

2月非农数据点评

“弱就业”与“高油价”下的两难抉择

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：邵兴宇 010-88005483 shaoxingyu@guosen.com.cn 执证编码：S0980523070001
证券分析师：田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

事项：

美东时间3月6日，美国劳工部统计局（BLS）发布2月非农就业报告。当月新增非农就业人数-9.2万，远低于预期的5.9万人，失业率上行至4.4%，高于预期的4.3%。

评论：

图1：非农数据总览

行业类别	2月新增就业				2月存量就业		2月平均薪资		
	2月新增 [万人]	上月新增 [万人]	变化	近一年新增 趋势	2月存量 [万人]	近一年存量 趋势	2月平均时薪 [美元]	同比增速	近一年时薪 同比增速
新增非农就业人数	-9.20	12.60	-21.8		—	—	—	—	—
私营部门	-8.60	14.60	-23.2		13514.3		36.5	0.0%	
* 商品生产	-2.50	5.10	-7.6		2148.2		38.2	4.2%	
* 采矿业	-0.20	-0.20	0.0		60.0		40.5	0.9%	
* 建筑业	-1.10	4.80	-5.9		830.9		40.7	4.0%	
* 制造业	-1.20	0.50	-1.7		1257.3		36.4	4.3%	
* 服务生产	-6.10	9.50	-15.6		11366.1		37.1	3.7%	
* 金融	1.00	-3.00	4.0		916.6		48.9	4.5%	
* 信息	-1.10	-1.90	0.8		281.2		54.6	5.5%	
* 专业和商业服务	-0.50	1.80	-2.3		2238.5		45.2	3.9%	
* 运输仓储业	-1.13	-1.24	0.1		653.2		32.4	4.1%	
* 休闲和酒店业	-2.70	-1.20	-1.5		1692.2		23.4	3.7%	
* 批发业	0.60	0.25	0.4		605.1		39.6	3.8%	
* 零售业	0.23	1.07	-0.8		1542.7		26.2	4.8%	
* 公共事业	0.13	0.04	0.1		60.6		54.7	5.1%	
* 教育和医疗	-3.40	12.90	-16.3		2772.2		36.2	2.8%	
* 其他服务业	0.80	0.80	0.0		603.9		33.9	3.8%	
政府部门	-0.60	-2.00	1.4		2173.9		—	—	—

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

摘要：2月新增非农就业减少约9.2万人，显著低于市场预期，失业率升至4.4%，同样高于预期。就业走弱既有结构性因素，也受到短期扰动影响。

结构性因素：宏观变局与产业重塑共振，美国就业动能再度走弱。宏观层面看，关税政策不确定性上升、政府部门持续收缩，以及中东局势推动油价快速上行，均对企业经营预期与用工信心形成压制；产业层面上，AI对劳动的替代效应也在持续渗透，例如科技巨头甲骨文在加大AI数据中心投资的同时，正在评估通过自动化优化人员结构，市场消息显示其裁员规模可能达到数千甚至上万人。宏观不确定性叠加技术替代趋势，使得企业在扩张用工方面更加谨慎，从而对短期就业形成持续压力。

非结构性因素：短期冲击亦不可忽视，就业数据存在扰动。本次非农大幅低于预期也受到一些阶段性因素的影响，大体可以分为两类。(1) 一次性冲击。2月教育与医疗就业合计减少3.4万人，为当月就业的最大拖累，其中医疗行业减少约2.8万人，主要与美国西海岸医疗系统的劳资纠纷有关，例如加州和夏威夷的凯撒医疗系统因工资提升与人手短缺问题发生持续约4周的罢工，对当月就业形成明显扰动。(2) 季节性因素。冬季气候通常会压制部分户外行业的用工需求，尤其是建筑业就业往往在年初阶段性走弱，这类季节性扰动往往具有一定的可逆性，随着气温回升和施工活动恢复，相关行业就业在后续月份通常会出现回补。

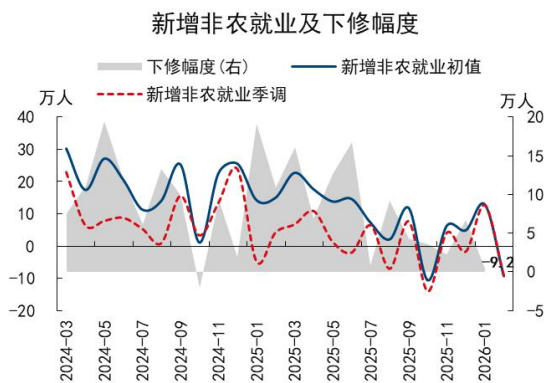
货币政策权衡更加复杂，美联储短期内面临增长与通胀的双重约束。2月非农数据公布后，市场对美联储政策路径的定价变化并不明显，市场仍普遍预期降息窗口大概率在下半年开启。但如果就业持续走弱，不排除降息时点出现前移。与此同时，中东地缘政治风险正在抬升通胀的不确定性，国际油价逼近90美元/桶，美国汽油零售价格在一周内从约3美元升至3.32美元/加仑，能源价格上行可能重新推高通胀预期，从而对降息形成掣肘，使美联储在“稳增长”与“控通胀”之间面临更加微妙的政策权衡。往后看，最关键的变量仍在于中东局势的持续时间与外溢范围，尤其是是否会冲击到霍尔木兹海峡。

资产价格的定价锚不单一依赖非农。从数据公布后的市场反应看，分歧依然明显。非农公布后，美国国债收益率先下后上，10年期收益率回到约4.18%，显示市场并未形成一致的定价；美元指数基本持平在99附近。理论上弱就业利空美元，但在全球风险上升与能源冲击加剧的背景下，美元又受益于避险属性，因此并未立即转弱。黄金则在“降息预期利多”与“美元偏强利空”之间反复拉扯。

◆ **非农大幅不及预期，就业动能明显走弱**

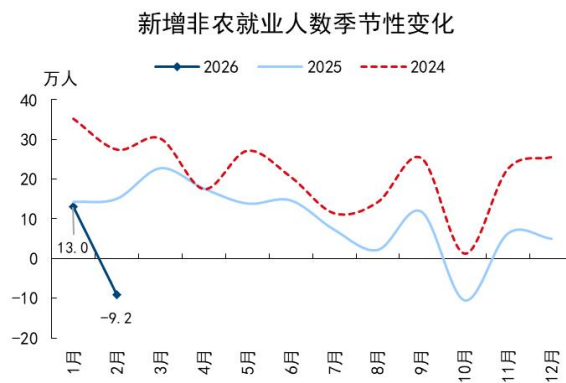
2月美国新增非农就业-9.2万人，远低于市场预期的5.9万人，同时前两个月就业数据合计被下修6.9万人，显示就业动能明显放缓。数据发布后，黄金价格一度从5083上升至5130后回落，美股三大指数均低开超过1%。市场反应反映出明显分歧，一方面就业走弱强化了降息预期，另一方面中东局势推动油价上行，可能重新推升通胀，从而对降息形成掣肘。

图2：新增非农就业趋势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

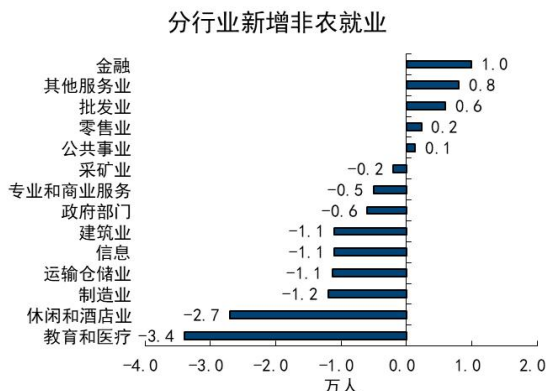
图3：新增非农就业季节性因素



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

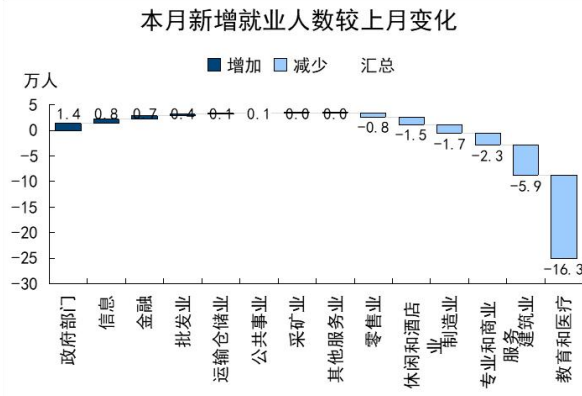
从结构上看，本月就业回落呈现商品部门与服务部门同步走弱的特征。品生产部门减少2.5万人，主要拖累来自建筑业（-1.1万人）与制造业（-1.2万人）；服务部门减少6.1万人，其中教育与医疗（-3.4万人）与休闲和酒店业（-2.7万人）是主要拖累项。医疗就业的明显回落与如凯撒医疗因薪资与人手短缺问题引发的罢工有关，对当月就业形成一次性扰动。整体看，就业回落既反映出企业用工趋于谨慎，也夹杂罢工与季节性因素带来的阶段性扰动。

图4：分行业新增非农就业



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：本月新增就业人数较上月变化

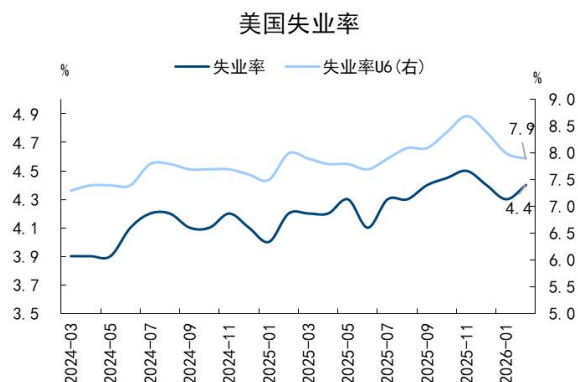


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 失业率反弹，就业偏弱

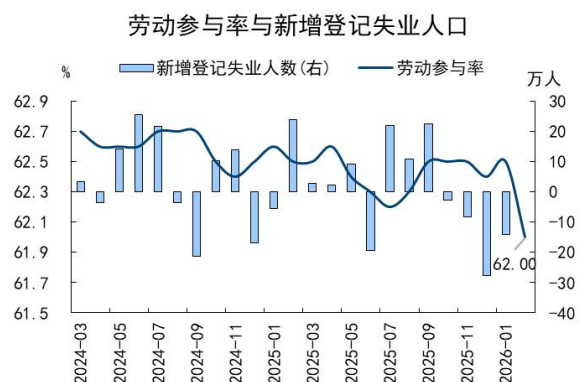
2月美国失业率升至4.4%，高于市场预期的4.3%。从统计结构看，失业率上行同时来自分子端（失业人口）与分母端（劳动力人口）的变化，一方面就业减少使失业人数有所增加，另一方面部分求职者在就业机会减少或短期冲击下暂时退出劳动力市场，导致劳动力人口下降。由于分母端收缩幅度更大，最终推动失业率出现被动上升。预计下月随着医疗罢工结束及天气因素消退，劳动力供给有望回补，劳动参与率存在回升空间，从而对失业率形成一定修正。

图6：美国失业率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：美国劳动参与率与新增登记失业人数

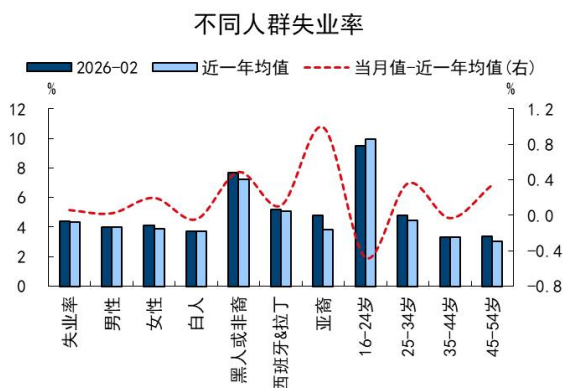


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从族裔与年龄结构看，失业率上行呈现出一定的边际群体先行特征。族裔方面，白人失业率基本稳定在3.7%，而黑人、西班牙裔与亚裔失业率均有所上升；年龄结构上，16-24岁青年失业率升至9.5%，明显高于其他年龄段，而25-54岁核心劳动年龄群体仍相对稳定。整体来看，就业走弱更多集中在劳动力市场的边缘人群。

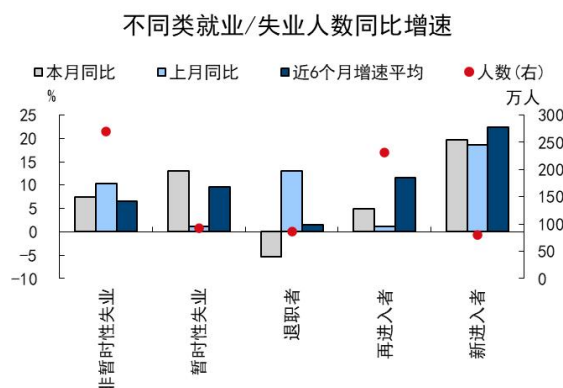
从就业流动结构看，本轮失业上升更多体现为劳动力供给端回流与短期失业增加。其中，暂时性失业同比增长12.9%，明显高于上月；再进入者与新进入者同比仍保持较快增长，反映劳动力回流与新增供给增加；而退职者同比转负，说明主动退出劳动力市场的人数有所减少。整体来看，本轮失业上升更多来自劳动力供给增加与短期就业波动。

图8：不同人群失业率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：不同类就业/失业人数同比增速

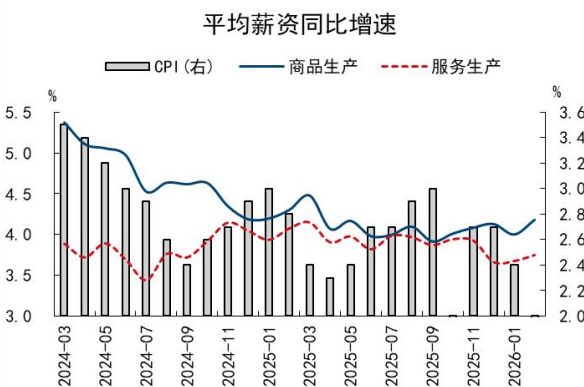


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 平均薪资增速相对温和

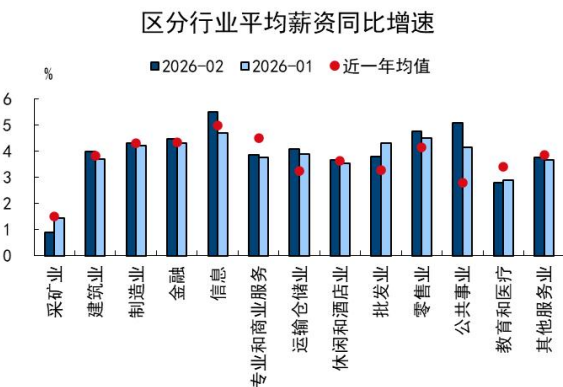
本月薪资增速整体呈现温和分化的特征。分行业看，信息业（5.53%）、公共事业（5.10%）与零售业（4.75%）薪资涨幅相对较高，而教育与医疗（2.81%）、休闲和酒店业（3.68%）等服务行业薪资增速相对偏低；制造业（4.33%）、金融业（4.46%）等行业则维持在4%左右的中枢水平。薪资增长虽有上升但整体并未脱离中枢，也未出现明显加速迹象，短期对通胀的再度推升压力相对有限。

图10：平均时薪同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：区分行业平均薪资同比增速



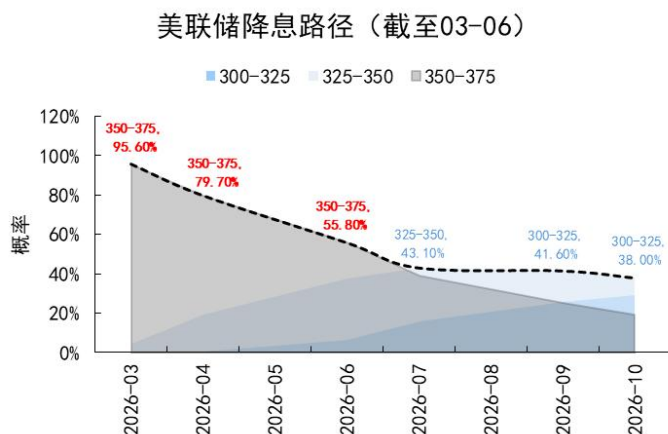
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 降息节奏：增长走弱与能源冲击之间的政策两难

市场对降息路径的定价变化有限，利率期货仍指向降息大概率在下半年开启。若就业持续走弱，降息节奏不排除边际前移；但与此同时，中东局势推升油价接近90美元/桶，能源冲击重新抬升通胀不确定性，对降息形成掣肘。我们认为，美联储短期仍将维持观望，中东冲突持续时间及其对霍尔木兹海峡运输和中东供给的影响将成为关键变量。

对于后续资产，短期增长放缓与能源冲击交织，使市场进入高波动、弱趋势阶段。若就业持续走弱而油价未进一步上行，美债收益率仍有阶段性下行空间。但若中东冲突持续推升能源价格，通胀预期回升可能限制长端利率的下行幅度，整体或呈现震荡偏下格局。风险资产方面，增长预期走弱与利率不确定性上升意味着市场仍将维持结构性分化：周期与高杠杆板块承压，而具备现金流稳定性或受益于降息预期的资产相对更具韧性。

图12: FedWatch 降息概率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外经济体政策不确定性，外部需求下滑。

相关研究报告:

- 《2026 年政府工作报告解读-力争实现更好结果》——2026-03-05
- 《2 月 PMI 数据解读-节日效应带动生产回落》——2026-03-04
- 《美国 1 月 CPI 点评-通胀回落，降息时点仍靠后》——2026-02-14
- 《1 月金融数据解读-居民信贷“破冰”》——2026-02-13
- 《1 月非农数据点评-“强数据”难掩“弱动能”》——2026-02-12

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称

报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032