2026 年 11 月 16 日

内需修复放缓，分化加剧

——宏观经济点评

潘纬桢（分析师） panweizhen@kysec.cn S0790524040006
沈美辰（分析师） shenmeichen@kysec.cn S0790524110002

事件：2026 年 10 月工业增加值同比 4.8%；社会消费品零售总额同比 0.4%；固定资产投资累计同比-8.1%。

● **生产端：供给端总量回落，结构维持分化**

10 月工业增速回落，制造业、采矿业和公用事业均有放缓。10 月制造业增加值同比降至 5.4%，采矿业降至 0.7%，公用事业供应降至 4.4%。汽车制造同比显著下滑，黑色金属冶炼同比转负，与地产施工、基建投资走弱相互印证。

先进制造和出口链保持韧性，工业放缓更多体现为行业分化。10 月计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比在高位升至 19.4%，高技术制造业升至 17.6%，与算力和电子硬件需求仍旺相符。规上工业出口交货值名义同比提高至 18.6%，但工业产品销售率从 97.0%降至 96.5%，同比降幅也从 0.2 个百分点扩大至 0.4 个百分点。外向型生产仍有支撑，工业整体产销衔接边际走弱。服务业小幅降温，商务和信息服务仍是支撑。

● **固投端：需求持续承压，各分项同步走弱**

10 月固投单月同比测算下降约 17%，较 9 月的-7.2%明显走弱。

1、制造业：制造业投资走弱，电子行业逆势扩张。1-10 月制造业投资下降 2.9%，降幅扩大 0.8 个百分点。分行业看，电子设备制造投资累计增速由 9.6%升至 9.9%，电子行业供给与需求同步提速，反映其仍有持续的扩产需求。相比之下，汽车制造、通用设备和电气机械投资走势偏弱，终端需求疲弱正向上游资本开支传导。

2、基建：增速再度回落，资金到位后仍需观察开工和施工。1-10 月基建投资累计下降 5.1%，测算 10 月单月同比降至-13%。结构上看，信息传输业投资累计增速保持高位，传统基建仍在下滑。传统领域施工偏弱，新基建高增仍不足以稳住总量。10 月下旬，8000 亿元新型政策性金融工具已完成投放。资金补充项目资本金后，仍要经过配套融资、招标和施工环节，才能形成当期投资。9 月以来政策层面对于加紧项目落实、实物工作量形成的重视提升，我们认为后续在增量资金继续发行、项目加速推进之下，投资可能温和修复。

3、地产投资降幅进一步扩大。1-10 月房地产开发投资累计下降 21.6%，较 1-9 月扩大 1 个百分点。据中指数据，10 月百城新房销售面积同比下降约 15%，其中一线城市增长 4%，结构性改善难带动总体回升。二手房成交量环比有所回落，但同比延续增长态势；价格方面，百城二手房价格环比下跌 0.61%，跌幅略有扩大；新房价格在核心城市部分改善楼盘入市带动下环比上涨 0.18%。

● **消费：季节性错位压低社零读数**

社零走弱含节日错位扰动。10 月社零同比由 1.1%降至 0.4%。汽车类零售额同比由下降 21.2%变为下降 21.4%，降幅扩大有限。除汽车以外的零售额同比也有所下滑。粮油食品同比大幅下降至 0.5%，餐饮收入降至 0.7%。按可比基数合并估算，9-10 月社零同比约增长 0.7%，其中商品零售同比仅为 0.6%，平滑节日扰动后，商品消费的增长依然不佳。

消费结构分化，地产链与可选消费承压，石油零售逆势回升。10 月家电零售小幅升至 2.5%，但 1-10 月累计仍下降 4.2%，耐用品消费难言改善。国内汽油价格当月环比上涨 4.2%，对名义零售额形成支撑。服务消费仍好于商品，假期出游的增量更多体现在人次。出行增加支撑交通、文旅等服务需求，单位消费偏弱或解释了假期客流与消费金额表现的差异。

● **风险提示：**政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

宏观研究团队

相关研究报告

《暂停加息、保持谨慎，2026 或仍有 1 次加息—10 月 FOMC 会议点评》-2026.10.29

《经济边际回升，政策效果待释放—宏观经济点评》-2026.10.21

《财政支出仍有发力空间—宏观经济点评》-2026.8.22

目　录

1、 生产端：供给端总量回落，结构维持分化.....3
2、 固投端：需求持续承压，各分项同步走弱.....3
3、 消费：节日错位压低社零读数.....6
4、 风险提示.....7

图表目录

图 1： 10 月出口交货值同比进一步走高.....3
图 2： 工业生产分化格局扩大.....3
图 3： 10 月投资需求景气度下行.....4
图 4： 高技术产业投资增速边际有所回落.....4
图 5： 计算机电子制造业投资增速高位上行.....4
图 6： 基建方面新旧基建分化显著.....5
图 7： 10 月专项债发行边际放缓.....5
图 8： 地产仍在持续磨底.....6
图 9： 10 月地产销售总体有所回落.....6
图 10： 除上游石油制品较为景气外消费品增速普遍走低.....7
图 11： 10 月餐饮和商品零售同比均边际下滑.....7
图 12： 平滑季节错位效应后商品零售总体仍弱.....7

事件：2026 年 10 月工业增加值同比 4.8%；社会消费品零售总额同比 0.4%；固定资产投资累计同比-8.1%。其中，基础设施、制造业、房地产开发投资累计同比分别为-5.1%、-2.9%、-21.6%。

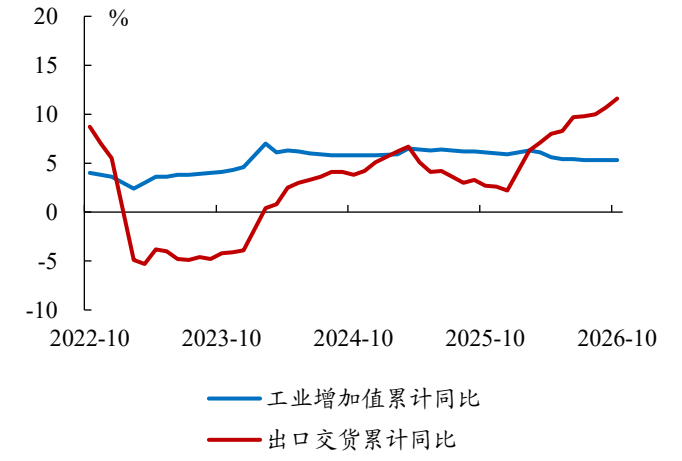
1、 生产端：供给端总量回落，结构维持分化

10 月工业增速回落，制造业、采矿业和公用事业均有放缓。10 月制造业增加值同比降至 5.4%，采矿业降至 0.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业降至 4.4%。制造业内部，汽车制造同比显著下滑（6.7%降至 0.9%），国内乘用车零售量仍同比下降 27.1%，出口增长对冲了部分国内销量压力。黑色金属冶炼同比由+1.6%转为-1.7%，与地产施工、基建投资走弱相互印证。

先进制造和出口链保持韧性，工业放缓更多体现为行业分化。10 月计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比在高位升至 19.4%，高技术制造业升至 17.6%，与算力和电子硬件需求仍旺相符。规上工业出口交货值名义同比提高至 18.6%，但工业产品销售率从 97.0%降至 96.5%，同比降幅也从 0.2 个百分点扩大至 0.4 个百分点。外向型生产仍有支撑，工业整体产销衔接边际走弱。

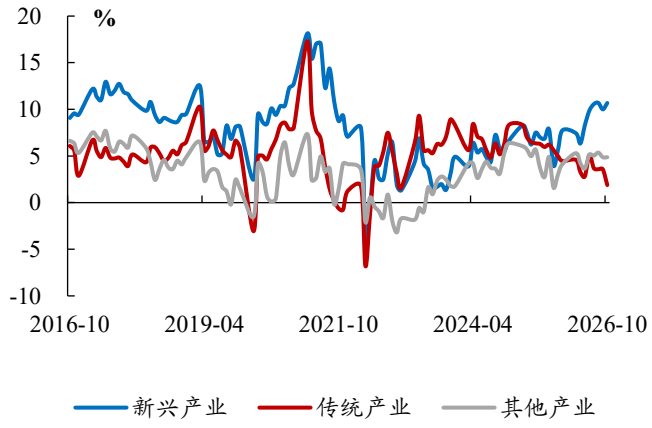
服务业小幅降温，商务和信息服务仍是支撑。10 月服务业生产指数同比由 4.8%降至 4.6%，信息传输、软件和信息技术服务业小幅下降至 9.2%，商务服务业由 9.5%降至 9.3%。两类服务仍在高位增长，铁路运输、邮政和互联网软件等行业商务活动指数也处于较高景气区间。

图1：10 月出口交货值同比进一步走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：工业生产分化格局扩大

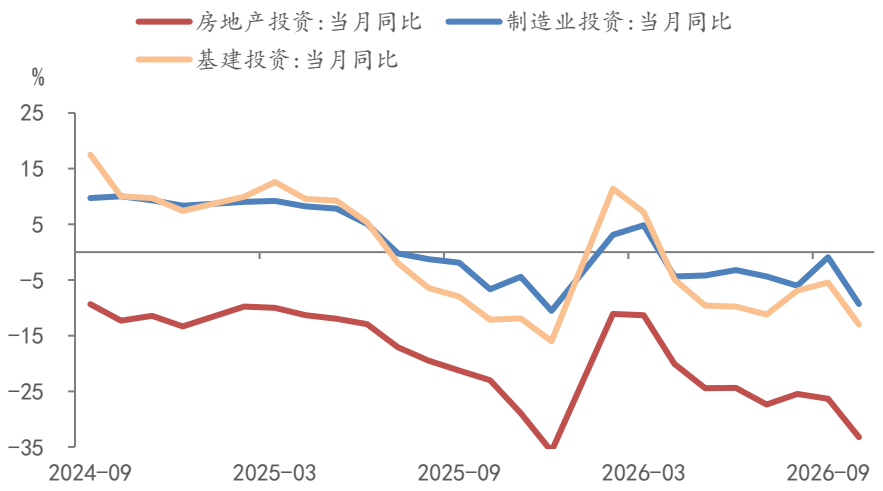


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 固投端：需求持续承压，各分项同步走弱

10 月固投单月同比测算下降约 17%，较 9 月的-7.2%明显走弱。从结构看，基建、制造业、地产投资单月同比降幅均有所扩大。投资景气度有待修复。

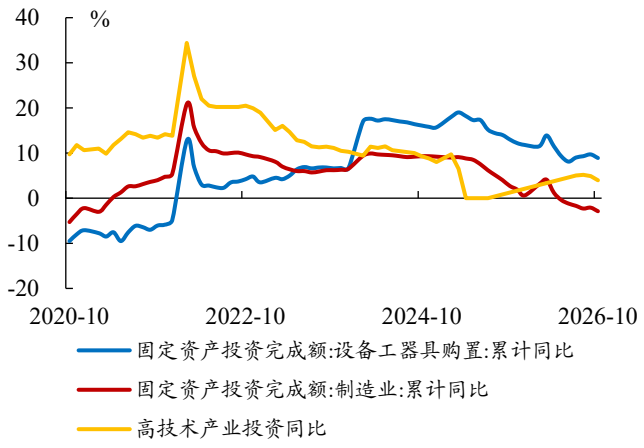
图3：10 月投资需求景气度下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

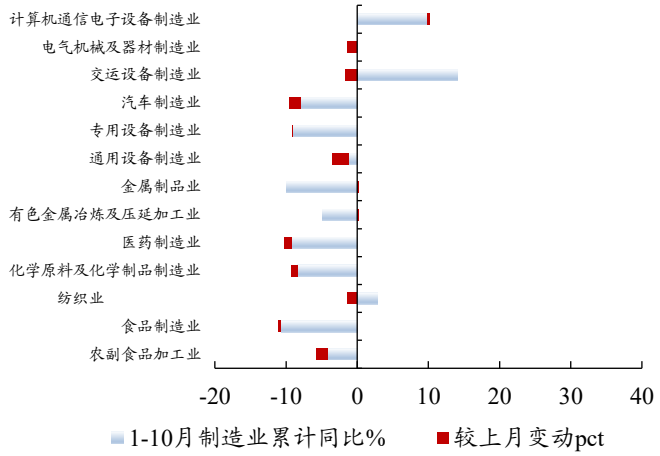
（1）制造业：制造业投资走弱，电子行业逆势扩张。1-10 月制造业投资下降 2.9%，较 1-9 月降幅扩大 0.8 个百分点。单月同比由 9 月的-1%扩大至-9%。分行业看，电子设备制造投资累计增速由 9.6%升至 9.9%，电子行业供给与需求同步提速，反映其仍有持续的扩产需求。相比之下，汽车制造投资降幅由 6.3%扩大至 7.9%，通用设备和电气机械投资也由增转降，反映终端需求疲弱正向上游资本开支传导。设备购置投资保持增长，说明部分企业仍在推进技术改造和设备更新，但并不代表新增产能扩张。

图4：高技术产业投资增速边际有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

图5：计算机电子制造业投资增速高位上行

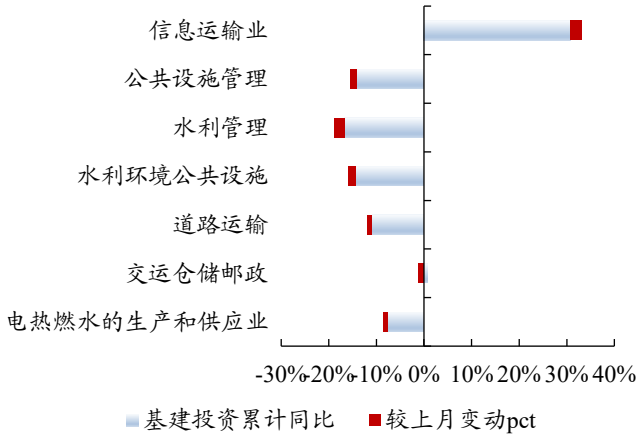


数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）基建：增速再度回落，资金到位后仍需观察开工和施工。1-10 月基建投资累计下降 5.1%，降幅较前值扩大 0.9 个百分点。测算 10 月单月同比降至-13%。结构上看，信息传输业投资累计增速小幅升至 31%，道路运输、水利管理和公共设施管

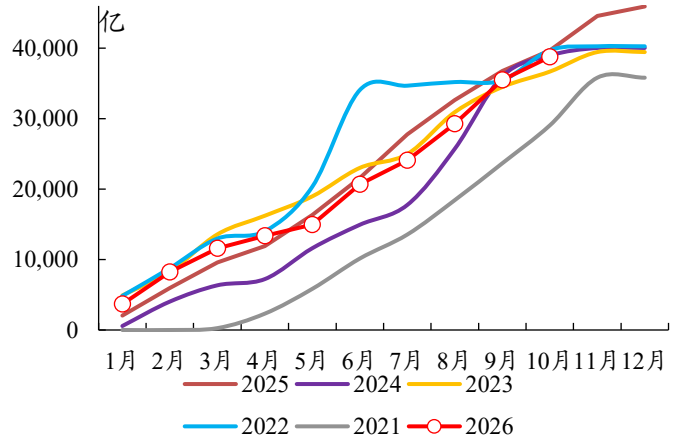
理业同比分别下滑至-10.9%、-16.7%和-14.1%。传统领域施工偏弱，新基建高增仍不足以稳住总量。10 月下旬，8000 亿元新型政策性金融工具已完成投放。资金补充项目资本金后，仍要经过配套融资、招标和施工环节，才能形成当期投资。9 月以来政策层面对于加紧项目落实、实物工作量形成的重视提升，我们认为后续在增量资金继续发行、项目加速推进之下，投资可能温和修复。

图6：基建方面新旧基建分化显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

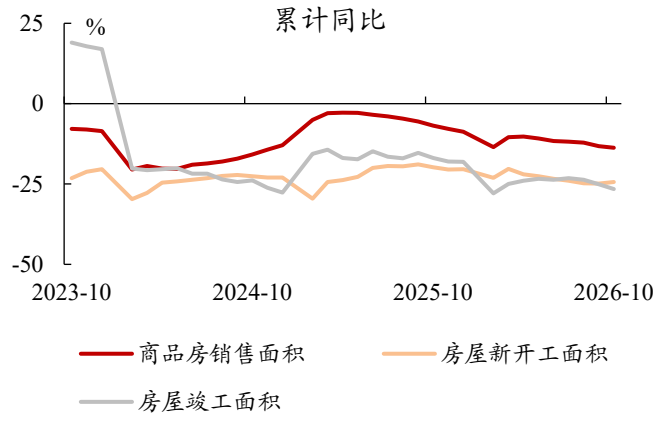
图7：10 月专项债发行边际放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

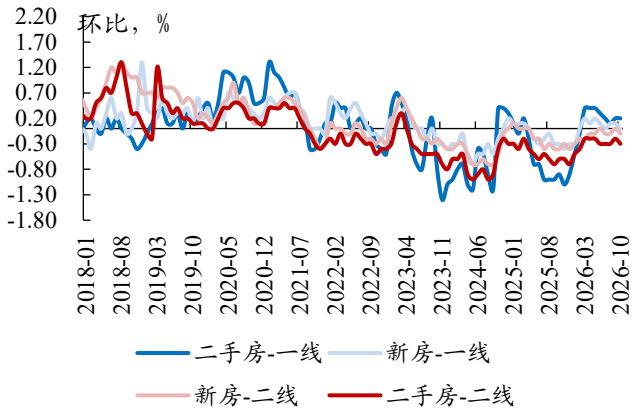
（3）地产投资降幅进一步扩大。1-10 月房地产开发投资累计下降 21.6%，较 1-9 月扩大 1 个百分点。商品房销售面积累计降幅由 13.2%扩大至 13.7%。据中指数据，10 月百城新房销售面积同比下降约 15%，其中一线城市增长 4%，结构性改善难带动总体回升。二手房成交量环比有所回落，但同比延续增长态势；价格方面，百城二手房价格环比下跌 0.61%，跌幅略有扩大；新房价格在核心城市部分改善楼盘入市带动下环比上涨 0.18%。

图8：地产仍在持续磨底



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：10 月地产销售总体有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：70 大中城市数据

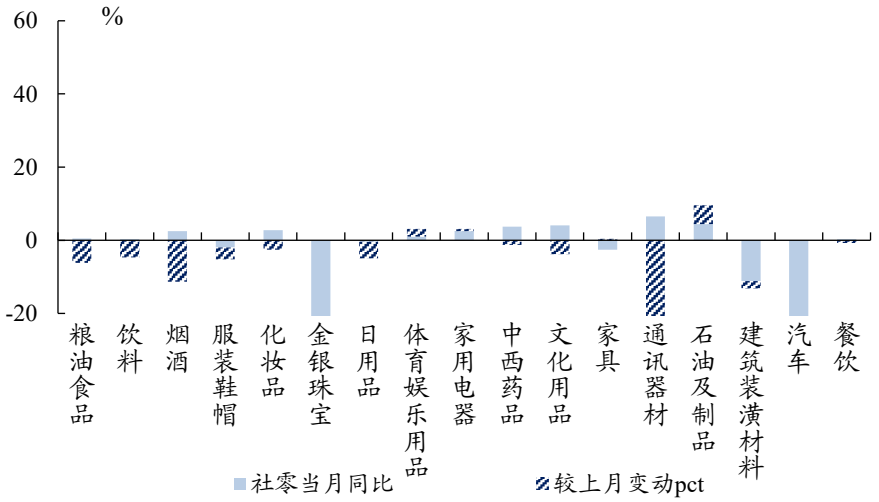
3、 消费：节日错位压低社零读数

社零走弱含节日错位扰动。10 月社零同比由 1.1%降至 0.4%。汽车类零售额同比由下降 21.2%变为下降 21.4%，降幅扩大有限。除汽车以外的零售额同比则由 3.9%降至 2.5%。粮油食品同比大幅下降至 0.5%，餐饮收入由 2.1%降至 0.7%。节庆错位效应释放，需求前移导致同比读数偏弱。按可比基数合并估算，9-10 月社零同比约增长 0.7%，其中商品零售同比仅为 0.6%，显示平滑节日扰动后，商品消费的增长依然不佳。

消费结构分化，地产链与可选消费承压，石油零售逆势回升。10 月通讯器材零售同比由 31.1%降至 6.5%，家电零售小幅升至 2.5%，但 1-10 月累计仍下降 4.2%，耐用品消费难言改善。石油及制品零售由下降 0.8%转为增长 4.4%，国内汽油价格当月环比上涨 4.2%，对名义零售额形成支撑。

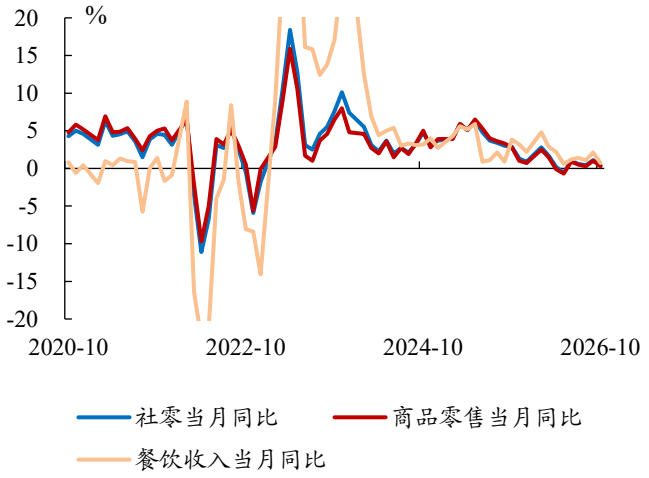
服务消费仍好于商品，假期出游的增量更多体现在人次。1-10 月服务零售额累计增长 4.9%，较前值放缓 0.1 个百分点，剪刀差维持 4 个百分点。国庆假期国内出游人次和出游花费按日均可比口径分别同比增长 6.3%和 4.3%，据此推算单次出游平均花费下降约 1.9%。出行增加支撑交通、文旅等服务需求，单位消费偏弱或解释了假期客流与消费金额表现的差异。

图10：除上游石油制品较为景气外消费品增速普遍走低



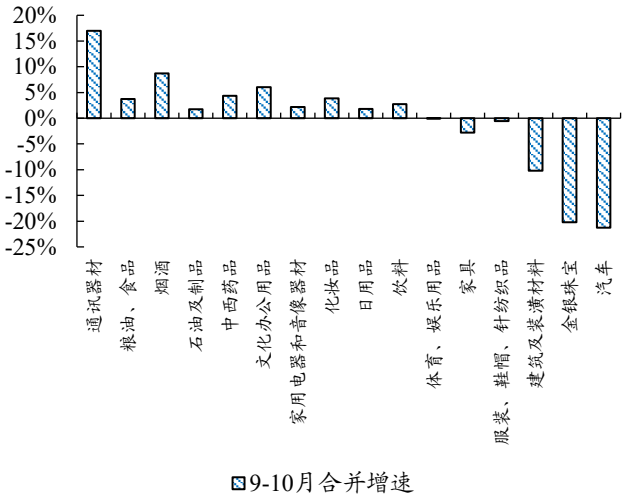
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：10月餐饮和商品零售同比均边际下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：平滑季节错位效应后商品零售总体仍弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

(1)政策力度不及预期;

(2)美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn