

2025 年 09 月 06 日

宏观研究团队

就业降温明显，但 50bp 降息尚需通胀配合

——美国 8 月非农就业数据点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 8 月非农就业数据。新增非农就业 2.2 万，低于市场预期；失业率为 4.3%，符合市场预期；平均时薪同比增长 3.7%，低于市场预期。

● 新增非农就业大幅下行，失业率上行，6 月新增就业转负

1. 新增非农就业超预期下行，且 6 月新增就业转负

8 月美国新增非农就业 2.2 万人，较 7 月份初值（7.3 万）下降较多，且大幅低于市场预期的 7.5 万。6-7 月新增非农就业累计下修 2.1 万，且 6 月份新增非农在修订后转负，较为罕见。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 2.9 万人，亦较 2025 年初出现明显下行。结构上看，私人部门方面，商品制造减少了 2.5 万就业，休闲和酒店业新增就业较 7 月上升较多。政府就业在 8 月减少了 1.6 万。总体看，虽然 7 月数据有小幅上修，但 8 月非农就业数据说明美国劳动力市场可能在快速降温。

2. 劳动参与率与失业率均提升、永久性失业占比回升

8 月美国劳动参与率录得约 62.3%，失业率为约 4.3%，劳动参与率超市场预期。劳动参与率上升的同时失业率上行，美国劳动力市场降温亦在持续，与非农就业数据指向相一致。再来看失业率成因，相较于 7 月，8 月永久失业者、再就业者占比有所上升，首次就业者、暂时性失业者占比有所下降，可能显示企业已不再倾向于挽留经验丰富的老员工，劳动力市场的需求端实则出现了相当大的下滑。

3. 劳动力市场供需关系压力边际回落

从 JOLTS 数据来看，7 月份职位空缺数为 718.7 万人，较 6 月下降约 17.6 万人，职位空缺率为 4.3%，目前每个求职者对应约 0.97 个工作岗位，跌破 1.0。同时，职工主动离职率录得 2.0%、解雇裁员率录得 1.3%，裁员率处在 1.3% 的相对高位。或显示在 7 月美国企业的经营压力可能有所增大，且劳动者亦倾向于留在现有企业，劳动力市场或处于持续的边际恶化中。

● 美国就业市场降温明显，但 50bp 降息尚需通胀配合

第一，8 月非农数据显示美国劳动力市场降温相对明显，失业率后续也可能进一步走高，美国经济走弱的风险不容忽视。无论是从新增就业、失业率、薪资增速、制造业 PMI 就业等指标来看，美国劳动力市场降温相对明显，几乎呈现全面走软的态势。从这个角度看，美国经济走弱的风险已经不容忽视。

第二，对美联储而言，9 月其大概率降息，但不确定的是幅度，考虑到通胀因素，美联储降息 50bp 可能性较小。在 8 月的 Jackson Hole 会议上，美联储主席鲍威尔表示就业市场下行的风险正在上升，因此需要调整货币政策立场，暗示 9 月将开启降息。从 8 月非农就业数据来看，9 月大概率将会进行降息，但降息幅度并不确定，8 月通胀数据将会成为美联储 9 月降息幅度的关键。从美联储最关心的通胀指标 PCE 来看，7 月 PCE 的同比上升 2.6%，核心 PCE 同比上升约 2.9%，均有加速迹象，美联储在 9 月或较难再度降息 50bp，更可能会选择连续降息 25bp。

由于劳动力市场走软，带动经济需求端走弱，我们认为短期无需太担心通胀持续上行。基准情形下，美联储或于 9 月降息 25bp，全年降息 2-3 次。往后看，我们需要关注基于 QCEW 的就业数据年度修订（9.09）以及 8 月 CPI 数据（9.11）。若美国就业数据经历大幅下修，则市场有可能进一步陷入衰退交易；若 8 月 CPI 数据超预期上行，则有可能转向滞胀交易

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国关税政策超预期反复。

相关研究报告

《人民币汇率或将迎震荡升值——宏观经济点评》-2025.9.3

《地产成交有所回暖——宏观经济专题》-2025.9.1

《制造业 PMI 略弱于季节性，关注服务消费增量政策——兼评 8 月 PMI 数据》-2025.8.31

目 录

1、新增非农就业大幅下行，失业率上行，6月新增就业转负	3
1.1、新增非农就业超预期下行，且6月新增就业转负	3
1.2、劳动参与率与失业率均提升、永久性失业占比回升	4
1.3、薪资同比增速下行，工作时长维持相对低位	5
1.4、制造业 PMI 就业指数边际回升、中期就业扩散指数略有下行	6
1.5、劳动力市场供需关系压力持续回落	6
2、美国就业市场降温明显，但 50bp 降息尚需通胀配合	8
3、风险提示	9

图表目录

图 1：8 月美国新增非农就业人数出现较大幅度下降	3
图 2：8 月劳动参与率、失业率均上行	4
图 3：8 月 25-54 岁区间人口劳动参与率略有上升	4
图 4：8 月永久性失业、再就业者占比上升	5
图 5：8 月因经济原因从事兼职工作人员数量减少	5
图 6：8 月时薪同比增速有所下降	5
图 7：8 月美国周工作时长处于相对低位	5
图 8：信息业、专业和商业服务薪资同比增速较高	6
图 9：8 月美国制造业 PMI 就业边际回升	6
图 10：6 个月就业扩散指数中期略有下行	6
图 11：7 月职位空缺数、空缺率持续回落	7
图 12：7 月裁员率处在 1.3% 的相对高位	7
图 13：7 月美国劳动力缺口转负	7
图 14：7 月美国 PCE 同比增速仍在上行	8
表 1：8 月非农新增就业细项及变动	4

事件：美国公布 8 月非农就业数据。新增非农就业 2.2 万，低于市场预期；失业率为 4.3%，符合市场预期；平均时薪同比增长 3.7%，低于市场预期。

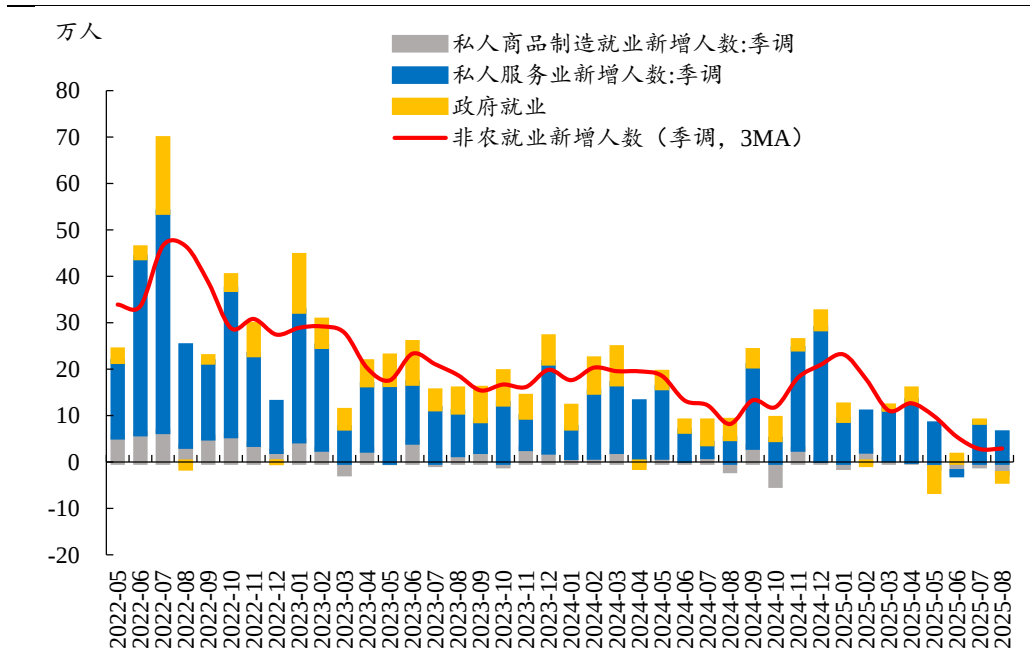
1、新增非农就业大幅下行，失业率上行，6 月新增就业转负

1.1、新增非农就业超预期下行，且 6 月新增就业转负

8 月美国新增非农就业 2.2 万人，较 7 月份初值（7.3 万）下降较多，且大幅低于市场预期的 7.5 万。6 月、7 月新增非农就业分别下修 2.7 万、上修 0.6 万，两个月累计下修 2.1 万¹，6 月份新增非农在修订后转负，较为罕见。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 2.9 万人，亦较 2025 年初出现明显下行。8 月非农就业数据的不及预期，以及 6 月数据的继续下修转负，显示美国劳动力市场仍在继续降温的过程中。事实上，在经历了前期数据的大幅下修后，8 月新增非农就业数据仍然低于市场预期，我们需要关注 8 月数据是否也会经历下修。

结构上看，私人部门方面，商品制造减少了 2.5 万就业，休闲和酒店业新增就业较 7 月上升较多。政府就业在 8 月减少了 1.6 万。8 月私人部门就业增加 3.8 万（商品制造减少 2.5 万，服务业增加 6.3 万），政府就业减少 1.6 万，其中州和地方政府减少 0.1 万，联邦政府减少 1.5 万。分行业来看，教育和保健服务、休闲和酒店业、其他服务业新增就业较多，分别为 4.6 万、2.8 万、1.2 万。总体看，虽然 7 月数据有小幅上修，但 8 月非农就业数据说明美国劳动力市场可能在快速降温。而 8 月政府就业的减少，特别是联邦政府新增就业负增，显示前期特朗普政府冻结政府招聘、削减支出等效果逐渐显现，后续政府就业可能持续处于低位，甚至减少。

图1：8 月美国新增非农就业人数出现较大幅度下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 因非农数据会经历 2 次月度修正，本次 6 月数据为第 2 次修正。

表1：8月非农新增就业细项及变动

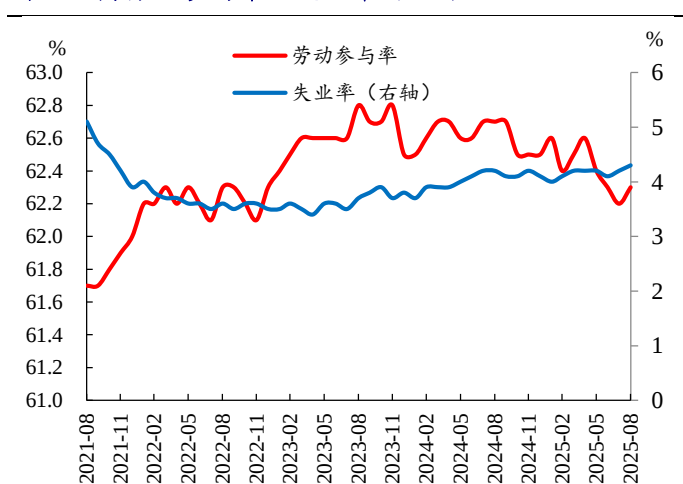
行业(千人)	占比 (%)	较7月变化	2025-08	2025-07	2025-06	近3月平均
总体新增非农	100.0	-57	22	79	-13	29
私人部门	172.7	-39	38	77	-27	29
采矿业	-27.3	-1	-6	-5	-2	-4
建筑业	-31.8	-6	-7	-1	-2	-3
制造业	-54.5	-10	-12	-2	-17	-10
批发业	-53.2	-3	-12	-8	-12	-11
零售业	47.7	3	11	7	-5	4
运输仓储业	16.4	-3	4	6	4	5
公用事业	-3.6	-1	-1	1	0	0
信息业	-22.7	2	-5	-7	-3	-5
金融活动	-13.6	-12	-3	9	-6	0
专业和商业服务	-77.3	-7	-17	-10	-24	-17
教育和保健服务	209.1	-31	46	77	51	58
休闲和酒店业	127.3	22	28	6	-5	10
其他服务业	54.5	7	12	5	-6	4
政府就业	-72.7	-18	-16	2	14	0
联邦政府	-68.2	-5	-15	-10	-9	-11
州和地方政府	-4.5	-13	-1	12	23	11

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率与失业率均提升、永久性失业占比回升

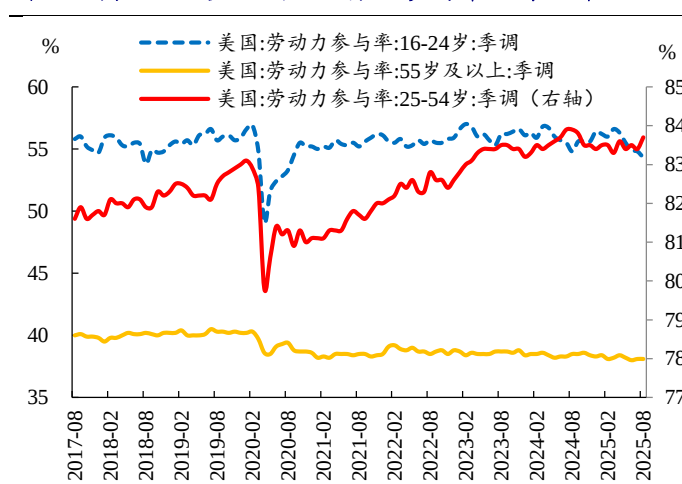
8月美国劳动参与率录得约62.3%，失业率为4.3%，劳动参与率超市场预期。具体来看，8月份调查城市人口增加21.6万，劳动力人口增加43.6万。总就业人口增加28.8万，失业人口增加14.8万，劳动参与率上升0.11个百分点至62.33%，失业率提升0.08个百分点至4.324%。年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率处于在83.7%的高水平区间，略有回升。16-24岁年龄段劳动参与率则出现下降。族裔方面，黑人、西班牙裔失业率有所上升、亚裔失业率略有下降。从8月劳动参与率以及失业率的表现来看，劳动参与率上升的同时失业率上行，美国劳动力市场降温亦在持续，与非农就业数据指向相一致。

图2：8月劳动参与率、失业率均上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

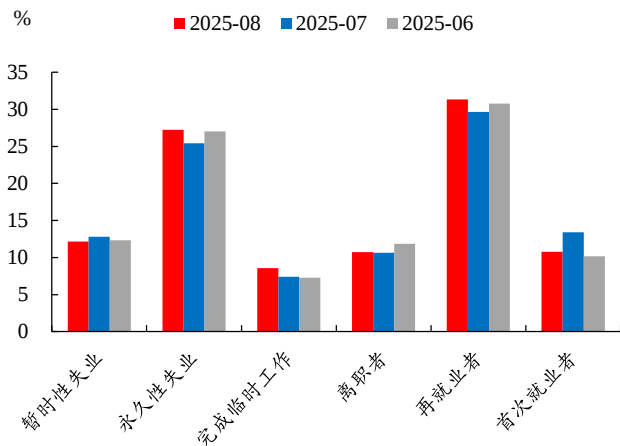
图3：8月25-54岁区间人口劳动参与率略有上升



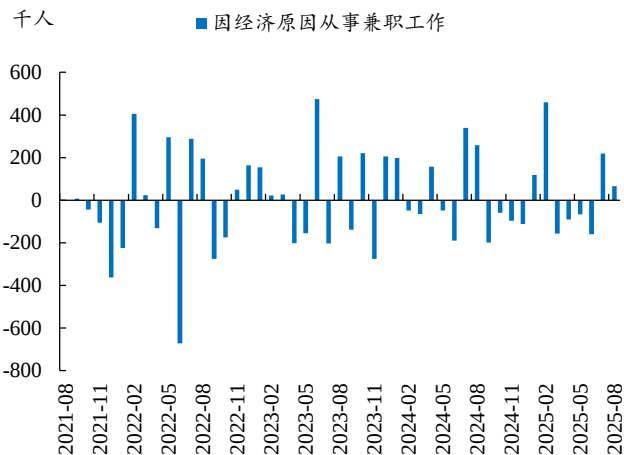
数据来源：Wind、开源证券研究所

再来看失业率成因，相较于7月，8月永久失业者、再就业者占比有所上升，首次就业者、暂时性失业者占比有所下降。此外，因经济原因从事兼职工作的人员

数量出现下降。8月永久性失业者、再就业者占比上升，而首次就业者占比下降，可能显示企业已不再倾向于挽留经验丰富的老员工，劳动力市场的需求端实则出现了相当大的下滑。

图4：8月永久性失业、再就业者占比上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

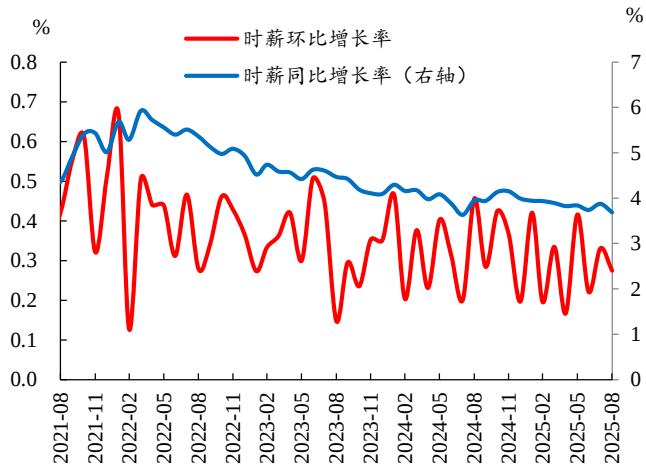
图5：8月因经济原因从事兼职工作人员数量减少


数据来源：Wind、开源证券研究所

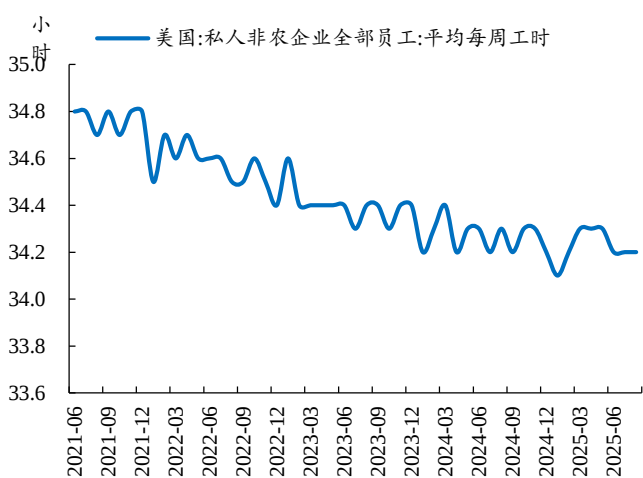
1.3、薪资同比增速下行，工作时长维持相对低位

8月美国非农就业时薪录得36.53美金，同比上升3.7%，环比上升0.3%，同比增速较7月回落0.2个百分点。具体来看，建筑业、信息业、专业和商业服务薪资同比增长较多，建筑业、运输仓储、公用事业薪资环比增长较多。总的看，教育和保健服务同比与环比均录得较低水平，或是整体薪资同比增速下行的主要原因。

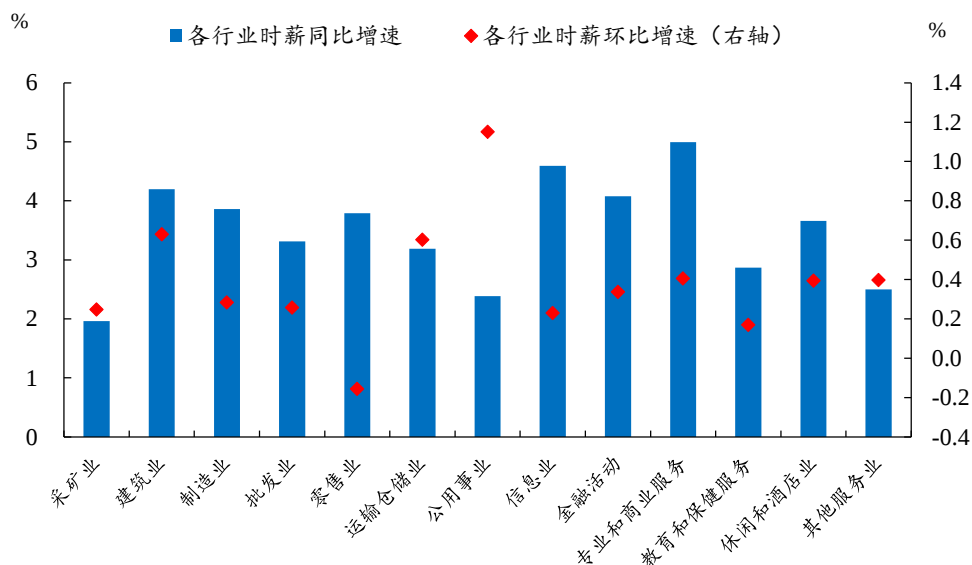
此外，8月美国周工作时长维持在34.2的相对低位，显示美国企业的运行也处于一个相对低迷的状态。结合失业率的连续上行来看，后续薪资增速或继续下行，考虑到后续通胀绝对水平的可能反弹，居民的实际购买力或持续下降，从而对经济增长的支撑作用减弱。

图6：8月时薪同比增速有所下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：8月美国周工作时长处于相对低位


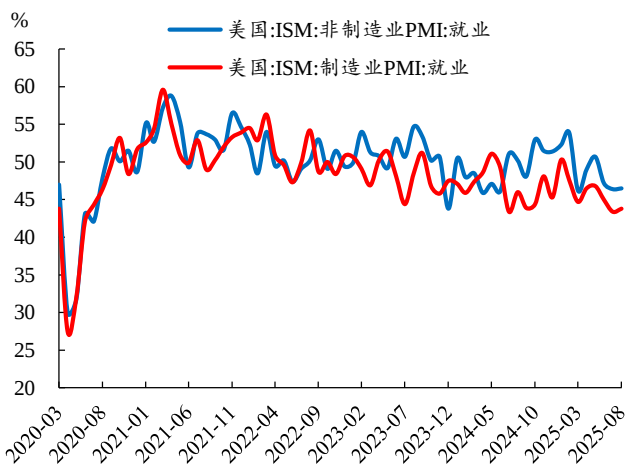
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：信息业、专业和商业服务薪资同比增速较高


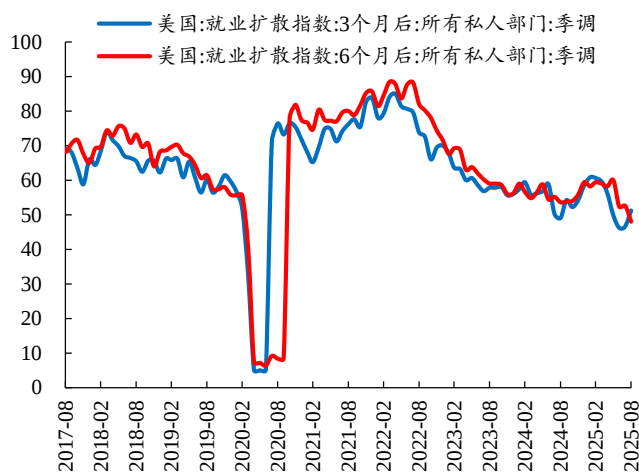
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、制造业 PMI 就业指数边际回升、中期就业扩散指数略有下行

结合 PMI 就业指数以及就业扩散指数来看，美国劳动力市场表现则更加复杂，但总体处于相对承压状态。8月美国 ISM 制造业、非制造业 PMI 就业指数边际回升 0.1、0.4 个百分点至 46.5%、43.8%，但仍处于荣枯线以下。3 个月后私人部门就业扩散指数回升至 51.2，但 6 个月后私人部门就业扩散指数则下降至 48。综合来看，美国就业市场整体处于一个相对承压的状态。

图9：8月美国制造业 PMI 就业边际回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：6个月就业扩散指数中期略有下行


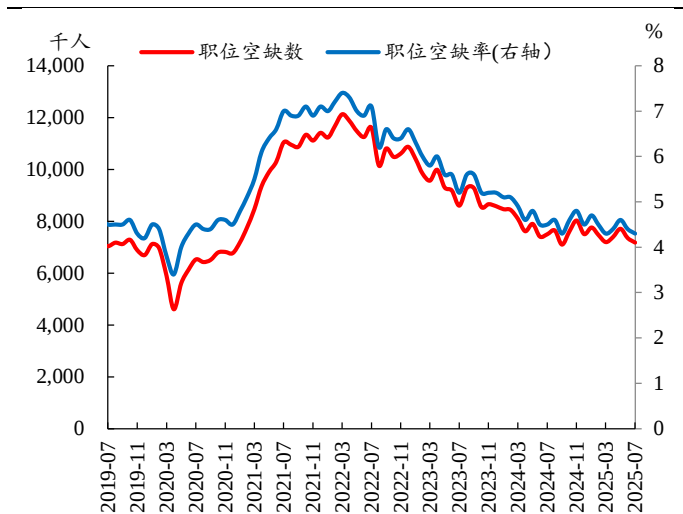
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、劳动力市场供需关系压力持续回落

从 JOLTS 数据来看，7 月份职位空缺数为 718.7 万人，较 6 月下降约 17.6 万人，职位空缺率为 4.3%，目前每个求职者对应约 0.97 个工作岗位，**跌破 1.0**，美国劳动力市场的供需紧张程度持续下行。同时，职工主动离职率录得 2.0%、解雇裁员率录得 1.3%，主动离职率与解雇裁员率与 6 月份持平，但裁员率处在 1.3% 的相对高位。我们认为，或显示在 7 月美国企业的经营压力可能有所增大，且劳动者亦倾向

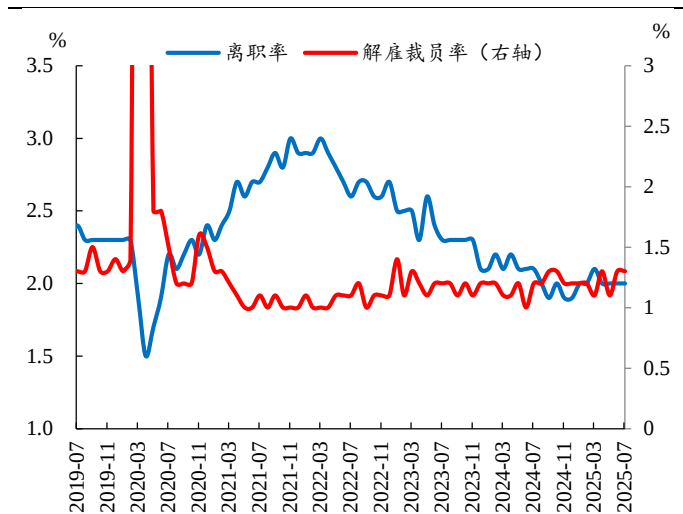
于留在现有企业，劳动力市场或处于持续的边际恶化中。

图11：7月职位空缺数、空缺率持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

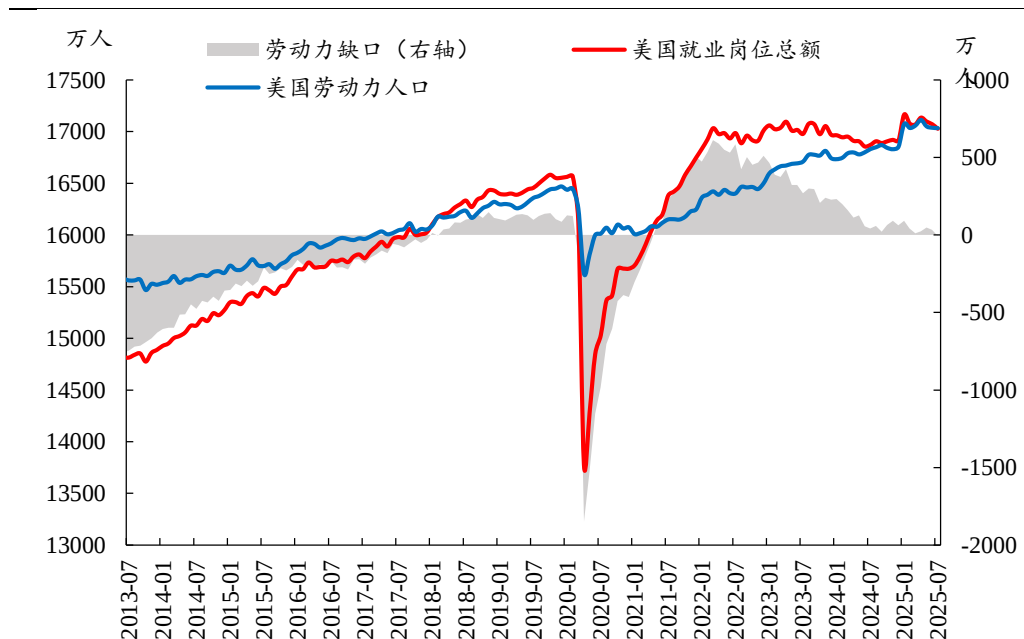
图12：7月裁员率处在1.3%的相对高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，7月美国总劳动力缺口（就业人数总额+岗位空缺—劳动力人口）较6月下降39.8万至-5.5万，自2021年5月后首度转负，亦显示当前美国劳动力市场出现了持续降温。

图13：7月美国劳动力缺口转负



数据来源：FRED、开源证券研究所

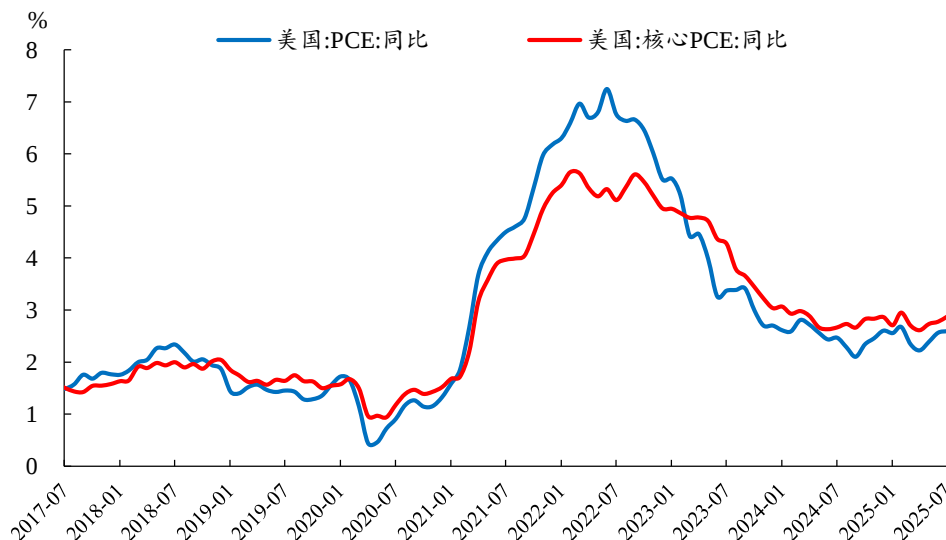
2、美国就业市场降温明显，但 50bp 降息尚需通胀配合

8 月非农数据表现不及预期，且失业率同步上行，显示美国劳动力市场及经济增长风险上升，美联储 9 月降息或已成为大概率事件。但考虑到通胀的制约，目前降息幅度还存在较多不确定性，具体而言：

第一，8 月非农数据显示美国劳动力市场降温相对明显，失业率后续也可能进一步走高，美国经济走弱的风险不容忽视。如前所述，无论是从新增就业、失业率、薪资增速、制造业 PMI 就业等指标来看，美国劳动力市场降温相对明显，几乎呈现全面走软的态势。考虑到 6 月份非农就业已经修订成负值，而 8 月份 2.2 万的初值后续也可能面临类似下修，美国就业可能连续录得负增，而这将会进一步抬升失业率。从这个角度看，美国经济走弱的风险已经不容忽视。

第二，对美联储而言，9 月其大概率降息，但不确定的是幅度，考虑到通胀因素，美联储降息 50bp 可能性较小。在 8 月的 Jackson Hole 会议上，美联储主席鲍威尔表示劳动力市场看似平衡，但就业市场下行的风险正在上升（裁员大幅增加和失业率上行），因此需要调整货币政策立场，暗示 9 月将开启降息。（《美联储 9 月降息共识或已基本达成——2025 Jackson Hole 鲍威尔发言点评》）从 8 月非农就业数据来看，9 月大概率将会进行降息，但降息幅度并不确定，8 月通胀数据将会成为美联储 9 月降息幅度的关键。参考 2024 年 9 月美联储降息了 50bp，若 8 月通胀数据相对平稳甚至下降，美联储存在一定的可能性降息 50bp。但从美联储最关心的通胀指标 PCE 来看，7 月 PCE 的同比上升 2.6%，核心 PCE 同比上升约 2.9%，均有加速迹象，美联储在 9 月或较难再度降息 50bp，更可能会选择连续降息 25bp。

图14：7 月美国 PCE 同比增速仍在上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

由于劳动力市场走软，带动经济需求端走弱，我们认为短期无需太担心通胀持续上行。基准情形下，美联储或于 9 月降息 25bp，全年降息 2-3 次。往后看，我们需要关注基于 QCEW 的就业数据年度修订（9.09）以及 8 月 CPI 数据（9.11）。若美国就业数据经历大幅下修，则市场有可能进一步陷入衰退交易；若 8 月 CPI 数据超预期上行，则有可能转向滞胀交易。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国关税政策超预期反复。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn