

期货研究报告

金融研究

宏观周报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

非农助力美国走弱交易

报告日期：

2025年9月7日

报告内容摘要：

◆国内：本周风险资产先回落，周五又大涨。商品方面主要受到反内卷小作文影响，后续可能仍将回归现实逻辑，但股市方面应该是整体上升动力还在。从各项指标来看，目前股市并未处于疯狂状态，预期仍有上升可能。从高频指标来看，受益于亚洲、非洲等地区的出口需求，8月出口仍将维持韧性。

◆国外：非农数据进一步确认美国经济走弱趋势。就业市场还有一个关注点在于QCEW修正，即根据详细数据修正2024.3-2025.3月的新增就业人数，今年初步修正在9月9号公布。贝森特预期该值在80万以上，但事实上市场普遍预期大概在90万左右。假如该值突破100万，那么市场恐是另一波腥风血雨。短期内，我们预期还是沿着美国经济走弱的趋势去交易。受关税影响，通胀可能会维持韧性。所以可能也存在一定滞胀交易。但我们倾向于认为通胀是一次性的，不至于形成螺旋式的上升，也就是说最终应该只有滞的交易，而不应该有胀的交易。

◆房地产高频跟踪：30大中城市新房销售面积季节性回落，基本持平于2024年同期。相对之前持续低于2024年同期的情况，目前已有所改善。分能级来看，一、二线城市新房销售基本与去年同步，但三线城市明显高于去年同期。二手房方面，截至8月25日，挂盘价指数整体继续下跌，一、二、三线城市无一幸免。总体来看，随着四大一线城市相继楼市“松限”，新房销售面积整体较前期有所改善，目前已回归至去年同期水平。但二手房市场继续恶化。预期整体政策效果会有，但相对有限，地产整体趋势依然不容乐观。

◆国债：本周债市保持震荡态势。资金面利率再次下移，降至前期低位。央行等量续作3个月买断式逆回购，呵护态度依然明显。周二至周四，股市回落，情绪低迷，债市相对不明显，但周五股市情绪反转，上证指数大幅上攻，债市大幅下滑。从这些表现来看，债市目前对利好不太敏感，利空却较敏感，表明参与机构依然不太看好债市表现。展望后市，当前30年期国债利率已调整至2.03%，最高时曾高达2.05%，10年期国债利率调整至1.76%附近，由于短期内股市高涨情绪可能持续，债市仍有可能调整，但10年期1.8%应是一个关键节点，在此配置盘可能需求提升，限制债市调整空间，我们依然预期短期内债市调整空间相对有限。

◆风险提示：国内政策超预期

目录

一、 先落后升，波动加大	3
(一) 反内卷预期再度来袭	3
(二) 外需：出口高频数据维持高位	3
二、 美国经济下行进一步确认	4
三、 房地产市场跟踪——新房销售回归至 2024 年同期水平	6
四、 国债：利好不敏感，利空较敏感	8

表目录

表 1：8 月新增非农就业人数行业分布	5
表 2：当前降息概率	6

图目录

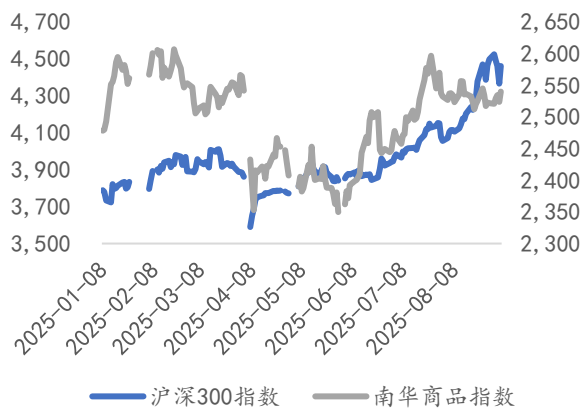
图 1：股市波动加大	3
图 2：国内商品走势偏弱	3
图 3：集装箱吞吐量保持高位	3
图 4：8 月对美出口预计与 7 月持平	3
图 5：亚洲、非洲市场替换欧洲、北美市场	4
图 6：新增非农就业人数（3MMV）来到 3 万以下	5
图 7：教育和保健服务业新增就业人数也在下滑（千人）	5
图 8：劳动参与率与失业率同步上升（%）	6
图 9：政府部门需求岗位快速下降（千人）	6
图 10：30 城销售面积基本持平于 2024 年同期趋势（7DMA）	7
图 11：一线城市销售面积季节性回落（7DMA）	7
图 12：二线城市销售面积季节性回落（7DMA）	7
图 13：三线城市销售面积逆势高于 2024 年同期水平（7DMA）	7
图 14：二手房挂牌价指数继续下跌	7
图 15：一线城市挂牌价持续走低	7
图 16：二线城市挂牌价指数继续走低	8
图 17：三线城市挂牌价指数继续下行	8
图 18：资金利率再次降低（%）	8
图 19：同业存单发行利率略有回升，但整体保持低位（%）	8
图 20：国债利率保持震荡	9

一、先落后升，波动加大

(一)反内卷预期再度来袭

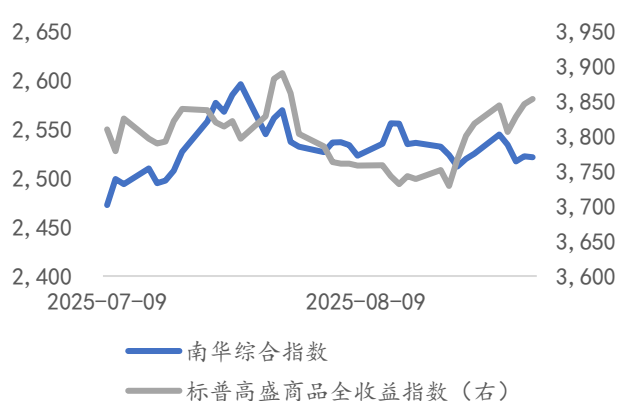
本周风险资产先回落，周五又大涨。商品方面可能受到反内卷小作文影响，后续可能仍将回归现实逻辑，但股市方面应该是整体上升动力还在。从各项指标来看，目前股市并未处于疯狂状态，预期仍有上升可能。

图 1：股市波动加大



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 2：国内商品走势偏弱

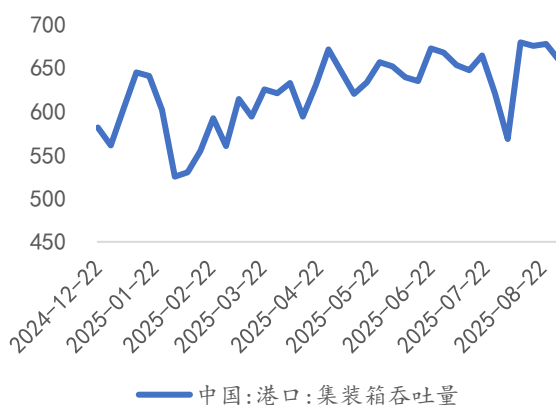


资料来源：Wind 信达期货研究所

(二)外需：出口高频数据维持高位

整个 8 月，除第一周大幅下降外，集装箱吞吐量均保持在高位，表明出口在 8 月表现可能继续维持韧性。今年以来，非洲、亚洲市场出口增速明显高于传统的欧洲和北美洲，表明在关税威胁下，国内企业积极开拓新的出口地，挖掘新的出口需求聊有成效。

图 3：集装箱吞吐量保持高位



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 4：8 月对美出口预计与 7 月持平



资料来源：Bloomberg 信达期货研究所

图 5: 亚洲、非洲市场替换欧洲、北美市场



资料来源: Bloomberg 信达期货研究所

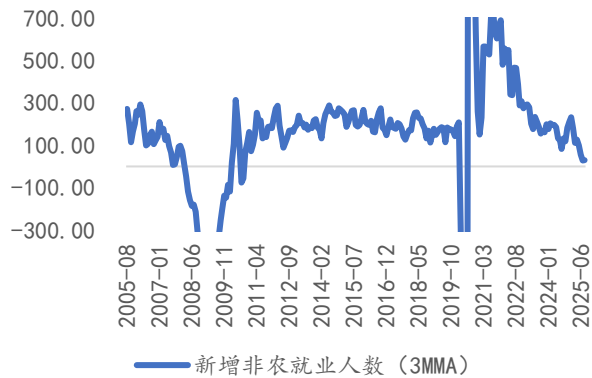
二、美国经济下行进一步确认

美国 8 月非农就业仅增长 2.2 万人, 远不及市场预期的 7.5 万人。7 月上修 0.6 万至 7.3 万, 6 月下修 4 万至 -1.3 万。目前新增非农就业人数三个月均值来到了 3 万以下。分行业来看, 政府部门负增长, 私人部门中商品生产部门负增长, 唯有服务业仍在支撑。服务业中重点领域看教育和保健行业, 以及季节性较强的休闲和酒店业。从趋势上来看, 教育和保健行业新增就业人数也在下降。

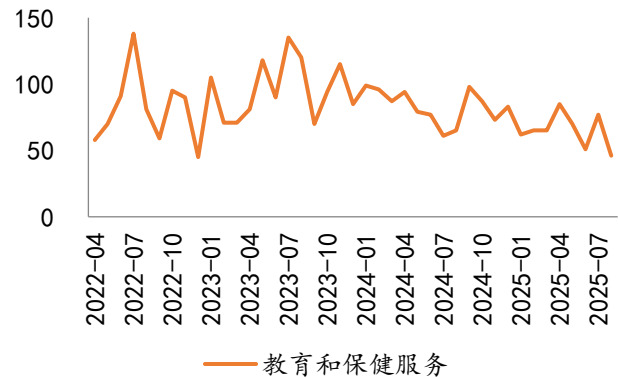
表 1: 8 月新增非农就业人数行业分布

行业 (千人)	2025-08 贡献占比 (%)	2025-07 环比变化
新增非农	22 100.00	79 -57
政府	-16 -72.73	2 -18
联邦政府	-15 -68.18	-10 -5
州政府	-13 -59.09	-5 -8
地方政府	12 54.55	17 -5
私人	38 172.73	77 -39
商品生产	-25 -113.64	-8 -17
采矿业	-6 -27.27	-5 -1
建筑业	-7 -31.82	-1 -6
制造业	-12 -54.55	-2 -10
耐用品	-19 -86.36	5 -24
汽车及零部件	-7.3 -33.18	2 -9.3
非耐用品	7 31.82	-7 14
服务生产	63 286.36	85 -22
批发业	-11.7 -53.18	-8.3 -3.4
零售业	10.5 47.73	7.2 3.3
运输仓储业	3.6 16.36	6.3 -2.7
公用事业	-0.8 -3.64	0.6 -1.4
信息业	-5 -22.73	-7 2
金融活动	-3 -13.64	9 -12
专业和商务服务	-17 -77.27	-10 -7
教育和保健服务	46 209.09	77 -31
医疗保健和社会援助	46.8 212.73	71.6 -24.8
休闲和酒店业	28 127.27	6 22
其他服务业	12 54.55	5 7

资料来源: Wind 信达期货研究所

图 6: 新增非农就业人数 (3MMV) 来到 3 万以下


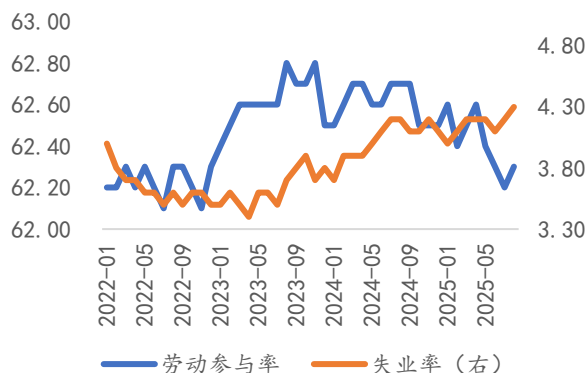
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 7: 教育和保健服务业新增就业人数也在下滑 (千人)


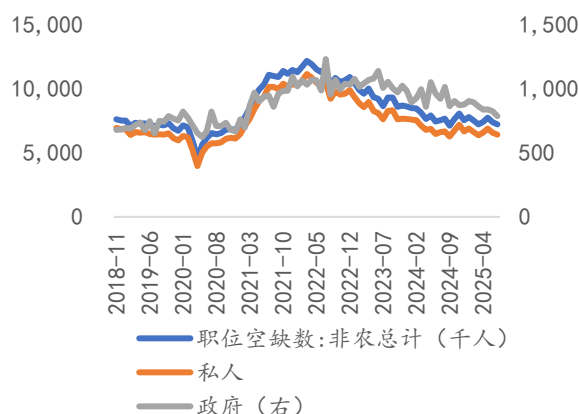
资料来源: Wind 信达期货研究所

失业率 4.3%，市场预期 4.3%，前值 4.2%。参与率的上升导致失业率上升。4.3%的失业率已是 2021 年 11 月以来新高。假如劳动参与率持续上升的话，在当前疲弱的就业环境中，失业率可能继续走高。

结合职位空缺数来看，私人部门需求岗位总数仍在震荡区间内，一直下降的是政府部门需求岗位。不过总体来看，就业市场下行趋势无疑。之前有争议的点在于移民人口减少导致劳动力市场供给收缩，从而限制了新增非农人数表现，但现在来看，需求端的影响更加显著。数据发布后，美元、美债利率急速下行，黄金再得新高。市场完全定价 9 月降息 25bp 概率，甚至于预期接下来的 9 月、10 月以及 12 月会议均会降息 25bp。

图 8：劳动参与率与失业率同步上升（%）


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 9：政府部门需求岗位快速下降（千人）


资料来源：Wind 信达期货研究所

表 2：当前降息概率

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
09/17/2025	-1.086	-108.6%	-0.271	4.060	0.250
10/29/2025	-1.856	-77.0%	-0.464	3.868	0.250
12/10/2025	-2.752	-89.6%	-0.688	3.643	0.250
01/28/2026	-3.316	-56.4%	-0.829	3.502	0.250
03/18/2026	-3.901	-58.5%	-0.975	3.356	0.250
04/29/2026	-4.286	-38.5%	-1.071	3.260	0.250
06/17/2026	-4.895	-61.0%	-1.224	3.108	0.250
07/29/2026	-5.226	-33.0%	-1.306	3.025	0.250
09/16/2026	-5.596	-37.0%	-1.399	2.932	0.250
10/28/2026	-5.746	-15.0%	-1.436	2.895	0.250
12/09/2026	-5.865	-12.0%	-1.466	2.865	0.250
01/27/2027	-6.016	-15.0%	-1.504	2.828	0.250
03/17/2027	-6.151	-13.5%	-1.538	2.794	0.250
04/28/2027	-6.046	+10.5%	-1.511	2.820	0.250
06/09/2027	-5.818	+22.7%	-1.455	2.877	0.250
07/28/2027	-5.566	+25.3%	-1.391	2.940	0.250
09/15/2027	-5.561	+0.4%	-1.390	2.941	0.250
10/27/2027	-5.466	+9.6%	-1.366	2.965	0.250

资料来源：Bloomberg 信达期货研究所

就业市场还有一个关注点在于 QCEW 修正，即根据详细数据修正 2024.3-2025.3 月的新增就业人数，今年初步修正在 9 月 9 号公布。贝森特预期该值在 80 万以上，但事实上市场普遍预期大概在 90 万左右。假如该值突破 100 万，那么市场恐是另一波腥风血雨。

短期内，我们预期还是沿着美国经济走弱的趋势去交易。受关税影响，通胀可能会维持韧性。所以可能也存在一定滞胀交易。但我们倾向于认为通胀是一次性的，不至于形成螺旋式的上升，也就是说最终应该只有滞的交易，而不应该有胀的交易。

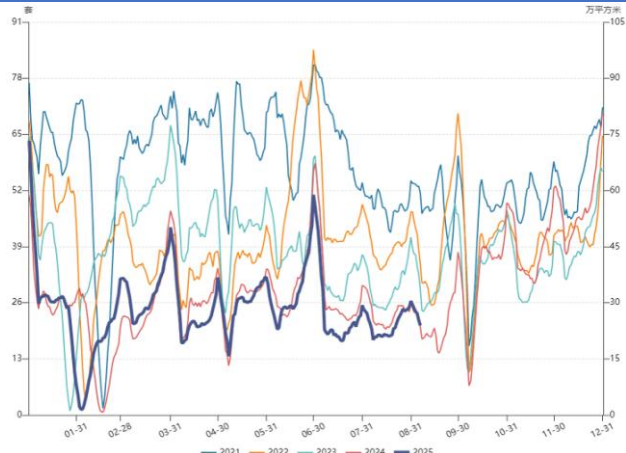
三、房地产市场跟踪——新房销售回归至 2024 年同期水平

高频数据方面，我们继续重点观察房地产。30 大中城市新房销售面积季节性回落，基本持平于 2024 年同期。相对之前持续低于 2024 年同期的情况，目前已有所改善。分能级来看，一、二线城市新房销售基本与去年同步，但三线城市明显高于去年同期。

二手房方面，截至 8 月 25 日，挂盘价指数整体继续下跌，一、二、三线城市无一幸免。

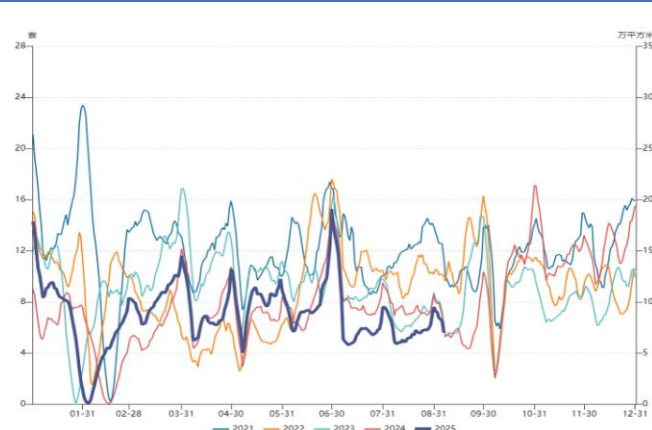
总体来看，随着四大一线城市相继楼市“松限”，新房销售面积整体较前期有所改善，目前已回归至去年同期水平。但二手房市场继续恶化。预期整体政策效果会有，但相对有限，地产整体趋势依然不容乐观。

图 10: 30 城销售面积基本持平于 2024 年同期趋势 (7DMA)



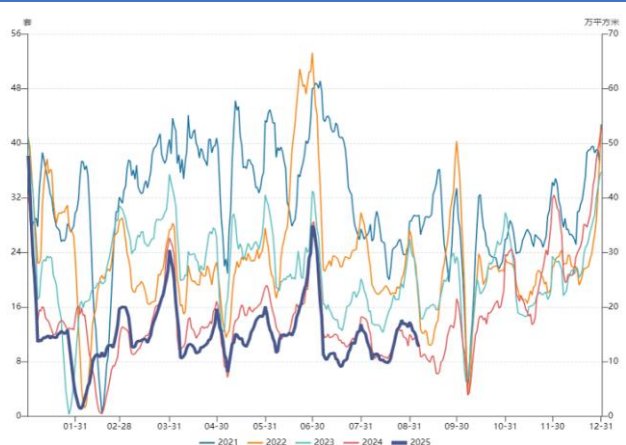
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 11: 一线城市销售面积季节性回落 (7DMA)



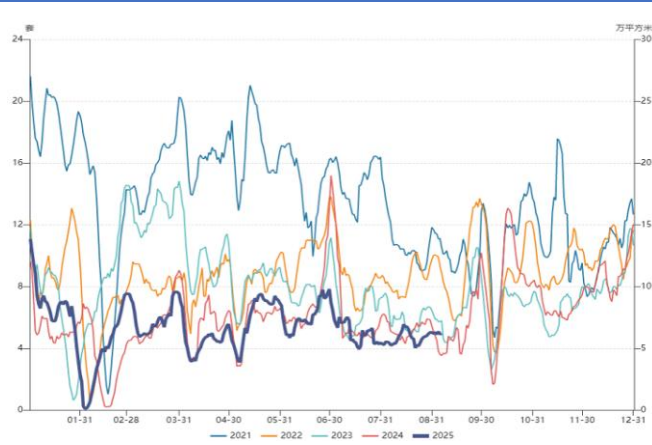
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 12: 二线城市销售面积季节性回落 (7DMA)



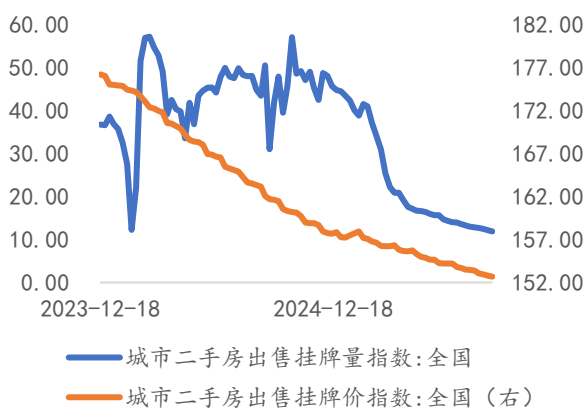
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 13: 三线城市销售面积逆势高于 2024 年同期水平



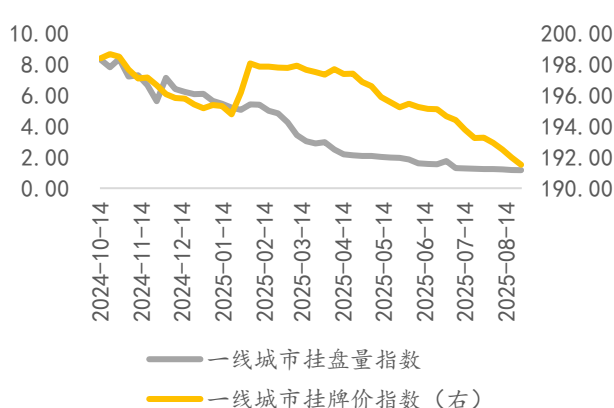
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 14: 二手房挂牌价指数继续下跌

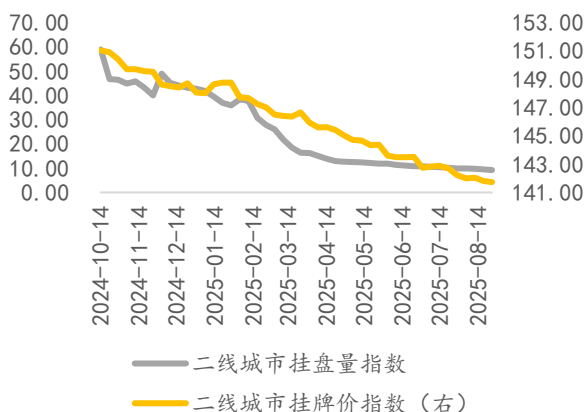


资料来源: Wind 信达期货研究所

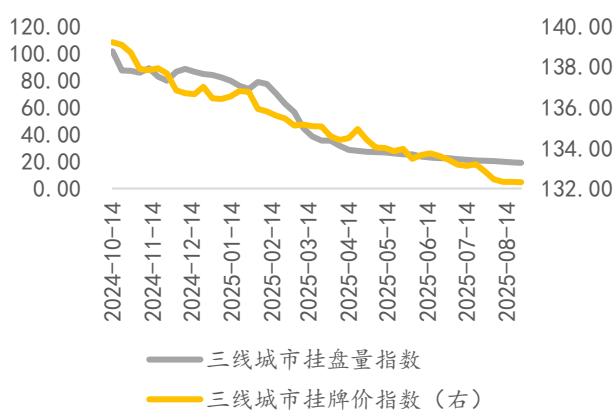
图 15: 一线城市挂牌价持续走低



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 16: 二线城市挂牌价指数继续走低


资料来源: Wind 信达期货研究所

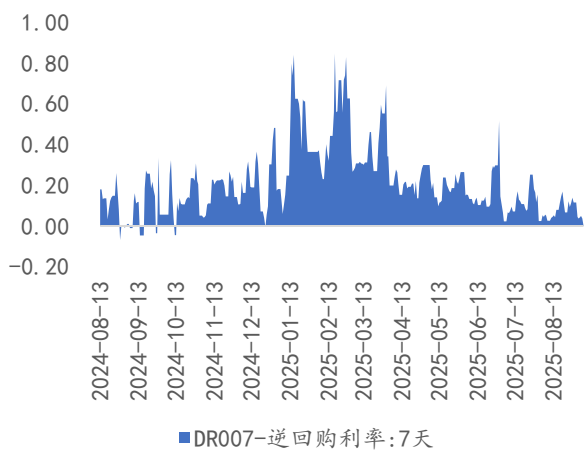
图 17: 三线城市挂牌价指数继续下行


资料来源: Wind 信达期货研究所

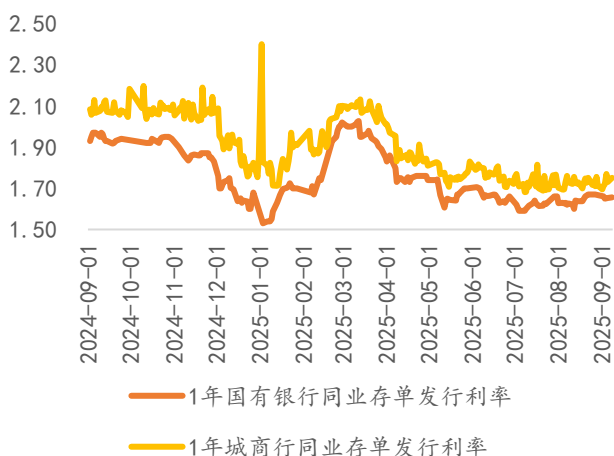
四、国债：利好不敏感，利空较敏感

本周债市保持震荡态势。资金面利率再次下移，降至前期低位。央行等量续作 3 个月买断式逆回购，呵护态度依然明显。周二至周四，股市回落，情绪低迷，债市相对不明显，但周五股市情绪反转，上证指数大幅上攻，债市大幅下滑。从这些表现来看，债市目前对利好不太敏感，利空却较敏感，表明参与机构依然不太看好债市表现。

展望后市，当前 30 年期国债利率已调整至 2.03%，最高时曾高达 2.05%，10 年期国债利率调整至 1.76% 附近，由于短期内股市高涨情绪可能持续，债市仍有可能调整，但 10 年期 1.8% 应是一个关键节点，在此配置盘可能需求提升，限制债市调整空间，我们依然预期短期内债市调整空间相对有限。

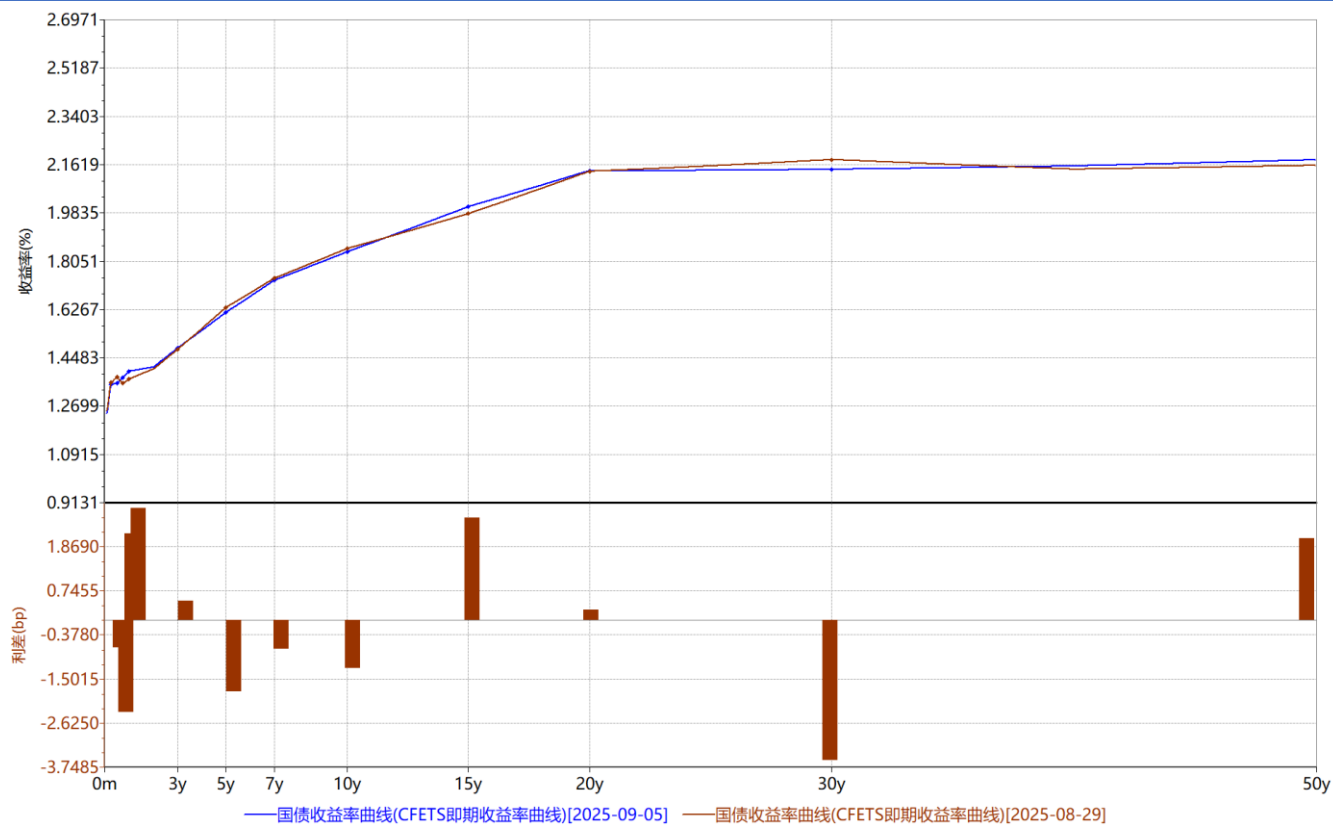
图 18: 资金利率再次降低 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 19: 同业存单发行利率略有回升，但整体保持低位 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 20: 国债利率保持震荡



资料来源: Wind 信达期货研究所

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司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。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

评级说明

走势评级	短期(1个月以内)	中短期(1-3个月)	中长期(3-6个月)	长期(6个月以上)
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅 -5%-+5%	振幅 -5%-+5%	振幅 -5%-+5%	振幅 -5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为上海国际能源交易中心、广州期货交易所会员，为中国证券业协会观察员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

13家分公司 5家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
福建分公司、苏州分公司、四川分公司
宁波分公司、东北分公司、广东分公司
上海分公司、湖北分公司、山东分公司
上海浦东分公司

北京营业部、哈尔滨营业部

石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App

