仅供内部参考，请勿外传

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

宏观专题 2026 年 09 月 03 日

【宏观专题】

分化的社会“烦恼”——投石问“K”系列六

❖ **核心观点：本篇报告为投石问“K”系列六，核心关注经济分化存在的社会影响。**

1、经济 K 型分化对婚育意愿的影响，以韩国为例，由于正规 VS 非正规就业岗位、男性 VS 女性就业的高度二元分化，导致社会不安全感、女性生育成本大幅偏高，韩国存在低结婚率、低生育率、高教育压力的社会形态。

2、经济 K 型分化对社会流动的影响，随着经济的发展，中等技能就业岗位收缩，高技能与低技能服务岗位扩张，导致中间阶层被压缩，而这一群体向下流动的风险较高、社会流动固化程度提升。

3、经济 K 型分化对创新的影响，一则，对发达市场而言，资源、财富的不平等会阻碍教育、社会流动，进而阻碍创新发展。二则，劳动力二元分化不利于企业的人力资本投资，进而抑制创新发展。

❖ **一、经济 K 型分化对婚育意愿的影响**

韩国案例：劳动市场二元分化造成婚育意愿极端偏低。

韩国的劳动力市场二元分化体现在：①韩国存在正规就业岗位与非正规就业岗位的二元分化，非正式就业占比为 OECD 经济体最高（27.5%，2025 年值）。非正规就业岗位收入低、缺乏社保托底（社保覆盖率低于 50%），生活安全感低。②韩国存在就业市场性别分化，女性平均时薪（21164 韩元）低于男性（29411 韩元）、生育年龄后女性非正规就业比例大幅提升，40 岁以上超过 40%从事非正规岗位（2018 年值）。

韩国劳动力二元分化导致低结婚率、低生育率、高教育压力。Fleckenstein et al. (2023)指出，韩国劳动力市场的深度二元化制造了“永久性不安全感”，使大量青年延迟/放弃婚育，截至 2022 年韩国结婚率为 3.7‰，处于 OECD 经济体偏低水平，截至 2024 年生育率为 0.75，为 OECD 经济体中的最低水平。同时男性“养家”文化催生了极高的工作时长，韩国平均年工作时长 1833 小时，位列 OECD 经济体第 6。

美国案例：2008 年金融危机后，美国中技能岗位就业萎缩，导致没有大学学位人群的经济前景与婚姻市场地位大幅恶化，使生育决策被结构性而非暂时性地推迟(Seltzer ,2019)。

❖ **二、经济 K 型分化对社会流动的影响**

一则，就业技能分化带来社会流动性下降。发达经济体普遍存在的就业技能极化的特征：中等技能就业岗位（如制造业、文书岗位等）收缩，高技能抽象任务与低技能人际服务任务扩张，形成“沙漏型”就业结构。**而就业技能极化的现象加剧了阶级固化。**Guo (2021)、Song et al. (2026)、Salvatori & Manfredi (2019)等人利用美国和 OECD 数据均得出了这一结论，例如：Song et al. (2026) 的研究使用美国 2000-2020 年 BLS 数据，发现处于衰退职业的员工，实现向上流动的概率仅占全美所有职业流动 8.2%，而所处职业前景越好的员工，实现向上流动/维持在增长职业）的概率越高。

二则，产业空间分化带来社会流动性的空间差异。产业分化具有强烈的空间选择性，高科技与先进制造业高度集中于少数都市区与大学城周边，因此这一区域出现就业结构极化的概率也会更高。而中产阶级占比越低的地区，阶级出现固化的概率也会越高(Chetty et al., 2014)。

三则，收入分化带来的社会流动固化。“了不起的盖茨比”曲线是总结这一现象最经典的理论。Corak (2013) 研究发现，一国当期收入不平等程度（基尼系数）越高，代际收入流动性越弱、社会流动固化越严重。

❖ **三、经济 K 型分化对创新的影响**

1、收入分化抑制创新 or 促进创新？取决于经济发展阶段

对发展中经济体而言，物质资本积累还是经济增长的主引擎，因此收入不平等有利于资源集中，对创新形成积极影响。Sarkar et al. (2018)利用印度数据发现，

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：殷雯卿

电话：010-66500892

邮箱：yinwenqing@hcyjs.com

执业编号：S0360521040002

相关研究报告

《【华创宏观】企业收入与岗位的非对称观察——投石问“K”系列五》 2026-08-30

《【华创宏观】扬汤止沸易，釜底抽薪难——长端美债的五点思考》 2026-08-27

《【华创宏观】从德国经验看 K 型分化的治理——投石问“K”系列四》 2026-08-27

《【华创宏观】分化的源头——投石问“K”系列三》 2026-08-25

《【华创宏观】美国分化的三条轨迹——投石问“K”系列二》 2026-08-24

仅供内部参考，请勿外传

收入不平等通过集中土地和金融等关键资源，促使处于金字塔上层的群体更易获取创业所需资源。

对发达经济体而言，人力资本取代物资资本成为增长主引擎，不平等转而阻碍多数人的教育投资，成为创新增长的负面拖累因素。例如 Bell et al. (2019)利用美国的专利数据，发现：专利率与父母家庭收入呈现高度正相关，顶层收入家庭子女取得发明专利的概率是底层家庭的十倍以上。

❖ **2、劳动力市场二元分化对企业创新存在抑制效应**

此处所指的劳动力市场二元分化，主要指正规就业岗位与非正规就业岗位的二元分化。Altuzarra & Serrano (2010)利用西班牙企业数据发现，**临时工用工占比与企业创新存在倒 U 型关系**，随着临时工使用比例提升，企业开展创新活动与 R&D 的概率先上升，但临时工用工占比过高（例如超过研究样本的均值水平），就会导致企业创新概率下降。Daveri & Parisi (2010)，Cetrulo et al. (2018)利用欧洲不同经济体的企业微观数据也普遍发现，**过高的非正规就业比例，不利于员工的经验积累、导致人力资本投资不足，进而对创新存在抑制效应。**

❖ **风险提示：对经济 K 型分化的社会影响总结不全面。**

仅供内部参考，请勿外传

投资主题

报告亮点

本篇报告为投石问“K”系列六，核心关注经济 K 型分化存在哪些社会影响，并总结了海外的相关经验与数据。文章具体分析了经济 K 型分化的三大主要社会影响：对婚育意愿的影响、对社会流动的影响、对创新的影响。

投资逻辑

1、经济 K 型分化对婚育意愿的影响，以韩国为例，由于正规 VS 非正规就业岗位、男性 VS 女性就业的高度二元分化，导致社会不安全感、女性生育成本大幅偏高，韩国存在低结婚率、低生育率、高教育压力的社会形态。

2、经济 K 型分化对社会流动的影响，随着经济的发展，中等技能就业岗位收缩，高技能与低技能服务岗位扩张，导致中间阶层被压缩，而这一群体向下流动的风险较高、社会流动固化程度提升。

3、经济 K 型分化对创新的影响，一则，对发达市场而言，资源、财富的不平等会阻碍教育、社会流动，进而阻碍创新发展。二则，劳动力二元分化不利于企业的人力资本投资，进而抑制创新发展。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

一、经济 K 型分化对婚育意愿的影响 6
（一）韩国案例：劳动市场二元分化造成婚育意愿极端偏低 6
1、韩国存在的经济 K 型分化：劳动市场二元化 6
2、经济 K 型分化的社会影响——低结婚率、低生育率、高教育压力 8
（二）美国案例：中技能岗位萎缩抑制生育率 10
二、经济 K 型分化对社会流动的影响 11
（一）就业技能分化带来社会流动性下降 11
（二）产业空间分化带来社会流动性的空间差异 14
（三）收入分化带来的社会流动固化 16
三、经济 K 型分化对创新的影响 17
（一）收入分化抑制创新 or 促进创新？ 17
（二）劳动力市场二元分化对企业创新存在抑制效应 18

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 2025 年韩国非正式就业者占比 38.2% 6
图表 2 韩国非正式就业者占比位居 OECD 经济体第一 6
图表 3 2017 年不同就业类型劳动者的社会保险覆盖率 7
图表 4 2014 年首尔 16-34 岁青年结婚意愿调查 7
图表 5 女性平均月工作时长低于男性 7
图表 6 女性平均小时工资低于男性 7
图表 7 2012 年 ISSP 关于母亲就业的态度调查 8
图表 8 2018 年韩国分年龄、分性别的非正规就业比例 8
图表 9 韩国生育率为 OECD 经济体最低 8
图表 10 韩国结婚率处于 OECD 经济体中偏低水平 9
图表 11 韩国工作时长 9
图表 12 2021 年按家庭收入划分的私人补习参与率与月均支出 10
图表 13 2006–2014 年全美生育率分种族固定效应回归结果 11
图表 14 1980–2005 年美国劳动力市场出现就业极化 12
图表 15 16 个样本经济体整体就业岗位占比的变化 12
图表 16 中国的各薪资水平职业的从业人员占比变化 12
图表 17 底层到顶层的流动概率与中等技能岗位占比的相关性 13
图表 18 不同职业转型路径的向上流动效果与发生概率 14
图表 19 中等技能劳动者进入低收入阶层概率上升 14
图表 20 就业极化的城市规模差异，城市越大就业极化越严重 15
图表 21 2020-2022 年美国各地区数字服务业就业占全国总量的比重变化 15
图表 22 全美分 CZ 的绝对向上流动性指标 16
图表 23 “了不起的盖茨比”曲线 17
图表 24 专利率与父母家庭收入百分位的关系 18
图表 25 价格效应与市场规模效应的机制图示 18
图表 26 临时就业与产品创新企业占比的关系 19

仅供内部参考，请勿外传

一、经济 K 型分化对婚育意愿的影响

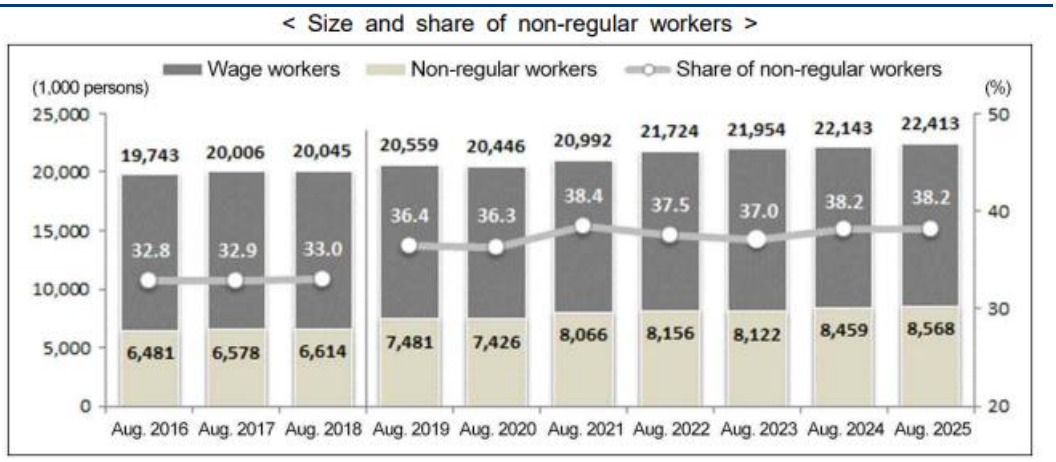
（一）韩国案例：劳动市场二元分化造成婚育意愿极端偏低

1、韩国存在的经济 K 型分化：劳动市场二元化

一则，韩国存在严重的正规就业岗位与非正规就业岗位的二元分化。所谓非正规就业岗位，主要包括了临时性就业者（未签订明确合同期限的劳动者）、兼职就业者（每周工作时间不足 36 小时）、非典型就业者（如派遣工、劳务外包工等）。2025 年韩国非正式就业者占比 38.2%，且相比 2016 年占比进一步提升。国际比较来看，以 OECD 的衡量口径(2025 年值)来计算，韩国非正式就业者占比位居第一(27.5%)，OECD 经济体均值为 11.1%。韩国的这一就业岗位高度分化的背后，或与财阀主导的产业结构下，大企业与中小企业鸿沟巨大有关。

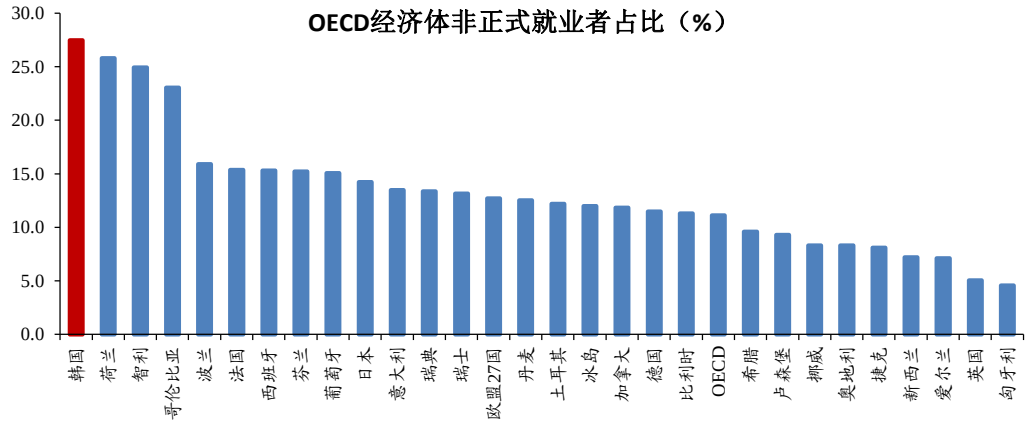
反观我国，我们以灵活就业人口来代表非正式就业者，根据人社部在《国务院关于灵活就业和新就业形态劳动者权益保障工作情况的报告》中提到的数据，截至 2025 年 12 月，我国灵活就业人员规模已超过 2 亿人，占总就业人口的比重约 27.6%。

图表 1　2025 年韩国非正式就业者占比 38.2%



资料来源：韩国国家数据处，华创证券

图表 2　韩国非正式就业者占比位居 OECD 经济体第一



资料来源：OECD，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

就业二元化带来极强的不安全感，非正规就业不仅收入低、不稳定，还缺乏社保托底，一旦落入非正规就业岗位，生活风险会急剧上升。数据显示：正规就业者的三大保险覆盖率接近 90%（*Fleckenstein et al.*,2023[1]），保障体系完善；非正规就业者的三类社保覆盖率均大幅低于正规就业、普遍低于 50%，社会保障严重缺失。**这种分化也让正规就业者时刻担心“身份跌落”，进一步放大了全社会的就业焦虑，最终抑制婚育决策。**2014 年首尔 16-34 岁青年结婚意愿调查显示：非正规就业群体中，“不打算结婚”的比例超过 60%，显著高于正规就业群体（不到 40%）；非正规就业群体不结婚的原因里，“非自愿（收入不足、就业不稳定）”占比更高，达到 40%（正规就业群体非自愿不婚的占比略超 20%）。

图表 3　2017 年不同就业类型劳动者的社会保险覆盖率

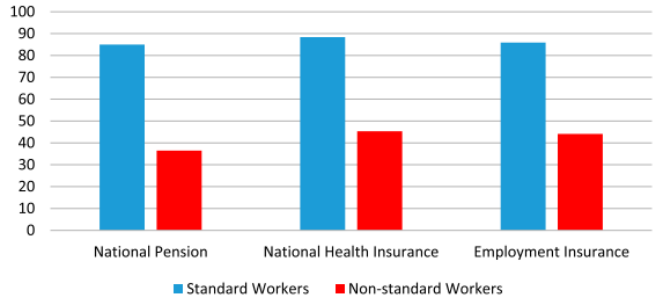


Figure 2　Proportion of workers covered by social insurance schemes, 2017.
Source: Statistics Korea (2017)

资料来源：Fleckenstein et al. (2023) [1]

图表 4　2014 年首尔 16-34 岁青年结婚意愿调查

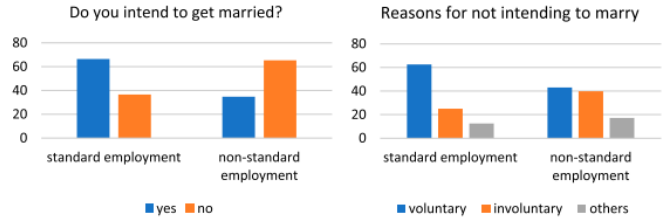
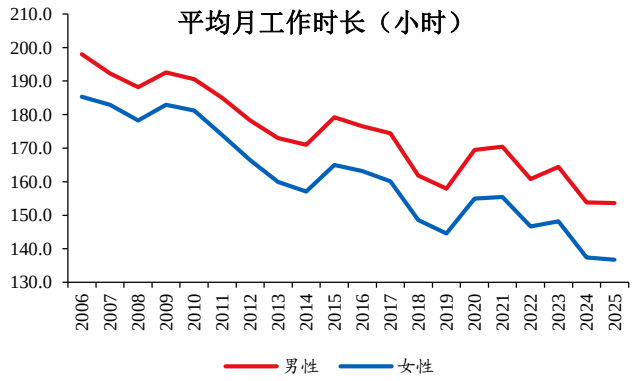


Figure 3　Survey on marriage intentions, 16–34 year olds, Seoul, 2014.
Source: Choi *et al.* (2014)

资料来源：Fleckenstein et al. (2023)[1]

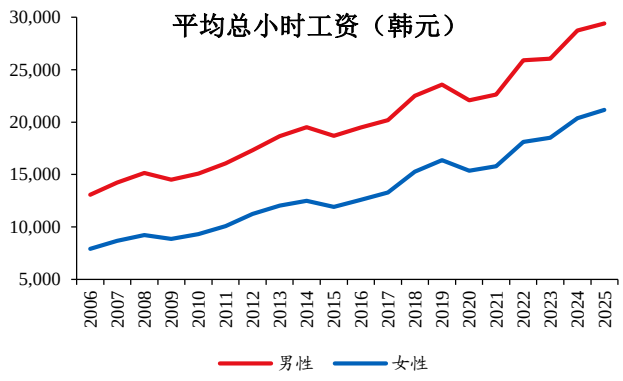
二则，就业市场也存在性别的二元分化，2025 年数据显示，女性平均月工作时长 136.7 小时，低于男性 153.6 小时；女性平均小时工资 21164 韩元，同样低于男性 29411 韩元。

图表 5　女性平均月工作时长低于男性



资料来源：KOSIS，华创证券

图表 6　女性平均小时工资低于男性



资料来源：KOSIS，华创证券

造成这一现象的原因可能和韩国社会对于“母亲就业”的接受度极低，普遍认为生育后女性应回归家庭有关。ISSP 2012 年的跨国调查显示，针对两个问题：①“学龄前儿童如果母亲工作，孩子会受苦”；②“女性全职工作会损害家庭生活”。韩国对两个问题的认同比例均为所有经济体中最高。

[1] Fleckenstein, T., Lee, S. C., & Mohun Himmelweit, S. (2023). Labour market dualization, permanent insecurity and fertility: The case of ultra-low fertility in South Korea. *Economy and Society*, *52*(2), 298–324.

仅供内部参考，请勿外传

因此生育是韩国女性就业的转折点。大量女性在生育后会落入非正规就业岗位，数据上可以看到，34 岁前男女的非正规就业比例接近，但 35 岁后女性非正规就业比例较男性大幅提升，40 岁以上的女性超过 40%从事非正规就业岗位。这也造成了**女性生育机会成本极高、生育意愿低迷。**

图表 7　2012 年 ISSP 关于母亲就业的态度调查

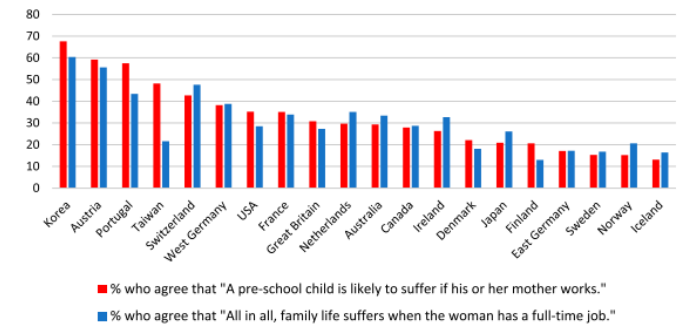


Figure 4　Responses to ISSP questions on maternal employment, 2012.
Source: ISSP Research Group (2016)

资料来源：Fleckenstein et al. (2023)[1]

图表 8　2018 年韩国分年龄、分性别的非正规就业比例

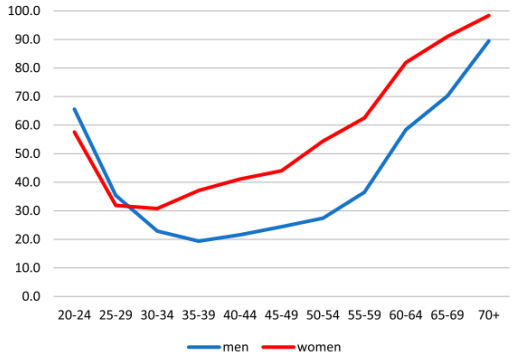


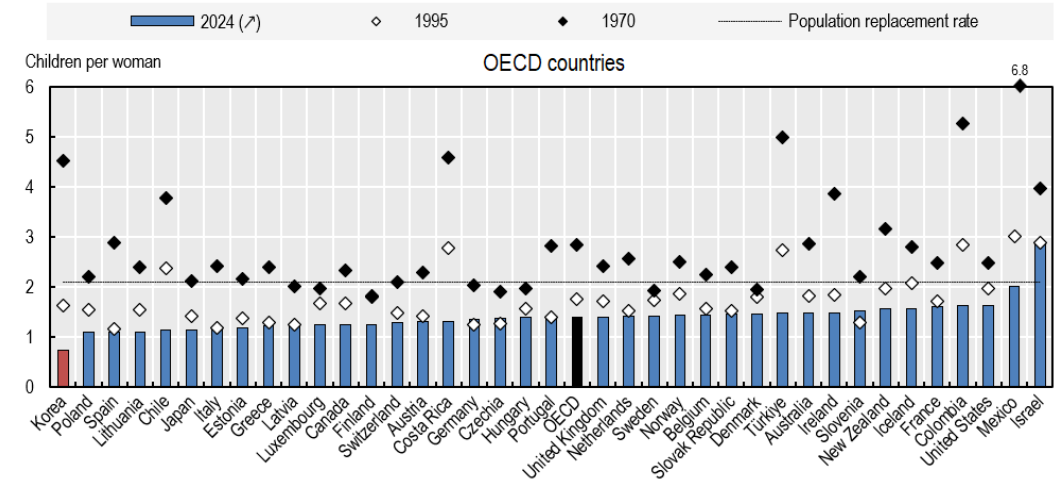
Figure 6　Proportion of employees in non-regular employment, by age and gender, 2018.

资料来源：Fleckenstein et al. (2023)[1]

2、经济 K 型分化的社会影响——低结婚率、低生育率、高教育压力

Fleckenstein et al. (2023)[1] 指出，韩国劳动力市场的深度二元化制造了“永久性不安全感”：正规与非正规岗位、财阀主导的大企业与中小企业之间在工资、保障与职业前景上的巨大落差，使大量青年推迟甚至放弃婚育，这是韩国超低生育率的核心结构性原因。同时，女性极高的生育机会成本也进一步弱化了女性的结婚、生育意愿。根据 OECD 的口径统计，截至 2022 年韩国结婚率为 3.7‰，处于 OECD 经济体中偏低水平，且 1970 年以来持续下降；截至 2024 年韩国生育率由 1970 年的 4.5 下降至 0.75，为 OECD 经济体中的最低水平。

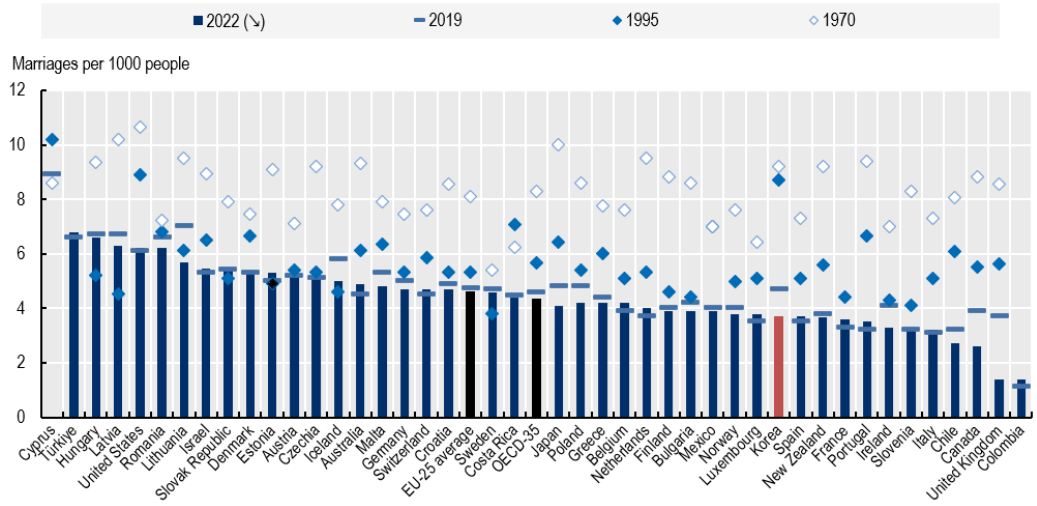
图表 9　韩国生育率为 OECD 经济体最低



资料来源：OECD，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

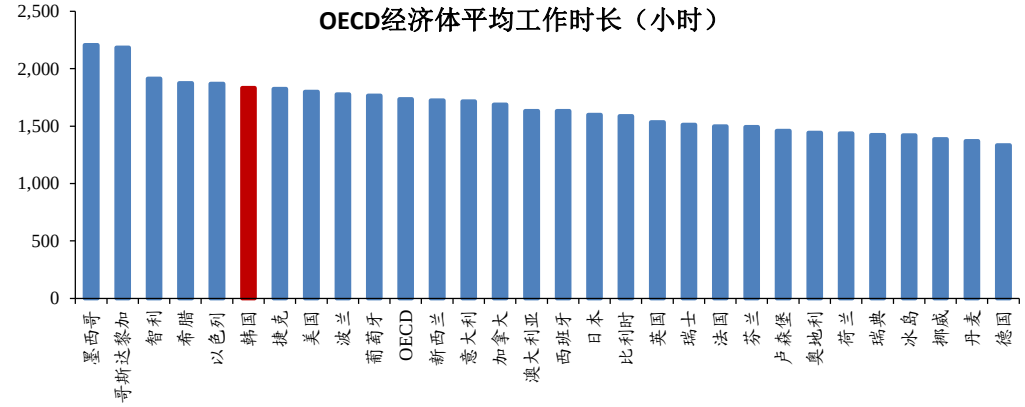
图表 10 韩国结婚率处于 OECD 经济体中偏低水平



资料来源：OECD，华创证券

另外，由于韩国对“母亲就业”的接受度极低，男性“养家”压力大，也催生了其极高的工作时长。从全社会工作时长来看，OECD 统计口径下，韩国平均年工作时长 1833 小时，位列 OECD 经济体第 6，OECD 均值为 1736 小时。

图表 11 韩国工作时长



资料来源：OECD，华创证券

正规就业岗位与非正规就业岗位的二元分化下，正规就业岗位竞争极度激烈，名校学历成为获取优质就业的核心门槛，由此也催生了教育竞争压力，例如全民性的私人补习热潮等。2021 年的统计数据显示，韩国私人补习的整体参与率极高，在最高收入阶层中可达 80%；家庭收入越高，补习参与率越高、支出金额越大。

仅供内部参考，请勿外传

图表 12　2021 年按家庭收入划分的私人补习参与率与月均支出

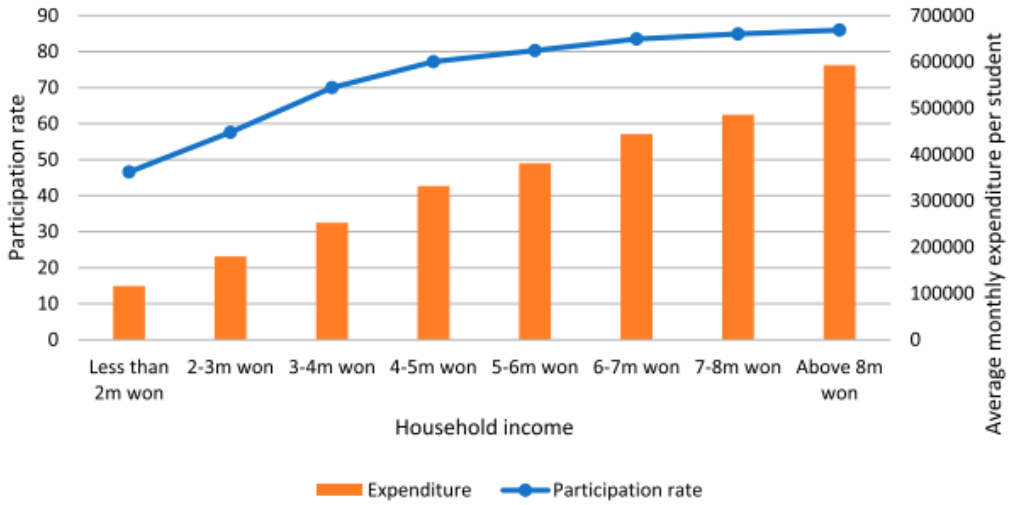


Figure 8　Participation rates and average monthly expenditure on private tuition by household income, 2021.
Source: Statistics Korea (2022)

资料来源：Fleckenstein et al. (2023)[1]

注：横轴为家庭月收入分组（从 200 万韩元以下到 800 万韩元以上）

（二）美国案例：中技能岗位萎缩抑制生育率

2008 年金融危机后，美国中技能岗位就业萎缩对生育率形成了长期的抑制作用。Seltzer (2019)[2]的研究打破了“经济复苏必然带来生育率反弹”的传统认知：仅依靠降低失业率的宏观政策不足以扭转生育率下降趋势，必须关注就业质量与产业结构的长期变化，解决中技能稳定岗位流失带来的就业市场分化。

具体来说，美国生育率在大衰退结束后、经济强劲复苏的数年中持续下降，以商品生产行业（制造业、建筑业、采掘业）企业就业占比下降为标志的劳动力市场结构变化，对此现象的解释力度显著强于失业率的周期性波动。制造业、建筑业等中技能岗位的消失，系统性地改变了没有大学学位男性（及其伴侣）的经济前景与婚姻市场地位，使生育决策被结构性而非暂时性地推迟。

[2] Seltzer, N. (2019). Beyond the Great Recession: Labor market polarization and ongoing fertility decline in the United States. *Demography, 56*(4), 1463–1493.

仅供内部参考，请勿外传

图表 13　2006–2014 年全美生育率分种族固定效应回归结果

		2006–2014		2006–2010	2011–2014
Dependent Variable: Total Fertility Rate	**Model 1**	**Model 2**	**Model 3**	**Model 4a**	**Model 4b**
White, Non-Hispanic (381 MSAs; N=3429)					
% Goods-Producing Businesses		0.021***	0.020***	0.019***	0.017***
		(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
Unemployment Rate (%)	−0.007***		−0.003*	−0.004*	−0.003*
	(0.001)		(0.001)	(0.002)	(0.001)
Black, Non-Hispanic (380 MSAs; N=3394)					
% Goods-Producing Businesses		0.022**	0.019*	0.019*	0.015
		(0.008)	(0.008)	(0.008)	(0.010)
Unemployment Rate (%)	−0.012*		−0.008	−0.005	−0.009
	(0.005)		(0.006)	(0.007)	(0.006)
Asian, Non-Hispanic (381 MSAs; N=3394)					
% Goods-Producing Businesses		0.027**	0.022*	0.022*	0.027*
		(0.010)	(0.011)	(0.011)	(0.012)
Unemployment Rate (%)	−0.016*		−0.012	−0.011	−0.012
	(0.007)		(0.007)	(0.009)	(0.007)
Hispanic (381 MSAs; N=3333)					
% Goods-Producing Businesses		0.058***	0.046***	0.046***	0.037***
		(0.008)	(0.008)	(0.008)	(0.009)
Unemployment Rate (%)	−0.036***		−0.027***	−0.033***	−0.026***
	(0.005)		(0.006)	(0.007)	(0.006)
MSA Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	No	No

*p<.05,
**p<.01,
***p<.001 (two-tailed tests)

资料来源：Seltzer（2019）[2]

注：Model 1（仅纳入失业率）：所有种族/族裔的失业率系数均显著为负，复现了传统研究中“生育率随经济周期同向波动”的结论。

Model 2（仅纳入商品生产企业占比）：所有种族/族裔的商品生产企业占比系数均显著为正——本地商品生产行业（制造业、建筑业、采掘业）占比越高，生育率水平越高。

Model 3（同时纳入两个变量）：商品生产企业占比的系数大小和统计显著性几乎没有衰减，始终保持高度稳定；失业率的系数则大幅缩水、显著性明显下降。这说明，失业率对生育率的解释力，很大程度上来自它与产业结构变化的相关性；一旦控制了劳动力市场结构因素，失业率的影响就大幅减弱。

二、经济 K 型分化对社会流动的影响

（一）就业技能分化带来社会流动性下降

发达经济体普遍存在的就业技能极化的特征：中等技能就业岗位（如制造业、文书岗位等）被自动化与离岸外包取代，高技能抽象任务与低技能人际服务任务扩张，进而导致中间阶层收缩，形成“沙漏型”就业结构。

Autor & Dorn (2009)[3]利用美国人口普查数据统计了“就业极化”现象。1980–2005 美国

[3] Autor, D., & Dorn, D. (2009). This job is “getting old”: Measuring changes in job opportunities using occupational age structure. *American Economic Review*, 99(2), 45–51.

仅供内部参考，请勿外传

劳动力市场出现就业极化（U 型空心化）：高技能抽象岗位与低技能服务岗位就业份额扩张，而中等技能常规岗位（制造业、文书处理、基础行政）就业份额显著收缩。作者构建了职业技能百分位，以 1980 年各职业的平均小时工资衡量该职业的技能水平，将全部职业按工资由低到高排序后，以当年总就业工时为权重划分为 100 个就业占比均等的区间，百分位数值越高对应职业的技能层级越高。**Goos et al. (2014)[4]将研究拓展至 16 个西欧国家，利用 1993–2010 年欧盟劳动力调查数据证实：就业极化是西欧发达经济体的普遍现象，**在 16 个样本经济体中全部存在就业极化的现象，高、低薪资职业的就业份额均相对中等薪资职业上升。

图表 14　1980–2005 年美国劳动力市场出现就业极化

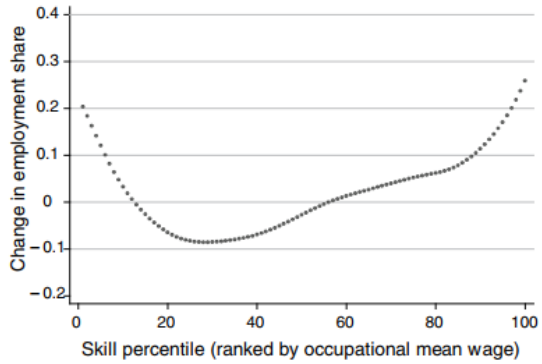
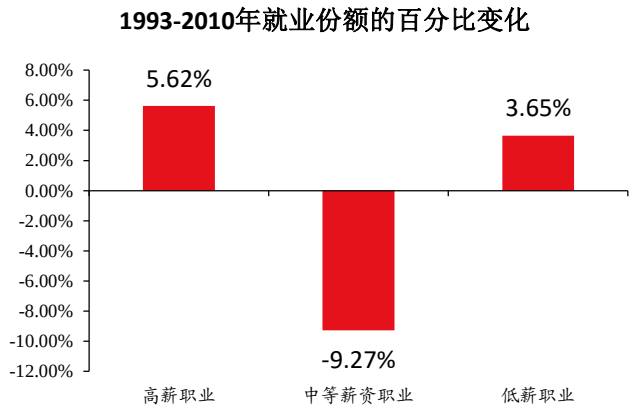


FIGURE 1. SMOOTHED CHANGES IN EMPLOYMENT SHARE BY OCCUPATIONAL SKILL PERCENTILE, 1980–2005

资料来源：Autor & Dorn (2009)[3]

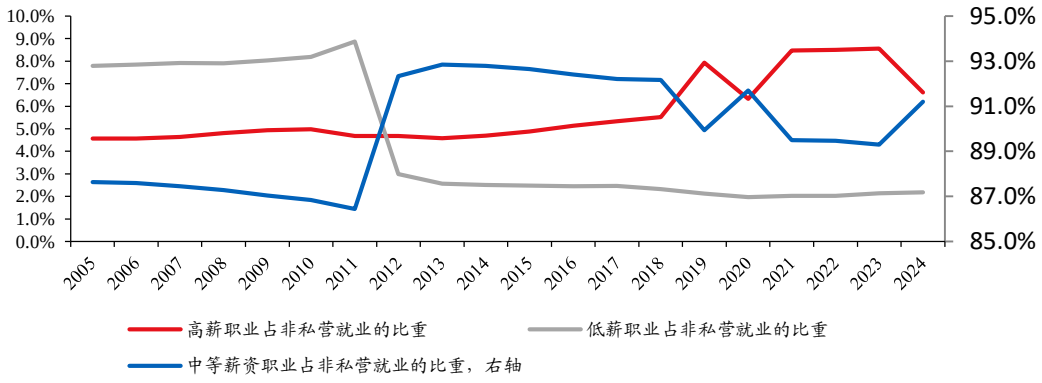
图表 15　16 个样本经济体整体就业岗位占比的变化



资料来源：Goos et al.(2014)[4]，华创证券

反观我国，2005-2024 年期间并未发生就业极化现象。我们采用城镇非私营单位就业人员平均工资数据来计算各薪资水平职业的从业人员占比变化。2005 年，高薪、中等薪资、低薪职业的从业人员占比分别为 4.6%、87.6%、7.8%；2024 年分别达到 6.6%、91.2%、2.2%。可见 2005-2024 年间，仅低薪职业的从业人员占比下降、高薪与中等薪资从业人员占比均有提升，未出现典型的就业极化现象。另外，疫情后中等薪资从业人员占比有所下滑。

图表 16　中国的各薪资水平职业的从业人员占比变化



资料来源：wind，华创证券

注：薪资分类标准：采用城镇非私营单位就业人员平均工资数据，处于各行业工资前20%的为高薪职业、后20%为低薪职业，其余为中等薪资职业

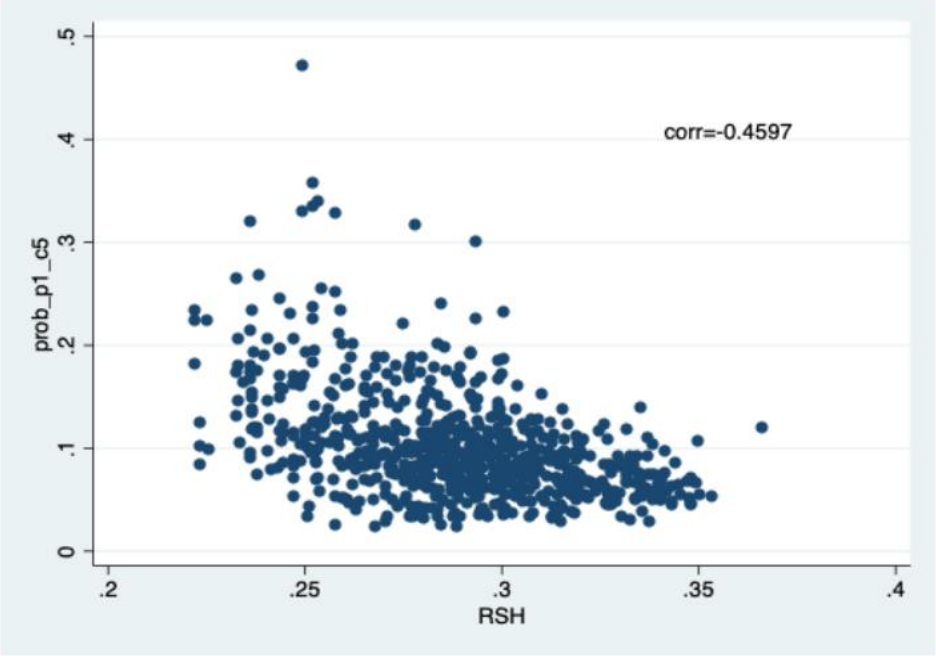
[4] Goos, M., Manning, A., & Salomons, A. (2014). Explaining job polarization: Routine-biased technological change and offshoring. *The American Economic Review, 104*(8), 2509–2526.

仅供内部参考，请勿外传

就业技能极化的现象加剧了阶级固化：中等技能工人（尤其是传统制造业蓝领）向下流动风险上升，社会流动性下降。Guo (2021)[5]研究发现，自动化技术所带来的就业极化，是影响代际流动性的核心机制之一。具体来说，自动化技术导致中等技能岗位（如生产、操作、文职和行政工作）被大量替代，非贸易性的低技能服务业岗位（如零售、餐饮配送）成为受教育程度较低者的主要去向；但服务业岗位薪资低、晋升空间小，无法承担阶层跃升的通道功能，进而导致全社会底层与中产家庭的向上流动性减弱。

Song et al. (2026)[6]的研究使用美国 2000-2020 年 BLS 数据，将所有职业分为 3 组：增长职业（就业增速显著高于劳动力人口增长）、稳定职业（就业增速与劳动力人口增长大致匹配）、衰退职业（就业规模出现下降，即使是小幅下降也归入此类）。其研究发现：①从衰退职业跳槽到增长职业，是实现向上流动（即转入职业的收入高于原职业的岗位）的最优路径，向上流动概率接近 49%，但这种机会在美国极其稀缺，仅占所有职业流动的 5.1%；② 处于衰退职业的员工，实现向上流动（即图中 declining to growing，declining to stable）的概率较低，占所有职业流动 8.2%，而所处职业前景越好的员工，实现向上流动/维持在增长职业的概率越高，如从稳定职业跳槽到增长职业（stable to growing）占所有职业流动的 14.6%，从增长职业跳槽到增长职业（growing to growing）占所有职业流动的 45.2%。

图表 17　底层到顶层的流动概率与中等技能岗位占比的相关性



(b) Probability of bottom to top and RSH

资料来源：Guo (2021)[5]

注：横轴表示可被自动化替代的中等技能岗位在总就业中的比重，数值越低说明当地中等技能岗位少，受自动化冲击更弱。纵轴表示出生在家庭收入处于全国最底层 20%家庭的孩子，成年后自己的家庭收入进入全国最顶层 20%的概率。二者呈现较强的负相关关系。

[5] Guo, N. (2021). *Hollowing out of opportunity: Automation technology and intergenerational mobility in the United States*. Advanced Institute of Finance and Economics, Liaoning University.
[6] Song X, Brand J E, Yang S X, et al. Trapped in declining occupations: Barriers to worker mobility in a changing economy[J]. *Science Advances*, 2026, 12: eadx3471.

仅供内部参考，请勿外传

图表 18 不同职业转型路径的向上流动效果与发生概率

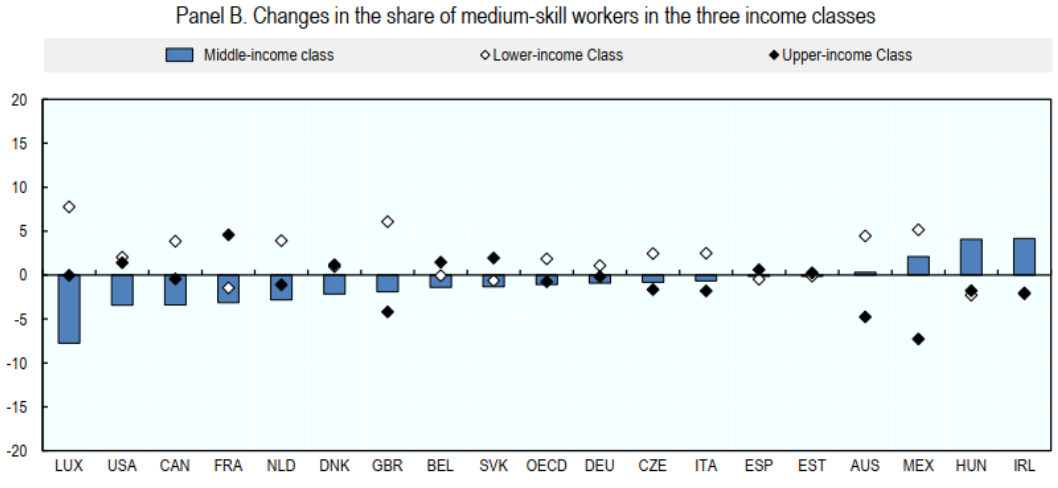


资料来源：Song et al.(2026)[6]

注：图 c 中横轴表示各类型的职业流动，能够实现向上流动的概率；纵轴表示各类型的职业流动；如第一行表示从衰退职业跳槽到增长职业（declining to growing），能够现向上流动的概率约 49%。图 d 表示各类型的职业流动占美国所有职业流动的比重，如第一行表示从衰退职业跳槽到增长职业（declining to growing）占美国所有职业流动的比重为 5.1%。

Salvatori & Manfredi (2019)[7]通过对 18 个 OECD 国家的分析显示，从 1990 年代到 2010 年代，18 个国家中有 16 个国家的中等技能工作份额出现下降；有 14 个国家中等技能工人向低收入阶层转移的概率提升，平均提升幅度约 2 个百分点；有 10 个国家的中等技能工人脱离中等收入阶层、流向低收入阶层的概率提高。而从 OECD 整体来看，中等技能劳动者进入低收入阶层概率上升、留在中等收入阶层的概率下降。

图表 19 中等技能劳动者进入低收入阶层概率上升



资料来源：Salvatori & Manfredi (2019)[7]

注：横轴为 1990s-2010s 期间的百分比变动，单位（%）

（二）产业空间分化带来社会流动性的空间差异

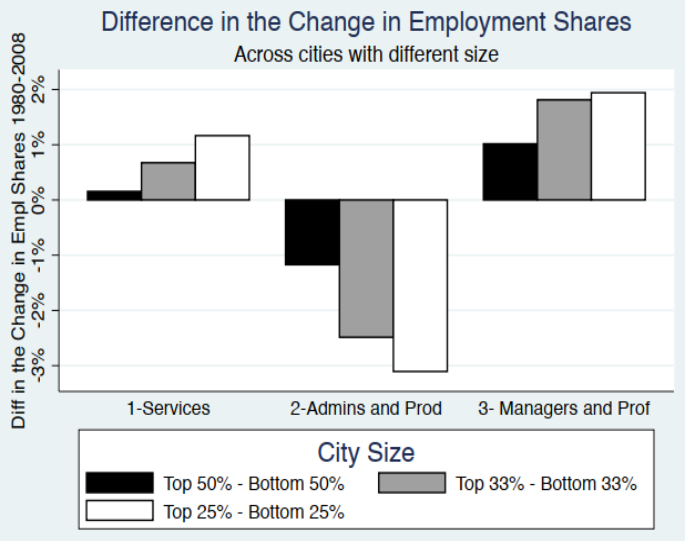
产业分化具有强烈的空间选择性，高科技与先进制造业高度集中于少数都市区与大学城周边，但这一区域会出现传统制造业经历去工业化、就业萎缩与人口外流，进而导致该

[7] Job polarisation and the middle class: New evidence on the changing relationship between skill levels and household income levels from 18 OECD countries." OECD Social, Employment and Migration Working Papers, No. 232.

仅供内部参考，请勿外传

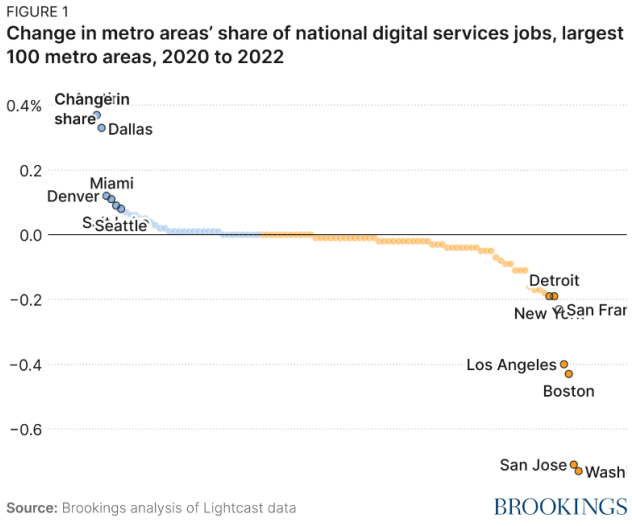
区域的就业结构出现极化。而传统制造业占比高的地区一旦出现去工业化，也会造成就业结构的极化。以美国为例，1980 年-2008 年间，美国就业市场结构开始出现分化，低技能服务业、高技能专业/管理岗就业占比上升，中技能行政、生产类岗位占比下降；而这种分化呈现出非常强的产业空间特征：大城市的技能分布尾部显著变厚，即低技能和高技能劳动者占比的提升速度显著快于小城市，中技能占比下滑更快。AI 科技发展以来，2020-2022 年年，科技领域就业则持续向达拉斯、丹佛、迈阿密、盐湖城、犹他州普罗沃、纳什维尔、休斯顿、杰克逊维尔等拥有优质高校的阳光地带城市聚集，继续呈现高度分化的就业空间格局。

图表 20　就业极化的城市规模差异，城市越大就业极化越严重



资料来源：Cerina et al. (2020)[8]

图表 21　2020-2022 年美国各地区数字服务业就业占全国总量的比重变化



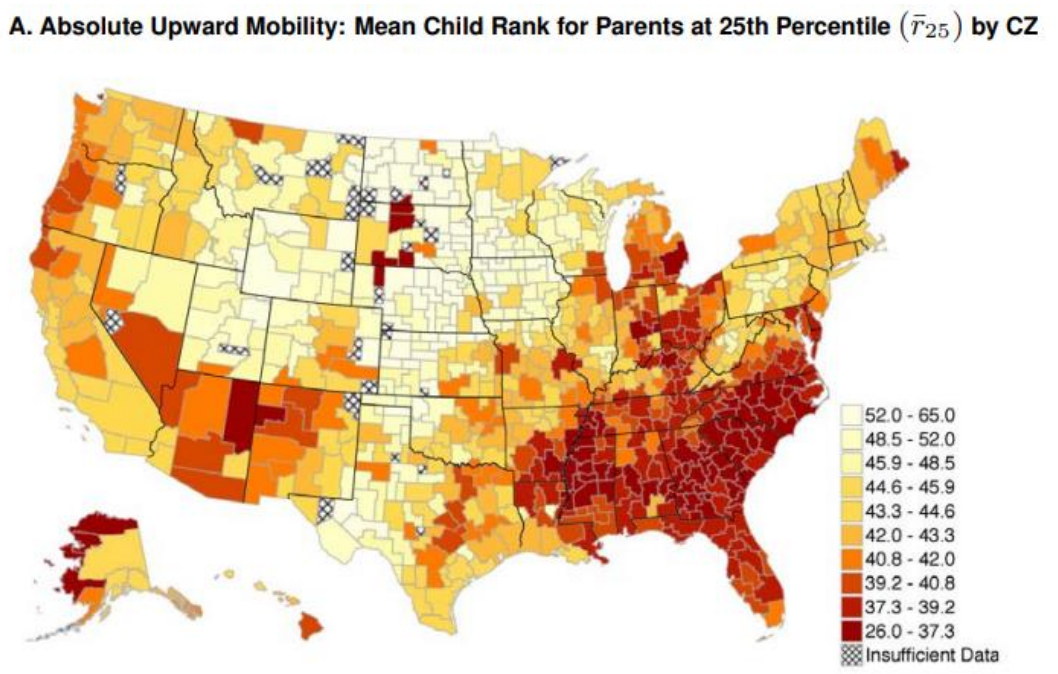
资料来源：Muro & You (2023)[9]

产业空间分化会造成区域间社会阶层流动的分化扩大。Chetty et al. (2014)[10]基于美国国税局（IRS）数据的研究发现，代际收入流动性在空间上存在巨大差异：产业结构中传统制造业占比越高、中产阶级占比越低的地区，社会阶层流动的难度越大；而中下层收入差距小，中产阶级体量充足的地区，社会阶层向上流动的概率越高。该研究统计了全美 741 个 Commuting Zone（CZ）的绝对向上流动性指标（父母收入处于全国收入分布第 25 百分位的家庭，在该地区养大的孩子，成年后在全国同龄人收入分布中的平均百分位排名），可以看到该指标在全美存在高度的地理差异。最有利于低收入家庭子女阶级提升的地区为：①中西部大平原与西部山区的农村、小城镇，②少数大城市区；而最容易导致阶层固化的地区为：①美国东南部地区（主导产业以低附加值传统行业为主，如传统制造业、物流、旅游等），②中西部“锈带”的传统工业城市。

[8] Cerina F, Dienesch E, Moro A, Rendall M. 2020. Spatial Polarization[R]. Monash University Department of Economics Discussion Paper, No. 06/19. Melbourne: Monash Business School. ISSN 1441-5429.
[9] Muro, M., & You, Y. (2023, December 12). Tech jobs are finally spreading out, spurred by private investment and federal initiatives. *Brookings Institution*.
[10] Chetty, R., Hendren, N., Kline, P., & Saez, E. (2014). *Where is the land of opportunity? The geography of intergenerational mobility in the United States* (NBER Working Paper No. 19843). National Bureau of Economic Research.

仅供内部参考，请勿外传

图表 22 全美分 CZ 的绝对向上流动性指标



资料来源：Chetty et al.(2014) [10]

（三）收入分化带来的社会流动固化

“了不起的盖茨比”曲线是总结这一现象最经典的理论。Corak (2013)[11]研究发现，一国当期收入不平等程度（基尼系数）越高，代际收入流动性越弱、社会流动固化越严重（用代际收入弹性 β 衡量，该指标是基于父子两代永久收入的对数线性回归估计得到的斜率系数，即 ln(子代永久收入)=常数项+β×ln(父代永久收入)+随机误差，代际收入弹性用于衡量父代收入差距向子代的传递强度，数值越高对应代际经济流动性越弱）。北欧国家（芬兰、挪威、丹麦）不平等最低、流动性最强，父代的收入优势仅有不足 1/5 会传递给子代；意大利、英国、美国不平等程度最高、流动性最弱，约 50%的父代收入差距会传递到子代；美国的代际收入弹性约为 0.5，是加拿大的两倍，整体代际流动性显著低于可比高收入国家。

[11] Corak, M. 2013. Income Inequality, Equality of Opportunity, and Intergenerational Mobility. *Journal of Economic Perspectives*, 27(3): 79–102.

仅供内部参考，请勿外传

图表 23 “了不起的盖茨比”曲线



资料来源：Corak (2013) [11]

三、经济 K 型分化对创新的影响

（一）收入分化抑制创新 or 促进创新？

从资本积累的角度来看，不同的经济发展阶段，收入分化对创新的影响方向不同。对发展中经济体而言，物质资本积累还是经济增长的主引擎，因此收入不平等有利于资源集中，对创新形成积极影响。Sarkar et al. (2018)[12]利用印度大规模调查数据，发现收入不平等对创业存在双重影响。一方面，不平等可能抑制低层次创业，因此低收入群体会更难积累到充足的创业资本；另一方面，收入不平等通过集中土地和金融等关键资源，促使处于金字塔上层的群体更易获取创业所需资源。

而对发达经济体而言，人力资本取代物资资本成为增长主引擎，不平等转而阻碍多数人的教育投资，成为创新增长的负面拖累因素。Bell et al. (2019)[13]利用美国专利与税务行政数据的联动记录发现：①顶层收入家庭子女取得发明专利的概率是底层家庭十倍以上：父母收入处于前 1%的家庭，每千人中有约 8 名子女取得发明专利；而收入低于中位数的家庭，每千人中仅约 0.8 人能取得发明专利；②在控制了三年级数学测验成绩之后（该成绩对未来创新率有很强预测力），家庭背景的预测力依然巨大，说明能力差异只能解释较小部分。③童年时期对创新的接触，例如居住地发明专利的密度、父母职业与同性别发明家的暴露等，对日后获得发明专利具有因果效应，即幼年搬到高创新地区的孩子，日后获得发明专利的概率显著更高。

从需求角度来看，不同的需求结构与经济发展水平，收入分化对创新的影响方向不同。Foellmi & Zweimüller (2004)[14]通过数理模型论证了需求对创新起到的两种相反力量：其一

[12] Sarkar, S., Ruf ń, C., & Haughton, J. (2018). Inequality and entrepreneurial thresholds. Journal of Business Venturing, 33(3), 278–295.
[13] Bell, Alexander M., Raj Chetty, Xavier Jaravel, Neviana Petkova, and John Van Reenen. 2019. "Who Becomes an Inventor in America? The Importance of Exposure to Innovation." NBER Working Paper No. 24062. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
[14] Foellmi R, Zweimüller J. 2004. Income Distribution and Demand-induced Innovations. Institute for Empirical Research in Economics, University of Zurich Working Paper, No. 212.

仅供内部参考，请勿外传

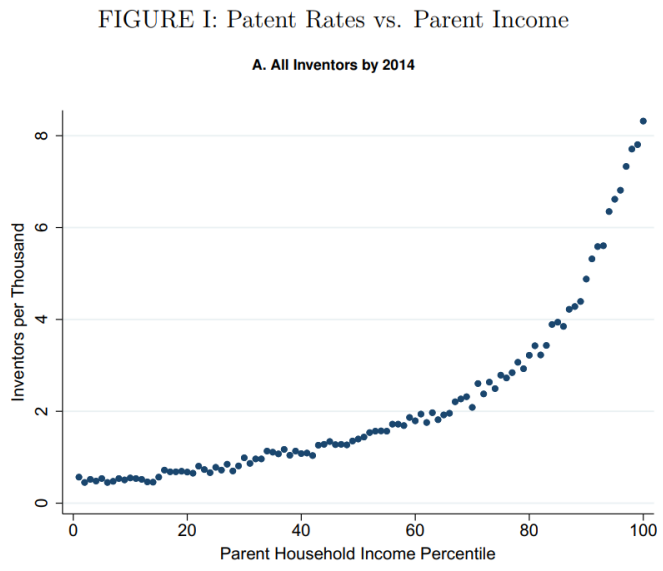
是“价格效应”，不平等上升提高富裕群体的支付意愿，使创新者能在导入期收取更高价格，从而激励创新；其二是”市场规模效应”；不平等上升压缩大众购买力，限制创新品的扩散规模，导致新产品市场规模更小，从而抑制创新。净效应取决于需求分层结构与经济所处的发展水平。

利用模型来理解（见图表 25），纵轴为消费者支付意愿（产品价格），横轴为市场需求量；价格高于富人支付意愿$Z_R(j)$时，需求为 0。当价格落在（$Z_P(j) - Z_R(j)$]时，仅富人购买，市场规模为 1-β（富人人口占比）；这就是创新产品导入期的状态：高价格、小市场，对应价格效应的作用场景：不平等程度越高，富人支付意愿$Z_R(j)$越高，企业能收取的价格与加成越高，早期利润越丰厚。价格低于等于穷人支付意愿$Z_P(j)$时，全体消费者购买，市场规模为 1；这是产品扩散到大众市场后的状态：低价格、大市场，对应市场规模效应的作用场景：不平等程度越低，穷人购买力越强，产品越早进入大众市场，长期市场规模越大。

阶层支付意愿落差与阶层人口分布决定了净效应大小。当阶层支付意愿落差$Z_R(j)$-$Z_P(j)$越大，反映收入分层程度越高，此时高价策略的利润优势越强，不平等上升能大幅抬高创新导入期的利润，净效应更偏向正向。而当阶层支付意愿落差$Z_R(j)$-$Z_P(j)$越小，说明高价策略的利润优势越弱，市场规模效应的权重提高。此时不平等上升的净正向效应会显著减弱，如果该市场还存在替代产品，则创新的净正效应甚至会反转为负。

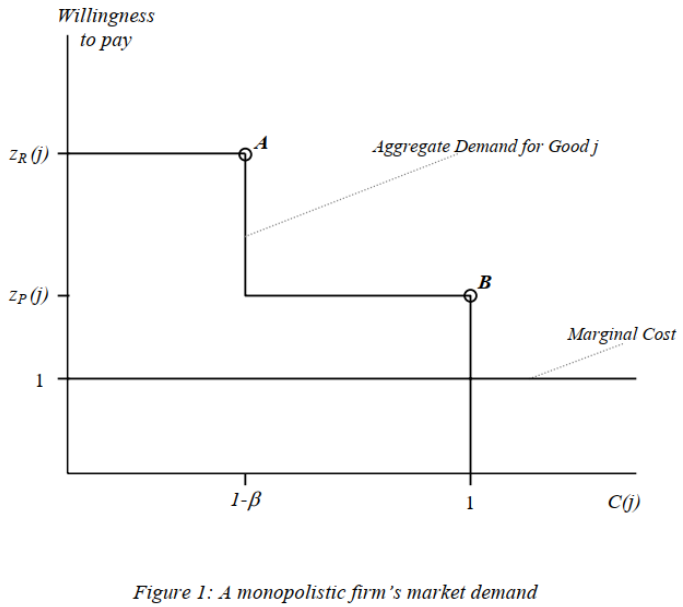
富人占比越高（1-β越靠右），导入期市场的体量越可观，不平等提升的净正向效应更突出；富人占比越低（1-β越靠左），导入期市场的绝对规模过于狭小，市场规模效应的负向拖累就会更显著。

图表 24　专利率与父母家庭收入百分位的关系



资料来源：Bell et al.(2019) [13]

图表 25　价格效应与市场规模效应的机制图示



资料来源：Foellmi & Zweimüller (2004) [14]

（二）劳动力市场二元分化对企业创新存在抑制效应

此处所指的劳动力市场二元分化，主要指正规就业岗位与非正规就业岗位的二元分化，而研究普遍认为，过高的非正规就业比例，不利于员工的经验积累、导致人力资本投资不足，进而对创新存在抑制效应。

仅供内部参考，请勿外传

Altuzarra & Serrano (2010)[15]利用西班牙企业战略调查（EESE）2000–2002 年的制造业企业数据，发现企业临时工使用强度与创新活动存在倒 U 型关系。随着临时工使用比例提升，企业开展创新活动与 R&D 的概率先上升；当比例超过某一阈值后（文中定义为“创新兼容率”，大致等于当年样本的临时工占比均值），临时工占比继续上升会导致创新概率下降。进而验证了，过度依赖临时合同会通过人力资本投资不足、企业内部知识积累难以持续等渠道损害创新。

Daveri & Parisi (2010)[16]尝试解释 20 世纪 90 年代意大利生产率放缓的原因，作者利用 2001—2003 年意大利制造业微观企业数据，其研究也发现：企业临时用工占比与生产率增长显著负相关，临时员工岗位经验不足会同时抑制创新活动与生产效率提升，该效应在两类企业中均保持稳健。

Cetrulo et al. (2018)[17]以法国、德国、意大利、西班牙、荷兰五国 1998—2012 年的行业数据为样本，验证了临时就业与产品创新的关联，研究发现：临时就业占比与行业产品创新倾向呈显著负相关，短期用工规模扩张会通过弱化企业知识积累、降低组织信任与合作意愿等渠道抑制创新绩效；且该负向效应在技术密集型行业更为突出。图表 25 中，横轴为临时雇员占比，纵轴为产品创新企业占比，散点整体呈现：临时工比例越高的行业，推出新产品的企业占比越低的特点。同时图中区分了低/中/高知识累积性（LC/MC/HC）的行业分组，可以看到高、中累积性（高技术密集）行业普遍集中在左上区域：创新水平更高，同时临时工占比更低。

图表 26　临时就业与产品创新企业占比的关系

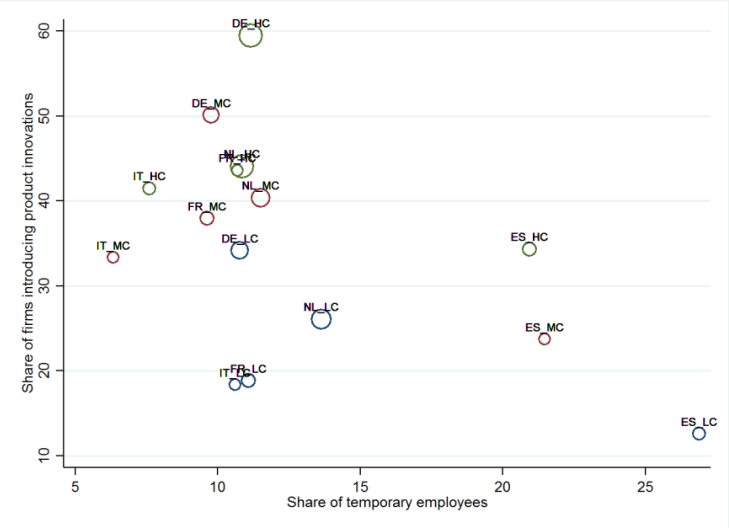


Figure 3: Temporary employment and product innovators by concentration of intangible assets
Note: the diameter of the circles relates to the value of the Herfindal-Hirschmann index on intangible assets while the labels refer to the country-Peneder cumulativeness indicator pairs (LC=low cumulativeness, MC=medium cumulativeness and HC=high cumulativeness)

资料来源：Cetrulo et al.(2018)[17]

[15] Serrano, Felipe and Altuzarra, Amaia (2010). "Firms' Innovation Activity and Numerical Flexibility," *Industrial & Labor Relations Review*, Vol. 63, No. 2, article 8.
[16] Daveri, Francesco; Parisi, Maria Laura (2010): Experience, innovation and productivity: Empirical evidence from Italy's slowdown, CESifo Working Paper, No. 3123, Center for Economic Studies and ifo Institute (CESifo), Munich.
[17] Cetrulo, A., Cirillo, V., & Guarascio, D. (2018). *Weaker jobs, weaker innovation: Exploring the temporary employment-product innovation nexus* (ISIGrowth Working Paper, No. 6/2018). Scuola Superiore Sant'Anna & National Institute for the Analysis of Public Policies (INAPP).

仅供内部参考，请勿外传

宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。 现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。 中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。 美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。 麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。 中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。 中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：李星宇

研究方向：大类资产。 清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。 中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。



仅供内部参考，请勿外传

分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522