



反内卷：A股慢牛的宏观叙事

报告日期：2025年07月28日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001
- 联系人：卫正
- SAC编号：S1050124080020

研究创造价值

宏观背景：内生低通胀，三轮同中存异

三轮供给端改革均发生于内生性低通胀周期，PPI同比负值持续多月走扩，CPI同比走势疲软

1) 求同：①需求端疲软 ②房地产周期磨底 ③工业产能利用率低位 ④企业盈利状况不佳；

2) 辨异：宏观层面-外部摩擦升级；地产难有增量；中观层面-从传统行业扩散至新兴行业；国企占比降低，民企占比提升。

本轮反内卷挑战和难度更大，以时间换空间，PPI转正需要更大的政策强度和更长的时间周期。

政策逻辑：供需再平衡，这次更市场化

1) 第一轮1997-2002年：降准降息+增发国债+商品房改革+加入WTO+国企改革+供给侧&农业改革；风格小盘向大盘切换；

2) 第二轮2012-2016年：降准降息+PPP+地产新政+汇改&一带一路+供给侧改革；风格随PPI趋势转换，小盘向大盘逐步切换；改革落地行业轮动中上游与终端消费；民营与地方国有企业具备更高的上涨弹性；

3) 本轮2022-至今：降息降准+两重两新+城市更新+供给创造需求+反内卷；相较于前两轮供给侧改革，预计本轮反内卷政策更为市场化，增加多元化供给，释放内需潜力。现阶段风格趋向均衡，行业加速轮动。

A股策略：再通胀交易，先预期后现实

1) 行情大势：反内卷是A股慢牛的宏观叙事，类通缩-反内卷-再平衡-再通胀预期交易，PPI拐点初现，A股震荡上行。

2) 行情节奏：预计本轮反内卷重点行业将经历政策预期推涨-行业景气反转推升-企业盈利攀升扩增上涨空间三个阶段；

3) 择行策略：

产能过剩：非金属制品、食品制造、煤炭采选、汽车制造、化学制品、医药制造、电气机械等；

盈利承压：煤炭采选、油气开采、黑色采矿、有色采矿、燃料加工、化工制造、化纤制造、橡胶塑料、非金属制品、黑色冶炼、有色冶炼、农副产品、酒类饮料、纺织；

政策强度：电力设备、锂电、白酒、新能源汽车、生猪、民航、光伏、玻璃、水泥、钢铁、煤炭、外卖、医药；

去化难度：房屋建设、专业连锁、焦炭、通信服务、白色家电、油服工程、黑色家电、渔业、厨卫电器、乘用车等。

反内卷行业机会：煤炭、钢铁、水泥、玻璃、光伏、新能源汽车、生猪。

- 1、国内政策不及预期；
- 2、地缘政治局势紧张

目录

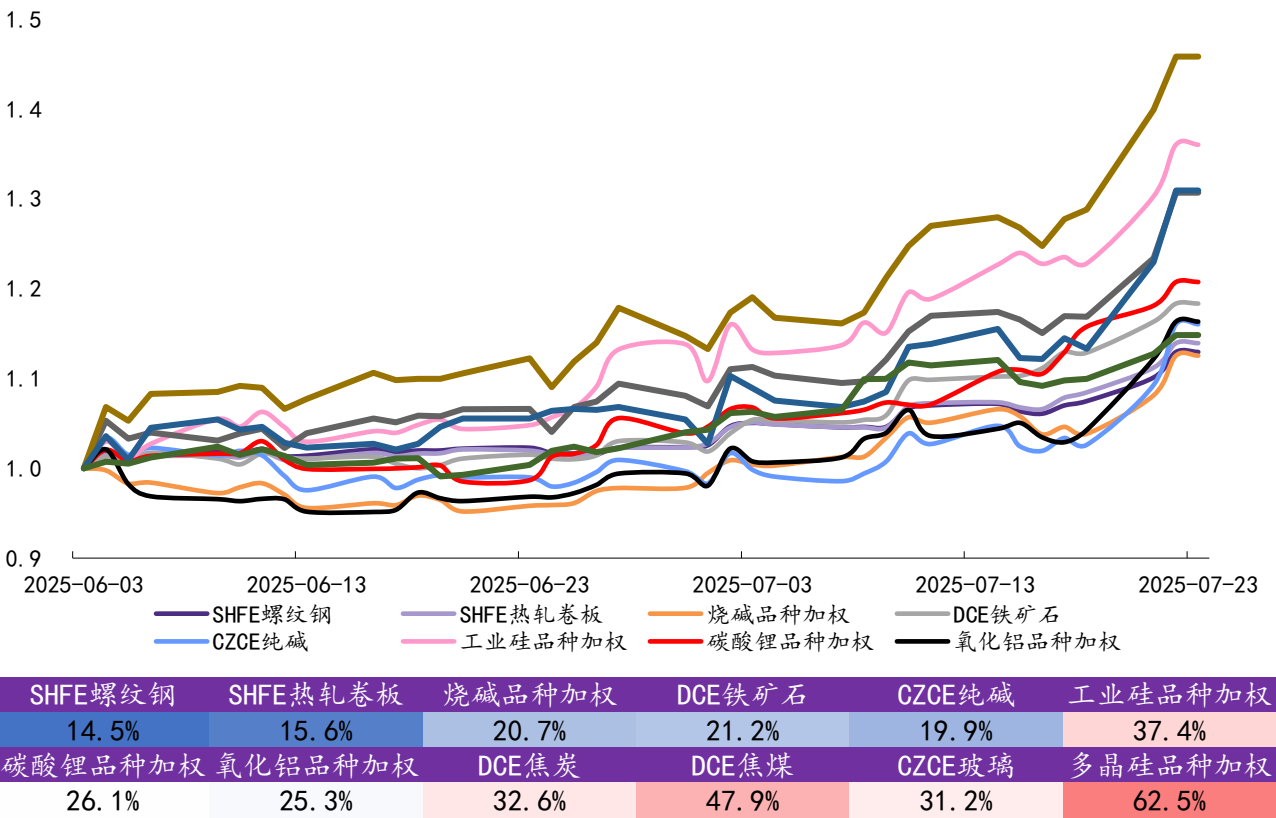
CONTENTS

1. 宏观背景：内生低通胀，三轮同中存异
2. 政策逻辑：供需再平衡，这次更市场化
3. A股策略：再通胀交易，先预期后现实

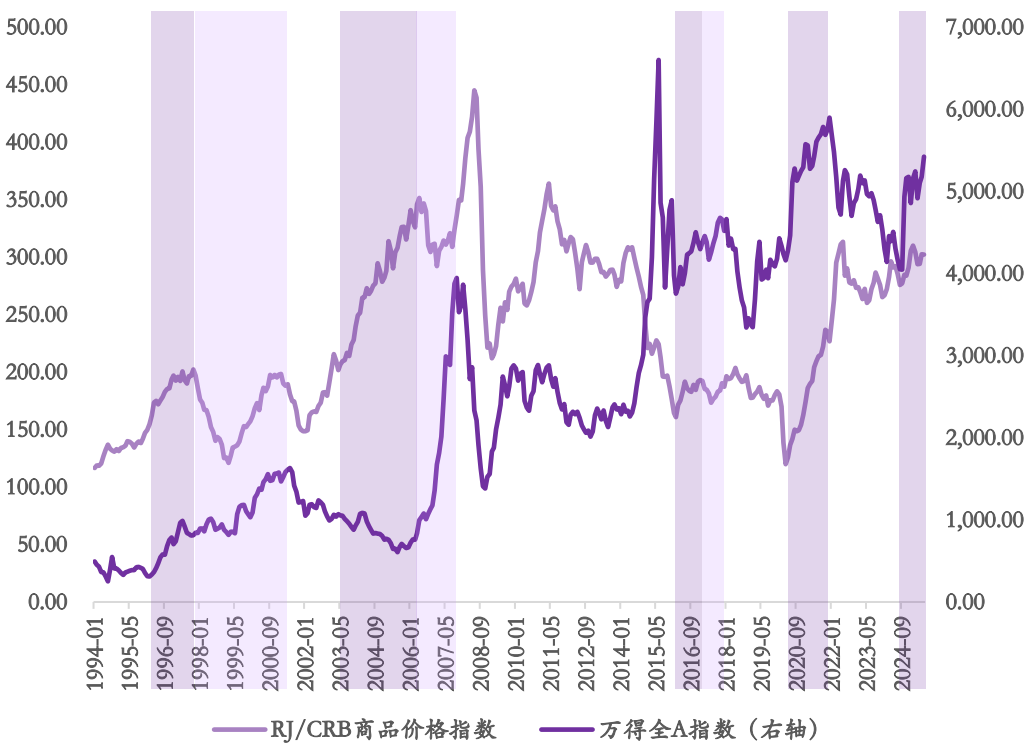
引言：反内卷引爆期货，大宗异动是A股牛市的前奏？

- **反内卷政策预期引爆大宗商品期货行情：**以2025年6月1日为起点，光伏上游多晶硅期货涨超60%领先，焦煤（48%）与工业硅（37%）紧随其后。
- **A股主升行情，大宗商品多有异动：**复盘万得全A走势发现，除了2014-2015，1998-2001、2005-2007、2016-2017、2020-2021的主升行情前或行情中均有大宗商品价格异动，且多出现在主升行情前。
- 自2024/9以来，万得全A和大宗商品价格均震荡上行。自6月以来大宗商品明显异动，万得全A上行斜率更为陡峭。

反内卷引爆大宗商品期货行情



A股主升行情前或行情中，大宗商品多有异动



资料来源：Wind，华鑫证券研究

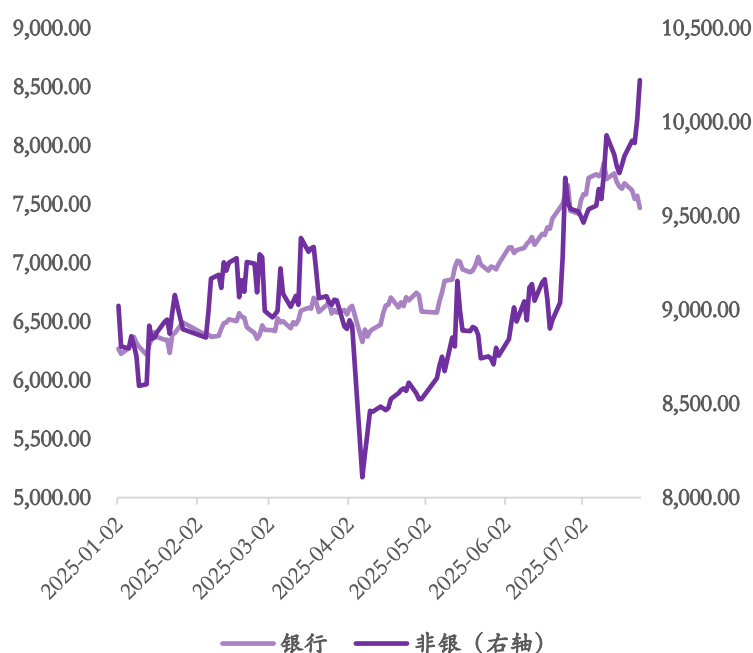
交易逻辑：从类通缩到再通胀，从哑铃两端到中间

- **交易逻辑切换：**类通缩-反内卷-再平衡-再通胀预期交易，结果是通缩资产调整（债券、reits等安全资产；哑铃的两端银行调整、微盘跑输），再通胀资产大涨（大宗商品、周期股、非银、科技主题等）。

股债跷跷板效应显现



银行调整，非银上涨



微盘表现不及大盘



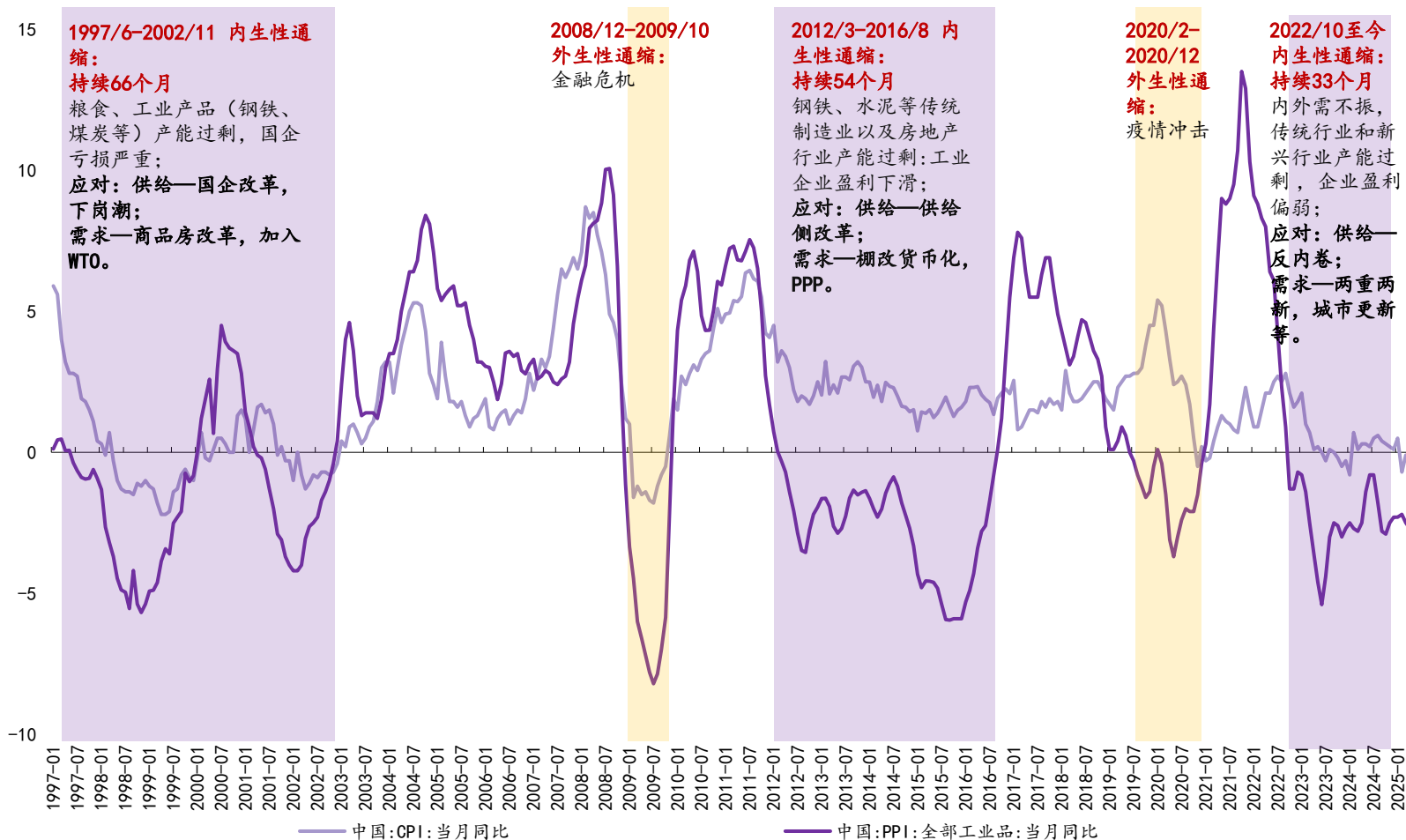
01 宏观背景：内生低通胀，三轮同中存异

- 求同：宏观层面（需求疲软、地产磨底、产能利用率低位、盈利不佳）
- 存异：宏观层面（外需预计难以依靠，地产复苏刺激预估相对温和）
中观层面（国资控股占比略有下降，相关行业范围扩散）

1.1、反内卷背景：内生性低通胀，类比1997-2002年和2012-2016年

- **三轮供给端改革均发生于内生性低通胀周期：**自1997年以来，中国共有五轮PPI/CPI同比持续负增长的低通胀周期。从低通胀类型来看，有三轮内生性和两轮外生性，其中1997-2002年、2012-2016年以及2022年至今是内生性低通胀，2008-2009年和2020年是外生性低通胀。
- **前两轮内生性低通胀周期均存在PPI同比负值持续多月走扩，通胀持续承压，最终通过供给端改革以及其他逆周期调节政策实现通胀周期的扭转。**

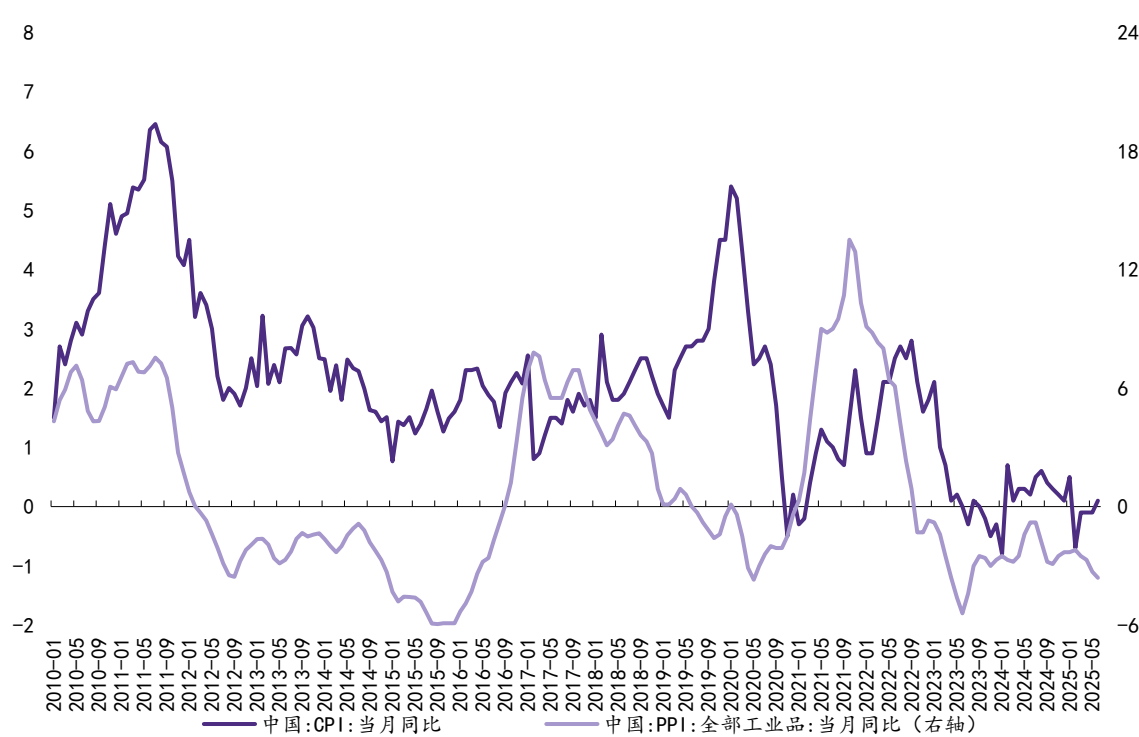
本轮为内生性低通胀周期，“反内卷”为主要破局方式



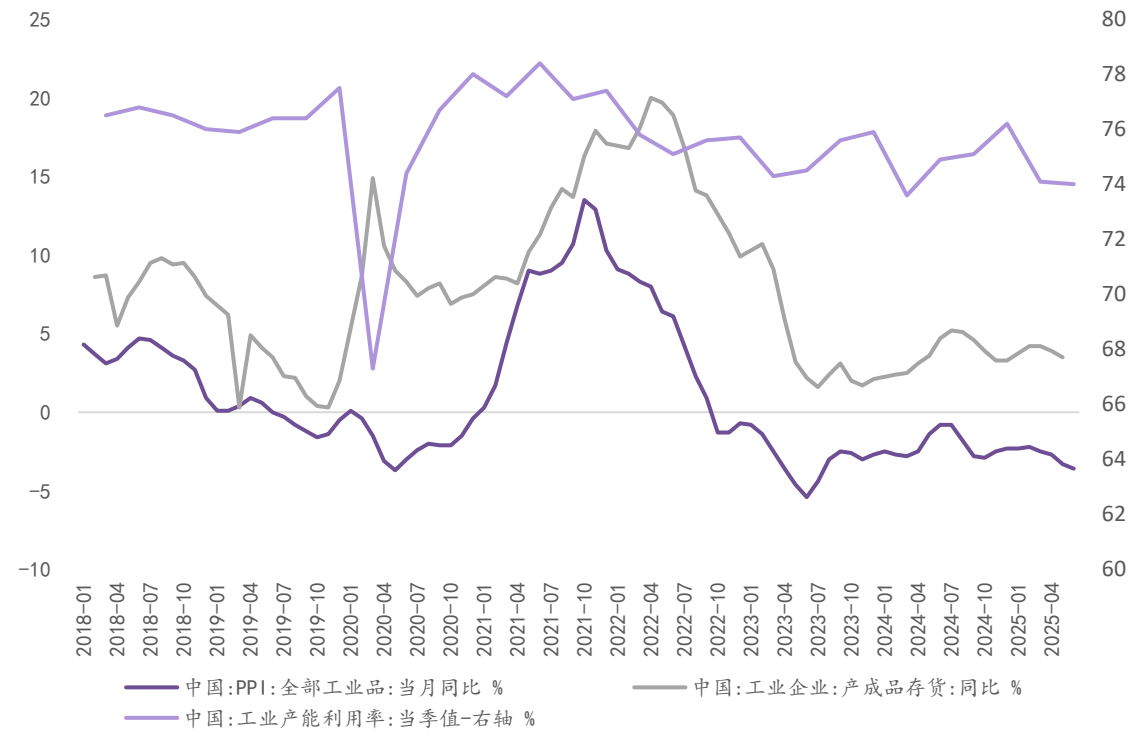
资料来源：Wind，华鑫证券研究

- **PPI连续33个月同比负增，且负向走扩：**自2022年10月起，PPI当月同比持续为负，并且自2025年2月负值再次走扩，6月PPI同比-3.60%，工业价格端持续走弱。
- **CPI同比转负为正，但消费端依然相对疲软：**6月CPI同比+0.1%，自2025年2月连续4个月同比负增后首度转正，虽然在“国补”等消费政策刺激下，消费价格端出现底部抬升的势头，但是整体走势依然处于相对疲软的区间。
- **低通胀倒逼“反内卷”：**“防止‘内卷式’恶性竞争”首次在2024年7月政治局会议提出，并随后在中央经济工作会议将“综合整治‘内卷式’竞争”列为2025年重点任务。在低通胀、传统行业需求相对疲软、新兴行业产能扩张过快、出口贸易存在不确定性等问题并存的当下，“反内卷”的持续推进预计将会是大势所趋。

PPI持续33个月同比负增，CPI走势疲软



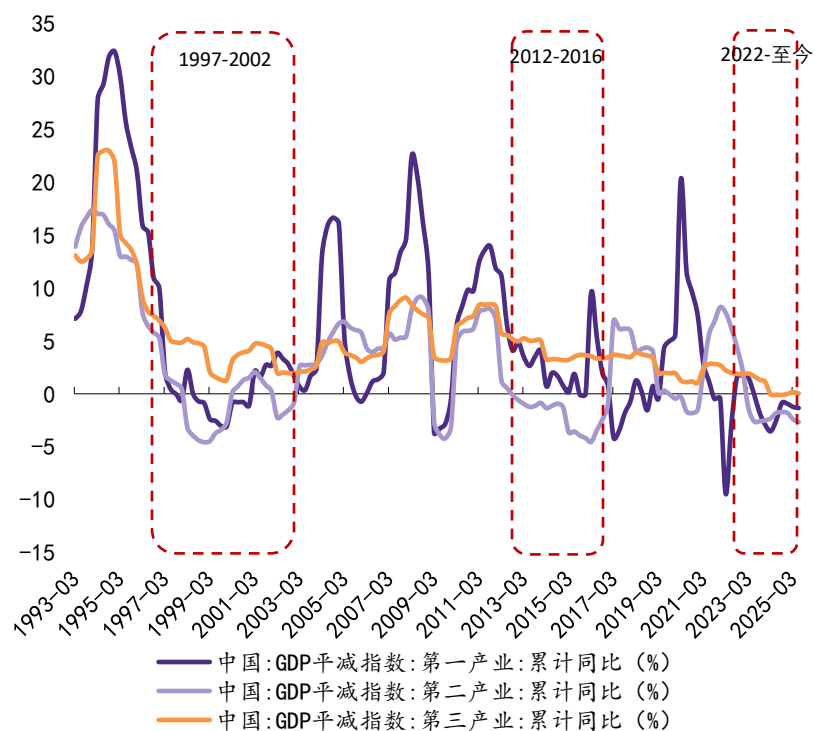
工业产能利用率有所回落



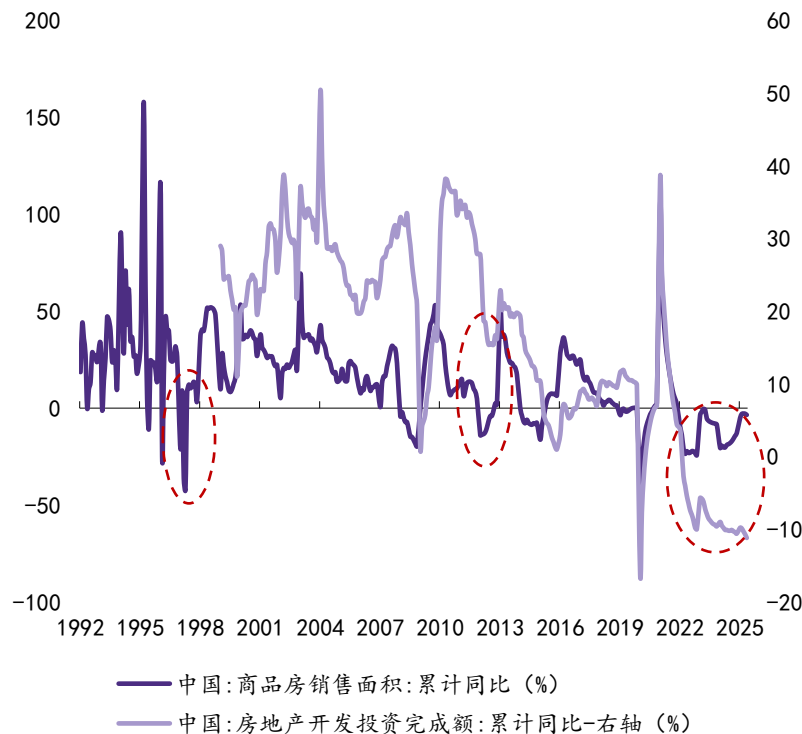
1.2、求同：国内宏观似曾相识：需求疲软、地产探底、产能利用率低位、盈利不佳

- **需求疲软**：从三类产业GDP平减指数累计同比指标看，在三轮内生性低通胀周期区间，三类产业需求均疲软，最终传导至价格端。其中第二产业在三轮中均显现累计同比负增的现象，第三产业相对更具韧性；
- **地产周期探底**：三轮房地产周期均步入探底阶段，对经济拖累较为明显；
- **产能利用率低位**：2012-2016和2022-至今两轮之前均因外生性低通胀复苏反弹（金融危机与疫情冲击），多个行业产能总量迅速攀升，导致进入内生性低通胀周期后，工业产能利用率显著下滑，进入低位震荡运行的阶段；
- **企业盈利情况不佳**：源于供需不平衡的价格水平下降，规模以上工业企业利润总额同样相对承压，当月同比出现多月负增的情况。

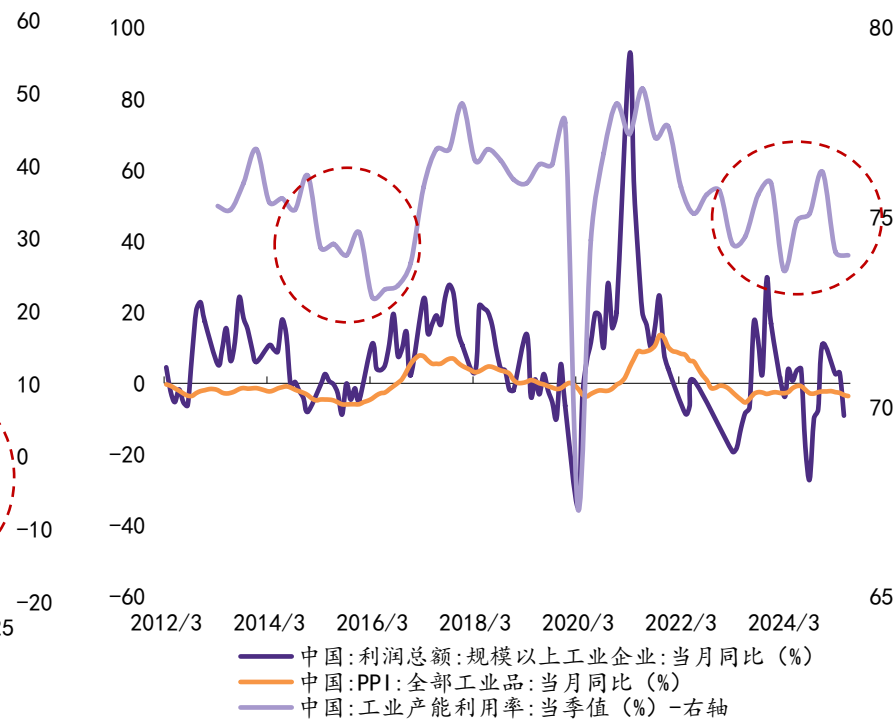
三类产业需求均疲软，第二产业负增明显



房地产周期探底



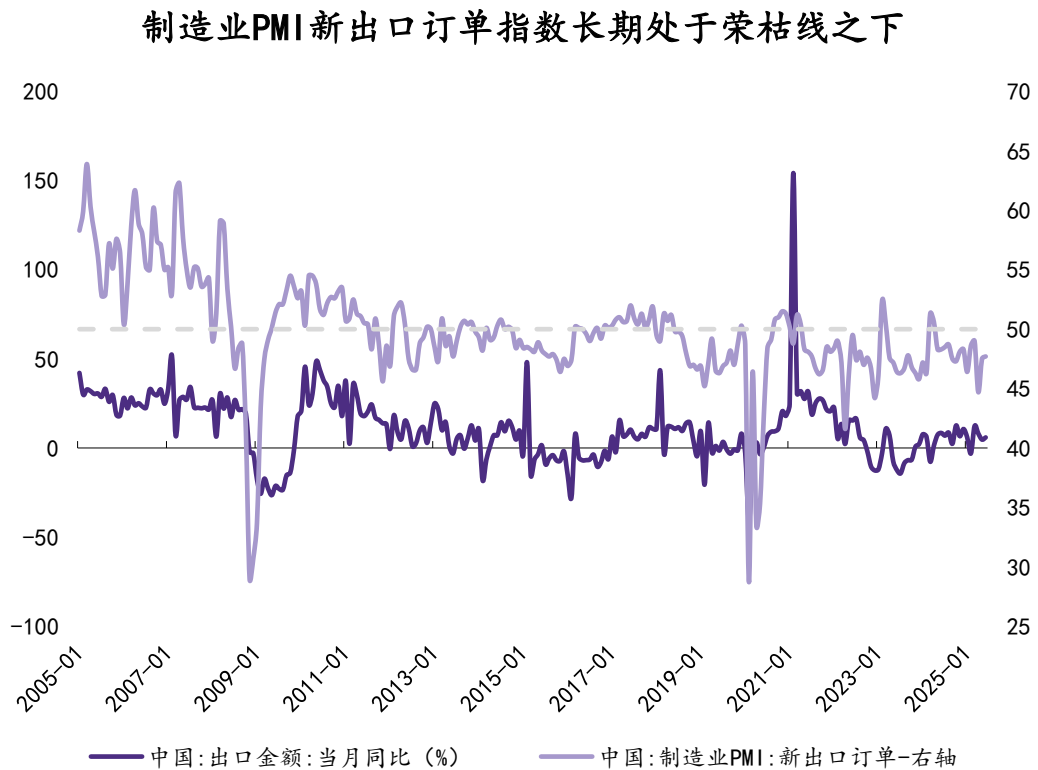
产能利用率处于低位，企业盈利不佳



资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.3.1、存异：外部挑战加大：中美贸易2.0不确定性依旧，出口有回落压力

- **中美贸易谈判虽有缓和，但前景不确定性依旧：**2025年5月12日，中美发布日内瓦经贸会谈联合声明，34%“对等关税”中24%的关税90天内暂停实施，保留剩余10%的关税，叠加前期“芬太尼事件”的20%，目前阶段共计征收30%的关税。虽然贸易战2.0一阶段贸易协定已达成，但是后续前景不确定性依旧，“对等关税”暂缓期至8月12日，同时参照中美贸易战1.0后期，全面关税缓和之后将会针对特定行业征收行业关税或是采取进出口限制。
- **虽经历抢出口阶段，出口金额同比有一定的弱支撑，当月同比正值低位运行，但从制造业PMI新出口订单指数看，自2022年以来，长期处于荣枯线之下，外需疲软。**预计在本轮低通胀周期的需求调节中，因中美贸易前景的极大不确定性，外需开源难以成为主要的逆周期调节手段，更大的重点在于内需提振。



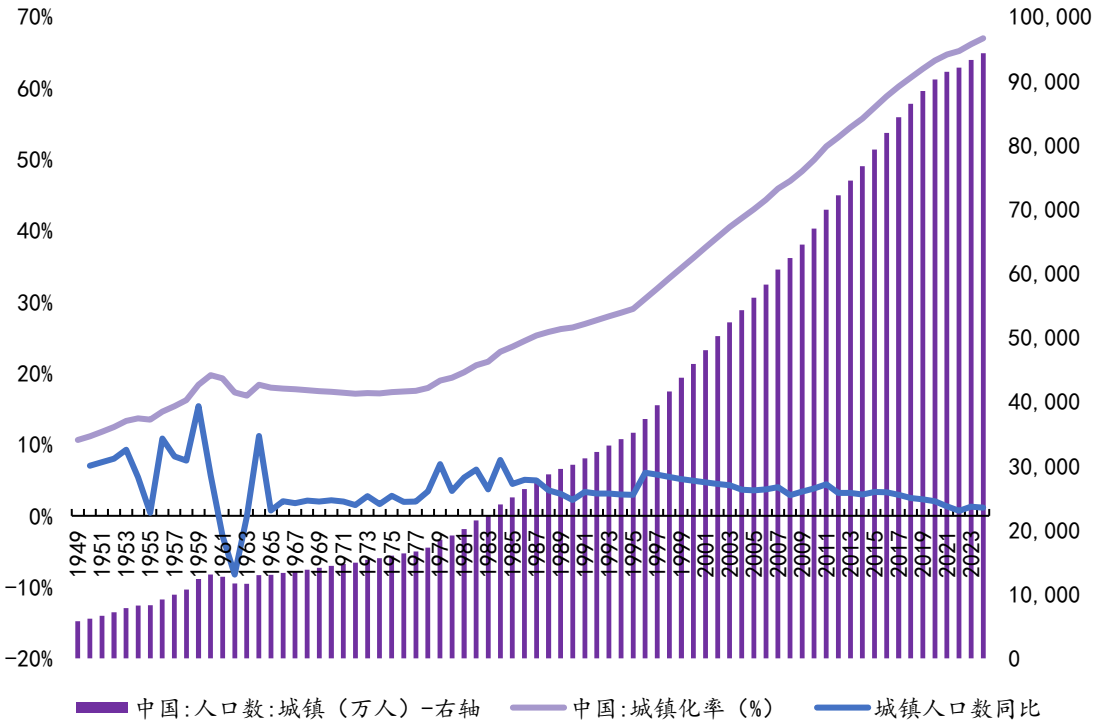
资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.3.2、存异：地产难有刺激：地产战略地位转变，棚改2.0恐难再现

➤ 中央定调“城镇化转向稳定发展期”，棚改2.0预期落空：2025年中央城市工作会定位“我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段。”当前时期，中央明确地产发展将“以推动城市高质量发展为主题”，主要增量复苏将来源于城市更新，预计包括城中村和危旧房改造、老旧管线改造升级等民生基建与改造，但预估难以复刻2015年棚改货币化等房地产超常规刺激。

2015和2025年中央城市会议主要内容对比		
方面	2015年	2025年
城镇化战略定位	我国城市发展已经进入新的发展时期。城市发展带动了整个经济社会发展， 城市建设成为现代化建设的重要引擎	我国城镇化正从快速增长期转向 稳定发展期 ，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向 存量提质增效为主的阶段
城市体系	要以 城市群为主体形态 ，科学规划城市空间布局，实现紧凑集约、高效绿色发展。要优化提升东部城市群，在中西部地区培育发展一批城市群、区域性中心城市，促进边疆中心城市、口岸城市联动发展，让中西部地区广大群众在家门口也能分享城镇化成果。	着眼于提高城市对人口和经济社会发展的综合承载能力，发展组团式、网络化的现代化城市群和都市圈， 分类推进以县城为重要载体的城镇化建设 ，继续推进农业转移人口市民化，促进大中小城市和小城镇协调发展，促进城乡融合发展
住房建设	要提升建设水平，加强城市地下和地上基础设施建设， 建设海绵城市，加快棚户区 and 危房改造，有序推进老旧小区综合整治 ，力争到2020年基本完成现有城镇棚户区、城中村和危房改造	加快构建房地产发展新模式， 稳步推进城中村和危旧房改造
城市基建	城市交通、能源、供排水、供热、污水、垃圾处理等基础设施，要按照绿色低碳循环低碳的理念进行规划建设	推进城市基础设施生命线安全工程建设，加快老旧管线改造升级；强化城市自然灾害防治，统筹城市防洪体系和内涝治理

城镇化增量空间有限，棚改2.0预期落空（单位：%）



资料来源：Wind，中国青年报，新华社，华鑫证券研究

1.3.3.1、存异：内卷行业扩散：从传统行业到新兴行业

- 2015-2017年供给侧改革行业聚焦于上游行业，主要涵盖煤炭、钢铁、水泥、平板玻璃、电解铝和化工等；
- 根据目前政策导向推定，本轮反内卷政策预计将同时涉及上游传统行业，下游过度竞争行业，以及目前局部产能过剩的新兴行业，行业范围将会更加广阔。通过观察2025年三场企业公平竞争座谈会涉及公司的行业分布，预计反内卷将重点针对的行业涵盖光伏、电商、汽车、油气运输、工程机械、电力、钢铁、医药、**餐饮、风电、充电桩、互金、游戏、物流、软件等。**

反内卷政策：从传统行业到新兴行业，从行业自律到依法依规治理

时间	会议	相关内容
2024/7/30	政治局会议	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。
2024/12/12	中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2025/3/5	政府工作报告	加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。
2025/6/27	新修订《中华人民共和国反不正当竞争法》	平台经营者不得强制或者变相强制平台内经营者按照其定价规则，以低于成本的价格销售商品，扰乱市场竞争秩序。
2025/6/29	人民日报《金社平文章：在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》	近年来，我国以新能源汽车、锂电池和光伏产品为代表的“新三样”产品蓬勃发展，优质的绿色产能降低了全球绿色转型成本，为构建全球能源供应的多元化格局贡献了重要力量。但也要看到高投入、低产出的“内卷式”竞争，于产业健康发展无利，也非高质量发展的本义。
2025/7/1	求是《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》	新兴行业出现供需结构性矛盾。与过去恶性竞争主要集中在钢铁、水泥、轻工产品等传统产业不同，当前一个突出现象是，光伏、锂电池、新能源汽车、电商平台等新兴行业也深陷其中。
2025/7/1	中央财经委员会第六次会议	纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，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。
2025/7/18	2025年上半年工业和信息化发展情况新闻发布会	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，具体工作方案将在近期陆续发布。
2025/7/24	《中华人民共和国价格法修正草案》公开征求意见	主要涉及完善政府定价相关内容、进一步明确不正当价格行为认定标准、健全价格违法行为法律责任三方面内容。

2025年内第一、二、四次企业公平竞争座谈会定调“反内卷”行业

事件	内容	相关公司	相关行业
第一次 企业公平竞争 座谈会	强化反垄断反不正当竞争监管执法，强化公平竞争审查刚性约束，加快构建全国统一大市场，积极推动解决企业在公平竞争中遇到的问题，助力企业高质量发展。	天合光能	光伏
		晶澳科技	光伏
		隆基绿能	光伏
		阿里集团	电商
		京东集团	电商
		北汽集团	汽车
		奔驰集团	汽车
第二次 企业公平竞争 座谈会	持续清理和废除妨碍全国统一市场和公平竞争的各种规定和做法，制定重点领域公平竞争合规指引，着力解决限制企业迁移、限制商品要素自由流动、限制招标投标、设置隐性壁垒等突出问题，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点。	国家管网集团	油气运输
		三一集团	工程机械
		安谱科技	实验耗材
		思源电气	电力
		敬业集团	钢铁
		华润医药	医药
		君乐宝乳业	餐饮
第四次 企业公平竞争 座谈会	加强公平竞争审查，强化反垄断监管执法，提升投资并购审查效率，为广大民营企业发展创造良好市场环境和更广阔空间。	金风科技	风电
		特来电	充电桩
		长城汽车	汽车
		度小满	互金
		唯品会	电商
		网易	游戏
		顺丰	快递物流
		东软	软件

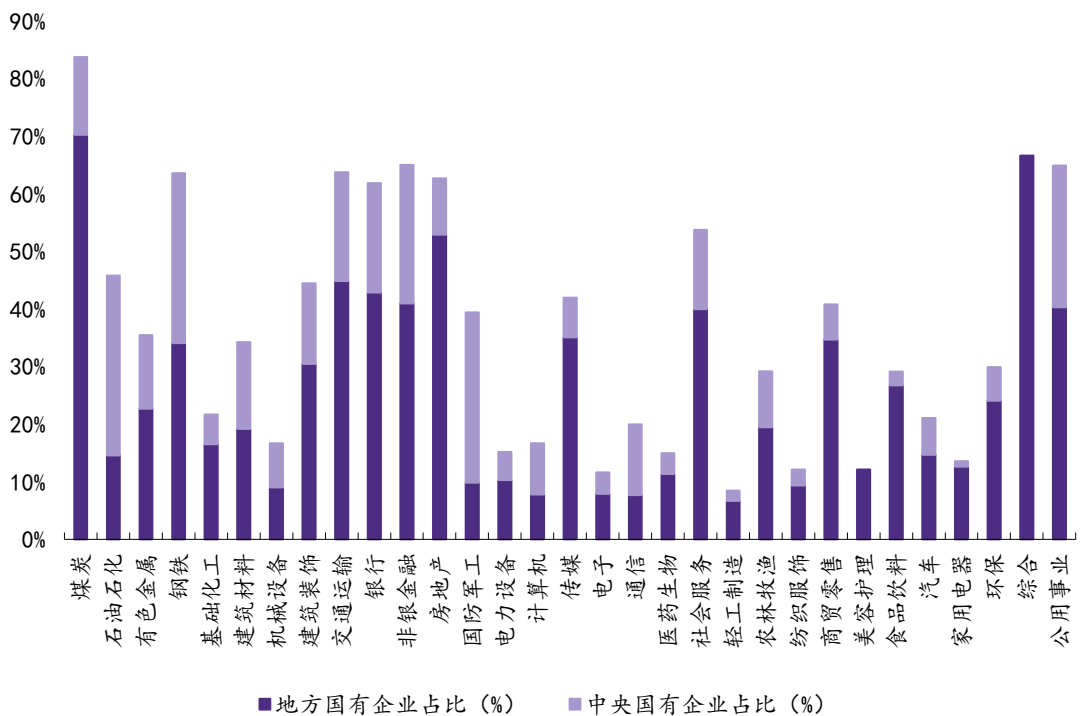
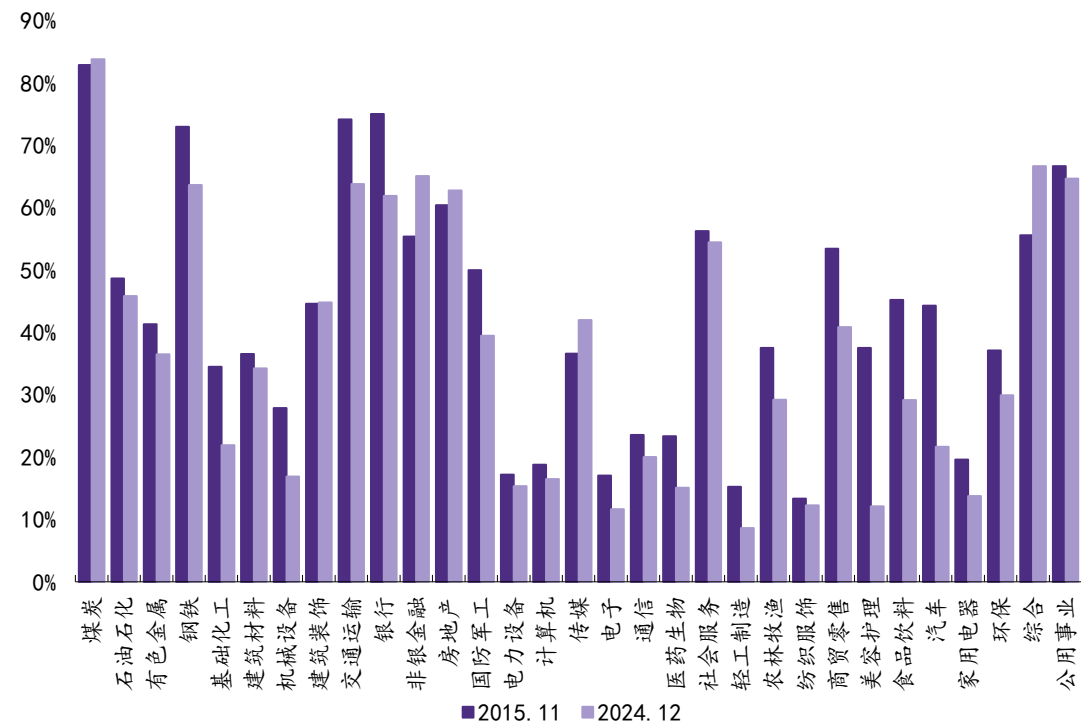
资料来源：央视网，央广网，新华网，人民日报，求是，新华社，工信微报，中新网，市场监管总局，华鑫证券研究

1.3.3.2、存异：内卷企业多元：国企占比略有下降

➤ 多数行业国资控股企业占比略有下降：行业国资控股企业占比指标，可间接对应该行业对于控产能、产业优化等中央政策的响应力度。以上一轮与本轮正式提出供给端相关政策时间节点，2024年相较2015年多数行业国资控股企业数量占比有所下降，预计后续行业对于中央政策响应力度可能略有下降，产能优化时间跨度可能会拉长。

相较2015年，本轮多数行业国资企业占比均有所下降

截止至2024年12月，煤炭行业国资企业占比最高



资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.3.4、本轮反内卷挑战和难度更大，以时间换空间

- 从三轮内生性低通胀背景来看，反内卷外部调整更大，对内需提出了更高的要求；地产定位变化，棚改2.0恐难再现；涉及更多行业，包括传统与新兴行业；企业性质多元，对政策力度挑战更大。预计本轮反内卷到PPI转正需要的时间更长。

三轮供给侧改革背景异同点总结		
类别	方面	预计影响
求同	需求疲软	反内卷政策有望成为本轮低通胀逆周期供给端提振的主要抓手
	地产周期磨底	
	多行业产能利用率低	
	企业盈利情况不佳	
存异	中美贸易战2.0博弈风险依旧	外需开源难以再次成为主要的逆周期调节手段，出口有回落压力，需求提振重心将会更加聚焦内需
	地产战略地位转变为稳定发展	棚改2.0恐难再现，房地产超预期复苏难以复刻，地产链产业难依靠需求提振，重点在于供给端改革
	内卷行业扩散	供给改革相关行业将从传统行业扩散至新兴行业
	内卷企业性质多元化	多数行业国资控股占比下降，相较前两轮供给侧改革，预计对中央政策响应力度可能略有下降，产能优化时间跨度可能会拉长

02 政策逻辑：供需再平衡，这次更市场化

- 1997-2002：降息降准+增发国债+商品房改革+加入WTO+国企改革+供给侧&农业改革
- 2012-2016：降息降准+PPP+地产新政+汇改&一带一路+供给侧改革
- 2022-至今：降息降准+两重两新+城市更新+供给创造需求+反内卷

研究创造价值

- 1997/6-2002/11 政策应对：供给—国企改革，下岗潮；需求—商品房改革，加入WTO。
- 2012/3-2016/8 政策应对：供给—供给侧改革，行政化去产能；需求—棚改货币化，PPP。
- 2022/10至今政策应对：供给—反内卷；需求—两重两新，城市更新等；新质生产力。
- 相较于前两轮供给侧改革，预计本轮反内卷政策更为市场化，除了引导供给出清和释放潜在需求，更多是增加多元化供给，扩大新质生产力、新兴服务业等领域投资，把内需潜力充分释放出来。

三轮低通胀应对政策组合

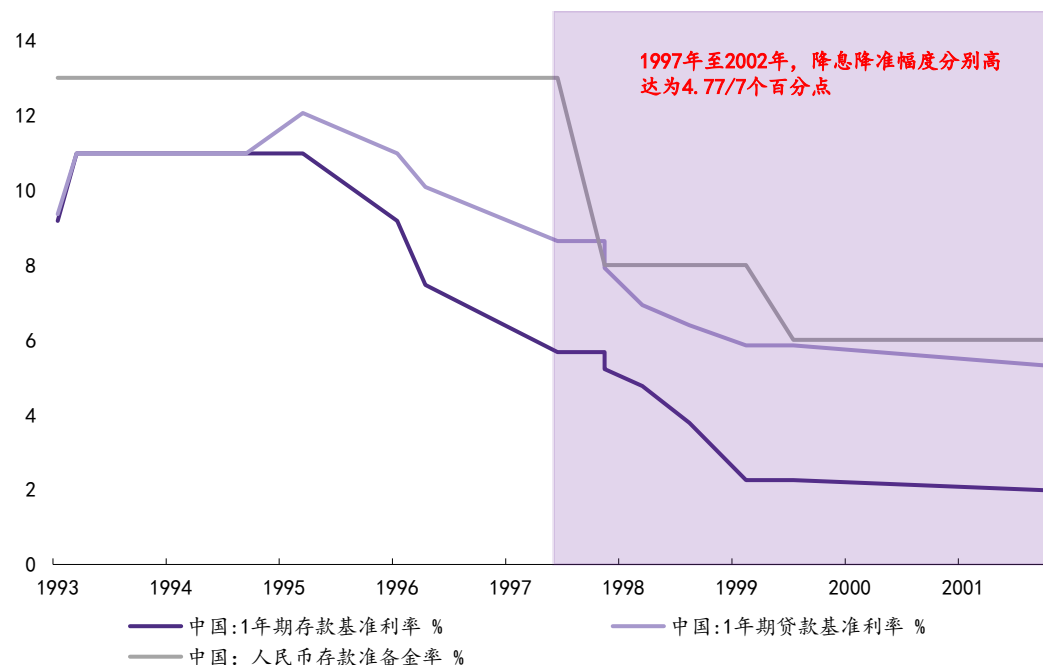
类别	供给侧	需求侧
第一轮	国企改革和产业调整、企业债权转股权：行政化手段，先选择重点行业纺织做示范，逐步扩大到制糖、煤炭、冶金、建材、石化等。	1998年商品房改革 2001年加入WTO
第二轮	三去一降一补： 去产能（钢铁、煤炭、水泥、玻璃、船舶等过剩行业）； 去库存（三四线房地产）； 去杠杆（金融、国企、地方政府等）； 降成本（制造业）； 补短板（高新技术）	2014年PPP 2015年棚改货币化
第三轮	反内卷： 上游钢铁/有色/石化/建材等；中游机械/汽车/电力装备等；	两重两新 城市更新 供给创新需求

资料来源：华鑫证券研究

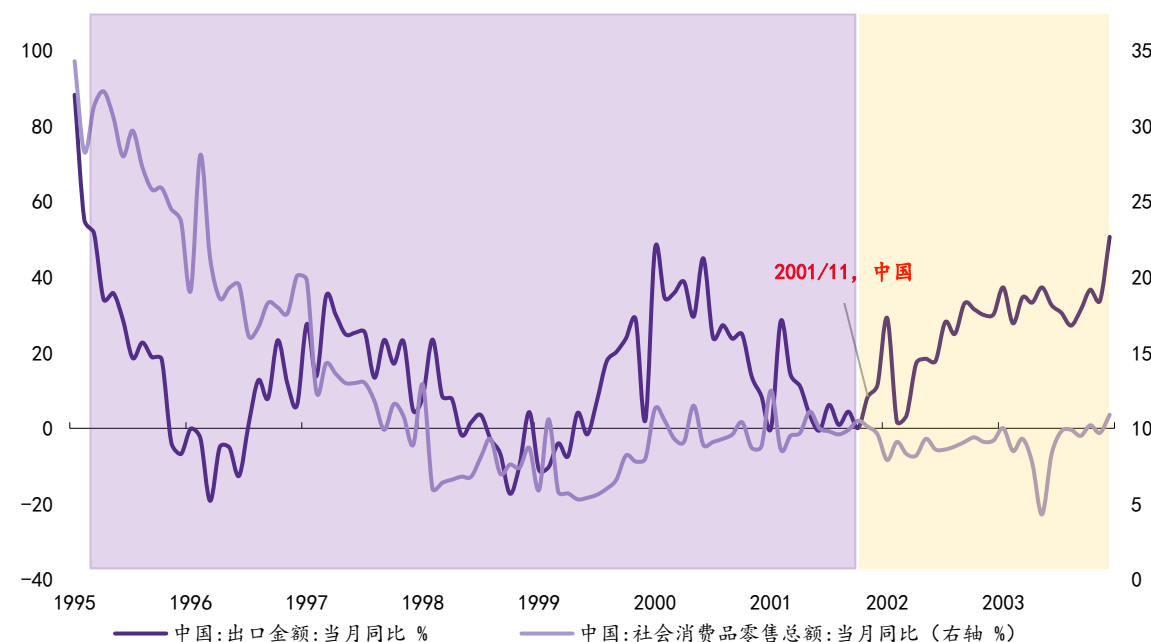
2.1、第1轮内生性低通胀：降息降准、增发国债、商品房改革、加入WTO、供给端改革

- 1997/6-2002/11：在经济增速下行、内需走弱，粮食及工业品产能过剩，亚洲金融危机压降出口需求的经济形势下发生低通胀。
 - 应对之法：通过**扩内外需求+去产能**政策组合走出低通胀，**降息降准+增发国债+商品房改革+加入WTO+供给端改革**。
- 扩内外需求：宽货币（降息降准）+扩财政（增发国债、刺激消费）+商品房改革+促出口（加入WTO、提高出口退税）
 - **宽货币**：由适度从紧转为货币宽松以刺激居民消费和企业投融资，1997年至2002年共计降息6次、降准2次，降息降准幅度分别高达为4.77/7个百分点；
 - **扩财政**：增发国债化解银行资本不足风险、启动西部大开发拉动基建投资，实施“两个确保”、城市“低保”、农村税费改革刺激消费。1998-2002年五年间发行的6600亿元长期建设国债，共带动银行贷款和其他社会资本形成3.3万亿元的投资规模、支撑GDP回升至8%以上；
 - **地产改革**：1998年启动住房市场化改革创造新的经济增长点；
 - **促出口**：积极谋求加入WTO，三次提高出口退税率，推动出口外需快速回暖。2002年底我国出口金额累计同比较前一年多增了15.5%。

1997年至2002年，央行共计降息6次、降准2次宽货币、促消费



亚洲金融危机导致我国出口需求下行，加入WTO促使外需快速复苏



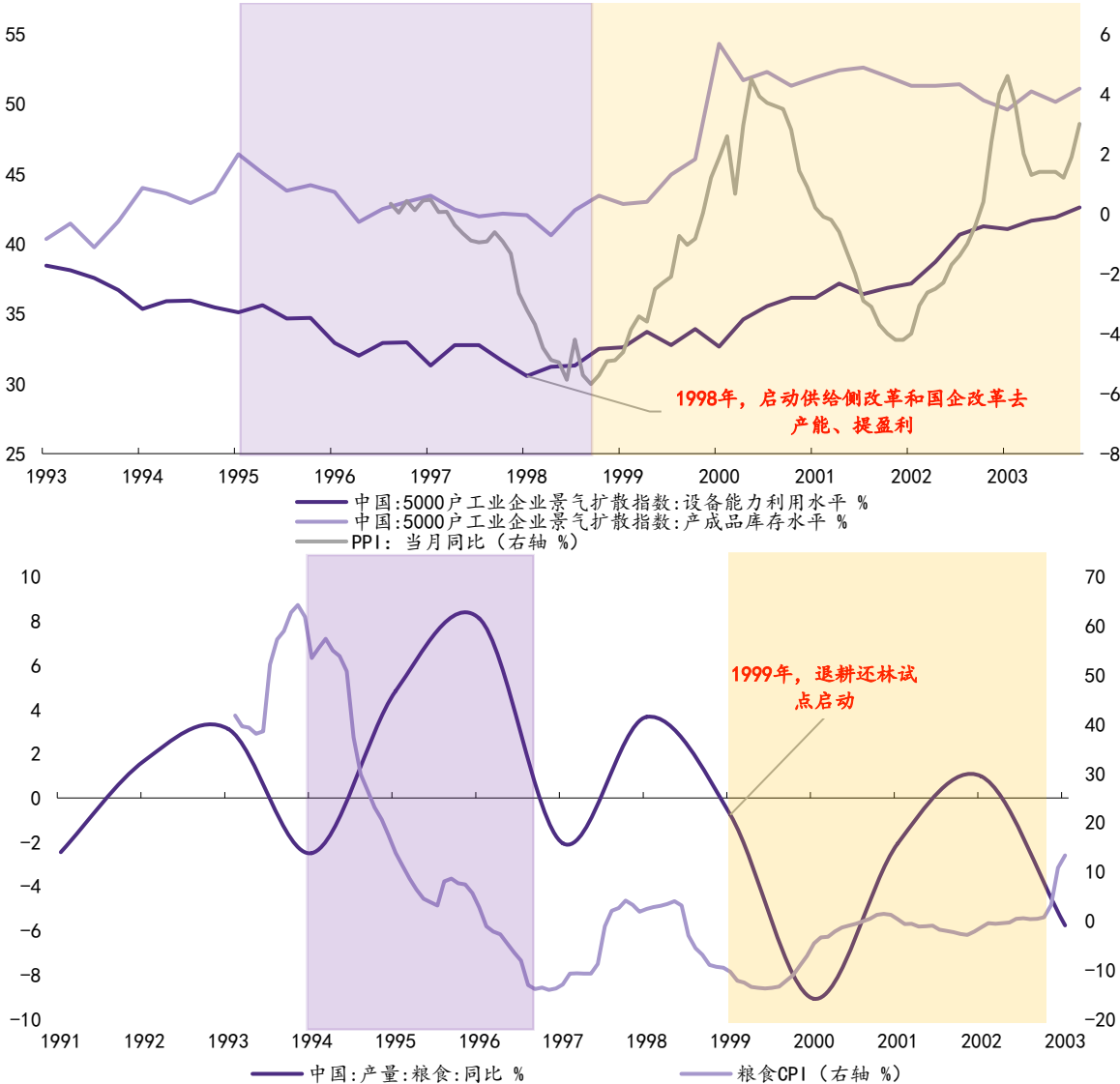
去产能：供给侧改革、农业改革

- **供给侧改革**：自1998年起连续启动“供给侧改革”和国企部门改革淘汰多余工业产能，主抓纺织与煤炭行业，提升企业盈利；
- **农业改革**：自1999年起开始推动退耕还林缓解粮食过剩问题，2000年粮食产量同比下降9.09%。

供给侧改革政策梳理

类别	时间	事件	供给侧改革相关内容
宏观政策	1997年12月11日	1997年中央经济工作会议	①目标是用三年左右的时间，通过改革改组、改造和加强管理，使大多数国有大中型亏损企业摆脱困境。 ②明年要以纺织行业为突破口，推进国有企业改革，努力使部分企业经营状况明显好转。
	1999年3月5日	1999年政府工作报告	要继续压缩纺织、煤炭、冶金、石化、建材、机电、轻工等行业过剩的生产能力，坚决淘汰那些技术落后、浪费资源、产品质量低劣和污染严重的小企业。
纺织行业	1998年2月27日	国务院关于纺织工业深化改革调整结构解困扭亏工作有关问题的通知	主要目标是用3年左右时间压缩淘汰落后棉纺锭1000万锭，分流安置下岗职工120万人，到2000年实现全行业扭亏为盈。
煤炭行业	1998年12月5日	关于关闭非法和布局不合理煤矿有关问题的通知	规划关井压产任务到1999年底前完成，关闭非法和布局不合理煤矿2.58万处，压减产量2.5亿吨。
	2001年9月16日	关于进一步做好关闭整顿小煤矿和煤矿安全生产工作的通知	加快小煤矿关闭工作进度；加大小煤矿整顿工作力度

供给侧改革助力工业品去库存，退耕还林缓解粮食过剩问题

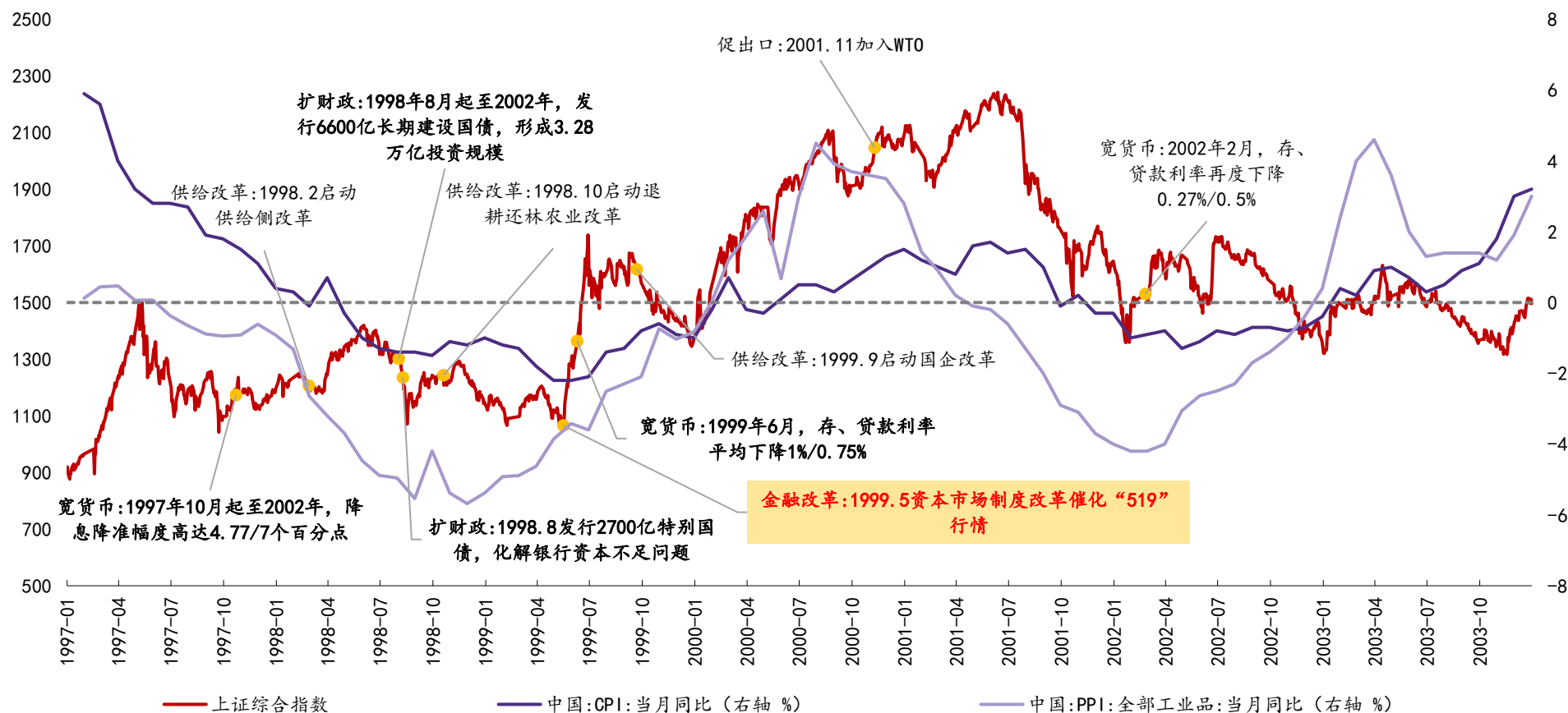


资料来源：Wind，新华社，商务部，国家能源局，国务院，华鑫证券研究

A股走势：宽货币+宽财政对冲下行压力，资本市场改革催化“519”行情

- **金融改革**：1999年5月18日证监会向八大证券公司传达了总理关于股市发展的8点意见，包括要求基金入市、降低印花税、允许商业银行为证券融资等，大大提振了市场预期，叠加前期在宽货币、扩财政、供给改革下，通胀回升、经济复苏，A股“519”行情正式启动。后续的改革措施落地，高层、官媒喊话，流动性再宽松进一步强化此轮行情上行动力。

前期“宽货币+扩财政”打底，通胀回升、经济复苏，资本市场改革催化“519”行情



市场风险：小盘占优-风格均衡-大盘占优

- 以第一个PPI拐点1998年12月前已上市企业为样本，选取各时间阶段涨幅排名前10强个股，以1998年12月1日个股总市值分位数50%作为划分大小盘股的标准：
- PPI同比首次负增收窄转正，排名前10中小盘股占优；
 - PPI同比回落负值阶段，风格逐步向大盘切换，但依然小盘占优；
 - PPI同比二次转正回升，风格转向大盘占优。

PPI定风格：排名前10涨幅个股风格逐步从小盘向大盘切换

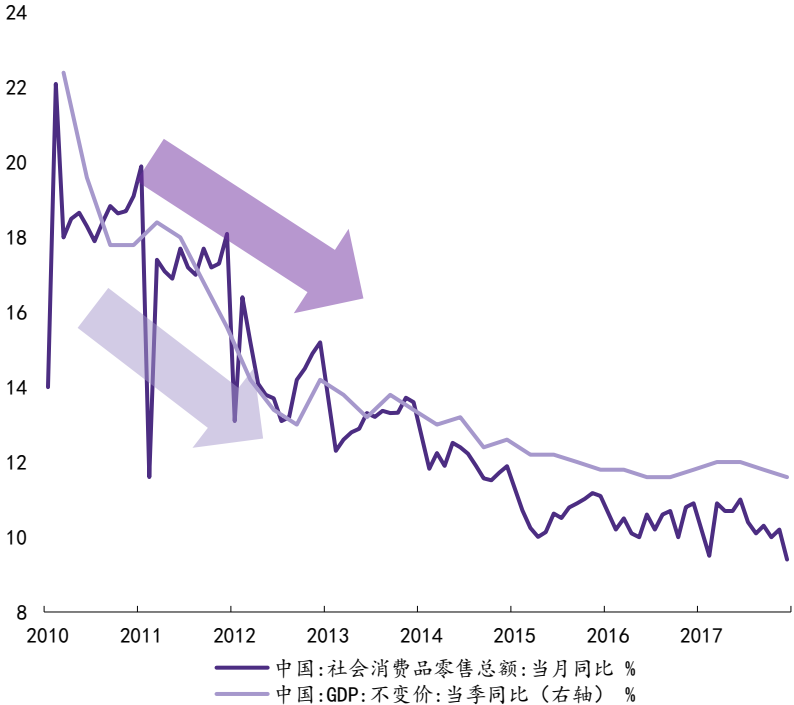
PPI 负增收窄转正（1998/12/1-2000/7/31）				PPI 正值回落低位（2000/8/31-2002/2/28）			
公司	行业	市值分位数	涨幅（%）	公司	行业	市值分位数	涨幅（%）
神州高铁	工业	1.0%	574.1	第一医药	房地产	44.1%	146.3
海螺新材	材料	0.7%	551.3	新金路	材料	49.4%	89.6
郑州煤电	能源	81.5%	450.8	创维数字	可选消费	1.1%	74.4
启迪药业	医疗保健	17.8%	388.7	海欣股份	可选消费	73.8%	68.4
国新健康	材料	52.8%	373.6	东北证券	能源	12.8%	62.6
中绿电	可选消费	28.8%	336.9	天津港	工业	82.1%	62.3
航天电子	工业	8.8%	328.7	浙数文化	可选消费	43.1%	58.5
生益科技	信息技术	72.3%	326.5	太极集团	医疗保健	78.4%	56.4
*ST天茂	材料	28.7%	323.1	新华锦	日常消费	4.4%	42.9
金牛化工	材料	42.2%	311.9	厦工股份	工业	36.5%	42.5
PPI 再度转正回升（2002/3/1-2003/3/31）				PPI 逆周期反转（1998/12/1-2003/3/31）			
公司	行业	市值分位数	涨幅（%）	公司	行业	市值分位数	涨幅（%）
长安汽车	可选消费	91.0%	131.6	徐工机械	工业	36.2%	436.1
哈药股份	医疗保健	65.8%	114.0	泰山石油	能源	16.9%	387.8
一汽解放	可选消费	96.8%	69.9	金融街	材料	0.4%	368.7
厦门象屿	可选消费	91.1%	69.7	海螺新材	材料	0.7%	361.5
三木集团	工业	37.4%	65.0	*ST天茂	材料	28.7%	350.4
中山公用	房地产	5.6%	63.4	智度股份	工业	21.8%	333.2
新能泰山	公用事业	83.0%	61.6	*ST四环	可选消费	4.7%	295.5
金瑞矿业	材料	3.8%	60.7	中粮糖业	日常消费	68.7%	293.2
苏美达	工业	12.2%	57.3	哈药股份	医疗保健	65.8%	272.3
通宝能源	公用事业	18.8%	54.7	中山公用	房地产	5.6%	241.6

资料来源：Wind，华鑫证券研究

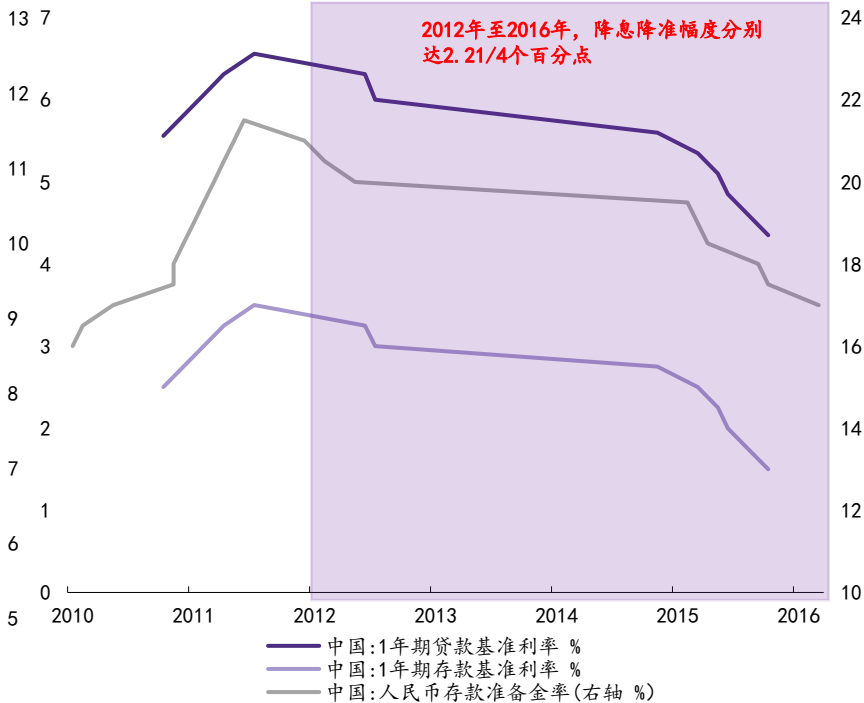
2.2、第2轮内生性低通胀：降息降准+PPP+地产新政+WTO+供给侧改革

- 2012/3-2016/8：一是地产周期下行、居民加杠杆意愿和能力下降导致房地产行业 and 钢铁、水泥等地产链行业出现产能过剩；二是国内宏观政策由稳增长转为调结构，经济增速换挡内需放缓；三是汇率强势升值、全球经济景气度下行抑制外需；四是美国页岩油快速发展引发了国际原油市场价格战。
- 解决之法：同样为**扩内外需求+去产能**政策组合，**降息降准+PPP+地产新政+扩出口+供给侧改革**。
- 扩内外需求：宽货币（降准降息）+扩财政（上调赤字+PPP）+地产改革（地产新政）+促出口（汇改+一带一路）
- 宽货币：货币政策方面转向宽松以提振居民和企业投融资需求，2012年至2016年央行降息降准幅度分别达2.21/4个百分点，降息降准次数高达8次/7次；
 - 扩财政：持续上调赤字率目标，由2013年的2%接连上调至2015年的2.3%；财政“小投入”撬动社会“大资本”，2014年万亿PPP项目拉动地方基建扩张稳增长；

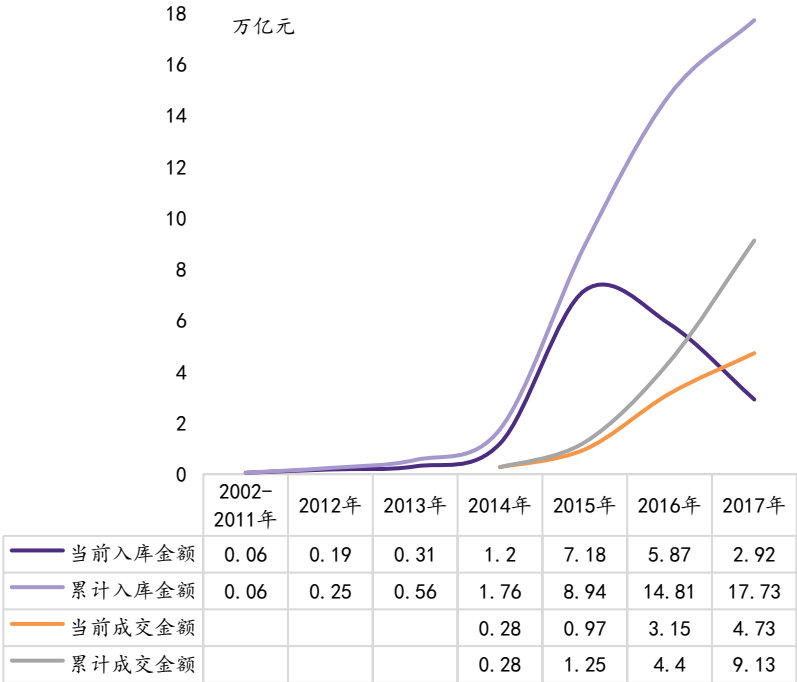
经济增速换挡伴随着内需下行



2012年至2016年，货币政策转向宽松，提振内需

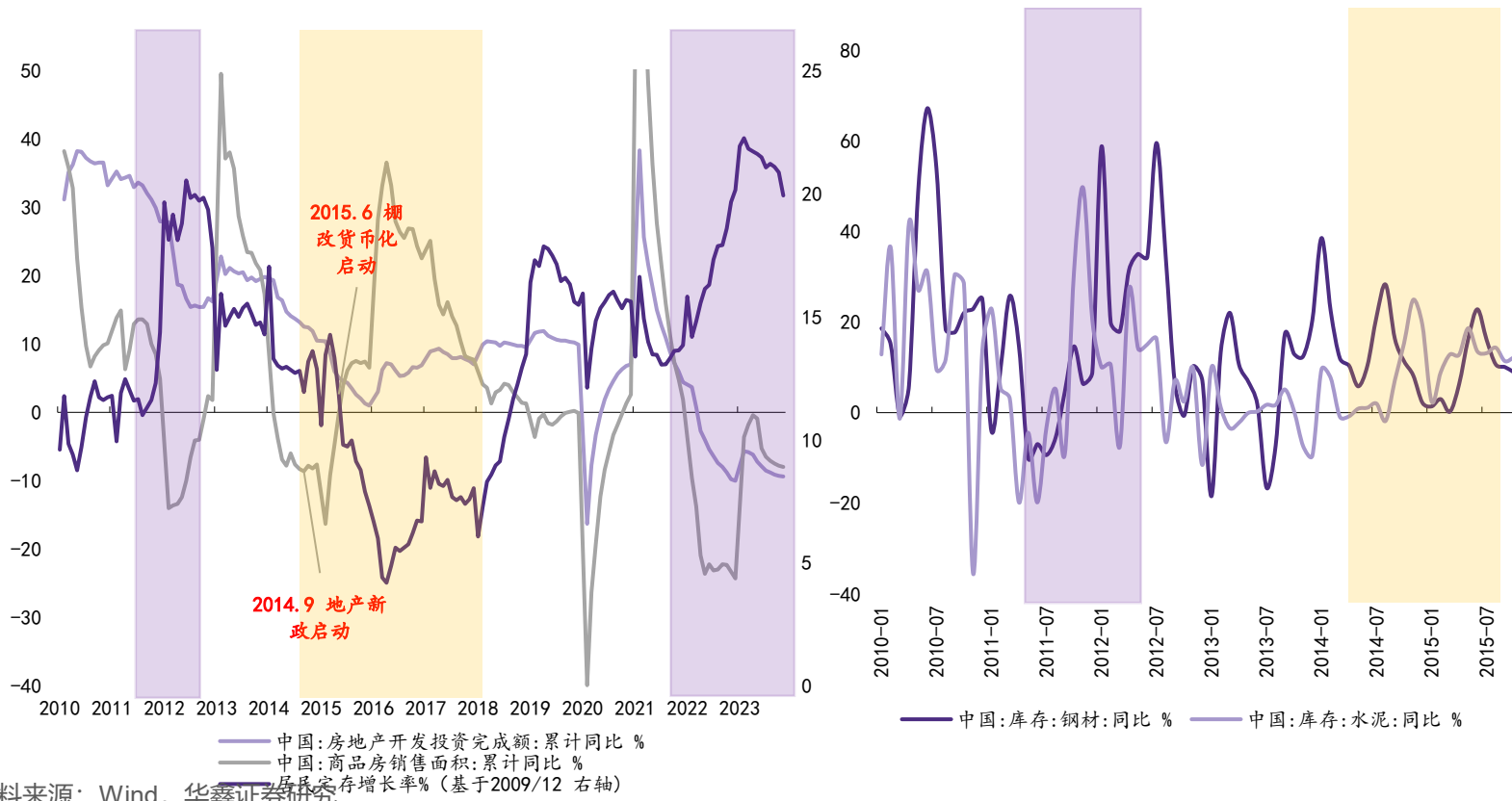


2014年万亿PPP项目扩基建促增长

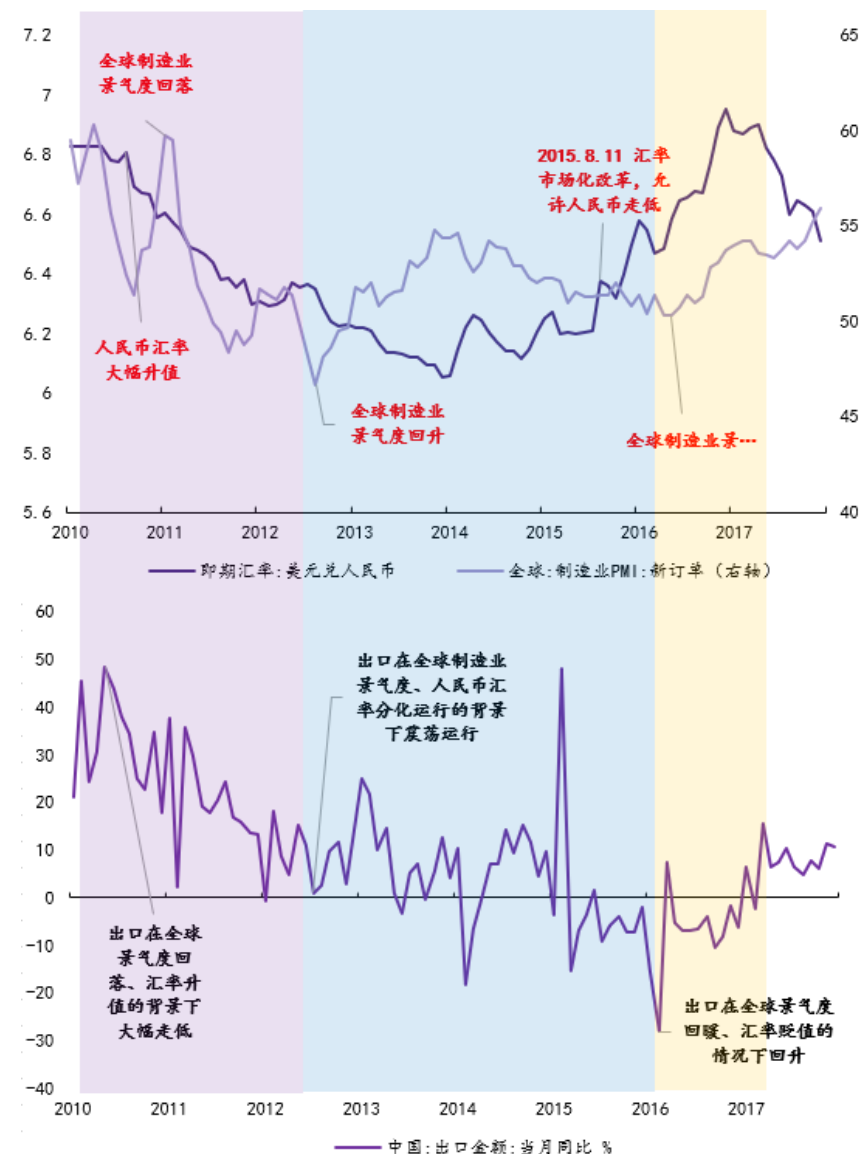


- **地产改革**：2014年起启动地产新政改革、棚改货币化改革推动房地产去库存、提振居民消费需求；
- **促出口：汇改+一带一路**：2013年推出“一带一路”计划，并于2014年筹资1000亿美元成立亚洲基础设施投资银行、斥资400亿美元成立“丝路基金”推进“一带一路”建设、推动经济战略合作；2015年启动汇率改革允许汇率走弱再叠加全球制造业景气度回升，我国出口逐步回暖。

地产新政改革、棚改货币化、供给侧改革去化效果显著



汇改、全球制造业景气度回升促使出口回暖



➤ 去产能：供给侧改革

- **供给侧改革**：明确供给侧结构性改革为发展主线，推行“三去一降一补”，着力淘汰钢铁、煤炭等过剩产能。

2015-2016年供给侧改革政策梳理

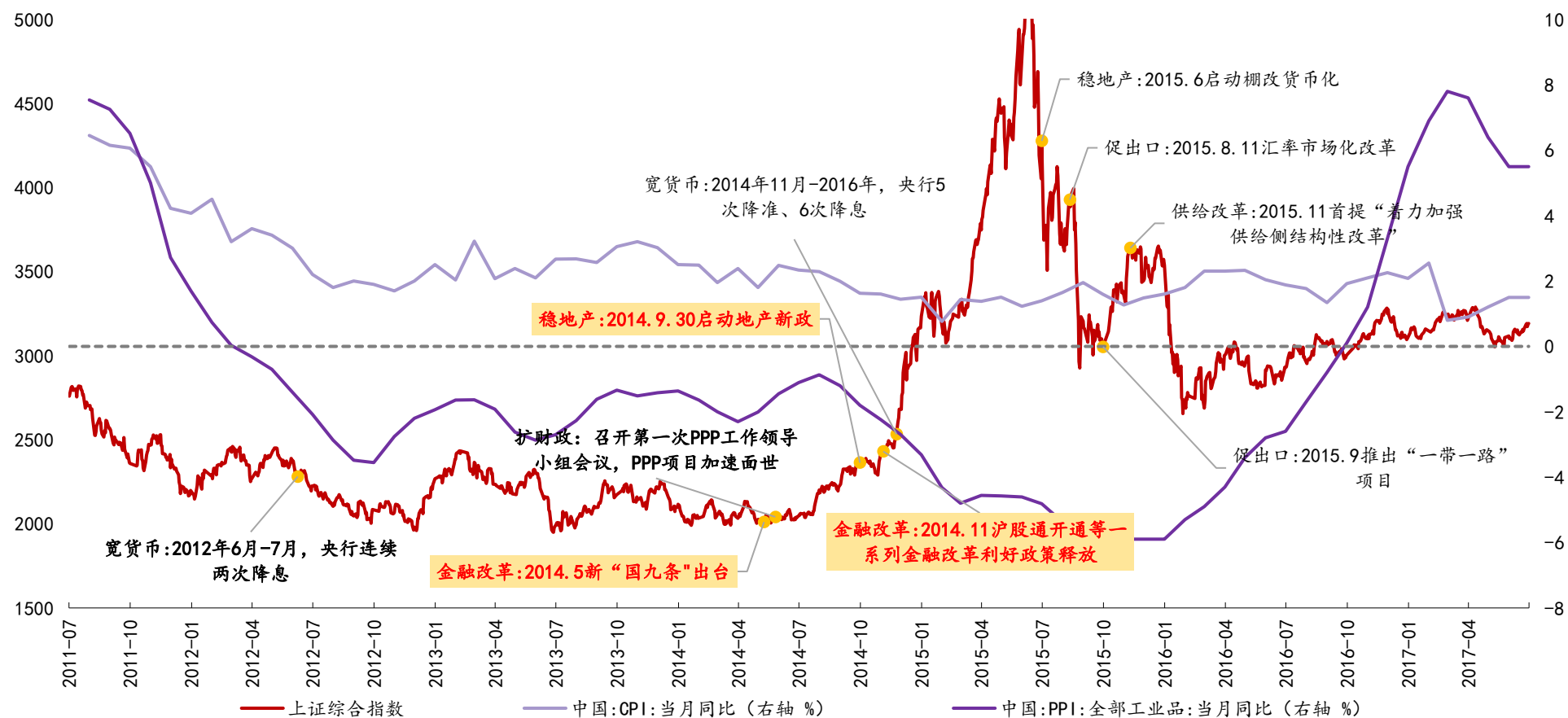
类别	时间	事件	供给侧相关内容
宏观政策	2015年11月10日	中央财经领导小组第十一次会议	在适度扩大总需求的同时， 着力加强供给侧结构性改革 ，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力，推动我国社会生产力水平实现整体跃升。
	2015年12月18日	中央经济工作会议	首提“三去一降一补” ：去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，提高供给体系质量和效率，提高投资有效性，加快培育新的发展动能，改造提升传统比较优势，增强持续增长动力，推动我国社会生产力水平整体改善，
	2016年3月5日	政府工作报告	明确“三去一降一补”和重点行业 ：重点抓好钢铁、煤炭等困难行业去产能，坚持市场倒逼、企业主体、地方组织、中央支持，运用经济、法律、技术、环保、质量、安全等手段，严格控制新增产能，坚决淘汰落后产能，有序退出过剩产能。
	2016年3月17日	中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要	明确供给侧改革为发展主线 ：必须用改革的办法推进结构调整，加大重点领域关键环节市场化改革力度
	2016年9月22日	国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见	积极稳妥降低企业杠杆率，助推供给侧结构性改革，助推国有企业改革深化，助推经济转型升级和优化布局，为经济长期持续健康发展夯实基础，
钢铁行业政策	2016年2月1日	国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见	从2016年开始，用5年时间再压减粗钢产能1亿—1.5亿吨。
	2017年5月12日	2017年钢铁去产能实施方案	全年再压减粗钢5000万吨；6月30日前全面取缔“地条钢”；执行产能置换公示制；加快退出长期停工停产的“僵尸企业”；加快行业兼并重组和转型升级。
	2017年1月4日	运用价格手段促进钢铁行业供给侧结构性改革有关事项	实施淘汰类加价0.5元/度、限制类0.1元/度，执行阶梯电价提高能耗成本，对高耗能落后产能形成电力监管。
煤炭行业政策	2016年2月1日	国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见	3-5年退出产能5亿吨、减量重组5亿吨；严控新增煤采矿权；设立工业结构调整专项奖补资金。
	2016年5月19日	关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知	以276个工作日制度硬性压减产量、严禁超能力生产和低价倾销，辅以节假日停产、诚信惩戒和联合执法，通过减量生产、规范竞争秩序，把煤炭行业从以量补价的恶性内卷拉回供需平衡和脱困发展轨道。

资料来源：国务院，新华社，发改委，华鑫证券研究

A股走势：宽货币+宽财政打底，“新国九条”+地产改革点燃“改革牛”

- **金融改革**：2014年5月新“国九条”出台，主要通过推进注册制、完善退市制度完善资本市场机制，扩大资本市场开放、培育私募基金市场增加股市增量。此后随着沪股通开通等改革政策相继落地、货币持续宽松、地产新政改革，2014年“改革牛”行情正式点燃。
- **宽货币、扩财政对A股效果有限，内生性低通胀下的A股行情往往需要宽货币+扩财政打底、稳地产+促改革协同催化，行情拐点多出现在金融改革、地产改革等大招前后。**

前期“宽货币”打底，“新国九条”+地产改革点燃“改革牛”



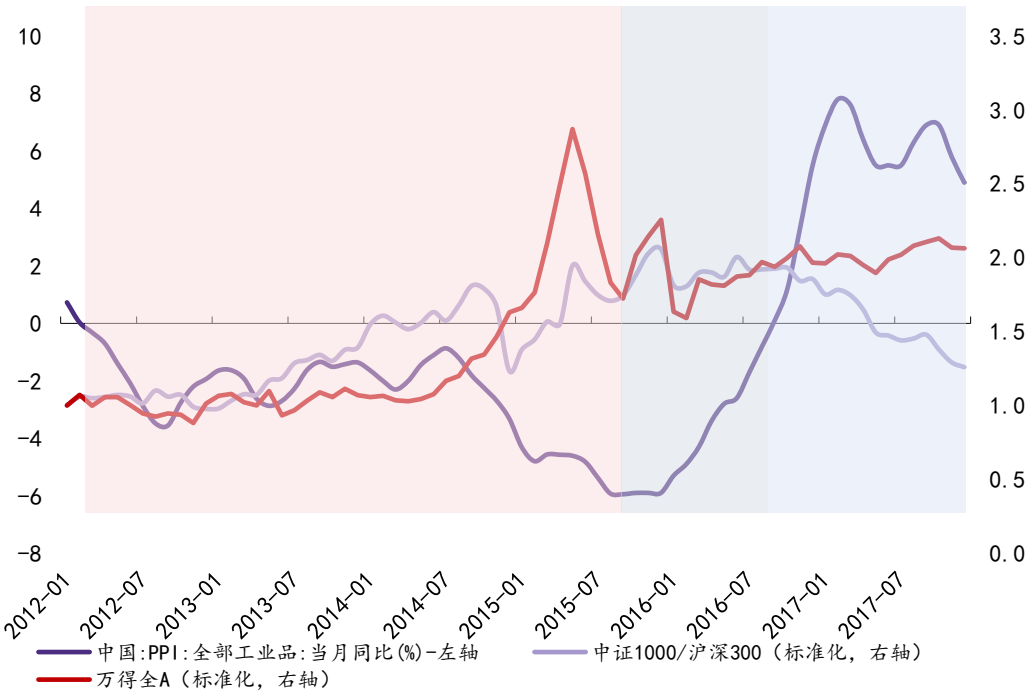
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

风格切换：PPI趋势转换，小盘向大盘逐步切换

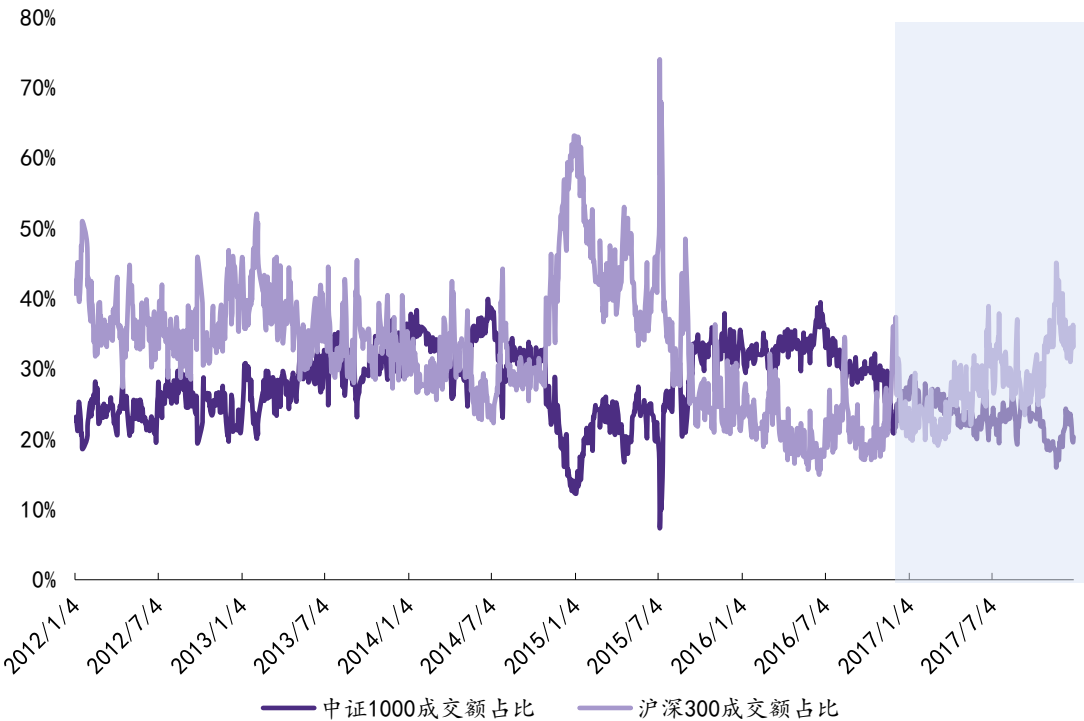
➤ A股风格可结合PPI走势分三个阶段：

- PPI震荡后下探（2012/3-2015/11）：欧债危机后政策发力对冲，PPI震荡后回落，**小盘风格占优**；
- PPI触底后转正（2015/12-2016/8）：供给侧改革带动PPI回升，接近转正，先小盘占优后大盘反超，**整体大盘占优**；
- PPI转正后回升（2016/9-2017/12）：货币财政双宽+PPP+地产发力，PPI快速拉升后高位震荡，**大盘风格占优**。

PPI定风格：触底后转正前，风格快速轮动，整体大盘占优



以成交额占比看交易热度，同样证明小盘向大盘的风格切换



从申万一级行业相对万得全A的区间超额收益看：

- **PPI负增走扩（2012/3-2015/11）**：主因地产周期进入磨底阶段，同时叠加产能相对过剩，**上游资源和房地产相关行业基本面预期悲观，跌幅靠前**；“互联网+”战略引领，叠加4G技术的普及催化，以计算机、传媒、电子为代表的TMT板块涨幅领先；
- **PPI负增收窄（2015/12-2016/8）**：供给侧改革实际落地初见成效，**政策强相关煤炭、有色金属、建筑材料行业涨幅领先**；前期交易过热的TMT板块有所回落；
- **PPI转正回升（2016/9-2017/12）**：供给侧改革成果显现，相关行业盈利中枢抬升，其中**钢铁涨幅靠前**。同时，在多项政策刺激下，内外需求均提振，食品饮料和家用电器领涨大盘；TMT行业为代表的成长板块继续回落。

从2012-2017年低通胀整体周期反转看，供给侧改革强相关行业整体跌幅靠前，故需根据PPI同比转变节奏，把握政策红利行业轮动的超额机会。

供给侧改革前后行业轮动显著

一级行业		PPI 负增走扩 2012/3/1-2015/11/30	PPI 负增收窄 2015/12/1-2016/8/31	PPI 转正回升 2016/9/1-2017-12-31	低通胀周期 2012/3/1-2017/12/31
上游资源	煤炭	-147.79	9.28	8.09	-132.91
	石油石化	-84.30	-2.04	0.93	-82.64
	有色金属	-103.19	9.44	6.66	-83.21
	钢铁	-76.75	-5.68	25.14	-54.45
	基础化工	-24.94	1.67	-4.30	-28.00
中游制造	建筑材料	-61.52	6.16	12.74	-32.97
	机械设备	-15.43	-8.45	-12.08	-49.81
	建筑装饰	-5.99	-2.69	0.29	-10.71
	交通运输	-2.70	-13.90	1.64	-28.78
大金融	银行	-53.78	8.78	6.89	-28.18
	非银金融	-20.24	0.28	10.55	-1.44
	房地产	10.51	4.99	-7.24	6.33
成长	国防军工	31.89	-9.22	-25.64	-40.90
	电力设备	1.89	-5.11	-14.69	-34.77
	计算机	199.70	-11.59	-24.37	65.43
	传媒	159.10	-14.17	-36.21	-1.33
	电子	46.21	2.23	5.23	62.36
	通信	29.24	-2.50	-8.71	4.27
	医药生物	43.46	3.48	-4.82	39.49
下游消费	社会服务	52.38	-0.88	-10.84	23.16
	轻工制造	49.13	-3.43	-17.47	-0.22
	农林牧渔	-9.76	2.83	-16.56	-33.64
	纺织服装	10.74	-3.25	-25.45	-44.44
	商贸零售	-30.35	-5.43	-13.91	-59.28
	美容护理	-23.46	4.26	-3.75	-21.08
	食品饮料	-84.67	21.21	52.80	13.08
	汽车	-1.24	3.09	-4.20	-2.70
	家用电器	11.86	10.95	46.65	137.48
	环保	78.38	-4.53	-9.18	39.90
其他	综合	34.27	-2.15	-26.60	-28.28
	公用事业	12.42	-9.80	-12.40	-31.50

资料来源：Wind，华鑫证券研究

个股涨幅：钢铁、有色、建材等周期股领涨

- 以PPI拐点2015年12月前已上市，以及与供给侧改革强相关煤炭、有色金属、钢铁、建筑材料行业个股为样本，选取各时间阶段涨幅排名前10强个股：
- 行业切换：PPI负增走扩阶段，有色金属、建筑材料、煤炭率先领涨；后续PPI同比开始转正回升，钢铁接力领涨位，有色金属、建筑材料依然强势，符合上文行业轮动部分通过行业指数结论；
 - 企业性质：民营与地方国有企业率先实现涨幅领先，后续中央国有企业紧随并逐步赶超。从PPI回升周期来看，民营和地方国有相较中央国有企业，个股具备更高的上涨弹性。

PPI 负增收窄 2015/12/1-2016/8/31				PPI 同比转正 2016/9/1-2017/12/31				PPI 回升周期 2015/12/1-2017/12/31			
公司	行业	企业所有制性质	涨幅 (%)	公司	行业	企业所有制性质	涨幅 (%)	公司	行业	企业所有制性质	涨幅 (%)
山东黄金	有色金属	地方国有企业	127.9	八一钢铁	钢铁	中央国有企业	190.0	赣锋锂业	有色金属	民营企业	203.9
湖南白银	有色金属	民营企业	127.2	中南股份	钢铁	中央国有企业	143.4	三钢闽光	钢铁	地方国有企业	200.4
豫光金铅	有色金属	地方国有企业	125.0	三钢闽光	钢铁	地方国有企业	125.9	华友钴业	有色金属	民营企业	179.7
申通快递	建筑材料	民营企业	113.9	华友钴业	有色金属	民营企业	125.4	西藏珠峰	有色金属	民营企业	178.1
西藏珠峰	有色金属	民营企业	91.2	北新建材	建筑材料	中央国有企业	125.0	华菱钢铁	钢铁	地方国有企业	174.0
万邦德	建筑材料	民营企业	81.1	西部建设	建筑材料	中央国有企业	119.6	顾地科技	建筑材料	民营企业	154.4
顾地科技	建筑材料	民营企业	77.7	赣锋锂业	有色金属	民营企业	118.4	新钢股份	钢铁	地方国有企业	151.5
华菱钢铁	钢铁	地方国有企业	74.3	柳钢股份	钢铁	地方国有企业	115.8	四川双马	建筑材料	外资企业	150.6
山西焦煤	煤炭	地方国有企业	67.6	新钢股份	钢铁	地方国有企业	108.4	东方雨虹	建筑材料	民营企业	118.6
湖南黄金	有色金属	地方国有企业	64.6	中国铝业	有色金属	中央国有企业	106.4	方大特钢	钢铁	民营企业	113.1

资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.3、第3轮内生性低通胀：降息降准+两重两新+城市更新+供给创造需求+反内卷

- **2022/10-至今：**一是经历疫情经济慢复苏后，地产周期持续磨底，居民消费信心和能力相对不足，内需消费疲软；二是美方“对等关税”对于中美贸易和全球贸易格局最终影响的前景未定，**外部需求经历抢出口阶段后呈现较为谨慎的态势**；三是中国经济转向高质量发展阶段，在国内产业和出口升级的过程中，传统行业和新兴行业同时出现局部产业产能过剩的情况。

• **现阶段应对之法：**通过**扩内需+去产能**政策组合走出低通胀，**降息降准+两重两新+城市更新+需求挖掘+反内卷**。

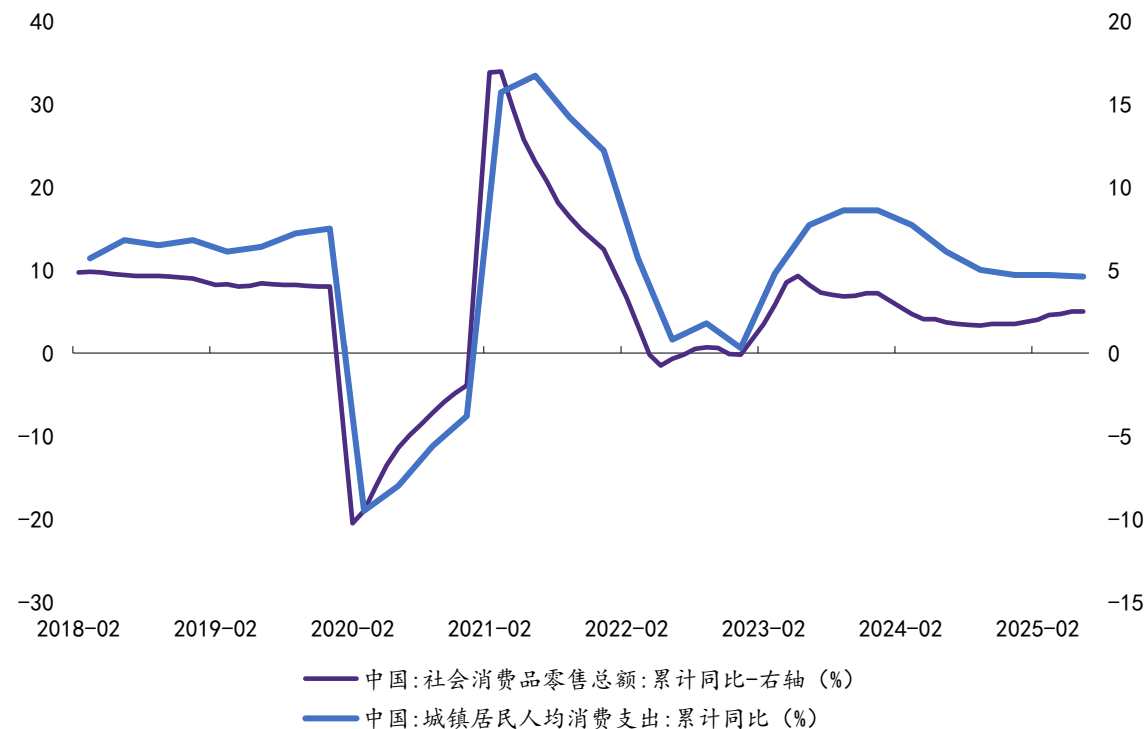
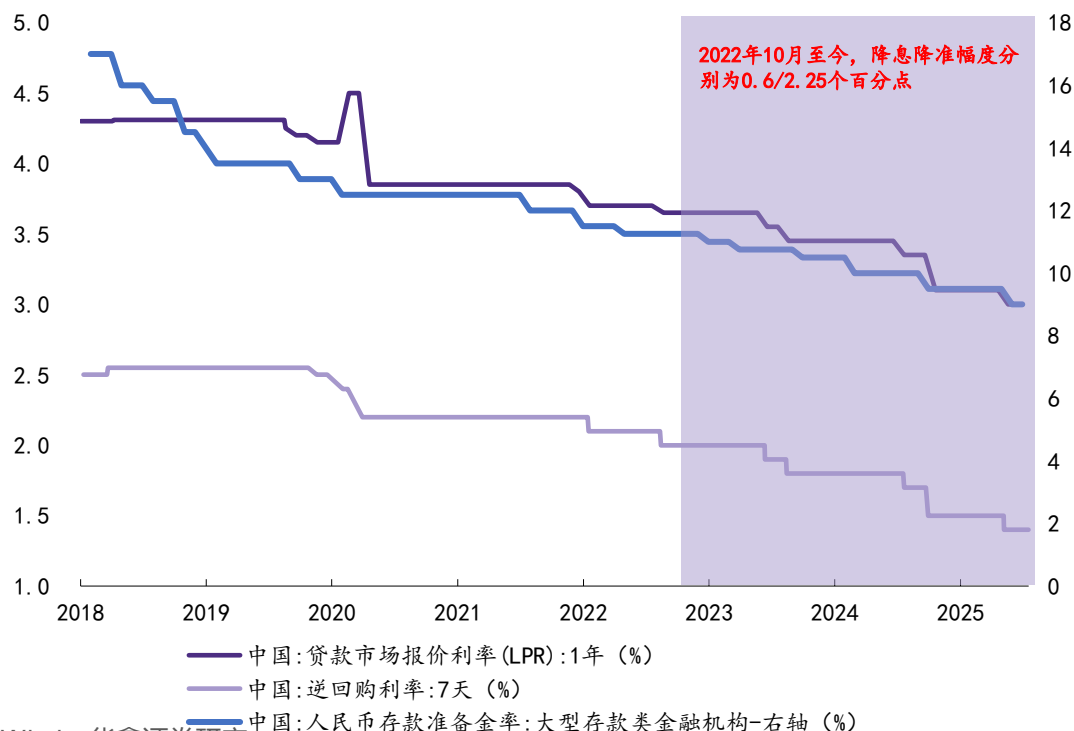
- **扩内需：宽货币（降息降准）+扩财政（两重两新）+城市更新+需求挖掘（科技创新+服务消费）**

• **宽货币：**货币政策从“稳健”到“适度宽松”，释放流动性，2022年至今共计降息5次、降准6次，降息降准幅度分别为0.6/2.25个百分点；

• **扩财政：两重两新：**统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，持续推动“两新”政策落地见效，全面刺激消费；同时发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。

2022年10月至今，央行共计降息5次、降准6次释放流动性

“两新”持续刺激下，社零累计同比增速呈现缓慢抬升的趋势



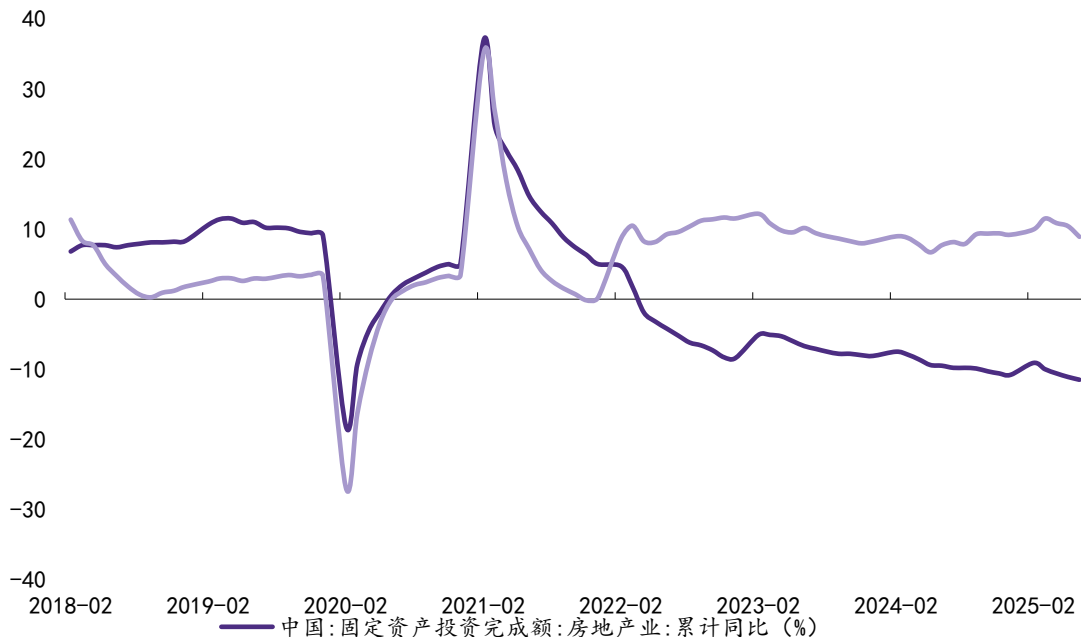
资料来源：Wind，华鑫证券研究

- **城市更新：**中央城市工作会议定调“城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段”，故预计本轮城市更新相较于前两轮地产改革力度将更小，但更为聚焦于“以县城为重要载体的城镇化建设”、“稳步推进城中村和危旧房改造”、“老旧管线改造升级”等方面投资，有望拉动地产和基建投资增速。其中因政策更加关注存量概念，预估对于基建拉动的影响将更为明显；
- **供给创造需求：科技创新：**AI、机器人、固态电池等方向科技创新突破有望开源新消费需求与场景；**服务消费：**“金融搭台，消费唱戏”，《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》中除了针对“两新”政策的补充，明确“支持发展服务消费”和“助力培育新型消费”，有望挖掘服务类消费的需求增长潜力。

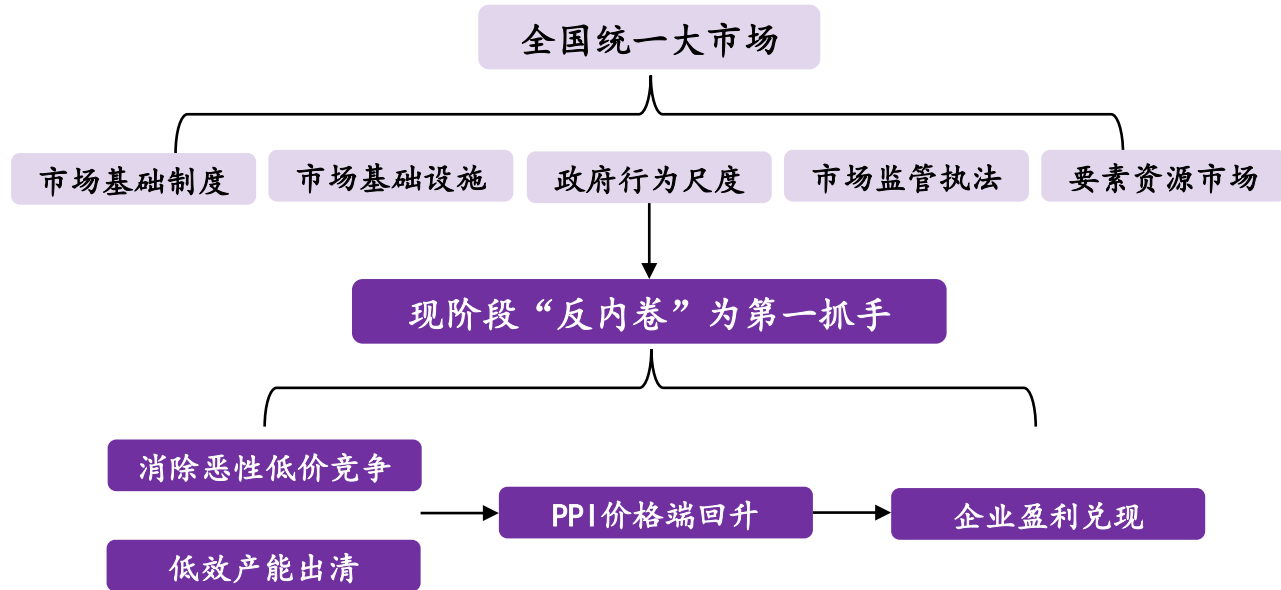
➤ 反内卷：全国统一大市场

- **全国统一大市场：**2024年12月《全国统一大市场建设指引（试行）》发布，标志着建设全国统一大市场已从纲领层面逐步转向落地实施层面。在统一大市场建设的整体框架下，**预计目前阶段将以反内卷落地为主要抓手**，深化供给侧改革，淘汰落后产能。

城市更新对冲地产下行压力



反内卷政策思路：消除恶性竞争或产能出清-价格回升-盈利兑现

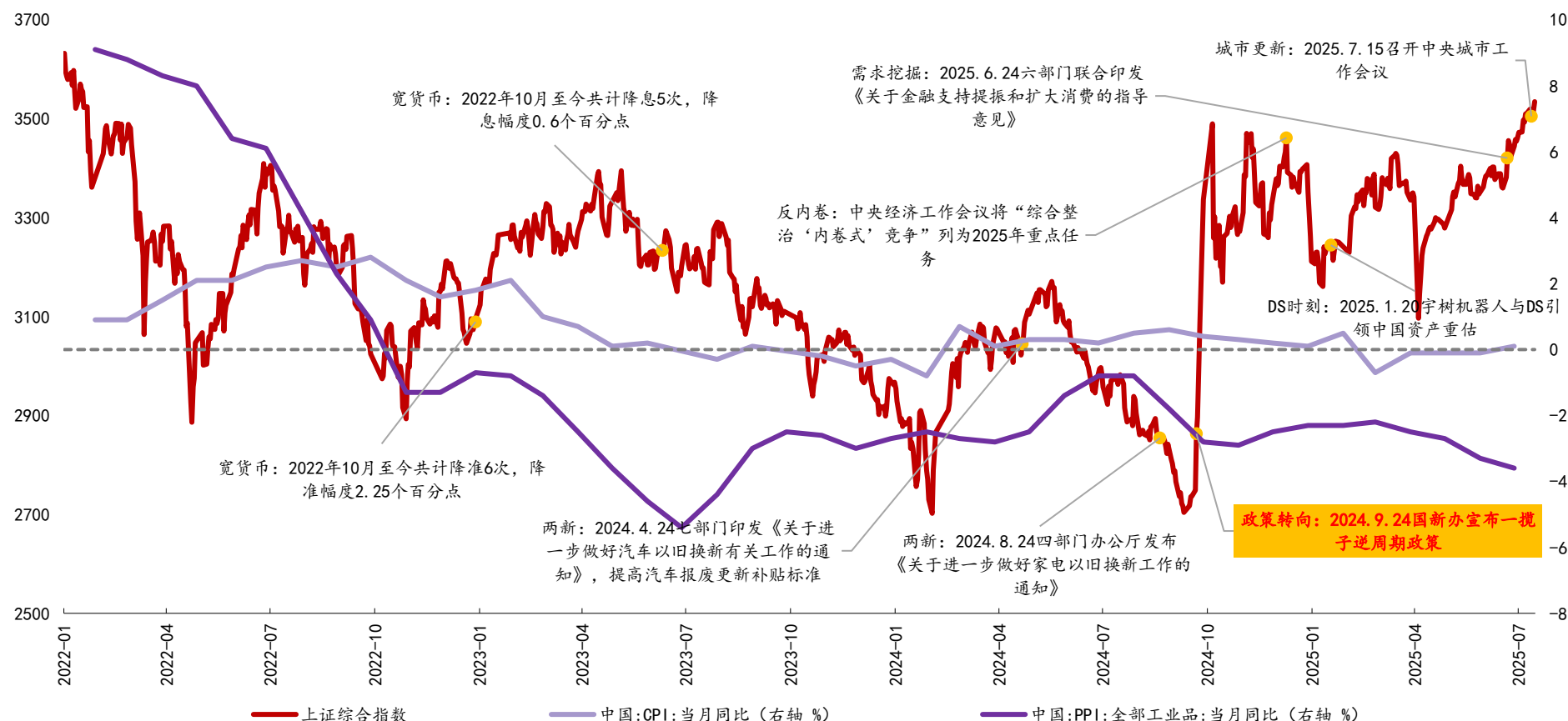


资料来源：Wind，华鑫证券研究

A股走势：宽货币+宽财政释放流动性，慢牛格局逐步确认

➤ **政策转向：**2024年9月24日，国新办宣布一揽子逆周期策略，A股形成9.24行情暴力拉升行情。虽然后续增量政策落地相对不及预期，但是伴随宽货币+宽财政的先行和持续推进，以及科技引领的中国资产重估，市场流动性与风向偏好均相对宽松，推动现阶段的结构性“水牛”震荡行情。**目前宏观经济依然处于低通胀磨底期，后续关注新政策的持续放出与落地，在分母端助力下，震荡慢牛格局进一步夯实。**

宽货币+宽财政先行，一揽子逆周期政策拉升股市，逐步形成震荡慢牛格局



资料来源：Wind，华鑫证券研究

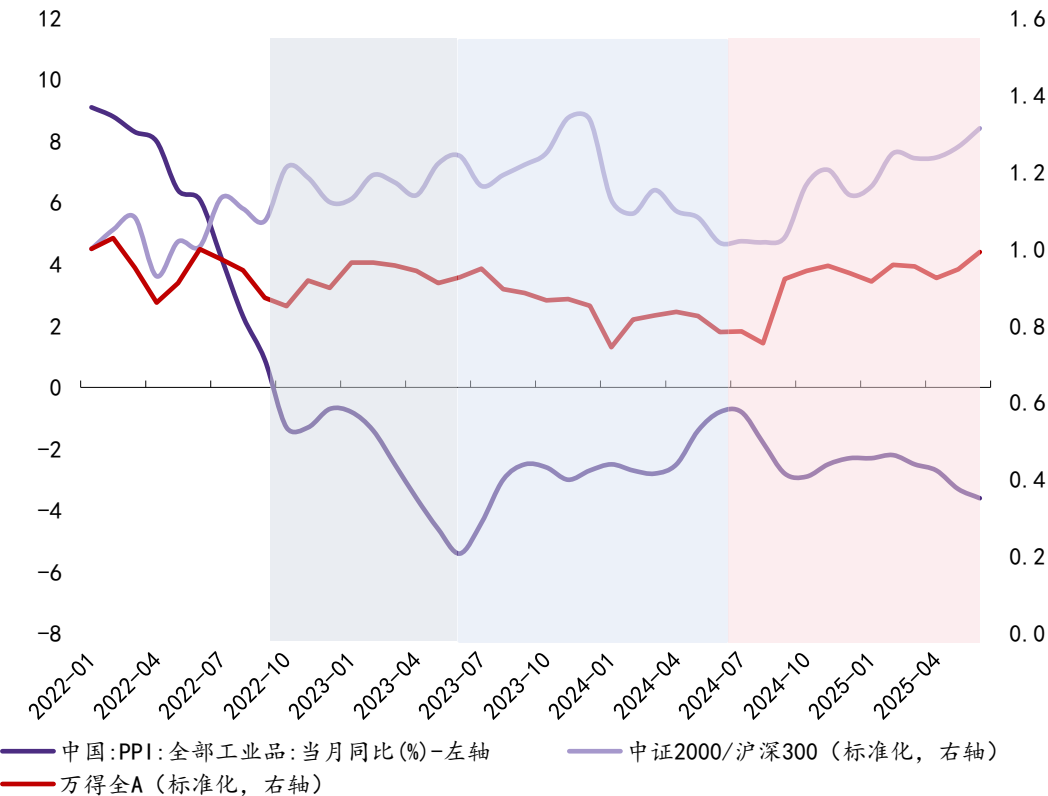
诚信、专业、稳健、高效

请阅读最后一页重要免责声明

31

- **风格切换：**PPI震荡后下探（2022/10-2023/6）：风格均衡，大小盘轮动；PPI触底后回升（2023/7-2024/6）：先大盘再小盘后大盘，整体大盘占优；PPI再度震荡下探（2024/7-2025/6）：小盘占优。当前反内卷政策组合发力，相关行业龙头受益，但鉴于PPI拐点尚未确认，流动性充裕背景下，小盘机会依旧值得关注。
- **行业轮动：**轮动迅速，整体呈现前期TMT板块领涨成长板块；后续成长回落，低估值上游资源板块轮动领涨；现阶段成长再度活跃，下游部分消费行业逐步回暖。

现阶段风格趋向均衡，静待PPI同比拐点显现



行业轮动迅速，成长-上游资源-成长&消费

一级行业		PPI 负增走扩	PPI 负增收窄	PPI 负值再度走扩
		2022/10/1-2023/6/30	2023/7/1-2024/6/30	2024/7/1-2025/6/30
上游资源	煤炭	-26.64	38.15	-44.77
	石油石化	-4.26	20.31	-32.88
	有色金属	-11.45	12.11	-7.91
	钢铁	-7.49	1.16	-13.46
	基础化工	-14.56	-3.17	-10.50
中游制造	建筑材料	-12.01	-10.01	-18.90
	机械设备	13.97	-5.42	5.44
	建筑装饰	7.91	-5.34	-15.13
	交通运输	-10.27	10.01	-19.20
大金融	银行	-4.91	26.31	3.33
	非银金融	3.20	3.91	16.15
	房地产	-21.10	-16.30	-12.06
成长	国防军工	1.61	-6.07	7.90
	电力设备	-13.28	-20.04	-5.31
	计算机	39.63	-20.46	24.78
	传媒	56.82	-20.26	19.99
	电子	7.11	3.24	9.01
	通信	48.20	1.87	9.42
下游消费	医药生物	-1.63	-6.95	-10.01
	社会服务	6.33	-20.40	2.57
	轻工制造	-0.50	-8.86	-4.04
	农林牧渔	-15.52	-1.35	-18.83
	纺织服装	4.78	-3.67	-6.71
	商贸零售	-21.80	-16.97	20.41
	美容护理	-10.74	-17.17	-14.75
	食品饮料	-14.59	-5.21	-26.16
	汽车	-0.61	9.72	4.44
	家用电器	7.15	14.75	-12.29
	环保	-2.06	-6.87	3.33
	综合	-3.48	-19.89	33.72
	公用事业	0.29	18.85	-29.12

资料来源：Wind，华鑫证券研究

03 A股策略：再通胀交易，先预期后现实

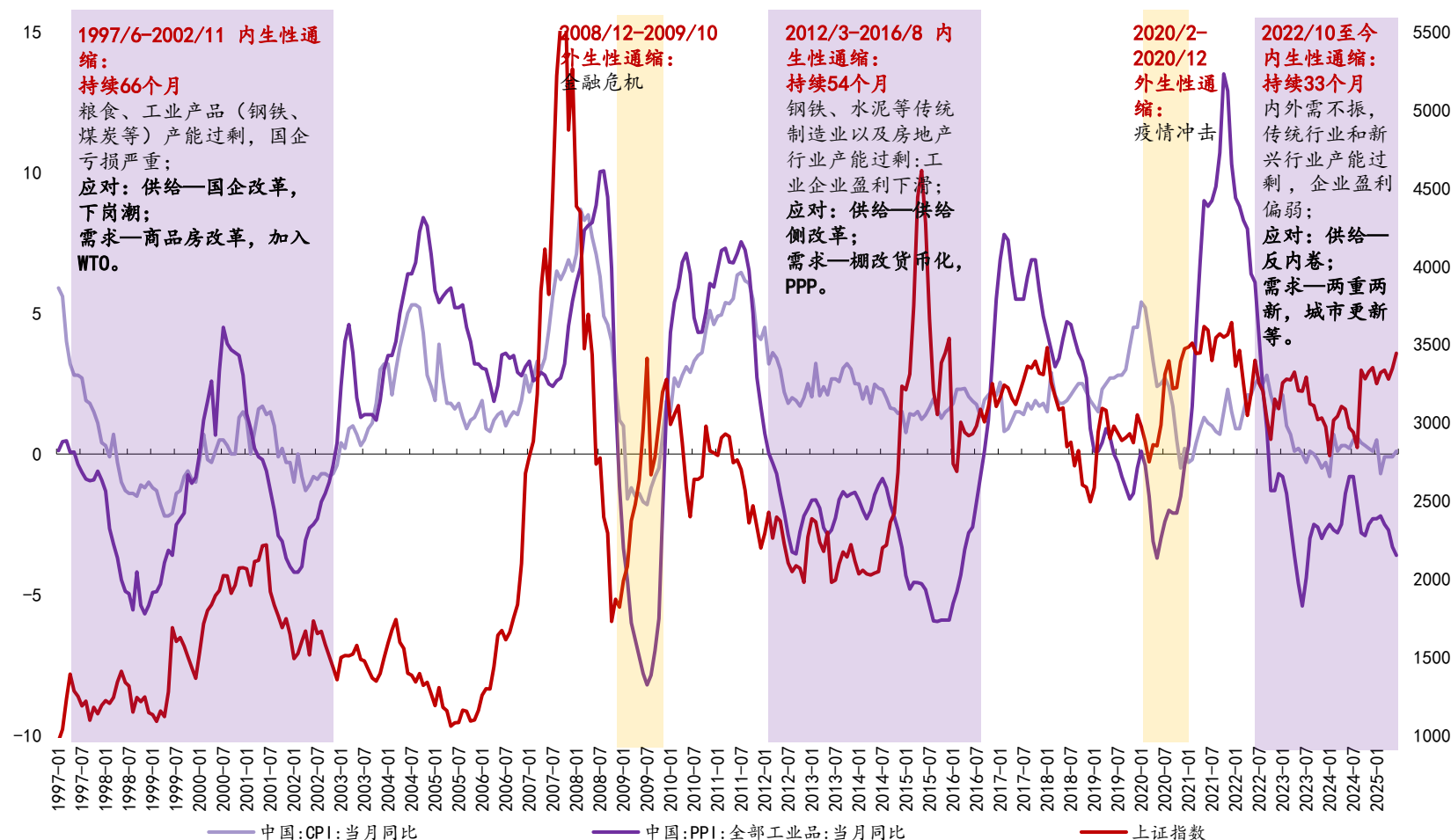
- 行情节奏：反内卷有望复刻政策预期推涨-行业景气反转推升-企业盈利攀升扩涨三阶段走
- 择行策略：短期看政策预期，中期看政策落地，关注煤炭、油气开采、钢铁、水泥、玻璃、新能源汽车、生猪行业

研究创造价值

3.1、行情大势：PPI拐点初现，A股震荡上行

- 反内卷是A股慢牛的宏观叙事：类通缩-反内卷-再平衡-再通胀预期交易，A股震荡上行。
- 前两轮供给侧改革后，1998-2002年、2015-2017年均有A股行情，预计本轮也不例外，只是斜率和节奏略有差异。

类通缩-反内卷-再平衡-再通胀预期交易，A股震荡上行

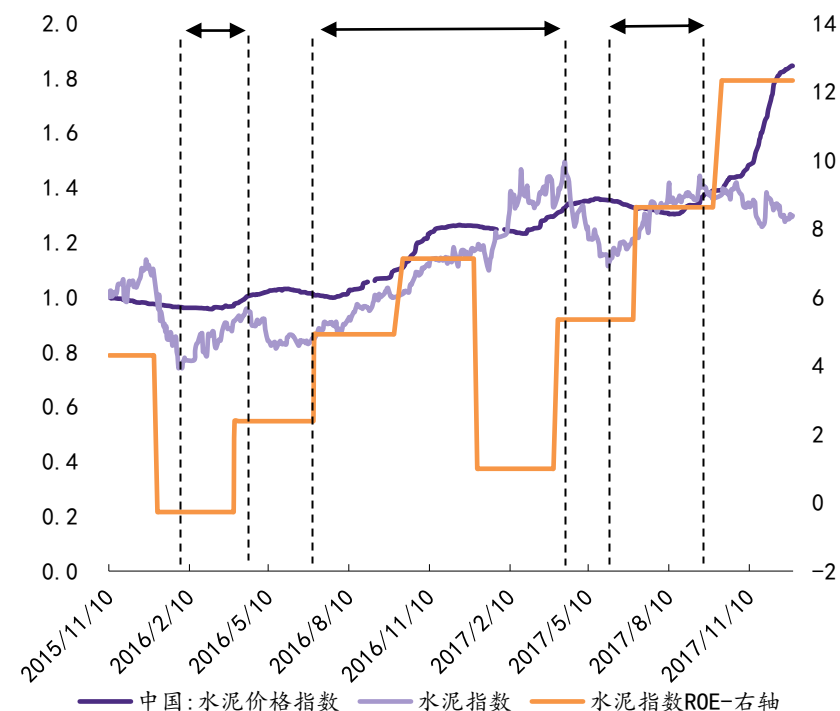
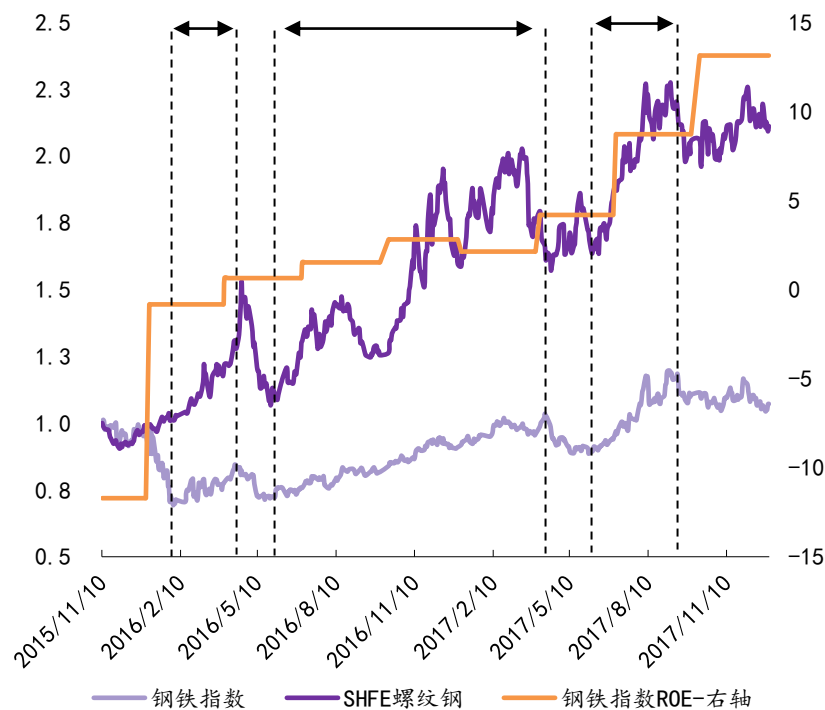
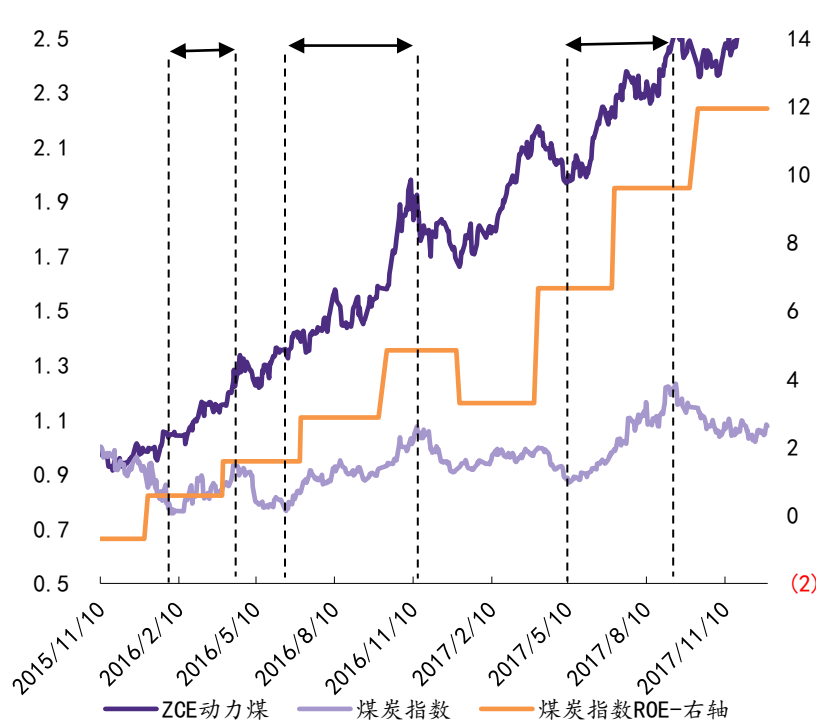


资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.2、行情节奏：供给端政策预期推涨-行业景气反转推升-企业盈利攀升扩涨三阶段

- 因为供给端改革往往伴随着各类逆周期调节政策，故想单从供给端改革政策看对于股市的影响，针对改革相关行业的指数走势分析会优于对于A股整体走势分析。
- 复盘2015-2017年供给侧改革区间，选取煤炭、钢铁、水泥三上游行业为代表行业，**指数走势均经历政策预期推涨-行业景气反转推升-企业盈利攀升扩涨三阶段**。
 - 以煤炭行业指数具体为例：①2016.2-2016.4，持续3个月，最大涨幅22.1%，前期政策预期博弈，短期情绪迅速推高行业估值 ②2016.6-2016.11，持续5个月，最大涨幅36.1%，煤炭价格持续上涨带动行业景气反转，市场估值抬升 ③三阶段：2017.5-2017.9，持续4个月，最大涨幅36.1%，公司盈利能力ROE显著攀升，盈利高增打开行业进一步上涨空间

供给侧改革催化下的煤炭、钢铁、水泥行业指数走势均具备三个上涨阶段

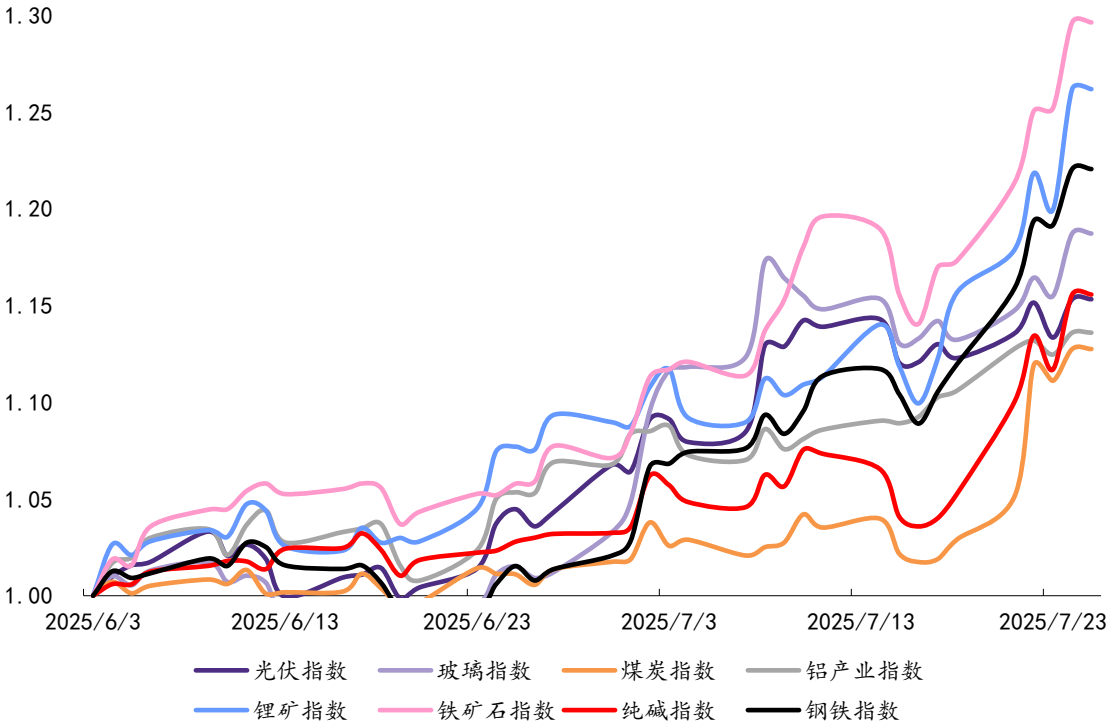


资料来源：Wind，华鑫证券研究

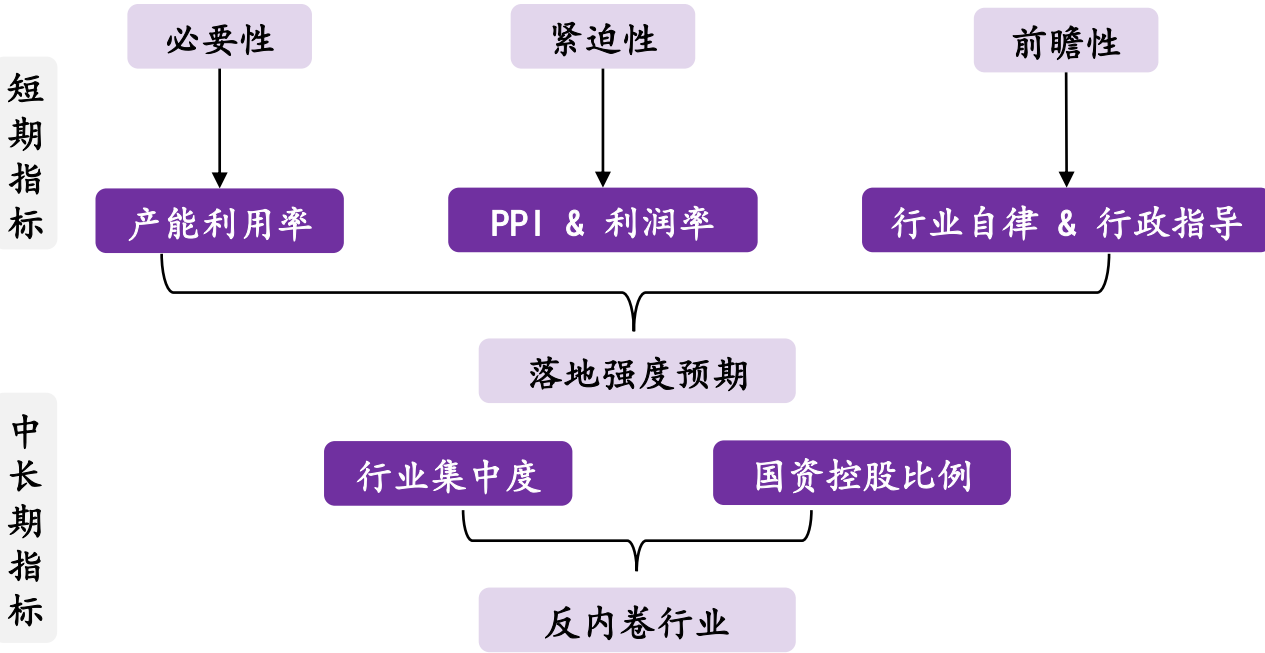
3.3、择行策略：短期关注政策预期，中期关注政策落地

- 参照2015-2017年供给侧改革相关行业三阶段走势，预计本轮反内卷政策相关重点行业将会复刻上一轮走势，基本按照政策预期推涨-行业景气反转推升-企业盈利攀升扩涨三步走。所以本轮反内卷择行策略采用两步走，分别对应短期-中长期投资策略：①关注政策预期，催化短期主题行情 ②关注政策落地，产能去化价格抬升催化企业基本面利好行情。
- 从短期必要性与紧迫性指标，迈向中长期政策落地预期指标：反内卷先行政策预期行情已在商品和股票市场均有显现，其中商品市场行情走势更优。预计反内卷短期主题热度集中冲高后会有回落阶段，将会呈现反内卷相关行业分化的格局，分化逻辑预估将会是整治内卷政策落地实际进程与预期效果。故站在目前时间节点，择行反内卷短期逻辑与中长期逻辑重要性并重。
- 短期产能利用+利润承压+前瞻政策三方考虑，中长期集中度+国资比例奠定政策落地预期。

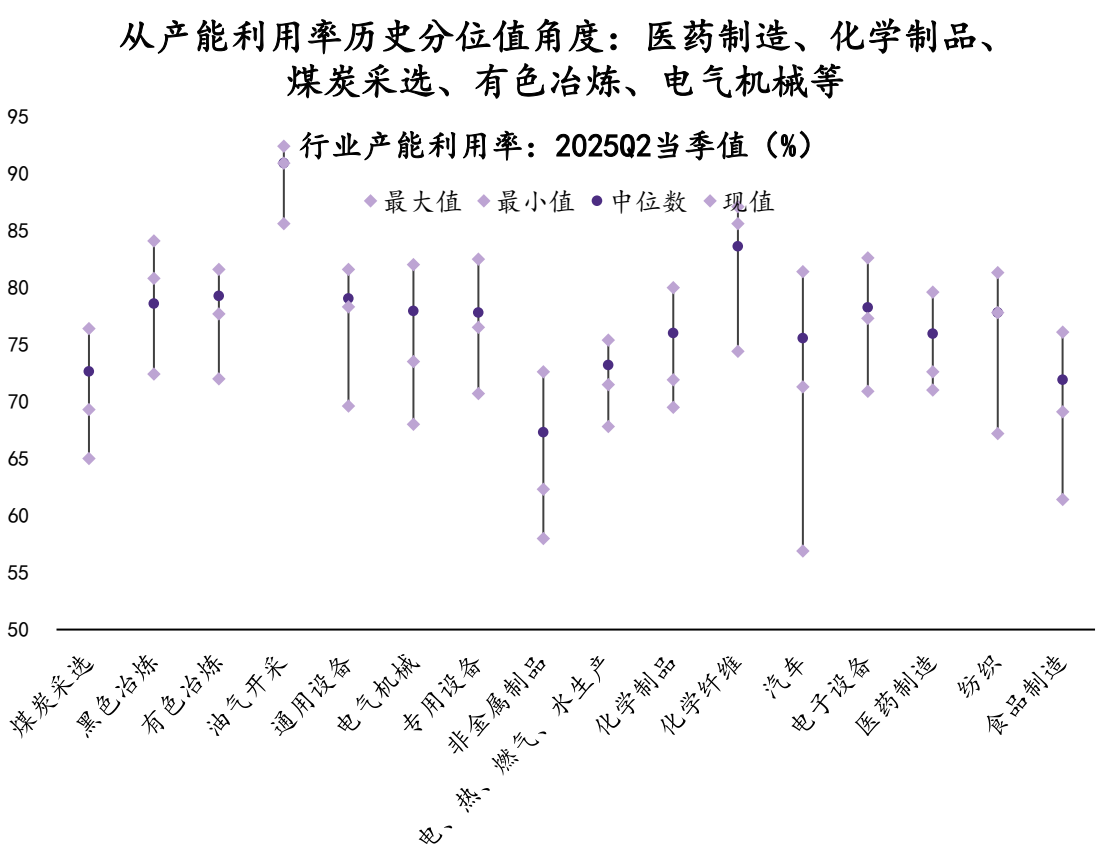
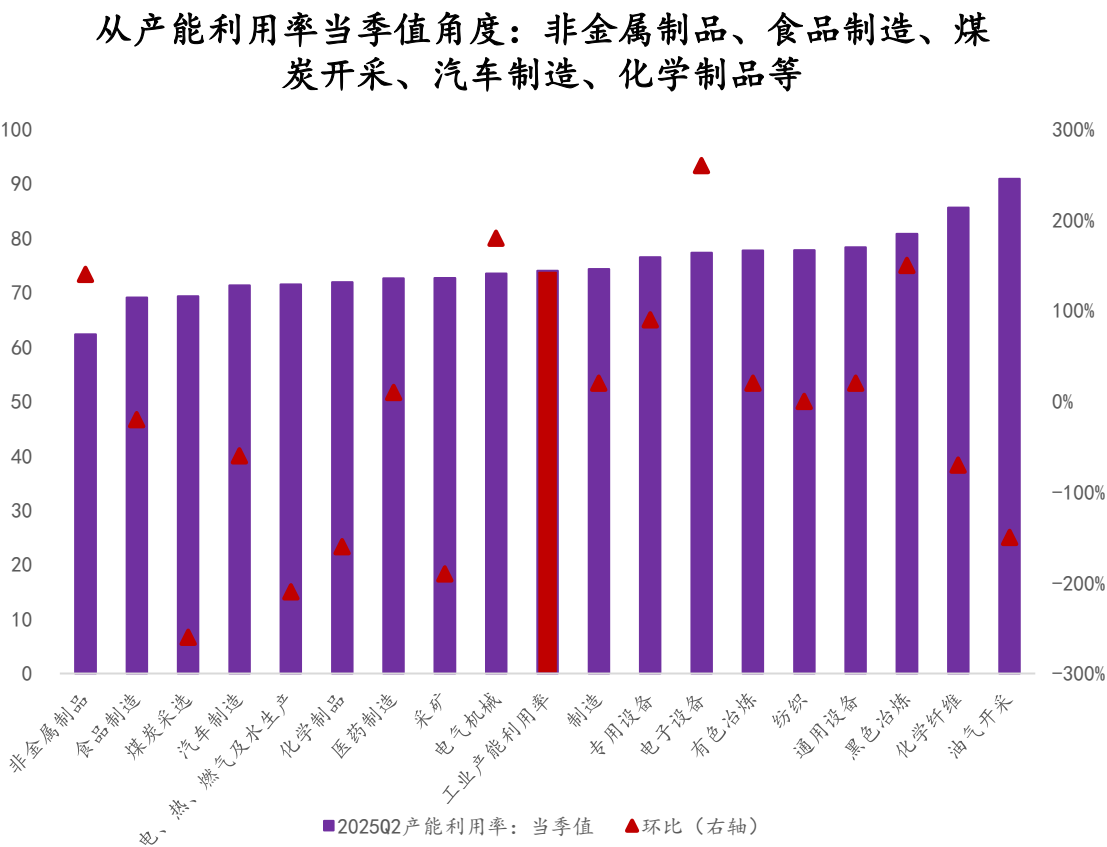
涨幅领先商品对应产业指数政策预期行情同样已开启



择行逻辑：从短期政策预期迈向中期政策落地



- 产能过剩对应反内卷的必要性：以产业产能利用率低效对应反内卷的必要性为线索线，使用产能利用率当季与历史分位水平预期反内卷重点行业：
- 2025Q2产能利用率当季值：非金属制品、食品制造、煤炭采选、汽车制造、化学制品、医药制造、电气机械；
 - 2025Q2产能利用率分位值（2018年至今）：医药制造、化学制品、煤炭采选、有色冶炼、电气机械、专用设备、汽车制造、食品制造、非金属制品。
- 综合两方面分析，预期重点反内卷行业包括：非金属制品、食品制造、煤炭采选、汽车制造、化学制品、医药制造、电气机械。



资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.3.2、线索二：盈利承压：煤炭采选、油气开采；燃料加工、化工制造；农副产品等

工业利润总额同比量（工业增加值）、价（PPI）、利（利润率）拆分

- 利润承压对应反内卷的紧迫性：对工业产业利润进行量、价、利拆分，以产业盈利面承压对应反内卷的紧迫性为线索线，使用价、利端承压两方面预期反内卷重点行业：
- 价格端PPI同比与同比变化承压行业：煤炭采选、燃料加工、油气开采、黑色冶炼、黑色采矿、化纤制造、化工制造、有色采矿、非金属制品等；
 - 利润端利润率同比与同比变化承压行业：燃料加工、煤炭采选、农副产品、化工制造、酒类饮料、纺织、黑色冶炼、橡胶塑料、非金属制品；
- 综合价、利两端对于利润总额的施压程度，预期重点反内卷行业包括：
- ①上游采矿：煤炭采选、油气开采、黑色采矿、有色采矿；
 - ②上游原材料加工：燃料加工、化工制造、化纤制造、橡胶塑料、非金属制品、黑色冶炼、有色冶炼；
 - ③下游消费：农副产品、酒类饮料、纺织。

总量和产业链		利润同比（当月同比，%）			工业增加值（当月同比，%）			PPI（当月同比，%）			利润率（当月同比，%）		
		2025年6月	2025年5月	增速变化	2025年6月	2025年5月	增速变化	2025年6月	2025年5月	增速变化	2025年6月	2025年5月	增速变化
工业企业总量拆解		-1.8	-1.1	-0.70	6.4	6.3	0.10	-2.8	-2.6	-0.20	-4.81	-4.24	-0.57
上游采矿业	煤炭采选	-63.5	-56.6	-6.9	6.5	5.5	1.0	-21.8	-18.2	-3.6	-48.2	-44.1	-4.1
	油气开采	-16.5	-23.2	6.7	3.6	5.3	-1.7	-12.6	-17.3	4.7	-9.3	-13.2	3.9
	黑色采矿	15.2	-46.0	61.3	10.0	10.3	-0.3	-8.8	-7.0	-1.8	25.6	-38.9	64.6
	有色采矿	32.5	24.5	8.0	14.0	5.1	8.9	12.0	14.8	-2.8	25.6	-5.8	31.4
	非金属采矿	-16.1	5.3	-21.4	5.6	8.5	-2.9	-1.3	-0.6	-0.7	-14.4	-0.7	-13.7
上游原材料加工	燃料加工	141.6	-9.1	150.8	11.7	5.4	6.3	-13.5	-14.7	1.2	-147.1	25.0	-172.0
	化工制造	-28.7	-5.6	-23.2	7.5	5.9	1.6	-6.1	-5.3	-0.8	-27.6	-1.9	-25.7
	医药制造	4.5	-10.7	15.2	2.7	1.3	1.4	-1.9	-2.0	0.1	3.9	-12.4	16.4
	化纤制造	68.2	-27.6	95.8	6.4	6.1	0.3	-7.7	-7.5	-0.2	92.1	-20.9	113.0
	橡胶塑料	-22.8	-3.1	-19.7	6.7	5.4	1.3	-2.2	-1.8	-0.4	-22.4	-6.7	-15.8
	非金属矿物制品	-27.2	9.9	-37.1	-0.1	-0.6	0.5	-4.3	-2.7	-1.6	-22.3	14.8	-37.1
	黑色冶炼	17.6	55.5	-37.9	4.1	4.8	-0.7	-11.3	-10.2	-1.1	26.9	66.3	-39.3
	有色冶炼	2.2	-11.9	14.1	9.2	8.1	1.1	0.9	2.3	-1.4	-6.0	-18.4	12.4
	金属制品	-0.6	-19.5	18.8	6.7	6.7	0.0	-2.6	-2.3	-0.3	2.1	-18.3	20.5
中游制造业	通用设备	-7.8	6.8	-14.6	7.8	6.3	1.5	-1.5	-1.3	-0.2	-13.4	1.0	-14.4
	专用设备	-3.8	-8.6	4.7	4.6	2.3	2.3	-1.3	-1.3	0.0	-5.8	-11.4	5.6
	汽车制造	100.7	-26.3	127.0	11.4	11.6	-0.2	-2.2	-3.1	0.9	81.3	-30.6	112.0
	交运设备	-5.3	50.1	-55.4	10.1	14.6	-4.5	-0.1	0.0	-0.1	-12.0	19.9	-31.9
	电气机械	16.7	-0.3	17.0	11.4	11.0	0.4	-2.4	-2.2	-0.2	8.4	-10.1	18.4
	电子通信	-13.5	12.0	-25.5	11.0	10.2	0.8	-2.3	-2.2	-0.1	-21.0	4.9	-25.9
下游消费	农副产品	-27.4	12.5	-39.9	8.2	7.6	0.6	-3.7	-2.8	-0.9	-29.3	7.3	-36.6
	食品制造	15.2	-4.0	19.2	6.4	6.7	-0.3	-1.1	-1.0	-0.1	13.2	-9.7	22.8
	酒类饮料	-29.3	4.5	-33.9	3.4	4.1	-0.7	-0.6	-0.6	0.0	-27.0	8.3	-35.3
	烟草制品	9.7	-1.2	10.9	8.8	0.9	7.9	0.4	0.4	0.0	2.7	-5.6	8.3
	纺织	-30.1	-14.3	-15.8	2.5	0.6	1.9	-2.5	-2.6	0.1	-25.0	-9.9	-15.2
	纺织服装	-11.8	-16.7	4.8	-1.7	-3.0	1.3	-0.1	-0.2	0.1	-1.3	-16.3	15.0
	木材加工	-13.3	-8.3	-5.0	2.4	3.4	-1.0	-3.2	-3.0	-0.2	-12.3	-10.5	-1.9
	造纸	-16.5	-18.9	2.4	3.2	2.8	0.4	-3.4	-3.6	0.2	-11.7	-17.4	5.7
	印刷	-10.0	-15.1	5.1	2.5	0.7	1.8	-1.4	-1.6	0.2	-5.7	-14.5	8.8
	公用事业	电力热力	4.3	8.0	-3.7	1.6	2.0	-0.4	-1.3	-1.5	0.2	2.9	8.0
燃气生产		-4.4	-13.8	9.4	4.1	5.9	-1.8	0.0	-0.1	0.1	-14.0	-23.0	9.0
水的生产供应		-16.1	-10.2	-5.9	1.3	1.0	0.3	1.1	0.7	0.4	-17.5	-14.2	-3.3

资料来源：Wind，华鑫证券研究

- 以现阶段行业自律或潜在指导对应反内卷的前瞻行业为主线，梳理现阶段出台行业自律或潜在行政指导的重点行业：电力设备、锂电、白酒、新能源汽车、生猪、民航、光伏、玻璃、水泥、钢铁、煤炭、外卖、医药；
- 结合三次重要企业公平竞争座谈会涉及公司行业，额外涵盖：油气运输、工程机械、互金、游戏、物流、软件。

现阶段已出台行业自律或潜在行政指导的行业有望在后续反内卷政策推进中更快落地

行业	时间	事件	类别	内容
电力设备	2024年12月12日	《强化电力装备行业自律抵制“内卷式”恶性竞争倡议书》	行业自律	倡导合理价格有序竞争，反对低于成本价的“内卷式”恶性竞争。
锂电池	2025年2月10日	新型储能制造业高质量发展行动方案	行业自律	坚持有效供给与扩大需求相结合，推动因地制宜多元化发展，减少低水平重复建设，提高资源配置和利用效率，释放新型储能市场发展潜力。
白酒	2025年3月29日	《中国酒业防内卷式竞争倡议书》	行业自律	旨在让行业共同抵制“内卷式”竞争，为消费者带来更多优质产品和贴心服务，为市场营造更加公平竞争环境，为中国酒业开创更加健康、和谐与繁荣的未来。
新能源汽车	2025年6月3日	全国工商联汽车经销商商会对外发布《关于反对“内卷式”竞争 促进汽车经销行业高质量发展的倡议》	行业自律	1.全行业应以中国汽车产业实现高质量发展大局为重，严格遵守公平竞争原则，坚决抵制以“价格战”为主要形式的“内卷式”竞争行为。 2.改善汽车经销商的生存状况。坚持以销定产，合理制定企业年度生产目标和经销商销售目标，不得向经销商转嫁库存、强迫经销商进车，切实降低经销商库存水平；纠治进销价格倒挂问题，及时向经销商返利，缩短经销商回款周期，合理确定试驾车辆数量，减轻经销商流动性资金压力。
	2025年6月11日	多家车企陆续缩短支付账期	行业自律	对供应商支付账期统一至60天内
生猪	2025年6月10日	生猪生产调度会	预期行政指导	1、产能调控方面，计划调减全国能繁母猪存栏量100万头，稳定至3950万头。 2、优化生产环节，加大弱仔淘汰力度成为共识，同时引导降低出栏体重，国储收储体重要求降至115公斤。 3、进一步完善监测体系，地方被要求将二次育肥等情况纳入重点监测范畴，每月及时向农业部上报各地能繁母猪存栏、生猪存栏量、出栏均重以及二次育肥规模等核心数据。
民航	2025年6月26日	民航局电视电话会	预期行政指导	分析“内卷式”竞争在民航领域的特征表现和内在原因，阐述民航领域综合整治“内卷式”竞争的重要意义，并就抓好综合整治工作作了具体部署。
光伏&玻璃	2025年6月29日	《人民日报》发表文章《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》	行业自律	面对市场供需失衡，国内十大光伏玻璃厂商决定集体减产30%。
水泥	2025年7月1日	关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见	行业自律	切实推动水泥行业熟料生产线备案产能与实际产能的统一工作。
钢铁	2025年7月2日	地区限产	预期行政指导	据Mysteel调研了解，目前约半数钢厂表示有收到通知，唐山7月4-15日烧结机限产30%，剩余多数钢厂也表示大概率确实有
煤炭	2025年7月10日	《国家能源局综合司关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》	行政指导	核查范围为山西、内蒙古、安徽、河南、贵州、陕西、宁夏、新疆等8省(区)的生产煤矿，已进入联合试运转的煤矿参照生产煤矿进行核查，
外卖	2025年7月18日	市场监管总局约谈外卖平台企业	行政约谈	进一步规范促销行为，理性参与竞争，共同构建消费者、商家、外卖骑手和平台企业等多方共赢的良好生态，促进餐饮服务行业规范健康持续发展。
医药	2025年7月24日	“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会	预期行政指导	集采措施优化价差计算的“锚点”，不再以简单的最低价作为参考，同时报价最低企业要公开说明报价的合理性，并承诺不低于成本报价。

资料来源：上海证券报，工信部，财联社，央广网，每日经济新闻，中国民航网，数字水泥网，我的钢铁网，市场监管总局，澎湃新闻，华鑫证券研究

3.3.4、线索四：去化难度：房屋建设、专业连锁、焦炭、通信服务、白色家电、油服工

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

- **以行业集中度对应反内卷的政策落地强度为线索线**，行业集中度高意味着行业头部公司自发形成价格联盟、协议或其它反内卷行业自律规定的可行性更高，反内卷政策或自律规定落地效果有望更佳。同时，行业集中度高同样意味着有望延续反内卷政策成果，由行业头部企业相互制约，行业产能反复情况可能性相对更低，从而建立更加稳固的中长期反内卷投资逻辑。
- **使用上市公司营业收入CR5指标代表该行业集中度**，排名靠前相关行业包括：**房屋建设、专业连锁、焦炭、通信服务、白色家电、油服工程、黑色家电、渔业、厨卫电器、乘用车等。**

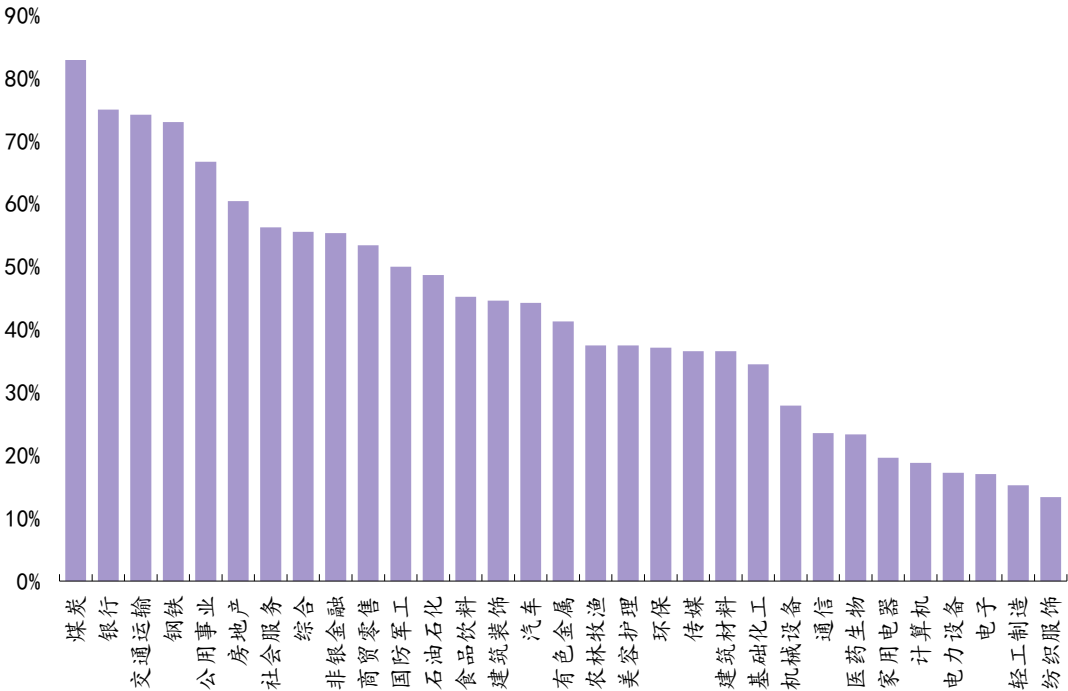
二级行业上市公司营收CR5排名前60，CR5均超70%

行业	CR5	行业	CR5	行业	CR5
保险 II	100.0%	地面兵装 II	89.0%	饮料乳品	80.7%
房屋建设 II	98.9%	特钢 II	88.4%	调味发酵品 II	80.0%
专业连锁 II	97.6%	饰品	88.1%	摩托车及其他	78.5%
焦炭 II	97.5%	非金属材料 II	88.1%	农商行 II	78.4%
通信服务	97.3%	轨交设备 II	87.6%	装修装饰 II	77.9%
航海装备 II	96.7%	房地产服务	87.1%	计算机设备	75.9%
白色家电	96.2%	农产品加工	87.1%	综合 II	75.8%
油服工程	96.1%	冶钢原料	86.9%	照明设备 II	75.5%
黑色家电	96.1%	汽车服务	85.9%	影视院线	74.8%
航天装备 II	96.0%	其他电源设备 II	85.1%	玻璃玻纤	74.8%
渔业	95.0%	能源金属	84.7%	工程机械	74.7%
厨卫电器	94.8%	水泥	84.2%	文娱用品	74.4%
乘用车	94.5%	互联网电商	82.9%	动物保健 II	74.1%
炼化及贸易	93.8%	专业工程	82.9%	个护用品	73.7%
国有大型银行 II	92.7%	专业服务	82.5%	股份制银行 II	72.8%
贵金属	92.1%	数字媒体	82.4%	商用车	72.6%
酒店餐饮	91.9%	饲料	82.4%	消费电子	72.2%
航空机场	90.7%	贸易 II	82.2%	种植业	72.0%
非白酒	89.5%	养殖业	82.2%	物流	71.4%
基础建设	89.1%	白酒 II	81.6%	多元金融	70.9%

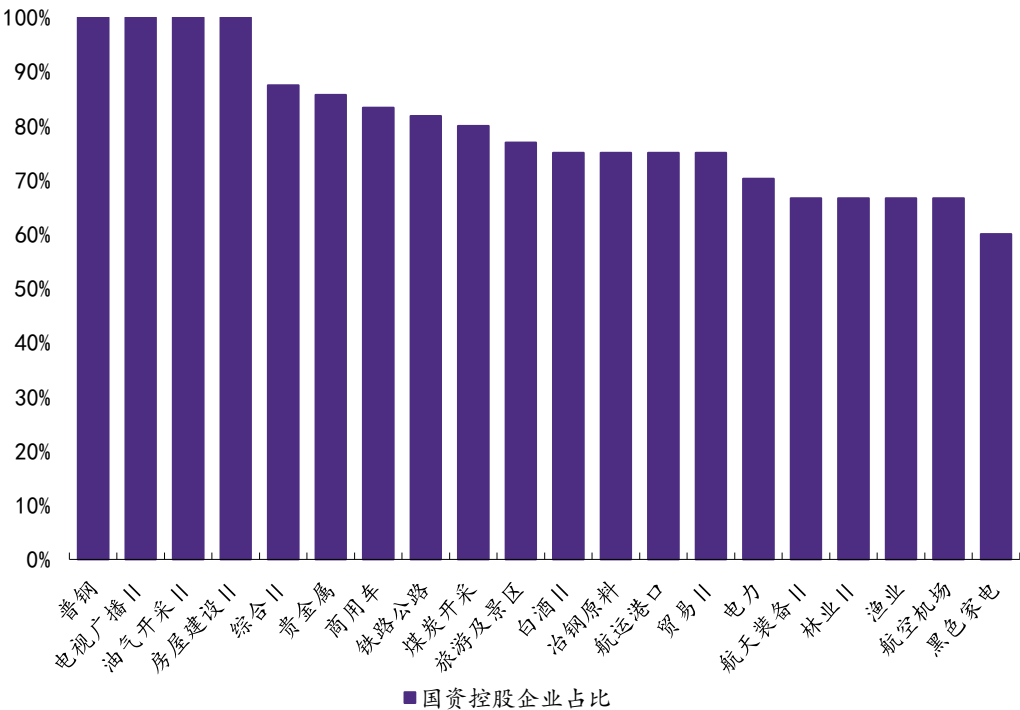
资料来源：Wind，华鑫证券研究

- **以行业上市公司国资控股比例对应该行业反内卷的政策落地强度为线索线**，我们认为行业国资控股比例能够间接对应该行业对于产能限制或优化等中央政策的响应力度，从而**预期该行业对于反内卷政策的执行速率与程度**，以此**筛选预期反内卷政策落地效果好的行业**：
- **传统行业国资控股比例相对靠前，中央国有和地方国有企业占较高相关行业包括：普钢、油气开采、房屋建设、贵金属、商用车、煤炭开采、白酒、冶钢原料、电力、林业、渔业、黑色家电等。**

一级行业看国资比例排名相对靠前工业行业包括
煤炭、钢铁、石油石化、食品饮料、汽车



二级行业国资比例排名相对前20行业，国资比例超60%

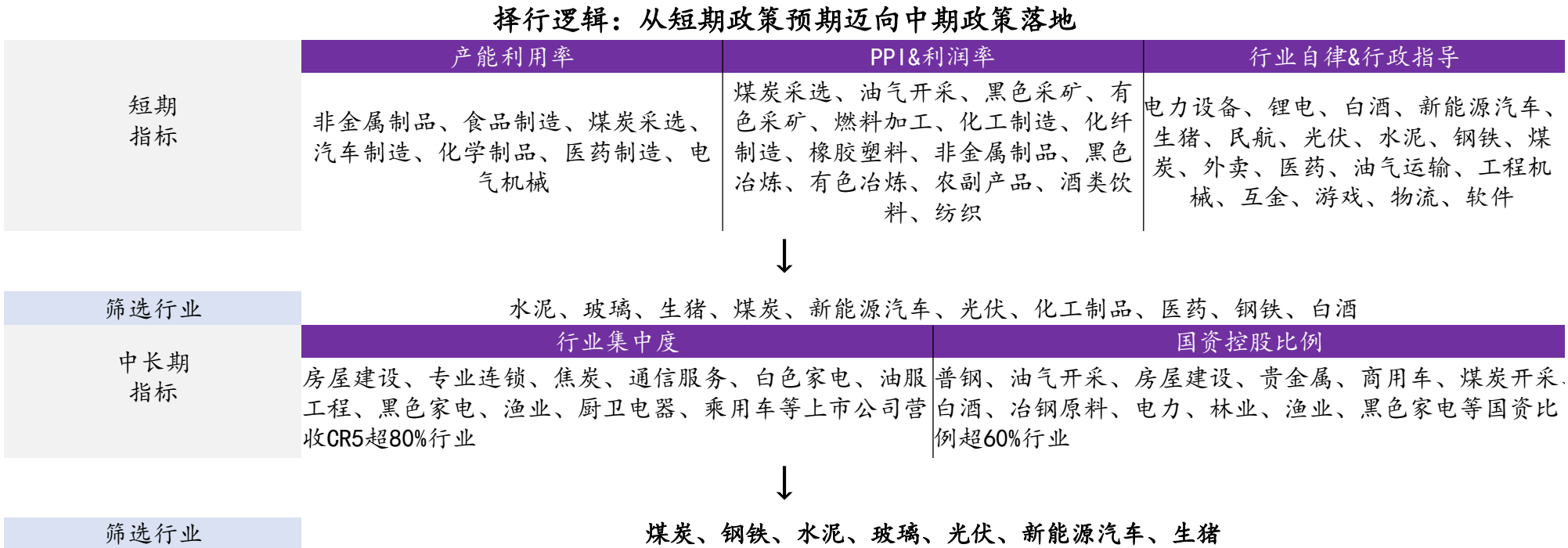


资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.4、小结：关注煤炭、钢铁、水泥、玻璃、光伏、新能源车、生猪

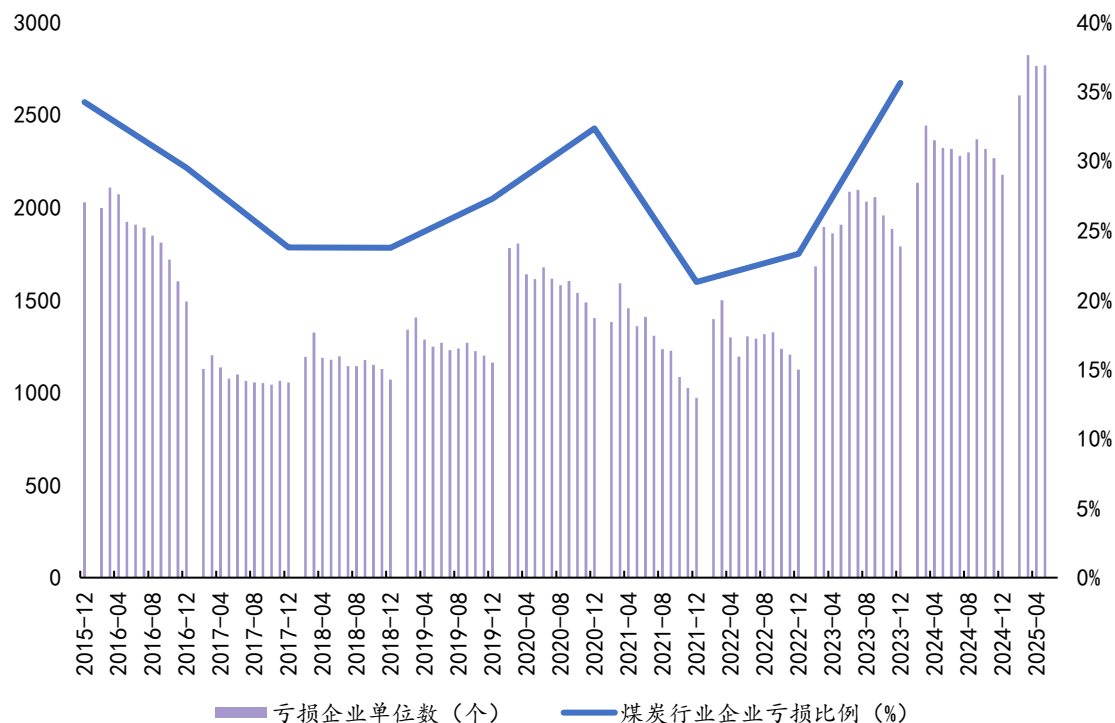
➤ 短期产能利用+利润承压+前瞻政策三方考虑，中长期集中度+国资比例奠定政策落地预期，两步走确定反内卷行业：

- ①上游资源：煤炭、钢铁
- ②中游制造：水泥、玻璃、光伏
- ③下游消费：新能源汽车、生猪

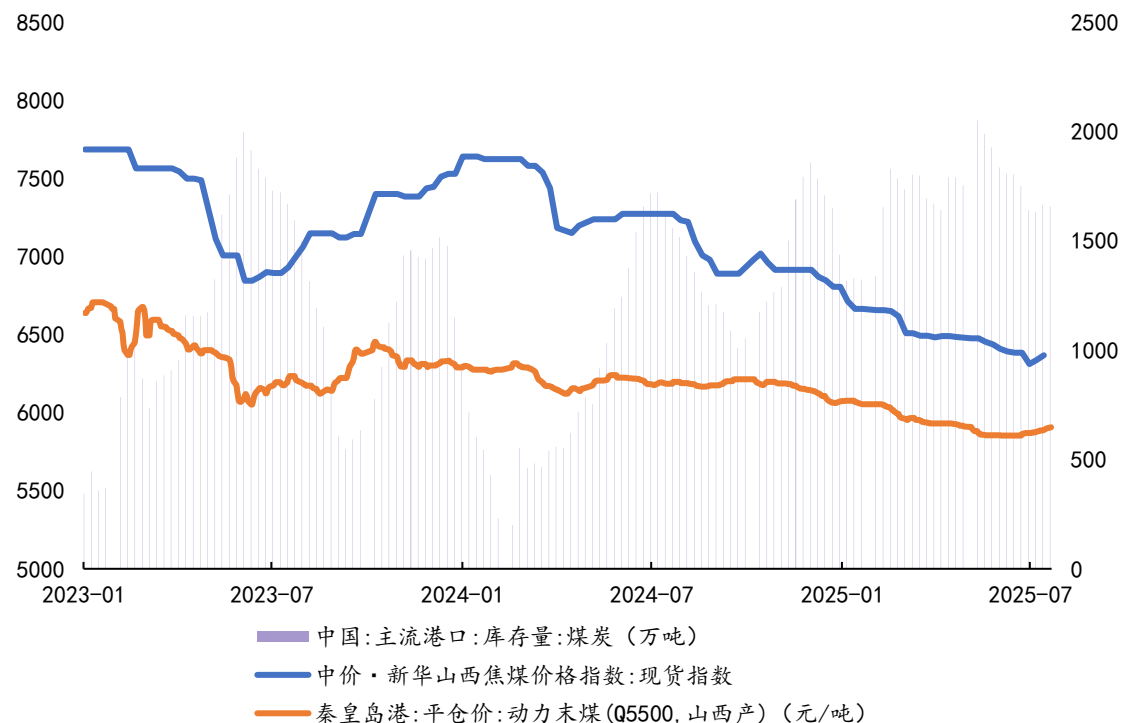


- **煤炭行业企业亏损数显著提升，倒逼行业推出反内卷政策：**截止至2025年5月，煤炭开采和洗选业企业亏损数达2765家，已经至2015年供给侧改革以来的高点位。预计企业亏损比例同样在高位震荡上行。同时，时间进入2025Q2春夏季节转换阶段，下游用电需求相对降低，行业产能利用率呈现转折下降趋势。
- **煤炭库存处于阶段性高位，焦煤与动力煤现货价格相对承压：**现阶段主流港口煤炭库存量虽然正逐步缓慢消化，但库存水平依然处于周期相对高位。库存压力传导至现货价格，焦煤与动力煤现货价格普遍承压。

煤炭行业企业亏损比例再次上探



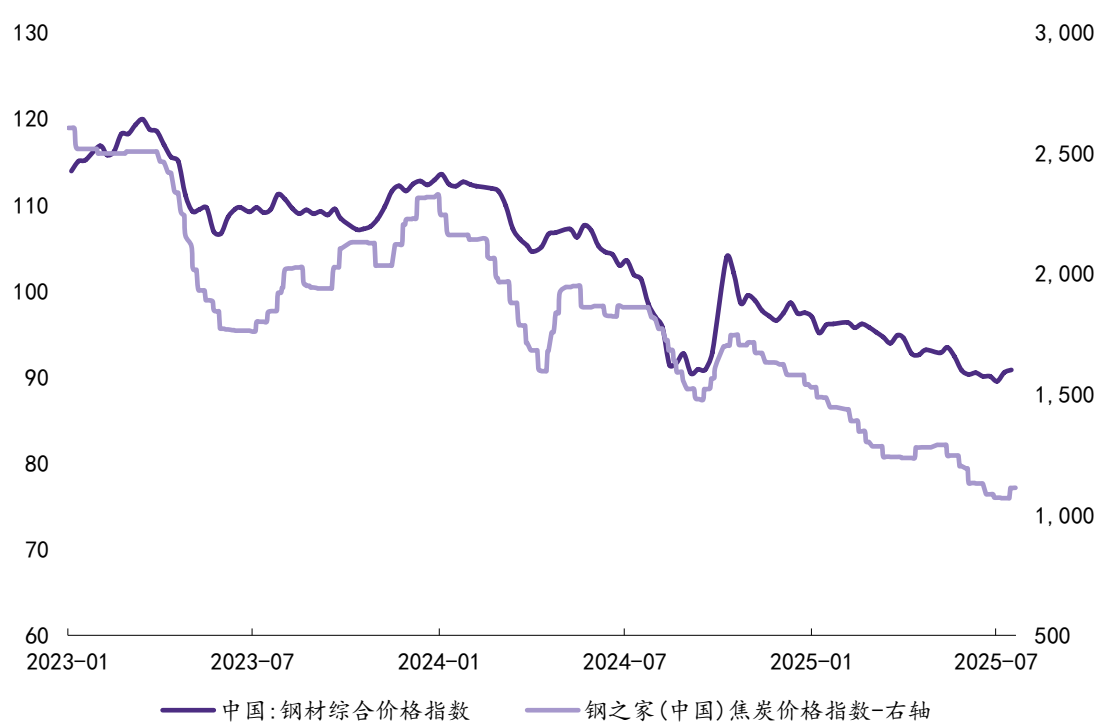
煤炭库存相对高位，现货价格前期承压，近期政策预期提价初显



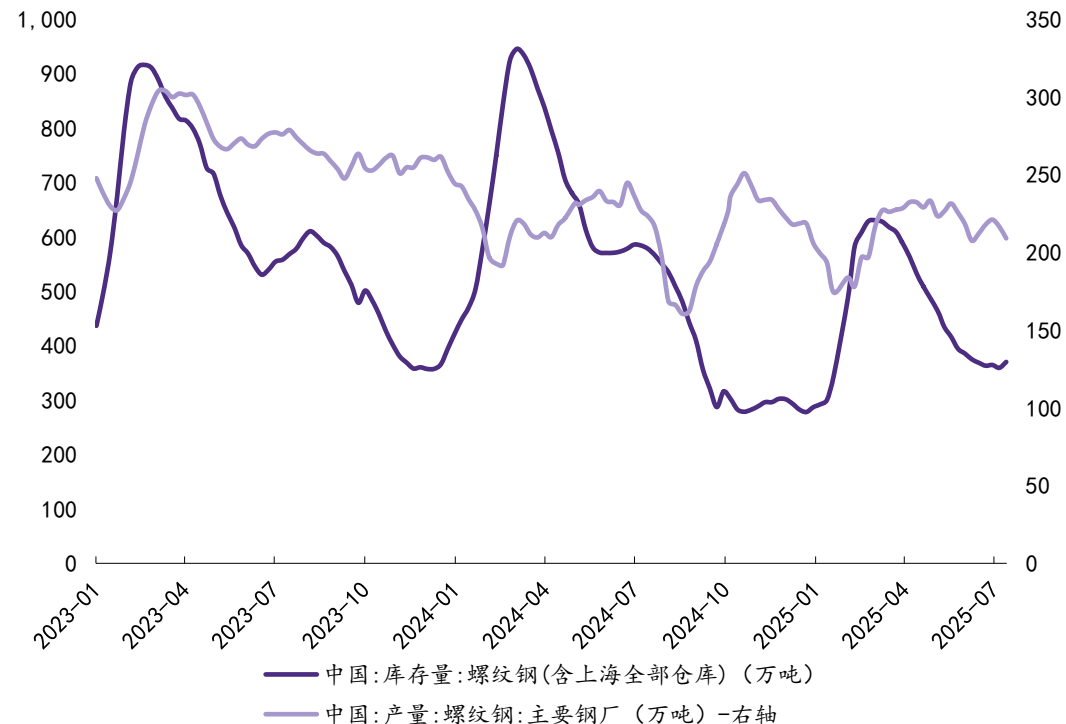
资料来源：Wind，华鑫证券研究

- **地产需求疲软， 钢材价格长期承压：** 经历2024年下半年短期价格反弹后， 2025年钢材价格走势重回缓慢下降通道。 本轮地产政策棚改2.0预期落空， 预计后续地产难有强刺激， 钢材价格将主由供给端改革以及上游原材料铁矿石、 焦炭等价格变动主导。
- **螺纹钢库存周期逐步进入底部确认期：** 现阶段螺纹钢产量还未出现明显下调迹象， 库存周期底部依然待确认， 被动补库周期来临还需跟踪验证。

钢材价格2025年走势偏弱， 后续焦炭价格有望带动钢材提价



螺纹钢库存逐步进入底部确认期

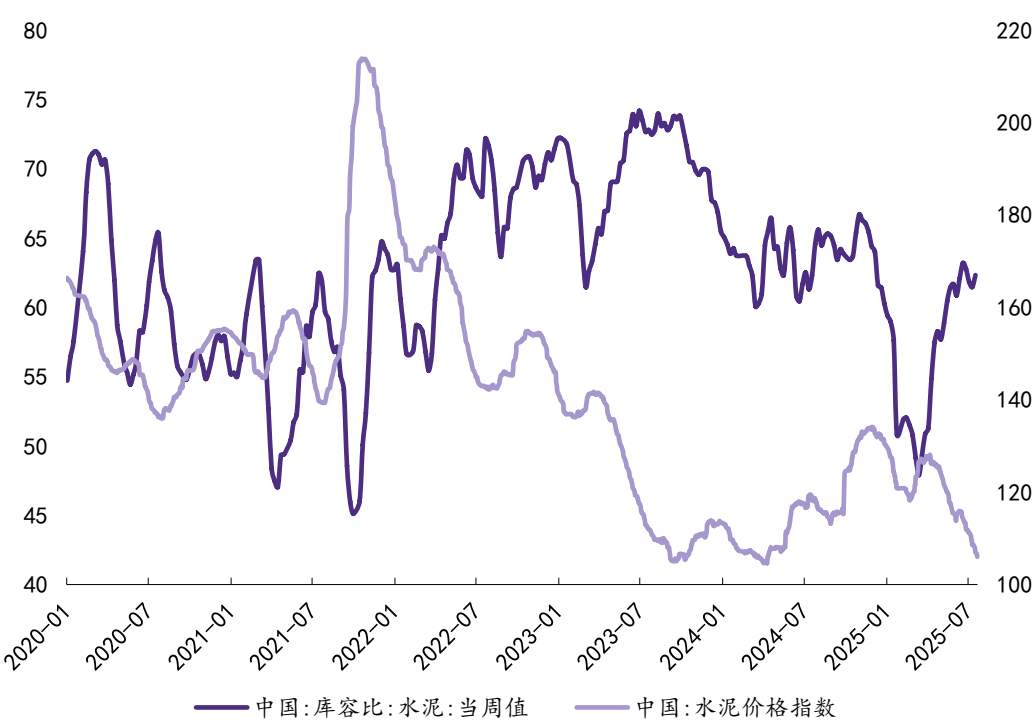


资料来源：Wind， 华鑫证券研究

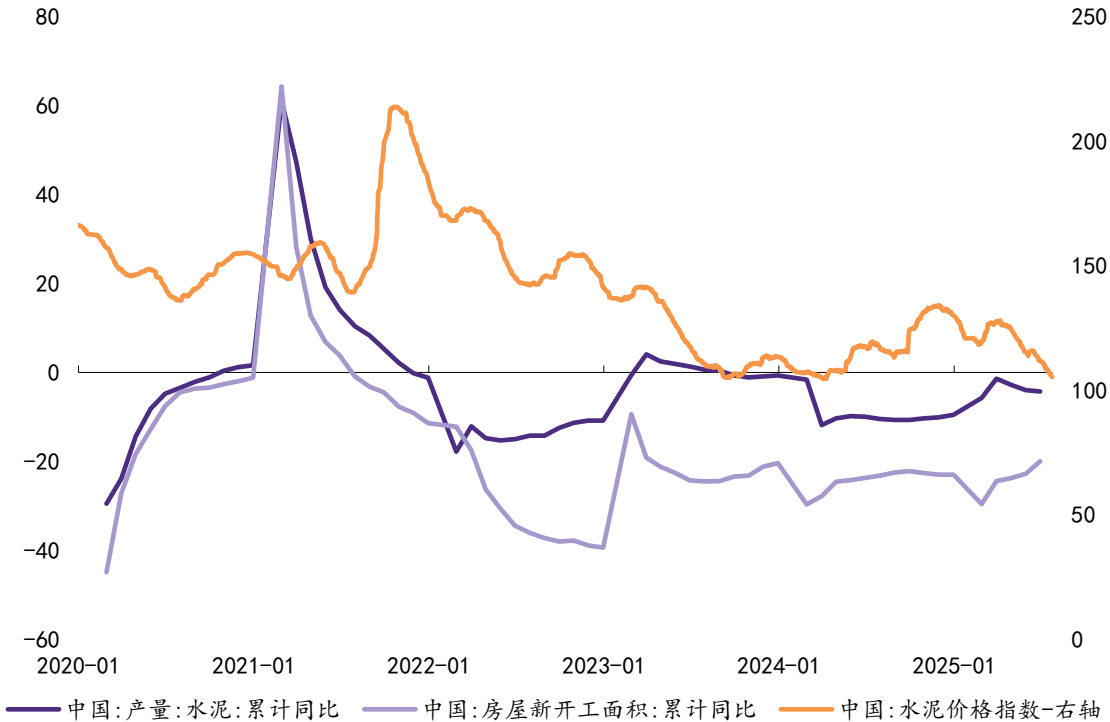
水泥：价格再次承压下行，需求提振预计难有强刺激

- 地产周期持续磨底，水泥价格再次承压下行，后续地产需求提振预计难有强刺激
- 近期受墨脱水电站动工事件刺激，行业预计将迎新增量，但增量相对有限；
 - 水泥产量累计同比与房屋新开工面积累计同比存在相关度，水泥价格走势相对产量同比相对后置。预计后续因为地产未有强刺激，新开工面积中短期将难以大幅提升，预估短期水泥价格将会延续下降趋势，再度磨底。

库容比再次提升进入被动补库阶段，价格持续承压走低

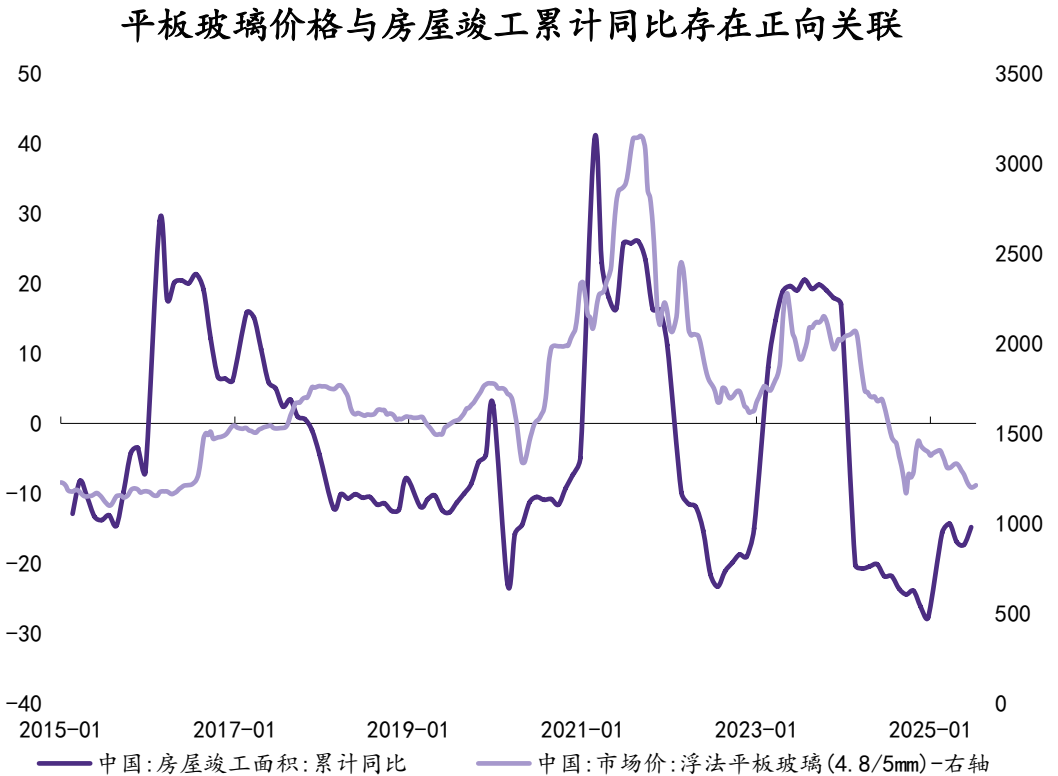
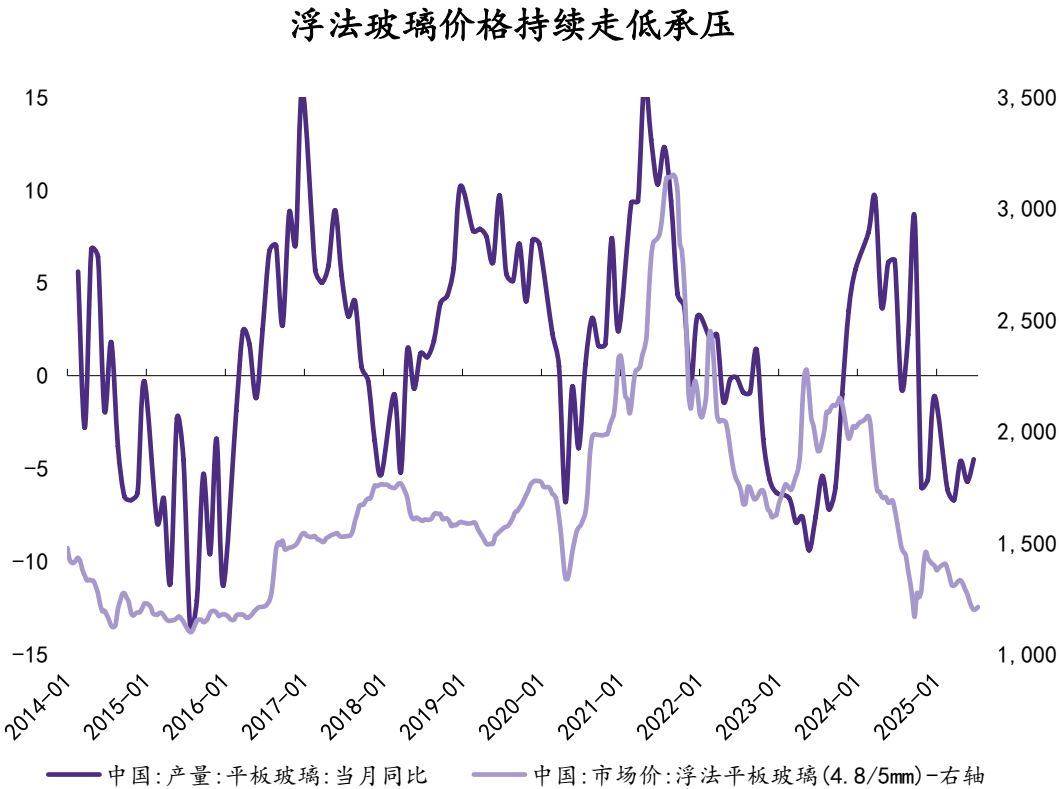


水泥产量同比与新开工面积同比存在对应关系，价格变动相对后置



玻璃：地产需求疲软，价格反转需待供给产能改革

- 地产需求疲软，玻璃行业静待政策产能管控提价：复盘玻璃行业周期，平板玻璃价格与中国房屋竣工面积累计同比存在正向关联。预计后续地产政策难有棚改2.0，新房开工面积刺激有限，传导至竣工面积累计同比提升同样有限，玻璃行业需求端振兴难以依靠，静待产能供给端改革政策出台落地。

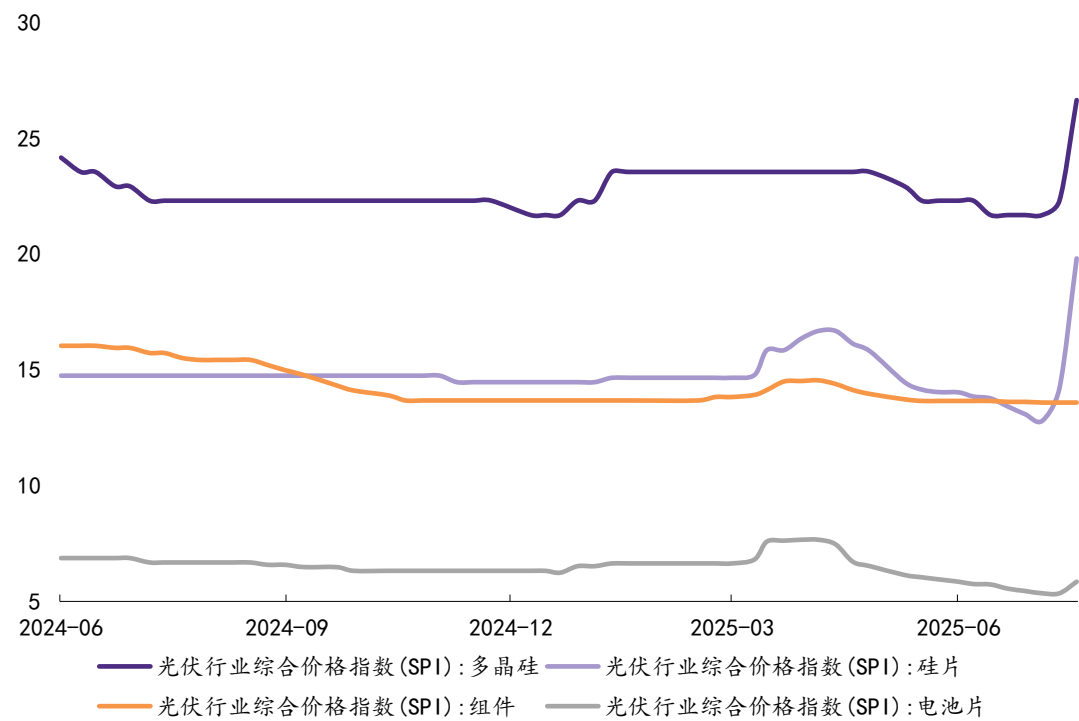


资料来源：Wind，华鑫证券研究

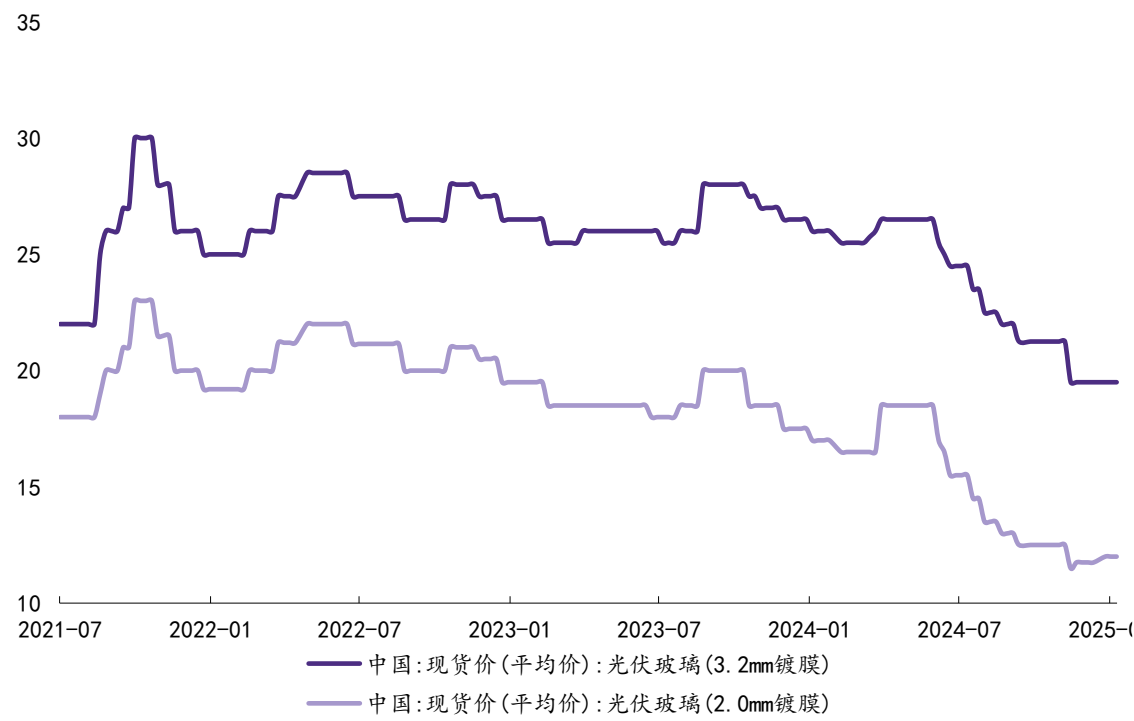
光伏：抢装后价格再次回落，产能限制有望自上而上传导

- 抢装阶段过后价格再度回落，上游硅料与硅片提价效果初显，有望向上传导至电池片和组件环节
 - 光伏行业政策预期催化起步相对较早，促成光伏设备抢装的时段，需求端提升带动价格的小幅提升。抢装过后，光伏商品四环节均出现明显的价格回落；
 - 本周上游多晶硅和硅片价格已呈现明显涨幅，价格水平已超过抢装阶段价格最高点，价格提升有望逐步传导至下游两环节。
- 光伏玻璃自2024年6月以来持续严重承压，价格持续下降，凸显该产品反内卷政策出台的紧迫性。
- 鉴于光伏行业技术迭代速度相对较快、下游组件环节部分产能已实现出海难以监管等特点，上游环节硅料控制有望成为光伏产能最终管制手段，产能限制向上传导。

经历抢装阶段后价格回落，上游环节提价效果初步显现



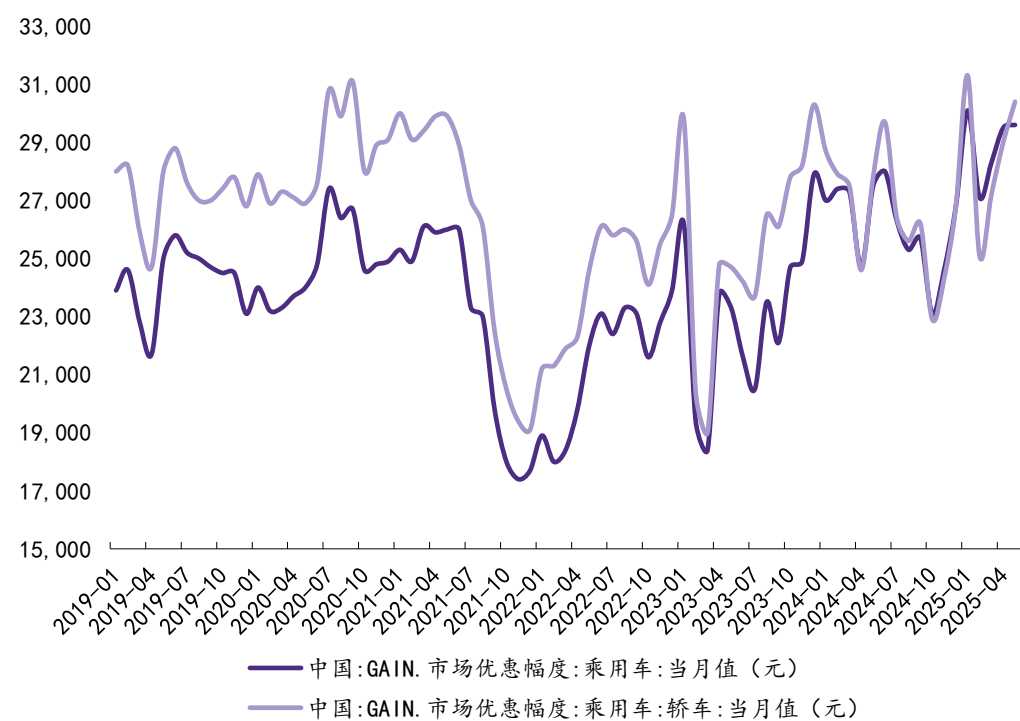
封装材料光伏玻璃反内卷同样紧迫，现货价格持续走弱



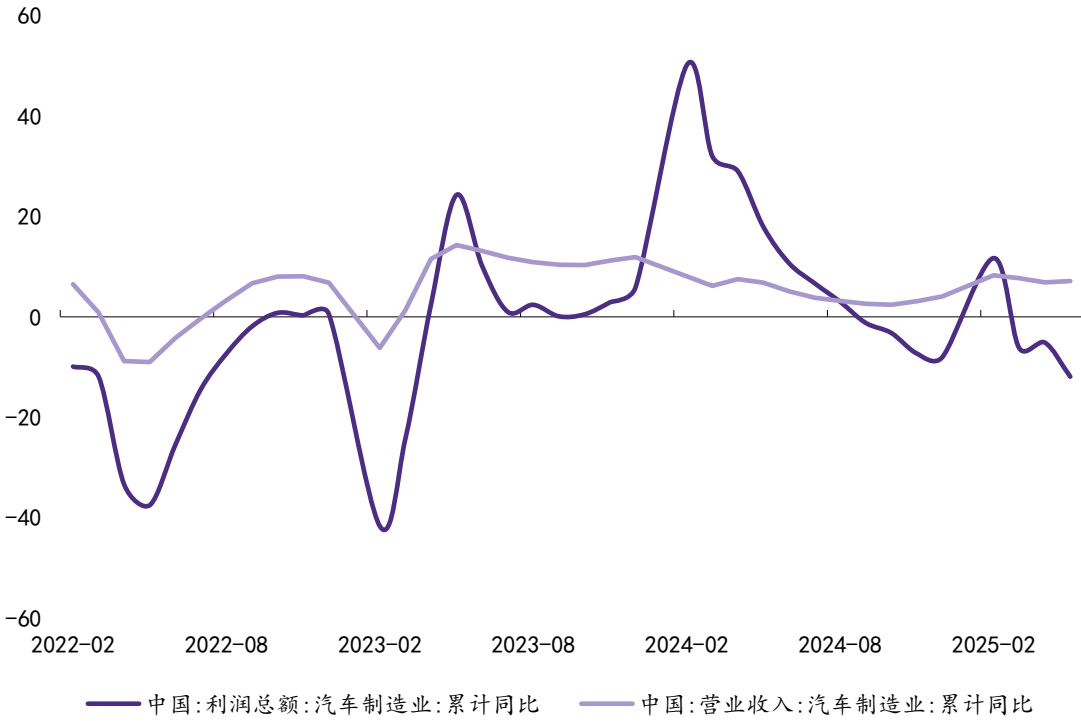
资料来源：Wind，华鑫证券研究

- 内卷源于价格战：汽车市场内卷式竞争主要源于各大新势力车企之间高优惠低价的无序竞争，新能源汽车市场内卷竞争尤其严重
- 中国汽车市场优惠幅度自进入2025年后再次震荡上行，到达5年的相对历史高位；
 - 在市场需求持续增长的背景下，中国汽车制造业自2024年以来，多次出现营业收入累计同比正增，但是利润累计同比却出现负增的情况，从结果验证价格战对于车企的盈利施压严重。

汽车市场平均优惠幅度呈现震荡上行趋势，其中新能源汽车为主要优惠产品



汽车行业自2024年以来多次出现增收不增利

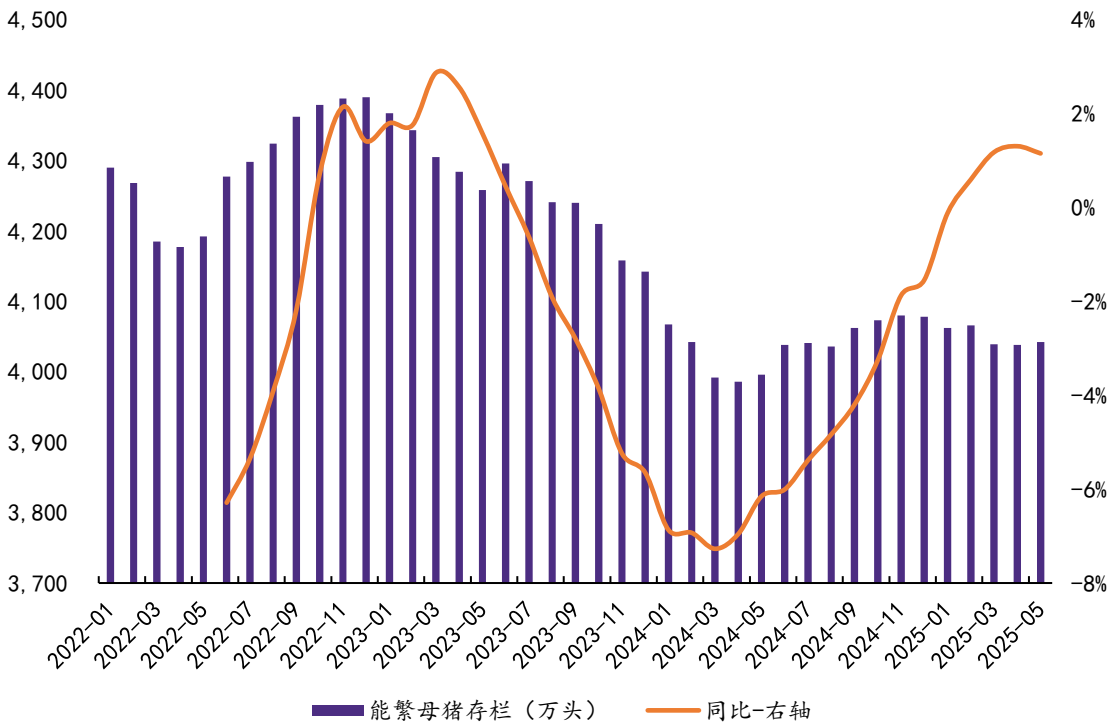


资料来源：Wind，华鑫证券研究

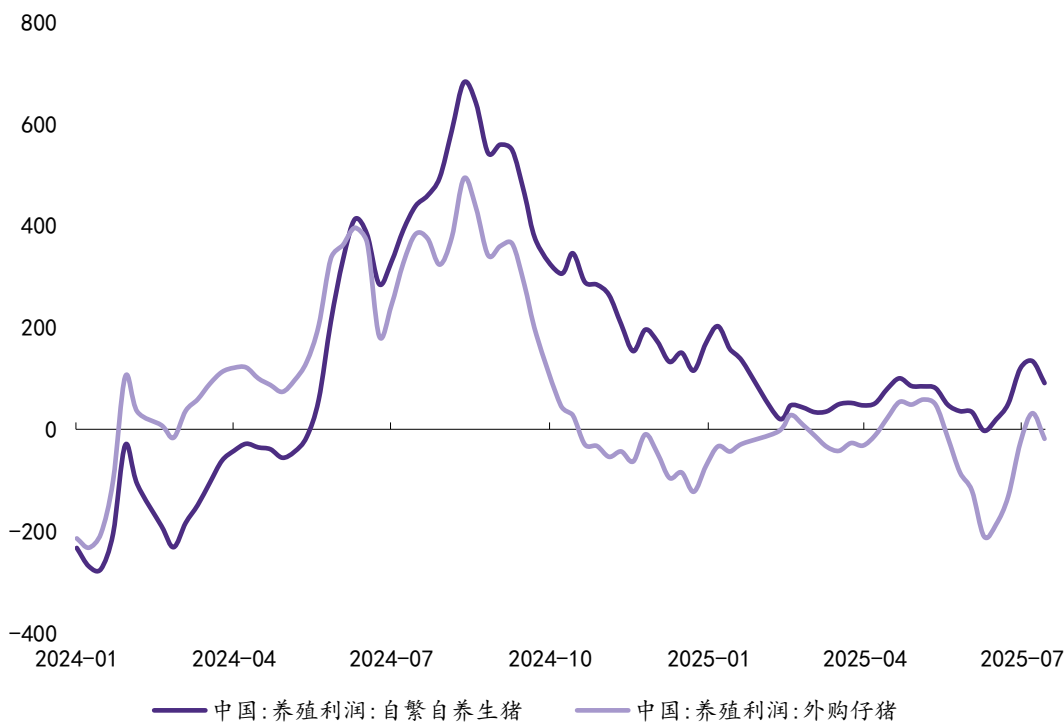
生猪：能繁产能已接近绿区上限，盈利端逐步下探成本线

- 本轮能繁产能周期回补自2024年5月开始，高点出现在2024年11月，按照生猪生长周期10个月推算，**预计2025年下半年生猪养殖行业平均盈利将会到达盈亏线，甚至步入亏损期。**
- **能繁母猪存栏已接近产能绿区上限：**截止至2025年5月末，全国能繁母猪存栏数为4042万头，已接近产能绿区上限4095万头。根据《生猪产能调控实施方案（2024年修订）》，预计后续产能减产目标将会向正常保有量3900万头靠拢；
 - **外购仔猪养殖模式利润已跌破成本线，自繁自育模式利润同样岌岌可危。**

能繁产能略有回落，但依然接近产能绿区上限



外购仔猪养殖利润已跌破成本线（单位：元/头）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

- 1、国内政策不及预期；
- 2、地缘政治局势紧张

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：3年宏观策略研究经验，从事海外宏观和大类资产的配置研究。金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所。

卫正：宏观策略组员，金融硕士，2024年8月入职华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研究创造价值