

海外周报 20250309

紧财政冲击美股情绪，非农暂缓衰退担忧

2025年03月09日

■ **核心观点：**本周公布的美国经济数据喜忧参半，非农就业略不及预期但走弱幅度相对可控，一定程度上缓解了近期市场对于美国经济过于悲观的预期。但同时，特朗普及其内阁“紧财政”思路逐步浮出水面，欧美财政叙事的分化给美股市场情绪带来更大的冲击，美元、美股大跌。下周关注2月美国CPI和3月14日再度到来的政府停摆风波。向前看，我们认为美国经济仍有韧性，但特朗普政策对市场情绪的扰动仍是当前大类资产的主导因素。虽然短期美国财政赤字实质性削减的空间十分有限，但考虑到本届共和党在众议院较为微弱的优势、债务上限的掣肘等因素，不可忽视“紧财政”预期对市场情绪和风险资产的打压。

■ **大类资产：**衰退预期略有缓释，美国紧财政预期升温，美元资产大跌。本周公布的美国经济数据喜忧参半，非农就业略不及预期但尚在市场预期范围内，一定程度上缓解了近期市场对于美国经济衰退的担忧情绪。但另一方面，特朗普及其内阁成员本周讲话释放“紧财政”思路，与欧元区的“财政宽松”转向叙事形成鲜明分化，加之关税政策的反复，美股延续大跌，美元持续下挫。全周（3月3日至7日）来看，美元指数大跌3.51%，最新收至103.84，为去年11月以来新低；美债利率走势震荡，10年美债利率升9bps至4.30%，2年美债利率持平4.0%；标普500、纳斯达克指数分别下跌3.1%、3.45%；恒生指数则逆势上涨5.62%，领先全球主要股指表现。

■ **海外经济：服务业PMI与非农就业缓解市场对美国经济衰退担忧。**本周公布的美国PMI和就业数据喜忧参半，但整体上部分纠偏了近期对美国“衰退”叙事的悲观情绪。**景气指数方面**，美国制造业和服务业PMI表现分化：2月ISM美国制造业PMI录得50.3，预期50.8，较前值50.9有所回落，服务业PMI录得53.5，好于预期的52.5和前值52.8，其中，二者的就业指数分项分化，服务业PMI报告显示，招聘增加来自提前招聘（赶在非法移民劳动力彻底流失前增加招聘，以提前锁定工资），另有采购经理回复政府行动导致招聘延迟。**就业方面**，本周公布的美国一揽子就业数据连续逊于预期，但也未至衰退水平。周三公布的2月ADP美国私营就业+7.7万，大幅低于预期的+14万，前值+18.3万；周四公布的2月美国挑战者裁员人数录得17.2万，同比+103%，为疫情以来新高，报告称DOGE部门裁员和对关税的担忧是主要影响。周五公布的2月美国非农就业略不及预期，但由于下行幅度相对有限且市场对政府就业等的减少已有一定预期，资产反应较为平淡。主要受本周偏弱的建筑开支、PMI、国内批发贸易和进出口数据影响，亚特兰大联储GDPNow模型对25Q1美国GDP环比年率预测值由上周的-1.48%再度下调至最新的-2.41%，纽约联储Nowcast模型将预测值由上周的+2.94%下调至+2.67%。

■ **非农就业：总体弱于预期但幅度可控，结构数据显示劳务市场仍在趋势降温。**2月美国新增非农就业+15.1万，预期+16万，前两个月累计下修0.2万；失业率小幅反弹至4.1%，时薪环比+0.3%，较前值+0.5%回落至正常区间。总体来看，2月非农就业证实了美国劳务市场延续温和降温，但走弱幅度尚在市场预期范围内，因而部分缓解了近期市场对于美国经济“衰退”的过度担忧情绪，数据发布后，资产走势较为纠结，美债利率小幅震荡下行。**①从行业结构看，就业的走弱集中于部分行业，就业扩散指数有所改善：**2月联邦政府就业减少1万人，休闲餐旅就业减少1.6万人，其中餐饮行业减少2.8万人，为2月就业的主要拖累。对于前者市场已有一定预期，后者则部分受2月寒冷天气影响；1个月就业扩散指数由前值52.4回升至58.4。**②居民端就业显著走弱，失业和就业结构仍在恶化：**2月新增非劳动力54.6万，其中16.2万来自平民人口增加，38.5万来自劳动力减少，因此劳动参与率跌0.2%至62.4%；2月居民就业减少58.8万，其中38.5万来自劳动力减少，20.3万来自失业增加，因此失业率小幅上升至4.1%。可见，失业率的小幅回升伴随劳动参与率的走低，意味着“实际”失业者情况或将更差。从失业结构看，

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

研究助理 韦玮

执业证书：S0600124120012

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《财政扩张令德国国债利率飙升》

2025-03-07

《资本市场有望迎来更多长线活水》

2025-03-06

在2月新增的20.3万失业中，有4万来自永久失业（需求恶化），较前值大增；从就业结构看，2月减少的就业者中，全职就业减少122万，而兼职就业则增加了61万。兼职就业人数的大增也使得全口径U6失业率（包括气馁工人、边际劳动力、因经济原因兼职就业者）由前值7.5%大幅跃升至8.0%。非农数据发布后，白宫国家经济委员会主任Hassett称，未来就业报告将更明显地反映政府裁员影响。

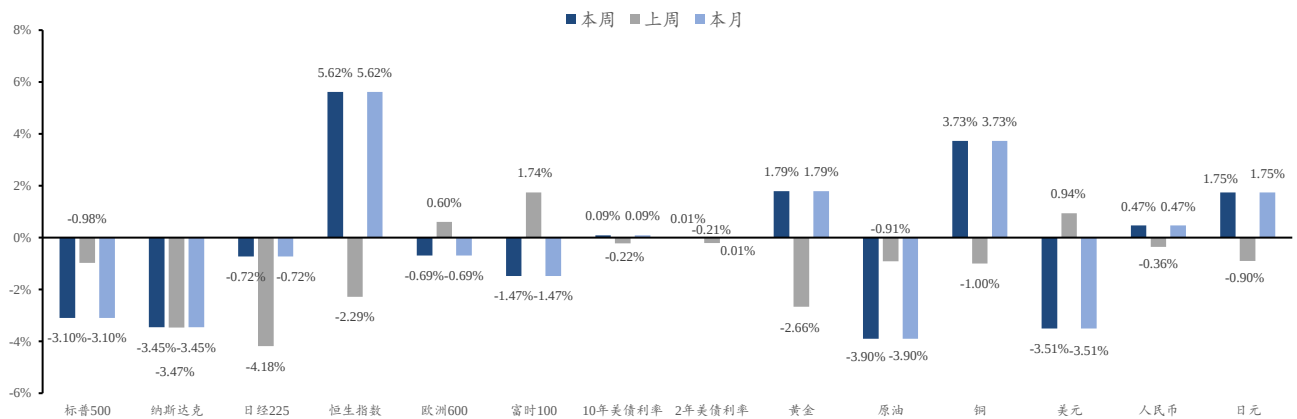
■ **海外政治：关税政策反复而市场反应趋于平淡，紧财政预期打击市场风险情绪。**本周特朗普政策议题不断，关税政策的“反复”令市场对其的反应趋于平淡，而特朗普及其内阁官员近期发言所体现的“紧财政”思路则越来越被市场所定价，进一步打压美股风险情绪。美东时间3月4日，特朗普在国会发表讲话，称将实现24年来未达成的目标：**实现联邦预算平衡¹**。周四和周五，美国财长贝森特在讲话和采访中为关税政策辩护，称关税的“一次性”影响可能是暂时的；**市场和经济已经沉迷于政府支出，将会有有一个“排毒期”**；强势美元政策没有变化²。结合近期参议院和众议院通过的FY2025财政预算案均在不同程度考虑未来的财政减支空间，特朗普任期内“紧财政”思路逐步浮出水面。相较之下，俄乌冲突局势的变化加速了欧元区向“财政宽松”的转向。3月4日，欧盟委员会主席表示，欧洲准备大幅提高国防支出；随后，德国候任总理默茨表示，德国将修改宪法以豁免国防和安全支出的财政支出限制，受此影响，当日10年期德国国债收益率暴涨30bps，创下1990年来有数据记录以来的最大单日涨幅，欧元看涨情绪飙升。美国“紧财政”与欧元区“财政宽松”叙事之间的分化在近期快速升温，成为冲击美股风险情绪的又一个预期差。向前看，我们认为虽然在社保、利息等强制性支出制约下，美国财政赤字实质性削减的空间十分有限，但考虑到本届共和党在众议院较为微弱的优势，加之债务上限对共和党预算和拨款法案谈判的掣肘等因素，不可忽视“紧财政”预期对市场情绪和风险资产的打压。

■ **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

¹ <https://www.whitehouse.gov/remarks/2025/03/remarks-by-president-trump-in-joint-address-to-congress/>

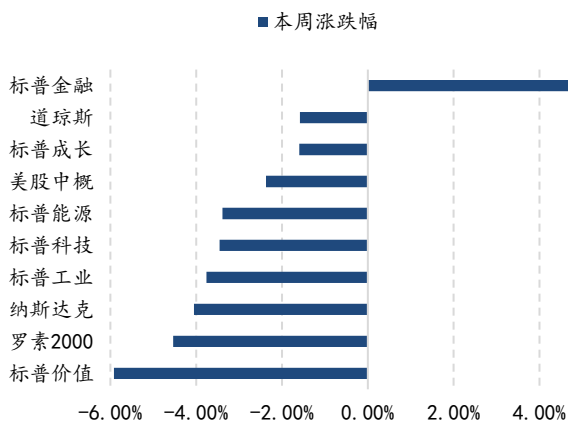
² <https://www.cnbc.com/2025/03/07/cnbc-transcript-united-states-treasury-secretary-scott-bessent-speaks-with-cnbc-squawk-box-today.html>

图1: 全球大类资产表现一览



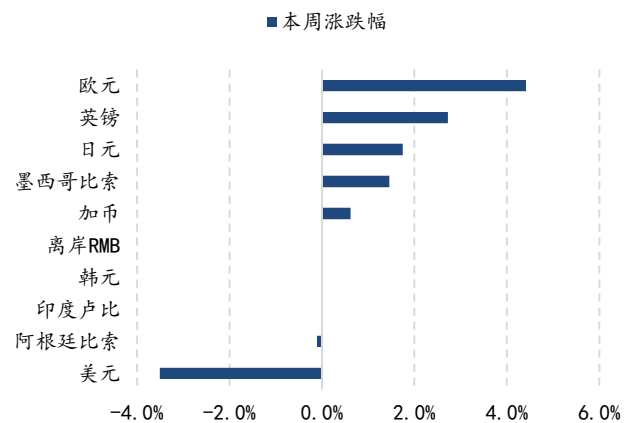
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 美债利率为绝对值变化, 其他为百分比变化幅度

图2: 美股大类和行业指数本周涨跌幅



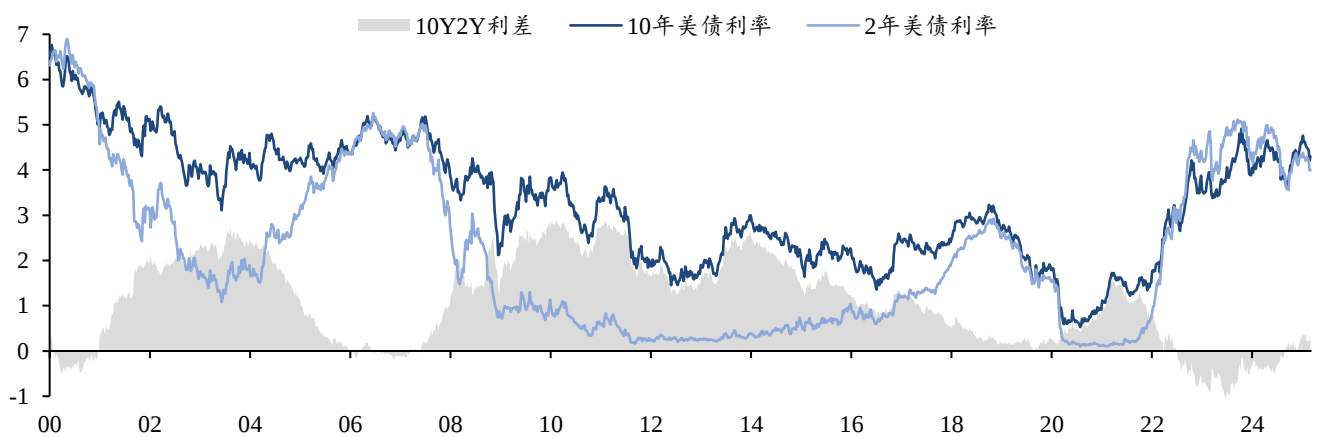
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图3: 主要经济体汇率本周涨跌幅



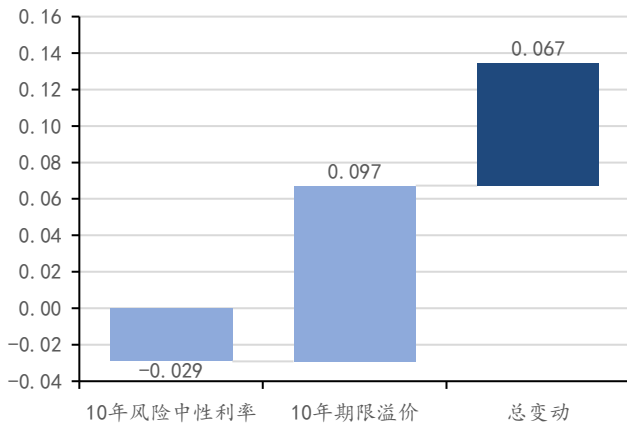
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图4: 10年、2年美债利率与利差



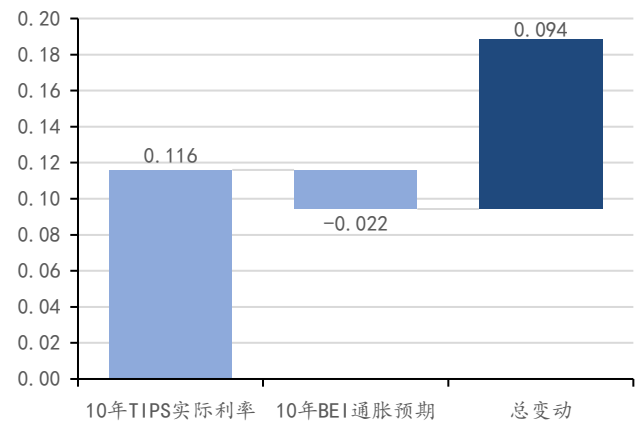
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

图5: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分 (风险中性利率与期限溢价视角)



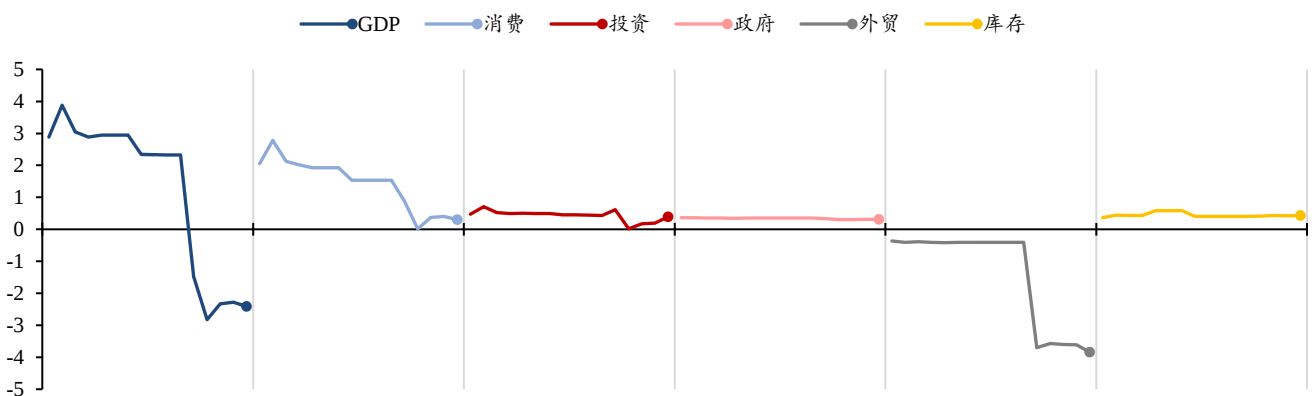
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图6: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分 (实际利率与通胀预期视角)



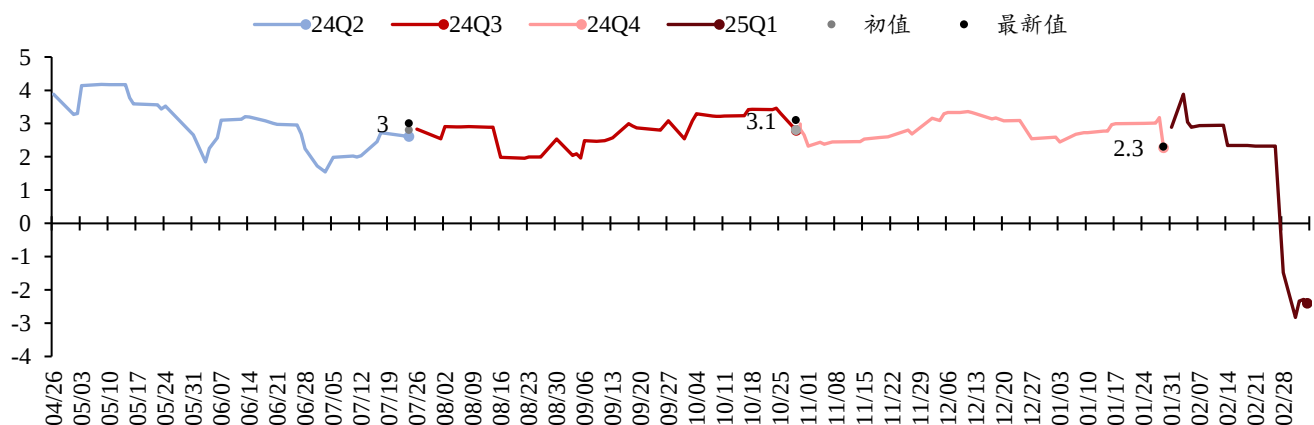
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 及各分项贡献度实时预测



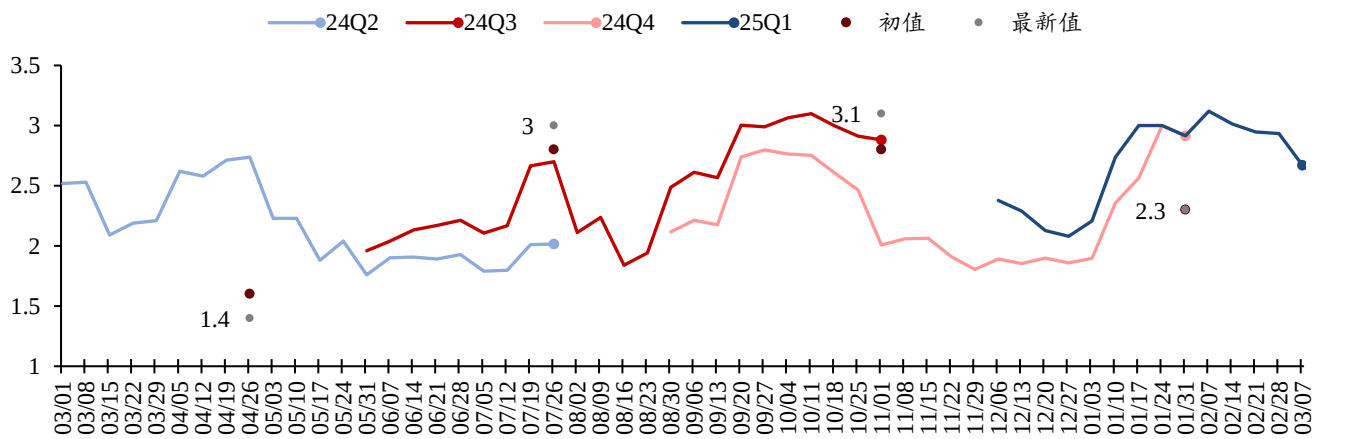
数据来源：美联储、东吴证券研究所；横轴为预测时间，最新为3月7日，纵轴单位%，季调环比年率

图8: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近四个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



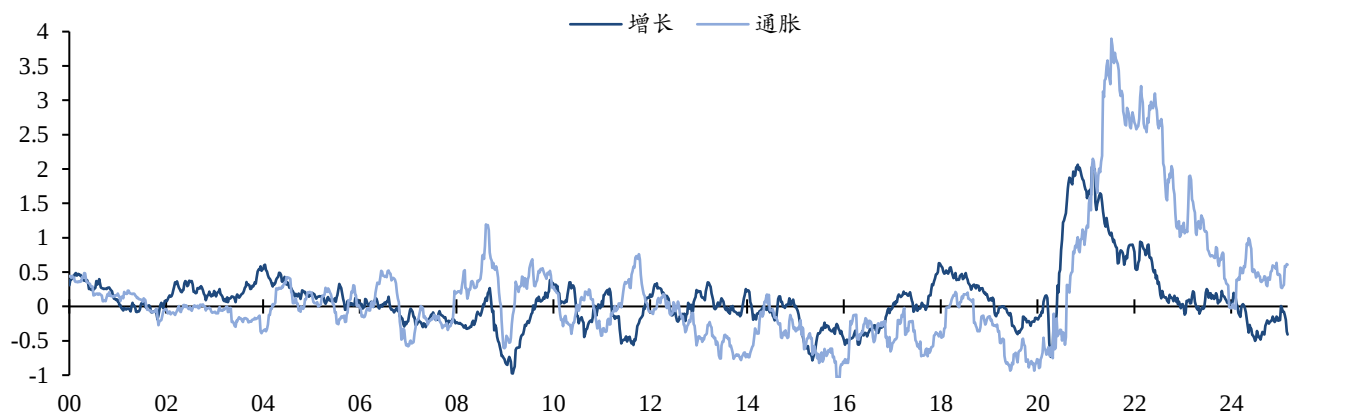
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图9: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近四个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图10: 美国经济意外指数增长与通胀分项



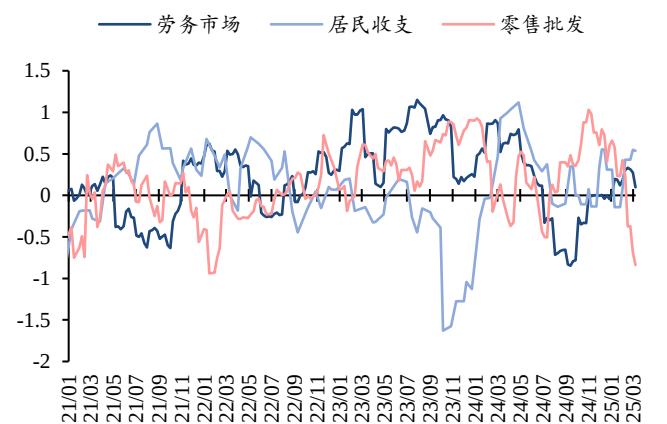
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数企业部门分项



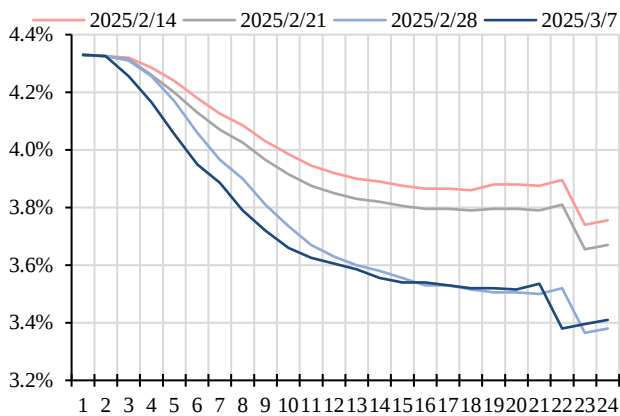
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12: 美国经济意外指数家庭部门分项



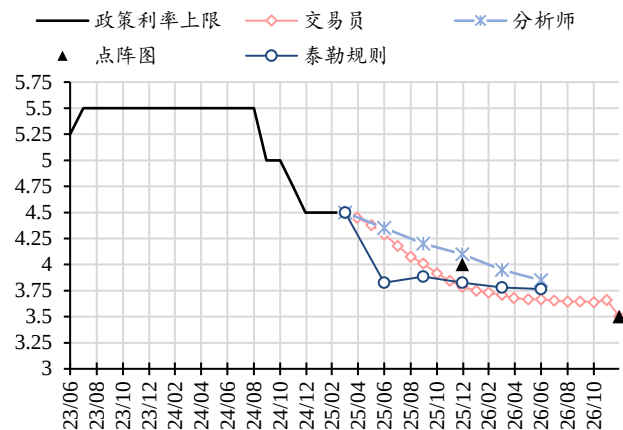
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图14: 各方对美国政策利率路径预测



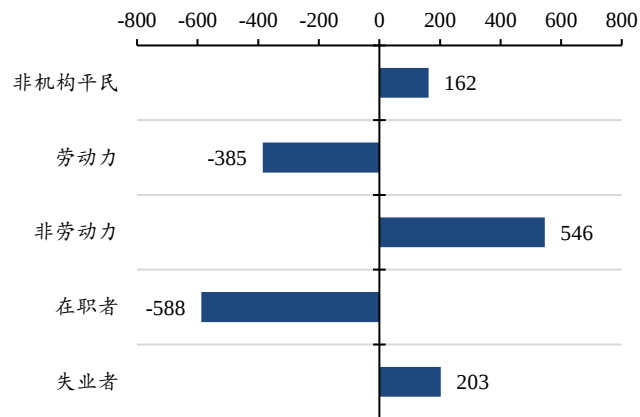
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图15: 美国各行业非农就业人数月度变动

走势	占比	净月变动 千人	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03
100.0%	非农就业		151	125	323	261	44	240	71	88	87	193	118	246
85.2%	私营		140	81	287	244	-1	208	33	40	66	160	129	169
13.6%	商品		34	-7	4	28	-50	32	-18	12	4	11	5	23
0.4%	采矿伐木		5	-4	-1	2	-1	2	-1	0	-1	-6	-7	4
5.2%	建筑		19	2	15	6	1	30	23	11	15	15	3	34
0.6%	住宅		0	2	2	1	1	5	4	-2	0	2	1	10
0.6%	非住宅		2	0	1	0	-2	-1	1	2	6	4	1	1
8.0%	制造业		10	-5	-10	20	-50	0	-40	1	-10	2	9	-15
5.0%	耐用品		11	-6	-15	27	-46	1	-40	0	-14	0	3	-10
0.6%	机动车&部件		9	-10	-3	-1	-3	-2	-16	6	4	4	-1	1
3.0%	非耐用品		-1	1	5	-7	-4	-1	0	1	4	2	6	-5
71.5%	服务		106	88	283	216	49	176	51	28	62	149	124	146
18.3%	商贸运输		21	45	81	19	-10	31	-7	-7	-9	19	25	35
3.9%	批发贸易		9	-4	13	5	6	7	4	8	4	-5	7	9
9.8%	零售贸易		-6	30	34	-14	-7	14	-13	-15	-21	13	0	15
4.2%	运输仓储		18	19	34	28	-9	7	2	0	8	10	18	12
1.9%	信息技术		5	3	17	5	-7	0	-7	-17	0	1	-7	-4
5.8%	金融活动		21	14	12	16	3	5	6	-3	8	7	0	-3
14.2%	专业商业服务		-2	-39	36	37	-34	-16	-32	-16	-17	11	8	-24
1.6%	临时救助服务		-12	-10	2	30	-35	-18	-21	-25	-26	-20	-10	-9
17.0%	教育医保		73	66	83	73	87	98	65	61	77	79	94	87
14.5%	医疗&社保		63	64	76	79	84	79	54	62	72	79	84	82
10.6%	休闲餐饮		-16	-14	47	54	9	51	26	9	-8	23	-4	37
7.7%	餐饮		-28	-30	38	24	10	42	17	9	-11	2	-5	12
3.8%	其他服务		4	13	7	12	1	7	0	1	11	9	8	18
14.8%	政府		11	44	36	17	45	32	38	48	21	33	-11	77
1.9%	联邦		-10	5	3	-2	3	4	2	2	2	3	-2	12
3.5%	州政府		1	19	19	9	16	15	9	15	9	2	4	10
9.5%	地方政府		20	20	14	10	26	13	27	31	10	28	-13	55

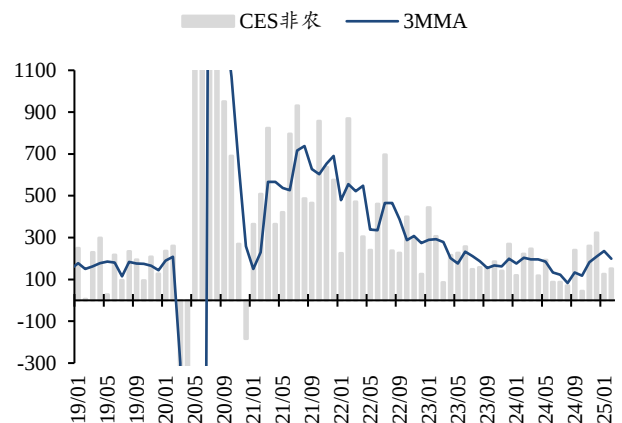
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图16: 2025年2月劳务市场单月流量变化



数据来源: BLS、东吴证券研究所; 单位百万人

图17: 美国当月新增就业人数



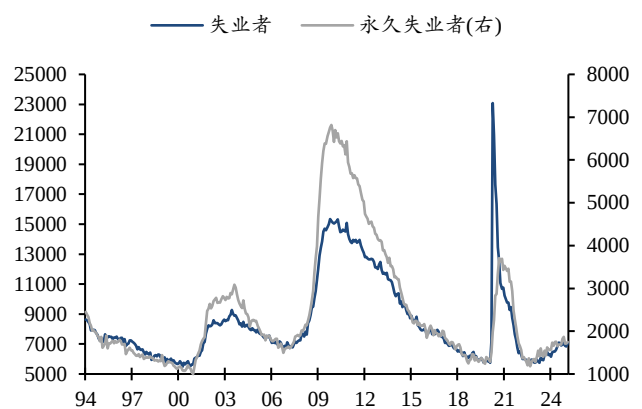
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人

图18: 美国就业扩散指数



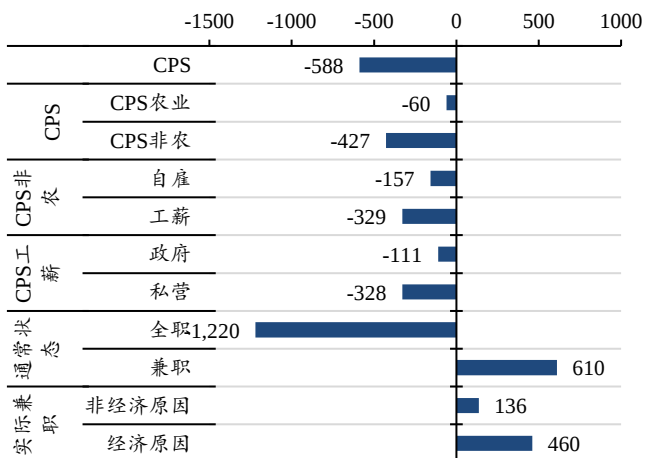
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图19: 美国失业者、永久失业者



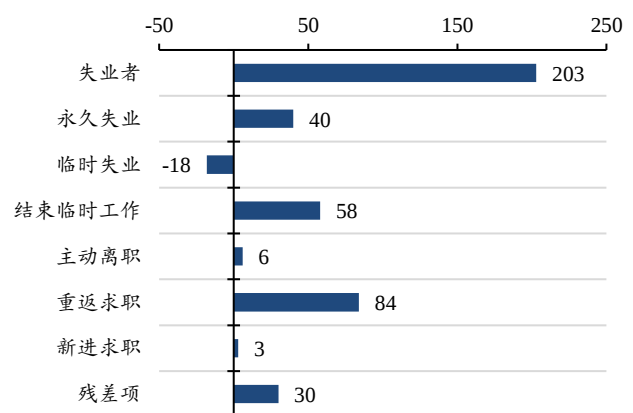
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位百万人

图20: 2025年2月美国劳务市场就业者单月流量变化



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人, 因季调原因分项加总存在残差, 经人口控制调整

图21: 2025年2月美国劳务市场失业者单月流量变化



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人, 因季调原因分项加总存在残差, 经人口控制调整

图22：美国不同行业所有雇员及生产&非管理岗平均时薪环比增速

	占比	季调时薪 环比增速	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01
W	100.0%	所有雇员	0.28	0.42	0.20	0.37	0.42	0.28	0.46	0.20	0.32	0.40	0.23	0.38	0.20	0.47
W	16.0%	商品	0.30	0.36	0.28	0.28	0.28	0.39	0.31	0.28	0.48	0.34	0.25	0.57	0.17	0.49
W	0.5%	采矿业	0.10	0.65	-0.27	0.18	0.20	0.40	0.20	-0.20	0.33	-0.18	0.79	-0.25	0.66	0.82
W	6.1%	建筑业	0.18	0.28	0.41	0.26	0.23	0.57	0.29	0.42	0.26	0.08	0.58	0.59	-0.03	0.67
W	9.4%	制造业	0.40	0.43	0.20	0.32	0.29	0.23	0.29	0.24	0.59	0.54	0.06	0.54	0.24	0.39
W	5.8%	耐用品	0.27	0.52	0.08	0.36	0.39	0.19	0.19	0.28	0.84	0.59	0.00	0.65	0.31	0.66
W	0.7%	机动车&部件	0.31	0.99	-0.56	0.91	0.89	0.00	-0.66	-1.30	5.75	0.60	-0.89	0.75	0.00	1.24
W	3.6%	非耐用品	0.70	0.32	0.42	0.23	0.16	0.26	0.59	0.13	0.16	0.43	0.20	0.30	0.10	-0.07
W	84.0%	服务	0.31	0.42	0.17	0.40	0.43	0.29	0.46	0.20	0.29	0.40	0.23	0.35	0.20	0.44
W	21.5%	商贸运输	0.26	0.43	-0.16	0.43	0.40	0.17	0.40	0.10	0.03	0.34	0.07	0.17	0.20	0.41
W	4.6%	批发贸易	0.58	0.16	-0.16	0.40	0.21	-0.03	0.21	0.13	0.05	0.13	0.11	0.48	0.13	0.24
W	11.5%	零售贸易	0.24	0.44	-0.28	0.81	0.57	0.20	0.37	0.08	-0.04	0.49	-0.08	-0.12	0.58	0.04
W	5.0%	运输仓储	0.13	0.35	0.06	0.23	0.29	0.26	0.33	0.07	0.20	0.23	0.03	0.30	0.03	0.73
W	2.2%	信息技术	0.00	0.84	-0.70	-0.16	2.14	0.26	0.70	0.34	0.59	0.24	-0.14	0.39	0.16	0.00
W	6.8%	金融活动	0.54	0.47	0.43	0.13	0.50	0.02	0.53	0.24	0.09	0.53	0.27	0.36	0.38	0.58
W	16.6%	专业商业服务	0.35	0.28	0.39	0.61	0.47	0.59	0.57	0.14	0.45	0.41	0.31	0.43	0.17	0.46
W	20.0%	教育医保	0.14	0.37	0.23	0.46	0.23	0.43	0.35	0.29	0.35	0.41	0.35	0.38	0.30	0.30
W	12.5%	休闲餐饮	0.31	0.36	0.31	0.27	0.32	0.27	0.36	0.23	0.32	0.32	0.14	0.41	0.32	0.37
W	4.4%	其他服务	0.37	0.68	0.25	0.16	0.44	0.19	0.38	0.60	0.19	0.54	0.38	0.42	0.19	0.42

	占比	季调时薪 环比增速	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01
W	100.0%	生产&非管理岗	0.29	0.42	0.29	0.30	0.36	0.36	0.33	0.33	0.33	0.40	0.17	0.44	0.20	0.44
W	16.0%	商品	0.22	0.47	0.41	0.19	0.25	0.64	0.22	0.48	0.36	0.32	0.10	0.49	0.29	0.39
W	0.5%	采矿业	0.84	-0.19	0.82	0.55	-0.16	0.44	-0.36	0.39	-0.30	0.14	0.19	-0.88	1.33	1.09
W	6.1%	建筑业	0.16	0.16	0.47	-0.03	0.25	0.75	0.56	0.42	0.28	0.17	0.17	0.51	-0.14	0.74
W	9.4%	制造业	0.35	0.74	0.39	0.53	0.21	0.43	-0.04	0.58	0.40	0.44	0.22	0.37	0.55	0.22
W	5.8%	耐用品	0.33	0.91	0.27	0.57	0.20	0.31	-0.14	0.75	0.45	0.45	0.24	0.56	0.70	0.53
W	0.7%	机动车&部件	1.00	0.85	-0.22	1.77	0.29	0.94	-2.04	1.98	1.12	0.50	0.36	-0.49	1.20	0.00
W	3.6%	非耐用品	0.23	0.50	0.66	0.43	0.35	0.63	0.04	0.39	0.32	0.56	0.16	0.08	0.24	-0.24
W	84.0%	服务	0.29	0.43	0.26	0.33	0.40	0.30	0.37	0.30	0.34	0.37	0.24	0.37	0.24	0.44
W	21.5%	商贸运输	0.15	0.53	0.00	0.50	0.31	-0.08	0.27	0.04	0.23	0.12	-0.04	0.35	0.39	0.47
W	4.6%	批发贸易	0.22	0.48	-0.41	0.83	0.48	-0.13	0.16	0.10	0.00	0.06	0.22	0.39	0.39	0.29
W	11.5%	零售贸易	0.33	0.28	0.14	0.62	0.14	-0.05	0.29	-0.05	0.14	0.34	-0.34	0.53	0.14	0.10
W	5.0%	运输仓储	-0.14	0.58	0.17	0.20	0.07	0.03	0.27	0.14	0.55	0.00	-0.03	0.03	0.55	1.34
W	2.2%	信息技术	0.60	0.82	-0.26	-0.07	2.45	0.02	0.05	0.02	0.20	0.17	-0.59	0.81	-0.30	-0.05
W	6.8%	金融活动	0.63	0.41	0.64	-0.11	0.17	0.44	0.50	0.22	0.25	0.39	0.28	0.40	0.63	0.66
W	16.6%	专业商业服务	0.33	0.11	0.25	0.25	0.67	0.67	0.53	0.48	0.37	0.60	0.23	0.40	-0.03	0.58
W	20.0%	教育医保	0.25	0.47	0.44	0.31	0.22	0.38	0.41	0.25	0.48	0.61	0.29	0.42	0.32	0.36
W	12.5%	休闲餐饮	0.45	0.35	0.40	0.66	0.10	0.05	0.26	0.20	0.41	0.26	0.52	0.16	0.26	-0.36
W	4.4%	其他服务	0.53	0.50	0.28	0.32	0.50	0.61	0.36	0.58	0.33	0.26	0.55	0.30	0.19	0.33

数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>