



美劳动力市场缓慢降温，维持 12 月降息 25bp 判断

2024 年/12 月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

事件：

2024 年 11 月美国新增季调非农就业人数为 22.7 万人（市场预期增加 22 万人，同时 9 月新增上调 3.2 万人至 25.5 万人，10 月新增上调 2.4 万人至 3.6 万人，两个月合计上调 5.6 万人）。失业率为 4.2%（上月 4.1%，市场预期 4.1%）；劳动参与率 62.5%（上月 62.6%，市场预期 62.7%）；平均时薪同比上涨 4%（上月上涨 4%，市场预期 4%），环比上涨 0.4%（上月上涨 0.4%，市场预期上涨 0.4%）。

点评：

- 1、11 月美国新增季调就业数据为 22.7 万人，相比上月调整后的 3.6 万人大幅增加，表明飓风和罢工的短暂影响已经消散，完全符合我们此前对美国劳动力就业失控可能性不大的预判。此外，失业率相比上月小幅上升至 4.2%，主要是新进入劳动力市场和永久性的失业人数出现明显上升，而暂时性失业人数则出现下降，表明排除短期因素外，美劳动力市场依然处于缓慢降温趋势中。
- 2、从分项数据看 11 月美国非农季调新增就业人数为 22.7 万人，相比上月大幅增加 19.1 万人，主要原因是**服务业**新增就业人数相比上月大幅增加 11.8 万人。此外，制造业新增就业人数结束连续三个月负增长，本月新增 2.2 万人，相比上月大幅增加 7 万人，建筑业新增就业人数相比上月也增加 8000 人，表明飓风和罢工结束后，制造业和建筑业工人的回归。

从服务业分项数据看，11 月服务业新增就业人数为 16 万人，主要来自**教育保健、住宿餐饮和政府部门**。其中，教育保健行业增加 7.9 万人，相比上月增加 1.2 万人；住宿餐饮业新增 5.3 万人，相比上月增加 5.1 万人；政府部门增加 3.3 万人，相比上月减少 5000 人，三个行业占 11 月美国非农新增就业的比重高达 73%。此外，商业服务业新增 2.6 万人，相比上月大幅增加 4.9 万人；金融业新增 1.7 万人，相比上月大幅增加 1.1 万人；而零售业减少 2.8 万人，相比上月继续减少 2.43 万人。住宿餐饮和商业服务业的新增就业人数大幅增加可能与 11 月感恩节及黑五促销有关。



- 3、10月美国职位空缺率为4.6%，较上月增加0.2个百分点，自2021年2月以来首次连续7个月跌破5%。除建筑业、制造业、贸易运输业外，其他大部分行业的职位空缺率相比上月都出现反弹，但相比9月4.8%的职位空缺率仍有所下降，表明美国劳动力市场仍处于缓慢降温中。
- 4、美国劳动力市场已经完全恢复至疫情之前水平，11月非农就业人数总计1.59亿，相比2020年2月增加697.9万人，增幅为5%。从分项数据来看，只有就业人数较少的采矿业相比疫情前仍存在6%的缺口，其他行业的就业人数都超过疫情前水平。

结论：

- 1、由于明年1月特朗普上台后，驱逐非法移民和管控边境是大概率事件，预计将加剧住宿餐饮、商业服务和运输仓储等行业的劳动力短缺局面；加之马斯克主导的政府效率部很可能大幅裁减政府工作人员，预计明年美国新增就业人数很可能相比今年出现明显下降，而失业率则可能处于相对稳定的低位。

- 2、11月美国劳动力失业率数据小幅超市场预期，推升了市场对12月联储降息的预期。目前CME交易所预测美联储12月降息25bp的概率从67%大幅提升至85%；到2025年底预计总降息3次，总降息幅度为75-100bp。

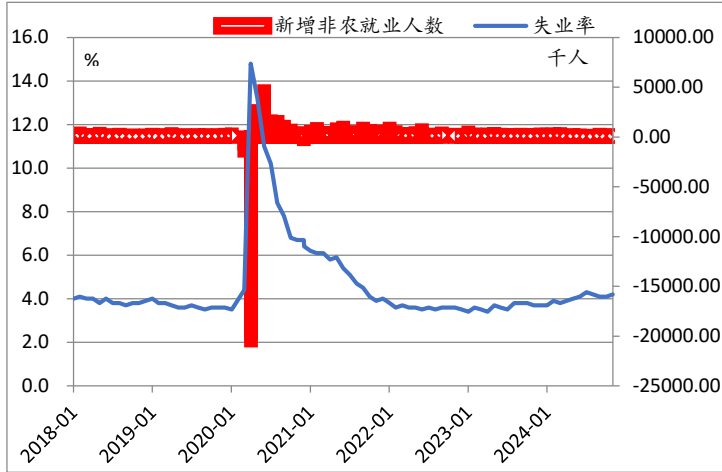
同时，就业数据公布后，市场继续交易降息预期。其中，标普500指数和纳斯达克指数再度上涨创历史新高，黄金价格小幅上涨至2632美元/盎司，美元指数基本持平，10年期美债收益率小幅回落至4.14%。

由于特朗普明年执政后，即将采取的对内减税、驱逐非法移民、逐步对外加征关税等政策，很可能导致明年下半年通胀下行受阻，我们维持今年12月降息25bp的判断，同时降低明年降息幅度和次数的预期，预计上半年仍可能降息2次，每次25bp，而下半年则暂停降息，如果通胀出现明显反弹，则降息幅度很可能低于以上预计。

- 2、未来大类资产价格走势，我们的判断是：

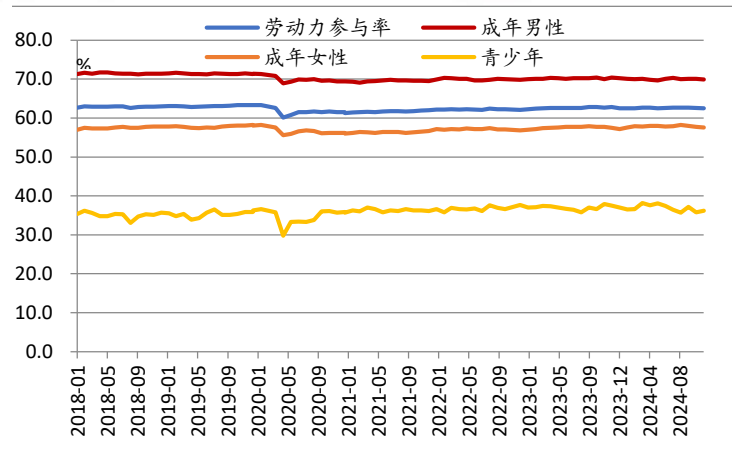
- 预计在特朗普未来政策明朗之前，美股仍将维持高位震荡。
- 预计美元指数仍有上探110可能，中期将逐渐回落至100-105区间。
- 如此前判断，十年期美债收益率在触及4.4%以上回落明显，预计短期维持4%以上震荡，中期将回到3.5-4%区间。
- 黄金价格在2570美元/盎司有较强支撑，预计短期将继续维持2600美元/盎司高位震荡。

图表 1: 美国新增非农就业、失业率



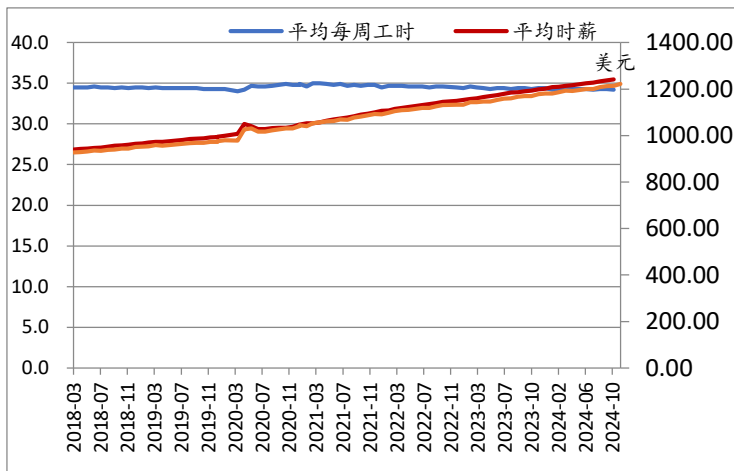
资料来源: wind、致富研究院

图表 2: 美国劳动参与率



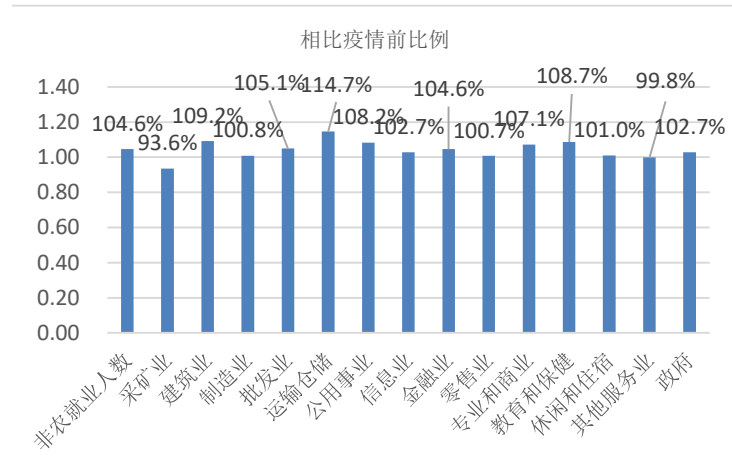
资料来源: wind、致富研究院

图表 3: 平均时薪、每周工时



资料来源: wind、致富研究院

图表 4: 各行业非农就业人数相比疫情前比例



资料来源: wind、致富研究院

图表 5: CME 利率预测

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	84.3%	15.7%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	27.0%	62.3%	10.7%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.3%	49.6%	29.3%	3.8%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%	28.7%	42.4%	20.3%	2.5%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	17.8%	35.8%	30.9%	11.1%	1.2%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.8%	7.0%	22.5%	34.6%	25.8%	8.5%	0.9%
2025/9/17	0.0%	0.2%	2.6%	11.6%	26.1%	32.0%	20.7%	6.2%	0.6%
2025/10/29	0.0%	0.7%	4.4%	14.4%	27.2%	29.8%	17.9%	5.2%	0.5%
2025/12/10	0.1%	1.2%	5.7%	16.1%	27.5%	28.2%	16.2%	4.5%	0.4%

资料来源: CME、致富研究院



研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下做出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

