

2025 年 02 月 08 日

失业率走低或强化美联储 3 月暂停降息意愿

——美国 1 月非农就业数据点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● 美国新增非农就业数量有所下降

1. 新增非农就业下降，前值有一定上修

1 月新增非农就业 14.3 万人，较 2024 年 12 月份初值（25.6 万）有较多下降，且低于市场预期的 17.5 万。2024 年 12 月、11 月累计上修 10 万，幅度较大。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 23.7 万人，较 2024 年 10-12 月季调后数据平均值上升较多。结合 2024 年 12 月与 1 月的美国极端天气较多的情况来看，后续 1 月非农就业数据有一定可能继续上调。结构上看，私人服务新增就业仍是当前就业的主要部分，其中休闲酒店就业大幅下降，政府部门就业略有走弱。

2. 劳动参与率边际提升、失业率继续下降，薪资环比增速略有上行

1 月美国劳动参与率录得约 62.5%，失业率约为 4.1%，失业率较 2024 年 12 月有所下降。再来看失业率成因，相较于 2024 年 12 月，1 月永久性失业、再就业者占比略有上升，暂时性失业者、离职者占比有所下降。1 月美国非农就业时薪录得 35.87 美金，同比上升 4.1%，环比上升 0.5%，分别较 2024 年 12 月份持平、上升 0.2 个百分点。结合劳动参与率、失业率以及薪资增速的走势来看，美国劳动力市场韧性更进一步得到确认，但再均衡的趋势仍然在持续。

3. 劳动力市场供需关系压力边际下降

从 JOLTS 数据来看，2024 年 12 月份职位空缺数为 760 万人，较 11 月下降约 55.6 万人，职位空缺率为 4.5%，目前每个求职者对应约 1.11 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度边际下降。同时，职工主动离职率录得 2.0%、解雇裁员率录得 1.2%，主动离职率与解雇裁员率出现分化，或显示企业的经营压力略有下降，员工离职积极性平稳，侧面显示 2024 年 12 月劳动力市场略有走强，这一点与 2024 年 12 月职位空缺略有不同，或与寒冷天气有一定关系。

● 非农就业或强化美联储 3 月暂停降息意愿

第一，结合就业扩散指数以及 PMI 就业指数来看，美国劳动力市场或有边际回暖，但幅度并不高。1 月 ISM 制造业 PMI 就业指数大幅上升 5 个百分点至 50.3%，且位于荣枯线以上，或部分反映特朗普就职后对美国制造业相关就业的利好，后续能否持续尚待观察。此外，3 个月、6 个月就业扩散指数均有不同程度上升。但总的看，考虑到数据修订产生的可能误差，1 月份美国劳动力市场更像是边际回暖，但总体韧性更进一步显现。

第二，薪资增速边际提升，居民通胀预期走强对市场影响或更大。1 月私人非农每周工资总额指数同比增加 5.02%、环比增加 0.3%，环比增幅相对不高。因此后续劳动力市场对通胀的整体支撑作用或不会有太多提升，另外 2 月密歇根大学居民通胀预期较 1 月上升 1 个百分点至 4.3%，5 年期通胀预期亦上行 0.1 个百分点至 3.3%，可能反应了对特朗普政策造成通胀上行的担忧，并对美债收益率和美元形成支撑，而这或将是市场更加关注的。

结合 1 月非农数据与居民通胀预期来看，相关数据或强化美联储 3 月继续暂停降息意愿。一则是劳动力市场强劲会对居民消费产生较为明显的支撑，短期内经济并无衰退风险，美联储并不急于行动；二则是通胀预期上行，或值得美联储警惕可能的通胀预期失锚问题。此外，随着特朗普将就职后的各项政策陆续生效，其关税、驱逐非法移民等政策效果将会如何演化，亦值得美联储关注。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《特朗普开征关税，国内消费延续修复——春节海内外要闻——宏观深度报告》-2025.2.4

《推动中长期资金入市——宏观周报》-2025.2.4

《从收入结构看财政追赶预算目标的方式——12 月财政数据点评》-2025.1.25

目 录

1、美国新增非农就业数量有所下降	3
1.1、新增非农就业下降，前值有一定上修	3
1.2、劳动参与率边际提升、失业率继续下降	4
1.3、薪资环比增速均边际上行，工作时长略有下行	5
1.4、劳动力市场供需关系压力边际下降	6
2、非农就业或强化美联储 3 月暂停降息意愿	7
3、风险提示	8

图表目录

图 1：1 月美国新增非农就业人数有较多下降	3
图 2：1 月失业率继续下降、劳动参与率边际提升	4
图 3：1 月 25-54 岁区间人口劳动参与率基本保持平稳	4
图 4：1 月永久性失业占比略有回升	5
图 5：1 月因经济原因从事兼职工作人员数量有所增加	5
图 6：1 月时薪增速环比增速边际上行	5
图 7：1 月美国周工作时长略有下降	5
图 8：信息业、专业和商业服务薪资同比增速较高	6
图 9：2024 年 12 月职位空缺数、空缺率均下行	6
图 10：2024 年 12 月员工离职率稳定、裁员率下行	6
图 11：2024 年 12 月美国劳动力缺口略有下降	7
图 12：制造业 PMI 就业上升较多	7
图 13：就业扩散指数上升	7
图 14：每周工资总额指数环比增速略有提升	8
图 15：美国居民短期通胀预期上升较多	8
表 1：1 月非农新增就业细项及变动	4

事件：美国公布 1 月最新就业数据。其中新增非农就业 14.3 万，失业率为 4.0%，低于市场预期；平均时薪同比增长 4.1%，超出市场预期。

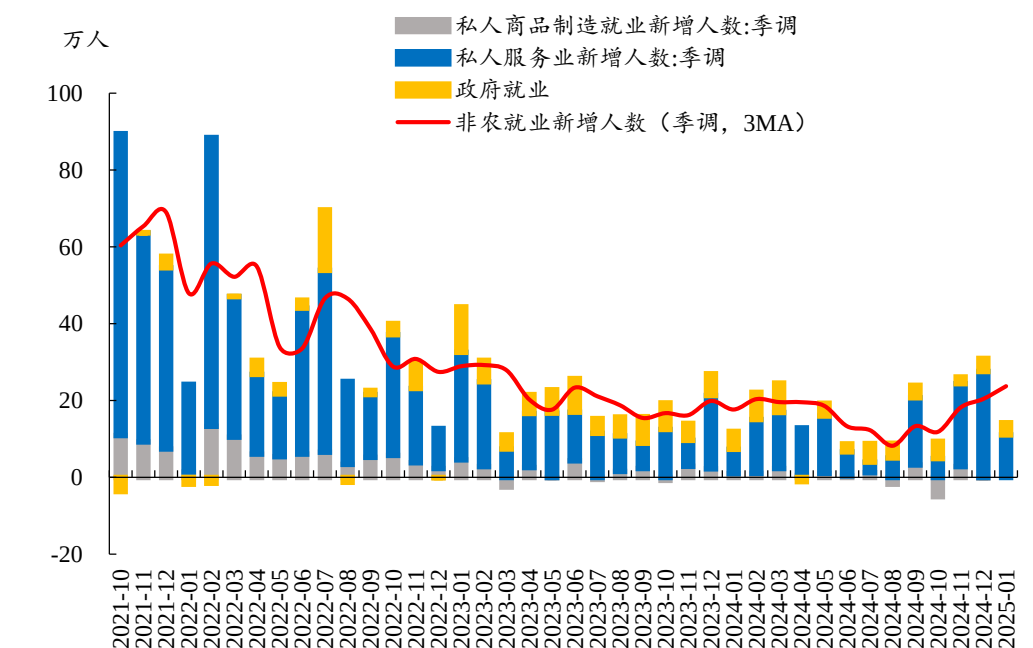
1、美国新增非农就业数量有所下降

1.1、新增非农就业下降，前值有一定上修

1 月新增非农就业 14.3 万人，较 2024 年 12 月份初值（25.6 万）有较多下降，且低于市场预期的 17.5 万。2024 年 12 月、11 月新增非农就业分别上修 5.1 万、4.9 万，两个月累计上修 10 万，总体上修幅度相对较大¹。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 23.7 万人，较 2024 年 10-12 月季调后数据平均值上升较多。这与 2024 年数据频繁下修有一定的改变，且根据 BLS 报告中内容，1 月份的加州山火并未对非农就业产生显著影响。但结合 2024 年 12 月与 1 月的美国极端天气较多的情况来看，后续 1 月非农就业数据有一定可能继续上调。

结构上看，私人服务新增就业仍是当前就业的主要部分，其中休闲酒店就业大幅下降，政府部门就业略有走弱。1 月私人部门就业增加 11.1 万（商品制造未有新增就业，服务业增加 11.1 万），政府就业新增 3.2 万。分行业来看，零售业、教育和保健服务新增就业较多，分别为 3.4 万、6.1 万。此外，休闲和酒店业新增就业减少 0.3 万，或与假期结束有关。总体看，1 月非农就业数据显示当前美国劳动力市场韧性较为充足，整体仍处于充分就业区间。

图1：1 月美国新增非农就业人数有较多下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 因非农数据会经历 2 次月度修正，本次 2024 年 11 月新增数据为第 2 次修正。

表1：1月非农新增就业细项及变动

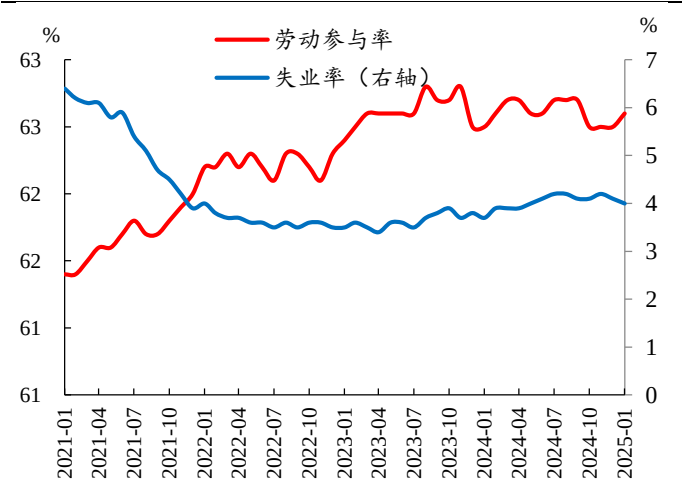
行业(千人)	占比 (%)	较2024年12月变化	2025-01	2024-12	2024-11	近3月平均
总体新增非农	100.0	-164	143	307	261	237
私人部门	77.6	-162	111	273	244	209
采矿业	-4.9	-4	-7	-3	2	-3
建筑业	2.8	-9	4	13	6	8
制造业	2.1	15	3	-12	20	4
批发业	1.4	-11	2	13	5	7
零售业	24.0	-2	34	36	-14	19
运输仓储业	0.8	-20	1	22	28	17
公用事业	0.1	1	0	-1	0	0
信息业	1.4	-14	2	16	5	8
金融活动	4.9	-12	7	19	16	14
专业和商业服务	-7.7	-42	-11	31	37	19
教育和保健服务	42.7	-21	61	82	73	72
休闲和酒店业	-2.1	-52	-3	49	54	33
其他服务业	11.9	8	17	9	12	13
政府就业	22.4	-2	32	34	17	28
联邦政府	6.3	3	9	6	-2	4
州和地方政府	16.1	-5	23	28	19	23

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率边际提升、失业率继续下降

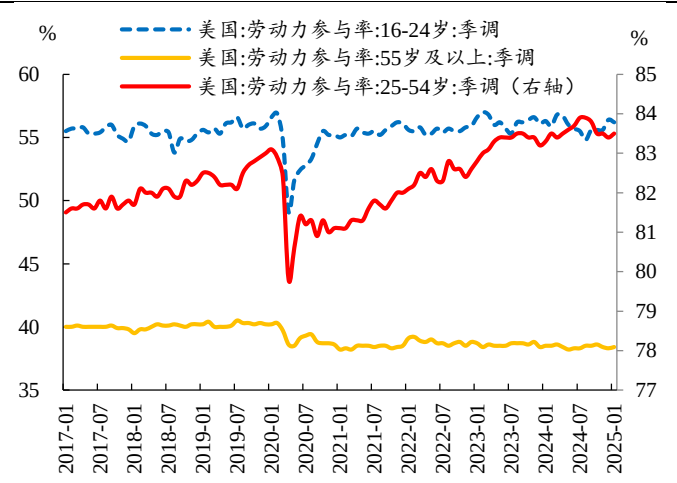
1月美国劳动参与率录得约62.6%，失业率为4.0%，失业率较2024年12月继续下降。具体来看，由于经历了家庭调查（CPS）年度调整，1月份调查城市人口增加304.7万，劳动力人口增加219.7万。总就业人口上升223.4万，失业人口减少3.7万，劳动参与率提升0.11个百分点至62.62%。且失业率下降0.07个百分点至4.011%，降幅相对不大。年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率处于在83.5%的高水平区间，55岁及以上劳动参与率提升0.1个百分点至38.4%，但16-24岁人群劳动参与率下降0.2个百分点至56.2%，显示当前主力劳动人群就业意愿相对较高的同时，年轻人群的就业意愿有所下降。族裔方面，白人、西班牙裔失业率有所下降，黑人、亚裔失业率有所上升。1月劳动参与率略有上升，且失业率有所下行，或与修订后就业数据包含更多移民有关。

图2：1月失业率继续下降、劳动参与率边际提升



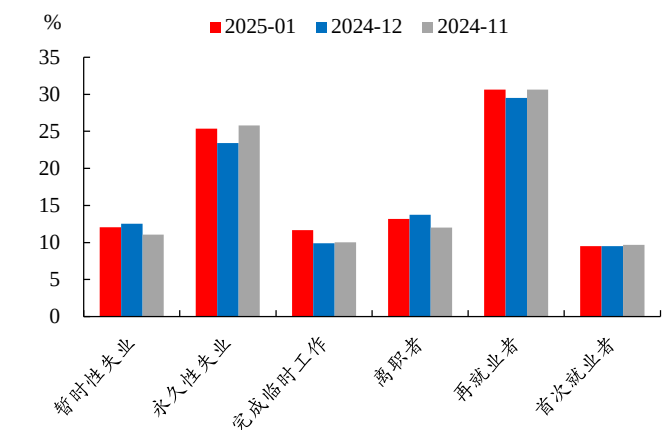
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：1月25-54岁区间人口劳动参与率基本保持平稳

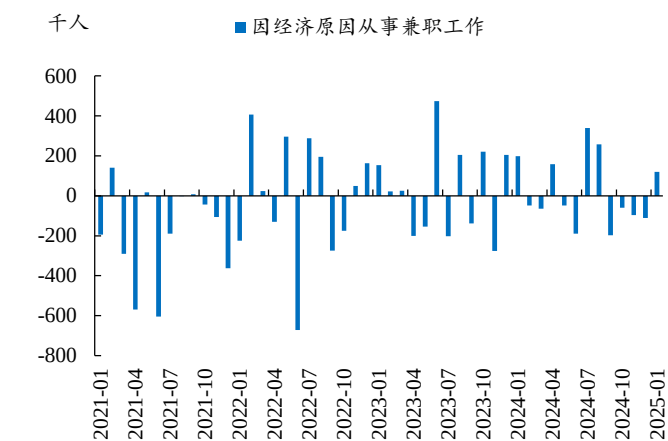


数据来源：Wind、开源证券研究所

再来看失业率成因，相较于 2024 年 12 月，1 月永久性失业、完成临时工作占比上升较多，暂时性失业者、离职者占比有所下降。此外，因经济原因从事兼职工作的人员数量有所增多，显示当前劳动力市场呈现出一定的下滑。当然，这也有可能与数据年度修订有关，需要我们保持观察。

图4：1 月永久性失业占比略有回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

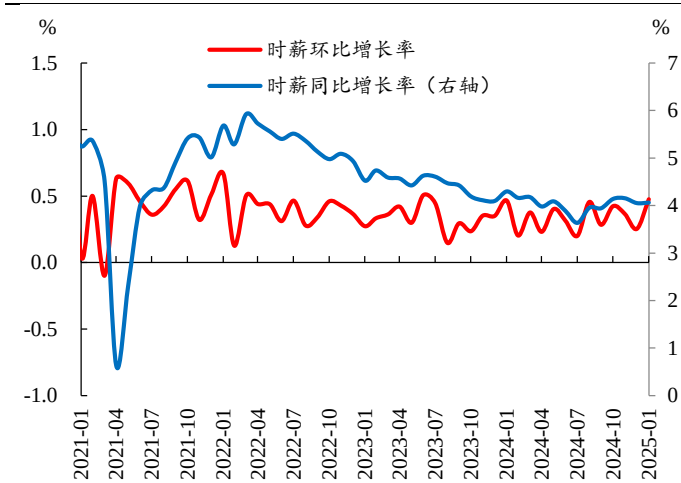
图5：1 月因经济原因从事兼职工作人员数量有所增加


数据来源：Wind、开源证券研究所

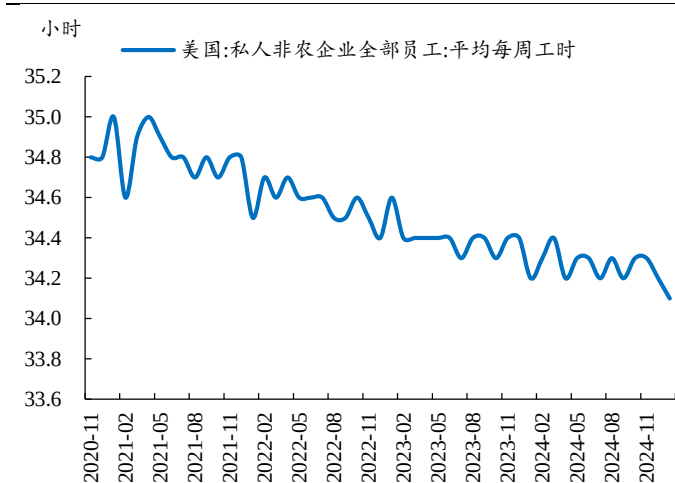
1.3、薪资环比增速边际上行，工作时长略有下行

1 月美国非农就业时薪录得 35.87 美金，同比上升 4.1%，环比上升 0.5%，分别较 2024 年 12 月份持平、上升 0.2 个百分点。具体来看，信息业、专业和商业服务薪资同比增长较多，信息业、金融活动薪资环比增长较多。总的看，专业和商业服务薪资同比增速相对较高，或是整体薪资同比增速保持相对平稳的重要原因。

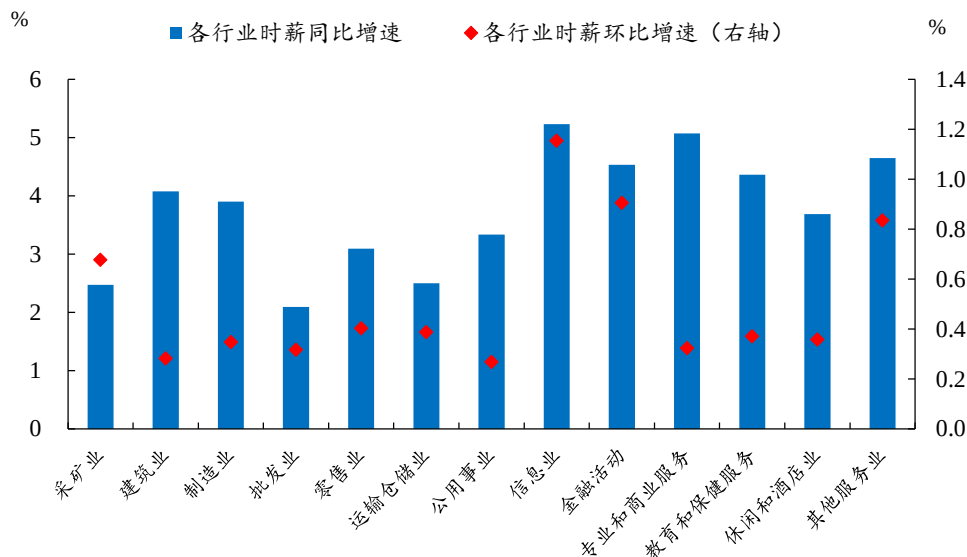
我们认为，结合劳动参与率、失业率以及薪资增速的走势来看，**美国劳动力市场韧性更进一步得到确认，但再均衡的趋势仍然在持续**。此外，1 月美国周工作时长较 2024 年 12 月下降 0.1 个小时，结合当前失业率的小幅下降来看，**后续薪资增速有较大概率难持续向上，这也意味着后续居民消费持续上行的支撑或边际趋缓**。

图6：1 月时薪环比增速边际上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：1 月美国周工作时长略有下降


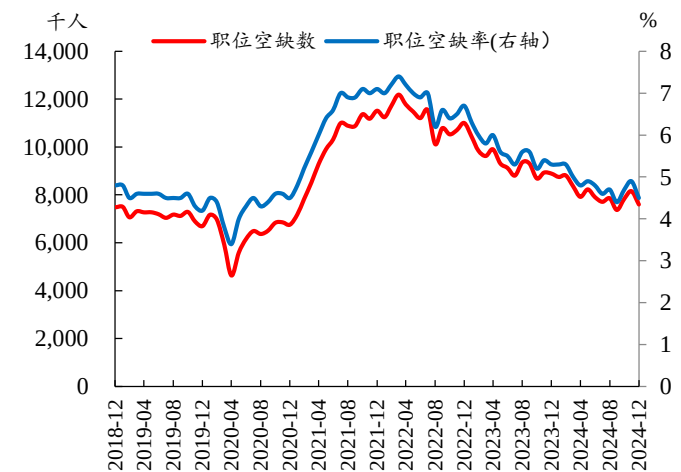
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：信息业、专业和商业服务薪资同比增速较高


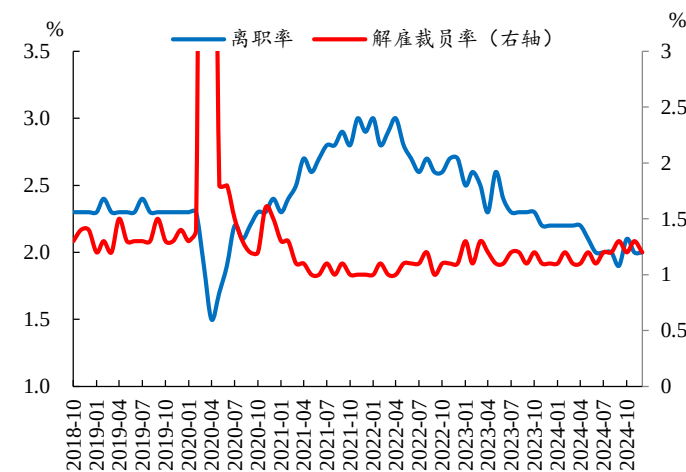
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、劳动力市场供需关系压力边际下降

从 JOLTS 数据来看，2024 年 12 月份职位空缺数为 760 万人，较 11 月下降约 55.6 万人，职位空缺率为 4.5%，目前每个求职者对应约 1.11 个工作岗位，**美国劳动力市场的供需紧张程度边际下降**。同时，职工主动离职率录得 2.0%、解雇裁员率录得 1.2%，主动离职率与解雇裁员率出现分化，或显示企业的经营压力略有下降，员工离职积极性平稳，侧面显示 2024 年 12 月劳动力市场略有走强，这一点与 2024 年 12 月职位空缺略有不同，或与寒冷天气有一定关系。

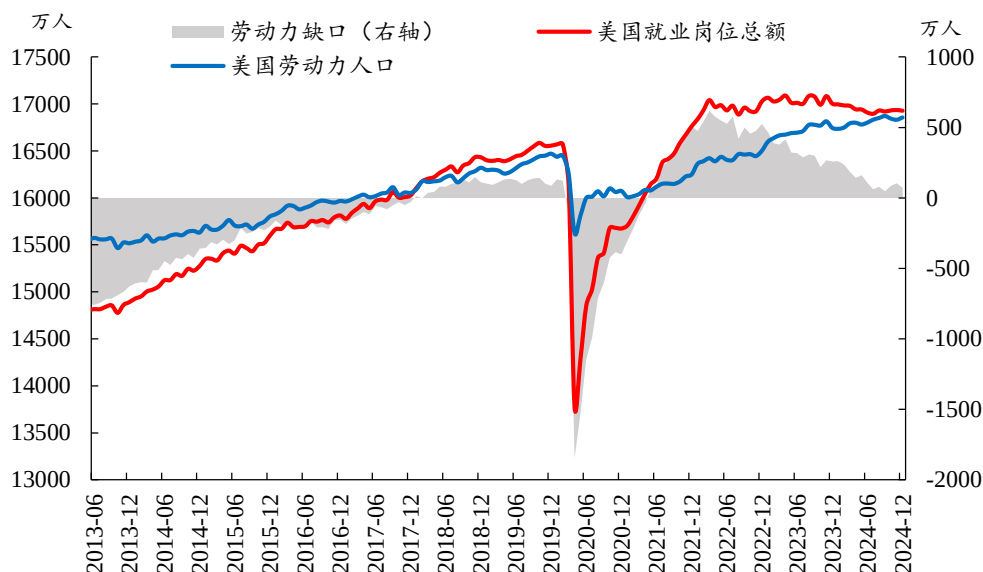
图9：2024 年 12 月职位空缺数、空缺率均下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024 年 12 月员工离职率稳定、裁员率下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，2024 年 12 月美国总劳动力缺口（就业人数总额+岗位空缺—劳动力人口）较 11 月下降 32.1 万至 71.4 万，与疫情前的平均水平基本相当，显示当前劳动力市场或已基本完成再平衡，且整体实现了较为充分的就业。

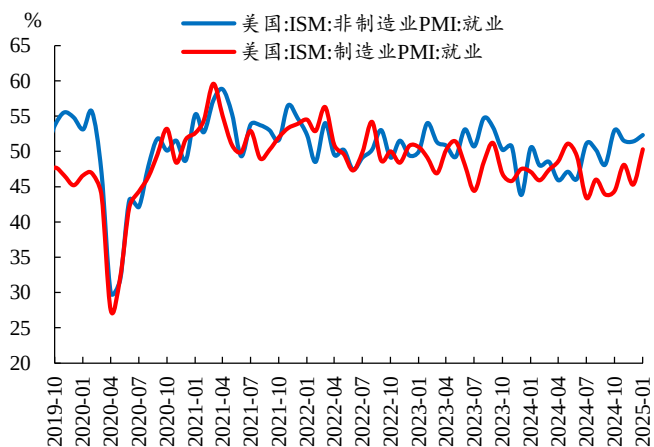
图11：2024 年 12 月美国劳动力缺口略有下降


数据来源：FRED、开源证券研究所

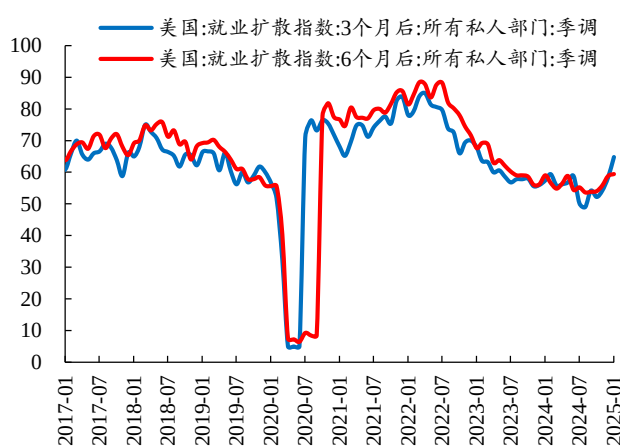
2、非农就业或强化美联储 3 月暂停降息意愿

如何看待 1 月非农就业数据对美联储降息以及各类资产走势的影响？我们认为或强化美联储 3 月 FOMC 继续暂停降息意愿，并对美债收益率、美元形成支撑。

第一，结合就业扩散指数以及 PMI 就业指数来看，美国劳动力市场或有边际回暖，但幅度并不高。1 月 ISM 制造业 PMI 就业与非制造业 PMI 就业指数均有上行，其中制造业 PMI 就业指数大幅上升 5 个百分点至 50.3%且位于荣枯线以上，或部分反映特朗普就职后对美国制造业相关就业的利好，后续能否持续尚待观察。此外，3 个月、6 个月就业扩散指数均有不同程度上升，3 个月就业扩散指数或与年度数据修订有关，6 个月就业扩散指数则显示就业边际回暖。总的看，考虑到数据修订产生的可能误差，1 月份美国劳动力市场更像是边际回暖，但总体韧性更进一步显现。

图12：制造业 PMI 就业上升较多


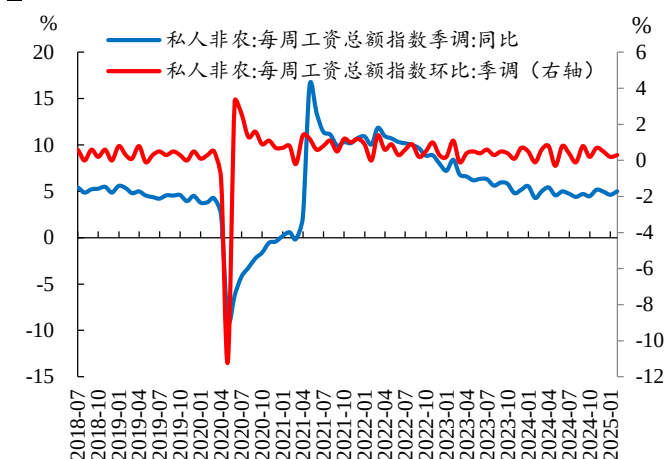
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：就业扩散指数上升


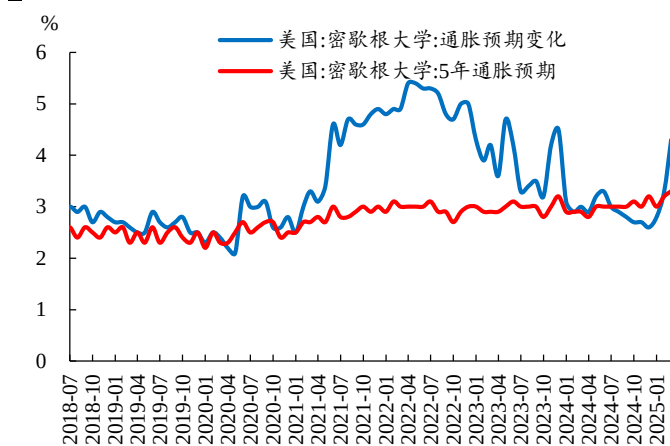
数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，薪资增速边际提升，居民通胀预期走强对市场影响或更大。1 月平均薪资环比增速录得 0.5%，上行较多，但劳动时长下降。因此如果观察更为全面的私人

非农每周工资总额指数，1月同比增加 5.02%、环比增加 0.3%，较 2024 年 12 月有所上升，但环比增幅不及平均薪资。从这个角度看，后续劳动力市场对通胀的整体支撑作用或不会有太多提升，不宜太高估劳动力市场对通胀的支撑作用。另外，同日发布的 2 月密歇根大学居民通胀预期较 1 月上升 1 个百分点至 4.3%，5 年期通胀预期亦上行 0.1 个百分点至 3.3%，可能反应了对特朗普政策造成通胀上行的担忧，并对美债收益率和美元形成支撑，而这或将是市场更加关注的。

图14：每周工资总额指数环比增速略有提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：美国居民短期通胀预期上升较多


数据来源：Wind、开源证券研究所

因此结合 1 月非农数据与居民通胀预期来看，相关数据或强化美联储 3 月继续暂停降息意愿。一则劳动力市场强劲会对居民消费产生较为明显的支撑，短期内经济并无衰退风险，美联储并不急于行动；二则通胀预期上行，或值得美联储警惕可能的通胀预期失锚问题，因此行动上会更加小心。事实上，在非农数据发布后，美联储官员们大多表示就业市场依旧有韧性，且总体保持稳定，美联储有时间来耐心的做决定。虽然暂时按兵不动，但在未来还会继续降息²。此外，随着特朗普将就职后的各项政策陆续生效，其关税、驱逐非法移民等政策能够产生的各项效果将会如何演化，亦值得美联储关注。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

² <https://wallstreetcn.com/articles/3740616>

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年2024年12月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn