证券研究报告·宏观简评
2026年11月16日

证券分析师：张一
S0670524030001
010-83270999-97050
zhangyi@jrjzq.com.cn

证券分析师：何修桐
S0670526060001
hexiutong@jrjzq.com.cn

内需走弱，增长企稳仍待确认——10月经济数据点评

一、投资延续调整，政策支持效果有待进一步释放

1-10月固定资产投资增速-8.1%，其中基础建设投资、制造业投资和房地产开发投资增速分别为-5.1%、-2.9%和-21.6%，分别拖累全部投资增速1.5、1.0和4.2个百分点。从趋势与季节性特征来看，全部固投及分项延续 2025 年以来的下行态势，较前九个月进一步下探，当前增速均处于近年季节性低位。尽管房地产开发投资占固定资产投资的比重已经下降至15.7%，但其仍旧是全部投资下行的核心拖累，贡献率固投52%的降幅，超过一半；同时制造业投资和基础建设投资呈现顺周期特征，分别贡献了13%和18%的降幅（剩余17%由其他投资贡献）。

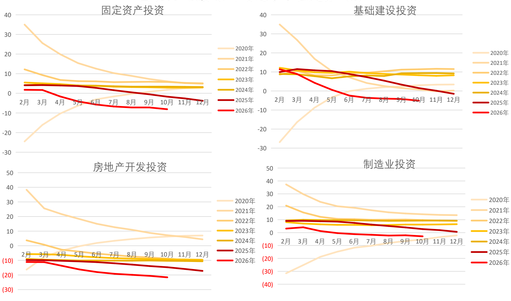
10月当月，全部投资、基建投资、制造业投资和房地产投资增速分别为-16.1%、-13.0%、-9.3%、-33.25%，较9月降幅分别扩大8.9、7.5、8.4和6.9个百分点，投资增速显著失速。

基建投资的逆周期托底作用未能显现，可能与财政支出偏弱有关。从年内走势看，广义财政支出累计同比总体偏弱，对基建投资的支撑相对有限。10月，社融口径政府债券净融资为1.18万亿元，剔除当月用于中央金融机构注资、不直接形成当期实体需求的1500亿元特别国债后，净融资约为1.03万亿，较9月减少5027亿元。融资端放缓叠加此前财政支出偏弱，可能是10月基建投资降幅进一步扩大的重要原因。

与此同时，民间投资持续走弱，反映投资内生动力仍显不足。10月，民间固定资产投资同比下降21.1%，降幅较9月扩大8.6个百分点。考虑到民间投资在制造业投资中的占比中枢约为75%-80%，民间部门投资意愿不足，是制造业投资承压的重要因素。

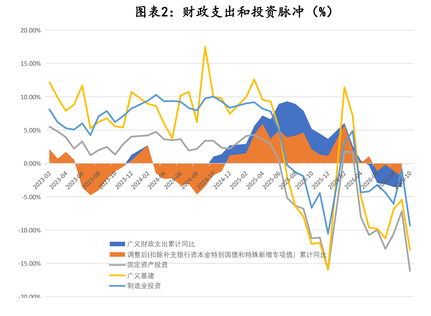
虽然评估政策力度，还需纳入两本账支出未能完整体现的政策性金融及财政金融协同工具。但此类工具主要通过补充项目资本金、降低融资成本和分担信用风险支持投资，其效果仍取决于项目收益预期、配套资金及建设条件。财政支出偏弱可能制约项目配套资金到位，民间投资意愿不足则可能削弱融资支持的带动效果。在这些约束下，新增融资难以迅速转化为实物工作量，政策支持也就未能充分对冲当期投资的下行压力。

图表1：投资累计增速季节性走势（%）



数据来源：iFinD，金融街证券研究所

图表2：财政支出和投资脉冲（%）

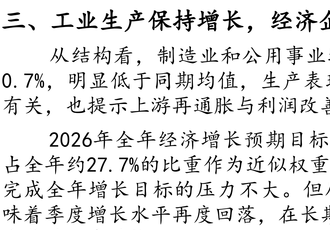


数据来源：iFinD，金融街证券研究所

二、消费延续低增，透支效应与短期放缓交织

10月社会消费品零售总额同比0.37%，较9月放缓0.73个百分点；其中以餐饮、非以旧换新商品和以旧换新商品零售分别拉动0.08、2.46和-2.17个百分点，较9月变动-0.15、-0.59和0.0个百分点。从结构看，以旧换新相关商品前期需求集中释放后的透支效应，仍是社零增速偏低的重要拖累；而10月增速进一步放缓，主要来自餐饮及非以旧换新商品贡献减弱。后者一方面受到烟酒、粮油等基础消费品零售增速回落的影响，另一方面与金银珠宝类零售在价格回调及去年同期高基数影响下明显放缓有关。拉长时间看，社零增速中枢仍呈下移态势，消费内生动能有待巩固，需求修复的结构性分化仍在延续。

图表3：社零分项拉动（%）



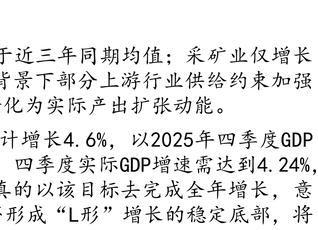
数据来源：iFinD，金融街证券研究所

图表4：限上单位商品零售类值：当月同比（%）

	2026-09	2026-10	增速环比变化
粮油食品类	6.7	0.5	-6.20
饮料类	5.0	0.3	-4.70
烟酒类	13.8	2.5	-11.30
服装鞋帽、针、纺织品类	1.2	-2.0	-3.20
化妆品类	5.4	2.8	-2.60
金银珠宝类	-9.6	-28.7	-19.10
日用品类	4.1	-0.4	-4.50
体育、娱乐用品类	-1.1	1.0	2.10
书报杂志类	-0.6		0.60
家用电器和音像器材类	1.9	2.5	0.60
中西药品类	5.0	3.7	-1.30
文化办公用品类	7.9	4.1	-3.80
家具类	-3.0	-2.6	0.40
通讯器材类	31.1	6.5	-24.60
石油及制品类	-0.8	4.4	5.20
建筑及装潢材料类	-9.2	-11.2	-2.00
汽车类	-21.2	-21.4	-0.20
其他	3.4		-3.40

数据来源：iFinD，金融街证券研究所；灰色为以旧换新商品

图表5：社零增速趋势下行（%）



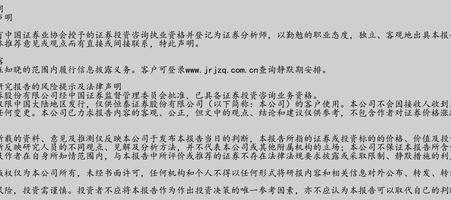
数据来源：iFinD，金融街证券研究所

三、工业生产保持增长，经济企稳基础仍待夯实

从结构看，制造业和公用事业增加值分别增长5.4%和4.4%，仍高于近三年同期均值；采矿业仅增长0.7%，明显低于同期均值，生产表现偏弱。这一分化或与“反内卷”背景下部分上游行业供给约束加强有关，也提示上游再通胀与利润改善更多体现为价格修复，尚未有效转化为实际产出扩张动能。

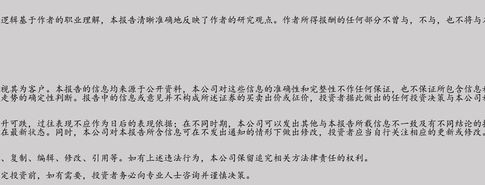
2026年全年经济增长预期目标为4.5%-5%。前三季度，实际GDP累计增长4.6%，以2025年四季度GDP占全年约27.7%的比重作为近似权重测算，要达到全年4.5%的目标下限，四季度实际GDP增速需达到4.24%，完成全年增长目标的压力不大。但从10月经济运行的现状分析，如果真的以该目标去完成全年增长，意味着季度增长水平再度回落，在长期增长中枢下移的背景下，经济能否形成“L形”增长的稳定底部，将有待进一步确认。

图表6：大类工业增加值增速季节性（%）



数据来源：iFinD，金融街证券研究所

图表7：实际GDP增速长期趋势（%）



数据来源：iFinD，金融街证券研究所

风险提示：内需修复不及预期，投资超预期放缓、消费超预期放缓

免责声明
分析师声明
作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接联系，特此声明。

信息披露
本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.jrjzq.com.cn查询静默期安排。

使用本研究报告的风险提示及法律声明
恒泰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，
本报告仅限中国大陆地区发行，仅供恒泰证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌及市场走势的确定性判断。报告中的信息及意见并不构成所述证券的买卖出价或任何投资决策与本公司和作者无关。

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。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可降，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关方法律责任的权利。
市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。