世界经济与海外市场 | 点评报告

# 非农不及预期的背后

## ——9 月美国非农就业数据点评


### 报告要点

2026 年 9 月，美国新增非农明显低于预期，但劳动力趋势性收缩降低了维持就业平衡所需的新增就业人数，叠加数据回收率偏低，不宜过度解读。失业率小幅上升主要源于劳动力回流，失业压力并未加大，就业市场整体变化不大。向前看，年内还有 1-2 次加息预期，后续美联储货币政策节奏，仍主要取决于美国通胀表现。若 9 月 CPI 未超预期、核心通胀未加速，结合薪资增速放缓，10 月加息必要性将下降，中期选举临近也可能增加政治压力；若需求偏强，推升核心通胀，或地缘升温、油价上涨推升通胀预期，10 月仍可能加息。


### 分析师及联系人




宋筱筱

SAC：S0490520080011

SFC：BVZ974



敬成宇

SAC：S0490526080003

| 证券研究报告 |

2026-10-03

世界经济与海外市场 | 点评报告

# 非农不及预期的背后
## ——9 月美国非农就业数据点评

## 事件描述

2026 年 10 月 2 日，美国劳工统计局公布 2026 年 9 月非农就业数据：9 月美国新增非农就业 2.9 万人，预期 9 万人，前值下修至 13.3 万人；季调失业率为 4.2%，略高于预期和前值。

## 事件评论

- **非农明显低预期，但需注意首次收集率偏低。**企业调查显示，9 月美国新增非农就业 2.9 万人，明显低于市场预期的 9 万人，7 月、8 月新增就业人数合计下修 6 万人。需要注意的是，本月首次收集率仅为 53.1%，明显低于前三个月 62.9%的均值，数据参考性相对有限。分部门看：1）私人商品生产部门新增 1.8 万人，三大分项新增就业人数均较上月回落；2）私人服务部门新增 2.8 万人，内部表现分化。其中，教育和保健服务业新增就业人数较上月减少 1.8 万人，但仍是当月就业增长的主要来源；休闲和酒店业新增就业明显回落，印证了我们此前的判断，即上月该行业就业大幅增长主要受到季节调整影响，不宜过度解读；3）政府部门就业减少 1.7 万人，较上月少增 6.1 万人，是本月非农就业回落的主要拖累。
- **失业率变化不大，就业市场出现供给回流迹象。**家庭调查显示，9 月美国季调失业率升至 4.2%，略高于预期的 4.1%，但保留两位小数来看，失业率其实仅上升了 0.03%，整体变化不大。具体来看，本月美国劳动力市场呈现出较为明显的劳动力供给回流迹象：9 月劳动参与率和就业率分别上行 0.2、0.1 个百分点。但劳动供给的抬升并未引致失业压力的上升，就业增长吸收了大部分新增劳动力，劳动力净增加 48.5 万人，其中 40.6 万人成功找到工作。拆分失业原因的变化也能得到类似的结论，本月失业人数的增加主要源于新进入者和再进入者的增长，失去工作及完成临时工作者则有所减少。同时，U5、U6 均有所下降，未显示广义失业压力同步扩大。综合来看，本月失业率小幅上行，更可能反映劳动力回流后部分求职者尚未就业，而非失业压力的增加。
- **时薪同比增速延续回落，核心服务通胀压力可控。**9 月私人非农部门平均时薪环比增长 0.1%，同比增长 3.0%，均低于预期和前值。分行业看，时薪环比增速回落主要受金融活动业拖累，该行业时薪环比增速由 8 月的 0.8%降至-0.1%。其他行业表现分化：采矿业、专业和商业服务业、信息业及批发业时薪环比增速有所加快，建筑业、零售业及公用事业则有所放缓。总体来看，薪资增速进一步回落，显示工资端对核心服务通胀的推动仍较为有限，通胀压力可控。
- **就业市场整体变化不大，10 月加息预期降温。**总的来看，9 月新增非农明显低于预期，但劳动力供给的趋势性收缩降低了维持就业平衡所需的新增就业人数，非农绝对值对判断就业强弱的意义有所减弱；叠加本月数据回收率偏低，数据参考性也有限。此外，失业率小幅上升，但主要源于劳动力回流，失业压力并未走强。因此，本次数据虽不及预期，但并不指向就业市场走弱，就业市场整体表现变化并不大。不过，非农低于预期、失业率高于预期，叠加薪资增速放缓，均不构成加快收紧政策的依据。市场据此下调 10 月加息预期，美元偏弱、美股偏强；但对后续累计加息幅度的预期变化有限，2 年期美债收益率短线下行后回升，黄金冲高后回落。
- **向前看，年内还有 1-2 次加息预期，后续美联储货币政策节奏，仍主要取决于美国通胀表现。若接下来公布的 9 月美国 CPI 未超预期，尤其是核心通胀未呈现加速迹象，叠加薪资增速放缓，10 月继续加息的必要性将有所下降。此外中期选举临近，也可能增加政策决策面临的政治压力。反之，若需求持续偏强并带动核心通胀压力上升，或地缘局势再度升温、油价走高推升通胀预期，10 月仍可能继续加息。**

## 风险提示

美国存在核心通胀“脱锚”、经济陷入“滞胀”的风险。

**相关研究**

•《框架更加清晰，路径依然模糊——沃什 Jackson Hole 首秀点评》2026-08-29

•《通胀底色仍是缓慢回落——美国 7 月 CPI 数据点评》2026-08-13

•《就业仍弱，何以加息？——7 月美国非农就业数据点评》2026-08-08

更多研报请访问
长江研究小程序

# 目录

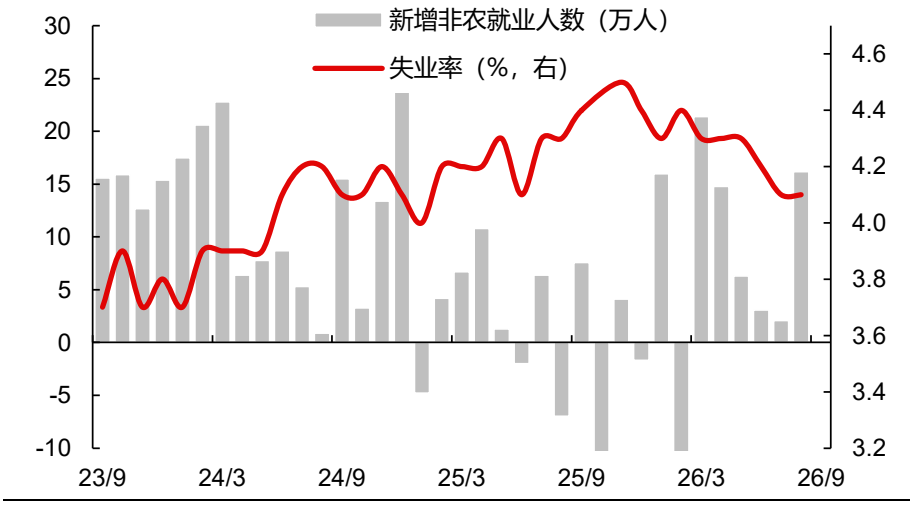
非农明显低预期，但需注意首次收集率偏低 ..... 4
失业率变化不大，就业市场出现供给回流迹象 ..... 5
时薪同比增速延续回落，核心服务通胀压力可控 ..... 6
就业市场整体变化不大，10 月加息预期降温 ..... 7
风险提示 ..... 8

# 图表目录

图 1：新增非农就业(万人)及失业率(%) ..... 4
图 2：美国分行业新增非农就业贡献率（%） ..... 4
图 3：美国各类型失业率（%） ..... 5
图 4：不同类型失业人数占比（%） ..... 5
图 5：美国就业率和劳动参与率（%） ..... 5
图 6：非农私人部门时薪环比及同比增速(%) ..... 6
图 7：分行业平均时薪环比增速(%) ..... 6
图 8：市场对美联储 2026-2027 年的加息/降息预测 ..... 7

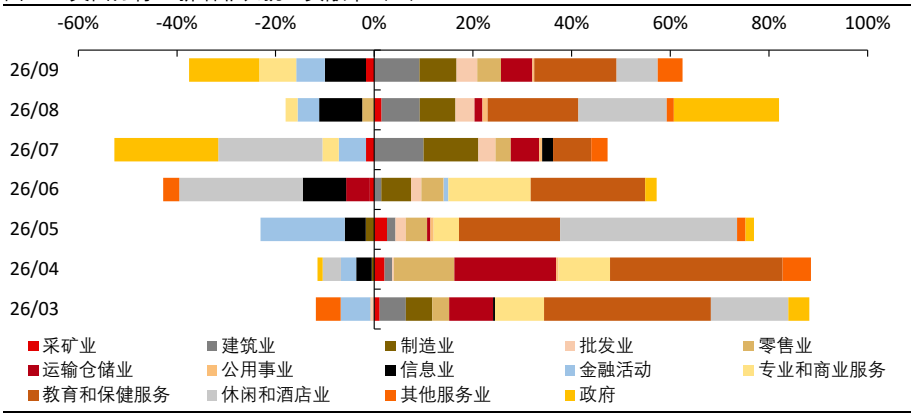
# 非农明显低预期，但需注意首次收集率偏低

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

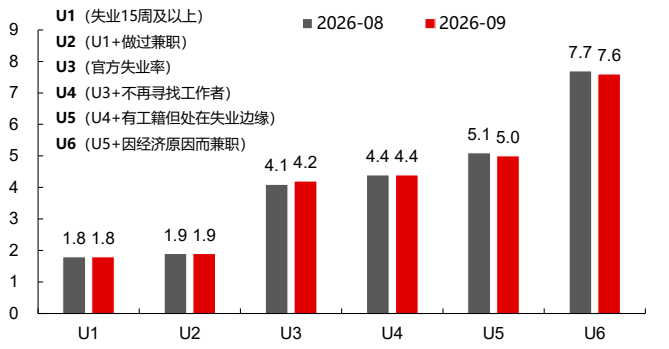
图 2：美国分行业新增非农就业贡献率（%）




资料来源：Wind，长江证券研究所

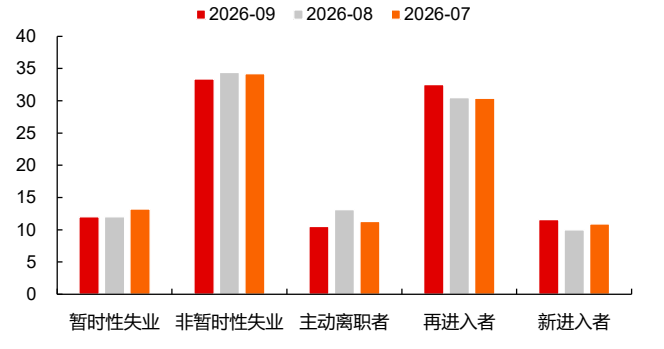
# 失业率变化不大，就业市场出现供给回流迹象

图 3：美国各类型失业率（%）



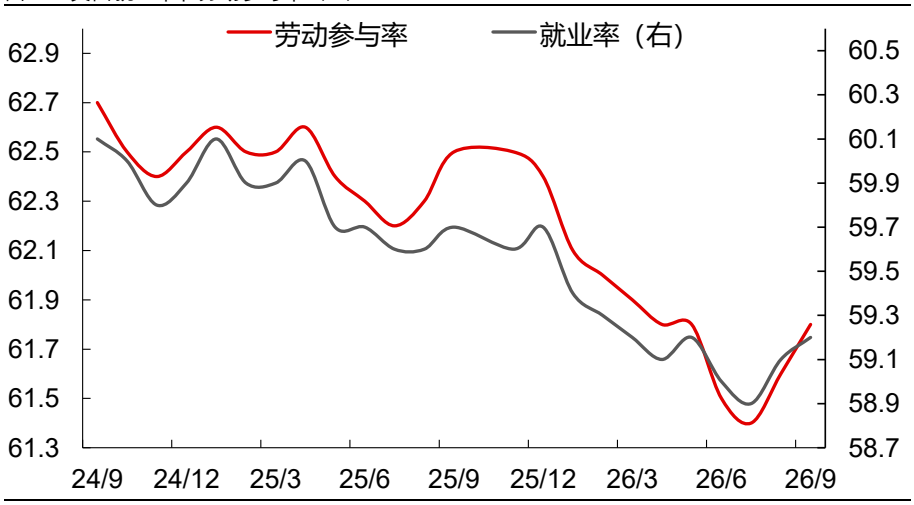

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：不同类型失业人数占比（%）




资料来源：Wind，长江证券研究所

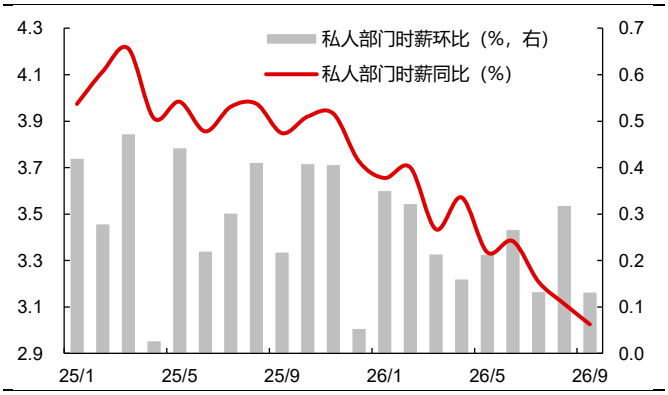
图 5：美国就业率和劳动参与率（%）




资料来源：Wind，长江证券研究所

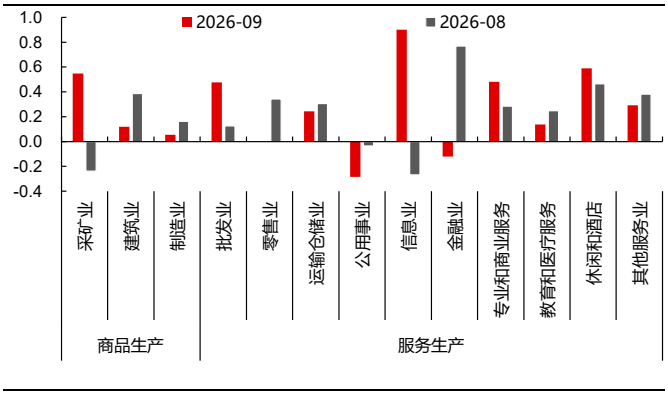
# 时薪同比增速延续回落，核心服务通胀压力可控

图 6：非农私人部门时薪环比及同比增速(%)




资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：分行业平均时薪环比增速(%)




资料来源：Wind，长江证券研究所

# 就业市场整体变化不大，10 月加息预期降温

图 8：市场对美联储 2026-2027 年的加息/降息预测

| CME FedWatch Tool - Conditional Meeting Probabilities | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Meeting Date | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 | 550-575 |
| 2026/10/28 | 78.40% | 21.60% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | | |
| 2026/12/9 | 14.90% | 67.60% | 17.50% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 2027/1/27 | 9.10% | 47.00% | 37.00% | 6.80% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 2027/3/17 | 2.90% | 21.10% | 43.90% | 27.50% | 4.70% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 2027/4/28 | 1.70% | 13.90% | 34.80% | 34.00% | 13.70% | 1.80% | 0.00% | 0.00% |
| 2027/6/9 | 1.00% | 8.40% | 25.40% | 34.40% | 22.90% | 7.20% | 0.80% | 0.00% |
| 2027/7/28 | 0.80% | 7.00% | 22.20% | 32.70% | 25.00% | 10.20% | 2.00% | 0.20% |
| 2027/9/15 | 0.60% | 6.00% | 19.70% | 30.90% | 26.30% | 12.60% | 3.40% | 0.50% |
| 2027/10/27 | 0.60% | 5.80% | 19.20% | 30.60% | 26.50% | 13.10% | 3.70% | 0.60% |
| 2027/12/8 | 1.00% | 6.90% | 20.10% | 30.20% | 25.40% | 12.30% | 3.40% | 0.50% |

资料来源：CME，长江证券研究所（数据截至北京时间 2026 年 10 月 2 日 23 点 23 分）

# 风险提示

**美国存在核心通胀“脱锚”、经济陷入“滞胀”的风险：**2026 年 8 月，美国整体通胀整体符合预期，核心通胀环比超预期。但美伊局势前景未明，若地缘局势持续升温，原油价格飙升，美国存在核心通胀“脱锚”的风险，加之当前美国经济仍处下行周期，弱经济若叠加高通胀，美国经济有陷入“滞胀”的风险。



## 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：**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。

## 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。