

2025年04月06日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

非农超预期，但对市场影响有限

——海外观察：美国2025年3月非农数据点评

投资要点

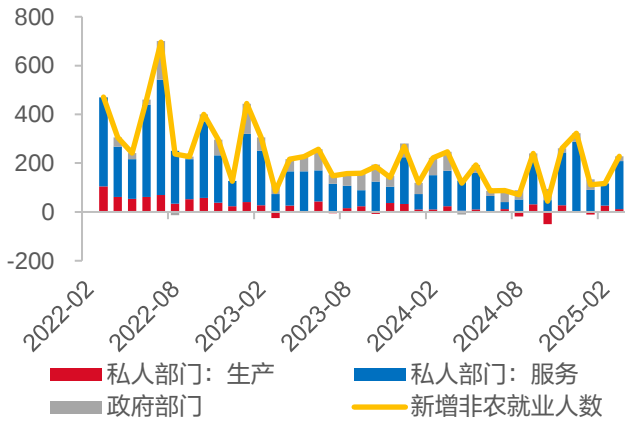
- **事件：**当地时间4月4日，美国非农就业数据发布，美国3月季调后非农就业人口增22.8万人，预期增13.5万人，前值从增15.1万人修正为增11.7万人。3月失业率4.2%，预期4.1%，前值4.1%。
- **核心观点：**美国3月非农新增就业大幅超预期，不过前值遭到下修。分行业来看，主要受天气回暖、罢工恢复以及美国春假的影响，零售和休闲住宿就业新增强劲；另一方面，联邦政府裁员规模边际减弱，同时，州/地方政府雇佣回升导致政府部门就业小幅上升；生产部门就业普遍小幅回落。劳动参与率和失业率均小幅上升，或受新生劳动力增加的影响。总的来看，美国就业市场仍有韧性，但当前对市场的影响有限，反而给予美联储在关税效果显现前按兵不动的“底气”。
- **服务业部门就业市场强劲。**受寒潮消退、罢工恢复以及美国春假的影响，零售和休闲住宿为本次就业回暖的主要贡献项，分别新增2.4万人和4.3万人，同时较上月分别多增6万人和2.6万人。工资方面，零售和休闲住宿的时薪增速上升较快，3月时薪环比增速分别上行0.7%和0.6%。综合来看，服务业就业市场的强劲是本次非农数据超预期的主要原因。
- **政府部门就业回暖。**联邦政府裁员依然进行时，其3月的就业岗位减少0.4万人，但裁员规模边际减弱，裁员峰值或已经过去。同时，州政府和地方政府雇佣分别增加0.6万人和1.7万人，使政府部门整体就业形势好转。
- **生产部门就业普遍小幅回落。**生产部门整体就业新增1.2万人，较上月数据减少1.4万人。主要受耐用品制造业和采矿伐木拖累，分别减少0.3万人和0.2万人。工资方面，耐用品制造业时薪反而环比增加1.0%，为3月私人部门工资环比增速最高。同时，JOLTS耐用品制造业职位空缺数在2025年开始持续保持高位（2月：35.2万人）。美国制造业就业市场或仍然存在结构性失业的问题。
- **劳动参与率与失业率均小幅上升。**16岁以上劳动参与率反弹至62.5%，前值62.4%。分年龄段看，20到24岁劳动参与率上升至72.1%，前值71.3%；25到54岁劳动参与率下降至83.3%，前值为83.5%。3月失业率小幅上行至4.2%，前值为4.1%。本月失业的主要贡献项为新生劳动力，其失业人数从2月的66万人上升至74万人，或是由于3月是美国学校春季毕业期间，新生劳动力会普遍增加，导致劳动参与率（24岁以下）与失业率的同步上行。
- **移民人数3月继续增加，或使就业市场保持温和稳定。**我们通过美国劳工局公布的本土出生劳动参与率和对劳动力人数进行计算，可以得到一个粗略的移民估值。值得注意的是，美国移民人数自特朗普胜选之后不降反增。我们统计2024年1月-10月，劳工局CPS调查移民人口数达到100万人。然而，自特朗普2024年11月胜选以来，移民人数涨到了180万人，或是由于出现“移民提前潮”（与“抢出口”类似），移民涌入或填补兼职空缺，使得后续美国就业市场短期内保持相对温和稳定的态势。
- **非农数据对市场的影响不大，但给了鲍威尔“底气”。**非农数据公布之后，美债利率及美元指数小幅回升，但市场仍受“对等关税”影响，避险情绪浓厚。美联储主席鲍威尔当天表示“美联储有条件等一等，再考虑是否调整政策”，未来几个月关税对通胀的影响或是评估是否继续降息的关键。
- **风险提示：**美国通胀上行超预期，美国经济下行超预期。

图1 美国非农就业岗位和时薪增速数据按部门拆分

	新增就业（环比，千人）						趋势	时薪增速（环比，%）					
	2025年3月	2025年2月	2025年1月	2024年12月	2024年11月	2024年10月		2025年3月	2025年2月	2025年1月	2024年12月	2024年11月	2024年10月
新增非农就业人数	228.0	117.0	111.0	323.0	261.0	44.0							
私人部门	209.0	116.0	79.0	287.0	244.0	-1.0		0.3	0.2	0.4	0.2	0.4	0.4
生产	12.0	26.0	-11.0	4.0	28.0	-50.0		0.5	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
采矿伐木	-2.0	4.0	-3.0	-1.0	1.0	-1.0		0.2	0.1	0.7	-0.3	0.2	0.2
建筑	13.0	14.0	-3.0	15.0	6.0	1.0		0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2
制造	1.0	8.0	-5.0	-10.0	20.0	-50.0		0.7	0.5	0.6	0.2	0.3	0.3
制造：耐用品	-3.0	7.0	-7.0	-15.0	27.0	-46.0		1.0	0.4	0.7	0.1	0.4	0.4
计算机/电子设备	0.1	-2.0	-2.3	-4.4	-4.5	-2.5							
运输设备	-1.1	6.1	-11.9	-3.7	31.9	-42.1							
服务	197.0	90.0	90.0	283.0	216.0	49.0		0.2	0.2	0.4	0.2	0.4	0.4
贸易运输和公用事业	48.0	21.0	54.0	81.0	19.0	-10.0		0.5	0.1	0.4	-0.2	0.4	0.4
批发	-2.0	5.4	-4.3	13.0	5.1	6.1		0.4	0.3	0.2	-0.2	0.4	0.2
零售	23.7	-1.8	35.7	34.4	-13.5	-6.6		0.7	0.2	0.4	-0.3	0.8	0.6
运输和仓储	22.9	16.2	21.3	34.4	27.7	-9.0		0.3	0.1	0.3	0.1	0.2	0.3
公用事业	3.0	1.6	1.4	-0.8	-0.3	-0.8		0.4	-0.2	0.0	0.3	-0.3	1.1
信息咨询	-2.0	1.0	-4.0	17.0	5.0	-7.0		0.2	0.0	0.7	-0.7	-0.2	2.1
金融活动	9.0	16.0	14.0	12.0	16.0	3.0		0.5	0.3	0.5	0.4	0.1	0.5
房地产和租赁	2.1	4.6	4.2	0.9	0.6	-0.7							
专业和商业	3.0	7.0	-35.0	36.0	37.0	-34.0		0.2	0.3	0.2	0.4	0.6	0.5
专业技术	5.7	-6.2	-2.4	18.3	12.6	-1.4							
教育和保健	77.0	60.0	62.0	83.0	73.0	87.0		0.2	0.1	0.3	0.2	0.5	0.2
休闲和住宿	43.0	-17.0	-14.0	47.0	54.0	9.0		0.6	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3
住宿和餐饮	30.6	-25.7	-28.9	43.5	24.5	10.4							
艺术和娱乐	12.3	8.7	14.7	3.3	30.1	-1.4							
其他	19.0	2.0	13.0	7.0	12.0	-3.0		0.6	0.1	0.6	0.2	0.2	0.4
政府部门	19.0	1.0	44.0	36.0	17.0	45.0							
联邦	-4.0	-11.0	3.0	3.0	-2.0	3.0							
州政府	6.0	-4.0	12.0	19.0	9.0	16.0							
地方政府	17.0	16.0	17.0	14.0	10.0	26.0							

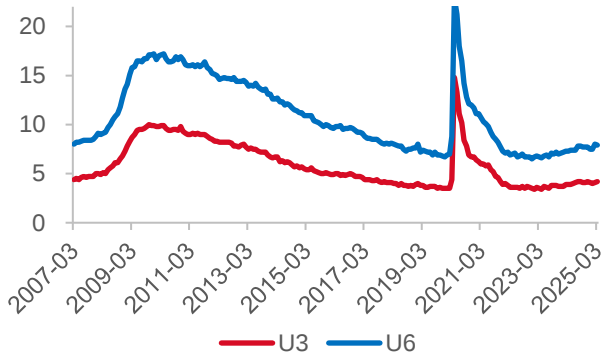
资料来源：BLS，东海证券研究所

图2 美国 3 月非农新增就业超预期上升，千人



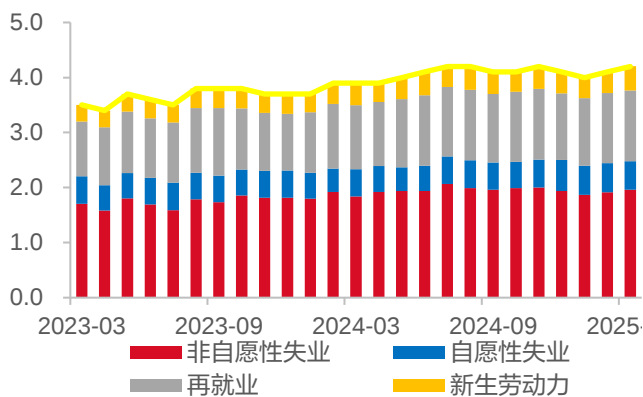
资料来源：BLS，东海证券研究所

图3 美国 3 月失业率小幅上行，%



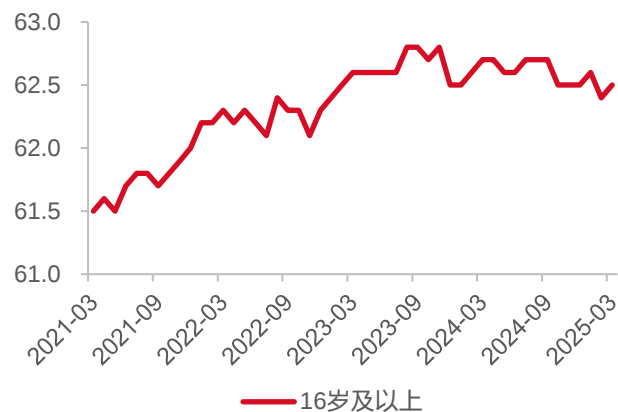
资料来源：BLS，东海证券研究所

图4 美国 3 月失业率按失业原因拆分, %



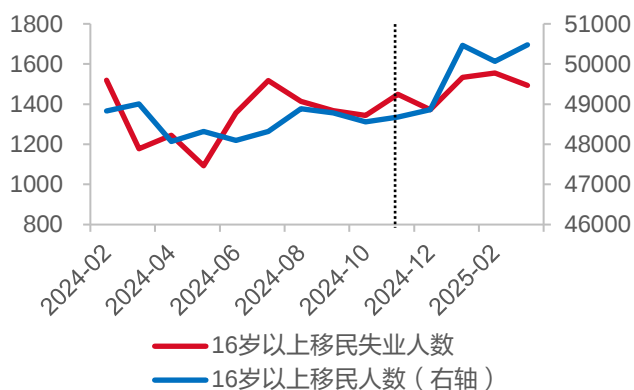
资料来源：BLS，东海证券研究所

图5 美国 3 月劳动参与率小幅上行, %



资料来源：BLS，东海证券研究所

图6 美国移民人数自特朗普胜选以来反而上涨, 千人, 千人



资料来源：BLS，东海证券研究所

图7 美国 CPS 兼职人数不断上升, 或由于“抢移民”, 千人, 千人



资料来源：BLS，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089