8月非农数据点评

就业骤冷，降息已成定局

◆ 经济研究·宏观快评

证券分析师：	田地	0755-81982035	tiandi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090003
证券分析师：	邵兴宇	010-88005483	shaoxingyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070001
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

事项：

美东时间9月5日，美国劳工部（BLS）公布8月非农就业报告。8月新增非农就业人数2.2万（远低于预期7.5万）。失业率小幅上行至4.3%，符合预期。时薪同比增速3.7%。

评论：

图1：8月非农数据总览

国信证券 GUOSEN SECURITIES

2025年8月 非农数据总览表

行业类别	8月新增就业				8月存量就业		8月平均薪资		
	8月新增[千人]	7月新增[千人]	变化	近一年新增趋势	8月存量[千人]	近一年存量趋势	8月平均时薪[美元]	同比增速	近一年时薪同比增速
新增非农就业人数	22.0	79.0	-57.0		—	—	—	—	—
私营部门	38.0	77.0	-39.0		135972.0		35.7	3.7%	
* 商品生产	-25.0	-8.0	-17.0		21626.0		37.4	4.0%	
* 采矿业	-6.0	-5.0	-1.0		609.0		40.5	2.0%	
* 建筑业	-7.0	-1.0	-6.0		8295.0		40.0	4.2%	
* 制造业	-12.0	-2.0	-10.0		12722.0		35.5	3.9%	
* 服务生产	63.0	85.0	-22.0		114346.0		36.4	3.6%	
* 金融	-3.0	9.0	-12.0		9250.0		47.7	4.1%	
* 信息	-5.0	-7.0	2.0		2926.0		52.6	4.6%	
* 专业和商业服务	-17.0	-10.0	-7.0		22536.0		44.6	5.0%	
* 运输仓储业	3.6	6.3	-2.7		6747.7		31.7	3.2%	
* 休闲和酒店业	28.0	6.0	22.0		17050.0		23.0	3.7%	
* 批发业	-11.7	-8.3	-3.4		6147.5		39.0	3.3%	
* 零售业	10.5	7.2	3.3		15588.4		25.5	3.8%	
* 公共事业	-0.8	0.6	-1.4		598.3		52.8	2.4%	
* 教育和保健	46.0	77.0	-31.0		27452.1		35.5	2.9%	
* 其他服务业	12.0	5.0	7.0		6050.0		32.8	2.5%	
政府部门	-16.0	2.0	-18.0		22446.0		—	—	—

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

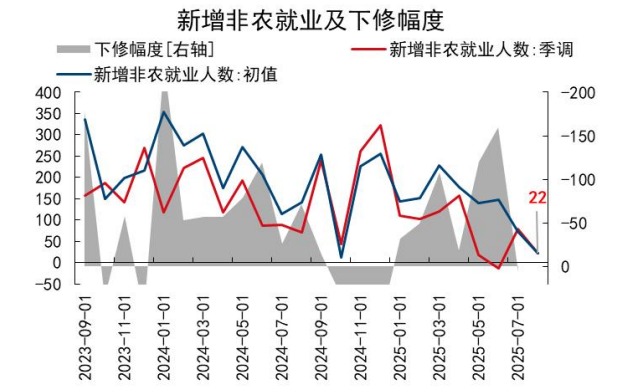
◆ 非农增长动能骤降，服务业独木难撑大局

8 月美国新增非农就业统计初值仅 2.2 万人（雇主调查口径，CES），不仅远低于市场预期的 7.5 万人，也较 7 月的 7.9 万人大幅回落，创下近 10 个月新低。自疫情以来，美国非农数据鲜少跌入如此低谷。当前，就业环境持续恶化，劳动力市场正快速失去动能，经济衰退的压力正在积聚。

从节奏上看，历史经验表明非农就业在 7、8 月往往处于全年低谷，9 月通常会有所回升。但今年情况明显偏离常态，今年以来就业整体疲弱（图 3 中的红线始终处于低位），恐难再现往年韧性。

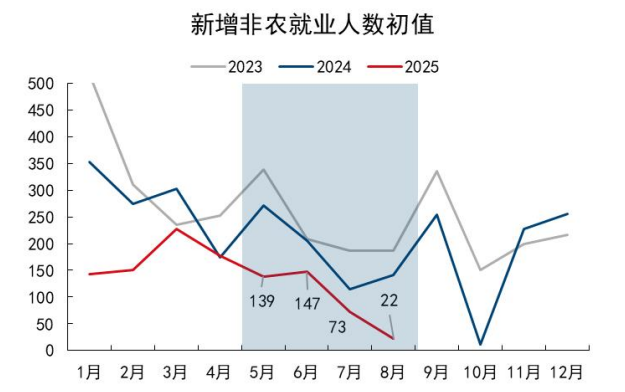
其背后不仅有经济衰退预期的影响，更有政策面的压制。一方面，经济放缓正在抑制企业的招聘需求；另一方面，“大而美”（*One Big Beautiful Bill Act*）法案叠加移民收紧，政策环境带来额外压力。正如鲍威尔在 8 月 22 日杰克逊霍尔会议上所言，美国劳动力市场正经历供需两端的同步收缩，在这种“微妙的平衡”之下，就业的低迷或将演变为结构性的困境。

图2：新增非农就业趋势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：新增非农就业（初值）季节性因素

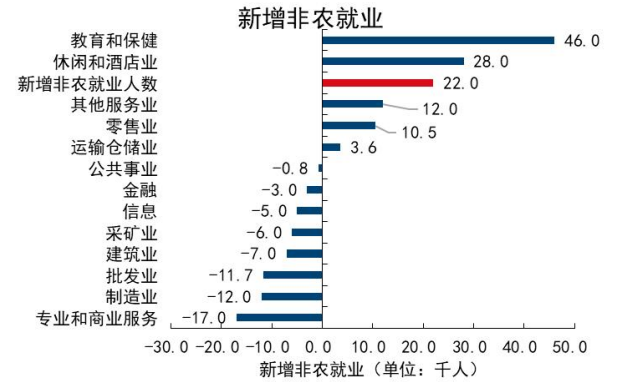


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从结构上看，非农新增的结构性分化明显，“教育保健大幅收缩”叠加“金融和制造持续拖累”成为主要原因。教育和保健业新增 4.6 万人，依旧是最主要的贡献，但相较于上月大幅减少 3.1 万，明显降温。休闲和酒店业（新增 2.8 万人）成为主要贡献。作为美国服务业的第一、第三大就业板块，这两个行业在一定程度上托住了整体非农，但边际放缓的迹象已不容忽视。

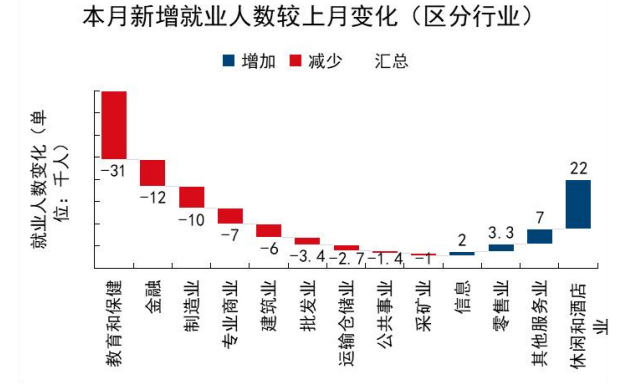
除上述支柱行业外，其余大多数部门表现低迷：专业和商业服务（-1.7 万人）、制造业（-1.2 万人）、批发业（-1.17 万人）、建筑业（-0.7 万人），几乎全线收缩。传统商品部门与部分高附加值服务行业同步萎缩，凸显劳动力市场整体承压，缺乏新的增长点。

图4：新增非农就业（区分行业）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：本月新增就业人数较上月变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

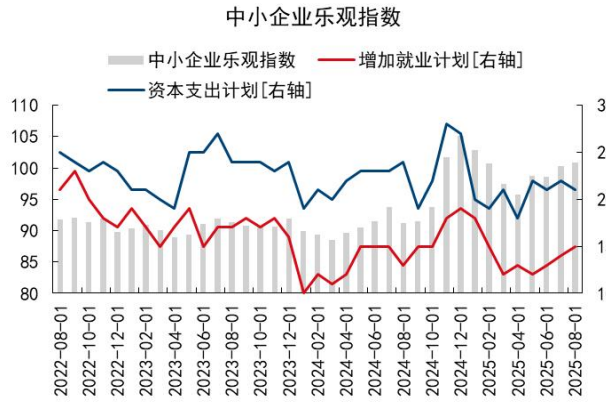
此外，9 月 9 日公布的非农数据基准修订显示，截至 3 月的一年间就业人数下调 91.1 万，引发市场对劳动力市场加速转弱的担忧。

我们认为非农数据疲软叠加大幅下修，无疑刺痛市场敏感神经，但也不必将其简单等同于衰退信号。一方面，季度就业与工资普查（QCEW）对非法移民覆盖不足，下修幅度或被高估；另一方面，NFIB 中小企业就业计划仍在回升，用工需求并未系统性塌陷。

图6：历年截至 3 月非农下修情况

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图7：NFIB 中小企业乐观指数

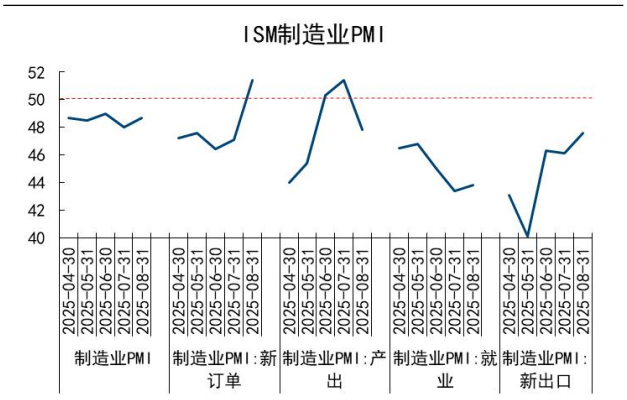


资料来源：NFIB、Wind、国信证券经济研究所整理

往后看，若不考虑 9 月季节性因素，非农短期内预计难见明显改善。从 PMI 分项数据来看，制造业整体仍偏弱（低于荣枯线），虽然新订单回到荣枯线之上，但仍不足以带动就业回暖。其原因在于，一方面，就业对需求改善存在天然滞后，企业往往需确认订单回升的可持续性，才会转化为招聘意愿；另一方面，新订单改善主要集中在高技术、耐用品等少数板块，尚未形成对整体就业的广泛拉动，故就业分项依旧低迷。

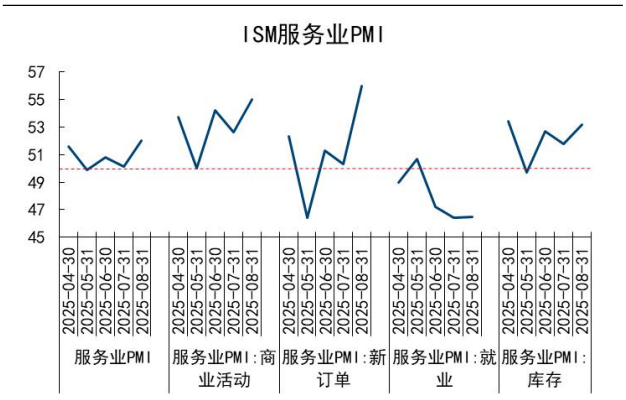
中长期而言，就业基本面仍具回升潜力，财政收入连续 9 个月录得正增长，叠加基建扩张与制造业回流，用工需求有望获得托底支撑。

图8：ISM 制造业 PMI



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：ISM 服务业 PMI



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

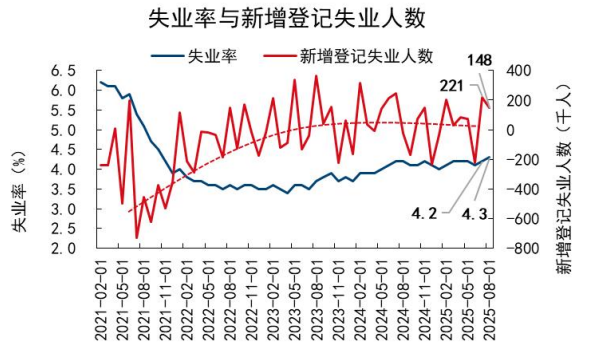
◆ 失业率温和抬升，结构性因素逐步显现

8 月失业率继续上行至 4.3%，高于近一年均值 4.1%，表明整体就业压力进一步加大。新增登记失业人数增加 14.8 万人（居民调查口径，CPS），与非农数据下行（雇主调查口径，CES）形成呼应。这意味着，无论是 CES 所反映的“岗位增减”，还是从 CPS 所揭示的“员工就业状态”，就业市场整体均呈现疲软态势。短期来看，虽然失业率上行幅度并不算大，但从趋势看，中枢已明显抬升——2022 年仍在 3.6%附近，如今已攀升至 4.3%，显示劳动力市场正在经历温和而持续的走弱过程。

从人群结构来看，失业率的上行主要集中在少数族裔群体。8 月黑人或非裔失业率攀升至 7.5%，创年内新高，西班牙裔亦升至 5.3%，明显高于年初水平；白人维持在 3.7%的低位，亚裔回落至 3.6%，整体扰动有限。性别层面，男性失业率升至 4.1%，女性为 3.8%，差距有所扩大。

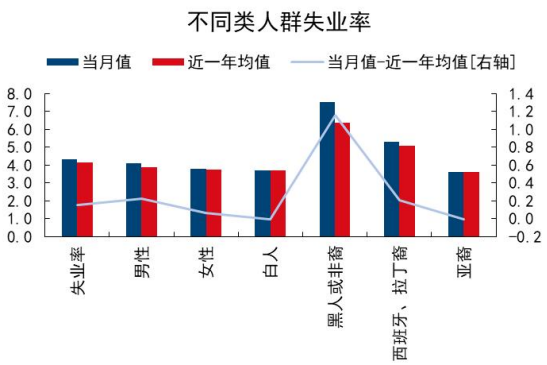
就业压力在族裔和性别维度上呈现分化，特朗普政府收紧移民与签证政策并未改善本土就业，究其原因在于劳动力市场存在结构性错配。高端岗位因签证限制难以引进海外人才，本土供给不足；低端岗位因移民受限出现人手短缺，而本土劳动力不愿进入相关行业。结果导致企业用工成本上升、招聘意愿下降，少数族裔与移民群体的就业脆弱性被放大。

图10：失业率与新增登记失业人数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：失业人群分布

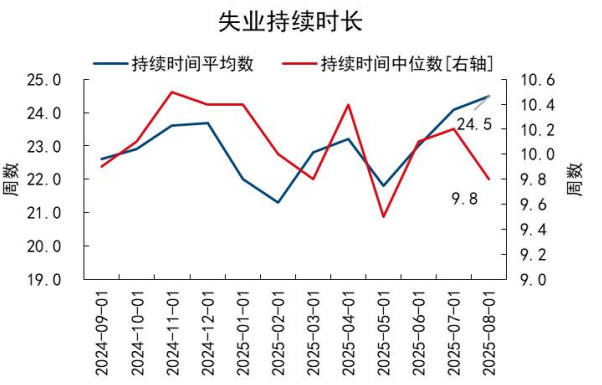


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从特征来看，结构性失业压力继续加剧。8 月失业平均持续时长升至 24.5 周，中位数维持在 9.8 周，长期失业群体规模进一步扩大。“非暂时性失业”人数增至 255.2 万人，同比继续走高，而“暂时性失业”人数回落至 88.6 万人，同比下降，显示劳动力市场的压力更多来自结构性与长期性因素，**而非短期摩擦性失业所致**。

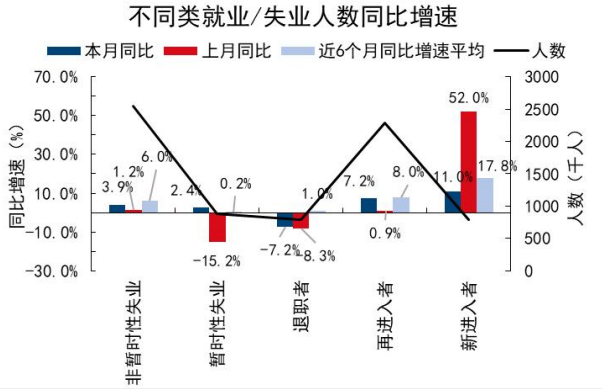
从就业市场进入方式来看，再进入者人数回升至 228.7 万人，延续年内上行趋势；但新进入者回落至 78.6 万人，较 7 月显著下降，再进入者的温和改善无法弥补新进入者的断崖式下跌。因此整体上看，**新增劳动力供给动力不足，而原有失业群体的再就业仍显迟滞，就业市场修复的难度在累积**。

图12：失业持续时长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图13：不同类就业/失业人数同比增速



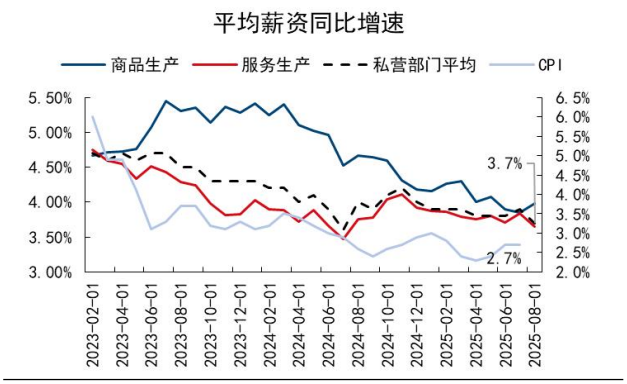
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 平均薪资同比下行，通胀边际影响有限

8 月薪资同比增速整体放缓，对通胀的边际影响可控。从行业分项看，商品生产部门薪资小幅上行，从 3.85%升至 3.98%；服务部门薪资则有所回落，由 3.84%降至 3.65%。鉴于美国就业结构的基本盘仍以服务业为主，整体私营部门平均时薪同比增速亦下降至 3.7%。由此判断，薪资因素对通胀的推动作用有限，不足以改变

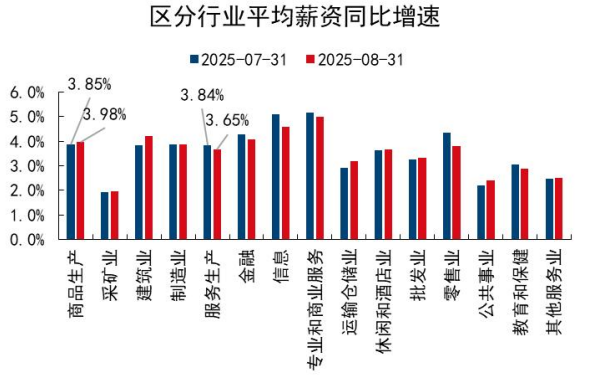
整体通胀回落的大趋势。

图14：平均时薪同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图15：区分行业平均薪资同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

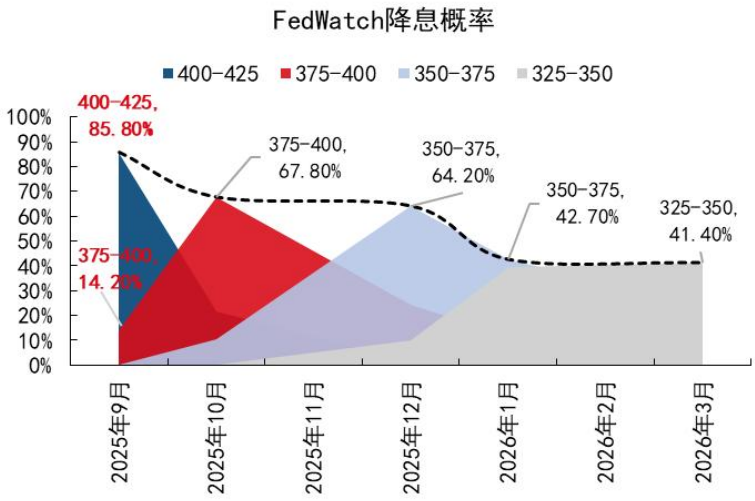
◆ 9 月降息已成定局，长期看美联储独立性面临考验

从 CME FedWatch 数据看，市场已普遍预期当前利率区间（4.00%-4.25%）将在 9 月 17 日 FOMC 会议上出现下调，其中 85.8%的概率指向降息 25bp，另有 14.2%的概率押注直接降息 50bp。9 月降息已基本已成定局，分歧主要在于幅度。

多重因素强化了这一市场判断。一方面，鲍威尔在杰克逊霍尔年会上的罕见鸽派表态，强调就业下行风险与关税通胀的“一次性”特征，为政策转向释放了强烈信号；另一方面，“特朗普解职库克”事件引发市场对美联储独立性的担忧，美债陡峭化、美元走弱、黄金上行的“膝跳反应”再度上演，强化了市场的降息预期。从长期看，美联储独立性正面临前所未有的考验，若特朗普进一步扩大对理事会席位的影响，美联储的政策框架和前瞻指引将愈发受到政治掣肘。

我们预计美联储年内或将三次各降息 25bp，以对冲就业与金融条件压力，整体性质更偏“预防式”。在此背景下，美股有望迎来估值修复与风险偏好回升的“降息交易”，小盘股及利率敏感板块或将率先受益。从风格上看，成长板块在流动性改善和估值重定价的背景下亦具支撑，后续表现则取决于经济基本面与政策的合力。

图16：2025 年 9 月 17 日降息概率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

总结来看，8 月非农骤冷凸显劳动力市场动能加速流失，就业走弱使经济下行压力愈发突出，为 9 月降息提供了进一步数据支撑。往后看，9 月大概率会到来地“预防式降息”或在短期内提振市场风险偏好，但劳动力市场的结构性裂痕与美联储独立性考验仍将成为决定美国经济修复深度与持续性的关键变量。

◆ 风险提示

海外经济体政策不确定性，外部需求下滑。

相关研究报告：

《8 月进出口数据点评-出口动能趋缓，新兴市场托底》 ——2025-09-09
《宏观经济数据前瞻-2025 年 8 月宏观经济指标预期一览》 ——2025-09-02
《8 月 PMI 数据解读-“反内卷”下企业预期继续抬升》 ——2025-08-31
《杰克逊霍尔会议快评-鲍威尔转鸽，9 月降息在即》 ——2025-08-25
《2025 年 7 月财政数据快评-财政视角下“不一样”的 7 月经济》 ——2025-08-20

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032