



非农保持韧性，降息节点或将推迟

——海外观察：美国2025年4月非农就业数据点评

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

投资要点

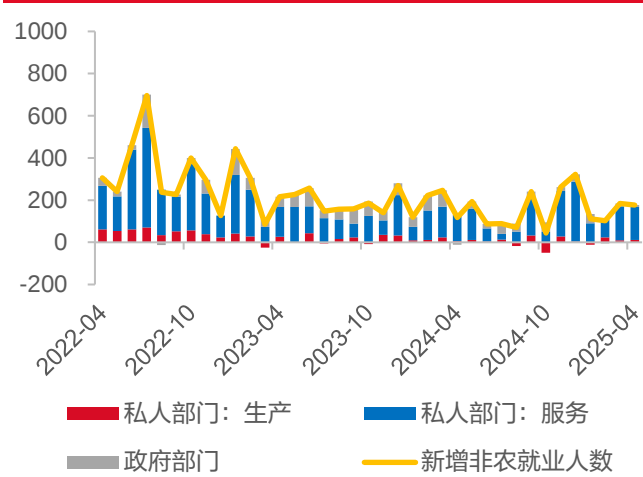
- **事件：**当地时间5月2日，美国劳工局公布2025年4月美国非农就业数据。美国4月季调后非农就业人口新增17.7万人，高于预期的13.8万人。同时，3月和2月的非农就业新增人数分别下修4.3万人和1.5万人。4月失业率维持在4.2%，和预期持平。
- **核心观点：**美国4月非农新增就业数据虽然较上月有所放缓，但依然高于预期。分项来看，服务行业依然是主要就业贡献部门，但较3月存在边际放缓的趋势：其中，零售、餐饮和住宿等对经济弹性较高的部门有所走弱，但运输和仓储部门环比上行显著。私人部门4月时薪环比增速小幅回落。失业率保持稳定，劳动参与率小幅上行。总体来看，韧性的就业支撑联储可能维持谨慎的态度，但依然需要关注关税政策对通胀带来的影响。
- **服务部门和政府部门新增就业增速放缓。**4月服务部门新增就业15.6万人，前值16.1万人。其中，零售、餐饮和住宿行业较3月有所走弱。零售新增就业转为负数，对应为减少0.2万人，前值2.2万人；休闲住宿新增就业2.4万人，前值3.8万人。运输和仓储新增就业显著上行至2.9万人，前值0.3万人，或是受到“90天关税暂停”政策背景下，企业持续“抢进口，屯库存”的拉动。政府部门就业边际放缓依然是受到联邦政府裁员的影响。政府部门新增就业1万人，前值1.5万人。其中，联邦政府减少就业0.9万人，前值减少0.4万人。
- **薪资增长降温主要受制造业薪资增速回落影响。**4月私人部门时薪环比上升0.2%，前值0.3%。其中，生产部门的制造业时薪环比增速由上月0.8%下降至-0.3%，为主要拖累项。服务部门薪资保持韧性，时薪环比增速维持在0.2%。值得注意的是，信息咨询时薪环比增速上行显著，从上月-0.1%上升到1.0%，或是由于美国当前政策不确定性较强，导致相关咨询业务大幅增多。
- **失业率保持稳定，劳动参与率上升。**U3失业率维持在4.2%不变，U6失业率延续下行趋势，回落至7.8%。U3和U6的分化说明兼职失业比例在逐步减少，可能是由于在政策不确定性加剧的背景下，企业更愿意开放和雇佣兼职岗位。劳动力参与率小幅上行至62.6%，前值62.5%。分年龄段看，25至54岁劳动力参与率上行最为显著，由前值83.3%上升至83.6%。
- **受到特朗普移民驱逐政策影响，移民人数和移民就业人数在4月显著下跌。**据我们测算，美国4月移民人数和移民就业人数分别下降82.5万人和41万人。从分母端看，移民的流失被动推高了移民就业率。同时，由于移民流失而空缺出的岗位也确实刺激了美国本土劳动参与率和就业率的上升。但是，如果后续美国移民持续流出，且本土劳动参与趋于均衡之后，可能会引发工资推动型通胀的反弹。
- **4月美国就业市场保持韧性，美联储降息节点或将因此延后。**服务部门虽然边际放缓，但薪资增速依然保持稳健。失业率保持稳定的同时，包含兼职的广义失业率U6延续下行趋势。需要注意的是，虽然移民流失从分母端推高了就业率和美国本土的劳动参与率，但是否可持续依然存疑。非农数据发布后，美股上涨、美债收益率上行，美元指数由涨转跌。CME FedWatch显示市场预期美联储将降息时间节点推迟至7月，概率为55.2%。
- **风险提示：**美国通胀上行超预期，美国经济下行超预期。

图1 美国非农就业岗位和时薪增速按部门拆分

	新增就业（环比，千人）						趋势	时薪增速（环比，%）					
	2025年4月	2025年3月	2025年2月	2025年1月	2024年12月	2024年11月		2025年4月	2025年3月	2025年2月	2025年1月	2024年12月	2024年11月
新增非农就业人数	177.0	185.0	102.0	111.0	323.0	261.0							
私人部门	167.0	170.0	107.0	79.0	287.0	244.0		0.2	0.3	0.2	0.4	0.2	0.4
生产	11.0	9.0	24.0	-11.0	4.0	28.0		-0.1	0.6	0.3	0.5	0.3	0.3
采矿伐木	1.0	-1.0	4.0	-3.0	-1.0	1.0		0.0	0.1	-0.1	0.7	-0.3	0.2
建筑	11.0	7.0	12.0	-3.0	15.0	6.0		0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.3
制造	-1.0	3.0	8.0	-5.0	-10.0	20.0		-0.3	0.8	0.4	0.6	0.2	0.3
制造：耐用品	2.0	-2.0	6.0	-7.0	-15.0	27.0		-0.4	1.2	0.4	0.7	0.1	0.4
计算机/电子设备	-4.0	1.1	-2.1	-2.3	-4.4	-4.5							
运输设备	-3.1	-2.1	3.3	-11.9	-3.7	31.9							
服务	156.0	161.0	83.0	90.0	283.0	216.0		0.2	0.2	0.2	0.4	0.2	0.4
贸易运输和公用事业	32.0	25.0	22.0	54.0	81.0	19.0		0.4	0.6	0.2	0.4	-0.2	0.4
批发	5.8	-0.8	7.1	-4.3	13.0	5.1		0.5	0.5	0.4	0.2	-0.2	0.4
零售	-1.8	21.7	-3.8	35.7	34.4	-13.5		0.6	0.9	0.3	0.4	-0.3	0.8
运输和仓储	29.0	2.7	18.3	21.3	34.4	27.7		0.4	0.4	0.2	0.3	0.1	0.2
公用事业	-0.6	1.4	0.8	1.4	-0.8	-0.3		-0.5	0.2	-0.2	0.0	0.3	-0.3
信息咨询	0.0	-2.0	0.0	-4.0	17.0	5.0		1.0	-0.1	0.1	0.7	-0.7	-0.2
金融活动	14.0	6.0	15.0	14.0	12.0	16.0		0.5	0.5	0.3	0.5	0.4	0.1
房地产和租赁	3.6	-0.4	5.5	4.2	0.9	0.6							
专业和商业	17.0	3.0	15.0	-35.0	36.0	37.0		0.1	0.2	0.3	0.2	0.4	0.6
专业技术	3.5	6.6	-7.2	-2.4	18.3	12.6							
教育和保健	70.0	74.0	65.0	62.0	83.0	73.0		0.2	-0.2	0.1	0.3	0.2	0.5
休闲和住宿	24.0	38.0	-34.0	-14.0	47.0	54.0		0.0	0.6	0.2	0.6	0.3	0.3
住宿和餐饮	20.6	30.5	-36.8	-28.9	43.5	24.5							
艺术和娱乐	3.1	7.2	3.1	14.7	3.3	30.1							
其他	-1.0	17.0	0.0	13.0	7.0	12.0		0.1	-0.6	0.0	0.6	0.2	0.2
政府部门	10.0	15.0	-5.0	44.0	36.0	17.0							
联邦	-9.0	-4.0	-13.0	3.0	3.0	-2.0							
州政府	6.0	2.0	-10.0	12.0	19.0	9.0							
地方政府	13.0	17.0	18.0	17.0	14.0	10.0							

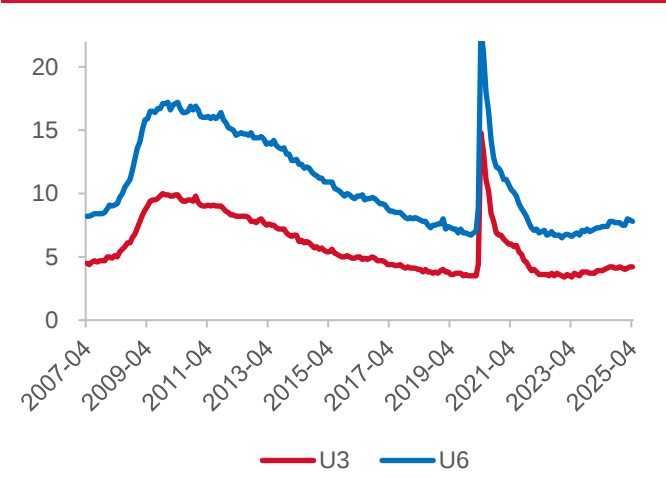
资料来源：BLS，东海证券研究所

图2 美国新增非农就业人数，千人



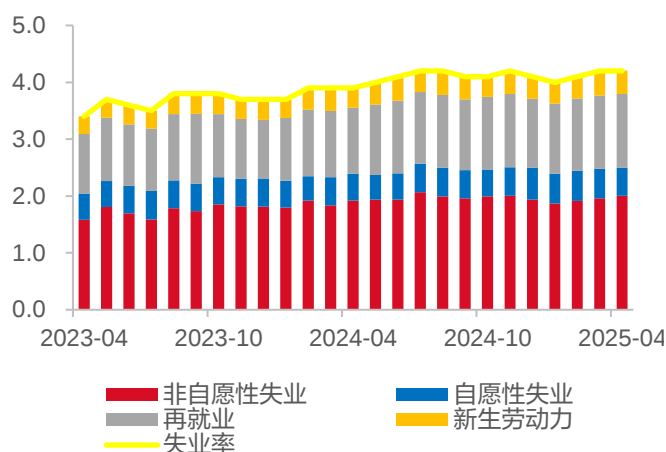
资料来源：BLS，东海证券研究所

图3 美国失业率，%



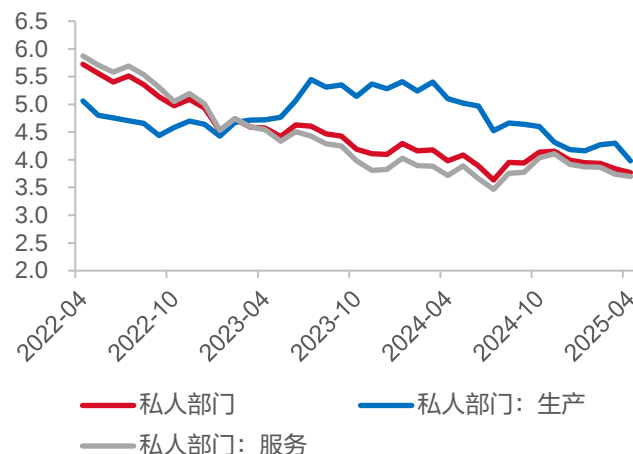
资料来源：BLS，东海证券研究所

图4 美国 U3 失业率按照失业原因拆分, %



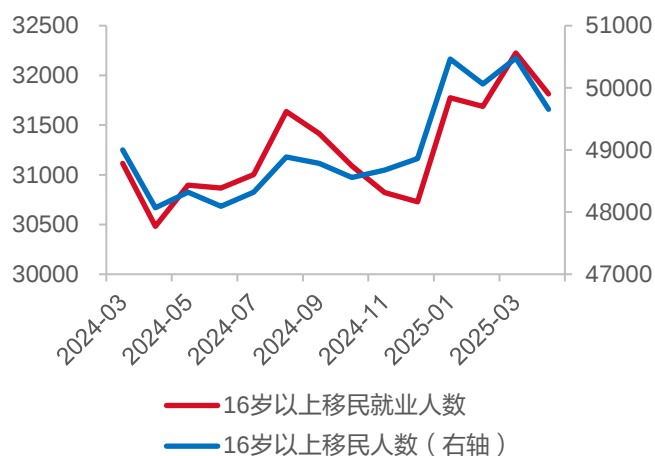
资料来源：BLS，东海证券研究所

图5 美国非农就业人员同比时薪, %



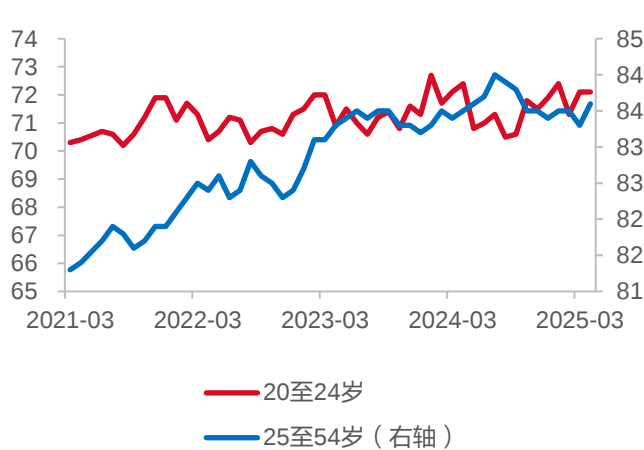
资料来源：BLS，东海证券研究所

图6 美国移民和移民就业人数转跌, 千人, 千人



资料来源：BLS，东海证券研究所

图7 美国各年龄段劳动参与率, %



资料来源：BLS，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089