

美国经济

就业小幅走弱

美国 10 月新增非农就业大幅萎缩，因年初政府裁员的合同买断结束时间集中来临，私营就业保持扩张。11 月新增非农就业反弹并好于市场预期，但主要集中在建筑、医疗和教育服务等少数行业，失业率意外升至 4.6% 创近 4 年新高。由于政府停摆导致 10 月部分数据缺失，此次非农就业数据噪音较大，货币市场反应温和。就业市场整体走弱，但尚未大幅恶化。首次领取失业金和持续领取失业金人数小幅改善，服务业 PMI 就业指数和 Indeed 网站职位招聘数回升，显示就业市场仍有韧性。我们预计 2026 年经济增速和失业率可能走平，通胀先降再升，美联储可能在 6 月降息一次。

■ **新增非农略超预期。**新增非农就业人数从 9 月的 10.8 万人降至 10 月的 10.5 万人，又升至 11 月的 6.4 万人，高于市场预期的 5 万人。10 月数据大幅下降的原因是年初政府裁员合同买断的集中到期，联邦政府减少 16.2 万岗位。商品生产新增就业 1.9 万人，主要受建筑业新增就业 2.8 万人推动。制造业就业连续 7 月负增长，耐用品和非耐用品制造就业分别减少 4 千和 1 千人，显示关税影响持续。服务业新增就业从 6.1 万人降至 5 万人，增长主要集中在医疗和教育服务业。批发、运输仓储、信息、金融和休闲与酒店业就业分别减少 2.2 千、1.8 万、4 千、2 千和 1.2 万人，同时零售就业有所反弹。政府部门就业减少 5 千人，其中联邦政府就业继续减少 6 千人。联邦政府就业 2025 年已累计减少 26.8 万人，与全年裁员目标接近，预计影响将逐渐下降。薪资环比增速从 9 月 0.19% 升至 10 月 0.44% 后降至 11 月 0.14%，同比增速从 9 月 3.7% 降至 11 月 3.5%，创后疫情以来新低。就业市场紧张程度下降带动薪资放缓，预示美国服务业通胀压力可能减轻。

■ **失业率升至新高。**由于美国政府停摆，10 月失业率数据缺失，失业率从 9 月的 4.44% 升至 11 月的 4.56%，超出市场预期的 4.5%，创 2021 年 9 月以来新高。BLS 指出政府停摆对失业率不会有影响，因无薪休假的政府雇员不会被算作失业。但 11 月家庭调查数据质量较差，因为回复率降至历史新高、计算权重改变和缺少 10 月数据等因素。劳动参与率从 62.3% 连续升至 62.5%，家庭调查口径下就业人数和失业人数各增加 9.6 万人和 22.8 万人。包含了边缘求职者和因经济原因兼职者的广义失业率 U6 上升 0.7 百分点至 8.7%，因经济原因而兼职者人数大幅上升近 91 万人至 550 万人，可能因大量无薪休假的政府雇员被划为兼职工作者。

■ **就业小幅走弱，美联储降息空间有限。**美国就业市场小幅走弱，但尚未大幅恶化。首次领取失业金和持续领取失业金人数仍在低位，并从 10 月开始小幅改善。服务业 PMI 就业指数和 Indeed 网站职位招聘数缓慢回升。10 月除汽车和汽油外的零售环比增速保持快速扩张，显示消费仍有韧性。AI 应用扩大降低初级岗位招聘需求，青少年失业率升幅显著超过整体失业率升幅。2026 年美国经济增速和失业率可能走平。上半年，通胀可能回落，因油价走低和房租与工资涨幅回落。美联储新任主席可能在 6 月降息一次作为一种政治表态。下半年，通胀可能反弹，美联储可能保持利率不变。

刘泽晖

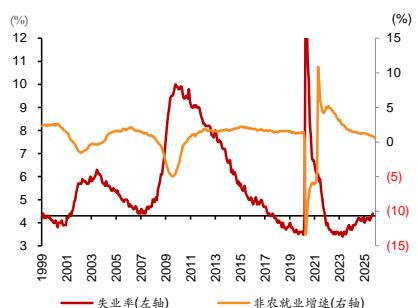
(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

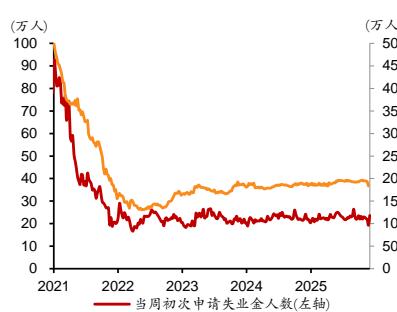
yebingnan@cmbi.com.hk



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

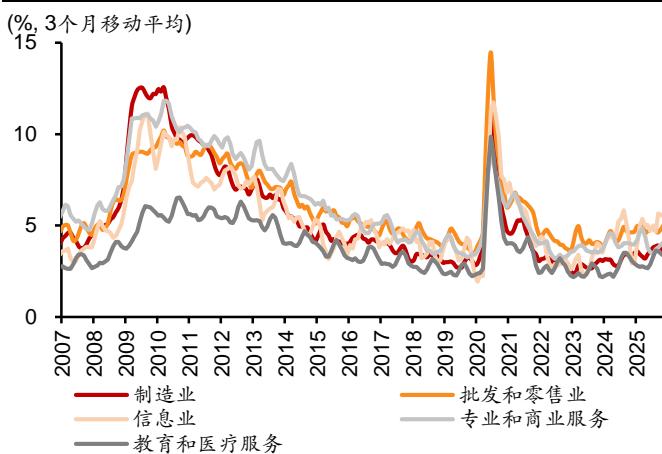


资料来源：Wind, 招银国际环球市场



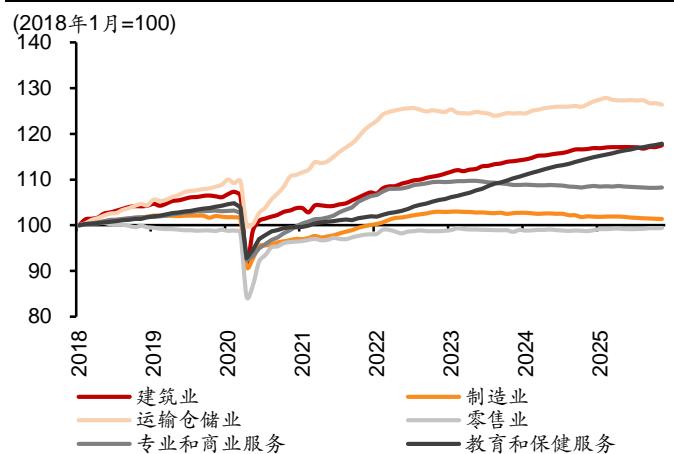
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 1: 各行业失业率



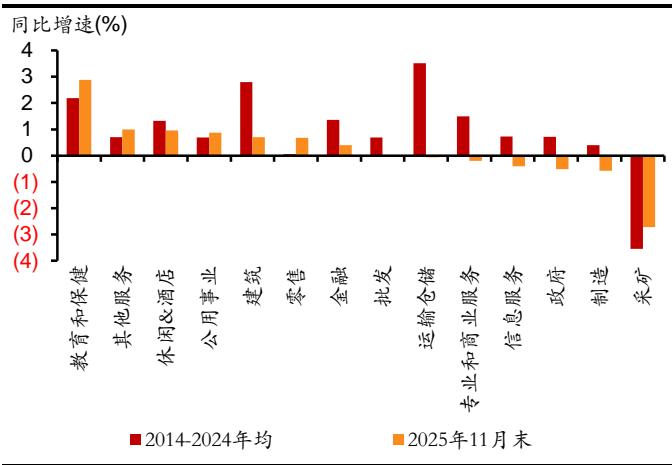
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 各行业就业人数指数



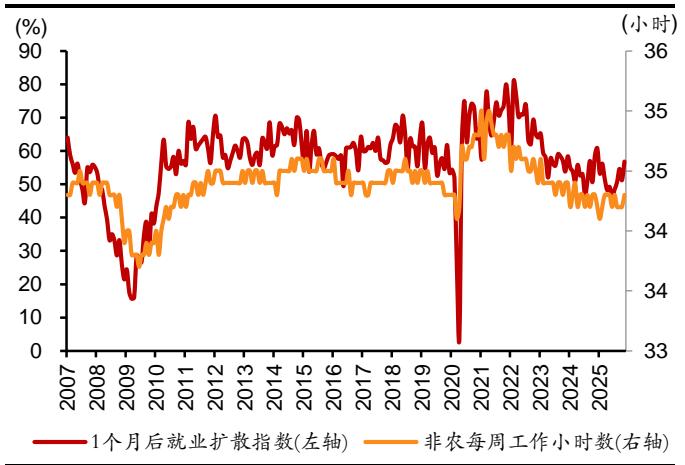
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 部分行业就业人数增速



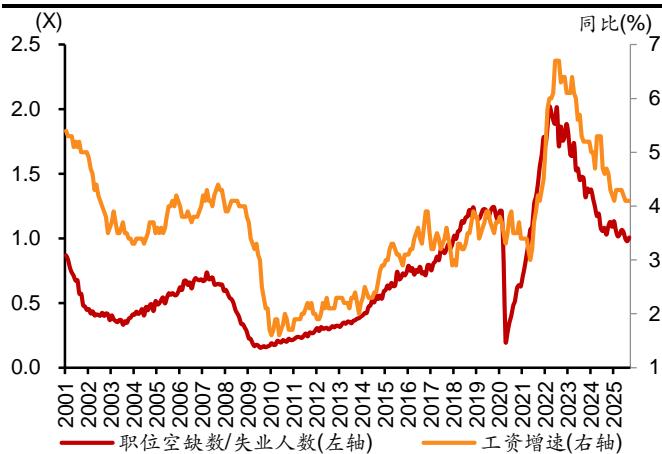
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 就业扩散指数与每周工作小时数



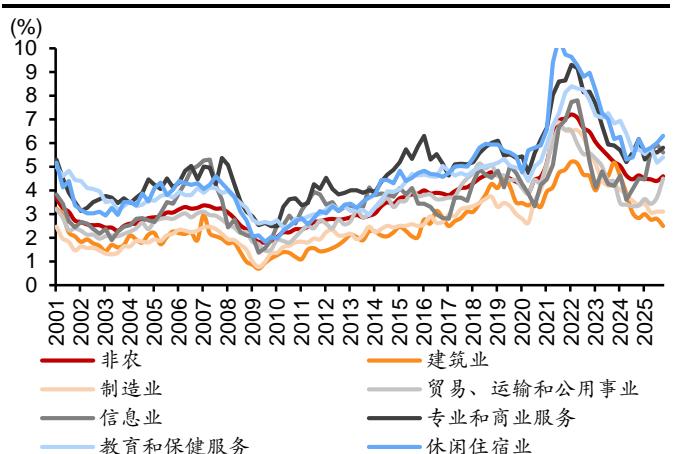
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 职位空缺数/失业人数比与工资增速



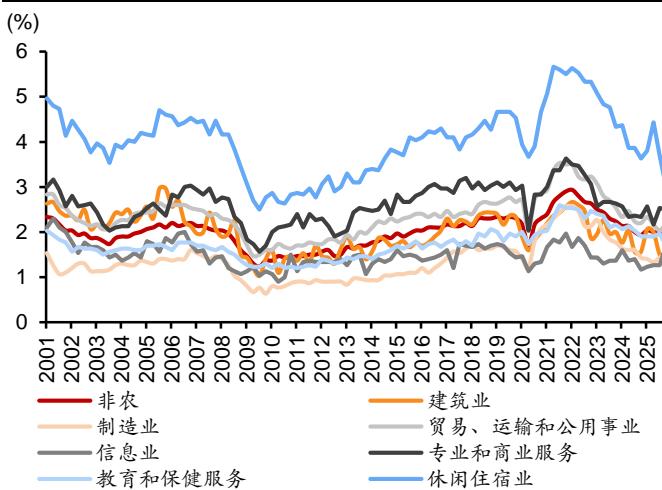
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 各行业职位空缺率



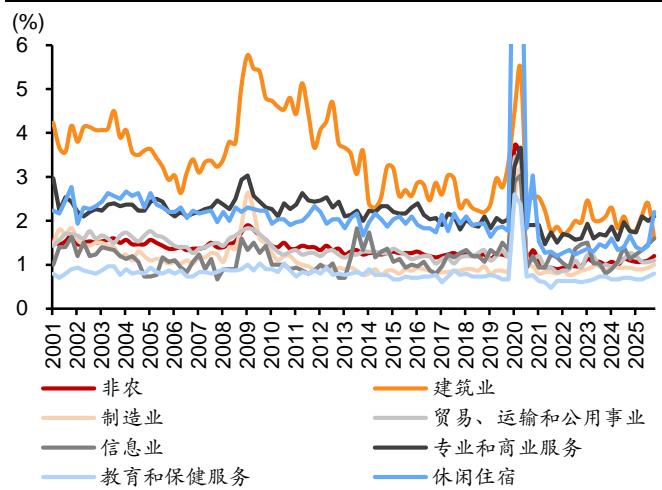
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 各行业辞职率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 各行业裁员率



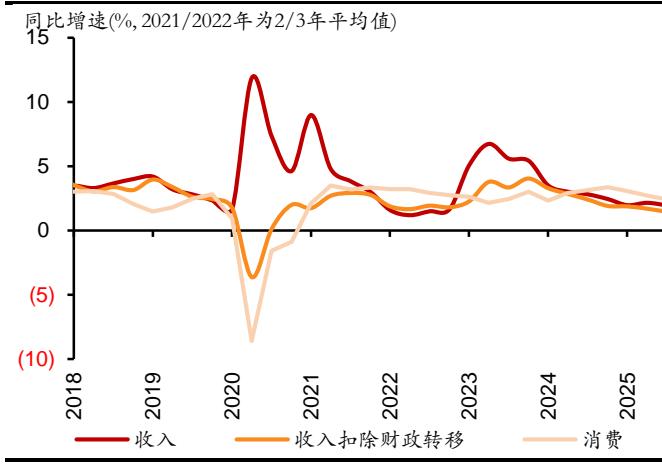
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 劳动参与率



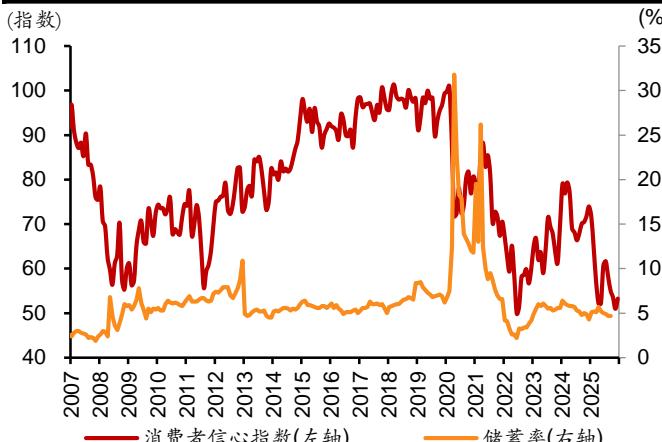
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 家庭收入与消费不变价增速



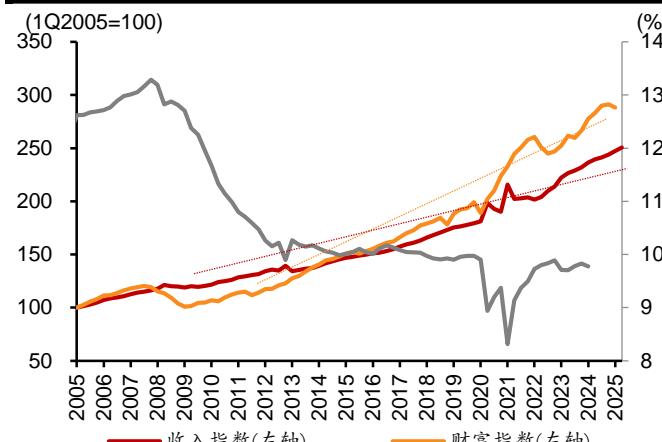
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 消费者信心与储蓄率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 家庭收入、财富与偿债负担



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 53: 消费贷款拖欠率与贷款增速

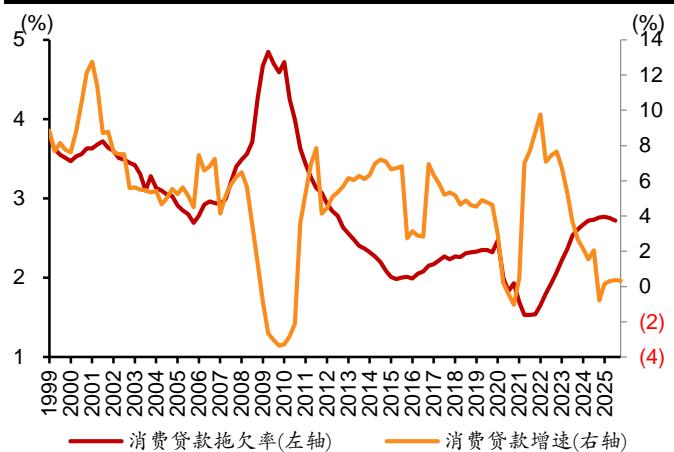


图 14: 企业利润与投资相当于 GDP 百分比

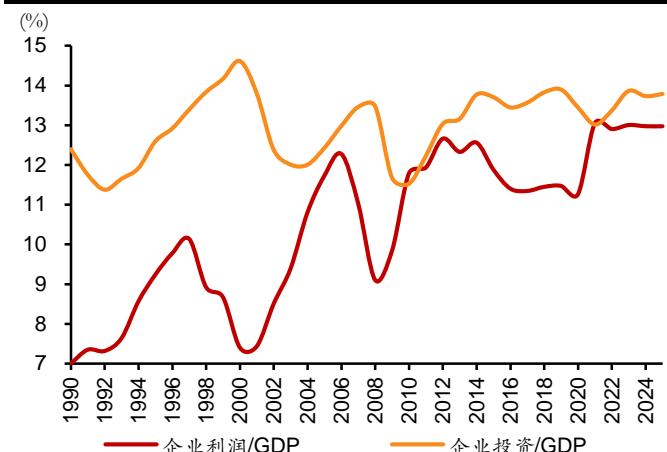


图 15: 工资增速、服务通胀与通胀预期

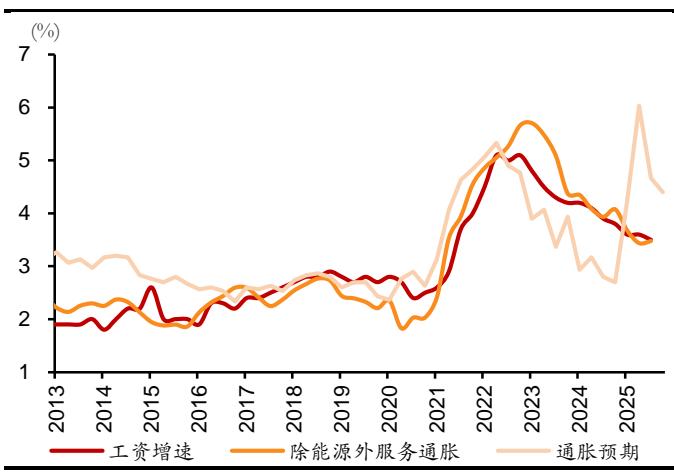


图 16: 房价涨幅与房租通胀

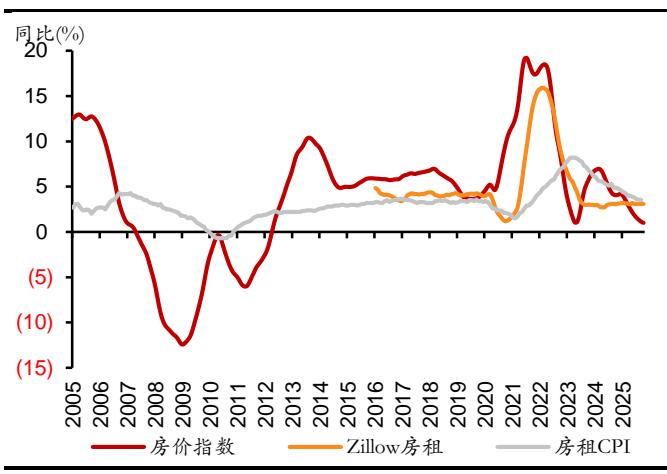


图 17: 四大经济体信贷增速与全球商品价格涨幅

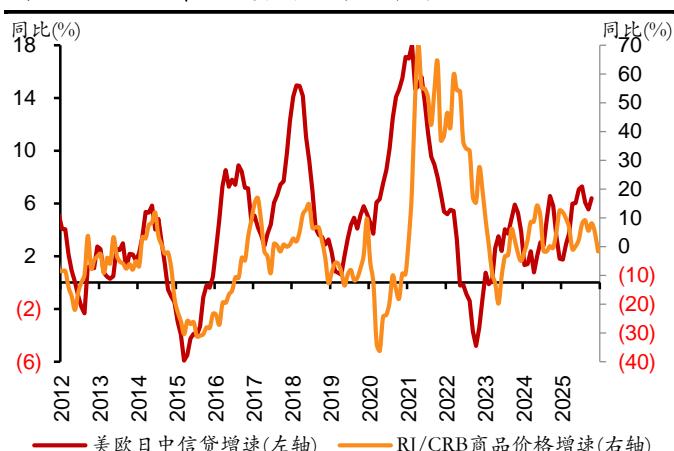


图 18: 中国股票指数与全球工业品、金属价格

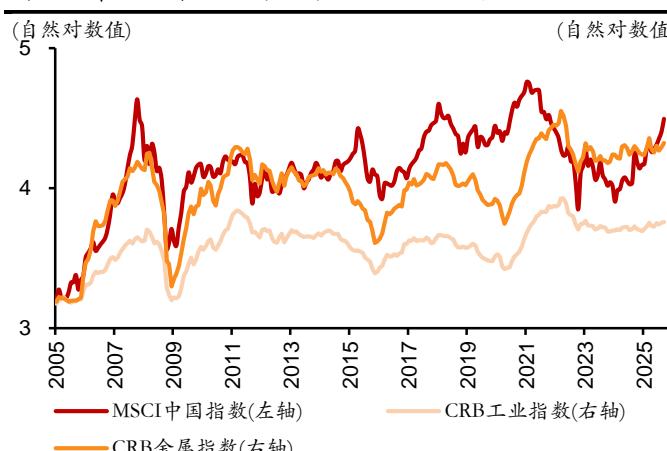
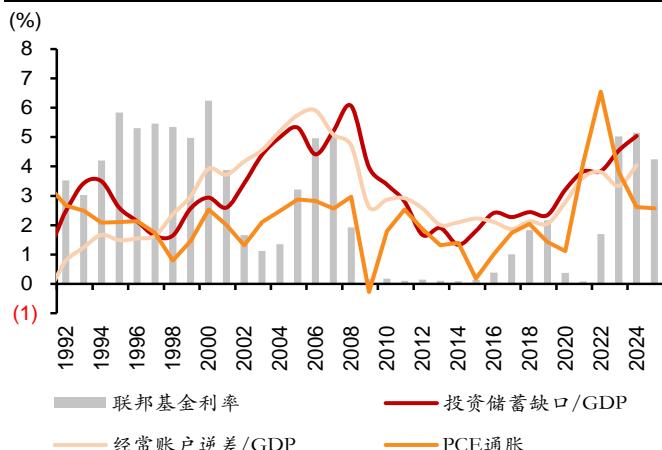
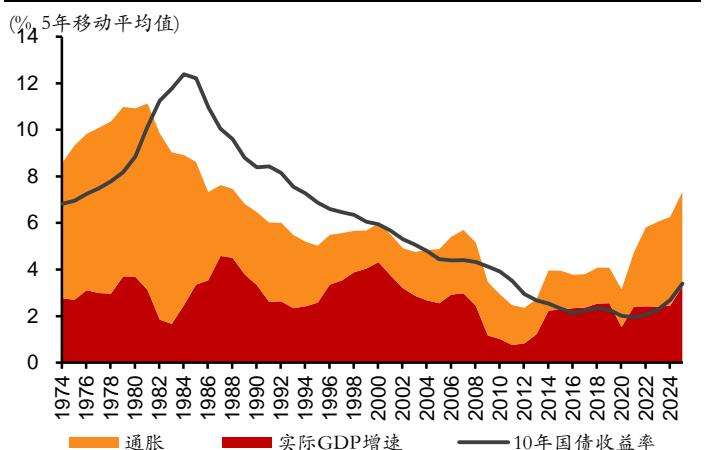


图 19: 储蓄投资缺口、经常逆差、通胀与利率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 20: 名义 GDP 增速与 10 年国债收益率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司（“招银国际环球市场”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局 (“FINRA”) 注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。