

降息生变：警惕非农上修风险？

2025 年 09 月 26 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@glms.com.cn

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@glms.com.cn

➤ **7 月以来非农的剧烈下滑持续牵动美联储与市场的神经。**尽管失业率、薪资等其他就业核心指标未显著恶化，但没有分歧的是，新增非农的持续走弱是迫使美联储重新审视就业风险、在九月进行“风控型降息”的“罪魁祸首”。

➤ **但我们认为，联储降息节奏可能比市场预期的线性降息路径要曲折。**我们在前期报告中持续提示，在四季度潜在通胀风险将成为连续宽松政策的“拦路虎”。当前关于通胀的讨论已较为充分，具体可参考我们此前发布的报告《关税“悖论”，真的越加越通缩？》、《保税区库存，美企避税的最后自留地》。

➤ **在这篇报告中，我们将聚焦另一关键变量——就业，其是否存在向上修正的可能，从而反向压制已计入定价的降息预期。**

➤ **今年以来非农数据“噪音”愈发突出：**问卷答复率大幅回落、联储裁员拖累数据采集质量等，均导致其准确性“备受怀疑”。但作为就业市场最核心的官方指标，无论市场还是美联储，仍不得不依赖其变动进行定价与决策。

➤ **另一方面，非农的季调机制与模型特性也放大了数据的短期波动。**由于劳工部每月会将当月新公布数据纳入季调模型，生成新季调因子，并回溯修正最近三个月的非农就业数据。而 7-8 月往往是就业市场季节性波动的高发期，纳入模型后在季调因子的动态调整下，近三月数据读数的短期扰动或被进一步放大，导致非农出现连续的大幅修正。

➤ **但历史经验显示，9 月公布的 8 月新增非农初值往往会在 10 月季节性上修。**我们参考过去 20 年的数据来看（2005-2024 年），8 月非农在 10 月的 2 次修正中上修的概率达到 80% 以上，为历月最高，而 11 月公布的终值最终上修的概率也达到 70% 左右。

➤ **整体上修幅度也不容小觑，**无论从中位数还是平均值来看，8 月非农在后续的上修幅度均位居全年前列。鉴于当前 7 月非农已出现上修迹象，结合白宫经济顾问哈塞特近期“就业报告后续将被上修，或向上修正近 7 万个岗位”的暗示，8 月非农潜在上修对降息预期的影响不容忽视。

➤ **我们认为导致 8 月非农季节性上修的原因可能在于：**

➤ **一方面，自 9 月年度基准大幅修订后，CES 模型中的非农整体趋势项已经明显下移（趋势项可以理解为非农季调数据的参考系，下移后让原本相对“弱”的数据反而变成相对“强”），**因此 10 月公布的 8 月非农 2 次修正数据没有太多下修的空间；

➤ **另一方面，由于 8 月非农未季调数据往往季节性明显抬升，**但初值公布时并未纳入所有的问卷调查（尤其是当前问卷答复率大幅下降），后续回收的问卷可能反映出更乐观的就业倾向。

➤ **而横向对比其他劳动力市场指标，8 月非农也存在低估概率。**ADP 就业、

相关研究

1. 2025 年 9 月经济数据前瞻：9 月经济：如何影响四季度政策布局？-2025/09/25

2. 人民币汇率跟踪：汇率贬值股市涨，这次不一样？-2025/09/25

3. 海外市场点评：元首通话后的市场叙事-2025/09/20

4. 2025 年 8 月财政数据点评：股市高涨对财政收入影响几何？-2025/09/18

5. 美联储政策观察：9 月美联储：注定“两难”的降息-2025/09/17

PMI 就业指数、中小企业招聘计划等指标与非农终值的相关性普遍高于非农初值，而当前这些指标在 8 月的放缓幅度均可控，并未出现像非农初值那样剧烈的下行。这一对比也暗示，8 月非农在后续有一定的上修概率。

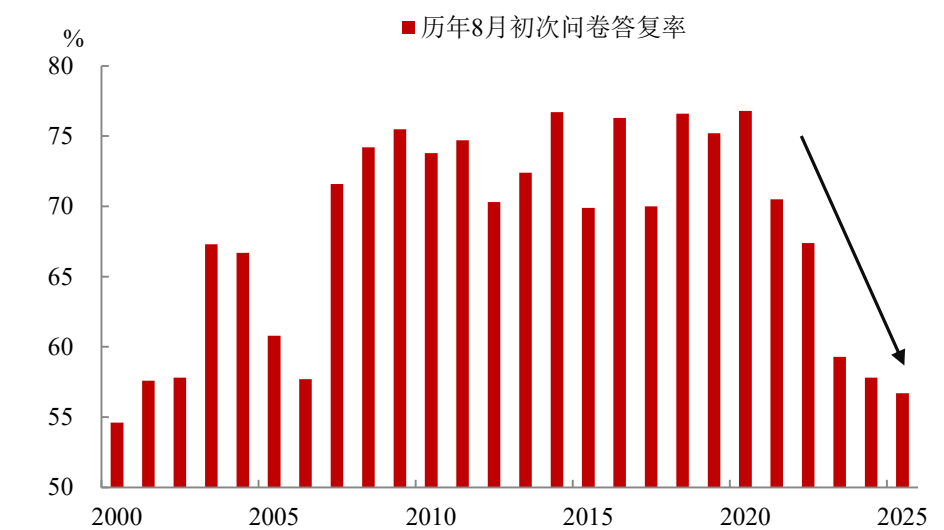
➤ **因此，8 月非农对降息预期的指引可能存在扰动，类似情形也曾在去年美联储首次降息前后上演：**去年 6-7 月非农数据接连下修、失业率上行曾引发市场衰退恐慌，推动美联储 9 月降息 50BP，市场甚至一度定价 11 月再降 50BP。但 10 月劳工部大幅上修 7-8 月非农数据，衰退叙事与激进降息预期随之显著降温。当日 2 年期美债利率飙升，黄金显著回调，美股则受益于衰退叙事的退坡和温和的降息预期明显上涨。当然与上次不同的是，本轮资产定价更多来自于降息预期的押注，没有衰退叙事的参与，这也意味着非农上修对资产端的负面影响更大。

➤ **综上，我们对降息预期需继续保持观察的态度。**尽管我们不排除四季度至明年初美联储连续降息的可能（出现明显的失业率等上行信号），但当前市场对降息的押注貌似有些过于激进，忽视了潜在波动风险。即便美联储内部官员分歧犹存，但市场定价却呈现罕见的“一致性乐观”。

➤ **这也意味着，一旦出现任何的反向信号（通胀快速上行和非农反向修正等）导致预期纠偏，市场的波动将再次放大：美债利率反弹，对降息相对敏感的美股板块（成长股和周期股）被波及，金融属性较强的金属上涨速度放缓（金银铜）。**近期鲍威尔的表态便颇具深意——强调“利率仍具适度限制性”、“股票估值偏高”，或正是有意为过热的乐观预期降温。

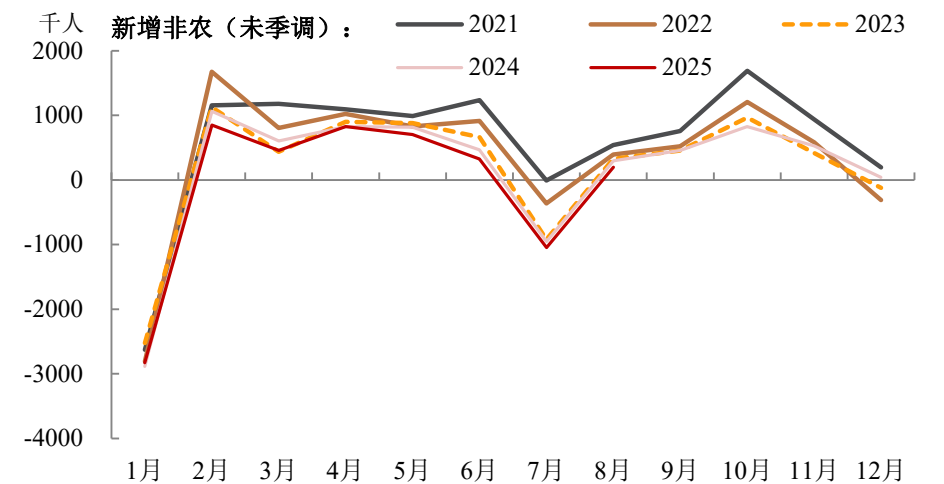
➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：8月非农问卷答复率下降至历史低点



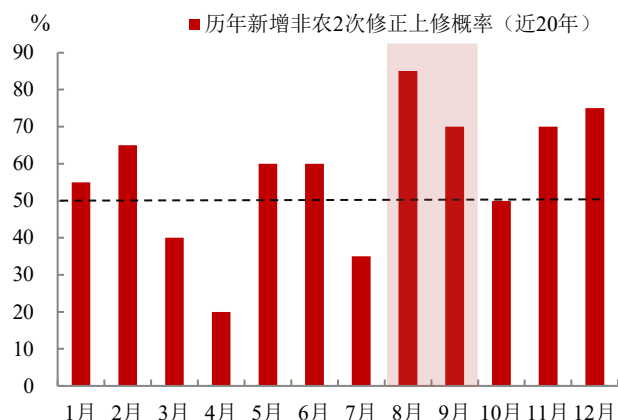
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：7-8月非农季节性扰动大



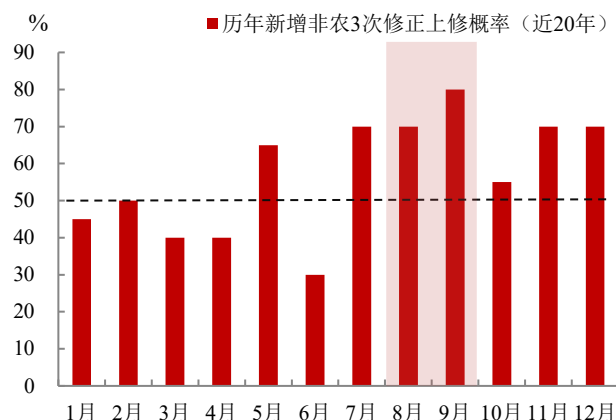
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：8月非农2次上修概率达到80%以上



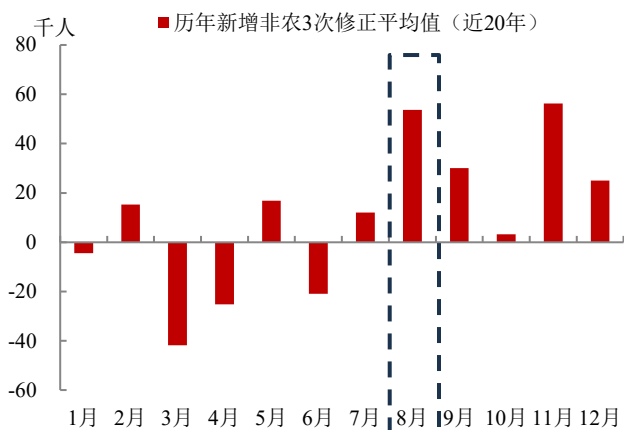
资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：7-9月非农终值上修概率高



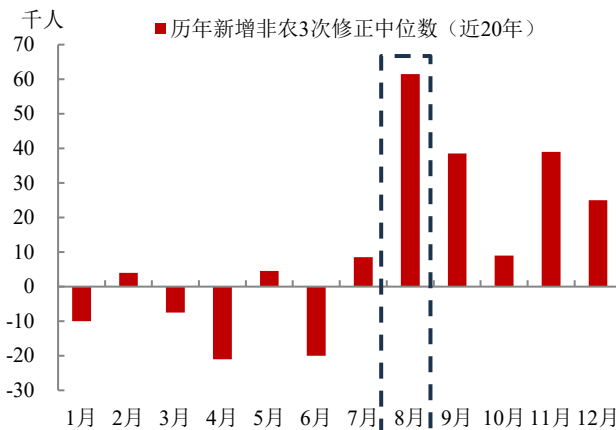
资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：8月非农上修平均值靠前

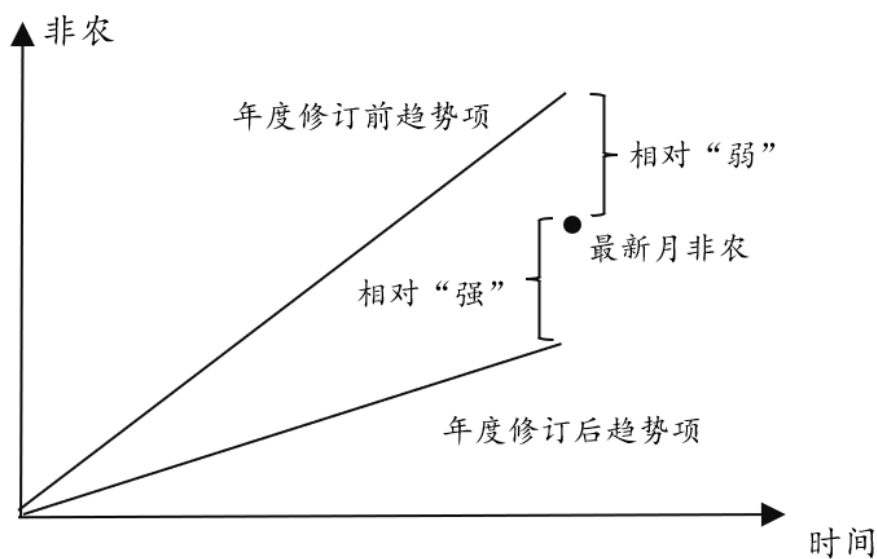


资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：8月非农上修中位数领先



资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：年度非农修订后趋势项明显下移


资料来源：民生证券研究院绘制

图8：ADP、中小企业乐观指数等与新增非农终值相关性更高

		新增非农：初值			新增非农：终值		
		相关性	回归系数	拟合优度	相关性	回归系数	拟合优度
ADP就业	2020年以来	0.43	0.39	0.18	0.64	0.70	0.41
	2010年以来	0.41	0.36	0.17	0.56	0.58	0.32
制造业PMI：就业	2020年以来	0.51	3.10	0.26	0.56	4.12	0.31
	2010年以来	-0.07	-0.23	0.00	-0.02	-0.09	0.00
	2000年以来	0.58	2.18	0.33	0.57	2.25	0.32
服务业PMI：就业	2020年以来	0.18	1.14	0.03	0.32	2.47	0.10
	2010年以来	-0.02	-0.08	0.00	0.06	0.30	0.00
	2000年以来	0.62	2.96	0.38	0.62	3.11	0.38
中小企业乐观指数：增加就业计划	2020年以来	0.51	2.23	0.26	0.64	3.44	0.41
	2010年以来	0.45	0.94	0.20	0.43	1.04	0.18
	2000年以来	0.60	1.93	0.36	0.59	1.99	0.35

资料来源：ifind，民生证券研究院

注：剔除2020年3月-8月的非正常波动。

图9：去年降息 50bp 后劳工部大幅上修 7-8 月新增非农

新增非农数据变化（三次修正下新增非农数据，不考虑年度修正，千人）															
公布时间	2024/6	2024/7	2024/8	2024/9	2024/10	2024/11	2024/12	2025/1	2025/2	2025/3	2025/4	2025/5	2025/6	2025/7	2025/8
2024/7/5	206														
2024/8/2	179	-27	114												
2024/9/6	118	-61	89	-25	142										
2024/9/19	降息 50bp														
2024/10/4		144	+55	159	+17	254									
2024/11/1			78	-81	223	-31	12								
2024/11/8	降息 25bp														
2024/12/6				255	+32	36	+24	227							
2024/12/19	降息 25bp														
2025/1/10					43	+7	212	-15	256						
2025/2/7						261	+49	307	+51	143					
2025/3/7							323	+16	125	-18	151				
2025/4/4								111	-14	117	-34	228			
2025/5/2									102	-15	185	-44	177		
2025/6/6										120	-65	147	-30	139	
2025/7/3											158	+11	144	+5	147
2025/8/1												19	-135	14	-133
2025/9/5													-13	-27	79
2025/9/18	降息 25bp														

资料来源：ifind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048