

宏观点评 20250906

9 月 FOMC 前的主角团——2025 年 8 月美国非农就业数据点评

2025 年 09 月 06 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦玮

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

■ **核心观点：**8 月美国新增非农 2.2 万，较预期的 7.5 万偏离-2.68x 标准差，前值由 7.3 万上修至 7.9 万，前两月累计下修 2.1 万。本次修正后的 6 月新增非农由初值的 14.7 万下调至-1.3 万，为 2021 年以来首次转负。失业率 4.324%，预期 4.3%，前值 4.248%。结合多个数据，我们认为当前美国劳务需求延续有序走弱，同时保持供需双弱的畸形平衡，这导致非农新增就业的走弱程度较失业率的走高程度更加明显。8 月非农数据作为 9 月 FOMC 会议前的主角团之一已经亮相，剩余三位（9 月 9 日的非农初值校准、9 月 10 日的 PPI、9 月 11 日的 CPI）的表演将决定 9 月 FOMC 会议将转向更鸽派（9 月降息 50bps）还是更鹰派（9 月降息 25bps，但点阵图指引鹰派）。向前看，未来两周市场仍然处于数据密度更大、质量更差的宏观环境中，建议关注处于低位的 VIX 和过于乐观且可能回落的降息预期。

■ **8 月非农：**大幅不及预期，市场风格由降息交易切换至衰退交易。8 月美国新增非农 2.2 万，较预期的 7.5 万偏离-2.68x 标准差，前值由 7.3 万上修至 7.9 万，前两月累计下修 2.1 万。本次修正后的 6 月新增非农由初值的 14.7 万下调至-1.3 万，为 2021 年以来首次转负。失业率 4.324%，预期 4.3%，前值 4.248%。劳动参与率 62.33%，预期 62.2%，前值 62.22%。时薪 0.27%，预期 0.3%，前值 0.33%。非农就业数据发布后，市场交易“坏消息是好消息（非农差→降息→软着陆）”，美元指数与美债利率下跌，黄金、美股和美铜价格上涨。随后市场交易逻辑切换至“坏消息是坏消息（非农差→降息→仍不能缓解经济压力）”，美股与美铜价格转跌，其余大类资产震荡。截至最新，交易员预期美联储 9 月降息 1.1 次，全年降息 2.9 次。

■ **供需结构：**劳务市场维持供需双弱的“畸形平衡”。仅从 CES 机构调查的非农就业来看，当前美国劳务需求确实很弱：①6 月非农新增就业人数在本次下修为负数，且除了教育医保与政府外的其余一级行业就业全部负增长；②平滑后的三个月均新增非农就业人数录得 2.9 万，虽较前值的 2.8 万边际改善，但前值是 2020 年 7 月以来最差，若剔除疫情时期则本次数据为 2010 年 10 月以来最差；③一年期就业扩散指数录得 58.4，前值 58.2，即与一年前相比，只有 58.4%的企业在扩招，是非衰退时期的最低区间。一个月期就业扩散指数录得 49.6，较前值的 48 边际改善，但低于荣枯线且同样处于非衰退时期的最低区间。**结合多个数据，我们认为劳务需求延续有序走弱，同时保持供需双弱的畸形平衡：**①刻画劳务市场均衡的供需缺口转负，8 月跌至-20.3 万，为 2021 年 5 月以来首次，背后是劳务供给与需求的双弱所致；②劳务供给在提前退休与驱赶非法移民的影响下仍然边际走弱，55 岁以上群体劳动参与率较疫情前仍低出 2.2%，外国出生劳动力从 3372 万回落至 3323 万；③劳务需求在前期 DOGE、关税冲击与持续高利率限制环境下延续有序走弱，8 月非农总就业的同比增速录得 0.93%，保持有序下行的趋势。而供需双弱、相对平衡的劳务市场则导致非农的走弱程度较失业率的走高程度更加明显。

■ **货币政策：**9 月 FOMC 前还有三个重要数据将决定美联储更加鸽派还是鹰派。9 月 FOMC 会议前的主角团已亮相一位，**剩余三位（9 月 9 日的非农初值校准、9 月 10 日的 PPI、9 月 11 日的 CPI）的表演将决定 9 月 FOMC 会议将转向更鸽派（9 月降息 50bps）还是更鹰派（9 月降息 25bps，但点阵图指引鹰派）。**我们认为当前基准情景下，9 月 FOMC 会议上美联储将降息 25bps，点阵图指引全年额外 1-2 次降息，与市场预期大致相符，对应中规中矩的增长与通胀数据组合。但同时需要警惕可能出现的风险情形。**风险情景 A：衰退交易。**非农校准出现 70-100 万的大幅下修，引发对增长的更大担忧，且通胀略不及预期，则美联储将重复去年的 9 月 50bps，Q4 连续两个 25bps 的降息路径。**风险情景 B：鹰**

相关研究

《每周宏观经济和资产配置研判——20250902》

2025-09-02

《补贴与竞争：哪些地区和行业内卷更严重？——统一大市场系列研究之一》

2025-09-01

派降息。非农校准温和，但通胀超预期，尤其是反映关税的贸易服务 PPI 与反映通胀趋势的核心 CPI，则美联储为回应弱非农将降息 25bps，但为回应高通胀，点阵图或指引今年不再降息。此情景下，全年 3 次的降息预期将面临显著回调风险。

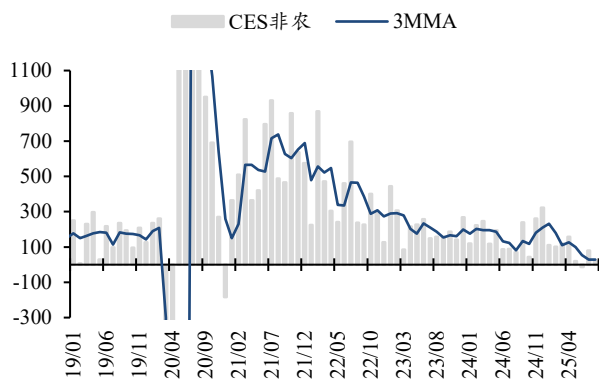
- **交易策略：数据密度较大且难以预测，关注做多 VIX 和做空降息交易。**
未来两周市场仍然处于数据密度更大、质量更差的宏观环境中，判断数据无异于赌博，因此我们需关注两个交易：①VIX<11.66（历史-1x 标准差）时做多，同时在 20、40、60 三个水平设置止盈条件单，主要用于应对更大的数据不确定性与市场波动率，缓解仓位压力；②我们仍然倾向于全年近 3 次的降息预期过于乐观。如果真降息 3 次，则美债利率对应的额外下行幅度也仅有 3bps，而任何不及 3 次的降息都意味着美债利率将再度上行（全年 2 次降息对应美债利率 22bps 的上行，美元指数触及 100），叠加近期 ON RRP 接近耗尽，美股 9 月多跌的日历效应和长端美债长期难压缩的期限溢价，建议关注逢跌买入美股和 2 年期美债，逢高做空 30 年期美债的交易策略。
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：美国非农分行业新增就业人数

走势	占比	净月变动 千人	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09
✓	100.0%	非农就业	22	79	-13	19	158	120	102	111	323	261	44	240
✓	85.2%	私营	38	77	-27	69	133	114	107	79	287	244	-1	208
✓	13.6%	商品	-25	-8	-21	-13	2	5	24	-11	4	28	-50	32
✓	0.4%	采矿业	-6	-5	-2	-4	2	-1	4	-3	-1	2	-1	2
✓	5.2%	建筑	-7	-1	-2	2	0	5	12	-3	15	6	1	30
✓	0.6%	住宅	-1	-1	-1	0	-1	4	-1	2	2	1	1	5
✓	0.6%	非住宅	-3	0	-3	5	1	1	2	0	1	0	-2	-1
✓	8.0%	制造业	-12	-2	-17	-11	0	1	8	-5	-10	20	-50	0
✓	4.9%	耐用品	-19	5	-15	-8	3	-2	6	-7	-15	27	-46	1
✓	0.6%	机动车&部件	-7	2	-3	3	-3	-1	6	-10	-3	-1	-3	-2
✓	3.0%	非耐用品	7	-7	-2	-3	-3	3	2	2	5	-7	-4	-1
✓	71.7%	服务	63	85	-6	82	131	109	83	90	283	216	49	176
✓	18.2%	商贸运输	2	5	-13	-11	-2	-8	22	54	81	19	-10	31
✓	3.9%	批发贸易	-12	-8	-12	2	1	-5	7	-4	13	5	6	7
✓	9.8%	零售贸易	11	7	-5	-15	5	16	-4	36	34	-14	-7	14
✓	4.2%	运输仓储	4	6	4	-1	-8	-21	18	21	34	28	-9	7
✓	1.8%	信息技术	-5	-7	-3	2	1	-2	0	-4	17	5	-7	0
✓	5.8%	金融活动	-3	9	-6	7	5	3	15	14	12	16	3	5
✓	14.1%	专业商业服务	-17	-10	-24	-23	27	-11	15	-35	36	37	-34	-16
✓	1.6%	临时救助服务	-10	-10	-10	-15	17	-14	-2	-8	2	30	-35	-18
✓	17.2%	教育医保	46	77	51	70	85	65	62	62	83	73	87	98
✓	14.7%	医疗&社保	47	72	59	72	79	67	57	62	76	79	84	79
✓	10.7%	休闲餐饮	28	6	-5	27	18	45	-34	-14	47	54	9	51
✓	7.8%	餐饮	11	6	-6	15	15	38	-39	-27	38	24	10	42
✓	3.8%	其他服务	12	5	-6	10	-3	17	0	13	7	12	1	7
✓	14.8%	政府	-16	2	14	-50	25	6	-5	32	36	17	45	32
✓	1.8%	联邦	-15	-10	-9	-26	-13	-11	-13	3	3	-2	3	4
✓	3.4%	州政府	-13	-5	-4	-11	11	1	-10	12	19	9	16	15
✓	9.5%	地方政府	12	17	27	-13	27	16	18	17	14	10	26	13

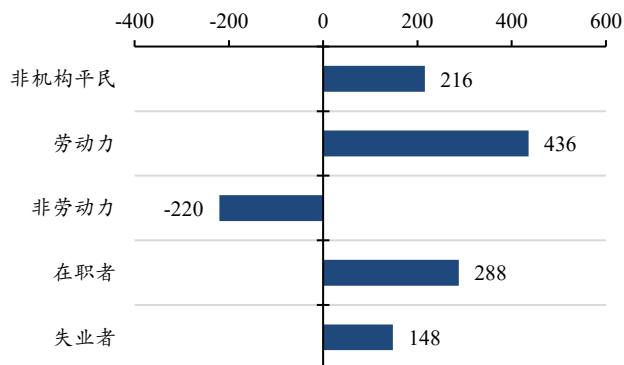
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图2：美国非农新增就业人数



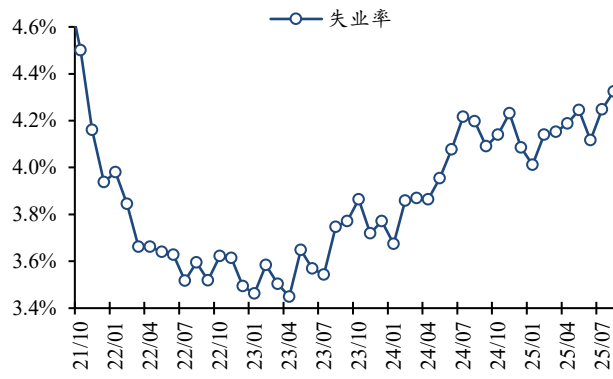
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图4：美国劳务市场8月流量变化



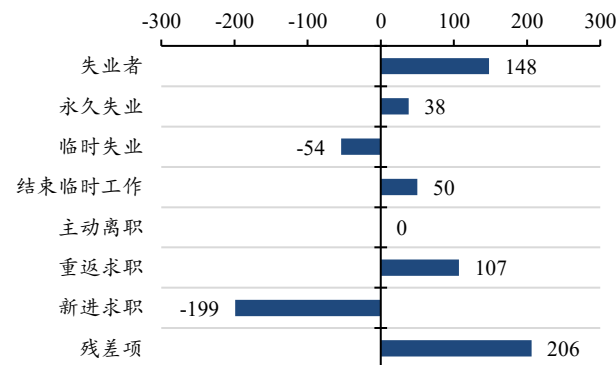
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图3：美国失业率



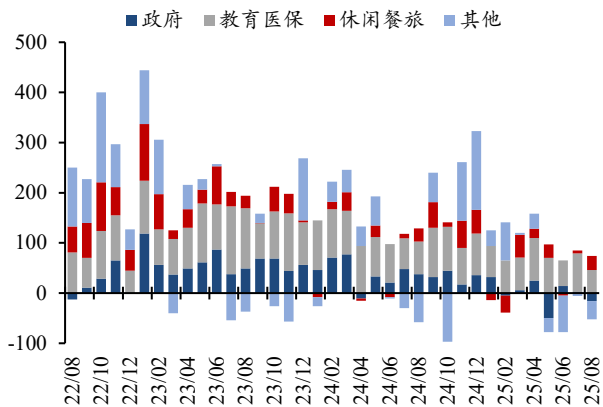
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图5：美国劳务市场失业者8月流量变化



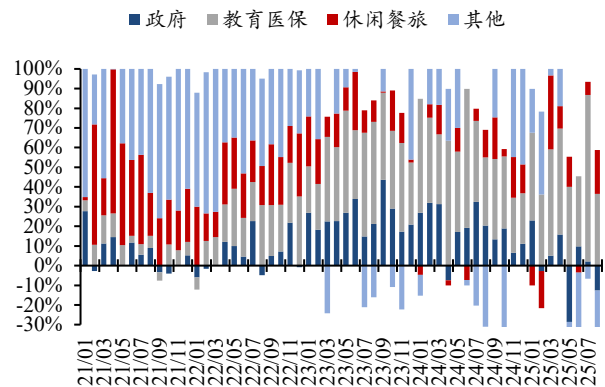
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人，因季调原因分项加总存在残差

图6：美国各行业新增非农就业人数



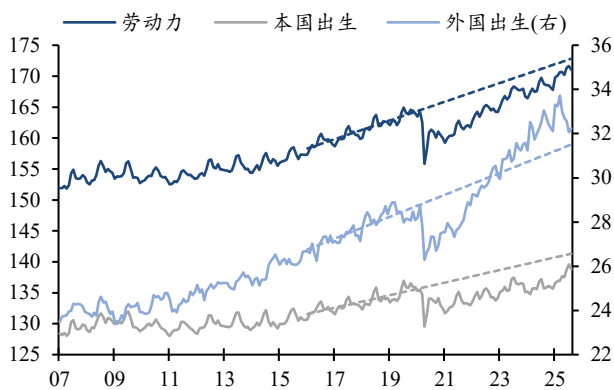
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图7：美国各行业新增非农就业人数占比



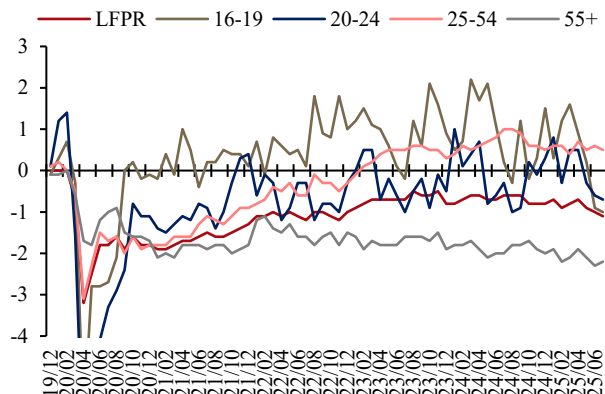
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图8：美国劳动力(本国 vs 外国出生)



数据来源：彭博、东吴证券研究所；虚线为2016-19年趋势线，未经季调，单位百万人

图9：不同年龄段美国劳动参与率(与2019.12比)



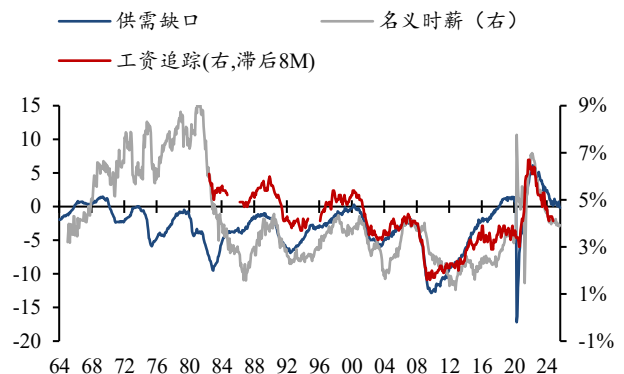
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为%

图10：美国就业扩散指数



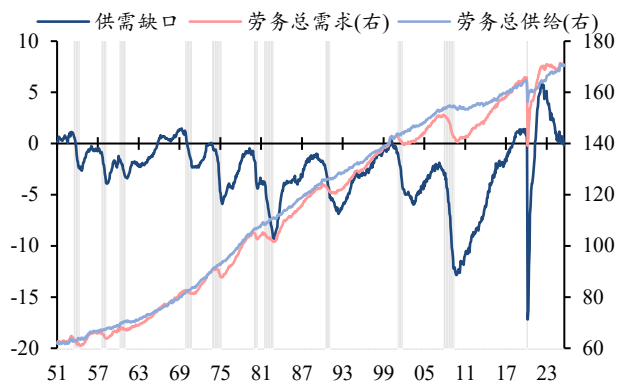
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图11：美国工资增速与劳务供需缺口



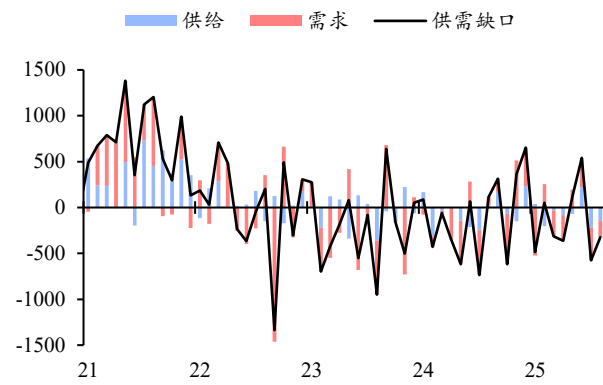
数据来源：彭博、东吴证券研究所；左轴单位为百万人

图12：美国劳务市场总供给、总需求与供需缺口



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为百万人，
阴影为 NBER 定义的衰退

图13：美国劳务供需缺口单月变化与成因



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>