内需再度回落，经济动能承压

投资观点：

报告日期　2026-11-16

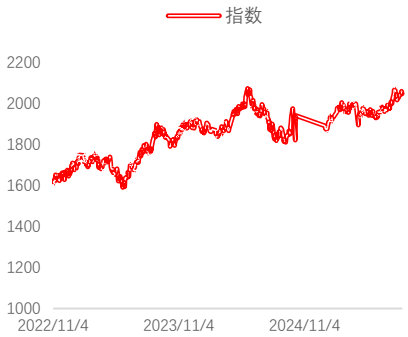
- 受内需疲软等因素的拖累，10 月国内经济增长动能有所转弱。具体来看，生产端：10 月工业增加值增速较上月放缓，“中秋错期”是直接扰动，同时，内需偏弱与外部扰动加剧导致能源成本上行，进一步加大工业生产下行压力。消费方面，补贴退坡、耐用品需求透支与居民消费信心偏弱三者叠加，拖累消费动能转弱。投资方面，1-10 月固定资产投资同比降幅进一步扩大至 8.1%。尽管 9 月以来稳投资政策全面发力，但从资金投放到形成实物工作量需要传导时间，这是10月基建投资、制造业投资降幅扩大的主要原因。受新房市场延续深度调整等影响，10 月房地产投资下行加快。
- 展望未来，年底前出口仍然有望保持较高的增速，而且 9 月末以来出台的一系列稳增长政策落地后，投资降幅或逐步收窄，叠加低基数下居民消费增速也将有所回升，预计四季度 GDP 增速将保持平稳，全年经济增长预计在 4.6%左右。因此，尽管 10 月经济数据有所回落，但短期经济增长压力相对可控，年内政策可能相对克制，更多增量政策加码的时间窗口或再次后移，主要着眼于稳定明年一季度宏观经济运行。
- 主要经济数据：
- （1）生产端：中国 10 月规模以上工业增加值同比 4.8%，预期 5.30%，前值 5.50%。1-10 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.3%，涨幅与前值持平。
- （2）需求端：
- 1）固定资产投资降幅再次扩大。中国 1-10 月城镇固定资产投资同比-8.1%，预期-7.00%，前值-7.20%。其中，制造业投资同比下降 2.9%，降幅扩大 0.8 个百分点；房地产开发投资同比下降 21.6%，降幅较前值扩大 1.0 个百分点；基础设施投资同比下降 5.1%，降幅较前值扩大 0.9 个百分点。
- 2）社会零售品消费增速再度回落。中国 10 月社会消费品零售总额同比 0.4%，预期 0.80%，前值 1.10%。1-10 月份，社会消费品零售总额同比增长 1.0%，涨幅较前值回落 0.1 个百分点。

宏观

专题报告

国贸期货研究院：郑建鑫
从业资格证号：F3014717
投资咨询证号：Z0013223

国贸商品指数



数据来源：国贸期货

往期相关报告

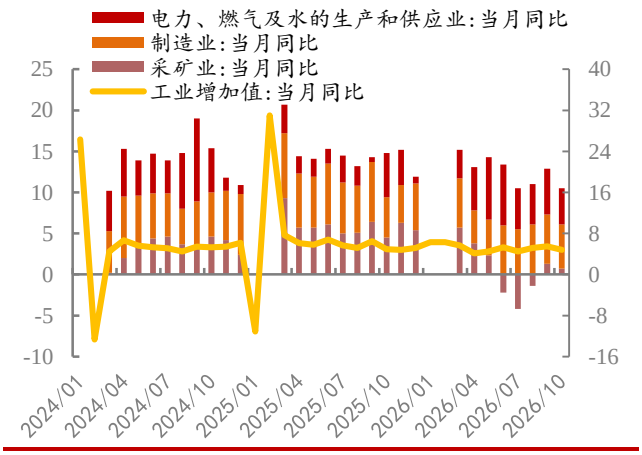
1、【ITF-宏观】经济总量改善，内需修复待加强——9 月经济数据解读 20261019
2、【ITF-宏观】内需仍然偏弱，政策节奏或加快——8 月经济数据解读 20260916
3、【ITF-宏观】经济增速放缓，结构延续分化——7 月经济数据解读 20260818
4、【ITF-宏观】内需疲软，二季度经济动能放缓——6 月经济数据解读 20260715

1 工业生产增速回落

中国 10 月规模以上工业增加值同比 4.8%，预期 5.30%，前值 5.50%。从环比看，中国 10 月规模以上工业增加值环比 0.21%，前值 0.61%。1-10 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.3%，涨幅与前值持平。

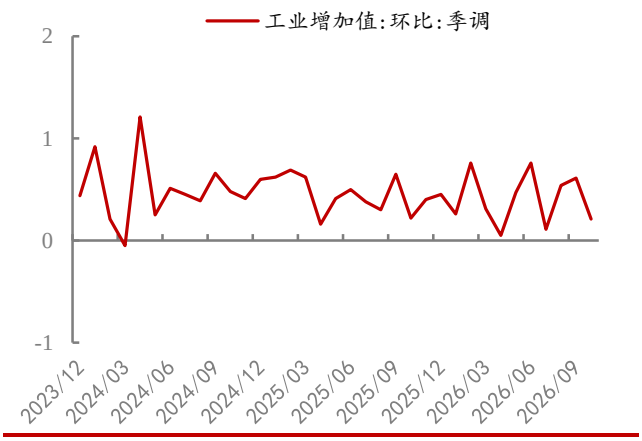
分行业看，10 月份，41 个大类行业中有 28 个行业增加值保持同比增长。其中，上游方面，黑色金属冶炼及压延加工业同比下降 1.7%，前值为上涨 1.6%；有色金属冶炼及压延加工业同比下降 4.4%，降幅较前值收窄 0.7 个百分点；非金属矿物制品业同比下降 2.3%，降幅较前值收窄 0.1 个百分点；下游方面，通用设备制造业同比增长 8.5%，涨幅与前值持平；专用设备制造业同比增长 11.5%，涨幅较前值缩小 0.6 个百分点；汽车制造业同比增长 0.9%，涨幅较前值缩小 5.8 个百分点。

图表 1、工业生产增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、工业生产环比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

10 月工业生产增速放缓，可能受到三方面因素影响。**一是假期错位扰动基数。**“中秋假期”错位导致今年 9 月工作日比去年同期多一天，而 10 月工作日天数则与去年 10 月相同，基数差异对当月工业增加值同比读数形成技术性拖累。**二是内需修复偏弱形成拖累。**1-10 月固定资产投资同比下降 8.1%，降幅较前三季度扩大 0.9 个百分点；10 月社会消费品零售总额同比增长 0.4%，较 9 月放缓 0.7 个百分点，投资与消费两端同步走弱，对工业生产构成需求侧抑制。**三是成本端压力有所显性化。**10 月 PPI 同比上涨 5.7%，涨幅较上月扩大 0.7 个百分点。国际能源价格高位震荡带动国内油气开采、石油加工价格同比分别上涨 35%和 29.9%；电煤需求季节性上升叠加主产区供应偏紧，煤炭开采和洗选业价格环比上涨 2.7%、同比上涨 36.6%，上游涨价对部分中下游行业生产形成成本挤压。

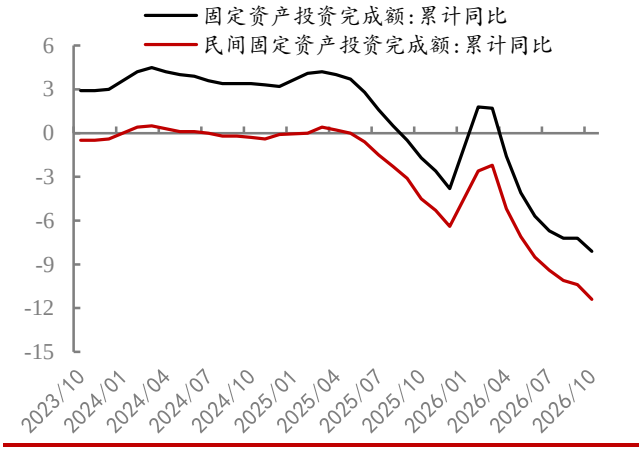
展望未来，考虑到当前出口延续高增，国内稳增长政策发力有望带动投资改善，高技术制造业生产将延续较快增长，叠加今年 11 月工作日比去年同期多一天，工业生产增速总体上将有所回升，预计当月工业增加值同比增速将小幅回升。

2 固定资产投资增速降幅再次扩大

中国 1-10 月城镇固定资产投资同比-8.1%，预期-7.00%，前值-7.20%。其中，民间固定资产投资同比下降 11.4%，降幅较前值扩大 1.0 个百分点。从环比看，中国 10 月城镇固定资产投资环比-2.93%，前值 0.07%。

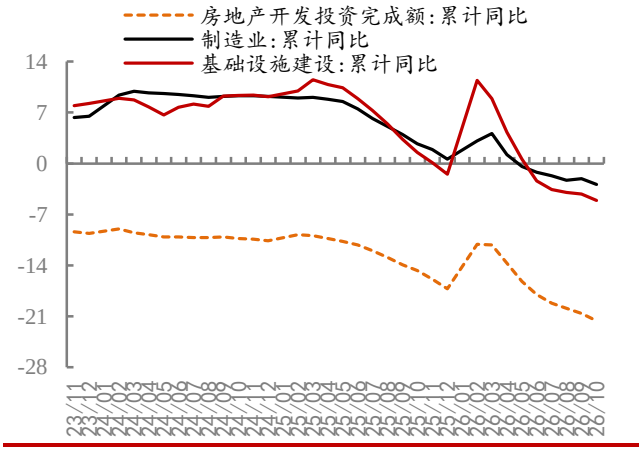
从三大门类来看，1-10 月制造业投资同比下降 2.9%，降幅扩大 0.8 个百分点；房地产开发投资同比下降 21.6%，降幅较前值扩大 1.0 个百分点；基础设施投资同比下降 5.1%，降幅较前值扩大 0.9 个百分点，其中，信息传输业投资增长 32.0%，航空运输业投资增长 12.5%，水上运输业投资增长 12.5%。

图表 3、固定资产投资累计增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、三大门类投资（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

（1）基建投资降幅进一步扩大。1-10 月基建投资同比下降 5.1%，降幅比前值扩大 0.9 个百分点，不及市场预期。近期稳增长政策逐步发力：一是 10 月安排使用地方政府债务结存限额 5500 亿元，其中专项债务结存限额 2500 亿元，并向经济大省倾斜，支持有关地区优先保障在建项目资金需求；二是近期“六张网”建设部署加快，央行在 9 月末宣布降低 PSL 利率，将“六张网”建设纳入支持范围；三是，近期政府债券发行明显提速，且用于项目建设的资金比例上升。不过，上述政策推进过程中，从资金投放到形成实物工作量需要传导时间，加之受土地出让金大幅下行影响，当前地方财力普遍偏紧，或是 1-10 月基建投资降幅进一步扩大的主要原因。

展望未来，伴随一系列稳投资政策效果逐步显现，年内基建投资增速降幅有望逐步收窄。实际上，高频数据显示基建存在改善的迹象，10 月水泥产量同比下降 1.3%，降幅连续两个月收窄，且明显小于前 10 个月-7.9%的累计降幅。

（2）制造业投资降幅继续扩大。1-10 月累计同比增速为-2.9%，降幅较前值扩大 0.8 个百分点。自二季度以来制造业投资持续出现负增长，背后或有两个原因：一是，工业产能利用率下降较快（其中，截至三季度末，制造业产能利用率仅有 73.3%），对制造业投资形成较强的约束；二是，尽管二季度以来规模以上工业企业利润大幅增长，但除了 AI 产业链等少数行业外，多数行业仍在下行，对整体制造业投资带来较大压力。此外，今年大规模设备以旧换新政策对制造业投资的带动作用也比较有限。

展望未来，随着 8000 亿元新型政策性金融工具、超长期特别国债等支持的制造业项目投资的全面落地，对制造业投资的拉动作用会逐步显现，叠加电子通讯行业利润大幅增长带动行业投资较快扩张，制造业投资降幅或有望逐步收窄。

（3）房地产投资降幅持续扩大。1-10 月累计同比增速为-21.6%，降幅较前值扩大 1.0 个百分点。近期房地产投资降幅持续扩大，背后是二季度以来新房市场延续调整。另外，当前金融机构对房企融资仍然偏于谨慎。

9 月 29 日，全国范围内针对刚需购房实施定向贴息的政策出台，对楼市有一定提振作用，但主要集中在二手房市场，10 月新房市场仍然偏弱。同时，8 月 28 日公布系列房地产新政，主要内容包括推动商品房现售，完善房地产开发贷管理，延长居民按揭贷期限等，核心是将“房住不炒”制度化，加快构建房地产行业发展新模式。这在引导房地产行业长期稳定发展的同时，会在短期内加大房企资金压力，也可能是近期房地产投资降幅扩大的一个原因。总体上来看，年底前房地产投资降幅收窄的难度比较大。

3 商品房销售降幅继续扩大

国家统计局的数据显示：

1-10 月份，新建商品房销售面积同比下降 13.7%，降幅较前值扩大 0.5 个百分点；其中住宅销售面积下降 14.2%。新建商品房销售额同比下降 14.3%，降幅较前值扩大 0.4 个百分点；其中住宅销售额下降 14.1%。根据住房城乡建设部数据，1-10 月份，二手房交易网签面积 67971 万平方米，同比增长 11.4%，涨幅扩大 0.7 个百分点。

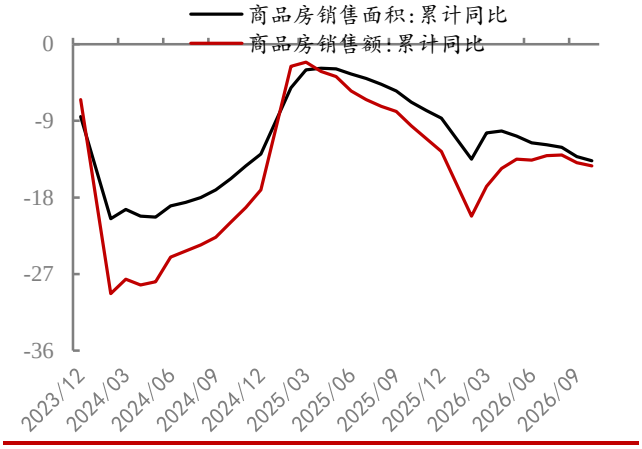
1-10 月份，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 13.0%，降幅较前值收窄 0.2 个百分点。房屋新开工面积同比下降 24.4%，降幅较前值收窄 0.5 个百分点。房屋竣工面积同比下降 26.6%，降幅较前值扩大 1.5 个百分点。

1-10 月份，房地产开发企业到位资金 61530 亿元，同比下降 21.9%。其中，国内贷款 8148 亿元，下降 33.4%；自筹资金 22169 亿元，下降 21.9%；定金及预收款 19620 亿元，下降 15.5%；个人按揭贷款 8414 亿元，下降 22.1%。

当前房地产市场调整的趋势远未结束。销售方面，1-10 月商品房销售面积和销售额分别下降 13.7%和 14.3%，降幅较前期进一步扩大，开发企业到位资金下降 21.9%，房企销售回款和资金状况仍然承压。价格方面，10 月 70 个大中城市新建商品住宅价格环比总体持平，一线城市环比持平，二、三线城市分别下降 0.1%和 0.2%；二手住宅价格方面，一线城市环比上涨 0.2%，二、三线城市均下降 0.3%。一二三线城市新房和二手房价格同比降幅均有所收窄，但环比表现仍然偏弱，市场修复主要集中于部分核心城市。

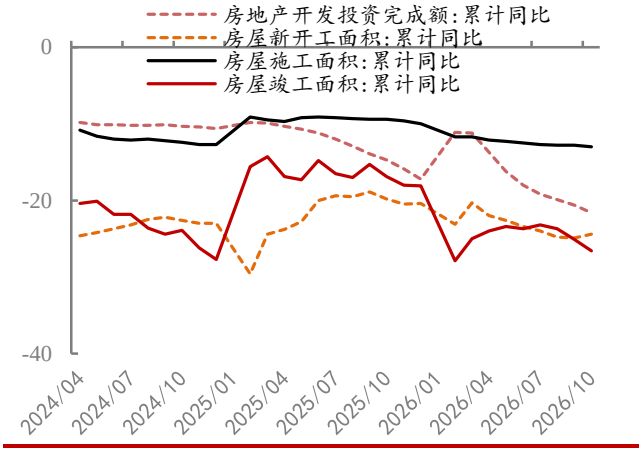
整体来看，房地产市场总量仍在磨底，但磨底的结构在发生变化。新房销售和开发投资延续深度负增长，竣工端出现新的走弱信号；与此同时，二手房以价换量维持正增长且占比过半，库存连续 8 个月去化，一线城市价格出现局部、结构性的环比企稳。政策端，9 月底落地的首套房贷财政贴息已进入执行期，现房销售细则在多个城市加速扩围，方向明确但传导需要时间。

图表 5、商品房的销售增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、房地产开发投资增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

4 社会消费增速再度回落

中国 10 月社会消费品零售总额同比 0.4%，预期 0.80%，前值 1.10%。从环比来看，中国

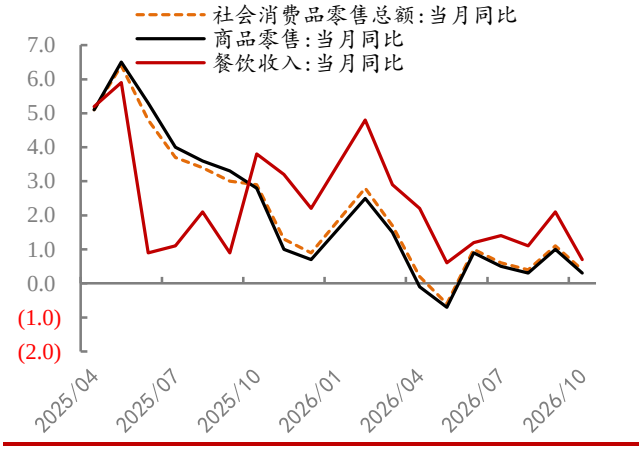
10 月社会消费品零售总额环比 0.02%，前值 0.35%。1-10 月份，社会消费品零售总额同比增长 1.0%，涨幅较前值回落 0.1 个百分点。中国 10 月城镇调查失业率 5.1%，预期 5.20%，前值 5.20%。

从限额以上商品零售额看，10 月限额以上各类别商品零售额增速普遍放缓。

（1）必需消费品中，粮油食品、中西药品零售额同比增速分别降至 0.5%（前值 6.7%）和 3.7%（前值 5.0%），日用品零售额同比下降 0.4%（前值增长 4.1%）。

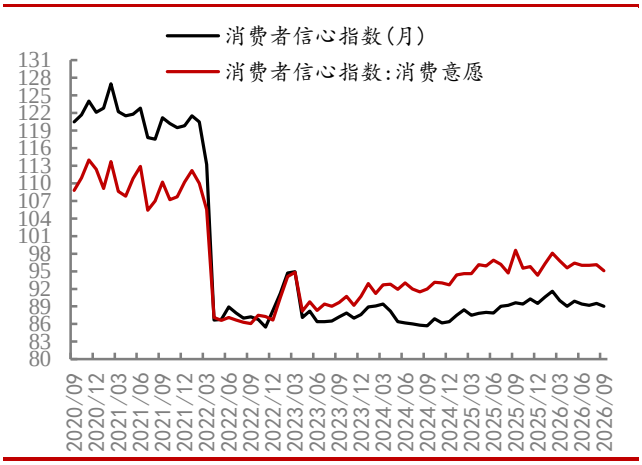
（2）可选消费品中，化妆品、通讯器材零售额同比增速分别回落至 2.8%（前值 5.4%）和 6.5%（前值 31.1%）；服装鞋帽零售额同比下降 2.0%（前值增长 1.2%）；金银珠宝、汽车零售额同比降幅分别扩大至 27.7%和 21.4%。不过，受去年同期基数走低影响，10 月家电零售额同比增速加快至 2.5%（前值 1.9%），体育娱乐用品零售额同比增长 1.0%（前值-1.1%），家具零售额同比降幅收窄至 2.6%（前值-3.0%）；另外，10 月石油制品零售额同比增长 4.4%（前值-0.8%），主要与当月成品油价格调升有关。

图表 7、社会消费品零售总额增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 8、消费者信心指数(月)



资料来源：Wind、国贸期货研究院

自 2026 年年中以来，社零增速总体在低位徘徊，但月度走势并非单调下行——9 月受中秋错期提振曾反弹至 1.1%，10 月随着这一因素消退，增速重新放缓至 0.4%，较上月回落 0.7 个百分点；1-10 月社零累计同比增长 1.0%。支撑短期读数的假期因素之外，消费动能偏弱的根源在于补贴退坡、耐用品需求透支与居民消费信心偏弱三者叠加。

展望后市，社零同比增速大概率较 10 月回升，但回升的性质更接近“低基数+错位消退”驱动的读数修复，而非消费内生动能的实质性扭转。中秋错月对 10 月的下拉效应在 11 月不再存在，上年同期基数走低也为同比读数提供了技术性支撑，多家机构判断 11—12 月社零增

速有望明显回升。政策面对文旅、赛事、服务消费的支持力度继续加大，文旅消费券等工具的撬动效应在局部场景中已有显现，对服务零售的拉动具备延续性。

但制约社零中枢的两条主线短期内难以显著松动：以旧换新退坡对耐用品销售的压制仍在释放过程中，耐用品需求透支的消化需要时间；消费者信心指数在 89 附近徘徊，中位数收入增速持续低于均值，中低收入群体的消费意愿修复偏慢。基准判断是，11 月社零同比增速将较 10 月的 0.4%出现回升，但回升幅度受限于上述结构性约束，社零在年末至 2027 年初的基准情形仍是“低位波动、温和修复”，总量增速回到 2%以上需要收入预期和就业预期的进一步改善来配合。

5 经济动能有所转弱

受内需疲软等因素的拖累，10 月国内经济增长动能有所转弱。具体来看，生产端：10 月工业增加值增速较上月放缓，“中秋错期”是直接扰动，同时，内需偏弱与外部扰动加剧导致能源成本上行，进一步加大工业生产下行压力。消费方面，补贴退坡、耐用品需求透支与居民消费信心偏弱三者叠加，拖累消费动能转弱。投资方面，1-10 月固定资产投资同比降幅进一步扩大至 8.1%。尽管 9 月以来稳投资政策全面发力，但从资金投放到形成实物工作量需要传导时间，这是 10 月基建投资、制造业投资降幅扩大的主要原因。受新房市场延续深度调整等影响，10 月房地产投资下行加快。

展望未来，年底前出口仍然有望保持较高的增速，而且 9 月末以来出台的一系列稳增长政策落地后，投资降幅或逐步收窄，叠加低基数下居民消费增速也将有所回升，预计四季度 GDP 增速将保持平稳，全年经济增长预计在 4.6%左右。因此，尽管 10 月经济数据有所回落，但短期经济增长压力相对可控，年内政策可能相对克制，更多增量政策加码的时间窗口或再次后移，主要着眼于稳定明年一季度宏观经济运行。

分析师介绍

郑建鑫，国贸期货研究院宏观金融研究中心经理，宏观金融首席分析师，厦门大学财务学硕士。负责宏观和大宗商品研究，擅长 FICC 类资产研究，熟悉宏观对冲及套利交易。曾获期货日报“最佳宏观策略分析师”称号。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。期市有风险，入市需谨慎.