世界经济与海外市场 | 点评报告

美国就业：劳动参与率为何下行？
——家喻呼“筱”系列 9

报告要点

年初以来，美国失业率持续下行，但初期市场对就业前景并未明显转向乐观，原因在于劳动参与率也在同步走低。测算来看年初至今的劳动参与率下降中，技术调整带来的一次性拖累约 0.4pp，老龄化、移民驱逐和就业信心走弱分别拖累约 0.17/0.15/0.12pp。由此来看，剔除技术因素，劳动力供给收缩主要源于老龄化和移民减少等趋势因素，而非就业信心不足这类周期因素。向前看，随着老龄化延续、移民驱逐力度维持高位，美国劳动力供给或继续偏紧；即使就业信心改善推动部分人口重返就业市场，新增供给也相对有限，就业市场供需关系仍有支撑。

分析师及联系人



宋筱筱

SAC：S0490520080011

SFC：BVZ974



敬成宇

SAC：S0490526080003

美国就业：劳动参与率为何下行？
——家喻呼“筱”系列 9

年初以来，美国失业率持续下行，但初期市场对就业前景并未明显转向乐观，原因在于失业率下降的同时，就业率和劳动参与率也在走低。今年 8 月，劳动参与率和就业率较去年 12 月分别下降 0.8 和 0.6 个百分点，失业率则下降 0.23 个百分点。简单测算，若假设年初至今劳动力人数维持与总人口同步的增速，而就业人数仍维持 8 月的实际水平（以反映当前劳动力真实需求情况），则失业率应为 4.7%左右，较去年 12 月反而上升约 0.30 个百分点。因此，年初以来失业率回落似乎更多源于劳动力供给收缩，而非需求增长。

不过，劳动力供给收缩带来的失业率下行并非毫无意义，关键在于分辨供给收缩背后的原因。如果劳动者主要因就业机会减少、求职信心走弱而暂时退出劳动力市场，那么供给收缩本质上是需求走弱的结果，失业率下降不仅不代表就业改善，反而可能掩盖潜在的就业压力。相反，如果供给收缩主要源于人口老龄化、移民减少等长期结构性因素，那么劳动力供给的放缓反而是就业市场韧性的持续来源。

技术因素：数据调整一次性压低参与率 0.4pp

年初以来劳动参与率的下行首先与基数调整因素有关。直接以劳动力人数和劳动参与率估算总人口，近期总人口趋势并无异常变化。而劳动力人数自 2026 年 1 月开始明显下行。其中较为异常的是今年 1 月的大幅下行，源于年初的技术性调整。BLS 每年年初都会根据人口普查局最新人口估计，重新调整家庭调查的样本权重。2026 年更新纳入了基于 2020 年人口普查的最新人口结构信息及更低的净移民估计，劳动力人数在统计上减少 140 万人，因而将 1 月劳动参与率一次性压低 **0.4 个百分点**，也就是占今年 8 月相较去年 12 月劳动参与率累计下降幅度的一半。但这主要是统计口径调整，而非劳动力供给在当月真实大幅收缩。

趋势因素：老龄化、移民驱逐分别压低参与率 0.17、0.15pp

年初至今，人口老龄化导致年初以来劳动参与率下行约 0.17 个百分点。以今年 1-8 月平均数据为例，美国 55 岁及以上人口劳动参与率仅约 37%，远低于 45-54 岁人口的 83%，并且明显低于老龄化程度严重的日本。此外，美国人口老龄化趋势明显，近年 55 岁以上人口占比呈上行趋势，叠加劳动参与率下降，共同导致劳动力供给收缩。简单测算来看，假设 8 月人口结构相较于 1 月维持不变，则季调口径下，劳动参与率应比现在高约 **0.17 个百分点**。

年初至今，移民驱逐导致年初以来劳动参与率下行约 0.15 个百分点。以今年 1-8 月平均数据为例，本地出生人口劳动参与率约 60.9%，显著低于外国出生人口的 66.2%。2025 年 1 月 20 日，特朗普上任当日就启动移民驱逐计划，最新数据来看， 2026 年 7 月，美国移民与海关执法局（ICE）逮捕近 5 万名移民，环比增加 15%，创特朗普本任期内新高，总的来看移民驱逐力度仍较高。简单测算来看，假设移民并未被驱逐，外国出生的劳动人口增长延续特朗普第二任期上任之前 3 年的平均趋势，移民人口的劳动参与率也未因移民驱逐而下降，则非季调口径下，劳动参与率应比现在高约 **0.15 个百分点**。

周期因素：就业信心偏弱压低劳动参与率 0.12pp

年初至今，就业信心偏弱压低劳动参与率 0.12pp。由于劳动力仅包括正在就业或主动求职的人口，当就业信心走弱时，更多失业者可能停止求职并退出劳动力市场；反之，当就业信心改善时，部分非劳动力人口会重新进入就业市场寻找工作。考虑到就业信心难以直接量化，我们以“失业转为非劳动力”与“非劳动力转为失业”两类人口流动情况进行观察。数据显示，今年 1-8 月，非劳动力转为失业的人数累计比失业转为非劳动力多 150.5 万人，但这一净流入规模较过去三年同期均值少 32.5 万。简单测算，季调口径下，压低劳动参与率约 **0.12 个百分点**。

趋势性因素占主导，劳动力收缩或将延续

总结来看，年初以来劳动参与率下行，影响强度由高到低依次为技术调整、人口老龄化、移民驱逐和就业信心走弱。其中，技术调整属于一次性因素；剔除这一影响后，劳动力供给收缩更多源于人口老龄化与移民减少等趋势性因素，而非劳动者因就业机会不足而集中退出。

向前看，考虑到人口老龄化仍将延续、特朗普政府移民驱逐力度维持高位，美国劳动力供给或继续偏紧，就业市场的供需关系仍有支撑。就业信心走弱虽对劳动参与率形成一定拖累，但影响幅度相对有限；即使这部分人口重新进入劳动力市场，由此带来的新增供给也不足以显著拖累就业市场表现。

风险提示

测算结果可能与实际情况存在偏差。

请阅读最后评级说明和重要声明

相关研究

•《经济强劲下的“宽松回撤”——2026 年 9 月美联储议息会议点评》2026-09-17

•《眼前的鹰和远方的鸽——美国 8 月 CPI 数据点评》2026-09-12

•《就业改善，但焦点仍在通胀——8 月美国非农就业数据点评》2026-09-05

更多研报请访问
长江研究小程序

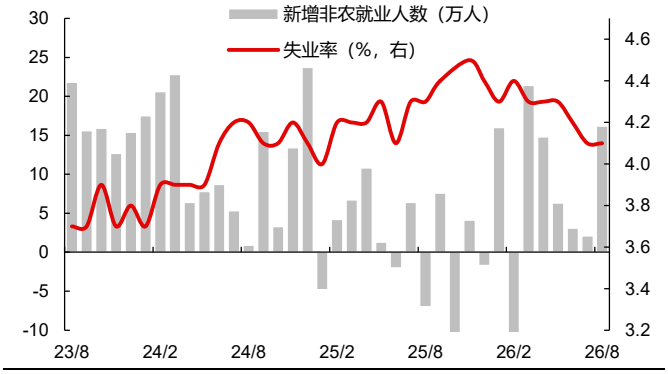
目录

技术因素：数据调整一次性压低参与率 0.4pp 5
趋势因素：老龄化、移民驱逐分别压低参与率 0.17、0.15pp 5
周期因素：就业信心偏弱压低劳动参与率 0.12pp 7
趋势性因素占主导，劳动力收缩或将延续 7
风险提示 8

图表目录

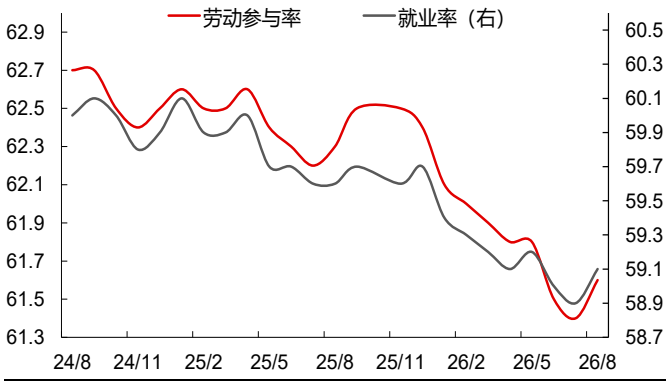
图 1：新增非农就业(万人)及失业率(%) 4
图 2：美国就业率和劳动参与率呈下行趋势（%） 4
图 3：一般而言，失业率的下行往往伴随劳动参与率和就业率的上行（%） 4
图 4：美国劳动力人数、平民非机构人口数（千人） 5
图 5：2024-2026 年美国劳动参与率年均值及边际变化（%） 5
图 6：2025 年美、日、德 55 岁及以上人口劳动参与率水平（%） 6
图 7：美国 55 岁及以上人口劳动参与率随年龄上升快速回落（%） 6
图 8：美国本地出生、外国出生劳动力人数（千人） 6
图 9：美国“非劳动力转为失业者人数”减“失业者转为非劳动力人数”（千人） 7
图 10：美国人口老龄化趋势预计延续 7

图 1：新增非农就业(万人)及失业率(%)



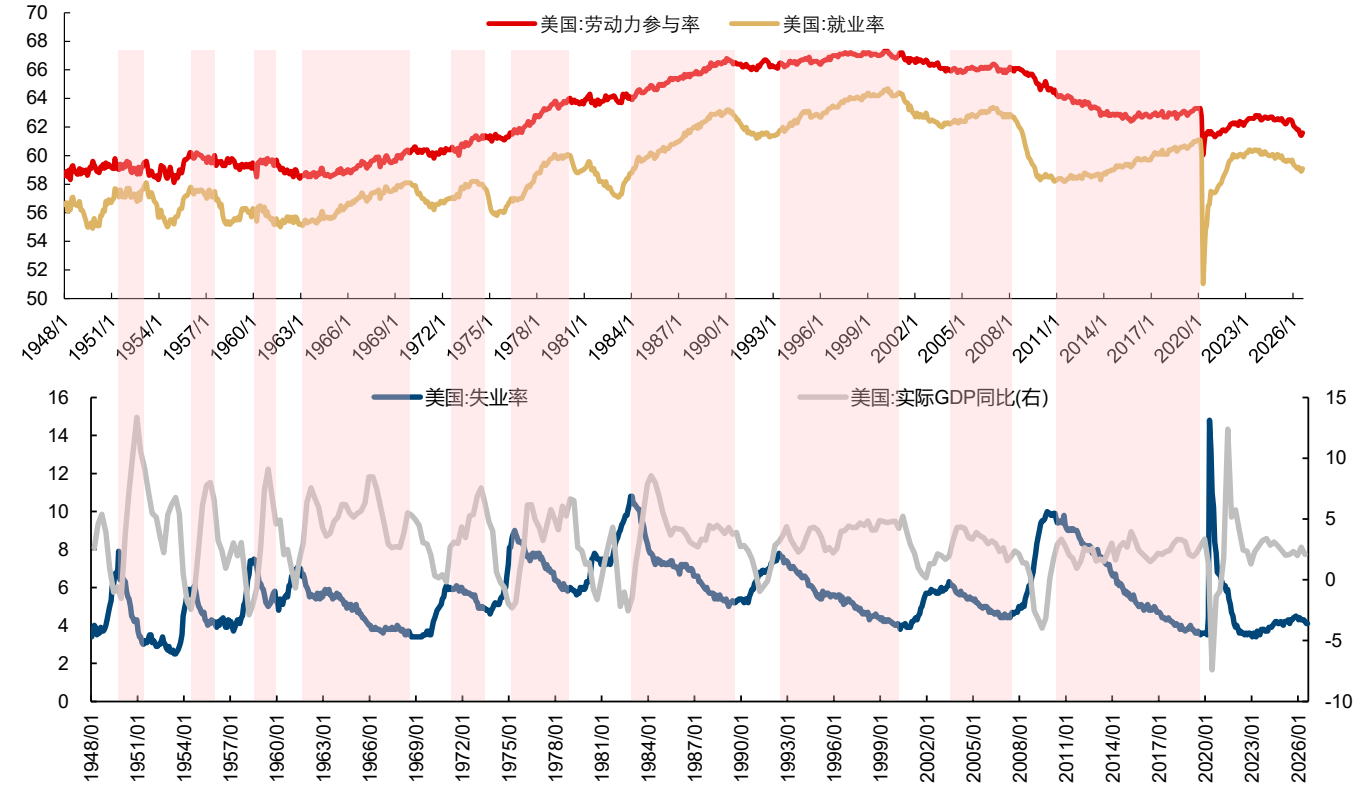
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：美国就业率和劳动参与率呈下行趋势（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

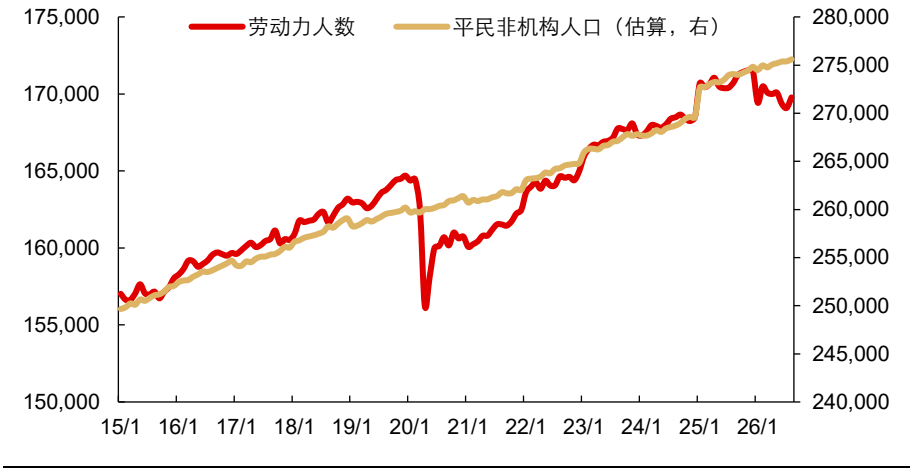
图 3：一般而言，失业率的下行往往伴随劳动参与率和就业率的上行（%）



资料来源：iFinD，Wind，长江证券研究所

技术因素：数据调整一次性压低参与率 0.4pp

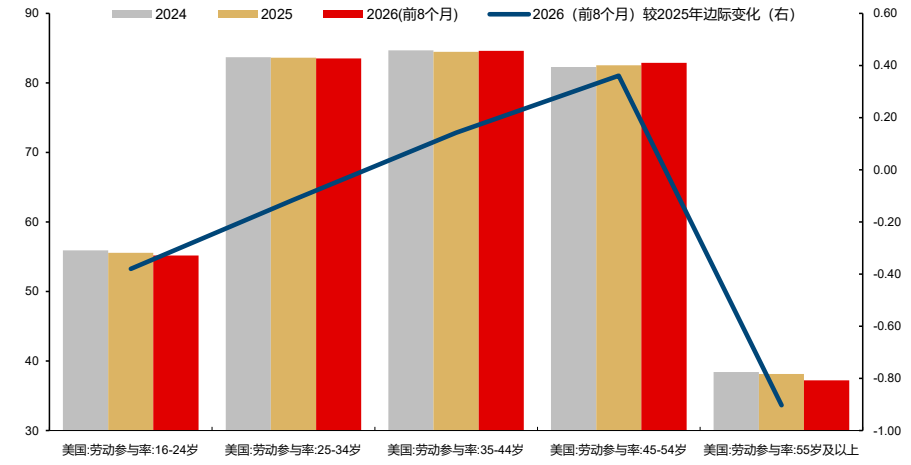
图 4：美国劳动力人数、平民非机构人口数（千人）



资料来源：Wind，长江证券研究所

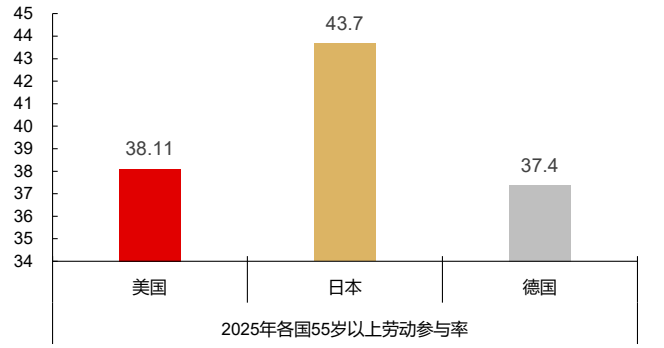
趋势因素：老龄化、移民驱逐分别压低参与率 0.17、0.15pp

图 5：2024-2026 年美国劳动参与率年均值及边际变化（%）



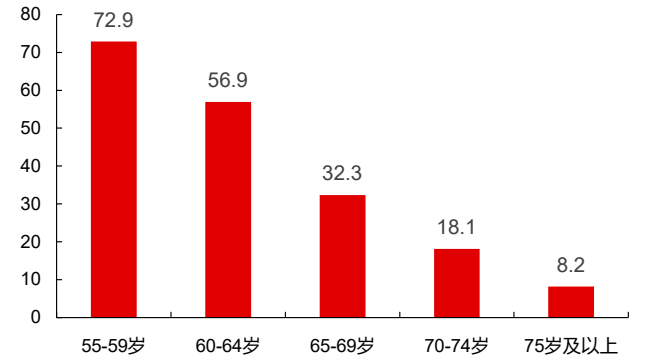
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 6：2025 年美、日、德 55 岁及以上人口劳动参与率水平（%）



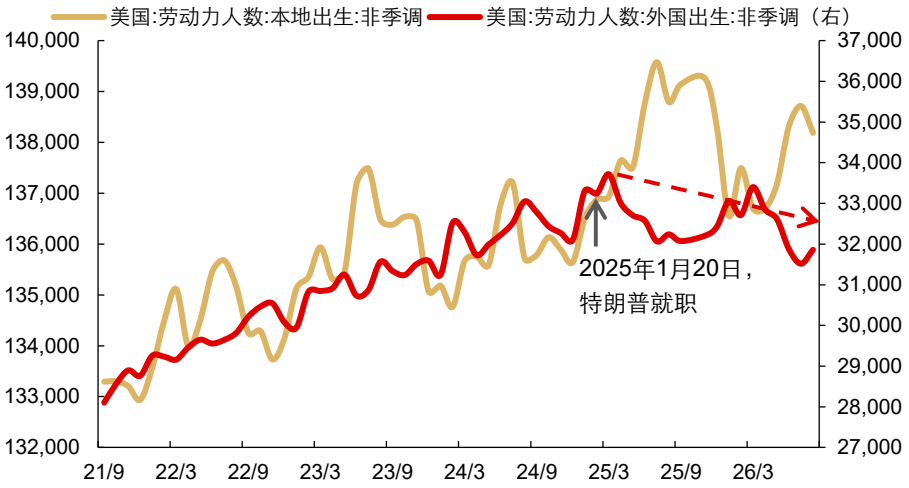
资料来源：Wind，日本国家统计局，欧盟统计局，长江证券研究所

图 7：美国 55 岁及以上人口劳动参与率随年龄上升快速回落（%）



资料来源：BLS，长江证券研究所

图 8：美国本地出生、外国出生劳动力人数（千人）

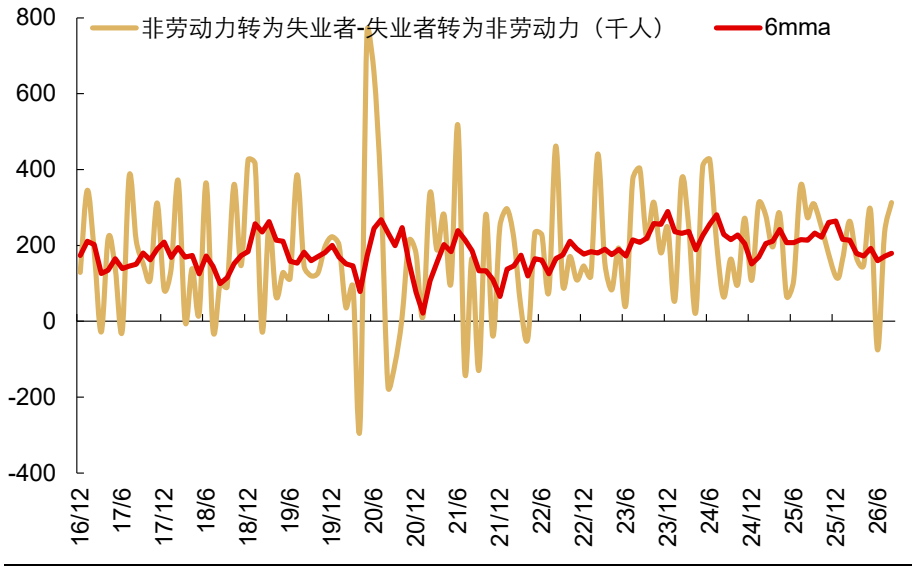


资料来源：Wind，长江证券研究所



周期因素：就业信心偏弱压低劳动参与率 0.12pp

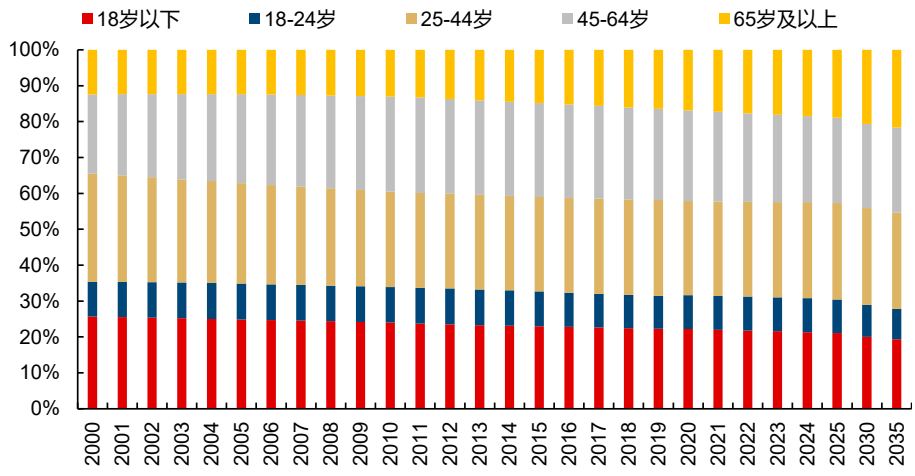
图 9：美国“非劳动力转为失业者人数”减“失业者转为非劳动力人数”（千人）



资料来源：BLS，长江证券研究所

趋势性因素占主导，劳动力收缩或将延续

图 10：美国人口老龄化趋势预计延续



资料来源：iFinD，长江证券研究所

风险提示

测算结果可能与实际情况存在偏差：本文对技术调整、人口老龄化、移民驱逐及就业信心等因素影响的测算，主要基于历史趋势及反事实假设。若人口结构、移民规模、就业流动等数据发生修正，或不同因素之间存在交叉影响，相关测算结果可能与实际情况存在偏差。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。