下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

宏观周报 20260906

“完美”的就业，静待 CPI——海外周报 20260906

2026 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 韦祎
执业证书：S0600525040002
weiy@dwzq.com.cn
证券分析师 王茁
执业证书：S0600526010001
wangzhuo@dwzq.com.cn

■ **核心观点：**本周**全球市场交易主线仍由油价冲击和紧货币交易的升温主导**，周中美联储理事沃勒的鸽派表态一度令加息预期降温，但周五公布的 8 月非农数据大超预期，紧货币交易升温。综合来看，**这是一份供需双旺、需求略弱于供给、且细节几乎“完美”的就业数据**，尽管季调因子可能存在一定的扰动。数据公布后，**市场仍预期 8 月 CPI 为 9 月加息的决定变量，加息预期冲高回落**。下周五将公布 8 月美国 CPI。**当前市场预期高度一致，均指向核心通胀环比保持 0.2%的温和路径，这意味着难以预测的通胀风险将成为 9 月加息与否的关键。我们预期：**①若 8 月核心 CPI 环比≥0.3%，则 9 月几乎确定加息；②核心 CPI 环比=0.2%，则 9 月不加息但票型保持分歧；③核心 CPI 环比≤0.1%，则 9 月不加息且点阵图指引年内不再加息。

■ **大类资产：**本周，**全球市场交易主线仍由油价冲击和紧货币交易的升温主导**。周初，美伊冲突下 WTI 原油突破 90 美元/桶，全球股债同步下跌。后半周，陆续公布的职位空缺、ADP 就业等数据偏弱，美联储理事沃勒的鸽派表态一度令加息预期降温，风险偏好修复。周五，8 月美国非农就业数据大超预期，“完美”的就业数据令紧货币交易升温。全周来看，原油领涨全球大类资产，加息预期下日元走强，非美全球股市普遍收跌，全球长债收益率在油价冲击、加息预期与财政担忧下普遍上行。

■ **8 月美国非农就业点评。8 月美国非农就业大超预期：**新增非农 16.2 万，较预期的 5.5 万高 4x 标准差，前两月上修，3 个月均趋势反弹至 7.1 万；失业率持平 4.1%，劳动参与率从 61.4%升至 61.6%。数据发布后，市场对 9 月加息预期一度升至 70%，随后，由于市场仍定价 8 月 CPI 为 9 月加息的决定变量，加息预期有所回落，大类资产回吐大部分的变化。**从行业结构看，8 月非农就业增长的广度改善**，修正后的政府、休闲餐旅和教育医保以外的剩余行业就业近几个月有所改善。相应地，1 个月期就业扩散指数从 52.8%提升至 55.6%。**从供需结构来看**，劳动参与率从 61.43%提升至 61.64%，且各年龄段劳动力均出现边际改善；**供需平衡下，劳务总供需缺口边际回落，工资通胀延续温和改善**。综合来看，**这是一份供需双旺、需求略弱于供给、且细节几乎“完美”的就业数据**。不过，同期其他就业指标偏弱。一个可能的原因在于季调因子：8 月季调因子显著高于 2000 年以来均值。今年 6-7 月的世界杯、开学季等因素的叠加，可能对季调因子造成扰动，令 8 月就业存在一定的虚高。

■ **8 月美国 CPI 前瞻：**下周公布的 8 月 CPI 将成为影响 9 月美联储加息决策的关键。北京时间 9 月 11 日 20:30，BLS 将公布 8 月美国 CPI。**当前市场预期均指向总体 CPI 环比因油价上涨而反弹至 0.4%，核心通胀环比增长保持 0.2%的温和路径**，不过交易员仍预期核心 CPI 环比有一定概率升至 0.3%。当前高度一致的市场预期意味着，难以预测的通胀风险（包括油价的传导性、高波动和冷门项目的扰动等）将成为 9 月 FOMC 加息与否的关键。**我们预期：①若 8 月核心 CPI 环比≥0.3%，则通胀上行风险加剧，9 月 FOMC 几乎确定加息；②核心 CPI 环比=0.2%，则核心通胀趋势仍处于改善过程，基准情形下我们预期 9 月 FOMC 不加息**，但 7 月投票加息的三名地方联储主席料在 9 月维持加息决策，最终形成 9-3 的票型，同时点阵图指引年内加息的票数减少；**③核心 CPI 环比≤0.1%，则 9 月 FOMC 可能一致决议不加息，且点阵图指引年内不再加息**。

■ **风险提示：**美伊局势超预期；特朗普政策超预期；美联储政策超预期

相关研究

《纳斯达克 100ETF，8 月复盘与 9 月展望》

2026-09-03

《上期有色金属指数，2026 年 8 月复盘与 9 月展望》

2026-09-03

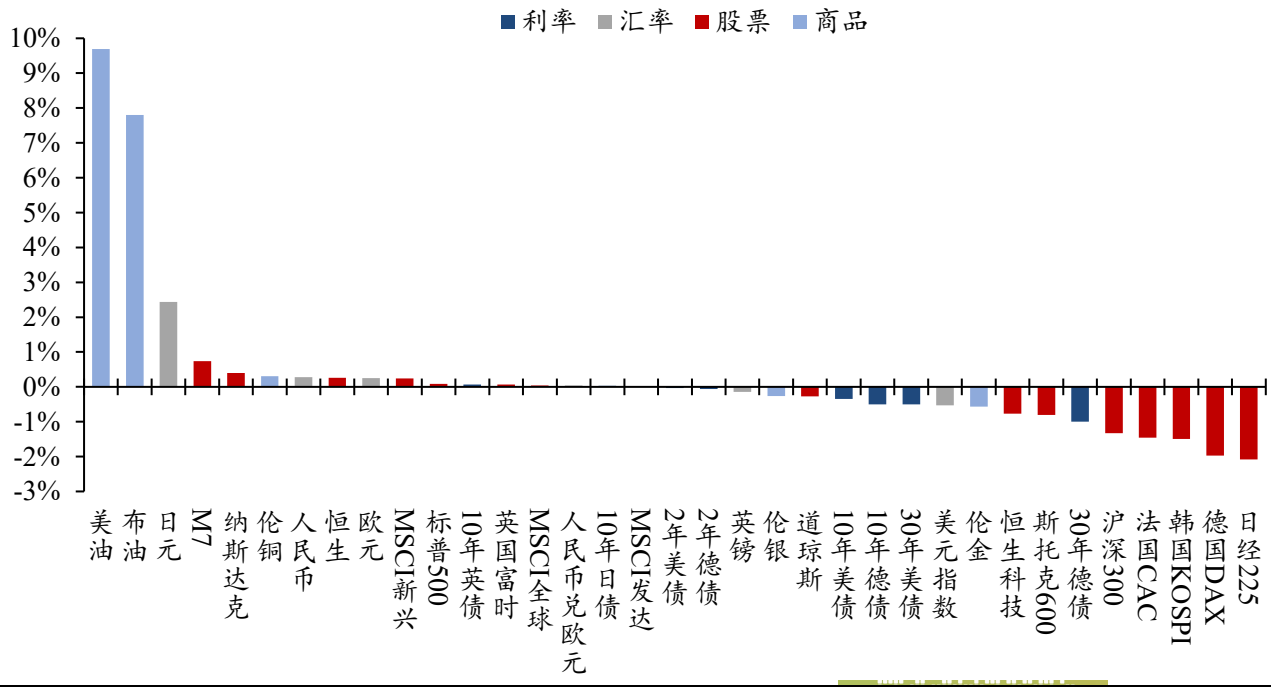
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 大类资产

本周（8 月 31 日至 9 月 6 日），**全球市场交易主线仍由油价冲击和紧货币交易的升温主导**。周初，美伊发动新一轮互相袭击，霍尔木兹海峡风险再起，WTI 原油突破 90 美元/桶。在全球主要央行议息会议前夕，市场担忧高油价抬升通胀并迫使央行收紧政策利率，全球股债同步下跌，长端国债收益率进一步走高，利率敏感型股票板块走弱。后半周，陆续公布的职位空缺、ADP 就业等数据偏弱，纽约联储主席威廉姆斯和美联储理事沃勒的鸽派表态一度令加息预期显著降温，尤其是威信最高的理事之一沃勒在演讲中表达对近期通胀改善的乐观态度，9 月加息概率一度由本周最高的 72%降至周四的 50%左右，风险偏好的修复带动美股科技、软件和小盘股反弹，美债收益率下行，黄金反弹。周五，8 月美国非农就业数据大超预期，且前值上修，失业率则持平 4.1%。“完美”的就业数据令加息预期骤然升温，9 月加息预期再度回升至 60%以上，紧货币交易带动短端美债收益率上行，黄金和比特币下跌，美股走低。全周来看，WTI 原油大涨近 10%，领涨全球大类资产；日元在日央行释放加息预期、美国财长贝森特在 G20 的公开“喊话”加息后持续走强，本周大涨 2.43%。股市方面，本周非美全球股市普遍收跌，日韩、德法股市领跌；资金轮动下，M7 逆势反弹，费城半导体指数上涨 2.3%。债市方面，本周 10 年期美债收益率仍在高位宽幅震荡，全球长债收益率在油价冲击、加息预期与财政担忧下普遍上行。

图1：本周（8 月 31 日至 9 月 6 日）大类资产回报率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 海外经济

2.1. 本周回顾

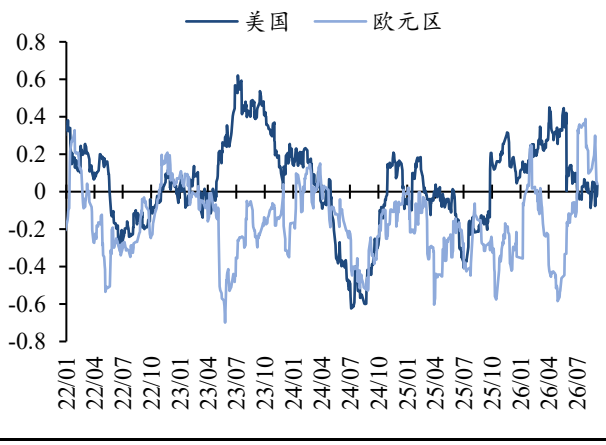
本周公布的美国景气数据保持在较高水平，就业数据则喜忧参半、整体稳健。景气指数方面，8 月美国 ISM 制造业 PMI 小幅回落至 54.6，预期 55.2，前值 55.6，仍在 2022 年以来的高位附近；服务业 PMI 则反弹至 55.4，前值 54.1，其中大多数分项均录得增长。就业数据方面，本周公布的 7 月职位空缺、8 月 ADP 私营就业等均弱预期，周五公布的 8 月新增非农就业则大超预期，就业趋势显著上修。综合来看，本周彭博美国经济指数上修，再度重回正区间；受走弱的失业率、零售销售影响，彭博欧元区经济意外指数大幅下修。

图2：彭博美国和欧元区经济意外指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3：彭博美国经济意外指数增长和通胀分项



数据来源：彭博、东吴证券研究所

2.2. 8 月美国非农就业数据点评

8 月美国非农就业大超预期，就业市场延续稳健。8 月新增非农人数 16.2 万，较预期的 5.5 万高 4x 标准差，前值从-2.3 万上修至 2.1 万，前两月累计上修 5.5 万，对应 3 个月均趋势反弹至 7.1 万，6 个月均趋势反弹至 10.7 万，为 2 年以来新高。失业率持平 4.1%，劳动参与率从 61.4%升至 61.6%，时薪环比持平预期的 0.3%，同比 3.1%，前值 3.2%。数据发布后，超预期强劲的就业数据令市场对 9 月加息预期一度升至 70%，美债利率&美元指数上涨，美股期货&黄金&铜下跌；不过，随后加息预期有所回调，大类资产回吐大部分的变化。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

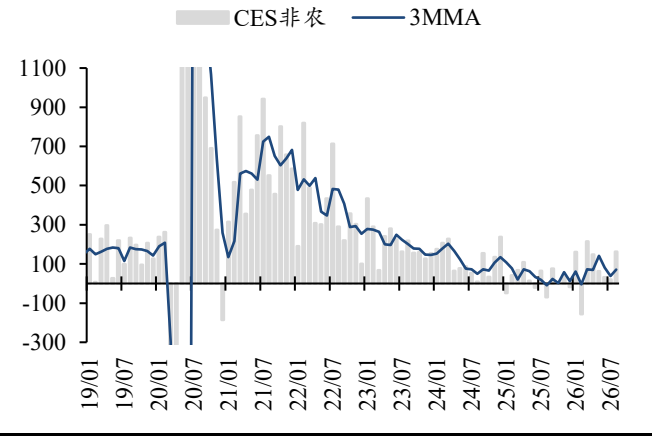
下载日志已记录，仅供内部参考

图4：美国非农分行业新增就业人数

占比	净月变动 千人	2026/08	2026/07	2026/06	2026/05	2026/04	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10
100.0%	非农就业	162	21	31	63	148	214	-156	160	-17	41	-140
85.3%	私营	127	71	26	61	150	202	-148	180	-7	72	13
13.6%	商品	41	29	14	3	6	33	-21	45	-21	25	-20
0.4%	采矿伐木	3	-3	-2	3	4	3	-1	-2	-1	-1	1
5.3%	建筑	22	18	3	2	3	15	-21	45	-7	36	-12
0.6%	住宅	7	0	-3	-6	-2	0	0	2	-3	3	-1
0.6%	非住宅	-2	3	1	2	5	2	3	5	3	7	-1
7.9%	制造业	16	14	13	-2	-1	15	1	2	-13	-10	-9
5.0%	耐用品	15	24	13	14	1	13	8	6	-5	-3	-9
0.6%	机动车&部件	-5	11	0	3	-5	2	5	1	-4	0	-5
3.0%	非耐用品	1	-10	0	-16	-2	2	-7	-4	-8	-7	0
71.8%	服务	86	42	12	58	144	169	-127	135	14	47	33
18.1%	商贸运输	16	34	4	9	65	32	-36	38	-33	-65	-11
3.8%	批发贸易	8	5	5	3	1	-2	8	2	-6	-6	3
9.7%	零售贸易	1	13	10	5	24	10	0	13	-24	-1	-15
4.2%	运输仓储	5	14	-10	1	39	25	-46	23	-5	-59	1
1.7%	信息技术	-23	5	-19	-5	-6	1	-23	-27	-6	-5	-6
5.7%	金融活动	-11	-11	2	-20	-6	-17	2	-39	1	1	-5
14.2%	专业商业服务	10	15	36	6	20	28	4	36	-19	56	-24
1.6%	临时救助服务	7	5	17	0	11	8	2	19	-14	14	-20
17.6%	教育医保	29	12	50	24	67	95	-49	119	38	56	44
15.0%	医疗&社保	28	13	39	35	57	93	-30	107	42	60	48
10.7%	休闲餐旅	62	-21	-54	42	-7	44	-31	5	25	-12	41
7.8%	餐饮	59	-10	-7	25	5	28	-39	23	-5	22	43
3.8%	其他服务	3	8	-7	2	11	-14	6	3	8	16	-6
14.7%	政府	35	-50	5	2	-2	12	-8	-20	-10	-31	-153
1.7%	联邦	-5	-6	0	4	-1	-7	4	-37	-11	-15	-166
3.4%	州政府	-10	18	-5	-2	0	-4	-6	3	-5	-12	-4
9.5%	地方政府	50	-62	10	0	-1	23	-6	14	6	-4	17

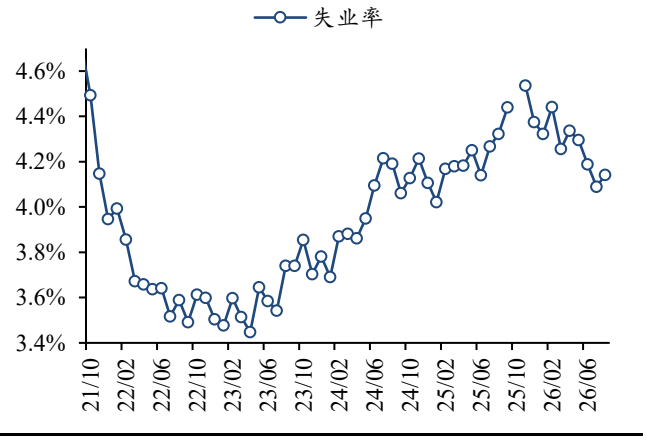
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图5：美国非农新增就业人数



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人

图6：美国失业率



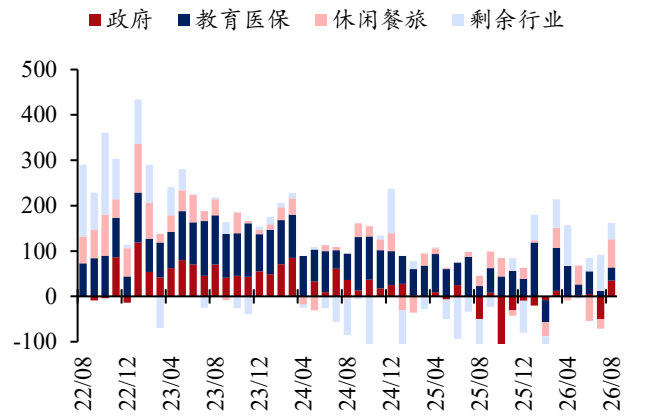
数据来源：彭博、东吴证券研究所

从就业结构来看，8 月非农就业增长的广度改善。行业层面，餐饮（+5.9 万）、地方政府（+5 万）、医疗保健（+2.8 万）、建筑（+2.2 万）行业就业环比均有增长，并非由单一或少数几个行业驱动，相应地，修正后的除政府、休闲餐旅和教育医保以外的“剩余行业”就业在近几个月均有所改善。相应地，就业扩散度有所改善：1 年期就业扩散指数维持 51%，但 1 个月期就业扩散指数从 52.8%提升至 55.6%。此外，受 AI 影响，IT 与金融就业持续减少。不过，值得注意的是，休闲餐旅就业近期波动异常，5-8 月分别录得 4.2、-5.4、-2.1、+6.2 万，6-7 月世界杯期间反而连续减少，这可能与季调因子的异常相关。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

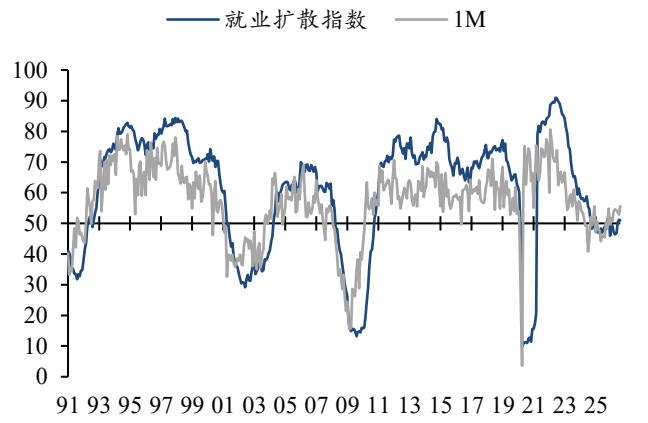
下载日志已记录，仅供内部参考

图7：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；单位千人

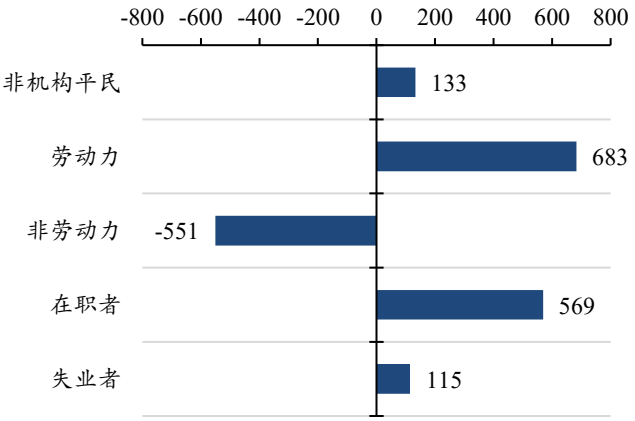
图8：美国就业扩散指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴数字为年份后两位

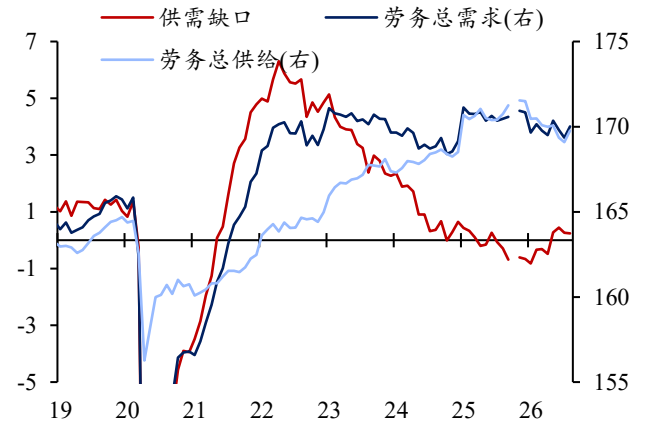
从就业供需结构来看，居民问卷方面，8 月新增劳动力 68.3 万，其中 13.3 万来自人口自然增长，55.1 万来自非劳动力的减少，对应劳动参与率从 61.43%提升至 61.64%，且各年龄段劳动力均出现边际改善。与此同时，在新增的 68.3 万劳动力中，56.9 万为新增就业者，11.5 万为新增失业者，对应就业率从前值 58.91%升至 59.09%，失业率从前值 4.09%边际走高至 4.14%。供需平衡下，劳务总供需缺口从 26.5 万回落至 24 万，时薪环比持平预期的 0.3%，同比 3.1%，前值 3.2%，工资通胀延续温和改善。

图9：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；单位千人，因季调原因分项加总存在残差

图10：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；单位百万人

最后，从调查问卷反馈率来看，8 月非农 CES 问卷初次反馈率为 64.7%，虽较上月的 69.7%有所回落，但略高于今年以来初次反馈率的均值，表明问卷质量尚可。综合来看，这是一份供需双旺、需求略弱于供给、且细节几乎“完美”的就业数据。不过，同期 ADP、Revelio、地区联储 PMI 的就业分项大多指向 8 月非农就业偏弱。一个可能的原因在于季调因子：8 月季调因子为+0.8 万，而 2000 年以来均值为-11.1 万。由于非农数据的季调因子为每月动态计算，今年 6-7 月的世界杯、开学季等因素的叠加，可能对

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

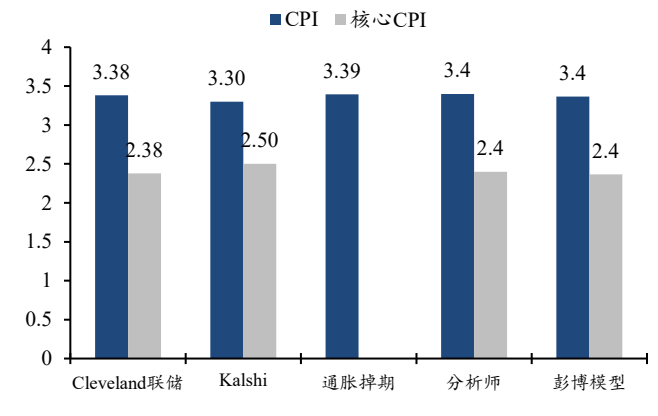
季调因子造成一定的扰动，令 8 月就业的大增可能存在一定的“虚高”。

非农数据公布后，市场一度定价 70%的加息预期，但随后失业率边际走高、时薪同比继续回落等信号让加息预期再度降温，加之美联储理事沃勒此前的讲话让市场预期 9 月加息与否的决定变量仍是下周的 8 月 CPI，因此加息预期的上行幅度相对有限，大类资产回吐大部分的变化。

2.3. 8 月美国 CPI 前瞻

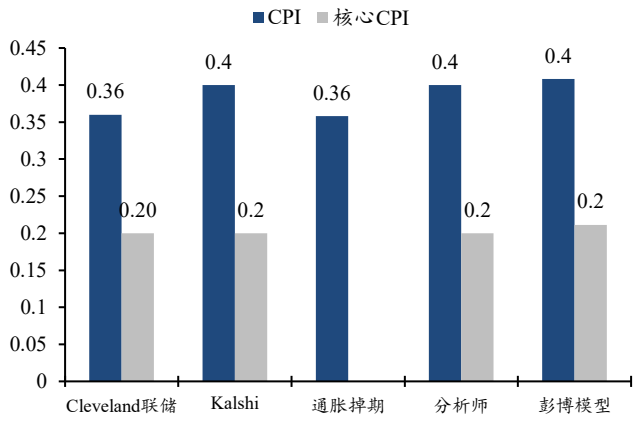
在 8 月超预期的非农就业数据公布后，下周公布的 8 月 CPI 将成为影响 9 月美联储加息决策的关键。北京时间 9 月 11 日（周五）20:30，BLS 将公布 8 月美国 CPI。当前市场预期均指向总体 CPI 环比因油价上涨而反弹至 0.4%，核心通胀环比增长保持 0.2%的温和路径。**①模型**：美联储 Inflation Nowcasting 模型预测 CPI 环比+0.36%、核心环比+0.2%；CPI 同比+3.38%、核心同比+2.38%。**②交易员**：交易平台 Kalshi 定价 CPI 环比+0.4%、核心环比+0.2%；CPI 同比+3.4%、核心同比+2.4%；通胀掉期交易员则定价 CPI 环比+0.36%、同比+3.39%。**③分析师**：截至最新，50 名彭博分析师一致预期 CPI 环比+0.4%，核心环比+0.2%；40 名分析师一致预期 CPI 同比+3.4%，核心同比+2.4%。综合来看，分析师、模型、交易员对 8 月 CPI 预期高度一致，预期核心 CPI 环比保持 0.2%的温和路径下，核心同比小幅下行至 2.4%，前值 2.5%。与此同时，Kalshi 交易平台定价显示核心 CPI 环比+0.3%的概率仍然存在。

图11：各方对美国 8 月 CPI 同比预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图12：各方对美国 8 月 CPI 环比预测



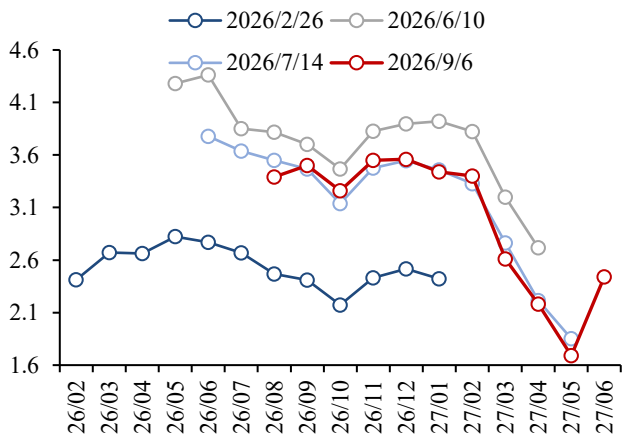
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

从趋势看，剔除 4 月居住通胀贡献的 0.2%异常后，3-6 月美国核心 CPI 环比全都低于预期，7 月持平预期。当前高度一致的市场预期意味着，难以预测的通胀风险（包括油价的传导性、高波动和冷门项目的扰动等）将成为 9 月 FOMC 加息与否的关键。向前看，通胀掉期交易员预测直至 2027 年 2 月，美国 CPI 同比均在 3.3%中枢波动，直至 2027 年 3 月在高基数效应下显著下行。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

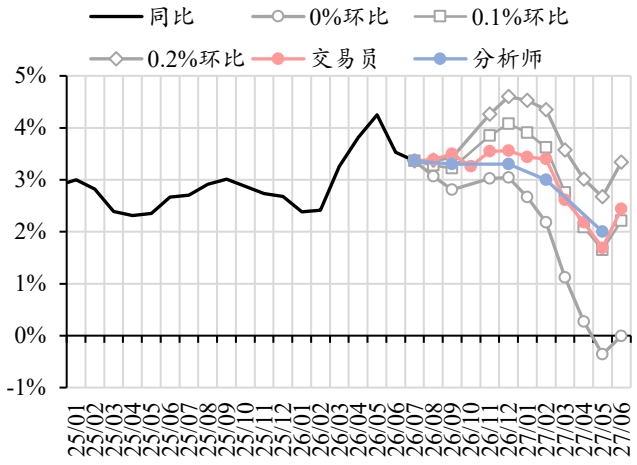
下载日志已记录，仅供内部参考

图13：不同时期交易员对未来1年美国CPI的定价



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图14：各方对2026-2027年各月美国CPI同比预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所

结合8月28日美联储主席沃什在Jackson Hole会议的对通胀下行速率的关注、以及本周美联储理事沃勒的表态，我们预计核心CPI环比将是市场关注的核心变量。前瞻来看，不同核心CPI读数与9月FOMC会议形势对应如下：①若8月核心CPI环比≥0.3%，则通胀上行风险加剧，9月FOMC几乎确定加息；②核心CPI环比=0.2%，则核心通胀趋势仍处于改善过程，基准情形下我们预期9月FOMC不加息，但7月投票加息的三名地方联储主席料在9月维持加息决策，最终形成9-3的票型，同时点阵图指引年内加息的票数减少；③核心CPI环比≤0.1%，则9月FOMC可能一致决议不加息，且点阵图指引年内不再加息。

不过，我们认为美联储9月加息仍然面临一定的政治阻力和经济阻力，考虑到美国中期选举前后的政治环境和地缘风险、美联储五大工作小组的报告将在年底发布，若美国通胀下行趋势较慢，则9月按兵不动、12月加息的可能性更高。

最后，我们仍然认为即使9月加息，也难以压制长端美债利率：首先，在缺乏有效市场沟通和前瞻性指引的前提下，市场难以明确判断9月的一次加息是“前置加息”还是“连续加息”，如果是后者，则美债利率曲线仍会全面上移；其次，本周全球长债普遍上行现象即表明，在美国公共债务存量高企、贝森特更倾向于多发短债融资的环境下，加息将进一步加剧美国的财政付息压力，则市场可能转向短债付息压力增大→财政不可持续→长期债务问题恶化的交易，由此带来的长债期限溢价仍是易上难下。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 风险提示

美伊局势超预期恶化，全球央行收紧货币政策；

特朗普政策超预期，令美国增长前景不确定性走高；

美联储政策超预期，加息更快落地。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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