

2 月非农的“隐忧”

2025 年 03 月 08 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ **事件：**当地时间 3 月 7 日，美国劳工局发布 2 月就业数据：新增非农就业 15.1 万人，低于彭博一致预期 16 万人；1 月新增就业由 14.3 万人下修为 12.5 万人。2 月失业率 4.1%，前值和彭博一致预期均为 4.0%。

➤ **2 月新增非农就业基本保持健康。**2 月新增非农就业 15.1 万人，虽然低于市场预期 16 万人，但基本维持稳健。**分行业看：**政府部门新增就业大幅下滑至 1.1 万人（前值 4.4 万人），但教育和医疗的就业仍维持强劲，新增 7.3 万人，占 2 月新增非农总数近一半，反映 DOGE 影响尚有限。此外，**金融、运输仓储业**在 2 月的表现相对较好，分别新增 2.1 万人和 1.8 万人；**零售业、休闲服务业**表现较差，或反映了天气影响和消费放缓。

➤ **时薪增速低于预期，移民政策推升通胀的情况尚未明显发生。**2 月非农时薪增速从 4.0%，低于彭博一致预期 4.1%，前值从 4.1% 下修至 3.9%。特朗普上任以来移民政策立场较竞选时软化，**驱逐非法移民的速度较慢**，上任首月逮捕了 2.1 万非法移民（年化 25.2 万，远不及 2019 年逮捕 117.6 万人的速度），市场对于移民政策推升服务业通胀的担忧，可以暂时松一口气。

➤ **但令人担忧的是，2 月失业率高于预期，U6 口径失业率跳升。**2 月劳动力参与率下降 0.2 个百分点至 62.4%，为 2023 年 1 月以来最低；在此情况下，失业率依旧上行至 4.1%，永久性失业者人数上升的贡献最大。此外值得注意的是，包括灰心丧气工人和因经济原因担任兼职的工人在内的“**U6 失业率**”跳升 0.5 个百分点至 8%，为 2021 年 10 月以来最高。美国 2 月**挑战者企业裁员 17.2 万人**，为 2020 年 7 月以来新高，较前值 5.0 万人激增 245%。

➤ **DOGE 裁员的影响在 2 月较小，未来几个月或进一步显现。**美国劳工部非农调查统计的是包括当月 12 日在内的工资单上的员工数，一方面，DOGE 裁员从 2 月中旬才开始发力，按特朗普的计划，3-4 月或有更大动作：白宫要求联邦机构 3 月 13 日前提交有关“大规模裁员”的计划、4 月 14 日前改革组织架构。**另一方面**，约 7.5 万联邦雇员接受了“买断计划”（即延期辞职），提前结束政府工作、继续拿工资到今年 9 月。9 月前，这些人仍在工资单上，不会视为失业者。

➤ **美联储 3 月不降息基本确定；上半年仍有降息可能。**数据公布当日，2Y 和 10Y 美债收益率分别小幅上行 3bp。同日，美联储主席鲍威尔表示“**不需要急于调整利率**”，特朗普政府政策不确定性仍然很高，可以等待形势更加明朗，不会对一两项超出预期的经济数据做出过度反应。我们认为，在二季度，政府裁员减支和关税对就业数据的抑制作用会更明显；叠加二季度“债务上限”问题或得以解决，政府债务压力上升，6 月仍有降息可能。

➤ **风险提示：**特朗普政策变化超预期，美国就业市场变化超预期。

相关研究

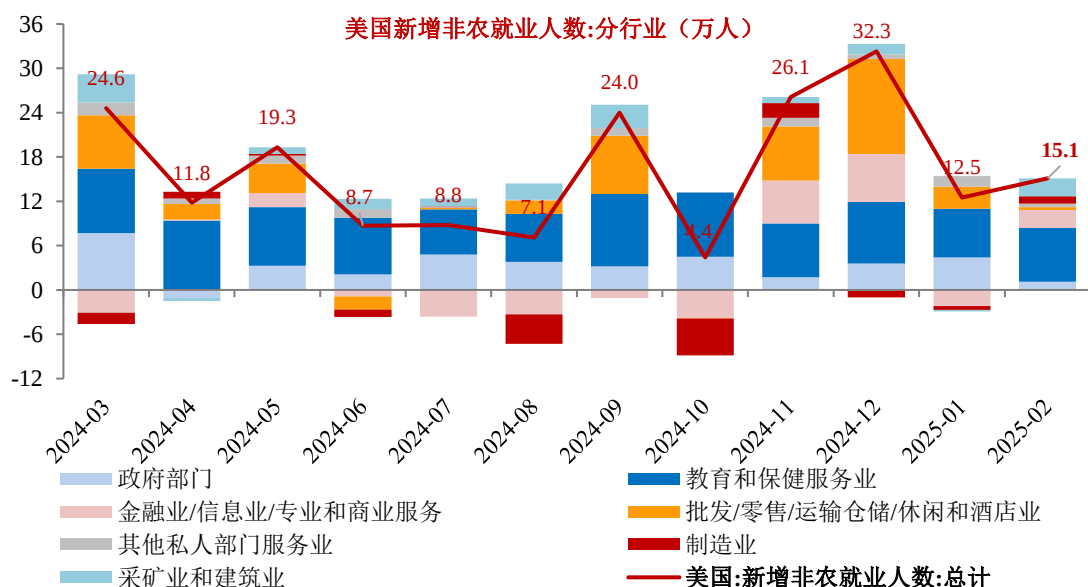
- 1.2025 年财政预算案点评：今年预算报告的“新鲜事” -2025/03/07
- 2.美国政策跟踪：政府裁员如何影响美国就业？ -2025/03/06
- 3.2025 年政府工作报告点评：政府工作报告：哪些新变化？ -2025/03/05
- 4.美国政策点评：特朗普关税措施升级的 5 个问题 -2025/03/04
- 5.美国财政研究专题：美国财政分析框架指南 -2025/03/04

图1：美国新增非农就业的行业分布（单位：万人）

季调，万人	2025/2	2025/1	2024/12	2024/11	2024/10	2024/9	2024/8
美国新增非农就业	15.1	12.5	32.3	26.1	4.4	24.0	7.1
私人部门	14.0	8.1	28.7	24.4	-0.1	20.8	3.3
商品生产	3.4	-0.7	0.4	2.8	-5.0	3.2	-1.8
采矿业	0.5	-0.4	-0.1	0.2	-0.1	0.2	-0.1
建筑业	1.9	0.2	1.5	0.6	0.1	3.0	2.3
制造业	1.0	-0.5	-1.0	2.0	-5.0	0.0	-4.0
耐用品制造	1.1	-0.6	-1.5	2.7	-4.6	0.1	-4.0
非耐用品制造	-0.1	0.1	0.5	-0.7	-0.4	-0.1	0.0
服务生产	10.6	8.8	28.3	21.6	4.9	17.6	5.1
批发业	0.9	-0.4	1.3	0.5	0.6	0.7	0.4
零售业	-0.6	3.0	3.4	-1.4	-0.7	1.4	-1.3
运输仓储业	1.8	1.9	3.4	2.8	-0.9	0.7	0.2
公用事业	0.1	0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.3	0.1
信息业	0.5	0.3	1.7	0.5	-0.7	0.0	-0.7
金融活动	2.1	1.4	1.2	1.6	0.3	0.5	0.6
专业和商业服务	-0.2	-3.9	3.6	3.7	-3.4	-1.6	-3.2
教育和保健服务	7.3	6.6	8.3	7.3	8.7	9.8	6.5
医疗保健和社会救助	6.3	6.4	7.6	7.9	8.4	7.9	5.4
休闲和酒店业	-1.6	-1.4	4.7	5.4	0.9	5.1	2.6
其他服务业	0.4	1.3	0.7	1.2	0.1	0.7	0.0
政府部门	1.1	4.4	3.6	1.7	4.5	3.2	3.8
联邦政府	-1.0	0.5	0.3	-0.2	0.3	0.4	0.2
州政府	0.1	1.9	1.9	0.9	1.6	1.5	0.9
地方政府	2.0	2.0	1.4	1.0	2.6	1.3	2.7

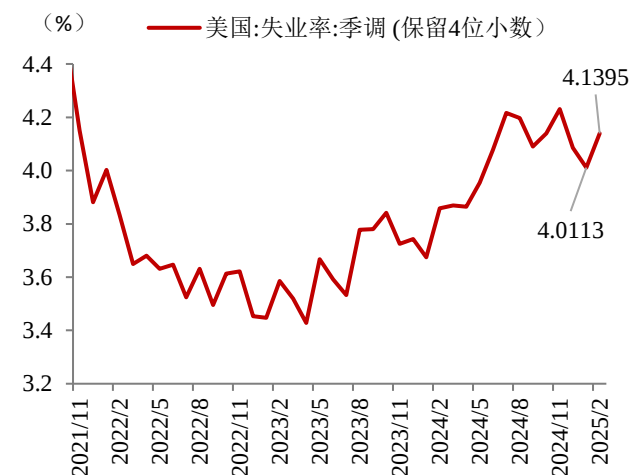
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2月教育医疗行业对新增非农就业的贡献最大



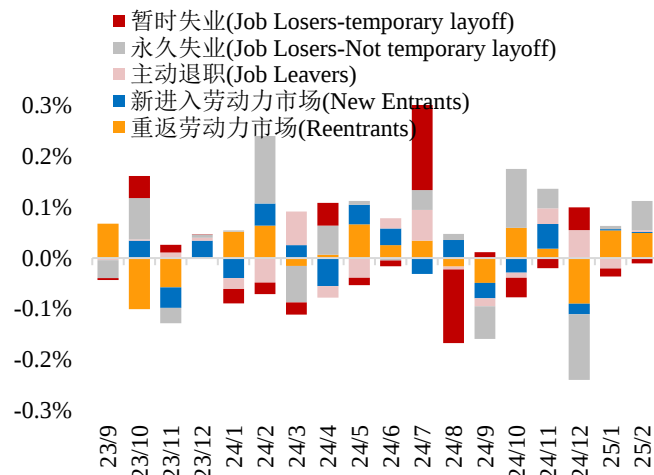
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：美国联邦雇员分布在哪些机构？（单位：千人）



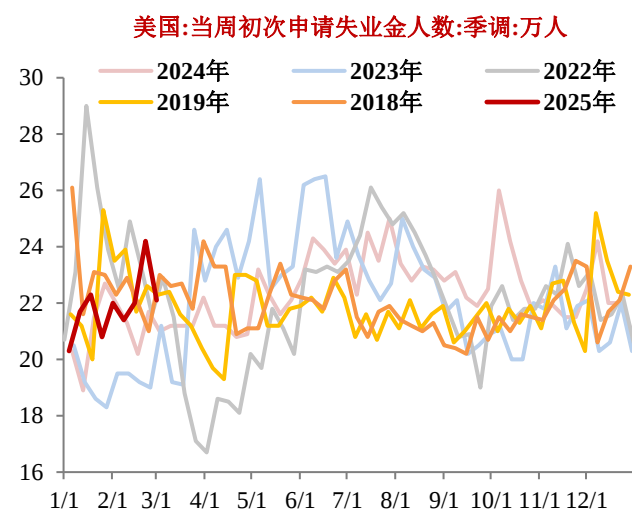
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：美国失业率月度变动：推动原因的拆分



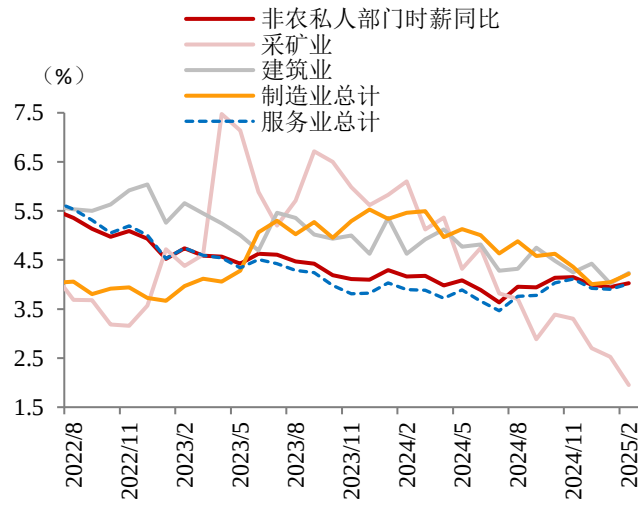
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：最近美国初请失业金人数在跳升后回落



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：美国非农时薪增速：分行业（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048