

【GMF市场评论】1月非农 Preview

1、新增非农就业方面，虽然目前卖方的 Consensus 还高达 6-7 万，但因为前两天 Hasset 和 Navarro 的“弱就业数据”言论，市场 whisper 的新增已经出现明显下降，目前大约 3.5 万左右。失业率方面，目前 consensus 是 4.4%，但考虑到 NFP 的 whisper 明显下降，预计 UE 的 whisper 可能也出现了小幅上升，可能在 4.4-4.5% 之间。

2、除了非农数据外，本次还要公布三项对于企业调查（CES）的例行“修订”，包括（1）对 2024.4-2025.3 的基准修订（benchmark revision）、（2）2021.1-2025.12 的季调因子修订，（3）以及对 2025.3 至 2026.1 的出生死亡模型修订。这三项修订会在每年 2 月例行进行。

其中，第一项基准修订在 2025.9 进行过下修初值预报，人数是 91.1 万。目前市场的预期本次终值下修幅度会略小，预计在 60-70 万左右。但第二、三项修订方向较难预测。

特别的，以上三项修正均只影响企业调查（CES）不影响家庭调查（CPS）。因此本月市场可能更关注失业率而非新增就业。

3、我们不认为 Hasset 和 Navarro 的言论是基于他们提前获知的就业数据得到的。理由 1：白宫理论上是提前 12-24 小时得知数据，Hasset 和 Navarro 发言均早于这一时点；理由 2：有报道称，白宫否认了这两人发言是基于提前获知的经济数据；理由 3：从上下文可知，这两人主要是在评论近期（而非本次）的就业数据走软。

4、但反过来讲，考虑到近期公布的就业数据整体偏软（Challenger、首申、ADP、Service PMI 就业分项），有理由认为新增非农的人数也可能偏软。我们预计新增就业在 3 万左右，失业率在 4.5%，整体小幅 miss。

5、市场反应方面，以下是我们主观推测的 playbook：

给定失业率在 4.4%-4.5% 之间，

nfp 低于 -3 万：10y UST 降 10bps，美股跌 1-2%

nfp 介于 -3 至 2 万：10y 降 5bps，美股跌 0-1%

nfp 介于 2-5 万：10y 震荡，美股涨 0-1%

nfp 介于 5 万-10 万：10y 上升 5bps，美股涨 0-1%

nfp 高于 10 万：10y 回升 10bps，美股震荡（衰退担忧消退但降息预期也消失）

在此基础上，失业率每增加 0.1pp，10y 下降 5bps，美股跌 0.5%。

6、整体看，本次就业数据的噪音可能较大，甚至可能出现内部互现矛盾的情况，可解读性和可对比性不如以往数据。