



2 月美国非农数据点评

股票投资策略简报

证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjq.com.cn

被“低估”的美国失业率上行风险

当地时间 3 月 7 日，美国劳工统计局公布数据显示，2 月新增非农就业人口+15.1 万人（Bloomberg 预测中值+16.0 万人，前值由+14.3 万人下修至+12.5 万人），2 月 U-3 失业率+4.1%（Bloomberg 预测中值+4.0%，前值+4.0%）。表现上看，本次整体就业数据以相对温和的幅度超预期走弱，但考虑到近期一系列美国经济数据的疲软，尤其比如周内公布的挑战者企业裁员人数（+17.2 万人）创下 2020 年 7 月以来新高、小非农 ADP 明显弱于预期（实际+7.7 万人，预期+14.0 万人），我们倾向于认为美国劳工市场的恶化速度和幅度实际上要比数据显示的更加“糟糕”一些。

美国就业市场疲软程度大概率被“低估”，实际失业率或已升至 4.3%、直逼经济“衰退”阈值

从新增非农就业（+15.1 万人）的结构上看，主要贡献仍然来自于教育健康服务（+7.3 万）、金融活动（+2.1 万）和贸易运输业（+2.1 万）等服务业部门，制造业和建筑业也略超预期改善；从失业率变动（+0.1pct）的拆分来看，主要推升来自重返就业市场的人（+0.05pct）、临时工作到期的人（+0.04pct）、永久性失业者（+0.03pct）。进一步观察，我们认为本次就业数据或有以下三条线索值得关注：

（1）劳动参与率超预期走弱，“压低”了失业率。2 月劳动参与率回落至+62.4%（预期+62.6%，前值 62.6%），是 2023 年初以来新低。劳动参与率的降低反映“更多的人不再积极寻找工作”（背后原因是多样化的），同时也导致了作为计算失业率的分子端劳动力的减少，进而可能拉低了“真实的”失业率。我们测算，如果假设劳动参与率回到 2022 年中至 2024 年末平均水平，对应失业率约为 4.31%，即高出当下失业率 0.17pct。

（2）“广义失业率 U6”更大幅度地上升，亦佐证了更广泛的劳动力市场疲软。U6 失业率在 U3 的基础上进一步包括了“边缘劳动力”（目前没有积极寻找工作，但想要工作且在过去 12 个月内曾积极寻找过工作的人）和“非自愿兼职工作者”（很多是出于经济不好的原因），2 月 U6 失业率大幅度上升至 8%，是 2021 年 10 月份以来新高，环比+0.5pct 的跳升幅度甚至仅次于 2020 年 4 月份，佐证了更广泛的劳动力市场疲软状况。

（3）“DOGE”推动下的政府部门裁员影响或正在开始显现。2 月新增非农就业中政府部门+1.1 万人（前值+4.4 万人），其中联邦政府/州政府/地方政府，分别-1.0 万人/+0.1 万人/+2.0 万人，表明 DOGE 推动下的联邦政府裁员影响正在显现。与此同时，我们观察到联邦政府雇员首次申请失业金的人数自 2 月 21 日当周开始明显跳升，而考虑到 2 月非农数据的参考周期是 2 月 12 日当周，因此更大幅度的政府部门裁员影响或在往后的就业数据中进一步体现，亦容易推升失业率。此外，经 CES 口径调整后的 CPS 口径下的新增就业人数-17.9 万人，也一定程度上侧证了 2 月新增非农的“虚高”。

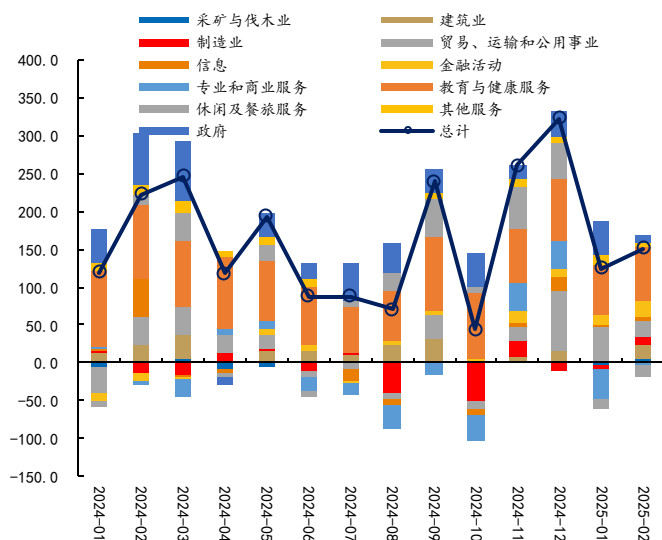
事实上，自 2 月份以来陆续公布的美国经济数据多数走弱且低于预期，综合体现为彭博美国经济意外指数近期再度转为负值，同期以纳斯达克为代表的美股指数自高点回撤也超过 10%，市场定价的年内美联储降息次数从 1 次再度变为 3 次（以 25bps/次假设）。我们继续提示，特朗普一揽子新政对经济的含义更多是偏“负面”的，美国“滞胀”风险延续升温，全球朱格拉叠加库存下行周期，将大概率导致美国产能利用率及职位空缺数下降，在“贝弗里奇曲线”走平影响下，预计美国失业率未来仍将呈现趋势性、加速上升，美国劳工市场或比当下市场一致预期得更为“脆弱”。

风险提示

美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期

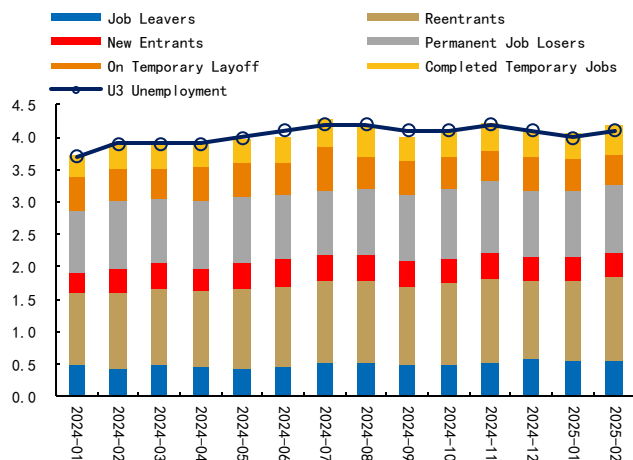


图表1: 结构上, 教育健康服务 (+7.3 万)、金融活动 (+2.1 万) 和贸易运输业 (+2.1 万) 等服务业仍是新增非农主要贡献



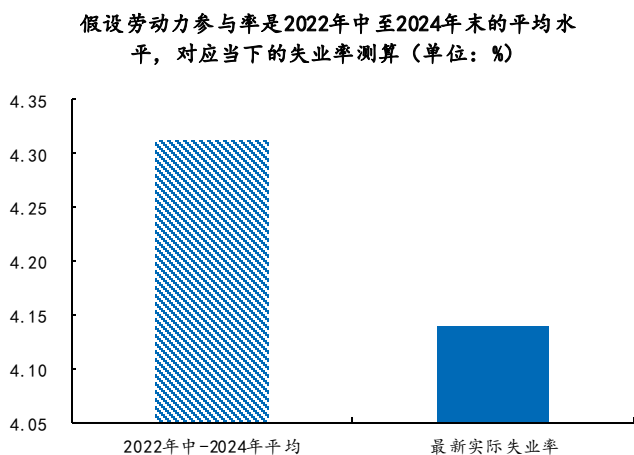
来源: Wind, 国金证券研究所

图表2: 失业率的走高的推动来自重返就业市场的人 (+0.05pct)、临时工作到期的人 (+0.04pct)、永久性失业者 (+0.03pct)



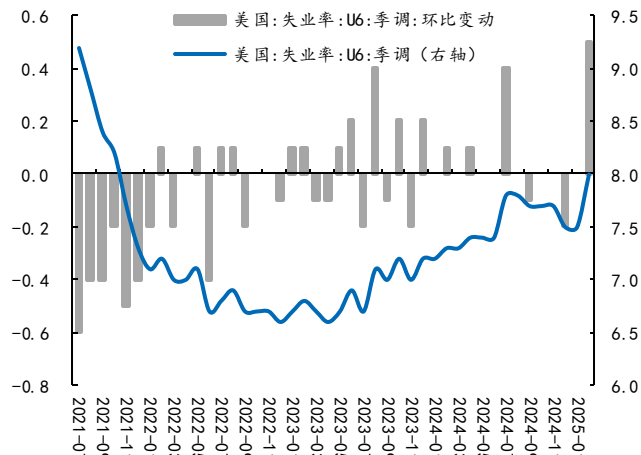
来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

图表3: 劳动参与率的降低, 导致最新的失业率或被“低估” 0.17pct



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

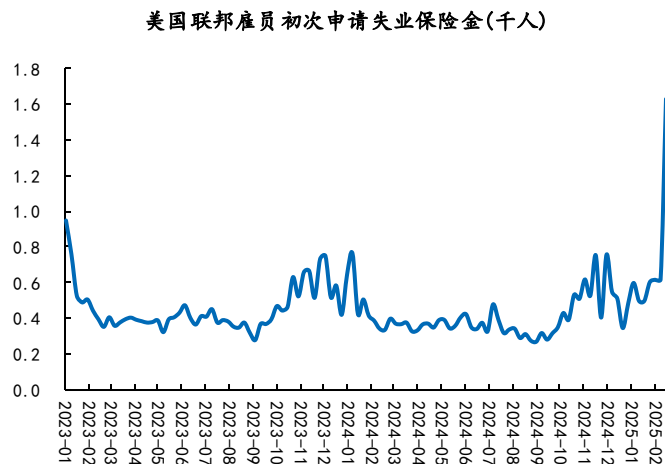
图表4: “广义失业率U6”更大幅度 (+0.5pct) 地上升, 亦佐证了更广泛的劳动力市场疲软



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

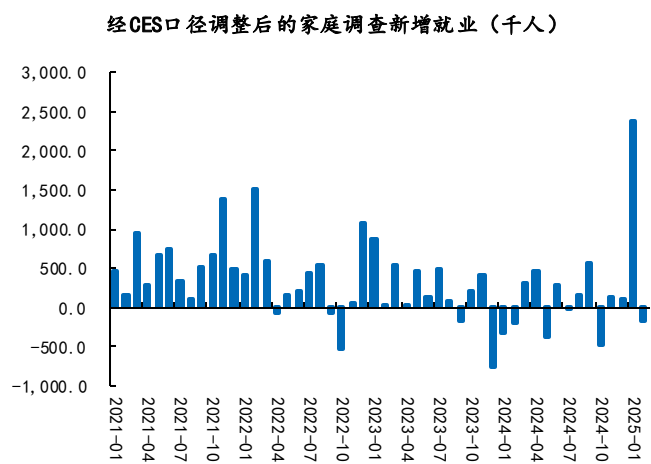


图表5: 联邦政府雇员首次申请失业金的人数自2月21日开始明显跳升



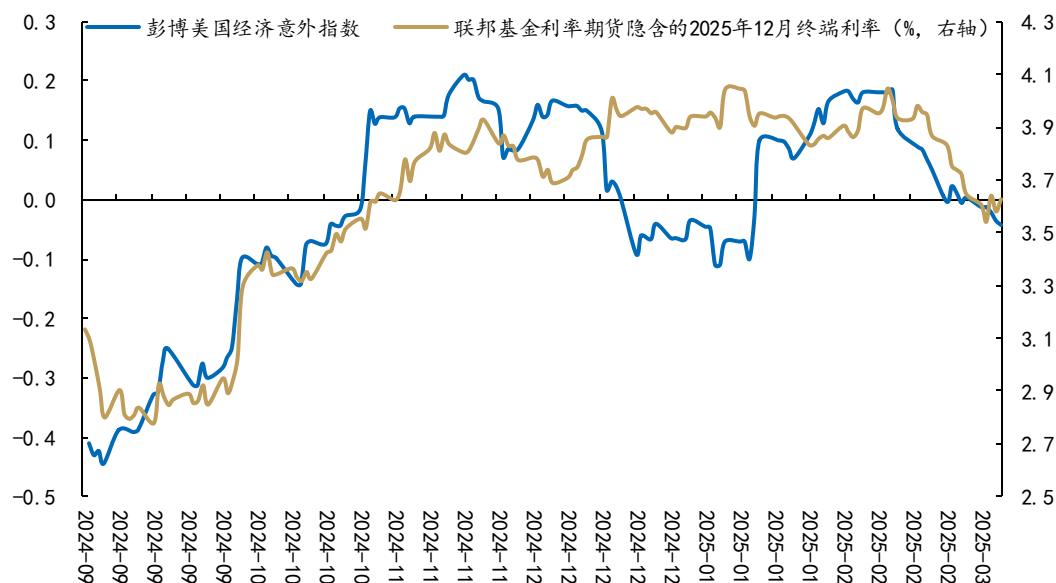
来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 经调整后的CPS口径下的新增就业人数再度转为负增长



来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所

图表7: 自2月份以来陆续公布的美国经济数据多数走弱且低于预期, 综合体现为彭博美国意外指数近期再度转为负值, 市场定价的年内联储降息次数从1次再度变为3次



来源: Bloomberg, 国金证券研究所



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
 电话：021-80234211
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
 紫竹国际大厦 5 楼

北京
 电话：010-85950438
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100005
 地址：北京市东城区建国内大街 26 号
 新闻大厦 8 层南侧

深圳
 电话：0755-86695353
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 邮编：518000
 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