



Research and  
Development Center

# 牛市的逻辑：产能过剩下行拐点到来

## ——反内卷影响详细测算

2025 年 8 月 29 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

## 牛市的逻辑：产能过剩下行拐点到来

## ——反内卷影响详细测算

2025年8月29日

## 摘要：

- 我们研究发现，依据工业企业营收、库存、产能利用率等公开数据，可以推算工业总产能数据，从而建立起完整的产能图谱，帮助我们更好地理解产能问题。截至2025年二季度，按现价计算，我国规模以上工业总产能规模达到186.7万亿元，相当于GDP的比重的135.7%。按不变价计算，过去几年我国工业总产能经历了三轮扩张，分别发生在2018年、2021年、2023-2024年。
- 在工业总产能基础上，我们进一步估算得到产能过剩规模数据。过去几年我国工业部门经历了三次产能过剩，第一次产能过剩发生在2015-2016年，供给侧改革实施后得到有效化解；第二次产能过剩发生在2020年，源于疫情造成的经济走弱，随着经济恢复而迅速得到化解；第三次（部分行业）产能过剩发生在2023年以来，主要系产能扩张和需求偏弱共同导致。
- “反内卷”有望带来产能过剩下行拐点和PPI上行拐点。产能扩张和需求增长应保持基本平衡，若前者快于后者，容易引发企业“内卷式”竞争、商品过剩、物价低迷等问题；若后者快于前者，往往出现经济过热、商品短缺、通胀高企等问题。“反内卷”有望从供给侧推动产能出清，带来产能过剩下行拐点和PPI上行拐点，改善企业盈利，改善微观主体的经济体感。
- “反内卷”政策下，资本市场有望迎来一轮牛市。回顾历史，每一轮产能过剩化解和PPI触底回升都为资本市场带来了一轮牛市。2016-2017年，供给侧结构性改革取得成效，产能过剩明显缓解，工业企业盈利明显改善，A股走牛；2020年下半年至2021年上半年，疫情引发的暂时性和临时性产能过剩消退，A股再迎牛市。行业上，基于我们的六维度筛选模型，有色、光伏等板块值得重视。
- 风险因素：“反内卷”推进低于预期，地缘政治风险突发，历史规律可能会失效等。

## 目 录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一、产能过快扩张是“内卷式”竞争的根源.....           | 4  |
| 1.1 利用有关公开数据推算我国工业总产能.....         | 4  |
| 1.2 过去几年我国工业总产能经历了三轮扩张.....        | 5  |
| 1.3 产能扩张快于需求增长导致“内卷式”竞争.....       | 8  |
| 二、“反内卷”有望带来产能过剩下行拐点和 PPI 上行拐点..... | 9  |
| 2.1 在工业总产能基础上估算产能过剩规模.....         | 9  |
| 2.2 过去几年我国工业部门经历了三次产能过剩.....       | 10 |
| 2.3 “反内卷”有望带来产能过剩下行拐点.....         | 13 |
| 2.4 “反内卷”也有望带来 PPI 上行拐点.....       | 14 |
| 三、“反内卷”持续推进有赖于增长动能再平衡.....         | 14 |
| 3.1 过去几年经济增长高度依赖制造业动能.....         | 14 |
| 3.2 制造业上中下游投资呈现雁行轮番高增特征.....       | 15 |
| 3.3 “反内卷”实施下制造业动能可能有所衰减.....       | 18 |
| 3.4 增强非制造业动能以实现增长动能再平衡.....        | 18 |
| 四、“反内卷”和资本市场有望形成正反馈.....           | 18 |
| 风险因素.....                          | 24 |

## 图 目 录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 1：工业总产能的测算方法推导.....           | 4  |
| 图 2：规模以上工业总产能走势.....            | 5  |
| 图 3：规模以上工业总产能占 GDP 比重的走势.....   | 5  |
| 图 4：工业总产能不变价走势.....             | 6  |
| 图 5：过去几年产能扩张的三个阶段.....          | 6  |
| 图 6：产能消化的三大渠道.....              | 7  |
| 图 7：国内销售值占产能比重的波动，远大于出口交货值..... | 8  |
| 图 8：出口交货值占工业总产能比重的波动.....       | 8  |
| 图 9：产能增速和 GDP 增速的比较.....        | 9  |
| 图 10：实际产能超出合意区间的部分，即产能过剩规模..... | 10 |
| 图 11：历史上的三次产能过剩.....            | 10 |
| 图 12：产能过剩规模占总产能比重的走势.....       | 11 |
| 图 13：采矿业产能利用率相对较好.....          | 11 |
| 图 14：设备制造业产能利用率略低.....          | 12 |
| 图 15：原材料加工业产能利用率略低.....         | 12 |
| 图 16：高技术制造业产能利用率尤其低.....        | 13 |
| 图 17：细分行业产能利用率（2025 年 Q2）.....  | 13 |
| 图 18：过去几年，设备投资增速不断提升.....       | 15 |
| 图 19：过去几年，制造业投资持续高增.....        | 15 |
| 图 20：上中下游投资呈现雁行轮番高增特征.....      | 16 |
| 图 21：上游和中游投资已放缓，下游仍然保持高增.....   | 16 |
| 图 22：制造业投资增长领先于产能增长约 1 年时间..... | 17 |
| 图 23：制造业细分行业投资增速.....           | 17 |
| 图 24：反内卷政策下，资本市场有望迎来一轮牛市.....   | 19 |
| 图 25：工业部门细分行业投资机会的六维度筛选模型.....  | 20 |
| 图 26：产成品存货增速最低和最高的行业.....       | 20 |
| 图 27：营收增速最高和最低的行业.....          | 21 |
| 图 28：利润增速最高和最低的行业.....          | 21 |
| 图 29：价格增速最高和最低的行业.....          | 22 |
| 图 30：估值水平最低和最高的行业.....          | 22 |
| 图 31：六个维度汇总后得分在 2 分以上的行业.....   | 23 |

“内卷式”竞争的出现，与产能扩张快于需求增长有关。“反内卷”有望从供给侧推动产能出清，带来产能过剩下行拐点和PPI上行拐点，改善企业盈利，改善微观主体的经济体感。在此过程中，有必要从需求侧做好配套措施，推动增长动能实现再平衡。“反内卷”持续推进有望为资本市场带来一轮牛市，反过来，资本市场牛市也有助于为“反内卷”创造良好的金融环境。

## 一、产能过快扩张是“内卷式”竞争的根源

2024年7月中央政治局会议首次提出防止“内卷式”恶性竞争，2024年12月中央经济工作会议强调综合整治“内卷式”竞争，彼时“反内卷”已进入中央视野，但尚未聚焦到产能问题。2025年7月中央财经委第六次会议提出依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出，同月中央政治局会议再次强调推进重点行业产能治理，至此，“反内卷”明确聚焦到产能治理上来。

### 1.1 利用有关公开数据推算我国工业总产能

产能牵动人心，近期尤其受到社会各界关注。国家统计局于2017年四季度开始公布工业产能利用率数据，但并未公布工业总产能数据。由此导致，研究者们往往能够较好地掌握钢铁、煤炭等特定产品的产能情况，但对工业总产能的掌握有所欠缺。我们研究发现，依据规模以上工业企业营收、库存、产能利用率等公开数据，可以推算工业总产能数据，从而建立起完整的产能图谱，帮助我们更好地理解产能问题。具体推算方法如下（图1）：

已知工业产能利用率的定义如下，

**工业产能利用率**

= 工业总产值 / 生产能力

= (工业销售产值 + 库存期末期初差额) / 生产能力

≈ (工业企业营业收入 + 库存期末期初差额) / 生产能力

对上式加以变换得到，

**产能（生产能力）**

≈ (工业企业营业收入 + 库存期末期初差额) / 产能利用率

图 1：工业总产能的测算方法推导

工业产能利用率 = 工业总产值 / 生产能力

= (工业销售产值 + 库存期末期初差额) / 生产能力

≈ (工业企业营业收入 + 库存期末期初差额) / 生产能力

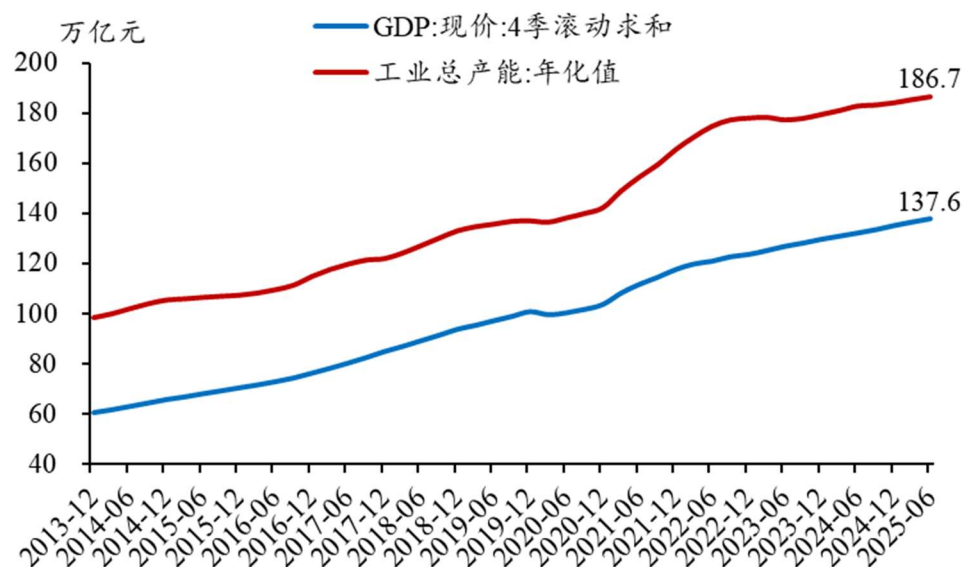
对上式加以变换得到，

产能（生产能力）≈ (工业企业营业收入 + 库存期末期初差额) / 产能利用率

资料来源：信达证券研发中心

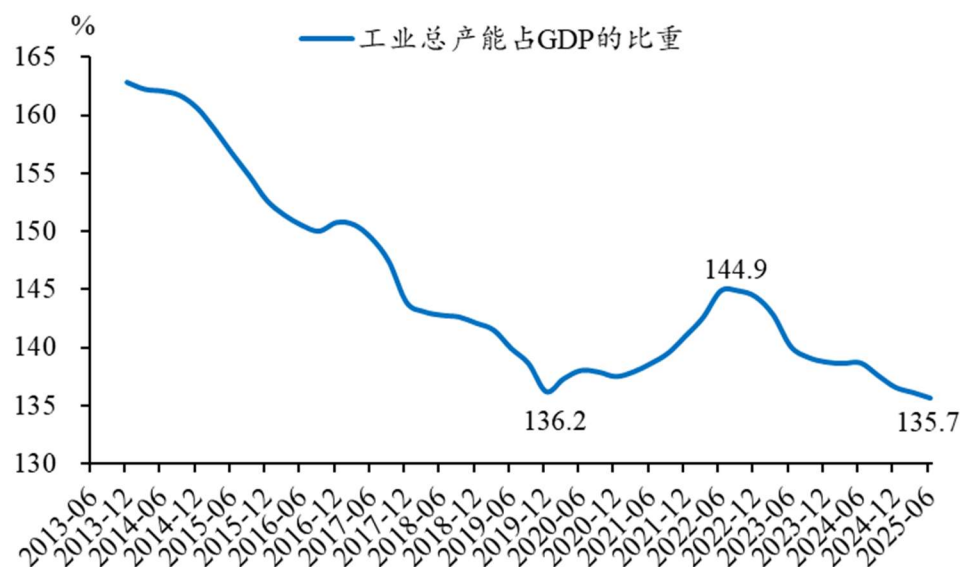
基于上述测算，我们发现，从时间序列来看，我国工业总产能呈现随时间推移持续增长的特征，截至 2025 年二季度，按现价计算，我国规模以上工业总产能已经达到 186.7 万亿元（图 2）。目前，我国 GDP 规模已超 130 万亿元，截至 2025 年二季度，我国规模以上工业总产能相当于 GDP 比重的 135.7%，这一比重较此前已经有所下降，2022 年四季度该比重曾达到 144.9%（图 3）。

图 2：规模以上工业总产能走势



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 3：规模以上工业总产能占 GDP 比重的走势

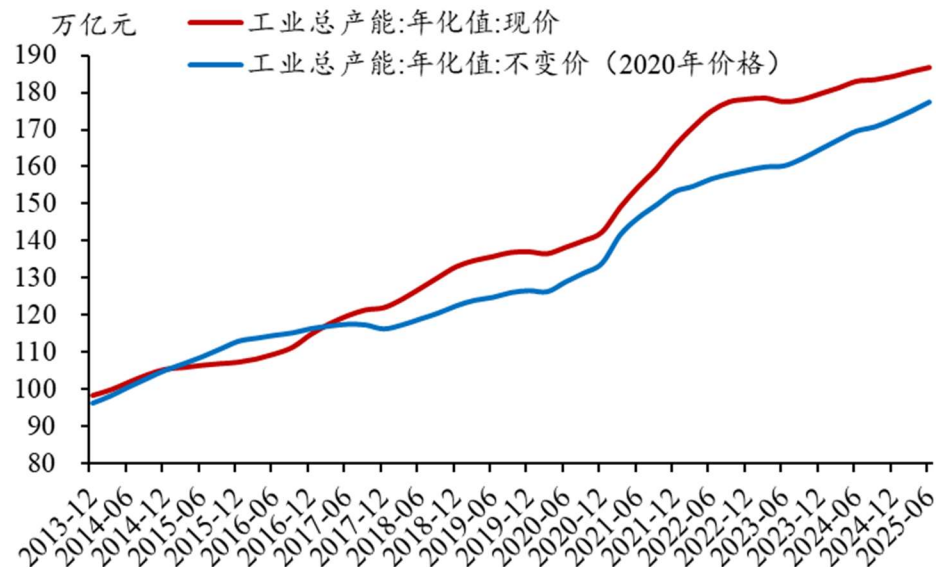


资料来源：iFind，信达证券研发中心

## 1.2 过去几年我国工业总产能经历了三轮扩张

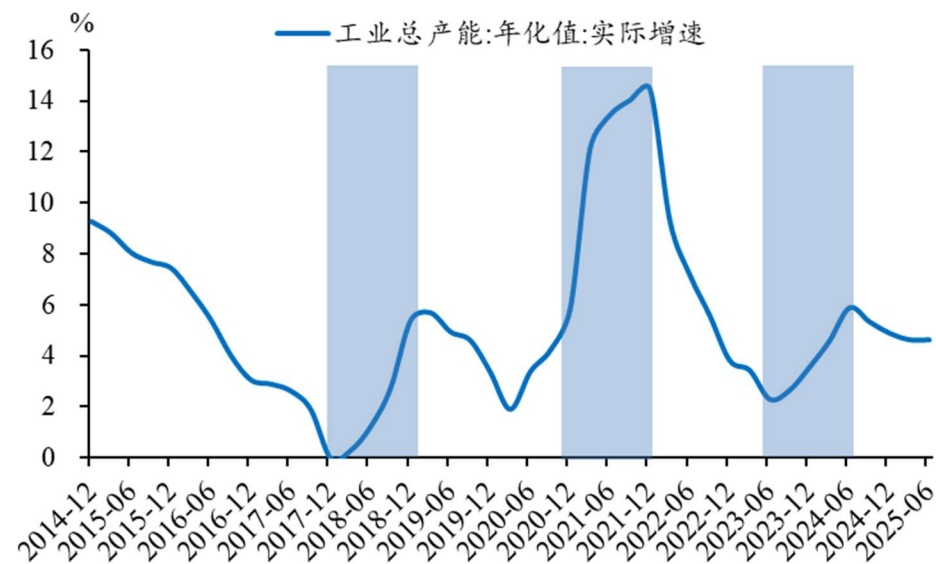
工业总产能与 GDP 类似，既有现价总产能，也有不变价总产能。前文提到了截至 2025 年二季度我国规模以上工业总产能现价数据，当计算产能增速时，应以不变价增速为准。我们用 PPI 剔除工业总产能现价数据中的价格因素，得到不变价时间序列，进一步测算得到我国规模以上工业总产能的实际增速（图 4）。结果发现，自有数据以来（2014 年以来），我国工业总产能已经历了三轮扩张（图 5）。

图 4：工业总产能不变价走势



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 5：过去几年产能扩张的三个阶段



资料来源：iFind，信达证券研发中心

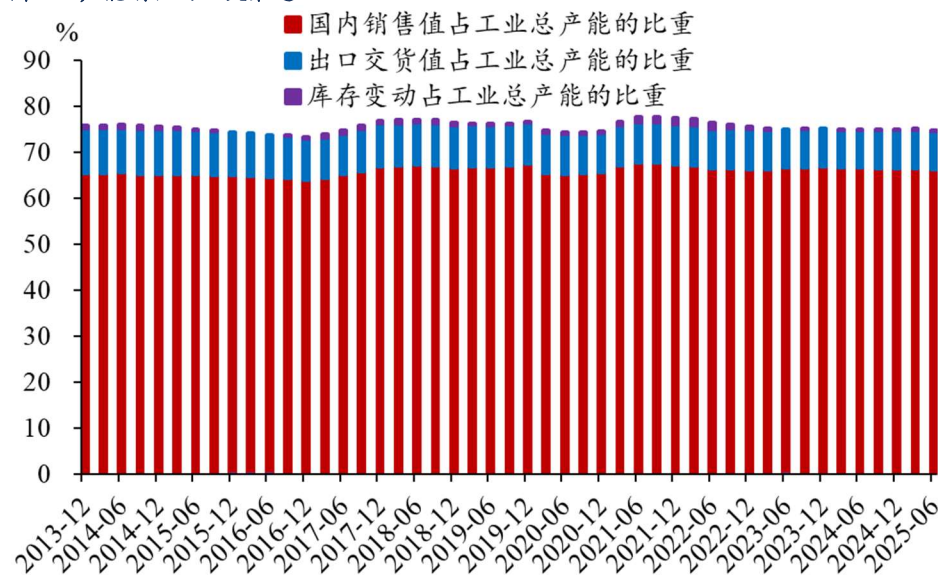
**第一轮扩张发生在 2018 年。**2015-2016 年，受当时产能过剩和供给侧结构性改革去产能政策影响，我国工业总产能增速不断走低，到 2017 年底降至零左右的历史低点，产能基本实现出清。2018 年，受产能出清后企业盈利逐渐改善等因素影响，产能迎来一轮小幅扩张，产能增速不断提高，但该轮产能扩张总体谨慎，2019 年一季度达到高点 5.7%。

**第二轮扩张发生在 2021 年。**2021 年我国经济内外需双旺，内需上我国率先走出新冠疫情危机，需求快速恢复，房地产仍处于繁荣期，外需上海外受新冠疫情影响正处于供应链危机之中，我国出口迎来爆发。受此提振，2021 年我国工业总产能迎来一轮快速扩张，产能增速大幅提高，2021 年底产能增速高达两位数以上，新能源汽车、锂电池、光伏产品等“新三样”成为重要增长点。但该轮产能扩张有失激进，叠加后续有效需求不足，埋下了部分行业产能过剩的隐患。

**第三轮扩张发生在 2023-2024 年。**2023 年二季度，我国工业总产能增速降至阶段性低点 2.3%，此后受制造业投资持续高增影响而逐渐回升，到 2024 年二季度达到 5.9%。客观上看，该轮产能扩张有利有弊，利在对稳增长有积极贡献，弊在一定程度上加剧了供需失衡问题。伴随“内卷式”竞争种种现象出现，2024 年三季度以来产能扩张速度已开始逐渐放缓。

**工业总产能的消化渠道，主要是内销、出口和库存变动。**具体来看：1) 内销系工业产能消化的第一大渠道，以国内销售值衡量，其消化的产能在工业总产能中占比一般在 60%-70%之间。2) 出口系工业产能消化的第二大渠道，以出口交货值衡量，其消化的产能占比在 10%以内。3) 库存变动消化的产能规模较小，其消化的产能占比一般在 1.5%以内。这是由于，尽管企业需要维持一定的库存水平，但每期的库存变动规模并不大，因此每期消化的产能规模也较小（图 6）。国内销售值、出口交货值、库存变动三者消化的产能合计占比，即为产能利用率。

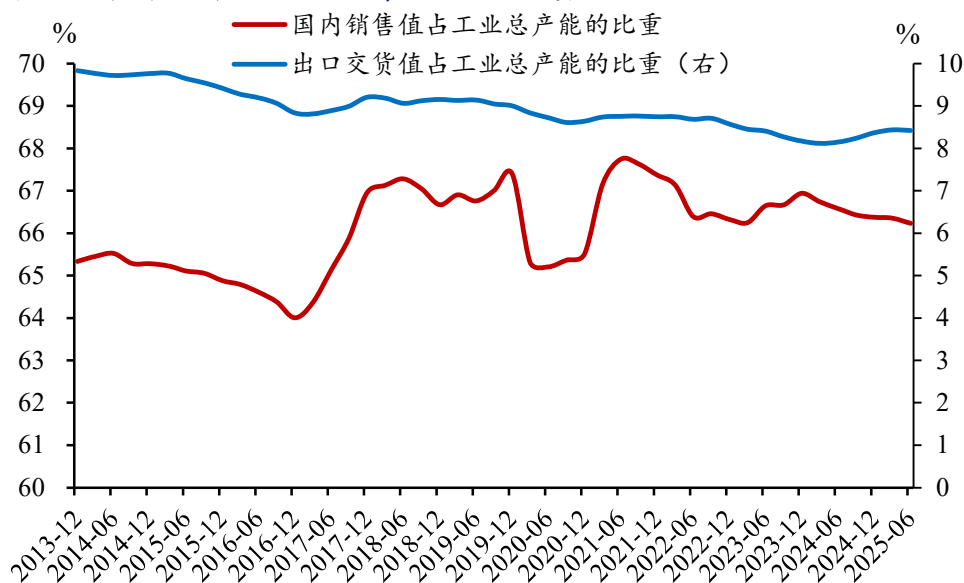
图 6：产能消化的三大渠道



资料来源：iFind，信达证券研发中心

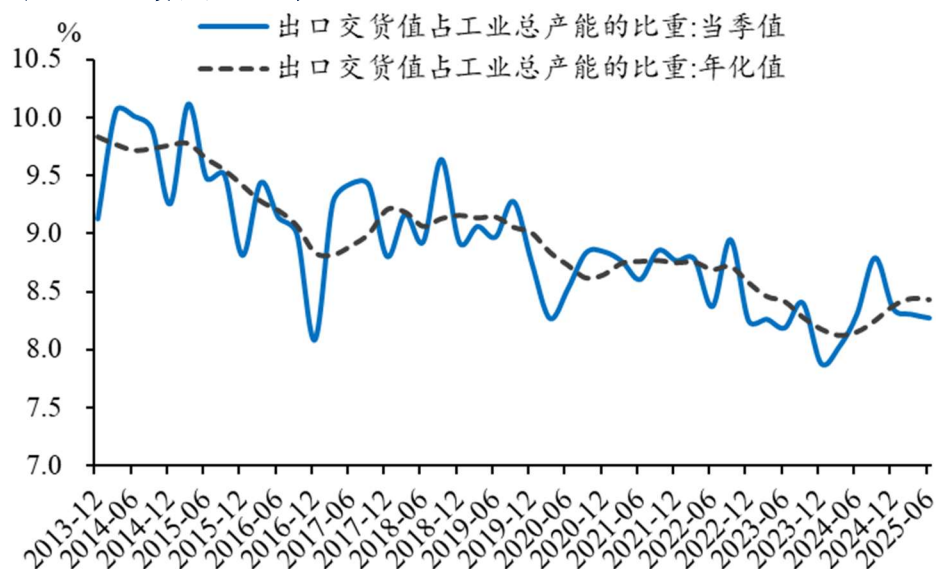
**经济波动主要来自国内销售值波动，出口贡献相对较小。**国内销售值消化的产能占比的波动，远大于出口交货值。国内销售值占产能比重，同比变化最高达 3.0 个百分点；出口交货值占产能比重，同比变化最高仅 0.6 个百分点（图 7）。这给我们的启示是，产能利用率偏低的问题，根源是内需不足的问题。2024 年 Q1-2025 年 Q1，在美国经济和全球经济处于繁荣期、抢出口等背景下，出口交货值占比持续上升，但 2025 年 Q2，受美国加征关税影响，出口交货值占比再次开始下降（图 8）。

图 7：国内销售值占产能比重的波动，远大于出口交货值



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 8：出口交货值占工业总产能比重的波动



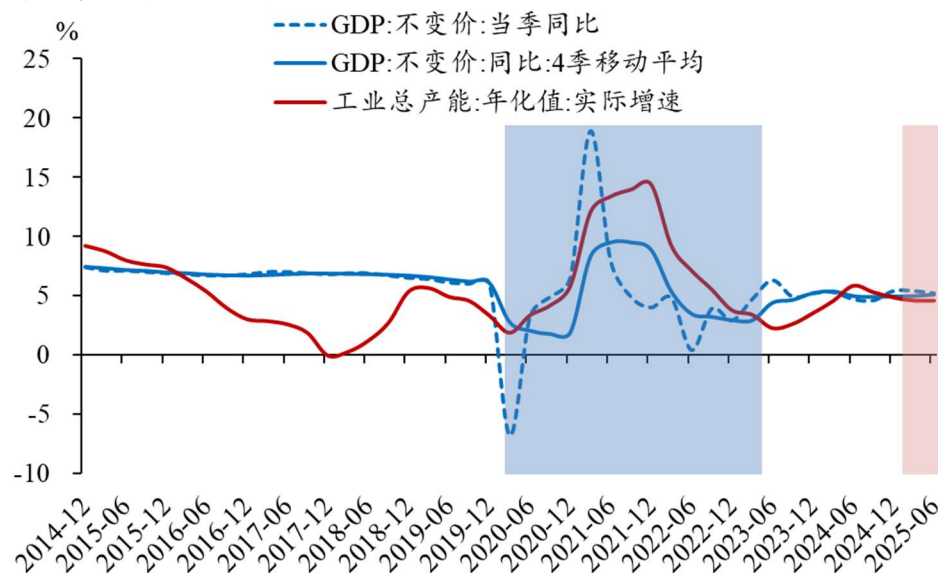
资料来源：iFind，信达证券研发中心

### 1.3 产能扩张快于需求增长导致“内卷式”竞争

长期来看，产能扩张和需求增长应保持基本平衡，但短期内，二者各自存在波动，不能平衡则容易引发各种问题。若需求增长速度快于产能扩张速度，往往出现经济过热、商品短缺、通胀高企等问题。1980-1990 年代我国处于“短缺经济”时期以及现阶段美国经济，都大致符合这一特征。而若产能扩张速度快于需求增长速度，往往出现企业恶性竞争、商品过剩、物价低迷等问题。比较我国工业总产能增速和 GDP 增速（反映总需求增速）可以发现，自 2020 年二季度到 2023 年一季度，在长达三年的时间里，我国产能扩张速度持续高于总需求增速（图 9），部分行业产能过剩和“内卷式”竞争等问题的出现，都与此脱不开关系，我国 PPI 和 GDP 平减指数陷入负增长，也都发生在这一时期。<sup>1</sup>

<sup>1</sup> 邹晓蔓,张成鹏,涂圣伟.产业“内卷式”竞争的生成逻辑、内在特征与治理策略[J/OL].价格理论与实践.

图 9：产能增速和 GDP 增速的比较



资料来源：iFind，信达证券研发中心

目前来看，一个积极变化是：截至 2025 年二季度，我国规模以上工业总产能增速已降至 4.6%，连续三个季度低于 GDP 增速，有助于缓解部分行业产能过剩、物价低迷、“内卷式”竞争等前期出现的种种问题。但也要看到，目前产能扩张速度仅仅是略低于 GDP 增速，问题化解速度仍然偏慢。令人振奋的是，“反内卷”政策及时出台，有望加快这一进程并带来更多积极变化。

## 二、“反内卷”有望带来产能过剩下行拐点和 PPI 上行拐点

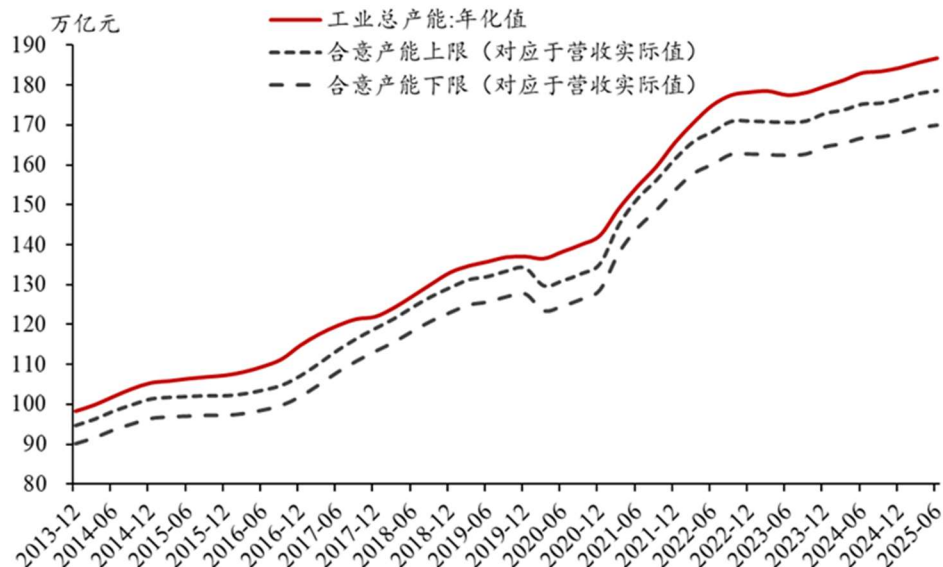
### 2.1 在工业总产能基础上估算产能过剩规模

前文提到，我们依据规模以上工业企业营收、库存、产能利用率等公开数据，推算得到我国规模以上工业总产能数据。在此基础上，我们进一步估算得到产能过剩规模数据。测算思路如下：若把 78%-82% 视为合意的产能利用率区间，以此为标准，可以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。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 10）。<sup>2 3</sup>

<sup>2</sup> 钟春平, 翟乃森. 产能利用率具有阈值和评判价值吗——“产能过剩”误区的再考察[J]. 财贸经济, 2022, 43(11): 124-139.

<sup>3</sup> Gilchrist, Simon & John C. Williams. Investment, Capacity, and Uncertainty: A Putty-Clay Approach[J]. NBER Working Papers, 2004, 8(1): 1-27.

图 10：实际产能超出合意区间的部分，即产能过剩规模

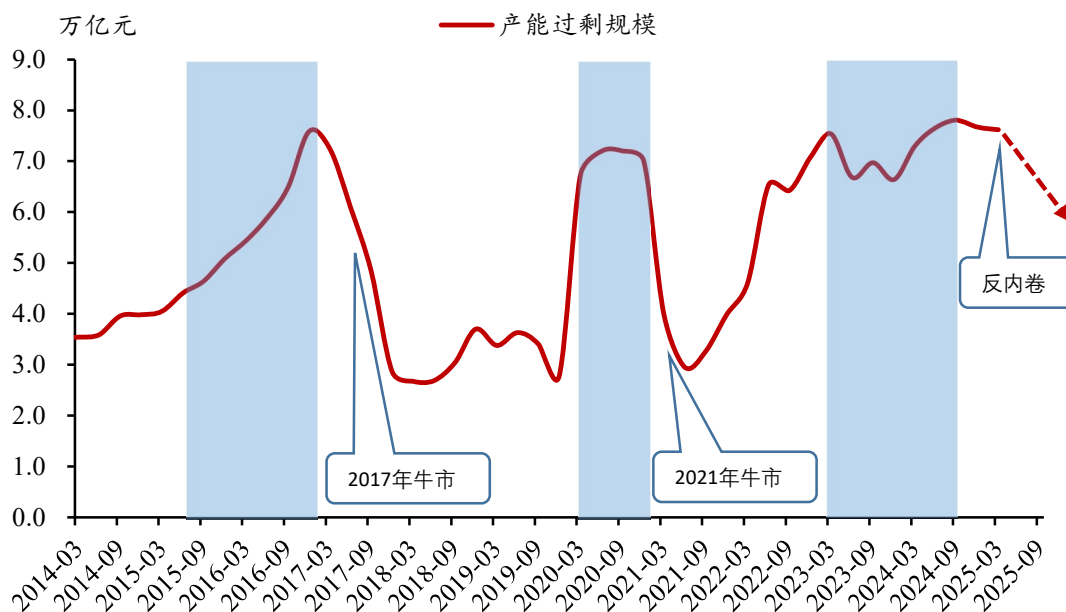


资料来源：iFind，信达证券研发中心

## 2.2 过去几年我国工业部门经历了三次产能过剩

基于上述方法，我们估算得到我国规模以上工业部门产能过剩数据，发现有数据以来（2014 年以来），我国工业部门经历了三次产能过剩（图 11）。

图 11：历史上的三次产能过剩



资料来源：iFind，信达证券研发中心，虚线代表团队预测趋势

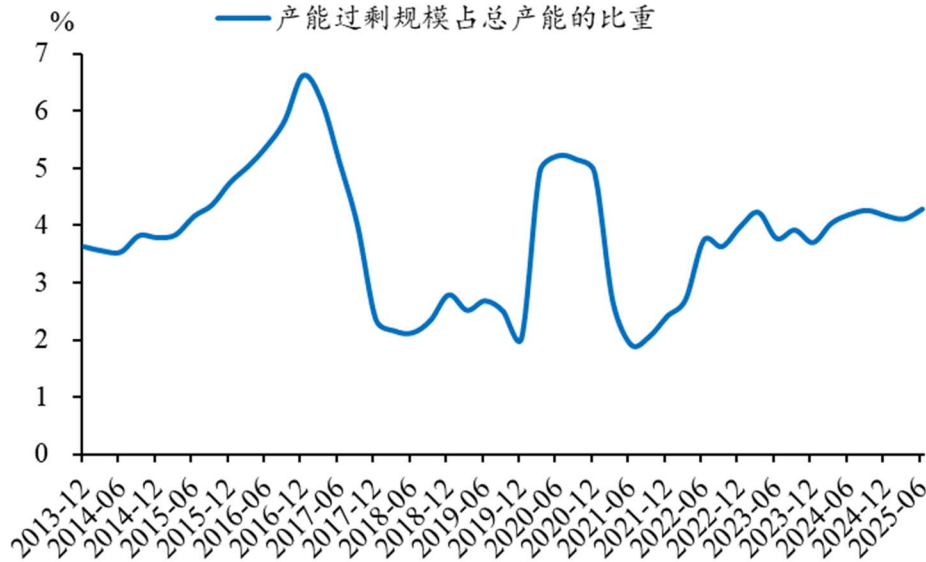
**第一次产能过剩发生在 2015-2016 年。**该时期，产能利用率持续处于 75% 以下，PPI 长期处于负区间，产能过剩规模不断上升，产能过剩规模占总产能的比重最高达到 6.6%。2015 年底中央经济工作会议提出供给侧结构性改革，随后大力度去产能等措施开始实施，产能过剩得到有效化解，到 2018 年二季度，产能过剩规模占总产能的比重已降至 2.1% 的较低水平。

**第二次产能过剩发生在 2020 年。**2020 年新冠疫情爆发后，短期内销售停滞经济走弱，但工业总产能规模还在，因此出现了暂时性和临时性的产能过剩，2020 年二季度产能过剩规模占总产能的比重达到 5.2%。本轮产能过剩

源于疫情造成的经济走弱，随着经济恢复正常运行和需求快速修复，产能过剩也迅速得到化解，到 2021 年二季度，产能过剩规模占总产能的比重降至 2% 以下。

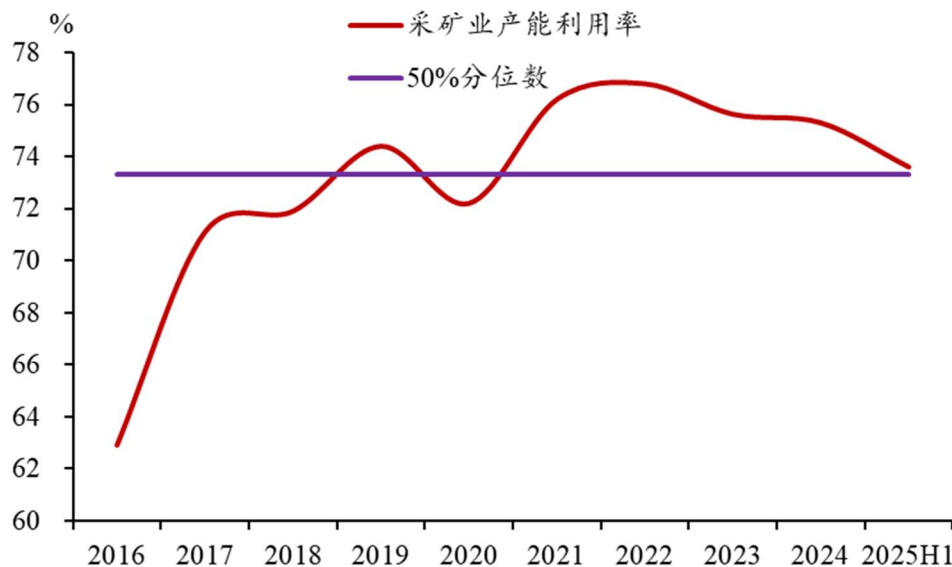
**第三次（部分行业）产能过剩发生在 2023 年以来。**受前文论述的产能持续扩张和有效需求偏弱共同影响，2023 年以来部分行业产能过剩问题再次出现。2024 年三季度，产能过剩规模占总产能的比重达到本轮高点 4.3%。本轮产能过剩持续时间较长，对经济造成负面影响的时间也较长，但从产能过剩规模占总产能的比重看，本轮产能过剩严重程度低于前两轮，尤其是 2015 年供给侧结构性改革那轮（图 12）。主要行业产能利用率见图 13-17。

图 12：产能过剩规模占总产能比重的走势



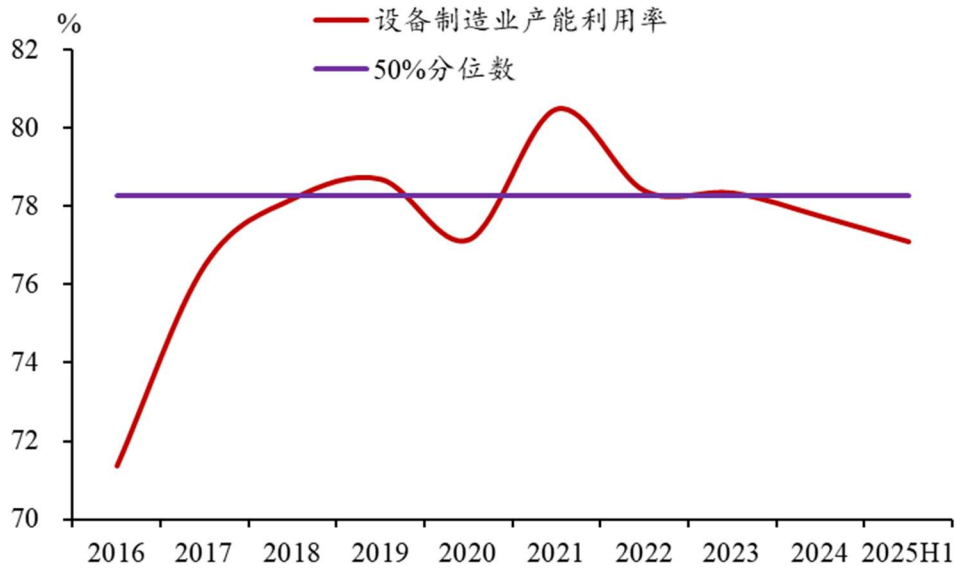
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 13：采矿业产能利用率相对较高



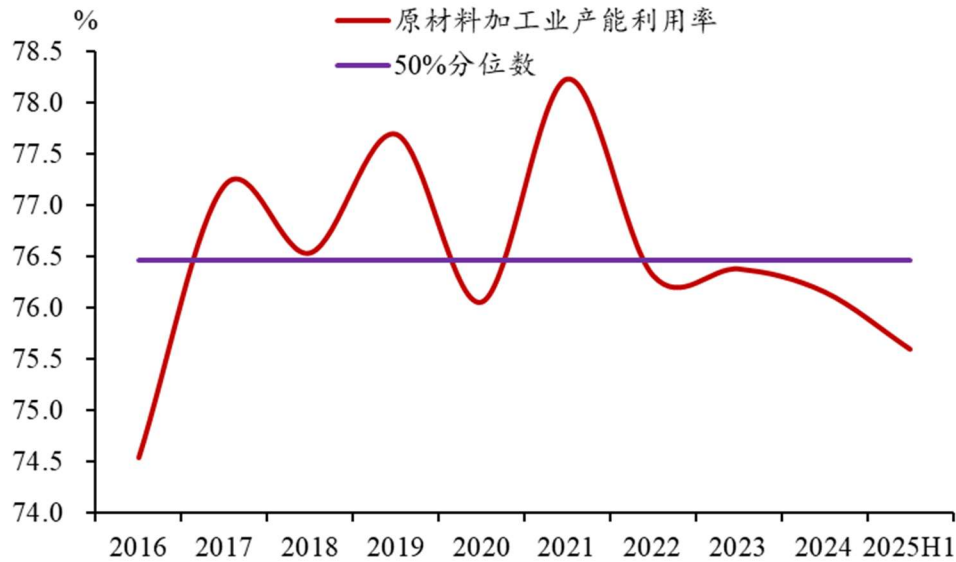
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 14：设备制造业产能利用率略低



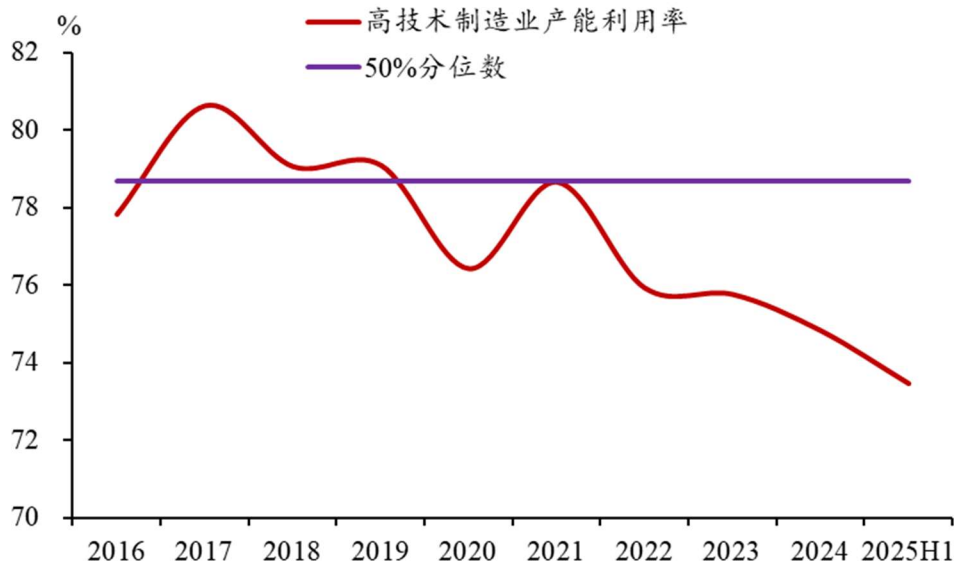
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 15：原材料加工业产能利用率略低



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 16：高技术制造业产能利用率尤其低



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 17：细分行业产能利用率（2025 年 Q2）

| 行业               | 产能利用率 (%) | 历史分位数 (%) |
|------------------|-----------|-----------|
| 化学纤维制造业          | 85.6      | 85        |
| 黑色金属冶炼和压延加工业     | 80.8      | 85        |
| 石油和天然气开采业        | 90.9      | 55        |
| 纺织业              | 77.8      | 41        |
| 通用设备制造业          | 78.3      | 38        |
| 采矿业              | 72.7      | 26        |
| 电力、热力、燃气及水生产和供应业 | 71.5      | 26        |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 77.3      | 23        |
| 煤炭开采和洗选业         | 69.3      | 20        |
| 专用设备制造业          | 76.5      | 17        |
| 非金属矿物制品业         | 62.3      | 14        |
| 有色金属冶炼和压延加工业     | 77.7      | 14        |
| 食品制造业            | 69.1      | 11        |
| 汽车制造业            | 71.3      | 11        |
| 电气机械和器材制造业       | 73.5      | 8         |
| 医药制造业            | 72.6      | 5         |
| 化学原料和化学制品制造业     | 71.9      | 2         |

资料来源：iFind，信达证券研发中心

## 2.3 “反内卷”有望带来产能过剩下行拐点

产能治理可能包含多种措施，共同点是压低产能增速。2025 年 7 月初，中央财经委第六次会议提出“推动落后产能有序退出”，燃起了资本市场对“反内卷”和“去产能”的预期，7 月 A 股掀起一波“反内卷”交易浪潮，钢铁、煤炭、光伏等板块大涨。同月底，中央政治局会议的提法改为“推进重点行业产能治理”，措辞改变引起资本市场对“去产能”预期降温，8 月 A 股“反内卷”相关板块降温，风格转向 TMT 板块。但实际上，措辞改变可能主要是因为新表述更为丰富，也更为准确。产能治理可能既包括落后产能退出措施，也包括产能并购重组、

控制新增产能等其他措施，但不管是哪种措施，共同点是都会压低工业总产能扩张速度。

从供需二者关系看，产能扩张快于需求增长，将导致产能过剩规模上升，反之，产能扩张慢于需求增长，将导致产能规模下降。前文提到，截至 2025 年二季度，我国规模以上工业总产能增速已降至 4.6%，略低于 GDP 增速（反映总需求增速），这意味着，产能过剩规模有望缓慢下降。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，即，产能过剩下行拐点到来。<sup>4</sup>

## 2.4 “反内卷”也有望带来 PPI 上行拐点

理论上，产能过剩和 PPI 低迷存在密切关系，考察历史数据也发现，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。例如，2020 年二季度产能过剩规模达到高位，同期 PPI 达到低位，2020 年下半年起，产能过剩规模快速下降，同时 PPI 快速上行。又如，2023 年至今部分行业产能过剩重现，同期 PPI 持续低迷。

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。2025 年 7 月，PPI 当月同比录得-3.6%，降幅与上月持平，而从环比看，7 月为-0.2%，降幅较上月收窄 0.2 个百分点。进一步地，由于企业盈利受 PPI 影响巨大，PPI 上行有助于改善企业盈利，改善微观主体的经济体感。2025 年 7 月，尽管多项经济指标仍面临下行压力，但制造业企业生产经营活动预期指数录得 52.6%，较上月回升 0.6 个百分点。

## 三、“反内卷”持续推进有赖于增长动能再平衡

“反内卷”实施过程中，有必要从需求侧做好配套措施，推动增长动能实现再平衡，为“反内卷”持续推进创造良好的宏观环境。

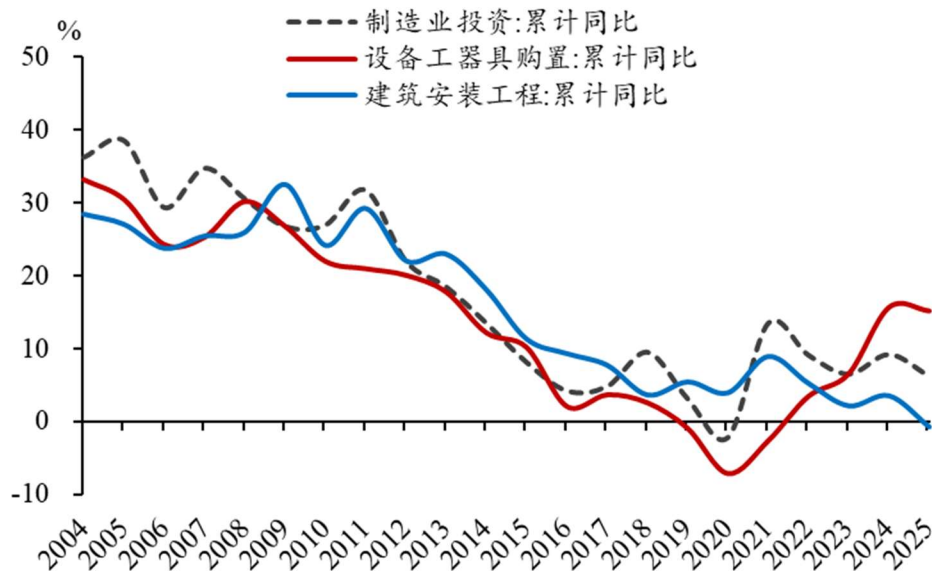
### 3.1 过去几年经济增长高度依赖制造业动能

当前一个阶段，我国经济持续推进转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力。2021 年 4 月，初步走出疫情冲击后，中央政治局会议即强调，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，同时促进制造业投资和民间投资尽快恢复。2021 年起，房地产“三道红线”全面施行，以房地产为代表的传统动能开始走弱。各项支持制造业发展的政策不断出台，包括 2022-2023 年央行设备更新再贷款政策，2024-2025 年大规模设备更新政策，持续加大制造业中长期贷款力度等。受此提振，制造业动能持续保持强劲，新兴动能加快培育壮大。

经济增长对制造业动能的依赖度不断提高。从投资端看，2021 年以来，设备投资增速触底回升，2024 年高达 15.7%，2025 年 1-7 月为 15.2%（图 18）；制造业投资持续保持高增，2021-2024 年增速分别为 13.5%、9.1%、6.5%、9.2%，2025 年 1-7 月为 6.2%（图 19）。2025 年上半年，固定资产投资中第二产业比重为 35.5%，较 2020 年底提高 6.8 个百分点。从生产端看，2021 年以来，工业增加值增速持续保持高增，多数时间里均高于 GDP 增速，2025 年上半年，工业增加值累计增速为 6.4%，GDP 累计增速为 5.3%，前者高于后者 1.1 个百分点。

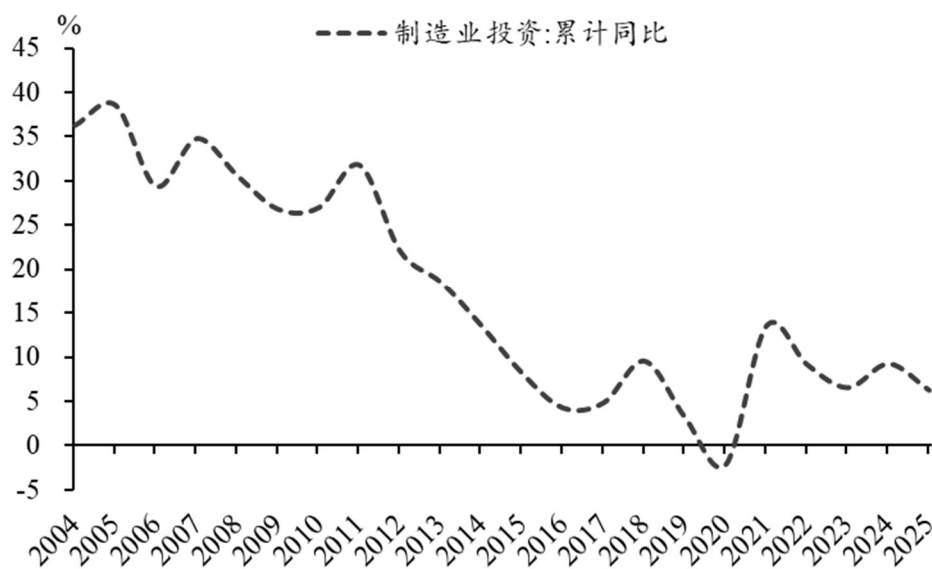
<sup>4</sup> 朱安东,张宏博.科学认识当前我国产能过剩[J].上海经济研究,2023,(12):25-36+62.

图 18：过去几年，设备投资增速不断提升



资料来源：iFind，信达证券研发中心  
备注：2025 年数据截至 1-7 月。

图 19：过去几年，制造业投资持续高增



资料来源：iFind，信达证券研发中心  
备注：2025 年数据截至 1-7 月。

### 3.2 制造业上中下游投资呈现雁行轮番高增特征

过去几年制造业投资之所以保持高增，分行业看，上中下游投资大致呈现了雁行轮番高增的特征。先是上游原材料制造业投资高增，2021-2023 年连续三年保持两位数增速，增速分别高达 13.6%、11%、10.4%，2024 年起增速回落到个位数；接着是中游装备制造业投资高增，2022-2023 年连续两年保持两位数增速，增速分别高达 19.6%、16.1%，2024 年起增速同样回落到个位数；最后是下游消费品制造业投资高增，2024 年以来保持两位数增速，2024 年增速高达 14.7%，2025 年上半年增速为 12.3%（图 20）。目前上游和中游投资已放缓，下游仍保持高增（图 21）。

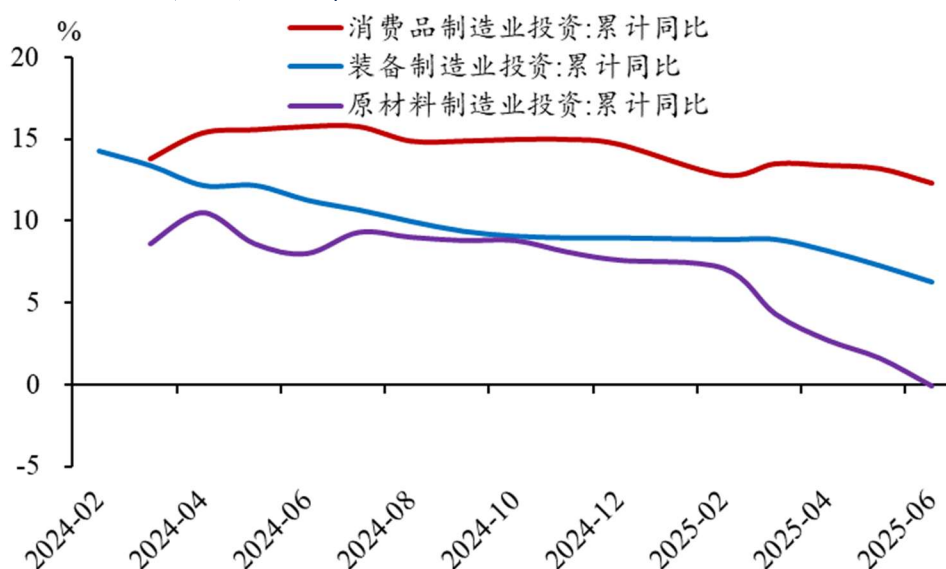
图 20：上中下游投资呈现雁行轮番高增特征

|      | 制造业投资：累计同比 | 消费品制造业投资：累计同比 | 装备制造业投资：累计同比 | 原材料制造业投资：累计同比 |
|------|------------|---------------|--------------|---------------|
| 2019 | 3.10       |               |              |               |
| 2020 | -2.20      |               |              | 2.10          |
| 2021 | 13.50      |               |              | 13.60         |
| 2022 | 9.10       | 8.10          | 19.60        | 11.00         |
| 2023 | 6.50       | 5.80          | 16.10        | 10.40         |
| 2024 | 9.20       | 14.70         | 9.00         | 7.60          |
| 2025 | 6.20       | 10.80         | 4.80         | -0.10         |

资料来源：iFind，信达证券研发中心

备注：2025 年数据截至 1-7 月。

图 21：上游和中游投资已放缓，下游仍然保持高增

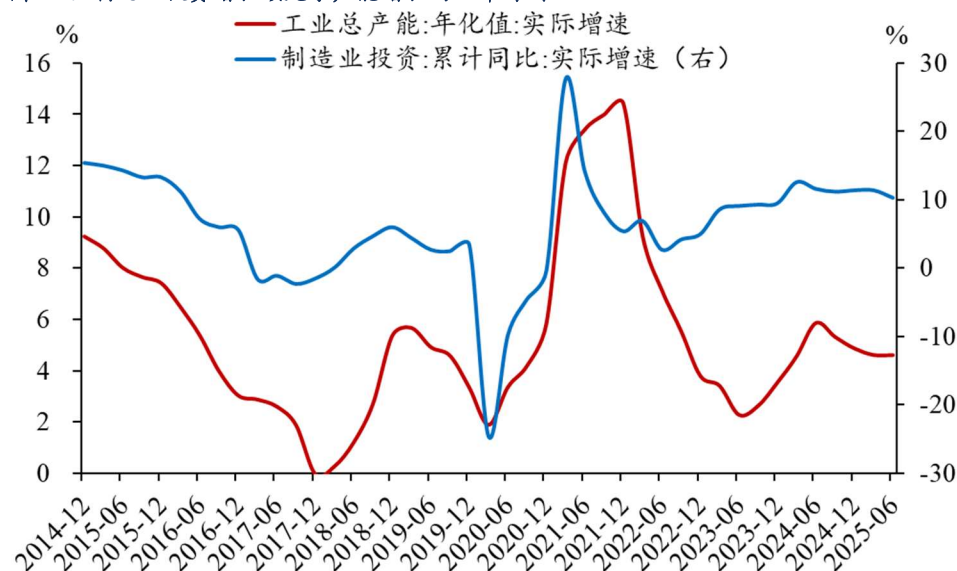


资料来源：iFind，信达证券研发中心

过去几年工业总产能之所以持续扩张，源头就是制造业投资持续高增。制造业投资与最终消费不同，最终消费能够贡献当期需求，但不会形成未来产能；制造业投资既能贡献当期需求，又会形成未来产能。历史数据显示，制造业投资增长领先于产能增长约一年时间，亦即，去年的制造业投资，今年会形成新增产能；今年的制造业投资，明年会形成新增产能。例如，2017 年起，制造业投资实际增速触底回升，2018 年起，工业总产能开始扩张；又如，2022 年下半年起，制造业投资实际增速触底回升，2023 年下半年起，工业总产能开始扩张（图 22）。



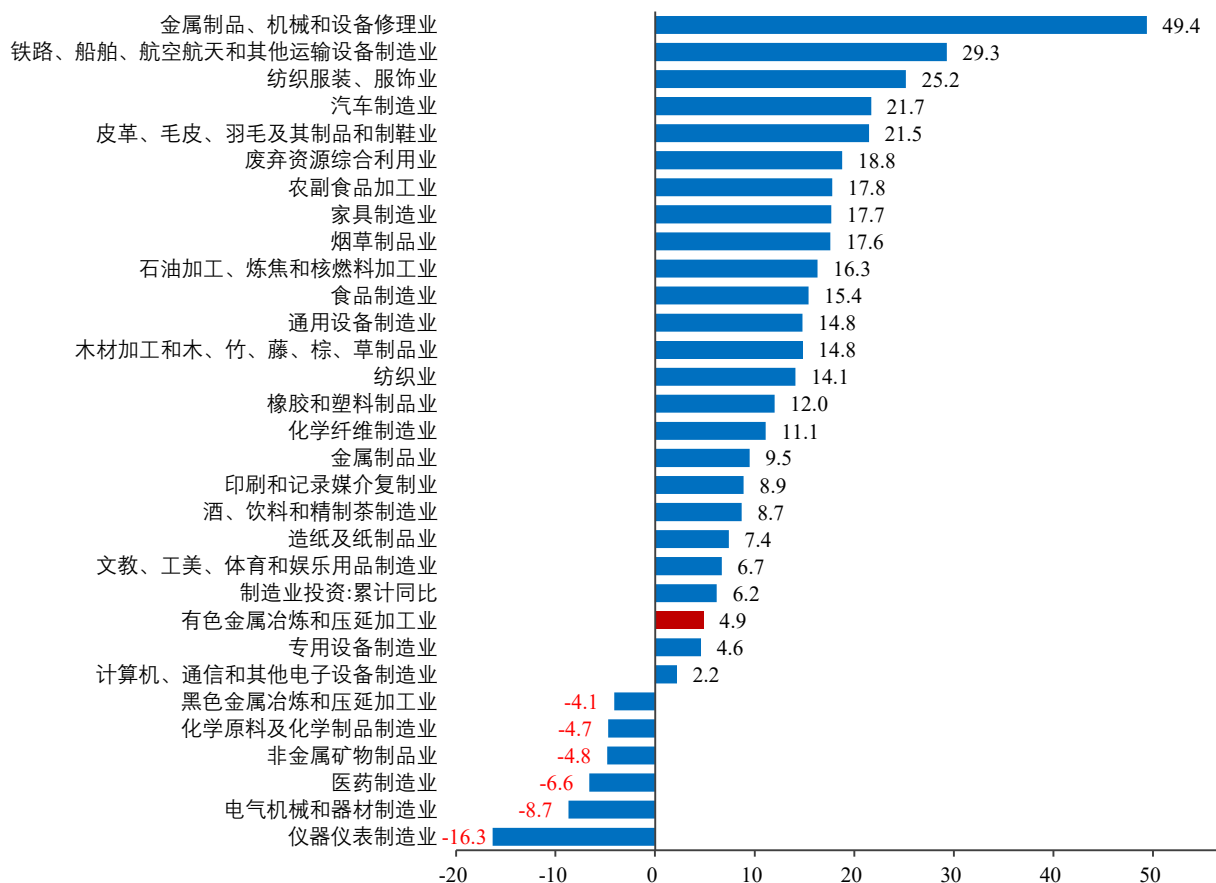
图 22：制造业投资增长领先于产能增长约 1 年时间



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 23：制造业细分行业投资增速

制造业细分行业投资增速 (2025年1-7月)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心, 单位为%



### 3.3 “反内卷”实施下制造业动能可能有所衰减

制造业投资和产能增速走弱是产能出清的题中之义。“反内卷”实施下，随着落后产能退出、产能并购重组、控制新增产能等产能治理措施逐步落地见效，制造业投资可能告别高增，工业总产能增速可能继续放缓，最终推动产能实现出清。在这一过程中，尽管部分新兴动能仍有望继续培育壮大，但制造业总体动能可能将有所衰减。2025年7月，制造业投资累计增速为6.2%，较上月放缓1.3个百分点，今年以来已经连续4个月放缓；工业增加值当月同比为5.7%，较上月放缓1.1个百分点，创下今年以来新低。

客观看待“反内卷”一枚硬币的两面。承前所述，“反内卷”有望带来产能过剩下行拐点，也有望带来PPI上行拐点，改善企业盈利，改善微观主体的经济体感；但与此同时，“反内卷”也可能带来制造业动能有所衰减，客观上要求经济增长摆脱过于依赖制造业动能的局面。从经济学上看，经济目标 and 政策工具需要适配，有几个经济目标，就需要几个相应的政策工具。“反内卷”从供给侧发力，有助于推动产能出清，但无益于稳增长，为了同时实现稳增长的目标，我们还需要配套实施需求侧的政策工具。

### 3.4 增强非制造业动能以实现增长动能再平衡

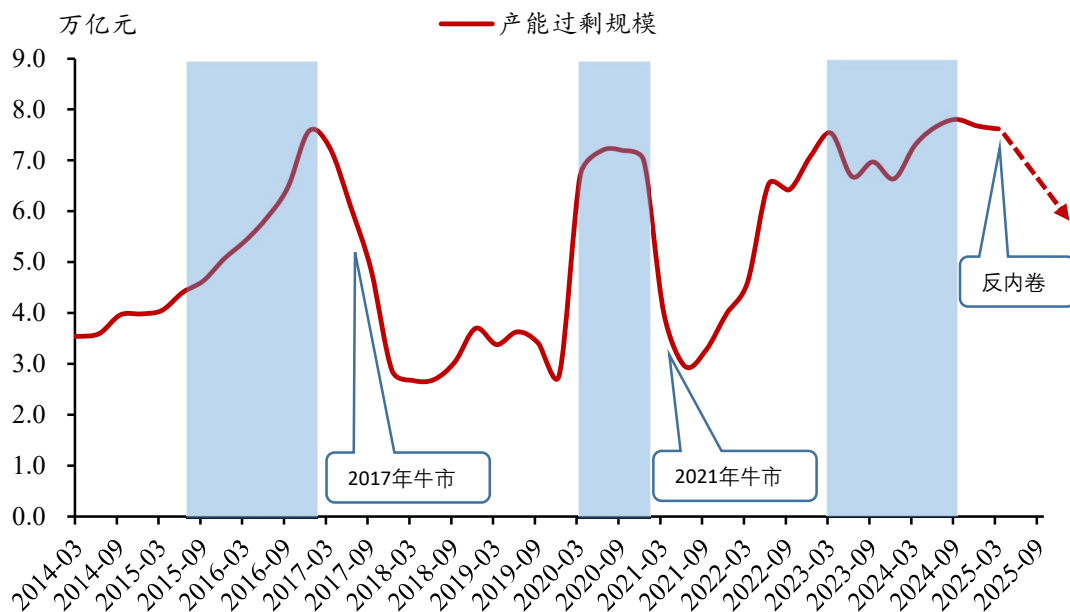
回顾历史，2015-2016年供给侧结构性改革成功的经验在于，供给侧和需求侧措施形成了有效的协同配套。当时供给侧结构性改革的核心是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大措施，其中去产能从供给侧着手，推动了钢铁、煤炭、电解铝等若干重点行业的落后产能淘汰，去库存则从需求侧着手，通过实施棚改等措施提振了房地产景气从而扩大了有效需求。2016年，制造业投资增速较上年下降了3.9个百分点至4.2%，房地产投资增速则较上年提高了5.9个百分点至6.9%，基建投资、消费基本保持平稳，上升动能对冲了下行动能，共同促使总需求基本保持平稳。

以史为鉴，本轮“反内卷”也有必要配套扩大需求措施，增强非制造业动能以对冲制造业动能走弱，实现增长动能再平衡。在“反内卷”之下，经济增长过于依赖制造业动能的局面或难以为继，基建投资、房地产投资、消费等非制造业动能亟待增强。也就是说，我们认为相应的需求配套措施有三种可能的方案：一是中央加杠杆重启大基建计划，降雨带北扩后北方地区水利设施升级、农村公路新改建等都是可选方向；二是加大商品房库存消化力度和城市更新力度，扭转房地产投资降幅扩大趋势，推动房地产动能从经济拖累力量转为拉动力量；三是更大力度提振消费，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。

## 四、“反内卷”和资本市场有望形成正反馈

“反内卷”持续推进有望为资本市场带来一轮牛市。回顾历史，每一轮产能过剩化解和PPI触底回升都为资本市场带来了一轮牛市。例如，2016-2017年，供给侧结构性改革取得明显成效，产能过剩得到明显缓解，产能利用率从低点72.9%升至78%，PPI由负转正并一路升至7.8%，工业企业盈利明显改善，A股走牛，沪深300指数从2900点升至4300点以上。又如，2020年下半年至2021年上半年，疫情引发的暂时性和临时性产能过剩消退，产能利用率从低点67.3%升至78.4%，PPI同样由负转正并大幅回升，工业企业盈利强劲回暖，A股再迎牛市，沪深300指数从3500点升至5800点（图24）。

图 24：反内卷政策下，资本市场有望迎来一轮牛市



资料来源：iFind，信达证券研发中心，虚线代表团队预测趋势

反过来，资本市场牛市也有助于为“反内卷”创造良好的金融环境。对于广大人民群众来说，财富效应主要是来自房地产和股票。在房地产的上行期，房地产的财富效应对拉动消费发挥了重要作用，而房地产持续调整，客观上也需要股市财富效应放大以对冲房地产财富效应缩水。资本市场若能迎来一轮慢牛长牛，股市财富效应得到充分发挥，既能增强居民消费的能力，又能激发居民消费的意愿，共同推动居民消费动能回暖。另外，在财政资金有限的背景下，通过股市财富效应提振消费，财政资金可以更多地用在基建和房地产等其他领域，共同形成稳增长的合力，为“反内卷”深入推进营造良好的环境。

基于行业投资机会的六维度筛选模型，有色、光伏等行业投资机会值得重视。我们构建了基于“产能-库存-营收-利润-价格-估值”六个维度的工业部门细分行业投资机会筛选模型（图 25），对各细分行业在各个维度逐一进行赋分，再汇总计算各细分行业六个维度总得分，总得分越高则代表该细分行业投资机会越大（图 26-31）。评分主要考虑是：1）为消除各行业可能存在的天然差别影响，在每个维度上不直接以指标表现赋分，而是根据指标的历史分位数进行赋分；2）产能、利润、营收、价格四个维度，指标的历史分位数 $>50\%$ 得 1 分，否则不得分；3）库存、估值两个维度，指标的历史分位数 $<50\%$ 得 1 分，否则不得分。从最终汇总结果看，在工业部门各细分行业中，有色金属、光伏（电气机械和器材制造业）等行业得分最高，彰显出较好的投资机会，建议投资者重视。

图 25：工业部门细分行业投资机会的六维度筛选模型

| 维度/得分 | 评分考虑                        | 1                        | 0                        |
|-------|-----------------------------|--------------------------|--------------------------|
| 产能    | 产能利用率偏高，得分；<br>产能利用率偏低，不得分。 | 最新产能利用率<br>历史分位数 > 50%   | 最新产能利用率<br>历史分位数 ≤ 50%   |
| 库存    | 库存增速偏低，得分；<br>库存增速偏高，不得分。   | 最新产成品存货增速<br>历史分位数 < 50% | 最新产成品存货增速<br>历史分位数 ≥ 50% |
| 营收    | 营收增速偏高，得分；<br>营收增速偏低，不得分。   | 最新营收增速<br>历史分位数 > 50%    | 最新营收增速<br>历史分位数 ≤ 50%    |
| 利润    | 利润增速偏高，得分；<br>利润增速偏低，不得分。   | 最新利润增速<br>历史分位数 > 50%    | 最新利润增速<br>历史分位数 ≤ 50%    |
| 价格    | 价格增速偏高，得分；<br>价格增速偏低，不得分。   | 最新价格增速<br>历史分位数 > 50%    | 最新价格增速<br>历史分位数 ≤ 50%    |
| 估值    | 估值水平偏低，得分；<br>估值水平偏高，不得分。   | 最新TTM市盈率<br>历史分位数 < 50%  | 最新TTM市盈率<br>历史分位数 ≥ 50%  |

资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 26：产成品存货增速最低和最高的行业

| 行业                 | 产成品存货增速 (%) | 历史分位数 (%) |
|--------------------|-------------|-----------|
| 仪器仪表制造业            | -0.20       | 0         |
| 石油、煤炭及其他燃料加工业      | -14.80      | 3         |
| 家具制造业              | -1.70       | 6         |
| 非金属矿物制品业           | 0.20        | 6         |
| 燃气生产和供应业           | -10.10      | 6         |
| 酒、饮料和精制茶制造业        | 10.50       | 65        |
| 铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业 | 9.60        | 65        |
| 煤炭开采和洗选业           | 11.60       | 69        |
| 有色金属矿采选业           | 23.50       | 94        |
| 电力、热力生产和供应业        | 62.70       | 95        |

资料来源：iFind，信达证券研发中心，数据截至今年 6 月



图 27：营收增速最高和最低的行业

| 行业                 | 营收增速 (%) | 历史分位数 (%) |
|--------------------|----------|-----------|
| 铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业 | 16.70    | 92        |
| 有色金属矿采选业           | 13.60    | 68        |
| 有色金属冶炼和压延加工业       | 13.80    | 66        |
| 文教、工美、体育和娱乐用品制造业   | 8.60     | 62        |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业   | 9.10     | 59        |
| 酒、饮料和精制茶制造业        | 1.80     | 8         |
| 化学纤维制造业            | -6.80    | 8         |
| 食品制造业              | 1.70     | 6         |
| 水的生产和供应业           | 0.20     | 4         |
| 煤炭开采和洗选业           | -21.80   | 0         |

资料来源：iFind，信达证券研发中心，截至今年7月

图 28：利润增速最高和最低的行业

| 行业                 | 利润总额增速 (%) | 历史分位数 (%) |
|--------------------|------------|-----------|
| 黑色金属冶炼和压延加工业       | 5175.40    | 100       |
| 铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业 | 36.80      | 86        |
| 农副食品加工业            | 14.50      | 79        |
| 有色金属矿采选业           | 39.10      | 77        |
| 废弃资源综合利用业          | 22.90      | 65        |
| 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业   | -9.00      | 10        |
| 木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业  | -9.70      | 10        |
| 家具制造业              | -15.20     | 10        |
| 文教、工美、体育和娱乐用品制造业   | -12.90     | 10        |
| 纺织服装、服饰业           | -14.20     | 8         |

资料来源：iFind，信达证券研发中心，截至今年7月



图 29：价格增速最高和最低的行业

| 行业                | PPI当月同比 (%) | 历史分位数 (%) |
|-------------------|-------------|-----------|
| 文教、工美、体育和娱乐用品制造业  | 8.20        | 99        |
| 有色金属矿采选业          | 11.10       | 74        |
| 有色金属冶炼和压延加工业      | 2.20        | 61        |
| 水的生产和供应业          | 1.70        | 49        |
| 燃气生产和供应业          | -0.10       | 38        |
| 家具制造业             | -0.40       | 3         |
| 煤炭开采和洗选业          | -23.00      | 0         |
| 木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业 | -3.50       | 0         |
| 医药制造业             | -2.40       | 0         |
| 通用设备制造业           | -1.60       | 0         |

资料来源：iFind，信达证券研发中心，截至今年7月

图 30：估值水平最低和最高的行业

| 行业               | 滚动市盈率 (倍) | 历史分位数 (%) |
|------------------|-----------|-----------|
| 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业 | 17.65     | 5         |
| 有色金属矿采选业         | 20.18     | 9         |
| 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 | 30.20     | 12        |
| 家具制造业            | 17.70     | 14        |
| 食品制造业            | 27.44     | 19        |
| 非金属矿物制品业         | 29.21     | 89        |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 50.73     | 92        |
| 印刷和记录媒介复制业       | 52.24     | 94        |
| 汽车制造业            | 28.57     | 95        |
| 废弃资源综合利用业        | 61.85     | 100       |

资料来源：iFind，信达证券研发中心，截至今年8月

图 31：六个维度汇总后得分在 2 分以上的行业

| 行业                 | 分位数 |    |    |     |    |     | 得分 |    |    |    |    |    |    |
|--------------------|-----|----|----|-----|----|-----|----|----|----|----|----|----|----|
|                    | 产能  | 库存 | 营收 | 利润  | 价格 | 估值  | 产能 | 库存 | 营收 | 利润 | 价格 | 估值 | 总分 |
| 有色金属冶炼和压延加工业       | 9   | 57 | 66 | 52  | 61 | 30  | 0  | 0  | 1  | 1  | 1  | 1  | 4  |
| 有色金属矿采选业           |     | 94 | 68 | 77  | 74 | 9   | 0  | 0  | 1  | 1  | 1  | 1  | 4  |
| 文教、工美、体育和娱乐用品制造业   |     | 9  | 62 | 10  | 99 | 12  | 0  | 1  | 1  | 0  | 1  | 1  | 4  |
| 电气机械和器材制造业         | 3   | 19 | 54 | 48  | 17 | 38  | 0  | 1  | 1  | 0  | 0  | 1  | 3  |
| 黑色金属冶炼和压延加工业       | 75  | 41 | 21 | 100 | 24 | 76  | 1  | 1  | 0  | 1  | 0  | 0  | 3  |
| 医药制造业              | 3   | 9  | 16 | 21  | 0  | 41  | 0  | 1  | 0  | 0  | 0  | 1  | 2  |
| 家具制造业              |     | 6  | 16 | 10  | 3  | 14  | 0  | 1  | 0  | 0  | 0  | 1  | 2  |
| 食品制造业              | 12  | 30 | 6  | 15  | 7  | 19  | 0  | 1  | 0  | 0  | 0  | 1  | 2  |
| 农副食品加工业            |     | 21 | 18 | 79  | 9  | 54  | 0  | 1  | 0  | 1  | 0  | 0  | 2  |
| 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业   |     | 14 | 14 | 10  | 10 | 5   | 0  | 1  | 0  | 0  | 0  | 1  | 2  |
| 铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业 |     | 65 | 92 | 86  | 17 | 56  | 0  | 0  | 1  | 1  | 0  | 0  | 2  |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业   | 12  | 34 | 59 | 41  | 18 | 92  | 0  | 1  | 1  | 0  | 0  | 0  | 2  |
| 石油、煤炭及其他燃料加工业      |     | 3  | 12 | 74  | 19 | 87  | 0  | 1  | 0  | 1  | 0  | 0  | 2  |
| 化学纤维制造业            | 96  | 20 | 8  | 40  | 20 | 78  | 1  | 1  | 0  | 0  | 0  | 0  | 2  |
| 橡胶和塑料制品业           |     | 35 | 27 | 12  | 23 | 46  | 0  | 1  | 0  | 0  | 0  | 1  | 2  |
| 石油和天然气开采业          | 96  | 30 | 27 | 26  | 26 | 51  | 1  | 1  | 0  | 0  | 0  | 0  | 2  |
| 废弃资源综合利用业          |     | 29 | 12 | 65  | 26 | 100 | 0  | 1  | 0  | 1  | 0  | 0  | 2  |
| 燃气生产和供应业           |     | 6  | 12 | 12  | 38 | 25  | 0  | 1  | 0  | 0  | 0  | 1  | 2  |
| 水的生产和供应业           |     | 31 | 4  | 13  | 49 | 21  | 0  | 1  | 0  | 0  | 0  | 1  | 2  |

资料来源：iFind，信达证券研发中心

## 风险因素

---

“反内卷”推进低于预期，地缘政治风险突发，历史规律可能会失效等。



## 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）；<br>时间段：报告发布之日起6个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准15%以上；  | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|                                                 | <b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~15%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|                                                 | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间； | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|                                                 | <b>卖出：</b> 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。