

宏观点评 20250208

1月非农：强弩之末

2025年02月08日

■ **核心观点：**1月美国新增非农弱于预期，但失业率与时薪均超预期改善，导致市场交易“强非农”，交易员最新预期美联储3月降息概率仅10%，全年降息次数由1.75次压至1.5次。我们认为，1月非农或是强弩之末，由极寒天气带来的工时减少、时薪环比大增难以持续。2月开始，特朗普驱赶非法移民、马斯克裁撤政府官员对非农就业的影响将逐步显现，未来一个季度美国非农与通胀料超预期下行，美联储降息存在前置可能，美元指数、美债利率料出现阶段性走弱。

■ **非农数据：**新增非农弱于预期，但前值上修，失业率与时薪增速均超预期走强。1月美国新增非农14.3万，较预期17.5万低1.05x，前值由25.6万上修至30.7万，前两个月合计上修10万。失业率4.01%，预期4.1%，前值4.09%。劳动参与率62.62%，预期62.5%，前值62.51%。时薪环比+0.48%，预期+0.3%，前值+0.25%；同比+4.06%，预期+3.8%，前值由+3.9%上修至+4.05%。仅看表观数据，1月非农似乎反应的是美国劳务市场的供需两旺，且需求改善更多，导致时薪与失业率均超预期走强。

■ **年度校准：2024年非农就业显著下修。**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》）。年度校准后，2024年非农就业下修、失业率上修。**①基期非农总人数下修58.9万，2024全年月均新增非农由18.6万下修至16.6万：**BLS基于季度就业与工资普查（QCEW）提供的企业失业保险数据与更新后的季调模型对2024年数据进行年度校准，校准后2024年3月基期非农总人数下修58.9万，相较2024年8月时初步校准的-81.8万改善，2024年月均新增非农由18.6万下修至16.6万¹。数据下修一方面因为失业保险无法纳入非法移民，但月度的非农问卷则会多重统计身兼数职的非法移民，因此普查数据对非农的校准可能存在“矫枉过正”；另一方面是因为BLS的企业净出生死亡（Net Birth-Death, NBD）模型高估了由企业成立-倒闭带来的就业增长。修正后，2023年4月至2024年3月，NBD模型累计高估25.6万就业；2024年4-12月数据相应累计下修25.2万。**②居民调查纳入更多非法移民，2024年12月失业率上修0.1%：**按照惯例，BLS基于人口普查局最新数据，通过人口控制对居民调查数据进行年度校准。据BLS，本次主要更新了2022年以来非法移民影响。校准后，2024年美国劳动力、就业人口、失业人口分别上修210.6、200、10.5万人，劳动参与率、失业率、就业率分别上修0.1%。另外，人口控制后，2025年数据与2024年不可直接比较。在BLS公布的可比口径下，2025年1月新增平民人口17.6万，其中9.1万流向劳动力，8.5万流向非劳动力；新增就业23.4万，其中9.1万来自劳动力的增加，14.2万来自失业的减少，这导致失业率下行0.2%。总体来看，虽然年度校准对非农进行了较大下修，但下修幅度较初值收窄，并未给市场带来很大的负面冲击。

■ **数据分析：**数据分歧较大，时薪高增速难以持续。总体来说，市场选择交易的是好于预期改善的失业率与超预期增长的时薪，数据公布后交易员预期美联储3月降息概率仅10%，全年降息次数由1.75次压缩至1.5次，美债利率相应走高。但同时，美股与美元指数走势震荡，一定程度也反映部分投资者对本次非农数据的分歧较大。一方面，部分数据确实偏强：**①新增就业不差。**企业问卷方面，虽然1月新增非农较预期低1.05x，但3MMA已连续3个月回升，最新录得23.4万。另外，就业扩散指数由56回升至57，就业广度仍较前值有所改善。居民问卷方面，可比口径下1月新增非农23.4万，其中全职增长72.1万，兼职减少35.2万。居民全职就业增长显著，而兼职就业较少或与1月南加州山火和极寒天气有关。**②非农修正偏正面。**月度修正对前两个月非农合计上修10万，幅度不低，而年度校准最终下修58.9万，好于初值的-81.8万。**③失业结构较好。**可比口径下1月失业减少14.3万，除重返求职增加6.2万外，其余分项均出现不同程度减少，其中永久失业、临时失业、结束临时工作分别减少4.7、3.9、2.5万人。但另一方面，偏弱的数据也不容

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

研究助理 韦伟

执业证书：S0600124120012

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《技术帖：美国非农是如何进行“修正”的——#海外经济》

2025-02-05

《春节出行和消费数据显著提升》

2025-02-04

忽视：①人口控制对失业率或存在扰动。根据 BLS，可比口径下 1 月失业率下降了 0.2%，但我们通过可比口径下的劳动力、失业人数得出的降幅仅有 0.09%，且失业率下行的同时，劳动参与率与失业率均无变化，这从数学上也讲不通。②劳务供需缺口继续收敛。可比口径下，1 月劳务需求收缩 55.6 万，供给减少 14.2 万，供需缺口收窄 41.4 万至 85.6 万，劳务市场仍在收敛的过程中。③极寒天气导致时薪虚高且不可持续。受极寒天气影响，1 月有 57.3 万人无法外出务工，周工时降至 33.5 小时，周薪环比-0.08%，工时下降导致时薪环比意外走高。极寒天气结束后，我们预期时薪将回落至正常水平。

■ **市场策略：强弩之末，政府裁员与驱赶移民料显著冲击未来一个季度的新增非农**。由于 1 月非农调查期在 1 月 12—18 日特朗普就职之前，因而其并未太多体现驱赶非法移民带来的影响。2 月开始，特朗普驱赶非法移民、马斯克裁撤政府官员对非农就业的影响将逐步开始显现。具体来说，特朗普驱赶非法移民的政策将导致：①新的非法移民无法入境就业；②在美非法移民无法正常工作，被迫退出劳务市场，或在前往深蓝州的路；③部分非法移民将被抓捕并驱逐出境，特朗普计划 2025 年驱逐 100 万非法移民出境。而考虑到兼职就业的非法移民与政府雇员是非农就业的主力军，因此我们预期未来一个季度美国新增非农将面临较为严峻的冲击。对美国经济来说，生产者与消费者都将同时减少。但由于驱赶非法移民给劳务市场带来的是滞胀，因此结构上说这会导致失业率小幅走低，工资走高。短期来看，我们预期未来一个季度市场交易重心仍在边际变化幅度最大的新增非农上，这料让美联储前置降息，但中期看来，更有黏性的工资通胀料弱化 25H2 美联储降息的必要性。

■ **风险提示**：市场波动风险；经济数据较预期过度偏离风险；海外地缘摩擦风险。

¹ 2024 年 3 月为校准基期，将同步校准 2023 年 4 月至 2024 年 2 月的就业与生死模型预测数据，2024 年 4 月至 12 月就业与生死模型预测数据根据线性“楔型（wedge-back）”模型相应调整，11-12 月还会根据最新非农问卷反馈数据进行二次、首次修正。

图1：美国各行业非农就业人数净月变动

走势	占比	净月变动 千人	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02
100.0%	非农就业		143	307	261	44	240	71	88	87	193	118	246	222
85.2%	私营		111	273	244	-1	208	33	40	66	160	129	169	151
13.6%	商品		0	-2	28	-50	32	-18	12	4	11	5	23	11
0.4%	采矿伐木		-7	-3	2	-1	2	-1	0	-1	-6	-7	4	1
5.2%	建筑		4	13	6	1	30	23	11	15	15	3	34	23
0.6%	住宅		2	3	1	1	5	4	-2	0	2	1	10	0
0.6%	非住宅		1	1	0	-2	-1	1	2	6	4	1	1	5
8.0%	制造业		3	-12	20	-50	0	-40	1	-10	2	9	-15	-13
5.0%	耐用品		-3	-18	27	-46	1	-40	0	-14	0	3	-10	-9
0.6%	机动车&部件		-10	-5	-1	-3	-2	-16	6	4	4	-1	1	-6
3.1%	非耐用品		6	6	-7	-4	-1	0	1	4	2	6	-5	-4
71.5%	服务		111	275	216	49	176	51	28	62	149	124	146	140
18.3%	商贸运输		38	69	19	-10	31	-7	-7	-9	19	25	35	37
3.9%	批发贸易		2	13	5	6	7	4	8	4	-5	7	9	-7
9.8%	零售贸易		34	36	-14	-7	14	-13	-15	-21	13	0	15	9
4.2%	运输仓储		1	22	28	-9	7	2	0	8	10	18	12	30
1.9%	信息技术		2	16	5	-7	0	-7	-17	0	1	-7	-4	-3
5.8%	金融活动		7	19	16	3	5	6	-3	8	7	0	-3	-10
14.2%	专业商业服务		-11	31	37	-34	-16	-32	-16	-17	11	8	-24	-6
1.6%	临时救助服务		-12	-3	30	-35	-18	-21	-25	-26	-20	-10	-9	-15
17.0%	教育医保		61	82	73	87	98	65	61	77	79	94	87	96
14.5%	医疗&社保		66	81	79	84	79	54	62	72	79	84	82	89
10.7%	休闲餐饮		-3	49	54	9	51	26	9	-8	23	-4	37	15
7.8%	餐饮		-16	46	24	10	42	17	9	-11	2	-5	12	16
3.8%	其他服务		17	9	12	1	7	0	1	11	9	8	18	11
14.8%	政府		32	34	17	45	32	38	48	21	33	-11	77	71
1.9%	联邦		9	6	-2	3	4	2	2	2	3	-2	12	8
3.5%	州政府		2	11	9	16	15	9	15	9	2	4	10	14
9.5%	地方政府		21	17	10	26	13	27	31	10	28	-13	55	49

数据来源：彭博、东吴证券研究所

图2：2025年美国非农就业年度校准的人口控制效应

Table C. December 2024-January 2025 changes in selected labor force measures, with adjustments for population control effects

(Numbers in thousands)

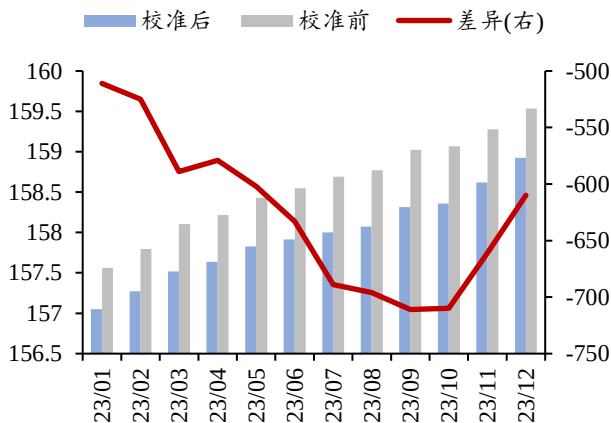
Category	Dec.-Jan. change, as published	2025 population control effect	Dec.-Jan. change, after removing the population control effect ¹
Civilian noninstitutional population.....	3,047	2,871	176
Civilian labor force.....	2,197	2,106	91
Participation rate.....	0.1	0.1	0.0
Employed.....	2,234	2,000	234
Employment-population ratio.....	0.1	0.1	0.0
Unemployed.....	-37	105	-142
Unemployment rate.....	-0.1	0.1	-0.2
Not in labor force.....	850	765	85

¹ This Dec.-Jan. change is calculated by subtracting the population control effect from the over-the-month change in the published seasonally adjusted.

NOTE: Detail may not sum to totals because of rounding.

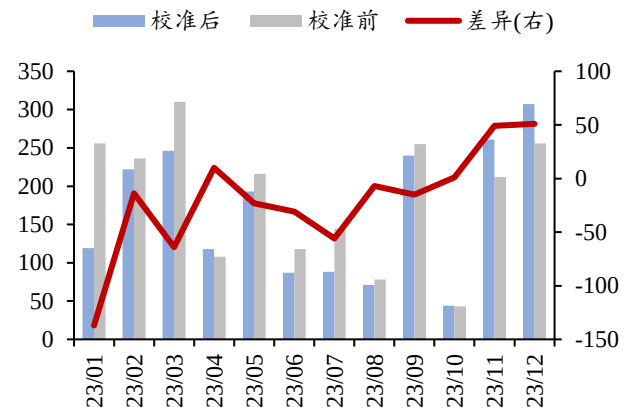
数据来源：BLS、东吴证券研究所

图3：2024 年年度校准前后美国非农总人数



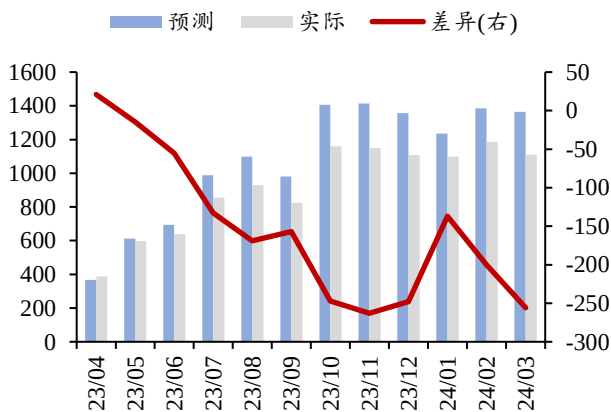
数据来源：BLS、东吴证券研究所；左轴单位百万，右轴单位千人

图4：2024 年年度校准前后美国单月新增非农变化



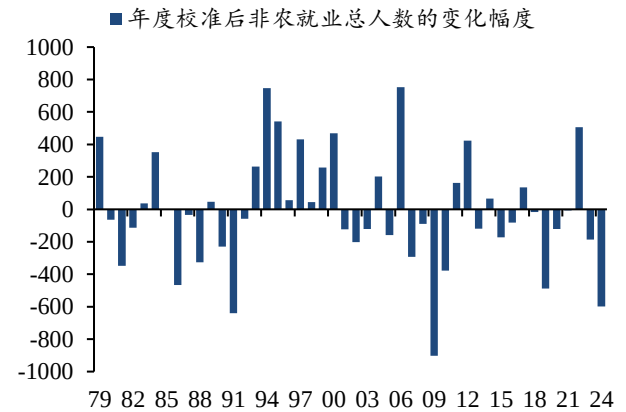
数据来源：BLS、东吴证券研究所；单位千人

图5：2024 年年度校准对净出生-死亡模型的影响



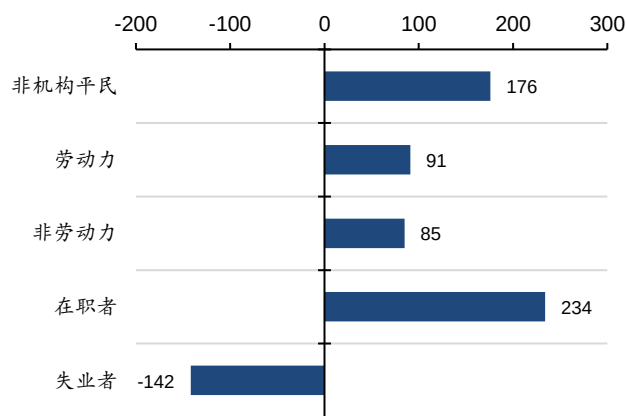
数据来源：BLS、东吴证券研究所；单位千人

图6：1979 年以来非农基期年度校准幅度



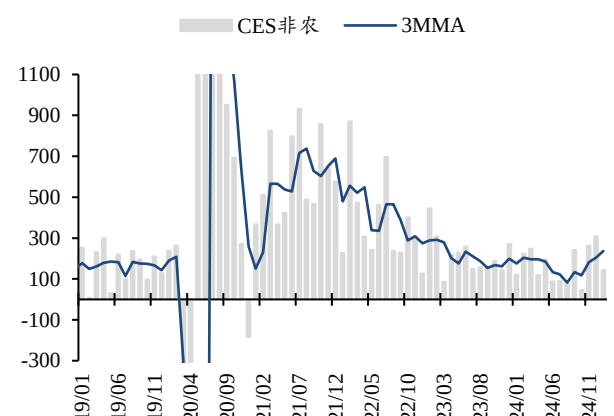
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人

图7：人口控制后 2025 年 1 月劳务市场单月流量变化



数据来源：BLS、东吴证券研究所；单位百万人

图8：美国当月新增就业人数



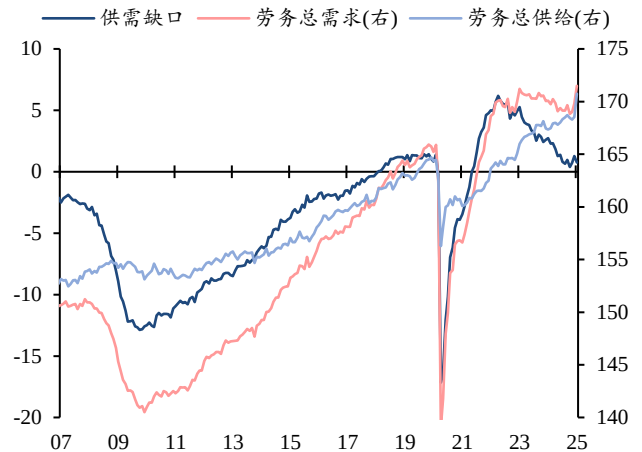
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人

图9: 美国就业扩散指数



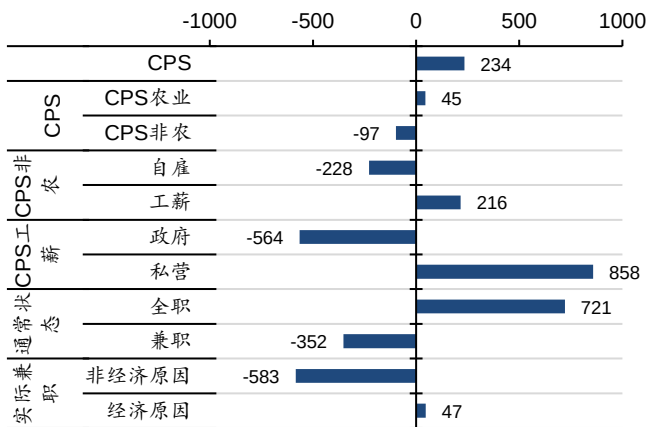
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图10: 美国劳务市场总供需与缺口(2007年以来)



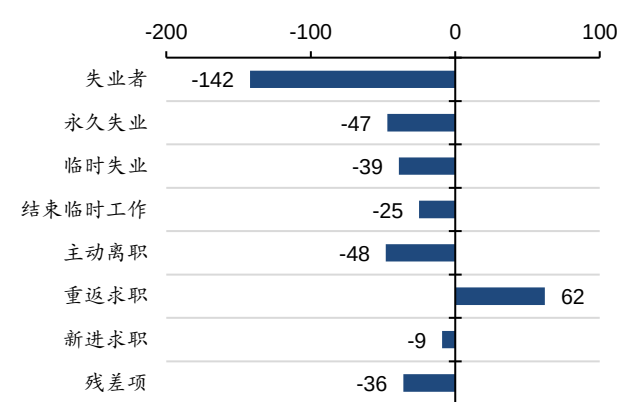
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位百万人

图11: 2025年1月美国劳务市场单月流量变化



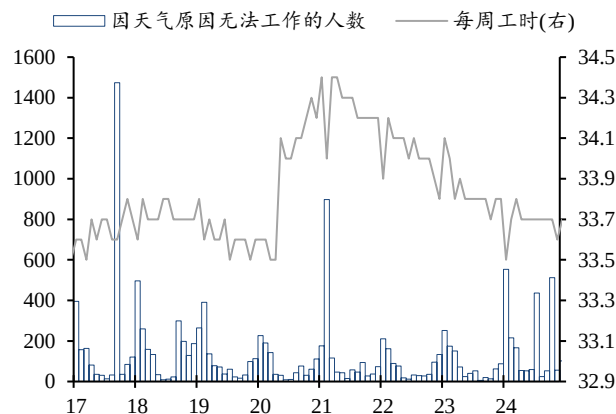
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人, 因季调原因分项加总存在残差, 经人口控制调整

图12: 2025年1月美国劳务市场失业者单月流量变化



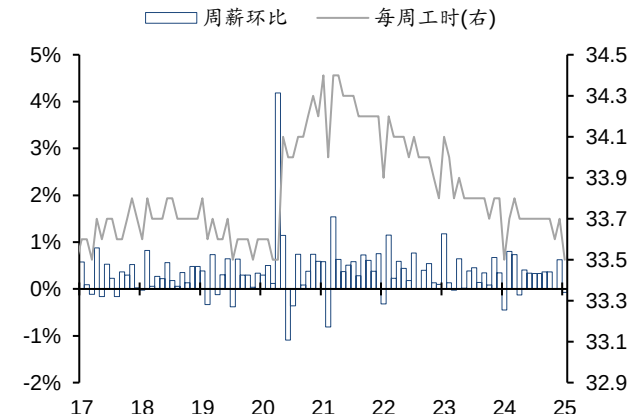
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人, 因季调原因分项加总存在残差, 经人口控制调整

图13: 美国因天气无法工作的人数与每周工时



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 左轴单位千人

图14: 美国非农就业每周工时与周薪环比



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 右轴单位小时

图15：美国不同行业所有雇员及生产&非管理岗平均时薪环比增速

	占比	季调时薪 环比增速	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02
	100.0%	所有雇员	0.48	0.25	0.37	0.42	0.28	0.46	0.20	0.32	0.40	0.23	0.38	0.20
	16.0%	商品	0.33	0.25	0.28	0.28	0.39	0.31	0.28	0.48	0.34	0.25	0.57	0.17
	0.5%	采矿伐木	0.68	-0.35	0.18	0.20	0.40	0.20	-0.20	0.33	-0.18	0.79	-0.25	0.66
	6.1%	建筑	0.28	0.46	0.26	0.23	0.57	0.29	0.42	0.26	0.08	0.58	0.59	-0.03
	9.4%	制造业	0.35	0.15	0.32	0.29	0.23	0.29	0.24	0.59	0.54	0.06	0.54	0.24
	5.8%	耐用品	0.46	0.08	0.36	0.39	0.19	0.19	0.28	0.84	0.59	0.00	0.65	0.31
	0.7%	机动车&部件	0.91	-0.59	0.91	0.89	0.00	-0.66	-1.30	5.75	0.60	-0.89	0.75	0.00
	3.6%	非耐用品	0.10	0.32	0.23	0.16	0.26	0.59	0.13	0.16	0.43	0.20	0.30	0.10
	84.0%	服务	0.51	0.25	0.40	0.43	0.29	0.46	0.20	0.29	0.40	0.23	0.35	0.20
	21.4%	商贸运输	0.49	-0.10	0.43	0.40	0.17	0.40	0.10	0.03	0.34	0.07	0.17	0.20
	4.6%	批发贸易	0.32	-0.08	0.40	0.21	-0.03	0.21	0.13	0.05	0.13	0.11	0.48	0.13
	11.5%	零售贸易	0.40	-0.20	0.81	0.57	0.20	0.37	0.08	-0.04	0.49	-0.08	-0.12	0.58
	5.0%	运输仓储	0.39	0.13	0.23	0.29	0.26	0.33	0.07	0.20	0.23	0.03	0.30	0.03
	2.2%	信息技术	1.15	-0.54	-0.16	2.14	0.26	0.70	0.34	0.59	0.24	-0.14	0.39	0.16
	6.8%	金融活动	0.91	0.50	0.13	0.50	0.02	0.53	0.24	0.09	0.53	0.27	0.36	0.38
	16.7%	专业商业服务	0.32	0.49	0.61	0.47	0.59	0.57	0.14	0.45	0.41	0.31	0.43	0.17
	19.9%	教育医保	0.37	0.34	0.46	0.23	0.43	0.35	0.29	0.35	0.41	0.35	0.38	0.30
	12.5%	休闲餐饮	0.36	0.31	0.27	0.32	0.27	0.36	0.23	0.32	0.32	0.14	0.41	0.32
	4.4%	其他服务	0.83	0.25	0.16	0.44	0.19	0.38	0.60	0.19	0.54	0.38	0.42	0.19

	占比	季调时薪 环比增速	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02
	100.0%	生产&非管理岗	0.52	0.33	0.30	0.36	0.36	0.33	0.33	0.33	0.40	0.17	0.44	0.20
	16.0%	商品	0.54	0.44	0.19	0.25	0.64	0.22	0.48	0.36	0.32	0.10	0.49	0.29
	0.5%	采矿伐木	-0.14	0.96	0.55	-0.16	0.44	-0.36	0.39	-0.30	0.14	0.19	-0.88	1.33
	6.1%	建筑	0.22	0.55	-0.03	0.25	0.75	0.56	0.42	0.28	0.17	0.17	0.51	-0.14
	9.4%	制造业	0.78	0.39	0.53	0.21	0.43	-0.04	0.58	0.40	0.44	0.22	0.37	0.55
	5.8%	耐用品	0.97	0.24	0.57	0.20	0.31	-0.14	0.75	0.45	0.45	0.24	0.56	0.70
	0.7%	机动车&部件	0.82	-0.32	1.77	0.29	0.94	-2.04	1.98	1.12	0.50	0.36	-0.49	1.20
	3.6%	非耐用品	0.42	0.70	0.43	0.35	0.63	0.04	0.39	0.32	0.56	0.16	0.08	0.24
	84.0%	服务	0.49	0.30	0.33	0.40	0.30	0.37	0.30	0.34	0.37	0.24	0.37	0.24
	21.4%	商贸运输	0.49	0.04	0.50	0.31	-0.08	0.27	0.04	0.23	0.12	-0.04	0.35	0.39
	4.6%	批发贸易	0.51	-0.38	0.83	0.48	-0.13	0.16	0.10	0.00	0.06	0.22	0.39	0.39
	11.5%	零售贸易	0.38	0.19	0.62	0.14	-0.05	0.29	-0.05	0.14	0.34	-0.34	0.53	0.14
	5.0%	运输仓储	0.44	0.14	0.20	0.07	0.03	0.27	0.14	0.55	0.00	-0.03	0.03	0.55
	2.2%	信息技术	0.48	-0.43	-0.07	2.45	0.02	0.05	0.02	0.20	0.17	-0.59	0.81	-0.30
	6.8%	金融活动	0.49	0.69	-0.11	0.17	0.44	0.50	0.22	0.25	0.39	0.28	0.40	0.63
	16.7%	专业商业服务	0.36	0.41	0.25	0.67	0.67	0.53	0.48	0.37	0.60	0.23	0.40	-0.03
	19.9%	教育医保	0.50	0.47	0.31	0.22	0.38	0.41	0.25	0.48	0.61	0.29	0.42	0.32
	12.5%	休闲餐饮	0.30	0.35	0.66	0.10	0.05	0.26	0.20	0.41	0.26	0.52	0.16	0.26
	4.4%	其他服务	0.53	0.28	0.32	0.50	0.61	0.36	0.58	0.33	0.26	0.55	0.30	0.19

数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

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>