



8 月美国非农数据点评

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

8 月美国非农数据点评

基本内容

8 月非农新增就业恶化的趋势并未停止，将教育与医疗保健业单列后，其余对周期更为敏感的私人部门新增就业连续 4 个月收缩。

8 月失业率从上个月的 4.248% 跳升至 4.324%，主要源自劳动参与率的小幅修复；供需双弱下，通过供给压制失业率的奇异结构可能接近拐点，就像鲍威尔此前对于裁员激增的担忧那样，需求走弱正在占据上风。

7 月 FOMC 至今的美国劳动力数据发生了“翻天覆地”的变化：2 份报告中非农新增就业累计下修 27.9 万人，失业率累计跳升 0.21%。这值得鲍曼与沃勒之外的联储票委去思考：联储是否已经落后于曲线？9 月是否需要额外降息以作为 7 月不降息的“补偿”？尤其是鲍威尔公开转鸽之后，其余官员不存在转向的“心理负担”。

很难判断 6 月的负增长是否是美国非农周期性的低点，我们倾向于失业率存在更大的上行风险，而周期敏感型的私人部门就业二段式下跌（负增长）概率不容忽视。

当前市场并没有非常积极的转向衰退交易，主要是因为鲍威尔在杰克逊霍尔会议展现出对于劳动力市场接近于“兜底”的态度。考虑到特朗普对于联储理事会更大的掌控力，联储的连续降息不仅不存在经济层面的压力，反而有更强的政治动力；这也是市场依然相对乐观的原因，经济不好就押注更大幅度降息。但如果联储在 9 月 FOMC 降息 25bp，同时依然维持全年共计 50bp 的预期，这可能会损伤鲍威尔“托底承诺”的分量，反而成为衰退交易的伏笔。

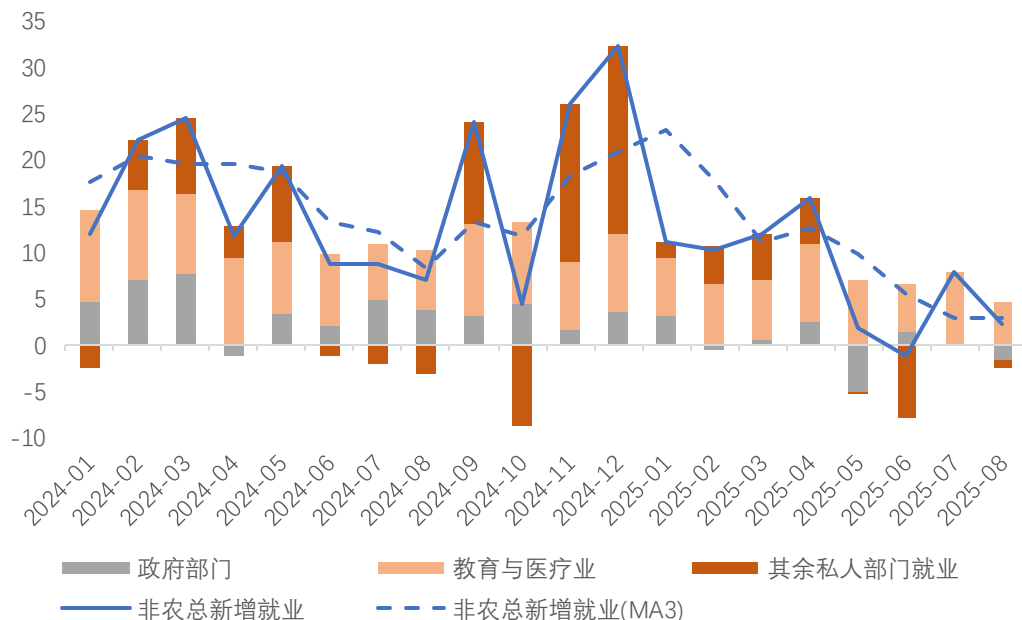
风险提示

1) 特朗普的政策不确定性加大，带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响，下半年全球同步宽松幅度超预期，甚至带来全球共振扩表，明显缓解长端利率压力。3) 技术突破带来制造业回流加剧，美国生产成本明显降息，信用需求激增。



8月非农调查初次回复率明显反弹，关于数据质量的质疑也有所消散，但就业恶化的趋势却并未停止；将教育与医疗保健业单列后，其余对周期更为敏感的私人部门新增就业连续4个月收缩。更为惨淡的是，过去四个月（5-8月）非农新增就业的总和仅为10.7万人，还比不上2025年前四个月的单月平均增长水平（12.7万人）。修正后的6月新增非农录得-1.3万人，时隔52个月再次出现就业收缩。

图1：过去四个月非农新增就业总和仅为10.7万人，不及此前单月平均增长水平

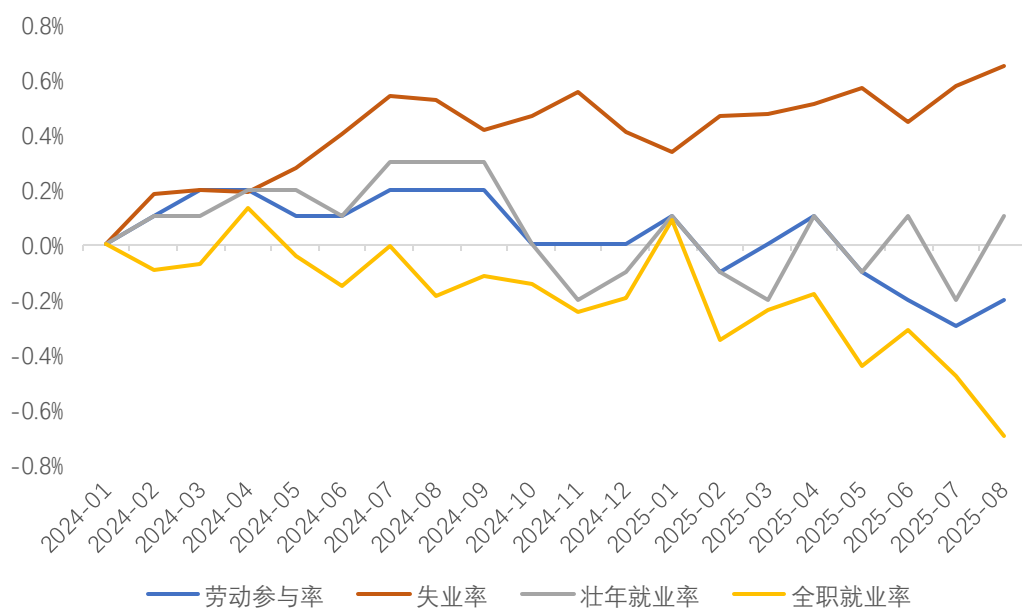


来源：Wind，国金证券研究所

8月失业率从上个月的4.248%跳升至4.324%，主要源自劳动参与率的小幅修复；供需双弱下，通过供给压制失业率的奇异结构可能接近拐点，就像鲍威尔此前对于裁员激增的担忧那样，需求走弱正在占据上风。平衡逐渐被打破也意味着联储对于年末4.5%的失业率预测很可能在9月FOMC会议中被上调。

7月FOMC至今的美国劳动力数据发生了“翻天覆地”的变化：2份报告中非农新增就业累计下修27.9万人，失业率累计跳升0.21%。这值得鲍曼与沃勒之外的联储票委去思考：联储是否已经落后于曲线？9月是否需要额外降息以作为7月不降息的“补偿”？尤其是鲍威尔公开转鸽之后，其余官员不存在转向的“心理负担”。

图2：劳动参与率小幅回升推动失业率进一步走高



来源：Wind，国金证券研究所

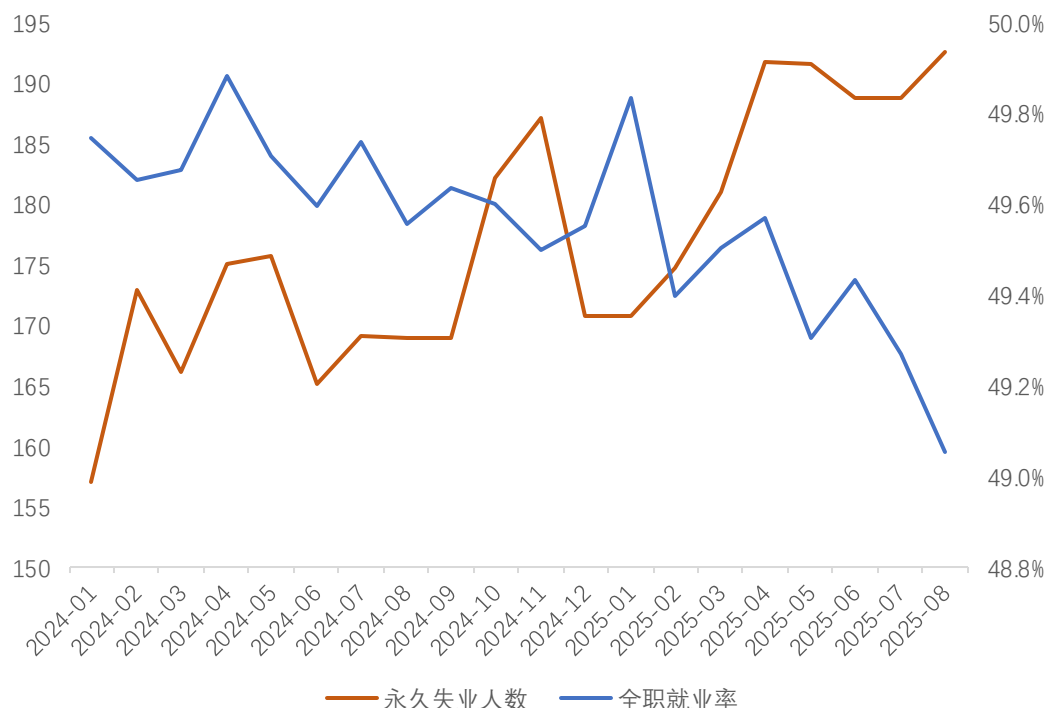


例如，堪萨斯联储主席施密德在 8 月采访中认为不需要调整利率，声称并没有看到任何利率限制性(I don't know exactly what we are restricting)，但随后公布的褐皮书显示堪萨斯联储地区的就业状况为全美最差。同时，旧金山联储与纽约联储区域企业在褐皮书中也表达了就业市场的恶化趋势，考虑到两个区域的经济体量和敏感度，从企业感知而言可能还没有看到就业周期性低点的到来。

再考虑到关税的因素，未来美国劳动力情况更加值得担忧。对美国公司而言，关税已经成为确定性，生产成本上升也逐渐明晰，且预期未来行业的关税压力会进一步增加，最直接的解决方式除了涨价，还有劳动力成本削减。体现为雇佣更低成本的兼职，冻结招聘以及裁员；职位空缺数与失业人数的比重(V/U)时隔 50 个月再度回落至 1.0 以下水平。

过去一段时间展现出“全职就业下行、兼职就业上行、永久失业上行”的组合，积累了更大的失业率跳升风险，毕竟裁掉兼职员工总是更加容易的。

图 3：全职就业率下降让劳动力市场更加脆弱

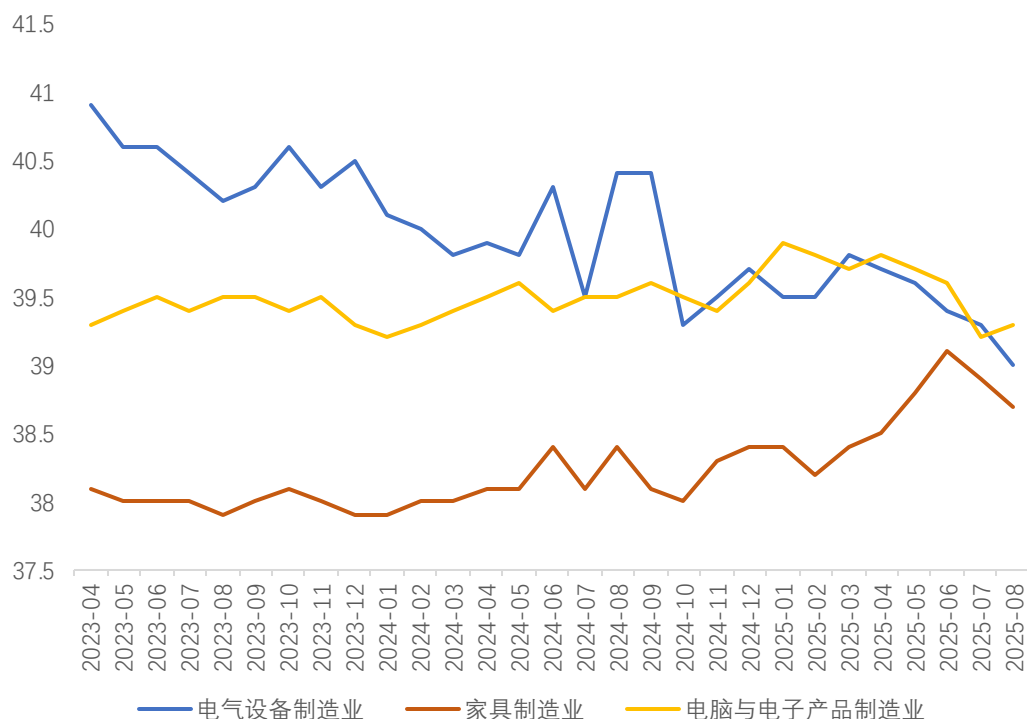


来源：Wind，国金证券研究所

尽管非农整体周平均工作时长并未进一步下行，但对关税最为敏感的部分制造业工时在 5-6 月见顶后持续回落；叠加疲软的制造业就业，以及降息对经济的刺激存在滞后性，利率与关税双敏感部门的就业情况仍存在进一步下行的可能。



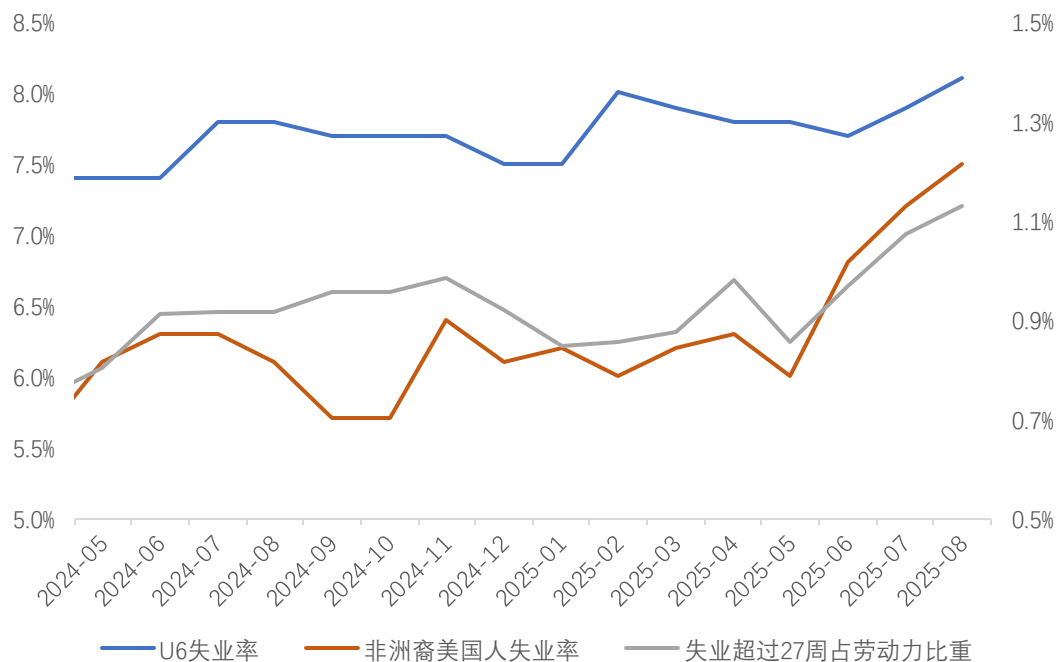
图 4：关税-利率双敏感的部门平均工时再次呈现下行趋势



来源：Wind，国金证券研究所

从结构上看，对经济最为敏感的 U6 失业率以及非洲裔美国人失业率都出现了明显跳升，同时长周期失业人数（大于 27 周）占比仍在提升，这些都是脆弱性的来源。

图 5：对经济更为敏感的 U6 失业率，以及非洲裔美国人失业率明显跳升

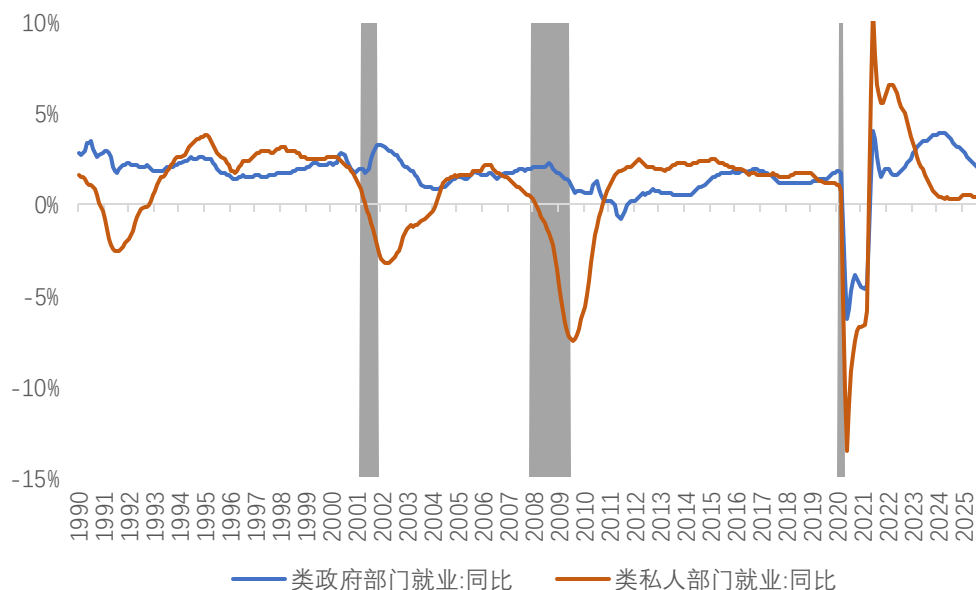


来源：Wind，国金证券研究所

很难判断 6 月的负增长是否是美国非农周期性的低点，我们倾向于失业率存在更大的上行风险，而周期敏感型的私人部门就业二段式下跌（负增长）概率不容忽视。



图 6：警惕私人部门就业的二段式下跌风险



来源：Wind，国金证券研究所

当前市场并没有非常积极的转向衰退交易，主要是因为鲍威尔在杰克逊霍尔会议展现出对于劳动力市场接近于“兜底”的态度。但这种态度所对应的具体的路径其实并不清晰，即如何去平衡对劳动力市场的“托底”和“刺激”。前者意味着就业维持在 5-10 万人的低区间水平就足已完成目标，并不需要联储的大幅降息；而后者则需要看到趋势性的反弹，这需要更大幅度或者更连贯的降息。

考虑到特朗普对于联储理事会更大的掌控力，联储的连续降息不仅不存在经济层面的压力，反而有更强的政治动力；这也是市场依然相对乐观的原因，经济不好就押注更大幅度降息。

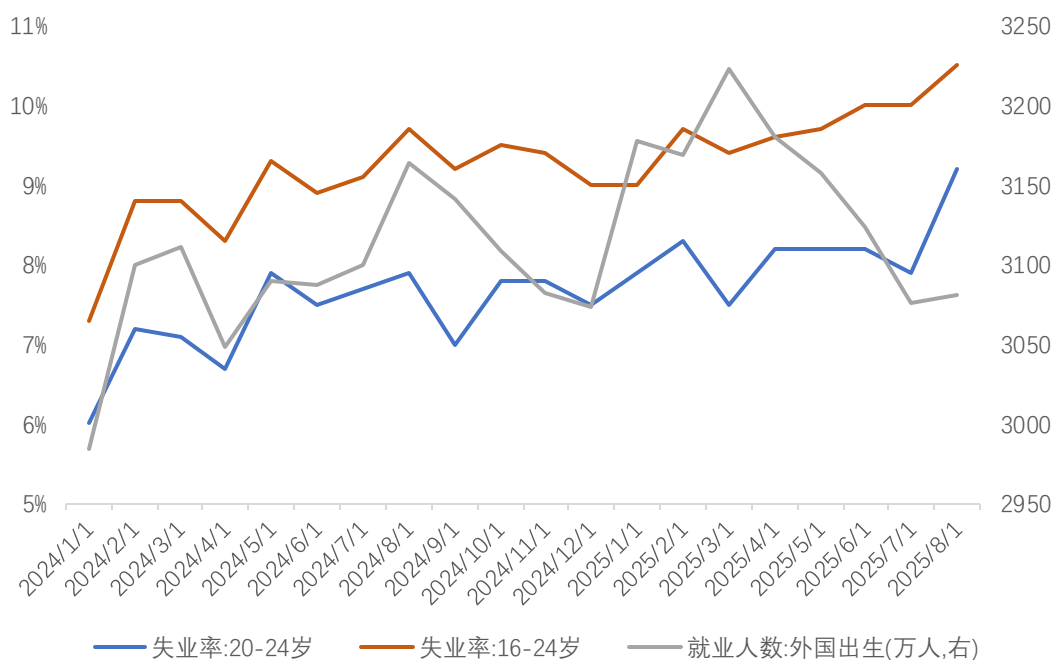
但如果联储在 9 月 FOMC 降息 25bp，同时依然维持全年共计 50bp 的预期，这可能会损伤鲍威尔“托底承诺”的分量，反而成为衰退交易的伏笔。

最后，无论是减税、降息还是扩大 AI 投资，对于就业的刺激都是有时滞的；哪怕稳住就业总数，美国劳动力市场也面临更大的结构性问题：有技能没经验的年轻人持续找不到工作（失业率上行），没技能有经验的非法移民在特朗普上任后不敢工作（就业人数下行）。

可以预见的是失业率持续攀升的趋势难以结束，哪怕美国经济最终没有衰退，但对于美国的年轻人和非法移民而言，他们已经在经历一场经济衰退。



图 7：美国年轻人和非法移民正在经历一场小型经济衰退



来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 1) 特朗普的政策不确定性加大，带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。
- 2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响，下半年全球同步宽松幅度超预期，甚至带来全球共振扩表，明显缓解长端利率压力。
- 3) 技术突破带来制造业回流加剧，美国生产成本明显降息，信用需求激增。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究