

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

非农再次不及预期，市场或过渡为衰退交易

——海外观察：美国2025年8月非农数据

投资要点

- **事件：**当地时间9月5日，美国劳工局公布2025年8月美国非农就业数据。美国8月季调后非农就业人口新增2.2万人，预期7.5万人，7月数据由新增7.3万人小幅上修至7.9万人，6月由新增1.4万人下修至减少1.3万人。8月失业率从前值4.2%抬升至4.3%。
- **核心观点：**美国8月非农就业新增2.2万人，不及预期的一半，私人部门和政府部门就业新增双双回落。私人部门由前值新增7.7万人下降至3.8万人，其中生产部门延续疲软态势，当月就业减少2.5万人，为连续第4个月就业净减少；服务部门由前值新增8.5万人下降至6.3万人。然而时薪增速方面似乎并没有放缓迹象，8月生产和服务部门时薪环比增速分别为0.4%和0.3%。失业率连续两个月上行，8月提高0.1个百分点至4.3%，为2021年11月以来最高值。整体来看，美国8月就业市场延续快速降温趋势，虽时薪增速保持强劲，但如同鲍威尔在杰克逊霍尔会议上所说“阻止就业风险爆发”俨然成为美联储需要解决的第一要务。8月非农数据出炉后，9月降息50bp的预期浮出水面，概率为11%；黄金上涨，美债收益率下跌，美元指数下跌，美股高开回落收跌。
- **8月生产部门就业全线恶化。**生产部门就业由前值减少0.8万人下滑至减少2.5万人，其中制造业就业市场情况尤为严峻，当月就业减少1.2万人，前值减少0.2万人；耐用品制造业为主要拖累项，就业数据由前值新增0.5万人转为减少1.9万人。对生产部门企业而言，面临着受关税推高的原料价格、美国收缩的需求市场、强行回流至美国本土的贫乏基础设施、以及技术型劳动力的供需不对称，在这些因素共同作用下导致了美国生产部门当前一蹶不振的情况。
- **服务部门虽仍是就业主要贡献，但较前值同样走弱。**服务部门就业由前值新增8.5万人下滑至6.3万人。其中教育和保健就业新增下滑严重，由前值新增7.7万人回落至4.6万人。值得注意的是房地产和租赁部门结束了连续三个月的就业净减少，在8月转为新增0.29万人，这表明了在市场降息预期加强的背景下，住房市场触底反弹的迹象。休闲和住宿部门为主要支撑项，由前值新增0.6万人大幅升高至2.8万人，其中艺术和娱乐就业由前值减少0.33万人转为新增1.43万人，主要受暑期季节性影响，其中或有大量暑期兼职统计存在。
- **政府部门就业延续走弱态势。**政府部门就业8月由前值新增0.2万人下降至减少1.6万人。其中，联邦政府保持裁员节奏，由前值减少1.0万人下滑至减少1.5万人；州政府就业由前值减少0.5万人下降至减少1.3万人；地方政府就业则保持温和增长的态势，由前值新增1.7万人小幅回落至1.2万人。
- **失业率至4.3%，移民流出数据出现缓和态势。**U3失业率由前值4.2%上升至4.3%，为2021年11月首次超出4.2%水平；U6失业率则回升0.2个百分点至8.1%，侧面佐证了我们上述所说的“暑期季节性影响导致兼职增加的情况”。分结构来看，8月非自愿性失业比重出现反弹迹象，由前值46.3%上升至47.1%。劳动参与率当月上升0.1个百分点至62.3%。值得注意的是，移民人数和移民就业均在8月止跌回稳，其或在兼职数据和劳动参与率上提供了支撑。
- **时薪继续保持较高增速，服务部门有形成“工资-通胀螺旋”的风险。**8月私人部门整体时薪环比增速保持在0.3%，其中就业萎靡的生产部门时薪增速却呈现加速态势，由前值0.2%上升至0.4%，或是由于美国生产部门存在“技术型劳动力的供需不对称”的情况。服务部门时薪增速依然保持在0.3%，其中公用事业时薪增速由前值0.0%大幅提高至1.2%；休闲

娱乐部门时薪方面同样受暑期影响，由前值0.3%上升至0.4%。同时，我们对不同部门的时薪和通胀进行拟合，发现服务部门自2024年11月（2024年首次降息之后的两个月）以来已经有“工资-通胀螺旋”形成的初步迹象，我们认为这可能是美联储9月50bp降息的最大掣肘。

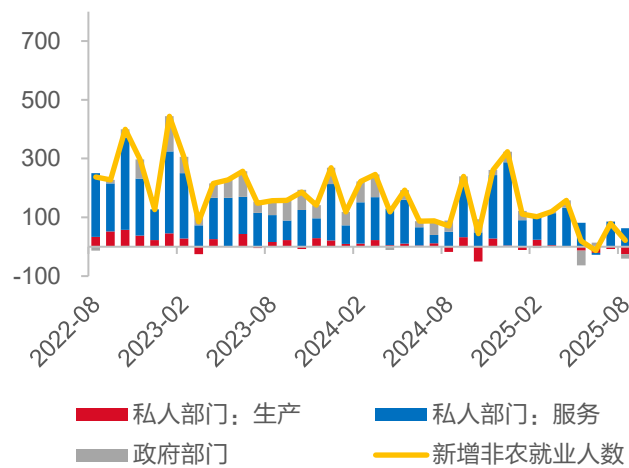
- **市场由降息预期交易过渡为衰退交易。**美国8月非农数据出炉后，市场反应颇为微妙：黄金上涨，美元指数下跌，美股高开后收跌，前端2年期美债收益率最低探及到3.46%位置，后回升至3.51%；10年期美债收益率下跌幅度超前端利率——收益率曲线呈现牛平形态变化。以上种种，或表明市场由最初的降息预期交易转变为衰退交易。我们认为现有数据显示美国的确正在经历一次基本面的恶化，而非暂时的冲击。CME显示9月降息25bp概率为89%，降息50bp概率升高至11%，如上，市场定价9月降息概率已经是100%必然事件。整体来看，美国8月就业市场延续快速降温趋势，虽时薪增速保持强劲，但如同鲍威尔在杰克逊霍尔会议上所说“阻止就业风险爆发”俨然成为美联储需要解决的第一要务。考虑到2024年9月超预期的50bp降息带来的再通胀爆发，我们认为美联储今年9月或选择谨慎的25bp降息路径。
- **风险提示：美国通胀上行超预期，美联储独立性问题再次受到挑战。**

图1 美国非农就业岗位和时薪增速按部门拆分

	新增就业（环比，千人）						趋势	时薪增速（环比，%）					
	2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月	2025年7月	2025年8月		2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月	2025年7月	2025年8月
新增非农就业人数	120.0	158.0	19.0	-13.0	79.0	22.0							
私人部门	114.0	133.0	69.0	-27.0	77.0	38.0		0.3	0.2	0.4	0.2	0.3	0.3
生产	5.0	2.0	-13.0	-21.0	-8.0	-25.0		0.6	0.0	0.4	0.3	0.2	0.4
采矿伐木	-1.0	2.0	-4.0	-2.0	-5.0	-6.0		0.0	-0.2	0.4	0.1	0.3	0.2
建筑	5.0	0.0	2.0	-2.0	-1.0	-7.0		0.2	0.3	0.3	0.5	0.3	0.6
制造	1.0	0.0	-11.0	-17.0	-2.0	-12.0		0.8	-0.2	0.5	0.2	0.2	0.3
制造：耐用品	-2.0	3.0	-8.0	-15.0	5.0	-19.0		1.1	-0.4	0.5	0.2	0.3	0.3
计算机/电子设备	0.1	-3.0	-0.4	-2.8	-0.5	-2.1							
运输设备	-1.1	-2.1	1.6	-2.6	5.4	-14.5							
服务	109.0	131.0	82.0	-6.0	85.0	63.0		0.3	0.2	0.4	0.2	0.3	0.3
贸易运输和公用事业	-8.0	-2.0	-11.0	-13.0	5.0	2.0		0.6	0.2	0.3	0.1	0.4	0.2
批发	-4.8	1.3	1.6	-12.1	-8.3	-11.7		0.6	0.4	0.4	0.1	0.5	0.3
零售	16.4	4.7	-14.8	-5.0	7.2	10.5		0.8	0.2	0.3	0.1	0.6	-0.2
运输和仓储	-20.7	-7.6	-0.5	3.8	6.3	3.6		0.3	0.4	0.1	0.3	0.3	0.6
公用事业	1.5	-1.2	2.6	0.3	0.6	-0.8		0.1	-0.6	0.0	0.6	0.0	1.2
信息咨询	-2.0	1.0	2.0	-3.0	-7.0	-5.0		-0.1	0.7	0.7	0.4	0.2	0.2
金融活动	3.0	5.0	7.0	-6.0	9.0	-3.0		0.6	0.3	0.5	0.0	0.4	0.3
房地产和租赁	-1.3	1.3	-0.9	-1.3	-0.6	2.9							
专业和商业	-11.0	27.0	-23.0	-11.0	-10.0	-17.0		0.3	0.2	0.5	0.5	0.4	0.4
专业技术	3.5	4.7	-2.8	-10.8	9.1	-3.6							
教育和保健	65.0	85.0	70.0	51.0	77.0	46.0		-0.1	0.3	0.5	-0.1	0.3	0.2
休闲和住宿	45.0	18.0	27.0	-5.0	6.0	28.0		0.6	0.0	0.1	0.3	0.3	0.4
住宿和餐饮	36.6	16.0	16.2	-11.2	9.1	13.2							
艺术和娱乐	8.3	1.8	10.8	6.8	-3.3	14.3							
其他	17.0	-3.0	10.0	-6.0	5.0	12.0		-0.6	0.2	0.3	0.4	0.2	0.4
政府部门	6.0	25.0	-50.0	14.0	2.0	-16.0							
联邦	-11.0	-13.0	-26.0	-9.0	-10.0	-15.0							
州政府	1.0	11.0	-11.0	-4.0	-5.0	-13.0							
地方政府	16.0	27.0	-13.0	27.0	17.0	12.0							

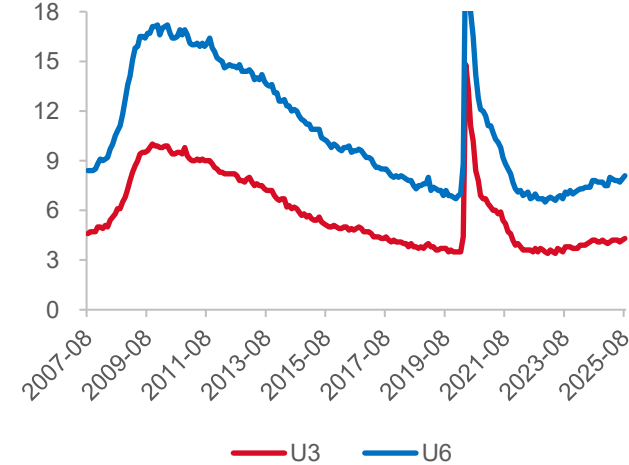
资料来源：BLS，东海证券研究所

图2 美国新增非农就业人数，千人



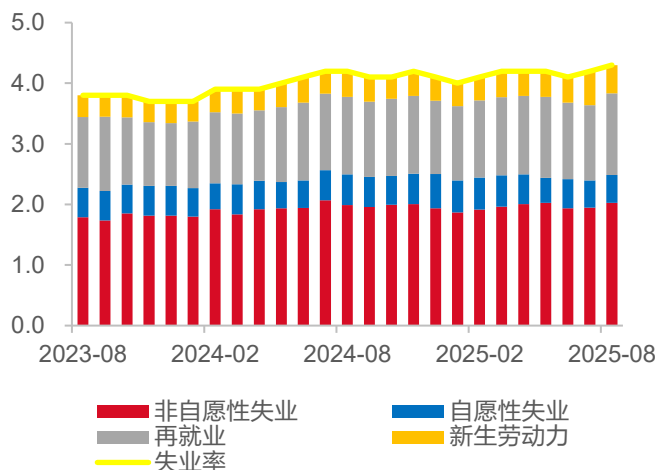
资料来源：BLS，东海证券研究所

图3 美国失业率，%



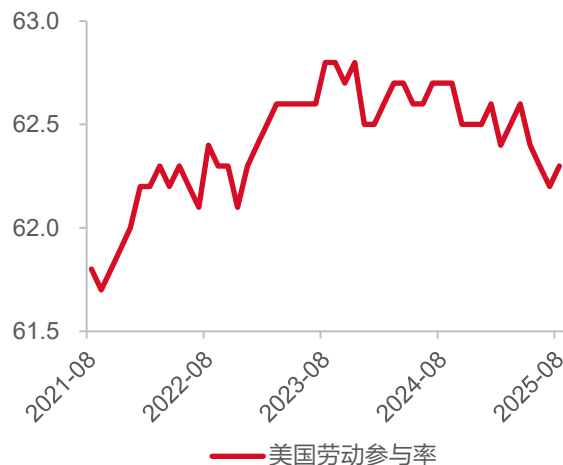
资料来源：BLS，东海证券研究所

图4 美国 U3 失业率按照失业原因拆分, %



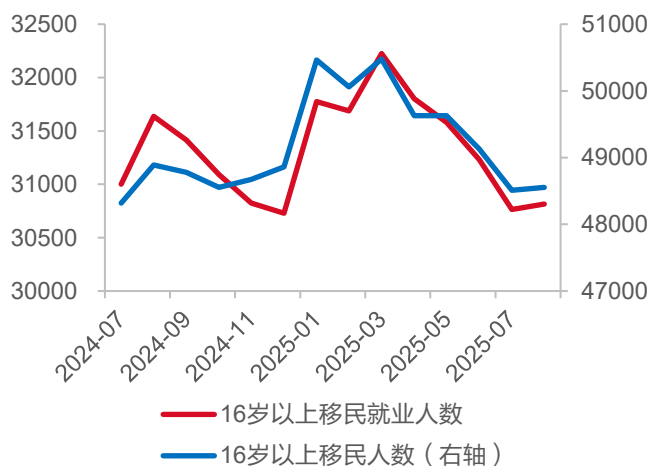
资料来源：BLS，东海证券研究所

图5 美国整体劳动参与率, %



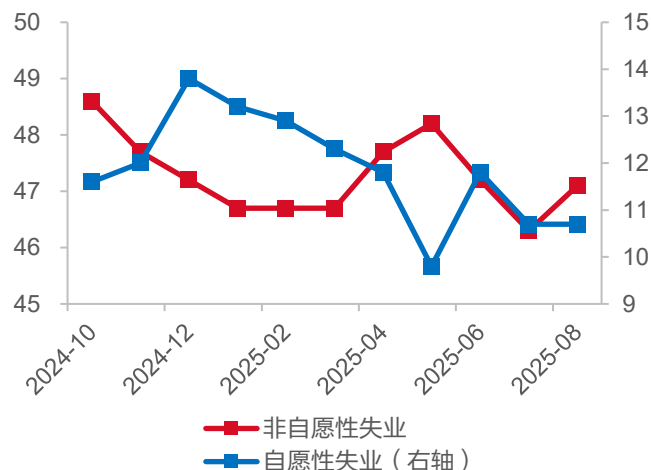
资料来源：BLS，东海证券研究所

图6 8月移民人数和移民就业止跌回稳



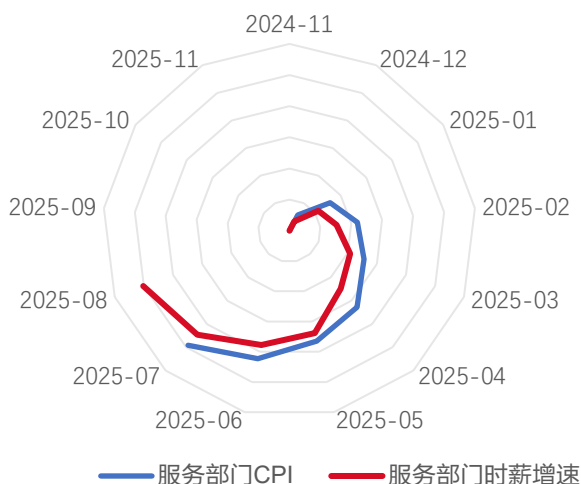
资料来源：BLS，东海证券研究所

图7 8月美国非自愿性失业占比出现反弹



资料来源：BLS，东海证券研究所

图8 2024年11月为基底，服务部门“工资-通胀螺旋”



资料来源：BLS，东海证券研究所

图9 9月降息 50bp 预期浮出，截至9月6日

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	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%	11.0%	89.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.5%	71.0%	20.5%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	65.3%	25.1%	1.9%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	38.3%	43.9%	12.8%	0.9%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	24.9%	41.7%	25.0%	5.5%	0.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	10.8%	31.2%	35.5%	17.8%	3.6%	0.2%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.6%	7.3%	23.8%	33.9%	24.2%	8.7%	1.4%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.2%	2.7%	12.6%	27.1%	30.8%	19.2%	6.4%	1.0%	0.1%
2026/9/16	0.1%	1.2%	6.7%	18.4%	28.6%	26.1%	14.0%	4.2%	0.6%	0.0%
2026/10/28	0.3%	2.1%	8.5%	20.0%	28.2%	24.2%	12.5%	3.6%	0.5%	0.0%
2026/12/9	0.6%	3.2%	10.5%	21.4%	27.5%	22.2%	11.0%	3.1%	0.4%	0.0%

资料来源：CME，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089