

宏观点评 20260212

“真的”失业率，“假的”新增非农——2026年1月美国非农就业数据点评

2026年02月12日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦祎

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王茁

执业证书：S0600526010001

wangzhuo@dwzq.com.cn

■ **核心观点：1月劳工部就业报告显示，美国劳务市场体现出较强韧性。**劳务市场韧性主要体现在居民问卷口径下好于预期的失业率、居民就业等数据，这背后是 **26Q1 经济基本面真实的阶段性改善**，这来自**宽财政**（25Q4 政府停摆结束）、**宽货币**（去年9月以来累计75bps降息）、**季节性**（Q1季节性强）的共同作用。不过，1月新增非农虽较预期高2.46x标准差，但结构仍然畸形，13万新增非农有12.4万来自医保行业，背后是企业NBD模型异常的短期扰动和2023年以来相关行业持续的逆周期性的刚需。**剔除医保后，2023年以来美国非农私营就业中枢已是零增长**。向前看，我们预期一季度美国经济料持续好于预期，后续关注本周五发布的美国1月核心CPI是否超预期、2月期间市场对4月特朗普访华预期是否进一步升温。**美国经济超预期+特朗普访华预期升温的组合，宏观上对应美联储降息预期料延后至6月，策略上对应出口链、周期板块的机会。**

■ **1月非农：新增非农大超预期，失业率意外回落。**1月新增非农13万，较预期的6.5万高出2.46x标准差，前值由5万下修至4.8万，前两个月累计下修1.7万；1月失业率4.28%，预期4.4%，前值4.38%，较2025年11月4.54%高点进一步回落。数据公布后，4月降息预期从48%回到25%，全年降息预期从2.4次回到2.2次。而在经历完“非农超预期→降息预期”延后的“膝跳反应”式交易后，市场开始计价非农就业“锐度”太高以及数据质量问题等缺陷，随后黄金转震荡，美股&美债利率冲高回落。

■ **年度修正：2025年月度新增非农就业平均下修至2.9万。**按照惯例，每年2月发布1月非农数据的同时，BLS会对前一年数据进行年度校准（详见报告《技术帖：美国非农是如何修正的——#海外经济》）。此次BLS在2月数据发布中仅对CES企业调查进行了基准修正（Benchmark Revision），而针对CPS居民调查的人口控制（Population Control）则在下月数据中公布。年度校准后，截至2025年3月的美国非农就业总人数（非季调口径）下调了86.1万，下调幅度为0.5%。这一下修数字和幅度仍为2009年金融危机以来的最高，但由于市场已有相对充分的预期（彭博分析师预期-85.2万，初值-91.1万），因此这一年度修正对市场的影响相对可控。年度校准后，2025年美国月度新增非农就业平均由6.9万下修至2.9万。**此次年度校准中，BLS做了三项主要的工作：①根据覆盖面更广的QCEW调查的失业保险数据对非农就业人数进行一个全面的校准；②更新了5年一度的季调因子模型，截至2025年3月，应用新季调因子后的美国非农就业总人数下修89.8万，幅度为0.5%；③更新了企业生死模型（net birth death model, NBD），应用新模型后的数据显示，非季调口径下，2024年4月至2025年3月间的新增非农就业实际值相较预测值少11.7万；同时，新NBD模型对2025年4-12月新增非农就业人数合计贡献91.7万，相较去年8月初次测算的116万有所下修。此外，本次年度校准还对两个行业进行了重建（Reconstructions）调整。**

■ **就业结构：高度集中于医保行业，就业“锐度”太高。**从企业调查口径来看，1月非农就业的行业特征仍高度集中化，即新增就业几乎完全来自少数特定行业的支撑，这也是市场质疑本次非农数据的关键。分行业看，1月建筑（+3.3万）、教育医保（+13.7万）、专业商业服务（+3.4万）就业增长显著，联邦政府（-3.4万）的裁员延续，其余行业的边际变化都较为平淡。其中，教育医保中的医疗&社保服务就业环比大增+12.4万，贡献了超过90%的服务就业增长，而信息技术、金融等行业继续裁员。拉长周期来看，**若将医疗&社保服务剔除，则2023年以来美国非农私营就业总人数就已经开始出现温和下行趋势**。最后，从就业扩散指数来看，虽然1个月期的就业扩散指数提升至55，但1年期的就业扩散指

相关研究

《春节错月，物价“表冷里热”——1月物价数据点评》

2026-02-11

《1月美国非农和CPI前瞻：关注上行风险——海外宏观与交易复盘》

2026-02-08

数仍在 50 上下小幅波动。

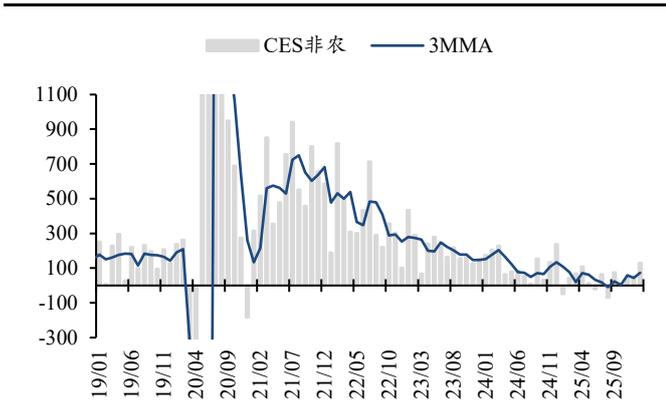
- **劳务供需：居民端就业延续改善，供需缺口续创疫后修复以来的新低。**
从居民调查口径来看，失业率的回落及劳动力供给的边际改善，显示美国就业市场的韧性仍是超预期的。1 月居民问卷 CPS 调查新增就业 52.8 万，其中私营部门增加 66.8 万，这其中全职就业增加 58.2 万；经 CES 口径调整后的 CPS 就业为 69 万，均保持较高水平。从劳动力流量来看，1 月美国新增劳动力 38.7 万，其中 16.6 万来自平民人口增加，22.1 万来自非劳动力减少；1 月新增居民就业 52.8 万，其中 38.7 万来自劳动力增加，14.1 万来自失业者减少，因此 1 月劳动参与率提升 0.1pct 至 62.5%，失业率下降 0.1pct 至 4.3%。其中，最关键的永久失业本月增加 3.8 万，延续温和上行。从劳务总供需来看，在就业需求降温、劳务供给边际修复影响下，1 月劳务供需缺口减少 24.5 万至-82 万，续创疫后修复以来的新低。
- **策略启示：26Q1 美国经济料持续好于预期。**总体来看，尽管新增非农的数据结构仍然薄弱，但失业率持续保持温和水平，反映美国就业市场的韧性仍是超预期的，这背后是 26Q1 经济基本面真实的改善，这来自宽财政（25Q4 政府停摆结束给 26Q1 带来的一次性宽财政脉冲）、宽货币（去年 9 月以来累计 75bps 降息给 26Q1 带来的宽货币脉冲）、季节性（Q1 就业数据季节性偏强）的共同作用。向前看，我们预期在上述因素的作用下，一季度美国经济料持续好于预期。**关注本周五发布的美国 1 月核心 CPI 超预期的风险，以及 2 月市场对特朗普 4 月访华预期进一步升温的可能性，美国经济超预期+特朗普访华预期升温的组合，在策略上将利好出口链、周期板块。**
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：美国非农分行业新增就业人数

走势	占比	净月变动 千人	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02
100.0%	非农就业	130	48	41	-140	76	-70	64	-20	13	108	67	42	
85.3%	私营	172	64	72	13	68	-20	65	-45	20	99	67	40	
13.6%	商品	36	-12	25	-20	11	-35	-23	-19	-17	-4	-1	1	
0.4%	采矿业	-2	0	-1	1	-2	-3	-6	-2	-4	2	-2	0	
5.2%	建筑	33	-4	36	-12	16	-22	-6	-2	-2	6	3	3	
0.6%	住宅	0	-4	3	-1	4	-5	-3	-2	-1	-2	1	-3	
0.6%	非住宅	4	1	7	-1	-2	-4	-1	1	1	1	1	1	
7.9%	制造业	5	-8	-10	-9	-3	-10	-11	-15	-11	-4	-5	-2	
4.9%	耐用品	9	-2	-3	-9	-5	-15	1	-12	-8	-1	-5	1	
0.6%	机动车&部件	1	-1	0	-5	-2	-12	4	-3	2	-3	-4	4	
3.0%	非耐用品	-4	-6	-7	0	2	5	-12	-3	-3	-3	0	-3	
71.8%	服务	136	76	47	33	57	15	88	-26	37	103	68	39	
18.0%	商贸运输	-9	-40	-65	-11	-18	-1	3	-24	-18	-9	-14	11	
3.8%	批发贸易	0	-5	-6	3	9	-9	-6	-10	1	5	-14	3	
9.7%	零售贸易	1	-35	-1	-15	13	10	5	-15	-22	4	16	-18	
4.1%	运输仓储	-11	-1	-59	1	-39	-2	4	0	0	-16	-17	24	
1.8%	信息技术	-12	-2	-5	-6	-1	-1	-2	-1	-1	-2	-9	-1	
5.8%	金融活动	-22	-1	1	-5	4	-19	0	-7	6	4	2	12	
14.1%	专业商业服务	34	15	56	-24	-16	-28	-16	-31	-20	13	-16	-7	
1.6%	临时救助服务	9	6	14	-20	-12	-11	-10	-9	-14	-1	-5	-6	
17.5%	教育医保	137	53	56	44	54	23	87	49	60	84	68	58	
15.0%	医疗&社保	124	49	60	48	55	23	83	61	65	76	68	48	
10.7%	休闲餐饮	1	45	-12	41	37	22	11	-2	3	13	27	-36	
7.8%	餐饮	28	14	22	43	39	21	5	1	-4	14	10	-38	
3.8%	其他服务	7	6	16	-6	-3	19	5	-10	7	0	10	2	
14.7%	政府	-42	-16	-31	-153	8	-50	-1	25	-7	9	0	2	
1.7%	联邦	-34	-13	-15	-166	-2	-19	-9	-8	-24	-12	-9	-13	
3.4%	州政府	-18	-10	-12	-4	10	-17	-12	1	-7	-1	-2	0	
9.6%	地方政府	10	7	-4	17	0	-14	20	32	24	22	11	15	

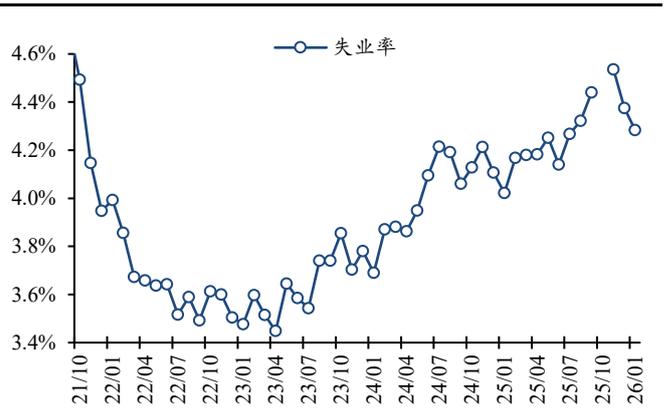
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图2：美国非农新增就业人数



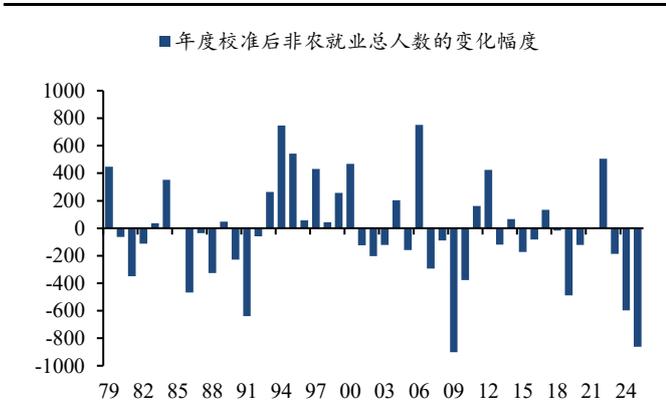
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图3：美国失业率



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图4：美国历年非农就业年度校准规模



数据来源：BLS、东吴证券研究所；单位为千人，横轴数字为年份后两位，下同

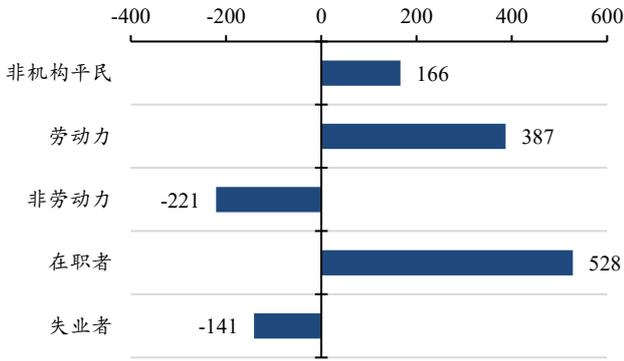
图5：美国 2025 年度校准的月度修正

Table A. Revisions to total nonfarm employment, January to December 2025, seasonally adjusted (Numbers in thousands)

Year and month	Level			Over-the-month change		
	As revised	As previously published	Difference	As revised	As previously published	Difference
2025						
January.....	158,268	159,053	-785	-48	111	-159
February.....	158,310	159,155	-845	42	102	-60
March.....	158,377	159,275	-898	67	120	-53
April.....	158,485	159,433	-948	108	158	-50
May.....	158,498	159,452	-954	13	19	-6
June.....	158,478	159,439	-961	-20	-13	-7
July.....	158,542	159,511	-969	64	72	-8
August.....	158,472	159,485	-1,013	-70	-26	-44
September.....	158,548	159,593	-1,045	76	108	-32
October.....	158,408	159,420	-1,012	-140	-173	33
November.....	158,449	159,476	-1,027	41	56	-15
December (p).....	158,497	159,526	-1,029	48	50	-2

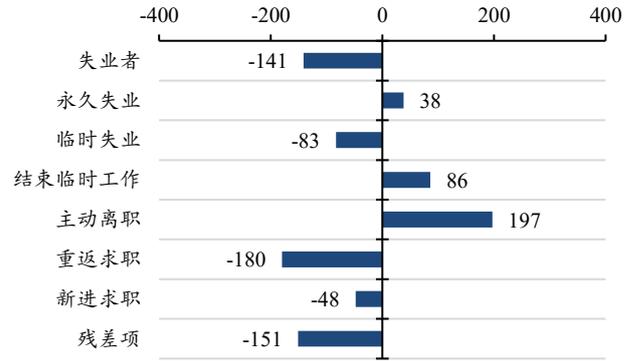
数据来源：BLS、东吴证券研究所

图6：美国劳务市场 1 月流量变化



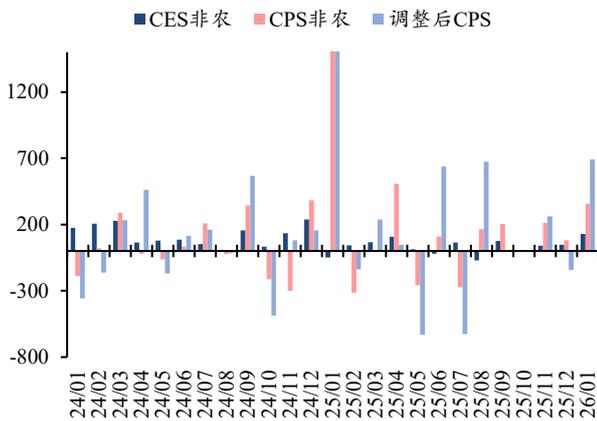
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人，因季调原因分项加总存在残差

图7：美国劳务市场失业者 1 月流量变化



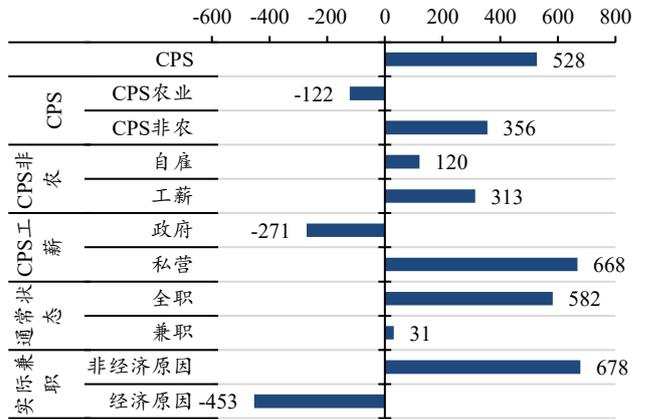
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人，因季调原因分项加总存在残差

图8：不同口径的美国当月新增就业人数



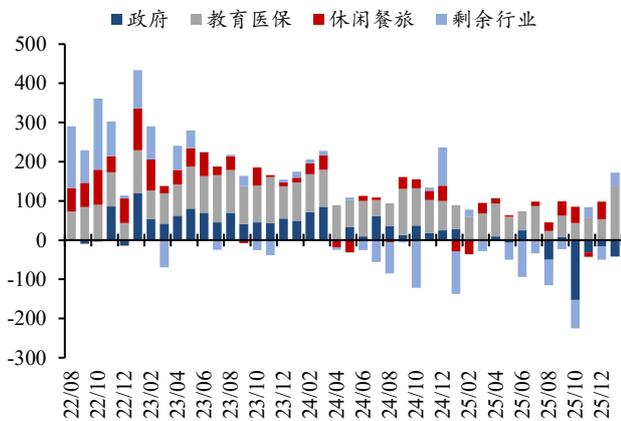
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人

图9：美国居民就业 1 月流量变化



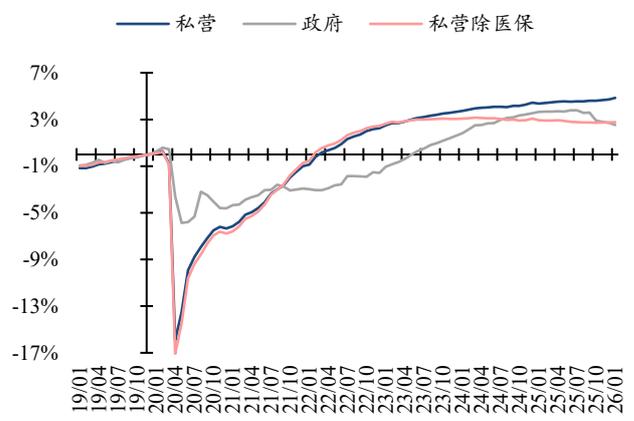
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人，因季调原因分项加总存在残差

图10：美国各行业新增非农就业人数



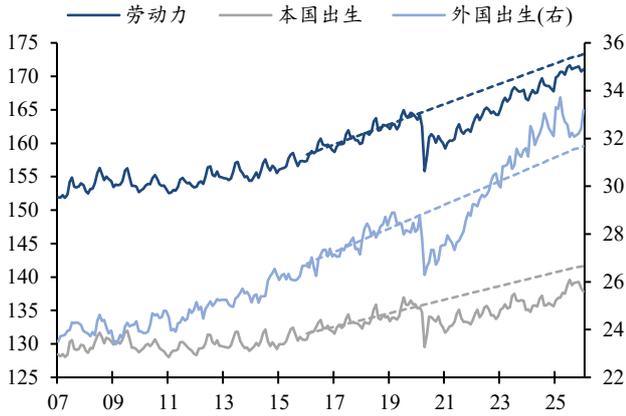
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图11：美国不同行业就业人数相较 2019.12 变化



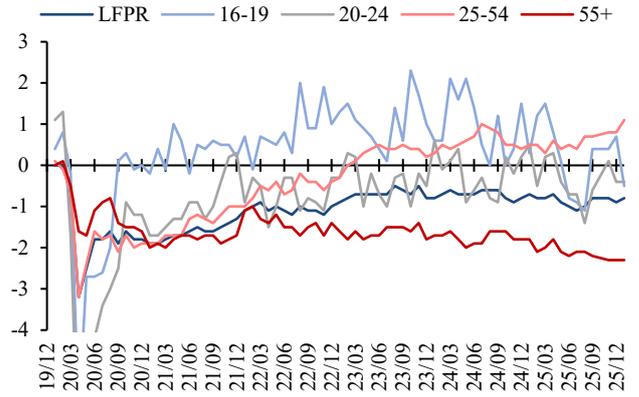
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12: 美国劳动力(本国 vs 外国出生)



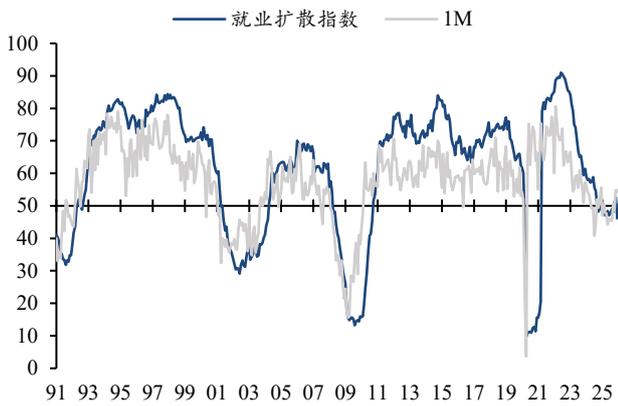
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 虚线为 2016-19 年趋势线, 未经季调, 单位百万人

图13: 不同年龄段美国劳动参与率(与 2019.12 比)



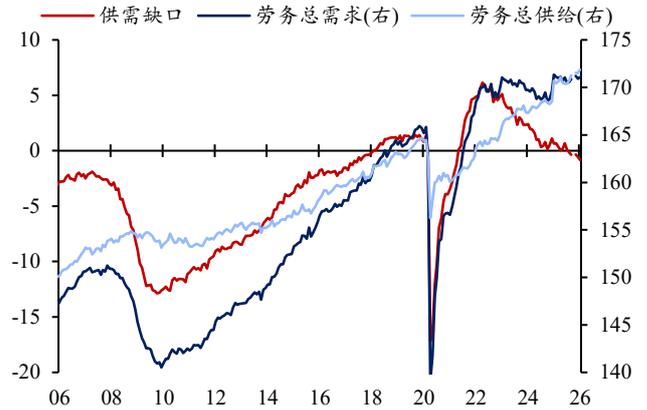
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位为%

图14: 美国就业扩散指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图15: 美国劳务市场总供给、总需求与供需缺口



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位为百万人

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>