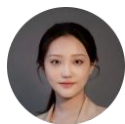


美国 1 月宏观月报：数据强劲、联储鹰派，降息仍需等待



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004



杨见一 研究助理
Email:yangjianyi@lczq.com

核心观点：

1 月美国 CPI 同比 3.0%，核心 CPI 同比 3.3%，均超过预期。美国 1 月整体 CPI 同比增速 3.0%，预期 2.9%，前值 2.9%；环比 0.5%，预期 0.3%，前值 0.4%。核心 CPI 同比 3.3%，预期 3.1%，前值 3.2%；环比 0.4%，预期 0.3%，前值 0.2%。1 月 CPI 同环比读数均超过预期，市场担忧的再通胀风险得到数据的“验证”，使得 2025 年首次降息的预期再次延后。1 月通胀表现超预期主要系预期中的油价、房价上升和预期外的二手车、医疗商品、汽车保险等超级核心分项价格走高。此外，1 月数据季调或未充分考虑企业调整价格的季节性因素，CPI 可能被高估。后续建议关注价格调整结束后 2 月核心 CPI 是否仍然高企。

美国 1 月非农新增 14.3 万人，失业率由 4.1% 下降至 4.0%。1 月新增就业彭博一致预期为 17.5 万，前值 30.7 万，失业率预期 4.1%，前值 4.1%。1 月劳工部大幅上调了 11-12 月新增非农就业数据，11 月由初值公布的 22.7 万上调至 26.1 万，12 月由初值的 25.6 万上调至 30.7 万。同时，劳工局宣布在家庭调查中纳入了新的人口参数，使得失业率、劳动参与率、劳动人口等历史数据失去比较意义。数据公布后，考虑到失业率下降、11-12 月非农新增就业数据大幅上调等因素，市场“不顾”非农就业不及预期，仍定价美联储推后降息时点。

美联储表态鹰派，通胀、就业数据不支持近月降息，市场降息预期再降。2 月 11-12 日鲍威尔在美国国会两院发表证词，并提交半年度货币政策报告。鲍威尔强调当前美国通胀较 2% 的货币政策目标仍然过高，并坚持了美联储短期内维持暂停、等待数据变化的立场，与 1 月美联储 FOMC 会议的表态一致。1 月美国通胀和就业数据超预期，两份数据均难以支持美联储近月再次降息。市场进一步推后美联储 2025 年首次降息时点至 10 月。我们认为，随着特朗普政府就任，其主张的关税、移民、能源、减税等政策将对美国通胀前景和美联储降息前景持续形成扰动，市场对经济数据的敏感度较高，需要持续关注。

风险提示：美国通胀持续性超预期，美联储货币政策紧缩超预期

相关报告

12 月经济数据点评：顺利完成 5% 增长目标

2025.01.21

美国 12 月 CPI 点评：通胀符合预期，美国再通胀担忧稍减

2025.01.17

12 月金融数据点评：财政发力拉动社融增速，居民信贷持续改善

2025.01.16

目 录

1. 美国 1 月 CPI 超预期走强，2025 年降息预期再延后	4
2. 美国 1 月就业数据韧性略超预期	8
3. 数据强劲、联储鹰派，市场需继续“保持耐心”	12
4. 风险提示	13

图表目录

图 1	美国近半年 CPI 分项权重、同环比及趋势 (%)	5
图 2	美国 12 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	5
图 3	美国 1 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	5
图 4	美国商品 CPI 及其分项同比 (%)	5
图 5	美国商品 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	5
图 6	美国服务 CPI 及其分项同比 (%)	6
图 7	美国服务 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	6
图 8	美国整体、核心、超级核心、非住房核心服务 CPI 当月同比 (%)	6
图 9	Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月 (%)	6
图 10	Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月 (%)	6
图 11	近一年原油日频价格 (美元/桶)	7
图 12	国际油价及美国汽油价格变化情况	7
图 13	Manheim 指数显示二手车价格低位波动 (%)	7
图 14	当前市场重新定价 10 月降息 25bps	7
图 15	美国非农就业数据公布同时修正前 2 个月数据	8
图 16	最近 12 个月美国新增非农就业分布, 按行业 (千人)	9
图 17	美国失业率与美联储 SEP 指引 (%)	9
图 18	美国劳动力供需再平衡, 就业缺口基本弥合 (千人)	9
图 19	美国劳动力参与率及同比增速 (%)	10
图 20	美国非农名义平均时薪及实际时薪同比 (%)	10
图 21	最近 12 个月美国各行业平均时薪同比增速 (%)	10
图 22	美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)	11
图 23	美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)	11
图 24	美国企业职位空缺率及同比增速 (%)	11
图 25	Indeed 领先指标与职位空缺数	11
图 26	美国广义失业率和狭义失业率 (%)	11
图 27	美国因经济原因兼职人数有所下降 (人)	11
图 28	美国服务业平均周工时持续回落 (小时)	12
图 29	美国离职率持平前值 (%)	12
图 30	1 月 FOMC 会议声明继续强调未来降息幅度和节奏	13

1. 美国 1 月 CPI 超预期走强，2025 年降息预期再延后

1 月美国 CPI 同比 3.0%，核心 CPI 同比 3.3%，均超过预期。美国 1 月整体 CPI 同比增速 3.0%，预期 2.9%，前值 2.9%；环比 0.5%，预期 0.3%，前值 0.4%，环比大幅超出预期。核心 CPI 同比 3.3%，预期 3.1%，前值 3.2%；环比 0.4%，预期 0.3%，前值 0.2%。1 月 CPI 同环比读数均超过预期，市场担忧的“再通胀”风险得到数据的“验证”，使得市场对 2025 年首次降息的预期再次延后。1 月 CPI 分项表现及分析如下：

非核心方面，能源分项同比追高但环比增速边际放缓。1 月，能源 CPI 价格同比上升至 1.0%（前-0.5%），环比回落至 1.1%（前值 2.6%）。其中汽油和燃油价格环比分别增加 1.8%和 6.2%，前值均为 4.4%。1 月能源 CPI 反映近月油价走高趋势，与上期报告观点一致，基本符合预期。从领先指标来看，1-2 月国际原油价格阶段性见顶回落，布伦特原油期货价格由 1 月 15 日的 82.49 美元/桶回落至 2 月 14 日的 74.64 美元/桶，降幅 -9.25%，预期 2 月能源 CPI 表现将边际放缓。

核心方面，二手车拉动核心商品价格，住房与其他服务拉动核心服务超预期。1 月核心 CPI 环比 0.4%，同比 3.3%，均显著高于预期。其中，核心商品环比 0.3%，前值 0.1%，主要系二手车价格回升，医疗商品价格边际增长亦有拉动。1 月二手车环比由 1.2% 再次回升至 2.2%，但 Manheim 领先指标显示下月有望回落。医疗商品环比 1.2%，前值 0%，边际上升。核心服务方面，住房与非住房服务均有回升。1 月住房价格环比 0.4%，前值 0.3%，反映当前美国住房市场仍有韧性。除住房外的其他核心服务价格超预期升温，尤其是汽车保险价格，1 月环比 1.8%，前值 0.5%，同比增速也突破了 8%。非住房核心商品、服务价格双双走高，带动 1 月超级核心服务 CPI 同比上升至 2023 年 8 月以来的高点（2.3%）。

1 月 CPI 走高不能仅凭通胀数字判断；季节性调整也是原因之一。企业一般选择在年初调整价格。劳动部数据统计中对月度 CPI 通胀数据进行季节性调整，但无法充分考虑到企业在年初调整价格的影响，导致 1 月 CPI 价格被高估。尽管如此，从数据本身来看，1 月预期中的油价、房价上升和预期外的二手车、医疗商品、汽车保险等超级核心分项价格走高仍是通胀上行的主要动力。因此，后续建议关注价格调整结束后，2 月核心 CPI 是否仍然高企。

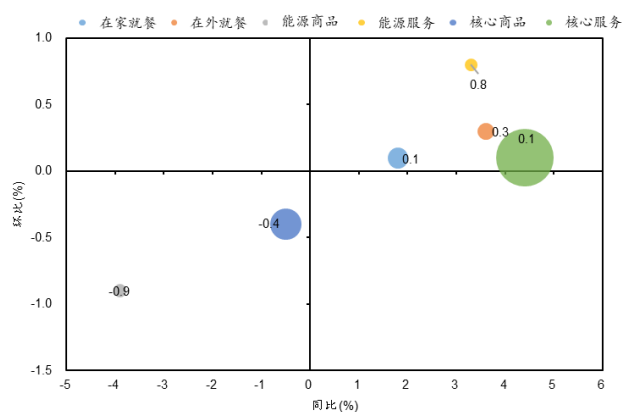
数据公布后，市场进一步延后美联储 2025 年降息的预期时点。CPI 数据超预期加剧了市场对美国通胀风险加深的担忧。CME 数据显示，市场判断下一次降息 25bps 的时点已经由数据公布前的 7 月延后至 10 月，全年降息次数预期仅 1 次。我们认为，随着特朗普政府就任，其主张的关税、移民、能源、减税等政策将对美国通胀前景和美联储降息前景持续形成扰动，市场对经济数据的敏感度较高，需要持续关注。

图1 美国近半年 CPI 分项权重、同环比及趋势 (%)

项目	环比趋势	环比(% , SA)						同比趋势	同比(% , NSA)					
		Jan. 2025	Dec. 2024	Nov. 2024	Oct. 2024	Sep. 2024	Aug. 2024		Jan. 2025	Dec. 2024	Nov. 2024	Oct. 2024	Sep. 2024	Aug. 2024
CPI		0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2		3.0	2.9	2.7	2.6	2.4	2.5
食品		0.4	0.3	0.4	0.2	0.4	0.1		2.5	2.5	2.4	2.1	2.3	2.1
在家就餐		0.5	0.3	0.5	0.1	0.4	0.0		1.9	1.8	1.6	1.1	1.3	0.9
在外就餐		0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3		3.4	3.6	3.6	3.8	3.9	4.0
能源		1.1	2.6	0.2	0.0	-1.9	-0.8		1.0	-0.5	-3.2	-4.9	-6.8	-4.0
能源商品		1.9	4.3	0.5	-1.0	-4.0	-0.6		-0.5	-3.9	-8.5	-12.4	-15.3	-10.1
汽油		1.8	4.4	0.6	-0.9	-4.1	-0.6		-0.2	-3.4	-8.1	-12.2	-15.3	-10.3
燃油		6.2	4.4	0.6	-4.6	-6.0	-1.9		-5.3	-13.1	-19.5	-20.8	-22.4	-12.1
能源服务		0.3	0.8	-0.1	1.0	0.7	-0.9		2.5	3.3	2.8	4.0	3.4	3.1
电力		0.0	0.3	-0.4	1.2	0.7	-0.7		1.9	2.8	3.1	4.5	3.7	3.9
管道气		1.8	2.4	1.0	0.3	0.7	-1.9		4.9	4.9	1.8	2.0	2.0	-0.1
核心CPI		0.4	0.2	0.0	0.3	0.3	0.3		3.3	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2
核心商品		0.3	0.1	0.3	0.0	0.2	-0.2		-0.1	-0.5	-0.6	-1.0	-1.0	-1.9
新车		0.0	0.5	0.6	0.0	0.2	0.0		-0.3	-0.4	-0.7	-1.3	-1.3	-1.2
二手车		2.2	1.2	2.0	2.7	0.3	-1.0		1.0	-3.3	-3.4	-3.4	-5.1	-10.4
服饰		-1.4	0.1	0.2	-1.5	1.1	0.3		0.4	1.2	1.1	0.3	1.8	0.3
医疗商品		1.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.7	-0.2		2.3	0.5	0.4	1.0	1.6	2.0
核心服务		0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4		4.3	4.4	4.6	4.8	4.7	4.9
住房		0.4	0.3	0.3	0.4	0.2	0.5		4.4	4.6	4.7	4.9	4.9	5.2
交通		1.8	0.5	0.0	0.4	1.4	0.9		8.0	7.3	7.1	8.2	8.5	7.9
医疗		0.0	0.2	0.4	0.4	0.7	-0.1		2.7	3.4	3.7	3.8	3.6	3.2

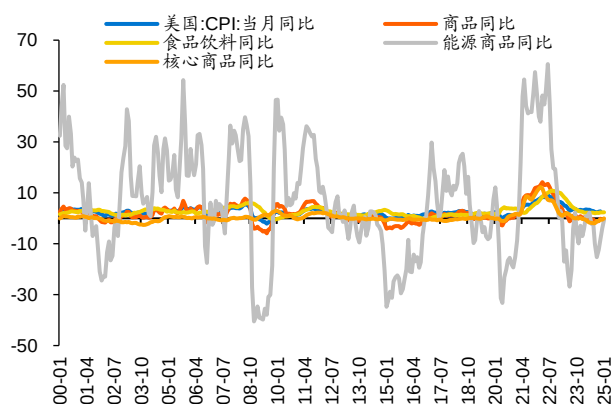
资料来源：BLS，联储证券研究院

图2 美国 12 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)



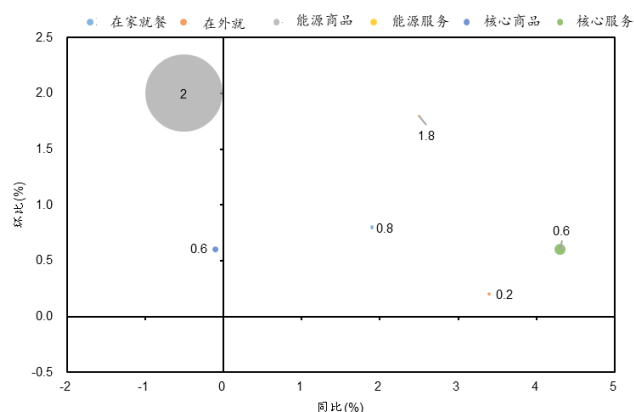
资料来源：iFinD，联储证券研究院

图4 美国商品 CPI 及其分项同比 (%)



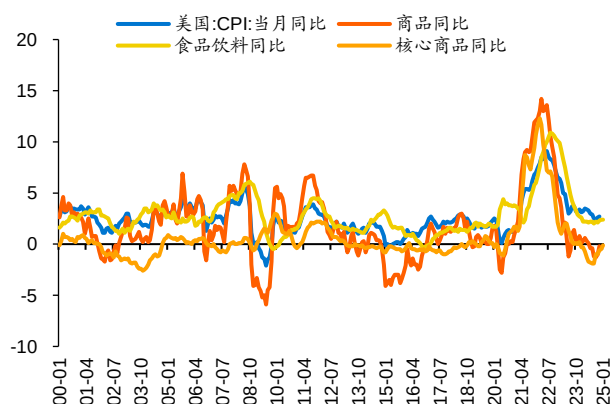
资料来源：iFinD，联储证券研究院

图3 美国 1 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)



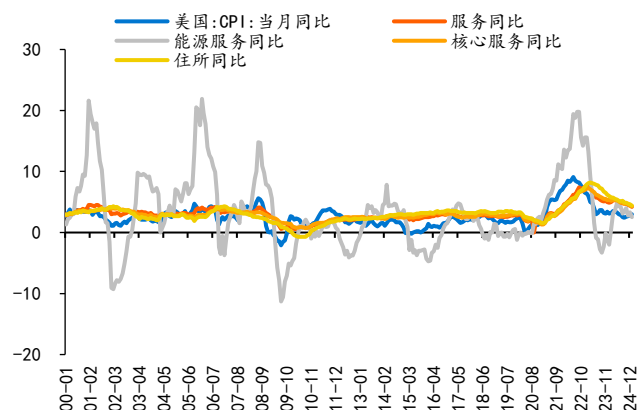
资料来源：iFinD，联储证券研究院

图5 美国商品 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)



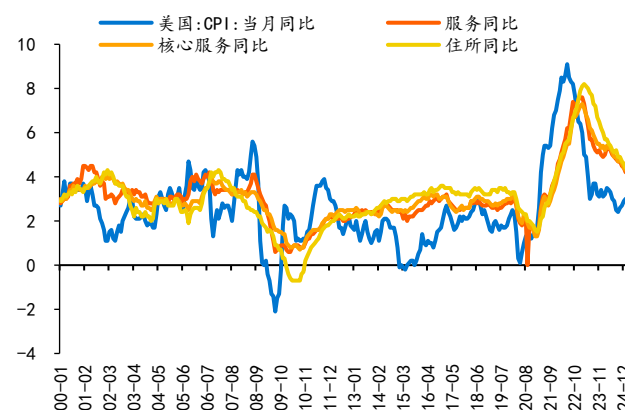
资料来源：iFinD，联储证券研究院

图6 美国服务CPI及其分项同比(%)



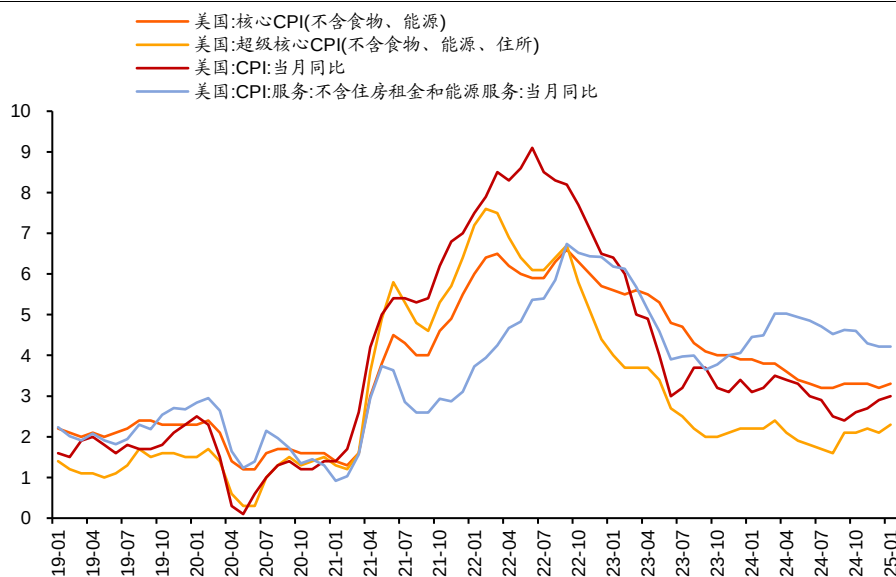
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图7 美国服务CPI及其分项同比(%, 不含能源)



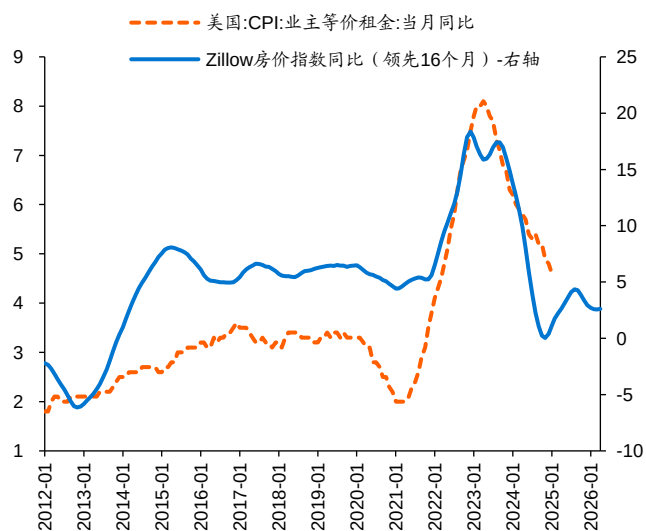
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图8 美国整体、核心、超级核心、非住房核心服务CPI当月同比(%)



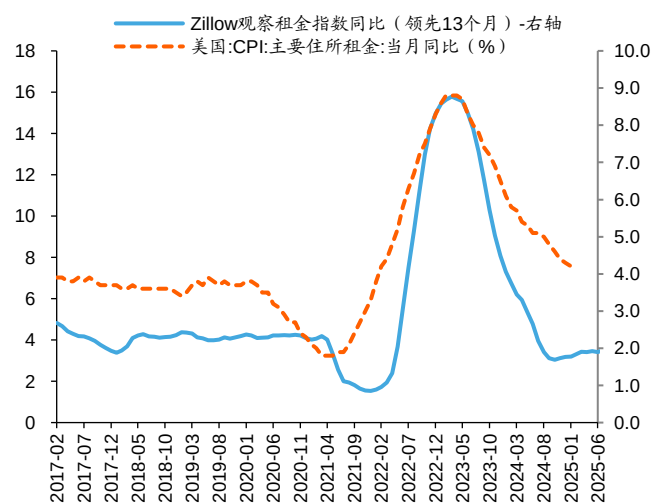
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图9 Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月(%)



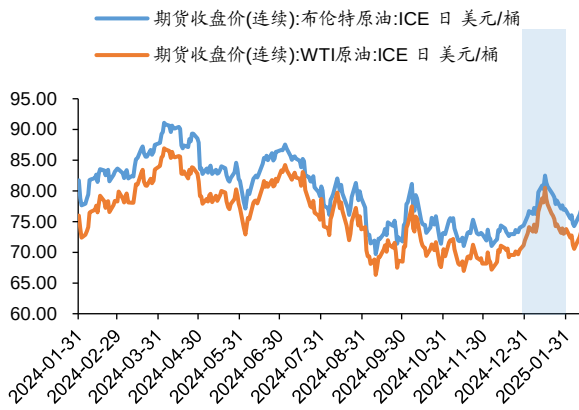
资料来源: BLS, Zillow, 联储证券研究院

图10 Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月(%)



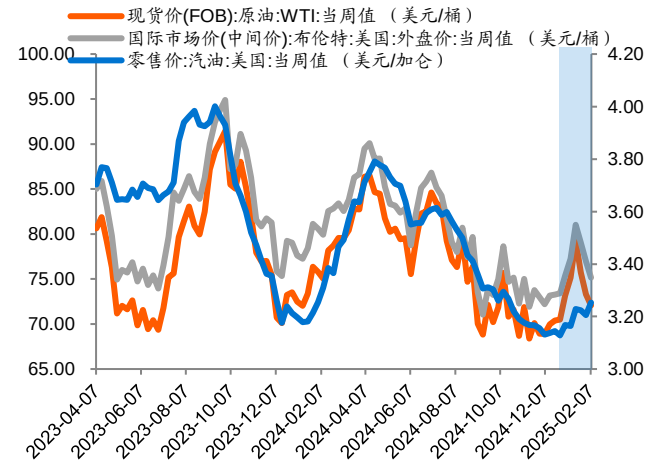
资料来源: BLS, Zillow, 联储证券研究院

图11 近一年原油日频价格（美元/桶）



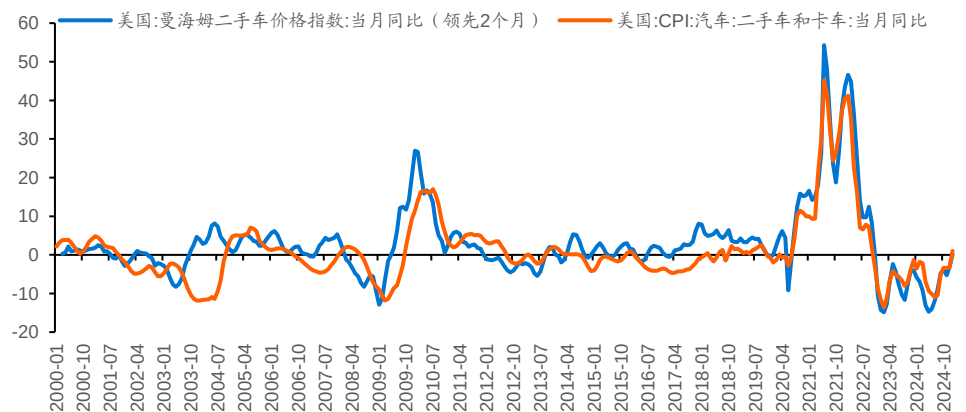
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图12 国际油价及美国汽油价格变化情况



资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图13 Manheim 指数显示二手车价格低位波动（%）



资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图14 当前市场重新定价 10 月降息 25bps

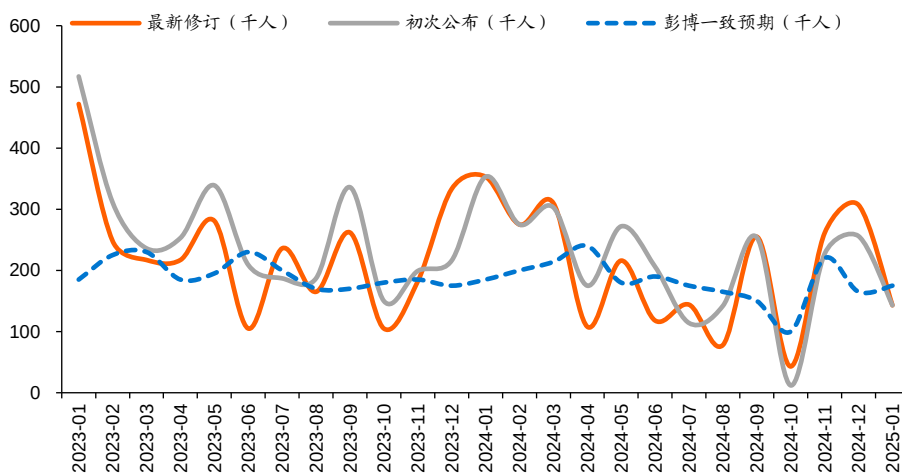
CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2025/3/19			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	97.5%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	12.3%	87.4%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.2%	30.5%	66.3%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	7.1%	35.7%	56.7%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	14.5%	41.1%	42.0%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.3%	19.1%	41.3%	34.8%	0.0%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	7.5%	23.9%	39.9%	27.3%	0.0%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.2%	1.6%	8.2%	24.6%	39.3%	26.1%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.3%	2.3%	10.0%	26.2%	37.9%	23.2%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.4%	2.5%	10.4%	26.4%	37.6%	22.8%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.1%	0.5%	3.0%	11.5%	27.2%	36.6%	21.2%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.1%	0.6%	3.2%	11.8%	27.4%	36.2%	20.7%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	0.5%	2.7%	10.2%	24.6%	34.6%	23.6%	3.8%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.1%	0.4%	2.5%	9.6%	23.3%	33.7%	24.5%	5.5%	0.3%
2026/12/9	0.1%	0.9%	4.2%	12.9%	25.8%	31.5%	20.0%	4.3%	0.3%	0.0%

资料来源: CME, 联储证券研究院

2. 美国 1 月就业数据韧性略超预期

美国 1 月非农新增 14.3 万人，失业率由 4.1% 下降至 4.0%。1 月新增就业彭博一致预期为 17.5 万，前值 30.7 万，失业率预期 4.1%，前值 4.1%。1 月劳工部大幅上调了 11-12 月新增非农就业数据，11 月由初值公布的 22.7 万上调至 26.1 万，12 月由初值的 25.6 万上调至 30.7 万。同时，劳工局宣布在家庭调查中纳入了新的人口参数，使得失业率、劳动参与率、劳动人口等历史数据失去比较意义。数据公布后，考虑到失业率下降、11-12 月非农新增就业数据大幅上调等因素，市场“不顾”非农就业不及预期，仍定价美联储推后降息时点。

图15 美国非农就业数据公布同时修正前 2 个月数据



资料来源：BLS，联储证券研究院

企业调查方面，制造业就业有所改善，而服务业就业则略有放缓。1 月服务业新增就业 11.1 万，较 12 月的 27.5 万有所回落，其中休闲酒店业 (-0.3 万)、专业商业服务 (-1.1 万)，金融 (+0.7 万) 持续上升，零售业 (+3.4 万) 有所上升；教育医疗业就业走弱 (+6.1 万)，但仍为最大拉动项。1 月商品业新增就业总和为零，其中主要系制造业就业有所回升，就业上升 0.3 万。建筑业就业人数 (+0.4 万)，采矿伐木业 (-0.7 万) 较上月 (1.3 万、-0.3 万) 均有所下降。政府就业新增 3.2 万，与前值的 3.4 万基本一致。

劳动供需及人口结构数据反映美国就业仍稳健。从供给端来看，1 月劳动力人数有所上升，参与率上升至 62.6%。考虑到劳工部调整 CPS 口径，劳动参与率可能被高估，但实际数字应基本与前值持平。按年龄划分，劳动供给以 25-54 岁黄金年龄段人群为主，参与率 83.3%。20-24 岁和 55 岁及以上劳动参与率维持低位波动。就业市场年龄结构趋于稳健。从需求端来看，美国最新企业职位空缺率为 4.5%，持续下降，企业招聘需求收缩，与供给端保持平衡。最新数据显示美国就业缺口收缩至 71.4 万，供需基本平衡，就业市场基本稳健。

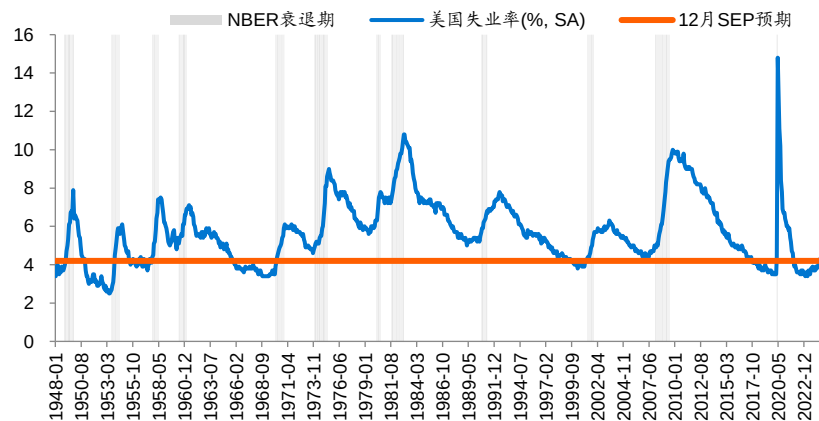
其他就业指标指向美国就业环境仍有一定韧性。1 月美国时薪环比回升至 0.5%，同比稳定在 4.06%。广义失业持平 7.5%，与 U3 失业率一致指向美国就业市场稳健。1 月因经济原因兼职人员中“只能找到兼职工作”的人数下降至 684.9 万（前值 688.6 万）。周工作时长方面，服务业周工时下降至 33.0 小时，指向用工需求有所下降，就业市场有所松弛。失业结构方面，自愿性离职率维持 2.0%，12 月总离职率维持 3.0%，指向 12 月被迫离职人员变化不大。后续持续观察 CPS 口径更新后就业数据变化趋势。广义失业率、被迫兼职人数、离职率等数据持续指向美国就业市场稳定。

图16 最近 12 个月美国新增非农就业分布，按行业（千人）

		趋势	当月增加（千人）											
总量	项目		2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01
私人	非农总量		275	310	108	216	118	144	78	255	43	261	307	143
	商品		19	33	-3	12	2	21	2	15	-53	28	-2	0
	采矿业		0	2	-5	-4	0	1	0	1	0	2	-3	-7
	建筑业		23	37	-5	13	18	14	28	26	-1	6	13	4
	制造业		-4	-6	7	3	-16	6	-26	-12	-52	20	-12	3
	服务		204	199	111	194	95	78	35	207	62	216	275	111
	批发		-1	10	7	-2	6	5	7	2	7	5	13	2
	零售		19	19	14	8	-20	-4	-15	7	9	-14	36	34
	运输和仓储		20	5	21	26	11	-2	11	8	-10	28	22	1
	公用事业		3	-1	0	1	1	0	0	3	-1	0	-1	0
	信息		2	2	-3	-1	0	-16	-8	1	-2	5	16	2
	金融活动		1	4	-3	12	13	-4	7	6	5	16	19	7
	专业和商业服务		9	17	-17	55	-11	-4	-47	22	-10	37	31	-11
	私立教育和医疗保健		85	76	98	69	82	67	67	91	74	73	82	61
	休闲和酒店		58	54	-9	18	4	38	9	61	-8	54	49	-3
	其他服务		9	12	4	7	8	-3	4	6	-3	12	9	17
政府	政府		52	78	0	10	21	45	41	33	34	17	34	32

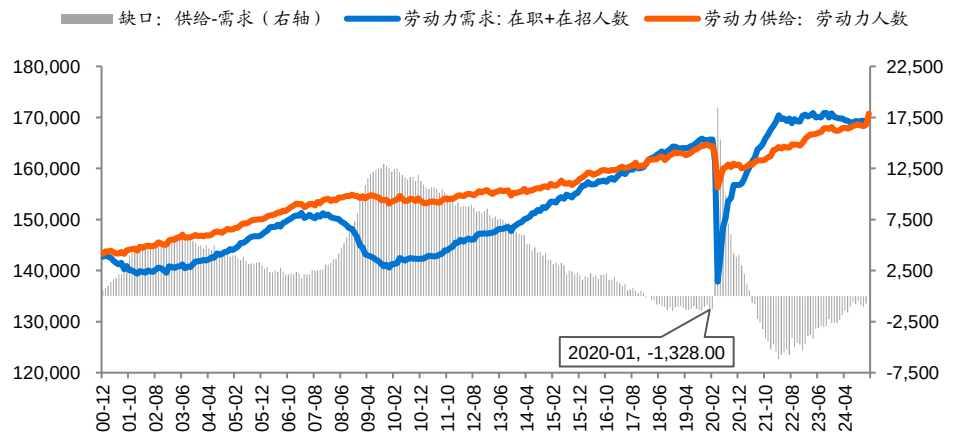
资料来源：BLS，联储证券研究院

图17 美国失业率与美联储 SEP 指引（%）



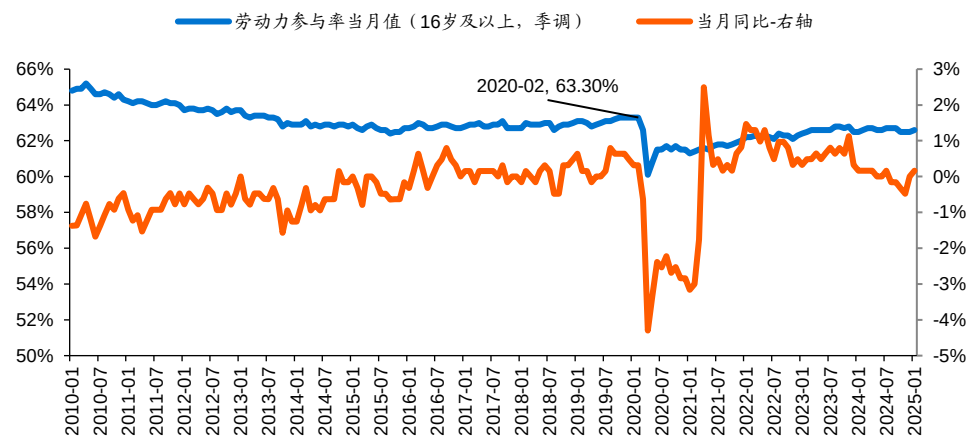
资料来源：BLS，联储证券研究院

图18 美国劳动力供需再平衡，就业缺口基本弥合（千人）



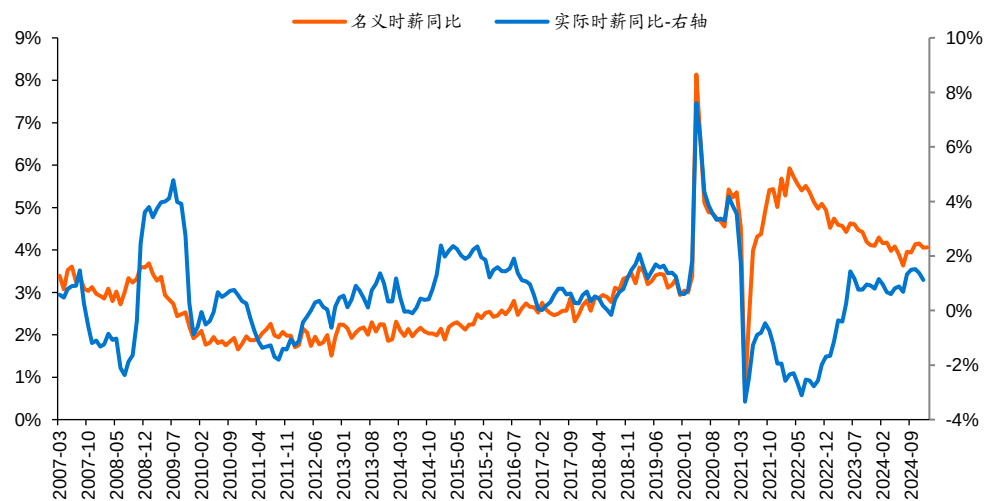
资料来源：BLS，联储证券研究院

图19 美国劳动力参与率及同比增速 (%)



资料来源：BLS，联储证券研究院

图20 美国非农名义平均时薪及实际时薪同比 (%)



资料来源：BLS，联储证券研究院

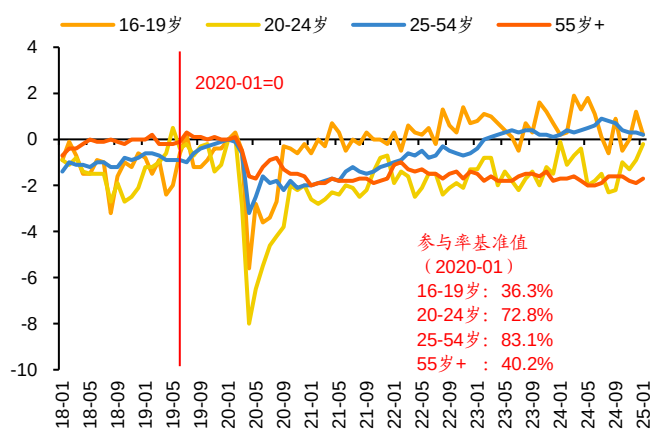
图21 最近 12 个月美国各行业平均时薪同比增速 (%)

部门	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01
非农平均	4.16%	4.18%	3.98%	4.09%	3.89%	3.63%	3.95%	3.94%	4.14%	4.15%	4.05%	4.06%
商品生产	5.24%	5.40%	5.10%	5.02%	4.97%	4.52%	4.66%	4.64%	4.60%	4.32%	4.15%	3.99%
采矿和伐木业	6.10%	5.13%	5.36%	4.32%	4.74%	3.82%	3.70%	2.89%	3.39%	3.30%	2.62%	2.47%
建筑业	4.63%	4.92%	5.12%	4.77%	4.81%	4.28%	4.32%	4.75%	4.48%	4.25%	4.48%	4.08%
制造业	5.46%	5.49%	4.96%	5.13%	5.00%	4.64%	4.88%	4.58%	4.63%	4.36%	3.94%	3.90%
服务提供	3.90%	3.88%	3.72%	3.89%	3.66%	3.47%	3.76%	3.78%	4.04%	4.11%	4.01%	4.08%
贸易、运输和能源	3.84%	3.98%	3.47%	3.67%	2.99%	2.85%	3.01%	2.76%	3.24%	3.37%	2.64%	2.73%
零售	2.52%	2.74%	2.10%	2.73%	2.26%	2.13%	2.29%	2.12%	2.96%	3.57%	2.73%	3.10%
批发	2.81%	3.22%	3.07%	3.04%	2.03%	2.17%	1.92%	1.78%	2.30%	2.37%	2.02%	2.09%
信息	2.50%	2.53%	3.07%	2.32%	2.96%	3.27%	4.12%	4.09%	5.86%	4.51%	4.03%	5.23%
金融活动	5.71%	5.59%	6.10%	5.89%	5.13%	4.73%	4.51%	3.99%	4.37%	4.03%	4.20%	4.53%
专业和商业服务	4.09%	4.18%	3.88%	4.14%	4.13%	3.63%	4.25%	4.73%	4.86%	5.06%	5.22%	5.07%
教育和健康服务	3.49%	3.38%	3.37%	3.54%	3.62%	3.55%	3.69%	3.80%	3.76%	4.11%	4.28%	4.36%
休闲接待	4.42%	4.30%	4.04%	3.93%	3.77%	3.86%	3.99%	4.13%	3.87%	3.76%	3.70%	3.69%
其他服务	5.15%	4.84%	4.86%	5.08%	4.55%	4.83%	4.77%	4.56%	4.68%	4.57%	4.22%	4.65%

资料来源：BLS，联储证券研究院

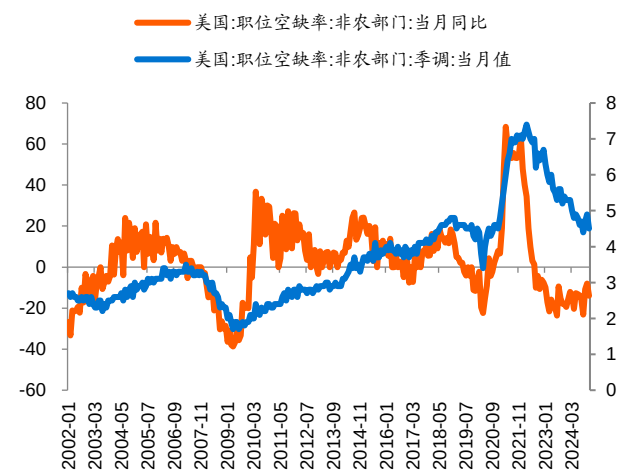
*颜色以当月非农平均时薪为基准（白色）

图22 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)



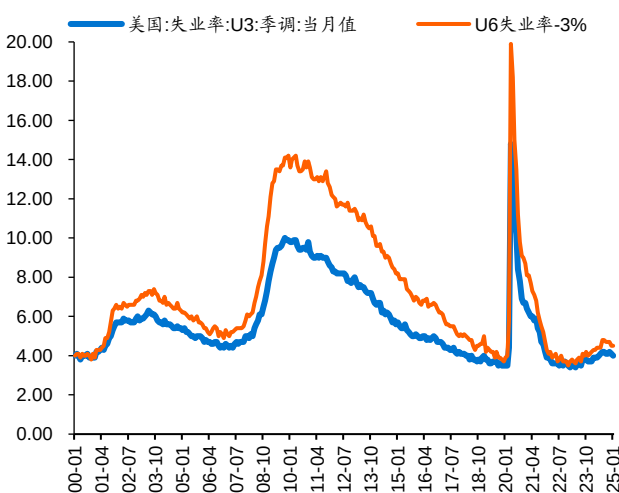
资料来源: FRED, 联储证券研究院

图24 美国企业职位空缺率及同比增速 (%)



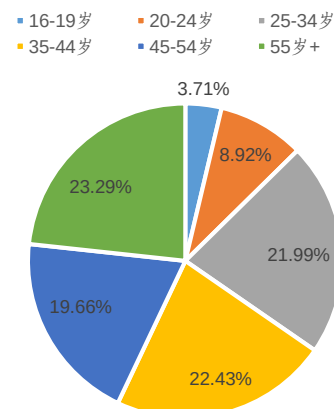
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图26 美国广义失业率和狭义失业率 (%)



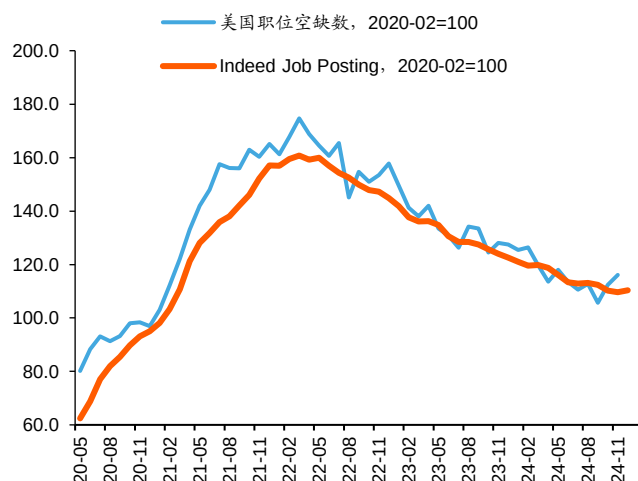
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图23 美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)



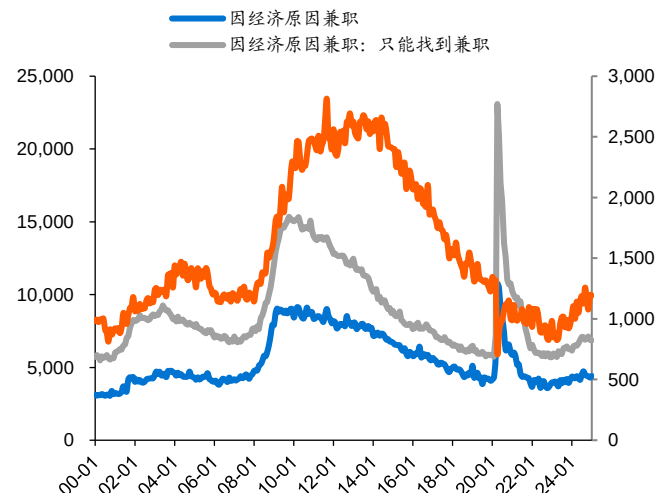
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图25 Indeed 领先指标与职位空缺数

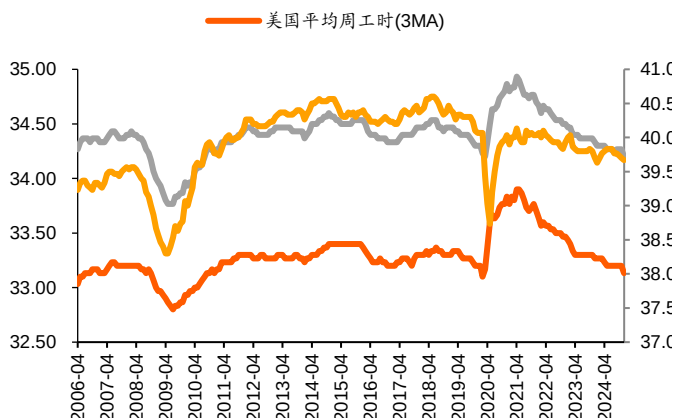


资料来源: FRED, 联储证券研究院

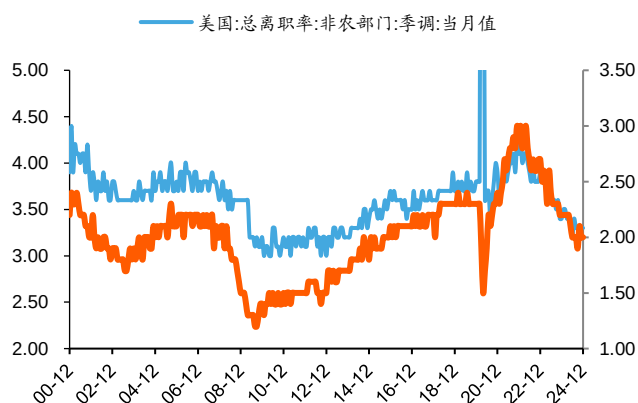
图27 美国因经济原因兼职人数有所下降 (人)



资料来源: BLS, 联储证券研究院

图28 美国服务业平均周工时持续回落（小时）


资料来源：BLS，联储证券研究院

图29 美国离职率持平前值（%）


资料来源：BLS，联储证券研究院

3. 数据强劲、联储鹰派，市场需继续“保持耐心”

鲍威尔在国会证词持续放鹰。2月11-12日鲍威尔先后在美国国会参议院银行委员会、众议院金融服务委员会发表证词，并向国会提交半年度货币政策报告。鲍威尔在证词中强调当前美国通胀较2%的货币政策目标仍然过高，并坚持了美联储当前暂停降息的立场，并表示，“由于现在的政策立场比以前宽松得多，而且经济仍然强劲，我们不必急于调整政策立场。……过快或过多地减少政策限制可能会阻碍通胀的进展。同时，过慢或过少地减少政策限制可能会过度削弱经济活动和就业。在考虑对联邦基金利率目标区间进行额外调整的幅度和时机时，联邦公开市场委员会将会综合评估即将公布的数据、不断变化的前景以及风险平衡。”这与1月美联储FOMC会议的表态一致，美联储短期内维持利率、等待数据变化的意图明确。

1月美国通胀和就业数据均难以支持美联储近月再次降息。尤其是1月通胀数据中的核心通胀超预期，重燃市场对于美国再通胀风险的担忧。而1月非农就业数据虽然不及预期，但前月数据上修和失业率数据偏低仍给市场留下了“就业市场有韧性”的印象，两份数据均难以支持美联储近月降息。我们判断，由于1月通胀数据有1月调价因素干扰，存在高估可能性，失业率数据则受到CPS人口口径调整影响，有低估可能性，后续需要进一步观察数据演绎。

市场进一步推后美联储2025年降息时点判断。当前，CME数据显示市场判断下一次降息25bps的时点已经延后至10月，全年降息次数预期仅1次。除数据、美联储本身，我们认为，随着特朗普政府就任，其主张的关税、移民、能源、减税等政策将对美国通胀前景和美联储降息前景持续形成扰动，市场对经济数据的敏感度较高，需要持续关注。

图30 1月FOMC会议声明继续强调未来降息幅度和节奏

最新变化		1月FOMC会议	12月FOMC会议声明
经济情况	对经济的描述无变化：认为失业率近月“稳定在较低水平”，比之前更加稳健；认为通胀仍然略高，删去了通胀朝2%目标逼近的表述。	Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.	Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. Since earlier in the year, labor market conditions have generally eased, and the unemployment rate has moved up but remains low. Inflation has made progress toward the Committee's 2 percent objective but remains somewhat elevated.
风险和不确定性	维持描述不变。	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals are roughly in balance. The economic outlook is uncertain, and the Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals are roughly in balance. The economic outlook is uncertain, and the Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.
货币政策	决定维持政策目标利率区间在4.25-4.5%不变。	In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent.	In support of its goals, the Committee decided to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point to 4-1/4 to 4-1/2 percent.
	仍强调未来会调整政策利率的幅度和节奏。	In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.	In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.
	保持缩表内容和速度不变，强调委员会致力于将通胀降至2%的目标水平。	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.
	美联储保持“目标导向+数据依赖”的货币政策逻辑不变。	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.
投票情况	1月，所有FOMC成员对维持利率投票赞成。	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; Jeffrey R. Schmid; and Christopher J. Waller.	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Thomas I. Barkin; Michael S. Barr; Raphael W. Bostic; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Mary C. Daly; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; and Christopher J. Waller. Voting against the action was Beth M. Hammack, who preferred to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/2 to 4-3/4 percent.

资料来源：美联储，联储证券研究院

4. 风险提示

美国通胀持续性超预期，美联储货币政策紧缩超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000