

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-25

宏观策略

2025 年 07 月 25 日

宏观深度报告 20250724: 中国的服务业占比低吗? 工资低吗?

要进一步发挥好服务业就业“蓄水池”的作用,并着力于缩小行业间的收入差距

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250723: 从国际到本土: 物价低迷应对策略及中国趋势分析—低利率时代系列(七)

“通缩”是货币供应量持续下降、物价持续下行且经济衰退的现象,表现为价格普遍且持续环比下行、货币信贷收缩、经济衰退。其与正常价格波动的显著区别是会自我强化,形成费雪的“债务-通缩”循环。产能过剩或需求不足导致的供需关系失衡及名义货币供给或货币流通速度的持续下降是通缩的主要成因。1999年9月至2003年9月,日本因货币供应量增长速度下降叠加泡沫破裂导致需求减少引发通缩,政府采取大规模财政扩张政策,尤其是大幅增加公共事业费支出;2009年2月至2013年5月,受美国经济危机溢出效应等影响引发通缩,引入通货膨胀目标制度,提出2%的“物价稳定目标”,实行量化宽松货币政策,大规模购买政府债券以降低实际利率。2008年金融危机期间,美国因房地产泡沫破碎导致社会需求降低和货币流通速度放缓引发通缩,采取宽松的货币政策,如多次降低利率至接近零,执行量化宽松政策和财政政策如大幅退税、减债及资助濒临破产公司等。2025年以来,我国通胀整体维持低位运行,CPI同比略有下降,1-6月平均-0.07%;PPI同比持续走弱,1-6月间始终维持在负值区间,平均-2.77%。CPI受食品和交通通信拖累,整体维持低位。食品持续显著负拉动,1-6月平均-0.24个百分点,系生猪产能恢复、蔬菜产量增长及基数效应;交通通信持续深度负增长,1-6月平均-0.33个百分点,系全球原油供需宽松、车企价格战及通信资费改革;居住、衣着、医疗等分项温和正贡献,但拉动有限。生产资料PPI低迷,受房地产和基建投资低迷及国际价格走低影响,采掘工业跌幅最深且持续扩大,原材料工业和加工工业也呈下跌态势;生活资料PPI跌幅较稳定,受居民收入预期偏弱及行业价格战影响,耐用消费品跌幅最深;政策刺激传导受阻,PPI难以回升。CPI结构上,食品烟酒(28.31%)、居住(24.03%)、能源相关(12.46%)等高权重板块价格下行,对CPI形成核心压制;PPI结构上,能源和原材料行业价格大幅下跌,拖累整体PPI;部分中下游行业和高技术产业价格有一定抗跌性,但未能抵消上游下跌影响。我们建立通胀预测模型对CPI与PPI进行长期预测,预计2025下半年CPI或温和回升,PPI仍维持相对低位但降幅收窄。

行业

推荐个股及其他点评

聚星科技(920111): 电接触产品“小巨人”,技术创新夯实行业地位

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 1.30/1.58/1.94 亿元，同比增加 12%/21%/23%。考虑到公司业务持续高增，产能充足，业绩有望继续高增，首次覆盖，给予“增持”评级。 风险提示：原材料价格波动风险、新材料替代风险、需求不及预期

宏观策略

宏观深度报告 20250724：中国的服务业占比低吗？工资低吗？

核心结论：与 43 个经济体的就业数据相比较，我国服务业就业人员占比与服务业工资水平均不算低，但仍存在三方面改进空间：一是与高收入经济体相比，我国服务业就业人员占比仍偏低，特别是卫生和社会工作、房地产业两个细分行业，我国就业人员占比明显偏低；

二是从地产相关就业来看，我国建筑业就业人员占比与高收入经济体较为接近，指向地产增量开发市场就业已接近饱和；而房地产业就业人员占比明显偏低，指向地产存量运营市场就业仍有较大扩展空间；三是从分行业工资水平来看，我国服务业不同行业间收入差距较大，高于 43 个经济体的平均水平，其中通讯与信息技术业、金融保险业工资水平相对偏高，而教育业、房地产业的工资水平相对偏低。

基于以上三点，我们认为我国就业相关政策可以从两个维度进行调整。一方面，要进一步发挥好服务业就业“蓄水池”的作用，引导就业人员从第一、第二产业持续向第三产业流动。首先，可开展针对农村转移劳动力、返乡农民工等群体的服务业技能培训，提升农村劳动力的就业技能并增强其与服务业就业的匹配度；其次，充分利用好央行设立的服务消费与养老再贷款，积极发展养老服务产业，创造家政、护理等劳动密集型服务就业岗位；最后，应加强服务业与第一产业、第二产业的融合发展，促进制造业与生产性服务业深度融合，创造高质量就业岗位的同时也更好的满足大学生群体的就业需求；

另一方面，应适当提升最低工资标准，并着力于缩小行业间的收入差距。其一，可以考虑再次设定最低工资增长目标，年均增速要高于经济增速和社会平均工资增速，同时逐步将最低工资相对于平均工资和人均 GDP 的比例提高到 50% 左右，达到国际平均水平（可参考此前我们的报告《寻找内需增量：发挥最低工资的“灯塔效应”》）；其二，可采取分类的最低工资制度，将行业、职业、技能等因素纳入最低工资的考虑标准，同时通过税收优惠和转移支付等方式加大对低收入行业的扶持力度，以改善行业就业人员的工资水平。

人口变化和经济转型驱动我国就业结构转型升级。从就业总量来看，随着 1962 年-1975 年第二波婴儿潮人口逐步退出劳动市场，我国就业人数总量在近几年出现了一定的下行压力，我国适龄劳动人口占总人口的比重也在 2020 年回落到了 70% 以下，但仍处于全球较高水平。

从就业人员的城乡结构来看，截至 2024 年底我国城镇就业人口占比约为 64.5%，占全部就业人口的比重继续稳中有升。而截至 2024 年底我国城镇化率约为 67%，较发达经济体相比仍有较大增长空间，因此在较长的一段时间内，我国城镇就业人口占比有望持续提升，带动整体生产效率持续提升。

从就业人员的产业结构来看，随着我国服务业的不断发展完善，我国就业人口逐步从第一产业向第三产业转移，而第二产业就业占比则相对稳定。截至 2024 年，我国第一、第二和第三产业就业人员占比分别约为 22.2%、29.0% 和 48.8%，相较于发达经济体，我国第三产业就业比重仍相对偏低，未来仍有较大增长空间。而从经济体量对就业的承载能力来看，我国第三产业每 1% 增加值承载的就业比例约为 0.85%，也略低于美国（0.97%）、日本（1.00%）、韩国（1.11%）和德国（1.02%）等发达经济体。

从就业人员的行业结构来看，二产中制造业和采矿业就业占比有所下滑，第三产业就业占比有所提升，此外受近几年地产行业调整的影响，建筑业和房地产业就业人员占比明显下滑；而随着制造业转型升级的

加速，纺织服装、家具制造业等劳动密集型行业就业人员占比有所下滑，专用设备、电气机械和电子设备制造业等技术密集型行业就业人员占比有所提升。 就业结构国际比较：我国二产就业占比相对偏高，三产就业占比与均值较为接近

首先，从行业大类来看，与全球平均水平相比，截至 2023 年，我国第二产业就业人员占比相对偏高，而第一产业和第三产业就业人员占比与全球平均水平较为接近。其中制造业就业人员占比较全球平均水平高约 7.7 个百分点，是第二产业就业人员占比较高的主要原因；

其次，从细分行业来看：其一，我国地产相关行业直接就业人员占比与全球平均水平较为接近，处于相对合理的水平区间；其二，我国服务业中住宿餐饮业和交运、仓储和信息技术服务业就业人员占比相对较高，而卫生和社会工作就业人员占比明显偏低。

最后，进一步和高收入经济体相比，我国在卫生和社会工作、金融保险业以及交运仓储和信息技术服务业等服务业就业人员占比与高收入经济体仍有差距。此外，在地产相关就业方面，我国 2023 年建筑业就业人员占比约为 8.5%，仅比高收入经济体高 1.0 个百分点，但在房地产业和商务活动就业人员占比方面比高收入经济体低约 5.8 个百分点。 就业工资国家比较：我国整体就业工资处于中等偏低水平，服务业工资相对不低但行业间差距较大

首先，以 2021 年购买力平价数据测算，我国 2022 年就业人员人均月工资约为 1434.8 美元，低于 43 个经济体的均值 2690.1 美元，处于中等偏低水平，高于包括巴西、越南等在内的新兴经济体，但较欧美发达经济体仍存在一定差距；

其次，从我国整体工资结构来看，以现价美元计算，截至 2022 年我国工资最高的行业为信息与通讯业，人均月工资约为 1533 美元，而工资最低的行业为农林牧渔业，人均月工资约为 526.9 美元，最高工资与最低工资行业工资之比约为 2.9，高于 43 个经济体的均值水平 2.5，一定程度上指向我国行业间工资水平差距相对更大，而值得注意的是美国 2022 年最高工资与最低工资行业的工资之比同为 2.9；

最后，我们以各行业人均月工资与国家整体月最低工资之比衡量各行业的相对收入水平高低。截至 2022 年，我国信息与通讯业和金融保险业人均月工资分别为月最低工资的 5.3 倍和 4.8 倍，而 43 个国家均值则分别为 4.0 倍和 4.0 倍，表征我国信息与通讯业和金融保险业的工资水平相对偏高。而我国教育业和房地产业人均月工资分别为月最低工资的 2.3 倍和 2.4 倍，低于 43 个国家均值的 2.9 倍和 2.6 倍，指向我国教育业和房地产业的工资水平相对偏低。但考虑到各国最低工资标准的设立本身存在一定差异，故国际比较的结果可能无法完全反映实际的工资收入差异。 风险提示：

(1) 不同国家就业人员统计数据方法有所不同，故国际比较可能存在一定误差；(2) 各国最低工资标准的设立本身存在一定差异，故国际比较的结果可能无法完全反映实际的工资收入差异；(3) 受人民币汇率等因素影响，我国就业人员工资收入被低估。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌)

固收金工

固收深度报告 20250723：从国际到本土：物价低迷应对策略及中国趋势分析——低利率时代系列（七）

事件 2025 年上半年，我国 CPI 当月同比均值为-0.1%，PPI 当月同比均值为-2.8%，分别较 2024 年下行 0.3 和 0.6 个百分点。在央行货币政策委员会 2025 年第二季度例会中，也提出“我国经济仍面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战”。虽然当前我

国并未陷入“通缩”的困境，但在低利率和低物价的时代，分析海外经济体应对“通缩”时的应对举措仍然有其意义和价值，我们将从“通缩”的表现形式和成因展开，并结合实际案例对 2025 年下半年的物价形势进行展望。

观点 “通缩” 的表现形式及成因：“通缩”是货币供应量持续下降、物价持续下行且经济衰退的现象，表现为价格普遍且持续环比下行、货币信贷收缩、经济衰退。其与正常价格波动的显著区别是会自我强化，形成费雪的“债务-通缩”循环。产能过剩或需求不足导致的供需关系失衡及名义货币供给或货币流通速度的持续下降是通缩的主要成因。

海外国家陷入“通缩”困境时如何应对：

- 1) 日本：1999 年 9 月至 2003 年 9 月，因货币供应量增长速度下降叠加泡沫破裂导致需求减少引发通缩，政府采取大规模财政扩张政策，尤其是大幅增加公共事业费支出；2009 年 2 月至 2013 年 5 月，受美国经济危机溢出效应等影响引发通缩，引入通货膨胀目标制度，提出 2% 的“物价稳定目标”，实行量化宽松货币政策，大规模购买政府债券以降低实际利率。
- 2) 美国：2008 年金融危机期间，因房地产泡沫破碎导致社会需求降低和货币流通速度放缓引发通缩，采取宽松的货币政策，如多次降低利率至接近零，执行量化宽松政策和财政政策如大幅退税、减债及资助濒临破产公司等。

2025 年下半年中国物价展望：

2025 年上半年物价特征：2025 年以来，我国通胀整体维持低位运行，CPI 同比略有下降，1-6 月平均-0.07%；PPI 同比持续走弱，1-6 月间始终维持在负值区间，平均-2.77%。

1) CPI 表现：受食品和交通通信拖累，整体维持低位。食品持续显著负拉动，1-6 月平均-0.24 个百分点，系生猪产能恢复、蔬菜产量增长及基数效应；交通通信持续深度负增长，1-6 月平均-0.33 个百分点，系全球原油供需宽松、车企价格战及通信资费改革；居住、衣着、医疗等分项温和正贡献，但拉动有限。

2) PPI 表现：生产资料 PPI 低迷，受房地产和基建投资低迷及国际价格走低影响，采掘工业跌幅最深且持续扩大，原材料工业和加工工业也呈下跌态势；生活资料 PPI 跌幅较稳定，受居民收入预期偏弱及行业价格战影响，耐用消费品跌幅最深；政策刺激传导受阻，PPI 难以回升。

CPI 和 PPI 结构分析：

- 1) CPI 结构：食品烟酒（28.31%）、居住（24.03%）、能源相关（12.46%）等高权重板块价格下行，对 CPI 形成核心压制；服务消费复苏不均衡，生活用品及服务权重较低且价格承压，政策效果更多体现在销量而非价格。
- 2) PPI 结构：生产资料占比约 75.34%，价格波动对 PPI 影响显著；生活资料占比约 24.66%；能源和原材料行业价格大幅下跌，拖累整体 PPI；部分中下游行业和高技术产业价格有一定抗跌性，但未能抵消上游下跌影响。PPI 向 CPI 传导存在结构性障碍，效果减弱。

2025 年下半年通胀展望：我们建立通胀预测模型对 CPI 与 PPI 进行长期预测，预计 2025 年下半年 CPI 或温和回升，PPI 仍维持相对低位但降幅收窄。

风险提示：经济复苏不及预期风险、政策传导效果滞后风险、大宗商品价格超预期波动风险、模型假设偏离实际风险、外部经济环境恶化风险、产能过剩化解进度滞后风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳）

行业

推荐个股及其他点评

聚星科技（920111）：电接触产品“小巨人”，技术创新夯实行业地位

投资要点 电接触产品“小巨人”，业务发展态势良好。聚星科技成立于1996年11月，主营业务是电接触产品的研发、生产和销售，主要产品和服务为电触头、电接触元件、电接触材料，公司在2024年11月11日成功登陆北交所，成为温州首家北交所上市企业。2024年全年实现归母净利润1.16亿元，同增51.12%；2025Q1公司归母净利润实现0.23亿元，同比增长44.97%。电接触产品下游场景丰富，低压电器行业规模持续拓展。1)电接触产品行业规模不断扩大，下游行业领域丰富：电接触产品行业规模持续扩大，2015-2023年期间年复合增长率为10.98%，预计2024年工业总产值再创新高。2)低压电器领域不断拓展，行业规模持续扩大：一方面，我国固定资产投资规模持续增长，拉动低压电器市场不断扩大。另一方面，低压电器下游市场规模也在扩大。国家政策带动家电消费，家用电器市场需求有望释放，2024年我国家电零售额突破9000亿元，预计2025年将继续增长；工业控制领域规模继续扩大，全球工业控制和工厂自动化市场规模在2029年有望突破3000亿美元；我国新能源汽车突破1000万辆，全球新能源汽车销量在2030年有望达到4700万辆；全社会用电量持续攀升，低压电器下游需求不断释放。

专注核心产品，创新技术增强企业实力。1)专注于核心产品，重视技术创新。聚星科技重视产品和技术创新，参与制定多项标准，专利数量多。公司深耕行业近三十年，始终专注于电接触产品领域，不断进行技术创新，目前已经形成了覆盖电接触材料制造、电触头生产和电接触元件生产的多项核心技术，打造了独特的技术优势。2)公司毛利居于行业前列，客户资源优质且粘性高。相较于同行业可比公司，公司毛利率高于福达合金、温州宏丰及斯瑞新材，居于行业前列。同时，公司已与多家大型知名低压电器生产企业建立了合作关系，高度定制化的产品特性也使客户具有极强的粘性。3)募资投产助力业绩成长，加大研发提高竞争优势。公司募集资金净额总计为2.44亿元，将其投入三个项目，重点降低生产中的人工成本和提升产品质量。其中，生产线智能化技术改造项目扩大公司产品产能，提升公司产品的市场竞争力同时，公司加大研发投入巩固并加强公司在产品研发方面的竞争优势实现公司的可持续发展。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2025/2026/2027年归母净利润分别为1.30/1.58/1.94亿元，同比增加12%/21%/23%。考虑到公司业务持续高增，产能充足，业绩有望继续高增，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险、新材料替代风险、需求不及预期

(证券分析师：朱洁羽 证券分析师：余慧勇
证券分析师：易申申 证券分析师：薛路熹 研究助理：武阿兰)

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>