

宏观深度报告 20250728

“反内卷”：三重目标下如何去产能、提物价

2025 年 07 月 28 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

■ **核心观点：“反内卷”的价格治理，可能有两个目标，一是短期治理“价格战”，如对汽车、外卖等行业低价无序竞争的治理；二是中期去产能，即推动落后产能退出、促进供需平衡，包括关停限产式去产能和引导式去产能两种；三是长期推动价格特别是 PPI 持续回升。对价格回升的诉求有多大，将决定去产能的方式和内容。上轮供给侧改革后，PPI 同比经过 10 个月回正，这次需求端缺少“棚改货币化”类的强刺激，中性假设下，PPI 回正可能需要 11-12 个月，明年 9 月达到 1.9% 左右的高点。**

■ 1、去产能如何推进？

■ **去产能可以分为两种，一种是关停限产式去产能，一种是政策引导式去产能。大的趋势是，直接关停限产的去产能逐步减少，政策引导式去产能增加，政府从发挥主导作用到发挥引导支持作用。早期去产能实践中，更多采用关停限产式去产能。如国发〔1998〕43 号《国务院关于关闭非法和布局不合理煤矿有关问题的通知》。2015 年的供给侧改革，开始两种去产能相结合。如国发〔2016〕7 号《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》明确提出“市场倒逼与政府支持相结合”的原则，对于一部分不符合产业政策的产能，直接关停；对于其他过剩产能，通过安全、质量、环保、技术等标准的提高，来倒逼产能退出。**

■ **两种去产能方式各有优缺点。关停限产式去产能的优点是见效快，可以快速缓解产能过剩；缺点是要承担更大的经济压力，并且治标不治本，产能过剩容易反弹。引导式去产能的优点是可以通过去产能实现技术升级，同时更有助于建立市场出清机制，治标更治本；缺点是见效相对较慢。**

■ **就这一轮“内卷式”竞争的去产能而言，我们认为是引导式去产能为主，关停限产式去产能为辅。基于两方面考虑：一是当前需求端没有大水漫灌的强刺激政策。关停限产式去产能往往需要需求端的强刺激政策配合，这是因为直接关停限产通常会带来更大的经济增长和就业压力。当需求端不采取强刺激政策时，供给端去产能最佳选择是市场化方式，以减轻经济冲击。二是这轮“内卷式”竞争的行业特点决定，上游行业或许适合关停限产式去产能，但中下游新兴行业更需要引导式去产能，这些行业的需求还在不断增长，不适合“一刀切”的关停限产，通过标准提升倒逼落后产能去化，不仅能推动落后产能退出，还能促进行业技术升级。**

■ **这轮“去产能”可能还有哪些政策？一是提升行业标准，如技术、安全、质量等方面的标准提升，倒逼产能退出；二是可能在政府补贴、出口退税等方面继续严格规范管理；三是不排除一些上游行业可能面临减产的量化目标。**

■ 2、“反内卷”还有哪些方向？

■ **除了去产能外，“反内卷”的短期方向是治理“价格战”，如约谈外卖平台、时隔 27 年修订价格法、在新能源汽车领域可能开展成本调查和价格监督检查等。**

■ **此外，“反内卷”还要建立长效机制，打通市场出清机制的堵点。市场出清机制顺利运行，需要满足两个条件，一是价格及时调整，以反映供求关系；二是价格调整后，供求行为能否随之调整。我们当前的堵点主要在第二步，即使价格下跌，供给方仍然不会退出，仍在亏损生产，这带来了产能过剩和“内卷式”竞争。**

■ **如何打通市场出清机制的堵点？上轮供给侧改革期间的抓手是治理“僵尸企业”，这次“反内卷”的抓手是规范地方政府行为。2015 年去产能期间，大量僵尸企业的存在是市场无法自发出清的主要原因，为此中央做出多次部署，最终清理僵尸企业成效显著，全国处置的煤炭行业“僵**

相关研究

《下一阶段轮动到哪些行业？》

2025-07-27

《“反内卷”尚未改变货币政策态度》

2025-07-27

尸企业”涉及产能 1.15 亿吨，钢铁行业“僵尸企业”基本出清。当前打通市场出清机制的堵点，关键是规范政府行为。部分新兴产业，由于存在违规补贴，使得企业能够以低于成本的价格销售产品，亏损企业依靠地方政府补贴实现持续经营。因此规范政府行为主要体现在两个方面，一是规范招商引资、禁止违规补贴；二是发展新质生产力要因地制宜，不要一哄而上。

■ 3、“反内卷”如何影响物价？

■ **(1) 上轮去产能带动 PPI 强势回升，但当前缺少“棚改货币化”类的需求端强刺激，预计回升幅度会略低于 2015-16 年。**上轮去产能启动后（2015.11），PPI 环比增速经过了三个月的负增长后，从 2016.3 开始转正，同比增速经过 10 个月的负增长后从 2016.9 开始转正，同比最高于达到 2017.2 达到 7.8% 的高点。这轮“反内卷”，我们按照 PPI 回升的幅度，给出三种假设：

■ **乐观假设：**假设供给端去产能力度与 2015-16 年持平，但需求端缺少类似的强刺激，对应 PPI 环比增速为 2015 年 11 月后的一半。这种情况下，PPI 同比在 2025 年下半年为 -3.0%，2026 年 6 月转正，9 月达到最高点 3.86%。

■ **中性假设：**假设没有类似需求强刺激的情况下，供给端去产能力度弱于 2015-2016 年，对应 PPI 环比增速为 2015 年 11 月后的 25%。这种情况下，PPI 同比在 2025 年下半年为 -3.1%，2026 年 7 月转正，9 月达到最高点 1.92%。

■ **悲观假设：**假设没有类似需求强刺激的情况下，供给端去产能力度弱于假设二，使得 PPI 无法按照 2015-16 年节奏快速回升，而是缓慢回升。这种情况下，PPI 同比在 2025 年下半年为 -3.3%，2026 年 9 月转正，12 月达到高点 0.9%。

■ **(2) 对于 GDP 平减指数而言，要靠“去产能”推动价格回升，比 PPI 的难度更大，这是因为 GDP 平减指数的构成里，服务业要重于工业，“去产能”只能推动工业价格回升，对服务业价格作用有限。**今年二季度 GDP 平减指数约为 -1.3%，第二产业为 -3.06%，第三产业为 -0.12%，2024 年以来的 6 个季度里，有 4 个季度第三产业 GDP 平减指数负增长，这也是有数据以来第一次。

■ **我们在此前报告中指出，如果要促进 GDP 平减指数回升，促消费比去产能更重要。**假设采取去产能政策，使得短期工业价格在 2024 年的基础上回升 2 个点，GDP 平减指数将从 2024 年的 -0.7% 回升到 -0.02%，仍不足以走出低通胀；但如果促消费政策力度更大，使得服务价格回升 2 个点，GDP 平减指数将从 -0.7% 回升到 +0.39%，加上消费回暖带动的商品价格回升，最终 GDP 平减指数还会更高。从实践来看，需要“去产能”和“促消费”双管齐下，后者更重要。（详见《走出低通胀：“去产能”和“促消费”谁更有效？》）

■ **风险提示：**（1）“反内卷”政策正处在逐步落地过程中，许多政策细节还有待进一步明确。（2）影响价格的因素很多，除了政策发力之外，还有很多因素是无法把控的，如国际油价的变动，还有供给端猪周期的变动、气候因素的影响等等。（3）如果经济其他方面发生较大变化，“反内卷”政策可能也会有变，如房地产、出口、消费等需求端变化。

内容目录

1. 去产能如何推进？	5
1.1. 相似时点，市场启动“去产能交易”	5
1.2. 两种去产能：反内卷是哪一种？	6
2. 除了去产能，反内卷还有哪些方向？	10
3. 反内卷政策如何影响物价？	12
3.1. 反内卷下的 PPI 回升路径	12
3.2. 如何影响 GDP 平减指数？	13
4. 风险提示	15

图表目录

图 1: 两次重要会议时的 PPI 同比增速.....5

图 2: 棚改货币化是配合 2015-16 年去产能的需求端重要刺激政策8

图 3: 分行业的产能利用率情况.....9

图 4: PPI 环比增速的变动.....13

图 5: 三种假设下 PPI 同比增速的变动.....13

图 6: 三大产业的 GDP 平减指数14

图 7: 物价回升的预期路径.....15

表 1: 这轮“反内卷”政策的时间脉络.....6

表 2: 两种去产能方式的比较.....7

表 3: 2024 和 2015 年分行业规上工业企业利润的比较.....9

表 4: 7 月以来“反内卷”政策的演进.....11

1. 去产能如何推进？

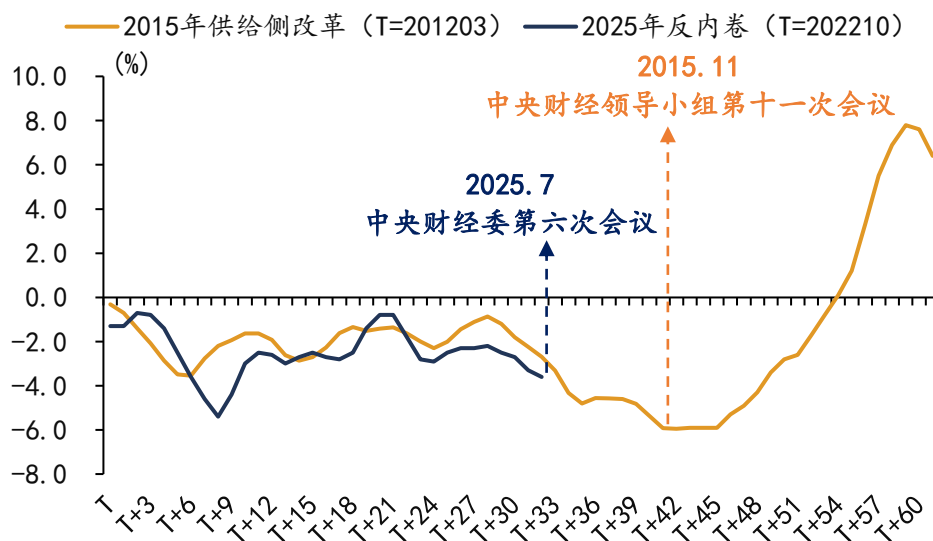
1.1. 相似时点，市场启动“去产能交易”

比照 2015 年，政策窗口相似的起点。7 月 1 日，中央财经委第六次会议指出“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”。这与上轮供给侧改革的起点非常相似。2015 年 11 月召开中央财经领导小组第十一次会议¹，会议指出“要促进过剩产能有效化解，促进产业优化重组”，随后煤炭、钢铁等分行业的去产能政策在 3 个月内快速落地。

另一相似之处是 PPI 长期负增长。2015 年 11 月，PPI 已经连续 45 个月负增长；2025 年 7 月，PPI 连续 33 个月负增长。

7 月以来，“反内卷”被当做 2015 年“供给侧改革”的重现，商品和股票市场启动“去产能交易”，多晶硅、焦煤等商品价格大幅上涨。但反内卷并非简单的去产能，当前面临的供给侧环境更加复杂。

图1：两次重要会议时的 PPI 同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

¹ http://www.xinhuanet.com/politics/2015-11/10/c_1117099915.htm

表1：这轮“反内卷”政策的时间脉络

时间	政策/会议	内容
2023年12月	中央经济工作会议	进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、 部分行业产能过剩 、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升
2024年7月	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年12月	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年2月	国常会	要坚持从供需两侧发力，标本兼治化解重点产业结构性矛盾等问题，促进产业健康发展和提质升级。要 优化产业布局、强化标准引领、推进整合重组，推动落后低效产能退出 ，增加高端产能供给。要优化市场监管，加强行业自律，共同维护公平竞争、优胜劣汰的市场秩序。
2025年3月	政府工作报告	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年3月	全国人大经济主题记者会	近期，国务院常务会研究了 化解重点产业结构性矛盾的政策措施，我们将分行业出台具体方案 ，推动落后低效产能退出，扩大中高端产能供给，让供给侧更好地适应市场需求的变化。
2025年3月	关于2024年国民经济和社会 发展计划执行情况与 2025年国民经济和社会发 展计划草案的报告	出台化解重点产业结构性矛盾的政策措施 ，通过强化产业调控、提质升级破“内卷”。
2025年7月	中央财经委第六次会议	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年7月	工信部发布会	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。

数据来源：财联社，中国政府网，东吴证券研究所

1.2. 两种去产能：反内卷是哪一种？

我们将去产能分为两种，一种是关停限产式去产能，一种是政策引导式去产能。

早期去产能实践中，更多采用关停限产式去产能。如国发〔1998〕43号《国务院关于关闭非法和布局不合理煤矿有关问题的通知》，文件要求凡没有采矿许可证和煤炭生产许可证（以下简称“两证”）以及1998年1月1日后在国有煤矿矿区范围内开办的各类小煤矿，一律依法取缔。按照规划，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。关井压产期间，各省、自治区、直辖市一律停止审批新开煤矿。

2015年的供给侧改革，开始两种去产能相结合。如国发〔2016〕7号《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》明确提出“市场倒逼与政府支持相结合”的原则，对于一部分不符合产业政策的产能，直接关停；对于其他过剩产能，通过安全、质量、环保、技术等标准的提高，来倒逼产能退出。

可以看出，大的趋势是，直接关停限产的去产能逐步减少，提高标准倒逼退出的引导式去产能增加，政府从发挥主导作用到发挥引导支持作用。

两种去产能方式各有优缺点。关停限产式去产能的优点是见效快，可以快速缓解产能过剩；缺点是要承担更大的经济压力，并且治标不治本，产能过剩容易反弹。引导式去产能的优点是通过去产能实现技术升级，同时更有助于建立市场出清机制，治标更治本；缺点是见效相对较慢。

表2：两种去产能方式的比较

	关停限产式去产能	引导式去产能
主要内容	直接关停或限产，淘汰落后低效产能	通过提高标准、鼓励兼并重组等方式，引导市场去产能
去产能力度	速度快、力度强	速度慢、力度相对较弱
经济影响	经济代价大，如就业压力、工业生产增速下降等	经济代价更小，去产能对就业和生产的影响更分散
去产能效果	快速实现短期供需平衡，但容易反弹	制定规则，更有助于实现动态供需平衡，防止过剩产能反弹

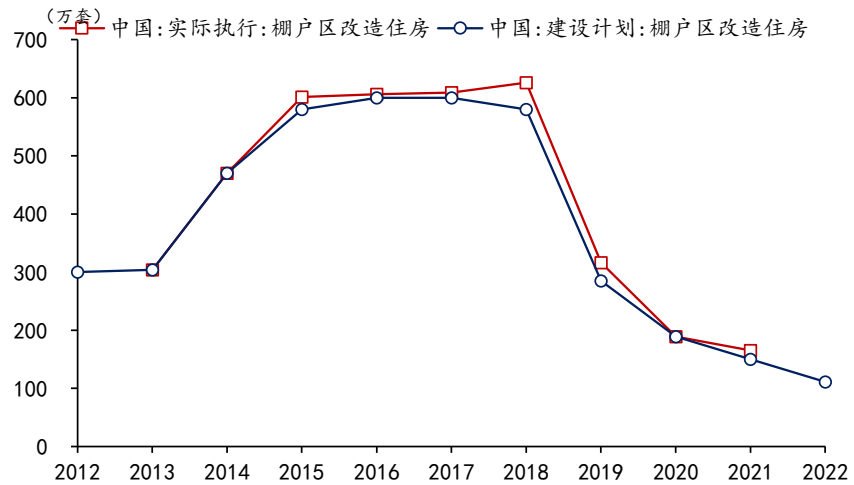
数据来源：东吴证券研究所整理总结

就这一轮“内卷式”竞争的去产能而言，我们认为引导式去产能为主，关停限产式去产能为辅。基于两方面考虑：

一是当前需求端没有大水漫灌的强刺激政策。关停限产式去产能往往需要需求端的强刺激政策配合，这是因为直接关停限产通常会带来更大的经济增长和就业压力。当需求端不采取强刺激政策时，供给端去产能最佳选择是市场化方式，以减轻经济冲击。

上轮供给侧改革采取了较多的关停限产式去产能方案，需求刺激政策也比较强，典型代表是“棚改货币化安置”，推进了房地产去库存，促进上下游需求回升。棚改在 2013-2015 年大幅提速，建设数量接近翻倍，并在 15-18 年维持在年均 600 万套左右的历史高位。2017 年住建部在发布会介绍“去年棚改货币化安置比例达到 48.5%，比 2015 年提高了 18.6 个百分点。可以从市场上购房 2.5 亿平方米”。而 2016 年全国商品住宅销售面积为 13.3 亿平，推算棚改需求占比 19% 左右。棚改稳定了房地产市场，也促进了上下游需求的回升，水泥和玻璃的价格在 2015 年触底后开始明显改善。

图2：棚改货币化是配合 2015-16 年去产能的需求端重要刺激政策



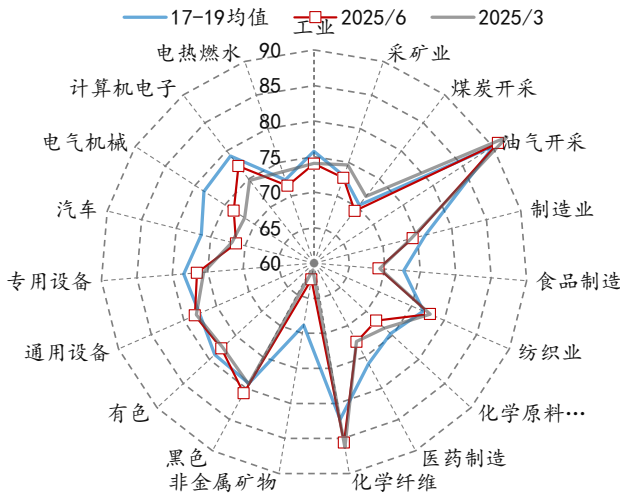
数据来源：Wind，中指研究院，东吴证券研究所

二是行业特点不同。可以将当前“内卷式”竞争的行业分为三类，一类是上游煤炭、钢铁、水泥等行业，如规模以上钢铁行业 2024 年利润只有 29 亿，不到 2015 年的一半（29 亿）；第二类是光伏、新能源汽车等部分新兴产业，2015-2024 年规上汽车制造业营收从 7106 亿提高至 10647 亿，但利润从 624 亿降至 462 亿；第三类是平台企业。

可以发现与上轮供给侧改革相比，这轮“内卷式”竞争的行业存在 3 个特点：①供给侧改革是工业问题，反内卷是工业+服务业；②供给侧改革更多是国企，反内卷行业更多是民企；③供给侧改革更偏上游，反内卷很多中下游。

从行业分布来看，以引导式去产能为主、关停限产式去产能为辅，是更好的选择。上游原材料行业或许适合关停限产式去产能，一方面与上游行业更高的国资比例有关，另一方面直接限产是上游行业传统的控产能做法。而中下游新兴行业更适合引导式去产能，这些行业的需求还在不断增长，不适合“一刀切”的关停限产，通过标准提升倒逼落后产能去化，不仅能推动落后产能退出，还能促进行业技术升级。

图3：分行业的产能利用率情况



数据来源：Wind，中指研究院，东吴证券研究所

表3：2024 和 2015 年分行业规上工业企业利润的比较

	2024年			2015年			比较	
	营收	利润	利润率	营收	利润	利润率	利润:24/15	利润率:24/15
煤炭开采和洗选业	3160.3	604.6	19.1%	2377.0	40.5	1.7%	1493%	1123%
石油和天然气开采业	1205.2	338.3	28.1%	790.9	69.2	8.8%	489%	321%
黑色金属矿采选业	496.4	54.2	10.9%	720.7	51.9	7.2%	104%	151%
有色金属矿采选业	377.0	91.8	24.3%	623.5	45.1	7.2%	204%	337%
非金属矿采选业	378.6	40.4	10.7%	541.5	42.2	7.8%	96%	137%
开采及辅助	290.5	-2.2	-0.8%	174.0	5.0	2.9%	-44%	-26%
农副食品加工业	5290.8	136.4	2.6%	6537.8	342.4	5.2%	40%	49%
食品制造业	2186.4	178.1	8.1%	2195.8	187.7	8.5%	95%	95%
酒、饮料和精制茶制造业	1588.1	328.7	20.7%	1737.3	180.0	10.4%	183%	200%
烟草制品业	1373.1	161.0	11.7%	934.1	120.0	12.8%	134%	91%
纺织业	2398.8	86.9	3.6%	3998.7	222.4	5.6%	39%	65%
纺织服装、服饰业	1269.9	62.4	4.9%	2223.3	136.3	6.1%	46%	80%
皮毛羽绒	853.3	46.1	5.4%	1466.0	98.1	6.7%	47%	81%
木材加工及木竹藤棕草制品业	907.5	36.5	4.0%	1390.7	87.4	6.3%	42%	64%
家具制造	677.2	37.2	5.5%	788.1	51.3	6.5%	73%	85%
造纸和纸制品业	1456.6	52.0	3.6%	1394.2	79.3	5.7%	66%	63%
印刷和记录媒介复制业	671.5	34.4	5.1%	740.2	57.8	7.8%	59%	66%
文体娱乐	1350.3	65.2	4.8%	1588.0	92.8	5.8%	70%	83%
石油、煤炭及其他燃料加工业	5790.3	-46.3	-0.8%	3460.4	73.2	2.1%	-63%	-38%
化学原料和化学制品制造业	9198.6	425.0	4.6%	8356.5	467.0	5.6%	91%	83%
医药制造业	2529.9	342.1	13.5%	2573.0	271.7	10.6%	126%	128%
化学纤维制造业	1166.7	35.8	3.1%	720.6	30.7	4.3%	117%	72%
橡胶和塑料制品业	3033.9	170.4	5.6%	3101.6	196.2	6.3%	87%	89%
非金属矿物制品业	5107.6	181.5	3.6%	5887.7	378.9	6.4%	48%	55%
黑色金属冶炼和压延加工业	8132.7	29.2	0.4%	6300.1	59.0	0.9%	49%	38%
有色金属冶炼和压延加工业	8601.9	332.1	3.9%	5136.7	146.0	2.8%	228%	136%
金属制品业	4681.0	185.8	4.0%	3725.7	223.9	6.0%	83%	66%
通用设备制造业	4923.6	344.7	7.0%	4704.0	314.3	6.7%	110%	105%
专用设备	3845.7	290.0	7.5%	3587.4	218.7	6.1%	133%	124%
汽车制造业	10647.0	462.3	4.3%	7106.9	624.3	8.8%	74%	49%
铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业	1543.7	109.2	7.1%	1908.8	110.7	5.8%	99%	122%
电气机械	11035.3	620.1	5.6%	6918.3	452.4	6.5%	137%	86%
计算机、通信和其他电子设备制造业	16193.6	640.8	4.0%	9160.7	456.4	5.0%	140%	79%
仪器仪表	1080.4	110.6	10.2%	874.2	74.4	8.5%	149%	120%
其他制造	218.3	13.1	6.0%	277.2	18.4	6.6%	71%	90%
废弃资源	1204.3	22.8	1.9%	377.1	21.1	5.6%	108%	34%
金属制品和设备修理	246.6	20.1	8.2%	96.4	4.8	5.0%	417%	163%
电力、热力生产和供应业	10101.7	652.4	6.5%	5662.6	497.6	8.8%	131%	73%
燃气生产和供应业	2064.8	89.1	4.3%	634.4	50.7	8.0%	176%	54%
水的生产和供应业	485.9	48.3	9.9%	190.9	18.8	9.8%	257%	101%

数据来源：Wind，CEIC，东吴证券研究所

2. 除了去产能，反内卷还有哪些方向？

除了直接去产能，更重要的是打通市场出清机制的堵点。

一般来说，市场存在自我出清机制，使得产能过剩不可持续。当行业存在供过于求的时候，价格会下跌。当企业价格低于成本线时，企业亏损，亏损持续一段时间后，企业退出市场，供需恢复平衡。这是价格调整实现市场出清的基本过程。正是由于市场出清机制的存在，产能过剩通常是不可持续的。

当市场出清机制受阻、落后产能无法退出时，就会出现产能过剩和“内卷式”竞争。近期《求是》杂志刊载的《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》一文指出，“内卷式”竞争的成因之一是“市场出清机制不健全”。市场出清机制顺利运行，需要满足两个条件，一是价格及时调整，以反映供求关系；二是价格调整后，供求行为能否随之调整。我们当前的堵点主要在第二步，即使价格下跌，供给方仍然不会退出，仍在亏损生产，这带来了产能过剩和“内卷式”竞争。

因此，“反内卷”的任务之一是打通市场出清机制，比如今年3月的《政府工作报告》有类似提法，《报告》指出“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”。这里市场退出的堵点就是价格调整无法带来市场自动出清。

市场出清机制的堵点在哪里？上轮供给侧改革时，阻碍市场出清的是“僵尸企业”。2015年12月9日国常会²，中央层面首次提出僵尸企业问题。会议指出：“对不符合国家能耗、环保、质量、安全等标准和长期亏损的产能过剩行业企业实行关停并转或剥离重组，对持续亏损三年以上且不符合结构调整方向的企业采取资产重组、产权转让、关闭破产等方式予以‘出清’，清理处置‘僵尸企业’，到2017年末实现经营性亏损企业亏损额显著下降”。随后在16年3月的政府工作报告³中指出“采取兼并重组、债务重组或破产清算等措施，积极稳妥处置‘僵尸企业’。”16年底的中央经济工作会议指出去产能“要抓住处置‘僵尸企业’这个牛鼻子”。

清理僵尸企业成效显著。全国处置的煤炭行业“僵尸企业”涉及产能1.15亿吨⁴，钢铁行业“僵尸企业”基本出清。

对于“反内卷”而言，打通市场出清机制的堵点，关键是规范政府行为。部分新兴产业，由于存在违规补贴，使得企业能够以低于成本的价格销售产品，亏损企业依靠地方政府补贴实现持续经营。因此规范政府行为主要体现在两个方面，一是规范招商引资、

² https://www.gov.cn/guowuyuan/2015-12/09/content_5021935.htm

³ https://www.gov.cn/guowuyuan/2016-03/17/content_5054901.htm

⁴ https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/jianyitianfuwen/qgrddbjiyfwgk/202112/t20211214_1307762_ext.html

禁止违规补贴，如去年发布的《公平竞争审查条例》⁵第十条明确提出，没有法律、行政法规依据或者未经国务院批准，不得给予税收优惠和补贴。二是因地制宜发展新质生产力，今年7月习近平总书记在中央城市工作会议上指出“上项目，一说就是几样：人工智能、算力、新能源汽车，是不是全国各省份都要往这些方向去发展产业？”⁶

表4：7月以来“反内卷”政策的演进

时间	政策	内容	行业
7月1日	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	无
7月3日	工信部第十五次制造业企业座谈会（14家光伏行业企业及光伏行业协会负责人参会）	坚决落实中央财经委员会第六次会议关于纵深推进全国统一大市场建设的决策部署，聚焦重点难点， 依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争 ，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，实现健康、可持续发展	光伏
7月8日	33家建筑类企业联合发出建筑行业“反内卷”倡议书	共同推动行业转型，摒弃“内卷式”竞争	建筑
7月8日	国家邮政局党组召开会议	进一步加强行业监管，完善邮政快递领域市场制度规则，旗帜鲜明反对“内卷式”竞争，依法依规整治末端服务质量问题	快递
7月8日-11日	深入贯彻中央八项规定精神学习教育中央第四指导组与工业和信息化部组建联合调研组赴地方调研	召开重点企业座谈会，深入了解工业和信息化部门提升依法行政能力、 治理汽车行业“内卷” 和整治利用虚拟号码诈骗扰民问题等专项工作情况	无
7月14日	中国煤炭运销协会近日在内蒙古鄂尔多斯组织召开五届理事会第二次（扩大）会议暨上半年煤炭经济运行分析座谈会	煤炭企业要充分认识煤炭供需形势错位失衡的严峻性和复杂性，严格落实电煤中长期合同制度，强化用户分级分类评估管理，完善合同失信约束性举措，推动合同履约兑现，维护电煤中长期合同制度严肃性。要守牢安全稳定底线，科学把握生产节奏，提升煤炭供给质量，加强行业自律，整治内卷式竞争，促进煤炭市场供需平衡。	煤炭
7月15日	国家医保局关于第十一批集采的表态	采购规则总体将坚持“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则。始终坚持把“质优”摆在“价宜”前面。对低价中选、委托生产药品等开展针对性检查	医药
7月15日	中钢协-钢铁工业规划部长会	坚持严控增量与畅通退出，按照“严控增量、优化存量、兼并重组、畅通退出”工作方针，研究建立产能治理新机制，防范钢铁行业产能过剩风险持续加剧，着力破除“内卷式”竞争，维护钢铁行业健康有序的生存和发展环境等。	钢铁
7月16日	国务院常务会议	着眼于推动新能源汽车产业高质量发展，针对该产业领域出现的各种非理性竞争现象，坚持 远近结合、综合施策 ，切实规范新能源汽车产业竞争秩序。要 加强成本调查和价格监测，强化产品生产一致性监督检查 ，督促重点车企落实好支付账期承诺。要着力健全规范竞争的长效机制， 加强行业自律，更好发挥标准引领产业升级作用 ，引导企业通过科技创新、提升质量等增强竞争力。	新能源汽车
7月18日	工信部发布会	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。	十大行业
7月18日	工业和信息化部、国家发展改革委、市场监管总局联合召开新能源汽车行业座谈会	加强监督检查；健全长效机制；强化标准引领；加强行业自律。	新能源汽车
7月18日	市场监管总局约谈饿了么、美团、京东三家平台企业	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	外卖平台
7月23日	国家能源局	为规范煤矿企业生产行为，促进煤炭供应平稳有序，国家能源局拟于近期在重点产煤省（区）组织开展煤矿生产情况检查工作	煤炭
7月24日	《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》公开征求意见	明确不正当价格行为认定标准，如低价倾销、价格串通等。	无

数据来源：财联社，中国政府网，东吴证券研究所

⁵ [公平竞争审查条例 国务院文件 中国政府网 \(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)

⁶ [习言道 | 拍胸脯、拍脑瓜、拍屁股，习近平点名“三拍”干部！](#)

3. 反内卷政策如何影响物价？

“反内卷”的价格治理，可能有两个目标，一是短期治理“价格战”，如对汽车、外卖等行业低价无序竞争的治理；二是去产能，即推动落后产能退出、促进供需平衡，包括关停限产式去产能和引导式去产能两种；三是**推动价格特别是 PPI 持续回升**。对价格回升的诉求有多大，将决定去产能的方式和内容。

3.1. 反内卷下的 PPI 回升路径

上轮去产能启动后（2015.11），PPI 环比增速经过了三个月的负增长后，从 2016.3 开始转正，同比增速经过 10 个月的负增长后从 2016.9 开始转正，同比最高于达到 2017.2 达到 7.8% 的高点。

如果复制 2015 年路径：对齐 2015 和 2025 年两次重要的中央财经会议，假设今年 7 月后，PPI 环比增速与 2015 年 11 月后保持一致，那么四季度开始，PPI 同比将大幅回升，2025 年下半年平均为 -2.9%，于 2026 年 4 月转正，在 2026 年 9 月达到 7.9% 的高点。

但考虑到 2016 年 PPI 的回升除了去产能的影响外，还有棚改货币化的拉动，因此本轮反内卷可能难以达到 2016 年的效果。我们按照 PPI 回升的幅度，给出三种假设：

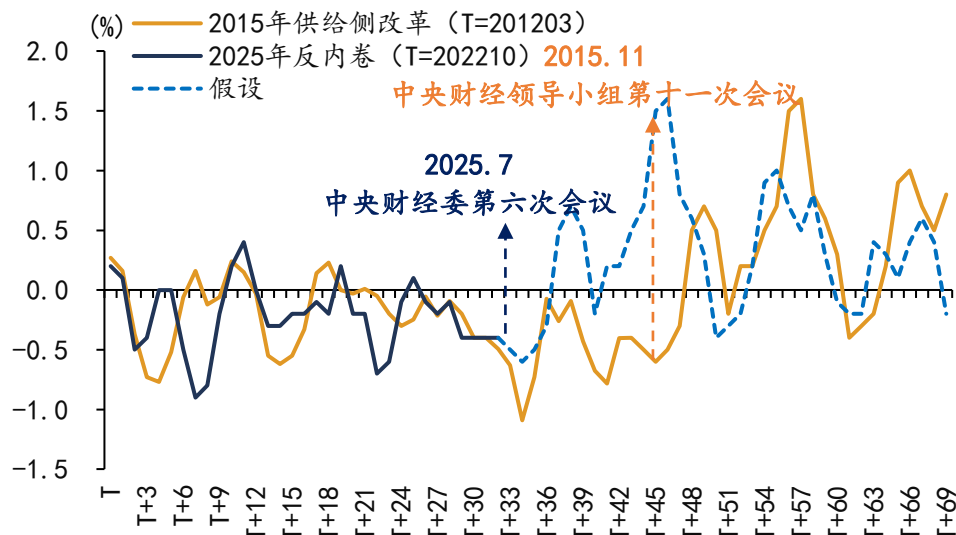
乐观假设：假设供给端去产能力度与 2015-16 年持平，但需求端缺少类似的强刺激，对应 PPI 环比增速为 2015 年 11 月后的一半。这种情况下，PPI 同比在 2025 年下半年为 -3.0%，2026 年 6 月转正，9 月达到最高点 3.86%。

中性假设：假设没有类似需求强刺激的情况下，供给端去产能力度弱于 2015-2016 年，对应 PPI 环比增速为 2015 年 11 月后的 25%。这种情况下，PPI 同比在 2025 年下半年为 -3.1%，2026 年 7 月转正，9 月达到最高点 1.92%。

悲观假设：假设没有类似需求强刺激的情况下，供给端去产能力度弱于假设二，使得 PPI 无法按照 2015-16 年节奏快速回升，而是缓慢回升。这种情况下，PPI 同比在 2025 年下半年为 -3.3%，2026 年 9 月转正，12 月达到高点 0.9%。

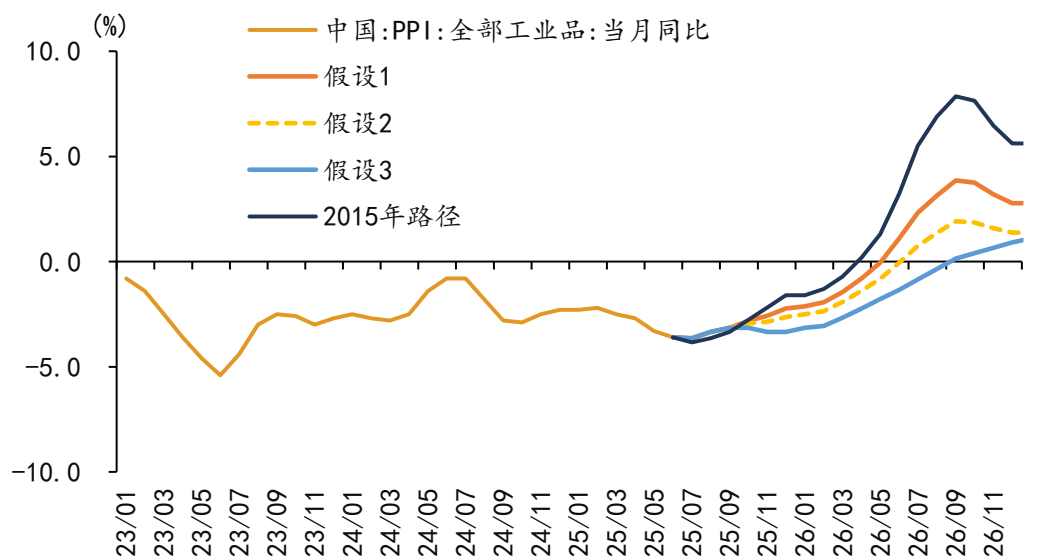
实际落地情况更靠近哪种假设，取决于“去产能”的力度和决心。

图4: PPI 环比增速的变动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 三种假设下 PPI 同比增速的变动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 假设 1-3 分别对应乐观、中性、悲观假设

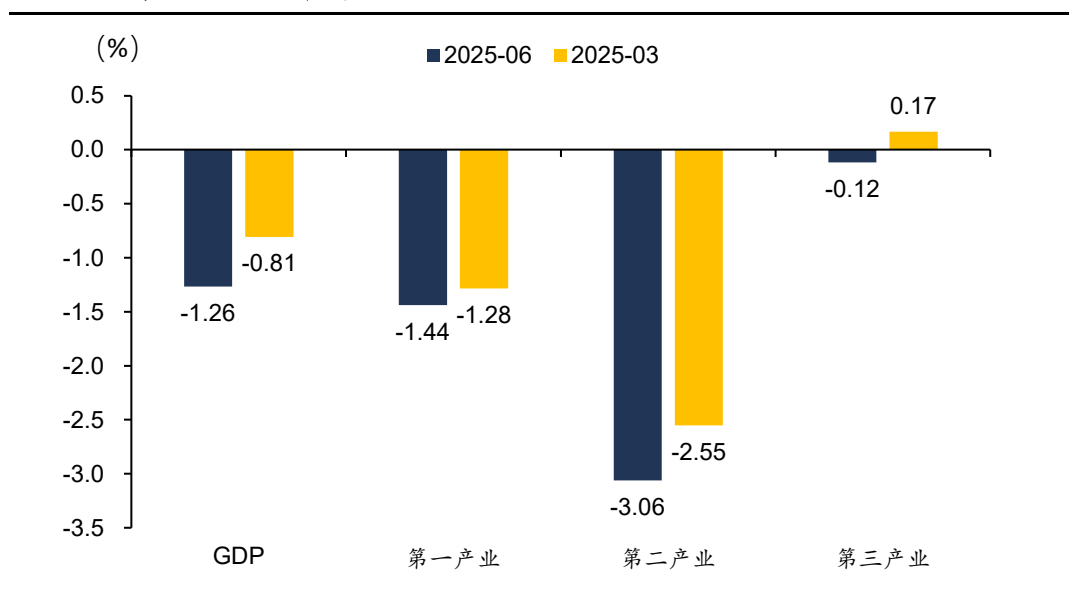
3.2. 如何影响 GDP 平减指数?

对于 GDP 平减指数而言, 要靠“去产能”推动价格回升, 比 PPI 的难度更大, 这是因为 GDP 平减指数的构成里, 服务业要重于工业, “去产能”只能推动工业价格回升, 对服务业价格作用有限。今年二季度 GDP 平减指数约为-1.3%, 第二产业为-3.06%, 第

三产业为-0.12%，2024 年以来的 6 个季度里，有 4 个季度第三产业 GDP 平减指数负增长，这也是有数据以来第一次。

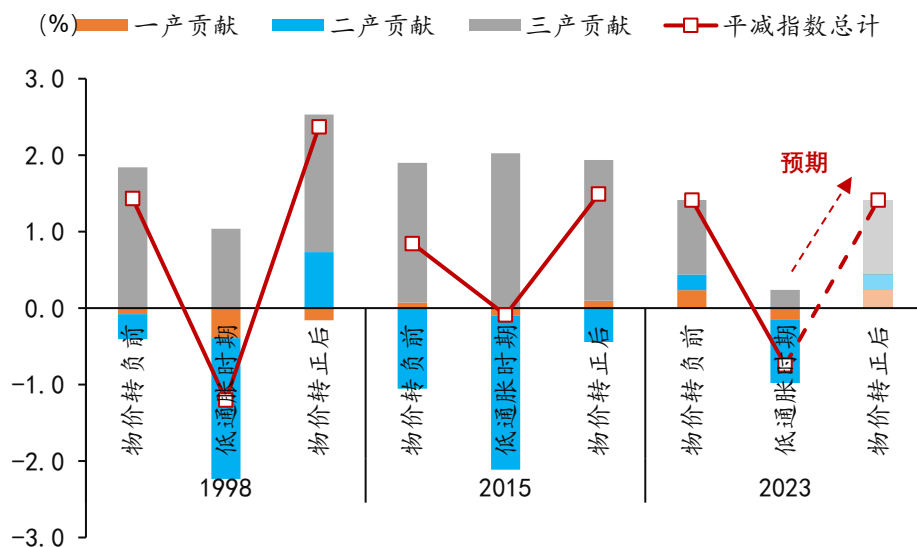
我们在此前报告中指出，如果要促进 GDP 平减指数回升，促消费比去产能更重要。假设采取去产能政策，使得短期工业价格在 2024 年的基础上回升 2 个点，GDP 平减指数将从 2024 年的-0.7%回升到-0.02%，仍不足以走出低通胀；但如果促消费政策力度更大，使得服务价格回升 2 个点，GDP 平减指数将从-0.7%回升到+0.39%，加上消费回暖带动的商品价格回升，最终 GDP 平减指数还会更高。从实践来看，需要“去产能”和“促消费”双管齐下，后者更重要。（详见《走出低通胀：“去产能”和“促消费”谁更有效？》）

图6：三大产业的 GDP 平减指数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 物价回升的预期路径



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: (1) 横轴时间表示物价转负的起点年份, 低通胀时期为 98Q2-99Q4, 15Q3-Q4, 23Q2-24Q4; (2) 物价转负前和转正后均为前后 4 个季度平均

4. 风险提示

(1) “反内卷”政策正处在逐步落地过程中, 许多政策细节还有待进一步明确。(2) 影响价格的因素很多, 除了政策发力之外, 还有很多因素是无法把控的, 如国际油价的变动, 还有供给端猪周期的变动、气候因素的影响等等。(3) 如果经济其他方面发生较大变化, “反内卷”政策可能也会有变, 如房地产、出口、消费等需求端变化。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>