

谁更中意非农？特朗普 or 美联储

2025 年 01 月 11 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ **异常强劲的非农就业，对特朗普来说，是压力还是动力？对美联储来说，是否意味着下次降息渐行渐远？**12 月非农新增就业 25.6 万人，大幅高于市场预期的 16 万人，失业率超预期降至 4.1%。数据发布后半小时，美元跳升至 109.9，10Y 美债跃升至 4.79%，一季度降息的市场预期降至 30% 以下；当夜美股三大股指收跌。**对美联储来说，下次降息的门槛再次提高、或需看到通胀更多次数和连续下降；对特朗普来说，“前任”留下如此强劲的政绩，同时美债收益率高企令美股承压，或为其政策操作带来压力。**

➤ **美联储一季度降息的预期再受打击、降至 30% 以下。**

➤ **本期非农就业，不仅总量强、结构也不错。**12 月新增非农就业 25.6 万人，分行业看：教育医疗和政府部门是近一年非农就业的重要支撑，12 月共新增 11.3 万人表现稳定；值得注意的是，更多的服务业也呈现了强劲的就就业增长，包括零售业、休闲酒店业、专业和商业服务、金融和信息业。

➤ **失业率的下降也没什么“水分”，12 月下降 0.14 个百分点至 4.09%，按失业原因拆分，“永久性失业者”和“再进入者”显著下降，是带动失业率走低的主因。**此外，本周公布 11 月 JOLTS 职位空缺数 809.8 万人同样显著高于预期，职位空缺数升至 4.8%，这些数据共同描绘了一个健康的劳动力市场。

➤ **美联储还有可能转鸽吗？就业数据还有可能反转吗？**一是关注特朗普移民政策和裁减联邦机构的推进力度（马斯克曾表示将现有的约 428 个联邦机构裁至 99 个）；二是，下个月公布非农年度修订的最终结果，若大幅下调，可能再次削弱非农数据的公信力；三是，高利率对经济的抑制作用传导需要时间，经济数据转弱或在特朗普就职后逐步显现。**而在当前就业健康的情况下，美联储需要看到通胀更多次数连续的下降，才会落地下次降息。**

➤ **作为特朗普上任前的最后一次非农，如此强劲的表现，也给特朗普不小压力。**

➤ **特朗普第一任期，“就业”是他最骄傲的成绩单¹之一，**截至 2020 年疫情发生前：美国增加了 700 万个新工作岗位，是政府专家预测的三倍多；失业率达到 3.5% 是半个世纪以来最低；连续 40 个月职位空缺多于招聘人数；失业保险申请人数占总人口比例创下有记录以来的最低。

➤ **拜登离任前留下的强劲数据，或给特朗普施政带来压力。特朗普的难点在于，第二任期是否还能像第一任期一样，失业率平稳下降、职位空缺/失业人数比值平稳上升？相对轻松的是，**特朗普承诺促进制造业就业，而当前制造业就业低迷，2024 全年制造业就业合计减少 8.7 万人，在私营部门 13 个细分行业中表现最差。

➤ **影响就业的政策因素包括：**联邦官员缩编，或导致新增就业滑坡、失业率上

相关研究

1. 美国财政分析：精兵简政：马斯克的前车之鉴-2025/01/07

2. 市场点评：特朗普新闻：“防伪”指南-2025/01/07

3. 政策动态点评：开年政策的发力与蓄力-2025/01/06

4. 大类资产系列：美元：谁来给史诗级上涨降温？-2025/01/05

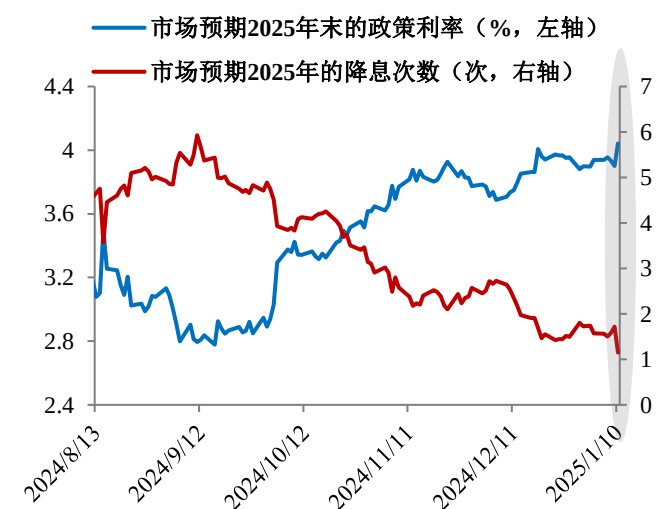
5. 大类资产系列：2025：“美国例外论”的“例外”？-2025/01/03

¹ <https://trumpwhitehouse.archives.gov/trump-administration-accomplishments/>

升；净移民流入收紧，或令新增就业和失业率均下降；而加关税对就业的影响具有双面性，对不同行业的影响更为复杂。

➤ **风险提示：** 特朗普的经济政策超预期，美国经济基本面变化超预期。

图1：美国非农新增就业:初值 vs 预期



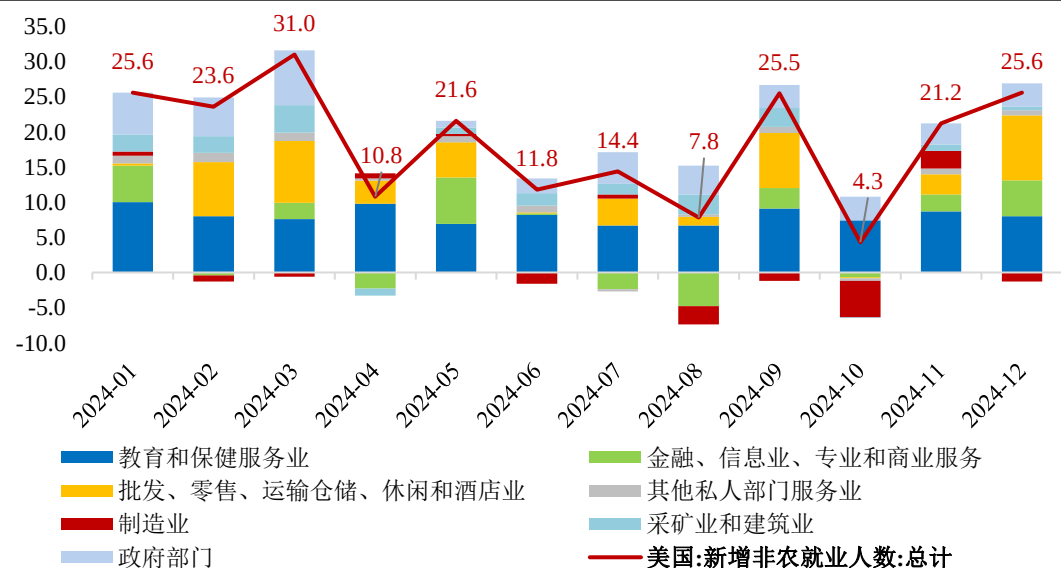
资料来源：彭博，民生证券研究院

图2：美国失业率的走势



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：美国新增非农就业人数的行业分布（单位：万人）



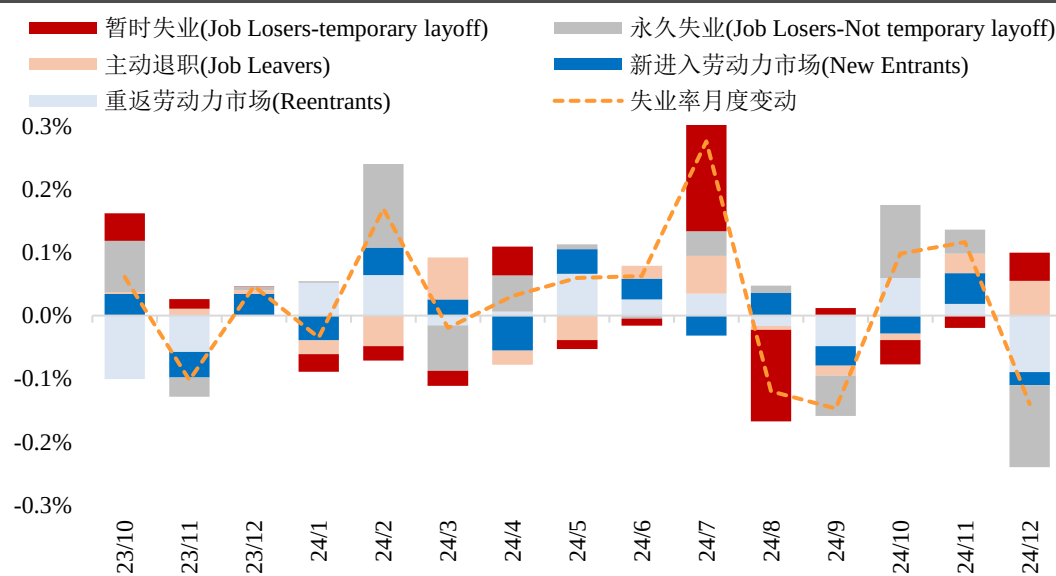
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：美国新增非农就业人数的行业分布（单位：万人）

季调，万人	2024/12	2024/11	2024/10	2024/9	2024/8	2024/7
美国新增非农就业	25.6	21.2	4.3	25.5	7.8	14.4
私人部门	22.3	18.2	0.9	22.2	3.7	9.9
商品生产	-0.8	3.4	-5.3	1.5	0.2	2.1
采矿业	-0.3	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1
建筑业	0.8	0.8	-0.1	2.6	2.8	1.4
制造业	-1.3	2.5	-5.2	-1.2	-2.6	0.6
耐用品制造	-1.6	2.9	-4.9	-0.4	-3.0	0.5
非耐用品制造	0.3	-0.4	-0.3	-0.8	0.4	0.1
服务生产	23.1	14.8	6.2	20.7	3.5	7.8
批发业	-0.4	0.3	0.7	0.2	0.7	0.5
零售业	4.3	-2.9	0.9	0.7	-1.5	-0.4
运输仓储业	1.0	0.3	-1.0	0.8	1.1	-0.2
公用事业	0.0	0.0	-0.1	0.3	0.0	0.0
信息业	1.0	0.4	-0.2	0.1	-0.8	-1.6
金融活动	1.3	1.1	0.5	0.6	0.7	-0.4
专业和商业服务	2.8	0.9	-1.0	2.2	-4.7	-0.4
教育和保健服务	8.0	8.7	7.4	9.1	6.7	6.7
医疗保健和社会救助	7.0	8.0	7.0	8.1	5.5	6.4
休闲和酒店业	4.3	5.2	-0.8	6.1	0.9	3.8
其他服务业	0.8	0.8	-0.3	0.6	0.4	-0.3
政府部门	3.3	3.0	3.4	3.3	4.1	4.5
联邦政府	0.6	0.0	0.3	0.4	0.1	0.0
州政府	1.0	1.3	1.3	2.2	1.4	2.3
地方政府	1.7	1.7	1.8	0.7	2.6	2.2

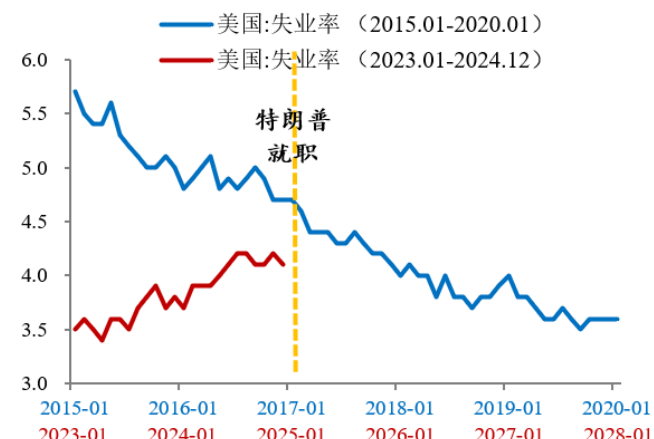
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：美国失业率的月度变动：贡献因素的拆分



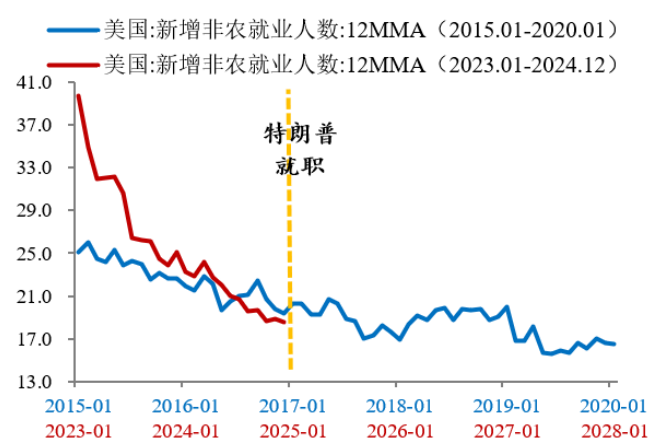
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：特朗普 2017 年和 2025 年就职前后，美国失业率的走势



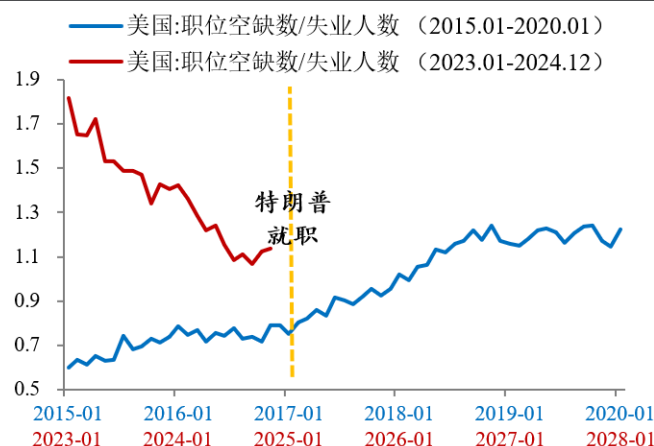
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：特朗普 2017 年和 2025 年就职前后，美国新增非农就业的走势（12 个月移动平均值，万人）



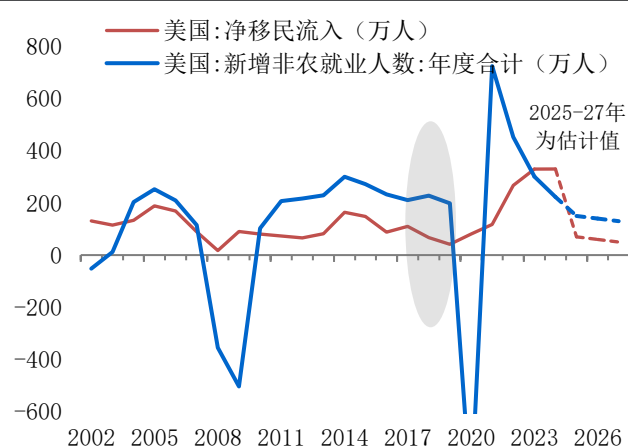
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：特朗普 2017 年和 2025 年就职前后，美国职位空缺数/失业人数比值的表现



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：美国净移民流入在特朗普第一任期明显下降



资料来源：CBO，wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048