

美国就业市场总量尚可，但较为脆弱

——美国就业数据梳理

2025 年 3 月 10 日

宏观经济

深度报告

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

投资摘要：

本文梳理了美国就业市场的相关数据以及与之关联的宏观指标。疫情周期中，各行业之间的同步性被打乱，非农数据的重要性有所增加。总体来说，就业市场数据较为滞后。4 周累计初请以及 PMI 中的就业分项数据相对略微领先。

美国劳动力市场总量尚可，供需紧张程度和流动性均已低于疫情前高点，整体较为脆弱。在职薪资增速尚可，但工作时长持续下降，兼职占比上升。实际薪资同比仍处于周期的较高位置，是支撑消费的主要来源之一。

就业市场同步性较差。1) 扣除非周期行业的政府和医疗后的非农数据与总非农新增仍保持较大差异。2) 不同于总劳动参与率，低文凭群里劳动参与率趋势性上升，已高于疫情之前，表明低技能岗位相对高技能岗位的需求相对较高，即就业质量有所下降。3) 周期性行业有止跌缓和的迹象，但趋势性回暖尚不明显。

特朗普当选后，边境入境人数降幅超 50%以上。

特朗普政府对联邦政府开支的审查和联邦雇员的裁减对宏观经济，特别对就业市场而言，属于外生负面冲击。虽然对联邦雇员的裁减暂时不会反映在近期就业中，联邦政府雇员占非农也较小，被解雇的公务员暂时不会被计入非农失业数据中。但联邦政府不计入非农政府分类的合同工是正式员工的 3 倍以上，并且对联邦财政支出的审查可能对小部分联邦承包商、NGO 以及大学等机构的就业，产生即刻影响。叠加针对加拿大和墨西哥的 25%关税，增加了经济的不确定性，或对经济产生小幅短期压力。

与就业相关的宏观数据近期表现不佳。制造业 PMI 回升主要来自供应商支付以及物价上升，就业、库存、新订单等并未同步回暖。需求方面，密西根 1 年期和 5 年期通胀预期均有上扬，消费者信心指数也有回落。劳动力市场本身流动性下降，叠加特朗普改革的政策进行中又有反复，而美国经济的前低后高的特征导致年初经济往往较为温和，综合来看，至少短期内对经济活动产生波动影响不可避免。

风险提示：美国通胀上行，经济衰退。

目 录

1. 美国就业市场较为脆弱：总量尚可，紧绷程度下降，流动性变差。.....	4
1.1 人口结构：略微老龄化，边境入境人数显著下降	6
1.2 失业率：累计初请数据尚未攀升	7
1.3 劳动参与率：低学历趋势性上升	8
1.4 岗位空缺数：周期性行业触底缓和	9
1.5 非农数据：非周期性行业支撑，周期性行业触底缓和	11
1.6 非农数据：联邦雇员裁员仍会影响短期非农	13
1.7 薪资数据：市场流动性下降	13
2. 相关宏观数据：就业没有明显改善指征	14
相关报告汇总	17

插图目录

图 1： 美国就业、失业总数（千人）	4
图 2： 美国就业、参与、失业率（%）	4
图 3： 美国就业市场紧绷程度低于疫情前高位平台	5
图 4： 美国非农新增（千人）	5
图 5： 劳动力市场流动性下降（右：%）	5
图 6： 雇佣率较低（%）	5
图 7： 裁员率（%）	5
图 8： 当周初请人数（人）	5
图 9： 薪资同比（%）	5
图 10： 实际薪资同比（%）	5
图 11： 周工时（小时）	6
图 12： 兼职比重（%）	6
图 13： 总人口	6
图 14： 人口略微老龄化	6
图 15： 边境入境人数	7
图 16： 边境入境人数（年度，人）	7
图 17： 失业率：U1~U6（%）	7
图 18： 失业率：分学历（%）	7
图 19： 失业率：分年龄（%）	8
图 20： Sahm 法则与初请（%；人）	8
图 21： 初请与领取失业保险人数（人）	8
图 22： 劳动参与率（%）	9
图 23： 劳动参与率：分年龄（%）	9
图 24： 劳动参与率：分学历（%）	9
图 25： 岗位空缺数：分行业 1（2020 年 2 月=100）	10

图 26： 岗位空缺数：分行业 2（2020 年 2 月=100）	10
图 27： 岗位空缺数：分行业 3（2020 年 2 月=100）	10
图 28： 岗位空缺数（千人）	10
图 29： 劳动力市场紧绷程度（%）	10
图 30： 岗位空缺变化：分行业（2020 年 2 月=100）	10
图 31： 非农行业比重	11
图 32： 非农行业比重（%）	11
图 33： 政府占非农（%）	11
图 34： 非农：医疗和政府（%）	11
图 35： 非农新增：扣除医疗和政府（千人）	11
图 36： 非农新增：分行业（千人）	11
图 37： 新增非农：按行业（%）	12
图 38： 非农：制造业（千人）	12
图 39： 非农：四大支柱行业（千人）	12
图 40： 非农：可选消费行业（千人）	12
图 41： 非农：电子、信息、零售行业（千人）	12
图 42： 非农：可选消费行业（千人）	13
图 43： 联邦政府相关员工（百万人）	13
图 44： 四分位时薪同比（12 月移动平均，%）	14
图 45： 五分位实际税后年收入（美元）	14
图 46： 时薪同比：职业变动（12 月移动平均，%）	14
图 47： 实际时薪同比：职业变动（12 月移动平均，%）	14
图 48： 美国制造业 PMI	14
图 49： 美国制造业 PMI 及物价分项 1	14
图 50： 美国制造业 PMI 及物价分项 2	15
图 51： 美国制造业 PMI 及物价分项 2	15
图 52： 美国服务业 PMI	15
图 53： 美国通胀预期（%）	16
图 54： 消费者信心指数	16

1. 美国就业市场较为脆弱：总量尚可，紧绷程度下降，流动性变差。

劳动参与率和就业率的变动仍属于区间震荡，失业率有较为明显的小幅下降，就业市场总量尚可但较为脆弱。

劳动力市场紧绷程度已低于疫情前。以岗位空缺数与非农就业总和作为衡量劳动力市场的需求方，以劳动力人数作为供给方，12月需求占供给百分比为100.42%，略低于疫情前高位平台（2018年5月~2020年2月）。2018~2020年2月为美国劳动力市场历史上较为紧绷的时期，因此非农短期总量尚可。（图3）

劳动力市场流动性变差。相较于紧绷程度回落不明显，流动性显著低于疫情前。自愿离职率（2%左右）低于2007年次贷危机前期的高位平台（2.1%）。自愿离职人数已明显低于疫情前高位，考虑到劳动力人数总量的自然增长，实际的自愿离职率下降更快。雇佣率回落至2008-2014年的低位区间，裁员率回升至疫情前水平。同时，跳槽实际时薪同比也低于以往周期高点。以上指标均指向劳动力市场流动性有所下降。（图5-7，图44）

在职薪资增速尚可，但工作时长持续下降，兼职占比上升。实际薪资同比仍处于周期的较高位置，是支撑消费的主要来源。无论生产还是服务，平均每周工时数均有所下降，同时兼职比率略高于2008年至疫情之前。（图9-12）

综上，劳动力市场当前处于总量尚可但较为脆弱的状态。最新初次申请失业金人数略超预期，若该指标连续4周攀升，或指向经济有短期回落的可能。（图8）

特朗普政府对深层政府的财务审查和裁员或影响非农表现。虽然特朗普政府针对联邦雇员的裁员计划不能立刻体现在非农数据中（裁员体现在9月以后的非农数据），联邦政府雇员占非农比重也很小（1.5%，图33），但特朗普政府针对财政开支的审查对大学、联邦承包商及各类NGO的影响将即刻显现，仍会影响近期非农数据。作为政府就业的主力（州和各地方政府），各州政府的财政也依靠联邦财政的拨款，如教育等（法律上影响到州及地方政府的概率较小）。因此，特朗普政府近期对联邦政府的审查的影响不仅仅局限于联邦层面的雇员就业。考虑到就业市场已处于较为脆弱的状态，该举动可能对经济活动造成短期负面冲击。

（数据调整：由于人口总数做了调整，2024年12月16岁以上人口数比之前增加了290万（主要是亚裔和西班牙裔），2025年1月家庭调查的劳动力人数因此增加了210万，其中就业总人数增加200万，失业增加10.5万。新增加的人口导致失业率、就业率和劳动参与率各增加了0.1个百分点。2024年全年非农下调22.7万，11和12月共上调10万。人口、就业人数以及非农的调整使得就业人数与非农之间的差异缩小，缓解了非农/就业比例上的异常。）

图1：美国就业、失业总数（千人）

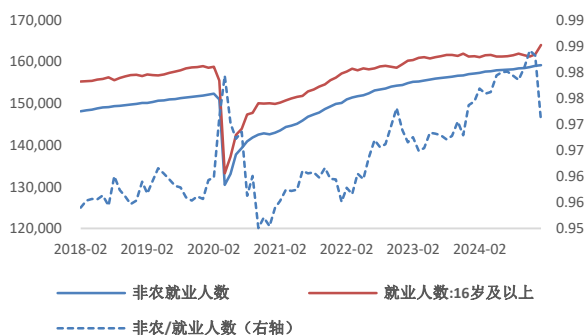
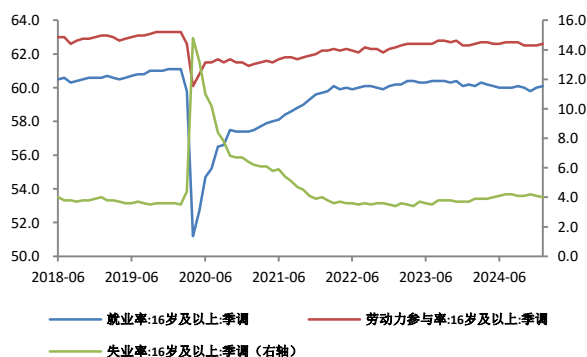
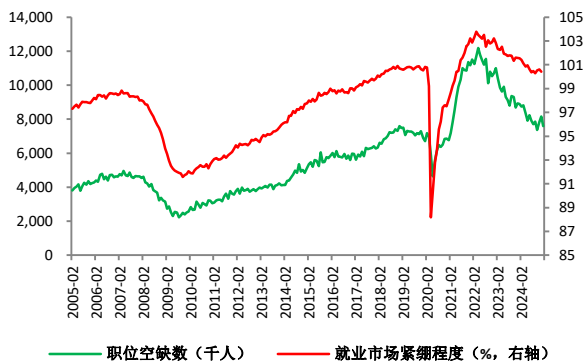


图2：美国就业、参与、失业率（%）



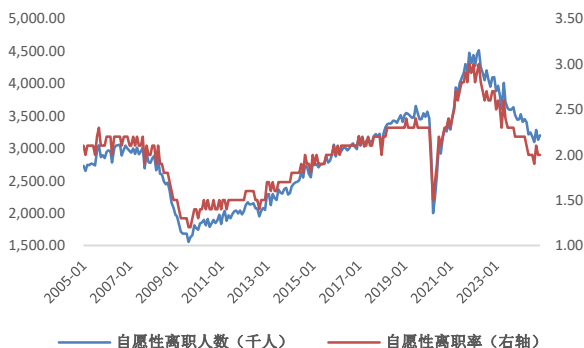
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：美国就业市场紧绷程度低于疫情前高位平台



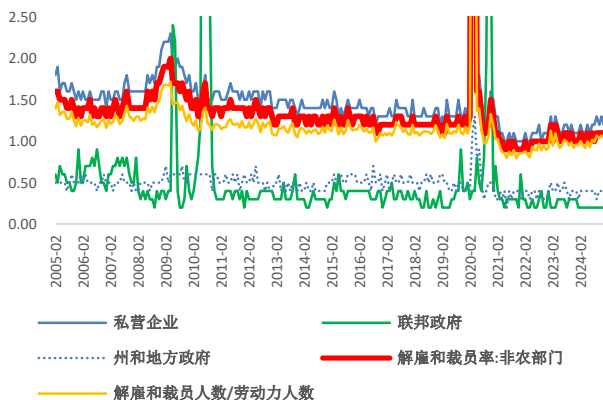
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：劳动力市场流动性下降（右：%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：裁员率（%）

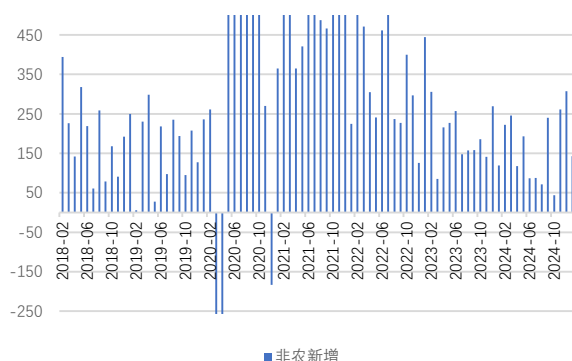


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：薪资同比（%）

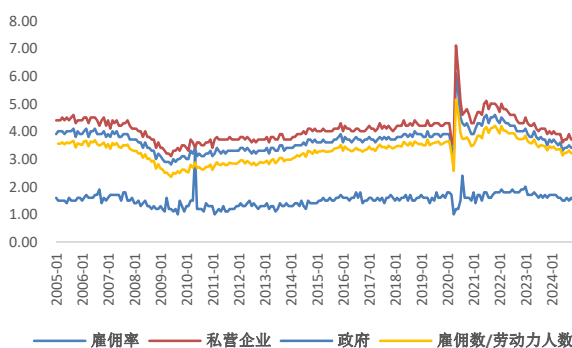
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：美国非农新增（千人）



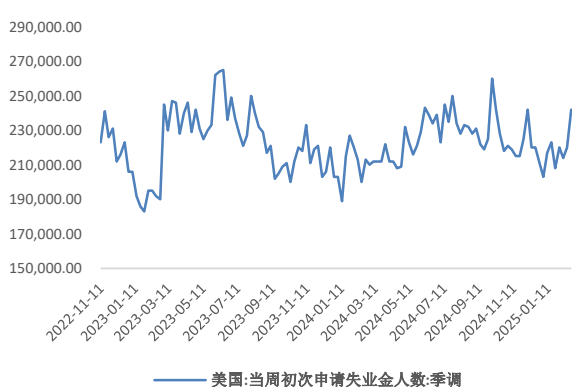
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：雇佣率较低（%）



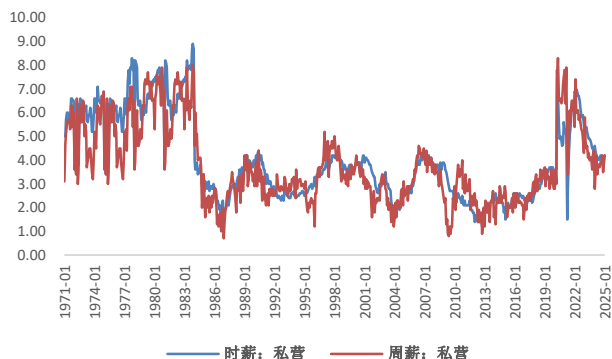
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：当周初请人数（人）

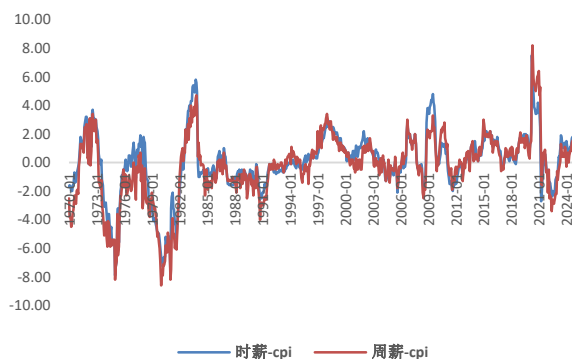


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：实际薪资同比（%）

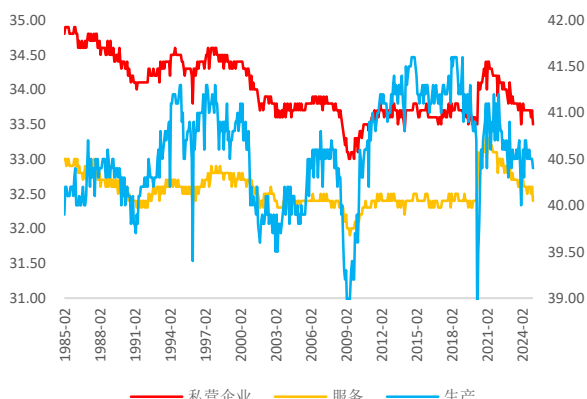


资料来源：iFinD，东兴证券研究所



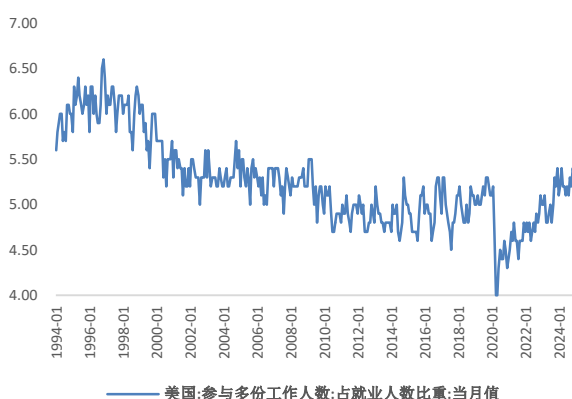
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：周工时（小时）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：兼职比重（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

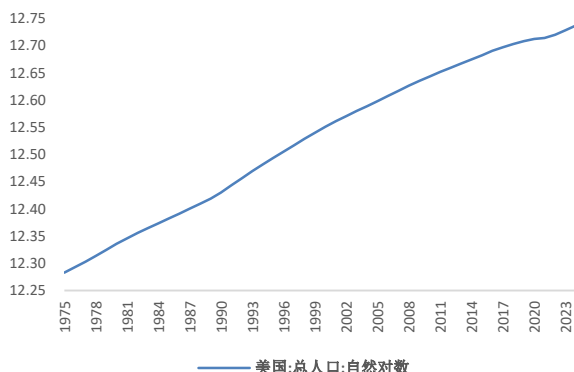
1.1 人口结构：略微老龄化，边境入境人数显著下降

美国人口略微老龄化。19岁以下和65岁以上人口占比持续缓慢增加。

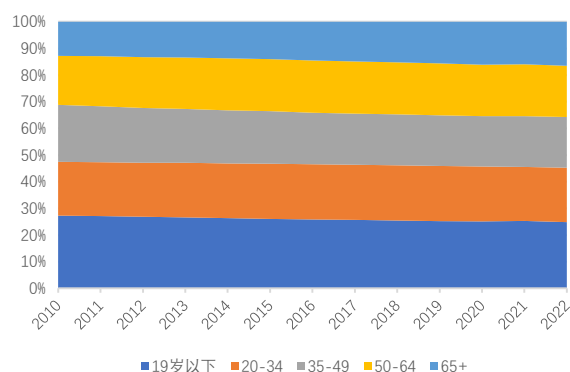
边境入境人数显著下降。联邦边境管理局数据显示，2021年至2024年，拜登任期内移民数显著增长，累计1073万，超过纽约市总人口数（840万）。特别是2022年至2024年，每年入境人数超2021年分别为49%、72%和56%。从2025财年开始，边境入境人数显著下降，每月入境同比下降均超过50%，其中，2025年1月同比下降约66%。

图13：总人口

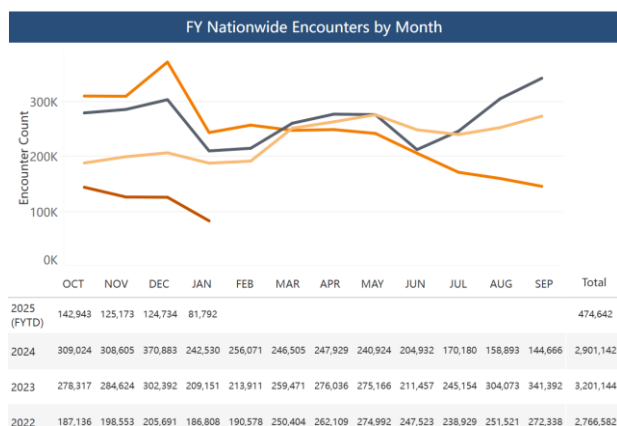
图14：人口略微老龄化



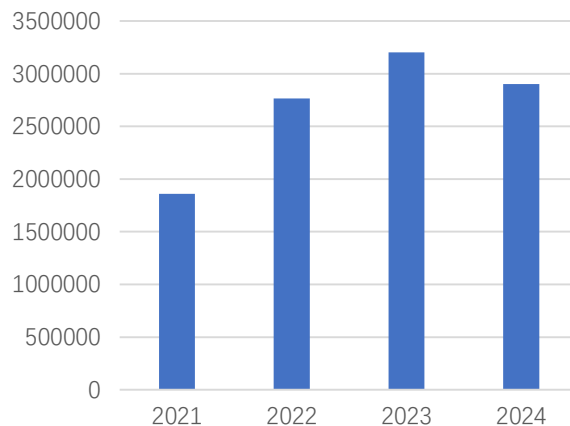
资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：边境入境人数


资料来源：CBP，东兴证券研究所

图16：边境入境人数（年度，人）


资料来源：CBP，东兴证券研究所

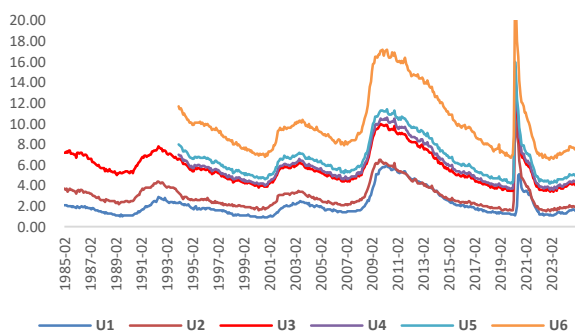
1.2 失业率：累计初请数据尚未攀升

失业率连续 2 个月下降，1 月失业率 4%。分学历来看，除高中学历以外，各学历失业率均下行。大专以上与总失业率同幅下降，高中以下下降最为显著。分年龄看，24 岁及以下失业率上升相对明显，45-54 略有下降，其余年龄层，特别是主力年龄层 25-44 岁失业率下降 0.3 个百分点。

萨姆法则是一个预示经济衰退的指标，认为一旦失业率的三个月移动平均值比过去一年的低点高出 0.5 个百分点，就意味着经济衰退已经开始。自 1970 年以来，美国的每一次经济衰退都会引发失业率上升。然而，萨姆法则往往滞后资本市场拐点较长时间，不是合适的领先指标。

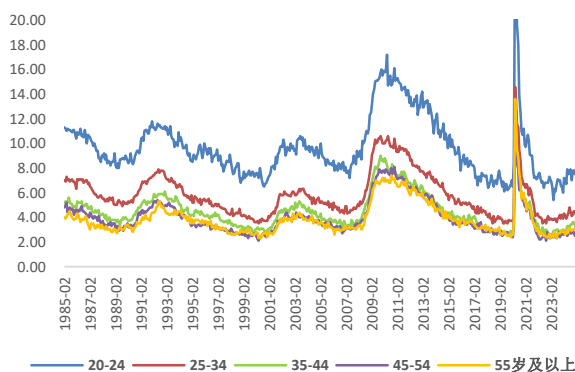
相较而言，累计 4 周的初请数据略为灵敏，领取失业保险人数略滞后，但可将失业人数是否随后攀升作为辅助观察。当前，虽然最新初请略超预期，但累计 4 周的初请数据并未攀升，符合劳动力市场总体尚可的判断。

图17：失业率：U1-U6（%）
图18：失业率：分学历（%）



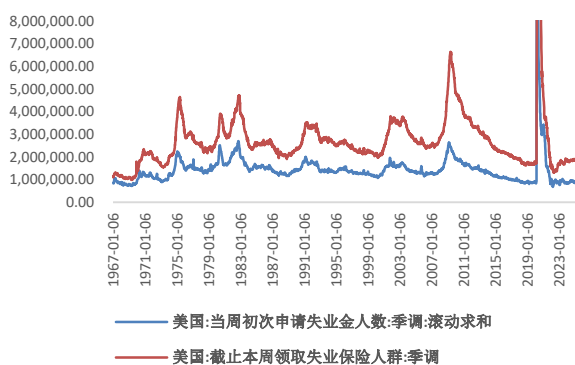
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图19：失业率：分年龄（%）

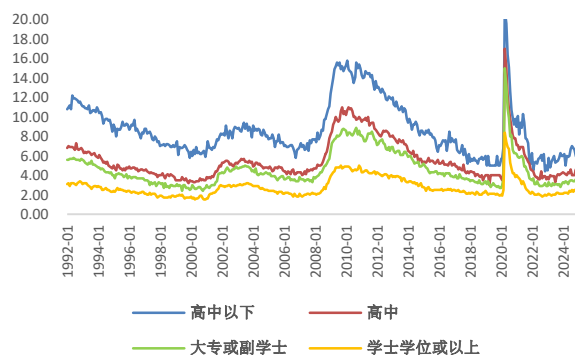


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图21：初请与领取失业保险人数（人）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图20：Sahm 法则与初请（%；人）



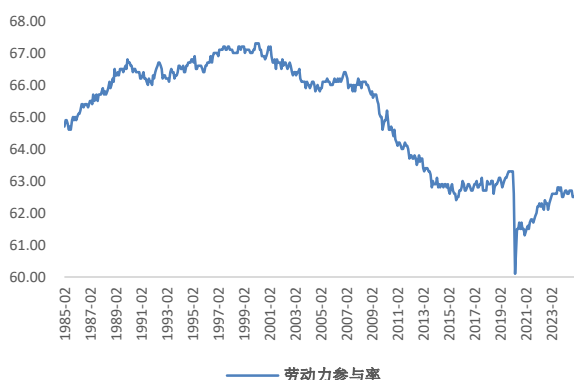
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.3 劳动参与率：低学历趋势性上升

从劳动参与率来看，就业市场仍未回复至疫情之前。分年龄看，20-24岁参与率有所上升，而35-44岁阶段性下降。分学历看，高中及以下持续上升，特别是高中以下（初中）持续攀升，处于近几十年历史高位，与

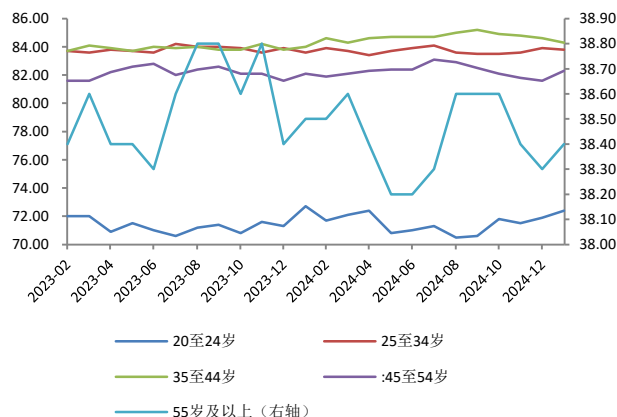
大专及以上学历的参与率表现相反。特别是学士及以上人群的劳动参与率自 2023 年后有下降趋势。不同文凭人群的劳动参与率和失业率趋势或表明，当前不同（高低）收入人群面临的劳动力市场有所分裂：即低技能岗位需求较高，高技能岗位需求较低。

图22：劳动参与率（%）



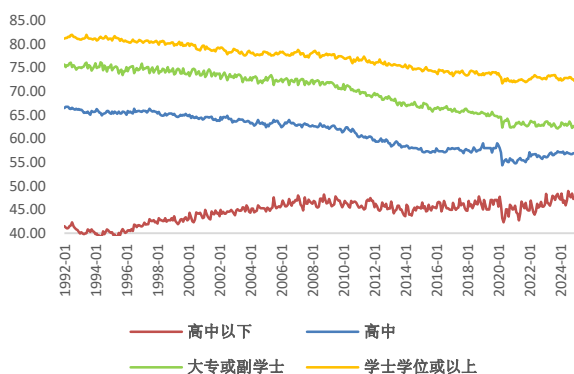
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图23：劳动参与率：分年龄（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图24：劳动参与率：分学历（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

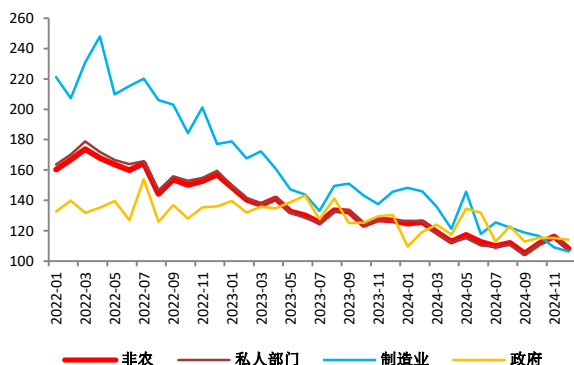
1.4 岗位空缺数：周期性行业触底缓和

劳动力市场紧绷程度已低于疫情前。以岗位空缺数与非农就业总和作为衡量劳动力市场的需求方，以劳动力人数作为供给方，12月需求占供给百分比为 100.48%，略低于疫情前高位平台（2018 年 5 月~2020 年 2 月）。2018~2020 年 2 月为美国劳动力市场历史上较为紧绷的时期，因此非农短期尚可。

分行业看，非农四大支柱（政府、医疗、专业商业、餐饮）中政府岗位空缺数下滑的最为缓慢。具有周期性的专业商业和餐饮均在 2024 年 4 季度触底企稳，这与非农数据相仿。

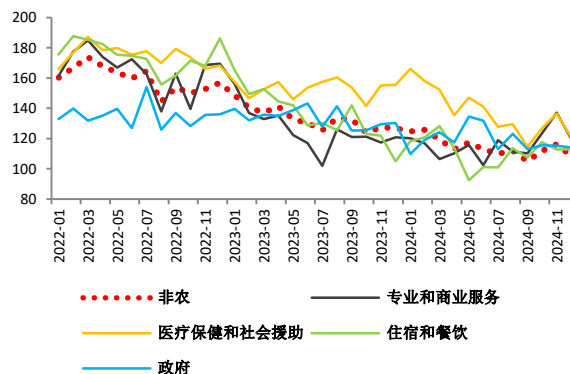
其他行业中，贸易运输能源、零售、建筑业岗位空缺数已经低至疫情前 80%，但绝对数量已保持稳定。近月非农中零售行业出现了逐步增加的情况，不再持续下降。建筑业和制造业岗位空缺数持续下降，艺术等有明显反弹。

图25：岗位空缺数：分行业 1（2020 年 2 月=100）



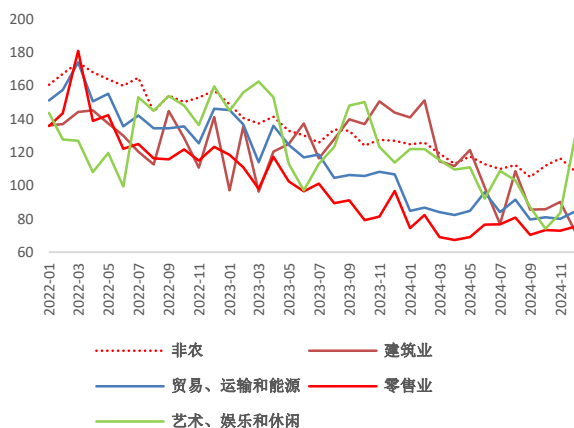
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图26：岗位空缺数：分行业 2（2020 年 2 月=100）



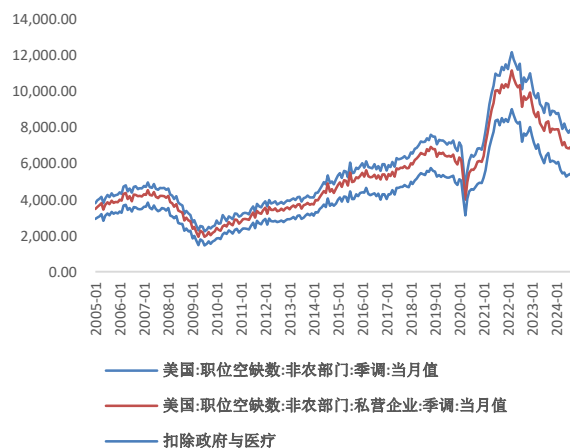
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图27：岗位空缺数：分行业 3（2020 年 2 月=100）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图28：岗位空缺数（千人）



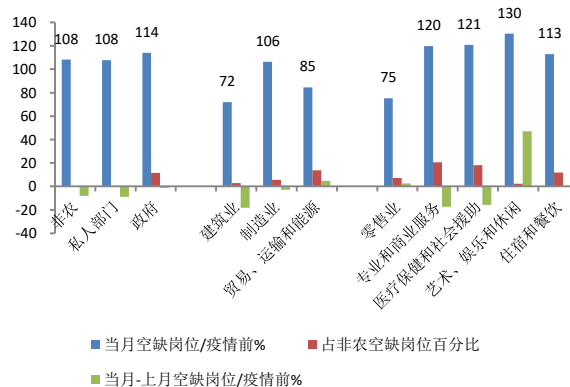
资料来源：FRED，东兴证券研究所

图29：劳动力市场紧绷程度（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图30：岗位空缺变化：分行业（2020 年 2 月=100）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

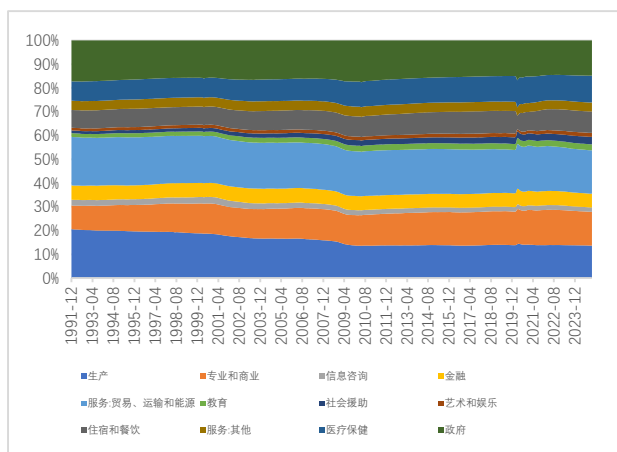
1.5 非农数据：非周期性行业支撑，周期性行业触底缓和

2023 年以来，支撑非农的四大支柱分别为政府（14.8%）、医疗（11.3%）、专业商业（14.2%）以及餐饮（含住宿，9%）。其中，政府和医疗为非周期性行业，专业商业和餐饮为周期性行业。后两者自 2024 年二季度以来新增非农多数情况下较为低迷，直至近月有企稳迹象，与岗位空缺数趋势一致。医疗保健就业不太受经济周期的影响。2010 年-2019 年，医疗保健占非农比重较为稳定，疫情之后，增长明显。

2023 年后，非农与扣除政府和医疗后的非农新增呈现稳定的数量差，这在历史上较为罕见。与总量不同，扣除后的非农新增较为低迷，特征与历史上经济衰退时相仿。这符合之前各项劳动力市场市场指向的总量尚可，但较为脆弱，细分市场较为分裂的特征。

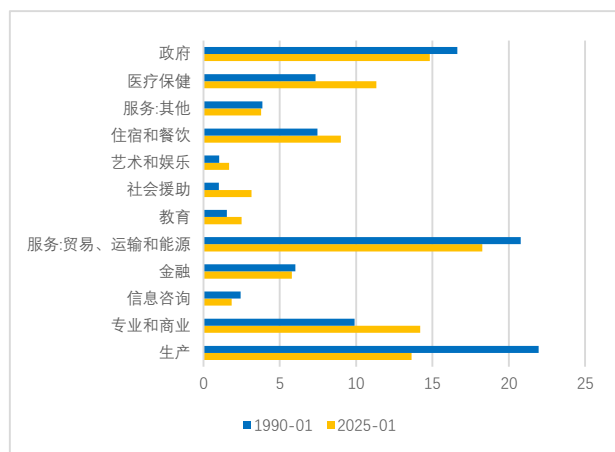
近两月，周期性行业有触底缓和迹象。如贸易运输能源、零售、信息咨询、临时援助等行业均表现有所改善，带动扣除后的非农略有改善。与经济景气度高度相关的临时援助也出现缓和。但制造业就业仍没有突破区间。

图31：非农行业比重



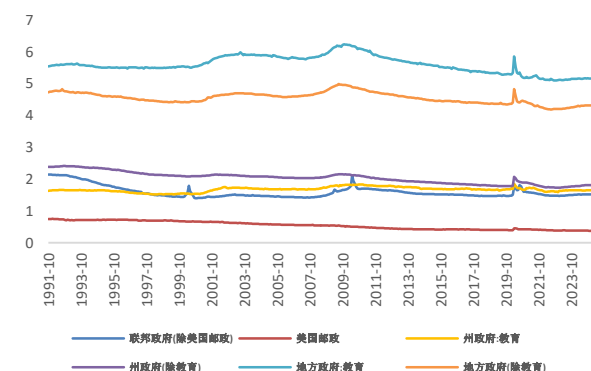
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图32：非农行业比重（%）



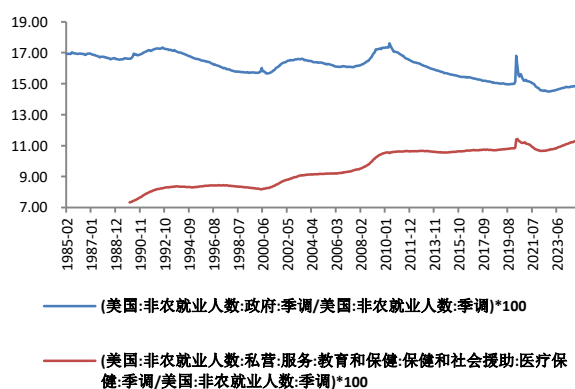
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图33：政府占非农（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

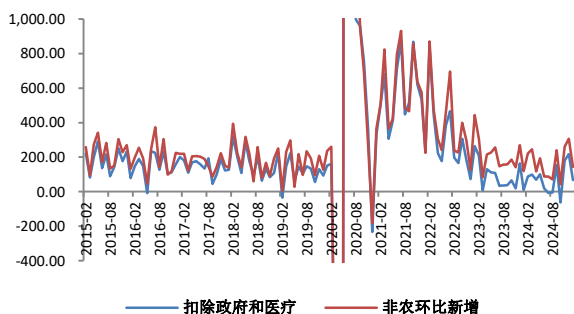
图34：非农：医疗和政府（%）



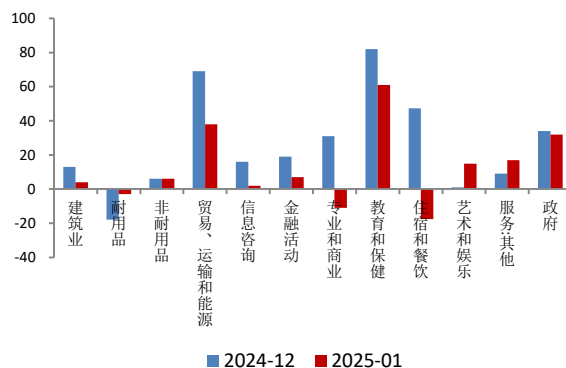
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图35：非农新增：扣除医疗和政府（千人）

图36：非农新增：分行业（千人）

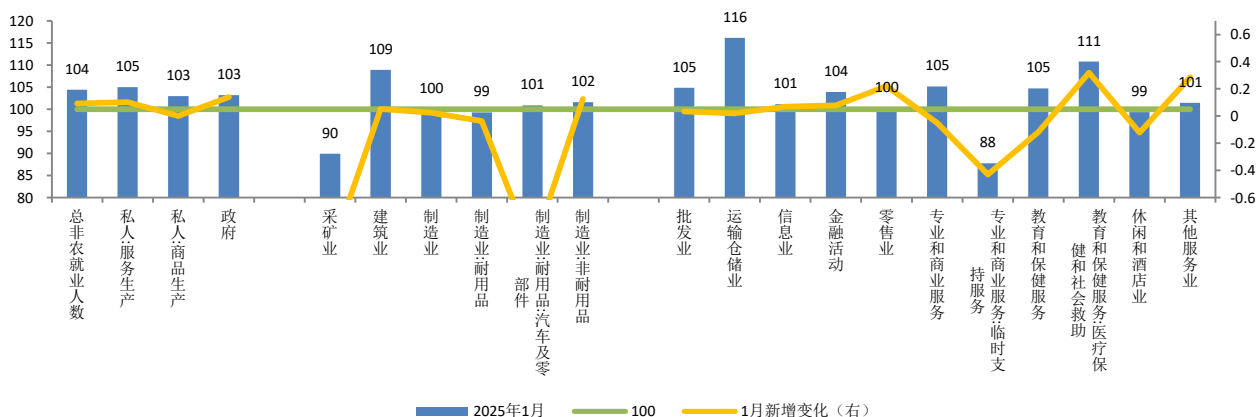


资料来源：iFinD，东兴证券研究所



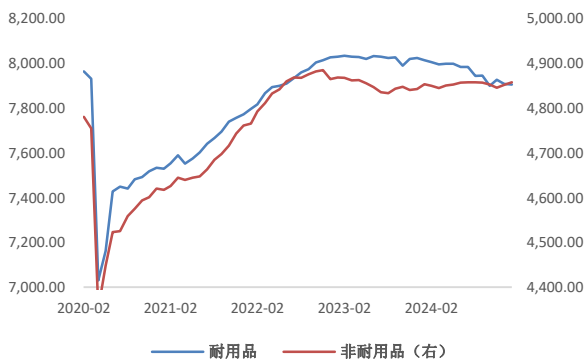
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图37：新增非农：按行业（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

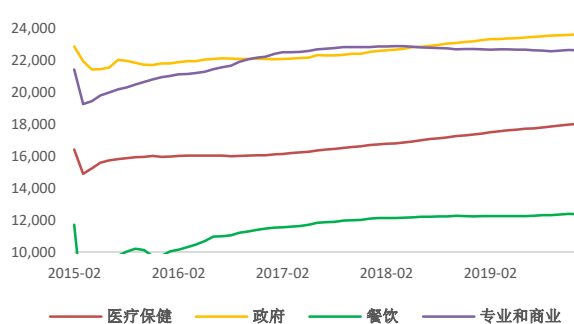
图38：非农：制造业（千人）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

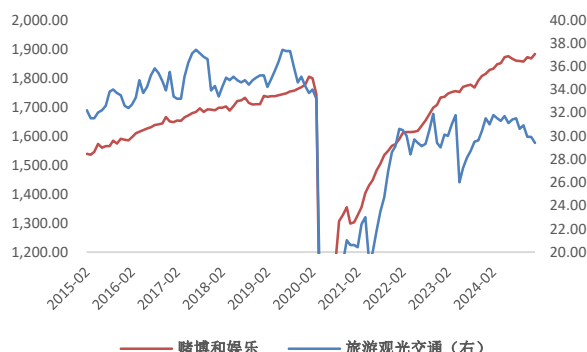
图40：非农：可选消费行业（千人）

图39：非农：四大支柱行业（千人）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图41：非农：电子、信息、零售行业（千人）

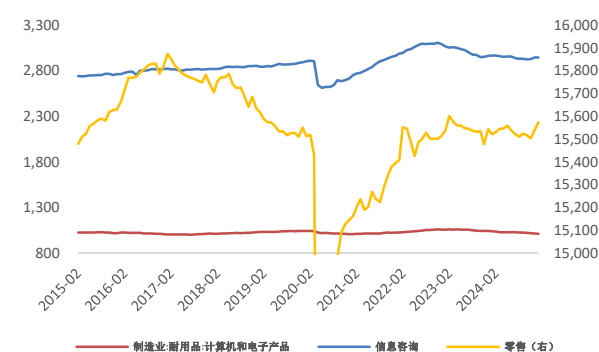


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图42：非农：可选消费行业（千人）

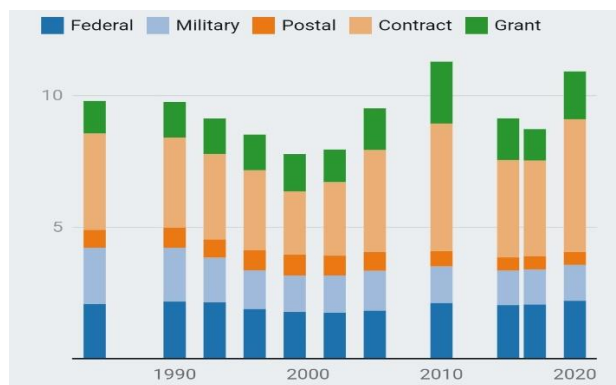


资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图43：联邦政府相关员工（百万人）



资料来源：Brookings，东兴证券研究所

1.6 非农数据：联邦雇员裁员仍会影响短期非农

政府占非农比重趋势整体下行，但疫情之后，州及地方政府就业显著上升。2025年，联邦政府（不含邮政）占非农比仅1.5%，2000处于历史低位，为1.4%。联邦政府就业规模扩大并不明显。相比之下，90年代初，联邦占比更高（2%左右）。联邦政府裁员将影响联邦政府非农新增就业，但由于给予解雇的公务员较长的缓冲期，最早计入非农失业数据的时间为9月，因此，联邦政府裁员对非农的影响较为滞后。联邦政府非农就业并不是政府就业的主力，主力主要来自州和地方政府。因此，数据上，政府新增就业短期可能影响不大。

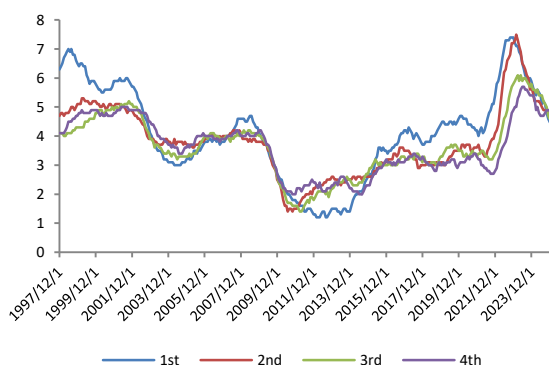
但是，另一方面，联邦政府相关就业有两类不计入非农中政府就业，一类是合同工和补助工（contractor and grant workers），一类是军队。根据2020年布鲁金斯的一项研究，2020年，合同工和补助工大约是联邦全职雇员的3倍以上。这也是在非农中联邦政府雇员总数增长缓慢的原因。因此，即使联邦裁员短期影响不到非农中政府就业分项，但仍会体现在其他分项中，如专业和商业服务分项。

1.7 薪资数据：市场流动性下降

平均周薪和时薪仍跑赢CPI，对消费能力仍有一定的支撑。细分数据则支持劳动力市场处于降温状态。高低收入人群时薪同比收敛。本轮经济周期中，高通胀和服务行业人手紧缺，导致不同收入群体的工资出现同涨

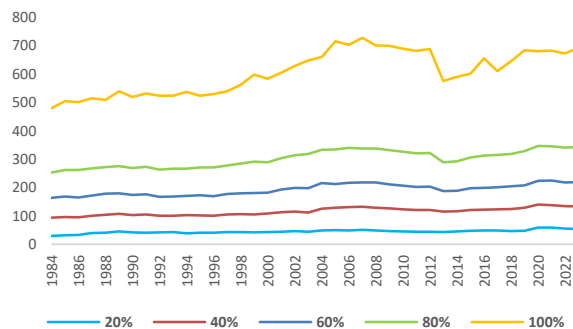
同跌的现象，这是支撑通胀时期消费强劲的原因之一。但考虑到低收入人群往往是无房人群，也没有金融资产，其抵御通胀能力仍远低于高收入人群。另一方面，跳槽者的时薪同比向均值收敛，表明就业市场流动性变差。

图44：四分位时薪同比（12月移动平均，%）



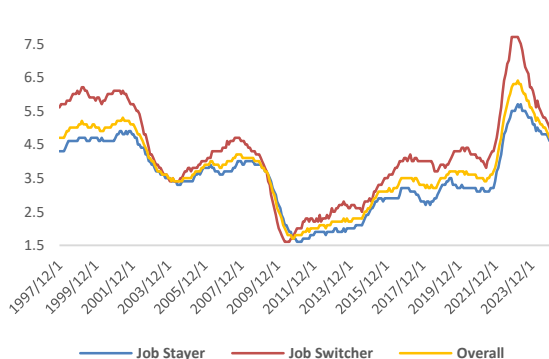
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图45：五分位实际税后年收入（美元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图46：时薪同比：职业变动（12月移动平均，%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图47：实际时薪同比：职业变动（12月移动平均，%）



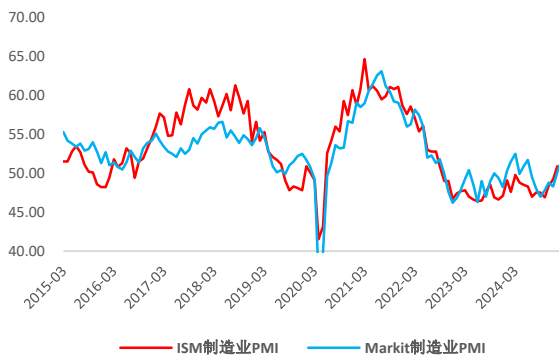
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2. 相关宏观数据：就业没有明显改善指征

制造业 PMI 连续 2 个月回升至荣枯线以上，但主要由物价上涨带领。从细分项来看，经营活动确实有所增加，表现为供应商交付趋势性上升，进口有所回升，更多贡献来自物价的显著上涨。自有库存、客户库存和订单库存仍处于固有区间震荡，没有出现类似供应商交付明显的趋势性增长，各分项之间的同步性不及以往周期。产出、就业和新出口订单也有相似特征，新订单数反而回落。制造业 PMI 是否能持续回升仍具有不确定性，体现在即使制造业 PMI 连续回升 2 个月，但同期非农制造业就业回升并不明显，同时，物价上涨对后续通胀也会形成一定压力。

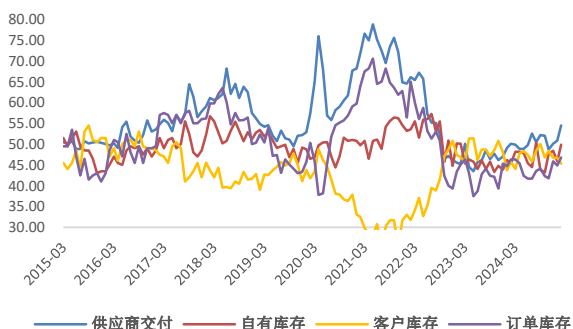
图48：美国制造业 PMI

图49：美国制造业 PMI 及物价分项 1

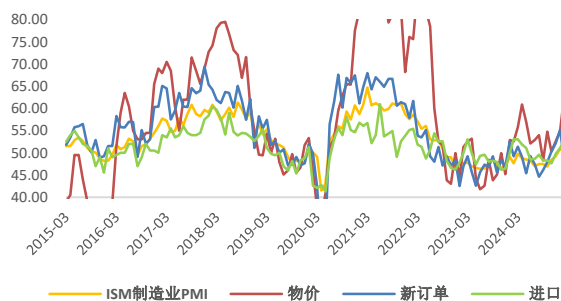


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图50：美国制造业 PMI 及物价分项 2

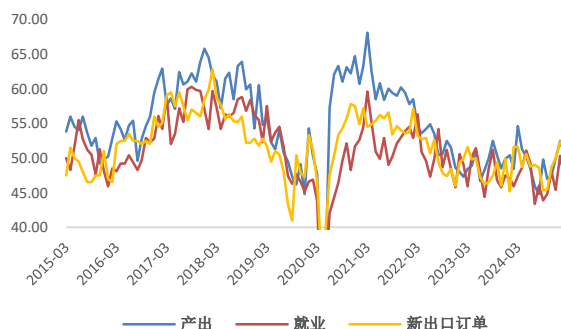


资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图51：美国制造业 PMI 及物价分项 2

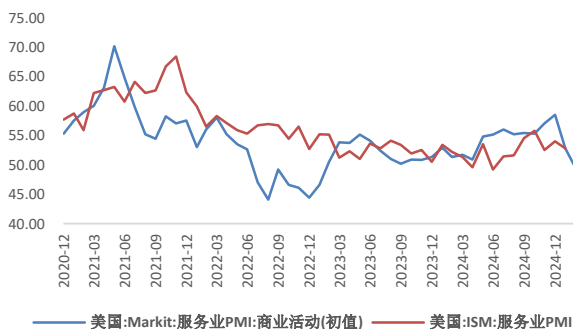


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

Markit 服务业 PMI 骤降，服务业就业或有承压。近 2 年的非农增长主要来自服务业，服务业就业是非农主力，它的扩张一直在对冲制造业就业的低迷。若服务行业需求下降，则无法对冲该部门的就业。

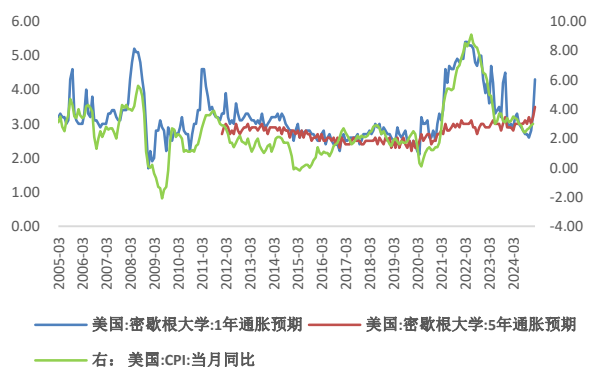
此外，近期美国通胀预期（1、5 年）均有显著上行，同时消费者信心指数回落，市场对经济回落的担忧增加。

图52：美国服务业 PMI



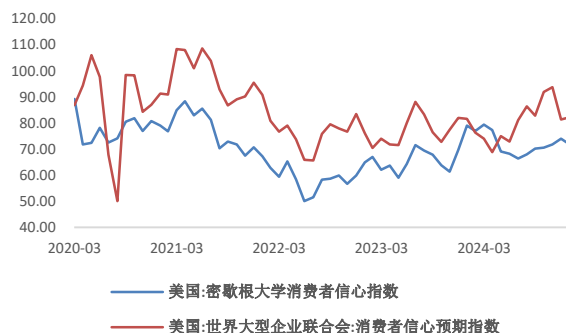
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图53：美国通胀预期（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图54：消费者信心指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

风险提示：美国通胀上行，经济衰退。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观深度报告	对 2025 年政府工作报告的几点理解—	2025-03-05
宏观普通报告	促进民营企业健康高质量发展—2025 年民营企业座谈会点评	2025-02-18
宏观普通报告	美国 1 月通胀数据仍属于正常范围—美国 1 月 CPI 数据点评	2025-02-17
宏观普通报告	服务科技型企业居于首位，推动资本市场高质量发展—《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》点评	2025-02-10
宏观普通报告	美国放在首位，开启常识革命—2025 年美国总统就职演说点评	2025-01-21
宏观普通报告	再通胀风险取决于财政货币政策节奏—美国 12 月 CPI 数据点评	2025-01-16
宏观普通报告	周期性行业部分好转，制造业持续收缩—12 月美国非农数据点评	2025-01-13
宏观深度报告	欧美经济分化，海外配置利好美元资产—2025 年海外经济年度展望	2025-01-02
宏观普通报告	就业权重略有回归，财政政策尚未完全进入视野—12 月美国 FOMC 点评	2024-12-19
宏观普通报告	全方位扩大国内需求，财政货币双宽—12 月 12 日中央经济工作会议点评	2024-12-13

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526