

美国 12 月非农点评：美国就业连续超预期，降息预期再压缩



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004



杨见一 研究助理

Email:yangjianyi@lczq.com

核心观点：

美国 12 月非农新增 25.6 万人，失业率为 4.1%，就业表现超预期。 12 月新增就业彭博一致预期为 16.5 万，新增就业前值 21.2 万，失业率预期 4.2%，前值 4.2%。家庭调查（CPS）口径的劳动力人数上升 24.3 万人，劳动参与率持平 62.5%。数据公布同时，劳工部修订 10-11 月新增非农就业数据，10 月上修至 4.3 万，11 月下修至 21.2 万，共上修 1.6 万。回顾 2024 年，平均每月新增非农就业人数 19.7 万人，劳动力市场有所转弱但仍有韧性，且近两期非农表现超预期，市场担忧美联储未来降息幅度严重不足，预计 1 月降息可能性极低，2025 年全年降息一次。

服务业就业为新增就业主力，商品生产就业较为低迷。 12 月服务业新增就业 23.1 万，较 11 月的 17.8 万边际回升，其中零售业（+4.3 万），金融业（+1.3 万），信息业（+1 万），专业和商业服务（+2.8 万）等较前值均有回升。教育医疗就业小幅放缓（+8 万），但仍为最大拉动项。12 月商品生产就业下降 0.8 万，较上月新增 3.4 万大幅回落，主要系制造业就业冲高后回落，就业下降 1.3 万（前值 2.5 万）。政府就业新增 3.3 万（前值 3 万），基本持平。美国就业增量结构基本同前，集中在服务业与政府。

特朗普收紧移民政策预期下，美国就业供给不足的趋势或再现。 从供需来看，美国就业市场已经在 2024 年 9 月接近平衡，彼时劳动缺口已经缩小至 47.1 万。而近月劳动缺口再次扩大，11 月就业缺口上升至 97.7 万，或因部分外来劳动人口流出导致。2025 年 1 月 20 日特朗普上任后，预计美国移民政策持续收紧，届时主要集中在低端粘性服务业的非法移民和集中在中高端服务行业的部分合法移民均有可能流出，对美国本就供给紧张的服务业就业增加压力。

美国劳动力市场表现出超预期韧性，市场持续担忧 2025 年降息空间。 12 月就业数据公布后，CME 数据显示市场预期 1 月美联储大概率不继续降息，且 2025 年全年降息仅一次（25bps）。数据公布当天，美股大幅回调，美债利率持续走高，美元持续上行。当前市场主要担忧美股分母端降息路径严重不及预期，以及特朗普政策抬高通胀预期和未来经济政策不确定性增多的三方面风险。我们预计，美国就业市场再平衡进程或受阻，就业结构出现较大波动的风险上升，但整体就业仍较为稳定。

风险提示： 美联储货币政策超预期；美国就业市场变化超预期。

相关报告

内观者，取足于身——联储证券 2025 年度宏观报告

2025.01.02

11 月金融数据点评：结构性改善的延续性持续验证

2024.12.16

11 月外贸数据点评：出口维持韧性

2024.12.12

目 录

1. 美国 12 月就业市场再超预期	4
2. 风险提示	8

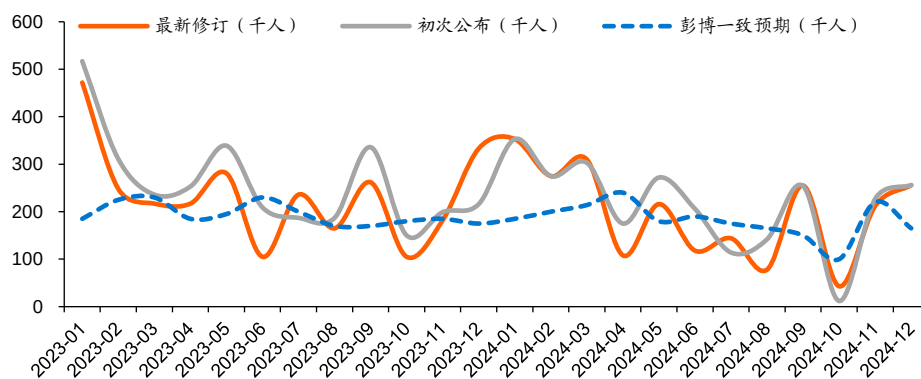
图表目录

图 1	美国非农就业数据公布同时修正前 2 个月数据	4
图 2	最近 12 个月美国新增非农就业分布, 按行业 (千人)	4
图 3	美国失业率与美联储 SEP 指引 (%)	5
图 4	美国劳动力供需再平衡, 就业缺口再次扩大 (千人)	5
图 5	美国劳动力参与率及同比增速 (%)	5
图 6	美国非农名义平均时薪及实际时薪同比 (%)	6
图 7	美国非农名义平均时薪及实际时薪环比 (%)	6
图 8	最近 12 个月美国各行业平均时薪同比增速 (%)	6
图 9	美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)	6
图 10	美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)	6
图 11	美国企业职位空缺率及同比增速 (%)	7
图 12	Indeed 领先指标显示美国职位空缺数下降放缓	7
图 13	美国广义失业率和狭义失业率 (%)	7
图 14	美国因经济原因兼职人数有所下降 (人)	7
图 15	美国服务业平均周工时持续回落 (小时)	7
图 16	美国离职率持续回落 (%)	7
图 17	就业数据公布后, CME 数据显示 1 月大概率不降息, 2025 年全年降息一次	8

1. 美国 12 月就业市场再超预期

美国 12 月非农新增 25.6 万人，失业率为 4.1%，就业表现超预期。12 月新增就业彭博一致预期为 16.5 万，新增就业前值 21.2 万，失业率预期 4.2%，前值 4.2%。家庭调查（CPS）口径的劳动力人数上升 24.3 万人，劳动参与率持平 62.5%。数据公布同时，劳工部修订 10-11 月新增非农就业数据，10 月上修至 4.3 万，11 月下修至 21.2 万，共上修 1.6 万。回顾 2024 年，平均每月新增非农就业人数 19.7 万人，劳动力市场有所转弱但仍有韧性，且近两期非农表现超预期，市场担忧美联储未来降息幅度严重不足，预计 1 月降息可能性极低，2025 年全年降息一次。

图1 美国非农就业数据公布同时修正前 2 个月数据



资料来源：BLS，联储证券研究院

服务业就业为新增就业主力，商品生产就业较为低迷。12 月服务业新增就业 23.1 万，较 11 月的 17.8 万边际回升，其中零售业（+4.3 万），金融业（+1.3 万），信息业（+1 万），专业和商业服务（+2.8 万）等较前值均有回升。教育医疗就业小幅放缓（+8 万），但仍为最大拉动项。12 月商品生产就业下降 0.8 万，较上月新增 3.4 万大幅回落，主要系制造业就业冲高后回落，就业下降 1.3 万（前值 2.5 万）。政府就业新增 3.3 万（前值 3 万），基本持平。美国就业增量结构基本同前，集中在服务业与政府。

图2 最近 12 个月美国新增非农就业分布，按行业（千人）

		趋势	当月增加 (千人)											
项目	趋势		2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12
总量			353	275	310	108	216	118	144	78	255	43	212	256
非农总量			353	275	310	108	216	118	144	78	255	43	212	256
商品			28	19	33	-3	12	2	21	2	15	-53	34	-8
采矿伐木			-6	0	2	-5	-4	0	1	0	1	0	1	-3
建筑业			11	23	37	-5	13	18	14	28	26	-1	8	8
制造业			23	-4	-6	7	3	-16	6	-26	-12	-52	25	-13
服务			289	204	199	111	194	95	78	35	240	96	178	231
批发			2	-1	10	7	-2	6	5	7	2	7	3	-4
零售			45	19	19	14	8	-20	-4	-15	7	9	-29	43
运输和仓储			16	20	5	21	26	11	-2	11	8	-10	3	10
公用事业			2	3	-1	0	1	1	0	0	3	-1	0	0
信息			15	2	2	-3	-1	0	-16	-8	1	-2	4	10
金融活动			8	1	4	-3	12	13	-4	7	6	5	11	13
专业和商业服务			74	9	17	-17	55	-11	-4	-47	22	-10	9	28
私立教育和医疗保健			112	85	76	98	69	82	67	67	91	74	87	80
休闲和酒店			11	58	54	-9	18	4	38	9	61	-8	52	43
其他服务			5	9	12	4	7	8	-3	4	6	-3	8	8
政府			36	52	78	0	10	21	45	41	33	34	30	33

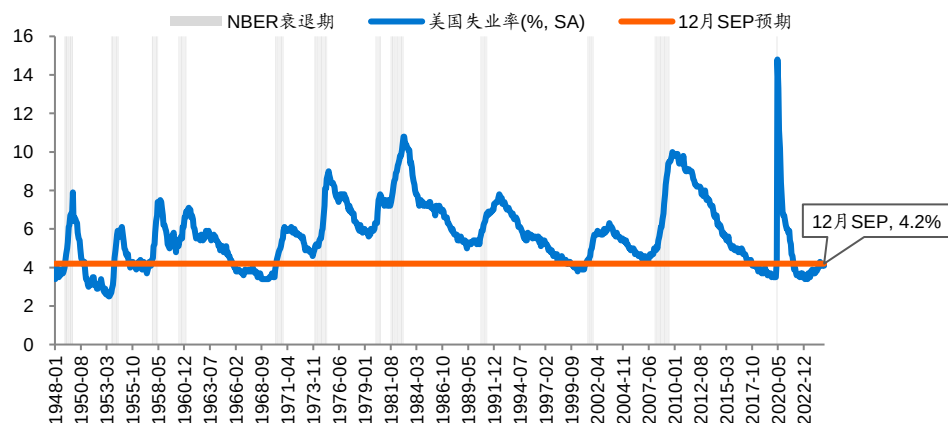
资料来源：BLS，联储证券研究院

特朗普收紧移民政策预期下，美国就业供给不足的趋势或再现。从供需来看，美国就业市场已经在 2024 年 9 月接近平衡，彼时劳动缺口已经缩小至 47.1 万。而近月劳动缺口再次扩大，11 月就业缺口上升至 97.7 万，或因部分外来劳动人口流出导致。2025 年 1 月 20 日特朗普上任后，预计美国移民政策持续收紧，届时主要集中在低端粘性服务业的非法移民和集中在中高端服务行业的部分合法移民均有可能流出，对美国本就供

给紧张的服务业就业增加压力。

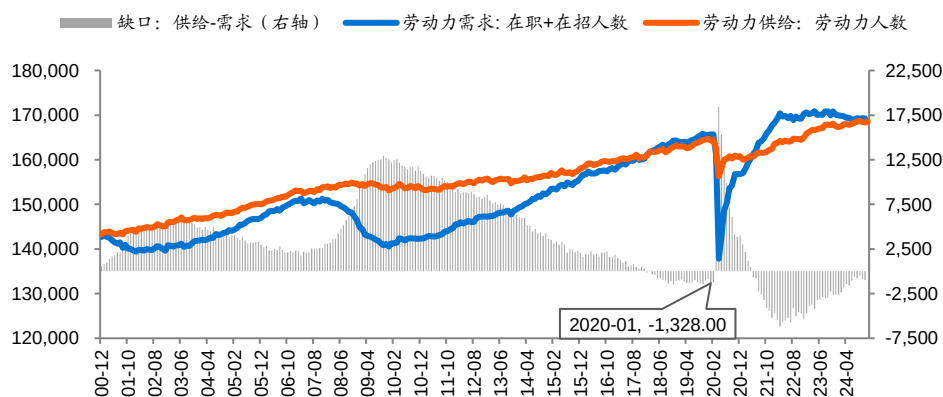
美国劳动力市场表现出超预期韧性，市场持续担忧 2025 年降息空间。12 月就业数据公布后，CME 数据显示市场预期 1 月美联储大概率不继续降息，且 2025 年全年降息仅一次（25bps）。数据公布当天，美股大幅回调，美债利率持续走高，美元持续上行。当前市场主要担忧美股分母端降息路径严重不及预期，以及特朗普政策抬高通胀预期和未来经济政策不确定性增多的三方面风险。我们预计，美国就业市场再平衡进程或受阻，就业结构出现较大波动的风险上升，但整体就业仍较为稳定。

图3 美国失业率与美联储 SEP 指引（%）



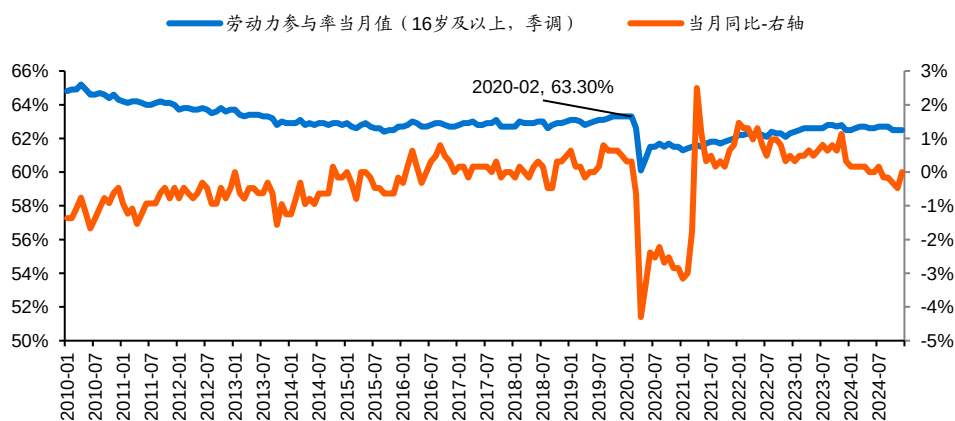
资料来源：BLS，联储证券研究院

图4 美国劳动力供需再平衡，就业缺口再次扩大（千人）



资料来源：BLS，联储证券研究院

图5 美国劳动力参与率及同比增速（%）



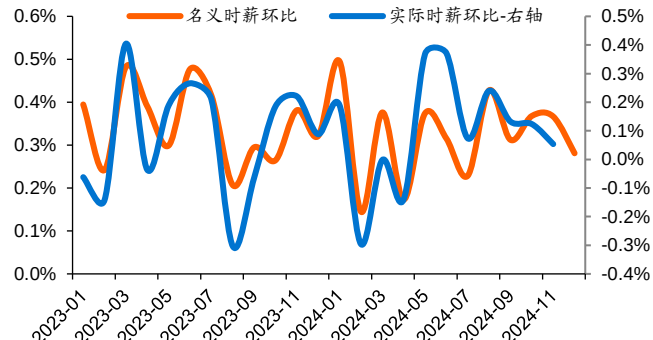
资料来源：BLS，联储证券研究院

图6 美国非农名义平均时薪及实际时薪同比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图7 美国非农名义平均时薪及实际时薪环比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

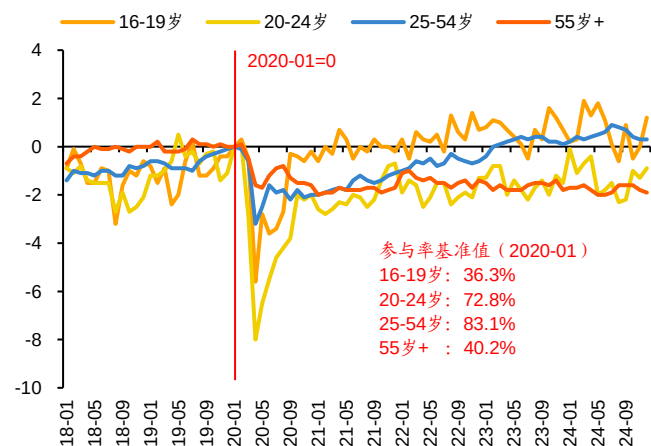
图8 最近 12 个月美国各行业平均时薪同比增速 (%)

部门	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12
非农平均	4.35%	4.25%	4.14%	3.92%	4.00%	3.83%	3.63%	3.86%	3.88%	3.99%	3.97%	3.93%
商品生产	5.38%	5.30%	5.39%	5.13%	5.08%	4.93%	4.58%	4.78%	4.73%	4.72%	4.34%	4.21%
采矿和伐木业	5.79%	6.06%	5.26%	5.41%	4.23%	4.60%	3.90%	3.76%	3.00%	3.23%	3.39%	2.45%
建筑业	5.32%	4.77%	5.00%	5.12%	4.85%	4.76%	4.34%	4.43%	4.72%	4.54%	4.25%	4.40%
制造业	5.27%	5.46%	5.45%	4.99%	5.13%	4.96%	4.69%	4.96%	4.73%	4.78%	4.36%	4.12%
服务提供	4.15%	4.02%	3.85%	3.66%	3.76%	3.54%	3.44%	3.64%	3.66%	3.88%	3.93%	3.89%
贸易、运输和能源	4.24%	3.84%	3.97%	3.43%	3.57%	2.92%	2.95%	3.01%	2.80%	3.07%	3.36%	2.53%
零售	2.89%	2.31%	2.79%	2.10%	2.65%	2.22%	2.09%	2.25%	2.16%	2.78%	3.65%	2.76%
批发	2.76%	3.18%	3.27%	2.90%	3.15%	2.22%	2.44%	2.03%	1.86%	2.19%	2.51%	2.34%
信息	2.89%	2.48%	2.32%	2.84%	2.43%	2.78%	3.08%	4.00%	4.09%	5.21%	4.35%	4.48%
金融活动	5.36%	5.59%	5.50%	5.87%	5.67%	5.06%	4.69%	4.42%	3.95%	4.30%	4.04%	4.13%
专业和商业服务	4.31%	4.19%	4.20%	3.98%	4.20%	4.13%	3.83%	4.42%	4.83%	4.98%	5.06%	5.24%
教育和健康服务	3.46%	3.52%	3.01%	2.91%	3.12%	3.17%	3.13%	3.18%	3.11%	3.16%	3.31%	3.69%
休闲接待	4.28%	4.56%	4.39%	4.03%	3.97%	3.81%	3.99%	3.94%	4.22%	3.87%	3.86%	3.94%
其他服务	5.38%	4.98%	3.81%	3.86%	3.88%	3.46%	3.68%	3.53%	3.36%	3.41%	3.27%	2.93%

资料来源：BLS，联储证券研究院

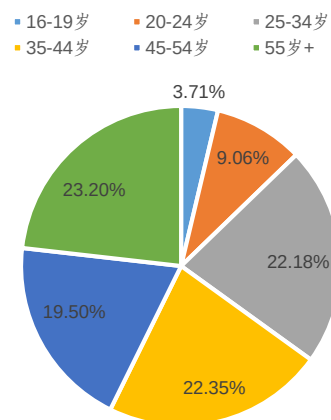
*颜色以当月非农平均时薪为基准 (白色)

图9 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)



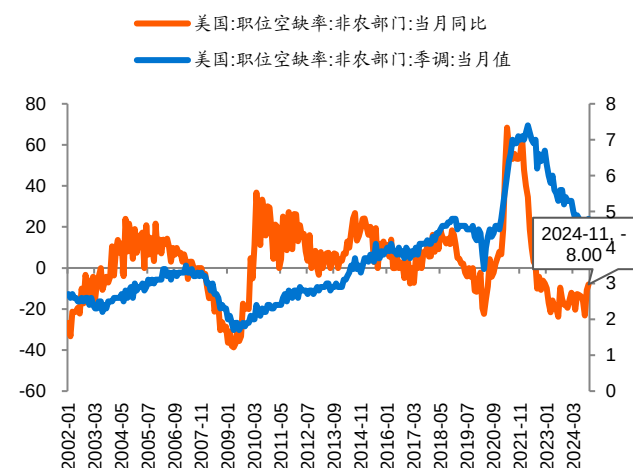
资料来源：FRED，联储证券研究院

图10 美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)



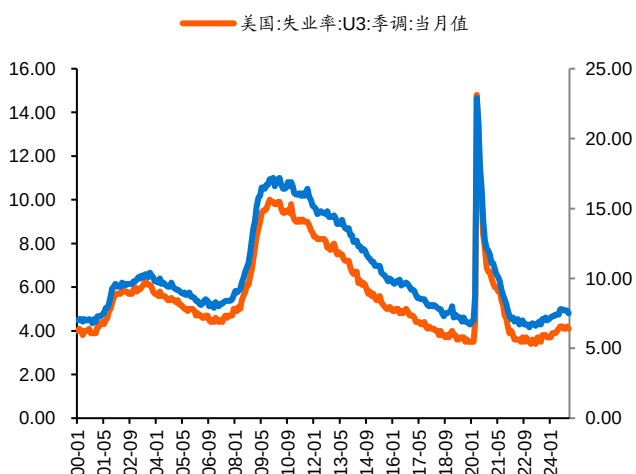
资料来源：BLS，联储证券研究院

图11 美国企业职位空缺率及同比增速 (%)



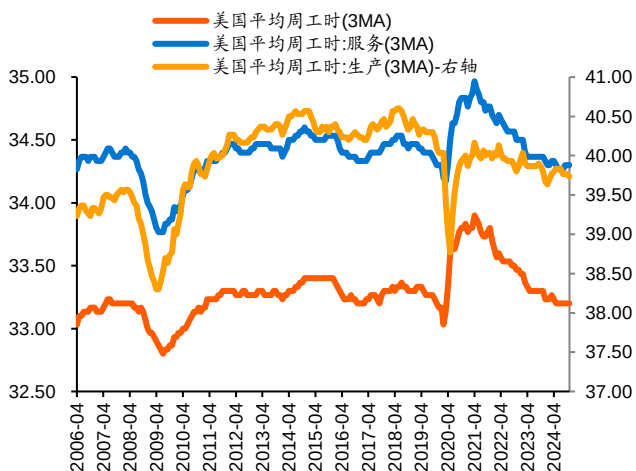
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图13 美国广义失业率和狭义失业率 (%)



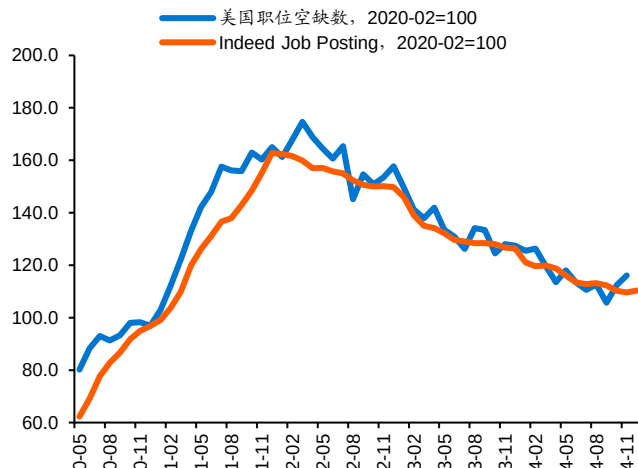
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图15 美国服务业平均周工时持续回落 (小时)



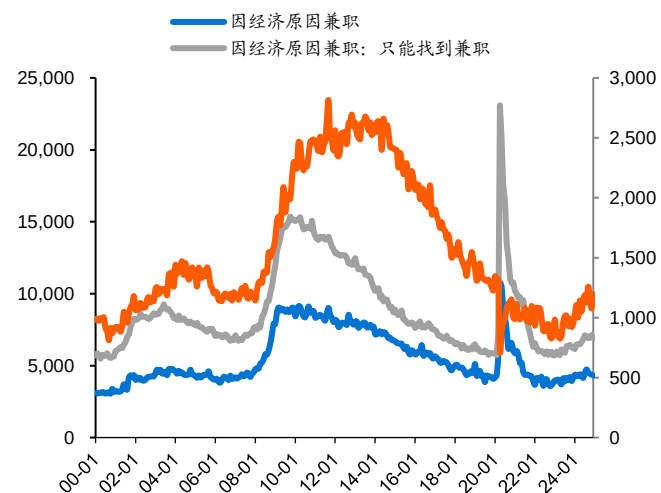
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图12 Indeed 领先指标显示美国职位空缺数下降放缓



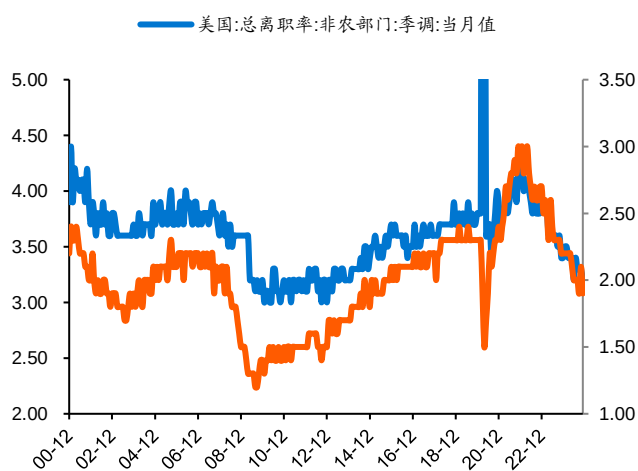
资料来源: FRED, 联储证券研究院

图14 美国因经济原因兼职人数有所下降 (人)



资料来源: BLS, 联储证券研究院

图16 美国离职率持续回落 (%)



资料来源: BLS, 联储证券研究院

图17 就业数据公布后，CME 数据显示 1 月大概率不降息，2025 年全年降息一次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
1/29/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	97.3%
3/19/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	27.3%	72.0%
5/7/2025	0.0%	0.0%	0.1%	5.4%	35.1%	59.4%
6/18/2025	0.0%	0.0%	2.0%	16.1%	43.9%	37.9%
7/30/2025	0.0%	0.2%	3.5%	19.0%	43.3%	34.0%
9/17/2025	0.0%	0.8%	6.3%	23.4%	41.6%	27.8%
10/29/2025	0.1%	1.4%	8.1%	25.4%	40.1%	24.8%
12/10/2025	0.3%	2.1%	9.9%	26.9%	38.5%	22.3%

资料来源：CME，联储证券研究院

2. 风险提示

美联储货币政策超预期；美国就业市场变化超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000