

美国就业强劲，薪资通胀螺旋开始转动

事件点评

美国就业数据点评（2025.1）

投资要点

- ◆ **美国1月非农就业走低但此前两月数据大幅上修，失业率再降至8个月低位，近3个月劳动力市场紧张程度迅速提升，美联储近期降息必要性再度下降。**当地时间2月7日，美国劳工统计局公布数据，1月美国新增非农就业14.3万人低于市场预期，但同时2024年11月、12月新增就业人数分别上修4.9万、5.1万人至26.1万人、30.7万人，这意味着过去三个月共新增和上修非农就业达24.3万人，考虑到年初低温寒潮天气往往对美国就业数据造成短期向下扰动，本次公布的总体数据表现显示美国近期劳动力市场需求趋势强劲。受此带动，1月美国失业率连续第二个月下行0.1个百分点至4.0%的近8个月低位，明显低于美联储于2024年12月提供的最新预测（2024Q4和2025Q4分别为4.2%和4.3%）。美联储以失业率为产出缺口的代表性指标，这意味着美联储近期降息的必要性再度明显下降。就业行业分布呈现出较为明显的短期天气影响特征，专业商务服务教育医疗、休闲酒店两个大类新增就业分别较前月减少6.3万和5.2万人，政府部门新增就业3.2万人相当稳定，制造业新增0.3万人较前月改善1.5万人。待后续气温回暖预计各行业就业有望迎来反弹。
- ◆ **劳动参与率上行罕见地与薪资增长加快同时出现，特朗普已经将收紧边境管控作为优先事项，未来薪资增长可能更趋陡峭，加之关税逐步落地，美国薪资通胀螺旋或将再度强化，美联储降息前景更加渺茫。**反映劳动力供给强度的劳动参与率在持平3个月之后小幅上行0.1个百分点至62.6%，劳动力供给的单月增加本应对应薪资增长放缓，但受近3个月新增和上修就业人数大幅抬升的需求侧拉动，1月平均时薪环比上涨达0.48%，创2023年7月以来新高，推动平均时薪同比在高基数基础上仍持平于4.1%高位，较2024年7月的阶段性低位高出0.5个百分点。单月新增就业较少但薪资高增的格局也符合冬季天气暂时扰动的特征。特朗普第二任期开始后迅速展开遣返移民行动，并“以税促谈”欲快速强化墨西哥和加拿大边境管控，这种强烈的政策信号可能令美国总人口和劳动力供给增长同步放缓，美联储主席鲍威尔在1月新闻发布会上也委婉承认这种趋势，这可能令美国薪资增长斜率趋于向上陡峭化，这可能对非耐用消费品和除房租外的服务价格形成滞后数月的直接推升效应。另一方面，随着对华加征关税落地，特朗普也已经开始着手实施其相当激进的普遍性和针对性关税主张，这既可能直接拉升进口耐用品价格，又可能在短期内推升美国国内制造业就业需求，从而可能进一步加强其薪资通胀螺旋。在特朗普当前的政策框架下，就业、薪资、通胀可能同时对美联储降息操作的潜在空间施加巨大压力。
- ◆ **特朗普三大政策主张——加征关税、边境管控、财政扩张，已经开始令美国薪资通胀螺旋再度启动并加速运转。欧英等非美发达经济体普遍受限于财政空间狭窄而不得不上加快降息的殊途。此种背离可能令美元指数在通胀高基数阶段仍维持高位，我国央行购债投放货币并压低长端利率的宽松操作空间可能受到贬值压力的约束，中央财政加力扩张大力刺激耐用品消费内需或是最优破解之道。**进入2025年，欧英央行均在其通胀并未明显回落、且美联储暂停降息的背景下，决定单边实施25BP的降息。对于这两家均为通胀单一目标制且本轮降息前期与美联储亦步亦趋的央行来说，这样不寻常的操作充分体现出其对于特朗普政策主张可能导致全球价格抬升和全球需求降温的忧虑。英格兰银行在当地时间2月5日决定降息后，更是明确提出市场预期“新一届美国政府的政策组合是更具通胀属性的，包括可能实施的关税、更扩张性的财政政策和收紧的移民管控”。非美发达经济与美联储走向殊途，可能令美国与欧英等之间利差扩大，从而在2025年1-4月美国核心通胀因高基数可能稍有回落的阶段，美元指数可能也将维持高位，此后可能进一步上冲。这将令我国央行宽松型和压低长期利率型的操作工具使用受到更大的约束，也衍生性地意味着用货币宽松推动地产基建投资的难度可能有所加大。在外部通胀压力和美元走高压力同步提升的背景下，我国中央财政加力扩张大力刺激耐用品消费内需或是最优的破解之道。
- ◆ **风险提示：**美国劳动力市场迅速进一步趋紧导致美联储无法降息、美元大幅冲高风险。

分析师

秦泰

SAC执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

1月外储略增或未干预汇率，预计新增贷款4.25万亿——华金宏观·双循环周报（第93期） 2025.2.7

乙巳之初，风起云涌——2025年春节海内外宏观综述 2025.2.4

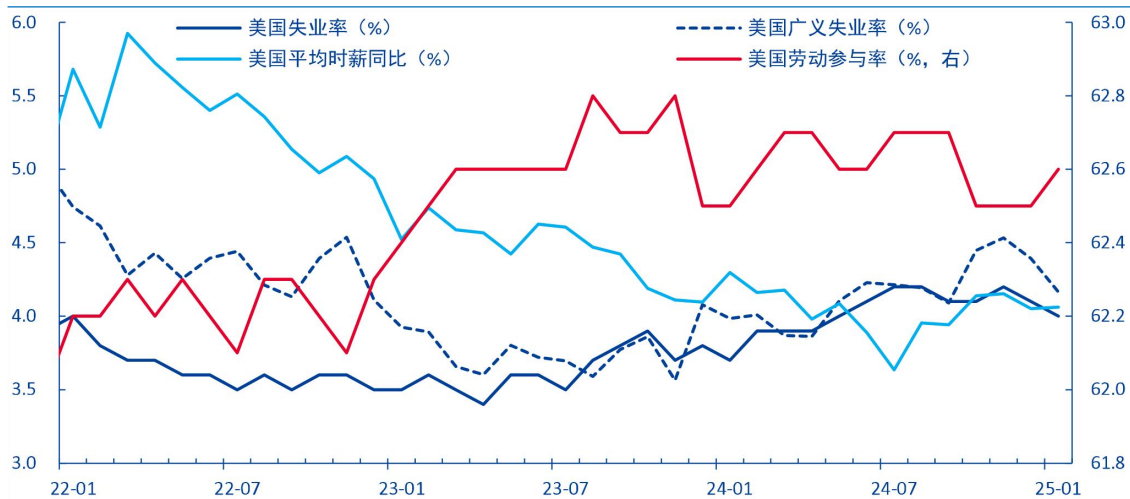
PMI开年走低，主因春节提前和出口风险——PMI点评（2025.1） 2025.1.27

“两新”补贴和抢出口共同推动工业利润回升——工业企业利润点评（2024.12） 2025.1.27

财政：2024三大特征，2025三大方向——财政数据点评（2024.12） 2025.1.25

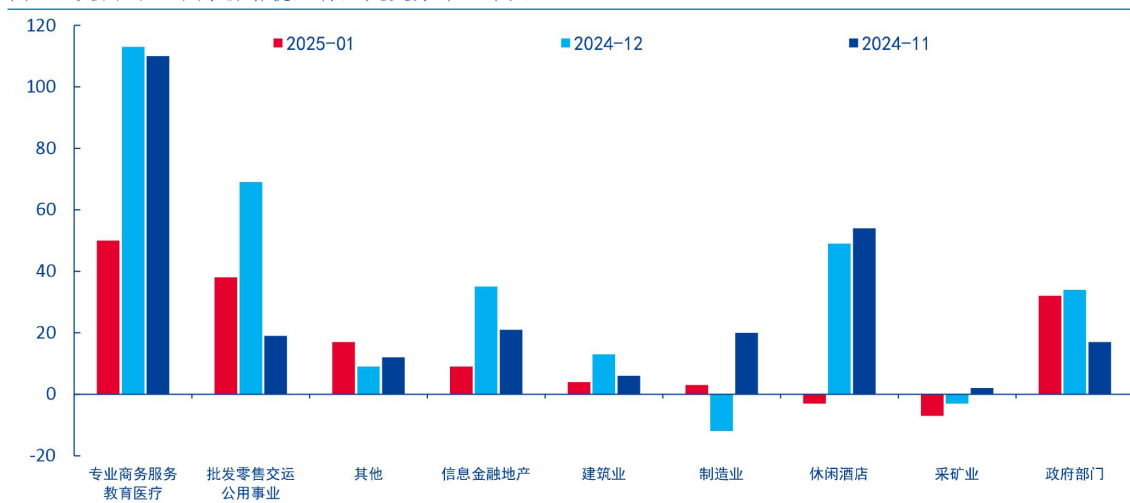


图 1：美国失业率、时薪同比、劳动参与率



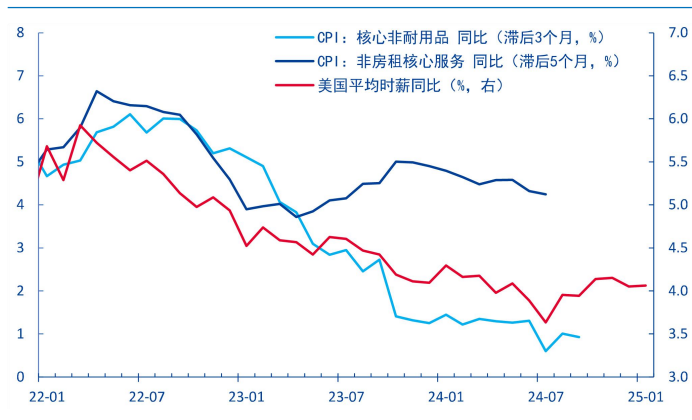
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：美国近 3 个月新增就业行业大类分布（千人）



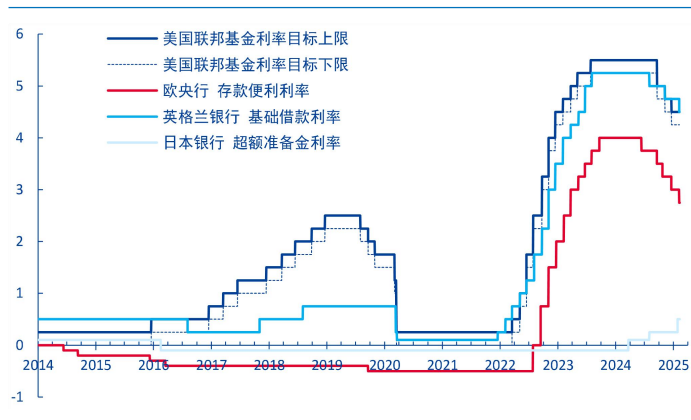
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：美国薪资向核心通胀传导机制



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 4：海外主要央行政策利率（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn