

2025 年 1 月 15 日

美股宏观策略

## 宏观策略分析

证券研究报告

### 美国就业数据保持良好

—— 仍然看好板块轮动的机会

#### 报告内容

**大非农优于预期。**美国 12 月非农就业人数（大非农）增加了 25.6 万人，远超市场预期的 16 万人，亦高于前值 11 月的新增数，11 月数据从初值的 22.7 万人轻微下修至 21.2 万人，绝对值上仍然保持较高增幅。整体劳动人口 1.68 亿，劳动参与率稳定在 62.5% 之水平，12 月失业人数却从 11 月的 712.1 万下跌至 12 月的 688.6 万，失业率从 11 月的 4.23%，下降至 12 月的 4.09%，优于市场预期。在失业人口中，12 月份永久性失业人数减少了 16.4 万人至 170 万人，与去年同期基本持平。被临时裁员人数为 86.2 万人，与 11 月和去年同期相比变化不大。12 月份，长期失业人数（失业 27 周或以上）为 160 万人，环比变化不大，比去年同期增加了 27.8 万人。12 月长期失业者占全部失业人口的 22.4%。平均时薪变化衡量的年工资通胀率从 4.0% 下降至 3.9%。分行业来看，制造业、矿业呈现下滑；教育和医疗照护服务、零售服务及休闲餐旅业的增长数较高。

**职缺数据向好。**美国劳工统计局公布的 JOLTS 职缺报告所显示，11 月职位空缺数升至 809.8 万个，远超市场预期的 773 万个，前值 10 月之数据从原来的 774.4 万个，大幅上修至 783.9 万个。职缺对失业人数比率从 7-9 月相对低位「的 1.07 倍，回升至截至 11 月数据所显示的 1.13 倍。从细分数据来看，去年 11 月强劲的职缺增长几乎完全是由专业和商业服务、金融和保险产业所带动，这些产业的职位空缺达到近两年来新高。与此同时，住宿和食品服务以及制造业的职位空缺数有所减少。

**民企就业数据较弱。**虽然官方统计数据向好，但人力资源服务公司 ADP 的就业报告（小非农）所显示，12 月民间私人企业增聘人数有所放缓，企业增聘人数为 12.2 万人，比 11 月的 14.6 万人有所减少，亦低于市场预期的 14 万人。转职年薪增长率在 9、10 两月的阶段性低点后轻微反弹，11、12 月基本停在 7% 多一点之水平。留职年薪增长率则持续回落，12 月放缓至 4.6%。整体来看，ADP 报告中工资增长情况看到有持续放缓的趋势。分行业来看，教育和医疗照护服务、营建以及休闲餐旅业，增聘人数幅度较大；但制造业、天然资源和矿业、专业与企业服务，都呈现下滑。

**股市「宽幅波动」会持续一段时间。**近期美国就业数据表现比较参差，大非农及 JOLTS 职缺都指向就业市场情况良好，而小非农则指向私人企业的增聘活动有所放缓，中间的差异可能来自季度调整因子的因素。然而，我们从几份数据报告中看到有以下的共通点：一、制造业情况不佳，大部份数据都指向制造业职位下降，就业市场的支撑主要来自休闲餐旅业、零售等服务业。这一现象和 ISM 的 PMI 雇员数据一致，制造业 PMI 中的雇员分类指数连续 7 个月处于荣枯线以下，12 月更跌至 45.3；反之服务业 PMI 的雇员分类指数持续自 2024 下半年开始反复向好，大部份时间在荣枯线以上。二、员工成本的压力有所缓和，工资增长率都呈现下跌的趋势，尤其是留职者之情况就更为明显，反映企业在挽留劳动力所带来的成本压力有所减轻，对防止美国通胀再抬头有正面帮助。工资还可以维持正增长，反映就业市场整体处于稳定，衰退风险目前看来较低，而近乎平衡的职缺失业比，对薪资上涨所引发的通胀螺旋的风险亦同样较低。市场近日的沽压，我们认为更多是来自对特朗普的不确定性，股市「宽幅波动」的格局可能要持续一段时间，直至市场对特朗普的执政路径更加掌握，行情才有机会改善，资产价格包括债市才能回归理性。我们仍然看好今年板块轮动的机会。

**风险提示：**经济走势的不确定性引发市场波动、物价数据的反复、特朗普政策的不确定性。

关注股份

iShares 罗素 2000 ETF (IWM US)

股价表现



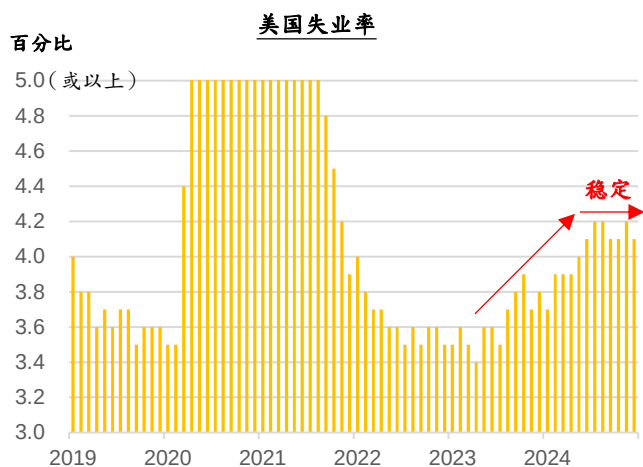
数据来源：彭博、国证国际

黄焯伟 宏观策略分析师

+852 22131402

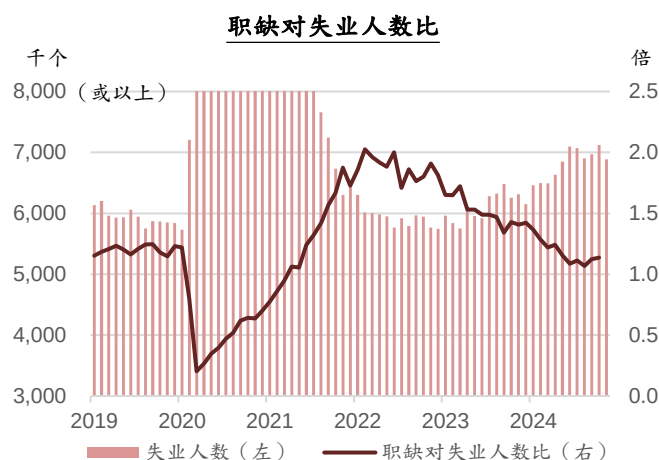
stewewong@sdicsi.com.hk

图 1：美国失业率之走势



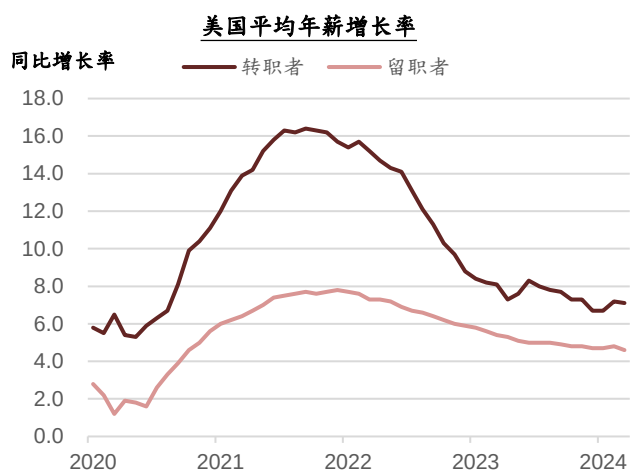
资料来源：彭博、国证国际整理

图 2：职缺数目对失业人数之比率



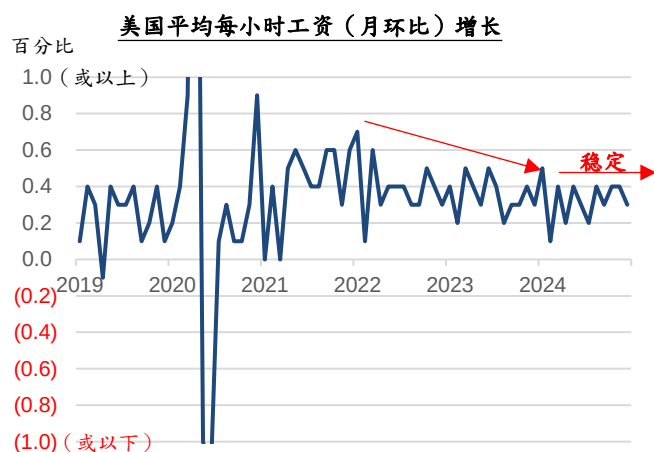
资料来源：彭博、国证国际整理

图 3：美国私企平均薪资的增长率



资料来源：ADP、国证国际整理

图 4：美国整体每小时工资环比增长情况



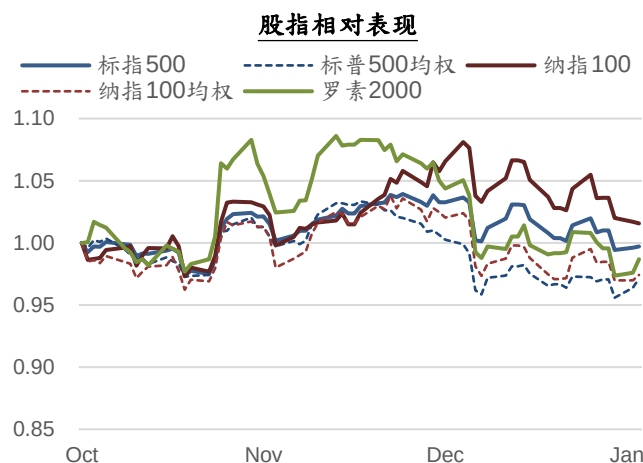
资料来源：彭博、国证国际整理

图 5：ISM 采购经理指数雇员分类指数



资料来源：彭博、国证国际整理

图 6：美国近期主要股票指数走势



资料来源：彭博、国证国际整理

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司（国证国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

## 收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券（香港）有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010