

仅凭 12 月劳动力数据判断全年联储降息 1 次为时尚早 2025 年/1 月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

事件：

2024 年 12 月美国新增季调非农就业人数为 25.6 万人（市场预期增加 16.5 万人，同时 10 月新增上调 0.7 万人至 4.3 万人，11 月新增下调 1.5 万人至 21.2 万人，两个月合计下调 0.8 万人）。失业率为 4.1%（上月 4.2%，市场预期 4.1%）；劳动参与率 62.5%（上月 62.5%，市场预期 62.5%）；平均时薪同比上涨 4%（上月上涨 4%，市场预期 4%），环比上涨 0.3%（上月上涨 0.4%，市场预期上涨 0.4%）。

点评：

- 1、12 月美国新增季调就业数据为 25.6 万人，大幅超过市场预期 16.5 万人。同时，失业率 4.1% 相比上月 4.2% 小幅回落，新进入劳动力市场和永久性的失业人数都出现明显回落，显示 12 月美国劳动力市场表现强劲。
- 2、从分项数据看，11 月美国非农季调新增就业人数 25.6 万人，主要来自**服务业**新增就业人数 23.1 万人；而制造业新增就业人数本月减少 1.3 万人，依然表现疲软。

从服务业分项数据看，12 月服务业新增就业人数为 23.1 万人，主要来自**教育保健、零售业、住宿餐饮和政府部门**。其中，**零售业**增加 4.34 万人，相比上月减少 2.92 万人，大幅增加 7.26 万人，是本月非农新增就业的最大贡献项；教育保健行业增加 8 万人，相比上月新增减少 7000 人；住宿餐饮业新增 4.3 万人，相比上月新增减少 9000 人；政府部门增加 3.3 万人，相比上月新增增加 3000 人，以上四个行业占 12 月美国非农新增就业的比重高达 78%。

此外，商业服务业新增 2.8 万人，相比上月新增大幅增加 1.9 万人；信息业新增 1 万人，相比上月新增增加 6000 人；金融业新增 1.3 万人，相比上月新增增加 2000 人。12 月有多项服务业的子行业表现出较为强劲的就业增长，可能是圣诞购物季带来的季节性用工需求增加导致。

- 3、11 月美国职位空缺率为 4.8%，较上月增加 0.2 个百分点，佐证美国就业



市场的强劲。其中，建筑业、贸易运输业、金融业、商业服务业、教育医疗、政府部门的职位空缺率相比上月都出现反弹，而制造业、信息业、休闲住宿业则有所下降。

- 4、美国劳动力市场已经完全恢复至疫情之前水平，12月非农就业人数总计1.595亿，相比2020年2月增加722.7万人，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7%的缺口，其他行业的就业人数都超过疫情前水平。

结论：

- 1、虽然12月非农就业数据从总量和结构上均表现强劲，但有可能是圣诞购物季带来的短期用工增长；同时，随着1月底正式特朗普上台后，驱逐非法移民、管控边境和裁减政府工作人员的开展，后期就业数据很可能出现大幅波动，不排除新增就业人数再度明显下降，这将重新影响市场对美联储货币政策的预期，需要结合通胀数据进一步跟踪观察。
- 2、12月强劲的非农就业数据降低了市场对联储上半年降息的预期。目前CME交易所预测美联储1月不降息的概率高达97%，2025年全年仅降息1次，首次降息时点为9月，总降息幅度为25-50bp。

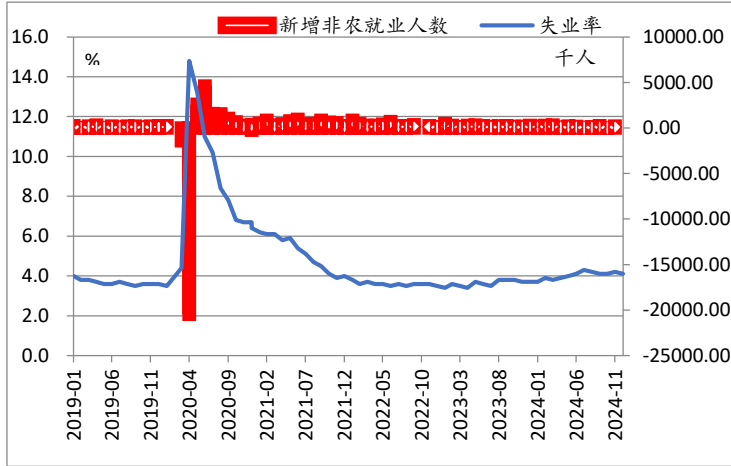
降息预期的推迟导致美国金融市场大幅波动。其中，道指下跌1.4%，标普500指数下跌1.6%，纳斯达克指数下跌超过2%，黄金价格小幅上涨至2690美元/盎司，美元指数走高至109.5，10年期美债收益率则攀升至4.7%。

与市场判断不同，我们认为特朗普执政后采取的对内对外政策，存在较大的执行力度和节奏的不确定性，同时过往的劳动力数据也经常出现大幅调整，今年上半年有四次议息会议，目前仅凭单月强劲的就业数据就判断全年仅降息一次为时尚早。我们暂时维持上半年降息2次，每次25bp，下半年暂停降息的判断。如果上半年通胀就出现超预期反弹，我们将适时调低降息幅度和频次。

- 2、未来大类资产价格走势，我们的判断是：

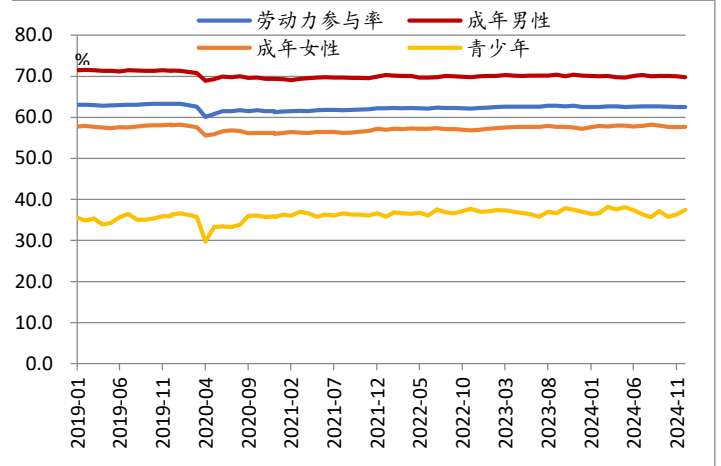
- 预计美股将维持高位宽幅震荡，大幅下跌概率不大。
- 美元指数完全符合我们此前判断，目前已经达到110的高点，短期仍有上升空间，中期维持在100-110区间宽幅震荡。
- 预计十年期美债收益率将继续冲击5%，短期将维持4.5-5%的高位震荡。
- 预计黄金价格短期将维持2650-2800美元/盎司的高位震荡。

图表 1: 美国新增非农就业、失业率



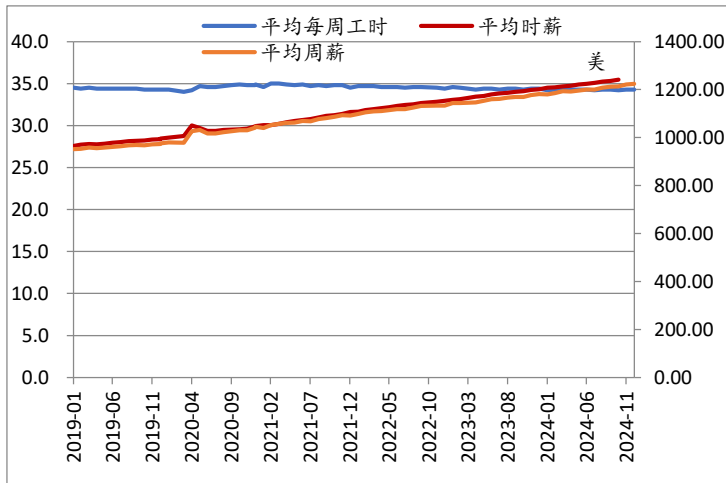
资料来源: wind、致富研究院

图表 2: 美国劳动参与率



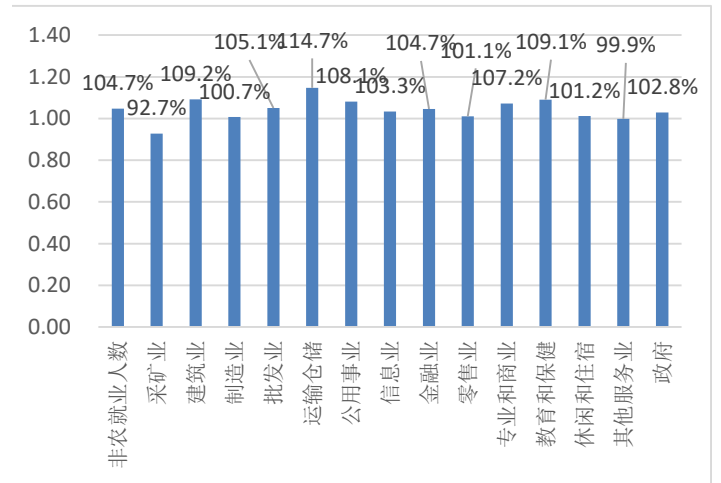
资料来源: wind、致富研究院

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	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	97.3%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.5%	21.6%	77.9%
2025/5/7	0.0%	0.1%	3.9%	30.7%	65.3%
2025/6/18	0.0%	1.2%	11.9%	40.9%	46.0%
2025/7/30	0.1%	2.1%	14.3%	41.3%	42.2%
2025/9/17	0.4%	3.9%	18.2%	41.5%	36.1%
2025/10/29	0.7%	4.9%	19.9%	41.1%	33.4%
2025/12/10	0.9%	5.8%	21.2%	40.6%	31.4%

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

