

2026年05月09日

强非农或进一步抬高美联储降息门槛

——美国4月非农就业数据点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：美国公布4月非农就业数据。新增非农就业增加11.5万，超市场预期；失业率为4.3%，符合市场预期；平均时薪同比增长3.6%，不及市场预期。

● 新增非农就业继续高增，失业率维持低位

1. 新增非农就业再度超过10万，3月数据录得一定上修

4月美国新增非农就业增加11.5万人，较3月份初值（17.8万）有一定幅度下行，但超市预期的增加6.5万。2月新增非农就业下修2.3万。趋势上看，近3个月平均新增就业增加4.8万人，有一定幅度下跌。结构上看，私人部门方面，商品制造增加了1.0万就业，服务业中教育和保健服务增加了4.6万就业，政府就业在4月继续负增长。总体看，4月美国新增就业持续高增，且再度超过10万，虽然后续有可能面临下修，且趋势上来看美国就业市场处于一个相对低位的状态，但毫无疑问的是，美国劳动力市场目前韧性较强。

2. 劳动参与率下行、失业率维持低位，永久性失业占比继续下降

4月美国劳动参与率录得约61.8%；失业率约为4.3%，劳动参与率不及市场预期。具体来看，4月份调查城市人口增加9.7万，劳动力人口减少9.2万。总就业人口减少22.6万，失业人口增加13.4万，劳动参与率持续低于62%。失业率上升0.08个百分点至4.337%。劳动参与率边际下降的同时失业率边际上行，考虑到部分老年人退出了劳动力市场，可能造成了一定的摩擦性失业，但亦说明当前美国劳动力市场并不如新增非农就业所显示的强劲。再来看失业率成因，4月完成临时工作者、离职者、永久性失业者占比下降，而首次就业者、暂时性失业者占比上升，可能显示企业目前倾向于招聘有经验的员工，叠加人口老龄化，导致部分人口退出劳动力市场，永久性失业者占比下降。

3. 薪资同比增速有所回升，工作时长基本稳定

4月美国非农就业时薪录得37.41美元，同比上升3.6%，环比上升0.2%，同比增速较3月回升0.2个百分点，环比增速维持不变。此外，4月美国周工作时长维持在34.3的相对低位，基本稳定。结合劳动力退出市场且失业率上行来看，后续薪资同比增速或也难提升，结合后续通胀绝对水平或出现持续上行来看，居民的实际购买力将受到侵蚀，对经济增长的支撑作用或下降。

● 美联储2026年可能不降息，但加息的门槛也很高

第一，美国劳动力市场目前处于相对均衡状态，即使每月新增就业为0，失业率亦能维持稳定，这意味着劳动力市场对美国经济的影响在减弱。从美联储最新的研究来看，即使2026年美国新净增加就业数量为0，美国的失业率也不会出现比较明显的上行。此外，劳动力增长的放缓意味着其对美国经济的影响在减弱，后续美国经济增长或更加依赖于生产率提升。往后看，美国科技公司仍在进行大规模基建，即使劳动力市场走弱，对美国经济的影响可能也不大。

第二，中东局势的变化、对美国通胀和经济的冲击仍是关键变量，美联储内部或仍偏向于保持观望，降息与加息的门槛都在变得更高。目前霍尔木兹海峡并未完全放开，油气价格仍在高位，对美国通胀以及经济增长的冲击效应仍待观察，这使得美联储行动的门槛（加息/降息）变得更高。从4月FOMC后联储官员的表态来看，官员们大多认为目前保持观望是一个合适的选择，但是对后续政策的选择则分歧较大，核心还是霍尔木兹海峡的通行恢复情况。

我们认为，2026年美联储降息并非完全不可能，油价冲击对经济增长具有滞后性，即使短期通胀上行，美联储或也将更多选择观望，而非马上加息。不过考虑到6月FOMC会议上沃什大概率已经接任美联储主席职位，我们还需要关注沃什届时的表述与沟通风格。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国关税政策超预期反复。

相关研究报告

《全球央行边际转鹰，国内消费价弱于量——五一海内外要闻》-2026.5.5

《油价高企对需求影响暂未完全体现——宏观经济点评》-2026.4.30

《鹰派声音升温，静候美联储新主席上任——4月FOMC会议点评》-2026.4.30

目录

1、新增非农就业继续高增，失业率维持低位.....	3
1.1、新增非农就业再度超过 10 万，3 月数据录得一定上修.....	3
1.2、劳动参与率下行、失业率维持低位，永久性失业占比继续下降.....	4
1.3、薪资同比增速有所回升，工作时长基本稳定.....	5
1.4、非制造业 PMI 就业指数边际回暖、就业扩散指数边际改善.....	6
1.5、劳动力市场供需处于相对平衡状态.....	6
2、美联储 2026 年可能不降息，但加息的门槛也很高.....	8
3、风险提示.....	9

图表目录

图 1：4 月美国新增非农就业人数维持高增.....	3
图 2：4 月劳动参与率下行、失业率保持稳定.....	4
图 3：4 月 25-54 岁区间人口劳动参与率维持高位.....	4
图 4：4 月永久性失业、离职者占比下降.....	5
图 5：4 月因经济原因从事兼职工作人员数量继续上升.....	5
图 6：4 月时薪同比增速有所回升.....	5
图 7：4 月美国周工作时长基本平稳.....	5
图 8：信息业、公用事业薪资同比增速较高.....	6
图 9：4 月美国非制造业 PMI 就业边际回暖.....	6
图 10：3 个月、6 个月就业扩散指数均边际改善.....	6
图 11：3 月职位空缺数、空缺率继续下降.....	7
图 12：3 月员工离职率、裁员率均上升.....	7
图 13：3 月美国劳动力缺口略有回升.....	7
图 14：美国就业市场盈亏平衡点或在 2026 年下降至零.....	8
表 1：4 月非农新增就业细项及变动.....	4

事件：美国公布4月非农就业数据。新增非农就业增加11.5万，超过市场预期；失业率为4.3%，符合市场预期；平均时薪同比增长3.6%，不及市场预期。

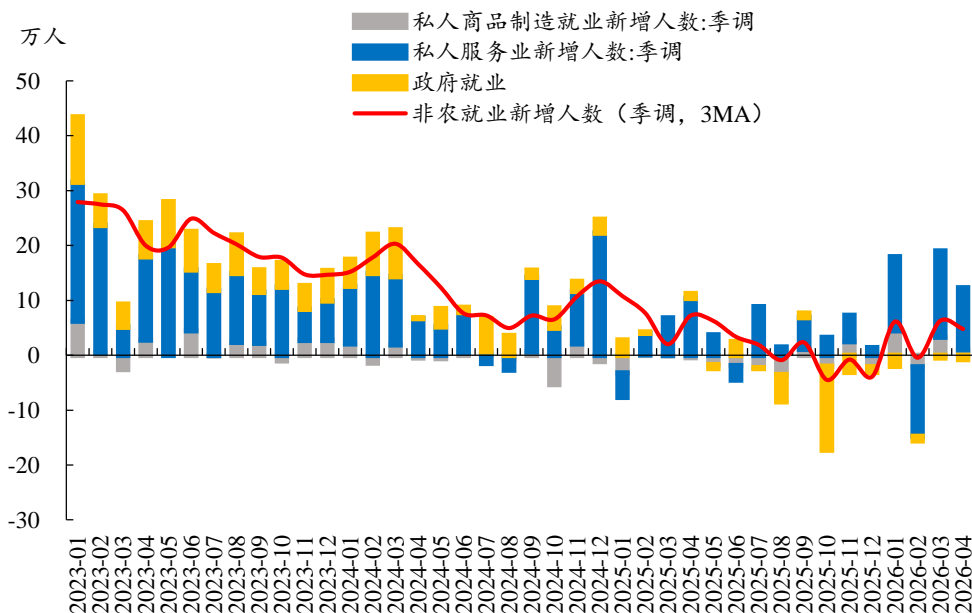
1、新增非农就业继续高增，失业率维持低位

1.1、新增非农就业再度超过10万，3月数据录得一定上修

4月美国新增非农就业增加11.5万人，较3月份初值（17.8万）有一定幅度下行，但绝对数量仍然较多，且超过市场预期的增加6.5万。3月、2月新增非农就业分别上修0.7万、下修2.3万，两个月累计下修1.6万¹。趋势上看，近3个月平均新增就业增加4.8万人，有一定幅度下跌。虽然3月数据出现轻微上修，但考虑到2025年以来数据的经常性大幅下修，我们认为4月新增就业数据后续也可能面临一定的下修压力。

结构上看，私人部门方面，商品制造增加了1.0万就业，服务业中教育和保健服务增加了4.6万就业，政府就业在4月继续负增长。4月私人部门就业增加12.3万（商品制造增加约1.0万，服务业增加约11.3万），政府就业减少0.8万，其中州和地方政府增加0.1万，联邦政府减少0.9万。分行业来看，教育和保健服务、零售业、运输仓储业就业增加较多，分别为4.6万、2.2万、3.0万。总体看，4月美国新增就业持续高增，且再度超过10万，虽然后续有可能面临下修，且趋势上来看美国就业市场处于一个相对低位的状态，但毫无疑问的是，美国劳动力市场目前韧性较足。

图1：4月美国新增非农就业人数维持高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

¹理论上非农数据会经历2次月度修正，本次3月数据为第一次修正，2月数据为第二次修正。

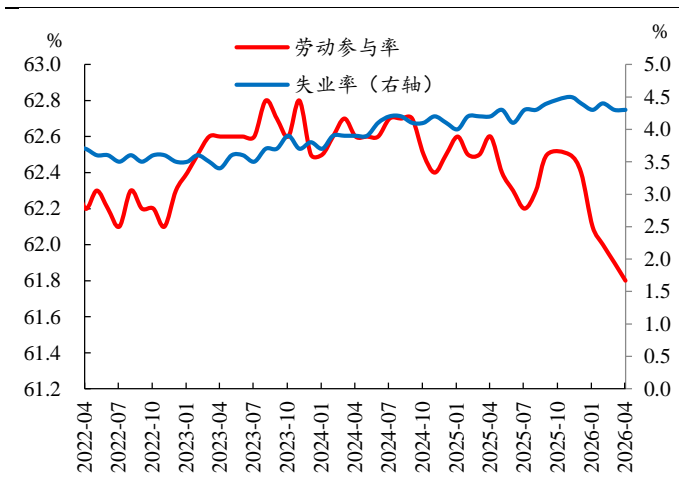
表1: 4月非农新增就业细项及变动

行业(千人)	占比 (%)	较3月变化	2026-04	2026-03	2026-02	近3月平均
总体新增非农	100.0	-70	115	185	-156	48
私人部门	107.0	-67	123	190	-148	55
采矿业	2.6	1	3	2	-1	1
建筑业	7.8	-7	9	16	-21	1
制造业	-1.7	-17	-2	15	1	5
批发业	5.2	-1	6	7	8	7
零售业	19.0	3	22	19	0	13
运输仓储业	26.3	9	30	22	-46	2
公用事业	1.7	3	2	-1	2	1
信息业	-11.3	-7	-13	-6	-23	-14
金融活动	-9.6	8	-11	-19	2	-9
专业和商业服务	6.1	-19	7	26	4	12
教育和保健服务	40.0	-45	46	91	-49	29
休闲和酒店业	12.2	-15	14	29	-31	4
其他服务业	8.7	20	10	-10	6	2
政府就业	-7.0	-3	-8	-5	-8	-7
联邦政府	-7.8	6	-9	-15	4	-7
州和地方政府	0.9	-9	1	10	-12	0

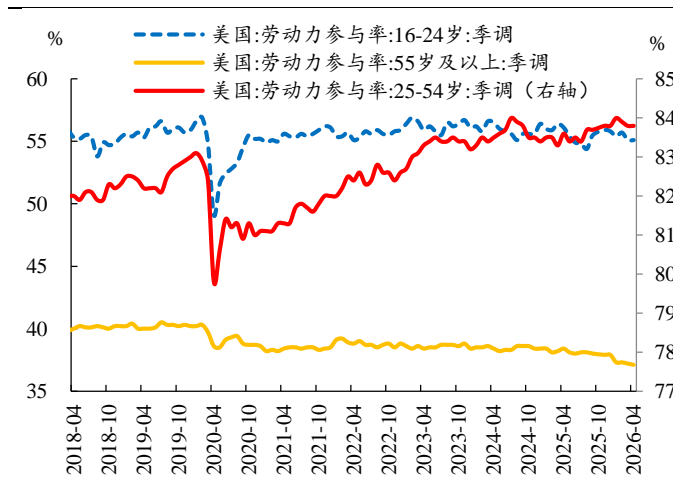
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率下行、失业率维持低位，永久性失业占比继续下降

4月美国劳动参与率录得约**61.8%**；失业率为**4.3%**，劳动参与率不及市场预期。具体来看，4月份调查城市人口增加9.7万，劳动力人口减少9.2万。总就业人口减少22.6万，失业人口增加13.4万，劳动参与率持续低于62%。失业率上升0.08个百分点至4.337%。年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率维持在83.8%的高水平区间，55岁年龄段及以上劳动参与率边际下降，或是劳动参与率下降的关键。族裔方面，除亚裔外，白人、黑人、西班牙裔失业率均有所上升。从4月劳动参与率以及失业率的表现来看，劳动参与率边际下降的同时失业率边际上行，考虑到部分老年人退出了劳动力市场，短期内可能造成了一定的摩擦性失业，但亦说明当前美国劳动力市场并不如新增非农就业所显示的强劲。

图2: 4月劳动参与率下行、失业率保持稳定


数据来源: Wind、开源证券研究所

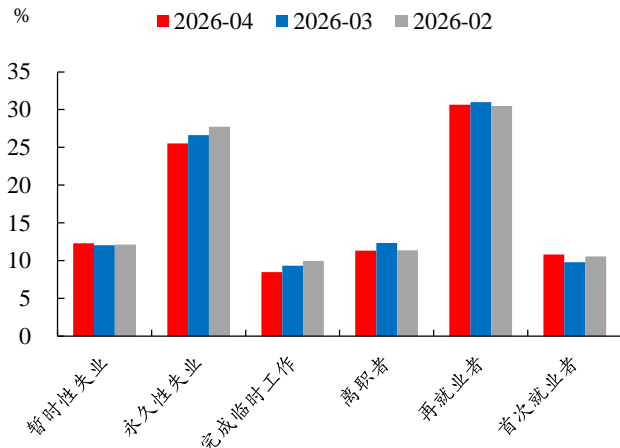
图3: 4月25-54岁区间人口劳动参与率维持高位


数据来源: Wind、开源证券研究所

再来看失业率成因，相较于3月，4月首次就业者、暂时性失业者占比上升较

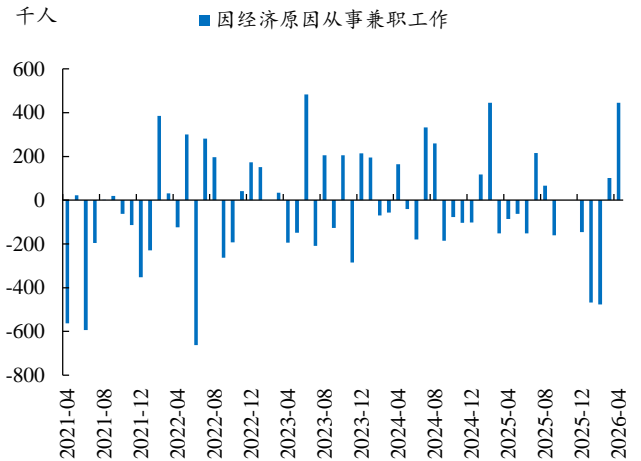
多，永久性失业、离职者占比下降较多。此外，因经济原因从事兼职工作的人员数量环比继续上涨。4月完成临时工作者、离职者、永久性失业者占比下降，而首次就业者、暂时性失业者占比上升，可能显示企业目前倾向于招聘有经验的员工，叠加人口老龄化，导致部分人口退出劳动力市场，永久性失业者占比下降。

图4：4月永久性失业、离职者占比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：4月因经济原因从事兼职工作人员数量继续上升



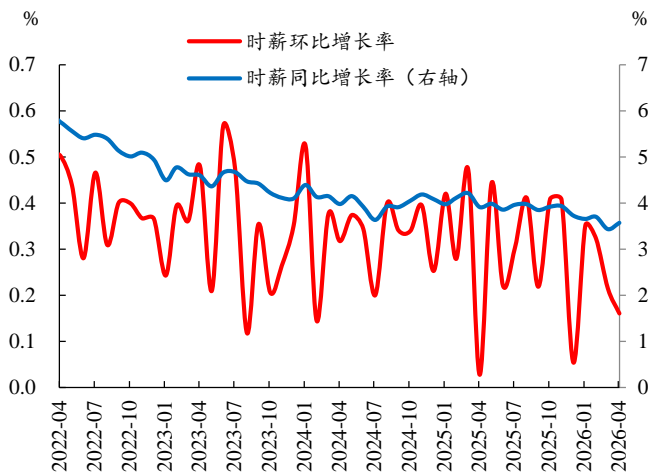
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、薪资同比增速有所回升，工作时长基本稳定

4月美国非农就业时薪录得37.41美元，同比上升3.6%，环比上升0.2%，同比增速较3月回升0.2个百分点，环比增速维持不变。具体来看，信息业、公用事业薪资同比增长较多，采矿业、公用事业薪资环比增长较多。总的看，运输仓储业、建筑业同比增速相对较高，为整体薪资增速反弹的提供了一定支撑。

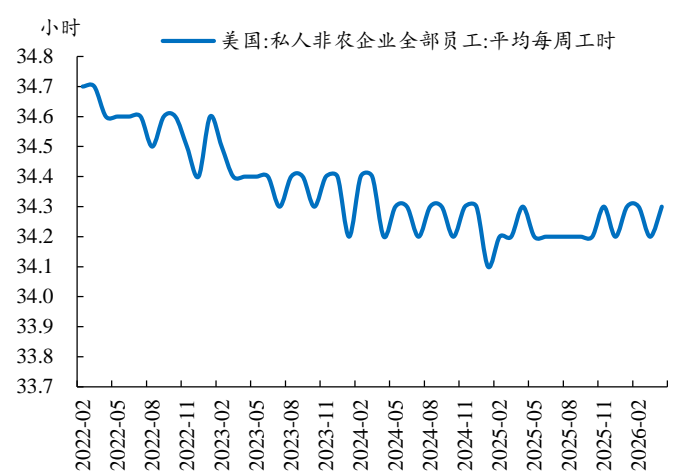
此外，4月美国周工作时长维持在34.3小时的相对低位，基本稳定，显示美国企业的运行处于相对低迷状态。结合劳动力退出市场且失业率上行来看，后续薪资同比增速或也难提升，结合后续通胀绝对水平或出现持续上行来看，居民的实际购买力将受到侵蚀，对经济增长的支撑作用或下降。

图6：4月时薪同比增速有所回升

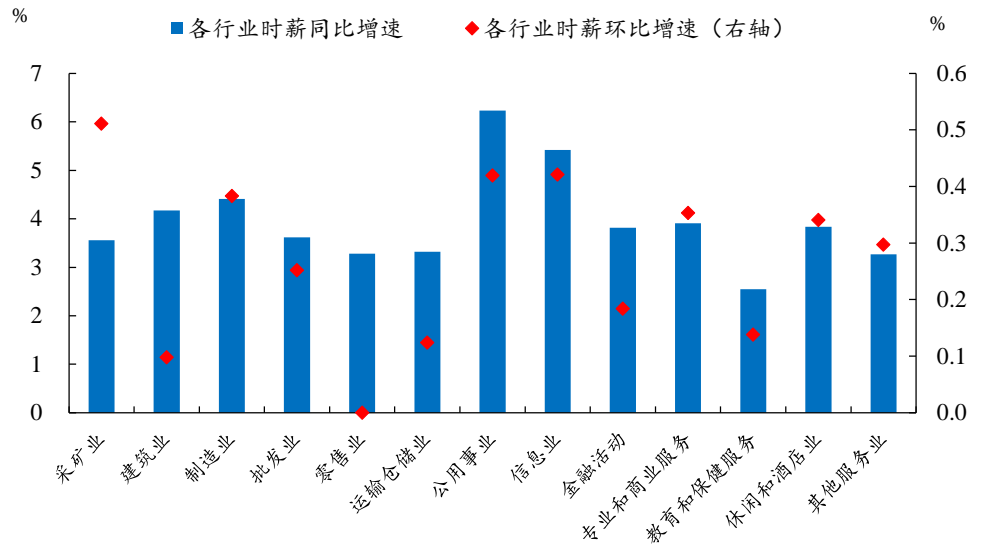


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：4月美国周工作时长基本平稳



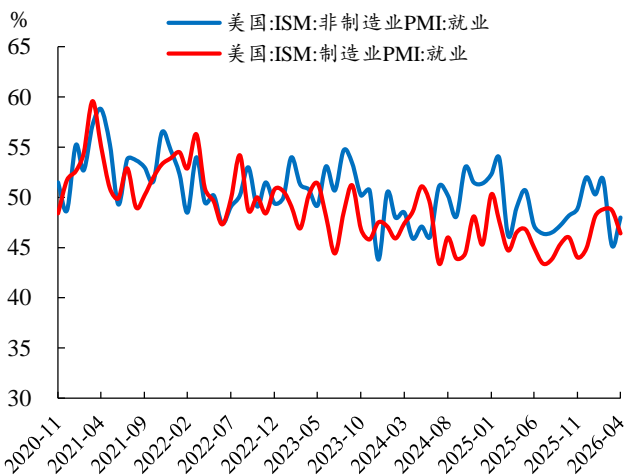
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：信息业、公用事业薪资同比增速较高


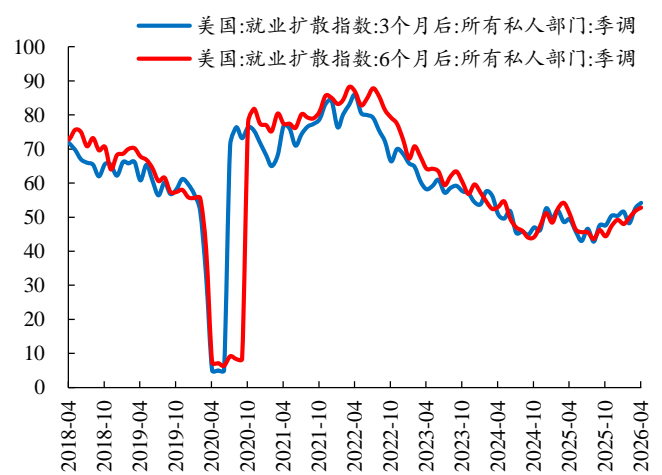
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、非制造业 PMI 就业指数边际回暖、就业扩散指数边际改善

结合 PMI 就业指数以及就业扩散指数来看，美国劳动力市场表现较有韧性，并出现边际改善。4月美国 ISM 制造业 PMI 就业指数录得 46.4%，较3月下降 2.3 个百分点，但4月 ISM 非制造业 PMI 较3月上升 2.8 个百分点至 48%，出现一定程度回暖。3 个月后私人部门就业扩散指数回升至 54.2，6 个月后私人部门就业扩散指数回升至 52.8。综合来看，美国就业市场体现了一定韧性，不同行业之间情况可能有一定差距，但总体出现了边际改善。

图9：4月美国非制造业 PMI 就业边际回暖


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：3个月、6个月就业扩散指数均边际改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、劳动力市场供需处于相对平衡状态

从 JOLTS 数据来看，其中 3 月份职位空缺数为 686.6 万人，较 2 月下降约 0.6 万人，职位空缺率为 4.1%，较 2 月略有下降，职位空缺数再度低于 700 万，且每个求职者对应职位空缺数小于 1，美国劳动力市场的供需处于相对平衡状态。同时，职工主动离职率录得 2.0%、解雇裁员率录得 1.3%，均较 2 月回升 0.1 个百分点，说明员工主动离职积极性略有增加，企业则加大了裁员力度，或显示当前劳动力市场

在经历重整，活跃度略有提升。总体来看，美国劳动力市场还处在一个相对稳定、整体平衡的状态。

图11: 3月职位空缺数、空缺率继续下降

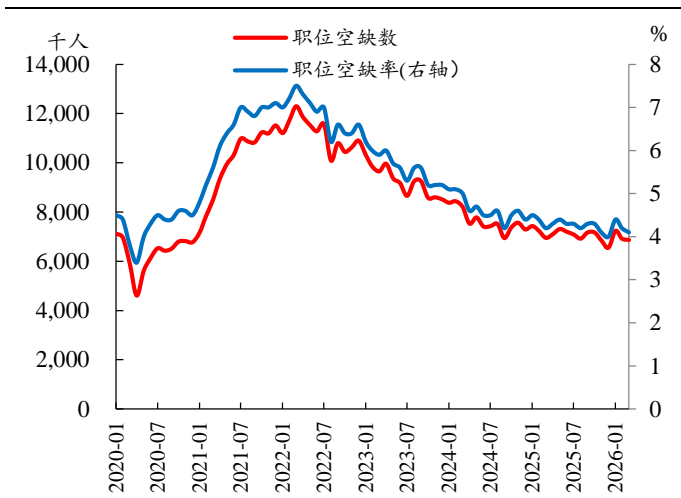
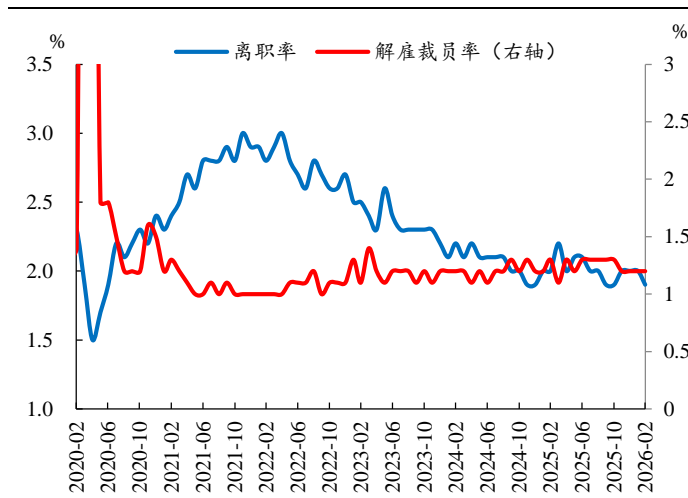


图12: 3月员工离职率、裁员率均上升

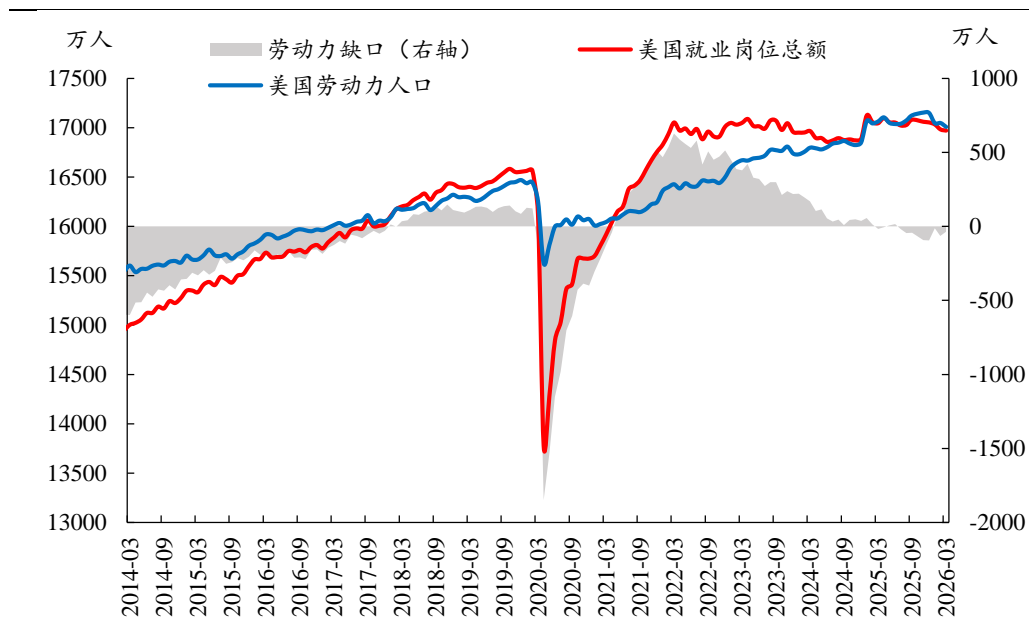


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，3月美国总劳动力缺口（就业人数总额+岗位空缺—劳动力人口）较2月回升27.6万至-37.3万，连续为负，显示当前美国的就业市场供需压力已基本消失。

图13: 3月美国劳动力缺口略有回升



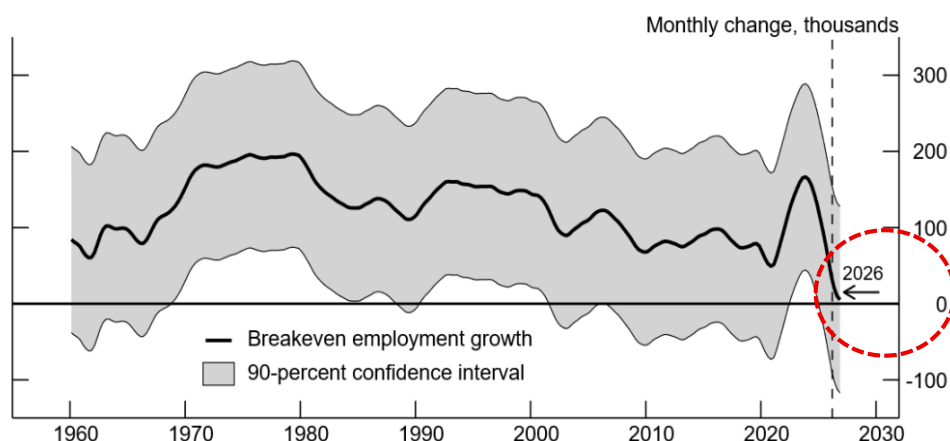
数据来源：FRED、开源证券研究所

2、美联储 2026 年可能不降息，但加息的门槛也很高

4 月非农就业数据显示当前美国就业市场表现较好，结合 4 月 FOMC 以及近期美联储官员们的发言来看，4 月非农数据或促使美联储坚定观望决心，2026 年不降息的可能性进一步增加。当然，中东局势的变化、美国科技公司投资对美国经济的影 响，仍是后续变化的关键。具体而言：

第一，美国劳动力市场目前处于相对均衡状态，即使每月新增就业为 0，失业率亦能维持稳定，这意味着劳动力市场对美国经济的影响在减弱。从美联储最新的研究来看²，由于特朗普的移民政策导致美国的净移民数量大幅减少，在人口老龄化的背景下，美国劳动力增长 2026 年开始放缓至接近 0，这意味着美国就业市场的盈亏平衡点（指每月必须增加的工作岗位数量，以保持失业率稳定，同时吸收潜在劳动力的增长）可能会下降至 0。因此，若 2026 年美国新净增加就业数量为 0，美国的失业率也不会出现比较明显的上行。此外，劳动力增长的放缓意味着其对美国经济的影响在减弱，后续美国经济增长或更加依赖于生产率的提升。结合一季度美国 GDP 数据来看，投资成为美国经济的关键驱动因素。往后看，由于美国科技公司仍在进行大规模的基建投资，即使劳动力市场在一段时间内走软，对美国经济的影响可能也较以往相对偏弱。

图14：美国就业市场盈亏平衡点或在 2026 年下降至零



资料来源：美联储、开源证券研究所

第二，中东局势的变化，及其对美国通胀和经济的冲击仍是关键变量，美联储内部或仍偏向于保持观望，降息与加息的门槛都在变得更高。目前美以对伊朗虽未再发动新的军事打击，但霍尔木兹海峡并未完全放开，油气价格仍在高位，对美国通胀以及经济增长的冲击效应仍待观察，使得美联储行动的门槛（无论是加息还是降息）变得更高，这也是 4 月 FOMC 会议上美联储主席鲍威尔表态略偏鹰的关键。（《鹰派声音升温，静候美联储新主席上任——4 月 FOMC 会议点评》）从后续美联储官员的表态来看³，官员们大多认为目前保持观望是一个合适的选择，但是对后续政策的选择则分歧较大，核心还是霍尔木兹海峡的通行恢复情况。

我们认为，2026 年美联储降息并非完全不可能，油价冲击对经济增长具有滞后性，即使短期通胀上行，美联储或也将更多选择观望，而非马上加息。不过考虑

² <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/labor-force-growth-breakeven-employment-and-potential-gdp-growth-20260402.html>

³ <https://wallstreetcn.com/articles/3771482?keyword=%E8%81%94%E5%82%A8>

到 6 月 FOMC 会议上沃什大概率已经接任美联储主席职位，我们还需要关注沃什届时的表述与沟通风格。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国关税政策超预期反复。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年3月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn