

非农反弹不及预期，政府裁员影响初显 ——2月美国非农数据点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

2月美国新增非农回暖、反弹不及预期，其中商品生产就业大幅增加；而零售、联邦政府就业回落明显，政府裁员影响初显；失业率意外上升、因经济原因从事兼职工作人数大幅增加，预计对外加税和政府裁员对就业影响将渐显。

摘要：

2月美国新增非农15.1万人、预期16万人；1月新增非农由14.3万人下修至12.5万人、去年12月新增非农由30.7万人上修至32.2万人，合计下修了0.2万人。

从就业结构看，2月商品生产就业大幅增加，汽车行业、机械制造业就业小幅回升，而零售业、联邦政府就业人数均出现大幅回落。2月教育保健、商品生产、金融活动就业为主要支撑，分别较前值增加0.7、4.1、0.7万人；而零售业、政府部门就业分别回落3.6、3.3万人，或主要缘于部分地区恶劣天气影响、特朗普对外关税加征、以及2月中下旬起减少联邦官僚机构的影响开始部分显现。

裁员计划对2月非农就业影响或较小，伴随特朗普政府裁员计划的继续推进，预计后续政府就业数据将会承压更多，尤其是下半年。2月11日政府效率部提出“买断计划”，美国政府2月26日发布备忘录、要求各联邦机构配合政府效率部确定裁员目标，而劳动力市场调查在2月上旬进行，因而政府就业尚未完全反映出裁员负面影响。

劳动参与率微降、不及预期，失业率意外上升，因经济原因从事兼职工作人数大幅增加。2月，美国劳动参与率小幅回落0.2个百分点，失业率上升0.1个百分点；因经济原因从事兼职工作人数增加46万人，2月永久失业人数增加；叠加过去一年退职者环比增加，再进入者、新进入者回落，或指向就业市场承接适配劳动能力减弱。

时薪方面，2月美国非农企业员工平均时薪比增长0.3%、符合预期，前值从0.5%下修为0.4%；平均时薪同比增长4.0%、预期4.1%，前值由4.1%下修至3.9%；叠加近期美国地产或延续放缓趋势、以及服务业降温，预计短期美国通胀压力或可控。

非农数据公布，加大了市场对美联储年内将降息三次的押注、首次降息预期在6月。当地时间3月7日、非农数据公布后半小时内，美债收益率短线下滑、美元指数和现货金价短线拉升；截至当日收盘，美股上涨，欧元、离岸人民币较美元均微升。

风险因素：美国经济超预期下行、美联储政策超预期

宏观研究组

研究员：
姜婧
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

刘道钰
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

仲鼎
从业资格号：F03107932
投资咨询号：Z0021450

目 录

摘要:	1
一、 非农就业反弹不及预期，联邦部门裁员影响初显	4
(一) 2月新增非农就业略有回升、不及预期，失业率抬升	4
(二) 商品部门就业增加，零售业、联邦政府就业回落较多	5
(三) 时薪增长走弱、且前值下修，或指向通胀压力短期可控	7
二、 市场对美联储年内降息押注加大，美债收益率下跌、美股上涨	7
(一) 非农数据公布后，市场加大对美联储年内降息三次的押注	7
(二) 非农数据公布后美债收益率短线回落，美股上涨	8
免责声明	10

图表目录

图表 1: 美国 2 月新增非农就业人数较前值回升.....	5
图表 2: 2 月劳动参与率微降、失业率上升.....	5
图表 3: 美国 2 月永久失业人数占比持稳运行.....	5
图表 4: 2 月新进入者、永久性失业人数环比下降.....	5
图表 5: 2 月新增非农就业主要由服务业和耐用品支撑.....	6
图表 6: 新增非农就业结构.....	6
图表 7: 美国私人企业员工工时和时薪.....	7
图表 8: CME FedWatch 显示, 交易员预期 2025 年 3 月不降息的概率下降至 88.0% (截至 3 月 8 日) .	8
图表 9: 3 月 8 号当天分时段 10 年期美债收益率表现.....	9
图表 10: 3 月 8 号当天分时段美元指数表现.....	9

2月美国新增非农就业有所升温、反弹不及预期，零售业、联邦政府就业人数均出现大幅回落，或主要缘于部分地区恶劣天气影响、特朗普对外关税加征、以及2月中下旬起减少联邦官僚机构的影响开始部分显现。2月美国劳动参与率微降，而失业率小幅上升、高于预期，因经济原因从事兼职工作人数大幅增加；2月时薪环比增长走弱、同比增长低于预期和前值，或指向短期通胀压力可控。裁员计划对2月的就业数据影响或相对较小，而伴随特朗普政府裁员计划的继续推进，预计后续政府就业数据将会承压更多，尤其是下半年。

2月非农数据的公布，加大了市场对美联储年内将降息三次的押注、首次降息预期在6月；当地时间3月7日非农公布后半小时内，美债收益率短线下滑、美元指数和现货金价短线拉升；截至当日收盘，美国三大股指上涨，欧元、离岸人民币较美元均微升。

一、非农就业反弹不及预期，联邦部门裁员影响初显

伴随1月加州山火与极端冬季天气的扰动消退，2月美国新增非农就业数据有所反弹、增长不及预期，其中教育保健、金融活动、运输和仓储等就业呈上升趋势，汽车行业、机械制造业就业小幅回升；而零售业、联邦政府就业人数均出现大幅回落，或主要缘于部分地区恶劣天气影响、特朗普对外关税加征、以及2月中下旬起减少联邦官僚机构的影响开始部分显现。目前裁员和非农统计时间差问题，2月政府部门数据尚未完全反映出裁员的负面影响，预计政府裁员、联邦合同取消对就业影响仍将持续显现，尤其集中在下半年。

2月，就业率和劳动参与率微降，而失业率小幅上升、高于预期，因经济原因从事兼职工作人数大幅增加；美国时薪同、环比增长均低于预期，且前值均有所下修，预计短期美国通胀压力或可控。

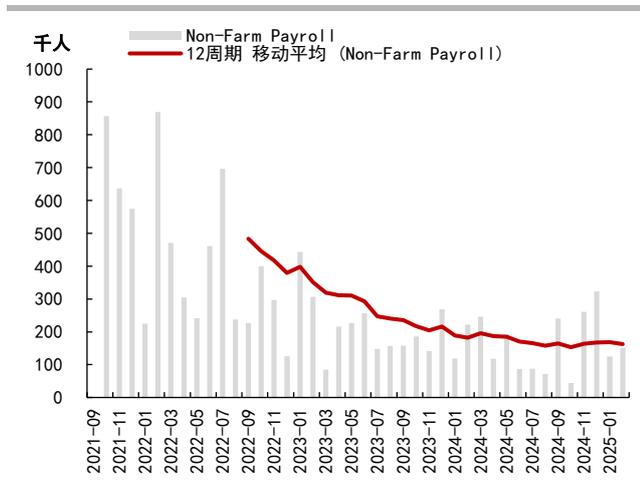
（一）2月新增非农就业略有回升、不及预期，失业率抬升

2月美国新增非农就业数据小幅回暖、回升不及预期，就业的回升或主要缘于1月加州山火与极端冬季天气的扰动消退，过去两个月就业数据合计下修了0.2万人。2025年2月，美国新增非农就业人数为15.1万人、不及市场预期的16万人；过去两个月新增非农就业人数合计下修0.2万人，其中1月美国新增非农就业人数由14.3万人下修至12.5万人，去年12月新增非农就业人数由30.7万人上修至32.2万人。

2月就业率和劳动参与率微降，失业率小幅上升、高于预期，因经济原因从事兼职工作人数大幅增加。2月，就业率下降0.2个百分点至59.9%，劳动参与率小幅回落0.2个百分点至62.4%、预期62.6%；登记失业人数上升至705.2万人、前值684.9万人，失业率小幅上升0.1个百分点至4.1%、高于预期和前值

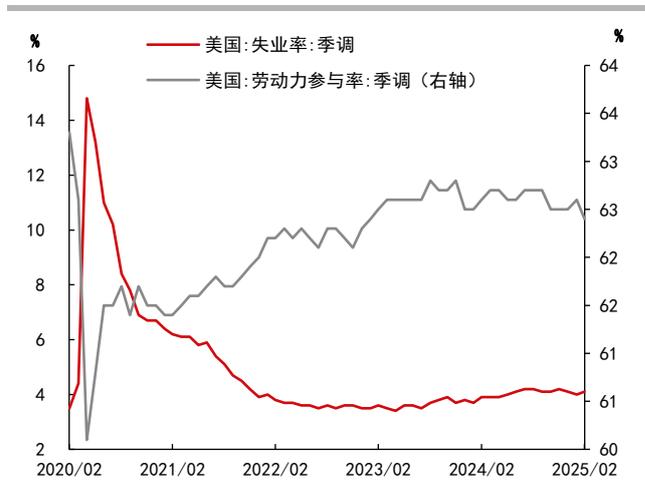
的 4.0%；因经济原因从事兼职工作人数增加了 46 万人、达到 490 万人，这些人更希望获得全职工作，但由于工作时间减少或无法找到全职工作而从事兼职。

图表1：美国 2 月新增非农就业人数较前值回升



资料来源：Wind、中信期货研究所

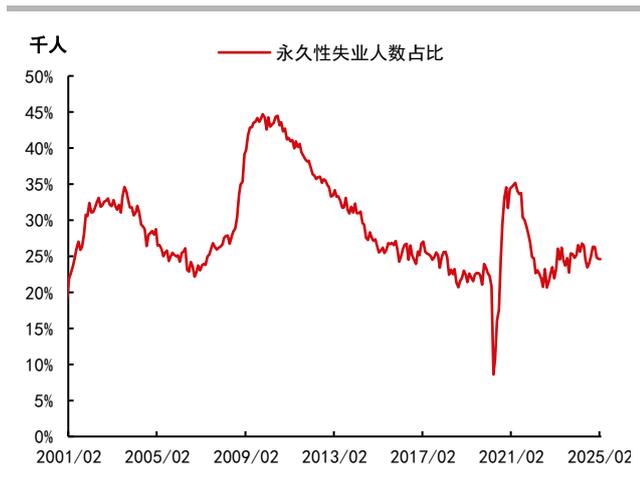
图表2：2 月劳动参与率微降、失业率上升



资料来源：Wind、中信期货研究所

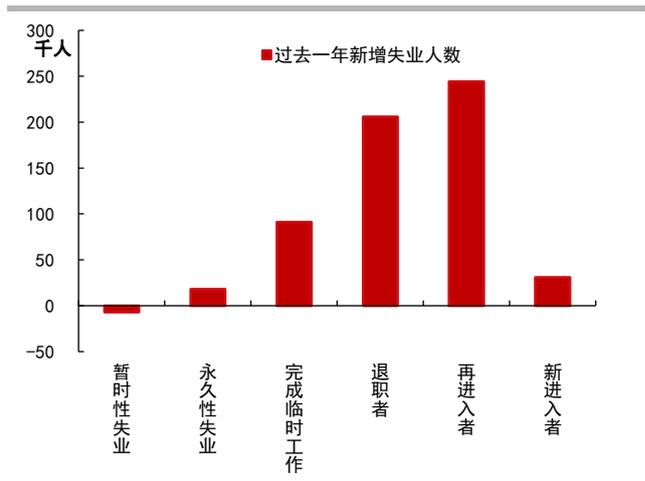
从失业结构看，2 月永久失业人数增加、而新增失业人数中永久失业人数占比持稳运行，或指向就业市场趋紧；而过去一年退职者环比增加，再进入者、新进入者环比回落，或指向就业市场承接适配劳动能力减弱。从 2 月看，过去一年新进入者、再进入者均环比回落，退职者环比增加；2 月永久失业人数上升至 174.8 万人、前值 170.8 万人，新增失业人数中永久性失业人数占比为 24.6%、持平于前值。

图表3：美国 2 月永久失业人数占比持稳运行



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表4：2 月新进入者、永久性失业人数环比下降



资料来源：Wind、中信期货研究所

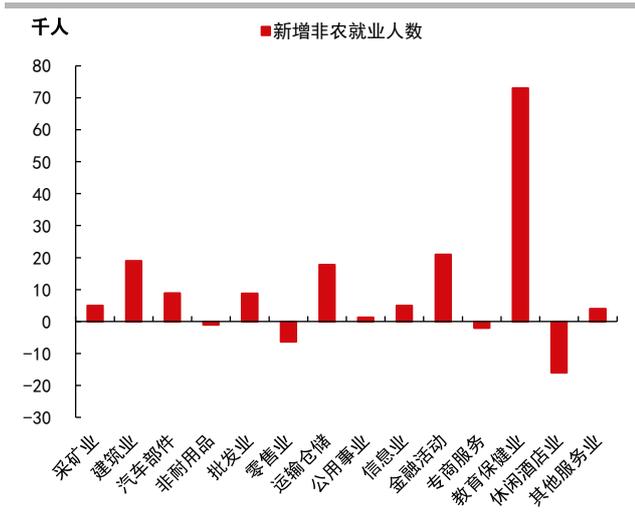
(二) 商品部门就业增加，零售业、联邦政府就业回落较多

从 2 月美国新增非农就业结构来看，教育保健、金融活动、运输和仓储等就

业呈上升趋势，极端天气扰动消退下汽车行业、机械制造业就业小幅回升。从分行业新增非农就业结构看，2月教育保健、商品生产、金融活动就业为主要支撑，分别为7.3万人、3.4万人、2.1万人，分别较前值增加0.7、4.1、0.7万人；汽车行业、机械制造业就业分别较前值增加1.9、0.2万人至8.9、0.4万人，或主要与1月极端天气影响消退。

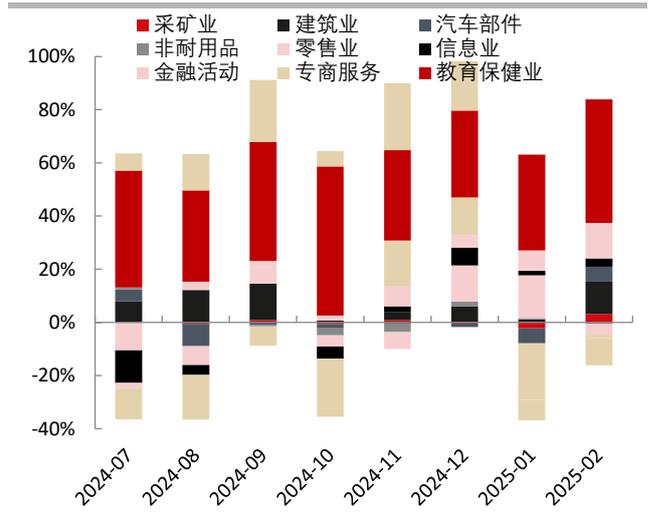
而美国2月零售业、联邦政府就业人数均出现大幅回落，或主要缘于特朗普对外关税加征、以及2月中下旬起减少联邦官僚机构的影响开始显现，指向2月美国零售数据或将延续疲软。2月新增非农就业较大拖累项集中在零售业和政府就业，2月零售业新增非农就业人数较1月回落3.6万人至-6.3万人，回落幅度与2月零售业挑战者企业裁员人数相一致（裁员增加3.3万人，前值0.3万人），或与部分地区恶劣天气影响、及特朗普关税加征对消费者信心扰动有关，指向2月零售数据或延续偏弱运行。2月美国政府部门新增非农就业较前值回落3.3万人至1.1万人，或与2月19日起特朗普宣布开始减少联邦官僚机构规模有关。

图表5：2月新增非农就业主要由服务业和耐用品支撑



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表6：新增非农就业结构



资料来源：Wind、中信期货研究所

裁员计划对2月的就业数据影响或相对较小，而伴随特朗普政府裁员计划的继续推进，预计后续政府就业数据将会承压更多，尤其是下半年。美国劳工统计局通常会在2月第二周收集非农就业数据，而美国大规模政府裁员在2月中旬才开始生效，因而裁员计划对2月就业数据影响或较小。美国政府2月26日发布备忘录，要求各联邦机构配合政府效率部确定裁员目标，在3月13日前提提交大幅裁员计划。特朗普于当地时间3月6日称，已要求内阁部长们督导各自部门的裁员工作，并明确表示如若拒绝执行，那么将由马斯克领导的政府效率部直接介入。此外，2月11日，政府效率部提出“买断计划”——对主动提出辞职的雇员提供约8个月的薪资补偿，即薪酬与福利将持续至9月30日。据美国媒体报道，特朗普上任以来，美国已有约10万名联邦雇员已被解雇或接受“买断”

方案，因而预计 2025 年下半年、尤其是四季度美国就业压力将明显加大。

(三) 时薪增长走弱、且前值下修，或指向通胀压力短期可控

2 月美国时薪环比增长走弱、同比增长低于预期和前值，叠加短期美国地产销售预计将弱稳运行、以及服务业降温等，或指向短期美国通胀压力可控。2 月，美国非农企业员工平均时薪环比增长 0.3%，符合预期，前值从 0.5%下修为 0.4%；平均时薪同比增长 4.0%、预期 4.1%，前值由 4.1%下修至 3.9%；叠加近期美国地产或延续放缓趋势、以及服务业降温，预计短期美国通胀压力或可控。

图表7：美国私人企业员工工时和时薪



资料来源：Wind、中信期货研究所

二、市场对美联储年内降息押注加大，美债收益率下跌、美股上涨

非农数据不及预期以及失业率的意外上行，加大了市场对美联储年内将降息三次的押注；当地时间 3 月 7 日，2 月非农数据公布后半小时内，美债收益率短线下滑、美元指数和现货金价短线拉升；截至当地时间 3 月 7 日收盘，美国三大股指均上涨，欧元、离岸人民币较美元均微升。

(一) 非农数据公布后，市场加大对美联储年内降息三次的押注

2 月非农和失业率数据公布后，市场加大对美联储 2025 年将降息 3 次的预期、首次降息预期集中在 6 月。2 月美国新增非农就业低于预期、叠加失业率回升，推升市场对美联储年内降息次预期；CME FedWatch 工具显示，2 月非农数据

公布后的当天（2月7日），市场预期2025年全年降息3次，首次降息时点为6月、概率为55.3%（3月6日预期为47.5%）。我们维持3月19日美联储将暂停降息的预期。我们维持3月19日美联储不降息的预期。

图表8：CME FedWatch 显示，交易员预期2025年3月不降息的概率下降至88.0%（截至3月8日）

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%	0.3%	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 中信期货研究所

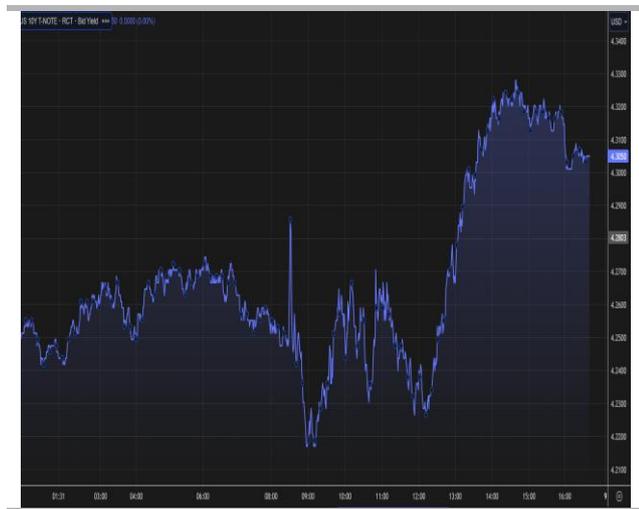
（二）非农数据公布后美债收益率短线回落，美股上涨

2月非农数据公布后半小时内，美债收益率短线下滑、美元指数短线拉升，现货金价短线快速拉涨。当地时间3月7日8点半非农数据公布后，10年期美债收益率即刻下行、美元指数和金价快速拉涨，10年期美债收益率从8点30分的4.27%快速下滑至9点的4.22%，美元指数从8点30分的103.6快速拉升至9点的103.8，现货金价从8点30分的2919.8美元/盎司快速拉升至9点的2921.9美元/盎司。

2月非农数据公布拉升当天美股，欧元、离岸人民币较美元均微升。截至当地时间3月7日收盘，美股三大指数均收涨，标准普尔500指数、道琼斯工业平均指数、纳斯达克综合指数分别环比上涨0.6、0.5、0.7个百分点至5770.2、42801.7、18196.2点；相较于3月6日，3月7日欧元、离岸人民币较美元均小

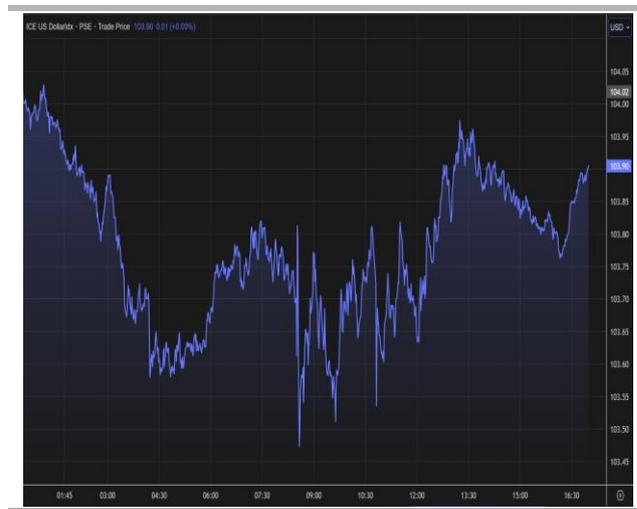
幅升值，其中美元兑离岸人民币微跌 0.0002 至 7.2435，欧元兑美元微升 0.0049 至 1.0833。

图表9：3月8号当天分时段10年期美债收益率表现



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表10：3月8号当天分时段美元指数表现



资料来源：Wind、中信期货研究所

风险提示

- 1) 美国经济超预期下行
- 2) 美联储政策超预期

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>