

宏观点评 20260808

7月非农：开始降温——2026年7月美国非农就业数据点评

2026年08月08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 韦伟

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

相关研究

《AI 基建投资——从理想到现实还有多远？》

2026-08-06

《上期有色金属指数，2026年7月复盘与8月展望》

2026-08-05

■ **核心观点：**7月美国新增非农就业意外转负，除季节性噪音、世界杯脉冲的消退以外，就业需求的走弱具有广泛性；与此同时，失业率延续回落，但更多来自劳动力供给的收缩，且部分与近期美国加大了对非法移民的执法有关。从趋势看，美国劳动力市场供需双弱、相对均衡的趋势尚未改变，对应“量缩（非农走低）价稳（失业率、时薪持平）”的特征。向前看，我们维持此前判断，即随着财政与世界杯带来的短期脉冲逐步退潮，以及金融条件收紧的滞后影响显现，26Q3美国经济或将阶段性降温，我们预计，即将公布的7月CPI、8月CPI和非农、非农的年度校准等重要数据将继续削弱美联储的加息预期，推动美债利率与美元指数下行，并对黄金价格形成支撑。

■ **7月非农：新增就业意外转负，失业率延续回落。**美国7月新增非农-2.3万，预期8万，前值由5.7万下修至2万，前两个月累计下修10.3万，3个月均值从7.7万下修至2万。与7月ADP私营就业类似，美国非农就业结束了“昙花一现”的回升趋势，重回下行轨迹。与此同时，失业率再度回落至4.1%，预期和前值4.2%。从结构看，与上月相似，失业率的走低更多来自于劳务供给的收缩。数据发布后，尽管非农意外转负，但由于失业率超预期下跌，市场并未交易衰退，市场仍然以宽货币（加息交易降温）为主要叙事：黄金&美股&铜上涨，美元指数&美债利率下跌。联邦基金期货隐含美联储9月加息预期从数据发布前的57%回落至44%，全年加息预期从1.35次回落至1.15次，美债利率和美元指数走低，黄金和大宗商品走高。

■ **就业结构：就业需求的降温是普遍性而非结构性的。**企业端，商品行业就业新增2.5万，其中2.2万来自建筑行业；服务行业就业新增5万，其中商贸运输、金融活动与休闲餐旅等就业均环比转负。从归因来看，7月非农的意外转负，噪音、脉冲与趋势因素共同发挥了作用。①“噪音”方面，7月地方政府中的教育就业减少5万，是政府部门就业下降的主要来源，而这来自暑假季节性效应和公立学校教育财政压力的共同影响，前者存在一定的“噪音”；②脉冲因素方面，世界杯相关的酒店&餐饮、地方政府一般行政岗就业均在7月负增长，其中休闲餐旅就业减少4万，前值减少4.3万，在一定程度上对应世界杯带来的临时就业退潮；③趋势因素方面，从3个月均趋势、就业扩散度来看，美国就业形势均走弱。横向从趋势看，美国新增非农就业从3月21.4万的高点连续4个月回落，叠加前值下修、最新值转负，就业的趋势下行已较为清晰。纵向从结构看，若剔除因世界杯脉冲走弱的休闲餐旅与地方政府非教育部门、因季节性因素放大的地方政府教育部门，住宅建筑、非耐用品制造、零售贸易、金融活动行业就业均出现转负，衡量就业广度的1个月就业扩散指数也从53.2%走低至51.8%。此外，本月的数据质量显著提高，初次问卷反馈率从上月的低点54.4%提升至69.7%，剔除2025年9月的异常（政府停摆扰动）外，已是2023年5月以来新高。

■ **供需结构：失业率的走低仍然来自供给弱而非需求强。**7月失业率意外从4.19%走低至4.09%，预期4.2%。与上月类似，失业率的意外走低几乎完全来自劳动参与率的下降。居民问卷调查显示，7月居民端就业减少8.7万，失业者减少17.8万，整体劳动力减少26.4万，而加上人口自然增长11.6万，7月非劳动力人口共增长38.1万，因此，失业率、就业率、劳动参与率一并走弱。在失业者类型中，重返求职者降幅最大，对应新增劳动力的减少；临时失业者大幅增加，对应世界杯临时就业岗位的裁员。在劳动力供给的减少中，非季调口径下的外国出生劳动力在6—7月连续大幅下降，或与近期美国加大了对非法移民的执法力度有关。

■ **展望与策略启示：26Q3经济数据料持续偏弱，加息预期仍有显著降温空间。**总体来看，7月新增非农就业数据在季节性噪音、世界杯脉冲消退以及趋势因素的共同作用下转负。当前美国劳动力市场供需双弱、相

对均衡的趋势尚未改变，对应“量缩（非农走低）价稳（失业率、时薪持平）”的特征。从当晚资产价格走势来看，市场对于宽货币交易的幅度相对克制，仍然预期年底一次加息。这意味着，市场还在等待近期新的通胀等数据。展望后续，与我们此前的前瞻一致，随着财政与世界杯带来的短期脉冲逐步退潮，以及金融条件收紧的滞后影响显现，26Q3 美国经济或将阶段性降温，这一周期性特征将与 2024—2025 年类似：Q2 美债利率走高和金融条件收紧对需求的抑制，使得 Q3 的非农就业超预期走弱，促成后续 9 月美联储的宽货币，但这次不是促成 9 月降息，而是证伪 9 月加息。因此，我们预计，即将公布的 7 月 CPI、8 月 CPI 和非农、非农的年度校准等重要数据将继续削弱美联储的加息预期，推动美债利率与美元指数下行，并对黄金价格形成支撑。

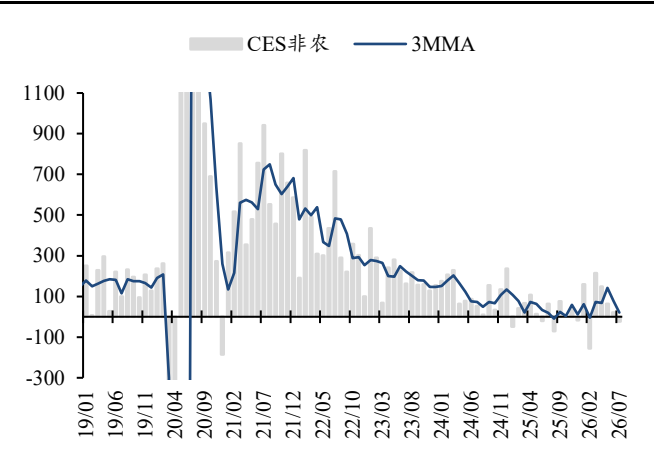
- **风险提示：**特朗普政策变化超预期；美国增长和通胀过热令美联储超预期转鹰；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：美国非农分行业新增就业人数

占比	净月变动 千人	2026/07	2026/06	2026/05	2026/04	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09
100.0%	非农就业	-23	20	63	148	214	-156	160	-17	41	-140	76
85.4%	私营	30	30	61	150	202	-148	180	-7	72	13	68
13.6%	商品	25	14	3	6	33	-21	45	-21	25	-20	11
0.4%	采矿伐木	-2	-2	3	4	3	-1	-2	-1	-1	1	-2
5.3%	建筑	22	5	2	3	15	-21	45	-7	36	-12	16
0.6%	住宅	-1	-4	-6	-2	0	0	2	-3	3	-1	4
0.6%	非住宅	4	4	2	5	2	3	5	3	7	-1	-2
7.9%	制造业	5	11	-2	-1	15	1	2	-13	-10	-9	-3
5.0%	耐用品	18	12	14	1	13	8	6	-5	-3	-9	-5
0.6%	机动车&部件	8	0	3	-5	2	5	1	-4	0	-5	-2
3.0%	非耐用品	-13	-1	-16	-2	2	-7	-4	-8	-7	0	2
71.8%	服务	5	16	58	144	169	-127	135	14	47	33	57
18.1%	商贸运输	-4	-12	9	65	32	-36	38	-33	-65	-11	-18
3.8%	批发贸易	5	3	3	1	-2	8	2	-6	-6	3	9
9.7%	零售贸易	-19	-4	5	24	10	0	13	-24	-1	-15	13
4.2%	运输仓储	10	-11	1	39	25	-46	23	-5	-59	1	-39
1.7%	信息技术	11	-13	-5	-6	1	-23	-27	-6	-5	-6	-1
5.7%	金融活动	-14	-2	-20	-6	-17	2	-39	1	1	-5	4
14.2%	专业商业服务	18	34	6	20	28	4	36	-19	56	-24	-16
1.6%	临时救助服务	3	11	0	11	8	2	19	-14	14	-20	-12
17.6%	教育医保	25	54	24	67	95	-49	119	38	56	44	54
15.1%	医疗&社保	23	41	35	57	93	-30	107	42	60	48	55
10.7%	休闲餐饮	-40	-43	42	-7	44	-31	5	25	-12	41	37
7.8%	餐饮	-26	-12	25	5	28	-39	23	-5	22	43	39
3.8%	其他服务	9	-2	2	11	-14	6	3	8	16	-6	-3
14.6%	政府	-53	-10	2	-2	12	-8	-20	-10	-31	-153	8
1.7%	联邦	-3	1	4	-1	-7	4	-37	-11	-15	-166	-2
3.4%	州政府	7	-3	-2	0	-4	-6	3	-5	-12	-4	10
9.5%	地方政府	-57	-8	0	-1	23	-6	14	6	-4	17	0

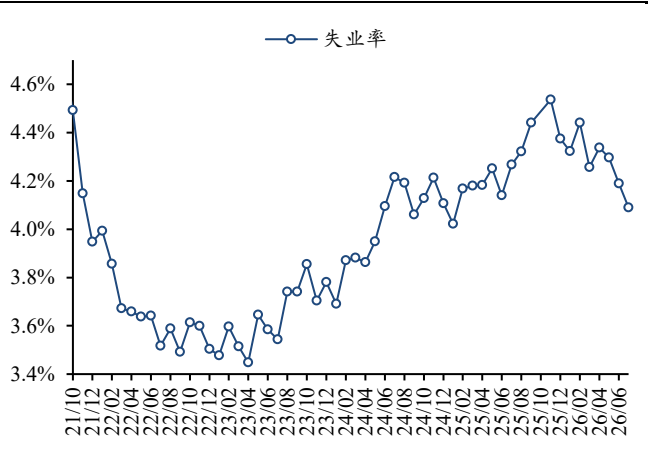
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图2：美国非农新增就业人数



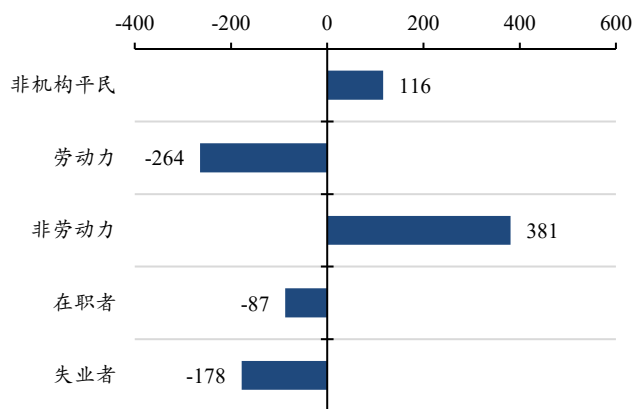
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人

图3：美国失业率



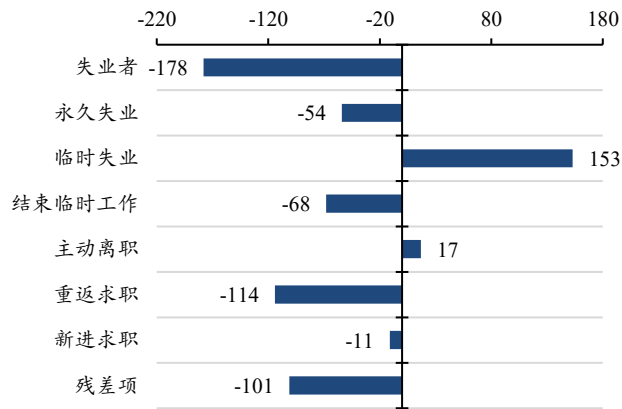
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图4：美国劳务市场7月流量变化



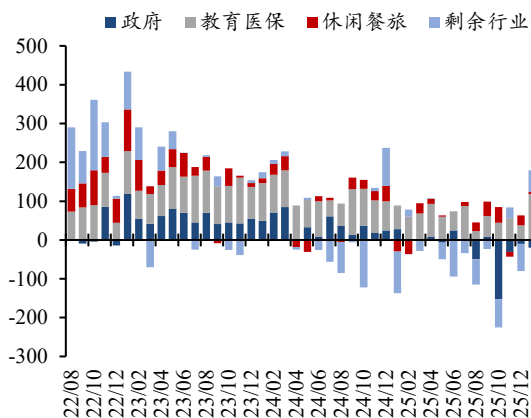
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人，因季调原因分项加总存在残差

图5：美国劳务市场失业者7月流量变化



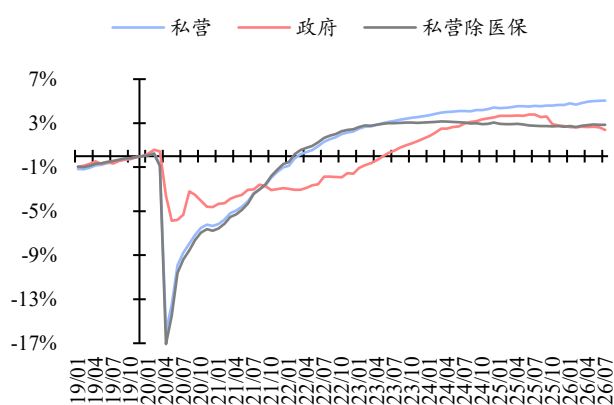
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人，因季调原因分项加总存在残差

图6：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；单位为千人

图7：美国不同行业就业人数相较 2019.12 变化



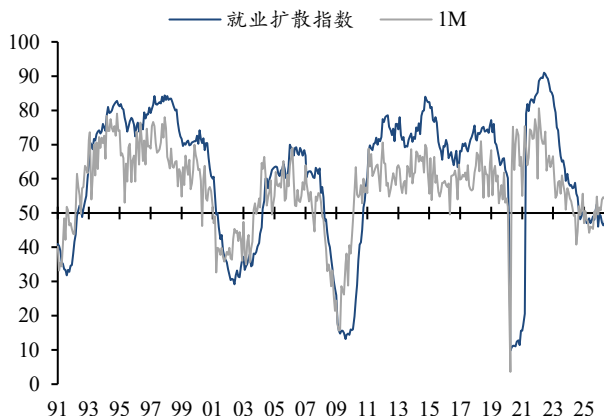
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图8：美国劳务市场总供给、总需求与供需缺口



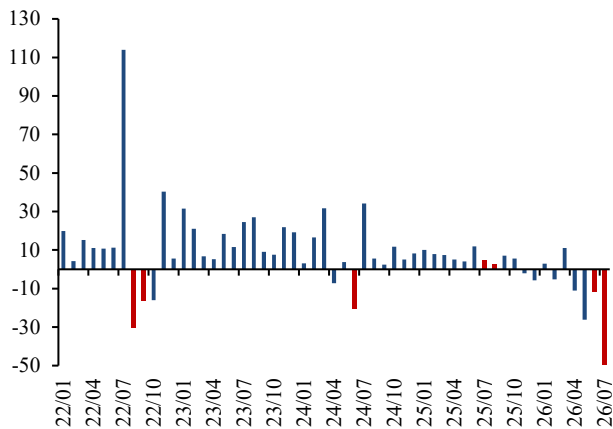
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位百万人，横轴数字为年份后两位，下同

图9：美国就业扩散指数



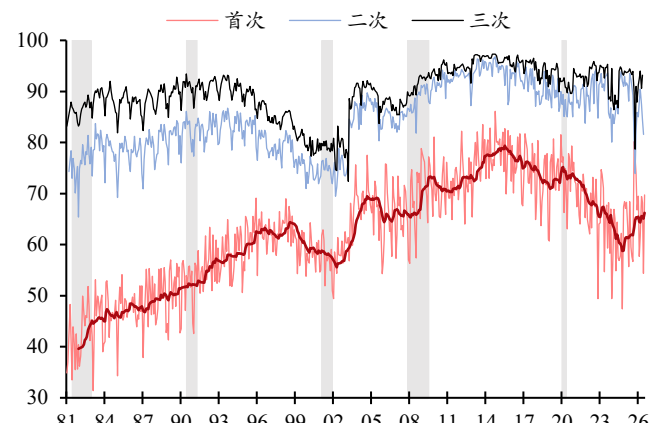
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图10: 美国地方政府教育部门新增就业人数



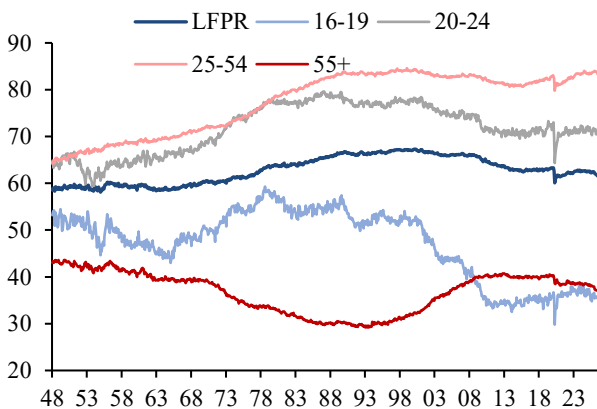
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人

图11: 美国 CES 问卷反馈率



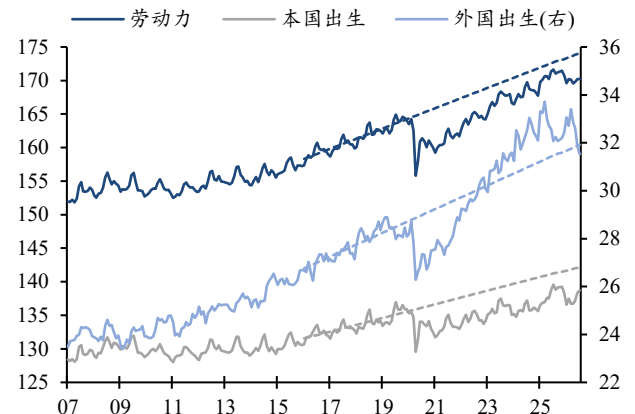
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图12: 不同年龄段美国劳动参与率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图13: 美国劳动力(本国 vs 外国出生)



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 虚线为 2016-19 年趋势线, 未经季调, 单位百万人

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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>