



研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《政策协同发力，消费驱动与产业升级双轮驱动 -2025 年政府工作报告精神学习》 - 2025.03.06

宏观观点

就业差强人意，美联储或按兵不动——2 月美国非农数据解读

● 核心观点

美国劳工部发布的最新非农就业报告显示，新增就业 15.1 万人，基本符合预期，失业率小幅反弹至 4.1%，整体数据表明美国就业市场呈现软着陆态势。更广泛的 U6 失业率上升至 2021 年 10 月以来的最高水平，反映了失业人数增加主要来自临时工作人数的上升。

尽管周三公布的 ADP 就业数据表现疲软，引发市场担忧，但非农数据在一定程度上缓解了这一情绪，表明就业市场虽不强劲，但也未明显恶化。薪资方面，平均时薪同比增长 4%，低于预期，环比增长 0.3%，验证了我们此前的结论，即 1 月平均时薪增速超预期主要是由于恶劣天气影响下每周工时的减少，并不足以支撑薪资通胀反弹的判断。

从结构上来看，政府部门受裁员令初步影响增长放缓，而教育和医疗保健、金融、运输和仓储等行业成为就业增长的主要动力。劳动参与率小幅下降，但壮年劳动力参与率保持稳定，下降主要来自年轻群体。

展望未来，随着政府效率部裁员行动的推进，政府雇佣或将进一步放缓，但同样于本周公布的服务业 PMI 数据超预期升至 53.5，或显示服务业将继续支撑劳动力市场的韧性。

从国债利率期货市场来看，数据公布后，市场仍预期美联储将在年内降息三次，分别在 6 月、9 月和 10 月，对本月议息会议降息的预期略有增加。鲍威尔就经济前景发表讲话，对美国经济状况给予了乐观评价，安抚了市场情绪。鲍威尔表示，美联储不需要急于调整利率，劳动力市场稳健且整体处于平衡状态，尽管存在较高的不确定性，但美国经济状况良好，目前不需要美联储采取行动。我们认为，虽然近期美国一系列经济数据不及预期，引发衰退担忧，但主要来自 ISM 制造业 PMI、消费者信心指数等数据，而美联储的核心目标——通胀和就业情况暂时稳定，处于软着陆而非衰退的趋势，因此，我们预计本月的议息会议上美联储或将维持利率不变。

● 风险提示：

美国经济基本面超预期走弱；新政府政策不确定性；美联储降息幅度和速度超预期；金融风险事件。

目录

| | |
|-----------------------|---|
| 1 失业率上行，新增就业符合预期..... | 4 |
| 2 风险提示..... | 7 |

图表目录

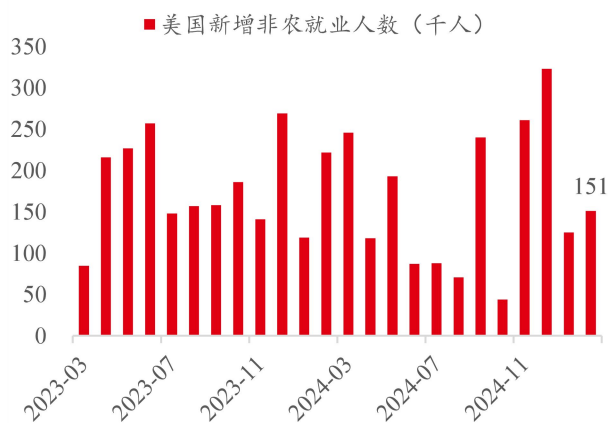
| | |
|---|---|
| 图表 1: 美国新增非农就业人数 | 4 |
| 图表 2: 美国失业率 | 4 |
| 图表 3: 2 月美国失业人数增加主要来自完成临时工作的人和再进入者 (万人) | 5 |
| 图表 4: 美国 ADP 就业人数 (万人) | 5 |
| 图表 5: 2 月美国平均时薪增速低于预期 | 6 |
| 图表 6: 2 月美国平均每周工时维持低位 | 6 |
| 图表 7: 美国各行业新增就业人数 (千人) | 6 |
| 图表 8: 美国劳动参与率 (%) | 7 |

1 失业率上行，新增就业符合预期

周五美国劳工部发布非农就业报告，2月新增就业15.1万人，预期增16万人，基本符合预期。对前两个月的非农新增就业人数进行了小幅修正，其中，12月份新增就业人数上修1.6万人至32.3万人，1月份新增就业人数下修1.8万人至12.5万人。1月失业率反弹至4.1%，市场预期持平于4.0%。综合来看，2月非农数据表明美国就业市场整体呈现软着陆态势。

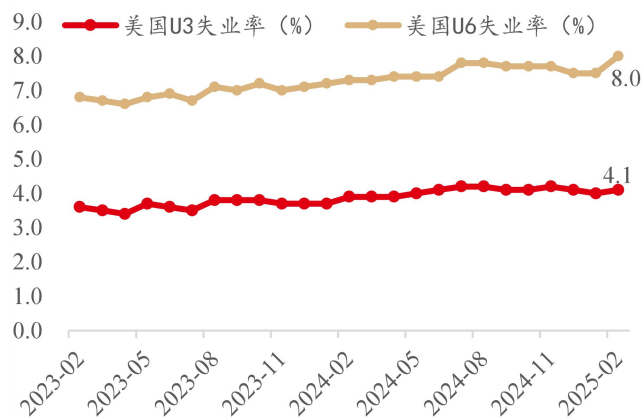
值得关注的是，更广泛的U6失业率从7.5%上升至8%，达到2021年10月以来最高水平，反映出更广义的劳动力市场供需正趋于平衡。相较于常用的官方失业率U3（统计过去四周内积极寻找工作的无业人员占劳动力的百分比），U6失业率涵盖了更多未充分就业的人群，包括愿意工作但过去四周没有找工作的人，以及希望找全职工作却因种种原因只能做兼职或临时工作的劳动者。

图表 1：美国新增非农就业人数



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

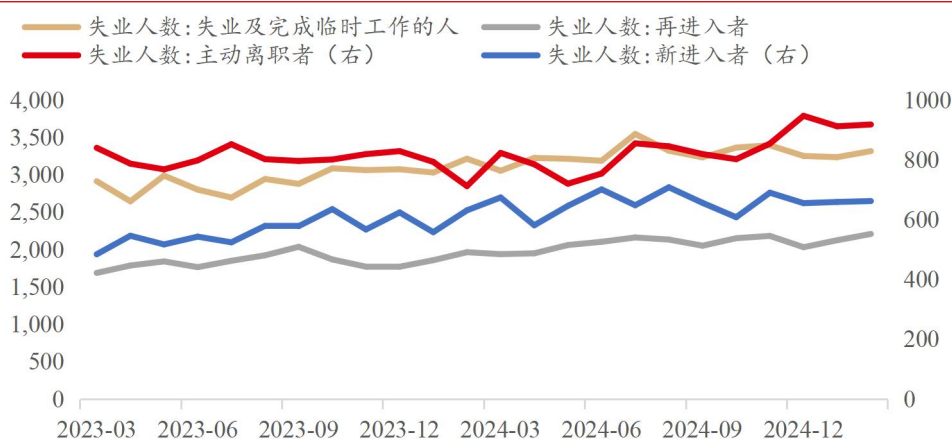
图表 2：美国失业率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

从细分项也可以看出，失业和完成临时工作的人在2月增加了8.1万人，再进入者（曾经工作过，但在一段时间内不找工作，现在又重新进入劳动力市场的人）增加了8.4万人，这两种类型是2月失业增加的主要贡献来源，与U6失业率交叉验证了临时工作人数有所上升。

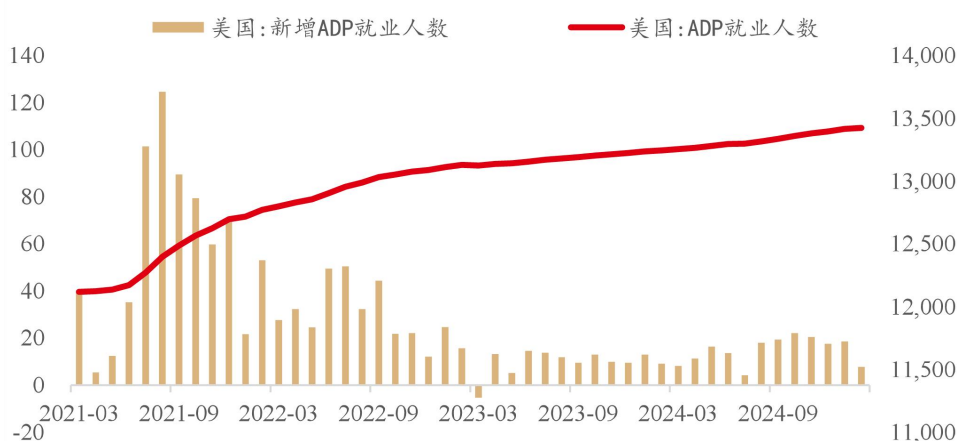
图表 3：2 月美国失业人数增加主要来自完成临时工作的人和再进入者（万人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

在非农数据公布前，周三晚公布的 ADP 就业数据表现疲软，2 月美国 ADP 新增就业人数意外降至 7.7 万人，为去年 7 月以来最小增幅，引发市场对就业快速降温的担忧。然而，周五这份不温不火的非农数据在一定程度上缓解了这一担忧，表明 2 月就业数据虽不亮眼，但也未出现明显恶化。

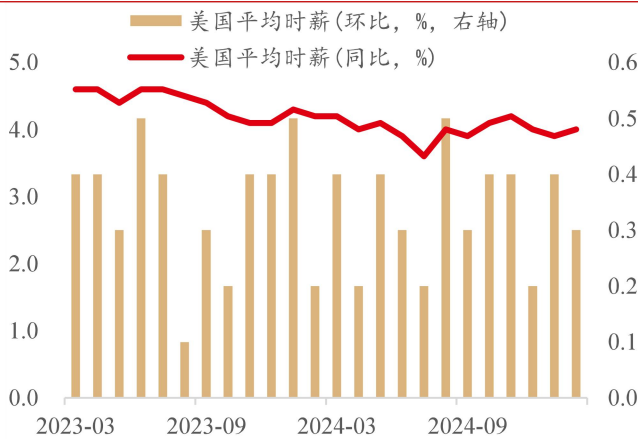
图表 4：美国 ADP 就业人数（万人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

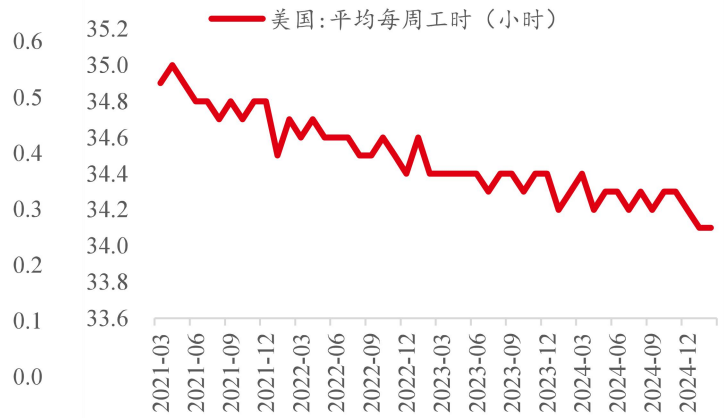
薪资方面，2 月美国平均时薪同比增长 4%，低于市场预期的 4.1%，环比增长 0.3%，符合我们此前的结论，即 1 月平均时薪增速超预期主要是由于恶劣天气影响下每周工时的减少，并不足以支撑薪资通胀反弹的判断。

图表 5: 2月美国平均时薪增速低于预期



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

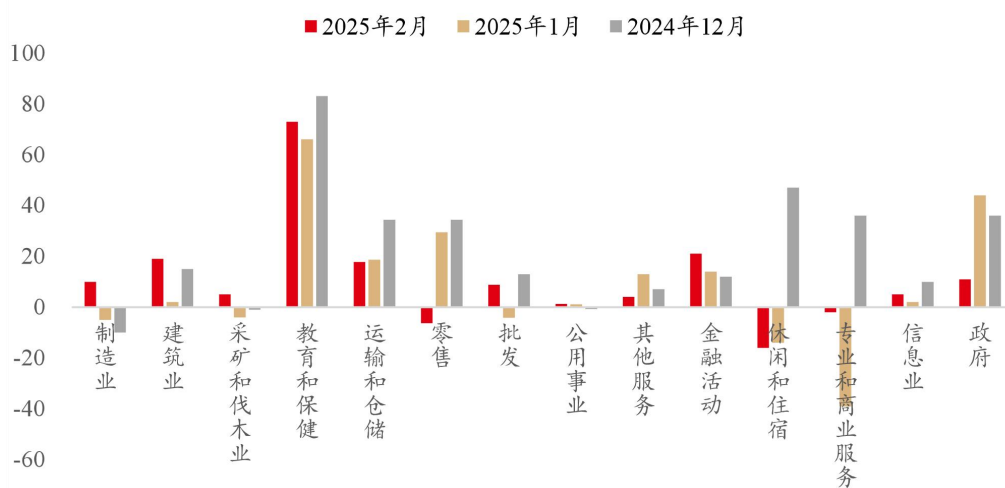
图表 6: 2月美国平均每周工时维持低位



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

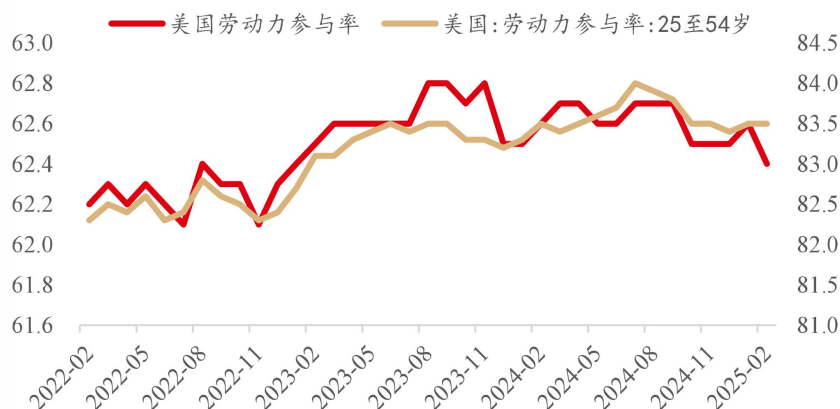
行业方面, 由于联邦裁员令于2月11日公布, 而非农数据的统计时间是每月12日所在周, 政府缩编的影响初步显现。2月, 政府部门仅新增1.1万人, 相比上个月的4.4万人有所减少。就业增长的动力主要来自教育和医疗保健、金融、运输和仓储等行业。

图表 7: 美国各行业新增就业人数(千人)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

2月劳动参与率小幅下降, 与失业率的上升趋势相一致。美国整体劳动参与率下降0.2%至62.4%, 但25-54岁的壮龄劳动参与率保持在83.5%不变, 劳动参与率的下降主要来自20-24岁的年轻人, 该群体劳动参与率从72.4%下降到71.3%。

图表 8：美国劳动参与率（%）


资料来源：iFind，中邮证券研究所

展望未来，随着政府效率部裁员行动的推进，政府雇佣或将进一步放缓，但同样于本周公布的服务业 PMI 数据超预期升至 53.5，或显示服务业将继续支撑劳动力市场的韧性。

从国债利率期货市场来看，数据公布后，市场仍预期美联储将在年内降息三次，分别在 6 月、9 月和 10 月，对本月议息会议降息的预期略有增加。鲍威尔就经济前景发表讲话，对美国经济状况给予了乐观评价，安抚了市场情绪。鲍威尔表示，美联储不需要急于调整利率，劳动力市场稳健且整体处于平衡状态，尽管存在较高的不确定性，但美国经济状况良好，目前不需要美联储采取行动。我们认为，虽然近期美国一系列经济数据不及预期，引发衰退担忧，但主要来自 ISM 制造业 PMI、消费者信心指数等数据，而美联储的核心目标——通胀和就业情况暂时稳定，处于软着陆而非衰退的趋势，因此，我们预计本月的议息会议上美联储或将维持利率不变。

2 风险提示

美国经济基本面超预期走弱；新政府政策不确定性；美联储降息幅度和速度超预期；金融风险事件。

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|--|-------|------|---------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048