

2025 年 1 月 13 日

全球宏观

就业强于预期，但降息窗口未关—美国 12 月非农就业点评

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

美国 12 月非农新增就业 25.2 万人，大超预期的 16 万人，前值由 22.7 万人修正为 21.2 万人。12 月失业率降至 4.1%，预期和前值均为 4.2%。劳动参与率维持不变在 62.5%，持平预期和前值。12 月平均时薪同比增速降至 3.9%，预期 4.0%，上月 4.0%；平均时薪环比增 0.3%，预期 0.3%，上月为 0.4%。平均每周工时为 34.3，预期和前值均为 34.3。

12 月非农新增就业数据超过市场预期近 10 万人，也是自 10 月非农大幅下降后，连续第二个月就业新增超过 20 万人。11 月非农就业大幅增加主要来自于此前飓风和罢工的修复，且市场早有预期因而反应相对平缓。12 月非农新增就业的大幅增加则再次确认了美国劳动力市场的韧性，我们认为就业市场的持续反弹可归结为以下三个因素：1) 降息以及经济软着陆带来的正向效应，企业扩大招聘；2) 特朗普胜选后的首个非农就业数据，减税及放松监管等潜在前景提振企业信心；以及 3) 适逢圣诞季，零售及休闲酒店部门就业大幅增加为短期驱动因素。具体来看：

⊕ **12 月非农新增就业大幅反弹，主要来自服务业的贡献，制造业就业再度回落。**美国 12 月非农新增就业大幅增加至 25.2 万人，过去两月非农就业平均增长超过 23 万人，高于过去 12 个月平均的 19.4 万人，反映就业市场自 10 月份以来的恢复，以及降息、软着陆前景带来的正向影响。从结构上看，制造业部门就业本月再度转为负增长，主要受到此前多行业罢工的影响。服务业部门新增就业 23.1 万人，零售、休闲酒店业均新增 4.3 万人，反映圣诞季的影响。值得注意的是，12 月美国星巴克全国范围内的罢工，以及电商巨头亚马逊数千名员工的罢工可能会对 1 月数据产生一定的影响。

⊕ **12 月家庭就业调查数据亦显示就业增长，体现了就业市场复苏的广泛性。**家庭就业调查显示 12 月劳动力人口增加 24.3 万人，结束两月负增长，而就业参与率则维持不变在 62.5%。12 月新增失业人口亦大幅下降 23.5 万人，使得失业率降至 4.1%。劳动市场需求逐步转强，11 月职位空缺数意外增加至近 810 万人，连续两月增加，且 3 个月移动平均的数据重新转为上行。而中小企业招聘热度提升，同样印证着美国劳动力市场的稳健恢复，短期进一步的放缓可能性在降低。

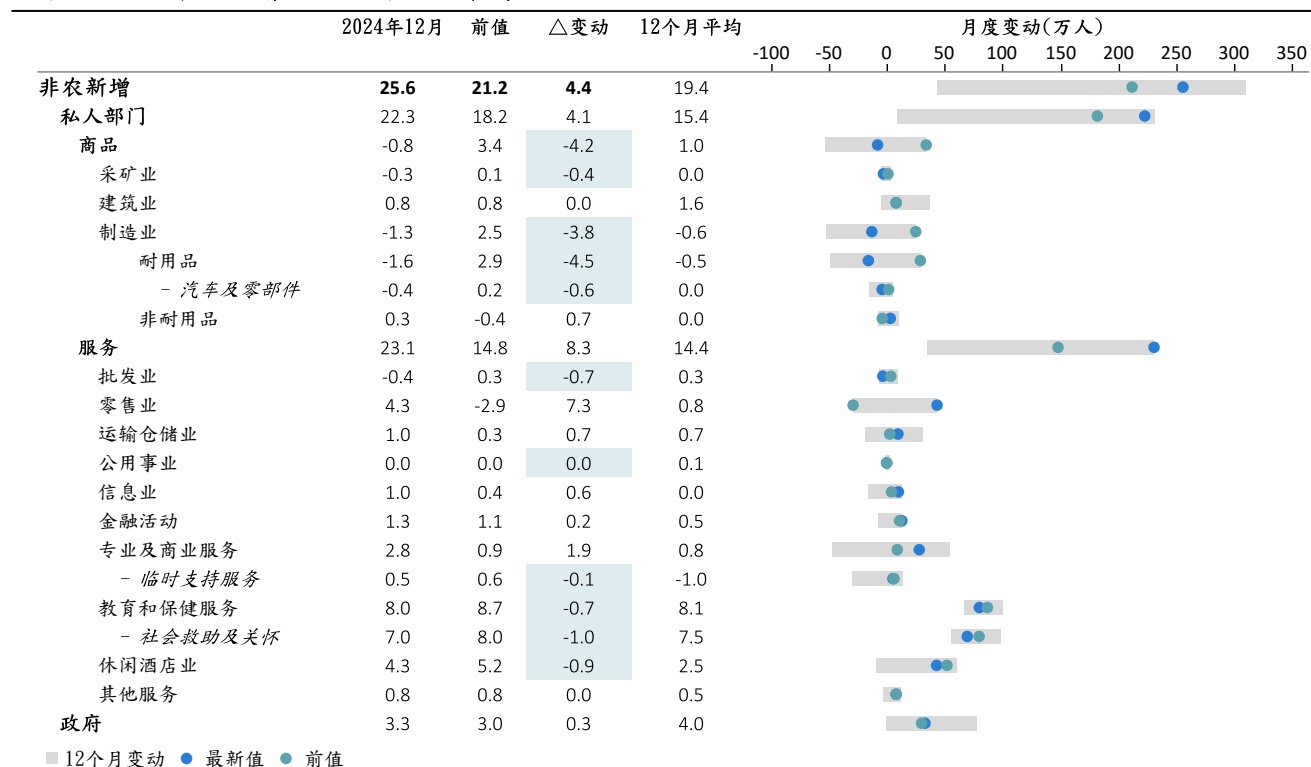
强劲就业增长势头下，工资增速却略有回落。12 月平均时薪同比增速降至 3.9%，低于预期和上月的 4.0%。而时薪环比增速 0.3%，同样低于上月的 0.4%。工资增速未见明显上升势头主要原因在于本月新增就业最大贡献项之一的零售业工资增速意外放缓，而贡献新增就业近三分之一的教育和保健业工资增速虽有上升，但整体增速较低，因而限制了整体行业工资增速的上行。但与此同时，部分工资增速较高的行业，如信息、金融和专业商业服务的就业人数在降息启动后均在恢复增长，且工资增速有加速势头，可能会推动后续工资增长逐步上行。

大超市场预期的 12 月非农就业数据公布后，市场押注 1 月大概率将跳过降息。最新利率期货市场隐含 1 月降息 25 基点的概率降至 3.3%，而数据公布前为 6.6%；3 月降息 25 基点的概率由 39.6% 降至 23.9%，而年内降息次数已不足 2 次。同时，资产层面反映较大，此前强劲的 ISM 服务业 PMI、职位空缺数数据已经推动美债收益率快速上行，12 月非农数据更是推波助澜，美债短、长利率均大幅飙升，美债 10 年期利率一度升至 4.79% 的高位，美元冲至 109.6，而美股三大指数均有较大跌幅。

1 月 FOMC 会议公布前尚有下周公布的 12 月 CPI 数据可供参考。我们倾向于认为通胀数据短期内难有明显放缓，1 月跳过降息是大概率情形。当前美联储官员对于降息有较大分歧，尽管多数官员均表示将放缓降息，依据数据来进行观察，但美联储沃勒近期表示通胀将继续降温，并朝着 2% 的目标迈进，支持年内进一步降息。我们同样认为上半年仍存在降息的窗口：

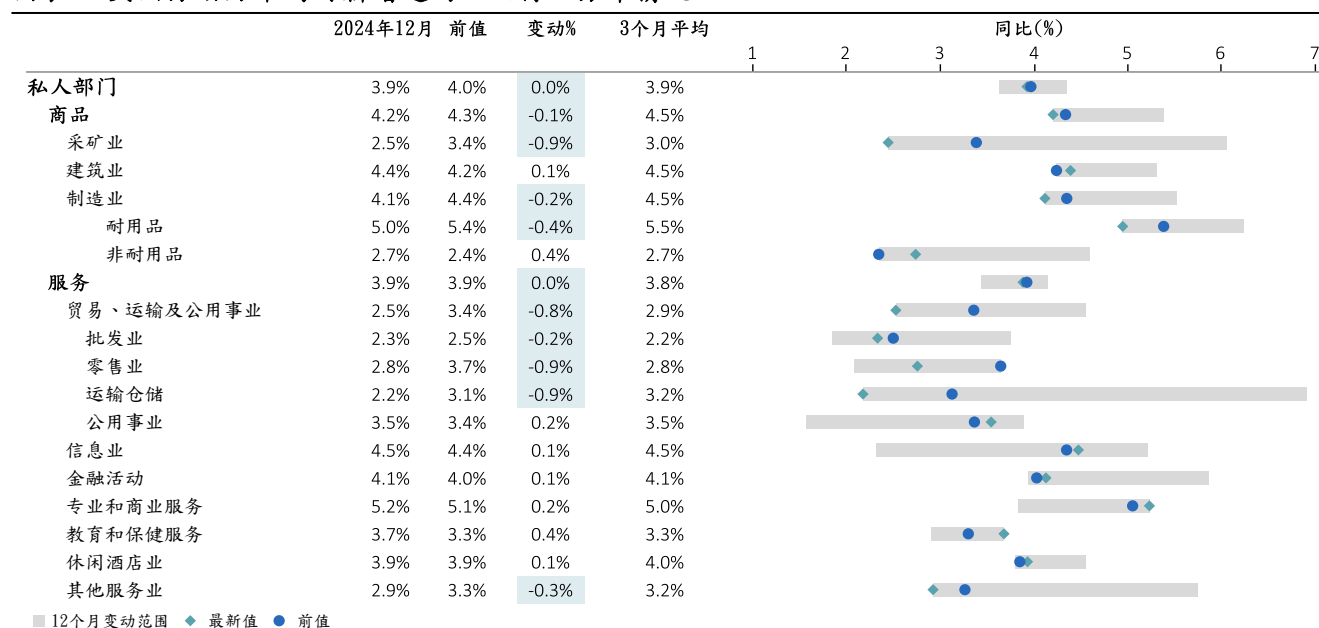
尽管近期就业数据强劲，但考虑到 1) 短期多个行业的轮番罢工，可能会加大非农就业数据的波动；2) 2 月将公布非农年度修订和基数调整，有一定概率下调 2024 年的非农就业总数；3) 当前美国产需缺口明显收窄，就业市场已显著降温，供需基本达到平衡，工资大幅上涨动能有限；以及 4) 驱逐移民政策影响将首先反映在私营部门就业数据中，而特朗普计划成立的政府效率部可能同步推动政府部门就业收缩。与此同时，近一阶段美债利率的上涨，使得美国金融条件再度收紧，可能将带来多个经济领域的降温，限制就业、通胀的快速上行。以上因素均有利于美联储在上半年择时降息，继续调低政策利率，亦应对和观察下半年特朗普政策效应。

图表 1: 美国非农新增就业及行业分布情况



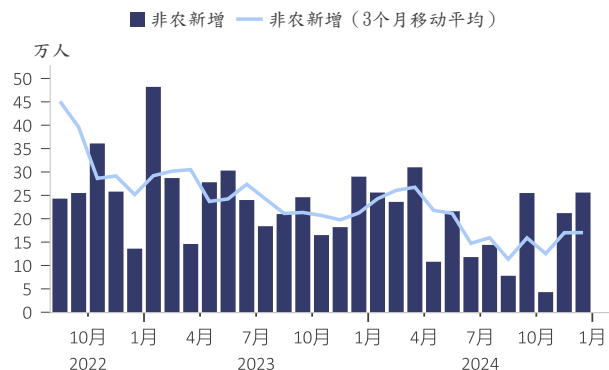
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 美国劳动力平均时薪增速同比及行业分布情况



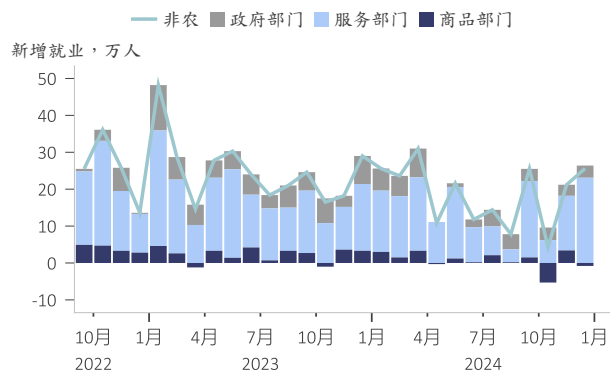
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 美国非农新增就业走势



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 美国非农各部门贡献情况



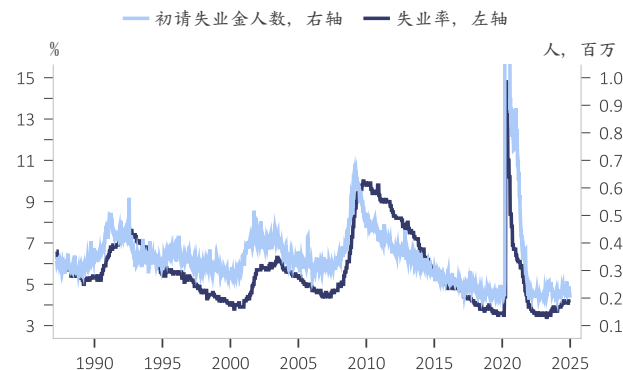
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 美国劳动参与率与失业率走势



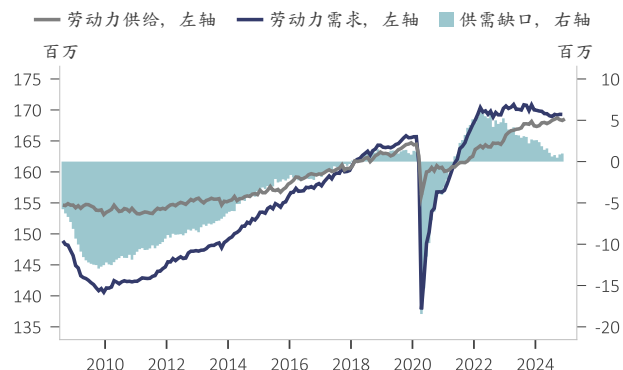
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 初请失业金与失业率走势



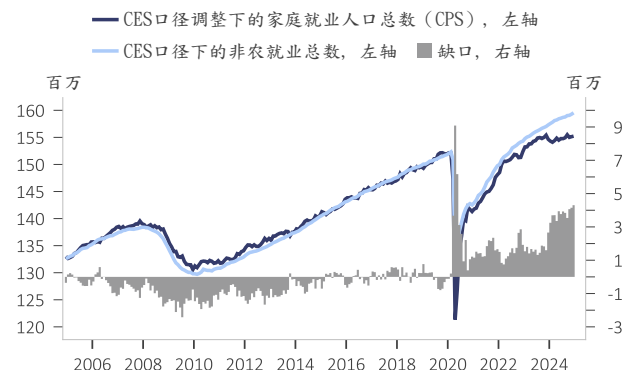
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 美国劳动力供需缺口



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: 美国 CES 与 CPS 就业人数统计缺口



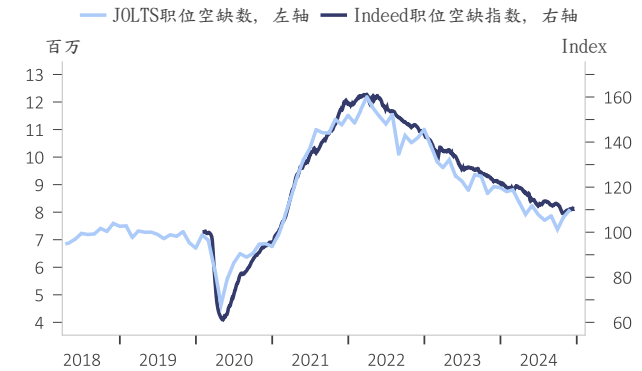
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 9: 美国 ISM 制造业及服务业就业指数



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 10: 职位空缺数与 Indeed 职位空缺领先指标



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 11: 美国主动离职率、雇佣率及裁员率



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 12: 临时服务人数与每周工作时长走势



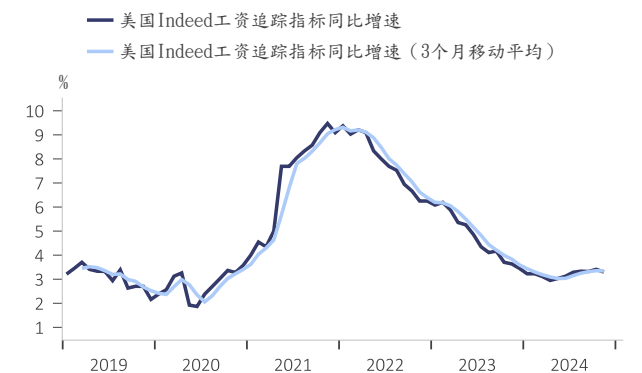
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 13: 平均时薪同比及环比



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 14: Indeed 美国工资追踪指标同比增速



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。