



沿着阻力最小的方向？

宏观经济报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：赵宏鹤（执业 S1130524120007）

songxuetao@gjzq.com.cn

zhaohonghe@gjzq.com.cn

沿着阻力最小的方向？

基本内容

沿着阻力最小的方向，既符合物理规律，也符合人性，但阻力最小的方向不一定通往最优的结果。要实现最优结果，就要突破很多阻力，这是改革的应有之义。以改革的方式综合整治内卷，需要标本兼治，这个过程涉及中央部委、地方政府和司法体系的协同配合，针对的是出现了无序价格战和不正当竞争，威胁到行业高质量发展，且与地方政府行为密切相关的行业，简单说，就是“新三样”和电商平台。“反内卷”并不简单等同于“涨价去产能”，明确改革起步的重点方向后，就是要高度重视改革的潜在效果。第一，反内卷改革将成为相关行业提升产品质量、优秀企业提升利润率和投资回报的重要催化剂。第二，反内卷改革不会是“一阵风”，而是有望写入即将出炉的“十五五”规划，这也意味着后续大概率还会有更多政策落地。第三，如果到明后年，国内需求侧如房地产业进入新的长期稳态，改革对相关行业和宏观经济会起到更明显的效果。

风险提示

1) 对政策精神的学习和贯彻落实不到位，导致出现运动式去产能；2) 外部风险可能有所波动，影响国内政策重心



一、阻力最小的方向

物理学里有一个“最小阻力定律”，指材料在塑性形变的过程中，物质微粒会选择阻力最小的方向流动。Robert Fritz 在《最小阻力之路》一书中从心理学的角度阐述了最小阻力原则，指大众会无意识地遵循择易避难的偏好。资本市场也存在最小阻力原则，利弗莫尔的“最小阻力线”理论认为价格会沿着市场阻力最小的方向运行。

沿着阻力最小的方向，既符合物理规律，也符合人性。去年底中央经济工作会议提出“综合整治内卷式竞争”，财经委第六次会议部署“纵深推进全国统一大市场建设”，实际上是对应三中全会提出的重点改革任务。但改革是一项系统性工作，需要多方参与、多向用力，也需要时间和契机。

因此，当有关方面的优先事项是要尽快对会议精神有所响应，就会倾向于寻找阻力最小的上游传统行业：国央企比重高、行业集中度高且普遍亏损，有利于政策的宣贯。相比之下，新兴产业的行业集中度低、异质性强、民企比重高，又涉及到地方政府和稳就业，显然不是阻力最小的方向。

对市场来说，要在短时间内参与“反内卷”主题，上游行业同样是阻力最小的方向：2016 年供改记忆犹新——逻辑直观容易理解，市场流动性宽松——情绪容易催化，商品价格和行业估值处于历史低位——筹码结构容易拉升。

但阻力最小的方向不一定通往最优的结果。一个简单的例子是，当前形势下，如果反内卷仅限于上游涨价去产能，那么真正深陷于内卷的中下游行业特别是新兴行业，将会面临更大的竞争压力，甚至加剧内卷。回顾过往，21 年的“双碳”一度出现合成谬误，好在数月之后得到纠偏。

对市场来说，流动性、情绪、涨价预期和筹码结构的铺垫固然可以降低阻力，但拉长时间仍需经历现实的检验，这需要切实的供给收缩和需求回暖，本质上是要对齐高层改革的意图，否则将会面临证伪的风险。

二、改革之路

要实现最优结果，就要突破很多阻力，这也是改革的应有之义。

为什么要通过改革的方式综合整治内卷？对于一部分行业来说，内卷式竞争的成因复杂，低价只是结果，供需失衡也只是表象，背后涉及到一系列体制机制因素。例如，今年上半年，我国新能源汽车销量同比增长 40.3%，出口量同比增长 75.2%，太阳能发电量同比增长 40.4%，这样的增速不可谓需求不足。而行业利润率却连续下滑，更多是供给过剩、低效内卷的结果，背后又涉及地方的产业规划、招商引资、政府补贴等行为。

以改革的方式综合整治内卷，需要标本兼治，这个过程涉及中央部委、地方政府和司法体系的协同配合。

回看中央财经委第六次会议的通稿，有三句话描出了改革的轮廓，也对应这三类主体：

1) 依法依规治理企业低价无序竞争。这是治标，重点是引入司法体系，依法依规叫停无序价格战、打击不正当竞争现象。6 月 27 日全国人大常委会第十六次会议修订了《反不正当竞争法》，补充完善了对不正当竞争行为的界定、对涉嫌不正当竞争的调查以及法律责任；7 月 24 日两部对《价格法》修订公开征求意见，完善政府定价相关内容、明确不正当价格行为认定标准和法律责任。7 月 10 日金观平文章《让市场回归公平竞争的本源》指出：“入法入规只是制度性治理的开始，完善法律法规之后就是强化执法”。

2) 引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。这是治本之一，通过建设高标准市场体系，有序淘汰落后产能，这个过程需要市场监督管理总局、发改委、工信部等中央部委的协同。高标准市场体系，是对产品质量、技术标准、消费者权益保护等方面提出更高要求；落后产能，并不在于是传统产业还是新兴产业，而是那些不适应高标准市场体系的经营主体：无法满足技术标准、难以保障产品和服务质量，过度依靠政府补贴、挤压上下游利润、甚至偷工减料来维系价格战。

3) 引导干部树立和践行正确政绩观，完善高质量发展考核体系和干部政绩考核评价体系。这是治本之二，通过完善政绩考评体系，引导地方政府行为，进一步规范地方政府的采购和招投标、招商引资和补贴，既防范落后产能卷土重来，更避免在未来发展新兴产业的过程中“一拥而上、一哄而散”。

不妨把中央财经委会议跟随后召开的中央城市工作会议联系起来，前者主要是中央部委参会，后者则有大量省市级地方负责人参会。城市工作会议的讲话内容，不仅有对城市工作的部署，更有对地方政绩观的指导，比如“平常的考核不能光盯着 GDP 增长了多少、建了几个大项目，还要看欠了多少债”；“过去搞 GDP 论英雄，别的都忽略不计，一俊遮百丑。现在很多事一丑掩百俊，一件事搞坏了，信誉、形象、声誉马上就下去”；“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？”

三、哪些行业是改革重点？

既然选择了改革，就是选择不走阻力最小之路。这意味着上游传统产业虽然可以有反内卷动作，却未必是高层改革的初心。以改革的方式综合整治内卷，针对的是出现了无序价格战和不正当竞争，威胁到行业高质量发展，且与地方政府行为密切相关的行业。

可能涉及的具体行业，7 月 10 日《求是》评论员文章《“内卷式”竞争是怎么形成的？》已经给出了提示：“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”，简单说，就是“新三样”和电商平台。

由此我们可以回到一个最基本的问题：为什么“新三样”和电商平台尤其需要反内卷？

于内而言，内卷式竞争导致价格下跌、企业亏损，国内大循环陷入“商品价格下跌-企业利润减少-居民收入减少-消费需求下降-供需失衡加剧-价格继续下跌”的下沉螺旋，这对所有行业是普适的。新兴产业内卷的另一个问题，是企业沦陷于价格战，导致研发投入减少、产品质量下降，与新兴产业本应有的生命周期和高质量发展初心背道而驰。

于外而言，关税之下，越是逆全球化思潮抬头，越要团结各国、加强经贸合作，而新兴产业和电商平台的内卷外化导致商品廉价出口，让本应成为“外交名片”的好东西卖成“白菜价”，让辛苦经营起来的“中国制造”优质形象有沦为劣质低价代名词的风险，不仅不赚钱，甚至引起别国戒备、招致反倾销调查，给国家经贸谈判造成不利影响。

实际上，早在 2024 年两会，习近平总书记参加江苏代表团讨论时就曾强调：“因地制宜发展新质生产力”、“要防止一哄而上、泡沫化，也不要搞一种模式”。一年多过去，新兴产业的内卷式竞争愈演愈烈，由此引发中央层面自上而下的改革，也就顺理成章了。

因此，“反内卷”并不简单等同于“涨价去产能”，明确改革起步的重点方向后，就是要高度重视改革的潜在效果。第一，反内卷改革将成为相关行业提升产品质量、优秀企业提升利润率和投资回报的重要催化剂。第二，反内卷改革不会是“一阵风”，而是有望写入即将出炉的“十五五”规划，这也意味着后续大概率还会有更多政策落地。第三，如果到明后年，国内需求侧如房地产业进入新的长期稳态，改革对相关行业和宏观经济会起到更明显的效果。

风险提示

- 1) 部分地方、行业对政策精神的学习和贯彻落实不到位，导致出现运动式去产能，衍生出其他问题；
- 2) 中美即将在瑞典举行新一轮经贸会谈，关注会谈结果，可能对短期的政策重心和落实力度产生影响。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究