



2023年11月21日

标配

证券分析师

姚星辰 S0630523010001
yxc@longone.com.cn

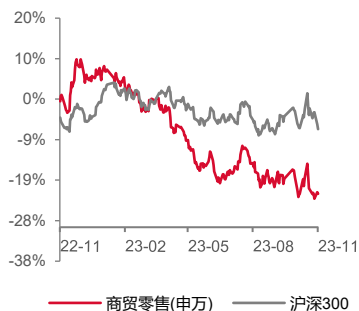
证券分析师

任晓帆 S0630522070001
rxf@longone.com.cn

联系人

陈宜权
chenyq@longone.com.cn

联系人

陈涛
cht@longone.com.cn

相关报告

8月社零专题：底部向上，可选弹性大，动能充足
 7月社零专题：底部向上，必选稳，可选政策催化多点弹性
 6月社零专题：消费意愿回升，稳健上升，方向不变
 5月社零专题：复苏方向未变，场景恢复从服务型向商品型转移

复苏势能足，四季度消费复苏弹性可期

——10月社零报告专题

投资要点：

- 10月社零复苏态势较好，同比高于预期，且环比提升，零售环比改善明显为驱动10月社零增长主因。10月商品零售当月值较上月环比增长3500亿左右至43333亿，为四年以来最高当月值，复苏态势明确。自2023年8月份以来，社零连续3个月稳步增长，结合大城市失业率环比不断下降，就业形势逐渐改善，消费意愿持续回升，以及去年四季度社零基数较低，四季度消费复苏弹性可期，建议关注跨境电商板块。
- 10月社零同比增长7.6%，复苏延续。①同比：本月社零复苏态势较好，同比高于预期，且环比提升。2023年10月社零同比增速为7.6%，表现高于预期（+7.3%），且环比提升2.1pct，主因为促消费政策持续发力显效、“中秋”“国庆”双节长假出行旅游需求旺盛。②相比2019CAGR：整体增长稳健。去除掉疫情导致的基数因素，2023年10月较2019年同期CAGR达4.0%。1）分区域来看，受益于县乡基础设施不断完善、有效供给持续扩大，乡村对比2019CAGR增速亮眼，高于2022年全年最高值，且增速明显快于城镇。2023年10月城镇社零同比增速为7.4%（环比+2.0pct）；对比2019CAGR达3.9%，较上月3.8%提升0.1pct。2023年10月乡村社零同比增速达8.9%（环比+2.6pct）；对比2019CAGR达4.9%，较上月4.5%环比提升0.4pct。2）分渠道来看，对比2019CAGR，线上实际表现较好，且当月值表现亮眼。截至10月，网上商品和服务零售额累计同比达11.2%，较上月略有下降（环比-0.4pct），测算的当月同比为7.8%（环比-2.8pct）。基于对比2019CAGR达12.86%（+3.16pct），我们认为线上实际环比改善。从当月值来看，10月线上商品及服务当月值达1.47万亿，5年内仅低于前两年双11当月值，因此本月线上表现优异。
- 餐饮复苏强劲，商品零售增势良好。①餐饮复苏强劲，餐饮消费需求持续旺盛。10月社零餐饮服务总额当月同比上涨17.1%，较上月环比上升3.3pct；去除疫情影响，2023年10月餐饮消费对比2019CAGR为2.6%，高于2022年各月对2019CAGR的最高值1.5%。此外，餐饮零售当月值上升至4800亿，餐饮消费需求持续旺盛。②商品零售增势良好，当月值为四年以来最高。10月社零商品零售总额当月同比上涨6.5%，较上月上升1.9pct。从去除疫情影响角度，2023年10月商品零售对比2019CAGR达4.2%，较上月提升0.2pct。此外，商品零售额绝对值较上月环比增长3500亿左右至43333亿，为四年以来最高当月值，③必选、可选整体稳健，地产后周期、其他类环比修复，整体复苏势头良好。10月必选、可选、地产后周期、其他类零售额同比增长分别达6.12%、7.60%、10.33%、7.69%，增速分别较上月环比-2.84pct、-0.45pct、+8.59pct、+3.68pct。在“双十一”网络购物节预售、多地开展促销补贴活动带动下，地产后周期环比高增。从去除疫情影响角度，2023年10月必选、可选、地产后周期、其他类对比2019CAGR分别为7.54%、3.71%、2.97%和6.79%，增速分别较上月环比-0.69pct、-0.72pct、+0.29pct和+0.79pct。
- CPI、PPI同比环比均下降。10月CPI同比-0.2%（环比-0.2pct），其中食品、非食品CPI分别同比-4.0%（环比-0.8pct）、+0.7%（环比持平），去掉食品、能源的核心CPI同比上涨0.6%（环比-0.2pct）。①分品类：食品为CPI主要拖累项，核心为猪肉降幅较大。畜肉类同比下降17.9%（环比-5.1pct），其中猪肉同比下降30.1%（环比-8.1pct），主要因为10月份全国大部分地区天气晴好，农产品供应总体充足，终端消费疲软，加之基数效应影响，对食品价格影响较大。预计12月到春节前，行业供给偏多，冻品库存高位，猪价或难有明显反弹。②PPI-CPI剪刀差缩小。10月PPI同比-2.6%（环比-0.1pct），PPI-CPI剪刀差为-2.4pct（环比+0.1pct），受国际原油价格上涨以及低基数影响，PPI-CPI剪刀差绝对值缩小。

- **城镇失业率环比持平，2023年前三季度居民人均收入同比增长6.3%。**①**就业：**10月全国城镇调查失业率5.0%，环比持平。大城市失业率相比去年高点回落，大城市城镇失业率5%，较上月环比下降0.2pct。②**收入和支出：**2023年前三季度居民人均收入同比达6.3%，较上期累计环比下降0.2pct。2023年前三季度全国居民实际消费支出累计同比达8.8%，较上期提升1.2pct。收入增速-支出增速为-2.5%，消费意愿恢复态势明显。
- **投资建议：**1) 受益于“双十一”网络购物节预售和多地促消费政策持续发力显效，本月社零复苏态势较好，其中地产后周期修复明显，环比增长8.59pct，叠加部分地产数据有所改善，**建议关注家居板块。**2) 10月商品零售增势良好，当月值为四年以来最高，较上月环比增长3500亿左右至43333亿，为四年以来最高当月值，复苏态势明确，结合大城市失业率环比下降，就业形势逐渐改善，且消费意愿回升，**建议关注跨境电商板块。**
- **风险提示：**政策影响；食品安全的影响；竞争加剧的影响；消费需求的影响。

正文目录

1. 整体社零：10 月社零同比增长 7.6%，复苏延续	6
2. 分品类：餐饮复苏强劲，商品零售增势良好	8
3. 价格表现：CPI、PPI 同比环比均下降	14
4. 就业情况：10 月城镇失业率环比持平，处于同期偏低位置	16
5. 居民收入和居民支出：2023 年前三季度居民人均收入同比增长 6.3%，环比略有下降	18
6. 投资建议	24
7. 风险提示	24

图表目录

图 1 近两年社会消费品零售总额同比增速	6
图 2 对比 2019 年的社零 CAGR	6
图 3 当期及去年社零对比 2019 年月度增长情况.....	6
图 4 对比 2019 年社零环比趋势	6
图 5 城乡对比 2019 年的社零 CAGR	7
图 6 城乡社零对比 2019 年 CAGR 增长情况	7
图 7 本年城乡社零同比增速环比变化情况	7
图 8 分渠道社零同比增速	8
图 9 线上社零累计同比增速	8
图 10 线上社零吃穿用累计同比增速	8
图 11 网上商品和服务零售额对比 2019 CAGR.....	8
图 12 近两年社零商品零售同比增速	9
图 13 近两年社零餐饮收入同比增速	9
图 14 对比 2019 年的商品零售社零 CAGR.....	9
图 15 对比 2019 年的餐饮收入社零 CAGR.....	9
图 16 商品零售及餐饮收入对比 2019 年 CAGR 增长情况	9
图 17 餐饮及商品零售对社零增长贡献比例	9
图 18 不同类型社零同比增速	10
图 19 不同品类对社零增长贡献比例	10
图 20 2022-2023 年不同品类社零同比增速	12
图 21 2022-2023 年不同品类社零对比 2019 年 CAGR	12
图 22 近两个月分行业社零同比增速对比	13
图 23 不同品类对社零增长贡献比例	13
图 24 不同品类对社零增长贡献比例排名	13
图 25 CPI 及 PPI 当期值	14
图 26 CPI 及 PPI 同比增速环比变化情况.....	14
图 27 CPI 及 PPI 变化趋势	14
图 28 PPI-CPI 剪刀差变化趋势	14
图 29 分品类 CPI 当期值	15
图 30 食品类 CPI 当期值	15
图 31 分品类 CPI 同比增速环比变化情况	16
图 32 2019 年至今城镇调查失业率	16
图 33 31 个大城市城镇调查失业率	17
图 34 不同户籍城镇调查失业率	17
图 35 2022 年以来不同户籍城镇调查失业率	17
图 36 农民工就业情况	18
图 37 人均收入累计名义同比及对 2019 年 CAGR 增速	19
图 38 人均收入及分项收入增速	19
图 39 人均收入及分项对比 2019CAGR	19
图 40 人均收入月度同比增速环比变化情况	19

图 41 人均收入同比增速对比 2019CAGR 环比变化情况	19
图 42 人均支出实际累计同比及对 2019 年 CAGR 增速	20
图 43 城镇及农村居民消费性支出实际累计同比增速	20
图 44 城镇及农村居民消费性支出实际累计增长对比 2019CAGR 数据	20
图 45 整体、城镇、农村支出累计实际同比增速对比	21
图 46 整体名义收入-支出剪刀差	21
图 47 城镇居民实际收入-支出剪刀差	21
图 48 乡村居民实际收入-支出剪刀差	21
图 49 人均收入及工企利润对比	22
图 50 2022 年第一、第二、第三产业人数占比	22
图 51 2022 年农民工在总人口中占比	22
图 52 2022 年农民工在劳动人口中占比	23
图 53 农民工收入增速及农民工各细分行业收入增速	23
图 54 农民工收入近三年复合增速	23
表 1 社零各大类增速比较	10
表 2 社零数据细分小类增速比较	11

1.整体社零：10月社零同比增长7.6%，复苏延续

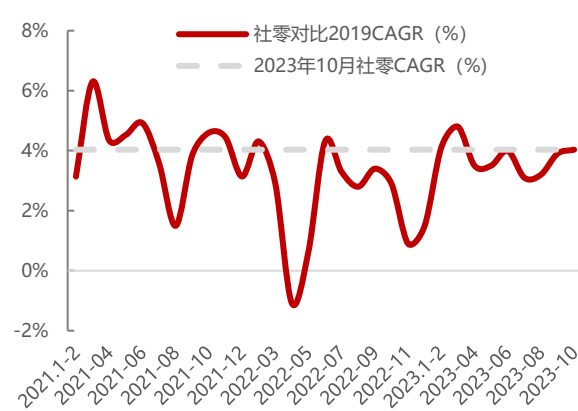
(1) 总体情况：2023年10月社零同比增长7.6%，复苏态势较好。①同比：本月社零复苏态势较好，同比高于预期，且环比提升。2023年10月社零同比增速为7.6%，表现高于预期（+7.3%），且环比提升2.1pct，主因为促消费政策持续发力显效、“中秋”“国庆”双节长假出行旅游需求旺盛。②相比2019CAGR：整体增长稳健。去除掉疫情导致的基数因素，2023年10月较2019年同期CAGR达4.0%，整体增长稳健。③10月社零对2019CAGR相比2022年，超过2022年平均水平但是低于2022年最高水平。去除掉疫情对社零的干扰因素，本月社零对2019CAGR小于2022年对2019CAGR最高水平（+4.3%），高于2022年对2019CAGR平均水平（+2.4%）。

图1 近两年社会消费品零售总额同比增速



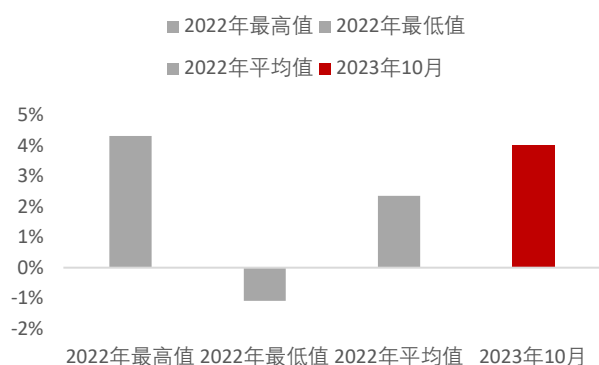
资料来源：wind，东海证券研究所

图2 对比2019年的社零CAGR



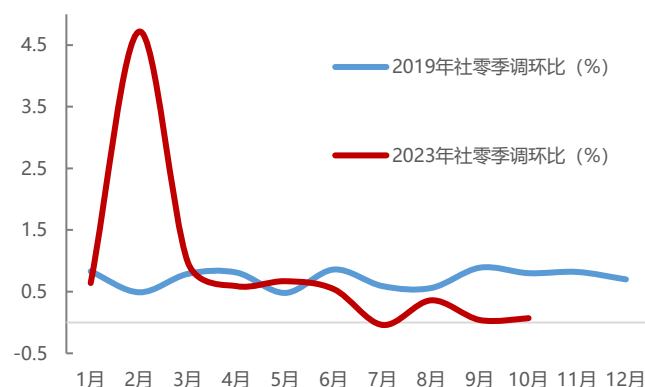
资料来源：wind，东海证券研究所

图3 当期及去年社零对比2019年月度增长情况



资料来源：wind，东海证券研究所

图4 对比2019年社零环比趋势

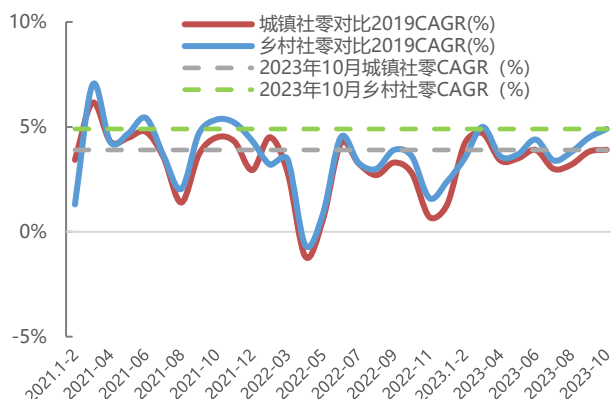


资料来源：wind，东海证券研究所

(2) 分地域：受益于县乡基础设施不断完善、有效供给持续扩大，乡村对比2019CAGR增速亮眼，高于2022年全年最高值，且增速明显快于城镇。①城镇：2023年10月城镇社零同比增速为7.4%，较上月环比上升2pct；对比2019CAGR达3.9%，高于2022年全年平均值（2.3%），低于2022年全年最高值（4.5%），较上月3.8%提升0.1pct。②乡村：2023

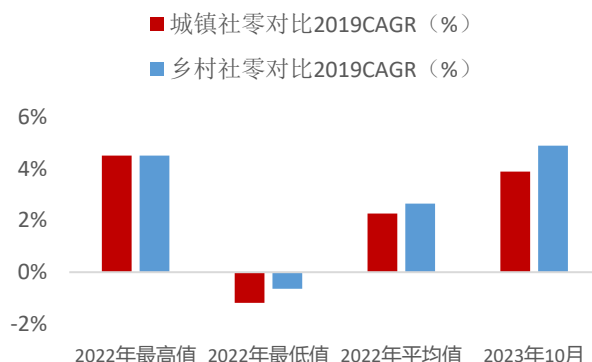
年 10 月乡村社零同比增速达 8.9%，较上月环比上升 2.6pct；对比 2019CAGR 达 4.9%，高于 2022 年全年最高值（4.5%），较上月 4.5%环比提升 0.4pct。

图5 城乡对比 2019 年的社零 CAGR



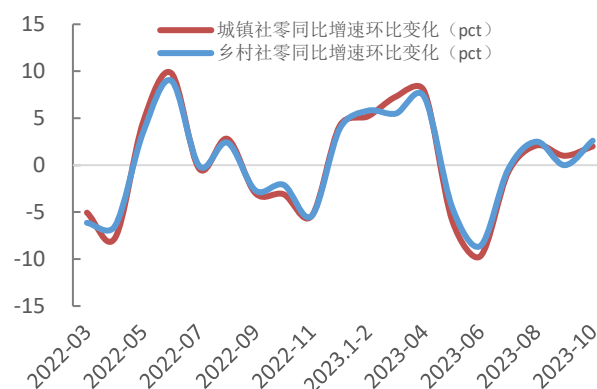
资料来源：wind，东海证券研究所

图6 城乡社零对比 2019 年 CAGR 增长情况



资料来源：wind，东海证券研究所

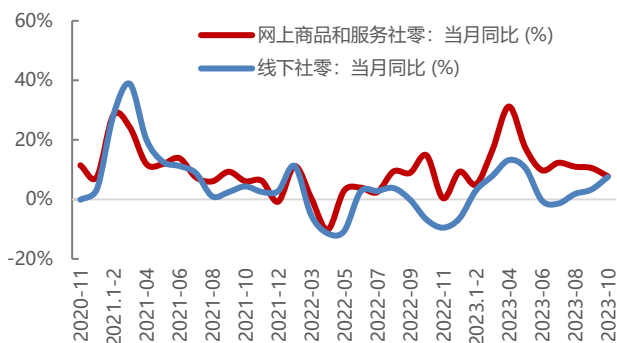
图7 本年城乡社零同比增速环比变化情况



资料来源：wind，东海证券研究所

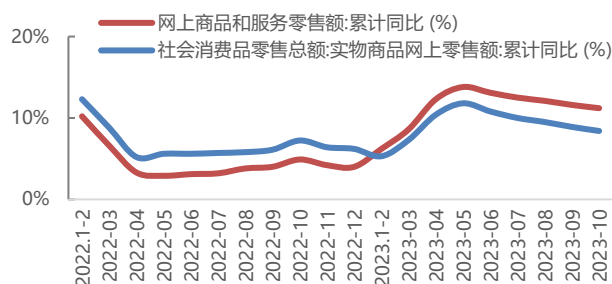
(3) 分渠道：对比 2019CAGR，线上实际表现较好，且当月值表现亮眼。①线上实际环比改善，当月值表现亮眼。截至 10 月，网上商品和服务零售额累计同比达 11.2%，较上月略有下降（环比-0.4pct），测算的当月同比为 7.8%（环比-2.8pct）。基于对比 2019CAGR 达 12.86%（+3.16pct），我们认为线上实际环比改善。**从当月值来看，10 月线上商品及服务当月值达 1.47 万亿，仅低于前两年双 11 当月值，因此本月线上表现优异。****分品类来看，10 月网上零售额吃、穿、用分别累计同比增长 11.3%、7.6%、8.2%，较上月增速环比+0.9pct、-2.0pct、-0.3pct；吃、穿、用三个品类对比 2019CAGR 分别环比变化-0.1pct、-0.1pct 和 0.4pct。****②线下恢复较为缓慢。**根据社零、网上商品及服务零售额推算，10 月线下社零当月同比 7.53%，较上月环比上升 4.25pct，主要受益于国庆假期出行旅游需求旺盛。对比 2019CAGR 为-0.36%（环比-1.67pct），线下恢复较为缓慢。

图8 分渠道社零同比增速



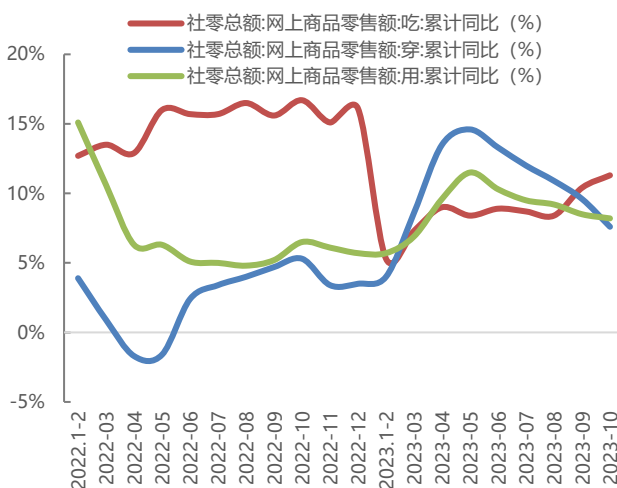
资料来源：wind，东海证券研究所

图9 线上社零累计同比增速



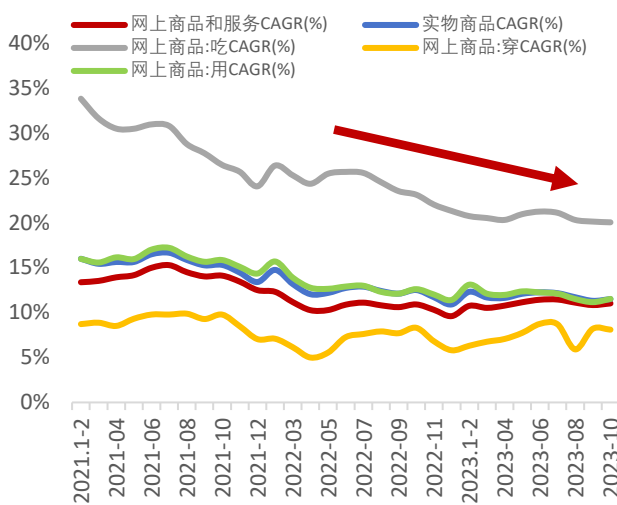
资料来源：wind，东海证券研究所

图10 线上社零吃穿用累计同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图11 网上商品和服务零售额对比 2019 CAGR



资料来源：wind，东海证券研究所

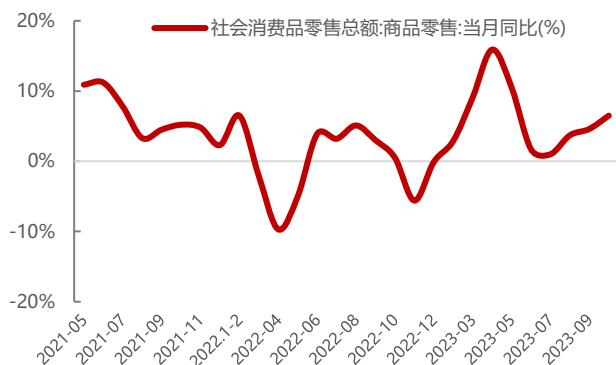
2.分品类：餐饮复苏强劲，商品零售增势良好

(1) 分商品及服务：餐饮复苏强劲，商品零售增势良好。

①**餐饮复苏强劲，餐饮消费需求持续旺盛。**10月社零餐饮服务总额当月同比上涨17.1%，较上月环比上升3.3pct；去除疫情影响，2023年10月餐饮消费对比2019CAGR为2.6%，高于2022年各月对2019CAGR的最高值1.5%。此外，餐饮零售当月值上升至4800亿，餐饮消费需求持续旺盛。

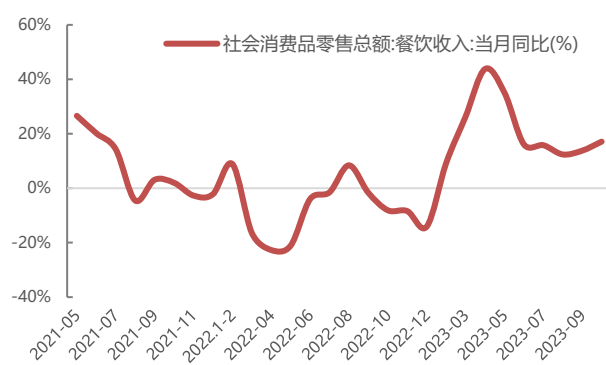
②**商品零售增势良好，当月值为四年以来最高。**10月社零商品零售总额当月同比上涨6.5%，较上月上涨1.9pct。从去除疫情影响角度，2023年10月商品零售对比2019CAGR达4.2%，较上月提升0.2pct，高于2022各月对2019CAGR的平均值3.0%，低于2022各月对2019CAGR的最高值4.9%。此外，商品零售额绝对值较上月环比增长3500亿左右至43333亿，为四年以来最高当月值。整体来看，餐饮消费和商品零售本月表现亮眼，增速加快，绝对额持续提升，消费复苏态势明确，建议关注跨境电商板块。

图12 近两年社零商品零售同比增速



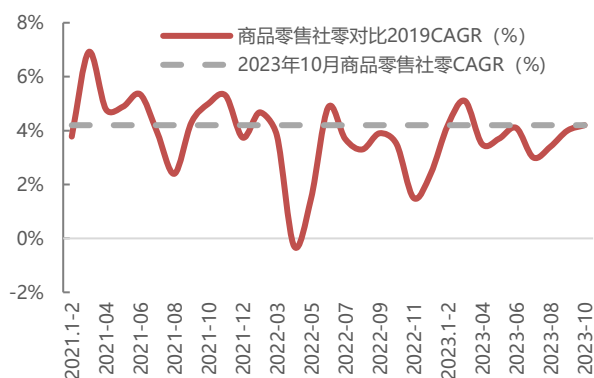
资料来源: wind, 东海证券研究所

图13 近两年社零餐饮收入同比增速



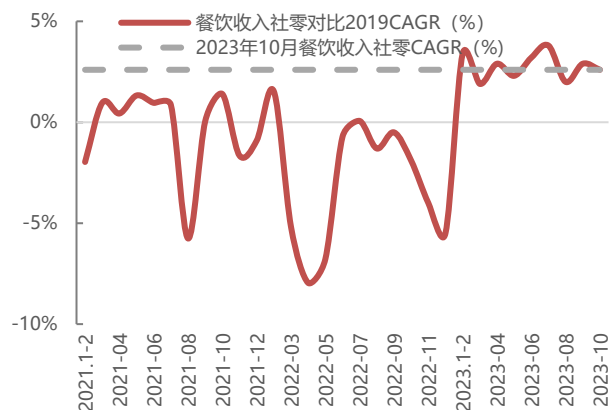
资料来源: wind, 东海证券研究所

图14 对比 2019 年的商品零售社零 CAGR



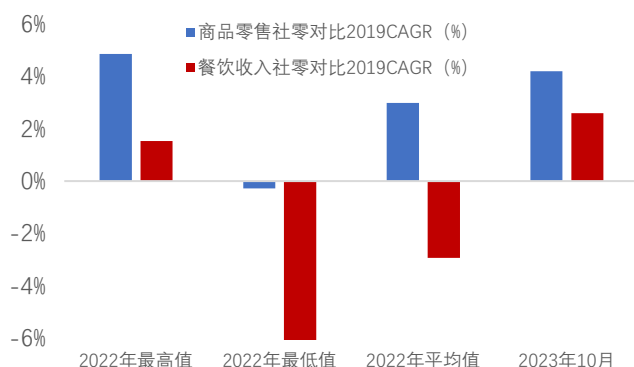
资料来源: wind, 东海证券研究所

图15 对比 2019 年的餐饮收入社零 CAGR



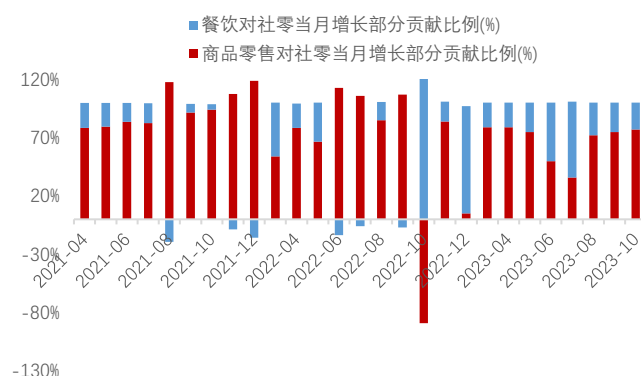
资料来源: wind, 东海证券研究所

图16 商品零售及餐饮收入对比 2019 年 CAGR 增长情况



资料来源: wind, 东海证券研究所

图17 餐饮及商品零售对社零增长贡献比例



资料来源: wind, 东海证券研究所

*贡献率通过分类增长部分对整体社零增长部分占比进行计算,因品类为限额以上数据,社零并非限额以上数据,为调整口径差异,社零增长部分用已公布分品类增长部分总额替代

(2) 大类表现: 必选、可选整体稳健, 地产后周期、其他类环比修复, 整体势头良好。

10月必选、可选、地产后周期、其他类零售额同比增长分别达6.12%、7.60%、10.33%、

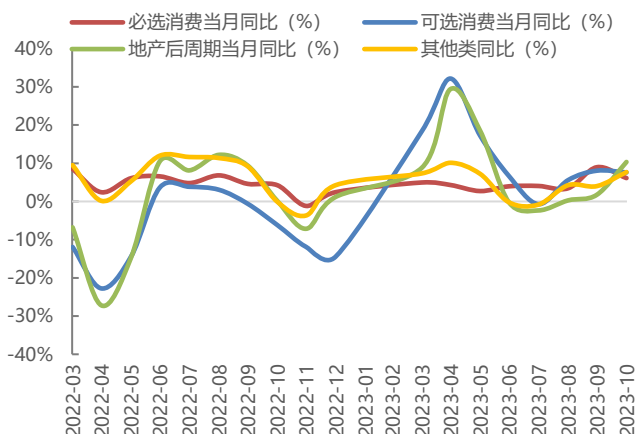
7.69%，增速分别较上月环比-2.84pct、-0.45pct、+8.59pct、+3.68pct。在“双十一”网络购物节预售、多地开展促销补贴活动带动下，地产后周期环比高增。从去除疫情影响角度，2023年10月必选、可选、地产后周期、其他类对比2019CAGR分别为7.54%、3.71%、2.97%和6.79%，增速分别较上月环比-0.69pct、-0.72pct、+0.29pct和+0.79pct。

表1 社零各大类增速比较

项目	必选消费	可选消费	地产后周期类	其他类
9月同比增速 (%)	8.96	8.05	1.74	4.01
10月同比增速 (%)	6.12	7.60	10.33	7.69
增速环比改善 (pct)	-2.84	-0.45	8.59	3.68
2023年9月对比2019CAGR (%)	8.23	4.43	2.68	6
2023年10月对比2019CAGR (%)	7.54	3.71	2.97	6.79
10月对社零同比增长贡献率 (%)	16.26%	12.79%	45.76%	25.19%

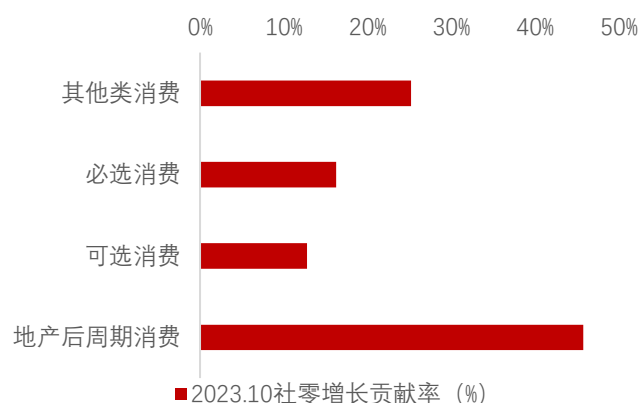
资料来源：wind，东海证券研究所

图18 不同类型社零同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图19 不同品类对社零增长贡献比例



资料来源：wind，东海证券研究所

*贡献率通替代过分类增长部分对整体社零增长部分占比进行计算，因分品类为限额以上数据，社零并非限额以上数据，为调整口径差异，社零增长部分用已公布分品类增长部分总额

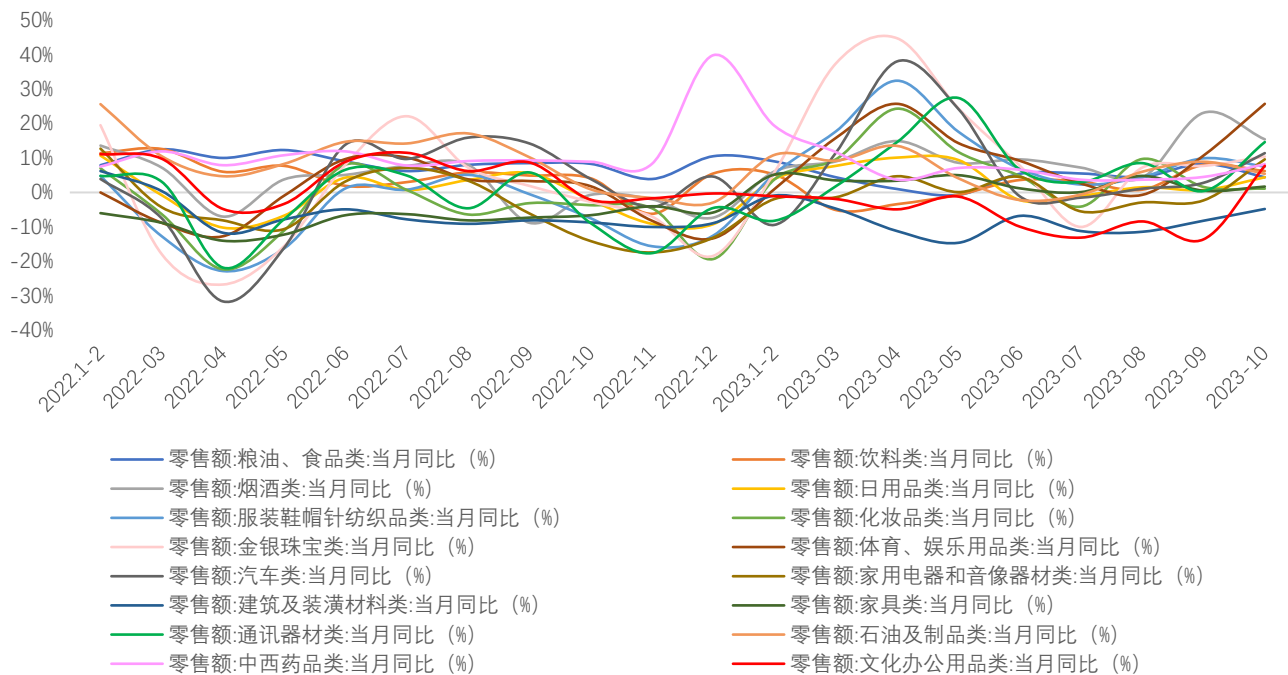
(3) 具体品类分析：可选弹性高于必选，体育、娱乐用品类表现亮眼。①**必选情况：**整体稳健，但增速放缓。虽然各细分品类同比均为正，但多数环比下降，仅日用品环比上升。对比2019CAGR，各品类均环比下降。②**可选情况：**同比均为正，环比增势分化。各细分品类同比均为正，其中服装鞋帽、针、纺织品类和化妆品类环比下降，金银珠宝类环比小幅上升，体育、娱乐用品类表现亮眼，环比提升15pct。对比2019CAGR，体育、娱乐用品类表

现较好。③**地产后周期**：从同比来看，建筑及装潢材料类下降，其余上升；从环比来看，各品类均上升。去除疫情影响，对比 2019 年 CAGR 增速，汽车类表现相对较好。④**其他**：各品类同比均增长，从增速环比来看，石油及制品类下降，其余品类均上升。去除疫情影响，各品类增速均为正，通讯器材类表现较好。**整体看，在“双十一”网络购物节预售，多地开展促销补贴活动带动下，地产后周期表现较好，汽车、家用电器和音响器材类环比高增。对比 2019CAGR，必选、可选、其他类维持稳健，地产后周期环比有所恢复。**

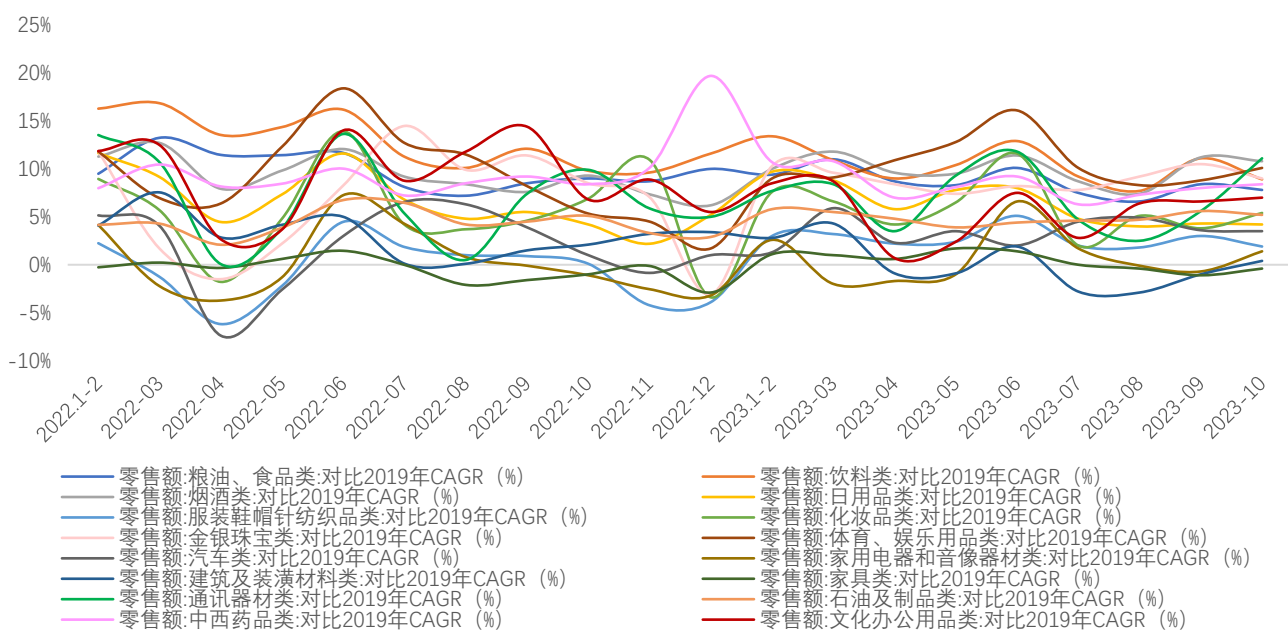
表2 社零数据细分小类增速比较

大类	小类	10 月同比 增速 (%)	9 月同比 增速 (%)	增速环比 (pct)	2023 年 10 月对比 2019CAGR (%)	2023 年 9 月对比 2019CAGR (%)	增速环比 (pct)
必选 消费	粮油、食品类	4.4	8.3	-3.9	7.8	8.4	-0.6
	饮料类	6.2	8.0	-1.8	8.9	11.1	-2.2
	烟酒类	15.4	23.1	-7.7	10.8	11.2	-0.4
	日用品类	4.4	0.7	3.7	4.2	4.3	-0.1
可选 消费	服装鞋帽、针、 纺织品类	7.5	9.9	-2.4	1.9	3	-1.1
	化妆品类	1.1	1.6	-0.5	5.4	3.8	1.6
	金银珠宝类	10.4	7.7	2.7	9	10.5	-1.5
	体育、娱乐用品类	25.7	10.7	15.0	10.1	8.8	1.3
地产后 周期类	汽车类	11.4	2.8	8.6	3.5	3.6	-0.1
	家用电器和音响 器材类	9.6	-2.3	11.9	1.4	-0.7	2.1
	建筑及装潢材料类	-4.8	-8.2	3.4	0.4	-1	1.4
	家具类	1.7	0.5	1.2	-0.4	-1.1	0.7
其他类	通讯器材类	14.6	0.4	14.2	11.1	5.6	5.5
	石油及制品类	5.4	8.9	-3.5	5.2	5.6	-0.4
	中西药品类	8.2	4.5	3.7	8.4	8	0.4
	文化办公用品类	7.7	-13.6	21.3	7	6.6	0.4

资料来源：wind，东海证券研究所

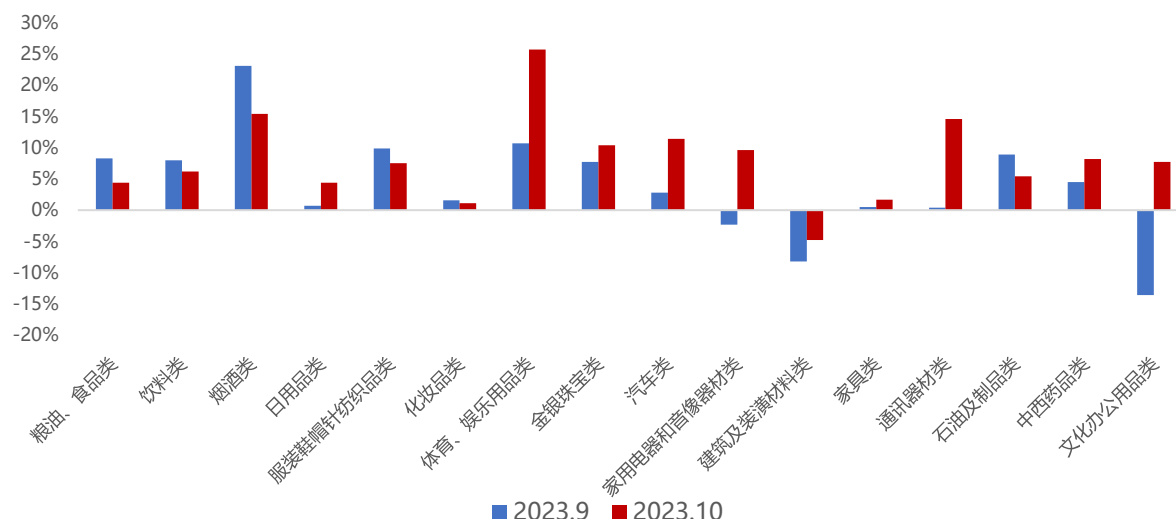
图20 2022-2023 年不同品类社零同比增速

资料来源: wind, 东海证券研究所

图21 2022-2023 年不同品类社零对比 2019 年 CAGR

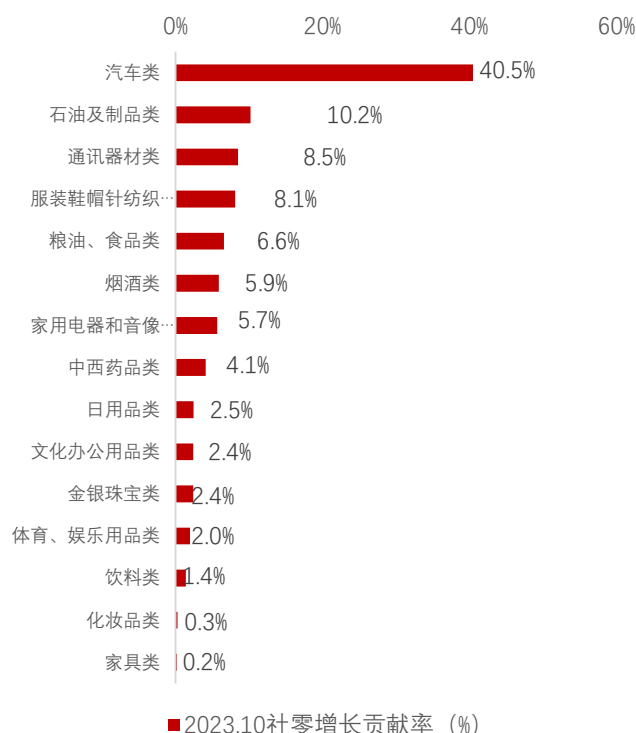
资料来源: wind, 东海证券研究所

图22 近两个月分行业社零同比增速对比



资料来源：wind，东海证券研究所

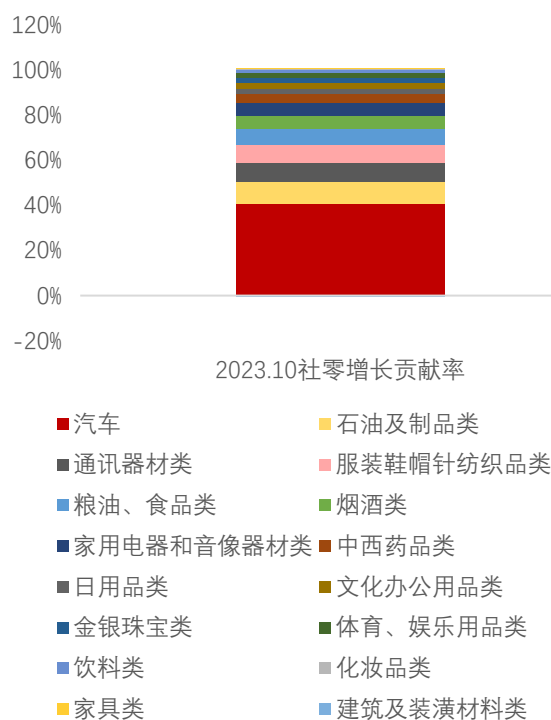
图23 不同品类对社零增长贡献比例



资料来源：wind，东海证券研究所

*贡献率通替代过分类增长部分对整体社零增长部分占比进行计算，因分品类为限额以上数据，社零并非限额以上数据，为调整口径差异，社零增长部分用已公布分品类增长部分总额

图24 不同品类对社零增长贡献比例排名



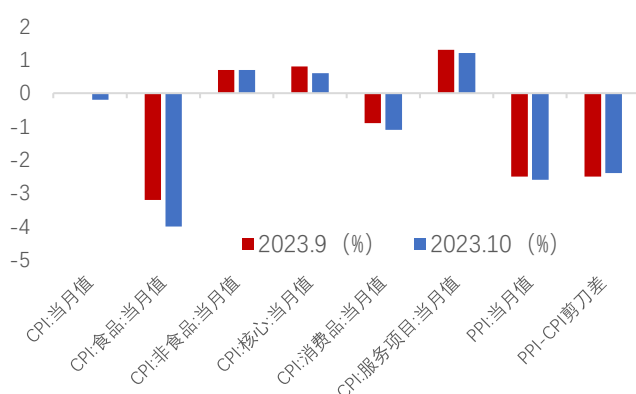
资料来源：wind，东海证券研究所

*贡献率通替代过分类增长部分对整体社零增长部分占比进行计算，因分品类为限额以上数据，社零并非限额以上数据，为调整口径差异，社零增长部分用已公布分品类增长部分总额

3.价格表现：CPI、PPI 同比环比均下降

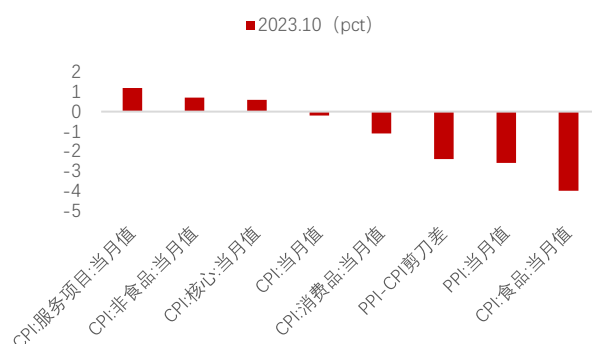
(1) 整体情况 CPI、PPI 同比环比均下降。①CPI 同比环比均略有下降。2023 年 10 月 CPI 同比-0.2% (环比-0.2pct)。②食品价格同比、环比均下降，非食品价格同比上升环比持平。食品、非食品 CPI 分别同比-4.0% (环比-0.8pct)、+0.7%(环比持平)，去掉食品、能源的核心 CPI 同比上涨 0.6% (环比-0.2pct)。③消费品价格同比环比均下降，服务价格同比上升环比下降。消费品 CPI 同比、服务 CPI 同比分别为-1.1% (环比-0.2pct)、+1.2% (环比-0.1pct)。④PPI 环比下降，PPI-CPI 剪刀差缩小。10 月 PPI 同比-2.6% (环比-0.1pct)，PPI-CPI 剪刀差为-2.4pct(环比+0.1pct)，受部分工业品需求改善、国际原油价格上涨以及低基数影响，PPI-CPI 剪刀差绝对值缩小。整体看，10 月 CPI 同比略有下降，主要是因为食品价格降幅扩大和节后消费需求回落。10 月份全国大部分地区天气晴好，农产品总体供应充足，加之节后消费需求有所回落，鲜活食品价格大多下降，呈现季节性回落，例如猪肉价格下降 30.1%，降幅扩大 8.1pct，影响 CPI 下降约 0.55pct。目前政策端围绕家电以及汽车展开工作带动消费需求，并且在政府目标 (3%)、线下场景复苏带动下消费服务价格进一步提升下，CPI 后续仍具备向上动能。

图25 CPI 及 PPI 当期值



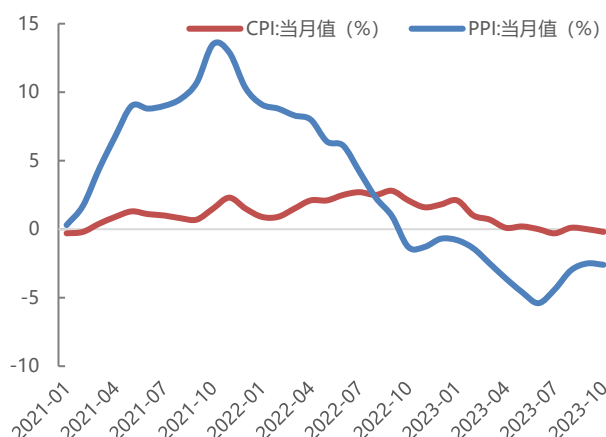
资料来源：wind，东海证券研究所

图26 CPI 及 PPI 同比增速环比变化情况



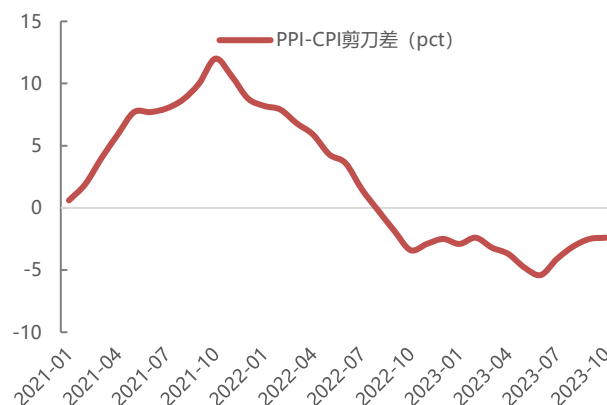
资料来源：wind，东海证券研究所

图27 CPI 及 PPI 变化趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

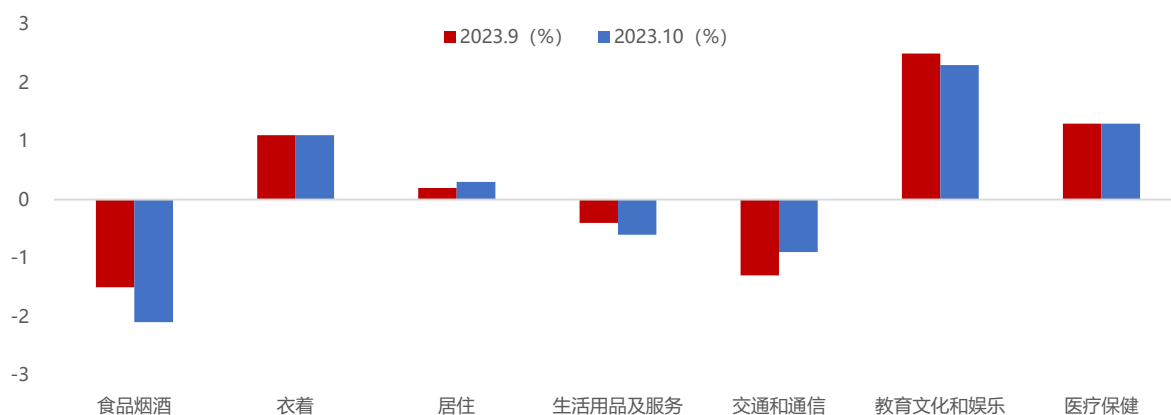
图28 PPI-CPI 剪刀差变化趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

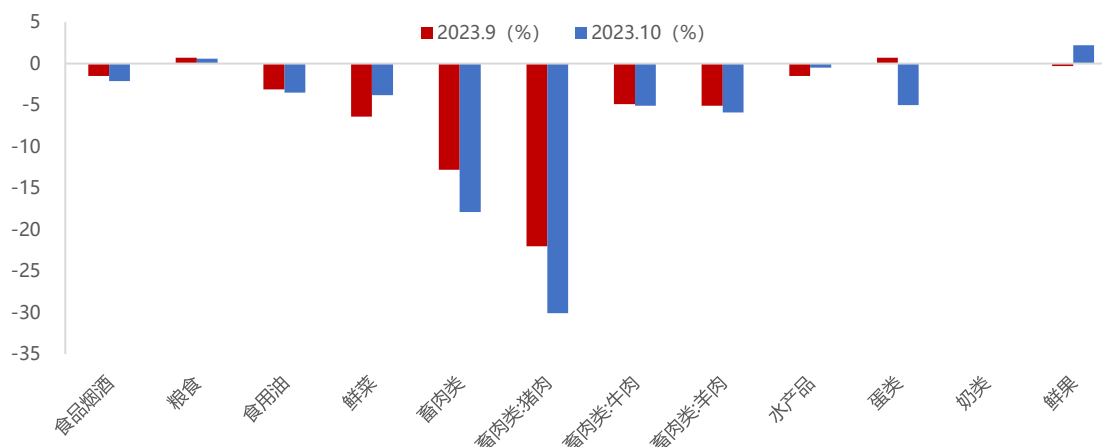
(2) 分品类：食品为CPI主要拖累项，核心为猪肉降幅较大。食品类方面，畜肉类同比下降17.9%（环比-5.1pct），其中猪肉同比下降30.1%（环比-8.1pct），主要因为10月份全国大部分地区天气晴好，农产品供应总体充足，终端消费疲软，加之基数效应影响，对食品价格影响较大。预计12月到春节前，行业供给偏多，冻品库存高位，猪价或难有明显反弹。鲜菜同比下降-3.8%（环比+2.6pct）；蛋类同比下降5.0%（环比-5.7pct）；鲜果同比上升2.2%（环比+2.5pct）。**非食品类方面**，受国际原油价格波动影响，国内汽油价格环比上涨4.9%。教育文化和娱乐、医疗保健、衣着和居住分别同比上涨2.3%（环比-0.2pct），1.3%（环比持平）、1.1%（环比持平）、0.3%（环比+0.1pct），交通和通信、生活用品及服务分别同比下跌0.9%（环比+0.4pct）和0.6%（环比-0.2pct）。

图29 分品类CPI当期值



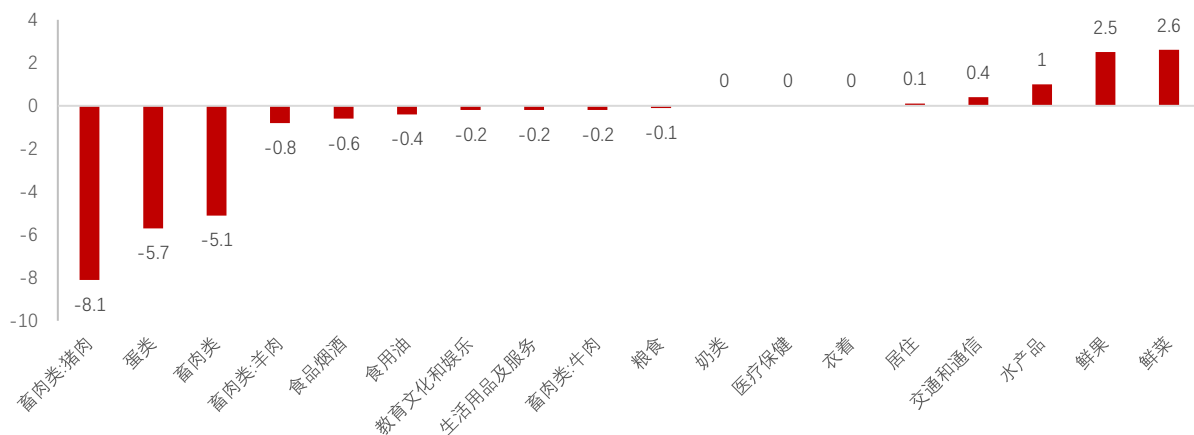
资料来源：wind，东海证券研究所

图30 食品类CPI当期值



资料来源：wind，东海证券研究所

图31 分品类 CPI 同比增速环比变化情况

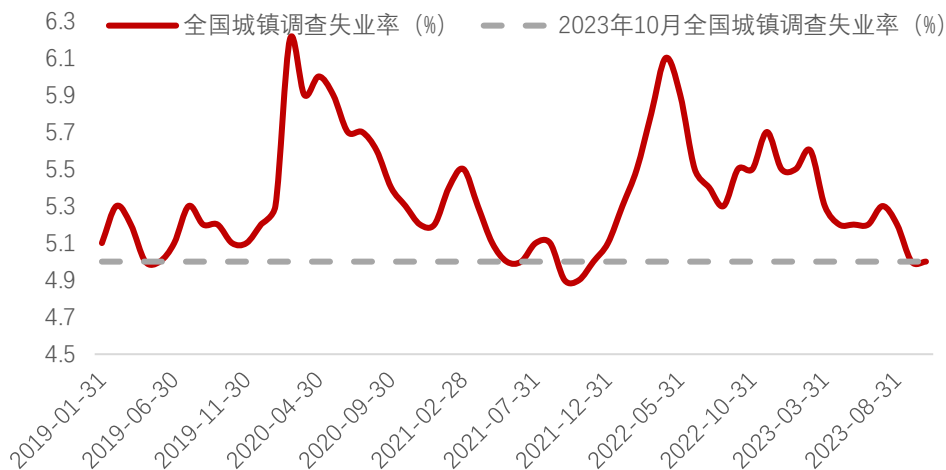


资料来源：wind，东海证券研究所

4. 就业情况：10 月城镇失业率环比持平，处于同期偏低位置

(1) 整体情况：2023 年 10 月城镇失业率与上月持平，处于同期偏低位置。①失业率环比下降。2023 年 10 月全国城镇调查失业率 5.0%，环比持平。②处于同期偏低位置。与去年同期失业率 5.5%相比，回落 0.5pct；排除新冠疫情的影响，低于 2019 年同期 0.1pct。

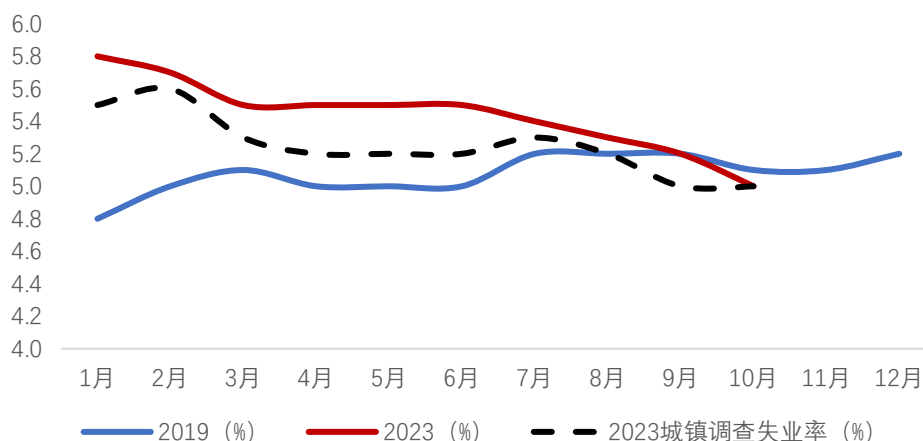
图32 2019 年至今城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

(2) 大城市失业率：2022 年 12 月受疫情管控放开影响，大城市失业率持续回落，后期恢复弹性大。①失业率环比下降。2023 年 10 月，全国 31 个大城市城镇调查失业率 5%，较上月环比下降 0.2pct，与城镇调查失业率持平。②高线城市失业率恢复弹性大。与此前疫情影响期间相比，高线城市影响较大，恢复也更快，核心原因为疫情影响高线城市更为明显，疫情期间失业率更高、消费影响更为剧烈。随着经济持续复苏，高线城市恢复预计也将更快。

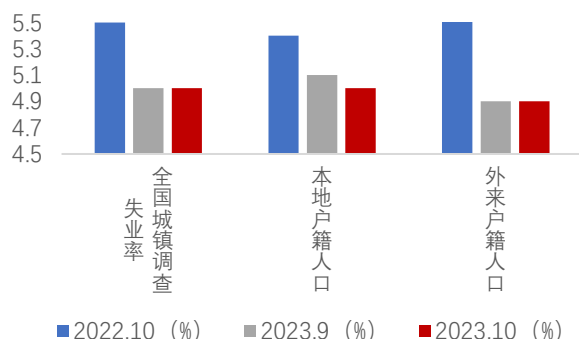
图33 31个大城市城镇调查失业率



资料来源: wind, 东海证券研究所

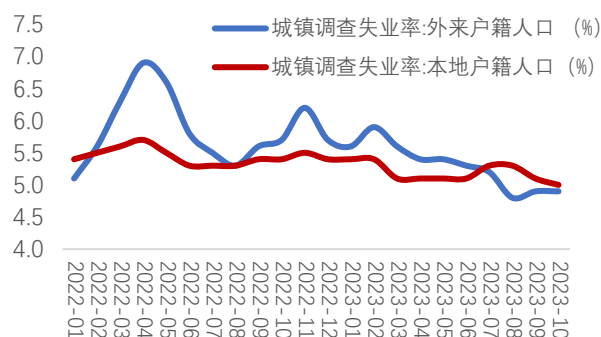
(3) 按户籍结构: 外来人口失业率 10 月同比下降, 环比持平。①外来户籍人口失业率较去年 11 月高点明显好转, 10 月同比下降, 环比持平。2023 年 10 月外来户籍人口失业率为 4.9%, 与上月持平, 低于去年同期 0.8pct。本地户籍失业率为 5.0%, 环比下降 0.1pct, 低于去年同期 0.4pct。②**农民工失业率持续回落。**2023 年 10 月外来农业户籍人口失业率为 4.6%, 环比下降 0.1pct。好于同期全国城镇调查失业率和同期外来大城市失业率。

图34 不同户籍城镇调查失业率

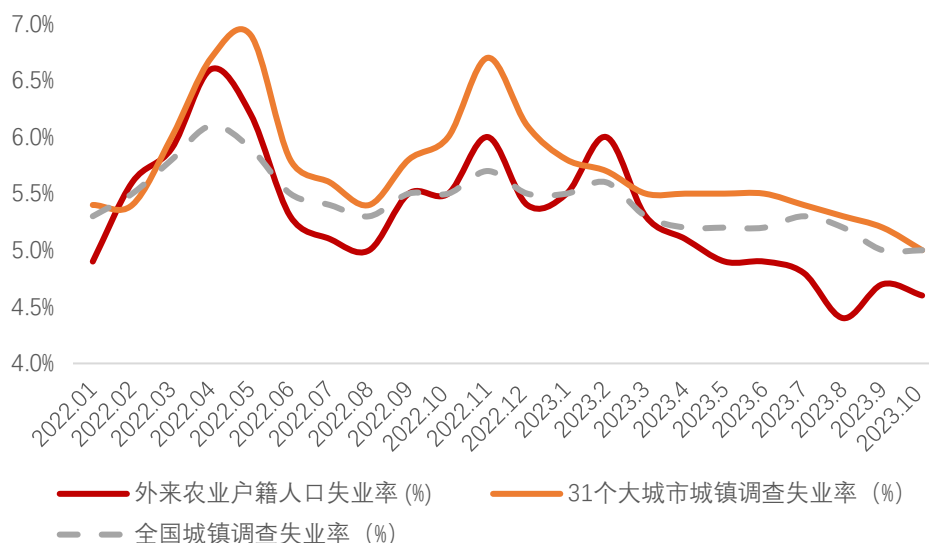


资料来源: wind, 东海证券研究所

图35 2022 年以来不同户籍城镇调查失业率



资料来源: wind, 东海证券研究所

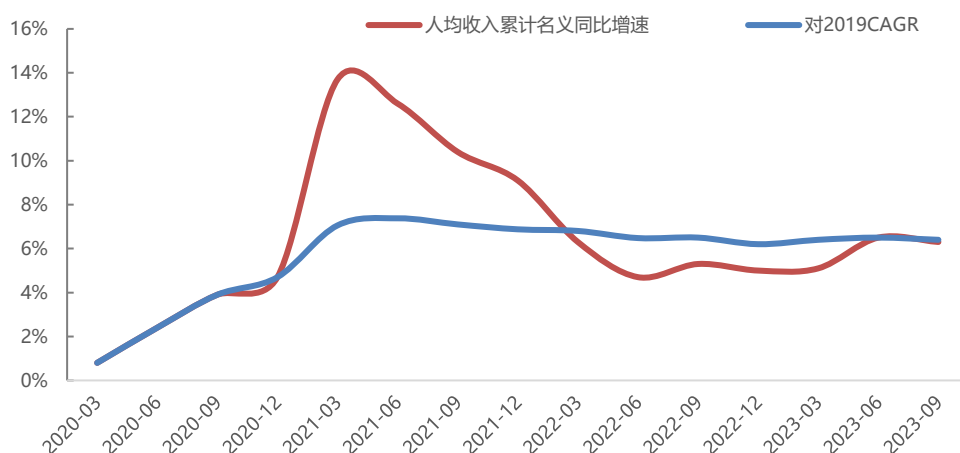
图36 农民工就业情况

资料来源：wind，东海证券研究所

5.居民收入和居民支出：2023 年前三季度居民人均收入同比增长 6.3%，环比略有下降

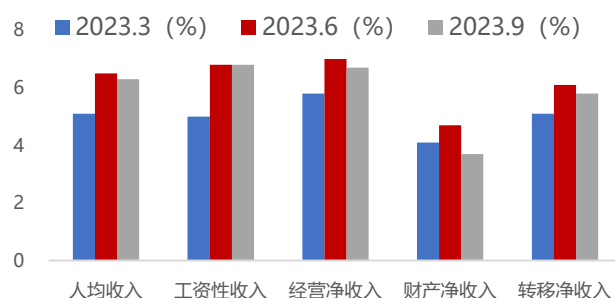
(1) 居民收入：2023 年前三季度居民人均收入同比增长 6.3%，环比略有下降，财产净收入拖累为主因。①**2023 年前三季度居民人均收入环比略有下降。**2023 年前三季度居民人均收入同比达 6.3%，较上期累计环比下降 0.2pct，去除掉疫情影响因素，2023 年前三季度居民累计人均收入较 2019CAGR 达 6.4%，较上期环比下降 0.1pct。收入增速-支出增速为-2.5%，消费意愿恢复态势明显。②**财产净收入拖累为主因。**具体来看，前三季度居民收入工资性收入累计同比增长达 6.8%，环比持平，为人均收入主要拉动因素。前三季度居民收入经营净收入、财产净收入、转移净收入累计同比增长分别达 6.7%(环比-0.3pct)、3.7%(环比-1.0pct)、5.8%(环比-0.3pct)。去除掉疫情影响因素，2023 年前三季度居民工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入累计同比增长分别达 6.5% (持平)、5.4% (+0.1pct)、7.0% (-0.2pct)、7.0% (-0.2pct)，财产净收入和转移净收入为拖累项。

图37 人均收入累计名义同比及对 2019 年 CAGR 增速



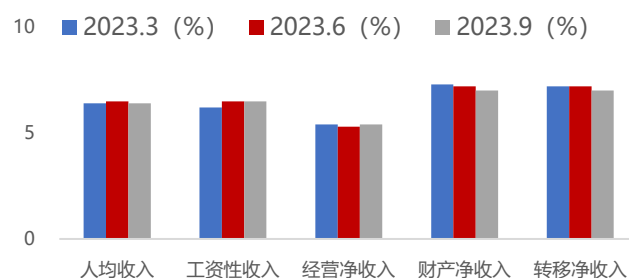
资料来源：wind，东海证券研究所

图38 人均收入及分项收入增速



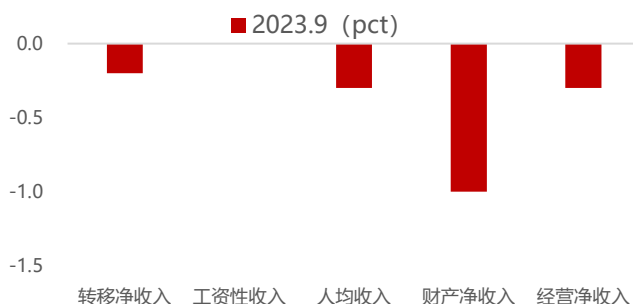
资料来源：wind，东海证券研究所

图39 人均收入及分项对比 2019CAGR



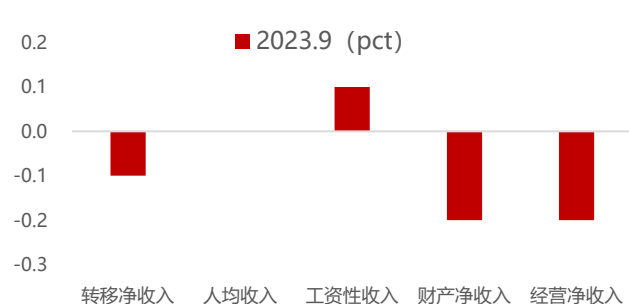
资料来源：wind，东海证券研究所

图40 人均收入月度同比增速环比变化情况



资料来源：wind，东海证券研究所

图41 人均收入同比增速对比 2019CAGR 环比变化情况

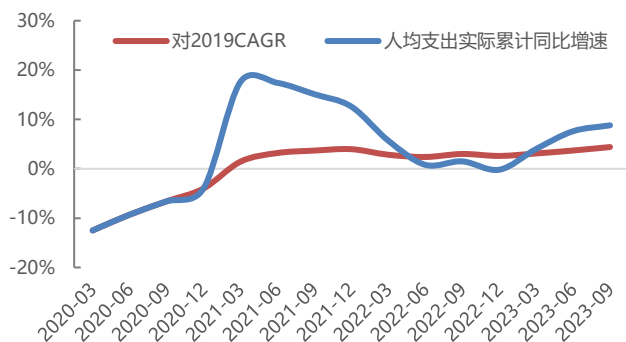


资料来源：wind，东海证券研究所

(2) 居民支出：居民消费意愿回升，今年前三季度居民支出环比提升。①居民消费支出环比提升。2023 年前三季度全国居民实际消费支出累计同比达 8.8%，较上期提升 1.2pct。②农村居民消费性支出实际累计同比高于城镇居民。2023 年前三季度城镇、农村居民消费性支出实际累计同比分别达 8.1% (+1.1pct)、9.0%(+1.1pct)。去除掉疫情因素及基数因素的话，按照对 2019 年支出 CAGR 计算，城镇环比提升 0.7pct，农村环比提升 0.8pct。③居

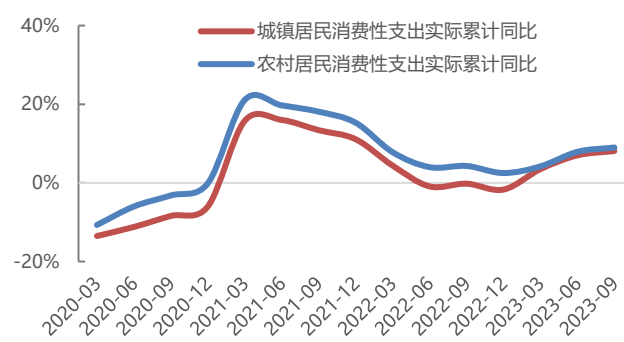
民收入支出剪刀差本季度下降，表明消费意愿回升。通过“居民收入支出剪刀差”衡量（名义收入增速-名义支出增速），居民收入支出剪刀差自 2020 疫情明显提升，疫情中消费支出明显谨慎，2021 年下降主要为基数原因，2022 年 3 月以来重新回升，同时明显高于疫情前的 2019 年情况，表明消费蓄水池进一步回升。但 2022 年 12 月收入-支出剪刀差环比上季度上升 1.37pct，表明居民消费意愿回落，核心原因主要为疫情管控放开以来的外出恐慌心理以及感染人数上升。2023 年前三季度收入-支出剪刀差环比上期下降 1.4pct。随着疫情影响日益减弱，消费信心提升，消费开始复苏，居民消费意愿回升。预计随着消费信心提振，后期消费意愿将持续回升。

图42 人均支出实际累计同比及对 2019 年 CAGR 增速



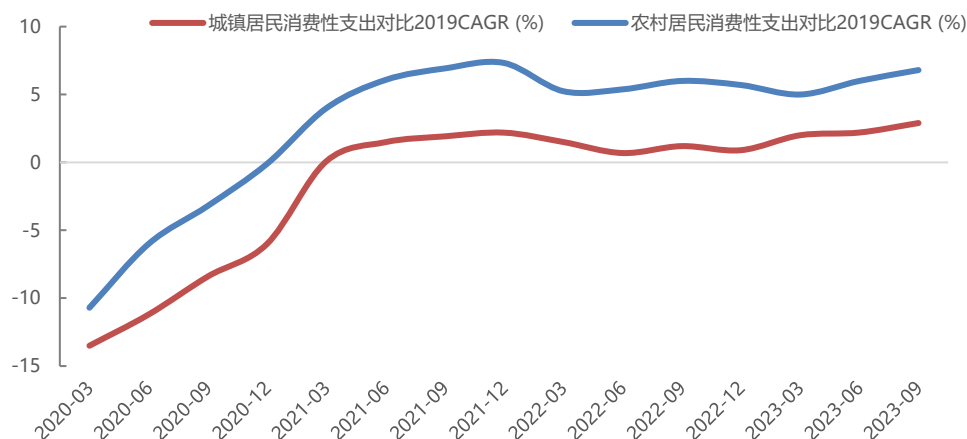
资料来源：wind，东海证券研究所

图43 城镇及农村居民消费性支出实际累计同比增速



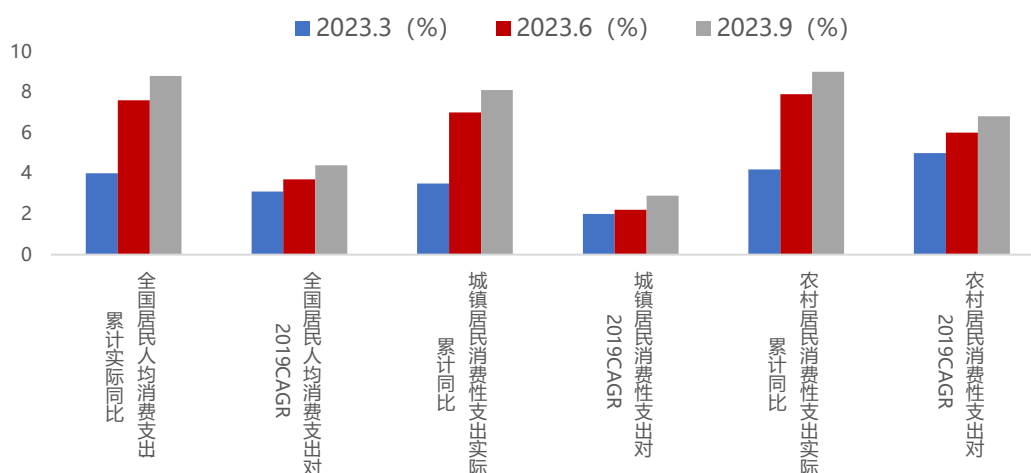
资料来源：wind，东海证券研究所

图44 城镇及农村居民消费性支出实际累计增长对比 2019CAGR 数据



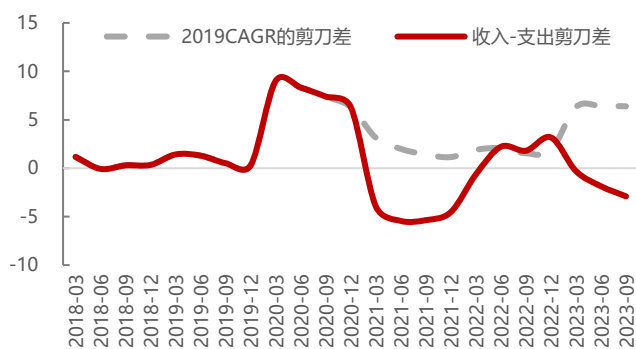
资料来源：wind，东海证券研究所

图45 整体、城镇、农村支出累计实际同比增速对比



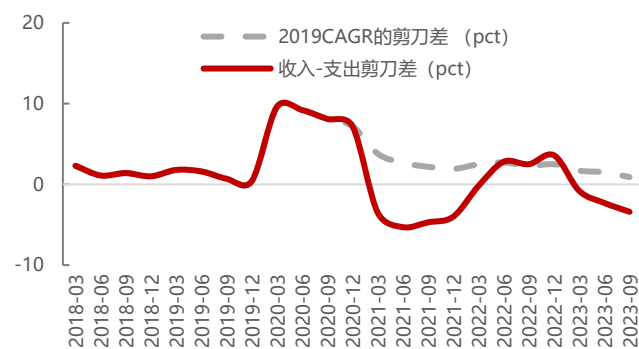
资料来源：wind，东海证券研究所

图46 整体名义收入-支出剪刀差



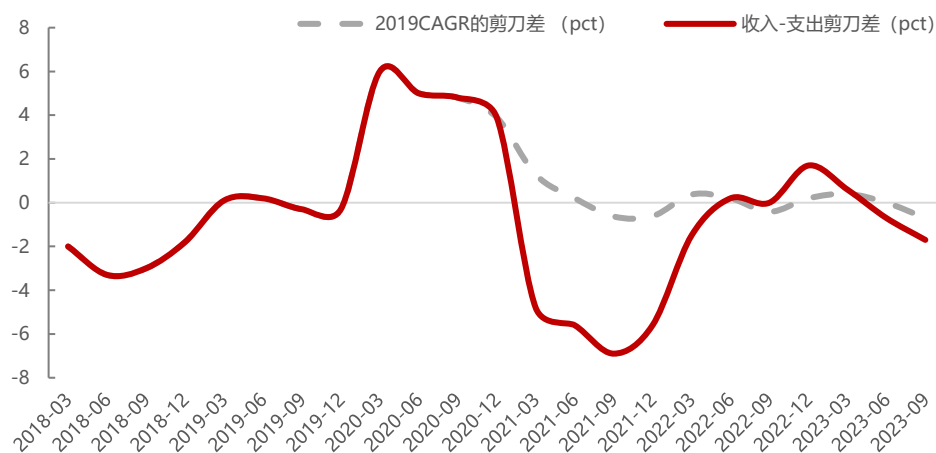
资料来源：wind，东海证券研究所

图47 城镇居民实际收入-支出剪刀差



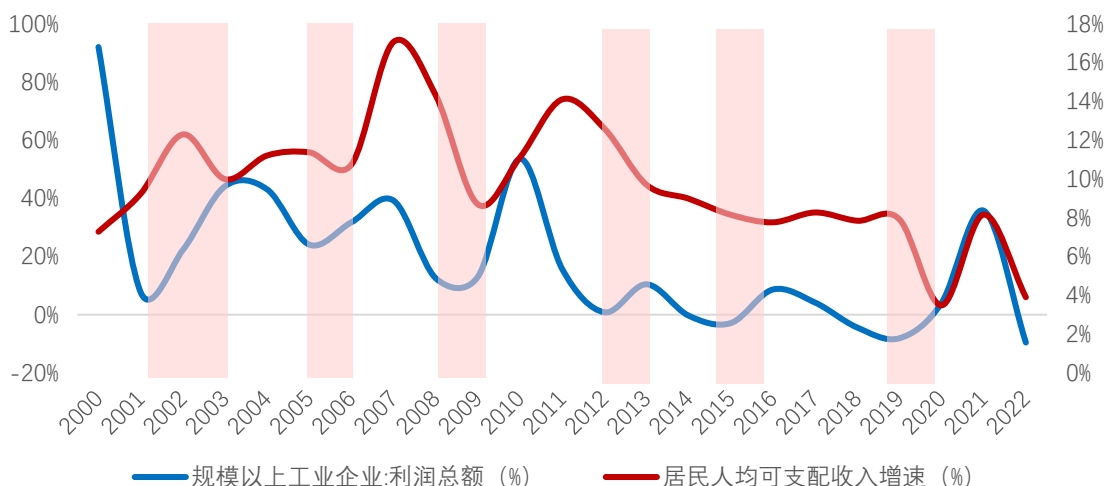
资料来源：wind，东海证券研究所

图48 乡村居民实际收入-支出剪刀差



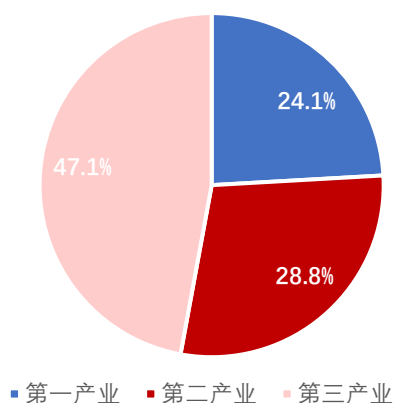
资料来源：wind，东海证券研究所

(3) 需求短期仍有回升动能，长期存在一定影响。①工业生产增速放缓。2022 年全国规模以上工业企业利润下降 9.57%。2023 年 1-9 月累计工业企业利润同比下跌 9.0%。预计随着疫情管控放开、影响日益减弱和后续稳增长一揽子政策的实施，工业企业利润将企稳回升。对大部分从业人员而言，企业经济效益也就是利润恢复往往意味着第二年收入的回升。2022 年工业所在的第二产业从业人数占比约 28.8%，工业企业利润往往领先人均收入 1-1.5 年，并具备较好的拟合度。不同于疫情前，工企利润增速自 2020 年末转正并维持较高增速，2021 年受到疫情影响但表现同样好于 2019 年同期，带动 2021 年以来人均收入回升相对明显，但 2022 年工企利润趋势向下，从历史经验看，随着疫情基数影响结束后，人均收入稳态增速今年下半年以后可能承压。②**低收入人群就业及工资仍存驱动：**2022 年农民工达 2.96 亿人。2021 年农民工人口占总人口比例、农民工人口占劳动人口比例分别达 21%、40%，是人口的主要组成部分。受疫情影响农民工外出务工减弱带动 2022 农民工工资收入同比增长 4.13%，增速较上年下降 4.71pct，服务业、餐饮业较 2019 年两年复合增速均超 2019 年同期情况。在疫情政策放开、基建投资加大的情况下，服务、制造、建筑等行业就业及工资仍有可能表现积极，有望进一步推动低收入人群的消费需求。

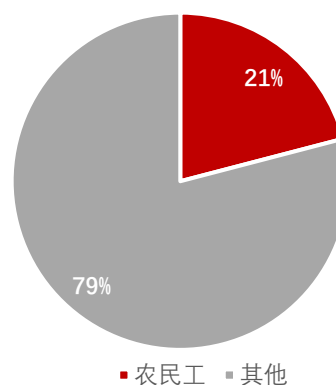
图49 人均收入及工企利润对比


资料来源：wind，东海证券研究所

*2013 年之前数据采用城镇居民人均可支配收入增速计算

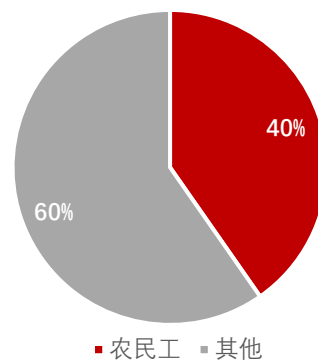
图50 2022 年第一、第二、第三产业人数占比


资料来源：wind，东海证券研究所

图51 2022 年农民工在总人口中占比


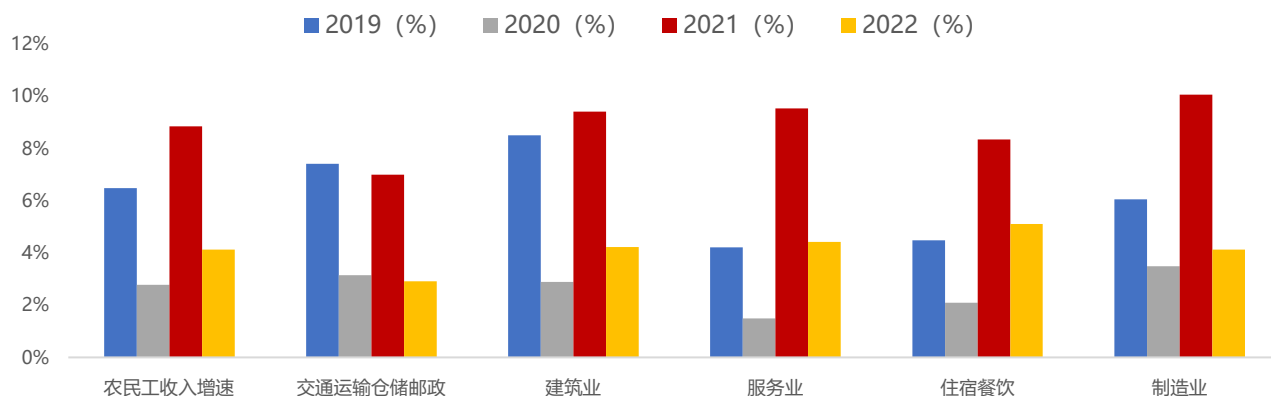
资料来源：wind，东海证券研究所

图52 2022 年农民工在劳动人口中占比



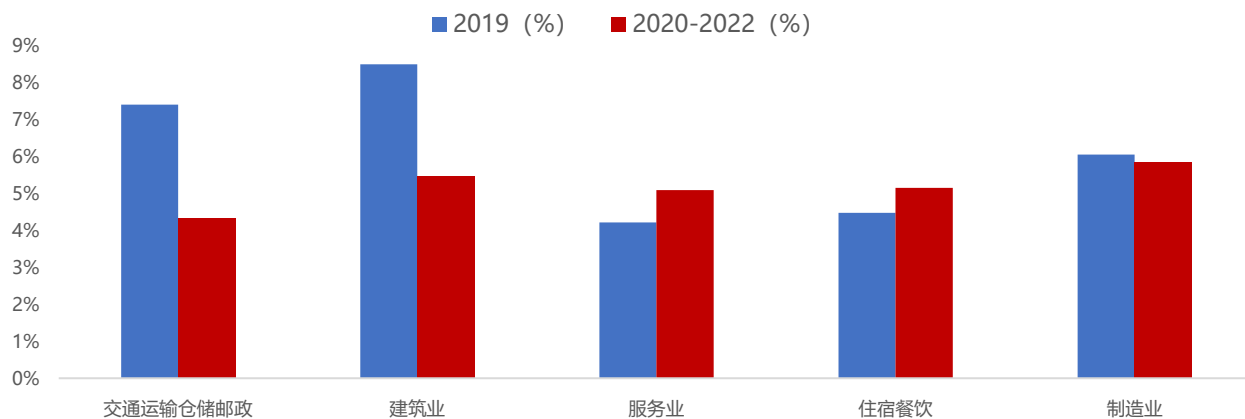
资料来源：wind，东海证券研究所

图53 农民工收入增速及农民工各细分行业收入增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图54 农民工收入近三年复合增速



资料来源：wind，东海证券研究所

6.投资建议

1) 受益于“双十一”网络购物节预售和多地促消费政策持续发力显效，本月社零复苏态势较好，其中地产后周期修复明显，环比增长 8.59pct，叠加部分地产数据有所改善，建议关注家居板块。

2) 10 月商品零售增势良好，当月值为四年以来最高，较上月环比增长 3500 亿左右至 43333 亿，为四年以来最高当月值，复苏态势明确，结合大城市失业率环比下降，就业形势逐渐改善，且消费意愿回升，建议关注跨境电商板块。

7.风险提示

(1) **政策影响**：目前政策方向整体积极，以“扩内需”为重点，如果政策变化，仍有可能对整体消费产生系统性影响。

(2) **食品安全的影响**：餐饮行业安全对公司甚至行业影响较大，如果部分公司餐饮安全出现问题，可能对估值及长期基本面带来影响。

(3) **竞争加剧的影响**：去年疫情以来，白酒、食品等部分行业受到需求减少影响，部分品牌竞争有所加剧，集中度有所提升，如果竞争进一步剧烈，可能对部分公司业绩产生实际影响。

(4) **消费需求的影响**：疫情对部分人群消费力产生了明显影响，仍有可能进一步对未来消费产生继续影响。

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：200215

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