

9 月美联储降息已成市场共识

——8 月美国非农就业数据点评 20250906

报告日期：2025-09-06

分析师：洪子彦

执业证书号：S0010525060002

电话：15851599909

邮箱：hongziyan@hazq.com

主要观点：

● 数据观察：薪资回落表明通胀压力减弱，而就业持续走弱继续降低降息阻碍

8 月非农新增继续走弱，失业率上升、薪资回落。8 月非农就业新增 2.2 万人，预期值 7.5 万人，前值修正后 7.9 万人，美国劳动力市场 8 月延续低迷，增长弱于预期。失业率为 4.3%，较上月上升 0.1pct（前值 4.2%），或为劳动力参与率上升（从 62.2% 升至 62.3%）导致，为自 2022 年底以来的最低水平。平均时薪同比增长 3.7%，预期值 3.9%，前值 3.9%；环比 0.3%，维持前值。

8 月新增就业分行业看，私营部门边际新增较上月减少近半数，政府部门新增数降为负值，8 月新增就业依赖私营部门支撑。私营部门仍以服务业为主，教育和医疗创造了最多的新增就业，休闲和酒店业边际新增较显著（+2.8 万）。但商品生产类就业承压，新增就业减少 2.5 万。其中耐用品、制造业、建筑业损失最多。本月非农新增，商品生产类、政府部门均出现就业损失，而核心服务业除教育和医疗以外，其他行业亦面临就业困境。

失业金申领人数看，8 月初请失业金人数出现回升，持续申请失业金人数仍在高位，处于近四年最高水平附近。职位空缺数看，7 月非农职位空缺数降低，低于预期值（737.8 万人），暗示就业市场维持疲软。裁员数据看，根据第三方机构调查报告，8 月企业裁员人数达 85979 人，已连续 2 个月走高，较去年同期（75891 人）亦有所上升。

● 深度分析：当前就业数据类似去年 8 月的水平，9 月降息预期较为一致

8 月非农数据继续偏弱，加强降息预期。密歇根大学消费者信心指数显示 62% 的美国人认为未来 12 个月失业率将上升，美国劳动力市场的担忧情绪加剧。自上月疲弱的非农数据引发降息预期快速上升以来，上月通胀数据乐观进一步推升降息预期，本月非农三个核心数据显示非农新增人数下降、失业率上升、薪资回落，均向着更严峻的方向发展，或将进一步打消美联储降息犹豫的理由。利率偏高影响下，美国房地产市场亦承压严重，待售成屋销售连续两个月下跌。9 月降息似乎已成为迫在眉睫的选择。

此外，6 月数据连续两月下修后，当前就业数据类似去年 8 月的水平。上月，6 月非农新增数据从 14.7 万人下修至 1.4 万人，5 月非农数据从 13.9 万人修正至 1.9 万人。本月，备受瞩目的 6 月非农新增数据再度下修，从 1.4 万人再下修至 -1.3 万人。修正后的数据显示，自 2025 年 5 月以来，美国非农新增数据呈现断崖式下跌。非农新增连续四个月处在低位区间，近 3 年只有 2024 年 6 月~8 月出现了类似的情况，而当前无论是非农新增数的水平（本次均值 2.6 万，去年均值 8.2 万）、连续处于低位的时间（本次 4 个月，去年 3 个月）、还是 U3 失业率（本次 4.3%，去年 4.2%），均较 2024 年同期更加疲弱，故参

考 2024 年 9 月 50BP 的降息幅度，本次降息 50BP 也具备可能性。

本次降息的可能性较高，各方均有一致看法，具体来看：

① **美联储方面：**在杰克逊霍尔年会上，鲍威尔强调，就业的下行风险或已超过通胀的上行风险，释放偏鸽信号。针对降息节奏，表态：“尽管是时候调整政策了，但降息的节奏将取决于即将公布的数据、不断变化的前景和风险的权衡。”。而本月非农数据进一步提示了就业下行风险、薪资回落暗示通胀可控，不改鲍威尔此前偏鸽发言的立场。美联储传声筒尼克·蒂米罗斯亦表示，美国今年夏天就业增长急剧放缓，很可能使美联储决定降息 25 个基点。

另外，其它部门也传递降息呼声。美国劳工部长公开表示，希望美联储能降低利率，以缓解经济压力。美国国会众议院议员查韦斯·德雷默称，美联储早该采取行动了。白宫经济顾问哈塞特表示，预计美联储将在讨论中涉及更大幅度的降息措施。

② **市场方面：**多家金融机构做出降息预测。美国银行从此前的不降息转变为预计美联储 2025 年将两次降息。牛津经济研究院预计美联储将在 2025 年降息 50 个基点，预计下次降息将在 9 月进行。巴克莱预计美联储将在今年剩余的 9 月、10 月和 12 月三次会议上分别降息 25 个基点。摩根资产管理认为，美联储将在 9 月降息约 25 个基点，并且从现在到年底将降息约 70 个基点。非农数据发布后，市场降息预期升温，黄金现货刷新历史新高，一度突破 3600 美元，美国 10 年期国债收益率大幅下行，一度接近 4.06%，达 4 月以来最低水平。

③ **市场降息预期较美联储更乐观：**6 日 CME FedWatch 最新数据显示，市场预期 2025 年全年降息 3 次（9 月降息 25BP 的概率约为 92%，降息 50BP 的概率约为 8%）。其中 9 月不降息的概率已降至 0，非农数据公布前为 0.6%。此前，美联储 6 月会议中位数暗示 2 次降息（50 个基点），但近期以来内部分歧度增加，部分官员上调预计的降息幅度。市场预期全年进行 3 次降息（共 75 个基点），较此前美联储会议的降息次数更多、幅度更大。

总结来说，本月非农数据扫清了此前鲍威尔所称“就业市场仍坚韧”的降息阻碍，预计 9 月降息 25BP 是基准情形，各方均就此达成了较为一致的预期，而更大幅度 50BP 的降息也存在一定可能性。往后看，通胀数据对降息造成阻碍的可能仍然较低，薪资增速进一步降低，暗示需求继续走弱，或将成为通胀压力的有效对冲项。

● 风险提示：

关税不确定性风险、美国通胀反弹风险。

正文目录

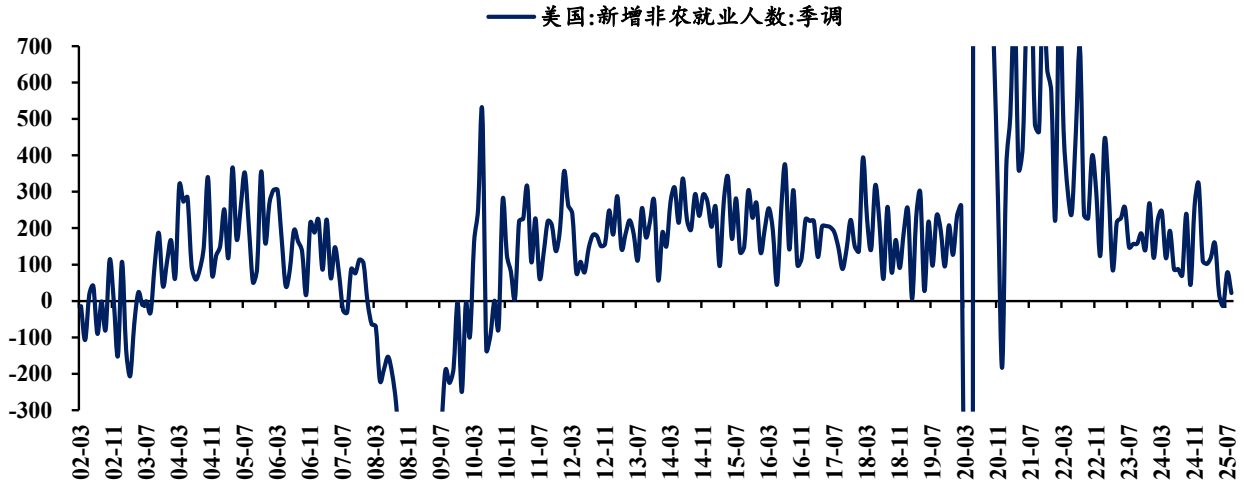
1	重要图表.....	5
2	风险提示.....	8

图表目录

图表 1：美国新增非农就业人数季调走势（单位：千人）	5
图表 2：失业率与劳动参与率（单位：%）	5
图表 3：平均时薪同比及环比趋势（单位：%）	5
图表 4：各行业新增非农就业人数（单位：千人）	6
图表 5：失业金初领数与持续领取人数：高频指标初请失业金人数 8 月出现回升、持续领取失业金人数仍在高位，提示就业市场形势紧张（单位：人）	6
图表 6：兼职就业人员中经济原因与非经济原因的比例：维持前月水平，未见改善（%）	7
图表 7：职位空缺数：最新数据职位空缺数下降、岗位减少（千人）	7
图表 8：非农裁员人数与挑战者企业裁员人数：挑战者企业裁员人数已连续 2 个月上升（千人）	7
图表 9：失业率中各类型失业比例：U3 失业率上升，就业市场紧张程度加剧（%）	7
图表 10：降息点阵图：中位数显示美联储官员预计 2025 年全年降息 50 个基点，目前联邦基金目标利率维持在 4.25%-4.5% 之间（%）	8

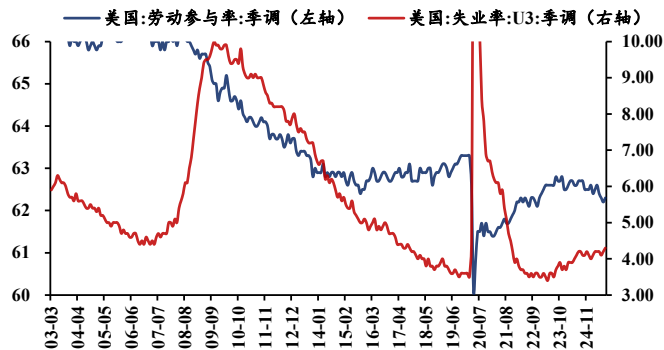
1 重要图表

图表 1：美国新增非农就业人数季调走势（单位：千人）



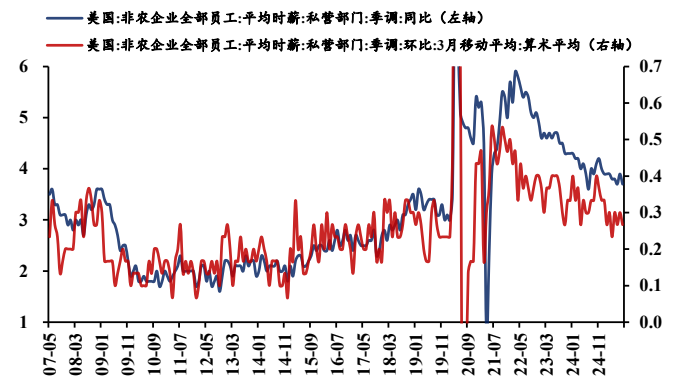
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2：失业率与劳动参与率（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3：平均时薪同比及环比趋势（单位：%）



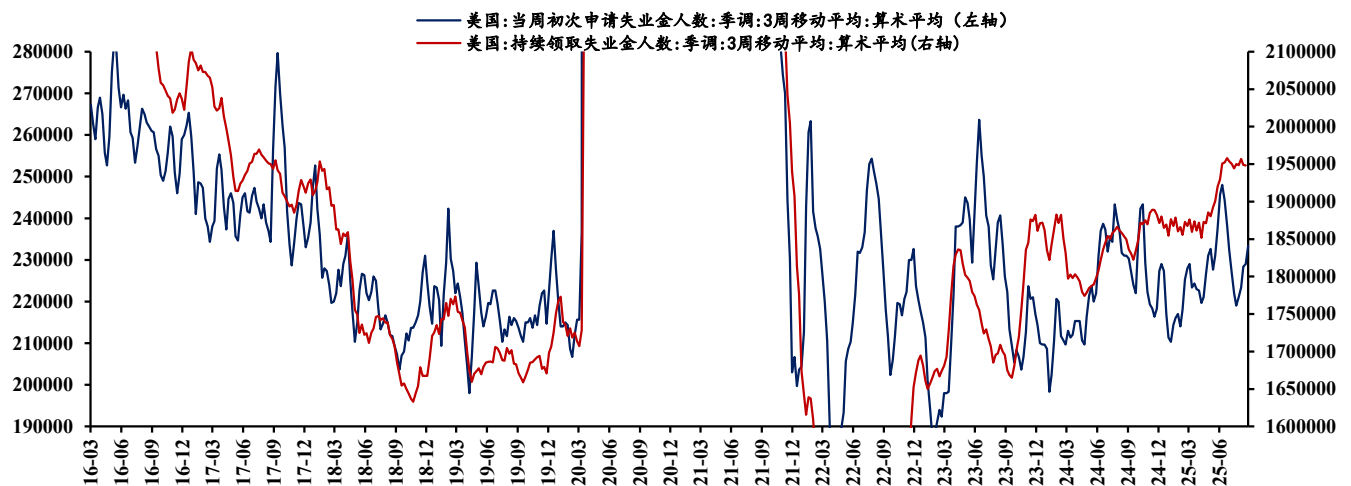
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4：各行业新增非农就业人数（单位：千人）

各行业新增非农就业人数(季调)	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02
私营部门	38.0	77.0	-27.0	69.0	133.0	114.0	107.0
商品生产	-25.0	-8.0	-21.0	-13.0	2.0	5.0	24.0
采矿业	-6.0	-5.0	-2.0	-4.0	2.0	-1.0	4.0
建筑业	-7.0	-1.0	-2.0	2.0	0.0	5.0	12.0
制造业	-12.0	-2.0	-17.0	-11.0	0.0	1.0	8.0
耐用品	-19.0	5.0	-15.0	-8.0	3.0	-2.0	6.0
非耐用品	7.0	-7.0	-2.0	-3.0	-3.0	3.0	2.0
服务生产	63.0	85.0	-6.0	82.0	131.0	109.0	83.0
批发业	-11.7	-8.3	-12.1	1.6	1.3	-4.8	7.1
零售业	10.5	7.2	-5.0	-14.8	4.7	16.4	-3.8
运输仓储业	3.6	6.3	3.8	-0.5	-7.6	-20.7	18.3
公用事业	-0.8	0.6	0.3	2.6	-1.2	1.5	0.8
信息业	-5.0	-7.0	-3.0	2.0	1.0	-2.0	0.0
金融活动	-3.0	9.0	-6.0	7.0	5.0	3.0	15.0
专业和商业服务	-17.0	-10.0	-24.0	-23.0	27.0	-11.0	15.0
临时支持服务	-5.8	-10.2	-10.0	-15.2	16.9	-14.3	-2.2
教育和保健服务	46.0	77.0	51.0	70.0	85.0	65.0	65.0
医疗保健和社会救助	46.8	71.6	58.8	72.0	78.7	67.2	57.4
休闲和酒店业	28.0	6.0	-5.0	27.0	18.0	45.0	-34.0
其他服务业	12.0	5.0	-6.0	10.0	-3.0	17.0	0.0
政府	-15.0	2.0	14.0	-50.0	25.0	6.0	-5.0
联邦政府	-15.0	-10.0	-9.0	-25.0	-13.0	-11.0	-13.0
州政府	-13.0	-5.0	-4.0	-13.0	11.0	1.0	-10.0
地方政府	12.0	17.0	27.0	-13.0	27.0	16.0	18.0

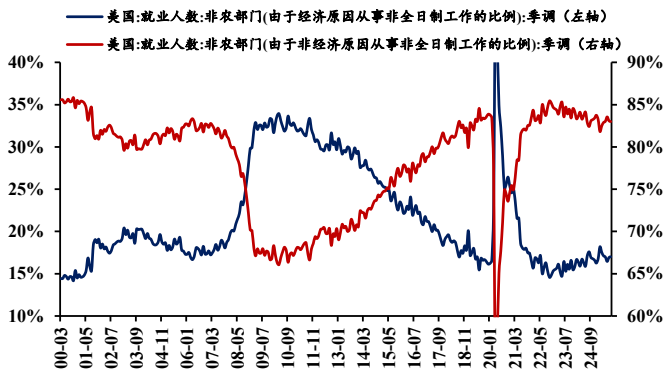
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5：失业金初领数与持续领取人数：高频指标初请失业金人数 8 月出现回升、持续领取失业金人数仍在高位，提示就业市场形势紧张（单位：人）



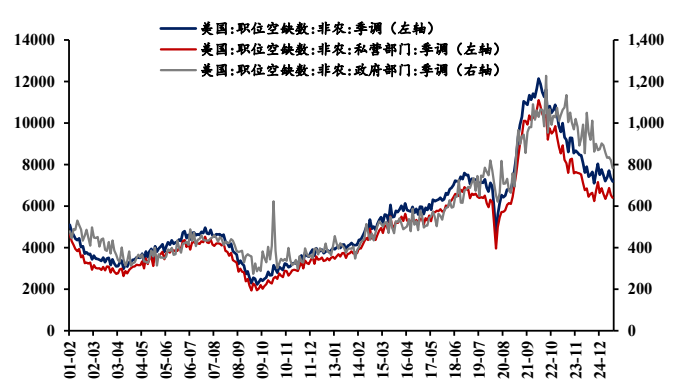
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6：兼职就业人员中经济原因与非经济原因的比
例：维持前月水平，未见改善（%）



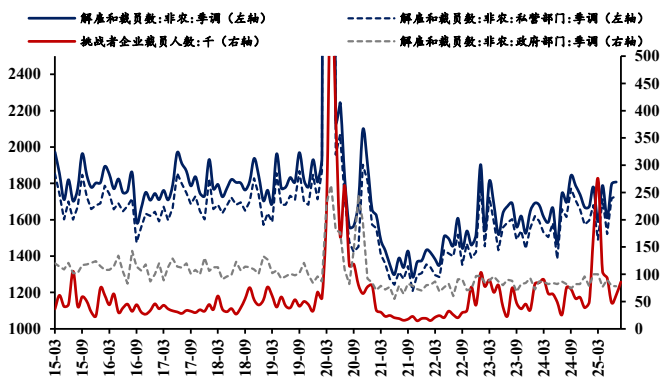
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7：职位空缺数：最新数据职位空缺数下降、岗位
减少（千人）



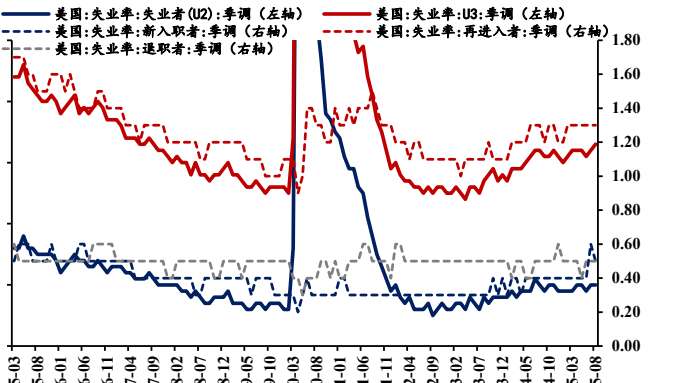
资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：最新数据为 7 月数据

图表 8：非农裁员人数与挑战者企业裁员人数：挑战者
企业裁员人数已连续 2 个月上升（千人）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 9：失业率中各类型失业比例：U3 失业率上升，就
业市场紧张程度加剧（%）



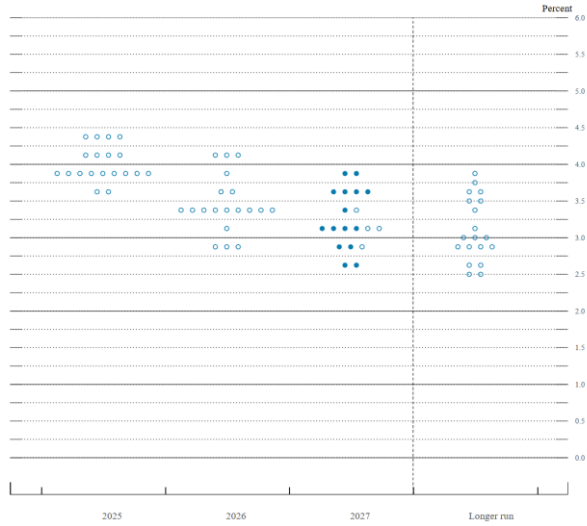
资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：U3 失业率(所有积极求职者)反映劳动力市场整体紧张程度；新入职者（首次进入劳动市场的人群）反映结构性失业（如年轻人就业难）；再进入者（重新进入劳动市场的人群）反映劳动力市场流动性与包容性；退职者失业率（自愿离职后求职的人群）反映劳动者信心与劳动力市场紧张度；U2 失业率（通常<27 周的短期失业者）反映短期摩擦性失业与经济波动。

图表 10：降息点阵图：中位数显示美联储官员预计 2025 年全年降息 50 个基点，目前联邦基金目标利率维持在 4.25%-4.5% 之间（%）

2025年3月发布

For release at 2:00 p.m., EDT, March 19, 2025

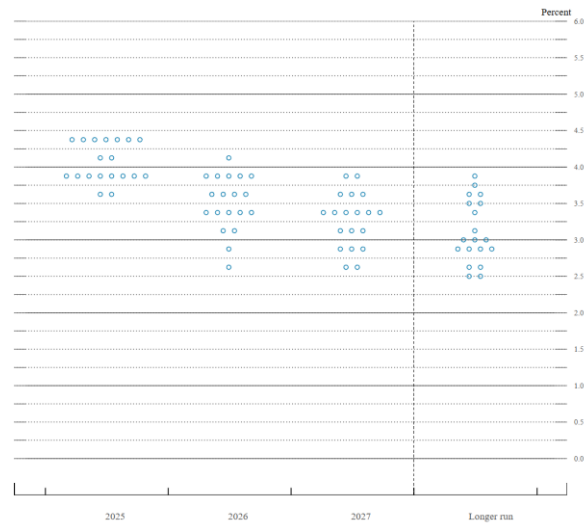
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



2025年6月发布

For release at 2:00 p.m., EDT, June 18, 2025

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Wind，华安证券研究所

2 风险提示

关税不确定性风险、美国通胀反弹风险。

分析师与研究助理简介

分析师：洪子彦，华安固收分析师，南加州大学金融工程硕士，覆盖宏观利率、机构行为、国债期货研究。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。