

周期性行业部分好转，制造业持续收缩

——12月美国非农数据点评

2025年1月13日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国12月季调后非农就业增25.6万，预期16万，前值22.7万；失业率4.1%，预期4.2%，前值4.2%。

主要观点：

- 1、就业紧绷程度略有反弹，短期非农总量继续无忧。
- 2、部分周期性服务业有所好转，制造业持续收缩。
- 3、维持美联储实际路径比点阵图更偏鹰的观点。
- 4、维持美国十年期国债利率上限4.75~5%，1、2月容易出利率高点；美股处于泡沫中，维持中性略偏积极。

就业紧绷程度略有反弹，部分周期性行业好转，非农总量继续无忧。以岗位空缺数与非农就业总和作为衡量劳动力市场的需求方，以劳动力人数作为供给方，11月需求占供给百分比为100.58%，略有反弹，与疫情前高位平台相仿（2018年5月~2020年2月）。2018~2020年2月，美国劳动力市场处于历史上较为紧绷的时期，因此非农短期尚可。（图4）

部分周期性行业供需有所好转，制造业继续下降。11月，非农四大主力行业岗位空缺度分别为（2020年2月=100%），医疗（131%）、政府（116%）、专业与商业服务（144%）、住宿餐饮（105%）。占非农总量26%的两大非周期性行业，医疗与政府，岗位空缺数均略有增加，保持稳定。周期性行业支柱中，专业与商业服务岗位空缺数明显增加，住宿餐饮有所下降。其他变化较大的有，艺术娱乐（88%）反弹，但制造业（102%）持续下滑。（图8）

总量上，劳动参与率62.5%没有变化，劳动就业率回升至60%。分年龄看，45岁以上人群劳动参与率的下降被年轻人的参与率上升所抵消。从就业人数来看，没有结构性的改善，仍在平台内震荡。（图1、2）

医疗、政府继续支撑非农，周期性行业部分好转，节日效应显著。12月就业主要集中于医疗（4.6万）、零售（4.3万）、休闲娱乐（4.3万）政府（3.3万）、专业和商业服务（2.8万）和社会辅助（2.3万）。非农四大支柱行业均表现尚可，周期性行业有所反弹，节日效应明显。其中，休闲娱乐主要来自餐饮（3万）、住宿（0.6万）和艺术娱乐（0.7万）。零售行业11月降2.8万，12月反弹，主要集中于服装珠宝零售以及百货商店等。

制造业就业持续下降。12月制造业继续萎缩1.3万，主要集中于耐用品制造，细分行业普降；非耐用品增0.3万，基本没有变化。最新制造业PMI为49.3，显示有所回升，制造业的持续萎缩或将有所改善。

扣除非周期性行业后的非农尚未完全脱离低位平台。2024年，非农主力医疗和政府，占非农总量提升了1个百分点至26%，对非农影响显著，但这两个行业周期性不强。扣除医疗与政府就业，12月非农新增处于历次经济周期较低水平的平台高位，但尚未完全脱离，预计需要制造业翻转后才能彻底脱离。（图10）

薪资增速继续下降。周薪（3.5%）和时薪（均为3.8%）同比继续下降，但仍处于一般周期的上沿。薪资增速超过通胀，显示消费继续有支撑来源。（图6）

维持2025年美联储政策路径比点阵图收紧的观点，当前市场的担忧在节奏上属于正常现象。我们在2025年展望中进一步收紧了对今年美联储政策路径的判断，即实际的降息次数小于2次，同时认识到存在不降息的可能。12月非农数据显著降低了市场对今年降息幅度的预期。当前数据显示，美国节日消费意愿强劲，带动年底就业和通胀上行，而年初价格通常也会继续回升。叠加特朗普上任在即，关税节奏不明朗，而美联储尚未表达明显的鹰派观点，1~2月市场对通胀以及货币政策预期的激化在节奏上属于正常现象，或推动美债利率出现阶段性高点。根据通胀数据的季节性特征，降息的最佳窗口在二、三季度。

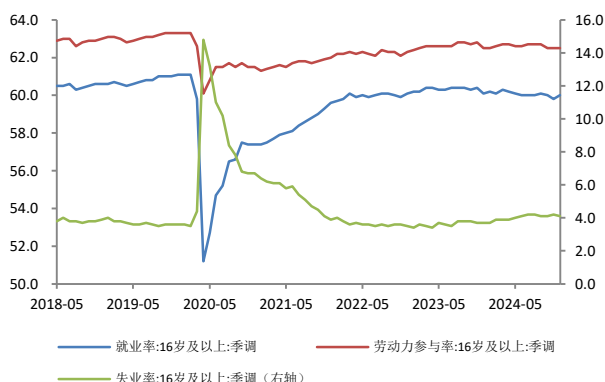
美国十年期国债利率上限维持 4.85-5%，期限利差逐渐修复。我们的模型并不支持美十债有效突破 5%。极端情况下，若美十债接近 5%，则美股可能再次迎来震荡。此外，参照 1970 年代的利率期限特征，在通胀趋势性回落后，高通胀背景下的利率期限结构倒挂将得到修复。叠加衰退风险下降，美国国债利率期限结构有望完全修复。

美股处于泡沫，维持中性略偏积极。银行信贷有所放松，实体经济投资止跌反弹，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。类似 1997-2000 年的长期泡沫再次出现，但本次泡沫尚未达到 2000 年水平。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关。鉴于美联储尚未进入加息通道，我们在 2023 年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性，中性是对泡沫的警惕，去掉谨慎是目前尚没有货币政策导致的流动性问题。目前，美国国债抵押市场利率波动正常，联邦隔夜拆借利率非常平稳，表明市场短期资金流动性充裕。叠加特朗普减税预期，我们对美股的态度维持中性略偏积极。当前标普 500 超出长期趋势 29%。建议维持长期仓位，密切关注资金流动性，或美十债逼近 5%。

配置方面，建议适度增配 1 年期以内的利率短债，同时在美十债接近 5%时适度增配长债；美股建议维持长期仓位，密切关注资金流动性，或美十债逼近 5%。（图 13）

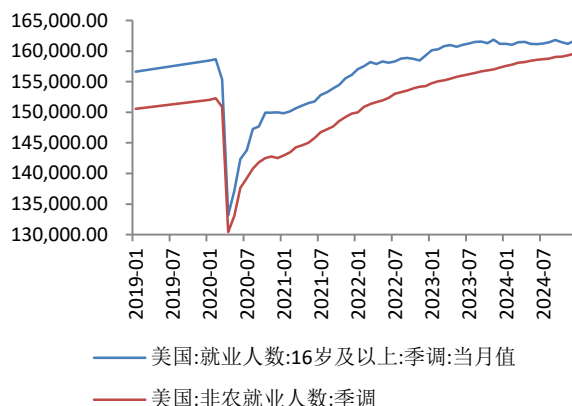
风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1：劳动参与率、就业率（%）



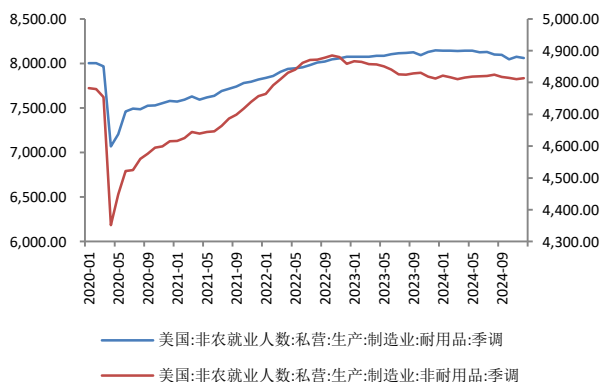
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：家庭调查就业人数仍处于平台（千人）



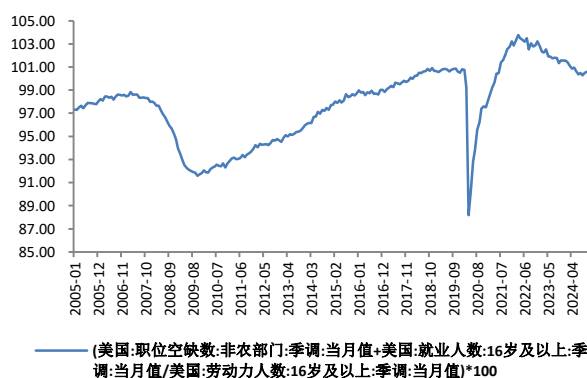
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：制造业就业持续下降（千人）



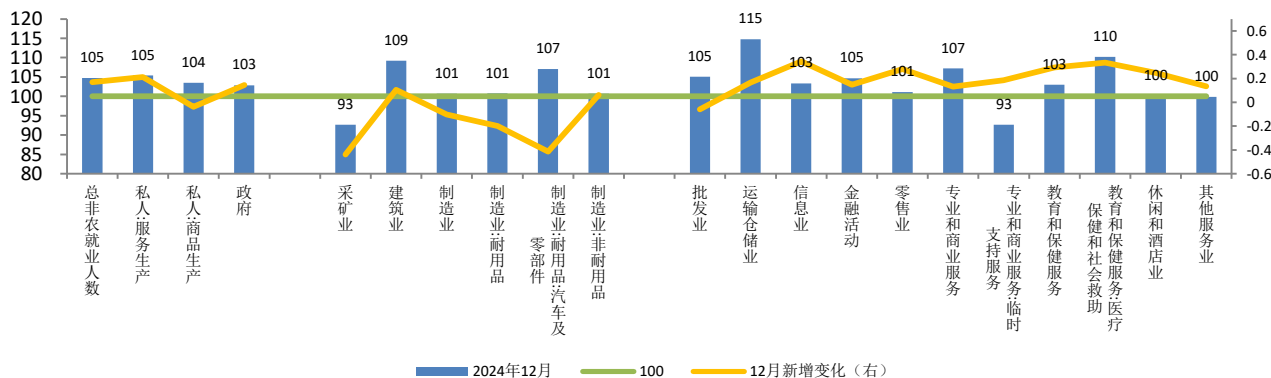
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：就业紧绷程度略有反弹（千人）



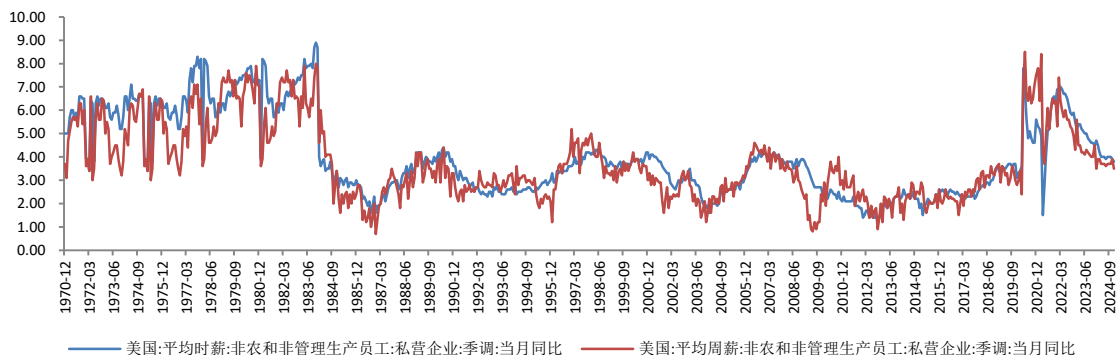
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：非农细分行业新增环比（2020年2月=100）



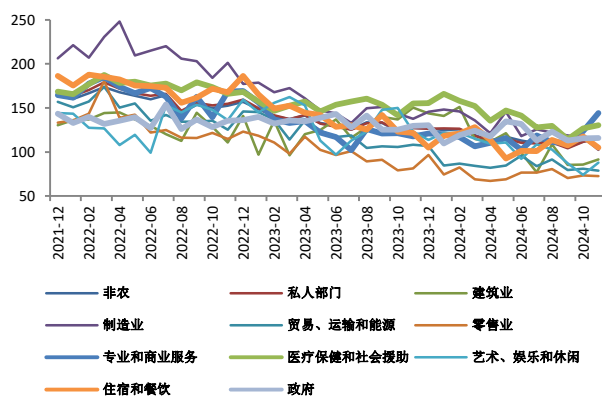
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：薪资同比继续回落至正常周期末期高位（%）



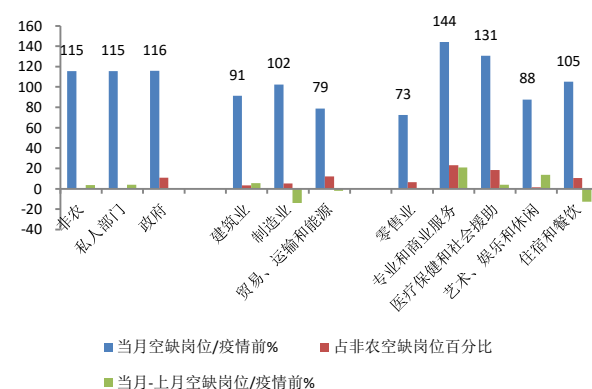
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：岗位需求部分反弹（2020年2月=100）



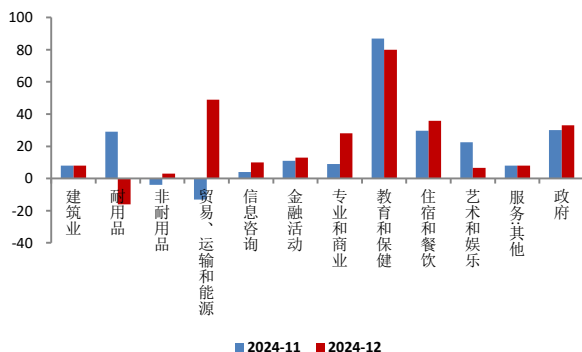
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：各行业就业市场需求（2020年2月=100）



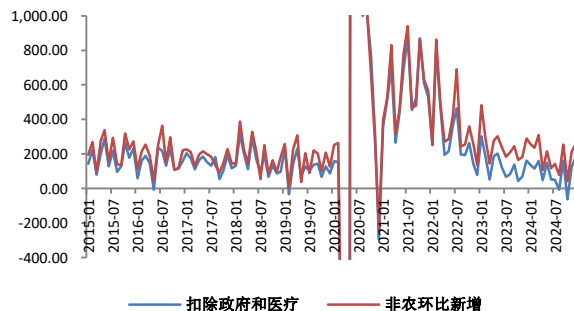
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：非农新增（按行业，单位：千人）

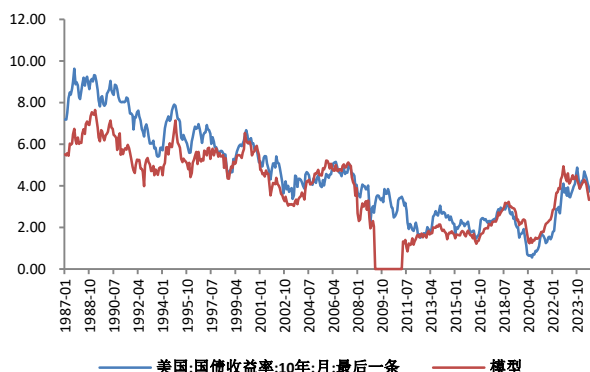


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

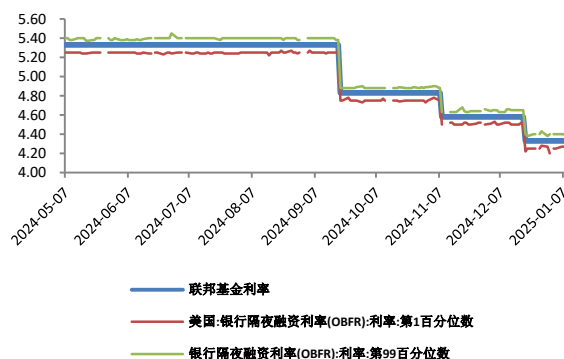
图10：非农环比新增（千人）



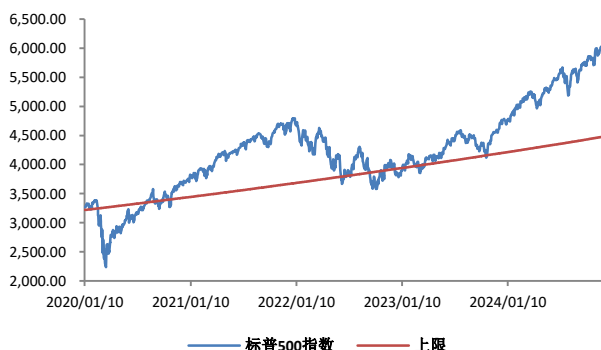
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：美十债模型（%）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：短期货币市场没有出现流动性问题（%）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：标普 500 与上限


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观深度报告	欧美经济分化，海外配置利好美元资产—2025 年海外经济年度展望	2025-01-02
宏观普通报告	就业权重略有回归，财政政策尚未完全进入视野—12 月美国 FOMC 点评	2024-12-19
宏观普通报告	全方位扩大国内需求，财政货币双宽—12 月 12 日中央经济工作会议点评	2024-12-13
宏观普通报告	商品价格拉动通胀，服务类价格稳定—美国 11 月 CPI 数据点评	2024-12-12
宏观普通报告	超常规逆周期调节，全方位扩大国内需求—12 月 09 日中共中央政治局会议点评	2024-12-09
宏观普通报告	非农总量平稳，制造业略显疲软—11 月美国非农数据点评	2024-12-09
宏观普通报告	核心通胀粘性仍在，但无碍年内降息节奏—美国 10 月 CPI 数据点评	2024-11-15
宏观普通报告	一揽子财政政策尚未结束，增量政策可期—11 月 8 日人大会议新闻发布会点评	2024-11-12
宏观普通报告	未来通胀路径并不一定上行，降息并未结束—11 月美国 FOMC 点评	2024-11-08

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	特朗普再次当选—2024 年美国大选点评	2024-11-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526