

4月非农数据点评

就业超预期但成色存忧

◆ 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5月8日，美国劳工部统计局（BLS）发布4月非农就业报告。当月新增非农就业人数11.5万，高于预期的6.2万人，失业率录得4.3%，与上月持平，符合预期。

评论：

图1：非农数据总览

行业类别	4月新增就业				4月存量就业		4月平均薪资		
	4月新增 [万人]	上月新增 [万人]	变化	近一年新增 趋势	4月存量 [万人]	近一年存量 趋势	4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	11.50	17.80	-6.3		—	—	—	—	—
私营部门	12.30	19.00	-6.7		13542.8		36.6	3.6%	
* 商品生产	1.00	3.30	-2.3		2152.3		38.5	4.3%	
* 采矿业	0.30	0.20	0.1		60.6		41.3	3.6%	
* 建筑业	0.90	1.60	-0.7		832.1		41.0	4.2%	
* 制造业	-0.20	1.50	-1.7		1259.6		36.7	4.4%	
* 服务生产	11.30	15.70	-4.4		11390.5		37.2	3.4%	
* 金融	-1.10	-1.90	0.8		911.9		49.0	3.8%	
* 信息	-1.30	-0.60	-0.7		277.3		54.8	5.4%	
* 专业和商业服务	0.70	2.60	-1.9		2244.5		45.5	3.9%	
* 运输仓储业	3.03	2.15	0.9		658.4		32.4	3.3%	
* 休闲和酒店业	1.40	2.90	-1.5		1697.8		23.6	3.8%	
* 批发业	0.60	0.65	-0.1		606.6		39.8	3.6%	
* 零售业	2.18	1.86	0.3		1546.6		26.1	3.3%	
* 公共事业	0.19	-0.06	0.3		60.8		55.1	6.2%	
* 教育和医疗	4.60	9.10	-4.5		2783.4		36.2	2.5%	
* 其他服务业	1.00	-1.00	2.0		603.2		33.8	3.3%	
政府部门	-0.80	-0.50	-0.3		2139.3		—	—	—

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

摘要：

4月非农就业数据总量超预期，但含金量仍有瑕疵。新增就业11.5万人大幅高于市场预期的5.5万人，然而短期失业人数单月激增35.8万、被迫兼职人数攀升44.5万，就业质量的持续恶化与总量超预期之间形成鲜明背离。我们认为，数据的超预期难以支撑对就业市场实质改善的乐观判断。

从结构上看，超预期背后也存在脆弱性。本月就业改善更多体现为行业间此消彼长的轮动修复，增长高度依赖教育医疗、运输仓储等行业，信息业、金融业持续收缩，联邦政府继续裁员。尽管新增就业行业数量占优，但仍有不少行业录得负增长，只是收缩幅度相对有限，整体来看，就业扩张的广度与内生动

能均明显不足。

失业率较上月持平，劳动参与率萎缩掩盖部分压力。4月参与率进一步下行至61.8%，新增登记失业人数重回正值。我们认为，在移民收紧与人口老龄化的双重约束下，参与率长期萎缩已近乎常态，失业率的稳定更多是被动出清的结果，在一定程度上掩盖了就业市场压力。

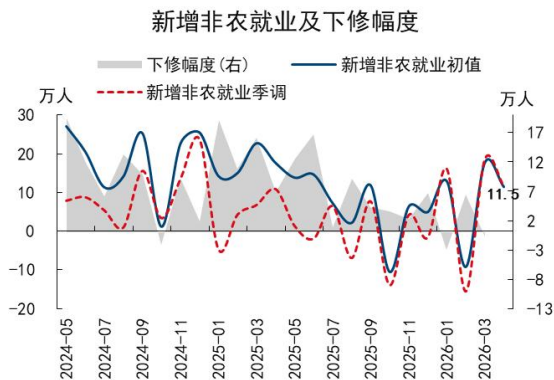
通胀高企与就业质量恶化并存，将美联储推入两难困境。油价突破百美元、CPI跳升至3.3%，能源冲击叠加中东局势不确定性，使滞胀隐忧难以消散；而就业内部的结构裂缝则表明，贸然加息将加速脆弱平衡的瓦解。我们判断，新任主席沃什短期内继续观望是唯一稳妥选择，降息窗口的实质性打开或需等待至2027年上半年。

非农公布后，美股小幅高开、国债收益率走低，工资涨幅低于预期缓解了市场对加息的焦虑。时薪环比仅0.2%、同比3.6%。我们认为，投资者对坏消息的正面解读，本质上是在定价美联储政策的边际宽松预期，而非对基本面的真实乐观。资产价格方面，我们认为油价走势拐点与后续就业数据的方向性变化，是触发各类资产重新定价的核心变量，在此之前市场大概率延续区间震荡格局。

◆ 非农超预期，质量存隐忧

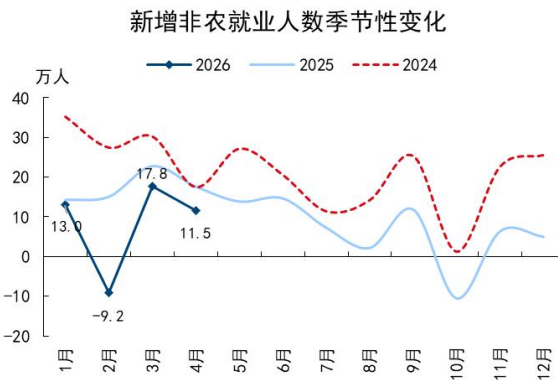
4月美国新增非农就业11.5万人，虽较上月的17.8万人有所回落，但仍大幅超出市场预期的5.5万人，延续了年初以来就业市场表面韧性的基本格局。数据超预期，但成色明显存在隐忧。短期失业人数（时间不足五周）单月激增35.8万、被迫兼职人数攀升44.5万，就业质量的持续恶化与总量的超预期形成鲜明背离。

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

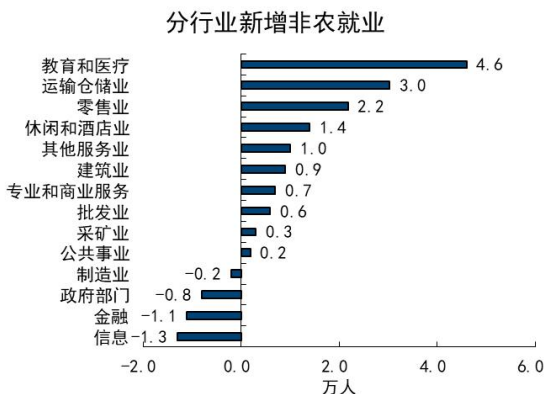


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从结构上看，本月就业增长仍明显依赖少数防御性行业支撑，内生扩张动能偏弱。服务部门中，教育和医疗（4.6万人）继续成为最主要贡献项，运输仓储业（3.0万人）显著增长，或主要受快递物流等需求支撑；但信息业（-1.3万人）、金融业（-1.1万人）继续收缩，反映高利率环境下科技与金融部门用工仍承压。联邦政府继续裁员（-0.8万人）。

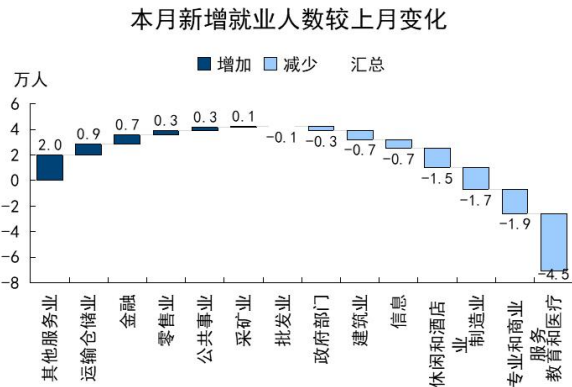
从边际变化看，本月就业改善更多体现为行业间此消彼长的轮动修复，而非全面扩张。教育和医疗较上月大幅回落4.5万人，说明此前凯撒医疗罢工带来的技术性回补降温；相对应地，其他服务业、运输仓储和金融分别回升2.0万、0.9万和0.7万人，就业动能出现一定扩散。

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



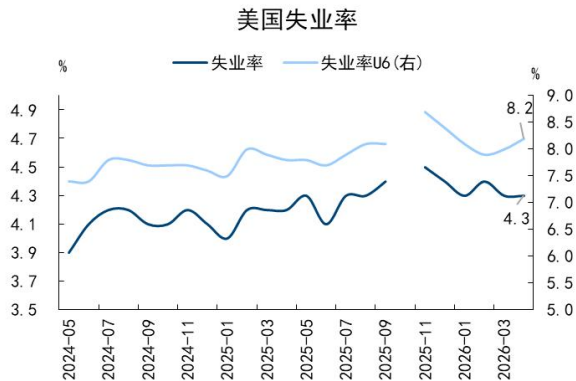
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 失业率持平，参与率持续萎缩

4月美国失业率维持4.3%不变，但劳动参与率延续下行至61.8%，为近年低位。连续数月的单边收缩意味着越来越多人正在退出劳动力市场，失业率的稳定在一定程度上是被动出清的结果。新增登记失业人数4月重回正值至13.4万，结束了3月的大幅净减少，显示新一轮失业压力正在形成。

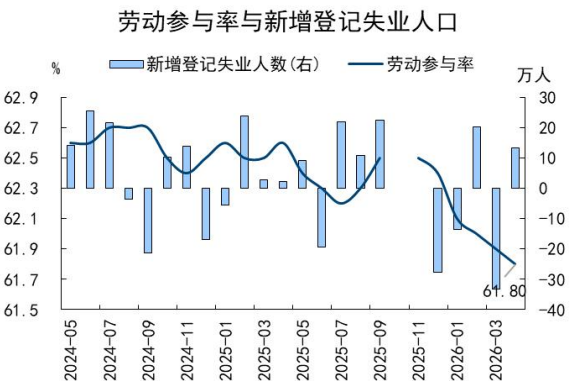
分结构看，暂时性失业与新进入者同比仍保持正增长，再进入者规模亦有所扩张。表明劳动力供给端的流动性上升，而非市场真正趋紧。在移民收紧与人口老龄化的结构性约束下，参与率的持续萎缩或已成为常态，这使得失业率作为劳动市场健康度指标的参考价值进一步打折。

图6: 美国失业率



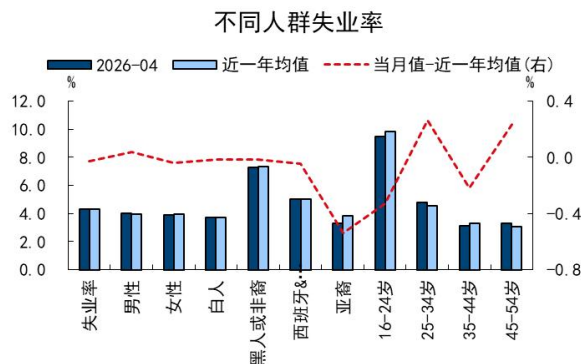
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 美国劳动参与率与新增登记失业人数



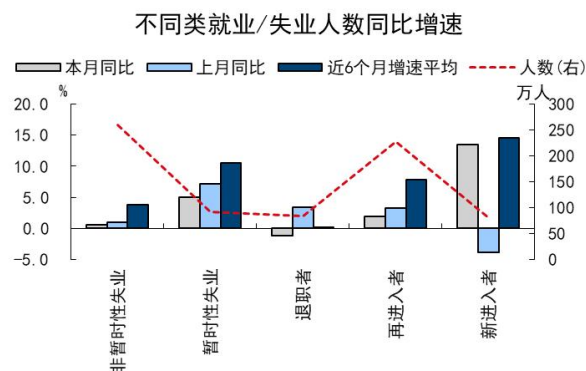
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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

◆ 强就业难掩瑕疵，沃什接棒添变数，降息路径仍需等待

非农表面超预期，但短期失业激增、被迫兼职扩张等内部裂缝表明就业市场并未真正走强，这直接制约了美联储加息的底气。当前通胀的压力高企，美伊冲突爆发以来油价突破 100 美元/桶，3 月 CPI 已跳升至 3.3%，能源价格的输入性通胀使滞胀成为市场挥之不去的隐忧。4 月 FOMC 声明亦直接点名，称通胀高企在一定程度上反映了近期全球能源价格的上涨，中东局势正为经济前景带来高度不确定性。

我们认为，就业数据的内部瑕疵恰恰构成了美联储最难以突破的政策困境。通胀高企本应指向紧缩，但短期失业激增与劳动参与率的持续萎缩清晰揭示，加息将加速这一脆弱平衡的瓦解。美联储面对的并非过热经济，而是一个被能源冲击人为推高通胀、同时就业质量悄然恶化的结构性困局。在这一框架下，无论加息还是降息都面临较高的政策风险，新任美联储主席沃什虽然倡导降息+缩表，但我们判断短期内继续观望是其唯一稳妥的选择。

当前市场几乎一致预期美联储将在短期内维持利率不变。我们认为通胀与地缘风险扰动下，美联储短期内缺乏立即降息的空间。到 2027 年上半年有望迎来降息，

图10：CME 利率期货数据

MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2026/6/17	0.0%	0.0%	4.9%	95.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.4%	12.7%	86.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.8%	14.8%	84.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.7%	13.5%	78.3%	7.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.6%	12.4%	72.6%	13.7%	0.7%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.6%	11.3%	67.0%	19.1%	1.9%	0.1%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.5%	10.1%	60.6%	24.7%	3.9%	0.3%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.5%	9.5%	57.3%	27.0%	5.2%	0.5%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.9%	11.6%	56.0%	26.0%	5.0%	0.5%	0.0%
2027/7/28	0.1%	1.5%	14.1%	54.3%	24.8%	4.7%	0.5%	0.0%
2027/9/15	0.4%	4.3%	23.2%	47.6%	20.3%	3.8%	0.4%	0.0%
2027/10/27	0.3%	3.5%	19.3%	42.6%	25.9%	7.2%	1.1%	0.1%
2027/12/8	0.3%	3.2%	17.6%	40.1%	27.7%	9.2%	1.7%	0.2%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

当前资产价格面临的核心困境在于，就业数据的内部瑕疵与通胀压力的并存，使多空双方均缺乏足够清晰的方向性信号。其一，股市方面，市场短期内获得工资低于预期的支撑，加息预期有所压制，但降息

窗口同样关闭，流动性驱动的估值重估逻辑难以重演，高估值成长股承压格局未变。**其二，债市方面**，长端利率在通胀未退、就业未崩的僵局下易上难下，10年期美债收益率的下行空间受到能源通胀与沃什鹰派预期的双重压制，久期风险不可忽视。

我们认为，油价拐点与就业数据的进一步方向，是触发各类资产重新定价的关键变量，在此之前市场或维持区间震荡格局。

◆ 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：

- 《美国4月FOMC会议点评-鲍威尔主席的“最后一舞”》——2026-04-30
- 《4月PMI数据解读-制造业“淡季不淡”，出口仍有韧性》——2026-04-30
- 《AI量化4月政治局会议-存量政策用足，结构机会渐明》——2026-04-29
- 《2026年3月财政数据快评-价格修复下税收显著回暖》——2026-04-24
- 《宏观事件点评-沃什听证会：后续降息的三条线索》——2026-04-22

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