



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

非农的远虑与近忧

基本内容

2 月的非农报告虽然偏弱，但依然指向了一个相对稳健的劳动力市场。这些基本数据打消了美国经济短期内出现失速的风险，但也隐藏了深深的“远虑”与淡淡的“近忧”。

第一个近忧，是失业率的跳升和劳动参与率的下降同时发生。

第二个近忧，是身兼多职者占总就业人数的比重升破了 2020 年公共卫生事件之前水平，壮年就业率的修复停滞甚至回落。

第三个近忧，是最广义失业率（U-6）大幅跳升。

这份非农报告其实并没有体现出“特马改革”的影响，这才是对非农影响更大的“深深的远虑”。2025 年，美联储只有货币对策，没有货币政策。这份报告，既没有扭转“美弱、非美强”的叙事，还进一步打开了上半年的降息窗口。

风险提示

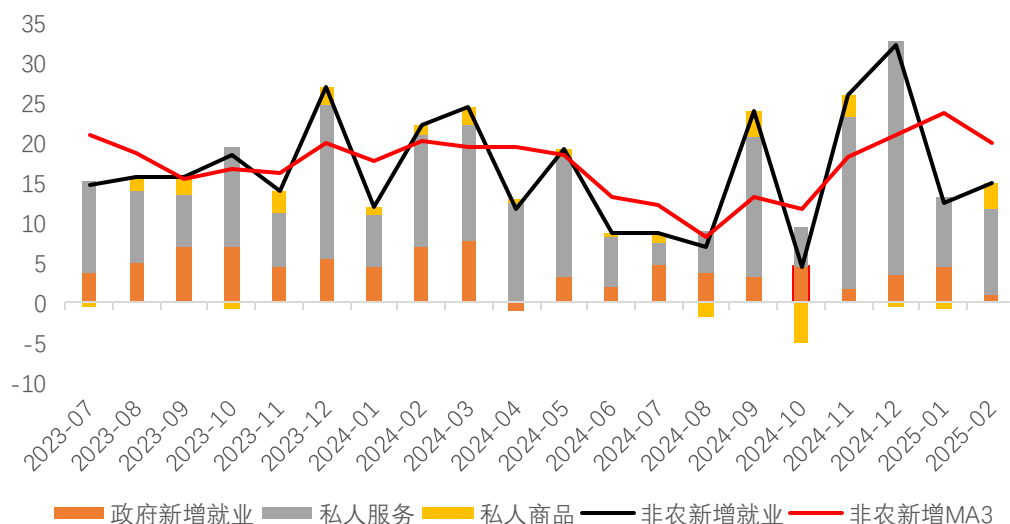
1) 特马改革的进程推进节奏 2) 关税对物价超预期传导，影响联储货币政策节奏 3) 欧洲财政刺激落地的时点和非美货币过度升值风险



在此前 ADP 新增就业录得 2024 年 7 月以来最低水平（7.7 万人），以及制造业 PMI 就业分项转向收缩的“预警”下，2 月的非农报告虽然偏弱，但依然指向了一个相对稳健的劳动力市场。

具体来看，非农新增就业录得 15.1 万人（预期 16.0 万人，前值 12.5 万人），联邦政府部门就业收缩（-1.0 万人）形成一定拖累；但整个私人部门就业依然保持在 14 万人水平，这与过去两年的均值持平，私人服务业约 10 万人的新增就业水平也较为健康。

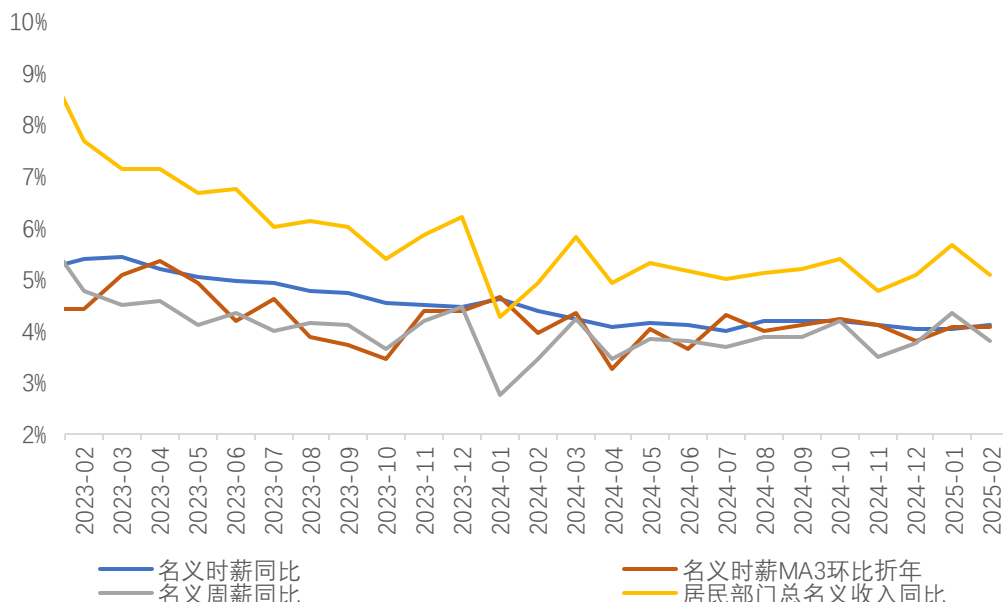
图表 1：新增就业在联邦裁员的拖累下放缓，但仍处健康水平（单位：万人）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

名义薪资的同比增速和居民部门总收入也保持韧性，这意味着消费能力仍有保障，极大降低了美国经济的失速风险。

图表 2：非管理类工人的名义薪资增速和总收入水平保持韧性



来源：Bloomberg，国金证券研究所

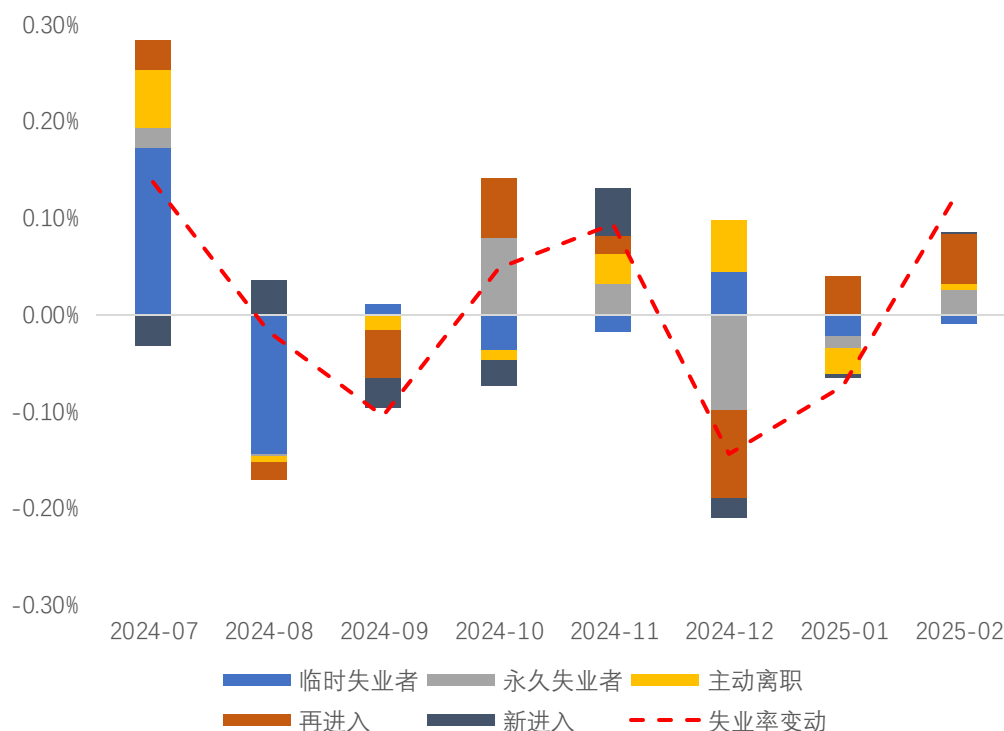
这些基本数据打消了美国经济短期内出现失速的风险，但也隐藏了深深的“远虑”与淡淡的“近忧”。

第一个近忧，是失业率的跳升（从 4.01% 升至 4.14%）和劳动参与率的下降（从 62.6% 下降至 62.4%）同时发生。

过去一段时间，失业率和劳动参与率经常同时上升或下降，反映出劳动供给持续改善，但是这一次两者反向，反映出劳动需求可能出现放缓。虽然从绝对水平来说还不会引发衰退，但单月的大幅跳升意味着美国劳动力市场的波动或在放大。



图表 3：失业率的跳升或意味着劳动力市场未来不确定性增大

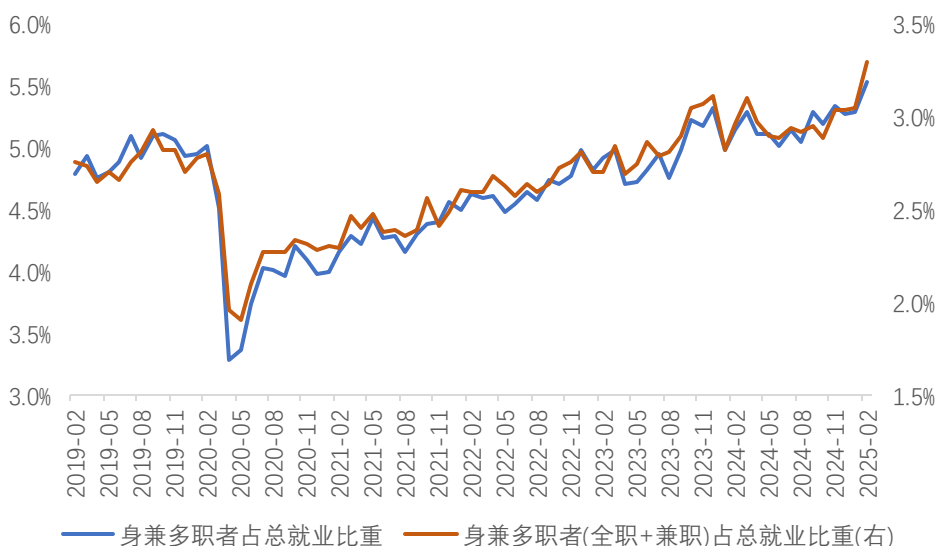


来源：Bloomberg，国金证券研究所

第二个近忧，是身兼多职者占总就业人数的比重升破了 2020 年公共卫生事件之前水平，壮年就业率的修复停滞甚至回落。

作为 CPS 调查的分项，身兼多职者的持续上行意味着非农新增就业(基于 CES 调查)或被部分高估，也反映出身兼多职的底层人民依然需要在高物价环境中寻找更多的收入来源。

图表 4：身兼多职者比重升破 2020 年公共卫生事件之前水平

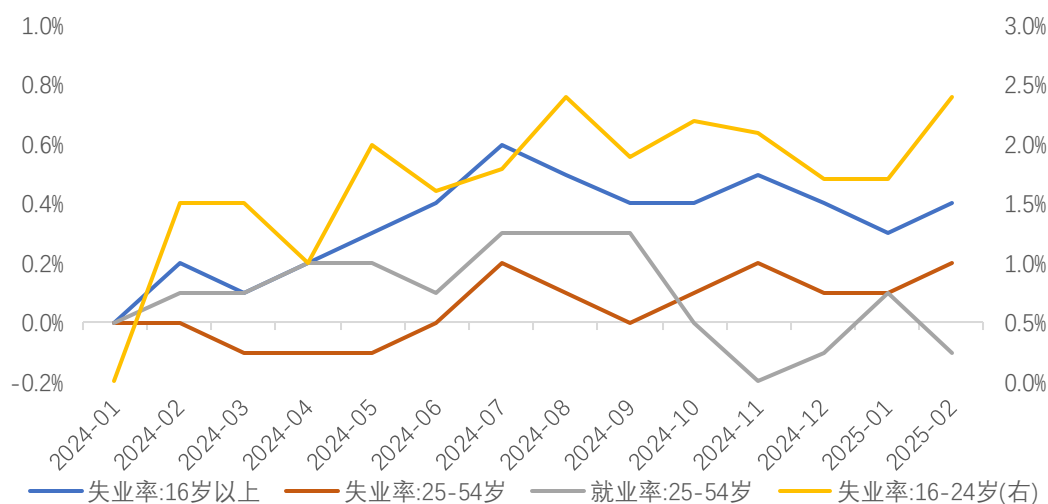


来源：Bloomberg，国金证券研究所

而壮年就业率的修复停滞甚至小幅下滑，意味着当前美国劳动力市场的供给和需求端出现了相对的平衡；而波动较大的青年失业率再次上升，结束了 24H2 以来的下行趋势。



图表 5：壮年就业率的修复陷入停滞（相较于 2024.01 的变化）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

第三个近忧，是最广义失业率（U-6）大幅跳升。从逻辑上，这是劳动力市场放缓的先行指标，其中因经济原因的兼职者大幅增加，这也反映出了劳动需求开始走弱的迹象。

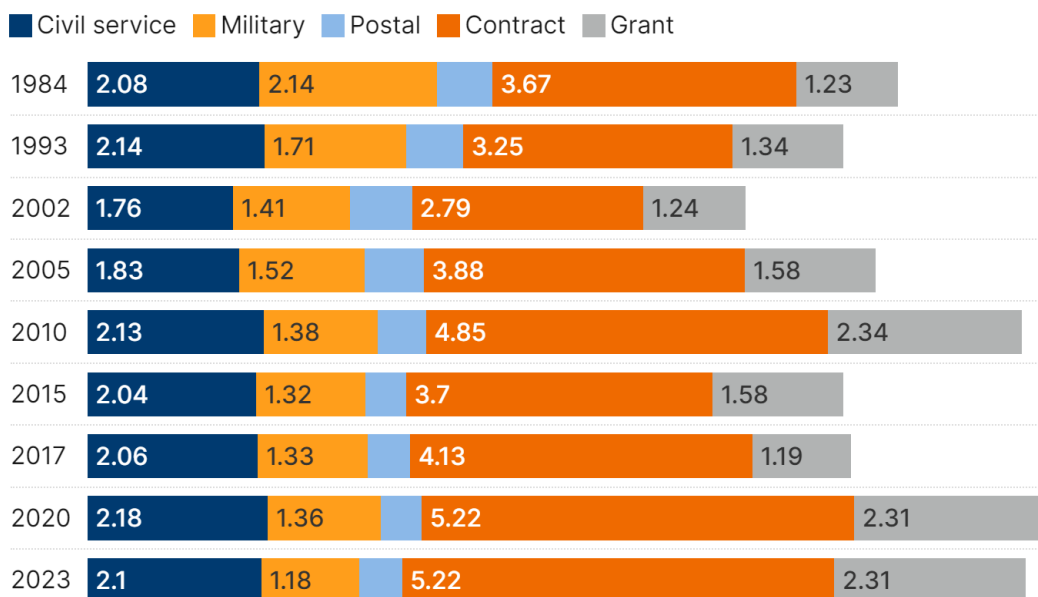
这份非农报告其实并没有体现出“特马改革”的影响，这才是对非农影响更大的“深深的远虑”。

第一轮联邦政府瘦身的“买断计划”（Deferred Resignation Program）已经结束：员工可以申请带薪休假，期间工资照发，在 2025 年 9 月 30 后自动离职，而这些员工当下依然算做就业。

根据 DOGE 的统计，共计大约有 7.7 万人同意了这一计划，占联邦公务员人数的约 3.8%，虽然低于白宫此前预期的 5%-10% 的目标，但也足以清晰地传达出“DOGE is not a doge”的信号。

第二轮计划则正在持续推进：包括在各机构在 3 月 13 日之前提交裁员（减少职位）计划，更详细的计划提交截止日期为 4 月 14 日，届时各机构将概述他们将如何整合管理、提高效率，并可能将办事处搬迁到成本低于华盛顿的地区。而各机构的实施截止日期为 9 月 30 日，这也体现出特朗普的雷厉风行。

图表 6：联邦“编外”人员将放大潜在波动



来源：Brookings，国金证券研究所

虽然从数量上看，美国联邦政府占非农的比重极其有限（1.9%），但这只是最直接的影响。更重要的是，当前已经持续推进的政府裁员难以迅速被私营部门就业对冲，官僚体系使得从政府到企业的转换变得困难，如果不能顺利实现这

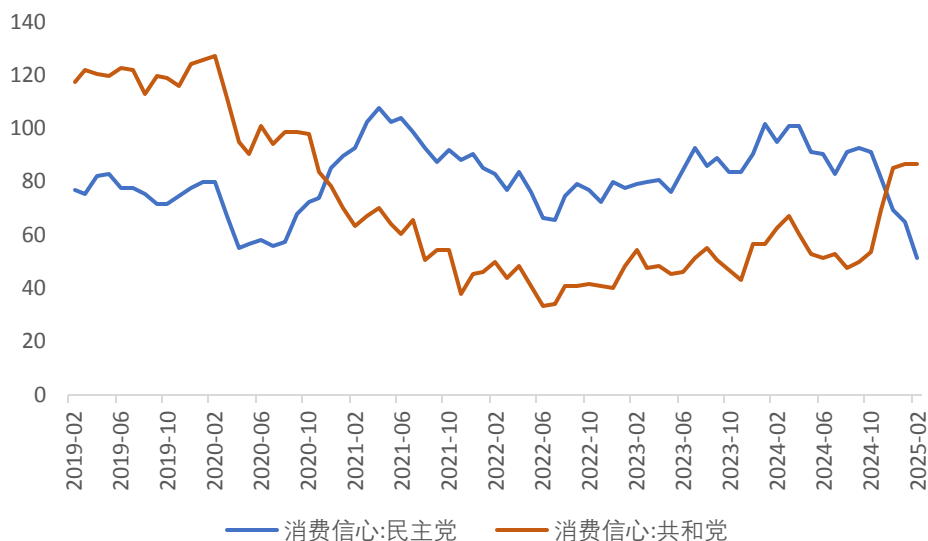


种转换，非农就业和失业率数据可能会出现明显变化。

随着时间的推移，寒蝉效应或将从公务员系统内蔓延到更多领域，向广义公务员系统蔓延，美国庞大的“隐形政府雇员”就业也会受到马斯克审计的冲击。叠加党派的认识和分歧越发割裂：共和党认为特朗普是天选之人，而民主党认为他是混乱之源，这些都将会对非农产生更大的压力。

2025 年，美联储只有货币对策，没有货币政策。这份非农报告，既没有扭转“美弱、非美强”的叙事，还进一步打开了上半年的降息窗口。

图表 7：美国经济感知的差异在党派这个二元分类中尤为明显



来源：Bloomberg，国金证券研究所

风险提示

- 1) 特马改革的进程推进节奏
- 2) 关税对物价超预期传导，影响联储货币政策节奏
- 3) 欧洲财政刺激落地的时点和非美货币过度升值风险



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究