美联储 9 月会加息吗？20260906

非农反弹伴随供需缓和，9 月加息决策静待 CPI 验证

摘要

- 非农就业 3 个月均值反弹至 7.1 万，私营部门连续 6 个月回升，就业扩散指数升至 55.6%，显示增长动能从医疗教育向多行业扩散。
- 劳动力供给修复快于需求，劳动参与率提升缓解缺口，失业率微升至 4.14%，时薪同比回落至 3%，薪资通胀压力受控。
- AI 对就业结构影响显现：数据中心相关建筑与制造业就业提升，而信息技术与金融活动行业受替代效应影响持续下降。
- 8 月非农强劲初值存在下修可能，因其与财政脉冲消退、美债利率走高及油价上涨挤压购买力的宏观逻辑背离。
- 9 月加息决策锚定 8 月 CPI：核心环比≥0.3%将触发加息；若为 0.2%（预期值）或更低，则大概率维持利率不变。
- 12 月加息风险源于中期选举后政治压力减弱及地缘风险，但美联储独立性形象较弱且需面对财政付息压力，决策环境复杂。

Q&A

如何解读最新的非农就业数据及其对市场预期的影响？

最新的非农就业数据表现强劲，显著超出市场预期。新增非农就业人数为 26.2 万，远高于 5.5 万的预期值，高出幅度达到 4 个标准差。同时，前两个月的数据累计上修了 5.5 万。这一系列数据推动 3 个月均值的非农就业人数从 2 万的前值（修正后为 3.8 万）反弹至 7.1 万，而 6 个月均值则达到了两年来的新高。从趋势上看，无论是短期、中期还是一年的维度，就业市场均呈现反弹态势。特别是私营部门的就业增速，自 2026 年 2 月触底后已连续六个月回升。尽管数据强劲，市场并未完全计价美联储将在 9 月加息。目前的加息预期水平与 8 月 28 日杰克逊霍尔会议后的水平相差不大。市场对全年的加息预期偏向激进，预计为 1.3 次；到 2027 年 3 月累计加息两次；到 2027 年 9 月累计加息约 2.4 次。总体来看，此次非农数据并未改变市场对美联储充分就业的基本判断，因此加息预期虽有抬升，但并未形成 9 月加息的确定性结论，市场仍在等待关键的 CPI 数据。

最新非农数据的内部结构呈现出哪些特征？就业市场是否出现了新的结构性变化？

本次非农数据呈现出供需两旺的局面，就业增长具有很强的扩散性。结构上，一些行业的表现与上月完全相反，例如餐饮和地方政府部门就业出现大幅反弹。休闲和酒店业的就业数据波动较大，在 5 月至 8 月期间分别为 4.2 万、-5.4 万、-2.1 万和 6.2 万，显示出世界杯期间就业减少、首尾两月增长的特殊模式。 从就业扩散指数来看，该指数从 52.8 上升至 55.6，意味着有 55.6%的企业正在扩张招聘，表明就业增长不再仅仅依赖于教育和医疗保健等少数行业。今年以来，剩余其他行业的就业增长也表现不俗，其同比增速已从 2026 年 2 月-0.45%的底部回升至 8 月的 0.16%。 此外，AI 对就业结构的影响也日益显现。一方面，与数据中心相关的建筑业和制造业就业在提升；另一方面，信息技术和金融活动等行业因受到 AI 的替代效应影响，就业人数持续下降。

从劳动力供给和薪资增长的角度分析，当前劳动力市场的供需状况和通胀压力如何？

劳动力供给端在此次数据中表现出明显改善。各口径的劳动参与率均有所提升，这在一定程度上缓解了因驱逐非法移民和人口老龄化导致提前退休所造成的中枢性下行压力。供给的边际改善甚至超过了需求端，导致劳动力市场的供需缺口边际回落，失业率也从 4.09%小幅上升至 4.14%，市场紧张程度有所松弛。 在薪资方面，时薪增速持续下行，同比增速已基本回落至 3%的水平。这表明，尽管劳动力市场处于充分就业状态，但薪资增长并未带来额外的通胀上行压力，这与美联储官员的判断相符。总体而言，本次劳动力市场呈现出供给修复快于需求的特征，使得供需关系边际缓和，工资通胀压力得到控制。

考虑到财政脉冲消退、美债利率走高及油价上涨等宏观背景，如何看待此次非农数据出人意料的强劲表现？

从自上而下的宏观逻辑推演，此次非农数据的强劲表现确实令人意外。在财政脉冲效应消退、近期美债利率走高、油价上涨挤压居民购买力以及世界杯脉冲效应退去等多重因素叠加下，理论上 8 月份的就业数据应延续 7 月的疲软态势，即便有所反弹也不应如此强劲。 这种数据表现存在一种可能性，即与数据修正问题有关。例如，2026 年 5 月的非农数据初值为 17.2 万，但最终被大幅下修至 6.2 万，这表明初值的准确性存在疑问。因此，不排除本次强劲的初值数据在未来也会面临显著下修的可能。

市场对即将公布的 8 月 CPI 数据有何预期？不同情景下对美联储 9 月议息会议的决策可能产生何种影响？

目前市场对 8 月 CPI 数据的预期高度一致。分析师普遍预测总体 CPI 环比为 0.4%，核心 CPI 环比为 0.2%；同比分别为 3.4%和 2.4%。各类模型、博彩网站以及通胀

掉期市场的预测也基本指向相同的结果，即核心 CPI 环比 0.2%。值得注意的是，0.2%的核心环比预测值在历史上属于较低水平，自 2024 年 10 月以来仅出现过三次，通常的预测值和实际值多为 0.3%。 基于此，可预见三种情景及其对美联储决策的影响：

1. 核心 CPI 环比大于或等于 0.3%：这将显著超出市场预期，美联储在 9 月加息的可能性极大。
2. 核心 CPI 环比为 0.2%：符合市场预期。在这种情况下，通胀改善的趋势仍在延续，预计美联储将维持不加息的决定，投票结果可能为 9:3，此前支持加息的委员将继续持鹰派立场。
3. 核心 CPI 环比小于或等于 0.1%：这将是明显的通胀下行信号，美联储可能以一致决议的方式决定不加息，并且点阵图的指引也可能更为鸽派，预计多数票委将认为年内利率无需再做调整。

除了 CPI 数据，还有哪些中期因素可能阻碍美联储在 9 月加息？

除了关键的 CPI 数据外，美联储在 9 月加息还面临多重现实和经济层面的阻力。首先是政治阻力。前总统特朗普已明确表达了对降息的强烈诉求，并声称对现任美联储主席仍有影响力。其次，美联储主席设立的五个工作小组的研究成果尚未反馈，在结果明确前，货币政策倾向于保持稳定。此外，进一步加息将加剧财政的付息压力。 经济层面也存在阻力。尽管本期非农数据强劲，但经济增长仍呈现 K 型分化特征，其内生性动能的可持续性存疑。同时，核心通胀的内生趋势仍在改善，例如核心 CPI 环比已连续低于预期，旧金山联储经统计学修正的通胀扩散指数也显示通胀扩散压力不大。

市场为何会担忧美联储在 12 月加息的风险，届时可能面临怎样的决策环境？

市场对 12 月加息的担忧主要基于政治和政策周期的判断。首先，到 12 月份，中期选举已经结束，来自特朗普方面要求不加息以助力选情的政治压力将会减弱。同时，也存在中期选举后对伊朗采取新一轮打击行动的风险，这可能影响通胀预期。 其次，届时美联储主席设立的工作小组可能已经反馈了研究结果，政策前景将更为明朗，为相机抉择提供了条件。 最后，存在一种观点认为，美联储需要通过加息来彰显其独立性，并抑制期限溢价和长端利率。然而，这种策略的实施难度较大。现任美联储主席可能难以像前任主席鲍威尔那样，通过前置加息来管理市场预期，而不引发对未来连续加息的担忧。此外，其被视为受特朗普影响较大，独立性形象较弱。加息也未必能有效压低长端利率，市场可能反而会交易财政不可持续性的逻辑。因此，12 月加息的决策将面临更为复杂的局面。

人在草木间