

美国 8 月非农：美国就业市场持续弱化，降息在即



杨见一 分析师

Email: yangjianyi@lczq.com

证书: S1320525050001



沈夏宜 分析师

Email: shenxiayi@lczq.com

证书: S1320523020004

核心观点：

8 月美国非农新增就业大幅低于预期；失业率上行至 4.3%。美国 8 月非农新增 2.2 万人，大幅不及预期的 7.5 万人，前值 7.9 万人；失业率小幅回升至 4.3%，预期为 4.3%，前值 4.2%。数据公布同时，劳工部调整 6-7 月新增非农就业数据，6 月由第二次公布的 1.4 万下调至 -1.3 万，7 月由初值的 7.3 万上修至 7.9 万，合计下修 2.1 万人。修订后，近三月平均新增就业 3.8 万，就业市场维持弱势。数据公布后，市场进一步确认美联储 9 月、10 月各降息 25bps，甚至出现 9 月降息 50bps 的交易。

8 月商品生产行业就业持续走弱，服务业小幅放缓。商品生产行业新增就业 -2.5 万，前值 -0.8 万，连续走低。服务行业新增就业 6.3 万，前值 8.5 万，小幅回落。其中，上游批发业就业持续放缓，新增 -1.2 万，前值 -0.8 万。中下游零售业维持就业热度，新增 1.1 万，前值 0.7 万。运输和仓储就业回落，新增 0.4 万，前值 0.6 万。其他服务业中，除休闲和住宿行业就业回升至 2.8 万以外，公用事业、专业和商业服务、信息业、金融业、教育医疗业均较前值下降。政府部门就业持续回落，8 月新增就业 -1.6 万人，前值 0.2 万人。

9 月有可能降息 50bps 吗？可能性暂时不强。美国劳动力市场数据日益弱化，市场出现 9 月降息 50bps 的观点。但是，9 月美联储直接降息 50bps 的可能性暂不强烈。尽管美国劳动力市场新增就业放缓，但与经济衰退关联更明确的失业率并未显著上行，美联储没有过快行动的理由。新增就业弱化部分来自于政府裁员和关税带来的贸易链就业冲击，属于暂时性的外生因素。并且，美联储仍关注关税通胀，在通胀未明确兑现或风险解除的情况下，或倾向于谨慎宽松。

自 7 月非农就业数据大幅下修以来，市场已进入新一轮降息交易。如果下一步美国通胀维持稳健，美联储顺利达成降息，则相对利多美股，且逻辑逐渐切换至利率敏感型的周期性行业。美债短端收益率下行速度较快，但长端变化不大。另外，尽管美联储降息指向美元阶段性走弱，但若降息成功兜底经济，美国市场对外部投资者吸引力上升，那么美元弱势或在中期扭转。近期关注 9 月 11 日公布的 8 月美国 CPI 数据，长期关注美联储主席换届及特朗普关税政策及财政政策变化。

风险提示：美国经济下行超预期，美国货币财政政策超预期。

相关报告

8 月高频数据跟踪

2025.09.02

8 月 PMI 数据点评：PMI 结构性弱修复

2025.09.01

Jackson Hole 会议点评：美联储新框架下的“短鸽长鹰”

2025.08.29

目 录

1. 美国 8 月非农数据持续弱化，降息基本确认	4
2. 风险提示	9

图表目录

图 1	美国非农就业数据公布同时修正前月数据	5
图 2	最近 12 个月美国新增非农就业分布, 按行业 (千人)	5
图 3	美国失业率与美联储 SEP 指引 (%)	5
图 4	美国劳动力供需再平衡, 就业缺口回正 (千人)	6
图 5	美国劳动力参与率及同比增速 (%)	6
图 6	美国政府部门新增就业结构 (千人)	6
图 7	美国移民与本国劳动力人数 (千人)	6
图 8	美国非农名义平均时薪及实际时薪同比 (%)	7
图 9	美国非农名义平均时薪及实际时薪环比 (%)	7
图 10	最近 12 个月美国各行业平均时薪环比增速 (%)	7
图 11	美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)	7
图 12	美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)	7
图 13	美国企业职位空缺率及同比增速 (%)	8
图 14	Indeed 领先指标与职位空缺数	8
图 15	美国挑战者企业裁员人数 (人, %)	8
图 16	美国初次与持续申领失业金人数 (万人)	8
图 17	美国广义失业率及基准失业率 (%)	8
图 18	美国因经济原因兼职人数 (人)	8
图 19	美国服务业平均周工时 (小时)	9
图 20	美国就业市场离职率 (%)	9
图 21	8 月就业超预期, 市场降息预期推后 (bps)	9
图 22	CME 数据显示非农公布后市场重新押注 9 月降息	9

1. 美国 8 月非农数据持续弱化，降息基本确认

8 月美国非农新增就业大幅低于预期；失业率上行至 4.3%。美国 8 月非农新增 2.2 万人，大幅不及预期的 7.5 万人，前值 7.9 万人；失业率小幅回升至 4.3%，预期为 4.3%，前值 4.2%。数据公布同时，劳工部调整 6-7 月新增非农就业数据，6 月由第二次公布的 1.4 万下调至 -1.3 万，7 月由初值的 7.3 万上修至 7.9 万，合计下修 2.1 万人。修订后，近三月平均新增就业 3.8 万，就业市场维持弱势。数据公布后，市场进一步确认美联储 9 月、10 月各降息 25bps，甚至出现 9 月降息 50bps 的交易。美股震荡、美债收益率下行、美元下行。

8 月商品生产行业就业持续走弱，服务业小幅放缓。商品生产行业新增就业 -2.5 万，前值 -0.8 万，连续走低。其中，制造业新增就业 -1.2 万，前值 -0.2 万；采矿伐木业就业 -0.6 万，前值 -0.5 万；建筑业 -0.7 万，前值 -0.1 万。服务行业新增就业 6.3 万，前值 8.5 万，小幅回落。其中，上游批发业就业持续放缓，新增 -1.2 万，前值 -0.8 万。中下游零售业维持就业热度，新增 1.1 万，前值 0.7 万。运输和仓储就业回落，新增 0.4 万，前值 0.6 万。其他服务业中，休闲和住宿行业就业回升至 2.8 万，前值 0.6 万；但公用事业 (-0.1 万)、专业和商业服务 (-1.7 万)、信息业 (-0.5 万)、金融业 (-0.3 万)、教育医疗业 (4.6 万) 均较前值下降。政府部门就业持续回落，8 月新增就业 -1.6 万人，前值 0.2 万人。美国联邦政府和州政府就业下降，持续裁员，仅地方政府（尤其是教育部门）就业维持正增长。

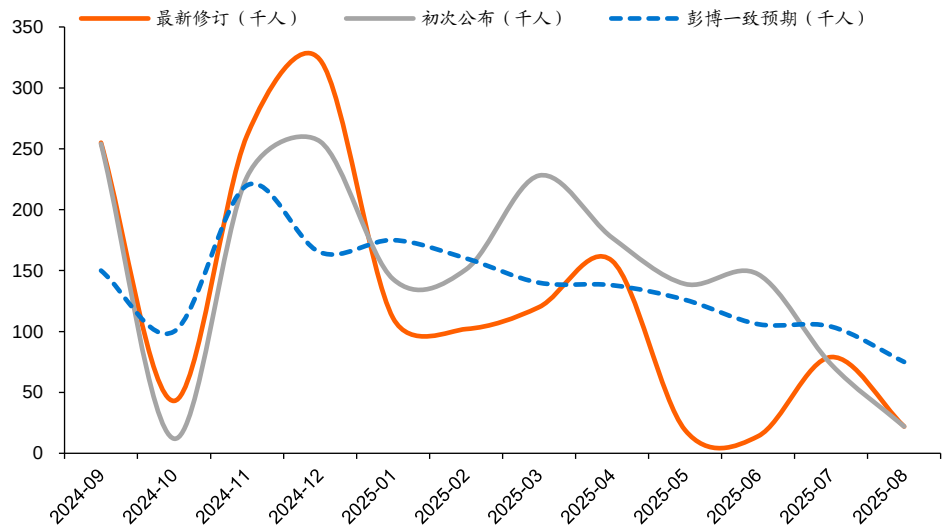
美国劳动力市场供需同步下行，但近月就业缺口首次转正。8 月美国劳动参与率维持 62% 的偏低水平，职位空缺率则下降至 4.3%。从就业缺口来看，7 月美国劳动供给 17034.2 万人，需求 17028.7 万人，就业缺口首次转正为 5.5 万人，指向劳动力需求端的下行程度超过供给端，就业市场进一步转弱。对比本国劳动力和外来劳动人口，8 月本国劳动力小幅下行 100.2 万人，外国劳动力小幅上升 192.2 万，但驱逐移民、外来劳动力下行的大趋势不变。

其他就业数据一览：8 月薪资环比增速 0.27%，较前值的 0.33% 略有下降。8 月裁员人数小幅回升，当月裁员 8.6 万人。失业金方面，近期初次申请失业金的人数开始上行，8 月平均每周 23 万人，持续申请失业金的人数维持高位，约 195 万人（1-5 月平均 187 万），显示脱离失业状态的难度上升。广义 U6 失业率突破 8.1%，前值 7.9%，显示就业市场弱化。与之对应的，因经济原因兼职的人数回升，8 月上行至 468 万人。工作时长方面，服务业与生产行业周工时基本持平前值。

9 月有可能降息 50bps 吗？可能性暂时不强。美国劳动力市场数据日益弱化，市场出现 9 月降息 50bps 的观点。截至 9 月 8 日，CME 数据显示市场认为目前有约 10% 可能性降息 50bps。但是，我们判断 9 月美联储直接降息 50bps 的可能性暂不强烈。第一，尽管美国劳动力市场新增就业放缓，但与经济衰退关联更明确的失业率并未显著上行，美联储没有过快行动的理由。第二，新增就业弱化部分来自于政府裁员和关税带来的贸易链就业冲击，属于外生因素。第三，美联储仍关注关税通胀，在通胀未明确兑现或风险解除的情况下，或倾向于谨慎宽松。

自 7 月非农就业数据大幅下修以来，市场已提前进入新一轮降息交易。8 月数据公布当天，美股震荡下行、美债收益率下行、美元走弱。如果下一步美国通胀维持稳健，美联储顺利达成降息，则相对利多美股，且逐渐切换至利率敏感型的周期性行业。美债短端收益率下行速度较快，但长端变化不大。需要提示的是，尽管美联储降息指向美元阶段性走弱，但若降息成功兜底经济，美国市场对外部投资者吸引力上升，那么美元弱势或在中期扭转。近期关注 9 月 11 日公布的 8 月美国 CPI 数据，长期关注美联储主席换届及特朗普关税政策及财政政策变化对经济和市场的影响。

图1 美国非农就业数据公布同时修正前月数据



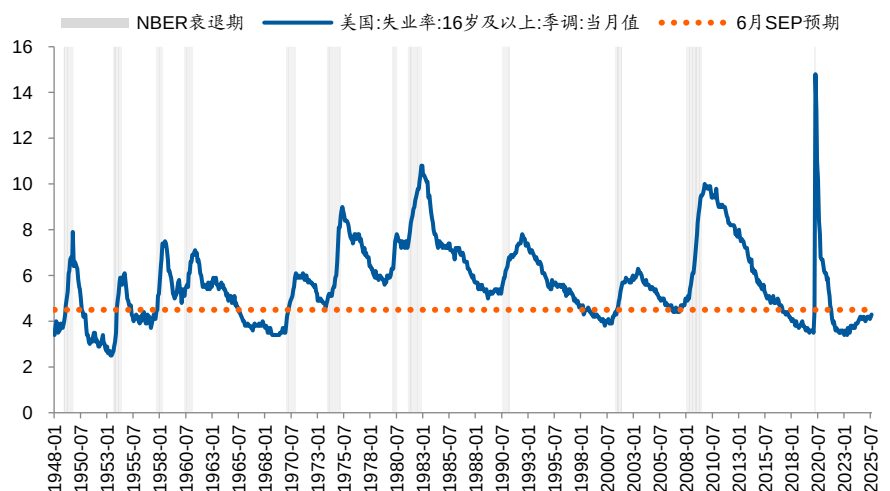
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图2 最近 12 个月美国新增非农就业分布, 按行业 (千人)

		趋势	当月增加 (千人)											
总量	项目		2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
私人	非农总量		22.0	79.0	-13.0	19.0	158.0	120.0	102.0	111.0	323.0	261.0	44.0	240.0
	私人部门		38.0	77.0	-27.0	69.0	133.0	114.0	107.0	79.0	287.0	244.0	-1.0	208.0
	商品		-25.0	-8.0	-21.0	-13.0	2.0	5.0	24.0	-11.0	4.0	28.0	-50.0	32.0
	采矿和伐木业		-6.0	-5.0	-2.0	-4.0	2.0	-1.0	4.0	-3.0	-1.0	2.0	-1.0	2.0
	建筑业		-7.0	-1.0	-2.0	2.0	0.0	5.0	12.0	-3.0	15.0	6.0	1.0	30.0
	制造业		-12.0	-2.0	-17.0	-11.0	0.0	1.0	8.0	-5.0	-10.0	-50.0	-50.0	0.0
	服务		63.0	85.0	-6.0	82.0	131.0	109.0	83.0	90.0	283.0	216.0	49.0	176.0
	贸易、运输和公用事业		2.0	5.0	-13.0	-11.0	-2.0	-8.0	22.0	54.0	81.0	19.0	-10.0	31.0
	批发		-11.7	-8.3	-12.1	1.6	1.3	-4.8	7.1	-4.3	13.0	5.1	6.1	7.1
	零售		10.5	7.2	-5.0	-14.8	4.7	16.4	-3.8	35.7	34.4	-13.5	-6.6	13.7
	运输和仓储		3.6	6.3	3.8	-0.5	-7.6	-20.7	18.3	21.3	34.4	27.7	-9.0	7.1
	公用事业		-0.8	0.6	0.3	2.6	-1.2	1.5	0.8	1.4	-0.8	-0.3	-0.8	2.6
	专业和商务		-17.0	-10.0	-24.0	-23.0	27.0	-11.0	15.0	-35.0	36.0	37.0	-34.0	-16.0
	信息		-5.0	-7.0	-3.0	2.0	1.0	-2.0	0.0	-4.0	17.0	5.0	-7.0	0.0
	金融活动		-3.0	9.0	-6.0	7.0	5.0	3.0	15.0	14.0	12.0	16.0	3.0	5.0
	教育和医疗		46.0	77.0	51.0	70.0	85.0	65.0	65.0	62.0	83.0	73.0	87.0	98.0
	休闲和住宿		28.0	6.0	-5.0	27.0	18.0	45.0	-34.0	-14.0	47.0	54.0	9.0	51.0
	其他		12.0	5.0	-6.0	10.0	-3.0	17.0	0.0	13.0	7.0	12.0	1.0	7.0
政府	政府		-16.0	2.0	14.0	-50.0	25.0	6.0	-5.0	32.0	36.0	17.0	45.0	32.0

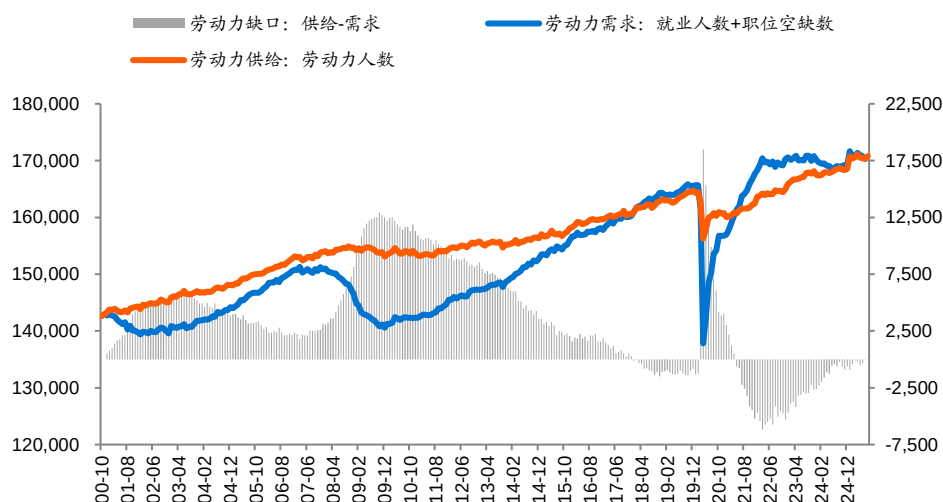
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图3 美国失业率与美联储 SEP 指引 (%)



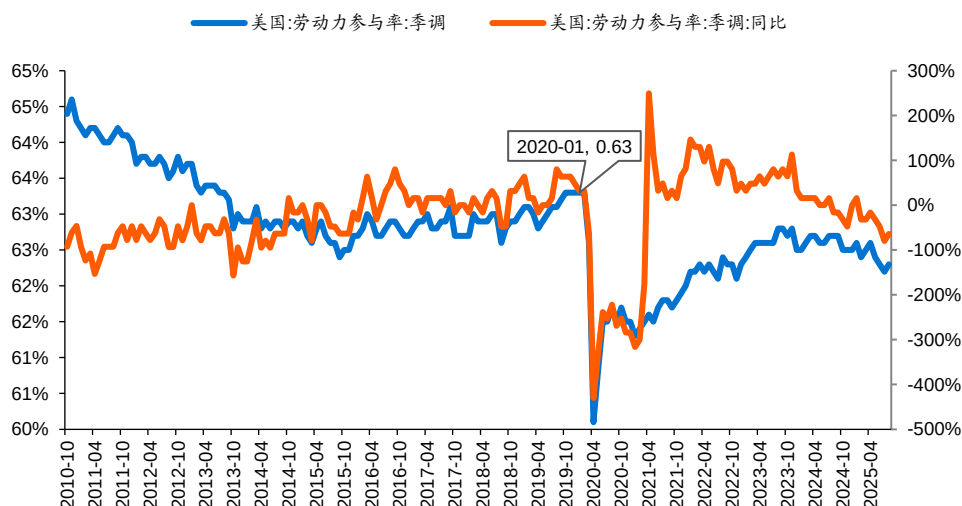
资料来源: BLS, 美联储, 联储证券研究院

图4 美国劳动力供需再平衡，就业缺口回正（千人）



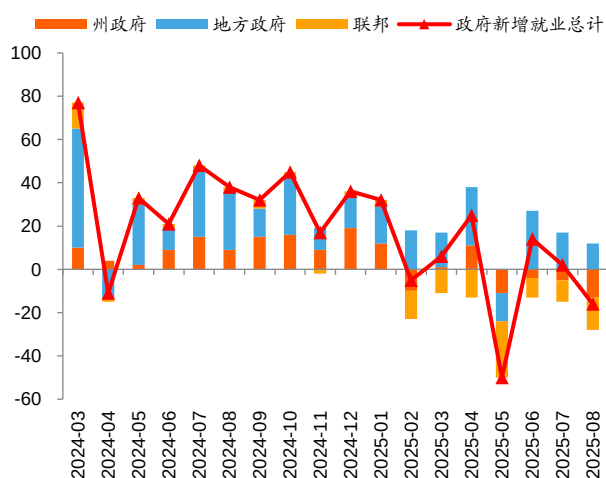
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图5 美国劳动力参与率及同比增速（%）



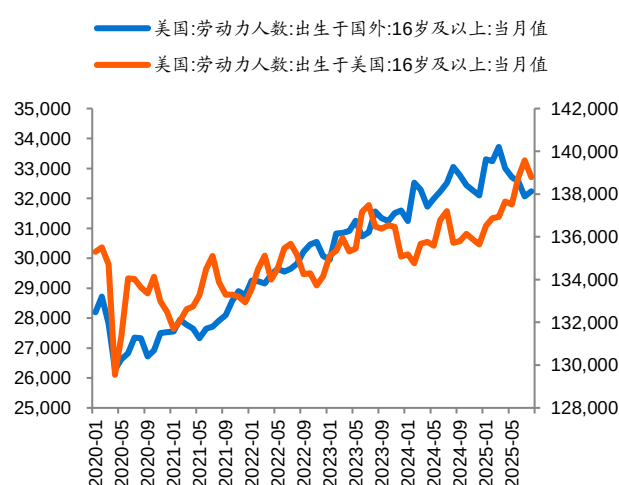
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图6 美国政府部门新增就业结构（千人）



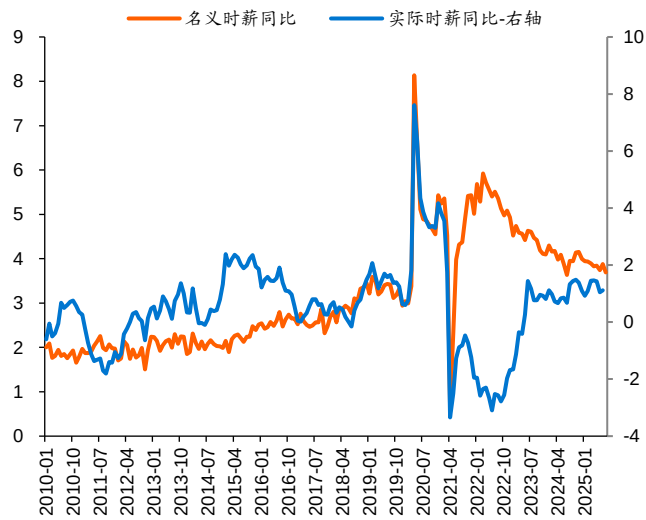
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图7 美国移民与本国劳动力人数（千人）



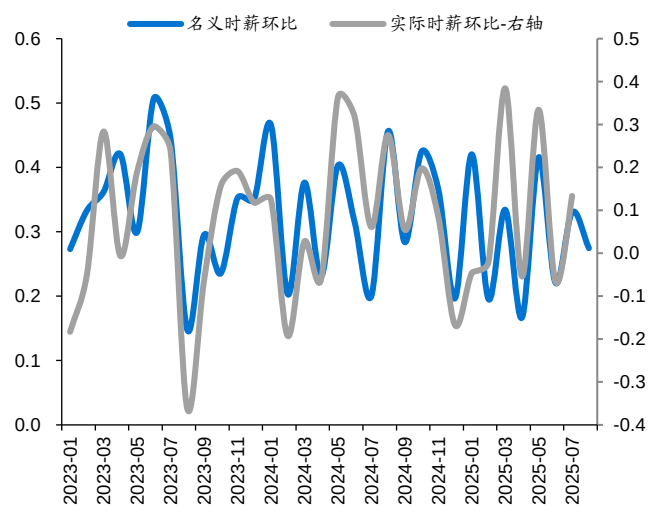
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图8 美国非农名义平均时薪及实际时薪同比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图9 美国非农名义平均时薪及实际时薪环比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

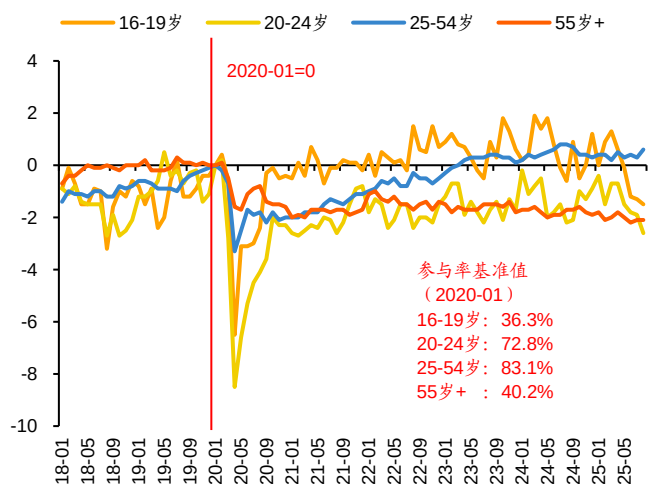
图10 最近 12 个月美国各行业平均时薪环比增速 (%)

部门	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
平均时薪环比	0.27	0.33	0.22	0.42	0.17	0.33	0.20	0.42	0.20	0.37	0.42	0.28
商品生产	0.43	0.24	0.30	0.41	-0.03	0.60	0.27	0.47	0.28	0.28	0.28	0.39
采矿和伐木业	0.25	0.32	0.10	0.37	-0.22	0.05	-0.07	0.65	-0.27	0.18	0.20	0.40
建筑业	0.63	0.25	0.48	0.31	0.28	0.23	0.13	0.33	0.41	0.26	0.23	0.57
制造业	0.28	0.20	0.23	0.46	-0.23	0.83	0.43	0.55	0.20	0.32	0.29	0.23
服务	0.28	0.33	0.19	0.45	0.20	0.28	0.20	0.39	0.17	0.40	0.43	0.29
贸易、运输和能源	0.16	0.42	0.13	0.29	0.20	0.59	0.20	0.40	-0.16	0.43	0.40	0.17
零售	-0.16	0.55	0.08	0.28	0.16	0.80	0.28	0.44	-0.28	0.81	0.57	0.20
批发	0.26	0.49	0.13	0.42	0.39	0.58	0.42	0.16	-0.16	0.40	0.21	-0.03
信息	0.23	0.19	0.38	0.68	0.74	-0.06	0.12	0.71	-0.70	-0.16	2.14	0.26
金融活动	0.34	0.38	0.00	0.53	0.28	0.62	0.32	0.45	0.43	0.13	0.50	0.02
专业和商业服务	0.41	0.43	0.45	0.55	0.18	0.32	0.28	0.21	0.39	0.61	0.47	0.59
教育和健康服务	0.17	0.25	-0.06	0.51	0.26	-0.11	0.11	0.34	0.23	0.46	0.23	0.43
娱乐	0.39	0.26	0.31	0.13	0.00	0.58	0.18	0.58	0.31	0.27	0.32	0.27
其他服务	0.40	0.18	0.37	0.31	0.22	-0.58	0.00	0.56	0.25	0.16	0.44	0.19

资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

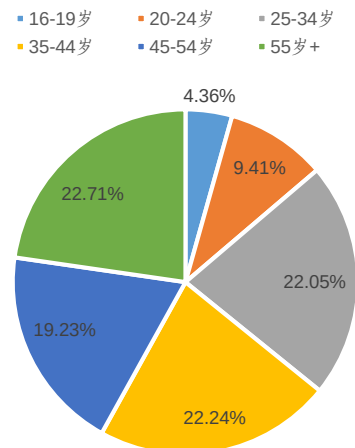
*颜色以当月非农平均时薪为基准 (白色)

图11 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)



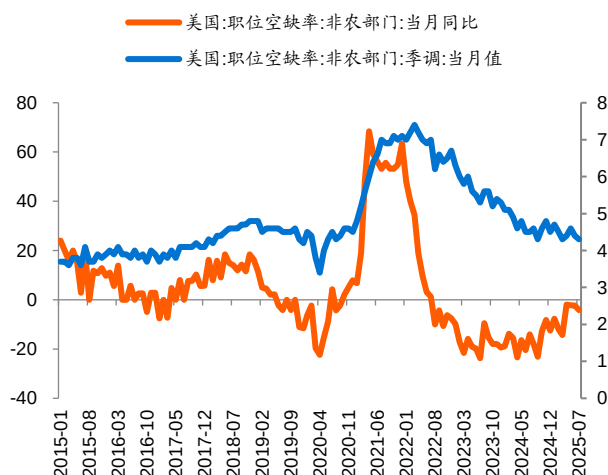
资料来源：FRED，联储证券研究院

图12 美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)



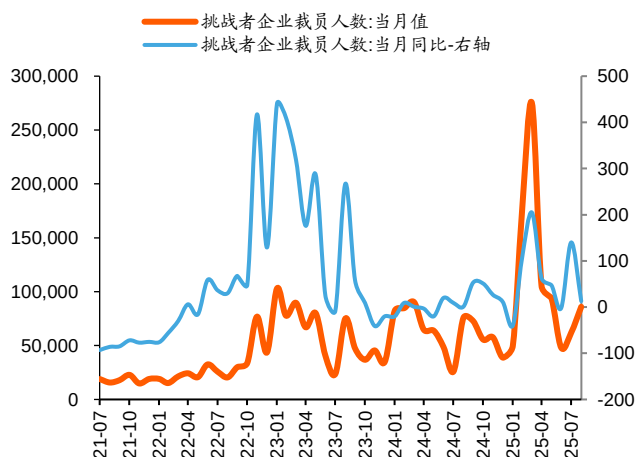
资料来源：BLS，联储证券研究院

图13 美国企业职位空缺率及同比增速 (%)



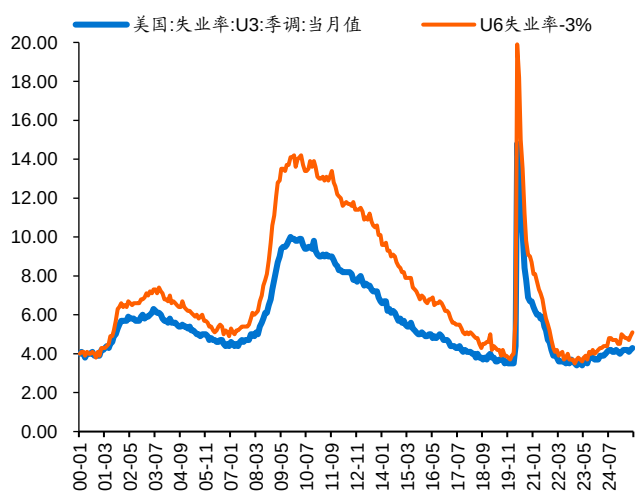
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图15 美国挑战者企业裁员人数 (人, %)



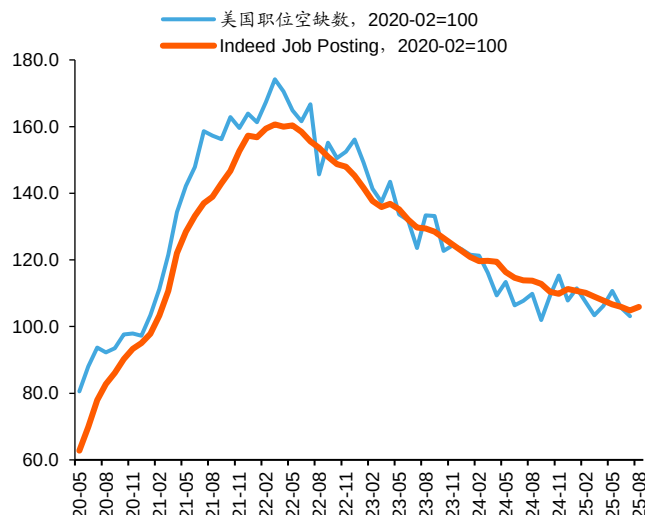
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图17 美国广义失业率及基准失业率 (%)



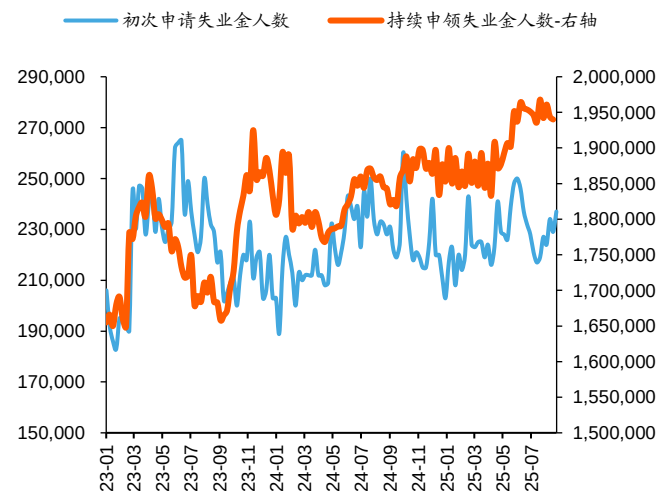
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图14 Indeed 领先指标与职位空缺数



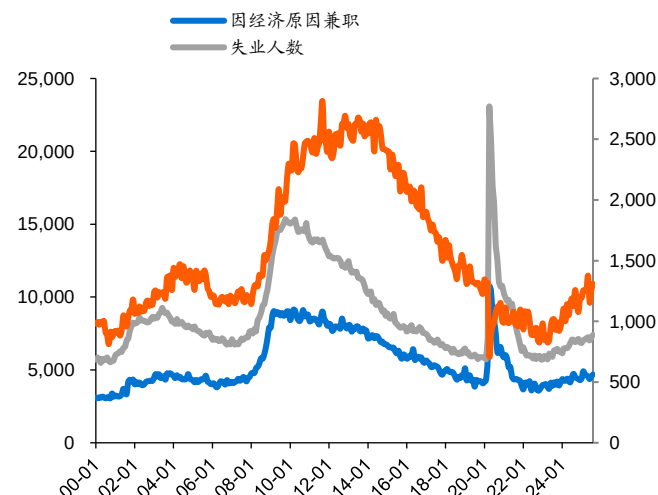
资料来源: FRED, 联储证券研究院

图16 美国初次与持续申领失业金人数 (万人)



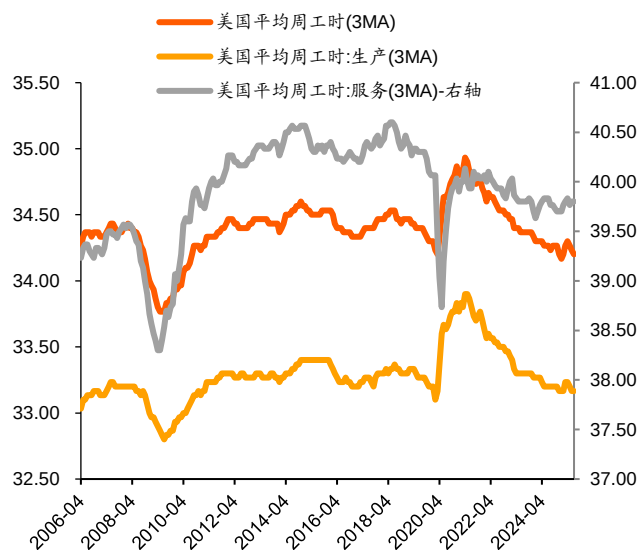
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图18 美国因经济原因兼职人数 (人)



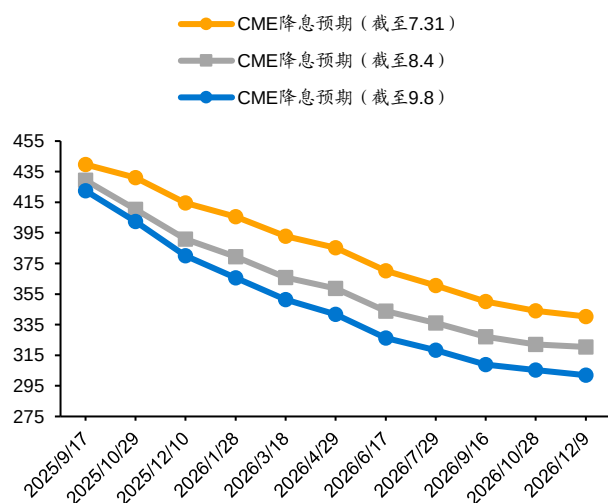
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图19 美国服务业平均周工时（小时）



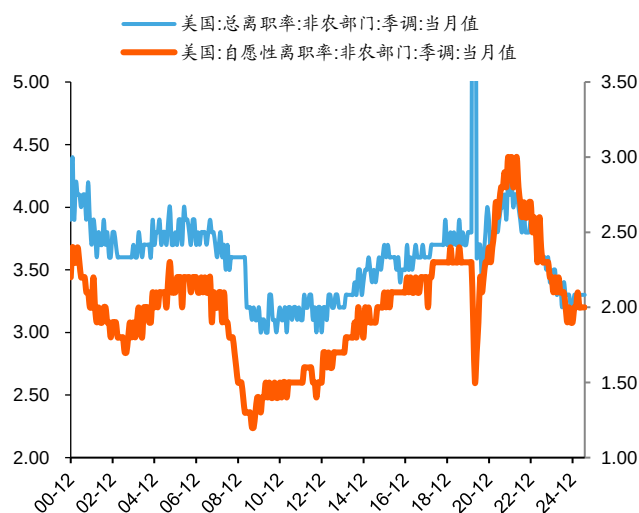
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图21 8月就业超预期，市场降息预期推后（bps）



资料来源：CME，联储证券研究院

图20 美国就业市场离职率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图22 CME 数据显示非农公布后市场重新押注 9 月降息

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/9/17						0.0%	0.0%	0.0%	9.9%	90.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.8%	73.3%	18.8%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.3%	68.6%	22.8%	1.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	40.5%	43.7%	11.2%	0.6%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	25.8%	42.4%	24.3%	4.9%	0.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	11.1%	32.0%	35.7%	17.0%	3.1%	0.2%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.5%	7.2%	24.1%	34.3%	24.1%	8.4%	1.3%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.2%	2.5%	12.3%	27.1%	31.2%	19.4%	6.3%	0.9%	0.0%
2026/9/16	0.1%	1.1%	6.3%	18.0%	28.7%	26.7%	14.3%	4.2%	0.6%	0.0%
2026/10/28	0.2%	1.8%	7.9%	19.4%	28.4%	25.0%	13.0%	3.7%	0.5%	0.0%
2026/12/9	0.4%	2.5%	9.3%	20.6%	28.0%	23.5%	11.8%	3.3%	0.4%	0.0%

资料来源：CME，联储证券研究院

2. 风险提示

美国经济下行超预期，美国货币财政政策超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000