下载日志已记录，仅供内部参考

7 月非农：低招聘、低裁员环境下，劳动力市场降温但尚未失速


沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004


魏争 分析师
Email:weizheng@lczq.com
证书:S1320524100001


魏然 研究助理
Email:weiran@lczq.com

投资要点：

7 月非农大幅走弱，美联储紧缩压力有所缓解。美国 7 月新增非农就业人数减少 2.3 万人，低于过去 12 个月平均增幅 3.4 万人，也显著低于市场预期增加 8 万人，显示劳动力市场进一步降温。同时，5 月和 6 月非农新增就业累计下修 10.3 万人，表明此前就业增长动能或被高估。**失业率下降或更多反映劳动力供给收缩，而非就业市场明显改善。**7 月失业率由 4.2%小幅降至 4.1%，但劳动参与率同期由 61.5%降至 61.4%。若劳动参与率维持 6 月水平，测算失业率或仍接近 4.2%。**非农数据公布后，CME 市场定价显示加息预期有所降温，**9 月会议维持利率不变的概率升至 55.9%；12 月会议市场对利率上行 25bp 的定价概率降至约 44.9%。

政府就业下滑主要由地方教育拖累，财政支持退出或加剧后续压力。7 月政府就业减少 5.3 万人，其中地方政府教育就业下降 4.96 万人。季调数据显示，地方政府教育就业自 3 月高点以来累计减少 9.83 万人，或受出生率下降、移民放缓导致 K-12 入学人数下降影响；由于美国多数州按服务学生数量向学区拨款[1]，学生减少或进一步加大地方教育财政压力。此外，疫情期间联邦政府向 K-12 教育系统提供的 1895 亿美元紧急援助资金（ESSER）已于今年 3 月用完，进一步削弱地方教育部门财政支持[2]。后续需关注秋季开学后教育就业是否回补，若 9 月仍未明显反弹，或意味着财政压力正在转化为持续性就业拖累。

私人部门就业保持增长，但行业分化明显。私营部门 7 月新增就业 3 万人，与上月基本持平，其中商品生产部门贡献主要增量，新增 2.5 万人，高于前值 1.4 万人；服务业仅增加 0.5 万人，低于前值 1.6 万人。**商品生产部门中，一方面，建筑业成为主要支撑。**建筑业 7 月新增就业 2.2 万人，其中非住宅专业承包行业贡献最大。过去一年建筑业新增就业 8.2 万人，其中该子行业贡献约 7.75 万人，占比 94.5%。人工智能基础设施建设推动数据中心扩张，或带动电力系统、冷却设施及专业安装工程需求，为专业承包商就业提供支撑。不过，未来建筑就业增长仍需关注人工智能资本开支周期变化。与此同时，随着数据中心带来的电力消耗、水资源压力及社区影响增加，部分地区已开始限制数据中心建设，截至 8 月初，全

相关报告

7 月通胀数据点评：外部成本推动减弱，内生价格动能局部改善
2026.08.10
7 月外贸数据点评：出口保持高增，AI 链与优势制造业继续主导增长
2026.08.07
美国二季度 GDP：增速放缓，波动项拖累增长，消费与投资仍具韧性
2026.08.04

[1] https://files.eric.ed.gov/fulltext/ED681594.pdf
[2] https://www.k12dive.com/news/esser-pandemic-COVID-K-12-spending-what-will-its-legacy-be/815999/

下载日志已记录，仅供内部参考

美现行生效的数据中心建设限制措施已超过 500 项，可能对后续投资节奏形成约束[3]。**另一方面，制造业就业整体稳定，但就业改善更多体现为结构性修复。**交通设备制造、计算机及电子产品制造、机械制造等耐用品制造业仍保持韧性，而食品制造、化学制造等非耐用品制造业就业下降较明显。**服务业方面主要呈现四大特征，一是医疗和专业服务继续支撑就业增长，但边际放缓。**医疗保健业 7 月增加 2.2 万人，延续增长趋势，但低于过去 12 个月平均月增 3.6 万人；专业和商业服务增加 1.8 万人，较上月 3.4 万人的增幅有所放缓。**二是部分此前疲软行业出现边际改善。**信息业就业由 6 月减少 13 万人转为 7 月增加 11 万人，其中影视及音像行业贡献较高。同时，与人工智能相关的数据处理、云计算及网络托管等行业，在过去 12 个月减少 1.46 万人后，7 月增加 0.51 万人，显示相关领域就业或有所修复。**三是传统零售就业承压，但消费模式转变推动物流行业保持韧性。**零售业就业减少 1.94 万人，降幅较上月扩大，其中综合零售商和仓储式会员店等行业减少较多。长期来看，电商发展或继续对传统零售就业形成压力，但可能支撑运输和仓储领域需求；7 月运输和仓储业就业增加 0.97 万人，其中快递和配送行业增加 1.49 万人。**四是部分服务行业就业仍承压。**金融活动就业 7 月减少 1.4 万人，自 2025 年 5 月近期高点以来累计减少 12.1 万人，延续下降趋势。休闲和住宿业延续疲软。继 6 月减少 4.3 万人后，7 月再次减少 4 万人，其中艺术、娱乐和休闲业减少 1.61 万人，住宿和餐饮业减少 2.35 万人。世界杯相关活动或仅对部分举办城市餐饮消费形成短期支撑，数据显示，举办城市餐饮支出增速较其他城市额外提升 2 个百分点，但住宿和餐饮业就业仍持续下降，反映相关行业招聘需求仍偏谨慎。与此同时，美国银行数据显示，包括信用卡和借记卡在内的银行卡消费金额 6 月同比增长 6.3%，创四年多来最高增速，且高于薪资增速，显示居民消费仍具韧性，但消费结构或正在向更加谨慎的方向调整[4]。考虑到《大而美法案》相关税收优惠带来的退税支撑具有一次性特征，且消费增速持续高于薪资增速难以长期维持，下半年餐饮和休闲出行消费热度或逐步回落。

整体来看，劳动力市场降温主要体现为企业减少新增招聘、劳动者降低求职参与度，而非裁员压力显著上升。从劳动力供给角度来看，求职意愿下降，劳动力参与度持续走弱。7 月劳动力退出趋势延续，非劳动力人口（Not in labor force）增加 38.1 万人，同比增加 2.72%，劳动参与率由去年同期的 62.2%降至 61.4%。其中，希望就业但未积极求职人口（currently want a job）占比由 2025 年 7 月的 5.98%下降至 5.57%，显示部分潜在劳动力参与意愿进一步减弱。不过，其中边缘附着劳动力（Marginally attached to the labor force）增加 4.5 万人，而因就业前景恶化而放弃求职的失望工人（Discouraged workers）基本稳定，表明当前劳动力市场降温或更多体现为求职活动减少，而非就业信心明显恶化。若未来就业需求回升，该部分潜在劳动力或重新进入就业市场。**需求端来看，当前劳动力市场更多体现为招聘不足，而非大规模裁员。**Indeed 职

[3] https://m.wind.com.cn/mobwftweb/M/news.html?skin=white&newsopenstyle=wind&lan=cn&device=android&version=26.6.4.00008&code=63C901EA7F2C&shareCode=fa6b78d4384285f6a201905a7c1f8ee9#/9575C25A55F4D766C1C29BE0F6FD9E36

[4] https://institute.bankofamerica.com/content/dam/economic-insights/consumer-checkpoint-july-2026.pdf

下载日志已记录，仅供内部参考

位发布数据显示，美国职位空缺数量自 2022 年高点以来持续回落，尽管近期降幅有所放缓，企业新增招聘需求可能仍处于收缩趋势。与此同时，根据 Challenger, Gray& Christmas（挑战者）数据，2026 年 7 月美国雇主宣布裁员 33,429 人，为两年来最低水平，较 6 月下降 27%，较去年同期下降 46%，显示企业裁员意愿仍较低。从失业来源看，7 月失去工作者和完成临时工作的人员（Job losers and people who completed temporary jobs）增加 3.1 万人，其中临时裁员（On temporary layoff）增加 15.3 万人，而永久性失业者（Permanent job losers）减少 5.4 万人，表明失业增加更多来自短期波动，而非企业大规模永久裁员。

“低招聘、低裁员”的劳动力市场环境下，就业结构和失业结构均出现调整。就业结构进一步向兼职化倾斜。全职就业自今年 3 月以来持续下降，较去年同期减少约 1%；相比之下，兼职就业过去一年有所增加。同时，多重工作者占就业人口比例由去年 5.1%升至 5.4%，或反映在新增岗位不足的背景下，部分劳动者转向兼职甚至多份工作以维持收入。**失业结构显示匹配效率下降，且失业指标改善可能被高估。**7 月失业持续时间呈现“两端下降、中间上升”的特征。其中，少于 5 周的短期失业人口下降最明显。结合挑战者裁员数据来看，近期裁员规模已降至近两年低位；从失业来源看，重新进入劳动力市场者和首次进入劳动力市场者数量下降较多，表明失业人数下降或部分源于新增失业流入减少，而非就业市场吸纳能力明显增强。与此同时，5-14 周和 14-26 周失业人口均增加，表明失业者寻找工作的时间有所延长，劳动力市场匹配效率可能下降。27 周以上长期失业人口减少，但考虑到劳动参与率下降以及非劳动力人口（Not in labor force）增加，部分长期失业者或并非重新就业，而是退出劳动力市场。初请和续请下降或主要源于新增失业流入减少，而非再就业改善。**初请和续请失业金人数自 2025 年年中达到高点后持续下降。从流入和流出因素拆分来看，**在失业人员退出速度保持不变的情况下，仅新增失业流入减少即可解释续请人数下降；而若仅假设退出速度改善，续请人数或并不会明显回落。因此，2025 年 8 月以来续请人数下降或主要反映新增失业流入收缩，而非失业者再就业速度明显提升。**进一步观察失业金流出结构，**总流出率由 14.9%降至 11.9%，显示失业人员退出救济的速度有所放缓。其中，成功找到工作并退出救济的比例由 9.1%降至 6.8%，主动放弃申领比例由 5.3%降至 4.2%，而因救济期限耗尽被动退出的比例由 0.5%升至 0.9%。因此，当前退出失业救济名单的人群中，部分或并非成功就业，而是因资格到期退出统计，实际再就业情况并未明显改善[5]。

就业市场保持韧性，但加班时长和工资增速放缓显示就业需求或边际降温。就业时长保持稳定，但加班时间小幅下降。7 月私人非农企业员工平均每周工作时长维持在 34.3 小时不变，制造业平均工作时长也保持在 40.4 小时，但加班时间小幅下降 0.1 小时至 3.1 小时，表明企业尚未通过大规模削减工时或裁员应对需求变化，但可能已开始减少额外生产投入，或反映新增订单和边际需求有所放缓。**工资增速继续放缓，实际购买力承压。**7 月私人部门名义时薪同比增长 3.15%，低于前值 3.34%和过去 12

[5] https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_brief/2026/eb_26-24

下载日志已记录，仅供内部参考

个月平均增速 3.71%；环比仅增长 0.05%，也低于过去 12 个月平均水平 0.28%。若结合 6 月 CPI 同比增长 3.5%，名义工资增速已低于通胀水平，居民实际工资增长承压。从行业看，商品生产部门和信息业时薪增速较快，分别增长 0.34%和 0.47%，或与人工智能基础设施投资推动相关领域对熟练技术工人的需求增加有关。

疲弱的非农数据弱化了市场对美联储未来政策紧缩的预期，后续政策路径仍取决于通胀和就业需求变化。数据公布后，风险资产整体走强，纳斯达克指数上涨 1.3%，标普 500 指数上涨 0.62%，道琼斯指数上涨 0.28%；美元指数下跌 0.34%，避险资产 COMEX 黄金上涨 2.41%。利率市场方面，2 年期美债收益率下降 5.2bp 至 4.193%，10 年期美债收益率下降 3.5bp 至 4.645%。与此同时，非农新增就业低于预期以及前期数据大幅下修，或促使市场重新校准对劳动力市场的基准判断。但从长期来看，美国就业市场的盈亏平衡新增就业水平（Breakeven pace of employment growth）持续下降，2026 年预计由一季度的 3.58 万人降至四季度的 0.52 万人，或意味着随着劳动力供给增长放缓，未来维持失业率稳定所需的新增就业规模下降[6]。后续仍需关注即将发布的 CPI 数据、FOMC 会议释放的利率信号，以及 AI 基础设施投资周期对相关行业就业的支撑能否持续。

风险提示：美国劳动力市场上行超预期，美国通胀中枢居高不下且高通胀存续时长超预期，美国货币财政政策超预期。

[6] https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/labor-force-growth-breakeven-employment-and-potential-gdp-growth-accessible-20260402.htm

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1. 低招聘、低裁员环境下，劳动力市场降温但尚未失速.....7
1.1 7 月非农大幅走弱，美联储紧缩压力有所缓解.....7
1.2 政府就业下滑主要由地方教育拖累，财政支持退出或加剧后续压力.....7
1.3 私人部门就业保持增长，但行业分化明显.....7
1.4 劳动力市场降温主要体现为企业减少新增招聘、劳动者降低求职参与度.....8
1.5 “低招聘、低裁员”的劳动力市场环境下，就业结构和失业结构均出现调整.....8
1.6 就业市场保持韧性，但加班时长和工资增速放缓显示就业需求或边际降温.....9
1.7 疲弱的数据弱化了市场对美联储未来政策紧缩的预期，后续政策路径仍取决于通胀和就业需求变化.....9
2. 风险提示.....9

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1 美国非农就业数据公布同时修正前月数据（千人）.....10
图 2 最近 12 个月美国新增非农就业分布，按行业（千人）.....10
图 3 美国失业率与美联储 SEP 指引（%）.....10
图 4 美国劳动力供需再平衡（千人）.....11
图 5 美国劳动力参与率及同比增速（%）.....11
图 6 美国 5 月政府就业增量主要由地方政府贡献（千人）.....11
图 7 美国移民与本国劳动力人数（千人）.....11
图 8 美国非农名义平均时薪及实际时薪同比（%）.....12
图 9 美国非农名义平均时薪及实际时薪环比（%）.....12
图 10 最近 12 个月美国各行业平均时薪环比增速（%）.....12
图 11 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平（%）.....12
图 12 美国各年龄段劳动力人数分布（千人，%）.....12
图 13 美国企业职位空缺率及同比增速（%）.....13
图 14 Indeed 领先指标与职位空缺数.....13
图 15 美国挑战者企业裁员人数（人，%）.....13
图 16 美国初次与持续申领失业金人数（万人）.....13
图 17 美国广义失业率及基准失业率（%）.....13
图 18 美国因经济原因兼职人数（人）.....13
图 19 美国服务业平均周工时（小时）.....14
图 20 美国就业市场离职率（%）.....14
图 21 CME 利率（bps）.....14
图 22 非农公布后市场降息预期变化（8.8）.....14

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 低招聘、低裁员环境下，劳动力市场降温但尚未失速

1.1 7 月非农大幅走弱，美联储紧缩压力有所缓解

美国 7 月新增非农就业人数减少 2.3 万人，低于过去 12 个月平均增幅 3.4 万人，也显著低于市场预期增加 8 万人，显示劳动力市场进一步降温。同时，5 月和 6 月非农新增就业累计下修 10.3 万人，表明此前就业增长动能或被高估。**失业率下降或更多反映劳动力供给收缩，而非就业市场明显改善。**7 月失业率由 4.2%小幅降至 4.1%，但劳动参与率同期由 61.5%降至 61.4%。若劳动参与率维持 6 月水平，测算失业率或仍接近 4.2%。**非农数据公布后，CME 市场定价显示加息预期有所降温，**9 月会议维持利率不变的概率升至 55.9%；12 月会议市场对利率上行 25bp 的定价概率降至约 44.9%。

1.2 政府就业下滑主要由地方教育拖累，财政支持退出或加剧后续压力

7 月政府就业减少 5.3 万人，其中地方政府教育就业下降 4.96 万人。季调数据显示，地方政府教育就业自 3 月高点以来累计减少 9.83 万人，或受出生率下降、移民放缓导致 K-12 入学人数下降影响；由于美国多数州按服务学生数量向学区拨款[7]，学生减少或进一步加大地方教育财政压力。此外，疫情期间联邦政府向 K-12 教育系统提供的 1895 亿美元紧急援助资金（ESSER）已于今年 3 月用完，进一步削弱地方教育部门财政支持[8]。后续需关注秋季开学后教育就业是否回补，若 9 月仍未明显反弹，或意味着财政压力正在转化为持续性就业拖累。

1.3 私人部门就业保持增长，但行业分化明显

私营部门 7 月新增就业 3 万人，与上月基本持平，其中商品生产部门贡献主要增量，新增 2.5 万人，高于前值 1.4 万人；服务业仅增加 0.5 万人，低于前值 1.6 万人。**商品生产部门中，一方面，建筑业成为主要支撑。**建筑业 7 月新增就业 2.2 万人，其中非住宅专业承包行业贡献最大。过去一年建筑业新增就业 8.2 万人，其中该子行业贡献约 7.75 万人，占比 94.5%。人工智能基础设施建设推动数据中心扩张，或带动电力系统、冷却设施及专业安装工程需求，为专业承包商就业提供支撑。不过，未来建筑就业增长仍需关注人工智能资本开支周期变化。与此同时，随着数据中心带来的电力消耗、水资源压力及社区影响增加，部分地区已开始限制数据中心建设，截至 8 月初，全美现行生效的数据中心建设限制措施已超过 500 项，可能对后续投资节奏形成约束[9]。**另一方面，制造业就业整体稳定，但就业改善更多体现为结构性修复。**交通设备制造、计算机及电子产品制造、机械制造等耐用品制造业仍保持韧性，而食品制造、化学制造等非耐用品制造业就业下降较明显。**服务业方面主要呈现四大特征，一是医疗和专业服务继续支撑就业增长，但边际放缓。**医疗保健业 7 月增加 2.2 万人，延续增长趋势，但低于过去 12 个月平均月增 3.6 万人；专业和商业服务增加 1.8 万人，较上月 3.4 万人的增幅有所放缓。**二是部分此前疲软行业出现边际改善。**信息业就业由 6 月减少 13 万人转为 7 月增加 11 万人，其中影视及音像行业贡献较高。同时，与人工智能相关的数据处理、云计算及网络托管等行业，在过去 12 个月减少 1.46 万人后，7 月增加 0.51 万人，显示相关领域就业或有所修复。**三是传统零售就业承压，但消费模式转变推动物流行业保持韧性。**零售业就业减少 1.94 万人，降幅较上月扩大，其中综合零售商和仓储式会员店等行业减少较多。长期来看，电商发展或继续对传统零售就业形成压力，但可能支撑运输和仓储领域需求；7 月运输和仓储业就业增加 0.97 万人，其中快递和配送行业增加 1.49 万人。**四是部分服务行业就业仍承压。**金融活动就业 7 月减少 1.4 万人，自 2025 年 5 月近期高点以来累计减少 12.1 万人，延续下降趋势。休闲和住宿业延续疲软。继 6 月减少 4.3 万

[7] https://files.eric.ed.gov/fulltext/ED681594.pdf
[8] https://www.k12dive.com/news/esser-pandemic-COVID-K-12-spending-what-will-its-legacy-be/815999/
[9] https://m.wind.com.cn/mobwftweb/M/news.html?skin=white&newsopenstyle=wind&lan=cn&device=android&version=26.6.4.00008&code=63C901EA7F2C&shareCode=fa6b78d4384285f6a201905a7c1f8ee9#/9575C25A55F4D766C1C29BE0F6FD9E36

下载日志已记录，仅供内部参考

人后，7 月再次减少 4 万人，其中艺术、娱乐和休闲业减少 1.61 万人，住宿和餐饮业减少 2.35 万人。世界杯相关活动或仅对部分举办城市餐饮消费形成短期支撑，数据显示，举办城市餐饮支出增速较其他城市额外提升 2 个百分点，但住宿和餐饮业就业仍持续下降，反映相关行业招聘需求仍偏谨慎。与此同时，美国银行数据显示，包括信用卡和借记卡在内的银行卡消费金额 6 月同比增长 6.3%，创四年多来最高增速，且高于薪资增速，显示居民消费仍具韧性，但消费结构或正在向更加谨慎的方向调整[10]。考虑到《大而美法案》相关税收优惠带来的退税支撑具有一次性特征，且消费增速持续高于薪资增速难以长期维持，下半年餐饮和休闲出行消费热度或逐步回落。

1.4 劳动力市场降温主要体现为企业减少新增招聘、劳动者降低求职参与度

整体来看，劳动力市场降温主要体现为企业减少新增招聘、劳动者降低求职参与度，而非裁员压力显著上升。从劳动力供给角度来看，求职意愿下降，劳动力参与度持续走弱。7 月劳动力退出趋势延续，非劳动力人口（Not in labor force）增加 38.1 万人，同比增加 2.72%，劳动参与率由去年同期的 62.2%降至 61.4%。其中，希望就业但未积极求职人口（currently want a job）占比由 2025 年 7 月的 5.98%下降至 5.57%，显示部分潜在劳动力参与意愿进一步减弱。不过，其中边缘附着劳动力（Marginally attached to the labor force）增加 4.5 万人，而因就业前景恶化而放弃求职的失望工人（Discouraged workers）基本稳定，表明当前劳动力市场降温或更多体现为求职活动减少，而非就业信心明显恶化。若未来就业需求回升，该部分潜在劳动力或重新进入就业市场。**需求端来看，当前劳动力市场更多体现为招聘不足，而非大规模裁员。**Indeed 职位发布数据显示，美国职位空缺数量自 2022 年高点以来持续回落，尽管近期降幅有所放缓，企业新增招聘需求可能仍处于收缩趋势。与此同时，根据 Challenger, Gray& Christmas（挑战者）数据，2026 年 7 月美国雇主宣布裁员 33,429 人，为两年来最低水平，较 6 月下降 27%，较去年同期下降 46%，显示企业裁员意愿仍较低。从失业来源看，7 月失去工作者和完成临时工作的人员（Job losers and people who completed temporary jobs）增加 3.1 万人，其中临时裁员（On temporary layoff）增加 15.3 万人，而永久性失业者（Permanent job losers）减少 5.4 万人，表明失业增加更多来自短期波动，而非企业大规模永久裁员。

1.5 “低招聘、低裁员”的劳动力市场环境下，就业结构和失业结构均出现调整

就业结构进一步向兼职化倾斜。全职就业自今年 3 月以来持续下降，较去年同期减少约 1%；相比之下，兼职就业过去一年有所增加。同时，多重工作者占就业人口比例由去年 5.1%升至 5.4%，或反映在新增岗位不足的背景下，部分劳动者转向兼职甚至多份工作以维持收入。**失业结构显示匹配效率下降，且失业指标改善可能被高估。**7 月失业持续时间呈现“两端下降、中间上升”的特征。其中，少于 5 周的短期失业人口下降最明显。结合挑战者裁员数据来看，近期裁员规模已降至近两年低位；从失业来源看，重新进入劳动力市场者和首次进入劳动力市场者数量下降较多，表明失业人数下降或部分源于新增失业流入减少，而非就业市场吸纳能力明显增强。与此同时，5-14 周和 14-26 周失业人口均增加，表明失业者寻找工作的时间有所延长，劳动力市场匹配效率可能下降。27 周以上长期失业人口减少，但考虑到劳动参与率下降以及非劳动力人口（Not in labor force）增加，部分长期失业者或并非重新就业，而是退出劳动力市场。初请和续请下降或主要源于新增失业流入减少，而非再就业改善。**初请和续请失业金人数自 2025 年年中达到高点后持续下降。从流入和流出因素拆分来看，**在失业人员退出速度保持不变的情况下，仅新增失业流入减少即可解释续请人数下降；而若仅假设退出速度改善，续请人数或并不会明显回落。因此，2025 年 8 月以来续请人数下降或主要反映新增失业流入收缩，而非失业者再就业速度明显提升。**进一步观察失业金流出结构，**总流出率由 14.9%降至 11.9%，显示失业人员退出救济的速度有所放缓。其中，成功找到工作并退出救济的比例由 9.1%降至 6.8%，主动放弃申领比例由 5.3%降至 4.2%，而因救济期限耗尽被

[10] https://institute.bankofamerica.com/content/dam/economic-insights/consumer-checkpoint-july-2026.pdf

下载日志已记录，仅供内部参考

动退出的比例由 0.5%升至 0.9%。因此，当前退出失业救济名单的人群中，部分或并非成功就业，而是因资格到期退出统计，实际再就业情况并未明显改善[11]。

1.6 就业市场保持韧性，但加班时长和工资增速放缓显示就业需求或边际降温

就业时长保持稳定，但加班时间小幅下降。7 月私人非农企业员工平均每周工作时长维持在 34.3 小时不变，制造业平均工作时长也保持在 40.4 小时，但加班时间小幅下降 0.1 小时至 3.1 小时，表明企业尚未通过大规模削减工时或裁员应对需求变化，但可能已开始减少额外生产投入，或反映新增订单和边际需求有所放缓。**工资增速继续放缓，实际购买力承压。**7 月私人部门名义时薪同比增长 3.15%，低于前值 3.34%和过去 12 个月平均增速 3.71%；环比仅增长 0.05%，也低于过去 12 个月平均水平 0.28%。若结合 6 月 CPI 同比增长 3.5%，名义工资增速已低于通胀水平，居民实际工资增长承压。从行业看，商品生产部门和信息业时薪增速较快，分别增长 0.34%和 0.47%，或与人工智能基础设施投资推动相关领域对熟练技术工人的需求增加有关。

1.7 疲弱的数据弱化了市场对美联储未来政策紧缩的预期，后续政策路径仍取决于通胀和就业需求变化

数据公布后，风险资产整体走强，纳斯达克指数上涨 1.3%，标普 500 指数上涨 0.62%，道琼斯指数上涨 0.28%；美元指数下跌 0.34%，避险资产 COMEX 黄金上涨 2.41%。利率市场方面，2 年期美债收益率下降 5.2bp 至 4.193%，10 年期美债收益率下降 3.5bp 至 4.645%。与此同时，非农新增就业低于预期以及前期数据大幅下修，或促使市场重新校准对劳动力市场的基准判断。但从长期来看，美国就业市场的盈亏平衡新增就业水平（Breakeven pace of employment growth）持续下降，2026 年预计由一季度的 3.58 万人降至四季度的 0.52 万人，或意味着随着劳动力供给增长放缓，未来维持失业率稳定所需的新增就业规模下降[12]。后续仍需关注即将发布的 CPI 数据、FOMC 会议释放的利率信号，以及 AI 基础设施投资周期对相关行业就业的支撑能否持续。

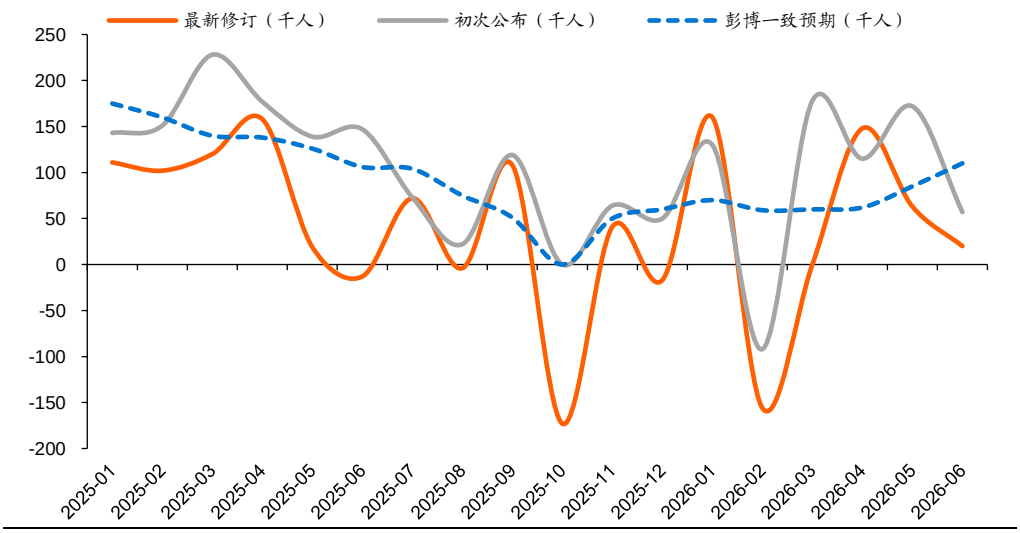
2. 风险提示

美国劳动力市场上行超预期，美国通胀中枢居高不下且高通胀存续时长超预期，美国货币财政政策超预期。

[11] https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_brief/2026/eb_26-24
[12] https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/labor-force-growth-breakeven-employment-and-potential-gdp-growth-accessible-20260402.htm

下载日志已记录，仅供内部参考

图1 美国非农就业数据公布同时修正前月数据（千人）



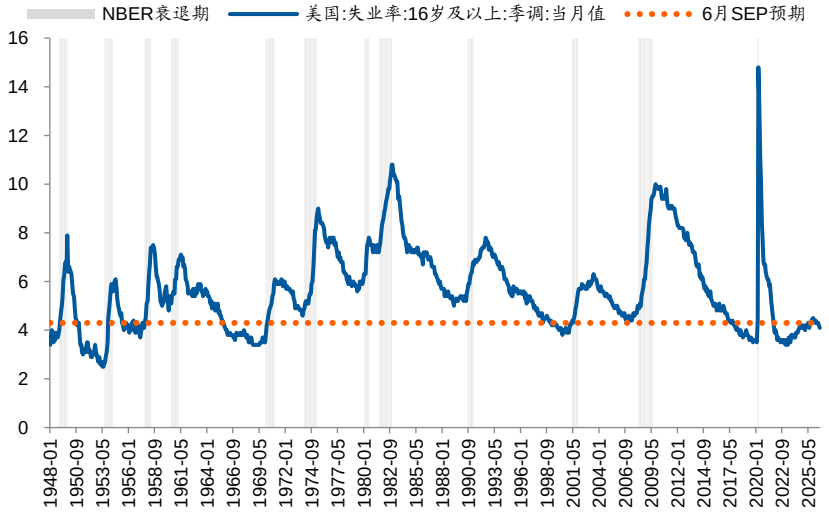
资料来源：BLS，联储证券研究院

图2 最近 12 个月美国新增非农就业分布，按行业（千人）

			当月增加（千人）												
	项目	趋势	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06
总量	非农总量		-23.0	20.0	63.0	148.0	214.0	-156.0	160.0	-17.0	41.0	-140.0	76.0	-70.0	64.0	-20.0
私人	私人部门		30.0	30.0	61.0	150.0	202.0	-148.0	180.0	-7.0	72.0	13.0	68.0	-20.0	65.0	-45.0
	商品		25.0	14.0	3.0	6.0	33.0	-21.0	45.0	-21.0	25.0	-20.0	11.0	-35.0	-23.0	-19.0
	采矿和伐木业		-2.0	-2.0	3.0	4.0	3.0	-1.0	-2.0	-1.0	-1.0	1.0	-2.0	-3.0	-6.0	-2.0
	建筑业		22.0	5.0	2.0	3.0	15.0	-21.0	45.0	-7.0	36.0	-12.0	16.0	-22.0	-6.0	-2.0
	制造业		5.0	11.0	-2.0	-1.0	15.0	1.0	2.0	-13.0	-10.0	-9.0	-3.0	-10.0	-11.0	-15.0
	服务		5.0	16.0	58.0	144.0	169.0	-127.0	135.0	14.0	47.0	33.0	57.0	15.0	88.0	-26.0
	贸易、运输和公用事业		-4.0	-12.0	9.0	65.0	32.0	-36.0	38.0	-33.0	-65.0	-11.0	-18.0	-1.0	3.0	-24.0
	批发		4.7	3.3	2.5	0.6	-1.7	8.4	2.1	-5.7	-6.4	2.8	8.8	-8.6	-5.7	-10.4
	零售		-19.4	-3.7	5.0	23.5	9.6	-0.3	12.7	-23.6	-0.9	-15.4	13.1	10.1	4.7	-14.5
	运输和仓储		9.7	-11.4	0.8	39.4	25.1	-45.5	22.6	-4.8	-58.9	0.6	-39.3	-1.6	3.9	0.0
	公用事业		0.7	-0.2	0.8	1.0	-0.5	1.6	0.2	0.7	1.9	0.5	0.0	-1.2	0.4	0.5
	专业和商业		18.0	34.0	6.0	20.0	28.0	4.0	36.0	-19.0	56.0	-24.0	-16.0	-28.0	-16.0	-31.0
	信息		11.0	-13.0	-5.0	-6.0	1.0	-23.0	-27.0	-6.0	-5.0	-6.0	-1.0	-1.0	-2.0	-1.0
	金融活动		-14.0	-2.0	-20.0	-6.0	-17.0	2.0	-39.0	1.0	1.0	-5.0	4.0	-19.0	0.0	-7.0
	教育和医疗		25.0	54.0	24.0	67.0	95.0	-49.0	119.0	38.0	56.0	44.0	54.0	23.0	87.0	49.0
	休闲和住宿		-40.0	-43.0	42.0	-7.0	44.0	-31.0	5.0	25.0	-12.0	41.0	37.0	22.0	11.0	-2.0
	其他		9.0	-2.0	2.0	11.0	-14.0	6.0	3.0	8.0	16.0	-6.0	-3.0	19.0	5.0	-10.0
政府	政府		-53.0	-10.0	2.0	-2.0	12.0	-8.0	-20.0	-10.0	-31.0	-153.0	8.0	-50.0	-1.0	25.0

资料来源：BLS，联储证券研究院

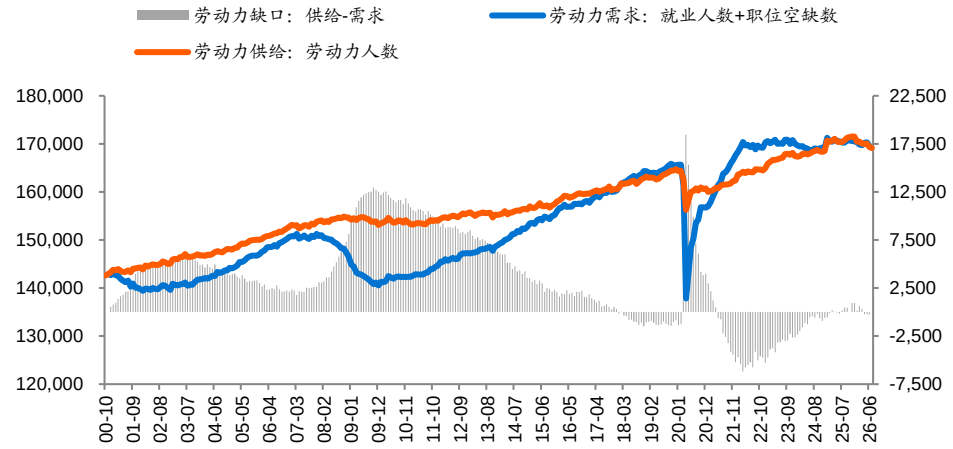
图3 美国失业率与美联储 SEP 指引（%）



资料来源：BLS，美联储，联储证券研究院

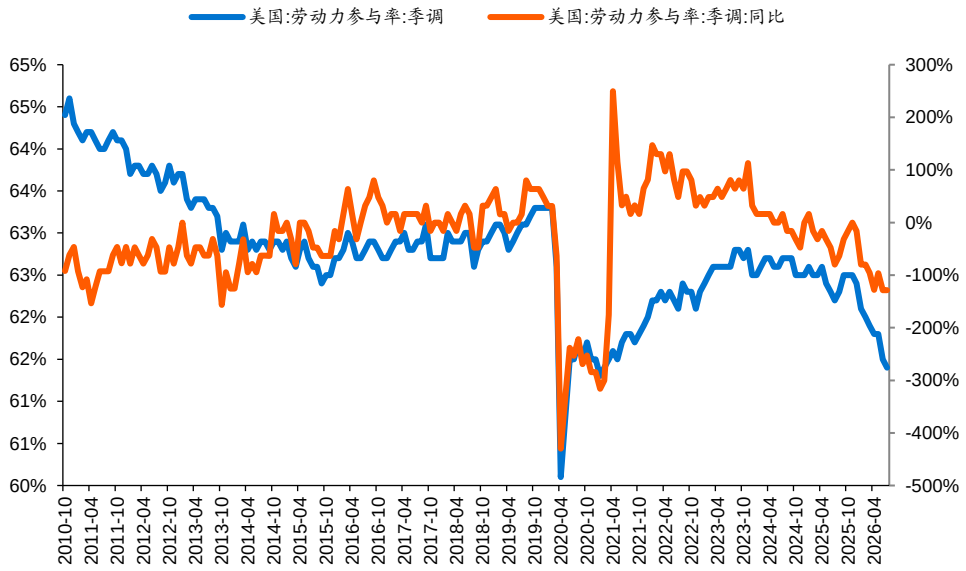
下载日志已记录，仅供内部参考

图4 美国劳动力供需再平衡（千人）



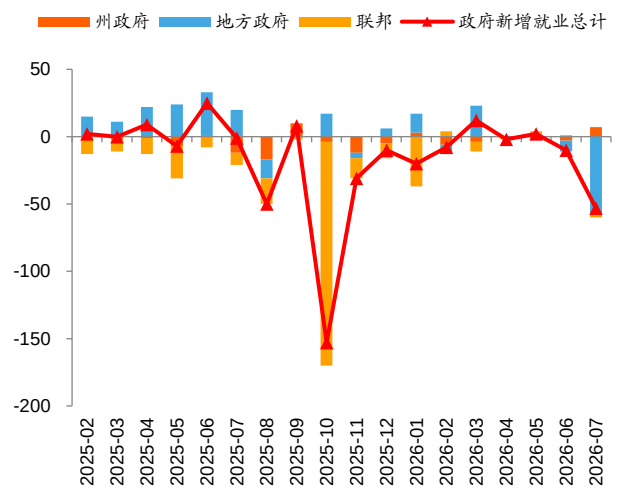
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图5 美国劳动力参与率及同比增速（%）



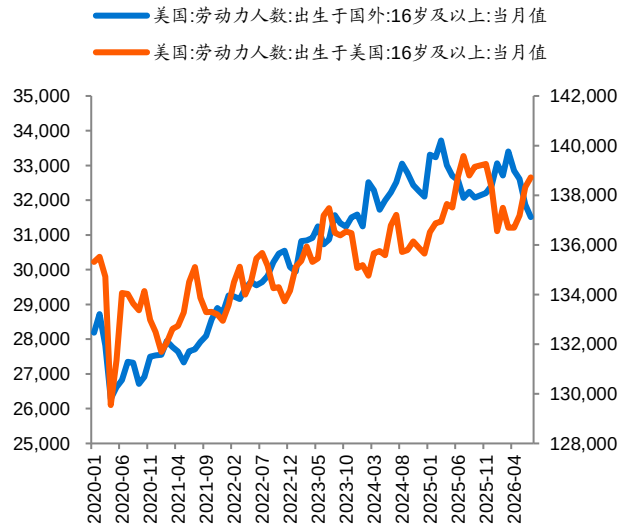
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图6 美国 5 月政府就业增量主要由地方政府贡献（千人）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

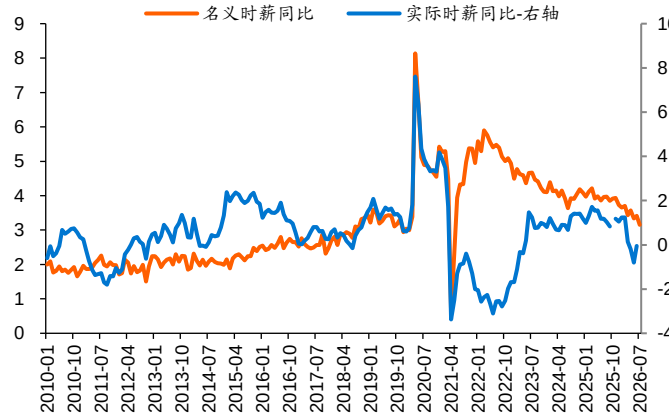
图7 美国移民与本国劳动力人数（千人）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

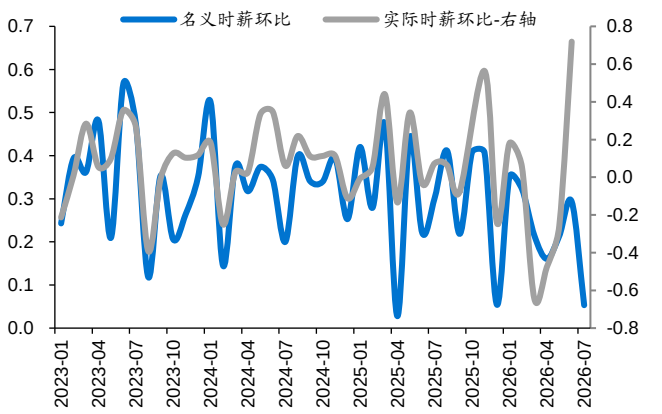
下载日志已记录，仅供内部参考

图8 美国非农名义平均时薪及实际时薪同比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图9 美国非农名义平均时薪及实际时薪环比（%）



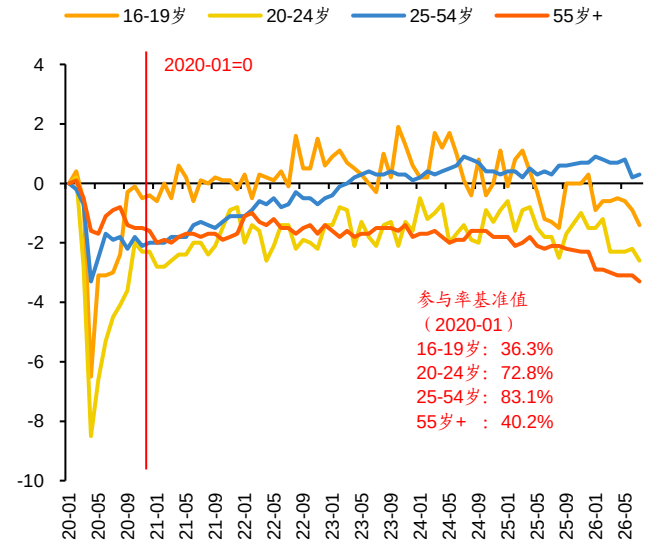
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图10 最近 12 个月美国各行业平均时薪环比增速（%）

部门	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07
平均时薪环比	0.05	0.29	0.21	0.16	0.21	0.32	0.35	0.05	0.41	0.41	0.22	0.41	0.30
商品生产	0.34	0.21	0.34	0.29	0.45	0.47	0.32	0.29	0.35	0.43	0.21	0.38	0.32
采矿和伐木业	0.24	0.74	0.87	0.54	0.98	-0.02	0.12	-0.05	0.15	0.79	-0.30	0.27	0.27
建筑业	0.24	0.36	0.49	0.22	0.54	0.42	0.22	0.42	0.32	0.32	0.08	0.63	0.23
制造业	0.35	0.08	0.19	0.30	0.38	0.52	0.33	0.25	0.33	0.48	0.34	0.20	0.40
服务	0.03	0.30	0.16	0.16	0.16	0.27	0.35	0.00	0.41	0.41	0.22	0.41	0.33
贸易、运输和能源	0.09	0.35	0.03	0.09	0.28	0.13	0.41	0.25	0.54	0.38	0.29	0.32	0.45
零售	-0.23	0.34	0.00	0.04	0.34	0.08	0.23	0.42	0.74	0.35	0.16	0.27	0.63
批发	0.23	0.00	-0.05	0.18	0.38	0.03	0.66	0.18	0.20	0.23	0.28	0.31	0.52
信息	0.47	0.62	0.31	0.53	0.46	0.82	0.09	0.82	0.36	0.40	0.55	0.27	0.17
金融活动	-0.16	0.59	0.43	0.27	0.35	0.23	0.50	-0.06	0.46	0.52	0.38	0.38	0.23
专业和商业服务	0.02	0.24	0.33	0.29	0.13	0.42	0.16	0.09	0.04	0.36	0.27	0.50	0.43
教育和健康服务	-0.14	0.00	0.00	0.14	-0.08	0.22	0.50	-0.47	0.47	0.73	-0.17	0.48	0.25
娱乐	-0.04	0.21	0.30	0.21	0.30	0.43	0.22	0.35	0.70	0.04	0.35	0.48	0.31
其他服务	0.06	0.32	0.47	0.24	-0.56	0.33	0.18	0.39	0.30	0.36	0.33	0.48	0.27

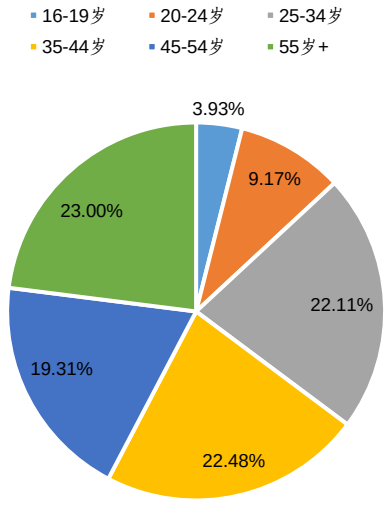
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院
*颜色以当月非农平均时薪为基准（白色）

图11 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平（%）



资料来源：FRED，联储证券研究院

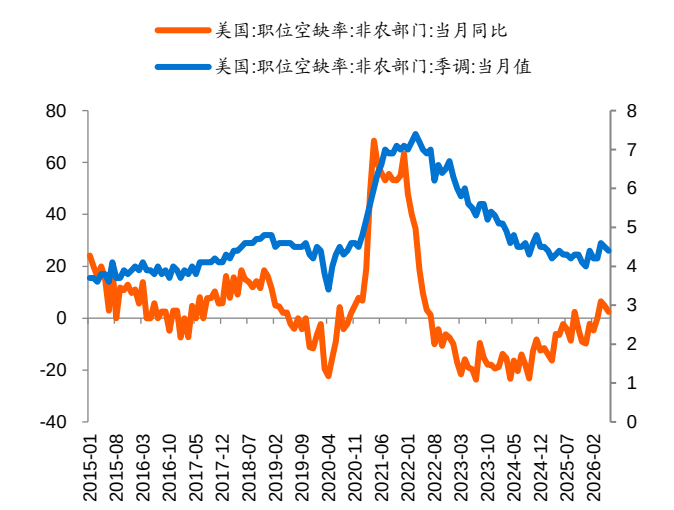
图12 美国各年龄段劳动力人数分布（千人，%）



资料来源：BLS，联储证券研究院

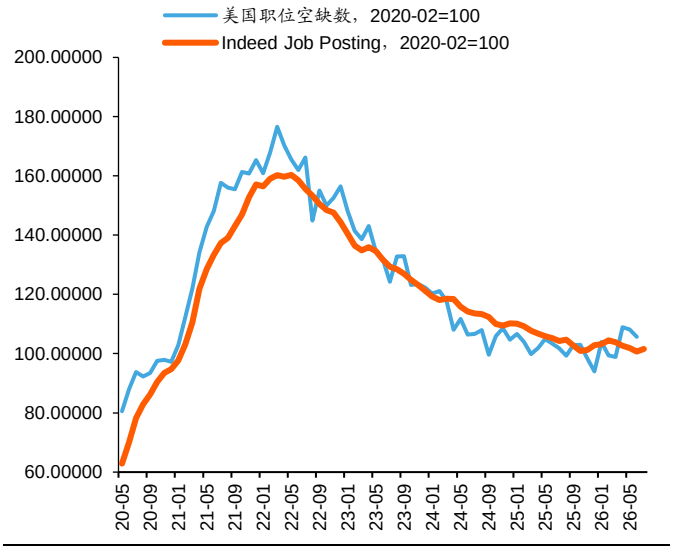
下载日志已记录，仅供内部参考

图13 美国企业职位空缺率及同比增速（%）



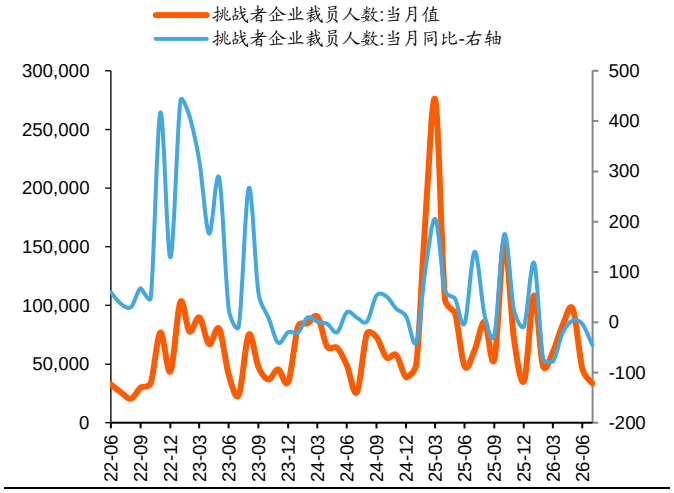
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图14 Indeed 领先指标与职位空缺数



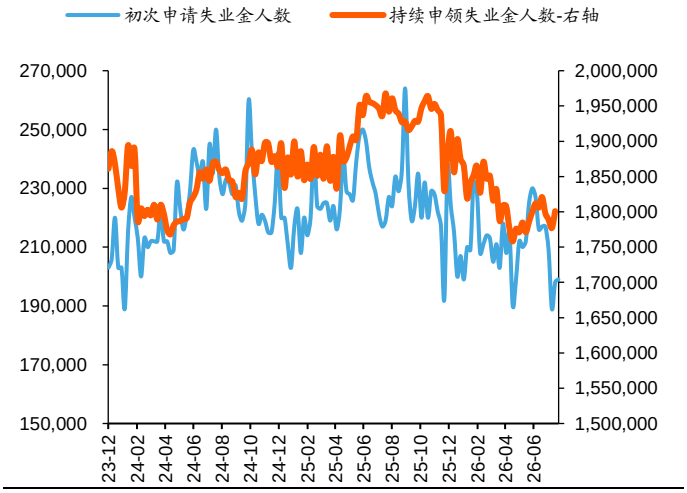
资料来源：FRED，联储证券研究院

图15 美国挑战者企业裁员人数（人，%）



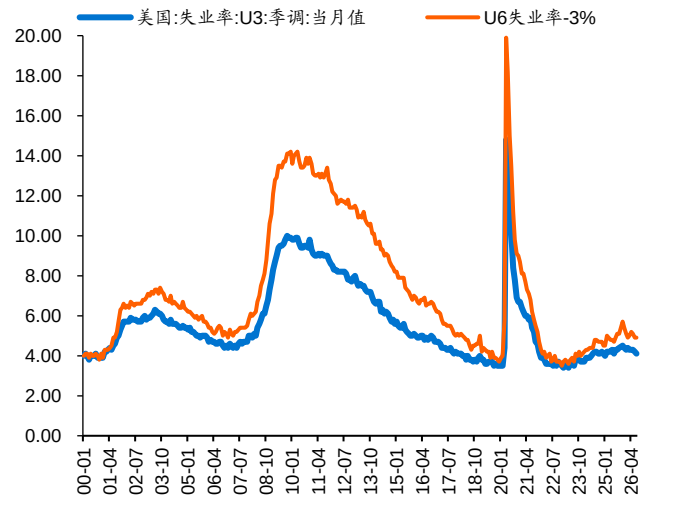
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图16 美国初次与持续申领失业金人数（万人）



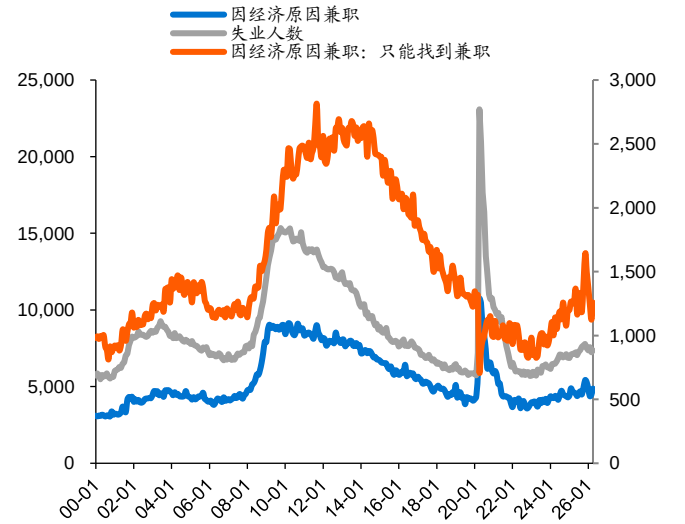
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图17 美国广义失业率及基准失业率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

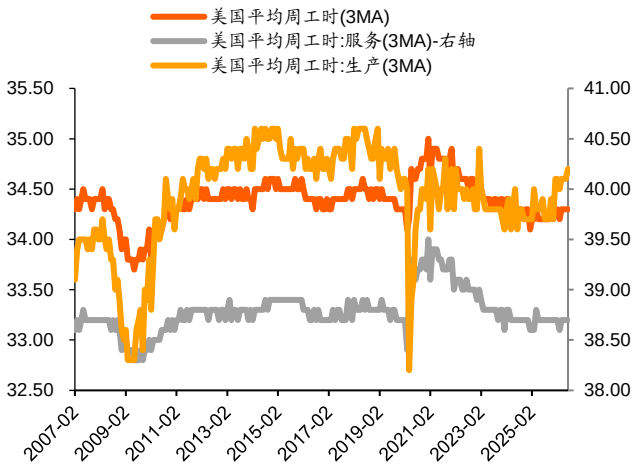
图18 美国因经济原因兼职人数（人）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

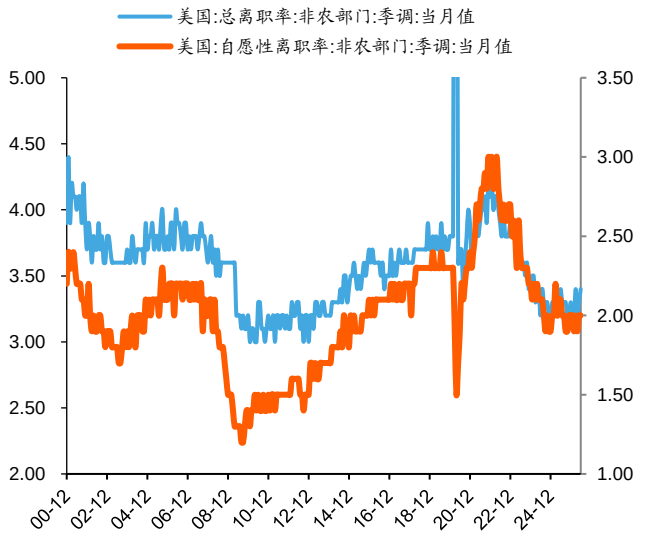
下载日志已记录，仅供内部参考

图19 美国服务业平均周工时（小时）



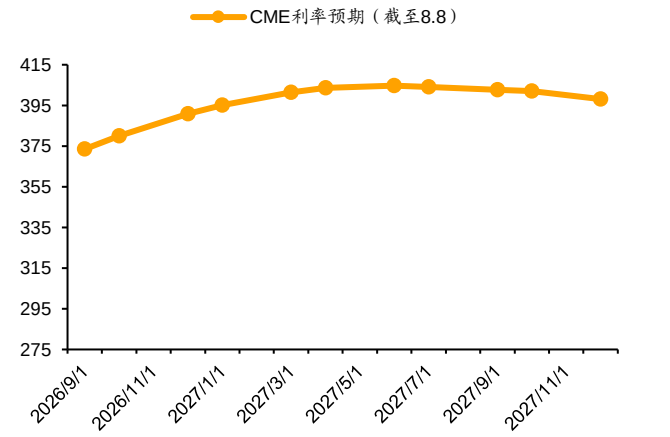
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图20 美国就业市场离职率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图21 CME 利率（bps）



资料来源：CME，联储证券研究院

图22 非农公布后市场降息预期变化（8.8）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/9/16	0.0%	0.0%	55.9%	44.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	42.3%	47.0%	10.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	23.3%	44.9%	27.0%	4.8%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	19.3%	41.2%	30.1%	8.6%	0.8%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	14.4%	35.6%	32.9%	14.1%	2.8%	0.2%
2027/4/28	0.0%	0.0%	13.2%	33.8%	33.1%	15.7%	3.8%	0.4%
2027/6/9	0.0%	0.0%	12.3%	32.5%	33.2%	16.8%	4.5%	0.6%
2027/7/28	0.0%	0.3%	12.8%	32.5%	32.8%	16.5%	4.4%	0.6%
2027/9/15	0.0%	1.1%	14.0%	32.5%	31.8%	15.7%	4.2%	0.6%
2027/10/27	0.1%	1.8%	15.1%	32.5%	30.9%	15.1%	4.0%	0.6%
2027/12/8	0.3%	3.4%	17.2%	32.3%	28.9%	13.7%	3.6%	0.5%

资料来源：CME，联储证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

联储证券股份有限公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F

邮编：266100

北京

地址：北京市朝阳区安定路五号院 13 号楼 B 座 14 层

邮编：100029

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层

邮编：200135

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F

邮编：518000