

2024 年 12 月美国非农数据点评

强非农后，紧货币与强美元还能持续多久？

2025 年 01 月 11 日

■ **核心观点：100bps 降息的后劲儿与企业抢出口共同推动 12 月美国劳务市场意外走强，且从数据细分结构上很难看到明显的数据瑕疵。**数据公布后，交易员将首次降息预期延后至 9 月，美债利率与美元指数飙升，但市场对时薪增速意外回落的选择性忽视、美股的下跌与黄金的迅速反弹意味着不同交易员对未来的分歧。短期看，1 月 15 日公布的 CPI 与 20 日特朗普的就职演讲料延续强经济→紧货币→强美元交易叙事，高企的美债利率仍易上难下；中期看，2-5 月的非农和 CPI 或连续走弱，强美元交易或迅速反转，降息仍可能前置至 3 月；长期看，特朗普政策组合仍意味着美国通胀更大的不确定性和上行风险。

■ **12 月非农就业：不光是表观数据大超预期，细看就业结构也无懈可击。**美国 12 月新增非农就业+25.6 万，预期+16.5 万，前值由+22.7 万下修至+21.2 万，前两个月新增非农合计下修 0.8 万人。同时，失业率从 4.2% 回落至 4.1%。12 月非农的强劲不仅体现在表观的新增非农与失业率上，数据结构也没有明显瑕疵：①不同口径下新增就业均明显增长。12 月 CES 问卷企业端新增非农就业+25.6 万，CPS 问卷居民端增加就业+47.8 万，与 CES 统一口径的调整后 CPS 新增就业+10.2 万；非农私营口径下，ADP、CES、CPS 分别新增就业+12.2、+22.3、+50 万，并未出现以往就业报告中“此消彼长”的情况（例如非农增长、但 CPS 就业大减）。②居民就业和失业结构改善。从就业结构上看，12 月新增的 47.8 万居民就业中，私营非农的全职、兼职就业分别新增 8.7、24.7 万，这也导致全职就业同比增速自 2024 年 2 月转负以来首次转正，12 月最新录得+0.33%。从失业结构上看，12 月减少的 23.5 万失业者中，有 16.4 万来自永久失业（失业 27 周以上），是本月失业减少的最大贡献，永久失业者占比也由 26.27% 回落至 24.79%。③数据质量继续改善。12 月 CES 问卷首次反馈率为 68.4%，前次为 67.4%，较此前 50-60% 的反馈率有明显改善。同时，本月公布的前两个月合集修正幅度为-0.8 万，修正幅度较小，与数据质量的改善交叉印证。当然，12 月就业数据仍有少许薄弱环节：①制造业就业显著走弱，服务业仍是主力。教育医保、休闲餐饮、商贸运输分别新增就业 8、4.3、4.9 万人，仍是 12 月就业增长的主力，而制造业就业环比-1.3 万，其中耐用品制造业-1.6 万，是主要拖累，在上月机动车罢工结束后，制造业就业延续弱势。②就业扩散指数环比回落。1 年期非农就业扩散指数本次录得 59，较前值 62 回落；1 个月、3 个月扩散指数亦出现不同程度下行，表明就业减少的行业数量仍多于就业增长的行业；③供需缺口抬升的同时时薪增速回落。12 月劳务总需求增加 73.7 万，总供给增加 24.3 万，共同带动供需缺口由 71.8 万再度回升至 121.2 万。供需均衡下，12 月时薪环比+0.28%，预期+0.3%，前值+0.37%；同比+3.93%，预期+4.0%，前值+3.97%；生产&非管理岗时薪环比+0.2%，前值+0.3%；同比+3.76%，前值+3.87%。供需缺口走阔很大程度受职位空缺走高影响，其持续性有待观察；时薪增速走弱在结构上主要受机动车、IT 行业拖累，且市场（尤其是美股）并未交易时薪增速的走弱。

■ **劳务需求：100bps 的降息与抢出口效应带动 12 月就业走强。**①100bps 降息的后劲儿。2024 年 9 月以来美联储已累计降息 100bps，利率限制性水平的缓解对需求的提振在近期 12 月经济数据中已有所体现，包括利率敏感的房地产销售的回暖、核心耐用品订单环比超预期增长、服务业 PMI 就业指数维持高景气等，叠加特朗普政策对企业乐观情绪的提振，共同带动就业需求景气的复苏。②抢出口带动部分行业就业增长。12 月新增 25.6 万的非农就业中，零售贸易新增 4.3 万，其中与对华出口密切相关的服饰、文娱用品行业就业分别新增 2.3、1 万人。这些行业特征也与近期美国 ISM 制造业报告、库存数据中的一些细节交叉验证：12 月 ISM 制造业 PMI 库存分项显示，美国制造业企业出于对担心潜在关税的担忧开始加速累库（图 14）；最新库存数据显示，美国服饰行业库存同比增速从底部加速修复（图 15）。

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

研究助理 韦伟

执业证书：S0600124120012

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《两融余额企稳，小微盘指数下跌幅度大于大盘指数》

2025-01-11

《货币政策：合理解释“适度宽松”的“度”》

2025-01-10

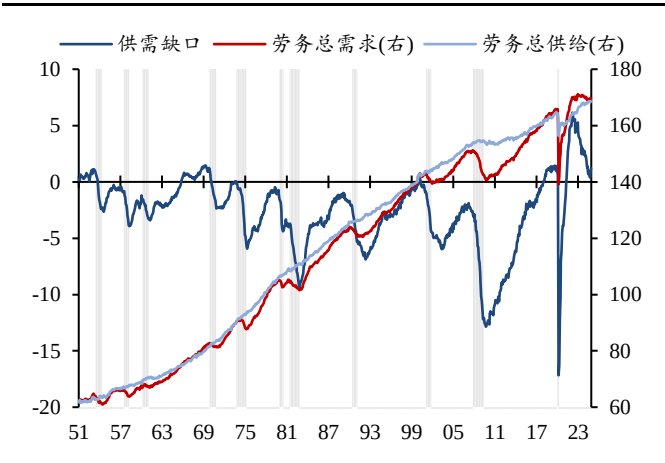
- **市场反应：不合理的美股与黄金。**就业强→货币紧交易带动美元指数、美债利率飙升，但市场交易存在两个不合逻辑的地方：①时薪超预期的回落没有被交易，这本应部分缓解市场对通胀黏性的担忧，但显然大类资产选择性地忽视了这一点。市场可能在短期内过度担忧特朗普驱赶非法移民对工资通胀黏性的强化。②美股的持续下跌与黄金的迅速反弹。强就业+弱时薪的组合理应带来美股上行、黄金下行的走势，但这两个资产价格对非农的反应明显与基本面相悖，关注二者后续修正的风险。
- **市场策略：当前降息预期已极度悲观，强美元叙事的反转或在 2 月。**短期看，虽然在 12 月强劲非农后，当前紧货币、强美元的预期已较为拥挤，但短期内或难有反转；1 月 15 日公布的 12 月美国 CPI（当前分析师预期 CPI 环比+0.3%，同比+2.9%）、1 月 20 日的特朗普将发表就职演讲，TrumpDeal 2.0（宽财政+紧货币→强美元+高利率）料继续强化当前强美元的交易主线。中期看，金融条件与经济需求的动态影响仍然存在，美债利率可能在 2 月开始因非农和 CPI 的走弱而再度反转，例如 2 月初公布的 1 月非农数据将面临年度修正和基期调整，届时 2024 年非农或下修 100 万。长期看，特朗普的政策组合确实意味着美国通胀更大的不确定性和上行风险。综上，我们认为全年美联储货币政策节奏应先弱后强，2-5 月进入阶段性的弱美元行情，美联储降息前置至 3、6 月，但 25H2 或阶段性暂停降息。
- **风险提示：**市场波动风险；经济数据较预期过度偏离风险；海外地缘摩擦风险。

图1：美国各行业非农就业人数净月变动

走势	占比	净月变动 千人	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01
100.0%	非农就业		256	212	43	255	78	144	118	216	108	310	236	256
85.3%	私营		223	182	9	222	37	99	97	206	108	232	181	196
13.7%	商品		-8	34	-53	15	2	21	2	12	-3	33	15	30
0.4%	采矿业		-3	1	0	1	0	1	0	-4	-5	2	0	-2
5.2%	建筑		8	8	-1	26	28	14	18	13	-5	37	24	26
0.6%	住宅		4	1	1	4	6	-2	0	2	0	10	2	2
0.6%	非住宅		0	-1	-1	-2	1	2	7	4	2	3	5	5
8.1%	制造业		-13	25	-52	-12	-26	6	-16	3	7	-6	-9	6
5.1%	耐用品		-16	29	-49	-4	-30	5	-17	-1	3	-1	-3	-4
0.7%	机动车&部件		-4	2	-3	-5	-16	5	5	4	2	5	-3	2
3.0%	非耐用品		3	-4	-3	-8	4	1	1	4	4	-5	-6	10
71.6%	服务		231	148	62	207	35	78	95	194	111	199	166	166
18.2%	商贸运输		49	-23	6	20	3	0	-1	34	41	34	54	7
3.9%	批发贸易		-4	3	7	2	7	5	6	-2	7	10	-4	-7
9.8%	零售贸易		43	-29	9	7	-15	-4	-20	8	14	19	23	17
4.2%	运输仓储		10	3	-10	8	11	-2	11	26	21	5	31	-4
1.9%	信息技术		10	4	-2	1	-8	-16	0	-1	-3	2	-3	8
5.8%	金融活动		13	11	5	6	7	-4	13	12	-3	4	-7	-4
14.4%	专业商业服务		28	9	-10	22	-47	-4	-11	55	-17	17	6	48
1.7%	临时救助服务		5	6	-29	5	-23	-19	-30	14	-24	-1	-16	8
16.8%	教育医保		80	87	74	91	67	67	82	69	98	76	80	100
14.3%	医疗&社保		70	80	70	81	55	64	69	73	98	80	89	73
10.7%	休闲餐饮		43	52	-8	61	9	38	4	18	-9	54	26	-3
7.8%	餐饮		30	23	-1	48	2	30	-2	17	-7	30	25	-21
3.7%	其他服务		8	8	-3	6	4	-3	8	7	4	12	10	10
14.7%	政府		33	30	34	33	41	45	21	10	0	78	55	60
1.9%	联邦		6	0	3	4	1	0	2	1	0	12	7	13
3.5%	州政府		10	13	13	22	14	23	7	-19	4	10	14	16
9.4%	地方政府		17	17	18	7	26	22	12	28	-4	56	34	31

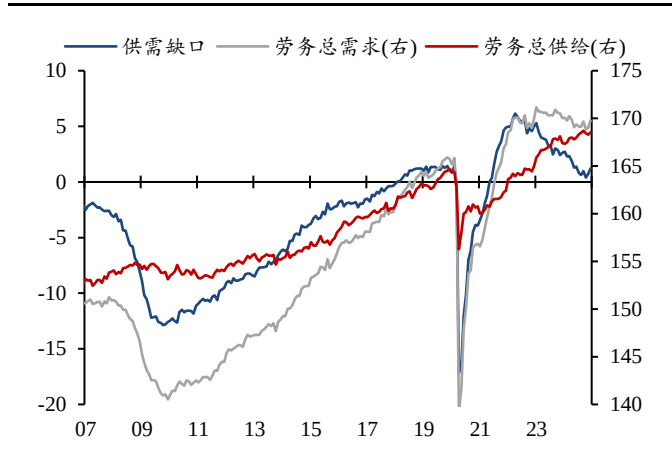
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图2：美国劳务市场总供需与缺口



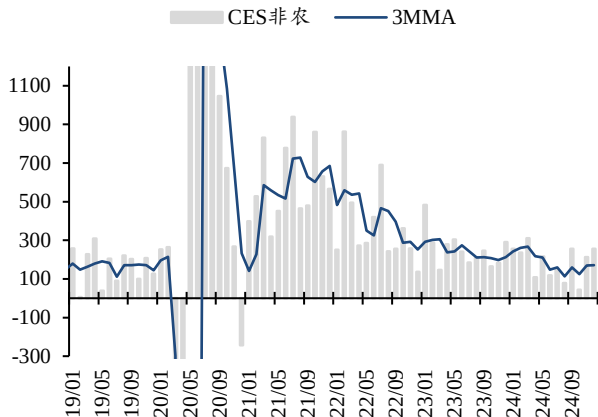
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位百万人，阴影部分为经济衰退，横轴单位为年份，下同

图3：美国劳务市场总供需与缺口(2007 年以来)



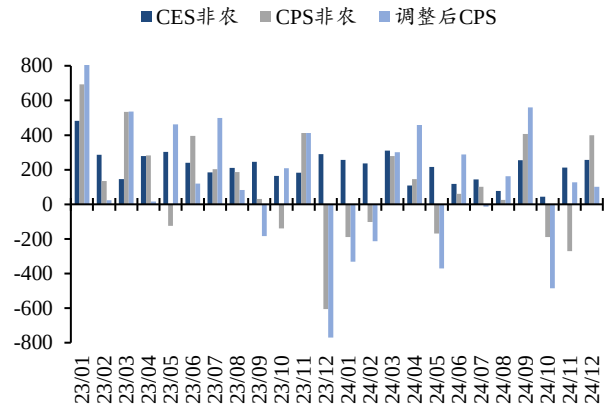
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位百万人

图4: 美国当月新增就业人数



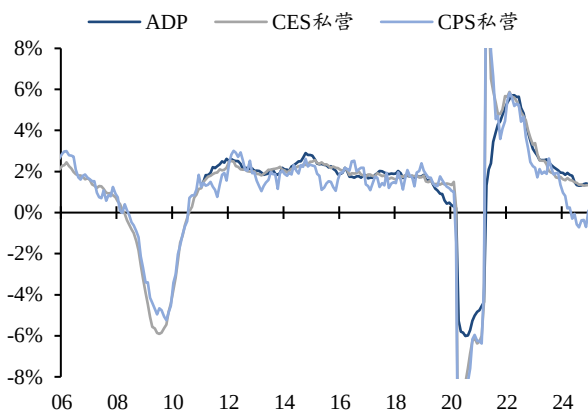
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人

图5: 美国当月新增就业人数



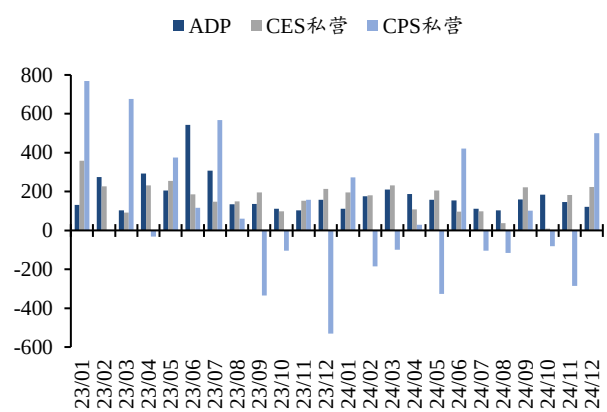
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人

图6: 不同口径下的美国私营部门就业同比增速



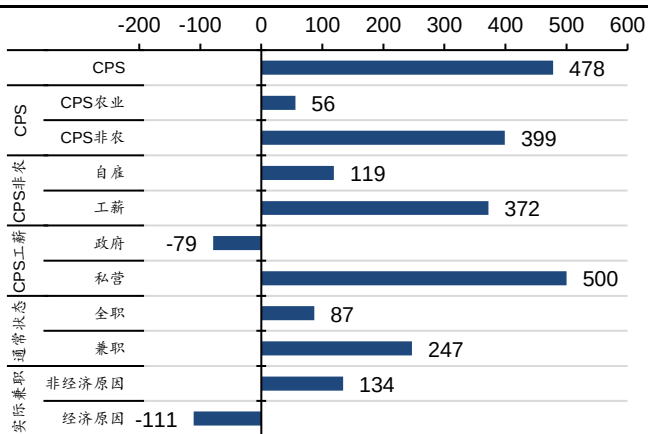
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图7: 美国当月新增私营就业人数



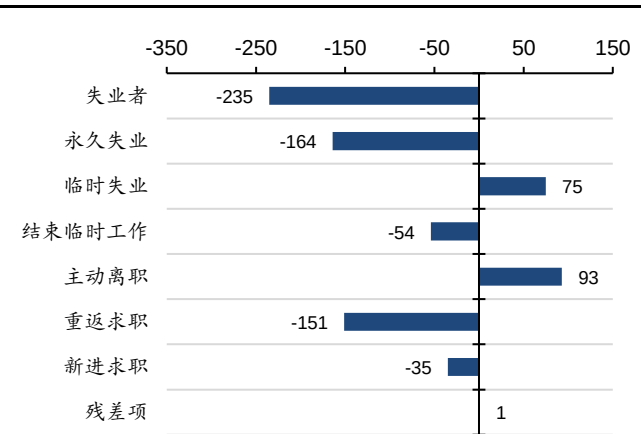
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人

图8: 12月美国劳务市场不同类型岗位单月流量变化



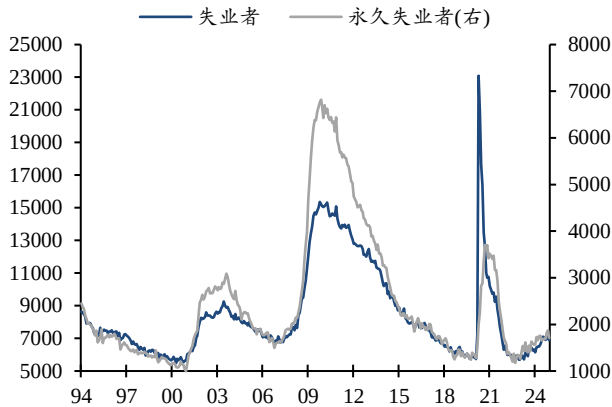
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人, 因季调原因分项加总存在残差

图9: 12月美国劳务市场失业者单月流量变化



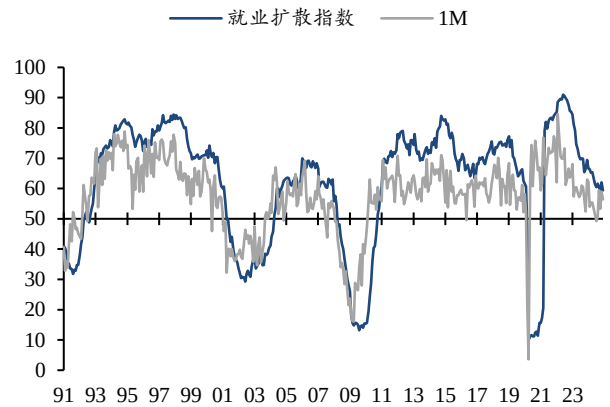
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人, 因季调原因分项加总存在残差

图10: 美国失业者与永久失业者人数



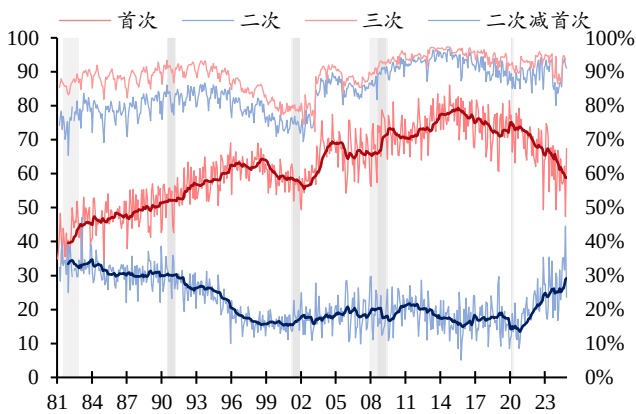
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人

图11: 美国就业扩散指数



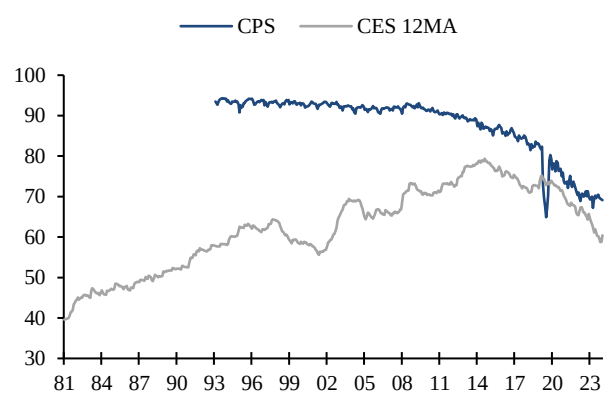
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图12: 美国 CES 问卷反馈率



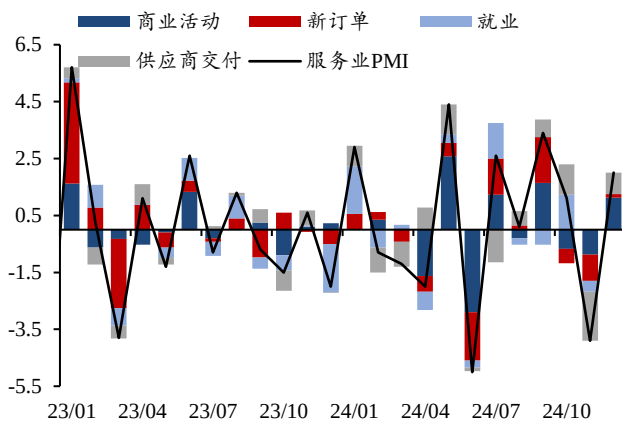
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图13: 美国 CES 与 CPS 问卷反馈率



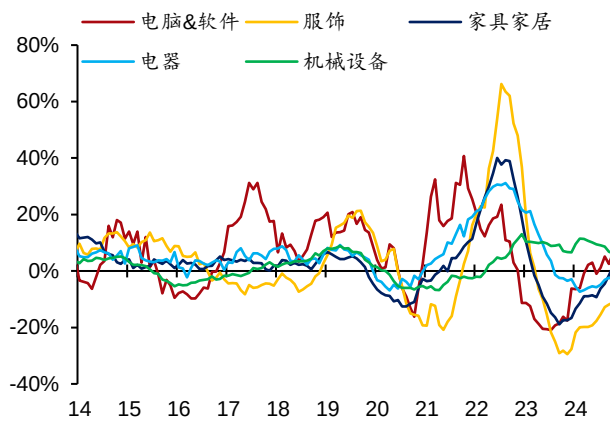
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图14: 美国 ISM 服务业 PMI 指数及分项



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图15: 美国部分行业实际库存同比增速



数据来源: BEA、东吴证券研究所

图16：美国不同行业所有雇员及生产&非管理岗平均时薪环比增速

	占比	季调时薪 环比增速	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11
	100.0%	所有雇员	0.28	0.37	0.37	0.31	0.43	0.23	0.32	0.37	0.17	0.38	0.14	0.50	0.32	0.38
	16.0%	商品	0.30	0.22	0.30	0.33	0.36	0.31	0.45	0.34	0.23	0.60	0.20	0.49	0.43	0.58
	0.5%	采矿伐木	-0.58	0.13	0.05	0.43	0.05	-0.30	0.35	-0.20	1.27	-0.36	0.72	0.88	0.34	-0.03
	6.1%	建筑	0.41	0.26	0.29	0.49	0.34	0.39	0.24	0.11	0.50	0.59	-0.08	0.78	0.27	0.54
	9.5%	制造业	0.29	0.23	0.29	0.20	0.32	0.29	0.62	0.51	0.03	0.63	0.27	0.36	0.51	0.64
	5.9%	耐用品	0.25	0.30	0.44	0.19	0.25	0.28	0.84	0.56	0.00	0.77	0.34	0.63	0.66	0.67
	0.8%	机动车&部件	-0.06	0.77	1.04	0.38	-0.20	-0.80	3.71	0.96	-0.60	0.75	-0.24	1.18	2.32	0.22
	3.5%	非耐用品	0.52	0.00	0.13	0.16	0.52	0.36	0.16	0.39	0.10	0.36	0.07	-0.07	0.13	0.50
	84.0%	服务	0.25	0.40	0.43	0.29	0.43	0.26	0.23	0.40	0.17	0.29	0.15	0.53	0.29	0.35
	21.4%	商贸运输	-0.20	0.56	0.33	0.20	0.40	0.13	0.03	0.27	0.03	0.27	0.10	0.37	0.61	0.27
	4.6%	批发贸易	0.08	0.45	0.13	0.21	0.08	0.11	-0.03	0.35	-0.03	0.54	0.21	0.21	0.24	0.13
	11.5%	零售贸易	-0.24	0.93	0.53	0.24	0.49	0.08	0.04	0.45	-0.12	0.04	0.33	-0.04	0.62	0.08
	4.9%	运输仓储	-0.16	0.26	0.16	0.23	0.29	0.13	0.16	0.10	0.10	0.13	0.03	0.73	0.77	0.67
	2.2%	信息技术	0.04	0.08	1.65	0.08	1.16	0.46	0.36	0.45	-0.32	0.33	0.06	0.06	-0.08	0.90
	6.8%	金融活动	0.43	0.24	0.44	0.02	0.55	0.29	0.02	0.44	0.31	0.33	0.38	0.61	0.34	0.50
	16.9%	专业商业服务	0.46	0.54	0.49	0.64	0.57	0.24	0.43	0.38	0.34	0.41	0.17	0.46	0.29	0.46
	19.7%	教育医保	0.55	0.20	0.29	0.41	0.29	0.29	0.32	0.44	0.12	0.15	0.15	0.42	0.18	0.06
	12.6%	休闲餐旅	0.36	0.31	0.27	0.27	0.14	0.36	0.27	0.36	0.09	0.60	0.46	0.37	0.28	0.33
	4.4%	其他服务	0.22	0.19	0.44	0.03	0.35	0.61	0.16	0.48	0.39	-0.35	0.10	0.29	0.55	0.32

	占比	季调时薪 环比增速	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11
	100.0%	生产&非管理岗	0.20	0.30	0.36	0.33	0.33	0.30	0.40	0.40	0.13	0.30	0.20	0.44	0.31	0.44
	16.0%	商品	0.38	0.19	0.35	0.58	0.19	0.45	0.42	0.32	0.13	0.39	0.33	0.49	0.53	0.97
	0.5%	采矿伐木	0.93	0.25	-0.22	0.33	-0.19	0.30	0.06	0.03	0.25	-1.07	1.33	1.26	2.00	0.29
	6.1%	建筑	0.64	-0.03	0.61	0.53	0.31	0.34	0.31	0.17	0.17	0.34	-0.20	0.91	0.06	0.84
	9.5%	制造业	0.18	0.53	0.11	0.50	0.04	0.61	0.51	0.36	0.33	0.40	0.51	0.29	0.89	0.90
	5.9%	耐用品	-0.03	0.61	0.07	0.44	-0.07	0.82	0.55	0.45	0.38	0.52	0.70	0.67	0.96	0.83
	0.8%	机动车&部件	-2.19	2.23	0.68	0.65	-1.59	2.21	1.09	1.13	0.17	-0.30	1.45	0.07	4.07	2.67
	3.5%	非耐用品	0.66	0.31	0.35	0.59	0.16	0.43	0.36	0.36	0.28	0.12	0.20	-0.36	0.64	1.01
	84.0%	服务	0.16	0.33	0.36	0.30	0.37	0.27	0.37	0.40	0.17	0.24	0.20	0.44	0.24	0.34
	21.4%	商贸运输	-0.11	0.50	0.27	0.00	0.23	0.00	0.31	0.15	-0.19	0.31	0.35	0.55	0.31	0.27
	4.6%	批发贸易	-0.22	0.80	0.38	-0.03	0.16	0.06	0.03	0.13	0.06	0.35	0.45	0.45	0.23	0.42
	11.5%	零售贸易	0.24	0.43	0.19	0.00	0.29	-0.14	0.29	0.24	-0.38	0.63	0.10	0.14	0.34	0.10
	4.9%	运输仓储	-0.03	0.34	0.07	0.03	0.17	0.14	0.59	0.03	-0.14	-0.27	0.59	1.15	0.35	0.35
	2.2%	信息技术	-0.53	0.00	1.57	0.02	0.47	-0.29	0.30	0.10	-0.29	0.74	-0.27	-0.12	0.17	1.12
	6.8%	金融活动	0.33	0.06	0.08	0.42	0.50	0.20	0.22	0.48	0.23	0.43	0.66	0.66	0.26	0.75
	16.9%	专业商业服务	0.44	0.22	0.72	0.64	0.56	0.48	0.42	0.54	0.20	0.43	-0.06	0.55	0.23	0.41
	19.7%	教育医保	0.31	0.22	0.19	0.35	0.41	0.29	0.45	0.61	0.26	0.03	0.32	0.26	0.23	-0.10
	12.6%	休闲餐旅	0.45	0.56	0.05	0.20	0.25	0.41	0.36	0.41	0.31	0.21	0.31	-0.36	0.10	0.68
	4.4%	其他服务	0.22	0.40	0.55	0.47	0.37	0.55	0.33	0.22	0.60	-0.74	0.07	0.22	0.90	0.23

数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图17：美国不同行业所有雇员及生产&非管理岗平均时薪同比增速

	占比	季调时薪 同比增速	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11
	100.0%	所有雇员	3.93	3.97	3.99	3.88	3.86	3.63	3.83	4.00	3.92	4.14	4.25	4.35	4.25	4.26
	16.0%	商品	4.21	4.34	4.72	4.73	4.78	4.58	4.93	5.08	5.13	5.39	5.30	5.38	5.37	5.33
	0.5%	采矿业	2.45	3.39	3.23	3.00	3.76	3.90	4.60	4.23	5.41	5.26	6.06	5.79	5.64	5.92
	6.1%	建筑业	4.40	4.25	4.54	4.72	4.43	4.34	4.76	4.85	5.12	5.00	4.77	5.32	4.74	5.02
	9.5%	制造业	4.12	4.36	4.78	4.73	4.96	4.69	4.96	5.13	4.99	5.45	5.46	5.27	5.53	5.25
	5.9%	耐用品	4.95	5.39	5.77	5.71	6.03	5.89	6.12	5.80	5.81	6.25	6.17	6.00	5.88	5.12
	0.8%	机动车&部件	7.02	9.57	8.97	8.25	8.18	8.10	9.01	4.98	5.13	7.11	6.82	6.43	5.39	2.44
	3.5%	非耐用品	2.74	2.35	2.86	2.73	2.94	2.40	2.62	3.70	3.26	3.69	3.84	3.74	4.60	5.19
	84.0%	服务	3.89	3.93	3.88	3.66	3.64	3.44	3.54	3.76	3.66	3.85	4.02	4.15	3.98	4.00
	21.4%	商贸运输	2.53	3.36	3.07	2.80	3.01	2.95	2.92	3.57	3.43	3.97	3.84	4.24	4.56	4.21
	4.6%	批发贸易	2.34	2.51	2.19	1.86	2.03	2.44	2.22	3.15	2.90	3.27	3.18	2.76	3.76	4.36
	11.5%	零售贸易	2.76	3.65	2.78	2.16	2.25	2.09	2.22	2.65	2.10	2.79	2.31	2.89	3.32	2.60
	4.9%	运输仓储	2.18	3.13	3.56	3.98	4.27	4.25	4.36	4.91	5.24	5.83	6.28	6.91	6.67	5.97
	2.2%	信息技术	4.48	4.35	5.21	4.09	4.00	3.08	2.78	2.43	2.84	2.32	2.48	2.89	2.81	3.34
	6.8%	金融活动	4.13	4.04	4.30	3.95	4.42	4.69	5.06	5.67	5.87	5.50	5.59	5.36	5.05	5.42
	16.9%	专业商业服务	5.24	5.06	4.98	4.83	4.42	3.83	4.13	4.20	3.98	4.20	4.19	4.31	4.22	4.23
	19.7%	教育医保	3.69	3.31	3.16	3.11	3.18	3.13	3.17	3.12	2.91	3.01	3.52	3.46	3.35	3.48
	12.6%	休闲餐饮	3.94	3.86	3.87	4.22	3.94	3.99	3.81	3.97	4.03	4.39	4.56	4.28	4.10	4.51
	4.4%	其他服务	2.93	3.27	3.41	3.36	3.53	3.68	3.46	3.88	3.86	3.81	4.98	5.38	5.75	5.14
	占比	季调时薪 同比增速	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11
	100.0%	生产&非管理岗	3.76	3.87	4.03	4.04	4.02	3.89	4.05	4.03	4.01	4.23	4.50	4.70	4.53	4.59
	16.0%	商品	4.31	4.46	5.27	5.15	5.04	5.19	5.18	5.42	5.44	5.66	5.80	5.60	5.81	5.88
	0.5%	采矿业	3.28	4.38	4.42	3.67	6.75	6.15	5.21	5.95	6.52	7.39	9.00	7.86	6.73	5.17
	6.1%	建筑业	4.17	3.58	4.47	4.20	3.83	4.17	4.37	4.38	4.45	4.71	4.98	5.56	5.23	5.78
	9.5%	制造业	4.46	5.21	5.59	5.60	5.63	5.63	5.42	5.78	5.84	5.82	5.88	5.26	5.65	5.16
	5.9%	耐用品	5.22	6.27	6.50	6.74	6.92	6.96	6.47	6.67	6.62	6.65	6.41	5.82	5.59	4.54
	0.8%	机动车&部件	5.63	12.39	12.86	10.91	11.27	12.90	8.01	9.71	9.07	9.41	10.10	7.93	8.21	2.04
	3.5%	非耐用品	3.50	3.48	4.21	3.72	3.53	3.53	3.72	4.33	4.35	4.19	4.98	4.20	5.76	6.34
	84.0%	服务	3.68	3.76	3.77	3.82	3.80	3.60	3.79	3.77	3.75	3.94	4.24	4.51	4.27	4.32
	21.4%	商贸运输	2.38	2.82	2.59	2.56	2.72	2.76	3.17	3.10	3.11	3.76	3.81	4.20	4.31	4.20
	4.6%	批发贸易	2.66	3.12	2.75	2.55	2.69	2.66	2.80	3.20	3.14	3.38	3.12	3.10	2.91	3.22
	11.5%	零售贸易	2.03	2.13	1.79	1.60	1.75	1.90	2.15	2.10	1.91	2.55	1.96	2.57	3.08	2.84
	4.9%	运输仓储	2.69	3.09	3.10	3.35	3.76	3.99	4.59	4.39	4.77	5.76	6.98	7.62	7.72	7.18
	2.2%	信息技术	1.67	2.39	3.54	2.07	2.48	2.24	2.85	2.60	3.10	4.03	3.83	4.16	4.45	4.73
	6.8%	金融活动	4.34	4.26	4.99	5.61	5.82	5.76	5.99	6.23	6.70	6.08	6.05	6.38	5.81	6.05
	16.9%	专业商业服务	5.26	5.04	5.24	4.79	4.33	3.99	3.95	3.82	3.47	3.76	3.90	4.45	4.29	4.46
	19.7%	教育医保	3.77	3.68	3.35	3.63	3.95	3.39	3.57	3.48	3.23	3.24	4.00	3.60	3.71	3.79
	12.6%	休闲餐饮	3.21	2.85	2.98	3.90	3.91	3.92	4.10	4.57	5.27	5.40	5.64	5.60	4.55	5.07
	4.4%	其他服务	3.30	4.01	3.83	3.81	3.56	3.89	3.87	4.00	4.49	4.40	5.92	6.22	6.32	5.58

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>