

2025 年 01 月 11 日

宏观研究团队

非农就业强劲或将推迟市场降息预期

——美国 12 月非农就业数据点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● 美国新增非农就业数量连续反弹

1. 新增非农就业继续反弹，前值有一定下修

12 月新增非农就业 25.6 万人，较 11 月份初值（22.7 万）继续反弹，且大幅高于市场预期的 15.6 万。10 月、11 月累计下修 0.8 万。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 17.03 万人，较 9-11 月季调后数据基本持平。考虑到 11 月非农就业修复主因飓风后的修复，12 月非农就业数据或也包含一部分因素。结构上看，私人服务新增就业是当前就业的主要部分，其中零售业就业大幅回升，政府部门就业略有走强。

2. 劳动参与率基本不变、失业率略有走低，薪资同比增速略有下降

12 月美国劳动参与率录得约 62.5%，失业率为 4.1%，失业率较 11 月有所下降。再来看失业率成因，相较于 11 月，12 月永久性失业、再就业者占比下降较多，暂时性失业者、离职者占比有所提升。12 月美国非农就业时薪录得 35.69 美金，同比上升 3.9%，环比上升 0.3%，均较 11 月份下降 0.1 个百分点。结合劳动参与率、失业率以及薪资增速的走势来看，美国劳动力市场韧性相对较足，但再均衡的趋势仍然在持续。

3. 劳动力市场供需关系压力边际提升

从 JOLTS 数据来看，11 月份职位空缺数为 809.8 万人，较 10 月上升约 25.9 万人，职位空缺率为 4.8%，目前每个求职者对应约 1.18 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度边际提升。同时，职工主动离职率录得 1.9%、解雇裁员率录得 1.2%，主动离职率与解雇裁员率出现分化，或显示企业的经营压力略有上升，员工离职积极性下降，侧面显示 11 月劳动力市场并未走强，这一点与 11 月职位空缺略有不同，或显示就业与飓风后的修复有关。

● 降息预期或将进一步延后，压制市场风险偏好

第一，结合就业扩散指数以及 PMI 就业指数来看，美国劳动力市场或处于韧性走软状态。12 月 ISM 制造业 PMI 就业与非制造业 PMI 就业指数均有边际放缓，其中非制造业 PMI 就业虽仍处在 50% 荣枯线以上，但 12 月零售业新增就业边际增加较多，其中可能存在一定的节假日效应，后续有较大概率将会消退，从而拖累 2025 年 1 月就业表现。总的看，美国劳动力市场更像是在韧性走软，整体再平衡的趋势仍在进行中。

第二，薪资增速走低，劳动力市场对通胀的支撑作用或将减弱。虽然 12 月新增非农就业超预期，但如前所述，可能与节假日等季节性有一定关系。而 12 月平均薪资增速同比与环比均出现下滑，意味着居民消费能力或将边际走软。

不过 12 月份的非农就业数据或将推迟市场对美联储的降息预期，从而压制市场风险偏好。结合前期 FOMC 会议上的联储官员表态来看，美联储内部对于后续降息节奏的放缓有着较为一致的共识，但并不认为降息已经结束。因此从 12 月份的非农就业数据来看，由于就业相对强劲，市场大概率将会预期美联储降息预期进一步后移，从而压制市场风险偏好。

此外，随着特朗普将在 2025 年 1 月 20 日宣誓就职，我们需要密切关注特朗普就职后的经济政策，如果其开启大规模驱逐移民以及关税等政策，或将对美国劳动力市场带来较大扰动，从而对美联储的货币政策产生重要影响。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《核心 CPI 超季节性回升，实物价格表现好于服务——宏观经济点评》-2025.1.9

《从 1.0 到 2.0：特朗普施政路径及影响的不变与变——宏观经济专题》-2025.1.8

《二手房价格止跌回稳——宏观周报》-2025.1.5

目 录

1、美国新增非农就业数量连续反弹	3
1.1、新增非农就业继续反弹，前值有一定下修	3
1.2、劳动参与率基本不变、失业率略有走低	4
1.3、薪资同比、环比增速均边际下降，工作时长维持不变	5
1.4、劳动力市场供需关系压力边际提升	6
2、降息预期或将进一步延后，压制市场风险偏好	7
3、风险提示	8

图表目录

图 1：12 月美国新增非农就业人数上升较多	3
图 2：12 月失业率略有下行、劳动参与率基本不变	4
图 3：12 月 25-54 岁区间人口劳动参与率基本保持平稳	4
图 4：12 月永久性失业占比略有回落	5
图 5：12 月因经济原因从事兼职工作人员数量继续减少	5
图 6：12 月时薪增速同比、环比增速均下降	5
图 7：12 月美国周工作时长维持不变	5
图 8：信息业、专业和商业服务薪资同比增速较高	6
图 9：11 月职位空缺数、空缺率均上行	6
图 10：11 月员工离职率下降、裁员率维持不变	6
图 11：11 月美国劳动力缺口略有提升	7
图 12：非制造业 PMI 就业指数略有下降	7
图 13：3 个月后就业扩散指数边际回落	7
图 14：12 月美国私人工资总额同比增速下行	8
表 1：12 月非农新增就业细项及变动	4

事件：美国公布 12 月最新就业数据。其中新增非农就业 25.6 万，大幅高于市场预期的 16.5 万；失业率为 4.1%，平均时薪同比增长 3.9%，均低于市场预期。

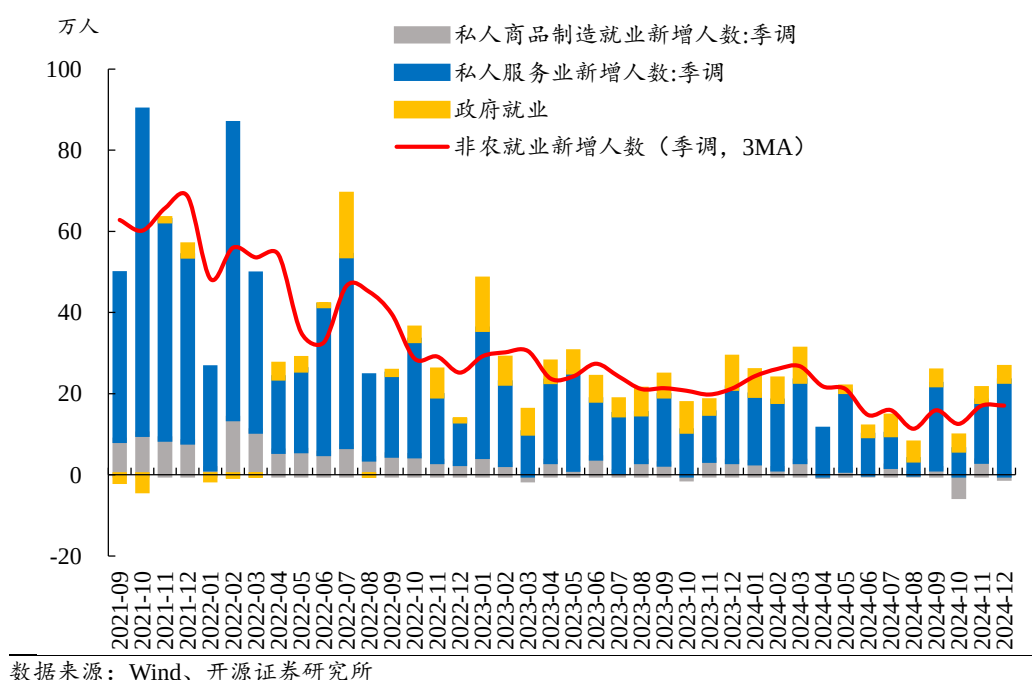
1、美国新增非农就业数量连续反弹

1.1、新增非农就业继续反弹，前值有一定下修

12 月新增非农就业 25.6 万人，较 11 月份初值（22.7 万）继续反弹，且大幅高于市场预期的 15.6 万。10 月、11 月新增非农就业分别上修 0.7 万、下修 1.5 万，两个月累计下修 0.8 万，总体下修幅度相对较小¹。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 17.03 万人，较 9-11 月季调后数据平均值基本持平。考虑到 11 月非农就业修复主因飓风后的修复，12 月非农就业数据或也包含一部分因素。事实上，10-12 月平均数为 16.5 万，并未大幅超越市场预期。我们认为后续新增非农就业数值大概率将呈下降态势，预计重新回落至 10-15 万区间。

结构上看，私人服务新增就业是当前就业的主要部分，其中零售业就业大幅回升，政府部门就业略有走强。12 月私人部门就业增加 22.3 万（商品制造减少 0.8 万，服务业增加 23.1 万），政府就业新增 3.3 万。分行业来看，零售业、教育和保健服务、休闲和酒店业新增就业较多，分别为 4.3 万、8.0 万、4.3 万。此外，零售业在 12 月较 11 月有大幅反弹，或与 12 月美国进入圣诞新年假期有关。往后看，12 月非农就业数据显示当前美国劳动力市场韧性较为充足，整体或处于充分就业区间。

图1：12 月美国新增非农就业人数上升较多



¹ 因非农数据会经历 2 次修正，本次 10 月新增数据为第 2 次修正。

表1：12月非农新增就业细项及变动

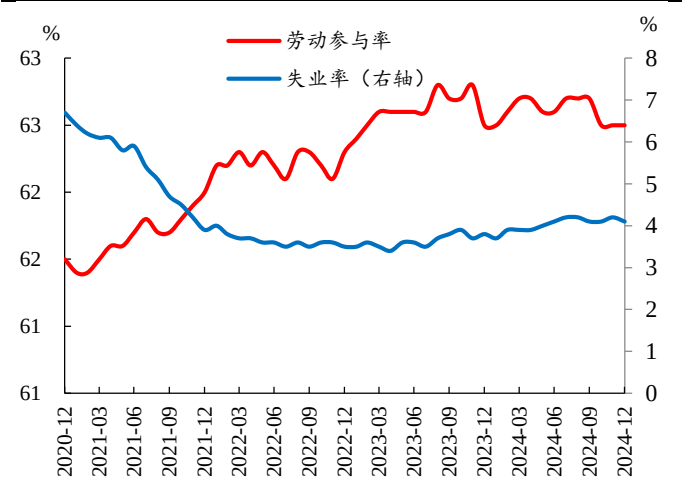
行业(千人)	占比 (%)	较11月变化	2024-12	2024-11	2024-10	近3月平均
总体新增非农	100.0	44	256	212	43	170
私人部门	87.1	41	223	182	9	138
采矿业	-1.2	-4	-3	1	0	-1
建筑业	3.1	0	8	8	-1	5
制造业	-5.1	-38	-13	25	-52	-13
批发业	-1.4	-7	-4	3	7	2
零售业	17.0	73	43	-29	9	8
运输仓储业	3.8	7	10	3	-10	1
公用事业	-0.1	0	0	0	-1	0
信息业	3.9	6	10	4	-2	4
金融活动	5.1	2	13	11	5	10
专业和商业服务	10.9	19	28	9	-10	9
教育和保健服务	31.3	-7	80	87	74	80
休闲和酒店业	16.8	-9	43	52	-8	29
其他服务业	3.1	0	8	8	-3	4
政府就业	12.9	3	33	30	34	32
联邦政府	2.3	6	6	0	3	3
州和地方政府	10.5	-3	27	30	31	29

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率基本不变、失业率略有走低

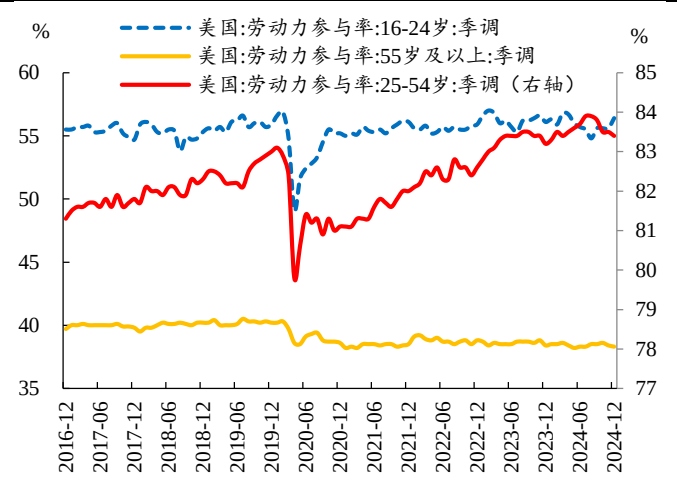
12月美国劳动参与率录得约62.5%，失业率为4.1%，失业率较11月有所下降。具体来看，12月份调查城市人口增加17.5万，劳动力人口增加24.3万。总就业人口上升47.8万，失业人口减少23.5万，导致劳动参与率提升0.05个百分点至62.51%，整体变动较小。但失业率下降0.15个百分点至4.086%，降幅相对较大。年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率维持在83.4%的较高水平区间，55岁及以上劳动参与率下降0.1个百分点至38.3%，但16-24岁人群劳动参与率提升0.8个百分点至56.4%，显示当前主力劳动人群就业意愿相对较高的同时，年轻人群的就业意愿有所提升。族裔方面，所有族裔12月失业率均有不同程度的下降。12月劳动参与率基本不变，且失业率有所下行，显示当前美国劳动力市场边际走强。

图2：12月失业率略有下行、劳动参与率基本不变



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：12月25-54岁区间人口劳动参与率基本保持平稳



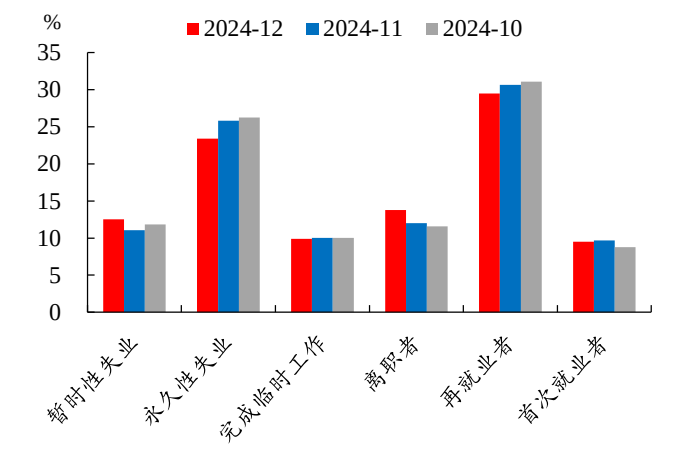
数据来源：Wind、开源证券研究所

再来看失业率成因，相较于11月，12月永久性失业、再就业者占比下降较多，请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

暂时性失业者、离职者占比有所提升。此外，因经济原因从事兼职工作的人员数量降幅继续扩大，显示当前劳动力市场呈现出较为明确的修复态势。当然，这也有可能

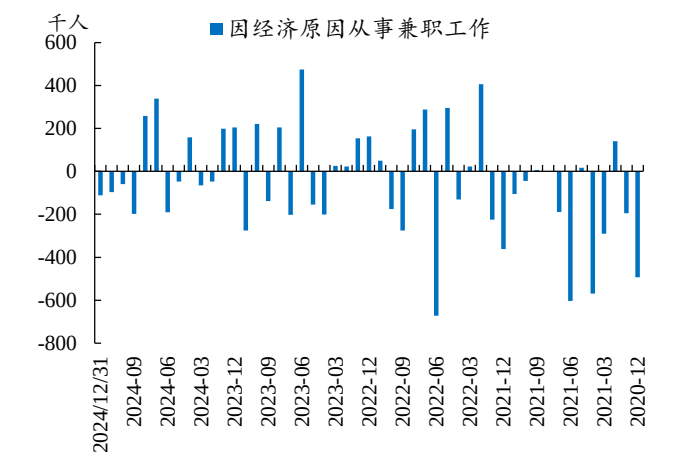
能与 12 月假期到来有关。

图4：12 月永久性失业占比略有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：12 月因经济原因从事兼职工作人员数量继续减少



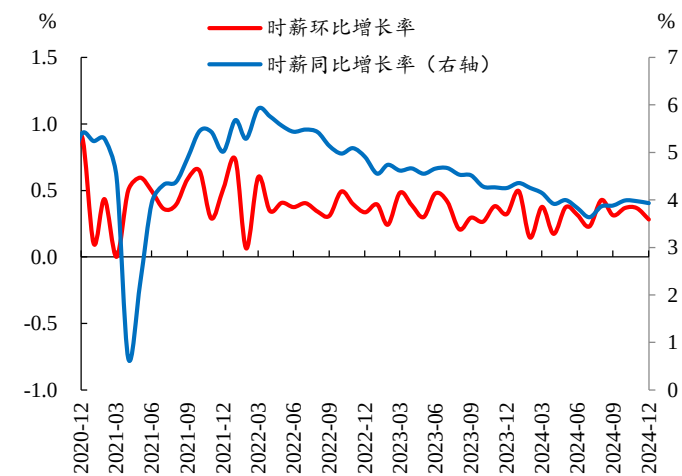
数据来源：FRED、开源证券研究所

1.3、薪资同比、环比增速均边际下降，工作时长维持不变

12 月美国非农就业时薪录得 35.69 美金，同比上升 3.9%，环比上升 0.3%，均较 11 月份下降 0.1 个百分点。具体来看，建筑业、信息业、专业和商业服务薪资同比增长较多，教育和保健服务、专业和商业服务环比增长较多。总的看，零售业薪资同比增速相对较低，或是整体薪资同比增速有所下行的的重要原因。

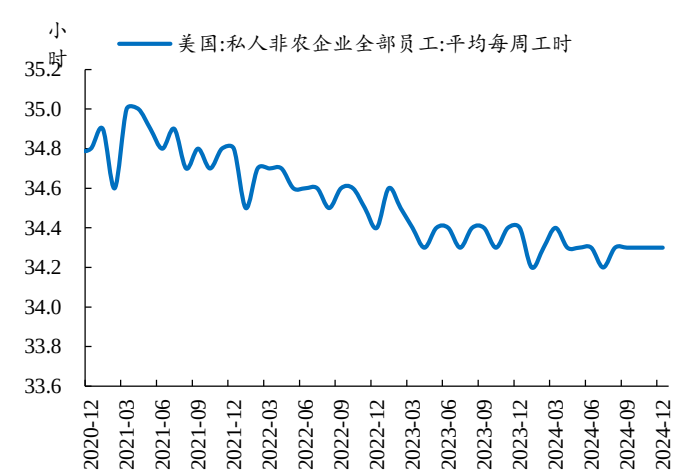
我们认为，结合劳动参与率、失业率以及薪资增速的走势来看，美国劳动力市场韧性相对较足，但再均衡的趋势仍然在持续。此外，12 月美国周工作时长较 11 月维持不变，结合当前失业率的小幅下降来看，后续薪资增速有较大概率维持震荡下行趋势，这也意味着后续居民消费持续上行的支撑或相对不明显。

图6：12 月时薪增速同比、环比增速均下降

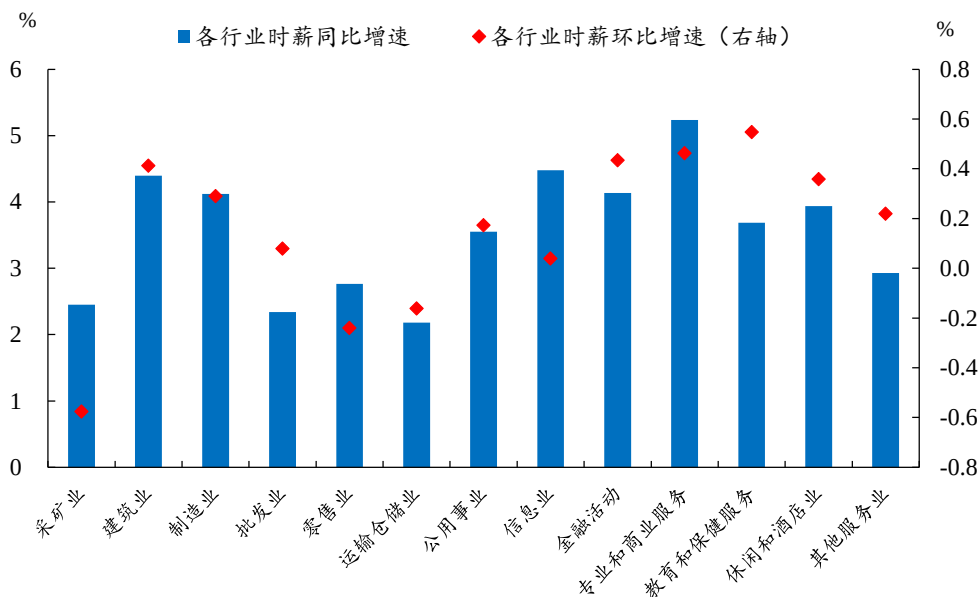


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：12 月美国周工作时长维持不变



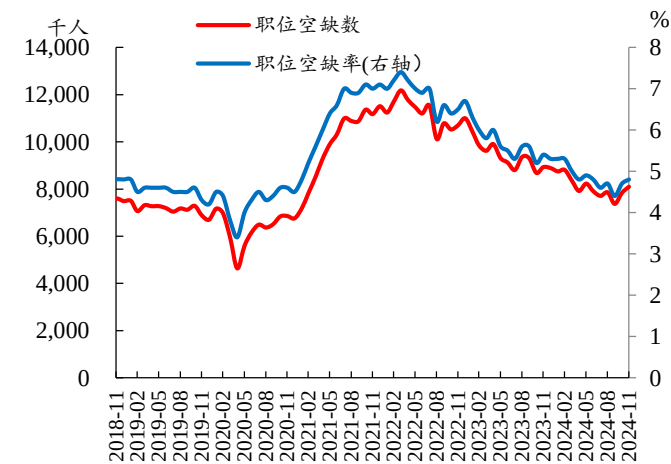
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：信息业、专业和商业服务薪资同比增速较高


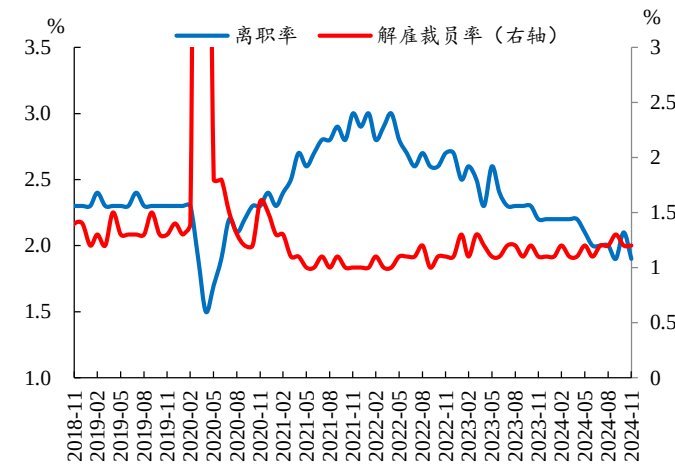
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、劳动力市场供需关系压力边际提升

从 JOLTS 数据来看，11 月份职位空缺数为 809.8 万人，较 10 月上升约 25.9 万人，职位空缺率为 4.8%，目前每个求职者对应约 1.18 个工作岗位，**美国劳动力市场的供需紧张程度边际提升**。同时，职工主动离职率录得 1.9%、解雇裁员率录得 1.2%，主动离职率与解雇裁员率出现分化，或显示企业的经营压力略有上升，员工离职积极性下降，侧面显示 11 月劳动力市场并未走强，这一点与 11 月职位空缺略有不同，或显示就业与飓风后的修复有关。

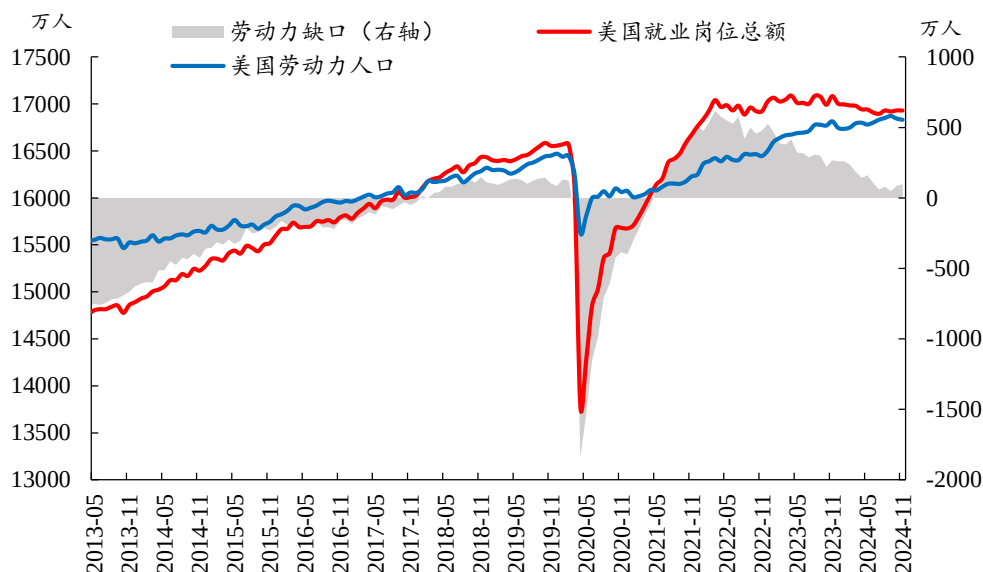
图9：11 月职位空缺数、空缺率均上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：11 月员工离职率下降、裁员率维持不变


数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，11 月美国总劳动力缺口（就业人数总额+岗位空缺—劳动力人口）较 10 月上升 11 万至 97.7 万，与疫情前的平均水平基本相当，显示当前劳动力市场或已基本完成再平衡，且整体实现了较为充分的就业。

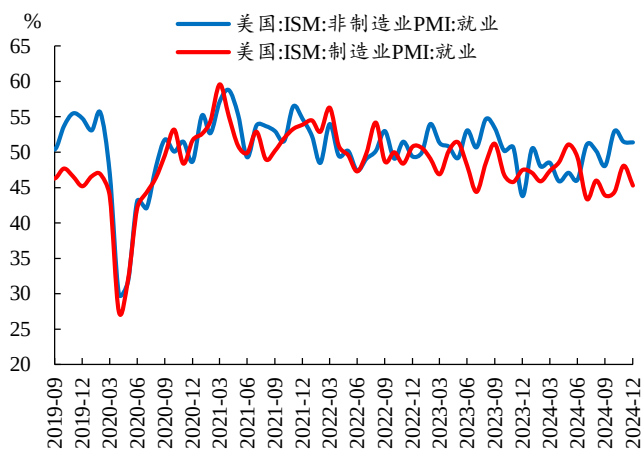
图11：11月美国劳动力缺口略有提升


数据来源：FRED、开源证券研究所

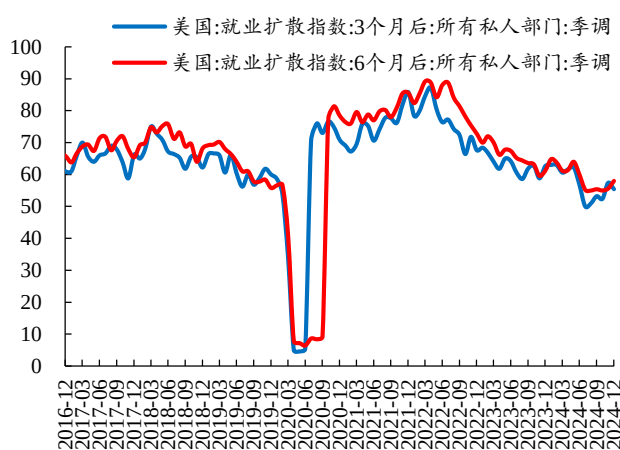
2、降息预期或将进一步延后，压制市场风险偏好

由于11月非农存在较为明显的修复效应，因此当月数据经济意义有限，这也是美联储在12月继续降息25bp的重要原因。但12月非农的超预期走强，或将促使市场对美联储2025年降息预期延后，并对市场风险偏好产生进一步压制。但我们认为12月数据或有一定的季节性因素，薪资增速走弱的背景下，整体就业对通胀的支撑作用或也将下降，2025年美联储降息或呈现先慢后快形态。

第一，结合就业扩散指数以及PMI就业指数来看，美国劳动力市场或处于韧性走软状态。12月ISM制造业PMI就业与非制造业PMI就业指数均有边际放缓，其中非制造业PMI就业虽然仍处在50%荣枯线以上，但12月零售业新增就业边际增加较多，其中可能存在一定的节假日效应，后续有较大概率将会消退，从而拖累2025年1月就业表现。此外，3个月就业扩散指数较11月边际下滑，6个月就业扩散指数则略有上升，两者表现分化。因此总的看，美国劳动力市场更像是在韧性走软，整体再平衡的趋势仍在进行中。

图12：非制造业PMI就业指数略有下降


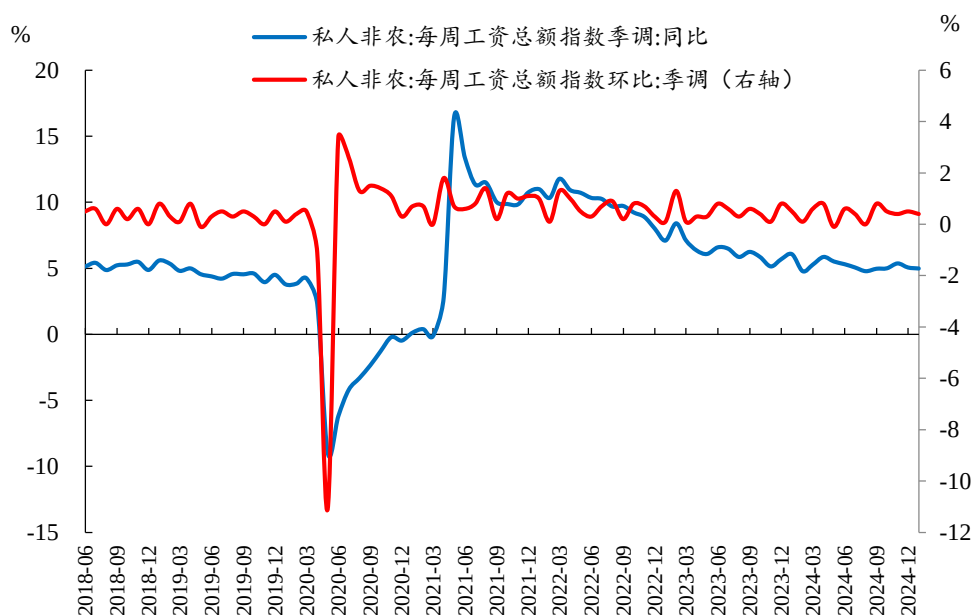
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：3个月后就业扩散指数边际回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，薪资增速走低，劳动力市场对通胀的支撑作用或将减弱。虽然 12 月新增非农就业超预期，但如前所述，可能与节假日等季节性有一定关系。而 12 月平均薪资增速同比与环比均出现下滑，意味着居民消费能力或将边际走软。如果观察更为全面的私人非农每周工资总额指数，12 月同比增加 4.99%、环比增加 0.4%，均较 11 月有所下降。从这个角度看，后续劳动力市场对通胀的整体支撑作用或将减弱，不宜太高估劳动力市场对通胀的支撑作用。

图14：12月美国私人工资总额同比增速下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

不过 12 月份的非农就业数据或将推迟市场对美联储的降息预期，从而压制市场风险偏好。事实上，在 12 月份的 FOMC 会议上，美联储主席鲍威尔的发言便相对鹰派，并宣布美联储将会放缓降息节奏，对市场风险偏好产生了一定程度的打击（《美联储迈入缓步降息新阶段——12 月 FOMC 会议点评》）。从芝加哥联储主席 Goolsbee 在数据发布后的发言来看，其认为非农就业强劲并不代表美国经济过热，只要通胀不走高，后续降息仍将继续进行²。结合前期 FOMC 会议上的联储官员表态来看，美联储内部对于后续降息节奏的放缓有着较为一致的共识，但并不认为降息已经结束。因此从 12 月份的非农就业数据来看，由于就业相对强劲，市场大概率将会预期美联储降息预期进一步后移，从而压制市场风险偏好。事实上，数据发布后，美股录得不小跌幅，美债收益率则录得一定涨幅。

此外，随着特朗普将在 2025 年 1 月 20 日宣誓就职，我们需要密切关注特朗普就职后的经济政策，如果其开启大规模驱逐移民以及关税等政策，或将对美国劳动力市场带来较大扰动，从而对美联储的货币政策产生重要影响。（《从 1.0 到 2.0：特朗普施政路径及影响的不变与变》）

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

² <https://wallstreetcn.com/articles/3738895>

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年11月21日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn