



劳动数据如何反映联邦政府裁员的影响？

——美国 2 月劳动数据

2025 年 3 月 8 日

- **新增非农就业略低于预期，失业率升至 4.1%，时薪同比增速 4.02%**：单位调查（establishment survey）方面，2 月新增岗位 15.1 万个，稍低于 16 万个的预期。1 月新增就业从 14.3 万个下修至 12.5 万个，12 月新增就业从 30.7 万个上修至 32.3 万个。非农时薪增速环比 0.28%，前值略下修至 0.42%；同比增速为 4.02%，近期变化不大。家庭调查（household survey）方面，失业率升至 4.1%，高于 4.0% 的预期，劳动参与率稍升至 62.4%。2025 年 2 月家庭全职就业总数环比减少 122.0 万人，1 月家庭就业因年度调整上修 238.6 万人后出现回落；兼职就业总数仅减少 1.7 万人。
- **特朗普政府的裁员计划对哥伦比亚特区影响更为明显，自愿辞职计划冲击可能四季度才会显现**：服务就业方面未来可能需要注意的是，如果特朗普政府的预算为了缩减赤字而开始显著削减 Medicaid，那么相关就业可能会受到打击。政府就业方面，2 月新增就业缓和至 1.1 万人，联邦政府雇员减少了约 1 万人，但由于特朗普此前提出的 2 月 6 日前辞职可领薪资至 9 月底的裁员计划，对联邦雇员的显著冲击可能需要到四季度数据中才能体现。不过，哥伦比亚特区的失业金初请人数已经从 400 到 800 人左右跃升至 1600 人上方，即政府效率部（DOGE）的人员裁撤影响已经开始显现，但还不至于影响全国失业率。虽然大规模限制和驱逐移民目前尚未落地，在裁员、控制赤字等方案下，劳动市场面临的下行风险依然更高，短期继续处于缓慢弱化的状态。
- **制造业在偏高利率和关税扰动下依然难有起色**：商品生产依然维持弱势，2 月 ISM 制造业 PMI 的就业环比回落，新订单也预示生产大幅改善的概率不高；我们认为特朗普政策目前对于中小企业包括减税在内的利好较难实现，且关税造成成本端和预期的扰动，这意味着制造业在利率明显降低前难以明显恢复。尽管前两个月的新增非农就业人数略低于预期，但费城联储的就业同步指标同比增速维持 2.65%（衰退阈值需要 2.5% 以下），劳动市场并不会拖累经济进入小幅衰退状态，也不需要偏早的降息。
- **劳动市场弱化支持年内降息，但“薪资-消费”循环意味着经济暂不会大幅走弱**：2 月劳动市场整体体现出略弱于预期的状态，但依然没有达到需要让美联储考虑降息的条件。我们认为较为可能触发进一步降息的条件包括（1）非农新增就业开始稳定的低于 10 万岗位/月，（2）失业率再度接近 4.4% 左右的自然失业率水平。不过以目前的就业情况和薪资增速来看，劳动市场依然不存在短期快速下滑的风险，而特朗普政府的裁员计划可能要等到四季度才会更明显的显现。我们继续维持 2025 年有望降息 3 次，首次降息在年中出现的判断。劳动市场的逐步弱化与经济开始放缓相匹配，未来的情况是经济温和下行、经济大幅下行还是滞胀似乎取决于特朗普政府的财政紧缩以及关税力度，而美联储的货币政策只能相对被动的对不确定性作出反应。
- **市场对劳动市场稍弱反应有限，待增长担忧充分定价后美股依然存在机会**：我们认为年内三次左右降息的预期较为合理，这意味着美债收益率在经济数据明显弱化前，进一步降至 4.0% 以下的概率不高。如果关税进一步落地并在通胀数据中显现，需要警惕降息预期再度开始压缩的可能。CME 数据显示联邦基金利率期货交易者预期 2025 年在 6、7、10 月出现三次降息。美债收益率小幅回升，10 年期收益率上行 1.89BP 至 4.297%；美元指数在劳动数据公布后震荡，然后略微回升至 103.8969；美国三大股指在周四大幅下跌后有所恢复。伦敦黄金震荡，但依然维持在 2900 美元/盎司上方。从基本面角度考虑，美国经济离大幅下行尚有距离，经济数据的走弱可能在下半年会更加明显，但市场已经开始提前交易特朗普对经济、企业名义利润等造成的冲击。因此，如果美股上半年陷入调整，可能是介入的较好时点，未来可能会随着关税冲击淡化、美联储开始温和降息等因素而出现回升。

分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

于金潼

☎：186-5320-7096

✉：yujintong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080003

风险提示

1. 政府裁员、财政紧缩和移民政策冲击就业的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 劳动市场不同统计序列和方式存在误差的风险

一、劳动数据略弱于预期，稳定中稍有下滑

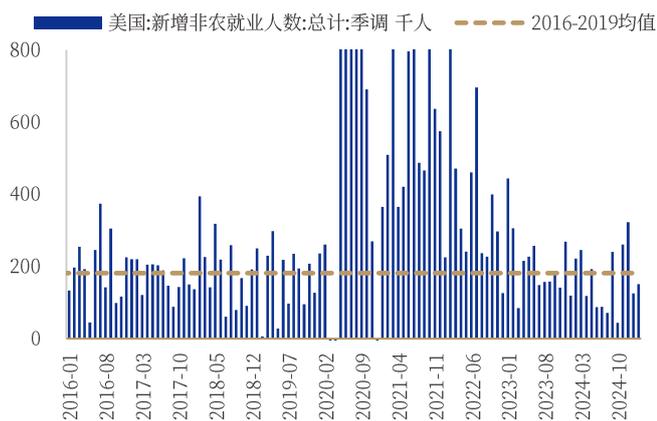
美国劳工数据局（BLS）3月7日公布了2025年2月的劳动数据，1月的劳动数据由于家庭和单位调查均进行了修正，噪音较大，家庭就业的调整也导致了失业率的意外回流。2月的劳动数据依然保持了相对稳定，虽然略弱于预期，但仍显示美国劳动市场和“薪资-消费”循环没有出现明显的裂痕。失业率缓慢的弱化也意味着美联储短期仍不急于降息，而特朗普政府的裁员计划和限制非法移民流入以及驱逐等尚未对整体劳动数据造成冲击。

单位调查（establishment survey）方面，2月新增岗位15.1万个，稍低于16万个的预期。1月新增就业从14.3万个下修至12.5万个，12月新增就业从30.7万个上修至32.3万个，累计下修0.2万个。非农时薪增速环比0.28%，前值略下修至0.42%；同比增速为4.02%，近期变化不大。

家庭调查（household survey）方面，失业率升至4.1%，高于4.0%的预期。劳动参与率稍升至62.4%，55岁及以上参与率降至38.1%，25-54岁参与率保持83.5%。2025年2月家庭全职就业总数环比减少122.0万人，1月家庭就业因年度调整上修238.6万人后出现回落；兼职就业总数仅减少1.7万人。累计兼职工作人数三月均同比降低至0.10%，累计全职工作人数三月均同比增速回升至1.20%。

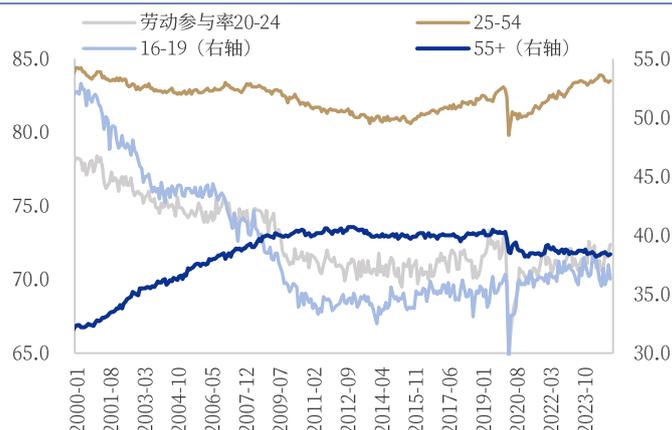
从新增非农就业的结构来看，商品就业依然保持较低的岗位贡献，在偏高利率和特朗普的关税扰动下短期仍难有起色；服务就业的新增岗位依然集中在中低技能服务业，教育和保健服务增长7.3万个岗位，依然是贡献最突出的。未来可能需要注意，如果特朗普政府的预算为了缩减赤字而开始显著削减Medicaid，那么相关就业可能会受到打击；虽然目前来看除了减少Medicaid费用中的浪费外，大规模降低相关支出从政治角度并不现实。政府就业方面，2月新增就业缓和至1.1万人，联邦政府雇员减少了约1万人，但由于特朗普此前提出的2月6日前辞职可领薪资至9月底的裁员计划，对联邦雇员的显著冲击可能需要到四季度数据中才能体现。不过，哥伦比亚特区的失业金初请人数已经从400到800人左右跃升至1600人以上，即政府效率部（DOGE）的人员裁撤影响已经开始显现，但还不至于影响全国失业率。虽然如此，大规模限制和驱逐移民目前尚未落地，在裁员、控制赤字等方案下，劳动市场面临的下行风险依然更高，短期继续处于缓慢弱化的状态。

图1：新增非农就业环比反弹



资料来源：BLS，中国银河证券研究院

图2：劳动参与率稍回升，供给仍然充足（%）

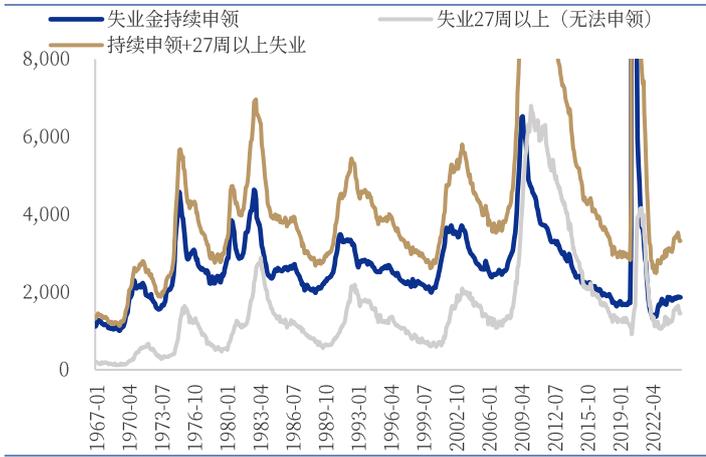


资料来源：BLS，中国银河证券研究院

在1月两个劳动数据统计序列的修正后，2月劳动市场整体体现出略弱于预期的状态，但依然没有达到需要让美联储考虑降息的条件。我们认为较为可能触发进一步降息的条件包括（1）非农新增就业开始稳定的低于10万岗位/月，（2）失业率再度接近4.4%左右的自然失业率水平。不过以目前的就业情况和薪资增速来看，劳动市场依然不存在短期快速下滑的风险，而特朗普政府的裁员计划可能要等到四季度才会更明显的显现，政府工作人员失业的影响也只主要集中在哥伦比亚特区，并不会显著冲击全

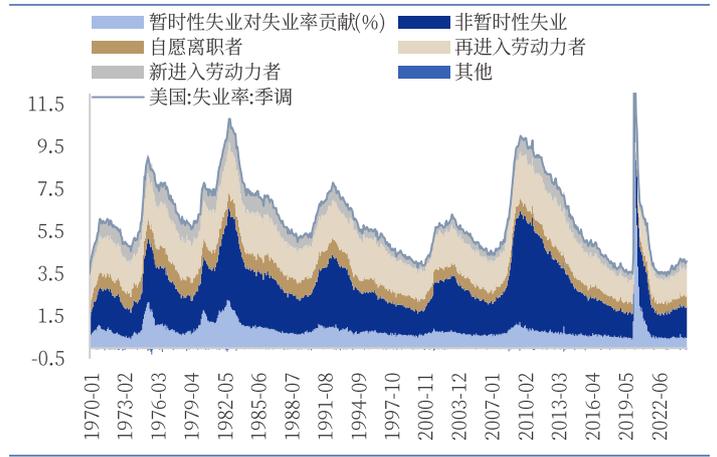
国失业率。从风险角度考虑，DOGE 和财政预算都可能导致持续的医疗保健和政府工作岗位的削减，而经济逐步弱化的趋势也意味着劳动市场面临的下行压力高于上行压力。因此，我们继续维持 2025 年有望降息 3 次，首次降息在年中出现的判断。劳动市场的逐步弱化与经济开始放缓相匹配，未来的情况是经济温和下行、经济大幅下行还是滞胀似乎取决于特朗普政府的财政紧缩以及关税力度，而美联储的货币政策只能相对被动的对不确定性作出反应。

图3: 无法申领失业金的失业人口略有增加 (千人)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

图4: 失业率贡献拆解显示 2 月非暂时性失业小幅增加



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

分项目来看，(1) 新增非农就业新增岗位 15.1 万个，其中商品生产新增 3.4 万个，服务增加 10.6 万个，政府贡献 1.1 万个；剔除政府影响后实际增加 14.0 万个岗位。商品生产依然维持弱势，2 月 ISM 制造业 PMI 的就业环比回落，新订单也预示生产大幅改善的概率不高；我们认为特朗普政策目前对于中小企业包括减税在内的利好较难实现，且关税造成成本端和预期的扰动，这意味着制造业在利率明显降低前难以明显恢复。主要新增就业依然来自于服务业，持续强势的教育和保健服务贡献的 7.3 万个岗位，金融活动业贡献 2.1 万个岗位，但休闲酒店业和零售业负增长。尽管前两个月的新增非农就业人数略低于预期，但费城联储的就业同步指标同比增速维持 2.65% (衰退阈值需要 2.5% 以下)，劳动市场并不会拖累经济进入小幅衰退状态，也不需要偏早的降息。

(2) 名义时薪增速稳定，仍与 2.5%-3% 的通胀水平匹配。2 月非农时薪环比从前值 0.42% 放缓至 0.28%，三个月均值为 0.30%，同比增速 4.02%，继续稳定在 4% 附近。薪资增速目前的状况较为良好，虽然工时处于偏低位置，但私人非农总收入拟合指标显示名义工资收入和零售销售依然将保持稳定，预计可以维持 4% 到 5% 的同比增速。这也意味着虽然近期市场开始担忧经济失速并陷入衰退，但消费和就业之间较为稳定的循环不易被打破，我们认同经济在关税和财政缩减等潜在扰动下有下行担忧，但软着陆目前仍是基准情况。

(3) 失业率升至 4.14%，高于市场预期。1 月的失业率意外回落主要由于统计调整将更多的移民和就业人口纳入了统计，政府裁员造成的失业短期亦不会在失业数据中明显体现，所以相较于失业率，通胀的路径对政策影响更加关键。2 月总失业人口增加 20.3 万人至 705.2 万人，作为分母的劳动力人口整体稳定，对失业率影响不大。从构成来看，4.14% 的失业率中，非暂时性失业贡献了 0.06% 的边际回落，再进入和新进入劳动市场者贡献了 0.05% 的回升，供需两端都小幅弱化。特朗普的政府裁员影响主要集中在哥伦比亚特区，具体表现为失业金初请和续请人数的上升以及房价的下跌，不过这短期不会显著影响失业率。

(4) 从供需考虑，劳动市场继续处于相对平衡的状态，未来的方向取决于联邦政府裁员和移民政策的影响。1 月职位空缺数据还未公布，但劳动市场缺口预计不会明显扩张。稍领先的 Indeed 招聘数反映未来需求放缓较慢，而 JOLTs 显示裁员导致的离职人数还在低位，自愿离职稍有回升。供给方面，劳动参与率稍降低，劳动人口回落，移民供给稳定。非本地出生劳动人口 2 月稍降至 3324.1 万人，增

长趋势依然明显快于疫情前。2月平均周工时维持34.1小时，处于偏低水平。总体上，供需缺口变化不大。

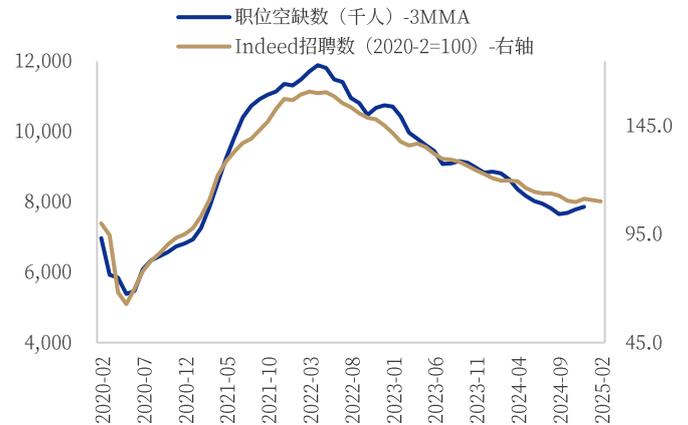
整体上，市场认为2月数据体现了劳动市场的小幅弱化，市场维持了较乐观的降息预期；我们认为年内三次左右降息的预期较为合理，这意味着美债收益率在经济数据明显弱化前，进一步降至4.0%以下的概率不高。如果关税开始进一步落地并在通胀数据中显现，需要警惕降息预期再度开始压缩的可能。CME数据显示联邦基金利率期货交易者预期2025年在6、7、10月出现三次降息。美债收益率小幅回升，10年期收益率上行1.89BP至4.297%；美元指数在劳动数据公布后震荡，然后略微回升至103.8969；美国三大股指在周四大幅下跌后有所恢复。伦敦黄金震荡，但依然维持在2900美元/盎司上方。从基本面角度考虑，美国经济离大幅下行尚有距离，经济数据的走弱可能在下半年会更加明显，但市场已经开始提前交易特朗普对经济、企业名义利润等造成的冲击。因此，如果美股上半年陷入调整，可能是介入的较好时点，未来可能会随着关税冲击淡化、美联储开始温和降息等因素而出现回升。

图5：特朗普政府的裁员已经造成DC的失业金申领人数上行



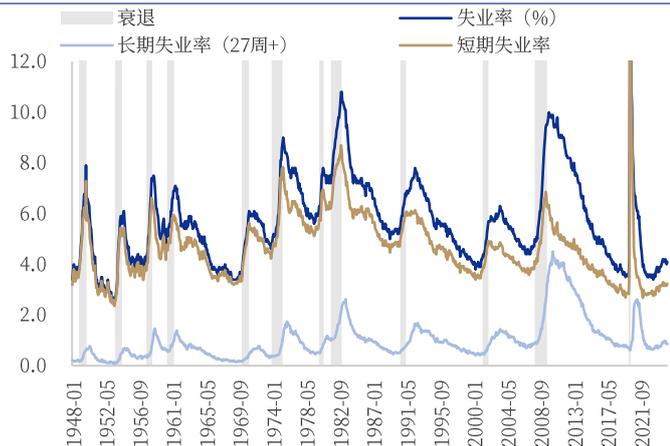
资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图6：职位空缺数依然不会大幅减少，需求弱化有限



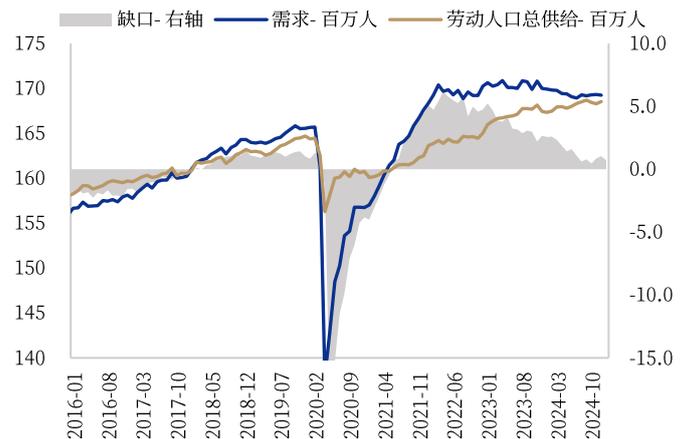
资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图7：失业率小幅回升



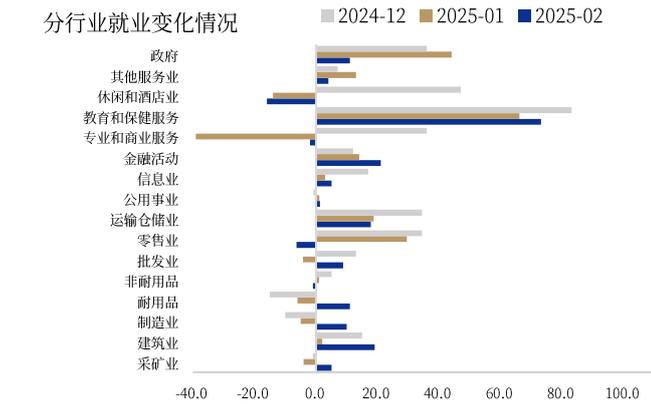
资料来源：BLS，中国银河证券研究院

图8：粗略劳动市场缺口略有收窄



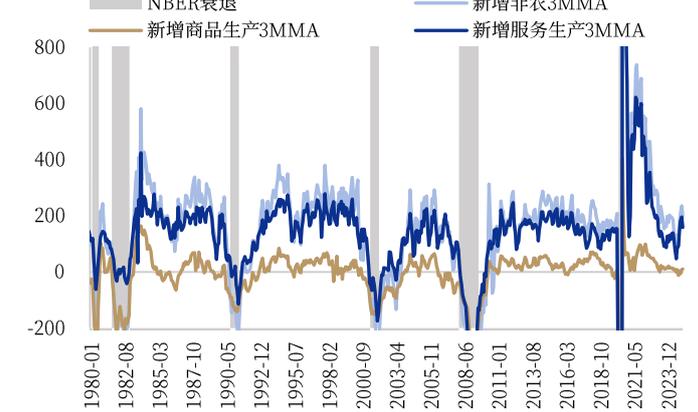
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：各行业新增就业人数变化（千人）



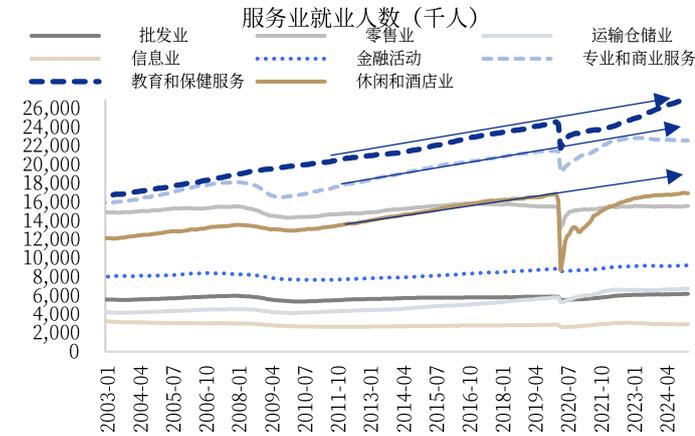
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：新增就业3个月移动平均上行（千人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：服务业就业变化情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：非农就业每周平均工时（小时）



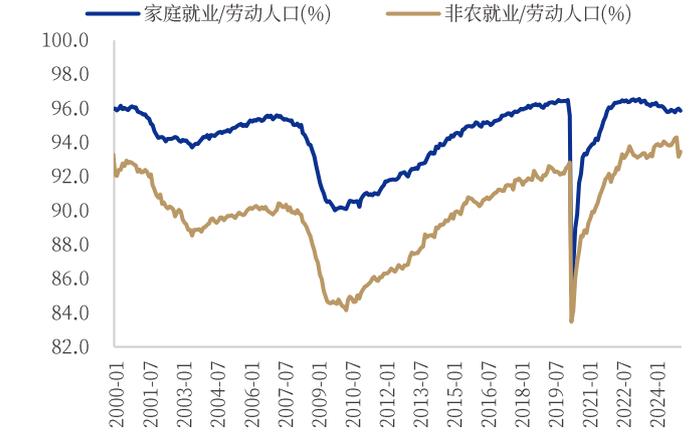
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13：兼职就业中因经济不佳被迫兼职的比例回落



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图14：家庭和企业调查的差距在调整后缩小



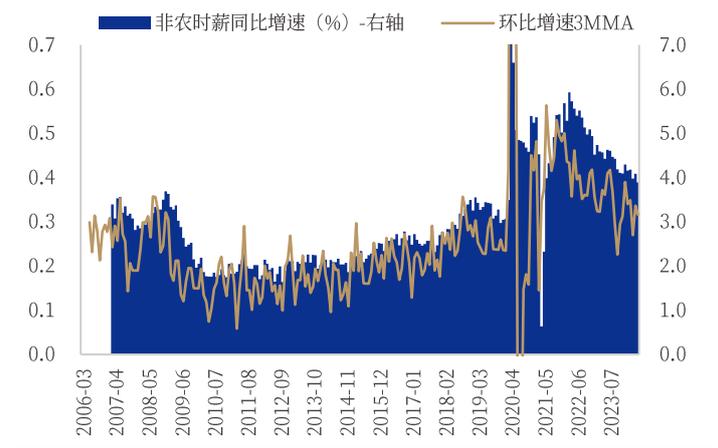
资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图15: 薪资增速回落缓慢



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

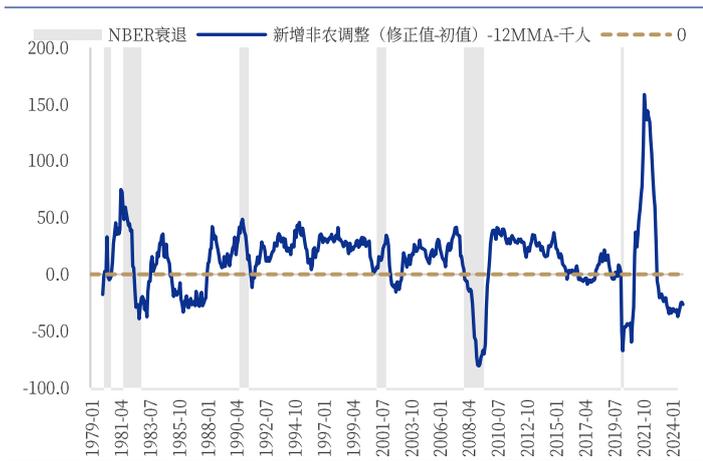
图16: 美国非农时薪增速



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

二、非农就业修正有限，但注意裁员数量上升

图17: 非农就业近期上修



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

图18: 裁员数量有所提升



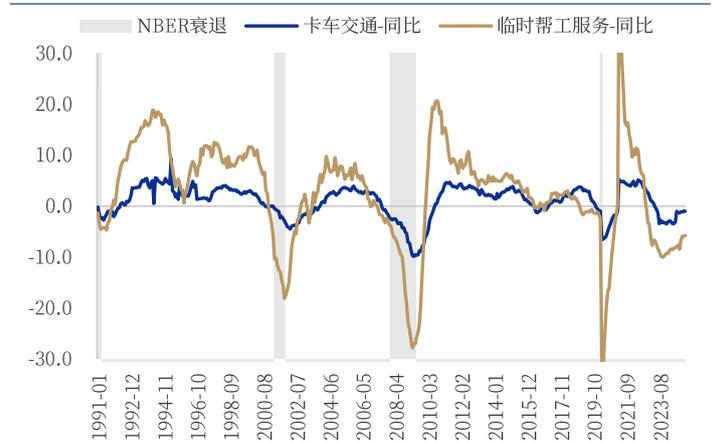
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 市场认为 2025 年可能降息 3 次

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/3/19					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.0%	88.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	46.6%	47.9%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	34.7%	47.5%	13.8%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	16.6%	40.0%	33.6%	8.1%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	11.2%	31.6%	35.9%	17.3%	2.9%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	17.7%	33.0%	30.0%	12.7%	2.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	9.0%	23.1%	31.9%	23.9%	8.9%	1.3%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.3%	2.4%	10.3%	23.9%	31.2%	22.6%	8.3%	1.2%
2026/3/18	0.0%	0.1%	0.6%	3.8%	12.7%	25.2%	29.7%	20.0%	7.0%	1.0%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.8%	4.3%	13.5%	25.5%	29.1%	19.2%	6.6%	0.9%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.0%	4.7%	13.9%	25.6%	28.7%	18.7%	6.4%	0.9%
2026/7/29	0.0%	0.2%	1.1%	5.1%	14.4%	25.7%	28.3%	18.2%	6.2%	0.8%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.2%	5.3%	14.7%	25.8%	28.0%	17.9%	6.0%	0.8%
2026/10/28	0.0%	0.2%	1.1%	5.0%	13.9%	24.8%	27.8%	18.8%	7.1%	1.3%
2026/12/9	0.1%	1.0%	4.5%	12.8%	23.4%	27.4%	19.9%	8.6%	2.0%	0.2%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院

图20: 临时帮工和卡车交通就业增速小幅改善 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

三、风险提示

- (1)政府裁员、财政紧缩和移民政策冲击就业的风险
- (2)美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3)劳动市场不同统计序列和方式存在误差的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：首席宏观分析师

于金潼：宏观分析师

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn