

“反内卷”行情能否成为新主线？

报告日期：2025-07-06

主要观点

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

分析师：陈博

执业证书号：S0010525070002

电话：18811134382

邮箱：chenbo@hazq.com

相关报告

1. 策略月报《扰动在前，提升在后 —— 2025 年 7 月 A 股市场研判及配置机会》2025-06-29
2. 中期策略《积聚向上突破的力量 —— 2025 年 A 股中期投资策略》2025-06-22
3. 策略周报《创新药和新消费交易拥挤度如何？——第 24 周》2025-06-15

● 短期存在外部风险扰动，一是 7 月 9 日对等关税谈判美与其他经济体谈成概率较小，二是美国就业数据强劲继续支持美联储暂停降息，市场预计延续震荡。配置上，“反内卷”行情受基本面制约，时间和空间均有限。继续看好银行保险趋势性行情，同时关注景气支撑（稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品）和地产估值修复机会。

● 市场观点：外部风险扰动，市场延续震荡

市场热点 1：如何看待 7 月 9 日美与其他经济体“对等关税”谈判结果及市场影响？

特朗普此前曾明确表示不会延长谈判期，因而 7 月 9 日美国和其他经济体能否达成协议对市场将存在较大影响，对中国而言将影响 8 月中旬谈判结果的预期。美国与欧盟、日本在汽车出口上分歧较大，达成协议概率较小。美国和越南达成的框架性协议是明显利好美国的政策框架，难言推广到其他国家。因此，综合来看，7 月 9 日美国与其他经济体达成关税协议的概率偏低，可能对全球出口以及资本市场形成一定扰动。

市场热点 2：如何看待 6 月美国非农数据及对后续降息路径的影响？

6 月非农数据好于预期，失业率不升反降，美联储暂停降息获得更多支撑。考虑到关税冲突短期内难以缓解将加剧通胀压力，移民政策收紧下劳动力市场供应偏紧，7 月降息概率较低，维持全年在 9 月降息一次的判断。

● 行业配置：继续看好银行保险行情，同时关注景气支撑和地产机会

配置热点 1：如何看待“反内卷”行情的持续性？

本轮“反内卷”行情是在相关周期品板块前期滞涨背景下（其余方向均有轮动），同时恰逢中央财经委提及治理低价无序竞争催化下的主题行情。后续判断上，我们认为这是个短期的主题机会，空间和持续时间都将有限。本次“反内卷”不能简单等同于供给侧结构性改革，在政策背景、行业范围、政策目标、举措及时间持续性上均存在巨大差异。这决定了治理效果显现可能将是一个漫长而缓慢的过程，这对于这些需要景气度快速改善而提供行情实际支撑的相关板块而言，仅能体现出短期催化效果，但难有基本面支撑。

配置热点 2：银行保险能否还有持续性行情？

继续看好下半年银行保险高股息行情演绎的持续性。从分子端维持高分红从而延续高股息逻辑是银行行情演绎的根本支撑，这种根本支撑并未变，下半年仍然存在。一方面，从当前静态股息率 5.0% 来讲，支持性仍强，综合案例显示股息率 4.0% 左右可能是行情分界点。二方面，下半年银行业有望进行中报分红，2024 年银行业首次开始二次分红，一旦二次分红，以当前银行指数点位考虑，动态股息率将显著高于静态股息率，将进一步夯实高股息逻辑。三方面，从股息率相对无风险收益率来看，随着下半年美联储降息、国内降息跟随，银行高股息优势将更加明显。

● 风险提示

国内经济基本面变化超预期；宏观政策变化超预期；历史对比研究的局限性；美股出现持续下跌的风险等。

正文目录

1 市场观点：外部风险扰动，市场延续震荡	4
1.1 市场热点 1：如何看待 7 月 9 日美与其他经济体“对等关税”谈判结果及市场影响？	4
1.2 市场热点 2：如何看待 6 月美国非农数据及对后续降息路径的影响？	4
2 行业配置：继续看好银行保险行情，同时关注景气支撑和地产机会	5
2.1 配置热点 1：如何看待“反内卷”行情的持续性？	5
2.2 配置热点 2：银行保险能否还有持续性行情？	7
2.3 继续看好银行保险行情，同时关注景气支撑和地产机会	9
风险提示：	9

图表目录

图表 1 近一年来治理“内卷式”竞争表述在重要文件、场合中频繁出现	6
图表 2 截至 7 月 4 日，银行股息率排名行业第 3，但第 1 和第 2 已经不具备分子端演绎高股息行情的基础	8

1 市场观点：外部风险扰动，市场延续震荡

1.1 市场热点 1：如何看待 7 月 9 日美与其他经济体“对等关税”谈判结果及市场影响？

我们的观点：特朗普此前曾明确表示不会延长谈判期，因而 7 月 9 日美国和其他经济体能否达成协议对市场将存在较大影响，对中国而言将影响 8 月中旬谈判结果的预期。美国与欧盟、日本在汽车出口上分歧较大，达成协议概率较小。美国和越南达成的框架性协议是明显利好美国的政策框架，难言推广到其他国家。因此，综合来看，7 月 9 日美国与其他经济体达成关税协议的概率偏低，可能对全球出口以及资本市场形成一定扰动。

美国在 7 月 9 日与主要经济体达成关税协定的概率偏低，恐对市场形成扰动。特朗普在 7 月 9 日关税谈判期结束前明确表示不会延长谈判期，因而 7 月 9 日能否达成协议对市场影响仍较为关键。目前，相对较为明确的两个框架性协议对其他经济体而言不具备参考意义。其中，英美协议中规定英国汽车出口在一定规模之内可以享受偏低税率、但超过此规模则面临较高税率，对于汽车产业较为重视的欧盟、日本而言接受的难度较大，因此美国与欧盟、日本在汽车出口上分歧较大、达成协议的概率较小。美国和越南达成的框架性协议中，越南对美国实施零关税，而美国对越南实施直接出口 20%、转口贸易 40% 的高额关税，是明显利好美国的政策蓝本，其他国家（特别是对出口依赖度不高的国家）接受难度相对偏高。7 月 3 日印度表态可能对美国征收报复性关税。当地时间 7 月 4 日，美国总统特朗普表示，美国政府将从当天起开始致函贸易伙伴并在 7 月 9 日谈判期结束前全部送达，设定新的单边关税税率并大概率从 8 月 1 日开始生效，税率在 10% 到 70% 之间。因此，7 月 9 日美国与主要经济体达成关税协议的概率偏低，可能继续对全球出口以及资本市场形成冲击。

1.2 市场热点 2：如何看待 6 月美国非农数据及对后续降息路径的影响？

我们的观点：6 月非农数据好于预期，失业率不升反降，美联储暂停降息获得更多支撑。考虑到关税冲突短期内难以缓解将加剧通胀压力，移民政策收紧下劳动力市场供应偏紧，7 月降息概率较低，维持全年在 9 月降息一次的判断。

6月非农数据好于预期，美国经济维持韧性降低美联储降息必要性。6月美国非农就业数据好于预期超。一是美国新增非农就业为14.7万人，好于市场预期11万人。二是失业率超预期回落。6月美国失业率由5月的4.2%回落至4.1%，而市场预期为升至4.3%。三是5月与4月新增就业人数为上修，而此前通常为下修。此前在特朗普对美联储施压以及部分美联储官员鸽派发言的影响下，市场对美联储降息预期或偏乐观，但考虑到当前美国劳动力市场维持韧性，失业率仍在自然失业率(4.4%)下方，支撑美联储7月继续暂停降息。**中期来看，我们维持年内美联储降息1次的判断。**一方面，关税冲突短期内难以缓解加剧通胀压力(前文已述)。另一方面，特朗普上台后移民政策收紧下劳动力市场供应偏紧。考虑到美联储理论利率指引中，自然失业率是一个重要关口，在当前失业率不升反降的情况下，美联储有理由对降息维持谨慎。因而，我们认为7月降息概率较低，维持全年在9月降息一次的判断。

2 行业配置：继续看好银行保险行情，同时关注景气支撑和地产机会

2.1 配置热点1：如何看待“反内卷”行情的持续性？

我们的观点：本轮“反内卷”行情是在相关周期品板块前期滞涨背景下(其余方向均有轮动)，同时恰逢中央财经委提及治理低价无序竞争催化下的主题行情。后续判断上，我们认为这是个短期的主题机会，空间和持续时间都将有限。本次“反内卷”不能简单等同于供给侧结构性改革，在政策背景、行业范围、政策目标、举措及时间持续性上均存在巨大差异。这决定了治理效果显现可能将是一个漫长而缓慢的过程，这对于这些需要景气度快速改善而提供行情实际支撑的相关板块而言，仅能体现出短期催化效果，但难有基本面支撑。

近一年来“反内卷”被反复提及。2024年7月中共中央政治局会议首提“防内卷”，指出“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”，决策层对行业内卷式竞争开始逐步重视。随后2024年底中央经济工作会议、2025年初国常会、2025年政府工作报告等重要会议和文件中多次提及“内卷式”竞争，成为政策的顶层设计指导纲领，表现出对行业过度竞争的高度重视。2025年是“十四五”规划收官之年，同时也是谋划“十五五”规划之年，治理“内卷式”竞争可能成为“十五五”规划的重要主题。7月初中央财经委再提治理低价无序竞争，反内卷主题性行情快速升温。

图表 1 近一年来治理“内卷式”竞争表述在重要文件、场合中频繁出现

时间	会议&事件	有关“反内卷”的表述
2024.7	中央政治局会议	首提反内卷 ，在培育新兴产业和未来产业指导章节中，强调要“ 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	中央经济工作会议	再提反内卷，在重点任务二“科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系”中，指出要“ 综合整治‘内卷式’竞争，规范地方政府和企业行为。 ”
2025.2	国务院常务会	研究化解重点产业结构性矛盾政策措施，提出要从供需两侧发力，强化标准引领、 推进整合重组，推动落后低效产能退出。
2025.3	政府工作报告	在政府工作任务（四）“推动标志性改革举措加快落地，更好发挥经济体制改革牵引作用”的“纵深推进全国统一大市场建设”中，强调“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。 ”
2025.3	习近平总书记到贵州考察	总书记强调要 坚决破除地方保护、市场分割、“内卷式”竞争 ，为全社会创新创业营造稳定公平透明、可预期的环境。优化营商环境要一手抓改革，打通制约高质量发展的堵点卡点。
2025.7	中央财经委会议	强调“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 ”。

数据来源：华安证券研究所整理。

从近年来的限产、规范条件和自律措施等文件看，当前反内卷行业主要有：一是传统行业，分别有水泥、钢铁、铝、石油、化工、水泥、煤电；二是近年来发展较快的新兴行业，分别有光伏、锂电、新型储能、新能源车、电商平台等。从本周涨幅上看，涉及到反内卷的钢铁、建材、公用事业、电力设备、有色、化工、石油石化、汽车板块分别上涨 5.1%、4.0%、2.3%、2.0%、1.0%、0.8%、0.5%、0.1%，其中前期相对滞涨的钢铁、建材、电力设备等反内卷题材板块涨幅靠前。

整治“内卷式”竞争和供给侧结构性改革都是在供给结构性过剩背景下提出的，但二者存在较大差异。当前国内供给端仍呈现出较大的过剩压力，PPI 持续处于负增长区间，从今年 2 月份开始又出现一定边际下行压力，从持续时长看，从 2022 年 10 月至今，PPI 已连续处于负增长区间 32 个月，仅次于 2012 年 3 月至 2016 年 8 月的 54 个月，供给侧改革于 2015 年 11 月首次提出，“反内卷”则于 2024 年 7 月首提，反内卷和供给侧结构性改革二者出台背景都是应对供给侧结构性过剩。但我们在报告《“防内卷”与“供给侧”有何异同？》中同时也指出，综合整治“内卷式”竞争与供给侧结构性改革之间存在较多差异，不宜简单等同，其差异主要体现在五个方面：①一是宏观背景存在差异，整治“内卷式”竞争的宏观背景主要是国内经济下行、全球化竞争加剧。②二是涉及行业范围存在差异，整治“内卷式”竞争涉及行业范围远超供给侧结构性改革。③三是政策目标定位存在差异，整治“内卷式”竞

争的目标在于我国产业全球竞争力的全方位提升。④四是政策举措存在差异，整治“内卷式”竞争政策举措依托全国统一大市场建设，更加注重法制化、多样化。相比之下，供给侧结构性改革实施对象主要是上游行业的国有企业，在淘汰落后产能等产能调控中更多采用了行政命令手段。⑤五是政策持续时间可能存在差异，预计整治“内卷式”竞争的政策持续时间长于供给侧结构性改革。

反内卷治理效果难以快速显现，短期内催化作用大于基本面支撑作用，因此对于普遍需要景气度实际支撑的反内卷板块而言，我们认为当前仅是主题性行情，持续性可能偏短。2025年6月29日，《人民日报》刊发《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》，其中指出“政府部门多管齐下，有关各方协同推进”，意味着当前治理反内卷将以政府和市场协同推进，与供给侧改革由政府主导的情形有较大差异，近年来反内卷、限产等出台的措施和召开的会议来看，对于钢铁、煤炭、铝、煤电等国有企业集中度较高的行业而言，仍是以限产、化解存量产能等行政性限制为主要抓手，但是针对光伏、新能源车、储能、水泥等民营企业占比较高的行业而言，则是以行业协会自律等方式进行约束，“反内卷”相关治理措施推进速度可能慢于供给侧改革，因此可能短期内催化作用大于对基本面的实际支撑和改善。

2.2 配置热点 2：银行保险能否还有持续性行情？

我们的观点：继续看好下半年银行保险高股息行情演绎的持续性。从分子端维持高分红从而延续高股息逻辑是银行行情演绎的根本支撑，这种根本支撑并未变，下半年仍然存在。一方面，从当前静态股息率 5.0% 来讲，支持性仍强，综合案例显示股息率 4.0% 左右可能是行情分界点。二方面，下半年银行业有望进行中报分红，2024 年银行业首次开始二次分红，一旦二次分红，以当前银行指数点位考虑，动态股息率将显著高于静态股息率，将进一步夯实高股息逻辑。三方面，从股息率相对无风险收益率来看，随着下半年美联储降息、国内降息跟随，银行高股息优势将更加明显。

从高股息率角度，银行板块在下半年仍有延续亮眼表现的条件和催化剂。

一方面，截至 2025 年 7 月 4 日，银行板块仍以 5.0% 的股息率（近 12 个月，下同）位列行业第三。从当前静态股息率角度考虑，5.0% 水平的股息率仍然可以为银行板块继续上涨提供支撑。我们在中期策略报告《积聚向上突破的力量》中通过专题的形式分析了银行板块通过分子端维持高分红从而维持高股息逻辑的超强能力，维持高分红（对银行而言即分红金额逐年上涨）是其中的关键。同时我们也列举了部分案例来说明静态股息率对维持高股息逻辑的临界点，即 4% 左右。如中国移动在过去一年半时间里演绎高股息震荡上涨创新高的行情期间，其股息率始终维持在 4.0-4.5% 区间，即很少消化到 4% 以下。再如中国海油在 2024 年 7 月高股息行情演绎结束

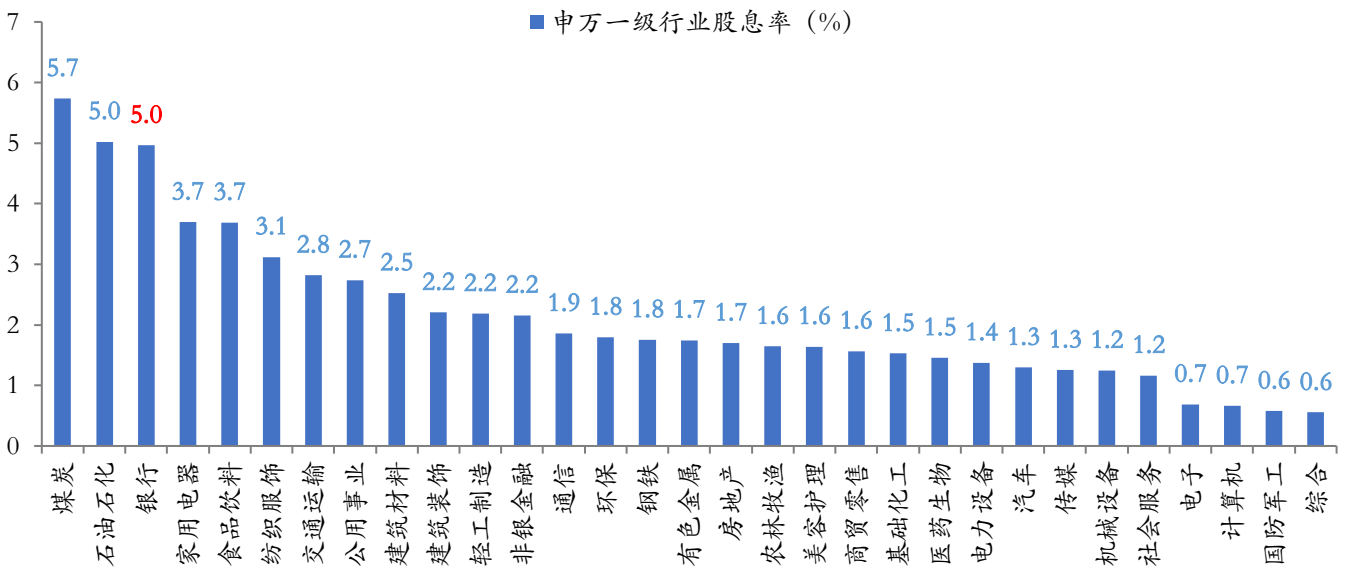
时，其股息率临近 4%。

二方面，银行业下半年有望继续进行二次分红，将对银行的高股息逻辑进一步夯实。银行业在 2024 年下半年进行了多年以来的首次二次分红。在金融企业提高分红金额上缴财政以及监管层持续号召通过增加分红金额和次数提升上市公司质量的要求下，预计 2025 年下半年银行业仍有望类似对中期业绩进行分红。若考虑到银行业的下半年二次分红，以当前银行指数的位置，则其动态股息率将显著高于当下静态 5.0%股息率的水平，此举将进一步夯实银行业的高股息逻辑和提升其投资价值。

三方面，考虑到下半年美联储降息以及国内降息空间打开，银行股高股息率逻辑相对优势也将加强。银行高股息逻辑的背后资金支撑较多在于风险偏好稳健型的机构，如保险、银行理财、固收+、券商自营、绝对收益类资金等，这类资金选择银行的原因很大程度上在于和无风险收益率相关的资产收益率偏低，如银行存款、固收产品等。因此考虑到下半年美联储有望重新启动降息，进而也为国内货币政策进一步降息宽松提供了空间，在这种情形下银行高股息相对无风险收益率的优势将更加明显，因此也将助力此类资金继续配置银行股。

尽管煤炭和石油石化的股息率略高于银行，但其已经不具备演绎高股息逻辑的基础。我们中期策略报告的银行高股息专题中，明确指出，从分子端进行高分红从而维持高股息的能力，是演绎高股息行情的关键。但煤炭和石油石化企业的盈利能力下滑已经从根本上制约其分红能力，从而使得其演绎高股息逻辑的基础丧失。

图表 2 截至 7 月 4 日，银行股息率排名行业第 3，但第 1 和第 2 已经不具备分子端演绎高股息行情的基础



数据来源：Wind，华安证券研究所。股息率单位：%

2.3 继续看好银行保险行情，同时关注景气支撑和地产机会

7月第1周市场小幅上涨，行业表现上：受“反内卷”催化的钢铁、建材、公用事业、电力设备等相关板块领涨。我们坚定推荐的银行、保险同样涨幅居前，此外我们持续提示风险的成长科技板块整体落后、出现下跌。后市展望上，我们仍然维持三条主线的推荐，同时提示成长科技板块的风险。

第一条主线是具备市场适应性且高股息稳定能力突出和中长期资金持续流入的银行、保险。下半年银行有望延续2024年二次分红做法，同时银行经营极度稳健和分红调节能力强，高股息特性突出的优势。此外，中长期资金入市、强化业绩比较基准对投资行为的约束等都将为银行保险带来中长期持续资金流入。

第二条主线是景气硬支撑的领域，主要包括稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等。其中稀土永磁在中美关系变化中进可攻退可守。全球经贸形势、地缘政治甚至美元信用不确定性增强，各央行货币储备需求增加，同时中长期全球实际利率下行趋势仍在，贵金属价格仍将长期上涨。海外需求亮眼带动工程机械新一轮景气回升。出口需求持续强劲，摩托车销售维持高景气。虫害、干旱、洪涝多发，粮食安全大战略下，保粮重要性提升，农化制品量价改善。

第三条主线是房地产调控政策有望进一步宽松带动阶段性估值修复。5月地产价格数据大幅走弱，面临新一轮下行压力。在“止跌回稳”政策诉求下，同时7月底中央政治局会议召开在即，地产调控政策有进一步宽松预期，因此地产股有望迎来一波阶段性估值修复机会。

同时我们继续提示成长科技股的回调风险越发严峻。4月8日以来，随着市场持续反弹以及部分事件催化，成长科技板块整体积累了较大涨幅。其中计算机行业截至7月4日估值仍处于2010年以来接近94%的历史高分位，已经媲美过去多轮行情高点时位置。根据我们TMT投资框架，估值变动是决定行情走势的关键。从历史复盘看，90%是计算机行业面临巨大估值考验的关口，当前位置上进一步持续上行空间受限，难以持续维持高估值分位，反而存在较大估值回落风险。

风险提示：

国内经济基本面变化超预期；宏观政策变化超预期；历史对比研究的局限性；美股出现持续下跌的风险等。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。