

3月非农数据点评

强就业难破利率僵局

◆ 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4月3日，美国劳工部统计局（BLS）发布3月非农就业报告。当月新增非农就业人数17.8万，远高于预期的6万人，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	3月新增就业				3月存量就业		3月平均薪资		
	3月新增 [万人]	上月新增 [万人]	变化	近一年新增趋势	3月存量 [万人]	近一年存量趋势	3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	17.80	-13.30	31.1		—	—	—	—	—
私营部门	18.60	-12.90	31.5		13532.0		36.5	0.0%	
* 商品生产	4.30	-2.00	6.3		2152.4		38.4	4.0%	
* 采矿业	0.20	-0.10	0.3		60.3		40.9	2.0%	
* 建筑业	2.60	-1.30	3.9		833.0		40.9	4.3%	
* 制造业	1.50	-0.60	2.1		1259.1		36.6	3.8%	
* 服务生产	14.30	-10.90	25.2		11379.6		37.2	3.4%	
* 金融	-1.50	0.20	-1.7		913.4		49.0	4.1%	
* 信息	-0.30	-2.10	1.8		279.1		54.6	5.4%	
* 专业和商业服务	0.20	0.70	-0.5		2241.7		45.3	3.7%	
* 运输仓储业	2.10	-4.85	7.0		655.1		32.5	4.1%	
* 休闲和酒店业	4.40	-1.10	5.5		1699.9		23.5	3.3%	
* 批发业	0.33	0.67	-0.3		605.5		39.7	3.7%	
* 零售业	0.97	-0.80	1.8		1542.8		26.2	4.0%	
* 公共事业	-0.12	0.15	-0.3		60.5		54.8	5.1%	
* 教育和医疗	9.10	-4.20	13.3		2779.5		36.2	2.4%	
* 其他服务业	-0.90	0.50	-1.4		602.2		33.7	3.2%	
政府部门	-0.80	-0.40	-0.4		2132.5		—	—	—

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

摘要：

3月新增非农就业17.8万人，显著高于市场预期，失业率降至4.3%，但数据改善存在明显水分。解结构可见，医疗保健单月贡献7.6万人，主要源于凯撒医疗罢工结束后工人集中回归的统计回弹。

失业率回落，萨姆规则尚未触发就业动能难掩弱势。失业率回落至4.3%，但下行驱动来自劳动参与人口的大幅收缩，而非就业实质扩张。劳动参与率降至2021年以来最低。当前萨姆规则指标仍维持在0.30左右，衰退预警尚未达到阈值，在人口增速放缓与移民减少的背景下，维持充分就业所需的就业增长盈亏平衡点已低至1.5万至8.7万人，意味着就业市场“自然触发衰退信号”的难度实际在上升。虽然如此，失业率的“被动稳定”本身就是劳动力市场收缩的信号。

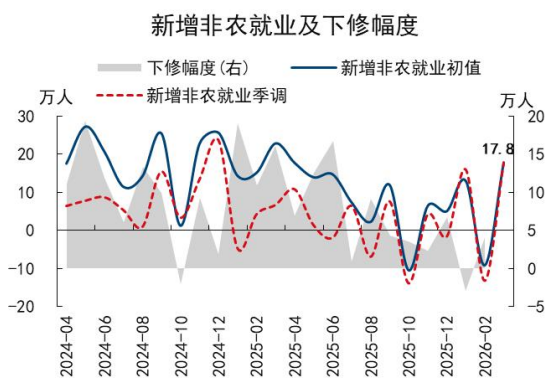
美联储已陷入“有心降、无胆降”的政策僵局，货币政策实质上被战争劫持。油价自3月初累计上涨逾40%，布伦特一度逼近120美元/桶。非农数据超预期叠加能源冲击，令降息论据近乎归零。CME利率期货显示全年降息概率已压缩至最多一次25bp，且时间窗口推迟至12月。但同时我们认为，美联储也不会加息：在就业动能已然偏弱、政治压力高企的背景下，加息的社会成本不可承受。

当前市场最大的风险，是对“停火快速落地”叙事的过度定价。当下须认识到，停火并不等于能源贸易正常化，更不等于降息预期的回归。因为霍尔木兹海峡即便恢复通行，油价中枢亦难回冲突前水平，市场在定价线性修复，而现实的修复路径是非线性的。往后看美股高估值科技股要经历实际利率上行、估值承压的考验。“滞胀+地缘”双逻辑下黄金配置价值犹存。

◆ 非农超预期反弹，但结构隐忧仍存

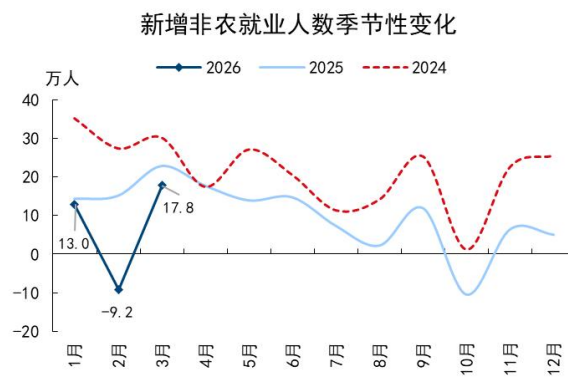
3月美国新增非农就业17.8万人，较前值-13.3万人大幅改善，高于市场预期，显示劳动力市场在经历2月的深度收缩后出现技术性修复。然而，本次数据的解读需结合近期宏观背景审慎看待，前值下修幅度仍大，累计就业动能的修复尚未得到确认，加之特朗普政府新一轮关税政策再度出台，企业招聘意愿能否持续面临较大不确定性。耶稣受难日令本周市场提前收盘，主要资产价格反应有待下周开盘验证。

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

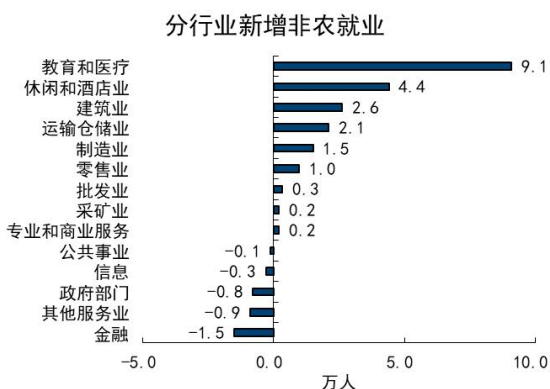
图3：新增非农就业季节性因素



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

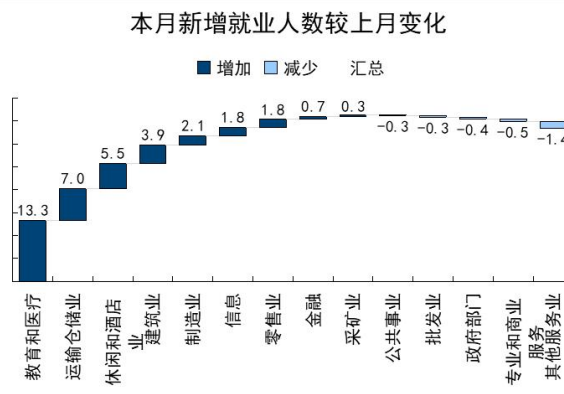
从结构上看，本月就业回升呈现商品与服务部门全面改善的特征。商品生产部门新增4.3万人，较前值-2.0万人大幅反弹，建筑业（2.6万）与制造业（1.5万）均转正。服务部门新增14.3万人，教育与医疗（+9.1万人）是最主要贡献项，上月受凯撒医疗罢工拖累形成的缺口在本月集中回补，具有明显的一次性修复性质。金融业（-1.5万）与其他服务业（-0.9万）延续走弱。政府部门小幅裁员0.8万人，DOGE削减联邦雇员的影响仍在延续。

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



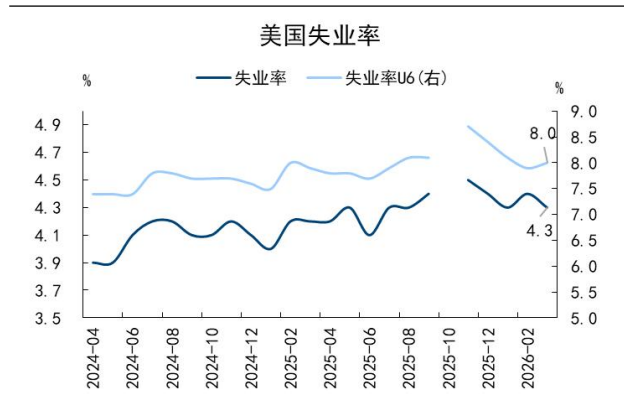
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 失业率小幅回落，劳动参与收缩掩盖真实动能

3月美国失业率回落至4.3%，较上月小幅改善。本月下行并非主要源于就业实质性扩张，而主要由劳动力人口大幅缩水驱动。劳动力规模单月减少约39.6万人，劳动参与率降至61.9%，为2021年11月以来最低水平。长期失业问题同样值得关注，长期失业人数（失业27周以上）维持在180万人附近，较一年前增加32.2万人，占全部失业人口的25.4%。薪资方面，时薪环比仅上涨0.2%，同比增速回落至3.5%，为2021年5月以来最低，显示劳动力议价能力趋于弱化。

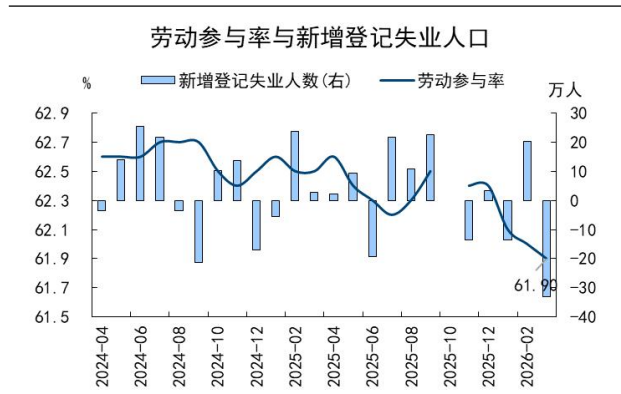
整体看，失业率数字的改善带有明显的“被动下行”特征，劳动参与率的持续萎缩，这与特朗普政府移民收紧及人口老龄化相关，就业市场的真实动能难言乐观。

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

◆ 降息路径：能源冲击强化观望，宽松窗口边际收窄

货币政策方面，本月非农数据的超预期修复与失业率的被动下行，叠加油价单月暴涨40%所带来的输入性通胀压力，使美联储降息的紧迫性进一步下降。CME利率期货显示，4月29日会议维持利率不变的概率高达99.5%，市场预期首次降息最早于12月落地，且全年降息幅度大概率不超过一次25bp；至明年底，累计降息幅度也仅在50-75bp之间。我们认为，中东冲突的持续时间及其对霍尔木兹海峡运输与全球能源供给的影响，将是决定美联储政策转向节奏的核心变量，若油价在高位维持，通胀预期的重新抬升将实质性压缩仅剩的降息空间。目前看，后续战争升级推升油价的概率较高。

资产价格方面，10年期美债收益率月内从4.05%震荡上行至4.31%，能源冲击已成为压制长端利率下行的主要约束。短期内美债或延续区间震荡，难以形成趋势性下行行情。标普指数月内整体维持6300至6900点区间高位盘整，增长数据的阶段性修复支撑风险偏好，但油价上行与货币政策不确定性构成压制，指数上行空间有限。黄金月内大幅回落逾600美元，或反映前期超涨后的技术性调整，但地缘风险溢价仍在，中期配置价值犹存。整体看，高油价、降息预期实质性后移与就业动能未稳的组合，意味着市场将延续结构性分化格局，防御性与现金流稳定资产相对占优。

图8：CME 利率期货数据

MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.5%	0.5%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	97.5%	0.5%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	97.5%	0.5%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	92.2%	5.9%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	88.2%	9.7%	0.3%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	11.9%	79.0%	8.6%	0.3%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	13.4%	77.4%	8.4%	0.2%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	16.0%	74.7%	8.1%	0.2%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	16.6%	74.0%	8.0%	0.2%
2027/6/9	0.0%	0.0%	0.2%	3.3%	24.5%	64.8%	7.0%	0.2%
2027/7/28	0.0%	0.0%	0.6%	5.9%	29.4%	57.8%	6.1%	0.2%
2027/9/15	0.0%	0.1%	1.6%	10.3%	34.7%	48.1%	5.0%	0.1%
2027/10/27	0.0%	0.6%	4.5%	18.4%	39.2%	33.8%	3.4%	0.1%
2027/12/8	0.6%	4.3%	18.0%	38.6%	33.9%	4.3%	0.2%	0.0%

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：

- 《3月PMI数据解读-价格强势回升》——2026-03-31
- 《2026年1-2月财政数据快评-支出前置，助力“开门红”》——2026-03-19
- 《美国3月FOMC会议点评-中东硝烟改写降息剧本》——2026-03-19
- 《2月金融数据解读-企业借钱扩张，居民捂紧钱包》——2026-03-13
- 《美国2月CPI点评-TACO落空，滞胀隐现》——2026-03-12

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