

非农远超预期，支撑市场削减降息押注 ——12月美国非农数据点评

报告要点

12月美国新增非农就业大幅反弹、幅度远超预期，增长集中在零售、休闲酒店、服务生产、金融活动、政府部门、教育保健等，而制造业就业回落；劳动参与率持稳运行下失业率意外下降，永久性失业者和再进入者回落的支撑较大。

摘要：

12月新增非农就业数据大幅反弹、幅度远超市场预期，10月和11月新增非农就业人数修正调整不大、合计下修0.8万人，而薪资增速略有回落。12月，新增非农就业人数为25.6万人，远超市场预期的16.5万人；前值调整修正不大，11月、10月新增非农就业数据分别下修1.5万人、上修0.7万人至21.2万人、4.3万人，合计下修0.8万人；而12月平均时薪同、环比分别为3.9%、0.3%，均较前值略有走弱。

从新增非农就业行业结构看，12月零售、休闲酒店、服务生产、金融活动、政府部门、教育保健业等贡献较大，而制造业就业回落。12月新增非农就业中，服务业贡献较大，包括零售业、休闲酒店业、专业和商业服务和金融和信息业合计增加了13.7万人；政府部门就业增加0.3万人至3.3万人，教育保健业表现稳定、持续为重要支撑；而12月制造业新增就业表现偏弱，较前值回落3.8万人至-1.3万人。

此外，在12月劳动参与率持稳运行下、失业率下降至4.1%，低于预期和前值，其中支撑或主要来自永久性失业者和再进入者人数回落；叠加11月职位空缺超预期表现，指向美国就业市场韧性较强。12月劳动力参与率持稳于62.5%，而失业率较前值和预期均回落0.1个百分点至4.1%；从失业结构看，12月永久性失业者和再进入者环比回落较多；叠加11月美国JOLTS职位空缺数为809.8万人、显著高于预期和前值，以及职位空缺率升至4.8%，指向美国劳动力就业市场整体韧性较强。

12月强劲的非农数据公布后，Fed Watch数据显示市场进一步削减了对2025年上半年美联储降息的押注。截至1月10日收盘，美元指数上涨了0.6个百分点至109.6，1年期、10年期美债收益率分别上涨1.4、2.1个百分点至4.25%、4.77%；而美股三大指数普遍收跌，跌幅均超1.5%；欧元、离岸人民币较美元均进一步贬值。

建议关注1月20号特朗普上任后移民驱赶、关税政策落地情况、裁减联邦机构人员推进力度，以及非农年度数据修订情况，我们维持1月美联储将暂停降息预期。

风险因素：美国经济超预期下行、美联储政策超预期

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

宏观研究组

研究员：
姜 婧
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

刘道钰
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

仲 鼎
从业资格号：F03107932
投资咨询号：Z0021450

目 录

摘要:	1
一、 非农就业大幅反弹、远超预期，而失业率下降	4
(一) 12 月新增非农大幅反弹、幅度超预期，失业率微降	4
(二) 零售、休闲酒店、服务等就业回升较多，而制造业回落	5
二、 非农数据削减市场降息押注，关注数据修订情况	6
(一) 非农数据公布，进一步削减了市场对美联储降息的押注	6
(二) 非农数据推升美元指数、美债收益率，而美股收跌	7
免责声明	9

图表目录

图表 1： 美国 12 月新增非农就业人数大幅反弹、幅度超预期 5

图表 2： 12 月劳动参与率持稳运行、而失业率微降 5

图表 3： 美国 12 月永久失业人数占比回落 5

图表 4： 12 月再进入者、新进入者环比下降 5

图表 5： 12 新增非农就业主要由教育保健和休闲酒店支撑 6

图表 6： 新增非农就业结构 6

图表 7： CME FedWatch 显示，交易员预期 2025 年 1 月不降息的概率上升至 93.6%（截至 1 月 12 日） 7

图表 8： 1 月 10 号当天分时段 10 年期美债收益率表现 8

图表 9： 1 月 10 号当天分时段美元指数表现 8

12 月新增非农就业大幅反弹、幅度远超市场预期；从行业结构看，零售、休闲酒店、服务生产、金融活动、政府部门、教育保健业等贡献较大，而制造业就业回落。此外，12 月劳动参与率持稳运行下、失业率意外下降，低于预期和前值；从失业结构看，12 月永久性失业者和再进入者环比回落较多，对失业率下滑贡献较大。从薪资来看，12 月平均时薪同、环比均较前值小幅回落。结合 11 月美国职位空缺数显著高于预期、以及职位空缺率上升，指向美国劳动力就业市场整体表现韧性。此前公布的 12 月美国制造业、非制造业 PMI 的超预期上行，11 月耐用品订单强势增长、企业开支计划和投资信心的增加、以及消费购买景气反弹等，均指向 12 月非农就业或稳健运行。

12 月强劲的非农数据公布后，市场进一步削减了对 2025 年美联储降息押注，截至 1 月 10 号收盘，美元指数、美债收益率均进一步上涨，而美股下跌，欧元、离岸人民币兑美元汇率进一步贬值。

建议关注特朗普 1 月 20 号就职后移民驱赶、关税政策落地情况以及裁减政府机构部门人员进展等，以及下个月将公布的非农年度修订最终结果。

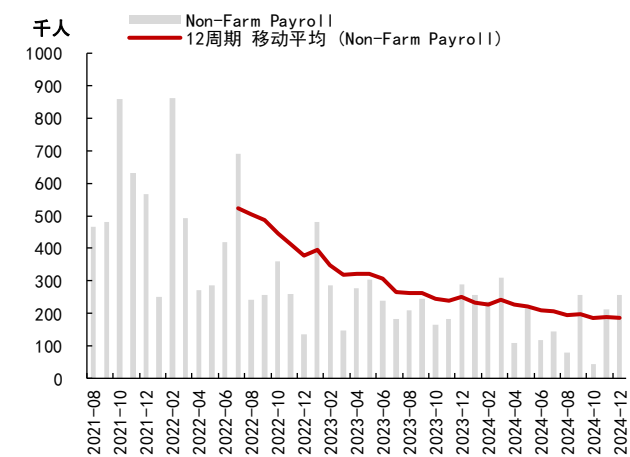
一、非农就业大幅反弹、远超预期，而失业率下降

12 月新增非农就业数据大幅反弹至 25.6 万人、远超市场预期的 16.5 万人，且前值修正调整不大；从非农就业结构看，12 月零售、休闲酒店、服务生产、金融活动、政府部门、教育保健业等贡献较大，而制造业就业回落。12 月失业率意外下滑至 4.1%，较前值和预期均回落 0.1 个百分点；从失业结构看，过去一年永久性失业者和再进入者环比回落较多，对 12 月失业率下滑贡献较大。

（一）12 月新增非农大幅反弹、幅度超预期，失业率微降

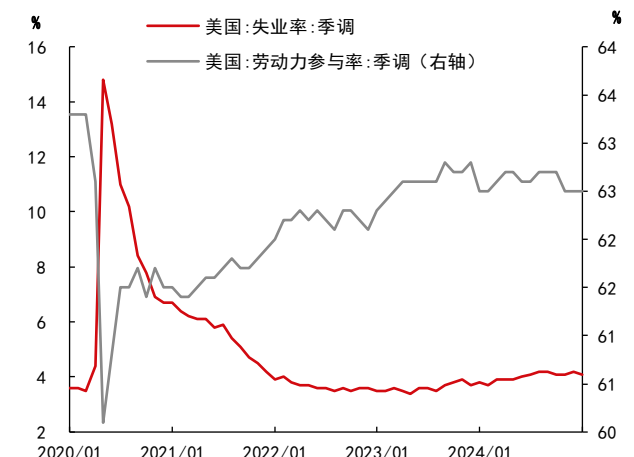
12 月新增非农就业数据大幅反弹、幅度超预期，且 10 月和 11 月非农就业修正调整不大、合计下修 0.8 万人；失业率超预期下滑，较前值和预期均回落 0.1 个百分点。12 月，新增非农就业人数为 25.6 万人，远超市场预期的 16.5 万人；前值数据调整不大，11 月、10 月新增非农就业数据分别下修 1.5 万人、上修 0.7 万人至 21.2 万人、4.3 万人，合计下修 0.8 万人。从薪资看，12 月平均时薪同、环比分别为 3.9%、0.3%，均较前值略有回落。此外，12 月劳动力参与率持稳于 62.5%，而失业率较前值回落 0.1 个百分点至 4.1%、低于预期的 4.2%。叠加 11 月美国 JOLTS 职位空缺数为 809.8 万人、前值 783.9 万人，显著高于预期，职位空缺率升至 4.8%，指向美国劳动力就业市场表现韧性。

图表1：美国 12 月新增非农就业人数大幅反弹、幅度超预期



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表2：12 月劳动参与率持稳运行、而失业率微降



资料来源：Wind、中信期货研究所

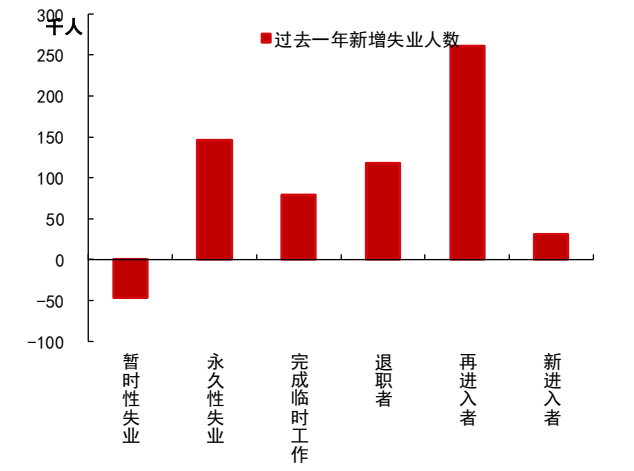
从失业结构看，永久性失业者和再进入者环比回落较多，或对 12 月失业率下滑贡献较大。从 12 月看，过去一年永久性失业人数、再进入者人数分别为 14.6、26.1 万人，分别相较于前值环比回落 15.2、15.1 万人，或与将大规模驱逐非法移民有关；失业人群中，12 月永久失业人数占比为 25%、前值 26%。

图表3：美国 12 月永久失业人数占比回落



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表4：12 月再进入者、新进入者环比下降



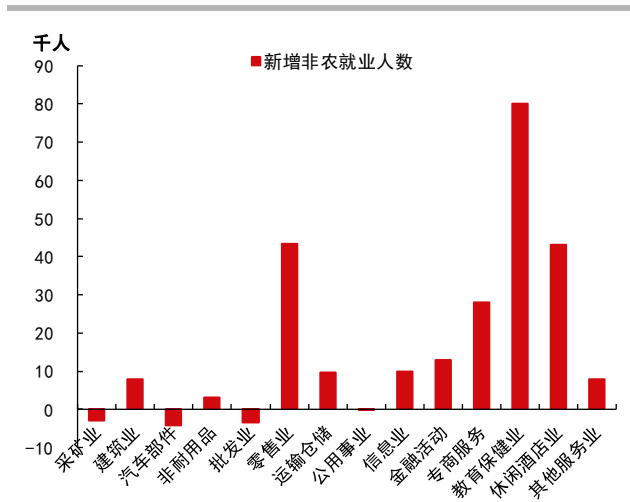
资料来源：Wind、中信期货研究所

(二) 零售、休闲酒店、服务等就业回升较多，而制造业回落

新增非农就业结构表现分化，12 月零售、休闲酒店、服务生产、金融活动、政府部门、教育保健业等贡献较大，而制造业就业回落。拆分就业结构，12 月服务业就业增长强劲，包括零售业、休闲酒店业、专业和商业服务和金融和信息业合计增加了 13.7 万人，政府部门就业增加 0.3 万人至 3.3 万人，教育保健业表现稳定、持续为重要支撑；其中政府部门对后续非农就业支撑或将走弱，若此前提出的裁减政府机构部门人员、州和地方政府预算下降和支出削减、以及债务约束等相继落地；而制造业就业偏弱运行，12 月制造业新增就业人数转

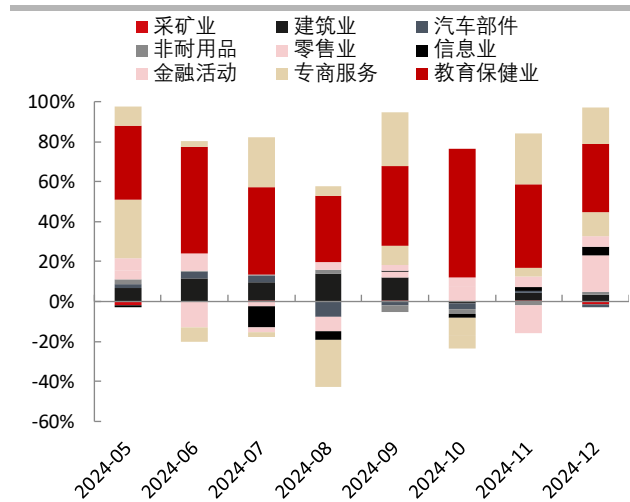
负、录得-1.3 万人，前值 2.5 万人。

图表5：12 新增非农就业主要由教育保健和休闲酒店支撑



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表6：新增非农就业结构



资料来源：Wind、中信期货研究所

二、非农数据削减市场降息押注，关注数据修订情况

12 月强劲的非农数据公布后，市场进一步削减对 2025 年上半年美联储降息押注，CME 显示非农数据公布当天市场对于 2025 年 1 月美联储降息的预期概率只有 3.2%、较前一天前回落 3.2 个百分点。非农数据当天，美元指数、美债收益率走强，而美股下跌、跌幅超 1.5%，欧元、离岸人民币较美元进一步贬值。

（一）非农数据公布，进一步削减了市场对美联储降息的押注

12 月强劲的非农数据公布后，市场进一步削减对 2025 年上半年美联储降息押注。非农数据公布后，Fed Watch 数据显示当天市场对于 2025 年 1 月美联储降息的预期概率只有 3.2%、较前一天前回落 3.2 个百分点，交易员对 2025 年美联储降息预期押注为 1 次、对于美联储会在上半年暂停降息的预期得到强化。注 20 号特朗普上任后移民、对外关税政策落地情况、裁减联邦机构的推进力度，以及非农年度数据修订情况，我们维持 1 月 28-29 日美联储将暂停降息的预期。

图表7：CME FedWatch 显示，交易员预期 2025 年 1 月不降息的概率上升至 93.6%（截至 1 月 12 日）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	93.6%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	41.3%	56.2%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.5%	10.5%	44.3%	44.7%
2025/6/18	0.0%	0.2%	4.4%	23.7%	44.5%	27.3%
2025/7/30	0.0%	1.0%	8.0%	27.5%	41.3%	22.2%
2025/9/17	0.2%	2.5%	12.1%	30.4%	37.2%	17.5%
2025/10/29	0.5%	3.7%	14.5%	31.3%	34.7%	15.3%
2025/12/10	0.9%	5.0%	16.5%	31.7%	32.4%	13.4%

资料来源：CME 中信期货研究所

（二）非农数据推升美元指数、美债收益率，而美股收跌

12 月非农数据公布当天，美元指数、美债收益率走强，而美股下跌、跌幅超 1.5%，欧元、离岸人民币较美元进一步贬值。当地时间 1 月 10 日 8 点半非农数据公布后，美元指数即刻从 109.1 上升至 109.9、收盘时回落至 109.6；截至 1 月 10 日收盘，美元指数上涨 0.6%；欧元、离岸人民币较美元进一步贬值，截至 1 月 10 日收盘，欧元兑美元环比回落 0.01 个百分点至 1.03，离岸人民币兑美元贬值 0.01 个百分点至 7.33。此外，1 年期、10 年期美债收益率均上涨，截至 1 月 10 日收盘，分别上涨 1.4、2.1 个百分点至 4.25%、4.77%；而美股三大指数均收跌，标准普尔 500 指数、道琼斯工业平均指数、纳斯达克综合指数分别下跌 1.5、1.6、1.6 个百分点至 5827.0、41938.5、19161.6 点。

图表8：1月10号当天分时段10年期美债收益率表现



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表9：1月10号当天分时段美元指数表现



资料来源：Wind、中信期货研究所

12月就业数据的强劲或将推动美联储关注重点继续向通胀风险倾斜、支撑美联储选择缓慢调整利率的决定；关注下个月将公布的非农年度修订最终结果，若修订后非农数据持续韧性，预计短期美联储可能会选择“延长暂停”降息。美国非农就业的强劲，进一步加强了美联储1月底将暂停降息的预期；美国费城联储主席哈克早在1月9日讲话中就表示，现阶段美联储暂停下调利率政策行动将是适宜的，美联储可以在当前利率水平维持一段时间，观察数据的发展。美联储FOMC票委、芝加哥联储主席古尔斯比在非农数据公布后表示，最新的就业报告表明美国劳动力市场在充分就业状态下企稳，并不是经济过热的迹象，并表示仍然不应过度关注单个就业报告。

风险提示

- 1) 美国经济超预期下行
- 2) 美联储政策超预期

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>