

宏观点评 20250612

如何“反内卷”？——关键在于定价权

2025 年 06 月 12 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 刘子博

执业证书：S0600524120014

liuzb@dwzq.com.cn

■ 自 2024 年至今，“反内卷”是国内政策关注重点之一。“内卷”(involution)这一概念最早指代的是，在一个封闭系统内，在缺乏技术革命或制度创新的前提下，劳动力供给的不断增加难以带来生产效率(人均产出)的提高，反而导致组织结构日益复杂(以消耗多余劳动力)与劳动强度日益提高(但未提高总产出)。自去年至今，“反内卷”是国内政策关注重点之一，近期新版《保障中小企业款项支付条例》开始施行、政府拖欠企业账款化解力度加大都是落实相关政策导向的标志性事件。

■ 短期看，清理政府拖欠企业账款或能改善建工、环保、计算机行业内相关企业的自由现金流，但可能挤占原本可被用于贡献实物工作量的地方债额度，未来或需政策性金融工具发挥带动投资的更大作用。

■ 长期看，“内卷式竞争”的对立概念是“定价权”，对于制造业企业而言，提高定价权可能是从根本上解决“内卷式竞争”、建立预防和化解拖欠企业账款长效机制的方式。在大多数商品的需求往往是价格敏感型的前提下，“内卷式竞争”通常会导致“价格战”甚至是低于成本的商品倾销，而“定价权”恰恰反映的是企业为应对成本上升或保持利润率稳定而将商品涨价压力传导至消费者“买单”的能力。如果不解决“定价权”问题，“边清边欠”、“清了又欠”的问题或难得到根本性解决。

■ 我们将“定价权”具象为企业过去 5 个完整年度毛利率标准差的倒数。理由在于，利润率的稳定性是衡量一家企业能否将成本上升转嫁给消费者“买单”的有效指标；而相比毛利率，净利率更容易受到会计处理方式的干扰。之所以计算毛利率的标准差，而非单纯青睐毛利率保持逐年增长的企业是由于：当利润率增长时，企业往往会选择扩大产能，在主营业务没有发生明显变化的背景下，新一轮供需平衡过程很有可能会带来企业毛利率的均值回归。

■ A 股上市公司相关数据表明，“定价权”在一定程度上能够影响上市公司的股价表现。自 2020 年至 2024 年，与定价权最弱(期间毛利率标准差的倒数低于 25%)的一批上市公司相比，在定价权最强(期间毛利率标准差的倒数超过 100%)的一批上市公司中，区间股价下跌的公司数量占比显著下降超过 18 个百分点。

具体而言：

通过对沪深上市公司计算①自 2020 年至 2024 年毛利率标准差的倒数(反映定价权，数值越高越好)，②自 2020/1/2 至 2024/12/31 区间股价涨跌幅可得：

在过去 5 年毛利率标准差的倒数低于 25%、介于 25%至 50%两组上市公司中，区间股价涨跌幅为负的上市公司数量占比分别为 59.85%、51.65%；

但在过去 5 年毛利率标准差的倒数介于 50%至 100%、高于 100%两组上市公司中，区间股价涨跌幅为负的上市公司数量占比分别为 39.23%、41.69%。

■ 风险提示：(1)对地方债支持化解政府拖欠企业账款的分析可能不够准确；(2)对“反内卷”政策的落地情况可能梳理不全；(3)对“定价权”的衡量方法可能不够完善。

相关研究

《并购重组驶入“快车道”助力科技企业估值提升》

2025-06-08

《融资需求回暖，5 月社融增速或继续抬升》

2025-06-08

内容目录

1. 如何定义“内卷”？	4
2. 自年初至今，国内“反内卷”政策持续落地	4
3. 风险提示	7

图表目录

图 1: 2025 年 1-5 月, 用于化债的新增及再融资地方债发行规模同比均大幅提高6

表 1: 近年来, 国内政府部门的负债率整体呈上升趋势.....6

表 2: 数据表明, 定价权在一定程度上能够影响上市公司股价表现.....7

1. 如何定义“内卷”？

追溯历史，“内卷”（involution）这一概念由人类学家 Alexander Goldenweiser 创造，但真正赋予其经济内涵可能要归功于人类学家 Clifford Geertz。起初，“内卷”描述的是印尼爪哇岛农业劳动力不断增加、耕作极度精细化，但农业产出没有显著增长的情况。即：在一个封闭系统内，在缺乏技术革命或制度创新的前提下，劳动力供给的不断增加难以带来生产效率（人均产出）的提高，反而导致组织结构日益复杂（以消耗多余劳动力）与劳动强度日益提高（但未提高总产出）。

自 2024 年至今，“反内卷”是国内政策关注重点之一。2024 年 7 月，中央政治局会议提出，要“强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争。” 2024 年 12 月，中央经济工作会议提出，要“综合整治‘内卷式’竞争，规范地方政府和企业行为。” 2025 年 3 月，总书记在参加江苏代表团审议时强调，要深化要素市场化配置改革，主动破除地方保护、市场分割和“内卷式”竞争；同时，2025 年《政府工作报告》也明确提出要综合整治“内卷式”竞争。

2. 自年初至今，国内“反内卷”政策持续落地

近期新版《保障中小企业款项支付条例》开始施行、政府拖欠企业账款化解力度加大都是落实“反内卷”政策导向的标志性事件。具体而言，自 2025 年 6 月 1 日起，新版《保障中小企业款项支付条例》开始施行，其中规定，大型企业从中小企业采购货物、工程、服务，应当自货物、工程、服务交付之日起 60 日内支付款项。此外，今年一季度，化解政府拖欠企业账款的政策亦有加码，《2024 年中国财政政策执行情况报告》明确指出，2025 年将统筹用好化债支持政策，支持地方加快偿还政府拖欠企业账款。

短期看，清理政府拖欠企业账款能够改善建工、环保、计算机行业内相关企业的自由现金流，但可能挤占原本可被用于贡献实物工作量的地方债额度，未来或需政策性金融工具发挥更大作用。参考 2023 年化解政府拖欠企业账款的历史经验，除地方政府安排自有资金、实物抵债等渠道外，适当动用新增专项债额度置换政府拖欠企业账款也是可供选择的政策工具之一。但考虑到，历经 2024 年“10 万亿化债”后，地方财政的存量债券规模持续提升，而财政收入的主要来源——税收收入与国有土地使用权出让收入 2024 年同比却均呈下滑态势，因此未来再度提高地方债限额以专项支持置换拖欠企业账款可能落地难度相对较大。在地方债“限额-余额”空间未必能够完全满足置换需求的现实约束下，未来或需从既有地方债限额内安排置换资金，如此可能挤占原本可被用于贡献实物工作量的地方债额度，因此未来以政策性金融工具用作项目资本金的形式，撬动传统基建项目、人工智能等重点产业项目投资的重要性愈加凸显。

长期看，“内卷式竞争”的对立概念是“定价权”，对于制造业企业而言，提高定价权可能是从根本上解决“内卷式竞争”、建立预防和化解拖欠企业账款长效机制的渠道。在大多数商品的需求往往是价格敏感型的前提下，“内卷式竞争”通常会导致“价格战”

甚至是低于成本的商品倾销，而“定价权”恰恰反映的是企业为应对成本上升或保持利润率稳定而将商品涨价压力传导至消费者“买单”的能力。如果不解决“定价权”问题，未来“边清边欠”、“清了又欠”的问题或难得到根本性解决。

我们将“定价权”具象为企业过去5年（自2020年至2024年，即新冠疫情爆发至今的完整年度）毛利率标准差的倒数。具体理由在于，利润率的稳定性是衡量一家企业能否将成本上升转嫁给消费者的有效指标。相比毛利率，净利率更容易受到会计处理方式的干扰。之所以计算毛利率的标准差而非单纯青睐毛利率保持逐年增长的企业是由于：当利润率增长时，企业往往会选择扩大产能，在企业主营业务没有发生明显变化的背景下，新一轮供需平衡过程很有可能会带来企业毛利率的均值回归。

通过对沪深上市公司计算①过去5年毛利率标准差的倒数（反映企业定价权，数值越高越好）、②自2020/1/2至2024/12/31区间股价涨跌幅，如表2所示，

- 在过去5年毛利率标准差的倒数低于25%、介于25%至50%两组上市公司中，区间股价涨跌幅为负的上市公司数量占比分别为59.85%、51.65%；
- 但在过去5年毛利率标准差的倒数介于50%至100%、高于100%两组上市公司中，区间股价涨跌幅为负的上市公司数量占比分别为39.23%、41.69%；
- **上述特征可被总结为：伴随企业定价权的提高，区间股价涨跌幅为负的上市公司数量占比明显下降。**自2020年至2024年，与定价权最弱（毛利率标准差的倒数低于25%）的一批上市公司相比，在定价权最强（毛利率标准差的倒数超过100%）的一批上市公司中，区间股价下跌的公司数量占比显著下降超过18个百分点。

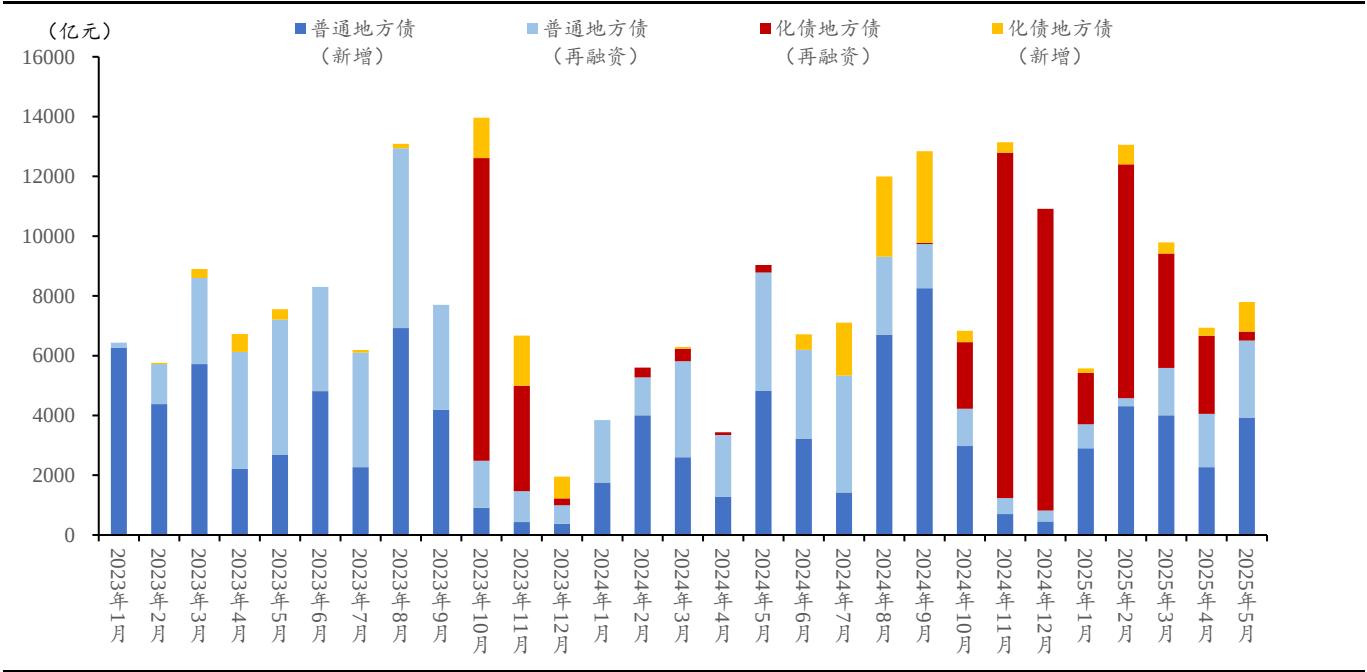
表1：近年来，国内政府部门的负债率整体呈上升趋势

科目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
赤字指标（亿元）							
当年狭义赤字规模目标	23800	27600	37600	35700	33700	48800	40600
当年狭义赤字率目标	2.6%	2.8%	3.6%以上	3.2%左右	2.8%左右	3.8%左右	3.0%
当年狭义赤字率实际值（按统计局 GDP 计算）	2.6%	2.8%	3.7%	3.1%	2.8%	3.8%	3.0%
广义赤字规模	37300	49100	85100	72200	70200	86800	109600
中央（普通国债及特别国债）	15500	18300	37800	27500	26500	41600	43400
地方（地方政府一般债务及专项债务）	21800	30800	47300	44700	43700	45200	66200
当年广义赤字率实际值（按统计局 GDP 计算）	4.1%	5.0%	8.4%	6.3%	5.8%	6.7%	8.1%
债务指标（亿元）							
国债余额	149607	168038	208906	232697	258693	300326	342926
地方政府一般债务余额	110485	118671	127393	137707	143962	158685	167013
地方政府专项债务余额	74134	94427	129217	166994	206691	248685	308358
发债城投有息负债余额	217877	260851	313456	370900	408842	442216	459294
政府负债率	36.4%	38.6%	45.9%	46.8%	50.6%	54.7%	60.7%
政府性负债率	60.1%	65.1%	76.9%	79.0%	84.5%	88.8%	94.7%

数据来源：财政部，Wind，东吴证券研究所

注：2024 年国债余额数据为 Wind 提取值，其他年份的对应数据为财政部官方公布值；2024 年发债城投有息负债余额仅测算至当年 6 月末，其他年份为年末测算值。

图1：2025 年 1-5 月，用于化债的新增及再融资地方债发行规模同比均大幅提高



数据来源：中国债券信息网，财政部，Wind，东吴证券研究所

表2: 数据表明，定价权在一定程度上能够影响上市公司股价表现

A 股上市公司数量 (家)		区间股价涨跌幅 (自 2020/1/2 至 2024/12/31)							区间股价下跌的公司数量占比
		低于-50%	-50%至 0	0 至 50%	50%至 100%	100%至 200%	200%以上	总计	
自 2020 年至 2024 年毛利率标准差的倒数 (反映定价权, 越高越好)	100% 以上	18	130	114	52	29	12	355	41.69%
	50%至 100%	59	307	296	150	85	36	933	39.23%
	25%至 50%	190	688	460	178	135	49	1700	51.65%
	低于 25%	344	841	462	177	106	50	1980	59.85%
	总计	611	1966	1332	557	355	147	4968	51.87%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 仅统计沪深上市公司; 剔除了自 2020 年至 2024 年毛利率数据缺失、区间股价涨跌幅数据缺失的样本数据; 此外还剔除了自 2020 年至 2024 年毛利率标准差的倒数超过 400%、区间股价涨跌幅超过 600%的异常值数据。

3. 风险提示

- (1) 对地方债支持化解政府拖欠企业账款的分析可能不够准确;
- (2) 对“反内卷”政策的落地情况可能梳理不全;
- (3) 对“定价权”的衡量方法可能不够完善。

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>