宏观点评 20261116

如何理解 10 月经济的三个变化？

2026 年 11 月 16 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 占烁
执业证书：S0600524120005
zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《二手房销售延续回升，新房销售降幅有所收窄》

2026-11-15

《外部紧缩冲击、国内承接整固，结构转向两端平衡》

2026-11-15

- **10 月经济运行有所波动，生产和消费增速回落，投资降幅扩大，部分指标受到节日错位、生产节奏变化和政策传导时滞等因素影响。**生产端，10 月规模以上工业增加值同比增长 4.8%，较 9 月回落 0.7 个百分点；服务业生产指数同比增长 4.6%，较 9 月小幅回落 0.2 个百分点。需求端，10 月社会消费品零售总额同比增长 0.4%，回落 0.7 个百分点；固定资产投资同比下降 8.1%，降幅较 1-9 月扩大 0.9 个百分点。其中，广义基建投资、制造业投资和房地产开发投资分别下降 7.3%、2.9%和 21.6%，降幅分别较 1-9 月扩大 1.2、0.8 和 1.0 个百分点。

- **如何理解工业生产、消费、投资三个领域的边际变化？**工业生产强度下降主要与内需边际走弱有关，另外，汽车生产强度降幅较大，可能与行业贸易协定带来的预期变化有关，国内外汽车市场现实需求在 10 月波动不大。消费主要是通讯器材、金银珠宝以及必需消费品增速波动较大，通讯器材是由于大量需求提前到 9 月释放，导致短期波动加大；金银珠宝则是金价下降开始影响到同比增速；必需消费品受到中秋假期错位、价格下跌等因素影响。投资降幅扩大与去年的趋势一致，去年 9-10 月陆续落地“两个五千亿”政策后，投资降幅在四季度并未收窄，但在今年一季度明显回升，这表明从政策出台、资金落地到形成实物工作量存在一定时滞。

- **往后看，消费节奏仍有望逐步恢复，政策资金向投资的传导值得期待，经济动能有望企稳回升。**消费方面，耐用品整体降幅收窄仍然是消费最重要的支撑，随着中秋错月、食品价格等因素减退，消费有望趋于稳定。投资方面，考虑到传导滞后的历史经验，一季度有望快速修复。生产方面，高出口的现实仍将对年内工业生产形成支撑。

- **一、生产端：工业生产增速回落，新动能保持韧性**

- **10 月工业生产增速有所回落。**10 月规模以上工业增加值同比增长 4.8%，较 9 月回落 0.7 个百分点；季调环比增长 0.21%，较 9 月回落 0.40 个百分点。**三大门类增速均有所回落，公用事业回落幅度相对较大。**10 月制造业增加值同比增长 5.4%，较 9 月回落 0.6 个百分点；采矿业增长 0.7%，回落 0.6 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.4%，回落 1.2 个百分点。

- **分行业看，汽车和黑色金属增速回落，高技术制造业继续发挥支撑作用。**10 月汽车制造业增加值同比增长 0.9%，较 9 月回落 5.8 个百分点；黑色金属冶炼和压延业同比下降 1.7%，9 月为增长 1.6%。与此同时，高技术制造业增加值同比增长 17.6%，较 9 月加快 2.3 个百分点；计算机、通信和其他电子设备制造业增长 19.4%，加快 3.0 个百分点。

- **汽车制造业增加值下降对工业整体影响较大。**按照 2023 年投入产出表，汽车制造业占工业增加值的 5.4%计算，回落 5.8 个点，对应拖累 0.3 个点的整体工业增加值。

- **但是无论从国内来看，还是从海外来看，10 月的汽车市场都相对稳定。**从国内来看，社零中的汽车零售同比下降 21.4%，与 9 月的 -21.2% 差别不大。从海外看，汽车出口增速也仍然维持高位，10 月汽车（包括底盘）出口同比增长 37.6%，相比 9 月增速有所下降，但更多是基数变化带来的。整体看，10 月国内外汽车需求都相对平稳。

- **因此，影响汽车制造业生产强度的，可能更多是预期的因素，而非现实因素。**10 月 8-9 日，中欧举行贸易投资磋商，就混动汽车贸易达成谅解。企业对欧洲市场的出口预期和排产安排可能随之调整。短期仍需关注对欧订单、出口发运及零部件生产的变化。

- 服务业生产保持增长。10 月服务业生产指数同比增长 4.6%，较 9 月回落 0.2 个百分点；1-10 月累计增长 4.7%，与 1-9 月持平。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

■ **二、消费端：节日错位扰动食品烟酒，后续消费有望修复**

■ **10 月社零增速有所回落，主要受到通讯器材、金银珠宝和必需消费品增速波动的影响**。10 月社会消费品零售总额同比增长 0.4%，较 9 月回落 0.7 个百分点。以两年平均增速观察，7-9 月社零分别增长 2.1%、1.9%和 2.0%，连续三个月稳定在 2%左右；10 月回落至 1.6%，低于此前的运行水平。从商品结构看，通讯器材、金银珠宝以及食品、饮料、烟酒等必需消费品增速回落较为明显，分别受到新品销售节奏、金价变化和中秋错月等因素影响。

■ **通讯器材增速明显回落，主要受到新品上市带动需求提前释放以及去年同期基数抬升的影响**。10 月通讯器材零售额同比增长 6.5%，较 9 月回落 24.6 个百分点。今年 9 月手机新品集中发布，带动通讯器材零售额同比增长 31.1%，部分需求在 9 月释放；与此同时，去年同期增速从 9 月的 16.2%升至 10 月的 23.2%，也加大了 10 月同比增速的波动。

■ **金银珠宝零售额降幅扩大，金价回落开始影响名义销售增速。**10 月限额以上金银珠宝零售额同比下降 28.7%，降幅较 9 月扩大 19.1 个百分点。根据金价测算，10 月金价同比上涨 1.1%，较 9 月的 17.8%明显回落，为 2023 年 3 月以来最低增速。国家统计局数据显示，10 月黄金饰品价格同比上涨 4.5%，涨幅较 9 月回落 18.0 个百分点。金银珠宝零售额按名义金额统计，金价同比涨幅回落会削弱其销售增速；这一影响主要来自黄金价格变化，不宜直接等同于居民消费内生动能的变化。黄金价格的变动对金银珠宝同比消费的影响，在明年一季度之后会减弱。

■ **必需消费品增速回落，受到中秋错月和食品价格下降的共同影响**。10 月限额以上粮油食品、饮料和烟酒零售额同比分别增长 0.5%、0.3%和 2.5%，较 9 月分别回落 6.2、4.7 和 11.3 个百分点。去年中秋为 10 月 6 日，与国庆假期合并；今年中秋为 9 月 25 日，部分节日采购提前至 9 月，抬高了 9 月相关商品的增速，也使 10 月同比比较基数相对偏高。

■ **2018 年曾出现相似的节日错位，食品、饮料和烟酒增速在 10 月均明显回落**。2017 年中秋为 10 月 4 日，与国庆假期合并；2018 年中秋提前至 9 月 24 日。受此影响，2018 年限额以上粮油食品零售额同比增速从 9 月的 13.6%降至 10 月的 7.7%，回落 5.9 个百分点；饮料从 10.4%降至 7.9%，回落 2.5 个百分点；烟酒从 9.8%降至 1.2%，回落 8.6 个百分点。国家统计局当时也指出，中秋假日前移是 2018 年 10 月社零增速回落的主要影响因素之一。因此，今年 10 月必需消费品增速回落，需要结合节日消费跨月变化来观察。

■ **三、投资端：10 月投资有所调整，政策效果有望逐步显现**

■ **10 月投资降幅扩大，房地产、基建和制造业投资均有所回落**。根据累计数据推算当月同比，10 月固定资产投资当月同比下降约 16.1%，较 9 月扩大约 8.9 个百分点；其中，房地产开发投资下降约 33.4%，广义基建投资下降约 17.6%，制造业投资下降约 9.3%。从季调环比看，固定资产投资由 9 月增长 0.85%转为 10 月下降 2.93%，9 月投资改善并未延续。

■ **对基建投资而言，政策资金已经投放，向项目施工和投资数据的传导仍需时间**。截至 10 月 28 日，今年 8000 亿元新型政策性金融工具已全部完成投放，加上 5500 亿结存地方债中部分用于项目建设资金，10 月正处于从资金拨付到实物工作量形成的过渡期。

■ 2025 年的经验具有参考价值，当年四季度 5000 亿元新型政策性金融工具完成投放，同时安排使用 5000 亿元地方政府债务结存限额。但 2025 年四季度投资累计同比从 9 月-0.5%降至 12 月-3.8%，至 2026 年初才转负为正。这表明资金从投放、配套融资到项目施工和形成实物工作量存在时滞，今年四季度未必能看到投资回升，明年一季度概率更大。

■ **风险提示：**房地产市场后续变化存在不确定性；投资止跌回稳存在反复风险；地缘政治变化影响物价和外贸。

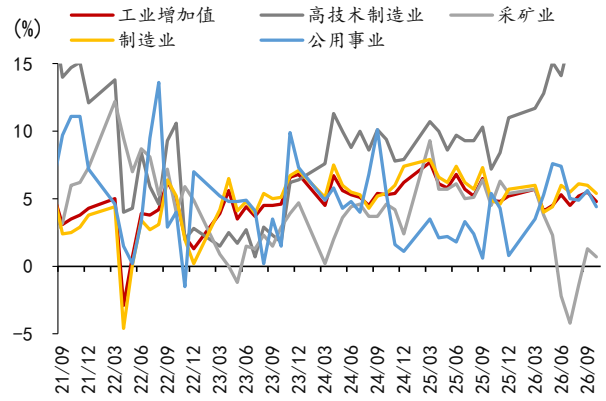
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表1：10 月经济数据概览（当月同比，%）

时间	生产		需求							时间	通胀	
	工业增加值	服务业生产	社零	固定资产投资	房地产投资	制造业投资	基建投资	出口	进口		CPI	PPI
2026-10	4.8	4.6	0.4	-16.1	-33.4	-9.3	-17.6	35.2	41.6	2026-10	0.7	5.7
2026-09	5.5	4.8	1.1	-7.2	-26.2	-0.9	-10.5	36.3	31.0	2026-09	0.9	5.0
2026-08	5.2	4.1	0.4	-10.6	-25.4	-6.1	-14.7	24.9	28.3	2026-08	0.8	3.8
2026-07	4.5	4.3	0.6	-12.8	-27.5	-4.4	-14.7	23.9	27.6	2026-07	0.5	3.5
2026-06	5.3	4.7	1.0	-10.0	-24.2	-3.2	-10.2	26.8	35.8	2026-06	1.0	4.1
2026-05	4.5	4.4	-0.6	-10.7	-24.3	-4.2	-10.8	19.2	27.4	2026-05	1.2	3.9

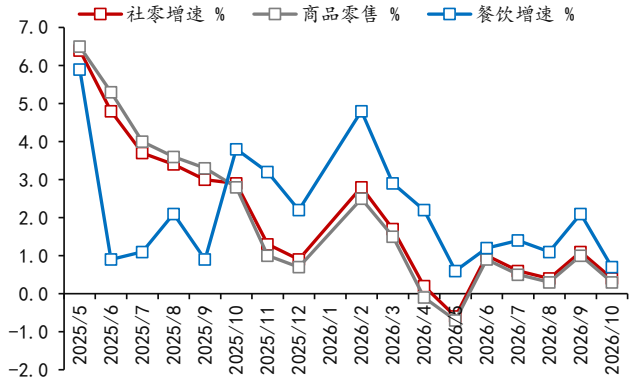
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：工业生产有所回落（当月同比）



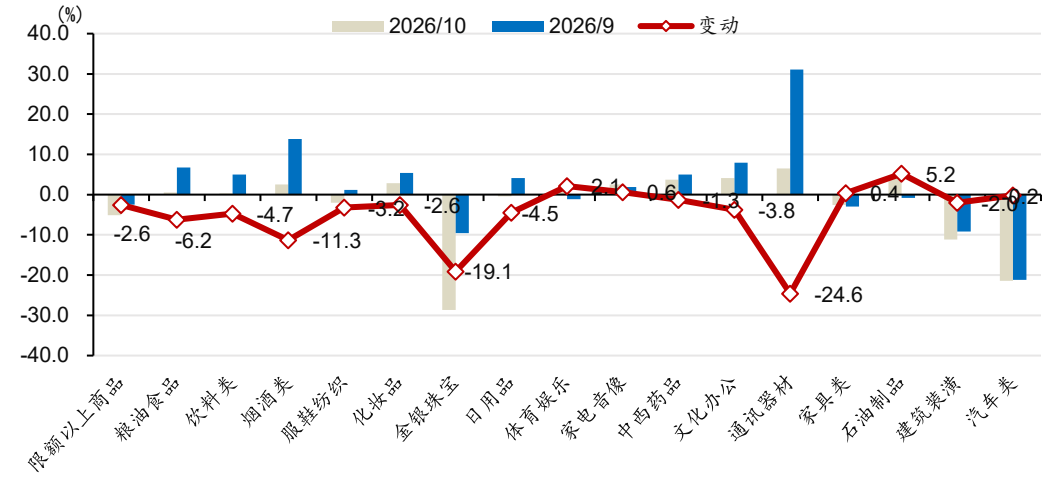
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：10 月社零增速回落（当月同比）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

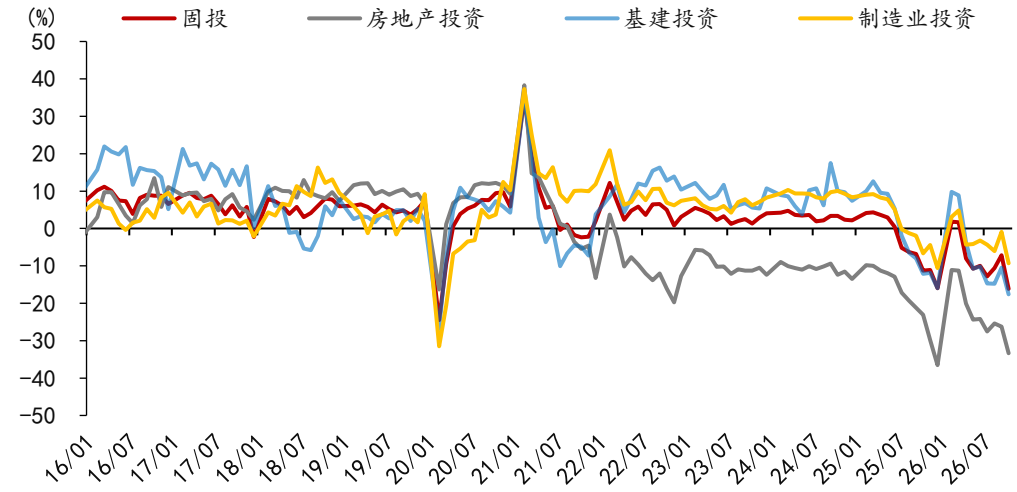
图3：通讯器材、金银珠宝、必需消费等三类商品对社零拖累较大（当月同比）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图4：固投及主要分项增速再次回落（当月同比）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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