

研究所

分析师: 李起
SAC 登记编号: S1340524110001
Email: liqi2@cnpsec.com
研究助理: 高晓洁
SAC 登记编号: S1340124020001
Email: gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《择时降准降息，关注防范资金空转》 - 2025.01.06

宏观观点

就业数据超预期，降息预期降温——12 月美国非农数据解读

● 核心观点

周五美国发布非农就业报告，12 月非农新增 25.6 万人，远超市场预期，11 月小幅下修至 21.2 万人。12 月失业率从 4.2% 下降至 4.1%，低于市场预期的 4.2%。毫无疑问，这是一份非常强劲的就就业报告。

这与更高频的申领失业金数据反映的趋势相一致。下图可以看出，近期无论是初次申请还是持续领取失业金的人数均有所下降，印证了就业市场的强劲表现。

从结构上来看，家庭调查的失业人数从 712 万人降至 688.4 万人，其中仅主动离职者环比增加 9.3 万人，其他类型的失业者均有所减少，这可能是因为特朗普正式就职前，企业为应对潜在的移民收紧等政策，采取提前囤积劳动力的措施。

行业方面，除了教育和医疗保健行业依然以新增 8 万人稳居第一，零售业也以新增 4.3 万人位列第二。这与我们在上个月的报告中提到的 2024 年感恩节假期相对较晚有关，因此预计零售业的就业增长可持续性有限。此外，休闲住宿和政府部门也是就业增长的主要来源。

劳动参与率依然维持在 62.5%，与上个月一致。自 2023 年 12 月以来，劳动参与率一直保持在 62.5%-62.8% 窄幅波动。但 25 至 54 岁的壮龄劳动力参与率在近半年内持续下行，从 7 月的 84% 下降到 12 月的 83.4%。未来随着移民政策收紧，劳动参与率可能缺乏向上的动能。

值得关注的是，薪资增速有所放缓，12 月平均时薪增速环比增长 0.3%，低于前值的 0.4%，同比增长 3.9%，低于前值和预期的 4%。亚特兰大联储的薪资追踪器数据也显示，每小时薪资增速稳步下行。

整体而言，这是一份强劲的非农报告，同时，得益于薪资增速仍稳步下行，就业的强劲或许不会对去通胀进程形成太大阻碍。数据发布后，芝加哥联储主席古尔斯比释放了安抚市场的信号，他表示不应该过度关注单个就业报告，如果经济条件稳定，且通胀没有上升，那么利率应当继续下降。

考虑到特朗普上台后的关税和移民等政策的影响，企业或倾向于抢出口、囤积劳动力，近两个月，美国 PMI 新订单和新出口订单分项均持续上行就是佐证。我们认为，未来几个月内，经济数据的表现仍将较为强劲。当前市场预期 2025 年全年美联储仅在 6 月降息一次，我们认为这一定价过于鹰派，加上当前期限溢价处于较低水平，短端美债已经具有较高的配置价值。

● 风险提示：

美国经济基本面超预期走弱；美联储降息幅度和速度超预期；金融风险事件。

目录

1	12月非农数据显示美国就业仍然强劲.....	4
2	风险提示.....	7

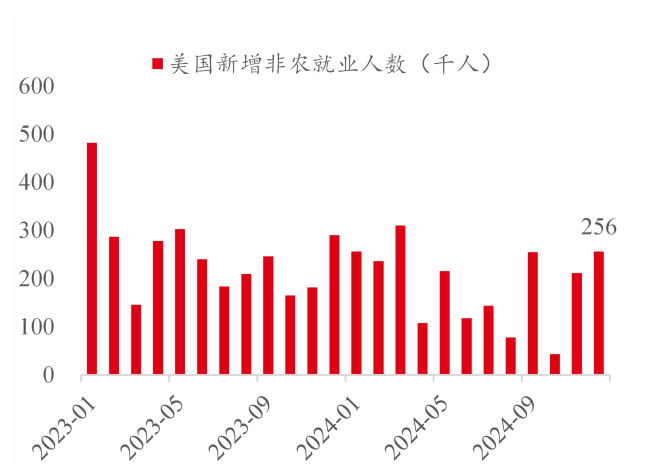
图表目录

图表 1: 美国新增非农就业人数	4
图表 2: 美国失业率	4
图表 3: 美国初次申请失业金人数 (万人)	4
图表 4: 美国持续领取失业金人数 (万人)	4
图表 5: 新增失业人数主要由主动离职者贡献 (千人)	5
图表 6: 美国各行业新增就业人数 (千人)	5
图表 7: 美国各年龄段劳动力参与率 (%)	6
图表 8: 12 月美国平均时薪增速小幅低于预期	6
图表 9: 每小时薪资增速下降	6

1 12月非农数据显示美国就业仍然强劲

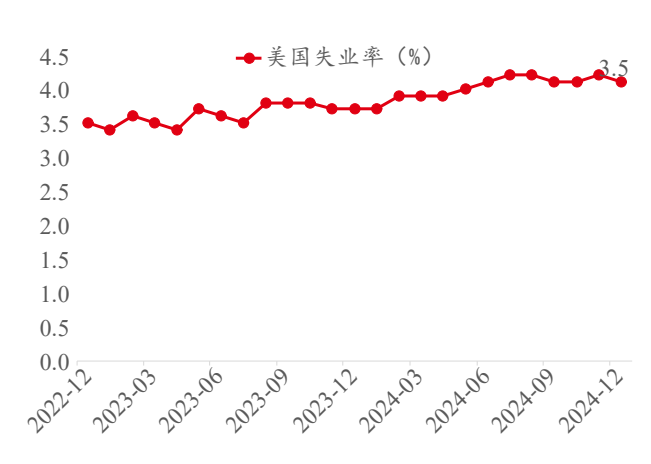
周五美国发布非农就业报告，12月非农新增25.6万人，远超市场预期，11月小幅下修至21.2万人。12月失业率从4.2%下降至4.1%，低于市场预期的4.2%。毫无疑问，这是一份非常强劲的就业报告。

图表1：美国新增非农就业人数



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

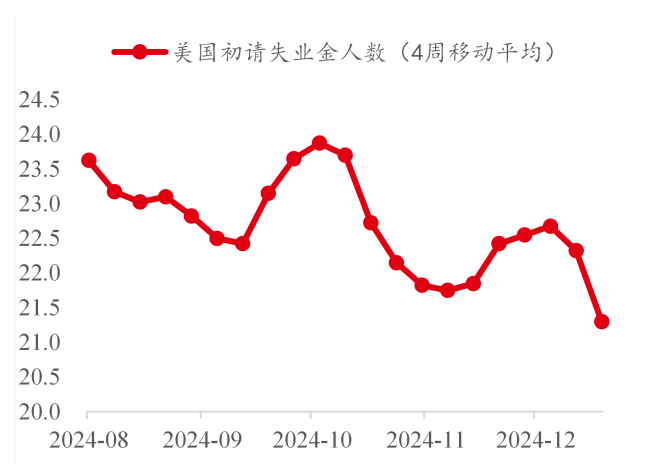
图表2：美国失业率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

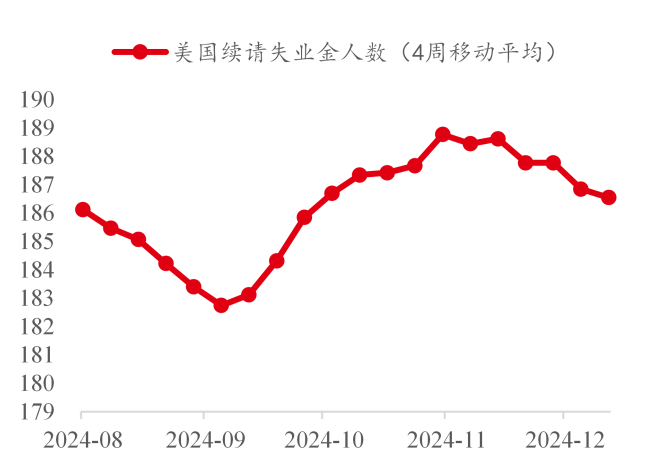
这与更高频的申领失业金数据反映的趋势相一致。下图可以看出，近期无论是初次申请还是持续领取失业金的人数均有所下降，印证了就业市场的强劲表现。

图表3：美国初次申请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

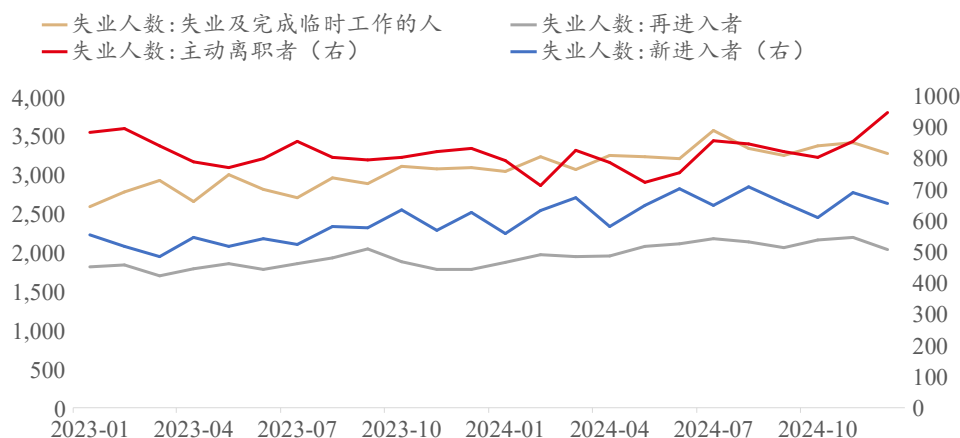
图表4：美国持续领取失业金人数（万人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

从结构上来看，家庭调查的失业人数从 712 万人降至 688.4 万人，其中仅主动离职者环比增加 9.3 万人，其他类型的失业者均有所减少，这可能是因为在特朗普正式就职前，企业为应对潜在的移民收紧等政策，采取提前囤积劳动力的措施。

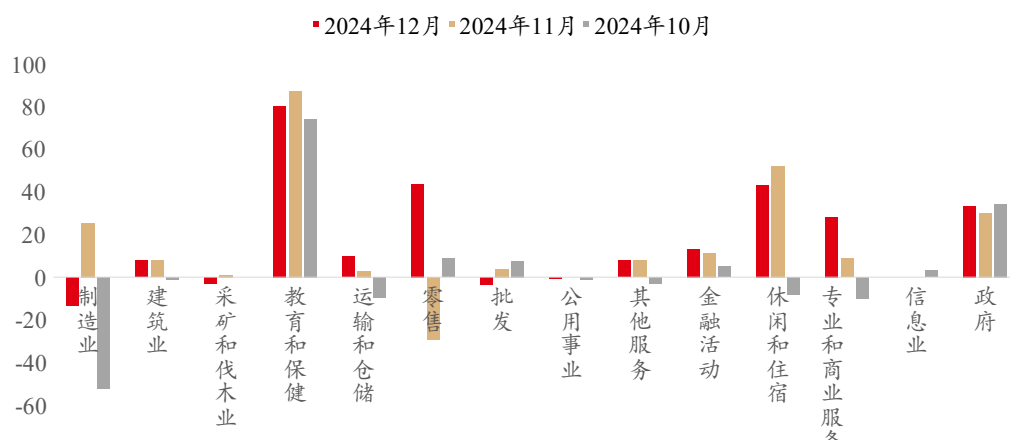
图表5：新增失业人数主要由主动离职者贡献（千人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

行业方面，除了教育和医疗保健行业依然以新增 8 万人稳居第一，零售业也以新增 4.3 万人位列第二。这与我们在上个月的报告中提到的 2024 年感恩节假期相对较晚有关，因此预计零售业的就业增长可持续性有限。此外，休闲住宿和政府部门也是就业增长的主要来源。

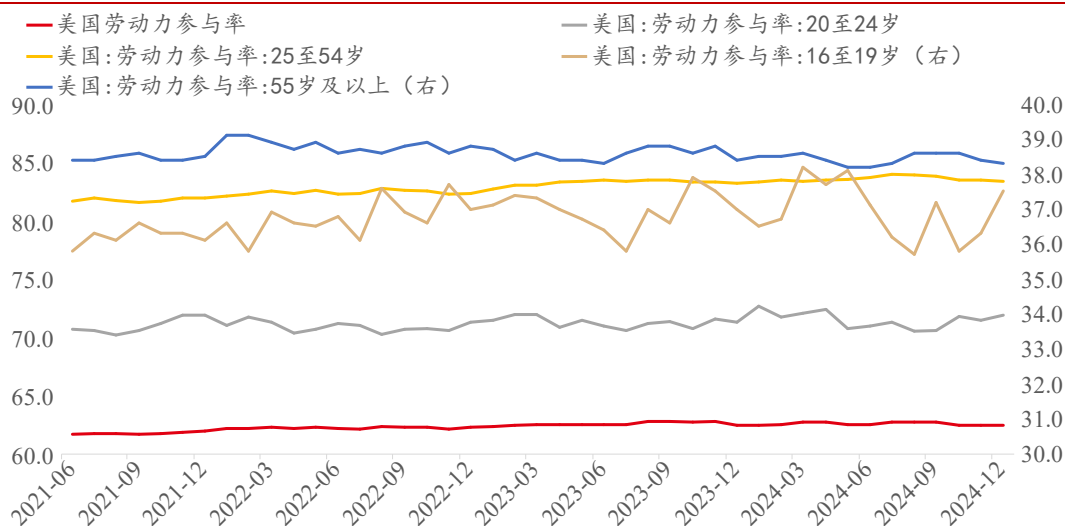
图表6：美国各行业新增就业人数（千人）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

劳动参与率依然维持在 62.5%，与上个月一致。自 2023 年 12 月以来，劳动参与率一直保持在 62.5%-62.8% 窄幅波动。但 25 至 54 岁的壮龄劳动力参与率在近半年内持续下行，从 7 月的 84% 下降到 12 月的 83.4%。未来随着移民政策收紧，劳动参与率可能缺乏向上的动能。

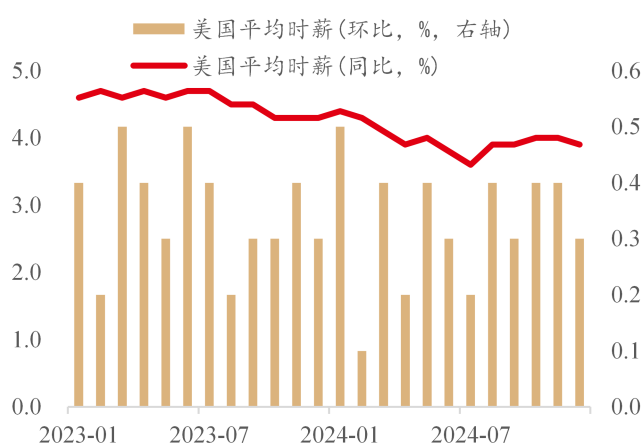
图表7：美国各年龄段劳动力参与率（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

值得关注的是，薪资增速有所放缓，12 月平均时薪增速环比增长 0.3%，低于前值的 0.4%，同比增长 3.9%，低于前值和预期的 4%。亚特兰大联储的薪资追踪器数据也显示，每小时薪资增速稳步下行。

图表8：12 月美国平均时薪增速小幅低于预期



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表9：每小时薪资增速下降



资料来源：亚特兰大联储，中邮证券研究所

整体而言，这是一份强劲的非农报告，同时，得益于薪资增速仍稳步下行，就业的强劲或许不会对去通胀进程形成太大阻碍。数据发布后，芝加哥联储主席古尔斯比释放了安抚市场的信号，他表示不应该过度关注单个就业报告，如果经济条件稳定，且通胀没有上升，那么利率应当继续下降。

考虑到特朗普上台后的关税和移民等政策的影响，企业或倾向于抢出口、囤积劳动力，近两个月，美国 PMI 新订单和新出口订单分项均持续上行就是佐证。我们认为，未来几个月内，经济数据的表现仍将较为强劲。当前市场预期 2025 年全年美联储仅在 6 月降息一次，我们认为这一定价过于鹰派，加上当前期限溢价处于较低水平，短端美债已经具有较高的配置价值。

2 风险提示

美国经济基本面超预期走弱；美联储降息幅度和速度超预期；金融风险事件。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000