

研究所

分析师: 李起
SAC 登记编号: S1340524110001
Email: liqi2@cnpsec.com
研究助理: 高晓洁
SAC 登记编号: S1340124020001
Email: gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《假期海外回顾：美联储按兵不动，
关税风险升温》 - 2025.02.05

宏观观点

就业数据无虞，降息预期延后——1 月美国非农数据解读

● 核心观点

周五美国发布非农就业报告，劳动力市场继续保持韧性。1 月新增就业人数略低于预期，但大幅上修了前值，1 月失业率继续从 4.1% 下降至 4.0%，创 2024 年 5 月以来新低。

薪资方面，1 月美国平均时薪增速超预期，但这可能是受到每周工时下降的影响，尚不足以支撑薪资通胀反弹的判断。1 月劳动参与率小幅上升，与失业率的下降趋势相一致。失业率持续低于职位空缺率，意味着劳动力市场仍处于供小于需的状态。

往后看，市场关注的焦点之一是政府效率部的裁员行动将如何影响后续就业数据？我们认为，政府效率部的行动对近几个月的就业数据不会构成显著负面影响。

据媒体报道，目前已有 6.5 万名联邦政府雇员接受离职计划，而联邦政府总雇佣人数超过 300 万人，这些接受离职计划的雇员占比很低，而且其中一些人可能本就计划离开。更重要的是，由于该离职计划允许雇员在 9 月 30 日前继续领取工资，并且可以同时寻找新工作，因此他们可能会被统计为拥有两份工作，从而提高 9 月 30 日之前的就业人数。

总体而言，此次就业报告延续了劳动力市场的韧性特征，唯一弱于预期的新增就业数据也因前值上修而淡化弱势信号。此外，企业调查对去年 3 月数据进行年度基准校正，仅下修了 58.9 万人，比去年 8 月发布的初值 81.8 万人幅度有所减小。数据公布后，美债收益率、美元指数均上行。

值得注意的是，由于企业裁员临时假期员工等原因，每年 1 月非农数据往往波动较大，因此不宜过度解读单月数据。结合其他就业数据来看，美国劳动力市场仍处于软着陆的轨道上。对美联储而言，就业市场的持续韧性意味着降息并不紧迫，我们预计下一次降息时点可能在 6 月前后。

● 风险提示：

美国经济基本面超预期走弱；新政府政策不确定性；美联储降息幅度和速度超预期；金融风险事件。

目录

1 失业率下降，新增就业上修前值，劳动力市场稳固.....	4
2 风险提示.....	7

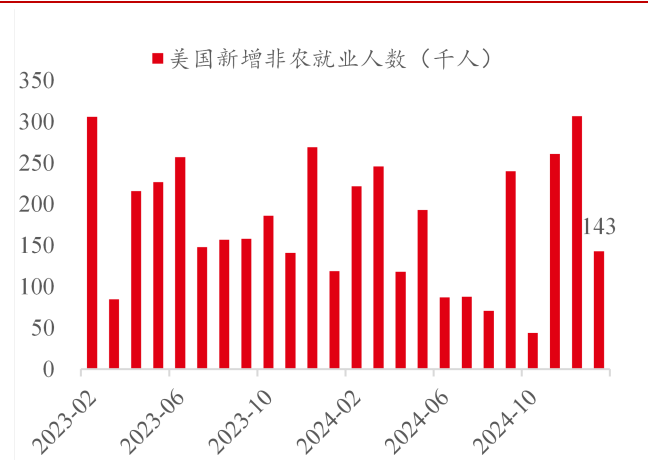
图表目录

图表 1: 美国新增非农就业人数	4
图表 2: 美国失业率	4
图表 3: 1 月美国平均时薪增速小幅低于预期	4
图表 4: 1 月美国平均每周工时下降	4
图表 5: 美国各行业新增就业人数 (千人)	5
图表 6: 美国各年龄段劳动力参与率 (%)	5
图表 7: 美国失业率仍低于职位空缺率	5
图表 8: 美国通胀率预期上升 (%)	6
图表 9: 美国消费者信心指数下降	6

1 失业率下降，新增就业上修前值，劳动力市场稳固

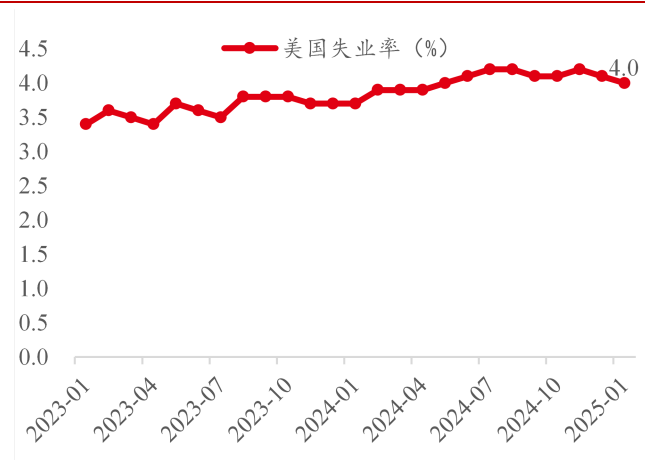
周五美国发布非农就业报告，1月新增就业14.3万人，略低于预期的17万人，但与以往不同的是大幅上修了前值，11月就业数据上修4.9万至26.1万，12月就业数据上修5.1万至30.7万，3个月平均新增为23.7万人。1月失业率继续从4.1%下降至4.0%，创2024年5月以来新低，好于市场预期的4.1%，显示就业市场继续保持韧性。

图表1：美国新增非农就业人数



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

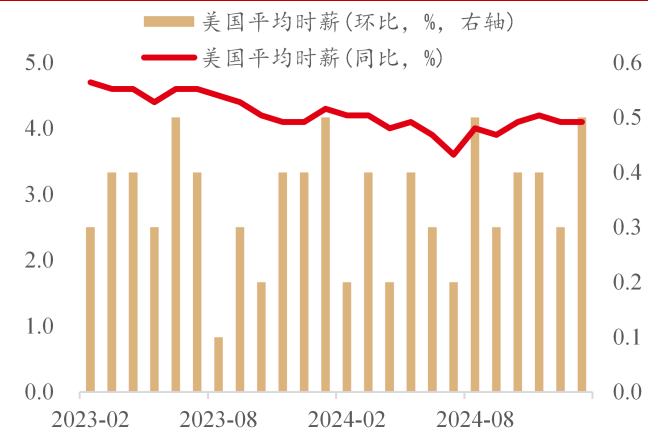
图表2：美国失业率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

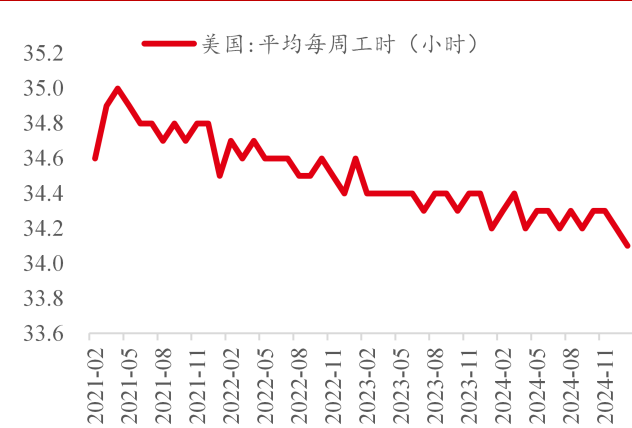
薪资方面，1月美国平均时薪增速超预期，同比增长4.1%，环比增长0.5%，高于前值和预期的0.3%，但这可能是受到每周工时下降的影响，尚不足以支撑薪资通胀反弹的判断。美国1月平均每周工时下降至34.1小时，背后可能是恶劣天气造成的扰动，还需进一步观察。

图表3：1月美国平均时薪增速小幅低于预期



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

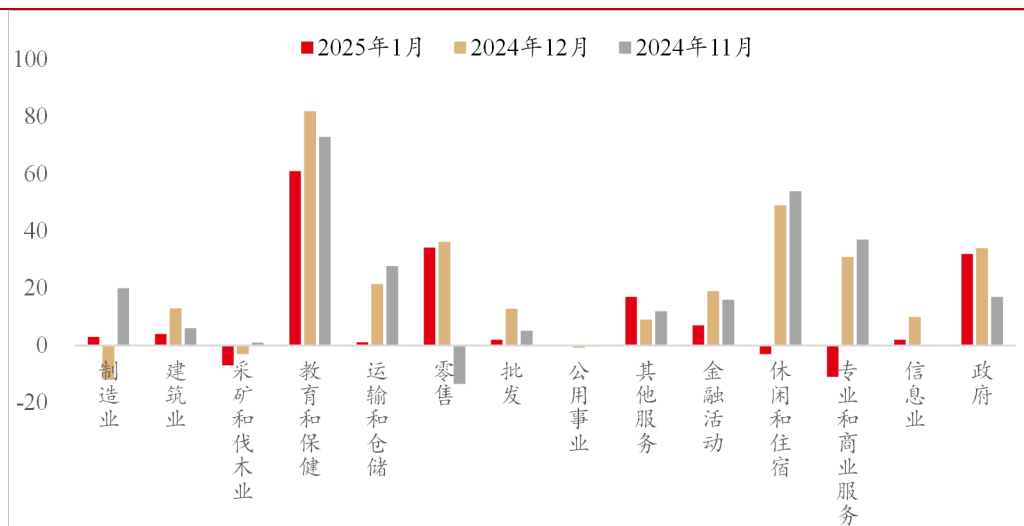
图表4：1月美国平均每周工时下降



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

行业方面，1月就业增长主要来自教育和医疗保健、零售和政府部门，而采矿、专业服务和休闲住宿的就业岗位小幅减少。由于本次数据统计时间在特朗普就职之前，马斯克领导的政府效率部（DOGE）的裁员影响尚未反映在数据中。

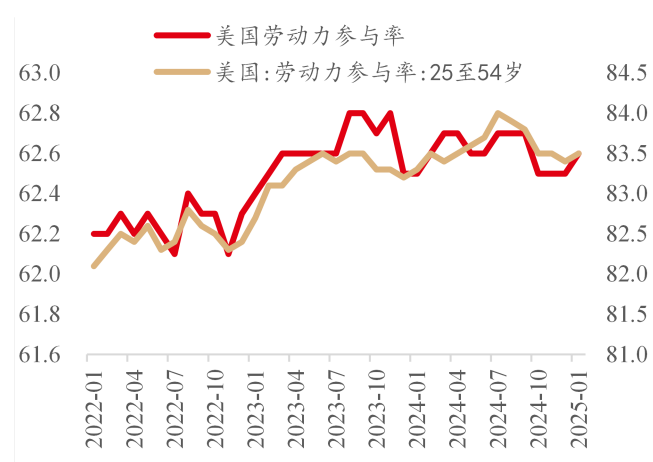
图表5：美国各行业新增就业人数（千人）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

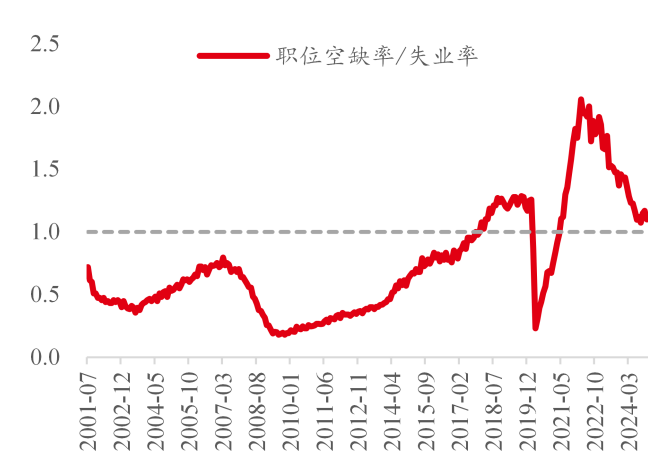
1月劳动参与率小幅上升，与失业率的下降趋势相一致。美国整体劳动参与率上升至 62.6%，壮龄劳动参与率上升至 83.5%。失业率持续低于职位空缺率，意味着劳动力市场仍处于供小于需的状态。

图表6：美国各年龄段劳动力参与率（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

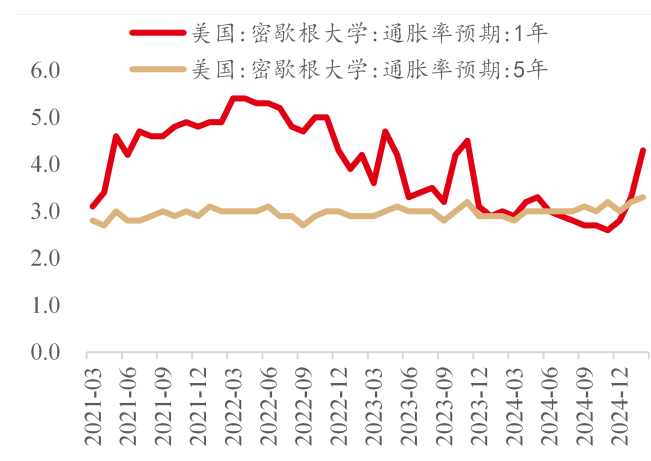
图表7：美国失业率仍低于职位空缺率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

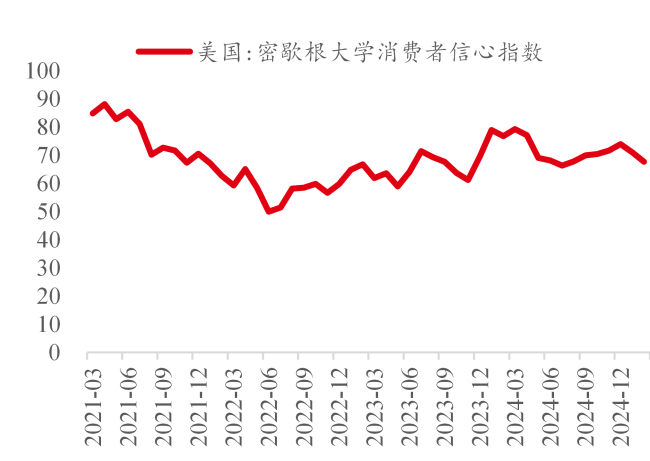
与就业报告同一天发布的密歇根大学消费者调查显示，消费者信心指数下降至 67.8，低于预期的 71.1，同时通胀预期上升，1 年通胀率预期上升 1 个百分点至 4.3%，5 年通胀率预期上升 0.1 个百分点至 3.3%。但有趣的是，通胀预期与党派具有高度相关性，民主党选民的通胀预期远高于共和党选民。

图表8：美国通胀率预期上升（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：美国消费者信心指数下降



资料来源：Wind，中邮证券研究所

往后看，市场关注的焦点之一是政府效率部的裁员行动将如何影响后续就业数据？我们认为，政府效率部的行动对近几个月的就业数据不会构成显著负面影响。

据媒体报道，目前已有 6.5 万名联邦政府雇员接受离职计划，而联邦政府总雇佣人数超过 300 万人，这些接受离职计划的雇员占比很低，而且其中一些人可能本就计划离开。更重要的是，由于该离职计划允许雇员在 9 月 30 日前继续领取工资，并且可以同时寻找新工作，因此他们可能会被统计为拥有两份工作，从而提高 9 月 30 日之前的就业人数。

总体而言，此次就业报告延续了劳动力市场的韧性特征，唯一弱于预期的新增就业数据也因前值上修而淡化弱势信号。此外，企业调查对去年 3 月数据进行年度基准校正，仅下修了 58.9 万人，比去年 8 月发布的初值 81.8 万人幅度有所减小。数据公布后，美债收益率、美元指数均上行。

值得注意的是，由于企业裁员临时假期员工等原因，每年1月非农数据往往波动较大，不宜过度解读单月数据。结合其他就业数据来看，美国劳动力市场仍处于软着陆的轨道上。对美联储而言，就业市场的持续韧性意味着降息并不紧迫，我们预计下一次降息时点可能在6月前后。

2 风险提示

美国经济基本面超预期走弱；新政府政策不确定性；美联储降息幅度和速度超预期；金融风险事件。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048