



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

联系人：张馨月

songxuetao@gjzq.com.cn

zhangxinyue@gjzq.com.cn

走出“内卷”靠什么？

基本内容

“内卷”和竞争的区别在于，竞争是市场经济的常态，适度竞争，有利于提高资源配置效率；而“内卷”是非市场化机制下的竞争，往往导致市场机制的扭曲，造成负面影响。

走出“内卷”，关键是破除造成内卷式竞争的非市场化因素。一是靠改革规范好地方政府行为，完善企业退出机制，建立高效公平的市场竞争环境。二是靠外交努力打开更大的海外市场。

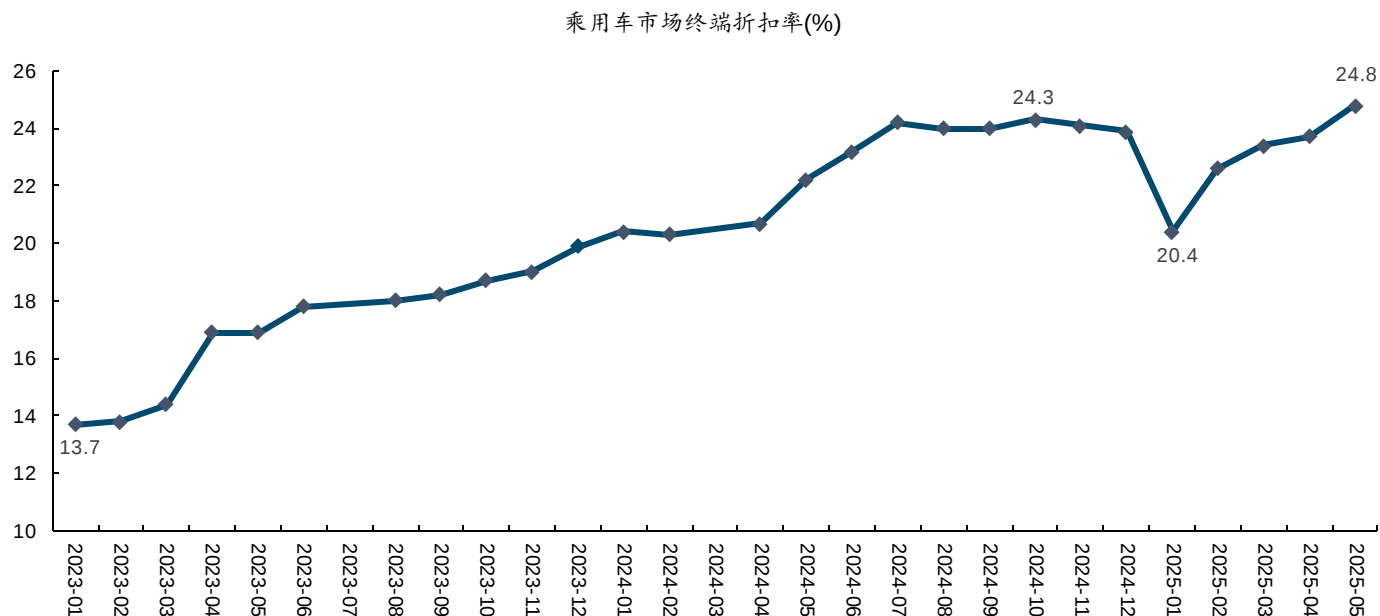
风险提示

通胀下行压力或超预期，中欧贸易谈判进展不及预期。



5月CPI同比下降0.1%，最大的拖累项是交通和通信，降幅达到4.3%，是CPI大类中唯一的负增长项目。具体来看，在交通通信项中，5月CPI交通工具分项的同比下降3.4%，主要原因是汽车降价。根据乘联会数据，5月份乘用车销量同比增长13%，新能源车销量同比增长28%，但5月社零中的汽车消费金额的增速仅为1.1%，原因也是降价。5月整车厂启动了新一轮价格下调。乘联会数据显示，5月中旬汽车市场折扣率为24.8%，相比4月份的23.7%进一步扩大，达到2023年以来的最高折扣水平。

图表1：汽车市场折扣率达到2023年以来最高水平



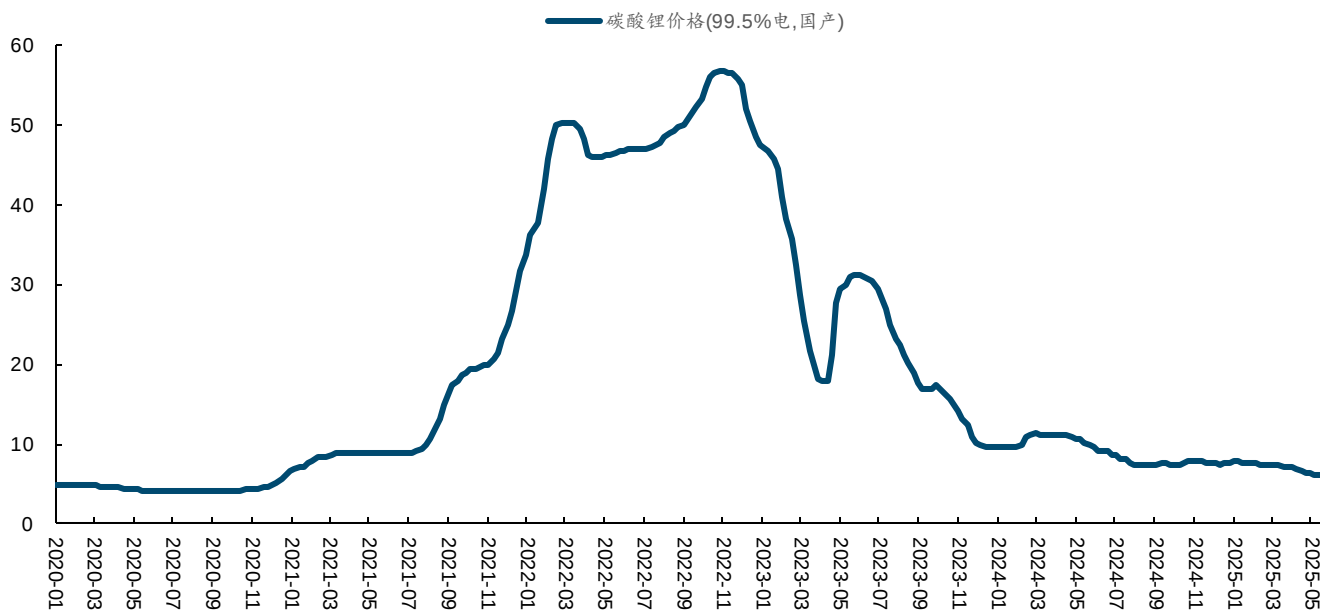
来源：乘联分会，国金证券研究所

新能源车降价并非新鲜事。一方面，电池上游原材料碳酸锂价格从2022年11月56万元/吨的高点跌到了目前6万元/吨，期间新能源车价格持续下调。另一方面，面对技术的快速迭代进步，经销商必须降价才能加速清理相对落后的车型库存，最近备受争议的“0公里二手车”也与此有关。

汽车降价对CPI产生了持续的拖累。目前汽车降价对CPI的影响约为0.2至0.3个百分点。但这包含了一部分“技术性通缩”的因素，新能源车的降价如同十年前的智能手机降价，技术进步带来了更好的物质享受。所以，有时价格表现与实际经济表现并不必然对应，尽管CPI和PPI均负增长，但工业企业利润仍然保持小幅正增长，GDP实际增长依然超过5%。



图表2：碳酸锂价格高位回落（万元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

然而，价格战确实也压低了企业利润率。中国流通协会报告显示，2024 年汽车行业的利润率仅为 4.3%，低于整个下游工业的利润率及 2023 年水平。今年 1 季度，汽车行业的利润率进一步下降到 3.9%。与此同时，整车厂激烈的价格战也正在向中上游蔓延，整个产业链都在为价格战买单。

国内整车厂的有息负债占比并不高，但应付账款和票据占总负债的比重高于国际车企。2024 年底，18 家样本车企的应付账款和票据总额为 1.07 万亿元，总负债为 2.29 万亿元，应付账款和票据占总负债的比例为 46.8%。同期，丰田汽车、福特汽车、通用汽车和特斯拉的应付账款和票据占总负债比重分别为 9.6%、10.0%、15.2%和 25.8%。今年 1 季度，整车厂的账期由去年平均的 166 天进一步延长至 215 天，国际车企的账期通常在 1-2 个月。另外，付款方式也并非完全以现金形式，部分为票据商票，在实际流通贴现时还要打折。

车企价格战引发了产业链的反弹并引起政策关注。6 月 1 日，新修订的《保障中小企业款项支付条例》正式施行，其中明确规定“大型企业应当自货物、工程、服务交付之日起 60 日内支付款项”。6 月 10 日起，多家车企发表声明，承诺将账期缩短至 60 天内。这是行业内卷式竞争到一定程度后触发了行业产能出清的一次催化剂。缩短车企供应链账期、压降应付账款占比、降低有息负债占比，既是企业的去杠杆，也是行业的供给侧结构性改革。然而要破除内卷，依靠企业自发承诺限制应付账款占比、缩短账期，只能是一时之举。

“内卷”不同于竞争，竞争是市场经济的常态，通过优胜劣汰，产生价格秩序，提高产出效率，实现系统熵减。“内卷”是非市场化下的竞争，造成内卷的原因恰恰是非市场因素。其中，既有地方政府的政绩观、发展观错位，政绩考核机制不完善的问题（求是网：《整治“内卷式”竞争难在哪里》），也受外部环境的限制，导致中国产品不能正常出售到海外。比如，2024 年 5 月，美国宣布对我国的电动车、太阳能电池分别征收 100%、50%的关税；2024 年 10 月，欧洲宣布对中国电动车在原有 10%的关税基础上，加征 17%-35.3%的关税。

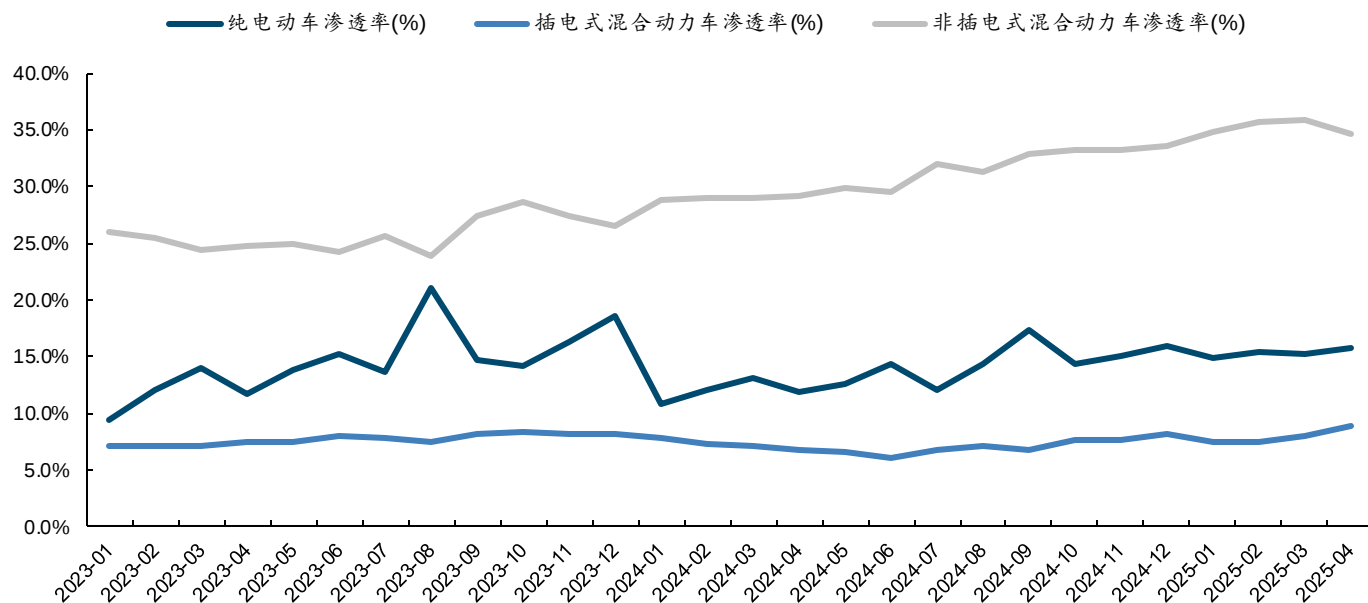
所以对于“内卷”，不应以道德标尺评价好坏，而应破除造成内卷式竞争的非市场化因素。比如，规范地方政府行为，实施《公平竞争审查条例》，落实《全国统一大市场建设指引（试行）》，完善企业退出机制，建立高效公平的市场竞争环境。更重要的是解决外部需求问题——打开欧美市场，把中国的好商品、好技术、好服务卖出去，让人民币可以走得更远更深更广，伴随金融账户和资本账户的开放，提高中国资产的长期价值。

因此，走出内卷既要靠改革，也要靠外交，尤其是与欧盟的贸易谈判更重要。过去两个月，无论是美国的关税战还是出口管制，其影响已大不如前——中国既可以转口或者出海至其他国家，也能针对关键零部件和原材料的“卡脖子”找到替代方案。

相比之下，中国与欧盟的谈判更加重要，主要聚焦在新能源领域。中国拥有高质量和高性价比的新能源车、电池包和光伏板，但这些产品受到欧盟的反补贴关税限制，其需求空间无法完全打开。近些年欧盟自身的新能源车渗透率停滞不前，纯电动车的渗透率徘徊在 15%上下，同期中国和北欧的纯电动车渗透率已分别超过 30%和 45%。同时，欧盟有实现能源自主化的战略诉求，需要加快新能源对传统化石能源的替代，新能源的发电、输电、配电、充电、用电的电气设备和解决方案既是中国的技术强项，也是中欧的共同利益。



图表3：欧盟新能源车渗透率停滞不前



来源：Wind，国金证券研究所

近期中欧谈判主要围绕两个方面：一是关于新能源车的最低进口价格。4月10日，欧盟宣布与中国达成重要共识，双方将启动以“最低进口价格”机制替代现行对华电动汽车关税的谈判。6月3日，商务部部长王文涛与欧盟委员会贸易和经济安全委员谢夫乔维奇会谈，商务部表示“中欧双方电动汽车案价格承诺磋商进入最后阶段，但仍需双方努力”。二是技术换市场。中欧投资协定谈判自2021年以来一直处于“冻结”状态。5月6日，中方和欧洲议会决定同步全面取消对相互交往的限制，为后续恢复谈判释放出积极的信号。6月19日商务部表示，中方高度重视中欧经贸关系，将积极推动中欧经贸合作提质升级，共同为中欧高层交往做好经贸议题和成果筹备。

欧洲是中国海外市场的重要部分，新能源是中国优势产业的代表。借此次特朗普向其盟友加征关税的机会，中国有望改善与非美国家的贸易关系，提升商品贸易的质（更多出口中国优秀的工业品、高附加值的零部件和中间品），增加服务贸易的量（获得更多技术授权和专利使用收入），有助于提升中国制造业的附加值和利润率，进而改善制造业和相关服务业链条上的就业收入和消费能力。

所以，只是把“内卷”当成“恶性竞争”作为价值观批判，并不能解决实际问题。走出内卷，仍需依靠创新突破，依靠改革打破市场分割和地方保护，依靠外交努力打开更大的海外市场。

风险提示

- 1) 技术性通缩因素持续存在，车企价格战存在反复的可能，造成通胀下行压力或超预期。
- 2) 当前中欧在贸易问题上进展相对缓慢，或影响后续中欧举行经贸高层对话，导致中欧贸易谈判进展不及预期。



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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国门内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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