

美國就業統計為何對不上數？

投資全方位 一點靈犀

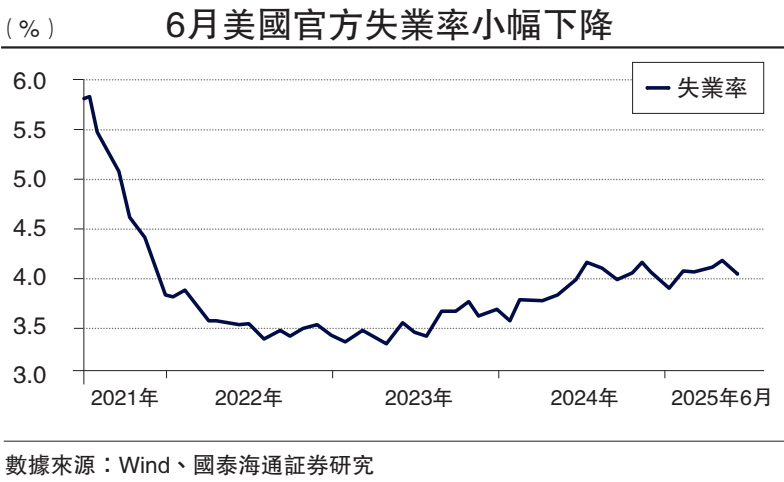
美國6月非農數據意外走強，刺激美股續創新高。但提前一天公布的「小非農」ADP就業人數，則錄得2023年3月以來首次負增長。經濟前景撲朔迷離、令投資者摸不着頭腦，數據打架的背後有怎樣的玄機？

ADP報告顯示，6月私營部門就業崗位減少3.3萬個，而市場預期值為增加9.8萬人。如此大跌眼鏡的成績，讓市場主動降低了對非農的預期。結果數據揭曉，6月非農就業14.7萬人，較5月的14.4萬人還有所增加，特別是失業率從4.2%下降至4.1%，完全超出外界想像（預期值為4.3%）。

就業統計出現背離，關鍵在於三處「魔鬼細節」：勞動參與率回落；私人部門就業疲弱；工時、薪資增速放緩。

移民勞工大幅流失

首先，特朗普政府加大對無證移民的驅逐力度，甚至還引發了洛杉磯騷亂



事件。大量移民勞工退出就業市場，直接導致了6月勞動參與率（62.3%）的回落。而花旗報告顯示，過去兩個月，美國家庭調查顯示就業減少60.3萬人，按常理失業率應該上升，但勞動力規模減少了75.5萬人，反而導致失業率下降。體現在失業率統計上，就是分子降幅大於分母，二者比值下行。

其次，雖然美國私人部門就業下滑（ADP走低），但州級與地方政府新增

▼美國部分行業的就業情況正在惡化，尤其是互聯網企業開始大幅裁員。



接拖累了服務業的發展。

又如，鑒於行業競爭加劇與AI技術應用，互聯網企業開始大幅裁員，微軟7月2日確認裁減約9000名員工，這是該公司自2023年以來最大規模裁員。在此之前，Meta也裁減了逾3000名員工，佔其僱員總規模的5%。

採樣人手不足 數據靠估

再次，6月非農的平均時薪環比僅增

0.2%，低於預期的0.3%，也遠低於上月的0.4%；而非農就業人員的平均周工作時略微下降0.1小時至34.2小時。這也從側面反映出，市場招聘需求難言理想，企業不願出高薪搶人、僱員的工作量也可能不飽和。

須注意的是，由於DOGE（政府效率部）前期對聯邦編制的精簡，導致政府外派搜集數據的人手不足，可能會影響到非農統計的準確性，需要高度關注後續的數據修正。近兩個月的美國CPI數據就面臨到此類問題。一般而言，美國勞工局每月要收集大約9萬個報價，涵蓋200個不同的項目類別，然後對CPI進行計算，當某些數據無法獲得時，就會進行相應的估算，這個比例一般在10%左右，但5月估算的比例陡然上升至30%。

非農數據的強勁表現，無疑增加了鮑威爾持續觀望的理據。據芝商所「Fed Watch」工具顯示，美聯儲7月維持利率不變的幾率高達93.3%，降息25個基點的幾率僅有6.7%。當然，若未來證實6月非農數據失真，美聯儲降息操作又會大幅落後於曲線。

心水股	中銀香港（02388）	中移動（00941）	美團（03690）
-----	-------------	------------	-----------

港股調整 宜伺機加倉高息股

頭牌手記

沈金

淡友大戶昨日出狠招，甫開市即逼掛低價沽盤，似乎要告訴投資者：大市將繼續向下尋底，幸而好友大戶沉着應對，仍以撈住內銀股來穩定軍心，而二、三線的異動股仍然活躍，尤以優質二線股表現出色，不少逆市上升。一場大混戰隨即展開，恒指最低時報23690點，跌379點，其後有反彈，震盪行情持續，收市報23916點，跌153點或0.64%，是第二日下跌，兩日共抹去304點。全日總成交因拋售加劇而增加至2678億元，較上日多366億元。

最多人議論的消息是阿里巴巴（09988）擬發行零息換股債券，所換之股是其附屬阿里健康（00241），市場人士戲稱為「阿里賣仔」，這一新招反應平平，阿里系全線下挫，尤以

「被賣」的阿里健康跌得最重，該股收4.22元，重挫6.6%。

另一個消息是關乎新世界（00017）向銀團借貸的事，據傳是以「維港文化匯」作押。市場對該集團的財務問題仍未完全放心，新世界股價下挫4%。本地地產股以收租股較硬朗，恒隆地產（00101）、希慎（00014）、九倉置業（00004）等，均逆流而上。

第三個消息是：抖音母公司字節跳動將在上海證券交易所創業板上申請上市。此集團的原始股東有中移動（00941）、騰訊（00700）、螞蟻集團、吉利（00175）等。

友邦跌逾4% 成交達305億

昨日熱門股中以友邦（01299）大跌4.4%最為慘烈，而單日成交額305億元，位列榜首，亦令人側目。此股

乃外資重點持有對象，而昨日的拋售，估計亦是外資所為。有人認為這同外資持續沽港元有關。港元又再落入弱方兌換保證水平，看來這場貨幣戰仍在激烈纏鬥中，如何演變，宜密切注視。

對於當前的調整市，我頭牌繼續以平常心看待，並伺機在低位對心儀的高息優質股加倉。老實講，本人之重槓內銀股全部定過「阿肥抬油」，所以就更有底氣和實力按自己的策略和節奏逢低加倉。本欄低吸目標股包括：中銀香港（02388）、平保（02318）、中移動（00941）、港交所（00388）、騰訊，另外，二線地產股納入恒隆地產（00101），此股昨收7.67元，升三格，為優質收租股，現價周息率6.78厘，已打出預告，將於本月三十日公布中期業績，是最早公布業績的藍籌股之一。

內地支持創新藥研發 推動行業復甦

經紀愛股

鄧聲興

近日，中國國家醫保局、衛健委聯合印發《支持創新藥高質量發展的若干措施》並舉行新聞發布會，提出五個方面的16條措施，系統性地為創新藥研發提供全鏈條支持。其中最重點的包括建立適應新藥准入的醫保目錄動態調整機制，對創新藥納入醫保目錄給予政策傾斜，及完善支持創新藥發展的談判和續約規則，都為新藥發展提供更多便利。

為新藥提供雙支付通道

此外，國家醫保局亦發布《2025年國家基本醫療保險、生育保險和工傷保險藥品目錄及商業健康保險創新藥品目錄調整工作方案（徵求意見稿）》，並提出商保創新藥目錄主要涵蓋尚未納入基本醫保目錄、但已獲得

國家藥品監管部門批准上市、具有明確臨床定位和較高創新價值的藥品。其中，「商業健康保險」和「商保創新藥目錄」概念都是首次引入，為高價值創新藥提供「醫保+商保」雙支付通道，打破醫保總量限制及提供藥企溢價空間。相信將有助提高創新藥支付能力及普及性，料可為創新藥帶來更多市場空間。

現時中國創新藥發展迅速，全球醫藥合作及企業海外布局升溫、新興Biotech不斷誕生、新藥研發管線增加，但同質化嚴重及臨床價值優勢不夠明顯等情況也有待優化。此次措施都在研發方面提出，在確保數據安全、合法合規的基礎上，探索為創新藥研發提供必要的醫保數據服務，支持企業、科研院所、醫療機構等瞄準臨床需求合理確定研發方向、布局研

發管線，提升創新效率，走差異化創新之路。相信未來都有可能適度開放醫保數據及引導資本供給介入以緩解融資壓力等方面。

此外，措施還提出促進創新藥全球市場發展。包括搭建平台，助力拓展海外市場。還提出支持創新藥企業借助香港及澳門的相關優勢，促進中國創新藥走向世界。相信未來創新藥來港上市都會更受政策面支持，配合現時港交所上市相關措施進程的持續優化等，都有望提速，並可為相關企業擴寬融資渠道。

總體料可延續近期板塊利好頻出帶來的效應，或有望一改早期受累醫藥反腐和集採等的狀況，推動生物醫藥行業進一步穩健復甦。

（作者為香港股票分析師協會主席，證監會持牌人士）

觀望貿易談判 金價高位震盪

金日點評

彭博

本周黃金價格受美聯儲降息時點爭議與通脹數據矛盾影響，整體呈現高位震盪格局。周四非農數據強於預期使金價自高位回落，但市場對9月降息的預期仍未完全消退。

基本面方面，市場圍繞美印日貿易談判進展、特朗普政策動向與伊朗局勢持續反覆。特朗普警告關稅可能恢復，並與多國接洽新協議，增添市場不確定性。此外，市場亦關注「大而美法案」對貿易秩序與避險需求的潛在影響。

數據面方面，美國5月核心PCE年增2.7%，高於預期，強化聯儲抗通脹壓力；但ADP就業意外減少、

JOLTs職缺意外上升、非農新增14.7萬人與失業率回落至4.1%，形成矛盾信號。勞動市場仍具韌性，但通脹壓力未除，令市場對聯儲政策分歧加劇。利率期貨顯示，9月降息預期雖仍存在，但已不如先前樂觀。

技術面分析顯示，金價周內於3260至3350美元區間大幅震盪，目前報3344美元，接近上軌阻力。操作上建議高位減倉、回踩關鍵支持位再布局，嚴控風險。

總結而言，黃金本周在基本面與數據面矛盾拉鋸下呈現高位震盪格局，技術面結構仍偏強，但多空分水嶺在3310美元至3350美元區間。下周將迎來7月9日關稅談判期限，若談



美團建外賣廚房 突破市場內捲

毛語倫比

毛君豪

當內地外賣市場陷入價格內捲，美團（03690）正悄然開闢第二戰線。7月1日，美團宣布「浣熊食堂」全面啟動，集團計劃三年內在全國投建1200家集中式外賣廚房。有別於傳統共用廚房的「二房東」模式，浣熊食堂以「明廚亮灶+全流程管控」重構行業標準：食材採購可溯源、後廚操作即時直播、餐品封籤配送，消費者可全程「雲監工」。

美團押注浣熊食堂的本質，是將競爭維度從價格轉向信任與效率。（1）全鏈條控食安：入駐商家無論自供或通過美團快驢進貨，均需接入供應鏈追溯系統，執行「食安日記」和封籤技術，美團則生成「食品安全指數」納入考核；（2）資料化提效率：依託美團訂單熱力圖精準選址，平衡商戶流量與租金成本；支援跨品牌拼單配送，店長動態拆單保時效；（3）千億生態投入：配套投入1000億元，包括硬體補貼、流量扶持及20萬家「明廚亮灶」直播門店拓展。

AI基建投百億 攻即時零售

在即時零售激戰正酣時，美團將目光投向更廣闊的藍海。美團核心本地商業CEO王莆中披露，2024年中國服務零售規模達7萬億元人民幣，但線上化率僅9%。美團正以AI為槓桿撬動這片窪地：2030年將該比例提升至25%，孵化300個千店品牌。為實現該目標，美團每年投入超百億元研發AI基礎設施，啟動平台積累的630萬商戶資源。美團計劃投入10億級行銷資源與



百億補貼強化用戶心智。AI數字員工降本增效：推出客服／排班／運營／店長四類AI助手，覆蓋20餘行業。

面對流量紅利枯竭，美團探索出區別於微信、抖音的第三類超級APP路徑：（1）高頻剛需切入：以餐飲配送為支點，延伸至全品類即時零售，實現用戶日均打開頻次8.3次的超高黏性；（2）履約能力築牆：重投入建設騎手網絡與供應鏈，DoorDash案例證明該模式能以更低流量成本獲取活躍用戶；（3）無邊界擴張：從「浣熊食堂」的實體基建到服務零售的AI滲透，始終圍繞「Food+Platform」核心拓展場景。

美團戰略已清晰呈現三角框架：浣熊食堂解決實物消費信任痛點，服務零售開拓非標藍海，AI技術成為降本提效的底層引擎。當行業沉迷補貼戰，美團選擇深耕產業鏈價值——用食安基建重新定義外賣，以AI撬動7萬億服務數位化，最終構築超級APP的生態高牆。這場戰役不再關乎單一業務勝負，而在於生態協同的終極效率。

（作者為富途證券高級策略師，證監會持牌人士，並無持有上述股份）

恒指短期波動 23200點支持力強

政經才情

容道

美股道指周四晚收報44828點，距離歷史高位45073點不足1%。

這次美股升浪主要得益於美國不斷出爐一些或許懷疑，但又確實令人亢奮的數據；剛出的就業數字就令到投資者又有藉口吹噓美國的經濟如何有活力有前景了。同時，特朗普力推的「大而美」法案也正式通過，加上美國跟越南達成新的貿易關稅條款，這一下子促使全球覺得老美又回復到欣欣向榮的幻覺裏，而現實的效果就是熱錢暫緩離開美國的步伐，希望在美股多坐一會去賺取那超額的利潤。

故此，美匯指數現仍努力堅守97這關口，並作伺機反彈之勢。這一波美元的走勢已驗證了本欄上期一文說美元最近不會出現大跌的預測。而周五歐股開市階段出現的全面下跌狀況也生動說明了熱錢流動的方向和威力。

至於港股，也同樣因為全球資金的重新布局而出現連續多天的回吐。周五恒生指數跌153點，收23916點，被中短期下降軌緊緊地壓住；而另一邊廂的A股指數則是全周呈向上趨勢，周四

上證指數更一度衝上3497點的全年即市新高位，周五收3472點，維持在3450點之上的強方區域。這一降一升的走勢跟筆者過去一個月內不停地強調A股較港股樂觀的狀況十分融合。

現在上證指數已經一步步地逼近筆者預計的目標—上證指數3500點，而恒生指數卻緩緩的回落到之前目標位23800點。如果各位能看準這一升一降而踏浪前行，再適當地騰挪資金進行操作，就可以大大地優化利潤空間了。

當然，我仍然對港股維持中長期看好，最近套利港股只是一個技術性的操作。因此，若港股下周繼續探底，我就會開始反手買進增持；以現時技術分析來看，恒指23200點會有強大的支持，再配合A股的強勢，港股總體表現不會太差的。只是未來一個月尚有一個不太有利的因素須要密切留意，就是港元拆息開始從底部走高，昨日的一個月拆息率已升至0.85875厘，是近數周的高位，預計短期港元的銀根較為緊張，大市在缺少資金或低成交的情況下，向下震盪殺跌的力量是不可忽視的。

（微博：有容載道）