

1月非农数据点评

“强数据”难掩“弱动能”

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：邵兴宇 010-88005483 shaoxingyu@guosen.com.cn 执证编码：S0980523070001
 证券分析师：田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
 证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

事项：

美东时间2月11日，美国劳工部统计局（BLS）发布2026年1月非农就业报告。当月新增非农就业人数13万，高于预期的7万人，失业率下行至4.3%，低于预期的4.4%。

评论：

图1：非农数据总览

行业类别	1月新增就业				1月存量就业		1月平均薪资		
	1月新增 [万人]	12月新增 [万人]	变化	近一年新增趋势	1月存量 [万人]	近一年存量趋势	1月平均时薪 [美元]	同比增速	近一年时薪同比增速
新增非农就业人数	13.00	4.80	8.2		—	—	—	—	—
私营部门	17.20	6.40	10.8		13532.6		36.3	3.7%	
* 商品生产	3.60	-1.20	4.8		2150.1		38.0	4.0%	
* 采矿业	-0.20	0.00	-0.2		60.3		40.6	1.1%	
* 建筑业	3.30	-0.40	3.7		830.8		40.6	3.8%	
* 制造业	0.50	-0.80	1.3		1259.0		36.2	4.2%	
* 服务生产	13.60	7.60	6.0		11382.5		37.0	3.6%	
* 金融	-2.20	-0.10	-2.1		916.2		48.7	4.5%	
* 信息	-1.20	-0.20	-1.0		283.4		53.8	4.3%	
* 专业和商业服务	3.40	1.50	1.9		2244.0		45.0	3.5%	
* 运输仓储业	-1.12	-0.10	-1.0		654.8		32.3	4.2%	
* 休闲和酒店业	0.10	4.50	-4.4		1698.2		23.4	3.9%	
* 批发业	-0.04	-0.51	0.5		604.3		39.6	4.2%	
* 零售业	0.12	-3.54	3.7		1540.3		26.0	4.2%	
* 公共事业	0.10	0.14	-0.0		60.6		54.1	4.1%	
* 教育和医疗	13.70	5.30	8.4		2777.9		36.2	2.9%	
* 其他服务业	0.70	0.60	0.1		602.8		33.8	3.7%	
政府部门	-4.20	-1.60	-2.6		2170.2		—	—	—

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

短暂技术性停摆之后，1月非农数据如期公布，整体表现好于此前偏悲观预期。新增就业13万人，高于市场预期的7万人，失业率回落至4.3%，为去年8月以来低点，就业市场在表面层面仍具韧性。数据公布后，美元指数一度快速走强、黄金短线回落后再度反弹，反映市场对“短期降息预期后移”的再定价。

我们认为，本次报告基本确认上半年降息概率显著下降，市场对政策转向的预期或推迟至7月及以后。从利率期货隐含概率看，近期会议维持利率不变的可能性大幅上升，短期内政策层面更偏向观望。不过，也不能因单月数据回暖而过度乐观。一方面，行业结构分化明显，服务业支撑延续，但商品部门偏弱、青年与部分族裔就业压力仍在；另一方面，2025年非农月均新增就业被修正至1.5万人（原为4.9万人），显示过去一年就业动能被高估，模型对经济环境的适配性下降，趋势性放缓已较为明确。

往后看，当前就业数据在单月层面表现尚可，但难掩动能放缓。当前美国劳动力市场仍面临多重不确定性。移民政策收紧与贸易摩擦升级可能推升企业用工与生产成本，压缩出口订单并提高经营不确定性，从而对就业扩张形成潜在约束。从政策层面看，沃什若上任，更可能在“供给侧改善”与“通胀可控”的叙事框架下推进降息。但在就业尚未出现连续恶化的情况下，降息节奏大概率靠后。我们预计最早在7月启动降息，全年1-2次仍是基准情形。

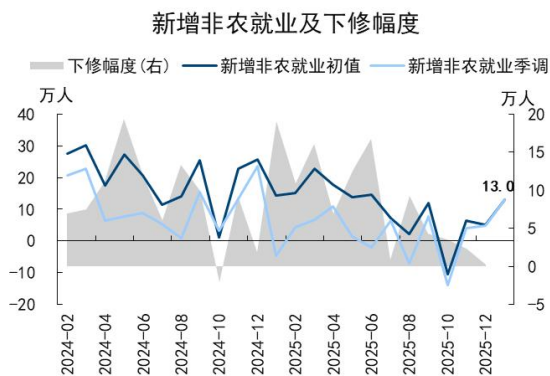
中期来看，全球去美元化交易增多与外部环境变化，也对金融条件和资本流动构成结构性扰动。统计口径对真实动能存在高估风险，因此对增长前景不宜过度乐观。短期而言，美股交易逻辑将更多回归企业盈利与基本面兑现，而非单纯的“降息交易”；美债方面，在全球抛压加剧、降息预期后移与财政供给压力仍大的背景下，长端利率易上难下；黄金则在全球地缘政治扰动、去美元化趋势与实际利率回落预期的共同支撑下，中期配置逻辑仍未破坏。

◆ 就业韧性与趋势下修并存，结构分化明显

1月美国新增非农就业13万人，高于市场预期的7万人，也较上月的5万人显著回升。从单月表现看，就业数据并未出现此前哈塞特暗示的明显恶化。不过需要注意的是，1月数据往往受到较强季节性因素扰动。一方面，假期结束后的用工回补会阶段性推高新增岗位；另一方面，上一年度季调模型基准偏低，也会在统计层面上放大当月增幅。

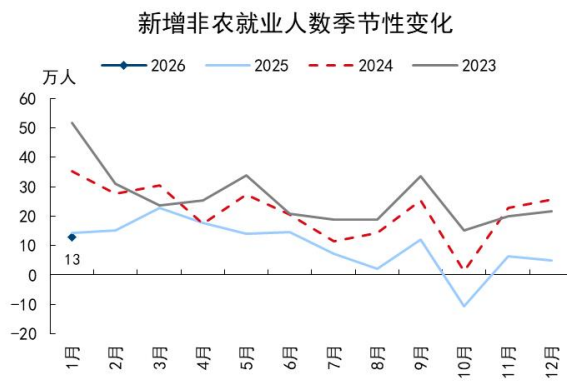
相比单月数据，更值得关注的是年度基准修正（Benchmark Revision）。2025年非农就业下修86.2万人，高于预期的82.5万人，月均新增就业由4.9万人修正至1.5万人，过去一年就业动能弱于此前统计所呈现的水平。本次下修主要“出生-死亡模型”在经济放缓阶段高估就业¹，近三年就业月均增幅连续下修（2023年21.6万→21.0万，2024年16.8万→12.2万，2025年4.9万→1.5万），显示模型在经济放缓环境下的适配性有所下降，就业真实动能被阶段性高估。

图2：新增非农就业趋势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：新增非农就业季节性因素

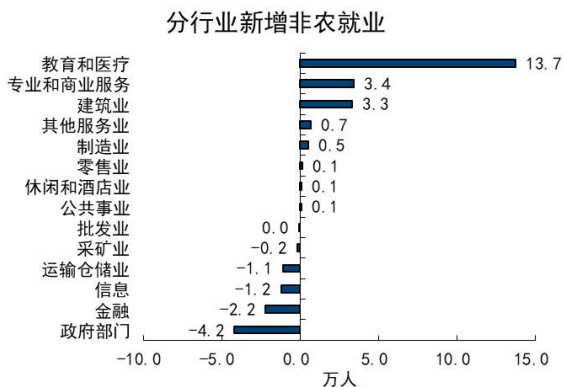


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从结构上看，就业增长仍主要由私营服务业支撑。私营部门整体新增17.2万人，其中服务生产贡献13.6万人，是核心来源；尤其是教育和医疗大幅增加13.7万人，专业和商业服务增加3.4万人，对冲了金融、信息、运输仓储等行业的回落。商品生产整体表现偏弱，仅增加3.6万人，制造业与采矿业动能有限，建筑业新增就业3.3万人，主要受数据中心建设需求持续扩张支撑。政府部门当月减少4.2万人，对整体就业形成一定拖累。整体来看，就业结构呈现出“服务业韧性延续、商品部门偏弱”的特征。

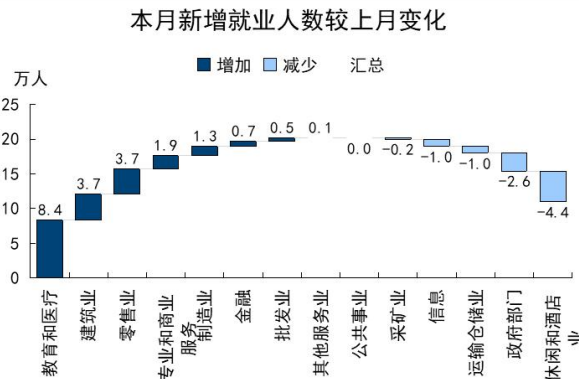
¹ 由于非农初值基于企业调查（CES）抽样估计存在模型偏差，BLS每年都会利用基于失业保险税收记录的《季度就业与工资普查（QCEW）》进行校准。

图4：分行业新增非农就业



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：本月新增就业人数较上月变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 失业率回落，劳动力市场边际修复

1月失业率回落至4.3%，为去年8月以来的最低水平。就业总人数升至约1.64亿人，劳动力规模约1.72亿，就业与劳动力供给同步增加，但就业人数增幅更为明显，因此失业率出现回落。从数量关系上看，本次下降主要源于就业端改善而非劳动力退出，整体结构相对健康。

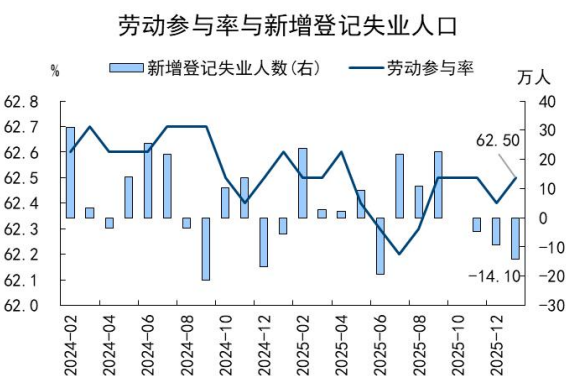
失业率的汇率也需考虑技术性因素。BLS对失业率采用季节性调整，1月往往受假期后用工回补及模型再校准影响，季调在统计层面放大就业改善幅度。

图6：美国失业率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：美国劳动参与率与新增登记失业人数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从族裔与年龄结构看，失业率整体回落，但分化仍然存在。男性失业率由3.9%降至3.8%，女性小幅回升至4.0%；族裔层面，白人、黑人及西班牙裔失业率均有所改善，黑人或非裔失业率仍处7.2%的相对高位，结构性差距尚未消除；亚裔失业率则由3.6%回升至4.1%。年龄层面分化更为明显，16-24岁青年失业率虽由10.4%回落至9.0%，但仍显著高于其他年龄组，显示青年群体就业压力依然偏大；核心劳动年龄段（25-54岁）失业率维持在3%-5%区间，整体仍具韧性。

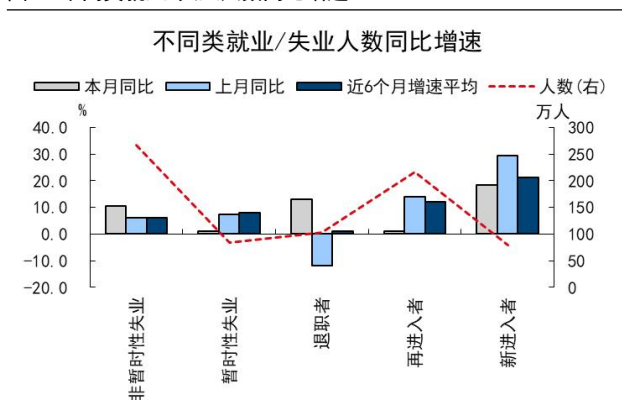
从就业流动结构看，本轮失业更多呈现结构性特征。非暂时性失业同比增长10.38%，显著高于暂时性失业的1.08%，说明部分岗位流失具有持续性而非短期裁员所致。同时，退休者（13.08%）和新进入者（18.56%）同比增幅较高，显示劳动力市场存在一定结构再配置压力；再进入者增幅仅1.17%，反映边际回流动能有限。整体而言，就业市场虽未出现全面恶化，但结构性分化与长期失业风险正在抬头。

图8: 不同人群失业率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 不同类就业/失业人数同比增速



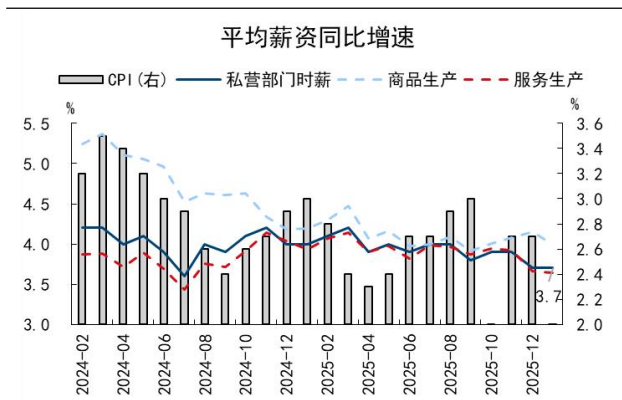
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 平均薪资增速放缓，通胀压力边际缓释

1月薪资增速整体呈现回落态势。私营部门时薪同比增长3.7%，其中商品部门同比4.0%，服务部门同比3.64%。分行业看，制造业(4.23%)、零售业(4.25%)、金融业(4.48%)、信息业(4.33%)以及运输仓储(4.19%)等行业涨幅相对靠前，而教育和医疗同比仅2.90%，明显低于整体水平。

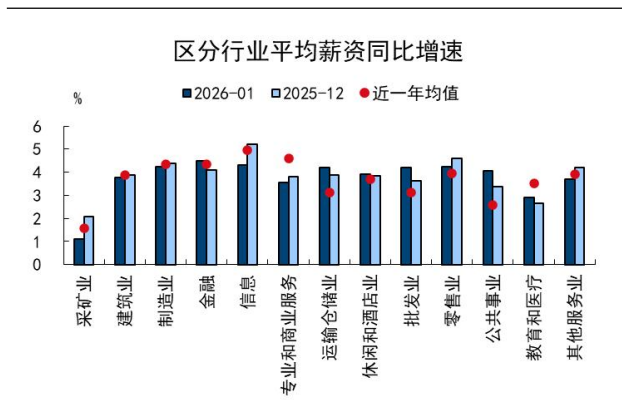
整体而言，薪资增速高位回落，尚未形成明显再加速态势，对核心通胀的推动作用有限，成本端压力更多体现为温和黏性，而非新一轮上行驱动。

图10: 平均时薪同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 区分行业平均薪资同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 降息节奏后移至下半年，短期按兵不动

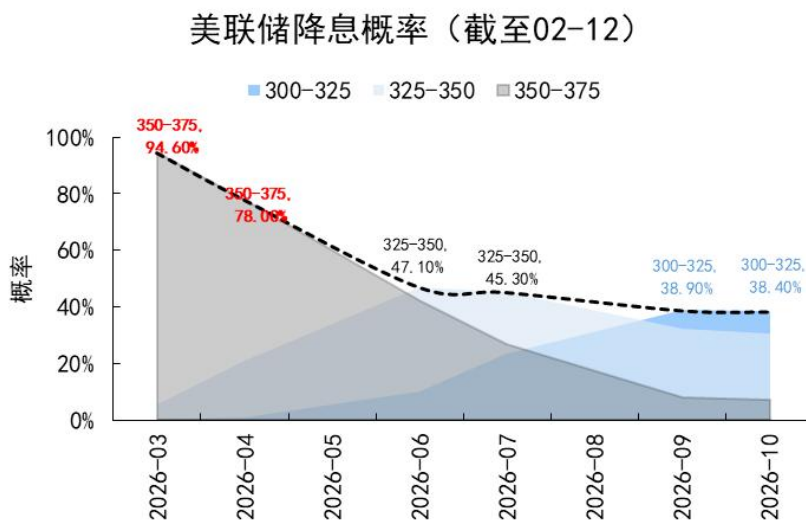
1月新增就业回升、失业率回落，直接抬升美联储短期降息门槛。从CME Fed Watch数据看，3月、4月维持利率不变的概率分别上涨至94.6%和78.0%。6月会议，才开始出现更明显的降息再定价。

我们认为，美联储短期内启动降息的必要性明显下降。新增就业好于预期、失业率回落至4.3%，在数据层面安抚了市场情绪，也抬升了政策转向的门槛。对于现任主席而言，在就业尚未出现连续恶化、且政策换届临近的背景下，主动主导降息的概率较低，短期内维持观望姿态。

但从年度基准修正来看，就业真实动能明显弱于此前认知，近三年月均新增就业持续被下修，显示劳动力市场正处于趋势性放缓阶段。因此，我们判断降息只是“时点问题”而非“是否问题”。在通胀回落、工资增速放缓、就业边际降温的组合下，下半年启动降息的概率更高，全年大概率至少两次、节奏偏渐进。

至于新主席沃什的政策取向，我们认为其若强调技术进步与 AI 提升潜在增长的供给侧逻辑，为降息提供叙事空间，即以“生产率改善缓解通胀压力”为政策依据。不过，在财政赤字与政府债务高企的约束下，缩表节奏大概率仍将审慎推进，理想中的紧缩框架需要与现实融资环境相平衡。整体来看，非农数据短期稳住了降息预期，但趋势性放缓将为下半年政策转向奠定基础。

图 12: FedWatch 降息概率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外经济体政策不确定性，外部需求下滑。

相关研究报告：

- 《通胀数据快评-PPI 环比显著走强》——2026-02-11
- 《宏观解读报告-经济实现质量提升——深圳市 2025 年经济数据跟踪与解读》——2026-02-05
- 《1 月 PMI 数据解读-“十五五”首份成绩单表现如何？》——2026-01-31
- 《2025 年 12 月财政数据快评-财政收入增速缘何大幅下滑？》——2026-01-31
- 《美国 1 月 FOMC 会议点评-降息的“两道门槛”》——2026-01-30

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称

报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032