

2025 年 07 月 24 日

“反内卷”的行情阶段，及后续展望

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

简宇涵（分析师）

jianyuhuan@kysec.cn

证书编号：S0790525050005

● 深度解析“反内卷”行情的持续性

反内卷行情持续发酵存在三大原因：①反内卷政策层级高、频次高，深受市场关注；背后反映的是高层定调，随后经历了三轮的演变及层层加码。②反内卷行业筹码干净，存在较强回补动力；从基金二季报角度来看，典型的反内卷行业，基金配置比例仍然低于自由流通市值比例，筹码出清干净。③当前市场风险偏好高位，对利好敏感；当前，政策稳定预期、市场资金承载力增强、投资者活跃度提升，以及主题主线的持续明确，正逐步成为驱动 A 股走强的核心动因。以上三点也构成了反内卷的三大优势，也解释了近期反内卷行情能持续发酵的原因。

然而，市场对反内卷仍然存疑：是否存在强有力的财政支持？狭义的“反内卷”行情更多可以理解作为一种收缩型政策，无论对总量还是结构，带来的效果更容易是“触底”，而非“反转”。在高质量发展的时代背景下，较难出现一次性的花大价钱办大事，反内卷更倾向于缓慢、稳健的改变过程。

但是当前反内卷政策发生了一点变化：反内卷的内涵出现了进一步延展。主要体现在两点：①7 月 18 日国新办发布会上，国家发改委提出“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。②雅江水电开发工程的同步出现，让投资者意识到，在反内卷整个政策系统当中，可能会有一些需求性的配套政策。

● “反内卷”行情后续展望

雅江水电工程的出现，能否让“反内卷”行情成为可比“实体供给侧改革+棚改货币化”下的 2016-2017 年“盈利牵牛”的供给侧改革行情呢？我们认为从现有的信息来分析，尚不足以支撑持续强势的行情。

展望反内卷后续行情：①如果后续需求侧政策缺乏持续性及力度，本轮反内卷行情或更多被定义为一轮反弹行情。②如果后续需求侧政策持续发力，形成了可持续、有力度的需求传导至经济，有效对冲收缩性政策，则市场可类比 2016-17 年，资源品叠加部分内卷严重的科技行业，有望迎来一轮反转行情。

● 各行业“反内卷”行动全景

（1）光伏：目前光伏行业中反内卷行动集中在硅料，主要手段或以限制价格和收储为主。

（2）钢铁的反内卷行动主要以限制产能为主手段。

（3）建筑材料的反内卷行动以行业自律为主，行业内企业较为团结。

（4）汽车行业的反内卷行动以规范经营为主，例如统一账期等。

（5）煤炭行业或通过行政干预、严格规范产能防止恶性竞争。

（6）生猪养殖以行政控产及出栏体重管理推进反内卷行动。

● 风险提示：反内卷政策不及预期；后续财政刺激力度不足的风险、行业政策变化风险。

相关研究报告

《汇金-市场的底气——投资策略专题》

-2025.7.22

《机构调研降温，但计算机、传媒、煤炭关注度提升——机构调研周跟踪》

-2025.7.21

《中报业绩预告的行业和个股线索——

投资策略周报》-2025.7.19

目 录

1、深度解析“反内卷”行情的持续性及后续展望.....	3
1.1、“反内卷”行情持续走强的三大原因——政策、筹码、风偏.....	3
1.2、市场对“反内卷”存在的疑惑.....	5
1.3、但“反内卷”出现了新变化：内涵正不断延展.....	5
1.4、“反内卷”行情展望.....	6
2、各行业“反内卷”行动全景.....	7
3、风险提示.....	8

图表目录

图 1：2024 年 7 月至今，反内卷政策经历了 3 轮演变及层层加码.....	3
图 2：2025Q2，多数反内卷行业的基金超配比例较低.....	4
图 3：2015-18 年，中国 PSL 期末余额大幅提升.....	5
图 4：近期，国内部分行业进行了反内卷专项行动.....	8

1、深度解析“反内卷”行情的持续性及后续展望

反内卷行情持续发酵存在三大原因：①反内卷政策层级高、频次高，深受市场关注；②反内卷行业筹码干净，存在较强回补动力；③当前市场风险偏好高位，对利好敏感；以上三点也构成了反内卷的三大优势。然而，市场对反内卷仍然存疑，是否存在强有力的财政支持，狭义的“反内卷”行情更多可以理解作为一种收缩型政策，无论对总量还是结构，带来的效果更容易是“触底”，而非“反转”。

当前反内卷政策发生了一点变化，反内卷的内涵出现了进一步延展。国家发改委后续将围绕反内卷行业出台一系列工作方案，雅江水电工程的出现让市场对反内卷的需求侧配套政策有了期待。

展望反内卷后续行情：①如果需求侧政策缺乏持续性及力度，反内卷行情或更多被定义成一轮反弹行情。②如果需求侧政策持续给力，类比 2016-17 年，资源品叠加部分内卷严重的科技行业，有望迎来一轮反转行情。

1.1、“反内卷”行情持续走强的三大原因——政策、筹码、风偏

（1）反内卷政策层级高、频次高，深受市场投资者关注。

“反内卷”首次出现于 2024 年 7 月的中央政治局会议，背后反映的是高层定调。随后经历了三轮的演变及层层加码，从最初的高层提出（“防止内卷式恶性竞争”），到高层态度清晰（“综合整治内卷式竞争”、“规范地方政府行为”），再到运用立法手段（《反不正当竞争法》修订）和推出行业专项治理（钢铁、光伏等政策引导），政策频发彰显其重要性及影响力。目前已形成“中央定调—部委落实—地方转型—行业响应”的全链条治理体系。

图1：2024 年 7 月至今，反内卷政策经历了 3 轮演变及层层加码

时间	阶段	政策提法及事件	解读
2024年7月	高层提出	中央政治局会议：“防止内卷式恶性竞争”	预警为主，强调自律
2024年12月	高层定调	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”	态度清晰，从防止到整治，政策对象扩大至地方政府
2025年6月	立法手段	《反不正当竞争法》修订	政策工具从引导转向法治化治理
2025年7月	行业专项治理	政策引导下，钢铁、光伏等行业开展反内卷行动	政策引导下，行业响应并落实

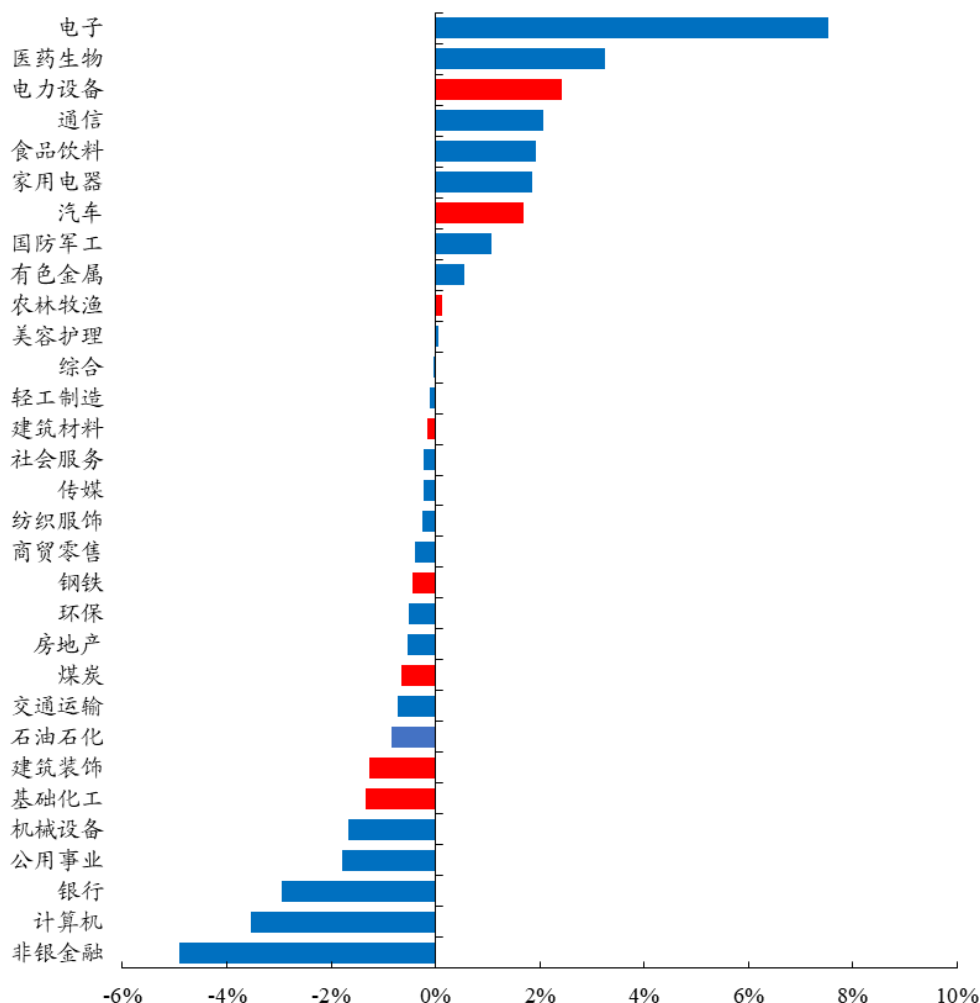
资料来源：新华社、中国政府网、腾讯新闻、开源证券研究所

（2）反内卷行业筹码干净，存在较强的回补动力。

从基金二季报角度来看，典型的反内卷行业，包括煤炭、石油石化、基础化工、钢铁、建材、建筑等，仍然是相对低配，基金配置比例仍然低于自由流通市值比例，而电力设备虽然超配，但实际上超配比例在过去多个季度均明显下行，公募基金实际上在减持电力设备。综合看，经过下跌趋势后，反内卷行业筹码出清干净，未来

存在较强的回补动力。

图2：2025Q2，多数反内卷行业的基金超配比例较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 市场风险偏好处于高位，对利好敏感。

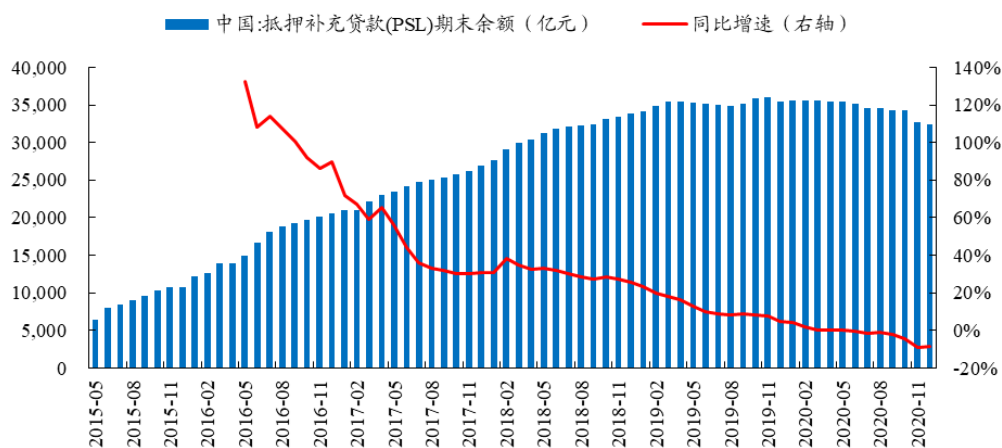
A 股市场在宏观预期未显著变化的背景下仍实现向上突破，体现出较强的市场韧性和风险偏好修复迹象。我们在 7 月 12 日发布的报告《剖析市场突破的核心动力》中提出，从交易行为、资金流向到制度支持，多重信号共同构筑了本轮市场上行的内在基础。当前，政策稳定预期、市场资金承载力增强、投资者活跃度提升，以及主题主线的持续明确，正逐步成为驱动 A 股走强的核心动因。

本轮“反内卷”行情当前能够取得较为明显的阶段性涨幅，核心因素正是来自于以上提到的 3 大优势：政策层级高且出台频繁、筹码干净且有回补空间、市场风险偏好高对利好敏感。但我们发现，市场对“反内卷”行情依然有较大的疑虑，有许多投资者质疑“反内卷”行情的持续性，而这背后最大的原因来自于——“需求端是否能够给钱？”

1.2、市场对“反内卷”存在的疑惑

市场的疑惑——反内卷政策是否存在强有力的财政支持。狭义的“反内卷”行情更多可以理解为一种收缩型政策，无论对总量还是结构，带来的效果更容易是“触底”，而非“反转”。上一轮“反内卷”带来的强势行情，还要追溯到 2016-17 年的“棚改货币化+实体供给侧改革”。而 2016-17 年行情背后的核心原因，除了供给端的收缩之外，还配合了非常强劲的资金支持，尤其是以 PSL 为支撑的棚改货币化的支撑。它带来的资源品不仅仅是反弹，更是反转。

图3：2015-18 年，中国 PSL 期末余额大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

本轮反内卷所处的时代背景不同，更加剧了市场的担忧。高质量发展要求下，我们的主要任务，不是一次性的花大价钱办大事，而是进行根本性的改变，讲究可持续的发展，要彻底改变内卷的实质。相较 2016-17 年，本轮反内卷的转变，更像是一个稳健、缓慢的过程。因此，这也带来了市场最大的疑问，本轮反内卷政策是否有足够的财政刺激对需求端进行提振。

1.3、但“反内卷”出现了新变化：内涵正不断延展

然而，当前政策发生了一点变化：反内卷的内涵出现了延展。在经历近期国新办发布会和雅江水电开发工程，反内卷政策框架扩容，显然已形成了“中央定调—部委落实—地方转型—行业响应”的全链条治理体系。

从政策维度看，反内卷已从最初的限产控量、行业自律等单一手段，逐步拓展至需求侧管理、技术创新引导、全国统一市场建设等系统性工程。2025 年 7 月 18 日国新办发布会上，国家发改委提出“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，对反内卷政策的内涵进一步的扩宽延展。

雅江水电开发工程的出现，进一步拔高了市场对反内卷政策的想象空间。从市

场走势上看，雅江水电开发工程把反内卷行情推向了高处，1.2 万亿的国家级大项目，让市场对反内卷政策的需求侧配套政策有了较强期待，反内卷政策的框架和内涵出现了深刻变化。但是，从雅江水电站的工程量角度，其对总量上需求的推动或不够的，无法类似 2016-17 年形成持续、强势的资源品反转行情。

1.4、“反内卷”行情展望

雅江水电站的出现，能否让“反内卷”行情成为可比“实体供给侧改革+棚改货币化”下的 2016-2017 年“盈利牵牛”的供给侧改革行情呢？我们认为从现有的信息来分析，尚不足以支撑持续强势的行情。

对于后续反内卷行情的整体展望，我们认为：

(1) 如果需求侧政策力度不足，也就是除雅江水电工程外，并无形成持续、有力的需求侧刺激政策，反内卷或将是一个短暂的主题性行情，即本轮反内卷行业，尤其是周期品的快速上涨，可以更多定义为一轮反弹行情。

(2) 如果后续需求侧刺激政策足够强，能够形成可持续、强有力的需求传导至经济，类比 2016-17 年供给侧改革行情，对于相关的周期品，甚至包括内卷比较严重的科技品种，或将形成一轮持续性强的反转行情。

2、各行业“反内卷”行动全景

针对各行业“反内卷”的行动全景，梳理其细分领域的反内卷政策演进、行业实践与边际变化。

（1）光伏

目前光伏行业中反内卷行动集中在硅料，主要手段或以限制价格和收储为主。光伏行业是国内民企反内卷的代表行业，其上游硅料和中游组件等均存在产能过剩的问题。①目前光伏反内卷行动以上游硅料为主，存在价格监督、处罚违规行为等行动，后续反内卷行动存在规范多晶硅价格、淘汰落后产能的可能及预期。②对于中游组件的内卷问题，或更多需要企业在技术研发上进行比拼，例如竞争电池转换效率、产品质量等。

（2）钢铁

钢铁的反内卷行动主要以限制产能为主手段。钢铁是反内卷里的优秀代表，其反内卷成效在众多周期品内靠前。钢铁行业以国企为主，在上一轮供给侧改革中表现优异。近几年，地产基建需求下滑，叠加原材料煤炭及铁矿石价格高企，钢企盈利能力持续下滑，导致落后产能进一步出清。然而，钢铁行业的改革并未停歇，需求从地产用钢逐渐过度到制造业用钢（汽车用钢、轮船用钢等），业务毛利率存在回升的可能，在国家政策引导下，完成了超低排放改造等一系列产能升级调整。后续钢铁的反内卷行动或以限制产能为主。

（3）建筑材料

建筑材料的反内卷行动以行业自律为主，行业内企业较为团结。建筑材料包括水泥和玻璃两大类，二者在反内卷上表现出共性——以行业自律行为为主。①水泥熟料领域，通过错峰生产等避免恶性竞争；②光伏玻璃领域，龙头企业计划集体减产 30%，彰显了行业的团结及自律。

（4）汽车

汽车行业的反内卷行动以规范经营为主，例如统一账期等。新能源汽车企业一直以来通过“价格战”不断争夺市场，价格战的理念持续影响着企业的经营，出现了账期延长等问题；在反内卷行动下，行业内部分公司统一账期，规范企业自身经营行为，逐步引导企业转向技术竞争等。

（5）煤炭

煤炭行业或通过行政干预、严格规范产能防止恶性竞争。今年以来，煤炭价格大幅下跌，部分企业出现了以量换价等行为，导致煤炭价格进一步触底。在近期反内卷行动下，煤炭行业出了较大变化，阻断恶性竞争的势头。

（6）生猪养殖

生猪养殖以行政控产及出栏体重管理推进反内卷行动。生猪行业的反内卷行动较早，2024 年 3 月，农业农村部印发了《生猪产能调控实施方案（2024 年修订）》，将全国能繁母猪的保有量从 4100 万头降至 3900 万头；近期，通过限制二次育肥，管理出栏体重。

图4：近期，国内部分行业进行了反内卷专项行动

一级行业	二级行业	细分领域	部分反内卷行动及建议
电力设备	光伏设备	硅料硅片	价格监督、违规行为处罚
		光伏电池组件	限制价格；控制产能；提升产品品质
钢铁	普钢		限产（唐山市12家钢铁企业接到通知，烧结机限产30%）
建筑材料	水泥	熟料	错峰生产；产能限制（按备案产能生产）
	玻璃玻纤	光伏玻璃	行业自律减产（国内十大光伏玻璃厂商计划集体减产30%）
汽车	乘用车	新能源汽车	统一账期（60天内支付供应商）；转向技术竞争
煤炭	煤炭开采		产能限制
农林牧渔	养殖业	生猪养殖	行政控产（暂停能繁母猪扩产）；出栏体重限制（120公斤）；猪肉收储

资料来源：中国政府网、中国能源网、国家能源局、猪易网、数字水泥网、新浪网、腾讯新闻、华尔街见闻等、开源证券研究所

3、风险提示

反内卷政策不及预期

后续财政刺激力度不足的风险

行业政策变化风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn