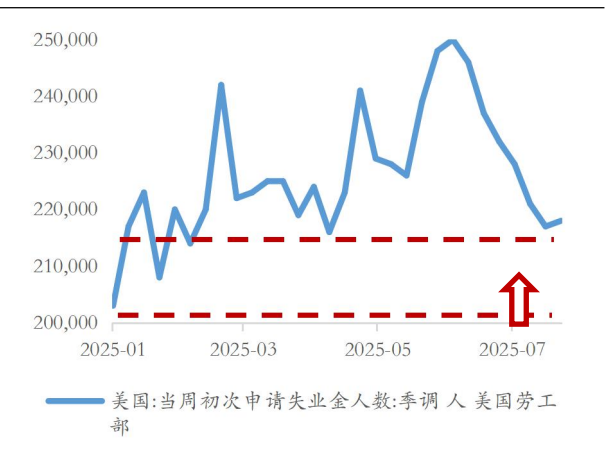
续回落。结构视角观测，商品生产部门薪资降温更为明显，且在 6-7 月出现加速下行迹象。2025 年 1-7 月，美国商品生产、服务生产部门时薪同比增速分别较年初-0.6、+0.03 个百分点至 3.6%、4.0%；6-7 月，商品生产时薪加速下行 0.5 个百分点，其中制造业下滑 0.7 个百分点、为各板块中降幅最大；采矿业升 0.3 个百分点、建筑业降 0.05 个百分点（见图表 5-7）。

图表 5：失业人数与空缺职位数之间的供需缺口接近弥合



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：初请失业金人数有所上升（人）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 7：商品生产时薪同比增速下降（%）

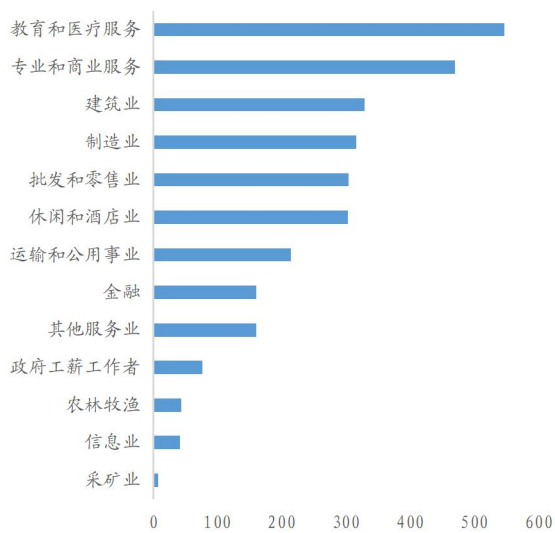


数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、结构视角看：多条“隐含线索”显示移民效应减弱，需求侧较为悲观

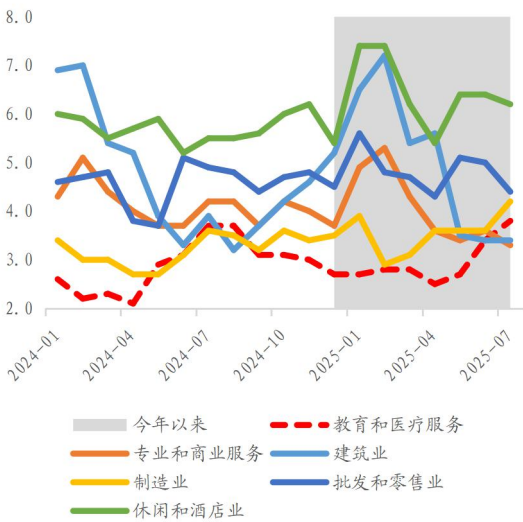
1. 年初“抢移民”支撑就业市场，但目前已呈现边际走弱态势。上半年外来人口在特朗普新政府履职前“抢移民”，1 月份外国出生的劳动力人口增加了 121 万，而外国出生失业人数仅增 16 万⁷，这对就业市场形成了较大支撑，1 月失业率自 2024 年的 4.1% 回落至 4.0%。外来人口的就业集中于教育与医疗服务、专业和商业服务、建筑业等（见图表 8）。近期对于容纳外来人口就业最多的教育和医疗服务业，其失业率有上升迹象（见图表 9，自 2025 年 5 月的 2.7% 上升至 7 月的 3.8%，或预示外来劳动力群体就业或面临一定挑战。

图表 8：外国出生人口的就业分布（万人）



数据来源：美国人口普查局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 9：教育和医疗服务业失业率有上升的迹象



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

⁷ 而同期本地出生劳动力人口增加了 86 万、本地出生失业人数增加 85 万。

2. 临时工 (temporary help services⁸) 比例下降⁹, 亦反映企业需求侧较为悲观。临时工就业自 2022 年 3 月见顶后逐步回落, 2025 年 7 月为 252.2 万人、低于 2025 年 1 月的 254.4 万人 (见图表 10)。由于疫情对劳动力供给形成“清洗效应” (如劳动参与率中枢下移), 2022 年起临时工就业走势与非农就业分化、与职位空缺数较为一致¹⁰ (见图表 11), 显示就业市场的主要约束在供给侧, 但随着目前临时工在非农就业中的比例降至 1.6%¹¹, 仍高于但已经接近 2020 年衰退期、2008 年衰退期最低值 (2020 年 4-5 月 1.5%, 2009 年 4-8 月 1.3%), 职位空缺数也回落至高于但接近疫情前水平, 或预示着就业市场主要约束或逐步转向需求侧。

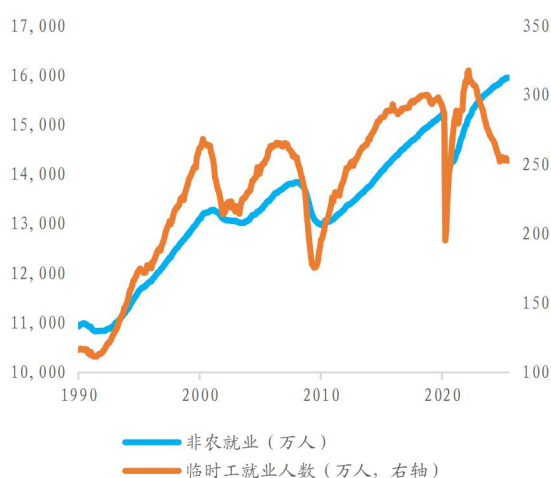
⁸ 临时工在 BLS 的就业分类中属于 Professional and business services (专业和商业服务) 项下的 Administrative and support and waste management and remediation services (Sector 56) --Administrative and support services (NAICS 561000) --Employment services (NAICS 561300) --Temporary help services (NAICS 561320)。尽管临时工仅占美国非农就业总数的约 2%, 但雇主依赖临时工以灵活满足人员需求。当经济扩张时, 雇主能够通过使用临时工来迅速增加人员规模, 直到雇用到长期员工。相反, 当经济收缩时, 临时工机构提供的灵活劳动力安排使公司能够快速缩小业务规模, 而无需增加离职费或解雇最优秀的员工。而从应聘者的角度来看, 临时工作也被广泛视为获得永久就业的重要入口。

⁹ 临时工就业的波动大于就业整体, 变动时点也早于就业整体。劳工局研究发现, 在大萧条期间, 临时工就业下降了 34%, 而所有私人就业下降了 8%, 而在复苏期间, 临时工增长了 75%, 所有私人工作增长了 19%。劳工局研究发现, 在疫情前的三次经济衰退 (1990-1991 年、2001 年和 2007-2009 年) 中, 临时工就业人数的下降都比整个就业市场的下降早 6-12 个月。在 2020 年衰退期后, 整体就业市场开始复苏几个月前, 临时工就业人数也前瞻地增加。

¹⁰ 这或许也说明, 疫情后非农就业数据对于衡量就业市场紧张程度的能力有所下降。

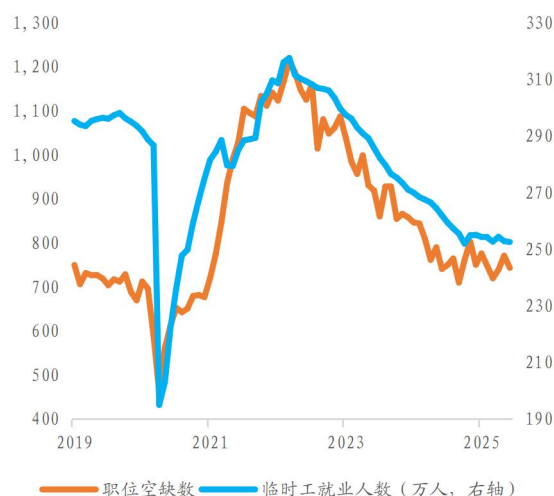
¹¹ 临时工占比的减少或预示着企业正通过裁减临时工以应对不利环境。

图表 10：疫情前，临时工就业领先变化于非农就业变化



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 11：疫情后，临时工就业与职位空缺数变动较一致



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

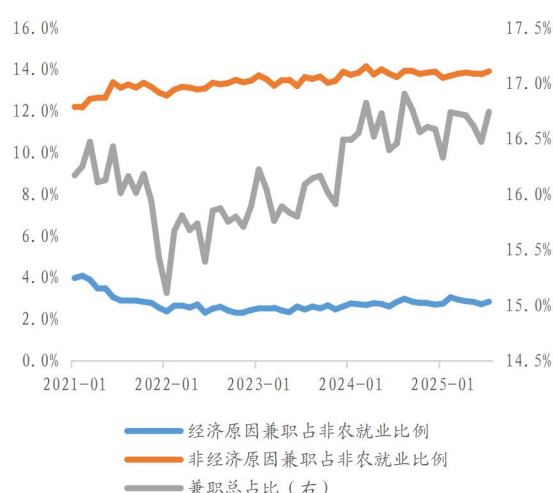
3. 非自愿兼职（involuntary part-time）比例上升，也反映就业市场紧张程度下降。自 2025 年 1 月的 16.3%略上升至 7 月的 16.7%，其中因经济原因兼职的比例在 2025 年 2 月有较明显抬升（2.7%上升至 3.0%，见图表 12）。非自愿兼职，或成为由于经济原因的兼职（part-time for economic reason¹²），一般衡量想要寻找全职工作但是后续只获得了兼职工作的劳动雇佣数量。一般地，因经济原因兼职的比例一般与失业率同向变化，其数值越高则反映就业市场的劳动力找到全职工作更困难。换句话说，供给侧的全职职位空缺数不足以满足市场劳动力的工作需求，其上升一般预示着就业市场“紧张度”（tightness）降低。

4. 永久性失业占失业人数的比例上升。2025 年以来，暂

¹² 指由于经济原因（例如工作不景气或商业环境不佳、无法找到全职工作或季节性需求下降）每周工作 1 至 34 小时的人员。

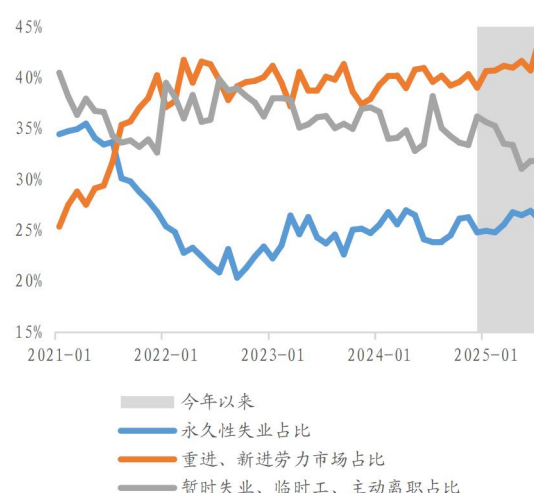
时性失业、临时工以及主动离职的比例自 1 月的 36.6% 下降到 31.8%，而永久性失业占失业的比例从 1 月的 24.9% 升至 7 月的 26.1%，较 2022 年 9 月低点（20.3%）有显著上升（见图表 13）。一般地，永久性失业人数占失业人数的比例一般与失业率同向变化，其上升一般预示着就业市场结构的恶化。

图表 12：兼职占非农就业比例有一定抬升，其中因经济原因兼职的比例在 2 月份显著上升



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 13：永久性失业占比在 2025 年进一步上升



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

四、往后看，结构恶化预计对就业市场有较长期影响

1. “抢移民”的阶段支撑或已减弱，《大而美法案》掣肘医疗行业外来人口就业前景。一方面，年初以来的“抢移民”或已告一段落，4 月起外国出生的劳动力人数连续三个月减少¹³。6 月美国最高法院裁定，联邦地区法官无权发布全国性禁令来阻止特朗普“出生公民权”禁令实施¹⁴，该判决

¹³ 4、5、6 月分别减少了 72、30、13 万人。

¹⁴ 1 月 20 日，特朗普上任首日即签署行政令废除“出生公民权”，规定父母非美国公民或合法永久居民的新生儿不能自动获得美国公民身份，引发舆论哗然。美国多州地区法院随即冻结该行政令，马里兰州、华盛顿州和马萨诸塞州等联邦地区法官还裁定该行政令违宪，阻止它在全国范围内生效。此后，特朗普要求最高法院介入。6 月 27 日，美国最高法院以 6 比 3 的投票结果批准了特朗普政府的请求，限制联邦地区法

结果有利于特朗普政府后续终止或者限制“出生公民权”，以及出台一系列反移民措施以兑现竞选承诺。另一方面，《大而美法案》削减社会福利支出¹⁵，容纳较多外来就业人口的医疗行业前景或进一步受掣肘，从而拉高外来人口失业率。

2. 从企业招聘及劳资双方信心的情况看，失业结构短时间内难以改善。从招聘角度看，私人职位空缺率(Private job openings rate)回落至 4.4%、接近疫情前水平，私人企业招聘率(Private hires rate)回落至 3.3%低于疫情前水平(见图表 14)。从劳资双方信心角度看，NFIB 中小企业乐观指数的增加招聘计划比例回落至 13%，私人离职率(Private quits rate)回落至 2.2%均低于疫情前水平(见图表 15)，在招聘需求降低、离职意愿减弱的背景下，不排除永久性失业比例进一步抬升的可能。

官实施禁令的范围，使其仅适用于提起诉讼的州、团体和个人。但裁决并未涉及特朗普政府限制“出生公民权”的行政令本身是否违宪问题。

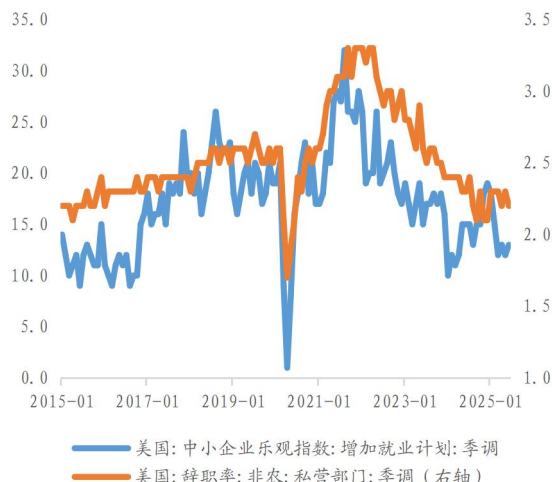
¹⁵ 法案削减社会福利支出，具体地：(1) 抬高获取医疗补助门槛，新增每周工作时长要求至 80 小时；(2) 削减营养援助投入，调整节俭食品计划，扩大受益人的工作义务，各州分担 75%管理成本(原 50%)。

图表 14：招聘角度看，职位空缺率及雇佣率回落



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 15：信心角度看，中小企业增加就业计划的比例、员工辞职率回落



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3. 政策及市场影响看，一旦后续就业数据恶化成为常态，美联储降息空间将随之加快打开，美元、美股市场“衰退交易”或重演。考虑到7月30日美国财政部将季度再融资发债规模定于1,250亿美元，并“暗示”至少到2026年都将更多依赖短期国债弥补财政赤字，就业数据变化、降息预期反复对短期美债利率的影响或更为明显；“衰退交易”、通胀中枢则是影响长端美债利率走势的核心线索。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。