



Research and
Development Center

牛市走向：流动性和增量政策的博弈

——流动性、政策面、基本面三位一体框架

2025 年 10 月 14 日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号：S1500524070002
邮箱：mailinyue@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号: S1500524070002
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号
金隅大厦 B 座
邮编: 100031

牛市走向：流动性和增量政策的博弈

——流动性、政策面、基本面三位一体框架

2025 年 10 月 14 日

摘要：

- “流动性-政策面-基本面”构成决定股市大势走向的三位一体框架，就本轮行情的走向看，流动性负责让牛市走下去，政策面负责让牛市慢下来，基本面负责为牛市积蓄更多力量。
- 从流动性看，机构资金待入市规模仍高达数万亿元。今年以来尤其是 7 月以来的 A 股行情，主要系由机构贡献，散户贡献不大。机构资金持续入市，背后有一个深刻的政策背景，即推动中长期资金入市政策。理财、信托、保险、资管产品等机构，目前余额合计已超 100 万亿元，权益类仓位平均为 8.7%，整体处于历史低位，后续入市空间仍然较大。我们测算，不考虑余额增长，仅考虑权益仓位提升，以上四类机构资金待入市规模达 1.64-5.75 万亿元。
- 从政策面看，增量政策的信号仍需继续观察。9 月美联储降息后，中国央行未跟随降息，Q3 央行货币政策委员会例会也并未给出增量政策的信号。2022 年之前中美货币政策同向性较强，但 2022 年之后中美货币政策呈现明显分化的特征。现阶段多重因素可能制约了中国货币政策降息的节奏和空间，我们认为降息的空间有，但可能并不大。财政政策上，5000 亿元新型政策性金融工具将抓紧落地，其他增量措施仍待观察。
- 从基本面看，PPI 由负转正的力量正在积蓄。短期看，经济仍有下行压力，但“反内卷”提出后企业预期改善，值得引起重视。目前“反内卷”已经扩散至钢铁、煤炭、光伏、水泥等行业。“反内卷”有望带来双重拐点，即产能过剩下行拐点和 PPI 上行拐点——随着产能治理各项措施逐步实施，产能扩张有望得到抑制，推动产能过剩得到缓解；伴随产能过剩化解进程加快，PPI 也有望迎来上行拐点，有望在明年一季度末二季度初转正。
- 综上判断，当前 A 股存在慢牛的基础，对快牛的支撑并不强，快牛转为慢牛是大概率事件，结构行情占优。建议重视有基本面支撑的有色，有“反内卷”支撑的光伏、钢铁、建材，有流动性支撑的科技等。
- 风险因素：历史经验不代表未来，政策推进低于预期，地缘政治风险突发，数据统计口径差异等。

目 录

一、流动性：机构资金待入市规模仍高达数万亿元	4
1.1 本轮股市不是散户牛，而是机构牛	4
1.2 中长期资金入市方兴未艾	5
1.3 机构资金待入市规模仍高达数万亿	7
二、政策面：增量政策的信号仍需继续观察	12
2.1 货币政策未给出增量政策的信号	12
2.2 制约货币政策降息的因素	12
2.3 关注促进价格回升的其他政策可能	15
三、基本面：PPI 由负转正的力量正在积蓄	19
3.1 短期看，经济仍有下行压力	19
3.2 反内卷从政策基调到逐步落地	21
3.3 中期看，PPI 由负转正的力量正在积蓄	22
四、小结：慢牛才是王道，结构行情占优	24
风险因素	26

图 目 录

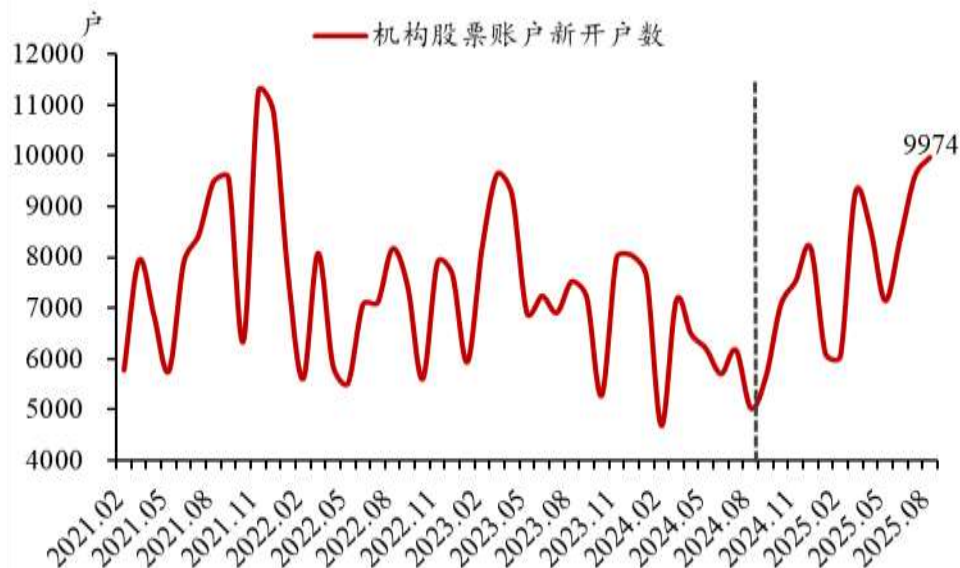
图 1：机构股票账户新开户数不断上升	4
图 2：散户股票账户新开户数仍然不高	4
图 3：场内基金账户新开户数并不高	5
图 4：散户基金投资行为和股票投资行为高度正相关	5
图 5：2024 年 9 月以来高层会议持续推动中长期资金入市	6
图 6：《实施方案》对机构资金入市提出了明确要求	7
图 7：《实施方案》对部分机构已提量化要求，对部分机构尚未提出	7
图 8：理财资金的权益仓位处于历史低位	8
图 9：理财资金的现金仓位处于历史高位	8
图 10：信托资金的权益仓位处于历史低位	9
图 11：信托资金的债券仓位处于历史高位	9
图 12：保险资金的权益仓位仍然不高	10
图 13：保险资金的现金和债券仓位近年来持续上升	10
图 14：私募资管产品的权益仓位低位略有回升但仍然不高	11
图 15：私募资管产品的固收仓位不断下降但仍然较高	11
图 16：四类机构资金待入市规模高达数万亿元	12
图 17：从历史上看，降息难以促进消费	13
图 18：2021 年以来，降息对促进房地产市场的有效性降低	13
图 19：2022 年以来，企业贷款利率持续下降	14
图 20：2022 年以来，产能利用率持续偏低	14
图 21：2015 年，持续降息引发股市疯牛快牛	15
图 22：居民用电价格长期未涨	15
图 23：居民生活用水价格几乎未涨	16
图 24：公共汽车票价仅有小幅上涨	16
图 25：公路货运价格长期未涨	17
图 26：大学学费长期基本未涨	17
图 27：大学住宿费同样长期基本未涨	18
图 28：医院挂号费仅有小幅上涨	18
图 29：医院床位费仅有微幅上涨	19
图 30：设备更新和制造业投资增速下行	20
图 31：以旧换新重点商品增速普遍回落	20
图 32：“反内卷”背景下，制造业企业预期改善	21
图 33：中央层面对反内卷的表态和政策	22
图 34：规模以上工业企业总产能走势	23
图 35：实际产能超出合意区间的部分，即产能过剩规模	23
图 36：反内卷政策下，产能过剩的下行拐点到来	24
图 37：产能过剩的下行拐点，对应于 PPI 的上行拐点	24

一、流动性：机构资金待入市规模仍高达数万亿元

1.1 本轮股市不是散户牛，而是机构牛

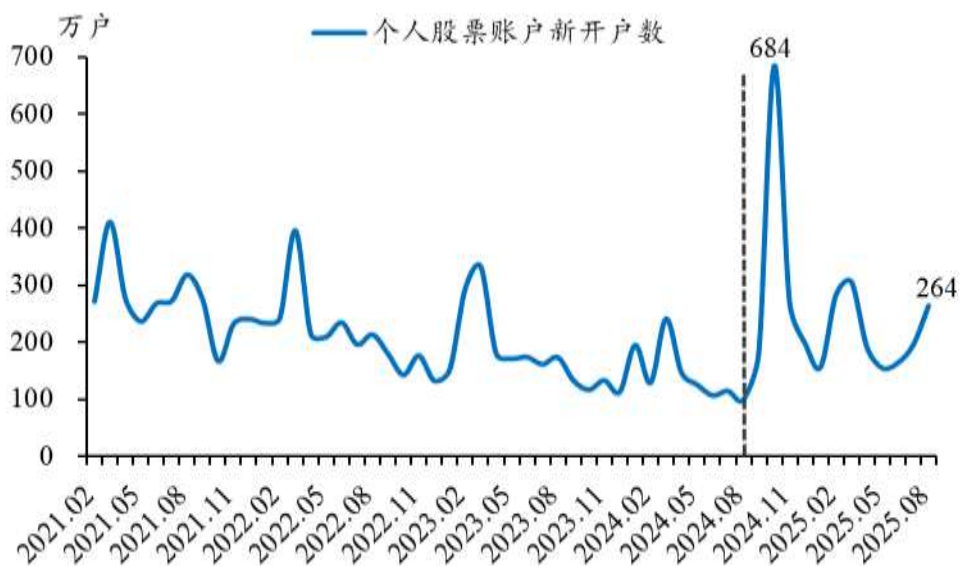
机构股票账户新开户数不断上升，散户股票账户新开户数仍然不高。去年“9.26”（印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》）之后，伴随中央推出一揽子增量政策，A股投资者热情被迅速点燃，但从后续走势来看，机构和散户投资行为出现很大分化：机构新开户数虽有波动，但总体不断上升，截至2025年8月，机构股票账户新开户数为9974户，创2022年以来新高；散户热情来也快去也快，2024年10月散户新开户数创近年高点，后热情消退，截至2025年8月为264万户，尚未超过2025年2月（283万户）、3月（306万户）水平（图1-2）。不难看到，今年以来尤其是7月以来的A股行情，主要系由机构贡献，散户贡献不大。

图 1：机构股票账户新开户数不断上升



资料来源:iFind, 信达证券研发中心

图 2：散户股票账户新开户数仍然不高



资料来源:iFind, 信达证券研发中心

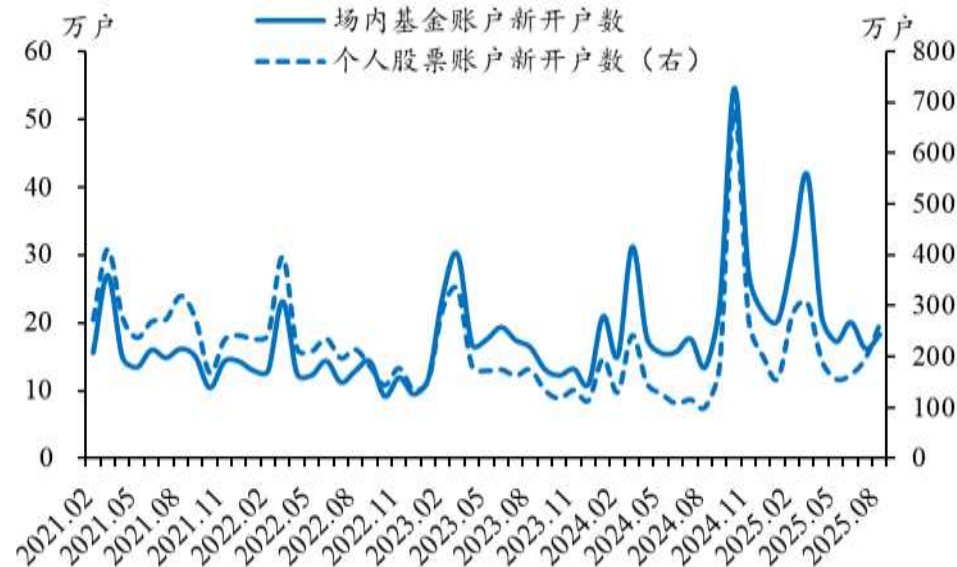
散户通过基金入市的情况也不明显。在开户直接投资股市之外，还需考虑散户通过购买基金间接投资股市的情况。以场内基金账户新开户数观察，2024 年 10 月场内基金新开户数创近年高点，显示去年“9.26”后散户通过基金入市的热情一度非常高涨，但很快热情消退，到 2025 年 8 月，场内基金账户新开户数为 18 万户，明显低于 2025 年 3 月，遑论 2024 年 10 月。散户基金投资行为和股票投资行为高度正相关，回顾历史，散户股票账户开户高峰时，场内基金开户往往也是高峰；散户股票账户开户低谷时，场内基金开户往往也是低谷（图 3-4）。关于散户通过 ETF 基金入市情况，散户一面赎回宽基 ETF 基金，一面购入行业 ETF 基金，行业分化加剧，总体增量资金有限。

图 3：场内基金账户新开户数并不高



资料来源:iFind, 信达证券研发中心

图 4：散户基金投资行为和股票投资行为高度正相关



资料来源:iFind, 信达证券研发中心

1.2 中长期资金入市方兴未艾

去年“9.26”之后，机构资金持续入市，背后有一个深刻的政策背景，即推动中长期资金入市政策。发展资本市场是后房地产时代中央破局的重要战略，2024 年 9 月中央政治局会议强调要“努力提振资本市场”“大力引导中长期资金入市”，此后历次中央政治局会议都高度重视资本市场。更重要的是，本轮提振资本市场，既有高规格的表态，也不乏落至实地的措施。2024 年 9 月中央金融办和证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 5

2025 年 1 月中央金融办、证监会、财政部、人社部、人民银行、金管总局六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》（后文简称《实施方案》）（图 5）。这两份文件相继出台后，机构资金持续入市就拉开大幕。

图 5：2024 年 9 月以来高层会议持续推动中长期资金入市

会议规格	表态措施
2024年9月中央政治局会议	要努力提振资本市场， 大力引导中长期资金入市 ， 打通社保、保险、理财等资金入市堵点。
2024年9月中央金融办、证监会	联合印发 《关于推动中长期资金入市的指导意见》
2024年12月中央经济工作会议	稳住楼市股市。 深化资本市场投融资综合改革， 打通中长期资金入市卡点堵点 ， 增强资本市场制度的包容性、适应性。
2025年1月中央金融办、证监会等六部委	联合印发 《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》
2025年4月中央政治局会议	持续稳定和活跃资本市场。
2025年7月中央政治局会议	增强国内资本市场的吸引力和包容性， 巩固资本市场回稳向好势头。

资料来源:新华网, 信达证券研发中心

中长期资金入市方兴未艾，更多机构资金入市仍然可期。2025 年 1 月份的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》规格高、要求细，对部分机构资金入市提出了明确的量化要求，其中，对公募入市的要求是持有 A 股流通市值未来三年每年至少增长 10%，对商业保险资金入市的要求是每年新增保费 30%用于投资股市，同时要求相应机构实行长周期考核，确保这些入市资金是“中长期资金”而不是短线资金。但对于理财、信托、资管产品、私募、企（职）业年金基金等机构，目前仅作了原则要求，尚未提出明确的入市量化要求（图 6-7）。鉴于中长期资金入市是既定战略，针对这些机构资金入市的量化要求可能也会逐步出台，形成中长期资金入市更大的合力。

图 6：《实施方案》对机构资金入市提出了明确要求

机构类别	原则要求
对保险资金的要求	引导保险 增加A股（含权益类基金）投资规模和实际比例 ；全面实行三年以上的 长周期考核 ；抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地。
对社保基金、基本养老保险基金的要求	稳步提升社保基金 股票类资产投资比例 ；推动有条件地区进一步扩大基本养老保险基金委托投资规模；细化明确 长周期业绩考核 机制。
对企（职）业年金基金的要求	加快出台三年以上长周期业绩考核指导意见；逐步扩大企业年金覆盖范围；支持有条件单位探索放开企业年金个人投资选择；鼓励开展差异化投资。
对权益类基金的要求	引导督促公募 稳步提高权益类基金的规模和占比 ；建立基金管理人、基金经理与投资者的利益绑定机制；依法拓展私募产品类型和投资策略。
对市场生态的要求	引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策；允许机构作为战略投资者参与上市公司定增；多方面给予银行理财、保险资管与公募基金同等政策待遇。

资料来源:证监会, 信达证券研发中心

图 7：《实施方案》对部分机构已提量化要求，对部分机构尚未提出

机构类别	量化要求
公募	公募基金持有A股流通市值未来三年每年至少增长10%
商业保险资金	力争每年新增保费30%用于投资股市；力争保险资金投资股市的比例在现有基础上继续稳步提高
社保	稳步提升社保基金股票类资产投资比例
理财	待出
信托	待出
资管计划	待出
私募	待出
企（职）业年金基金	待出

资料来源:证监会, 信达证券研发中心

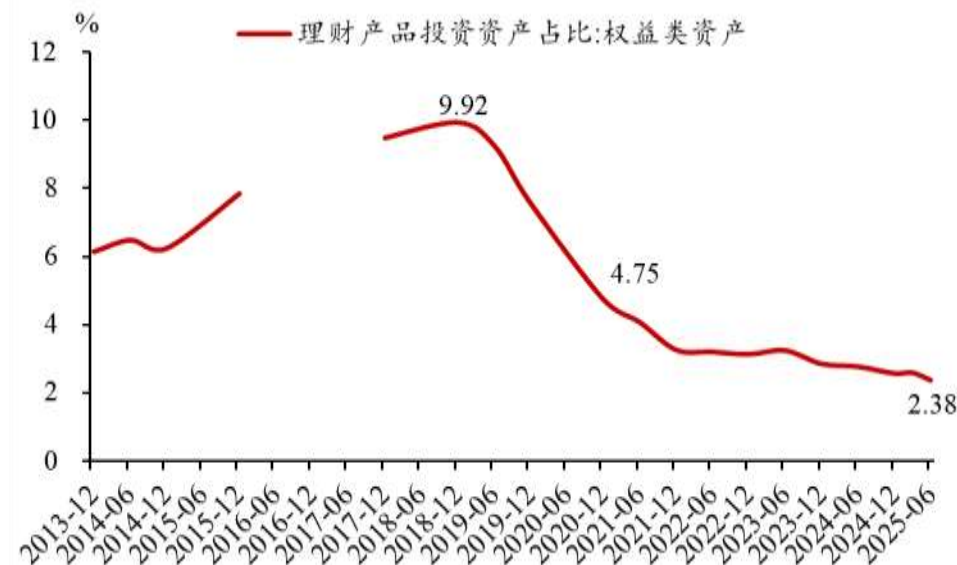
1.3 机构资金待入市规模仍高达数万亿

本节我们将对理财、信托、保险、资管产品等机构资金的权益仓位和待入市空间做出详细测算。

理财资金：权益仓位处于历史低位，待入市资金规模为 8700 亿元-2.77 万亿元。截至 2025 年 Q2，理财资金的权益类资产仓位仅为 2.38%，处于有史以来最低位；同期，现金及银行存款仓位高达 24.8%，处于历史高位（图 8-9）。

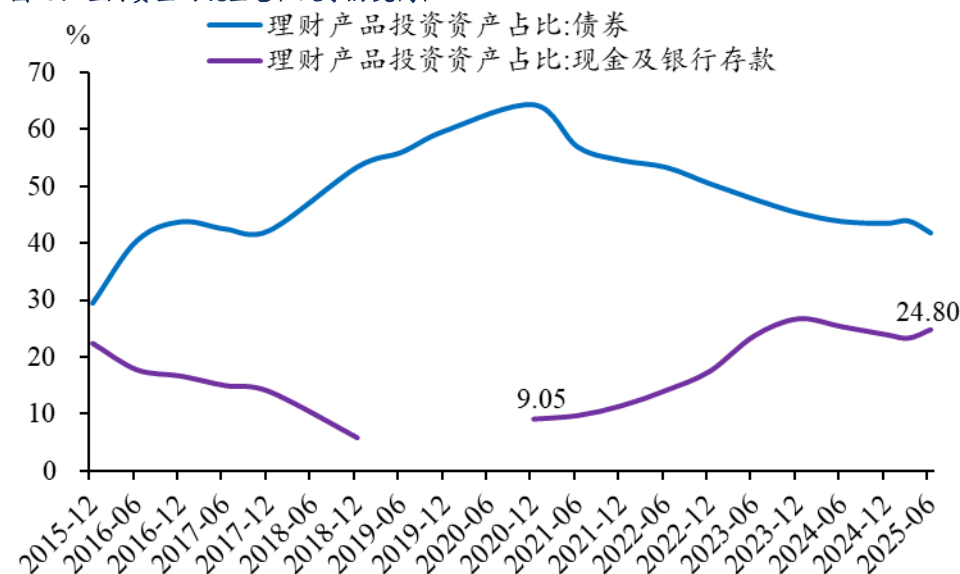
对于理财资金来说，压降现金仓位、提高权益仓位是有必要的。截至 2025 年 Q2，理财产品募集资金余额为 36.72 万亿元，不考虑余额增长，仅考虑权益仓位提升，待入市资金规模为：若仓位提升至 2020 年高点 4.75%，待入市资金规模为 8700 亿元；若仓位提升至 2018 年高点 9.92%，待入市资金规模为 2.77 万亿元（图 16）。

图 8：理财资金的权益仓位处于历史低位



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

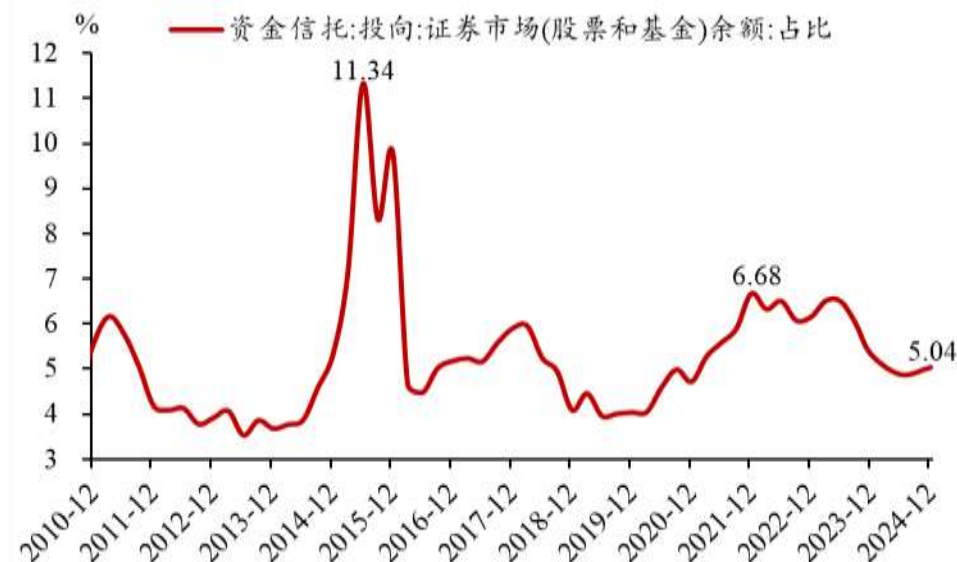
图 9：理财资金的现金仓位处于历史高位



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

信托资金：权益仓位也处于历史低位，待入市资金规模为 3600 亿元-1.40 万亿元。据中国信托业协会数据，截至 2024 年底，信托资金投向股票和基金的占比为 5.04%，处于 2021 年以来次低位（2024 年 Q2 最低）；同期，投向债券的占比高达 41.13%，处于历史最高位（图 10-11）。对于信托资金来说，有必要压降债券仓位、提高权益仓位，这会形成大类资产中的股债跷跷板效应。截至 2024 年底，信托资金余额为 22.25 万亿元，不考虑余额增长，仅考虑权益仓位提升，待入市资金规模为：若仓位提升至 2021 年高点 6.68%，待入市资金规模为 3600 亿元；若仓位提升至 2015 年高点 11.34%，待入市资金规模为 1.40 万亿元（图 16）。

图 10：信托资金的权益仓位处于历史低位



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 11：信托资金的债券仓位处于历史高位



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

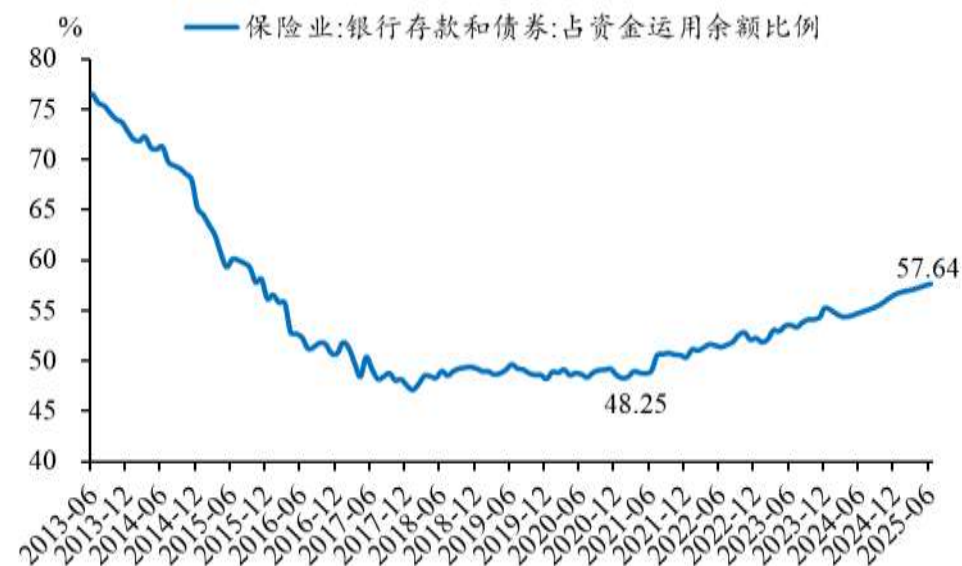
保险资金：权益仓位仍然不高，待入市资金规模为 2600 亿元-1.09 万亿元。截至 2025 年 Q2，保险资金的股票和基金仓位为 13.05%，在中长期资金入市政策要求下有所提升，但仍然不高；同期，银行存款和债券仓位为 57.64%，近年来持续上升（图 12-13）。保险资金同样有压降债券仓位、提高权益仓位的诉求，这也会加大大类资产中的股债跷跷板效应。截至 2025 年 Q2，保险资金余额为 36.23 万亿元，不考虑余额增长，仅考虑权益仓位提升，待入市资金规模为：若仓位提升至 2020 年高点 13.76%，待入市资金规模为 2600 亿元；若仓位提升至 2015 年高点 16.06%，待入市资金规模为 1.09 万亿元（图 16）。

图 12：保险资金的权益仓位仍然不高



资料来源: iFind, 金管总局, 信达证券研发中心

图 13：保险资金的现金和债券仓位近年来持续上升



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

资管产品：权益仓位低位略有回升但仍然不高，待入市资金规模为 1500 亿元-4900 亿元。截至 2025 年 8 月，各类资管产品的权益类仓位为 14.44%，较上月提高 0.5 个百分点，低位略有回升，但仍处于过去三年来低位；同期，固定收益类仓位为 72.76%，去年“9.26”以来已累计下降 3 个百分点，但仍然较高（图 14-15）。截至 2025 年 8 月，各类私募资管产品余额为 12.58 万亿元，不考虑余额增长，仅考虑权益仓位提升，待入市资金规模为：若仓位提升至 2023 年高点 15.64%，待入市资金规模为 1500 亿元；若仓位提升至 18.3%的可比较高水平，待入市资金规模为 4900 亿元（图 16）。

图 14：私募资管产品的权益仓位低位略有回升但仍然不高



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 15：私募资管产品的固收仓位不断下降但仍然较高



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

上述四类机构合计，待入市资金规模可能高达数万亿。理财、信托、保险、资管产品等四类机构资金，目前余额合计已超 100 万亿元，权益类仓位平均为 8.7%，整体处于历史低位，后续入市空间仍然较大。不考虑余额增长，仅考虑权益仓位提升，以上四类机构资金待入市规模达 1.64-5.75 万亿元（图 16）。实际上，随着经济发展和资本市场深化，再加上今年以来股市的赚钱效应，机构管理的资金规模预计会不断扩张，若考虑这一情况，上述机构待入市资金规模可能还会超出我们测算的区间。若再考虑公募、私募、社保、年金、外资等机构资金，乃至居民资金，待入市规模可能还会更大，本轮股市行情延续具备充足的流动性支持。

值得注意的是，行情演进中多类机构可能有压降债券仓位、提高权益仓位的诉求，这一行为在为股市提供增量流动性充裕的同时，也会造成大类资产中的股债跷跷板效应，对债市构成不容忽视的影响。

图 16：四类机构资金待入市规模高达数万亿元

机构类别	当前 总规模 万亿元	权益类投资				
		当前仓位占比 %	2020年以来高点 %	2015年以来高点 %	短期待入市规模 万亿元	长期待入市规模 万亿元
理财	36.72	2.38	4.75	9.92	0.87	2.77
信托	22.25	5.04	6.68	11.34	0.36	1.40
保险	36.23	13.05	13.76	16.06	0.26	1.09
私募资管产品	12.58	14.44	15.64	18.30	0.15	0.49
合计	107.79	8.73	10.21	13.90	1.64	5.75

资料来源: iFind, 信达证券研发中心, 截至 2025 年 8 月

二、政策面：增量政策的信号仍需继续观察

2.1 货币政策未给出增量政策的信号

9月美联储降息后，中国央行未跟随降息。9月18日，美联储公布9月议息结果，如期降息25BP，联邦基金目标利率区间降至4-4.25%。这是自2024年12月美联储上次降息以来，时隔9个月后，美联储重启降息。9月点阵图显示，FOMC预计年内还将降息50BP。美联储降息，意味着中国货币政策的外部约束减弱，2024年9月美联储降息后，中国央行亦曾降息。市场对于本次中国央行是否跟随美联储降息多有关关注，事实是，至今中国央行并未跟随降息，7天逆回购利率继续保持在1.4%，1年期LPR报价继续保持在3%，5年期LPR报价继续保持在3.5%。

Q3央行货币政策委员会例会也并未给出增量政策的信号。9月26日，央行官网发布2025年Q3货币政策委员会例会通稿。通稿全文与Q2高度相似，总体变化不大。提到了加大存量商品房和存量土地盘活力度，提到了防范资金空转，但都是延续之前的提法，并不是新的变化。全文没有给出增量政策的信号，没有提加大政策力度，只提了加强调控；没有提增量政策，而是强调保持政策连续性稳定性。关于下阶段货币政策主要思路，通稿提到加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等，其中小微企业和稳定外贸是本次新增内容，指向下阶段政策发力重点可能仍在于结构性工具。

2.2 制约货币政策降息的因素

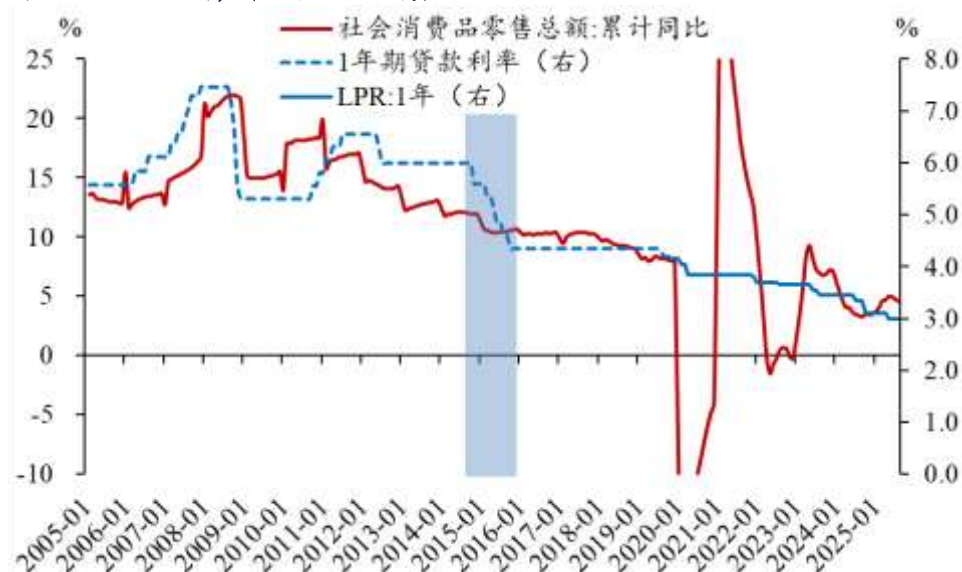
中美货币政策从同向变动转为明显分化。回顾中美货币政策互动的历史，不难看到，2022年之前中美货币政策同向性较强，美联储加息期中国央行往往加息，美联储降息期中国央行往往也降息。但2022年之后，这一规律已被打破，中美货币政策呈现明显分化的特征。2022年3月，美联储开启一轮史无前例加息，到2023年7月，在一年多时间里把基准利率从0-0.25%加到5.25-5.5%，而同一时期，中国央行秉持“以我为主”，延续了降息节奏。2024年11月和12月美联储两次降息，中国央行也都未跟随。2025年9月22日在国新办举行的“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会上，央行行长潘功胜再次强调，中国货币政策坚持以我为主，兼顾内外平衡，当前中国的货币政策立场是支持性的。

就现阶段而言，以下因素可能制约了中国货币政策降息的节奏和空间。

一是货币政策在需求过旺时抑制需求的效果通常较好，但在需求不足时拉动需求的效果往往不佳，尤其难以促进消费。当前中国经济亟待解决的一大问题是消费需求不足，2025年1-8月，尽管有消费品以旧换新政策的支持，社零增速录得4.6%，但与全年5%的GDP目标相比仍有差距。从历史上看，通过降息促进消费并不现实。例如，2014年11月至2015年10月，央行6次降低存贷款基准利率，1年期存款基准利率从3%降至1.5%，1年期贷款利率从6%降至4.35%，但该时期社零增速持续下行（图17）。又如，2020年至今，央行多次降息，7天逆回购利率从2.5%降

至 1.4%，1 年期 LPR 从 4.15% 降至 3%，但同时期社零增速从 8% 降至 4.6%。

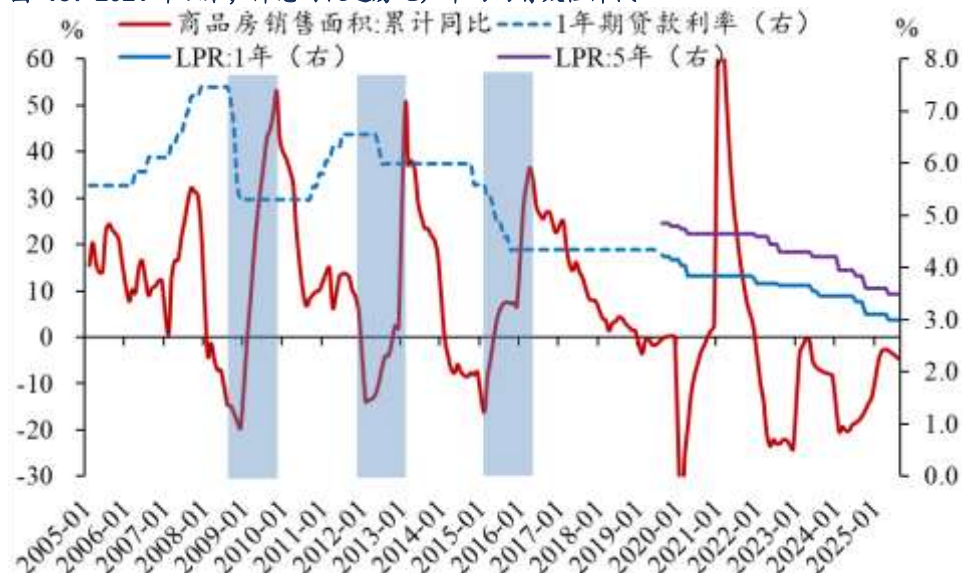
图 17：从历史上看，降息难以促进消费



资料来源：iFind，信达证券研发中心

二是降息对于促进房地产市场回暖的有效性降低。历史上，房地产市场是对货币政策高度敏感的部门，降息对促进房地产市场回暖曾经非常有效。2021 年之前，我国房地产市场呈现每 3-4 年一轮小周期的规律，每轮小周期谷底都是在货币政策降息的支持下走出来的：2008 年下半年，央行 5 次降息，商品房销售走出低谷，增速从 -19.7% 升至 53%；2012 年下半年，央行 2 次降息，商品房销售再次走出低谷，增速从 -14% 升至 49.5%；2014-2016 年，央行 6 次降息，商品房销售同样走出低谷，增速从 -16.3% 升至 36.5%。但自从 2021 年房地产大周期进入下行周期以来，降息对于拉动房地产市场走出谷底已经不再有效。过去五年，5 年期 LPR 累计下降 10 次 130BP，而商品房销售持续低迷（图 18）。

图 18：2021 年以来，降息对促进房地产市场的有效性降低



资料来源：iFind，信达证券研发中心

三是还要考虑到，利率过低并不是完全积极作用，可能也会有若干副作用，利率过低可能加剧部分行业产能过剩。产能过剩和货币政策之间的关系值得深度思考——逻辑上，利率过低有助于降低地方招商引资的成本，降低企业扩大投资新增产能的成本，降低僵尸企业依靠融资继续生存的成本，这些因素可能并非产能过剩的根源，但可能导致

（部分行业）产能过剩加剧；实际上，2022 年以来，伴随企业贷款利率持续下降，我国工业部门产能利用率持续偏低，部分行业尤其值得关注（图 19-20）。不管是逻辑层面还是实际层面，都警示我们要关注和警惕利率过低对于实体经济的副作用。

图 19：2022 年以来，企业贷款利率持续下降



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 20：2022 年以来，产能利用率持续偏低

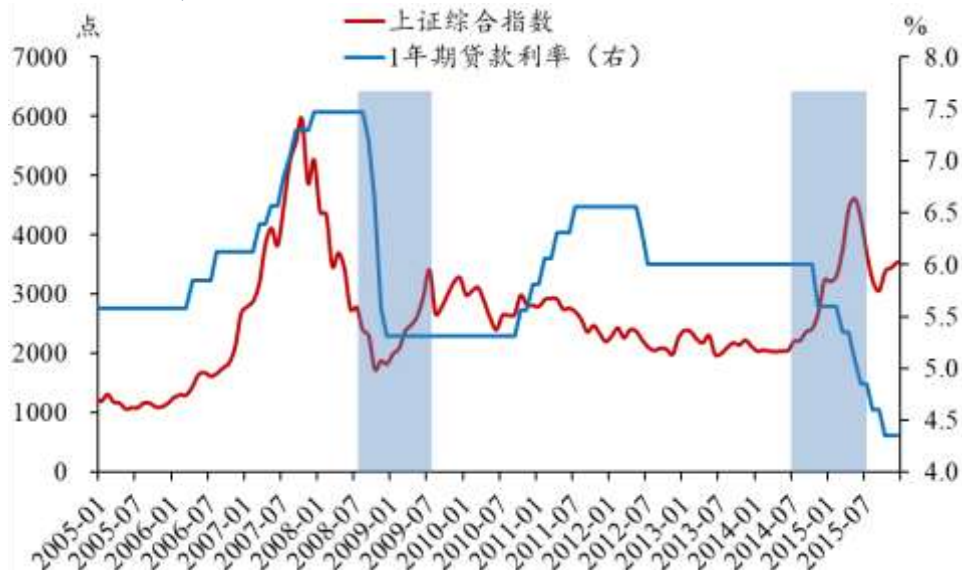


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

四是持续降息对于股市的影响也需要关注。资本市场同样是对货币政策高度敏感的部门，历史上，疯牛快牛出现背后，往往都有货币政策持续宽松的影子。2014 年 11 月-2015 年 10 月，为应对当时的经济下行压力，央行连续降息降准，降息 6 次，降准 4 次，使得市场对于流动性持续宽松的预期不断得到强化，对当时股市快速上涨起到了推波助澜的作用，是 2015 年 A 股牛市“其兴也勃焉，其亡也忽焉”不可或缺的因素。更早之前，美国次贷危机爆发后，2008 年 9-12 月央行平均每个月降息一次，同样催生了一轮股市快牛（图 21）。对于本轮股市而言，如果我们的目标是行稳致远，而不是疯牛快牛，那么可能就有必要避免释放货币政策过度宽松的信号。

除了上述因素，银行净息差已经处于历史低位，也会对继续降息的空间构成制约。综上，我们认为下阶段中国货币政策降息的空间有，但可能并不大。

图 21：2015 年，持续降息引发股市疯牛快牛



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

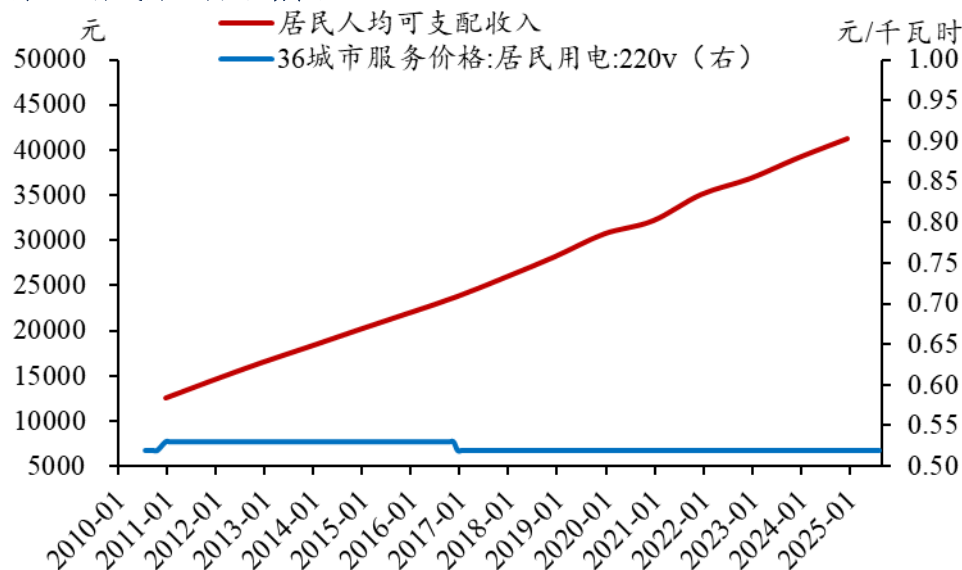
2.3 关注促进价格回升的其他政策可能

5000 亿元新型政策性金融工具将抓紧落地，更多财政政策增量措施仍待观察。设立新型政策性金融工具是今年更加积极有为宏观政策的一项重要内容，据 9 月 29 日国家发改委披露，新型政策性金融工具规模共 5000 亿元，全部用于补充项目资本金，目前正抓紧投放到具体项目。

关注新一轮价格改革的可能。在货币政策和财政政策以外，为推动价格回归合理水平，其他措施也有可能推出，形成政策合力，其中就包括新一轮价格改革。过去十几年，我国居民收入、消费品价格、房价等积累了较大涨幅（2010–2024 年居民收入从 12520 元增至 41314 元，涨幅为 230%），但公用事业价格、交通运输价格、高等教育服务价格、医疗服务价格等公共服务价格长期滞涨，适时推动新一轮价格改革是有必要的（图 22–29）。

电价：居民用电价格长期未涨，2010 年为 0.52 元/千瓦时，2025 年仍为 0.52 元/千瓦时。

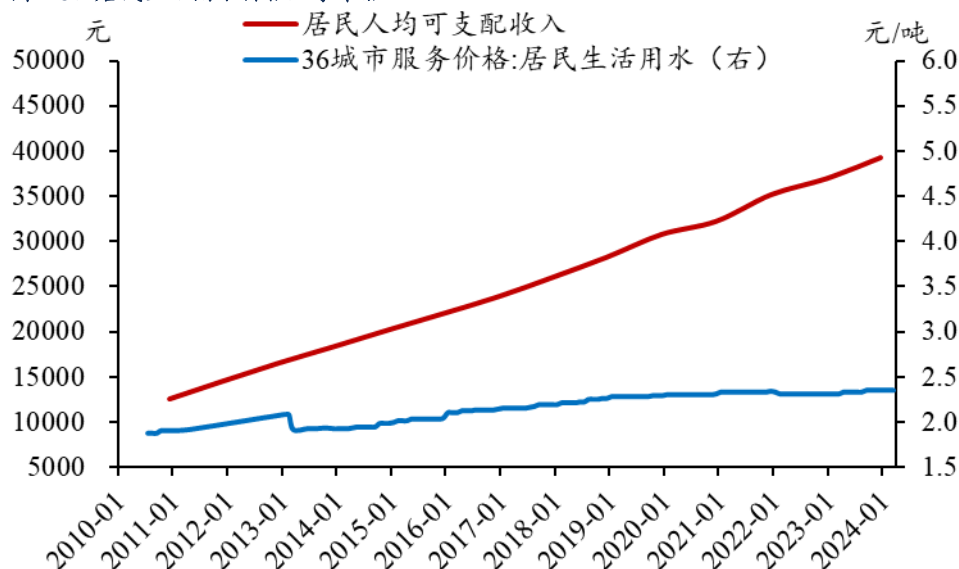
图 22：居民用电价格长期未涨



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

水费：居民生活用水价格几乎未涨，2010 年为 1.9 元/吨，目前为 2.35 元/吨，涨幅仅为 24%。

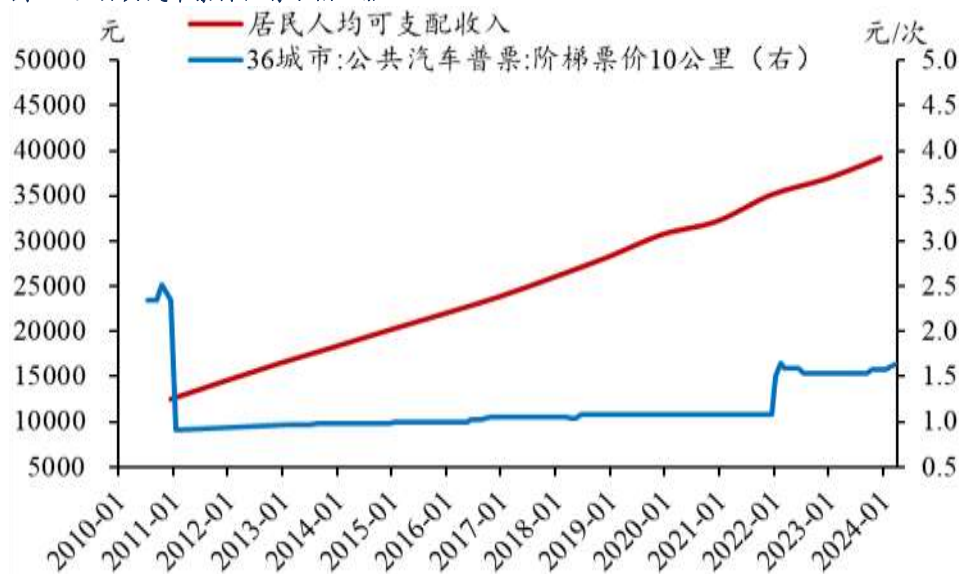
图 23：居民生活用水价格几乎未涨



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公共汽车票价：仅有小幅上涨，2011 年阶梯票价 10 公里为 0.91 元，2024 年为 1.63 元，涨幅为 79%。

图 24：公共汽车票价仅有小幅上涨



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公路货运价格：长期未涨，多年来维持在 0.65 元/吨公里左右（截至 2021 年 11 月）。

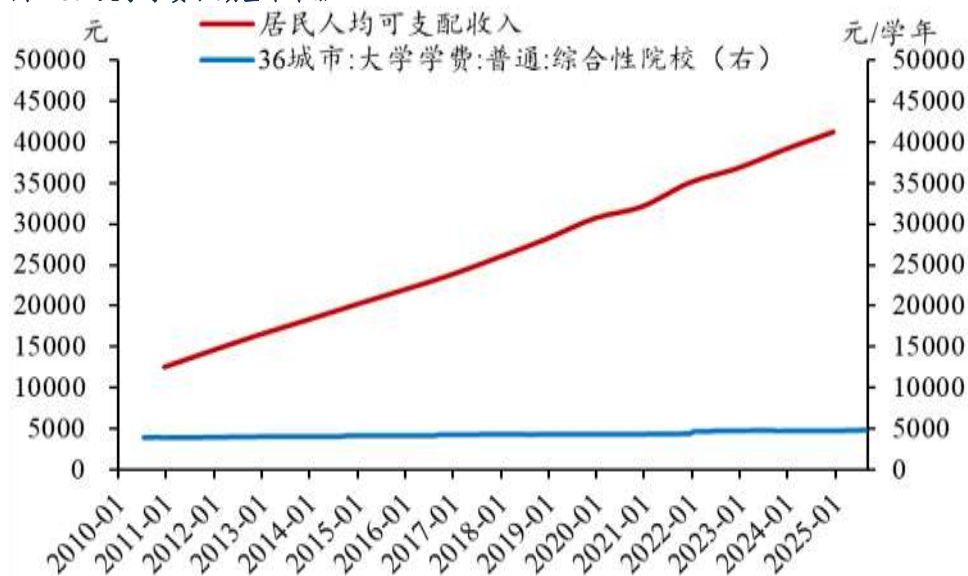
图 25：公路货运价格长期未涨



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

大学学费：长期基本未涨，2010 年为 3852 元/学年，2025 年为 4847 元/学年，涨幅约为 25%。

图 26：大学学费长期基本未涨



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

大学住宿费：同样长期基本未涨，2010 年为 1036 元/年，2024 年为 1189 元/年，涨幅约为 15%。

图 27：大学住宿费同样长期基本未涨



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

医院挂号费：仅有小幅上涨，2010 年为 0.98 元/次，2021 年为 2.08 元/次，涨幅约为 112%。

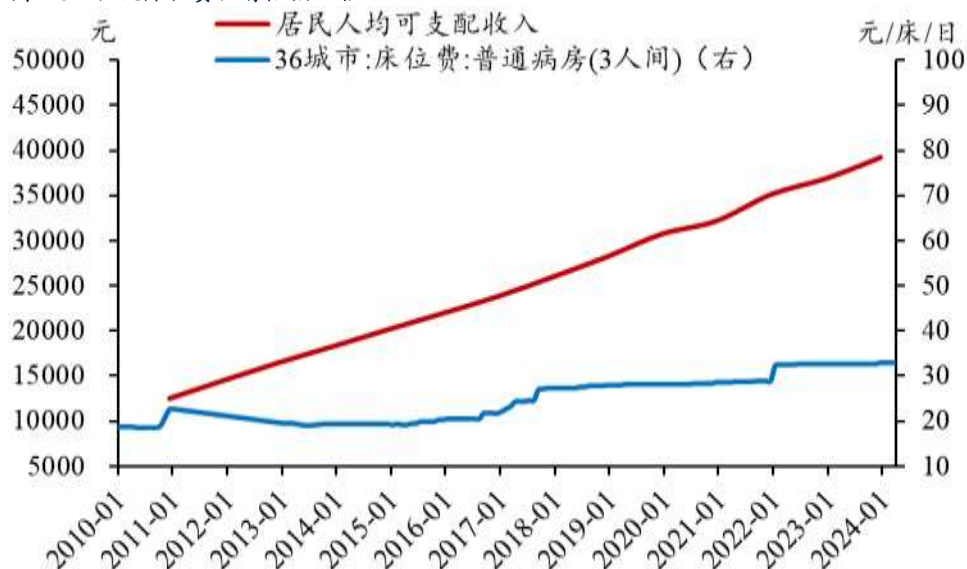
图 28：医院挂号费仅有小幅上涨



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

医院床位费：仅有微幅上涨，2010 年为 22.7 元/床/日，2024 年为 33 元/床/日，涨幅约为 45%。

图 29：医院床位费仅有微幅上涨



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

需要注意，市场期待的解决价格低迷的政策主要是需求刺激政策和“反内卷”政策，若新一轮价格改革启动，对于解决价格低迷无疑是有帮助的，但可能与市场期待的政策方向并不一致。

三、基本面：PPI 由负转正的力量正在积蓄

3.1 短期看，经济仍有下行压力

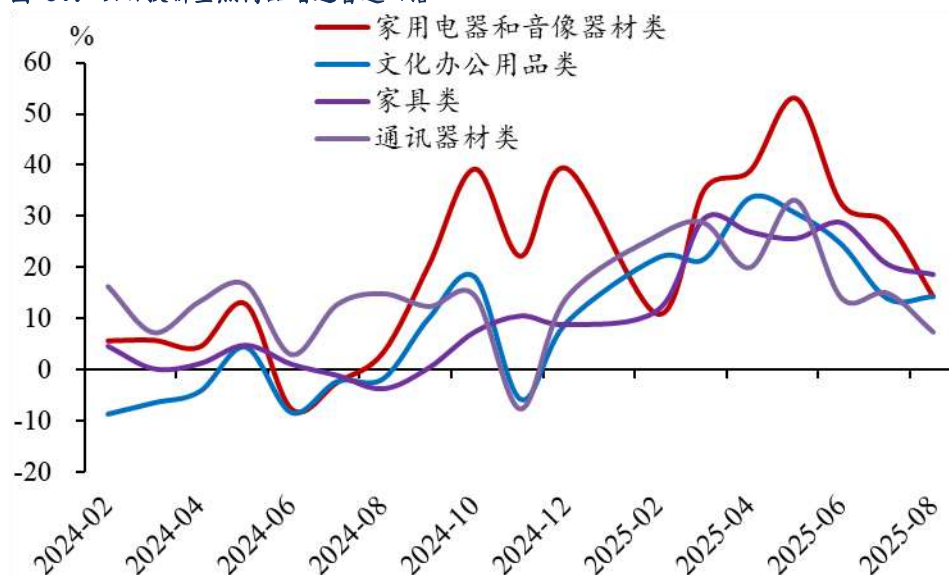
上半年表现较好的设备更新和以旧换新，下半年均转为走弱。上半年，在加力扩围实施“两新”政策下，设备更新和以旧换新相关指标表现较好。3 月份，设备工器具购置累计增速达到 19%，达到近年来高点；上半年，限额以上单位家用电器和音像器材类、文化办公用品类、通讯器材类、家具类商品零售额同比分别增长 30.7%、25.4%、24.1%、22.9%。下半年，设备更新和以旧换新均走弱。2025 年 8 月，设备工器具购置累计增速为 14.4%，较上月回落 0.8 个百分点；社零中家电和音响器材类、家具类、通讯器材类当月同比分别为 14.3%、18.6%、7.3%，分别较上月回落 14.4 个百分点、2 个百分点、7.6 个百分点（图 30-31）。

图 30：设备更新和制造业投资增速下行



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

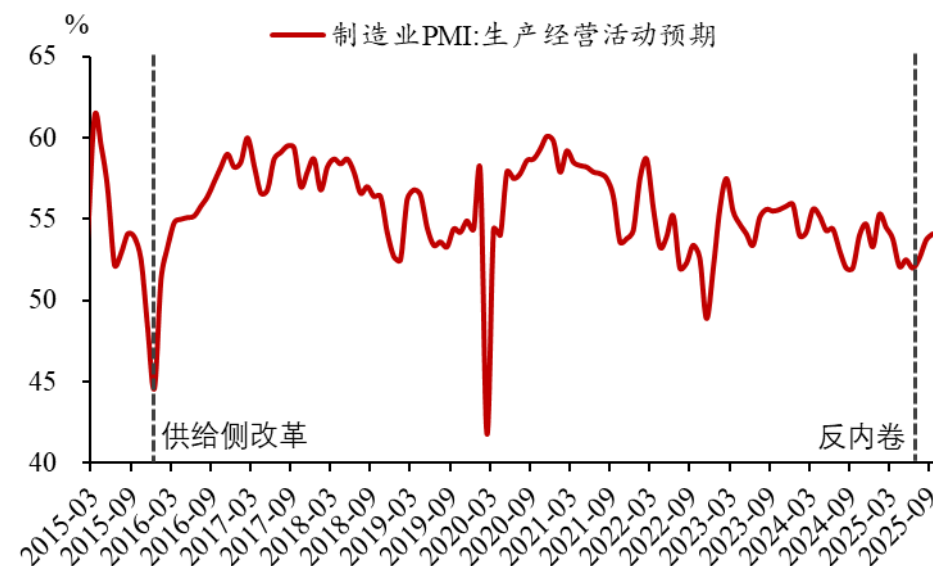
图 31：以旧换新重点商品增速普遍回落



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

尽管经济下行压力仍在，但企业预期初步企稳值得关注。在设备更新和以旧换新转弱以外，房地产投资降幅仍在扩大，基建投资增速小幅回落，出口下行压力开始显现，总体看，下半年经济压力可能明显大于上半年。但一个似乎矛盾的现象是，企业预期初步企稳，2025 年 7-9 月，制造业生产经营活动预期已经连续 3 个月改善。其背后的原因，我们认为与“反内卷”有关，“反内卷”提出后企业预期改善，在历史上已有相似案例，2015 年底供给侧结构性改革提出后，企业预期同样持续改善（图 32）。这值得引起我们重视，尽管当下存在一定压力，但在反内卷的影响下，未来可能会变得更好。

图 32：“反内卷”背景下，制造业企业预期改善



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

3.2 反内卷从政策基调到逐步落地

反内卷政策基调从“防止”到“综合治理”。本轮“反内卷”政策的出台最早可追溯至 2024 年 7 月的中共中央政治局会议，该会议首次提出防止“内卷式”恶性竞争，这意味着“反内卷”开始进入中央视野。到 2024 年 12 月，中央经济工作会议进一步明确综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为，反内卷的政策重心从一开始的预警转向具体整治。

反内卷政策从定调逐步走向落地。进入 2025 年，“反内卷”政策在前期基调明确的基础上，进一步从顶层设计走向落地执行。一方面，“反内卷”不仅持续成为多场高层会议的高频议题，相关政策更逐步渗透至可执行层面，甚至延伸到法律领域；另一方面，具体落地举措也在相继出台，如：建设全国统一大市场的指引，工信部也明确将实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业通过调结构、优供给、淘汰落后产能破解内卷（图 33）。

图 33：中央层面对反内卷的表态和政策

分类	时间	会议/文件	内容
顶层设计	2024 年 7 月	中共中央政治局会议	首次提出“强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争”。
	2024 年 12 月	中央经济工作会议	措辞从“防止”升级为“综合整治”，明确“综合整治‘内卷式’竞争，规范地方政府和企业行为”。
	2025 年 3 月	政府工作报告	强调“破除地方保护和市场分割，打通制约经济循环的卡点堵点，综合整治‘内卷式’竞争”。
	2025 年 7 月	中央财经委第六次会议	依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。
		中央政治局会议	依法依规治理企业无序竞争，推进重点行业产能治理。
法律保障	2025 年 6 月	新修订《反不正当竞争法》	重点规制平台经济领域“内卷式”竞争，对低价倾销、数据滥用等典型内卷行为设定最高 200 万元罚款。
具体执行	2025 年 1 月	国家发改委 《全国统一大市场建设指引（试行）》	明确禁止地方政府违规出台招商引资优惠政策（如税收返还、土地低价出让），从源头遏制地方保护主义引发的“内卷式”竞争。
	2025 年 5 月	市场监管总局 《综合整治“内卷式”竞争 维护公平竞争市场秩序》	重点打击低价倾销、虚假宣传、恶意抢客等内卷化市场乱象。
	2025 年 7 月	工信部 十大重点行业稳增长工作方案	实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能。

资料来源：中国政府网，国家发改委，南方都市报，信达证券研发中心

我们认为，2025 年的十大重点行业稳增长工作方案或是国家应对行业“内卷式”竞争、推动高质量发展的重要政策工具。这十大重点行业是稳定工业经济的关键力量，十大重点行业合计规模约占规上工业企业的七成左右，重点行业稳，工业经济就会稳。

自 7 月中央财经会议发文后，“反内卷”不断深入，多个行业陆续跟进、响应反内卷号召。2025 年 7 月，中央财经委员会第六次会议定调“反内卷”后，很多行业纷纷响应，目前“反内卷”已经扩散至钢铁、煤炭、光伏、水泥等行业。由于不同行业内卷表现形式存在差异，各个行业反内卷的聚焦重点也有所不同，从煤炭、钢铁、建材、光伏等行业反内卷政策可清晰体现。

虽然从钢铁、煤炭到建材、光伏，各个行业在整治反内卷时的聚焦重点有差异，但总结来看，当前反内卷政策落到实地的核心方向主要是控制新增产能、淘汰落后产能、鼓励兼并重组等。控制新增产能，是从源头遏制无序扩张；淘汰落后产能，是优化存量产能的结构；兼并重组，则可以一定程度上减少恶性压价。本质上，这些举措都围绕着产能治理和价格引导。

3.3 中期看，PPI 由负转正的力量正在积蓄

为了更好地理解“反内卷”的影响，我们根据工业产能利用率的定义加以变化，得到：

$$\text{产能（生产能力）} \approx (\text{工业企业营业收入} + \text{库存期末期初差额}) / \text{产能利用率}$$

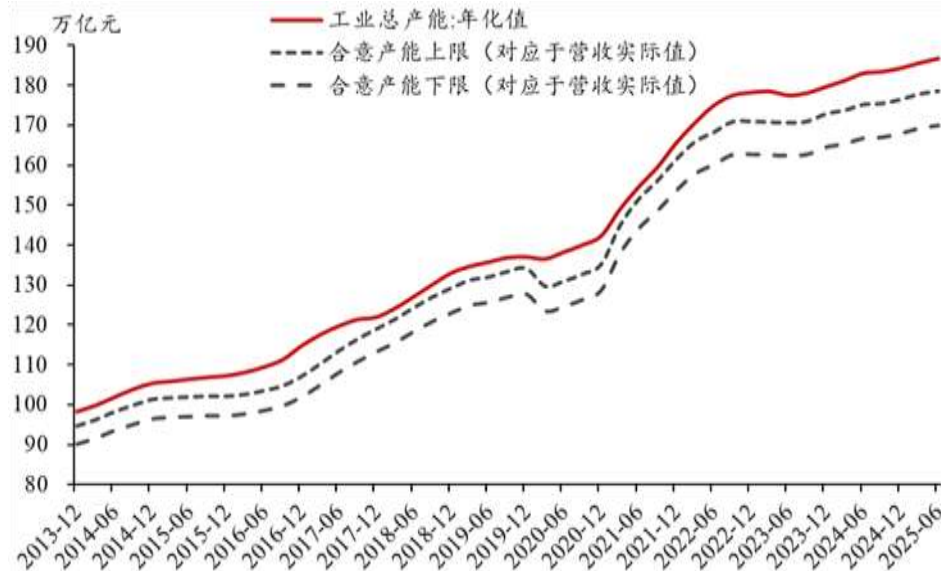
在此基础上，我们进一步估算得到产能过剩规模数据（图 36）。我们把 78%-82% 视为合意的产能利用率区间，以此为标准，计算出对应于企业实际营收的合意产能区间，即，工业总产能规模落在该区间时，产能利用率落在 78%-82% 区间。我们将实际工业总产能超出该合意区间的部分，定义为产能过剩规模（图 35）。理论上，产能过剩和 PPI 低迷存在密切关系。

图 34：规模以上工业企业总产能走势



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 35：实际产能超出合意区间的部分，即产能过剩规模



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

基于上述测算，我们发现，反内卷有望带来双重拐点，即产能过剩下行拐点和PPI上行拐点。

第一，“反内卷”有望带来产能过剩下行拐点。无论产能治理的方式几何，但这些措施的共同点是都会压低工业总产能的扩张速度。截至今今年 Q2，我国规模以上工业总产能增速已略低于 GDP 增速，伴随产能治理各项措施逐步实施，产能扩张有望进一步放缓，产能增速有望持续低于 GDP 增速且增速差扩大。这意味着产能过剩化解进程有望明显加快，产能过剩下行拐点到来（图 36）。但要注意，反内卷可能会压低相关行业的总产出。

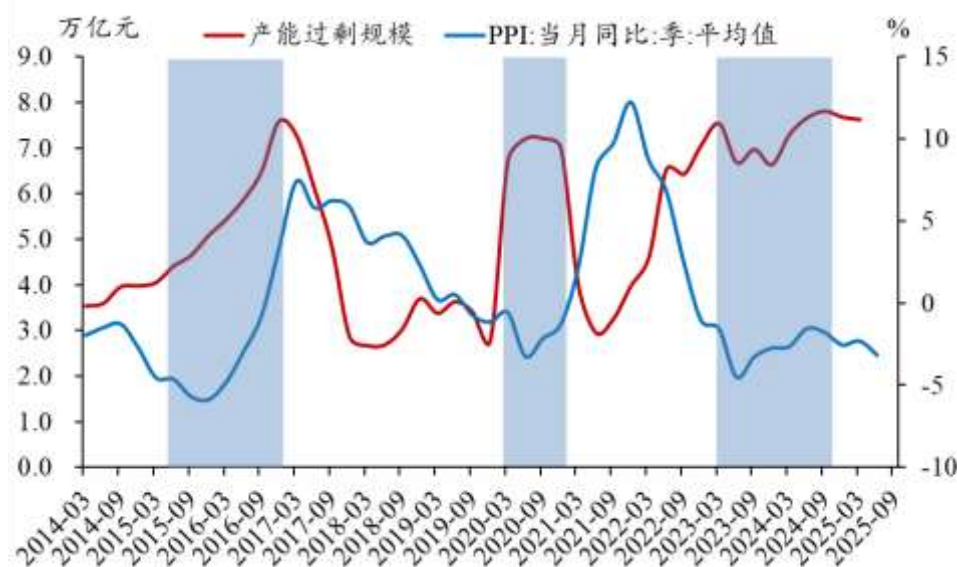
图 36：反内卷政策下，产能过剩的下行拐点到来



资料来源：iFind，信达证券研发中心，虚线为本团队预测趋势

第二，“反内卷”也有望带来 PPI 的上行拐点。根据我们对产能过剩规模的测算（见已外发报告《牛市的逻辑：产能过剩下行拐点到来》），产能过剩规模和 PPI 确实存在高度负相关关系。产能过剩规模达到高位时，PPI 往往达到低位；产能过剩规模进入下降阶段时，PPI 往往进入上行阶段。基于上述逻辑，在“反内卷”政策下，伴随产能过剩化解进程加快，PPI 也有望迎来上行拐点（图 37）。PPI 由负转正的力量正在积蓄，我们预计转正时刻可能在明年一季度末二季度初发生。

图 37：产能过剩的下行拐点，对应于 PPI 的上行拐点



资料来源：iFind，信达证券研发中心

四、小结：慢牛才是王道，结构行情占优

“流动性-政策面-基本面”构成决定股市走向的三位一体框架。影响股市的因素很多，但任何单一因素都无法决定股市的走向，试图根据单一因素来线性推演股市，难免会犯错误。例如，经济强可以有牛市，经济弱也可以有牛市，降息可以有牛市，加息也可以有牛市，不一而足。实际上，我们认为股市走向是由流动性、政策面、基本面等诸多因素共同决定的，因此，概括为三位一体框架。

就本轮行情的走向看，流动性负责让牛市走下去，政策面负责让牛市慢下来，基本面负责为牛市积蓄更多力量。机构资金待入市规模仍高达数万亿元，本轮股市行情延续具备充足的流动性支持。但增量政策的信号仍需继续观察，存在较多制约因素，增量政策节奏较慢会让股市节奏也慢下来。PPI 由负转正的力量正在积蓄，基本面对股市的支撑也正在积蓄。

接下来慢牛才是王道，结构行情占优。综上判断，当前 A 股存在慢牛的基础，对快牛的支撑并不强，快牛转为慢牛是大概率事件。此前我们构建的行业投资机会六维度筛选模型，成功捕捉到了有色和光伏行业的投资机会（详见《牛市的逻辑：产能过剩下行拐点到来》）。建议重视有基本面支撑的有色，有“反内卷”支撑的光伏、钢铁、建材，有流动性支撑的科技等。

风险因素

历史经验不代表未来，政策推进低于预期，地缘政治风险突发，数据统计口径差异等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事宏观经济研究。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。