

宏观点评 20260307

2月非农:数据偏弱,但噪音更强——2026年2月美国非农就业数据点评

2026年03月07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:** 2月非农就业大幅弱于预期,失业率小幅上升。总结来看,其疲软更多是受罢工、模型调整、极端天气的噪音影响,这也很大程度削弱了原有的宽财政、宽货币脉冲的正面影响,令其与近期公布的ISM制造业和服务业PMI、ADP就业趋势背离。中期来看,失业率、就业扩散指数、新增非农趋势均显示,美国劳务市场仍然延续温和降温趋势。
- **2月非农:** 新增非农环比大跌,失业率回升。美国2月新增非农-9.2万,为2020年以来最大降幅,预期+5.5万,前值由13万下调至12.6万,前两个月累计修正-6.9万;失业率4.4%,预期和前值4.3%;时薪环比0.4%,预期0.3%,前值0.4%。弱于预期的非农数据公布后,市场从前期油价引发的“通胀升温→紧货币”剧本走向短暂的衰退剧本,全年降息预期一度从1.34次升至1.86次,美债利率&美元指数&美股期货回落,黄金上涨。但随后,在特朗普表示“不会与伊朗达成任何协议”之后,美债利率&美元转涨,降息预期回落,市场预期转向“滞胀”。
- **就业结构:** 罢工、天气与统计模型的修正放大数据噪音。从结构上看,三个噪音导致2月新增非农显著偏弱: ①**罢工贡献至少3.1万就业损失。**医疗机构Kaiser Permanente在1月26日至2月23日发生了3.1万人的罢工,这导致整个医师行业新增就业(Offices of physicians)从1月的1.2万回落至2月的-3.7万,同时,冲击外溢至近来对新增就业贡献最大的整个医疗保险行业,使其就业从1月7.7万的高位回落至2月的-2.8万。②**统计模型更新或贡献9万至21.1万的就业损失。**美国劳工部于今年1月启用了更新后的企业净生死模型(net birth-death model, NBD,即通过测算企业的注册、注销对就业市场影响的模型),这放大了模型对数据的扰动。非季调口径下,1、2月NBD模型测算企业注册、注销带来的就业增长分别为0.6、15.1万,较2001年以来的均值分别偏离25.4、-21.1万,较2025年同期分别偏离5.9、-9万,即1月季节性明显偏高、2月明显偏低。③**寒潮影响约7.4万人。**1月下旬以来的极寒天气或导致部分外勤岗工作招聘活动延后,例如建筑行业新增就业从1月的4.8万回落5.9万至2月的-1.1万,休闲餐旅从1月的-1.2万回落1.5万至2月的-2.7万,两个行业的累计变化为7.4万人。
- **就业趋势:** 剔除扰动后,美国劳务市场延续温和降温的中期趋势。前述三个噪音对非农的拖累估计在19.5万(3.1+9+7.4万)。从其他指标来看,我们认为美国劳务市场仍然延期温和降温的中期趋势: ①**失业率温和上行,但结构良好。**居民问卷调查显示,2月新增失业者20.3万,其中18.5万来自在职者减少,1.8万来自劳动力的增加,这使得失业率从4.32%上升至4.44%,与去年9月持平,但仍低于去年11月4.54%的峰值。从失业者结构来看,2月新增失业主要来自重返求职和临时失业,对需求指示意义更大的永久失业变化不大。②**就业广度仍然稳定。**2月美国1年期就业扩散指数录得49,1个月期就业扩散指数录得50.8,均在荣枯线附近,尚未出现显著恶化。③**就业趋势维持温和下行。**受单期数据扰动更小的非农同比增速在2月录得0.1%,3个月平均变化为0.6万,二者均延续温和的回落趋势。
- **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。

相关研究

《资本市场护航产业变革向新而行》

2026-03-06

《特朗普能够长期维持对伊朗的大规模军事行动吗?》

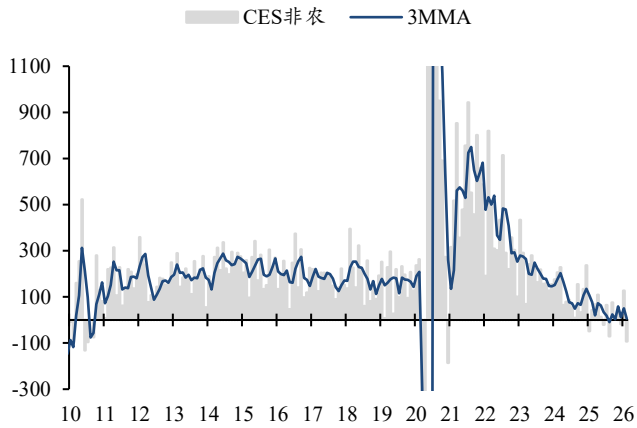
2026-03-06

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	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03
100.0%	非农就业		-92	126	-17	41	-140	76	-70	64	-20	13	108	67
85.3%	私营		-86	146	-7	72	13	68	-20	65	-45	20	99	67
13.6%	商品		-25	51	-21	25	-20	11	-35	-23	-19	-17	-4	-1
0.4%	采矿伐木		-2	-2	-1	-1	1	-2	-3	-6	-2	-4	2	-2
5.2%	建筑		-11	48	-7	36	-12	16	-22	-6	-2	-2	-2	6
0.6%	住宅		2	2	-3	3	-1	4	-5	-3	-2	-1	-2	1
0.6%	非住宅		4	5	3	7	-1	-2	-4	-1	1	1	1	1
7.9%	制造业		-12	5	-13	-10	-9	-3	-10	-11	-15	-11	-4	-5
4.9%	耐用品		-4	8	-5	-3	-9	-5	-15	1	-12	-8	-1	-5
0.6%	机动车&部件		-2	0	-4	0	-5	-2	-12	4	-3	2	-3	-4
3.0%	非耐用品		-8	-3	-8	-7	0	2	5	-12	-3	-3	-3	0
71.7%	服务		-61	95	14	47	33	57	15	88	-26	37	103	68
18.1%	商贸运输		-2	1	-33	-65	-11	-18	-1	3	-24	-18	-9	-14
3.8%	批发贸易		6	3	-6	-6	3	9	-9	-6	-10	1	5	-14
9.7%	零售贸易		2	11	-24	-1	-15	13	10	5	-15	-22	4	16
4.1%	运输仓储		-11	-12	-5	-59	1	-39	-2	4	0	0	-16	-17
1.8%	信息技术		-11	-19	-6	-5	-6	-1	-1	-2	-1	-1	-2	-9
5.8%	金融活动		10	-30	1	1	-5	4	-19	0	-7	6	4	2
14.1%	专业商业服务		-5	18	-19	56	-24	-16	-28	-16	-31	-20	13	-16
1.5%	临时救助服务		-7	3	-14	14	-20	-12	-11	-10	-9	-14	-1	-5
17.5%	教育医保		-34	129	38	56	44	54	23	87	49	60	84	68
14.9%	医疗&社保		-19	116	42	60	48	55	23	83	61	65	76	68
10.7%	休闲餐饮		-27	-12	25	-12	41	37	22	11	-2	3	13	27
7.8%	餐饮		-30	13	-5	22	43	39	21	5	1	-4	14	10
3.8%	其他服务		8	8	8	16	-6	-3	19	5	-10	7	0	10
14.7%	政府		-6	-20	-10	-31	-153	8	-50	-1	25	-7	9	0
1.7%	联邦		-10	-29	-11	-15	-166	-2	-19	-9	-8	-24	-12	-9
3.5%	州政府		5	-1	-5	-12	-4	10	-17	-12	1	-7	-1	-2
9.6%	地方政府		-1	10	6	-4	17	0	-14	20	32	24	22	11

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



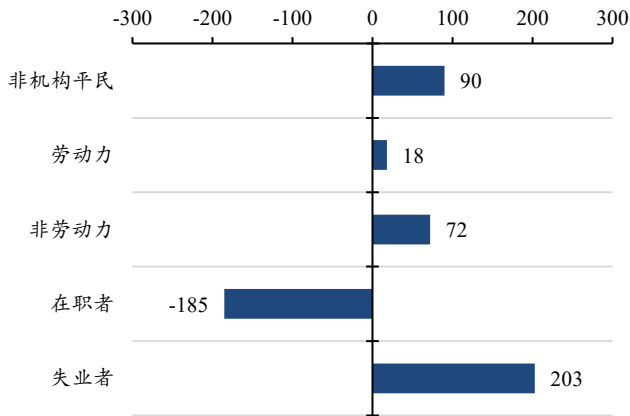
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位为千人，横轴数字为年份后两位，下同

图3：美国失业率



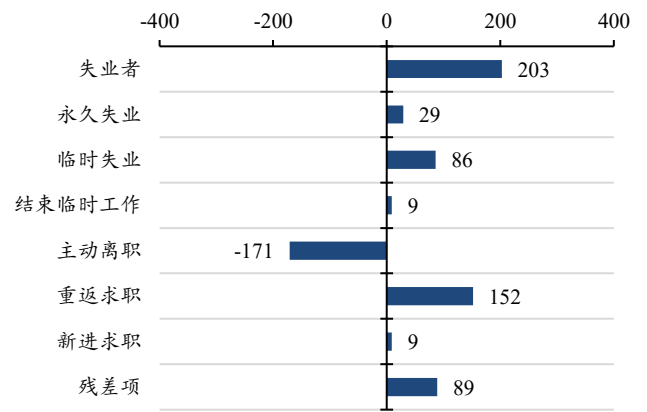
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图4：美国劳务市场 2 月流量变化



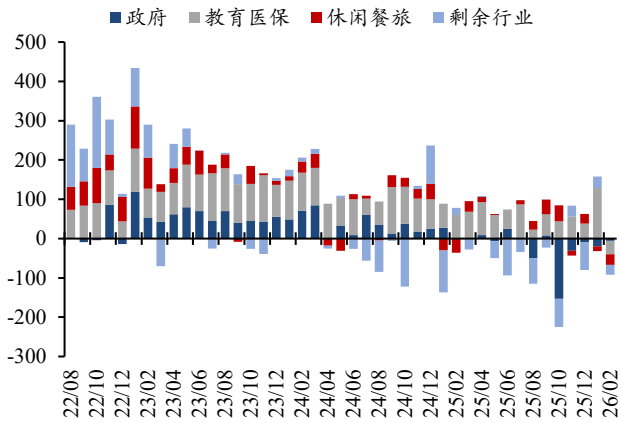
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人，因季调原因分项加总存在残差

图5：美国劳务市场失业者 2 月流量变化



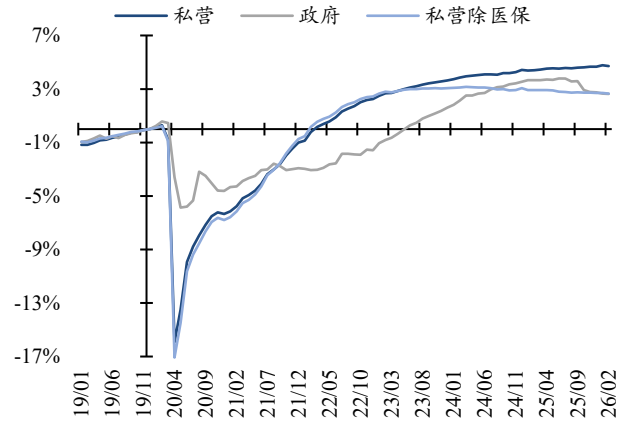
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人，因季调原因分项加总存在残差

图6：美国各行业新增非农就业人数



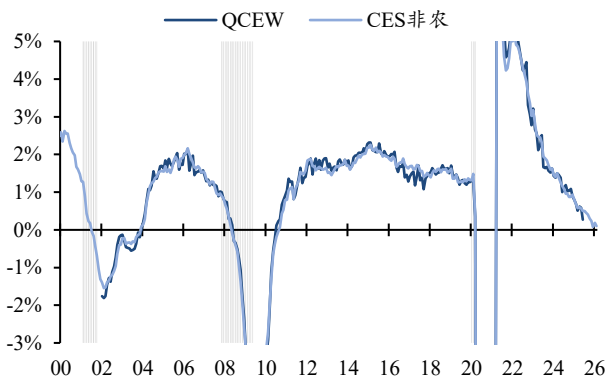
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图7：美国不同行业就业人数相较 2019.12 变化



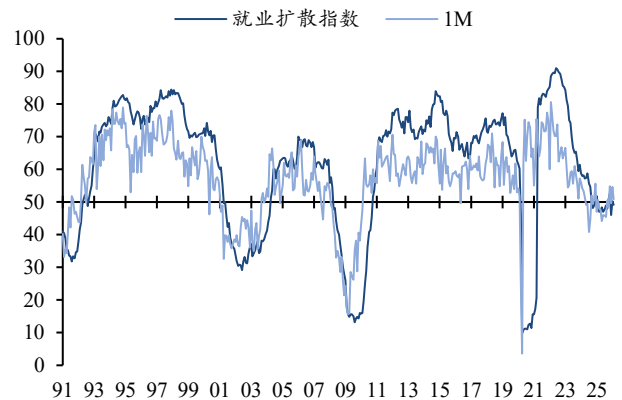
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图8：不同口径下的美国就业同比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图9：美国就业扩散指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

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>