

8 月非农的弦外之音

2025 年 09 月 05 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@glms.com.cn

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@glms.com.cn

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@glms.com.cn

➤ **作为 9 月议息前的最后一份就业数据，8 月非农的含金量不言而喻。**而市场也提前为这份数据的走弱做好了充分的心理准备：近期无论是 ADP、制造业 PMI、职位空缺和裁员数等一系列数据几乎一致指向劳动力市场的放缓，为 8 月非农走弱做好了充分的“预演”。更重要的是 9 月上旬，非农面临年度基准数据大幅下修的风险，这使得市场开始逐步定价 9 月降息 50bp 的可能。那么对于 8 月非农来说，有什么值得关注的问题？又会使美联储货币政策掀起怎么样的波澜？

➤ **我们认为有几点值得关注：**

➤ **首先，关注非农，更关注非农的下修。**自 7 月劳工部对 5-6 月非农的大幅下修以来，市场对于数据统计的准确性产生了明显怀疑，曾经标榜为全球最完备透明的美国统计数据体系一度遭到重新审视。因此，相对于非农初值的表现，市场对数据的下修可能更为敏感，而考虑到今年以来每月非农初值均被下修，同时 7 月调查问卷回收率较低，我们预计本次非农公布时会进一步对 7 月数据进行下修。

➤ **尤其值得关注的是 9 月 9 日劳工部的非农年度基准修正数据。**为了弥补 CES 抽样调查的局限性，BLS 会在每年 9 月根据基于企业失业保险记录的就业和工资普查数据（QCEW）对非农进行年度初步修正（本次针对 2024 年 3 月-2025 年 3 月）。根据费城联储的预测，QCEW 和当前非农之间存在超过 50w 的缺口（截止至 2025 年 4 月两者的差额），年度非农数据可能面临大幅下修的风险，这也将进一步提示就业市场的走弱趋势。

➤ **其次，8 月非农以及后续的数据下修是否会成为触发美联储连续降息或一次性降息 50bp 的导火索？**自鲍威尔在杰克逊霍尔会议上做出货币政策转向的暗示后，9 月降息几乎是“板上钉钉”，不降息的门槛越来越高。但对于降息的节奏，我们仍维持此前的判断，美联储更倾向于间歇式降息，年内降息两次是基准情形：

➤ **一方面**，鉴于四季度美国内部通胀压力逐步增大，“操之过急”的货币政策可能导致美联储陷入被动。

➤ **另一方面**，鲍威尔多次表示非农的下降存在供需双方的共同影响，就业风险的大幅上行更可能以裁员急剧增加和失业率上升的形式显现。而从当前失业率、薪资等指标来看，劳动力市场并未出现显著恶化。

➤ **此外**，非农年度下修虽然会对市场产生鸽派影响，但是一定程度上在市场预期内，毕竟鲍威尔此前已提示，基于《就业与工资季度普查》数据的初步预估，非农就业人数将出现大幅下调。因此我们预计这一变化不会促使美联储做出 9 月降息 50bp 的决策。

相关研究

- 1.政策动态观察：阅兵后的市场悬念-2025/09/03
- 2.“十五五”规划系列报告（六）：开学季映射的“十五五”线索-2025/08/31
- 3.2025 年 8 月 PMI 数据点评：8 月 PMI：止跌的含金量-2025/08/31
- 4.资产价格点评：人民币突破后的悬念和影响-2025/08/29
- 5.海外市场追踪：日央行加息：美联储之外的“暗流”-2025/08/27

➤ **不得不说，今年以来移民政策带来的供给下行、问卷调查回复率低等统计问题为研究美国就业问题带来了诸多“噪音”。因此在这种情况下，准确把握就业市场的温度显得尤为重要。**

➤ **那么，当前美国就业市场的成色究竟如何？**从各项指标来看，当前劳动力市场放缓趋势愈发明显，但尚未出现大幅衰退风险。

➤ **一方面，8月公布的各项数据几乎共同指向就业的走弱：**8月“小非农”ADP就业大幅放缓至5.4万人（前值10.4万人），制造业PMI就业指数连续7个月处于荣枯线以下；高频来看，首次申请失业金人数也维持在高位徘徊。

➤ **在经济放缓和关税带来的成本上行下，企业招聘需求明显放缓。**挑战者裁员规模较去年同期大幅上升，创下了2020年以来8月份的同期最高水平；职位空缺数718.1万人，环比减少了17.6万人，明显低于预期。

➤ **另一方面，从非农结构来看，**近几个月新增非农几乎全部集中在医疗保健行业，其余行业的贡献微乎其微，尤其是制造业和联邦政府新增就业持续疲弱，就业增长的范围和广度在缩小，而医疗保健行业带来的生产力又相对偏低，整体经济增长的动能在衰减。

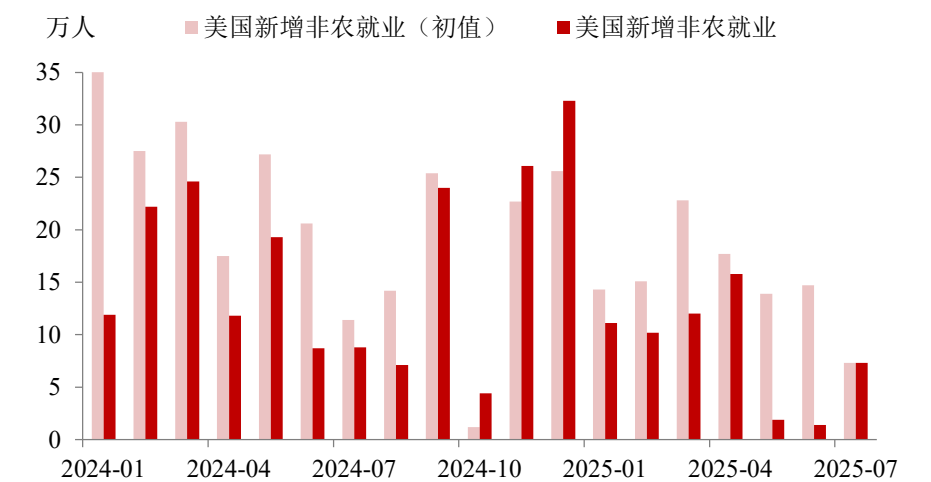
➤ **往后看，由于供需端的双重走弱，新增就业的中枢在持续下行，对于货币政策的边际影响在减弱。因此，对于劳动力市场和货币政策的研判，除了美联储青睐的失业率以外，我们还要关注两个重要指标的走势：**

➤ 1) 职位空缺数/失业人口：为美联储衡量劳动力市场稳健程度的关键指标，这一数值7月进一步降至0.992，为2021年4月以来首次低于1.0，显示出劳动力市场的放缓正在加大。

➤ 2) 薪资增速：奇怪的是，在供需的奇妙平衡下，近几个月薪资增速并未出现明显走弱，这也迫使美联储在就业放缓和物价再度上涨的风险下寻求平衡。若后续薪资数据持续超预期强劲，可能引发市场对“预防性降息”力度的重新评估。

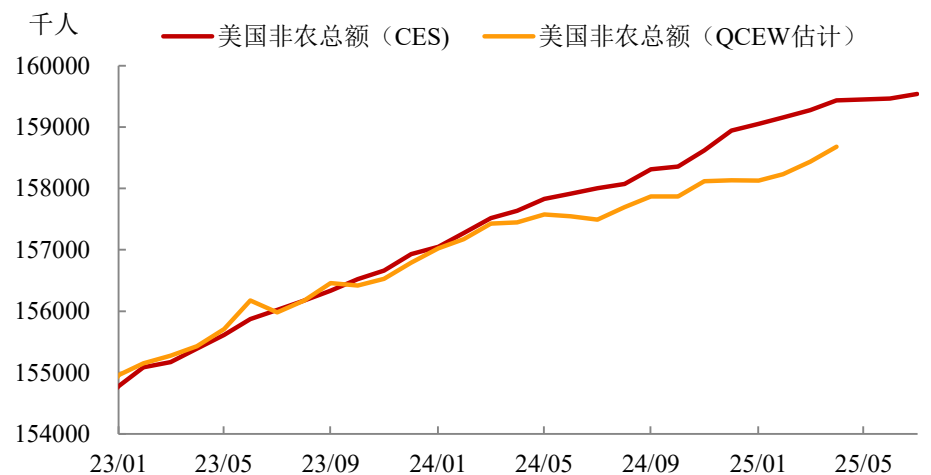
➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：美国非农今年以来持续下修



资料来源：ifind，民生证券研究院

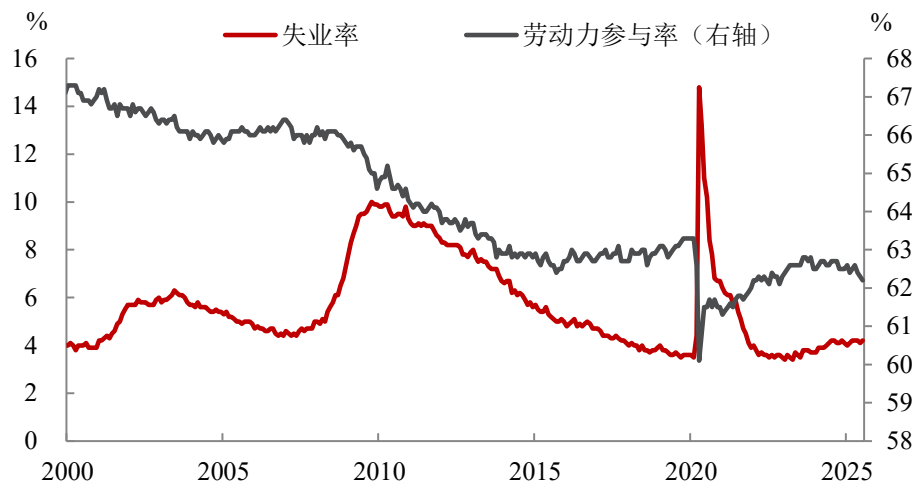
图2：非农总额预计在年度基准修订中大幅下修



资料来源：ifind，民生证券研究院

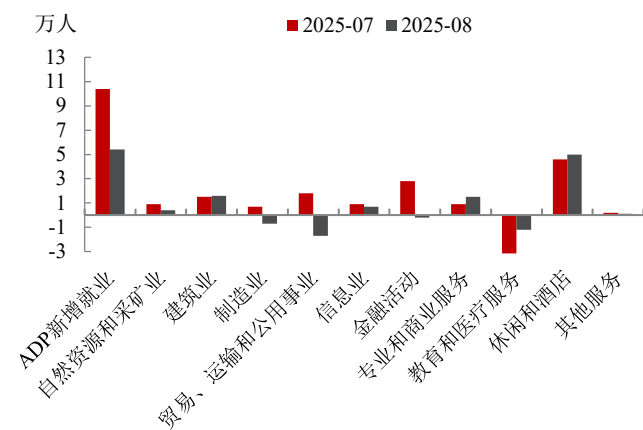
注：QCEW 非农估计截止至 2025 年 4 月，CES 非农截止至 2025 年 7 月。

图3：失业率是当前美联储最看重的指标



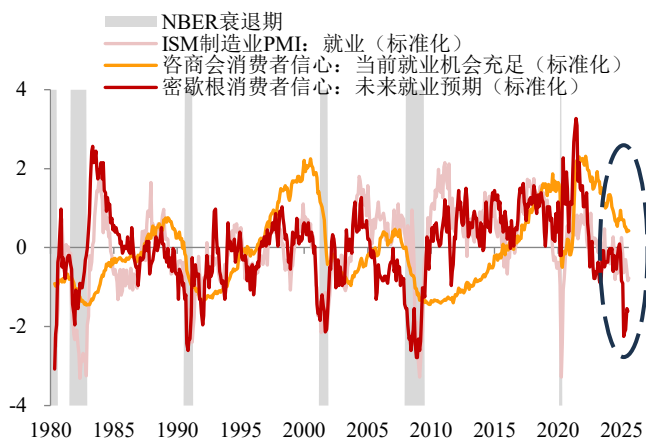
资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：8月ADP就业大幅放缓



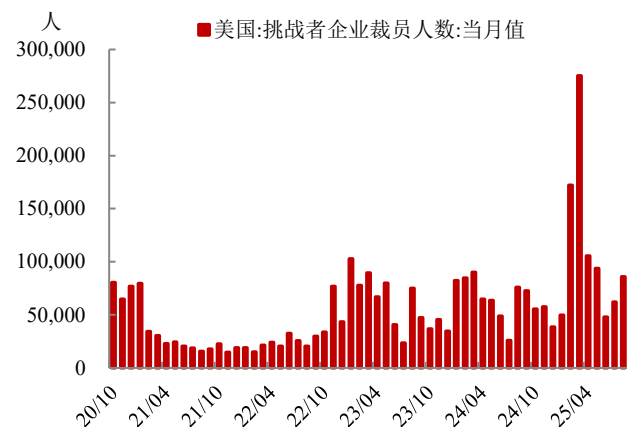
资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：美国制造业 PMI 就业持续处于荣枯线下



资料来源：CEIC，民生证券研究院

图6：8月挑战者裁员人数为2020年以来同期最高



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图7：美国职位空缺数超预期回落



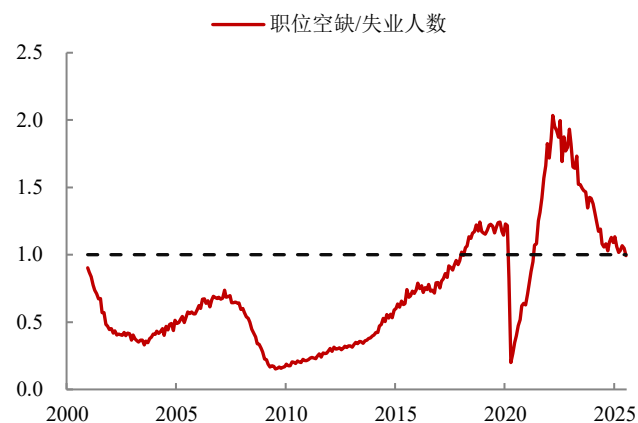
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图8：美国新增就业集中在医疗保健

美国非农数据一览										
	新增非农就业人数 (万人)					新增非农就业环比变动 (万人)				
	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03
美国新增非农就业	7.3	1.4	1.9	15.8	12.0	5.9	-0.5	-13.9	3.8	1.8
私营	8.3	0.3	6.9	13.3	11.4	8.0	-6.6	-6.4	1.9	0.7
商品	-1.3	-1.3	-1.3	0.2	0.5	0.0	0.0	-1.5	-0.3	-1.9
采矿伐木	-0.4	-0.1	-0.4	0.2	-0.1	-0.3	0.3	-0.6	0.3	-0.5
建筑	0.2	0.3	0.2	0.0	0.5	-0.1	0.1	0.2	-0.5	-0.7
制造业	-1.1	-1.5	-1.1	0.0	0.1	0.4	-0.4	-1.1	-0.1	-0.7
耐用品	0.0	-1.3	-0.8	0.3	-0.2	1.3	-0.5	-1.1	0.5	-0.8
机动车辆和零部件	-0.2	-0.3	0.3	-0.3	-0.1	0.1	-0.6	0.6	-0.3	-0.6
非耐用品	-1.1	-0.2	-0.3	-0.3	0.3	-0.9	0.1	0.0	-0.6	-0.1
服务	9.6	1.6	8.2	13.1	10.9	8.0	-6.6	-4.9	2.2	2.6
批发业	-0.8	-0.8	0.2	0.1	-0.5	0.0	-1.0	0.0	0.6	-1.2
零售业	1.6	-1.4	-1.5	0.5	1.6	3.0	0.1	-2.0	-1.2	-2.0
运输仓储业	0.4	0.1	-0.1	-0.8	-2.1	0.3	0.1	0.7	1.3	-3.9
公用事业	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.2	0.0	-0.2	0.4	-0.3	-0.1
信息技术	-0.2	0.0	0.2	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	0.1	0.3	-0.2
金融活动	1.5	-0.2	0.7	0.5	0.3	1.7	-0.9	0.2	0.2	-1.2
专业和商务服务	-1.4	-1.1	-2.3	2.7	-1.1	-0.3	1.2	-5.0	3.8	-2.6
临时救助服务	-0.4	-0.3	-1.5	1.7	-1.4	-0.1	1.2	-3.2	3.1	-1.2
教育和保健	7.9	5.2	7.0	8.5	6.5	2.7	-1.8	-1.5	2.0	0.0
医疗保健和社会援助	7.3	5.9	7.2	7.9	6.7	1.4	-1.3	-0.7	1.2	1.0
休闲和住宿	0.5	0.4	2.7	1.8	4.5	0.1	-2.3	0.9	-2.7	-7.9
其他服务	0.2	-0.5	1.0	-0.3	1.7	0.7	-1.5	1.3	-2.0	-1.7
政府	-1.0	1.1	-5.0	2.5	0.6	-2.1	6.1	-7.5	1.9	-1.1
联邦	-1.2	-0.9	-2.6	-1.3	-1.1	-0.3	1.7	-1.3	-0.2	-0.2
州政府	0.5	1.0	-1.1	1.1	0.1	-0.5	2.1	-2.2	1.0	-1.1
地方政府	-0.3	1.0	-1.3	2.7	1.6	-1.3	2.3	-4.0	1.1	-0.2

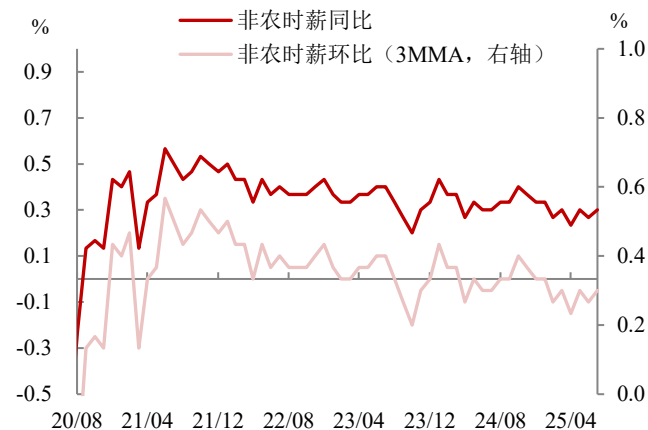
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图9：美国职位空缺/失业人数跌至 1 以下



资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：薪资增速尚未出现明显回落



资料来源：ifind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048