

2025 年 03 月 09 日

宏观研究团队

美国就业市场或将进入“颠簸期”

——美国 2 月非农就业数据点评

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

● 美国新增非农就业略不及预期，且失业率上行

1. 新增非农就业略有提升，但不及预期，且前值有一定下修

2 月新增非农就业 15.1 万人，较 1 月初值略有回升，但低于市场预期。此外，1 月新增非农遭遇下修，且近 3 个月平均新增就业 19.97 万人，较前值略有下行。结构上看，私人服务仍是当前新增就业的主要部分，但休闲酒店就业连续 2 个月负增，政府部门就业亦持续下降。美国就业市场总体看有一定走软。

2. 劳动参与率下降、失业率超预期上行，薪资环比增速略有下行

2 月美国劳动参与率录得约 62.4%，失业率为 4.1%，失业率较 1 月超预期上升，或显示驱逐非法移民对美国劳动力市场的冲击或已经开始。一则劳动力人口的减少，或与部分非法移民从劳动力市场离开有关；二则黑人及亚裔的失业率下降，或与部分填补非法移民离开所造成的岗位空缺有关。

再来看失业率成因，相较于 1 月，2 月永久性失业、再就业者占比上升较多，暂时性失业者、离职者占比有所下降。与 1 月份数据的趋势相同，显示当前劳动力市场呈现出持续的下滑。

2 月美国非农就业时薪录得 35.93 美金，同比上升 4.0%，环比上升 0.3%，分别较 1 月上升 0.2 个百分点、下降 0.1 个百分点。结合当前失业率的小幅回升、工作时长的持续低位态势来看，后续薪资增速有较大概率将会继续向下，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，关注联邦政府裁员、驱逐非法移民影响

我们认为随着联邦政府裁员的动作加快，以及驱逐非法移民的逐渐深入，美国就业市场短期可能继续走弱。具体而言：

第一，2 月非农就业中政府裁员的影响尚未完全体现，后续就业数据或将受到负面冲击。特朗普政府在上任后对联邦政府采取了较为激进的改革，不仅大幅削减政府采购合同支出、暂停联邦政府招聘，且对各联邦政府部门进行了不同程度的裁员。而 2 月非农调查数据仅截止到 2 月 12 日，相关冲击尚未显现。

第二，驱逐非法移民行动目前略不及预期，但后续或将持续深入，对就业市场形成负向冲击。根据路透社数据，在特朗普上任的第一个月里共驱逐了 37660 人，日均约 1250 人，整体较不及预期。但随着特朗普政府增加驱逐渠道、加强遣返力度，驱逐非法移民的人数或将加大，对美国就业市场形成负向冲击。

因此总的来看，我们认为后续美国就业市场将进入“颠簸期”，有很大可能将会继续走弱，需要保持对政府裁员、驱逐非法移民等行动的跟踪。一则虽然联邦政府裁员对美国劳动力市场的直接负向冲击有限，但经济是一个循环系统，伴随着联邦政府裁员的还有减支，进而减少对私人部门的采购和需求，因此总体的连带效应不可小觑；二则随着非法移民的驱逐，相关岗位空缺是否能够迅速得到补充亦存在一定不确定性，叠加部分企业可能会减少招聘，从而更进一步对劳动力市场进行冲击。

对美联储而言，我们认为 2 月非农就业对 3 月 FOMC 会议影响有限，大概率将继续按兵不动，但需关注点阵图的变化。对各类资产价格而言，由于当前数据并未能打消对经济动能走弱的担忧，因此美股、美债收益率、美元等资产或仍将承压，总体在相对低位震荡。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《外需周期性下行主导出口走向—宏观经济点评》-2025.3.8

《蓄势应变，留有后手—2025 年政府工作报告学习》-2025.3.5

《相对客观地看待关税影响—宏观经济专题》-2025.3.5

目 录

1、美国新增非农就业略不及预期，且失业率上行.....	3
1.1、新增非农就业略有提升，但不及预期，且前值有一定下修.....	3
1.2、劳动参与率下降、失业率超预期上行，驱逐移民影响或已开始体现.....	4
1.3、薪资环比增速边际下行，工作时长维持不变.....	5
1.4、非制造业 PMI 就业指数回升，就业扩散指数短期走弱.....	6
2、美国就业市场可能继续走弱，关注联邦政府裁员、驱逐非法移民影响.....	7
3、风险提示.....	8

图表目录

图 1：2 月美国新增非农就业人数有一定上升，但趋势有所走软.....	3
图 2：2 月失业率略有提升、劳动参与率基本不变.....	4
图 3：2 月 25-54 岁区间人口劳动参与率保持平稳.....	4
图 4：2 月永久性失业占比略有回升.....	5
图 5：2 月因经济原因从事兼职工作人员数量增加较多.....	5
图 6：2 月时薪环比增速边际下行.....	5
图 7：2 月美国周工作时长维持不变.....	5
图 8：其他服务业、专业和商业服务薪资同比增速较高.....	6
图 9：非制造业 PMI 就业上升较多.....	6
图 10：就业扩散指数短期承压.....	6
图 11：联邦政府工作人员在全体政府就业中占比相对较少.....	7
表 1：2 月非农新增就业细项及变动.....	4

事件：美国公布 2 月最新就业数据。其中新增非农就业 15.1 万，平均时薪同比增长 4.0%，低于市场预期；失业率为 4.1%，超出市场预期。

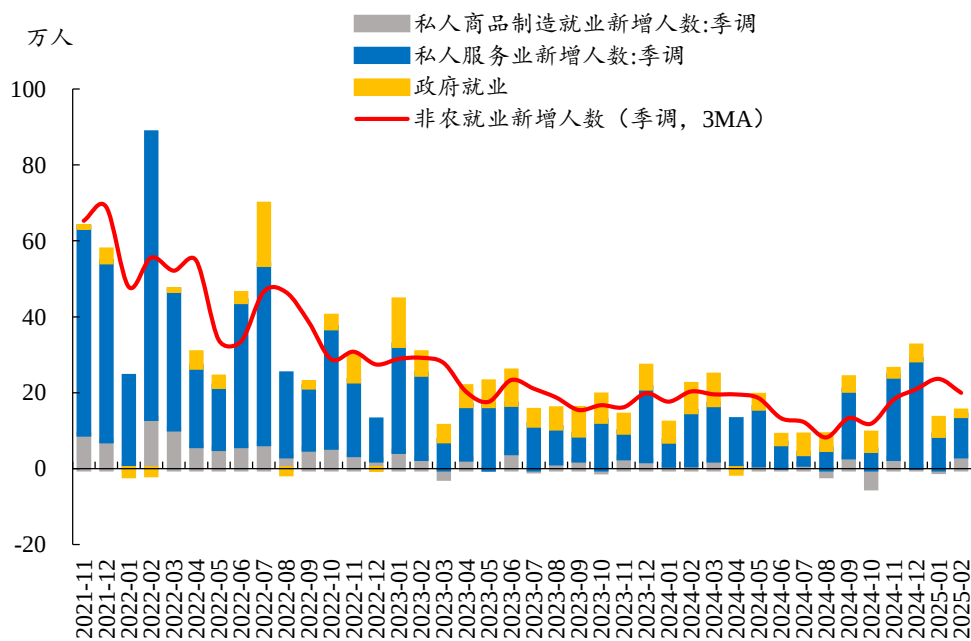
1、美国新增非农就业略不及预期，且失业率上行

1.1、新增非农就业略有提升，但不及预期，且前值有一定下修

2 月美国新增非农就业 15.1 万人，较 1 月份初值（14.3 万）略有回升，但低于市场预期的 16 万。1 月、2024 年 12 月新增非农就业分别下修 1.8 万、上修 1.6 万，两个月累计下修 0.2 万，总体修正幅度不大¹。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 19.97 万人，较前值略有下行。虽然 2 月非农数据有一定幅度上行，但 1 月就业数据的小幅下修同 2024 年 Q4 数据频繁上修形成较大差异。

结构上看，私人服务新增就业仍是当前就业的主要部分，其中休闲酒店就业连续 2 个月负增，政府部门就业持续走弱。2 月私人部门就业增加约 14 万（商品制造增加 3.4 万，服务业增加 10.7 万），政府就业新增 1.1 万。分行业来看，建筑业、金融活动、教育和保健服务新增就业较多，分别为 1.9 万、2.1 万、7.3 万。此外，休闲和酒店业新增就业减少 1.6 万，连续 2 个月减少，或侧面反映美国服务业有部分放缓。总体看，2 月非农就业数据显示当前美国劳动力市场整体或仍处于充分就业区间，但趋势有所走软，韧性可能也有所下降。

图1：2 月美国新增非农就业人数有一定上升，但趋势有所走软



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 2024 年 12 月数据为第 2 次修正。

表1：2月非农新增就业细项及变动

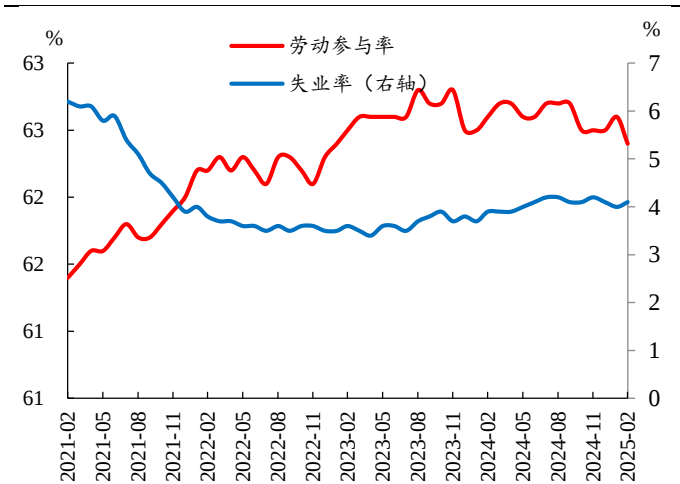
行业(千人)	占比 (%)	较1月变化	2025-02	2025-01	2024-12	近3月平均
总体新增非农	100.0	26	151	125	323	200
私人部门	92.7	59	140	81	287	169
采矿业	3.3	9	5	-4	-1	0
建筑业	12.6	17	19	2	15	12
制造业	6.6	15	10	-5	-10	-2
批发业	5.8	13	9	-4	13	6
零售业	-4.2	-36	-6	30	34	19
运输仓储业	11.8	-1	18	19	34	24
公用事业	0.9	0	1	1	-1	1
信息业	3.3	2	5	3	17	8
金融活动	13.9	7	21	14	12	16
专业和商业服务	-1.3	37	-2	-39	36	-2
教育和保健服务	48.3	7	73	66	83	74
休闲和酒店业	-10.6	-2	-16	-14	47	6
其他服务业	2.6	-9	4	13	7	8
政府就业	7.3	-33	11	44	36	30
联邦政府	-6.6	-15	-10	5	3	-1
州和地方政府	13.9	-18	21	39	33	31

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率下降、失业率超预期上行，驱逐移民影响或已开始体现

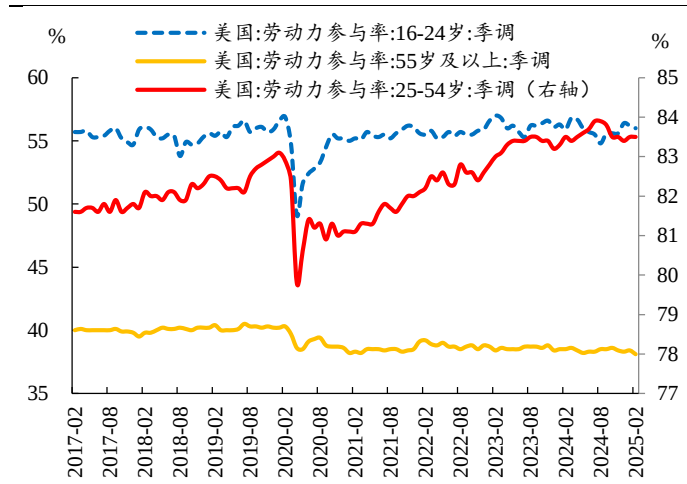
2月美国劳动参与率录得约62.4%，失业率为4.1%，失业率较1月超预期上升。具体来看，2月份调查城市人口增加16.2万，劳动力人口减少38.5万。总就业人口下降58.8万，失业人口增加20.3万，劳动参与率下降0.18个百分点至62.44%。且失业率上升0.13个百分点至4.139%，超预期上行。年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率处于在83.5%的高水平区间，但其他年龄段劳动参与率均有下降。族裔方面，白人、西班牙裔失业率有所提升，黑人、亚裔失业率有所下降。从2月劳动参与率以及失业率的表现来看，驱逐非法移民对美国劳动力市场的冲击或已经开始。一则劳动力人口的减少，或与部分非法移民从劳动力市场离开有关；二则黑人及亚裔的失业率下降，或与部分填补非法移民离开所造成的岗位空缺有关。

图2：2月失业率略有提升、劳动参与率基本不变



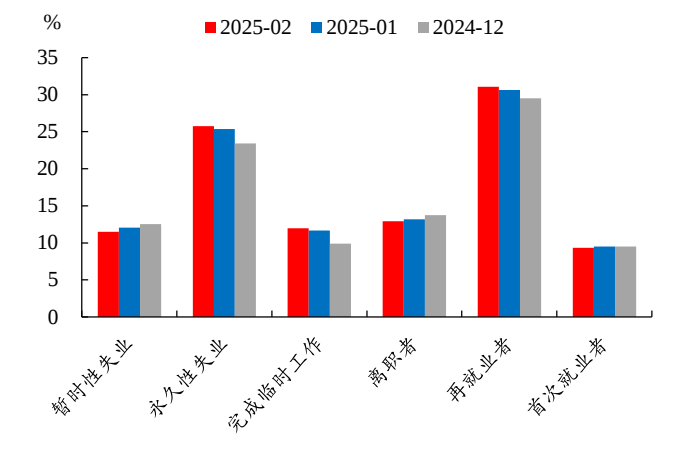
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2月25-54岁区间人口劳动参与率保持平稳

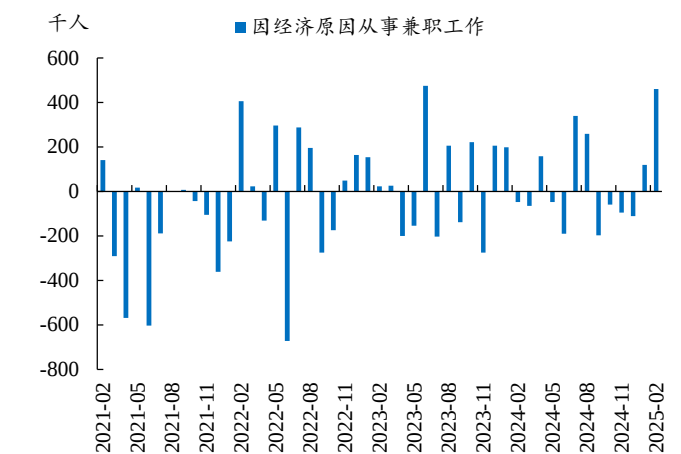


数据来源：Wind、开源证券研究所

再来看失业率成因，相较于 1 月，2 月永久性失业、再就业者占比上升较多，暂时性失业者、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增加较多，与 1 月份数据的趋势相同，显示当前劳动力市场出现持续下滑。

图4：2 月永久性失业占比略有回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

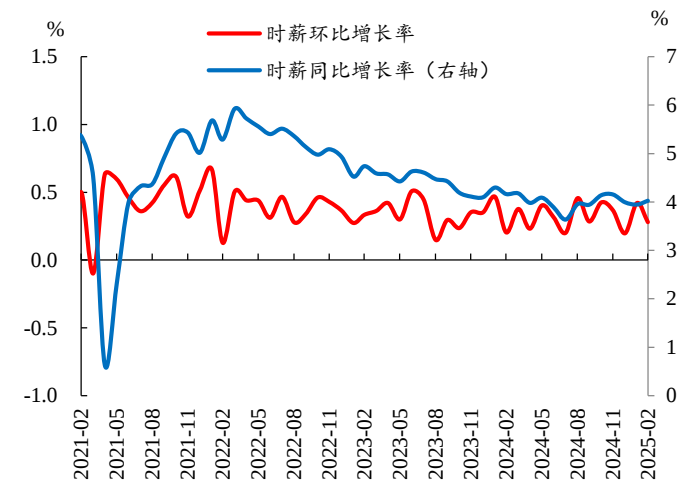
图5：2 月因经济原因从事兼职工作人员数量增加较多


数据来源：Wind、开源证券研究所

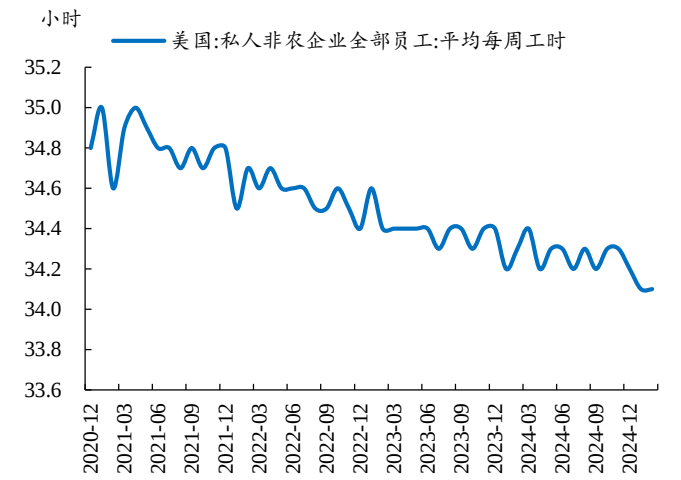
1.3、薪资环比增速边际下行，工作时长维持低位

2 月美国非农就业时薪录得 35.93 美金，同比上升 4.0%，环比上升 0.3%，分别较 1 月上升 0.2 个百分点、下降 0.1 个百分点。具体来看，其他服务业、专业和商业服务薪资同比增长较多，批发业、金融活动薪资环比增长较多。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。

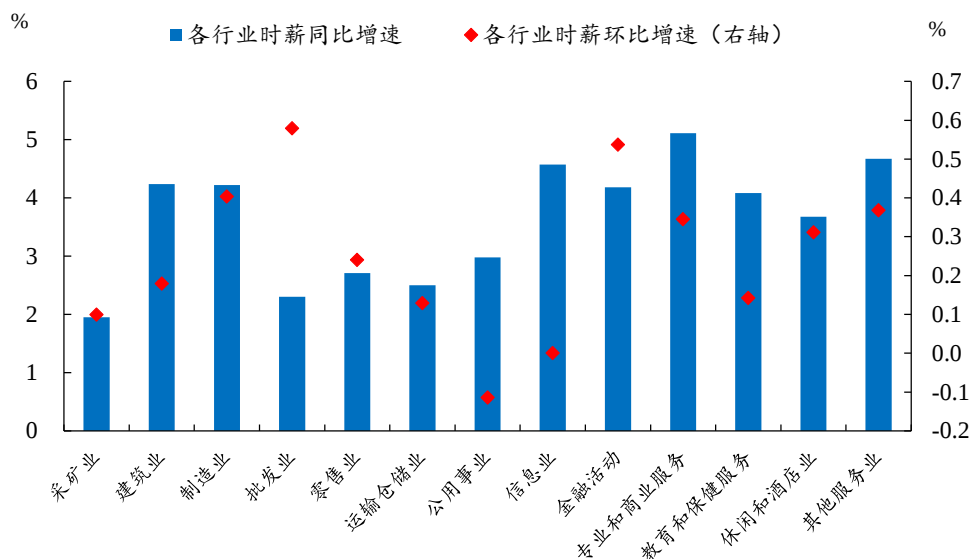
此外，2 月美国周工作时长较 1 月基本持平，维持在 34.1 个小时的相对低位，工作时长中枢整体下移。结合当前失业率的小幅回升来看，后续薪资增速有较大概率将会继续向下，居民消费持续上行的支撑作用也将逐渐下降。

图6：2 月时薪环比增速边际下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2 月美国周工作时长维持不变


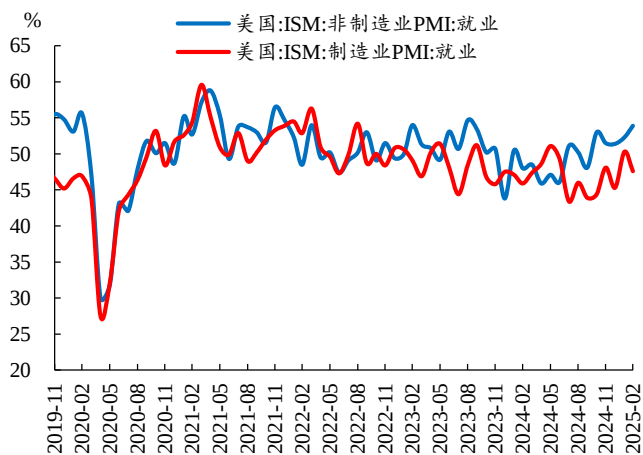
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：其他服务业、专业和商业服务薪资同比增速较高


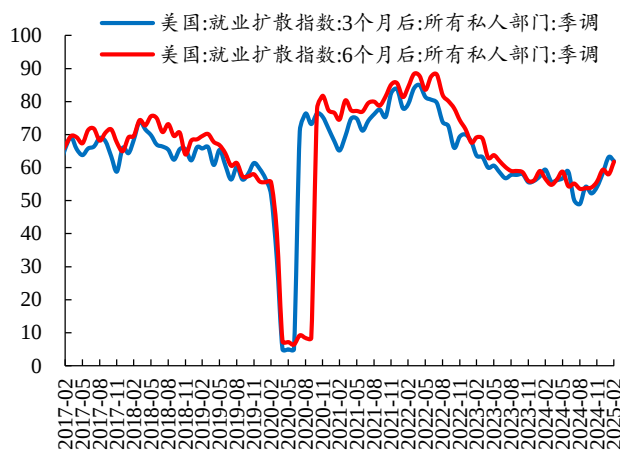
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、非制造业 PMI 就业指数回升，就业扩散指数短期走弱

结合 PMI 就业指数以及就业扩散指数来看，美国劳动力市场则表现分化。2月美国 ISM 非制造业 PMI 就业指数上升 1.6 个百分点至 53.9%，但制造业 PMI 就业指数下降 2.7 个百分点至 47.6%，且落入荣枯线以下，两者表现分化。同时，3 个月 after 私人部门就业扩散指数回落至 62，但 6 个月 after 私人部分就业扩散指数回升至 61.8，两者表现亦有分化。因此，我们认为当前美国就业市场在不同部门之间存在明显的冷热不均，同时短期内虽然就业市场承压，但整体并无大的下行风险。

图9：非制造业 PMI 就业上升较多


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

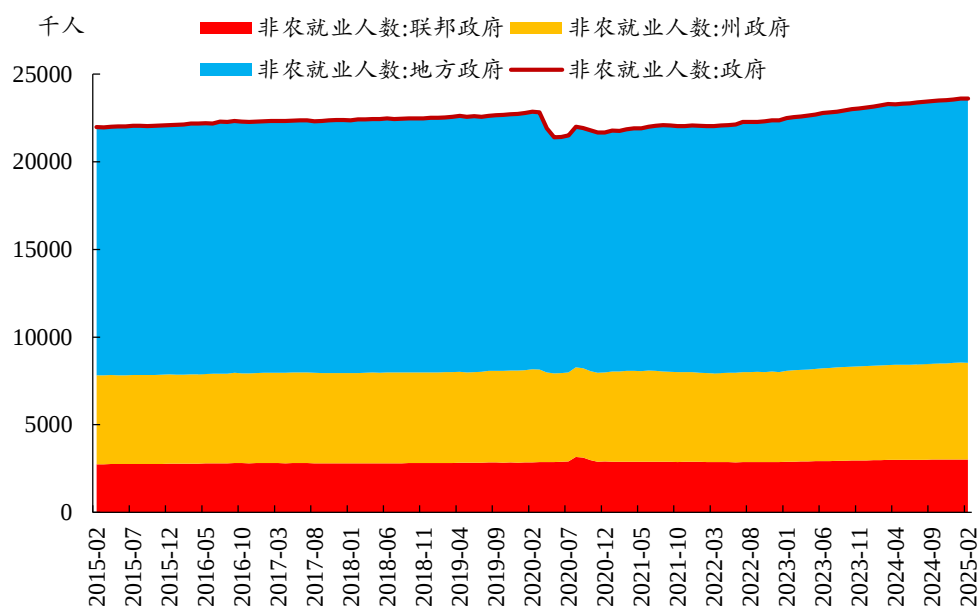
此外，由于 1 月企业裁员、员工离职、职位空缺等数据尚未发布，我们尚难观察企业端的雇佣需求情况。综合新增就业数值、失业率波动以及非制造业 PMI 就业分项等指标来看，美国劳动力市场总体较为稳定，但短期由于特朗普政府的政策冲击，出现了一定程度的疲软。

2、美国就业市场可能继续走弱，关注联邦政府裁员、驱逐非法移民影响

2月非农数据发布前，由于部分经济指标超预期走弱，引发市场对美国经济增长动能的担忧，并带动美债收益率、美股持续走弱。我们认为随着联邦政府裁员的动作加快，以及驱逐非法移民的逐渐深入，美国就业市场短期可能继续走弱。具体而言：

第一，2月非农就业中联邦政府裁员的影响尚未完全体现，后续就业数据或将受到较大负面冲击。特朗普政府在上任后对联邦政府采取了较为激进的改革，不仅大幅削减政府采购合同支出、暂停联邦政府招聘，且对各联邦政府部门进行了不同程度的裁员。截至3月7日，已经有超过10万名联邦雇员离开了工作岗位（含7.5万接受“买断离职计划”员工）²，而2月非农调查数据仅截止到2月12日，相关的数据冲击尚未显现。此外，虽然联邦政府员工在总体政府就业中占比仅约12.7%，但参考克林顿政府时期的重塑联邦政府运动，联邦政府的“瘦身”也必然联动至地方政府³，因此后续或将对美国劳动力市场带来持续负面影响。

图11：联邦政府工作人员在全体政府就业中占比相对较少



数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，驱逐非法移民行动目前略不及预期，但后续或将持续深入，对就业市场形成负向冲击。特朗普政府在上任后便积极驱逐非法移民。但根据路透社数据，在其上任的第一个月里共驱逐了37660人（日均约1250人），距离其每年驱逐100万（日均2700人）还有非常大的一段距离，整体较为不及预期。但随着特朗普政府增加驱逐渠道、加强遣返力度，驱逐非法移民的人数或将加大，从而对美国就业市场形成负向冲击。

因此总的来看，我们认为后续美国就业市场将进入“颠簸期”，可能将会继续走弱。我们需要保持对政府裁员、驱逐非法移民等行动的跟踪。一、虽然联邦政府

² <https://www.jfdaily.com/statics/res/html/web/newsDetail.html?id=872307>

³ http://www.mgyj.com/american_studies/2006/first/first02.html

裁员对美国劳动力市场的直接负向冲击有限，但经济是一个循环系统，伴随着联邦政府裁员的还有减支，进而减少对私人部门的采购和需求，因此总体的连带效应不可小觑；二则随着非法移民的驱逐，相关岗位空缺是否能够迅速得到补充亦存在一定不确定性，叠加部分企业可能会减少招聘，从而更进一步对劳动力市场进行冲击。

对美联储而言，我们认为 2 月非农就业对 3 月 FOMC 会议影响有限，大概率将继续按兵不动，但需关注点阵图的变化。结合美联储主席鲍威尔的最新发言来看，其表示美国经济仍然处于良好状态。劳动力市场稳健。虽然特朗普政府的经济政策存在高度的不确定性，因此若经济保持稳定，而通胀未能进一步回落至 2%，则其将会维持当前利率⁴。

对各类资产价格而言，由于当前数据并未能打消对经济动能走弱的担忧，因此美股、美债收益率、美元等资产或仍将承压，总体在相对低位震荡。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

⁴ <https://wallstreetcn.com/articles/3742623>

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1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