

2025 年 3 月 10 日

全球宏观

就业市场的特朗普效应初显—美国 2 月非农就业点评

美国 2025 年 2 月非农新增就业 15.1 万人，不及预期的 16 万人，前值 14.3 万人下修至 12.5 万人。2 月失业率升至 4.1%，预期和前值均为 4.0%。劳动参与率降至 62.4%，预期和前值为 62.6%。2 月平均时薪同比增速降至 4.0%，预期 4.1%，前值由 4.1%修正至 3.9%。2 月平均时薪环比增速为 0.3%，预期 0.3%，前值由 0.3%修正至 0.4%。平均每周工时数为 34.1，预期 34.2，前值 34.1。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

2 月非农就业数据为特朗普就任总统以来的首个完整月份的就业数据。此次非农就业数据仅是小幅放缓，同时在政府裁员风波下，政府部门新增就业 1.1 万人，但 2 月的裁员可能是在非农就业调查周之后进行的，预计影响可能会在后续几个月进一步显现。据此前特朗普和马斯克的计划解雇 10% 的联邦政府机构工作人员（约 240-300 万人），未来几月仍会对非农造成扰动。但值得注意的是，截至 2 月末，美国政府已裁员超过 7.5 万人，但主要为“买断”离职，意味着这些政府工作人员仍可以拿到 8 个月的补偿工资，并短期不会体现在失业数据中，且实际造成的经济影响也可能会有滞后。政府部门缩减就业的影响还可能外溢到贸易、旅游等领域，预计将会对未来几个月非农数据带来波动。具体来看：

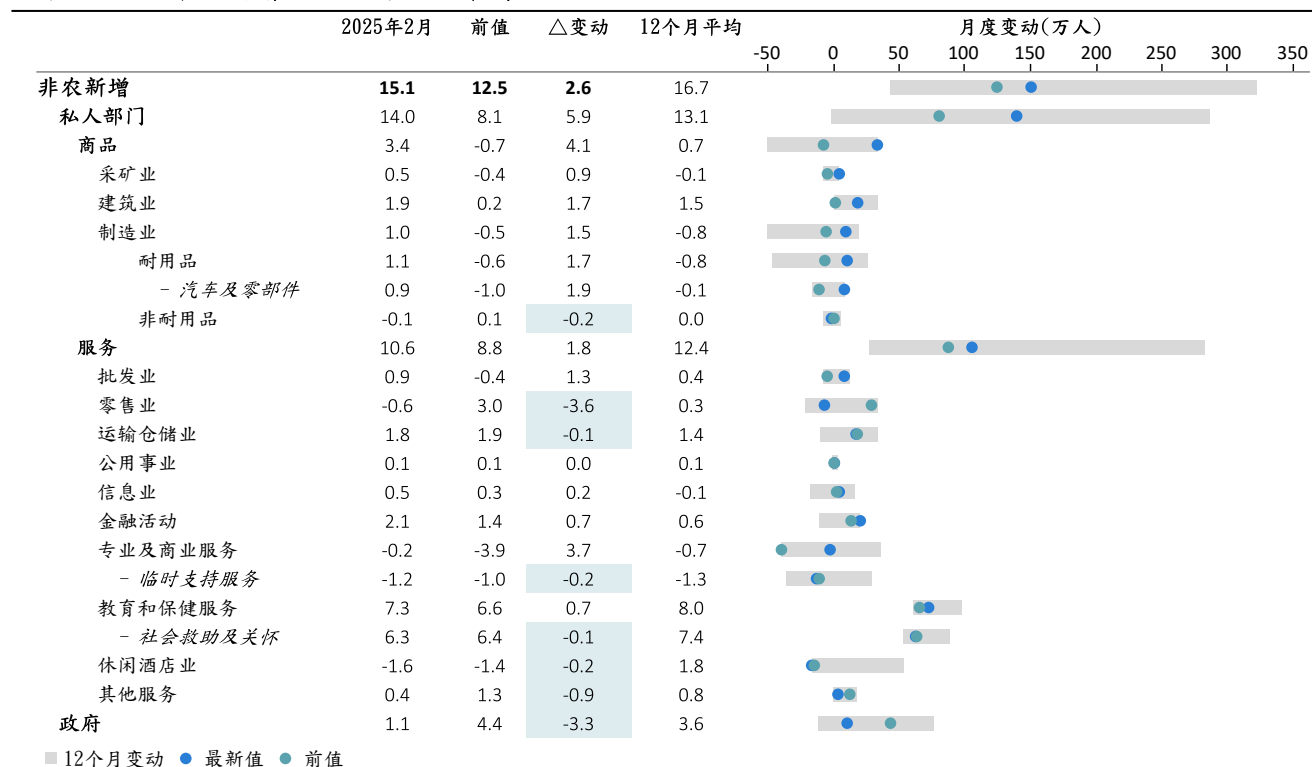
- ④ **2 月非农新增就业回落虽不及预期，但仍较上月回升。**美国 2 月非农新增就业 15.1 万人，虽不及预期的 16 万人，但较上月还是有所回升，反映了就业市场从 1 月的极端寒冷天气、加州山火自然灾害，以及部分行业罢工的影响中有所恢复。从新增就业的结构来看，市场较为关心的政府部门新增就业 1.1 万人，较上月出现明显回落（1 月 3.2 万人修正为 4.4 万人），一定程度上反映了政府裁员的影响。除此之外，2 月制造业、服务业新增就业均出现回升，其中制造业部门新增就业 1.9 万人，金融业新增就业 2.1 万人，社会救助与服务新增就业 6.3 万人。但此前非农新增就业较强的休闲酒店业本月就业仍减少 1.6 万人，连续两月的就业回落可能仍能反映天气影响尚未完全消退，以及驱逐非法移民所造成的影响。
- ④ **家庭就业调查数据显示劳动力供给收缩、失业人口增加。**继 1 月美国劳工部对家庭就业调查数据进行了基准修订后，家庭调查数据与机构调查数据的缺口已大幅收窄。2 月家庭就业调查数据显示就业市场供给收缩，劳动力人口下降 38.5 万人，而失业人口增加 20.3 万人，使得劳动参与率降至 62.4%，失业率升至 4.1%。与此同时，美国挑战者裁员人数在本月激增 17.2 万人，创下了 2020 年 7 月以来的新高，其中以政府机构和零售业裁员人数最多，分别裁员 6.2 万人和 3.9 万人。
- ④ **2 月工作时长尚未回升，工资增速平稳。**2 月平均每周工时数仍维持在 34.1，反映天气等因素的影响或未明显消退，但是否代表经济活动的进一步降温还需要进一步观察。考虑到由于关税风险造成的通胀预期走高，近期工资增速的平稳一定程度上缓解了工资通胀的担忧。

美国 2 月小幅不及预期的非农就业数据公布后，市场降息预期略有升温。3 月降息的概率未见变化，跳过降息仍是基准情形。市场定价 5 月降息 25 基点的概率升至 66.1%，数据公布前为 51.3%。2025 年全年降息次数升至 3 次。

与此同时，结合近期一系列转弱的美国经济指标，作为“硬经济指标”的非农数据虽有一定程度放缓，但仍显韧性的数据还是一定程度上缓和了近期市场的衰退担忧。美联储鲍威尔近日亦表示当前美国经济仍比较稳健，不急于降息。我们认为在 3 月跳过降息后，若通胀未有明显上行，且经济指标维持在相对中性的领域，预计美联储在年中将再度降息。

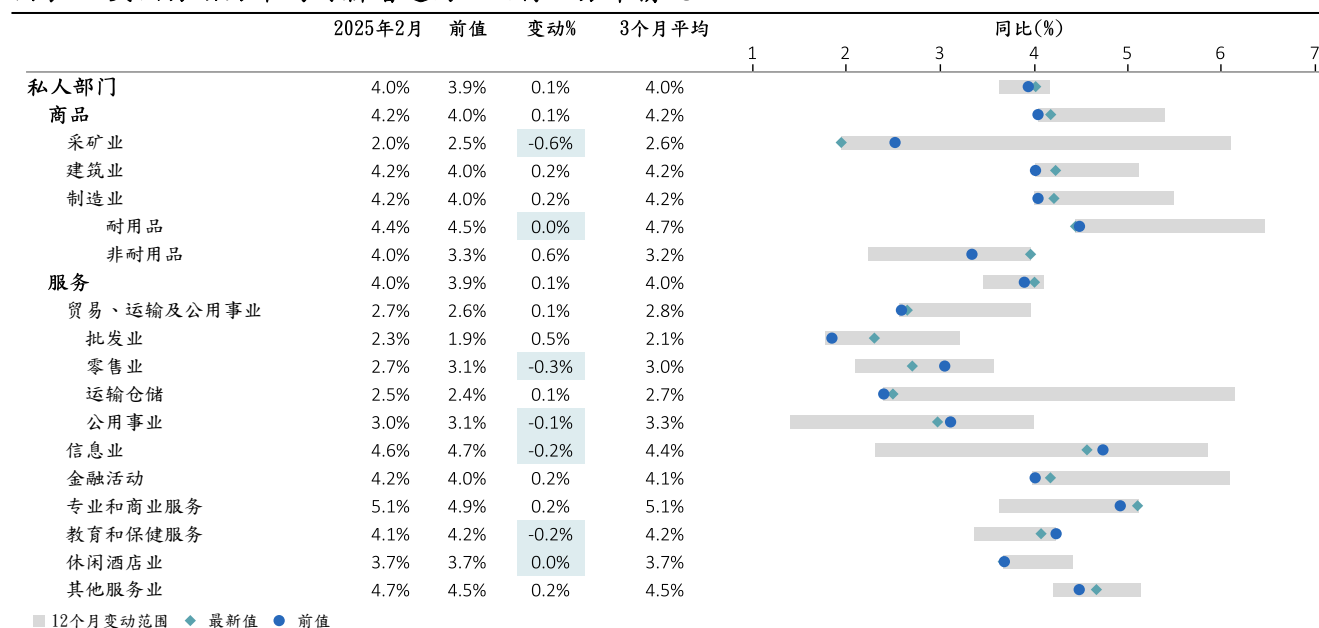
后市观察：在特朗普不确定性影响下，叠加过去一段时间美国 10 年期国债收益率上涨对实体经济的限制，使得美国经济增长再度降温。尽管近期部分机构已开始上调美国经济衰退的概率，而市场也在部分交易“衰退”或者“滞胀”叙事，美股连续调整，而美债收益率也已高位下行。但结合主要美国经济指标来看，当前出现衰退风险仍相对较低，而一些经济指标和美股的波动走弱可能会利于美联储再度打开降息的空间。同时，美国当前基本面的走势亦符合我们之前的判断，即“经济基本面强→降息预期回落→美债收益率上升压制美国经济基本面→降息预期回升→美债收益率回落”的循环。当前距离 5、6 月美联储 FOMC 会议仍有 2-3 个月的经济数据可以观察，降息预期仍有可能再度回落。

图表 1: 美国非农新增就业及行业分布情况



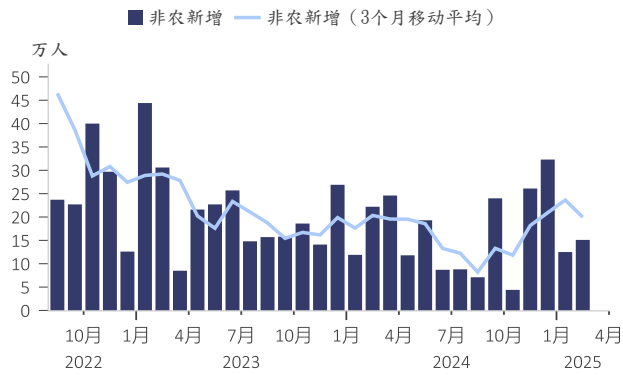
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 美国劳动力平均时薪增速同比及行业分布情况



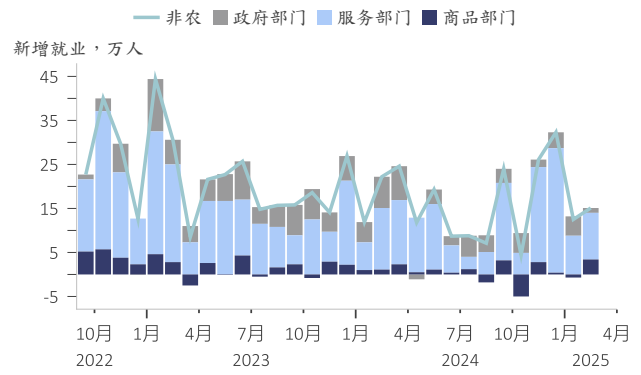
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 美国非农新增就业走势



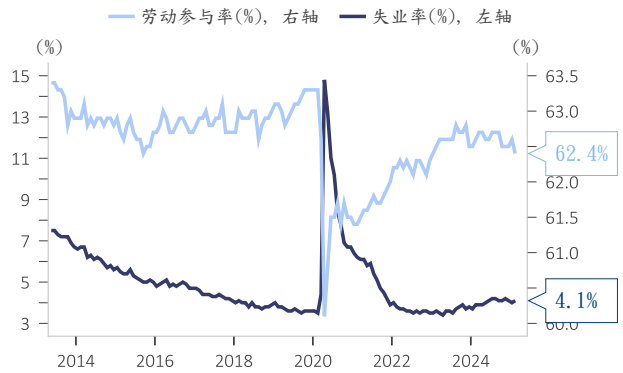
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 美国非农各部门贡献情况



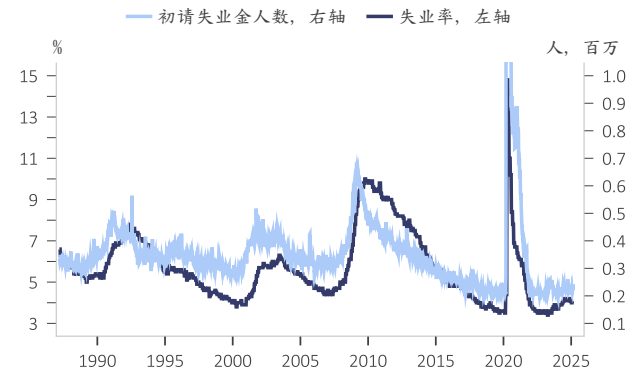
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 美国劳动参与率与失业率走势



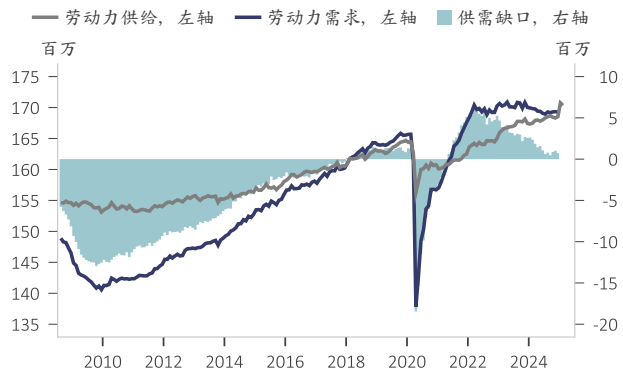
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 初请失业金与失业率走势



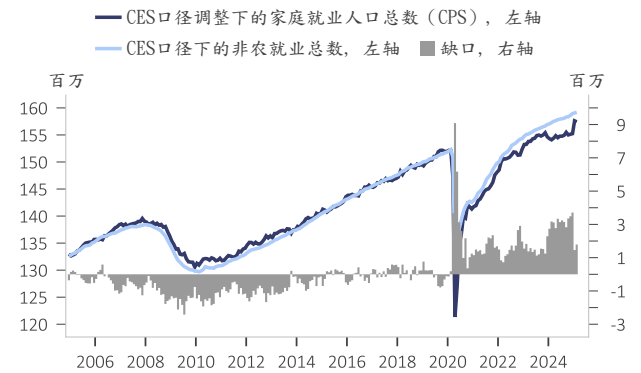
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 美国劳动力供需缺口



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: 美国 CES 与 CPS 就业人数统计缺口



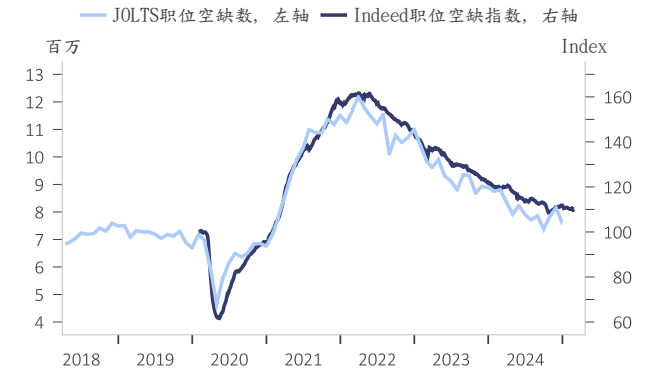
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 9: 美国 ISM 制造业及服务业就业指数



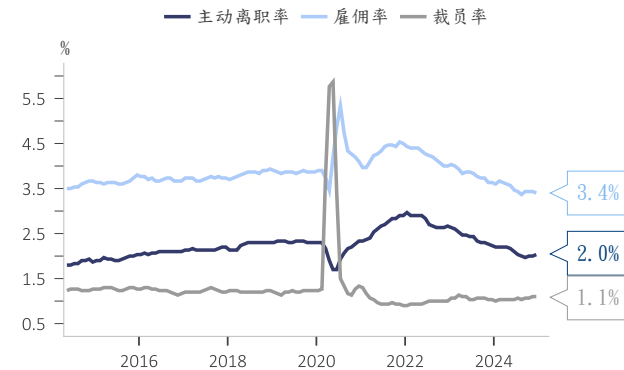
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 10: 职位空缺数与 Indeed 职位空缺领先指标



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 11: 美国主动离职率、雇佣率及裁员率



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 12: 临时服务人数与每周工作时长走势



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 13: 平均时薪同比及环比



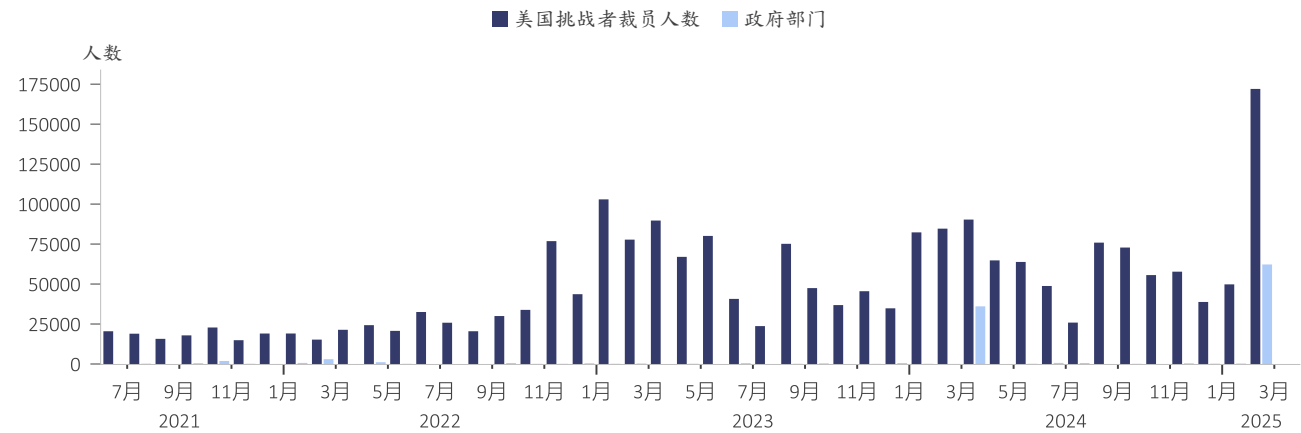
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 14: Indeed 美国工资追踪指标同比增速



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 15: 美国挑战者裁员人数激增，主要受到政府部门裁员影响



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。