华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

怎么看待非农的大幅走弱？
——9 月美国非农就业数据点评

团队成员
分析师：陈兴(S0210526010005)
研究助理：陈琦(S0210126010044)

相关报告
1、国内经济结构性分化格局延续——2026.09.28
2、民主党横扫国会概率上升，对市场有何影响——2026.09.28
3、政府债流动性跟踪 0926【陈兴团队·华福宏观】——2026.09.26

投资要点：

- **新增非农就业环比大幅下滑。**9 月美国非农新增就业降至 2.9 万人，大幅不及市场预期 9 万人。数据修正方面，7 月前值由 2.1 万人下修至-1 万人，8 月数据自 16.3 万人下修至 13.3 万人，两个月累计下修 6 万人。我们认为，非农月度新增就业波动较大，单月数据大幅走弱并不代表就业趋势发生转向。累计维度看，2026 年 1-9 月美国新增就业合计 61.2 万人，高于去年同期 23.2 万人，整体美国劳动力需求呈现底部企稳特征。

- **政府、金融信息业就业是主要拖累。**分行业结构来看，教育保健业新增 2 万人，依旧是就业增量的核心支柱。休闲酒店业新增 1 万人，前值也下修至 3.7 万人。建筑业、制造业分别新增 1.1 万人、0.9 万人，环比均小幅回落，但筑底企稳迹象明显。批发、运输仓储、零售、公用事业就业均处于低位震荡，继续提供少量边际增量。政府就业环比减少 1.7 万人，为本月最大拖累项，但近几月政府就业波动较大，也间接导致了整体新增非农数据的大幅波动。信息业就业再度收缩 1 万人，金融业就业继续下滑 0.7 万人。从累计维度看，信息产业自 2024 年初就业高点累计流失岗位 22.4 万人；金融业相对 2025 年 5 月高点累计缩减岗位 12.9 万人。在 AI 产业化带来人力替代效应的约束之下，科技、金融两大行业用工收缩的大趋势尚未逆转。

- **劳动力供给继续回升。**8 月美国失业率升至 4.2%，弱于市场预期。结构上看，就业人口增加 40.6 万人，连续两个月显著回升；失业人口上升 7.8 万人，失业率实际读数由 4.14%继续升至 4.18%。分失业原因来看，主动离职人数减少 17.3 万人；重返就业市场和新进入就业市场人数分别增加 15.2 万人和 11.6 万人。数据反映劳动者跳槽意愿降温，同时更多人原因出来找工作，劳动力供给明显增加。劳动参与率继续升至 61.8%，高于市场预期 61.6%。分年龄结构上看，25-54 岁核心适龄劳动力劳动参与率整体稳定。青年群体劳动力持续回归是本轮劳动参与率连续改善的主要原因。55 岁及以上年长群体劳动参与率下降 0.3 个百分点至 36.9%，该群体劳动参与率长期趋势向下。

- **名义薪资增速继续走低。**9 月美国非农就业平均时薪环比仅增长 0.1%，不及预期 0.3%，前值 0.3%；同比增速降至 3.0%，续创 2020 年疫情以来新低，前值 3.1%，工资通胀压力显著缓解。在薪资增速放缓的背景下，美国私人消费的韧性则更多依赖于个人储蓄的消耗支撑，但会放大了后续私人消费走弱的风险。

- **10 月加息预期明显缓和。**本月就业数据整体全面不及预期，结构上呈现就业总量意外走弱、劳动力供给抬升推高失业率、薪资增速持续下行的组合。数据落地后，市场对美联储加息预期显著降温：10 月维持利率不变的概率由 62.4%上行至 83.9%，12 月前加息概率由 89.5%回落至 73.6%。我们认为，现阶段就业数据很难成为影响美联储货币政策走向的核心变量。政策重心仍落在中长期通胀风险上，考虑到 9 月中下旬以来美国长短端利率均大幅上行，市场显著上调美联储后续加息次数的定价。若后续 9 月通胀数据不及预期，市场存在交易美联储加息预期缓和的空间，或将带动 2 年期美债利率阶段性回落；但在期限溢价主导下，长端利率仍难以出现明显下行。

- **风险提示**

美国通胀上行超预期，美联储货币紧缩超预期，美国经济下行超预期。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

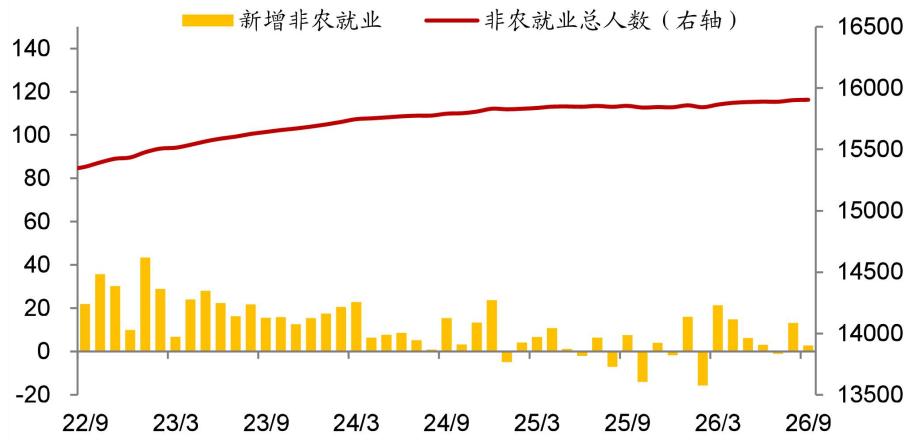
图表目录

图表 1: 美国新增非农就业（万人）.....3
图表 2: 美国各行业新增非农就业人数（万人）.....4
图表 3: 美国失业率和劳动参与率（%）.....4
图表 4: 分年龄段劳动参与率（%）.....4
图表 5: 美国职位空缺数.....5
图表 6: 美国劳动力供需缺口.....5
图表 7: 非农就业平均时薪环比和同比增速（%）.....5
图表 8: 美国各行业平均时薪同比增速（%）.....6
图表 9: 美国实际时薪同比增速（%）.....6
图表 10: 市场预期美联储加息次数（次）.....7

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

新增非农就业环比大幅下滑。9 月美国非农新增就业降至 2.9 万人，大幅不及市场预期 9 万人。数据修正方面，7 月前值由 2.1 万人下修至-1 万人，8 月数据自 16.3 万人下修至 13.3 万人，两个月累计下修 6 万人。我们认为，非农月度新增就业波动较大，单月数据大幅走弱并不代表就业趋势发生转向。累计维度看，2026 年 1-9 月美国新增就业合计 61.2 万人，高于去年同期 23.2 万人，整体美国劳动力需求呈现底部企稳特征。私人部门就业方面，9 月新增 4.6 万人，近三月均值 5.4 万人，前值 4.8 万人，连续两月底部回升。市场反应层面，受单月新增就业大幅走弱影响，美元指数高位回落，美债收益率全线下行，美股期货走强，利率市场对美联储 10 月加息的定价显著降温。

图表 1：美国新增非农就业（万人）

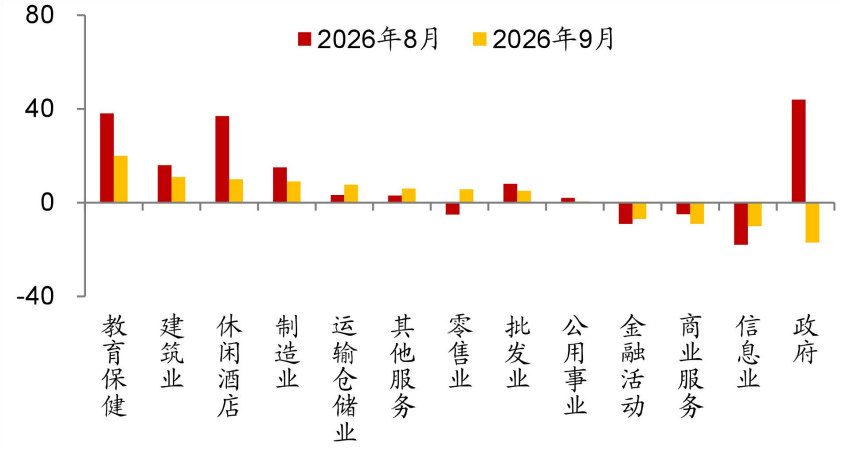


数据来源：BLS，CEIC，华福证券研究所

政府、金融信息业就业是主要拖累。分行业结构来看，教育保健业新增 2 万人，依旧是就业增量的核心支柱。休闲酒店业新增 1 万人，前值也下修至 3.7 万人。建筑业、制造业分别新增 1.1 万人、0.9 万人，环比均小幅回落，但筑底企稳迹象明显，背后或受益于 AI 资本开支带动的数据中心建设扩张与制造业生产回暖。批发、运输仓储、零售、公用事业就业均处于低位震荡，继续提供少量边际增量。政府就业环比减少 1.7 万人，为本月最大拖累项，但近几月政府就业波动较大，7-8 月分别新增-3.8 万人和 4.4 万人，也间接导致了整体新增非农数据的大幅波动。对比来看，2025 年政府部门累计裁员 28.7 万人，而今年 1-9 月仅缩减 4 万人，政府就业对整体非农的负向拖累已显著缓和。信息业就业再度收缩 1 万人，金融业就业继续下滑 0.7 万人。从累计维度看，信息产业自 2024 年初就业高点累计流失岗位 22.4 万人；金融业相对 2025 年 5 月高点累计缩减岗位 12.9 万人。在 AI 产业化带来人力替代效应的约束之下，科技、金融两大行业用工收缩的大趋势尚未逆转。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

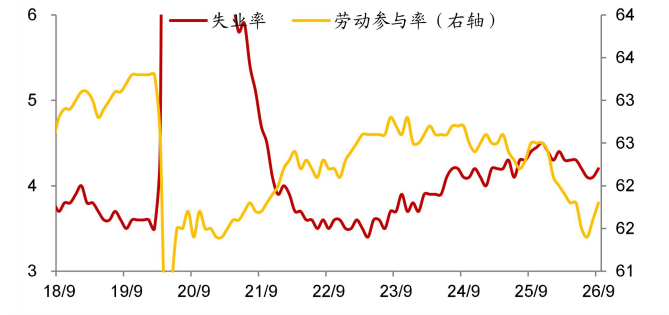
图表 2：美国各行业新增非农就业人数（万人）



数据来源：BLS，CEIC，华福证券研究所

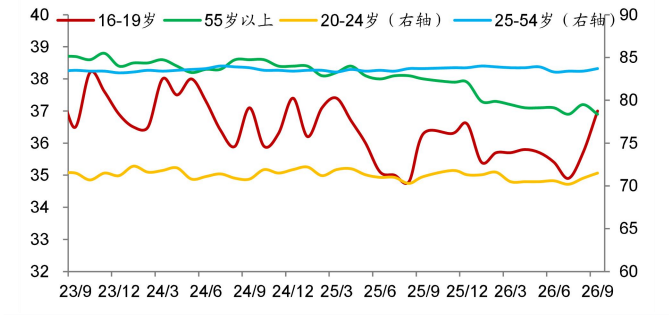
劳动力供给继续增加。9 月美国失业率升至 4.2%，弱于市场预期，前值 4.1%。结构上看，就业人口增加 40.6 万人，连续两个月显著回升，或意味着移民对劳动力供给的影响有所减弱；失业人口上升 7.8 万人，失业率实际读数由 4.14%继续升至 4.18%。分失业原因来看，主动离职人数减少 17.3 万人；重返就业市场和新进入就业市场人数分别增加 15.2 万人和 11.6 万人。数据反映劳动者跳槽意愿降温，同时更多人愿意出来找工作，劳动力供给明显增加。劳动参与率继续升至 61.8%，高于市场预期 61.6%，前值为 61.6%；就业率同步上行 0.1 个百分点至 59.2%。分年龄结构上看，25-54 岁核心适龄劳动力劳动参与率升至 83.7%，前值 83.4%，劳动力供给基本盘保持稳定。青年群体劳动力持续回归是本轮劳动参与率连续改善的主要原因。其中 16-19 岁群体劳动参与率继续反弹 1.3 个百分点至 37%，20-24 岁劳动力群体劳动参与率增加 0.6 个百分点至 71.5%。55 岁及以上年长群体劳动参与率下降 0.3 个百分点至 36.9%，受人口老龄化约束，该群体劳动参与率长期趋势向下。

图表 3：美国失业率和劳动参与率（%）



数据来源：BLS，CEIC，华福证券研究所

图表 4：分年龄段劳动参与率（%）

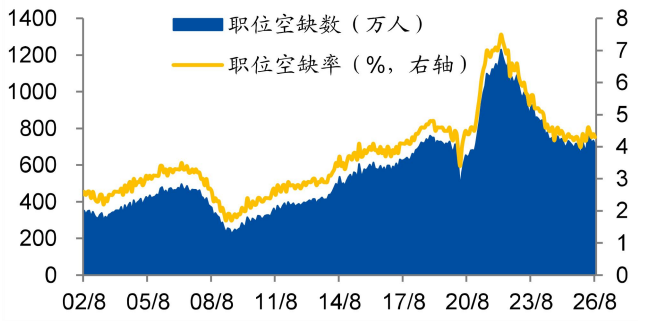


数据来源：Wind，华福证券研究所

劳动力市场供需相对均衡。8 月美国 JOLTS 职位空缺数降至 707.9 万人，前值 733.5 万人，整体仍处于低位震荡的状态；职位空缺率降至 4.3%，前值 4.4%。用工需求边际走弱，绝对水平依旧处于低位。与此同时劳动力供给小幅回暖，由职位空缺与失业人数之差衡量的劳动力缺口重新降至 4.8 万人。综合来看，美国劳动力市场表现为供给有所回暖、需求边际下滑，整体维持相对均衡的格局。

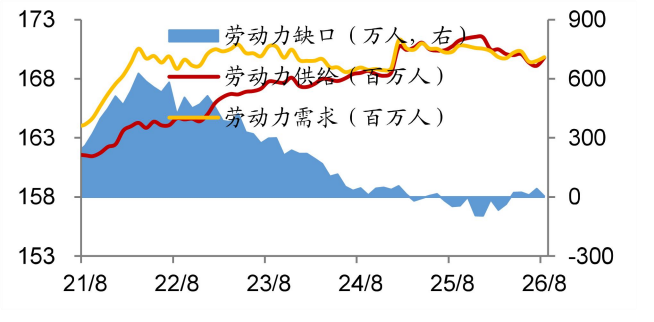
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5：美国职位空缺数



数据来源：CEIC，BLS，华福证券研究所

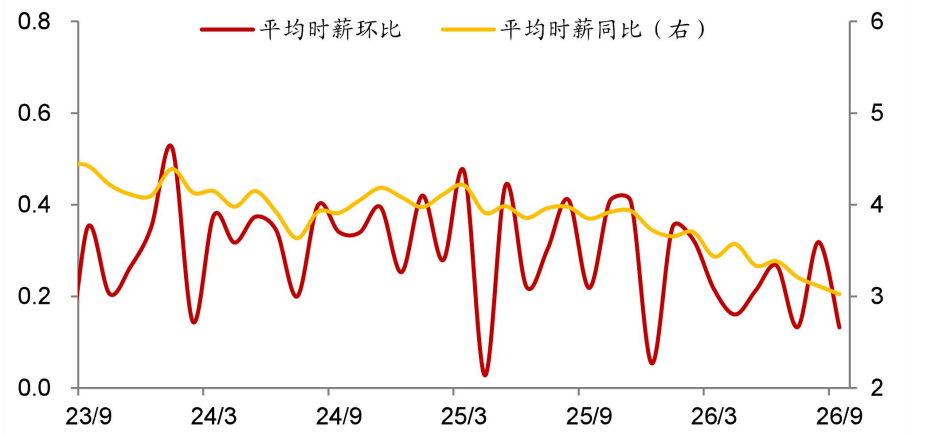
图表 6：美国劳动力供需缺口



数据来源：CEIC，BLS，华福证券研究所

名义薪资增速继续走低。9 月美国非农就业平均时薪环比仅增长 0.1%，不及预期 0.3%，前值 0.3%；同比增速降至 3.0%，续创 2020 年疫情以来新低，前值 3.1%。从近几个月的同环比数据来看，薪资增速趋势性下行迹象明显，工资通胀压力显著缓解。在薪资增速放缓的背景下，美国私人消费的韧性则更多依赖于个人储蓄的消耗支撑。叠加长端美债利率持续走高抬升耐用品消费的借贷成本，利息支出不断侵蚀居民可支配收入。截至 2026 年 8 月，美国居民储蓄率已降至 4.1%，创 2022 年 12 月以来新低，这进一步放大了后续私人消费走弱的风险。

图表 7：非农就业平均时薪环比和同比增速（%）

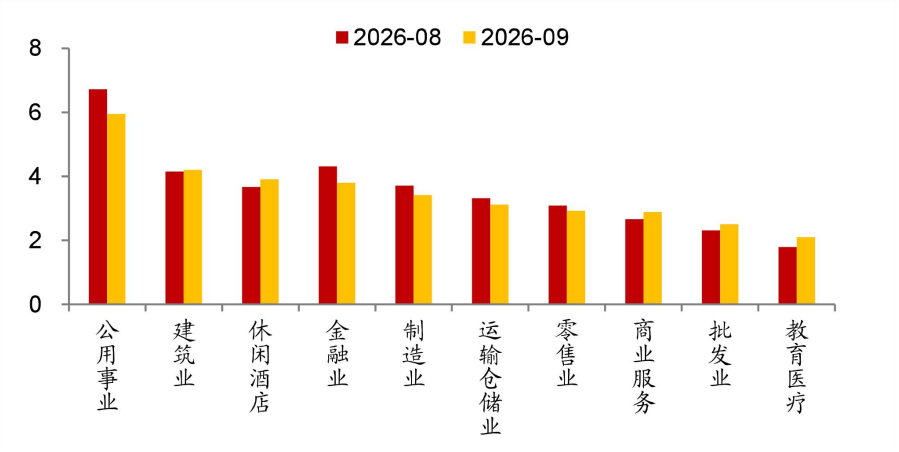


数据来源：BLS，CEIC，华福证券研究所

公用事业薪资增速仍最高。9 月美国非农各行业平均时薪同比呈明显分化格局，行业薪资增速涨跌互现。从绝对增速看，公用事业薪资同比仍高达 5.95%，显著领先其他行业；其余多数行业薪资增速落在 5%以下，其中批发业、教育医疗服务业增速垫底，同比分别为 2.51%、2.1%。从同比变化上看，公用事业同比继续回落 0.77 个百分点，为全行业最大降幅；金融业和制造业同比增速也分别下行 0.52、0.29 个百分点。休闲酒店和教育医疗业同比分别反弹 0.25、0.31 个百分点，为各行业中涨幅最高。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

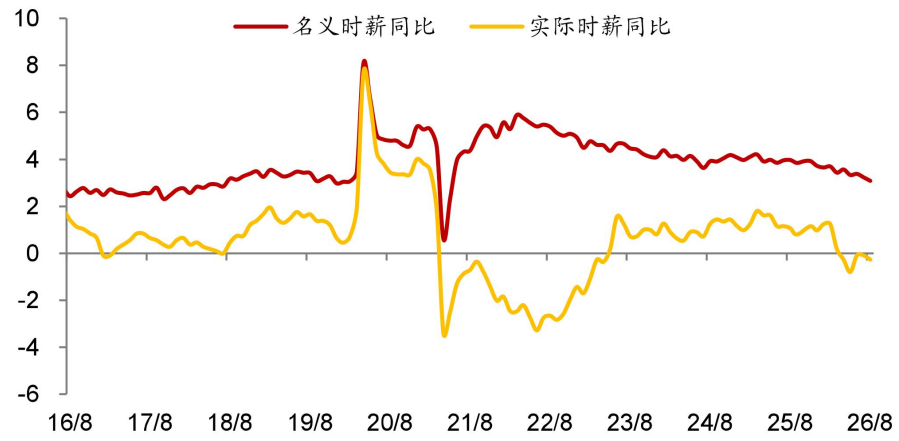
图表 8：美国各行业平均时薪同比增速（%）



数据来源：BLS，CEIC，华福证券研究所

实际薪酬增速负增扩大。剔除价格因素后，美国 8 月实际时薪同比跌幅扩大至-0.3%，前值-0.1%，环比也回落 0.1%，重回负增长区间。从驱动结构来看，主要由名义薪资增速进一步下行所致：8 月 PCE 物价指数同比维持 3.4%，而名义时薪同比回落至 3.1%，创下 2020 年 3 月以来新低。值得警惕的是，8 月以来国际油价再度上行，美国通胀存在反弹风险。即便名义薪资增速底部企稳，居民实际购买力仍将受到挤压。在此背景下，美国私人部门实际消费或将持续承压，经济内部 K 型分化格局可能进一步加剧。

图表 9：美国实际时薪同比增速（%）



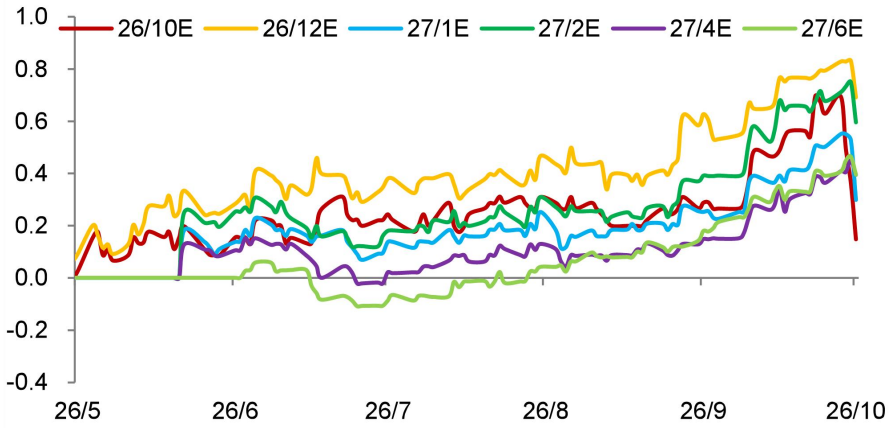
数据来源：CEIC，BLS，华福证券研究所

10 月加息预期明显缓和。本月就业数据整体全面不及预期，结构上呈现就业总量意外走弱、劳动力供给抬升推高失业率、薪资增速持续下行的组合特征。数据落地后，市场对美联储加息预期显著降温：10 月维持利率不变的概率由 62.4%上行至 83.9%，12 月前加息概率由 89.5%回落至 73.6%。资产端来看，美股三大股指期货短线走高，美元指数走弱，黄金价格反弹，2 年期美债收益率一度下行超 10bp。整体上看，我们认为现阶段就业数据很难成为影响美联储货币政策走向的核心变量。政策重心仍落在中长期通胀风险上，考虑到 9 月中下旬以来美国长短端利率均大幅上行，市场显著上调美联储后续加息次数的定价。若后续 9 月通胀数据不及预期，市场存在交易美联储加息预期缓和的空间，或将带动 2 年期美债利率阶段性回落；

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

但长端美债利率受债券供需格局恶化制约，在期限溢价主导下，仍难以出现明显下行。

图表 10：市场预期美联储加息次数（次）



数据来源：CME，CEIC，华福证券研究所，1 次为 25bp。

风险提示：

美国通胀上行超预期。商品和服务通胀超预期走高；

美联储货币紧缩超预期。由于通胀上升超预期，美联储长期维持高政策利率；

美国经济下行超预期。美国消费和投资意外走弱。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所　上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn