

2025 年 04 月 05 日

非农就业已非当前美国市场主要矛盾

——美国 3 月非农就业数据点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● 新增非农就业超预期，但失业率略有上行，趋势仍在走软

1. 新增非农就业上升较多，且超过市场预期，但前值有较大下修

3 月美国新增非农就业 22.8 万人，较 2 月份初值上升较多，且高于市场预期。1 月、2 月新增非农累计下修 4.8 万，幅度较大。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 15.2 万人，较前值下行幅度不小。结构上看，私人服务新增就业仍是当前就业的核心，其中休闲酒店就业由负转正，政府部门就业亦有所走强。

2. 劳动参与率、失业率略有上行，薪资环比增速下行

3 月美国劳动参与率录得约 62.5%，失业率为约 4.2%，均较 2 月略超预期上升。从 3 月劳动参与率以及失业率的表现来看，劳动参与率的上行主要由非主力劳动人群贡献，或显示当前美国经济预期出现一定程度下降的背景下，青少年与老年人部分进入了劳动力市场。再来看失业率成因，相较于 2 月，3 月永久性失业、首次就业者占比上升较多。1-3 月永久性失业者占比处于上升状态，或显示当前美国劳动力市场处于趋势性下滑中。

3 月美国非农就业时薪录得 36.0 美金，同比上升 3.8%，环比上升 0.3%，分别较 2 月下降 0.2 个百分点、上升 0.1 个百分点。结合当前失业率的小幅回升看，后续薪资增速可能持续承压，居民消费持续上行的支撑作用也将逐渐下降。

● 美国就业市场可能继续走弱，但已非市场主要矛盾

3 月非农数据表现相对较好，或部分缓解了市场对美国经济衰退的担忧。但我们需要注意的是，非农就业已不是市场的主要矛盾。具体而言：

第一，美国居民的消费信心指数等经济“软数据”向经济“硬数据”传导需要一定时间，美国就业后续或面临持续下滑压力。自特朗普政府上台后，由于其强硬推行驱逐非法移民、政府减支、增加关税等政策，美国居民的经济预期不断下滑。3 月密歇根大学居民消费者信心指数、预期指数、现状指数分别录得 57、52.6、63.8，均较 2 月大幅回落。考虑到经济运行与居民社会预期密切相关，若预期持续走弱，则企业与居民大概率将会减少投资和相关支出，“软数据”经过一定时间会传导至“硬数据”。此外，联邦政府裁员等政策仍在持续，后续美国非农就业可能面临持续下滑压力。

第二，特朗普对等关税“大棒”之下，当前非农就业已不是当前市场的主要矛盾，关注对等关税的实际执行力度。特朗普政府在 4 月 3 日（北京时间）发布了超出市场预期的对等关税方案，对市场风险偏好产生了非常大的压制。虽然从目前的情况来看，越南、欧盟等国/地区已经与美国进行了一定程度的谈判，最后的关税执行或有不同程度的豁免。但特朗普政府实施关税政策的重要目的之一便是减少美国贸易逆差，因此我们认为对关税政策的实际执行力度不能过于乐观。如果关税政策执行相对强力，对美国企业和经济的负面冲击将会持续显现。在此背景下，当前非农就业已不是市场的主要矛盾，我们更多的要关注关税实际的执行情况。

对各类资产价格而言，当前数据虽然部分有助于打消市场对美国经济的担忧，但若特朗普的政策（对等关税、政府减支、驱逐非法移民等）没有出现稳定预期，叠加减税政策尚无法快速退出，或依旧对市场风险偏好产生压制。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《特朗普对等关税及影响的几点理解——宏观经济点评》-2025.4.3

《预计 Q1 GDP 约 5.2%，Q2 关注关税扰动——兼评 3 月 PMI 数据》-2025.4.1

《必要时推出新的增量政策——宏观经济专题》-2025.3.31

目 录

1、新增非农就业超预期，但失业率略有上行，趋势仍在走软.....	3
1.1、新增非农就业上升较多，且超过市场预期，但前值有较大下修.....	3
1.2、劳动参与率、失业率略有上行，但永久失业者占比持续上行.....	4
1.3、薪资环比增速继续下行，工作时长维持低位.....	5
1.4、非制造业 PMI 就业指数、就业扩散指数均有所走弱.....	6
1.5、劳动力市场供需关系压力边际下降.....	6
2、美国就业市场可能继续走弱，但已非市场主要矛盾.....	8
3、风险提示.....	9

图表目录

图 1：3 月美国新增非农就业人数上升较多，但趋势仍在走软.....	3
图 2：3 月失业率、劳动参与率均略有提升.....	4
图 3：3 月 25-54 岁区间人口劳动参与率略有下滑.....	4
图 4：3 月永久性失业占比继续回升.....	5
图 5：3 月因经济原因从事兼职工作人员数量有所减少.....	5
图 6：3 月时薪环比增速有所下行.....	5
图 7：3 月美国周工作时长维持不变.....	5
图 8：制造业、专业和商业服务薪资同比增速较高.....	6
图 9：非制造业 PMI 就业下降较多.....	6
图 10：就业扩散指数短期承压.....	6
图 11：2 月职位空缺数、空缺率均下行.....	7
图 12：2 月员工离职率、裁员率保持稳定.....	7
图 13：2 月美国劳动力缺口下降较多.....	7
图 14：密歇根大学消费者信心指数持续下滑.....	8
表 1：3 月非农新增就业细项及变动.....	4

事件：美国公布 3 月最新就业数据。其中新增非农就业 22.8 万，失业率为 4.2%，超出市场预期。平均时薪同比增长 3.8%，低于市场预期。

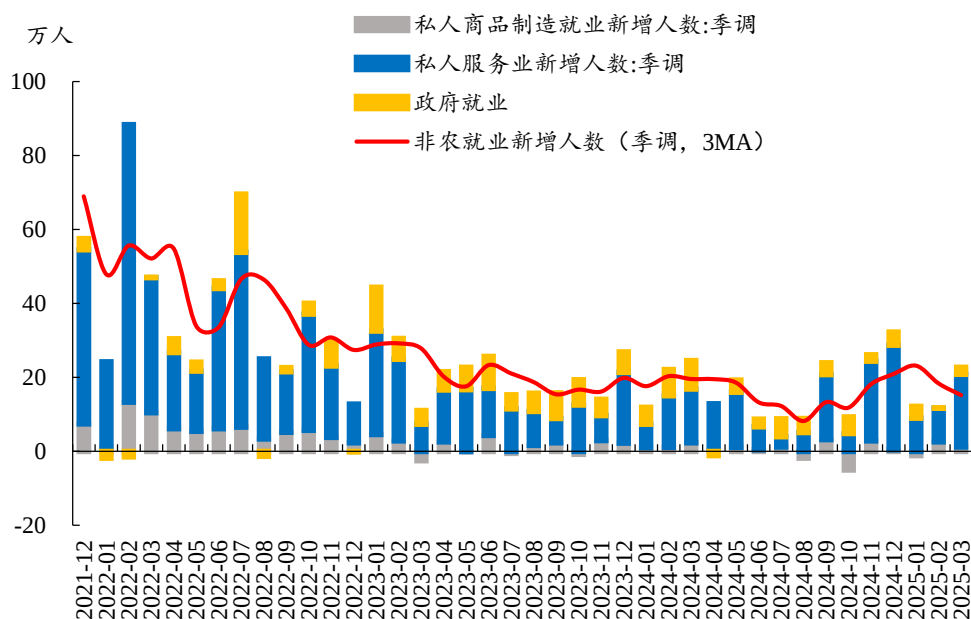
1、新增非农就业超预期，但失业率略有上行，趋势仍在走软

1.1、新增非农就业上升较多，且超过市场预期，但前值有较大下修

3 月美国新增非农就业 22.8 万人，较 2 月份初值（15.1 万）上升较多，且高于市场预期的 14 万。1 月、2 月新增非农就业分别下修 1.4 万、3.4 万，两个月累计下修 4.8 万，总体修正幅度较大¹。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 15.2 万人，较前值下行幅度不小。虽然 3 月非农数据相对较好，但 1、2 月就业数据的较大幅下修，可能意味着后续 3 月数据也将面临不小的下修。

结构上看，私人服务新增就业仍是当前就业的核心，其中休闲酒店就业由负转正，政府部门就业亦有所走强。3 月私人部门就业增加约 20.9 万（商品制造增加 1.2 万，服务业增加 19.7 万），政府就业新增 1.9 万。分行业来看，零售业、休闲和酒店业、教育和保健服务新增就业较多，分别为 2.4 万、4.3 万、7.7 万。此外，联邦政府就业继续减少 0.4 万，但州和地方政府增加 2.3 万。总体看，3 月非农就业数据显示当前美国劳动力市场尚有韧性，并未出现市场担心的明显受到特朗普新政的负面冲击。但需要注意的是，美国劳动力市场的趋势仍在走软。

图1：3 月美国新增非农就业人数上升较多，但趋势仍在走软



数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 因非农数据会经历 2 次月度修正，本次 1 月数据为第 2 次修正。

表1：3月非农新增就业细项及变动

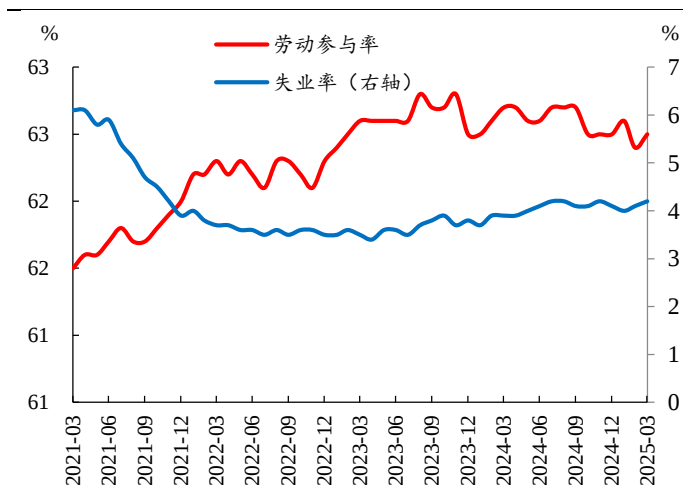
行业(千人)	占比 (%)	较2月变化	2025-03	2025-02	2025-01	近3月平均
总体新增非农	100.0	111	228	117	111	152
私人部门	91.7	93	209	116	79	135
采矿业	-0.9	-6	-2	4	-3	0
建筑业	5.7	-1	13	14	-3	8
制造业	0.4	-7	1	8	-5	1
批发业	-0.9	-7	-2	5	-4	0
零售业	10.4	26	24	-2	36	19
运输仓储业	10.0	7	23	16	21	20
公用事业	1.3	1	3	2	1	2
信息业	-0.9	-3	-2	1	-4	-2
金融活动	3.9	-7	9	16	14	13
专业和商业服务	1.3	-4	3	7	-35	-8
教育和保健服务	33.8	17	77	60	62	66
休闲和酒店业	18.9	60	43	-17	-14	4
其他服务业	8.3	17	19	2	13	11
政府就业	8.3	18	19	1	32	17
联邦政府	-1.8	7	-4	-11	3	-4
州和地方政府	10.1	11	23	12	29	21

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率、失业率略有上行，但永久失业者占比持续上行

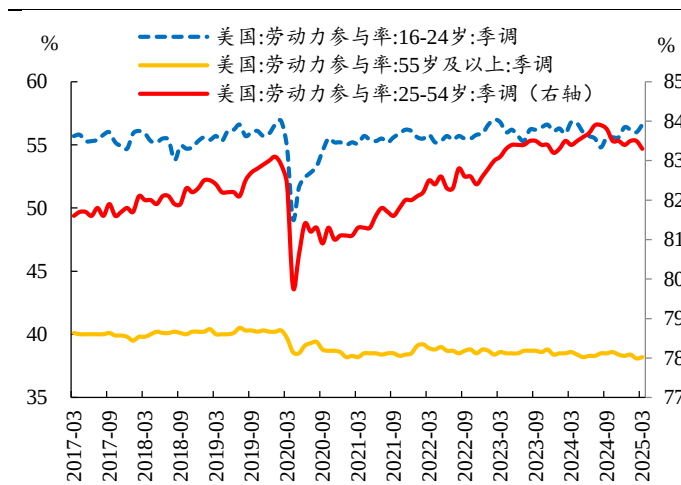
3月美国劳动参与率录得约62.5%，失业率为4.2%，均较2月略超预期上升。具体来看，3月份调查城市人口增加17.6万，劳动力人口增加23.2万。总就业人口增加20.1万，失业人口增加3.1万，劳动参与率上升0.04个百分点至62.48%。失业率上升0.013个百分点至4.152%，均略超市场预期。年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率处于在83.3%的较高水平区间，但略有下滑。其他年龄段劳动参与率均有上升。族裔方面，白人、西班牙裔失业率有所下降，黑人、亚裔失业率有所上升，与2月变化相反。从3月劳动参与率以及失业率的表现来看，劳动参与率的上行主要由非主力劳动人群贡献，或显示在当前美国经济预期出现一定程度下降的背景下，青少年与老年人部分进入了劳动力市场。

图2：3月失业率、劳动参与率均略有提升



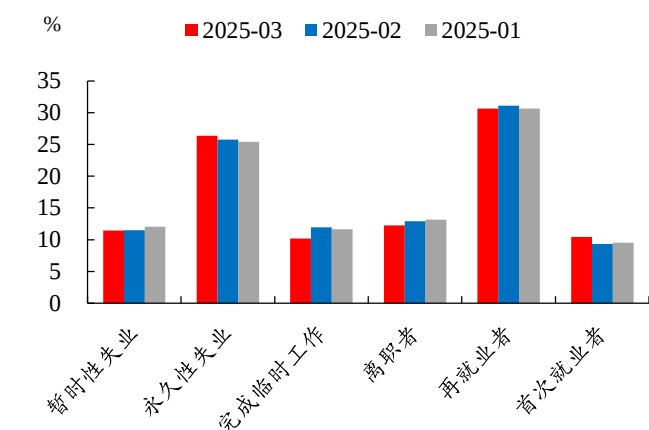
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：3月25-54岁区间人口劳动参与率略有下滑

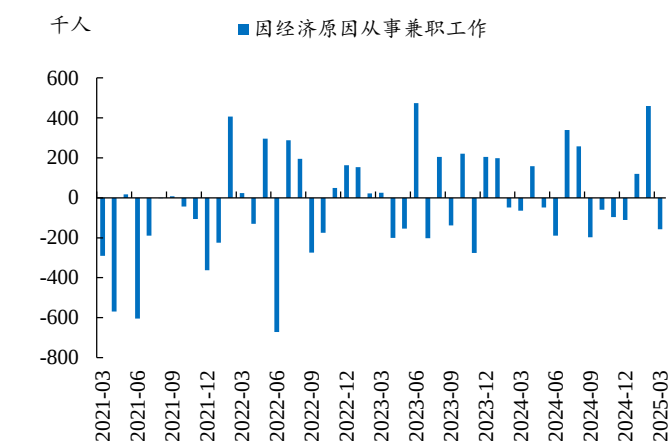


数据来源：Wind、开源证券研究所

再来看失业率成因，相较于 2 月，3 月永久性失业、首次就业者占比上升较多，再就业者、完成临时工作、离职者占比有所下降。此外，因经济原因从事兼职工作的人员数量有所下滑。1-3 月永久性失业者占比处于上升状态，或显示当前美国劳动力市场处于趋势性下滑中。

图4：3 月永久性失业占比继续回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

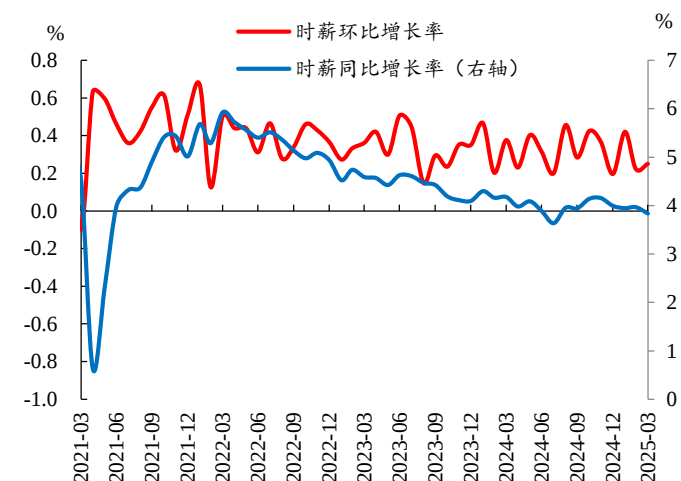
图5：3 月因经济原因从事兼职工作人员数量有所减少


数据来源：Wind、开源证券研究所

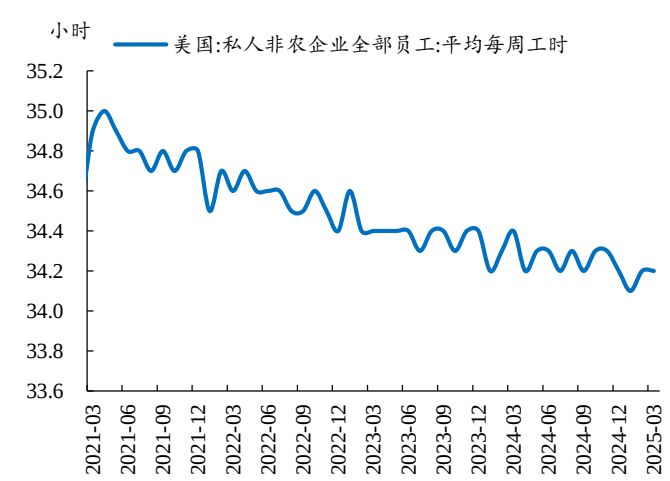
1.3、薪资环比增速继续下行，工作时长维持低位

3 月美国非农就业时薪录得 36.0 美金，同比上升 3.8%，环比上升 0.3%，分别较 2 月下降 0.2 个百分点、上升 0.1 个百分点。具体来看，制造业、专业和商业服务薪资同比增长较多，制造业、零售业薪资环比增长较多。总的看，教育和保健服务薪资环比增速较低，或是整体薪资环比增速边际下行的的重要原因。

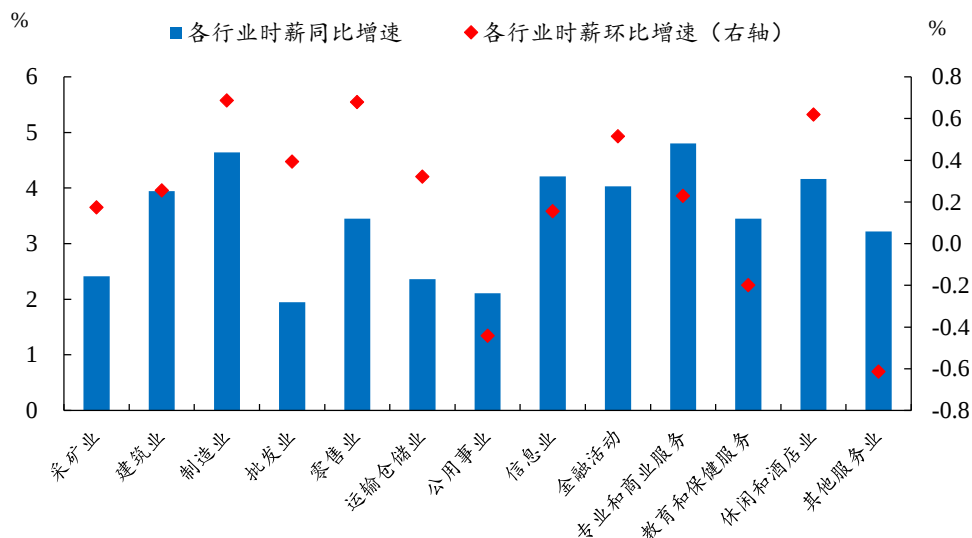
此外，3 月美国周工作时长较 2 月基本持平，维持在 34.2 个小时的相对低位，工作时长中枢整体下移。结合当前失业率的小幅回升来看，后续薪资增速有较大概率持续承压，居民消费持续上行的支撑作用也将逐渐下降。

图6：3 月时薪环比增速有所下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：3 月美国周工作时长维持不变


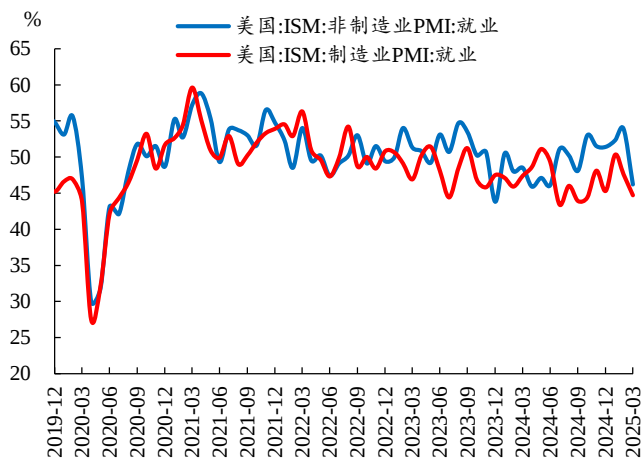
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：制造业、专业和商业服务薪资同比增速较高


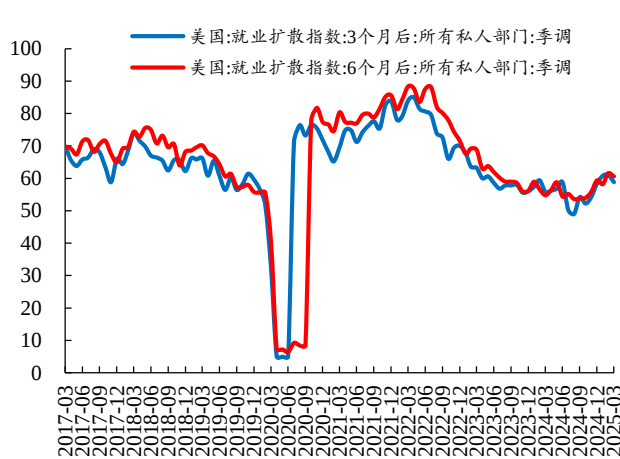
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、非制造业 PMI 就业指数、就业扩散指数均有所走弱

结合 PMI 就业指数以及就业扩散指数来看，美国劳动力市场则呈现出明显的下行趋势。3月美国 ISM 非制造业 PMI 就业指数下降 7.7 个百分点至 46.2%，制造业 PMI 就业指数下降 2.9 个百分点至 44.7%，两者均落入荣枯线以下。同时，3 个月后私人部门就业扩散指数回落至 58.8，6 个月后私人部分就业扩散指数亦回落至 60.6，两者表现趋于一致，且均有所下行。因此，我们认为当前美国就业市场趋势走软的态势或较为明显。

图9：非制造业 PMI 就业下降较多


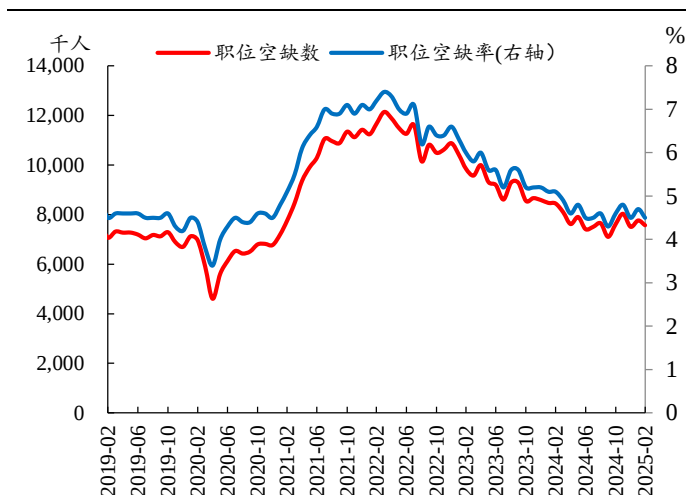
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：就业扩散指数短期承压


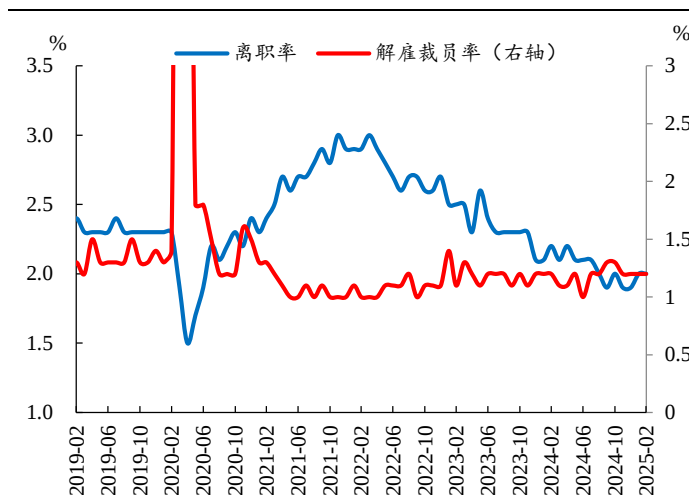
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、劳动力市场供需关系压力边际下降

从 JOLTS 数据来看，2 月份职位空缺数为 756.8 万人，较 1 月下降约 19.4 万人，职位空缺率为 4.5%，目前每个求职者对应约 1.07 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度边际下降。同时，职工主动离职率录得 2.0%、解雇裁员率录得 1.2%，主动离职率与解雇裁员率均保持平稳，或显示企业与员工均对后续经济、就业形势保持观望。

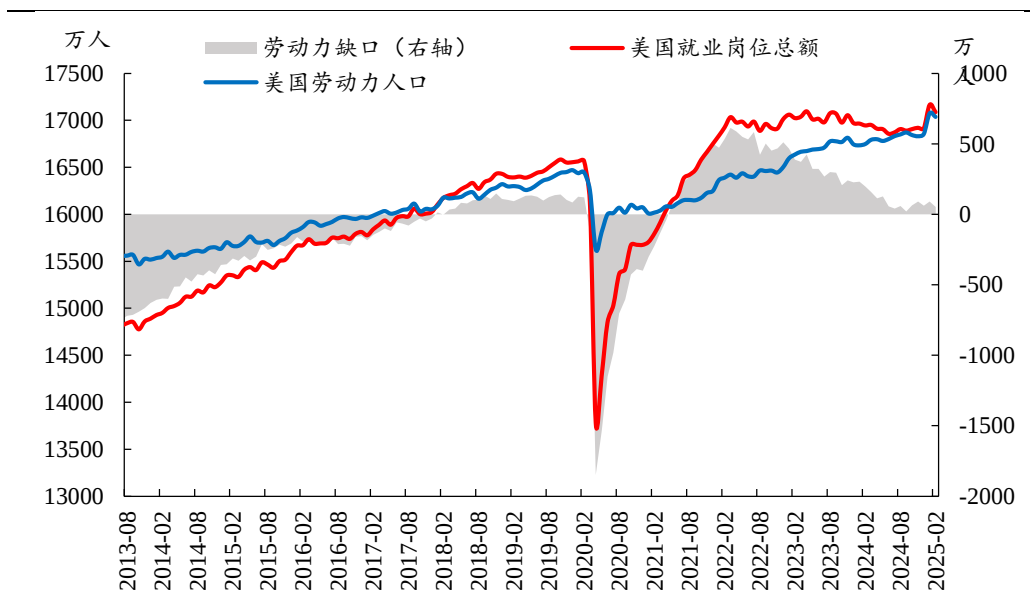
图11：2月职位空缺数、空缺率均下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2月员工离职率、裁员率保持稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，2月美国总劳动力缺口（就业人数总额+岗位空缺—劳动力人口）较1月下降39.7万至51.6万，显示当前劳动力市场或已基本完成再平衡，且整体实现了较为充分的就业。

图13：2月美国劳动力缺口下降较多


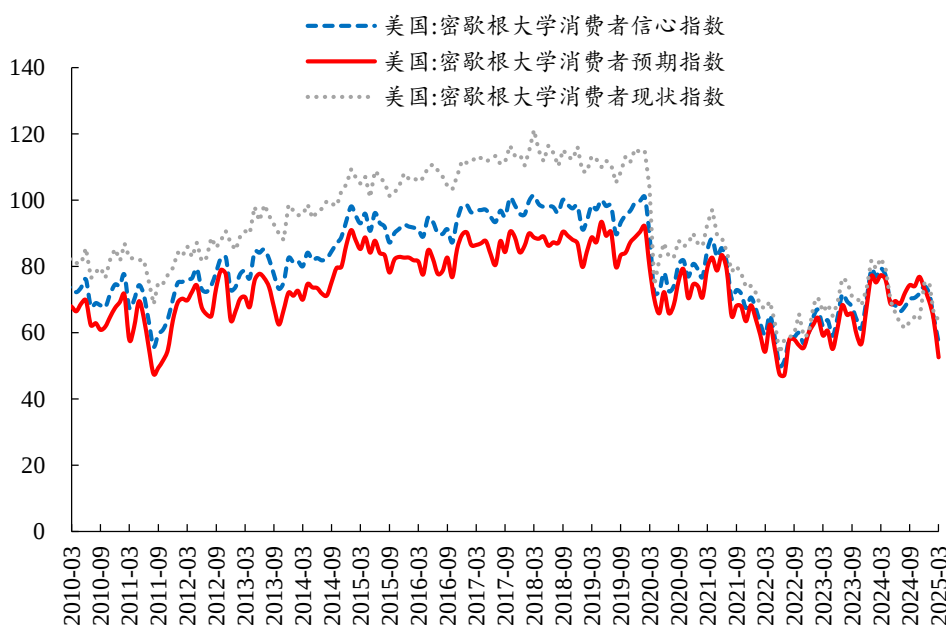
数据来源：FRED、开源证券研究所

2、美国就业市场可能继续走弱，但已非市场主要矛盾

3月非农数据表现相对较好，或部分缓解了市场对美国经济衰退的担忧。但我们需要注意的是，特朗普政策造成的居民预期走软等“软数据”向经济“硬数据”传导需要一定时间，而且在特朗普的对等关税政策出台后，非农就业所表征的美国经济现状，已不是市场的主要矛盾。具体而言：

第一，美国居民的消费信心指数等经济“软数据”向经济“硬数据”传导需要一定时间，美国就业后续或面临持续下滑压力。自特朗普政府上台后，由于其强硬推行驱逐非法移民、政府减支、增加关税等政策，美国居民的经济预期不断下滑。3月密歇根大学居民消费者信心指数、预期指数、现状指数分别录得57、52.6、63.8，均较2月大幅回落，显示当前居民信心低迷，经济“软数据”较为承压。此外，虽然非农就业数据3月较好，但经济运行与居民社会预期密切相关，若预期持续走弱，则企业与居民大概率将会减少投资和相关支出，“软数据”经过一段时间会传导至“硬数据”。此外，联邦政府裁员等政策仍在持续，后续美国非农就业可能面临持续下滑压力。

图14：密歇根大学消费者信心指数持续下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，特朗普对等关税“大棒”之下，当前非农就业已不是当前市场的主要矛盾，关注对等关税的实际执行力度。特朗普政府在4月3日（北京时间）发布了超出市场预期的对等关税方案，对市场风险偏好产生了非常大的压制。（《特朗普对等关税及影响的几点理解》）虽然从目前的情况来看，越南、欧盟等国/地区已经与美国进行了一定程度的谈判，最后的关税执行或有不同程度的豁免。但特朗普政府实施关税政策的重要目的之一便是减少美国贸易逆差，因此我们认为对关税政策的实际执行力度不能过于乐观。如果关税政策执行相对强力，对美国企业和经济的负面冲击将会持续显现。在此背景下，当前非农就业已不是市场的主要矛盾，我们更多的要关注关税实际的执行情况。

对各类资产价格而言，当前数据虽然部分有助于打消市场对美国经济的担忧，但若特朗普的政策（对等关税、政府减支、驱逐非法移民等）没有出现稳定预期，

叠加减税政策尚无法快速退出，或依旧对市场风险偏好产生压制。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年2月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn