

宏观点评 20260509

4月非农：信号混杂，关注就业中枢下移—— 2026年4月美国非农就业数据点评

2026年05月09日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦祎

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王茁

执业证书：S0600526010001

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《黄金ETF，2026年4月复盘与5月展望》

2026-05-08

《纳斯达克100ETF，4月复盘与5月展望》

2026-05-06

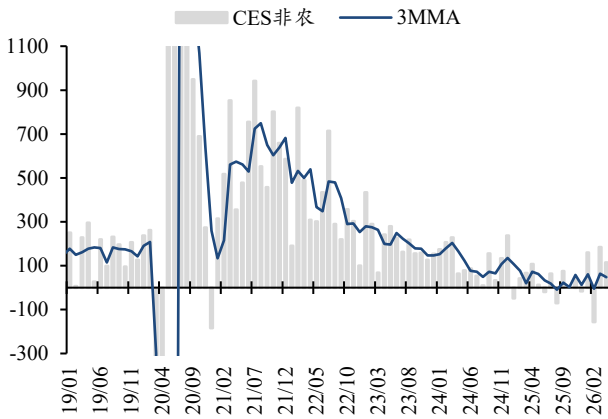
- **核心观点：**4月美国新增非农就业大超预期，失业率持平4.3%的低位，但3个月新增就业中枢回落，且失业率的稳定部分来自劳动力供给的收缩。总体来看，就业数据边际变化不大、信号混杂，美国非农就业仍然延续供需双弱、相对平衡的趋势。向前看，我们预期新任美联储主席可能会更依赖反映美国就业趋势变化的非农就业中枢指标，而非低质量、高波动、常修正的单月非农数据。这意味着，美国就业、实际自然增长率与美联储名义中性利率的中枢都将下移，这可能被美联储视为增长缺口扩大、降息必要性提升的信号。
- **4月非农：新增非农偏强，居民端数据疲软。**美国4月新增非农就业11.5万，较分析师一致预期的6.5万高出1.68x标准差，前值由初值17.8万上修至18.5万，前两个月累计下修1.6万，3个月均新增非农从6.3万回落至4.8万，高于美联储测算的同期2.0-3.6万“盈亏平衡”非农中枢。居民调查数据则显示，4月美国就业者减少22.6万，但因劳动力同步减少，失业率录得4.3%，持平预期与前值；时薪环比0.2%，预期0.3%，前值0.2%。高于预期的非农就业数据让全年加息预期一度从0.1次小幅提升至0.15次，随后回落至0次，市场从非农数据中看到的瑕疵让宽松预期再度升温，但整体反应较为平淡。
- **就业结构：行业结构改善，集中度下降。**企业端就业数据方面，4月非农数据的偏强之处不仅在于读数超预期，也在于结构相对健康，不再由医保行业单轮驱动：4月私营行业新增就业12.3万，其中商贸运输行业新增6万，医保行业新增5.4万，其余大部分私营服务行业也录得环比增长；所有大类服务业中，仅信息技术和金融服务录得环比下降。过去两个月，教育&医保行业在非农就业中的占比均有所回落，显示新增就业集中于医保等少数行业的现象有所改善。
- **供需结构：劳动力供给疲软加剧。**4月居民端调查的非农就业则表现较差：需求视角看，4月在职者减少22.6万，其中13.4万来自失业者的增加，9.2万来自劳动力的减少；供给视角看，4月新增非劳动力18.8万，其中自然人口增长贡献9.7万，劳动力减少贡献9.2万。上述变化对应4月劳动参与率回落至61.8%，为2021年10月以来新低；失业率从4.26%小幅抬升至4.33%，虽然失业率四舍五入后持平预期与前值的4.3%，但实际上再次出现上行。此外，走低的劳动参与率背后，是美国劳动力供给的疲软正在加剧。截至2026年4月，美国劳动力跌破1.7亿人，为2025年1月人口控制调整以来新低，55岁以上劳动参与率逼近疫情时期低点，其背后是提前退休与非法移民禁入带来的双重冲击，且这一趋势难以逆转。
- **策略启示：就业边际变化不大，关注就业中枢的下修。**总体上，4月就业数据虽大超预期，但数据结构反映的信号混杂，因此市场反应相对平淡。从趋势看，美国非农就业仍然延续了供需双弱、相对平衡态势，表现为新增非农中枢下行、失业率震荡。近期，美联储一系列研究探讨了反映美国就业趋势变化的非农就业中枢。2026年4月美联储的测算显示，25Q4、26Q1美国“盈亏平衡”的非农就业中枢分别为5.7万、3.6万人，到26Q4将降至0.5万，届时零增长对应的就是平衡的就业市场。向前看，预期将于5月就职的新任美联储主席沃什可能会更依赖非农就业中枢这一指标，而非低质量、高波动、常修正的单月新增非农数据。这意味着，美国就业、实际自然增长率与美联储名义中性利率的中枢都将下移，这可能被沃什视作增长缺口扩大、降息必要性提升的信号。
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：美国非农分行业新增就业人数

净月变动 千人	2026/04	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05
非农就业	115	185	-156	160	-17	41	-140	76	-70	64	-20	13
私营	123	190	-148	180	-7	72	13	68	-20	65	-45	20
商品	10	33	-21	45	-21	25	-20	11	-35	-23	-19	-17
采矿伐木	3	2	-1	-2	-1	-1	1	-2	-3	-6	-2	-4
建筑	9	16	-21	45	-7	36	-12	16	-22	-6	-2	-2
住宅	-2	1	0	2	-3	3	-1	4	-5	-3	-2	-1
非住宅	6	2	3	5	3	7	-1	-2	-4	-1	1	1
制造业	-2	15	1	2	-13	-10	-9	-3	-10	-11	-15	-11
耐用品	2	13	8	6	-5	-3	-9	-5	-15	1	-12	-8
机动车&部件	-3	2	5	1	-4	0	-5	-2	-12	4	-3	2
非耐用品	-4	2	-7	-4	-8	-7	0	2	5	-12	-3	-3
服务	113	157	-127	135	14	47	33	57	15	88	-26	37
商贸运输	60	46	-36	38	-33	-65	-11	-18	-1	3	-24	-18
批发贸易	6	7	8	2	-6	-6	3	9	-9	-6	-10	1
零售贸易	22	19	0	13	-24	-1	-15	13	10	5	-15	-22
运输仓储	30	22	-46	23	-5	-59	1	-39	-2	4	0	0
信息技术	-13	-6	-23	-27	-6	-5	-6	-1	-1	-2	-1	-1
金融活动	-11	-19	2	-39	1	1	-5	4	-19	0	-7	6
专业商业服务	7	26	4	36	-19	56	-24	-16	-28	-16	-31	-20
临时救助服务	8	5	2	19	-14	14	-20	-12	-11	-10	-9	-14
教育医保	46	91	-49	119	38	56	44	54	23	87	49	60
医疗&社保	54	91	-30	107	42	60	48	55	23	83	61	65
休闲餐旅	14	29	-31	5	25	-12	41	37	22	11	-2	3
餐饮	17	12	-39	23	-5	22	43	39	21	5	1	-4
其他服务	10	-10	6	3	8	16	-6	-3	19	5	-10	-7
政府	-8	-5	-8	-20	-10	-31	-153	8	-50	-1	25	-7
联邦	-9	-15	4	-37	-11	-15	-166	-2	-19	-9	-8	-24
州政府	1	-2	-6	3	-5	-12	-4	10	-17	-12	1	-7
地方政府	0	12	-6	14	6	-4	17	0	-14	20	32	24

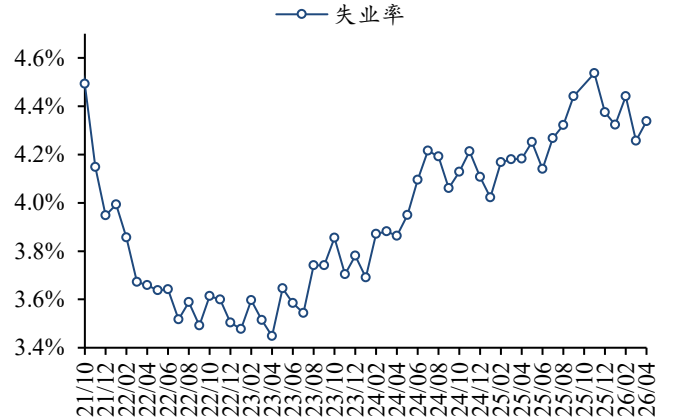
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图2：美国非农新增就业人数



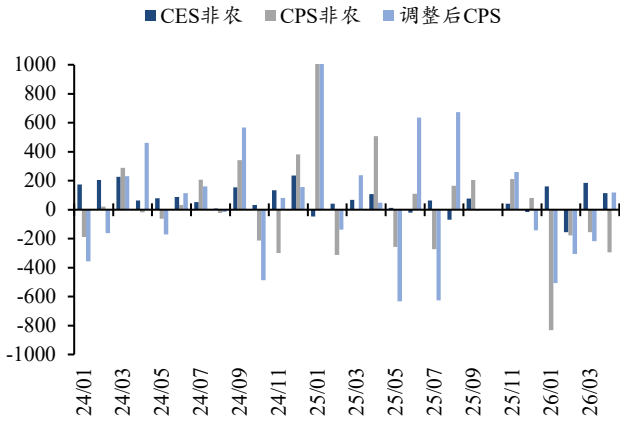
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位为千人，横轴数字为年份后两位，下同

图3：美国失业率



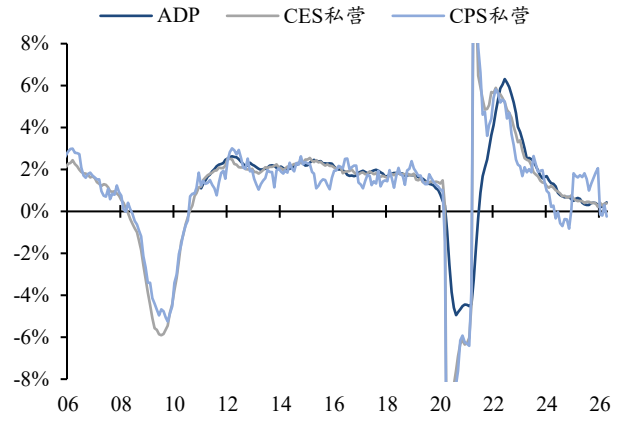
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图4：不同口径下的美国当月新增就业人数



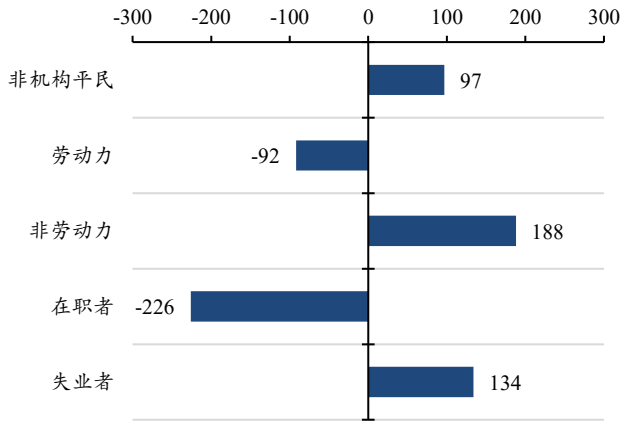
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人

图5：不同口径下的美国私营部门就业同比增速



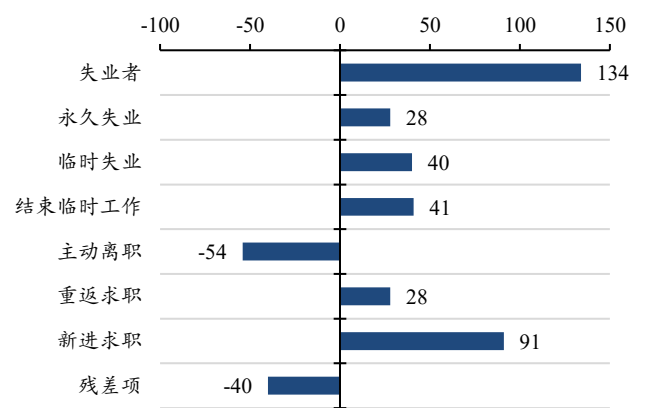
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图6：美国劳务市场4月流量变化



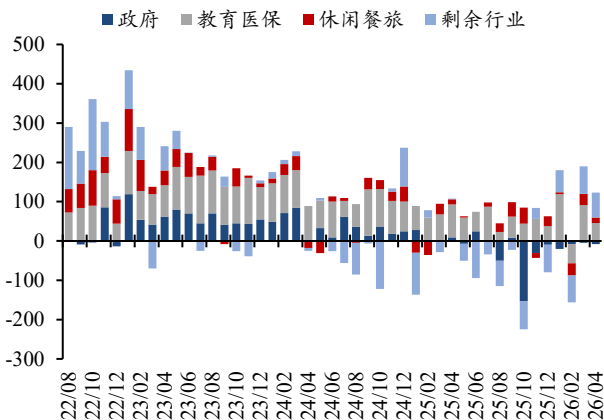
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人，因季调原因分项加总存在残差

图7：美国劳务市场失业者4月流量变化



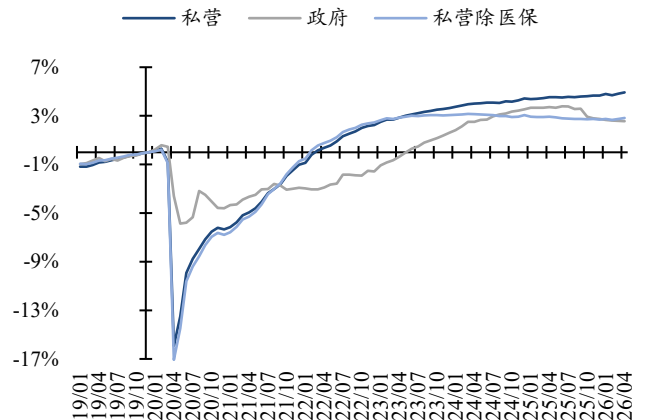
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人，因季调原因分项加总存在残差

图8：美国各行业新增非农就业人数



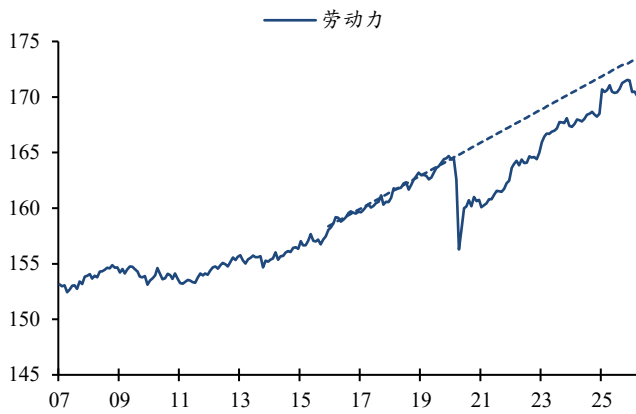
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为千人

图9：美国不同行业就业人数相较于2019.12变化



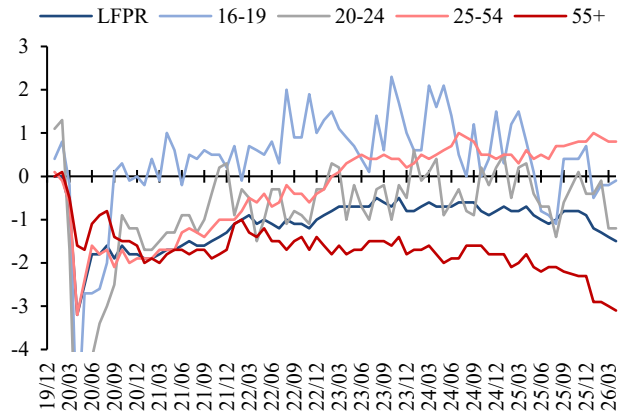
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图10: 美国季调劳动力



数据来源：彭博、东吴证券研究所；虚线为2016-19年趋势线，经季调，单位百万人

图11: 不同年龄段美国劳动参与率(与2019.12比)



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>