仅供内部参考，请勿外传

美国劳动力观察系列

美国就业：9 月非农如何搅动市场？

2026 年 10 月 01 日



分析师：陶川
执业证书：S0590525110006
邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：林彦
执业证书：S0590525110007
邮箱：linyan@glms.com.cn

分析师：武朔
执业证书：S0590526080002
邮箱：wushuo@glms.com.cn

- **长假期间海外市场依然不乏看点，但其中的重中之重，无疑是即将公布的美国 9 月非农数据。**隔夜威廉姆斯的偏“鸽”表态，将市场对于 10 月加息的预期再度拉回五五开的博弈状态。这也就意味着，即将出炉的非农与通胀数据将成为决定短期美联储政策走向和市场预期的关键。**那么，作为假期的首份重磅数据，9 月的就业数据是否会再度让市场“大跌眼镜”？**

- **首先，9 月非农会不会复刻 8 月这种超预期走强的表现？**要回答这个问题，我们先复盘 8 月非农的细节。8 月非农读数大幅超市场预期，但这份“强劲”并不完全来自就业基本面本身，偏强的季节性调整因子贡献了很大一部分上行力量。
- **观察未经季节调整的原始数据，**8 月未季调新增就业仅 15.4 万人，本身处在近几年的偏低区间。但经过季调处理之后，公布的季调非农数据显著高于历史同期水平。
- **我们统计了 2000 年以来的季调因子，也就是季调数值减去未季调后的数值。**可以发现，历史上 8 月的季调因子大多为负，2000 年以来均值大约-11 万人。这背后的逻辑在于，每年 8 月会受到暑期结束、学校开学、人员复工这类季节性就业脉冲的干扰，统计模型需要用负向季调因子，把这部分季节性扰动剔除掉。
- **但今年 8 月出现明显反常：**季调因子直接转正，达到+0.8 万人。这就造成一个结果：15.4 万的未季调新增就业，季调之后反而抬升到 16.2 万人。如果沿用历史-11 万人的季调均值做参照，8 月非农本应被下修至仅 4.4 万人。
- **换句话讲，8 月非农看上去的高景气，很大程度上是由偏离常态的季调因子推出来的。**拆开行业结构也能印证这点：拉动 8 月就业走高的休闲酒店、地方政府就业，它们的高增同样受季调因子干扰非常明显。拿休闲酒店行业举例，8 月未季调新增就业是-9.1 万人，但经过季节调整之后，读数反而变成 6.2 万人，季调前后差值接近 15 万人，波动幅度相对较大。
- **为什么今年 8 月季调因子会出现这么大的背离？**我们的理解是：过去两年 8 月非农数据持续偏弱，统计模型可能将这种阶段性的走弱，识别成一套新的季节性模式。于是模型对今年 8 月就业给出了一个更低的基准预期；在这套偏低的预期基准下，原始未季调数据只要不如模型预期般的差，经过模型季调处理后，就转化成了看上去更好的读数。

- **那么 9 月非农，还能不能再次依靠异常的季调因子，实现读数的大幅抬升？我们判断这个概率并不高。**从历史特征来看，7-8 月受暑期、开学等现实因素扰动，本身就是非农原始数据波动最大的两个月份，季调因子带来的数据扰动也会表现得格外剧烈。但放眼全年其他月份，季调的运行特征整体相对稳定；即便会出现一定的数值扰动，也极少发生像今年 8 月这样**季调方向彻底反转**的极端情况。
- **落到 9 月本身来看：近年来虽然下修的幅度整体呈现逐步收窄的趋势，但也几乎从未出现过向上调增的情况。**我们可以做个简单测算：今年二季度以来未季调非

相关研究

1. 政策动态追踪系列：从房贷贴息看政策脉络-2026/09/30
2. 美国政治观察系列：美国中期选举“观战”指南-2026/09/25
3. 大类资产观察：油价与加息双重叙事下的资产演绎-2026/09/24
4. 货币观察系列：如何看待央行超级周后的人民币汇率背离？-2026/09/21
5. 海外市场点评：需要担心日元套息交易逆转吗？-2026/09/21

仅供内部参考，请勿外传

农和去年同期差距不大，参考去年数据假设今年 9 月未季调新增就业 30 万；同时参考过去三年同期走势，9 月季调因子取-20 万，算下来季调后新增非农大概 10 万人，基本和当前市场预期处在同一水平（彭博一致预期 9 万人）。

- **当然这一数值也存在进一步上行的可能性：**倘若 9 月未季调就业数据本身出现改善，或是统计模型再度对 9 月就业给出偏弱的基准预期，那么季调后的非农读数，也存在进一步抬升的风险。
- **因此，综上来看，9 月非农整体可能依然是一个偏强劲的数据。**这和近期的高频数据表现也基本一致，不管是 ADP 就业周度指标，还是各个地方联储制造业 PMI 的均值，最近都在改善，也说明就业基本面还没有出现明显降温的迹象。

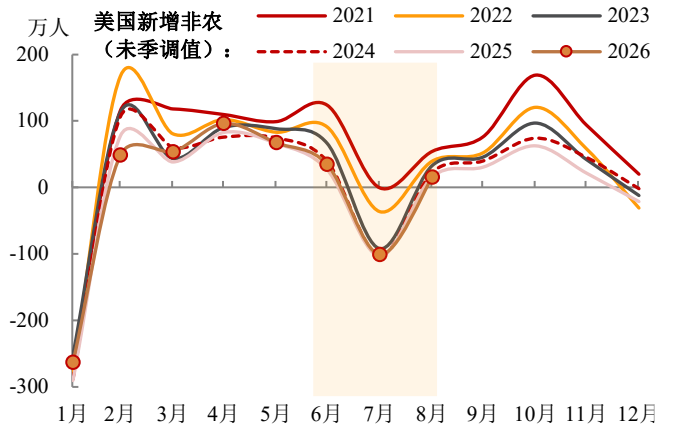
- **其次，除了 9 月本身可能偏强的非农以外，还需要关注前值的修正情况。**这一点我们在去年的报告《降息生变：警惕非农上修风险？》中有所提及：
- **从历史经验来看，8 月非农初值，往往会在 10 月公布二次修正时出现季节性上修。**我们统计过去 20 年样本：8 月非农在 10 月的第二次修正中，上修概率超过 80%，在所有月份当中居于首位；即便到 11 月披露最终修正值，相较初值上修概率仍有超 60%。
- **不仅上修发生的概率很高，修正幅度同样不可忽视。**无论看平均值还是中位数，8 月非农的后续上修幅度都处在全年各月之首，从 2 次修正幅度来看，平均数、中位数上修幅度均在 4 万人左右。
- **尽管今年 8 月非农初值已经处在相对较高水平，但比照上述历史规律，后续数据向上修正的风险，可能依旧要大于向下修正的概率。**

- **那么落到资产层面，偏强的就业数据，短期仍会对市场流动性预期形成一定压制。**黄金、美股这类对流动性敏感的资产仍将承压。但也无需过度悲观，考虑到当前通胀在当前美联储的决策框架中权重更高，非农数据对于加息概率的边际扰动或相对有限。
- **进一步思考：非农需要差到何种程度，才能够显著改变当前市场预期？**我们认为，至少要 9 月新增非农超预期回落，甚至需要出现负增长；同时叠加 8 月就业数据出现显著下修，两者共振，才会促使市场重新评估美国就业韧性的可持续性，从而增加美联储内部“鸽”派的话语权。
- **但我们认为，即便就业数据出现上述明显走弱，货币政策走向的最终决定权，大概率依旧掌握在通胀手中。**倘若 9 月核心通胀再度超预期反弹上行，即便就业显著降温，也很难改变美联储的政策立场。

- **风险提示：**财政压力加大导致长端美债利率上行；地缘局势恶化导致油价和通胀进一步上行；通胀路径不确定风险。

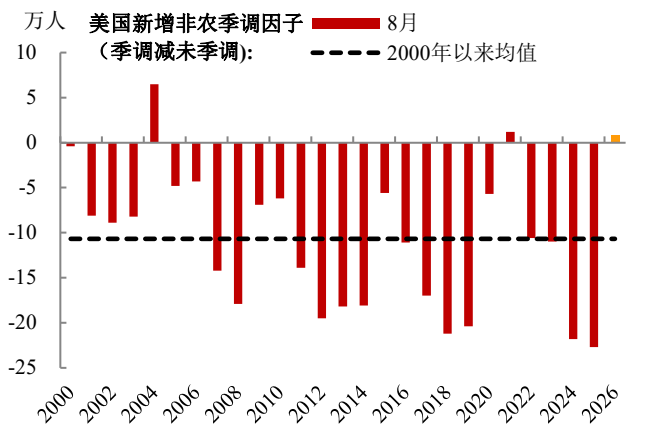
仅供内部参考，请勿外传

图1：8 月美国新增非农（未季调值）处于季节性低位



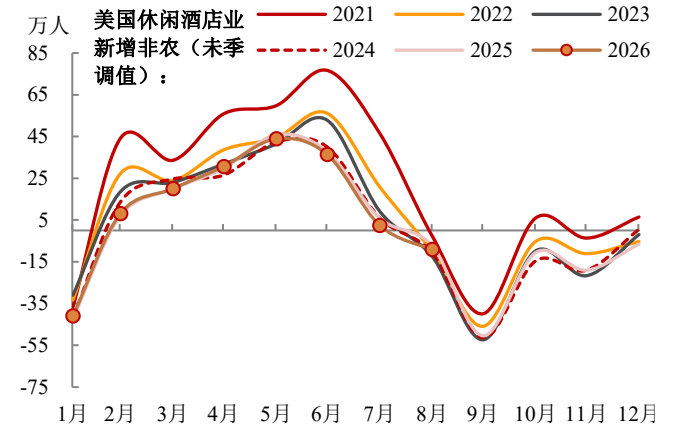
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图2：但今年 8 月季调因子明显转正



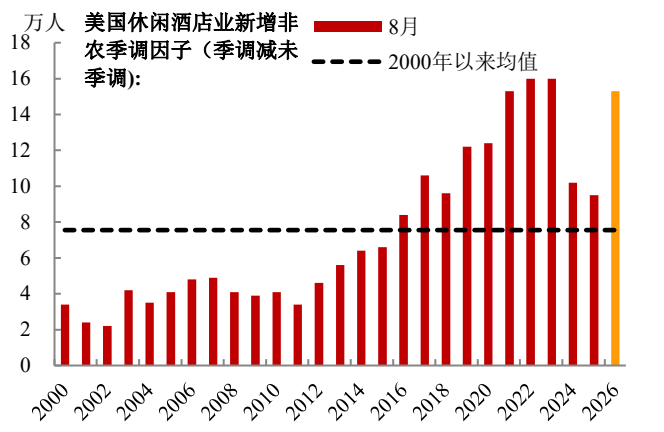
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图3：结构上，8 月休闲酒店业（未季调值）依然处于负增长



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

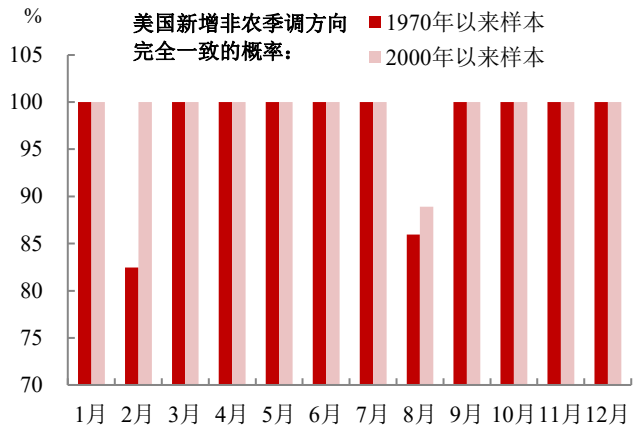
图4：但季调因子同样较过去 2 年明显上调



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

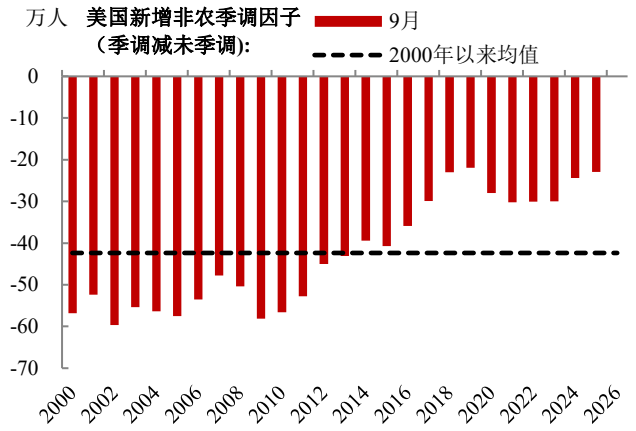
仅供内部参考，请勿外传

图5：8 月美国非农常会出现季调方向的逆转



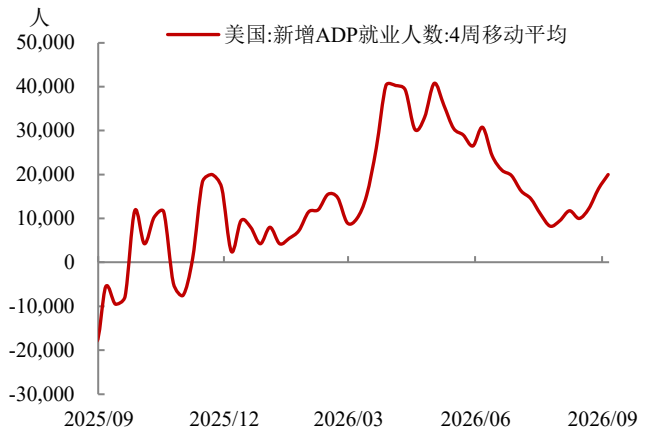
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图6：9 月非农几乎没有出现过季调方向的逆转



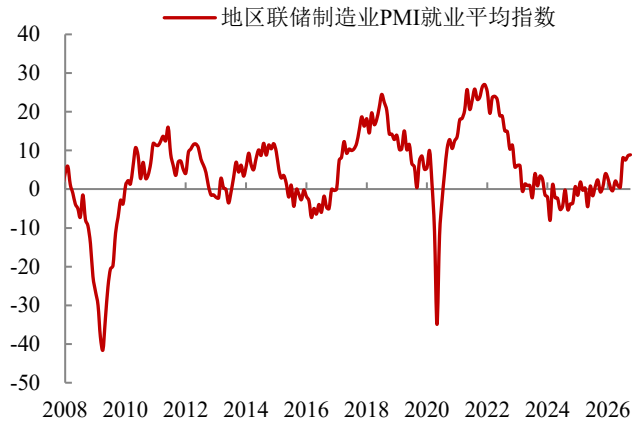
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图7：ADP 周度就业呈现改善趋势



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图8：9 月地区联储制造业 PMI 就业指数继续改善

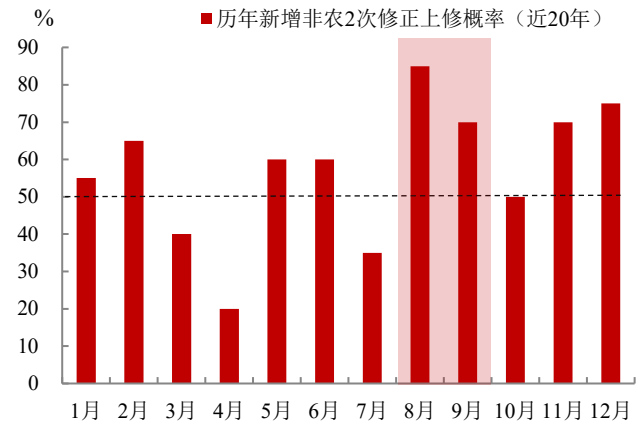


资料来源：Wind，国联民生证券研究所

注：地区联储分别为纽约、费城、堪萨斯、里奇蒙德、达拉斯联储

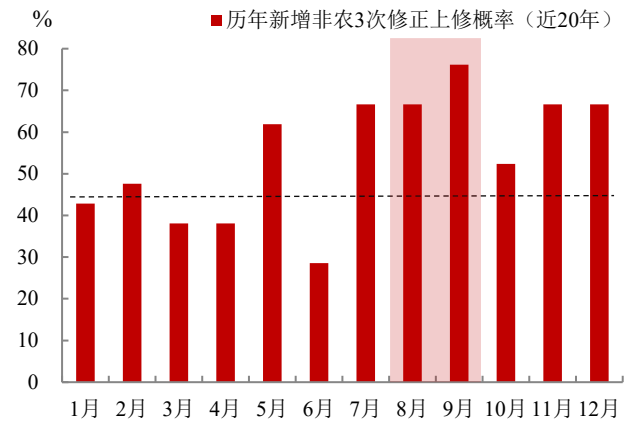


图9：8 月非农 2 次上修概率达到 80%以上



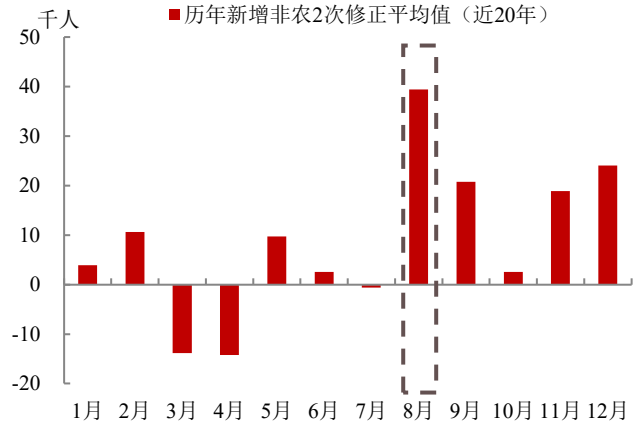
资料来源：CEIC，国联民生证券研究所

图10：7-9 月非农终值上修概率高



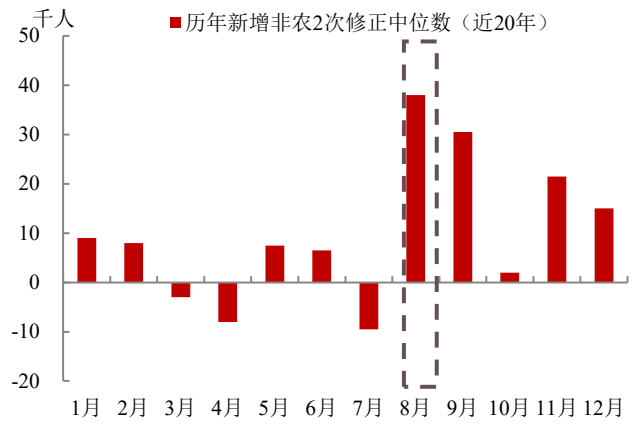
资料来源：CEIC，国联民生证券研究所

图11：8 月非农上修平均值靠前



资料来源：CEIC，国联民生证券研究所

图12：8 月非农上修中位数领先



资料来源：CEIC，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

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利益。

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；北交所以北证 50 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

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，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；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。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。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。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。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

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