

供需两侧发力，化解重点产业结构矛盾解读

积极信号：扩内需、反内卷

◆ 策略研究 · 策略快评

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

执证编码：S0980521030001

事项：

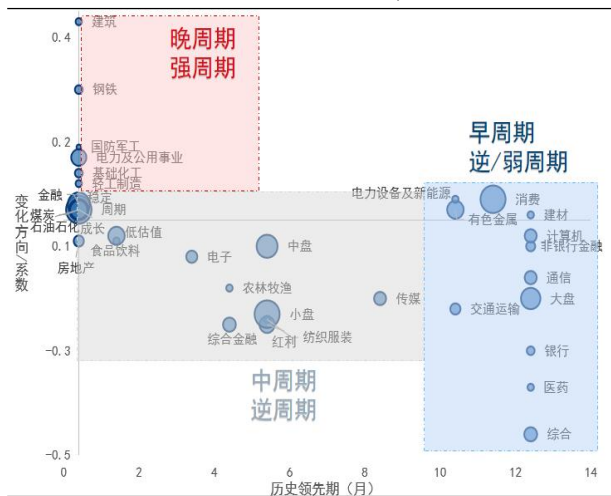
国务院总理李强 2 月 10 日主持召开国务院常务会议，研究提振消费有关工作，审议通过《2025 年稳外资行动方案》，研究化解重点产业结构性矛盾政策措施，讨论《中华人民共和国国家发展规划法（草案）》。会议指出，提振消费是扩大内需、做大做强国内大循环的重中之重。要切实转变观念，把提振消费摆到更加突出位置。会议指出，要坚持从供需两侧发力，标本兼治化解重点产业结构性矛盾等问题，促进产业健康发展和提质升级。要优化产业布局、强化标准引领、推进整合重组，推动落后低效产能退出，增加高端产能供给。

解读：

◆ 经济之思：关注化解重点产业结构矛盾对市场基本面的改善

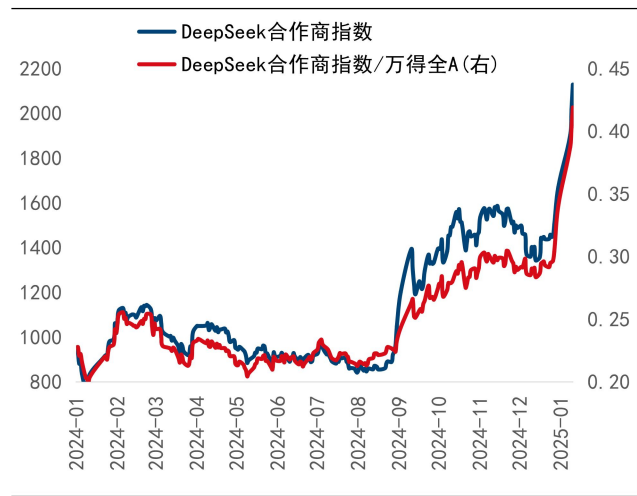
在经济周期和风格因子的匹配中，银行代表的红利具有逆周期属性，人工智能代表的科技具有脱敏周期属性。（1）**早周期+抗周期行业组合**：科技高成长独立逻辑（本轮 TMT 为主）和价格脱敏，大盘红利对价格指标脱敏甚至对抗价格低迷；（2）**晚周期+强周期行业组合**：同步或稍领先，对宏观量、价指标敏感板块集中了传统的顺周期（钢铁、煤炭、建材等），根据历史归纳出一个反事实的结论是强周期≠早周期，因此地产链过去几年里只有博弈政策的短线炒作没有中长期机会，上游有色的阶段性行情也主要是供给约束而非需求提振；（3）**量/价中周期组合**：中下的制造和消费在经济拐点半年内反应完毕，和经济周期有一定程度脱钩（跟量的指标脱敏，跟价的指标对抗）。过去数年间市场风格站在低估值、高股息与科技成长主线中来回轮动，本质都是关注对国内经济周期的“脱敏”方向。

图1：科技板块在经济周期中最先反应，且对价格低迷脱敏



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2：DeepSeek 供应商指数过去一年多股价走势

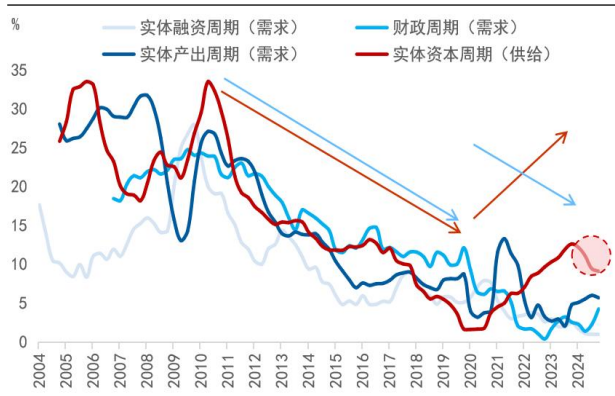


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2020 年以来，在流动性不断释放、资金成本不断降低的过程中市场难有起色，代表需求的利润和价格一波三折，主要原因还是在部分特定产业形成了结构性难题，流动性堆积成为堰塞湖。代表需求端的财政、产

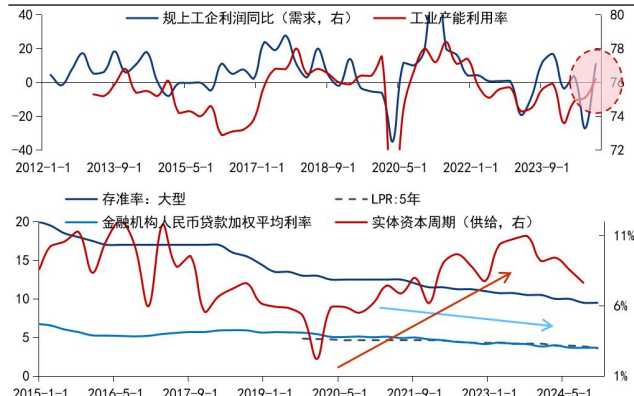
出、融资等周期在过去五年间趋势走弱，而唯有代表供给端的资本开支周期触底反弹、一路向上，流动性并没有转为实际需求，甚至在部分领域造成供需格局的错配。2015 以来，各宏观周期从同步到分化；2018 年以来需求中枢下移、周期属性仍在，但资本开支周期独立上行。2021 年来，企业资本开支独立于宏观周期的增长是产能和供给双扩张的微观因素。按照上一轮供需两侧发力经验，流动性的投放是先行政策，而产能利用率的改善才能真正提振利润、摆脱价格低迷难题的“治本”之策。

图3：从供需双方回归常态到供需走势存在差异



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图4：流动性的投放对供给的刺激强于需求，产能提质增效才有助于利润改善



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

从供给侧角度，优化产业供需结构有助于盈利改善。在 2015 年底开启的供给侧结构性改革中，虽然工业产能利用率随着产能去化进程而下降，但产能去化后的供给结构改善又促进了新一轮的产能扩张，企业的利润表现得以提振。当下，产能扩张带来的竞争内卷导致了价格、消费低迷的现象，新一轮供给结构优化或将成为供需格局改善的长期因素。2024 年 9 月下旬重要会议中提到，商品房从“优化增量，消化存量”转为“严控增量、优化存量”；2024 年 10 月 14 日，中国光伏行业协会举行防止行业“内卷式”恶性竞争专题座谈会，提出优化产能布局与价格机制。上述变化都说明从产业端供给侧予以优化，对于企业利润回升有重要的信号意义，也带动起当时电新板块的行情催化。以国民经济行业分类中的制造业为例，**产能收扩和杠杆涨落在过去五年里形成一轮完整的周期循环。**起初是疫情暴发（2020.3-2020.12），全球产业遇冷，产能受限但利用率高，盈利不稳导致资本杠杆扩张不足。随后进入恢复阶段（2021.3-2022.3），中国经济产能快速恢复，满足全球需求，产能利用率见顶回落，资本开支和负债上行。接着是优化提振阶段（2022.6-2023.3），产能利用率下滑，加杠杆后劲不足。最后，在修复重启阶段（2023.6-2024.6），政策促进经济回暖，产能利用率修复，杠杆运用更谨慎，负债收敛。短周期（如一年以内）维度可以挖掘供需双向走强，但需求强度较供给扩张更足的板块。当资本开支扩张且产能利用率同步走高时，表明行业看好未来盈利并拓展能力，同时短期需求有扩容空间，且需求侧提升幅度较供给端更充分。

图5：供给侧结构性改革改革带来工业企业利润实质性回暖的经验

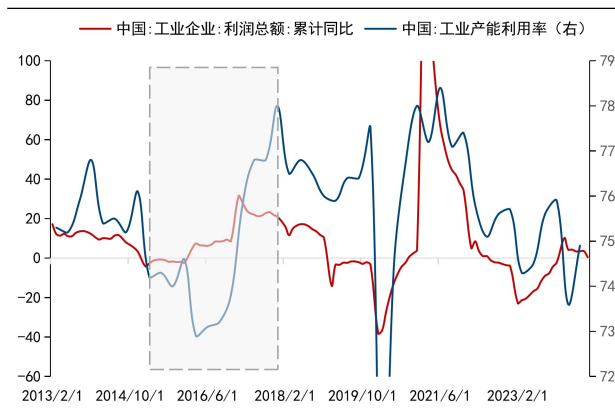
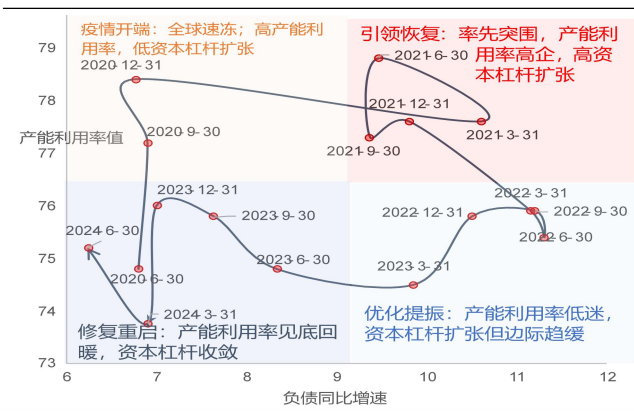


图6：制造业新一轮产能&杠杆周期复盘



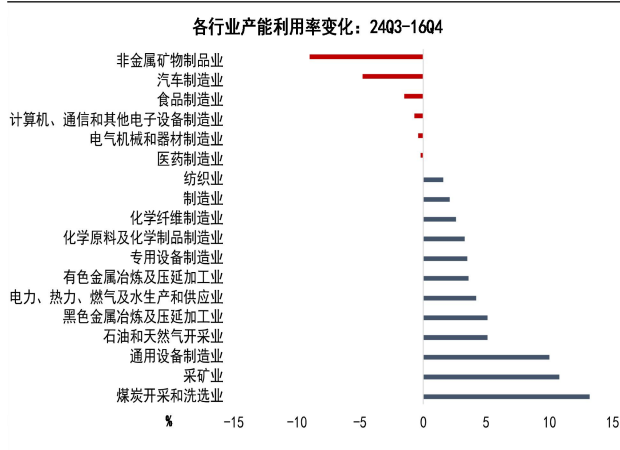
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

本轮国内价格低迷的诱因在于产能的持续扩张而非需求不足，产能结构优化、技术进步等供给侧变化是破局手段。2015 年 11 月 10 日，习近平总书记在中央财经领导小组第十一次会议上讲话，首次提出“供给侧结构性改革”。推进供给侧结构性改革，是我国产业升级、优化供给的重要战略部署，也是解决供需结构性错位的必然要求。在供给侧结构性改革的引领下，产能去化与结构优化成为新一轮供需平衡的着力点，为当下情形提供可借鉴的经验。现阶段，传统行业产能利用率普遍上行，而部分新兴产业在激烈的竞争下产能利用率反而有所下滑。在这一轮产能周期中，需求的低位运转难以匹配供给的大幅扩张，供需错配下价格和利润长期表现低迷，本轮价格低迷的诱因在产能的持续扩张，需求不足只是表象，产能优化、技术进步等供给侧变化是破局关键。

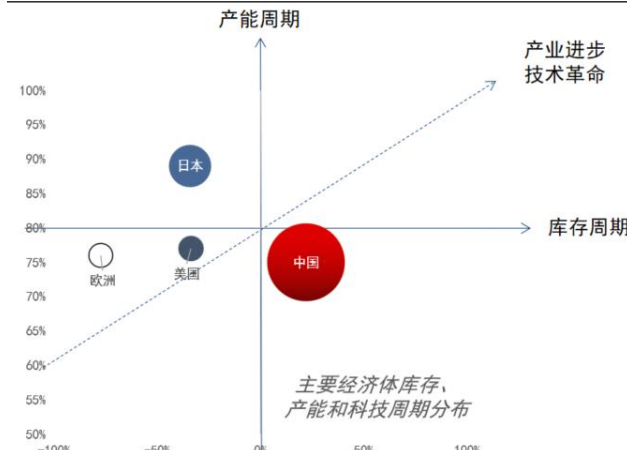
从全球主要经济体长（技术）、中（产能）、短（库存）周期的对比来看，国内在长周期和短周期都有领先，中周期和发达市场相比有提升空间。虽然 PPI 同比低迷但 CPI 同比已有回暖，考虑工业产成品存货同比，国内库存周期位置还要好于欧美等国；长周期角度虽然海外 OpenAI 开启了人工智能的周期，但国内 DeepSeek 等企业算力平替和技术突围后来居上，同时考虑其他新兴产业多点开花，用更广义的 TFP/GDP 来衡量长周期技术贡献，也明显较欧美日拉开差距；在中周期角度，虽然国内上市公司中实体企业资本开支近半年已有克制、产能利用率也有提振，但是和欧美日相比仍有差距，也是本次政策着力解决疏导的堵点和难点。

图7：本轮周期新兴产业的产能利用率较传统行业回落更多



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图8：库存、产能和技术定位的全球短、中、长周期

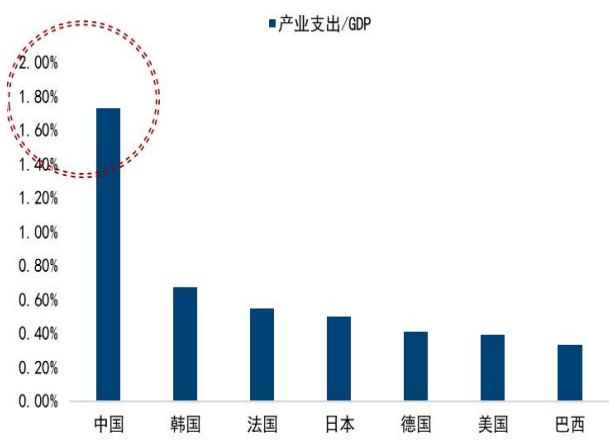


资料来源：彭博，国信证券经济研究所绘制；注：横轴表示各经济体库存周期和上轮相比所处位置，纵轴表示工业产能利用率，面积表示彭博预测 2024 年的全要素生产率对 GDP 贡献，实心为+，空心为-

◆ 产能之辨：海外所谓“补贴倾销”和“内卷型”行业的挑战

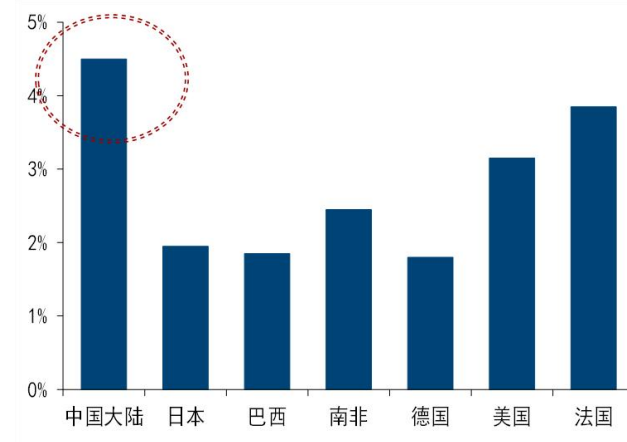
制造业扩张是客观发展规律，更加聚焦结构的升级而非持续扩张新产业产能。从公允角度出发，国内财政对工业部门的补贴水平并没有海外别有用机构所渲染的夸张程度。单独从工业部门的财政补贴力度数据来看，我国在全球主要国家中排名较高：从工业补贴在 GDP 中占比的口径来看，我国占比达到 1.73%，是美国的 4.4 倍；但是考虑到发达市场是以服务业为主导，发展中市场以工业作为主导，这样的评判方式有失公允。如果从工业产值占比的视角看，我国工业补贴占比为 4.5%，是美国（3.15%）的 1.4 倍。总的来看，以工业产值中财政补贴占比衡量的补贴力度更为合理，因为我国产业结构中的工业占比显著高于美欧等发达国家，后者以服务业为主。因而计算补贴力度时应仅考虑补贴针对的第二产业，海外研究曾一度高估第二产业为主的发展中市场对工业补贴的力度。

图9：主要市场产业政策支出占 GDP 的百分比



资料来源：DIPIPO et al. (2022), Estimating Chinese Industrial Policy Spending in Comparative Perspective, 国信证券经济研究所整理

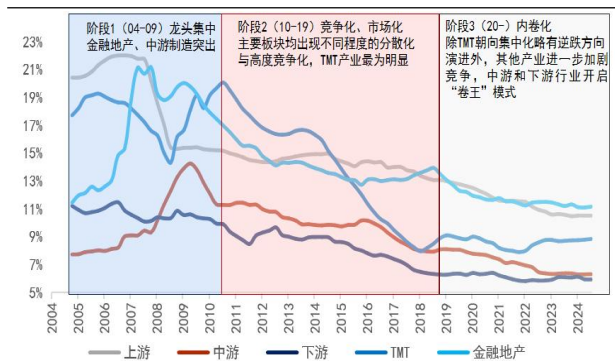
图10：主要市场工业补贴占第二产业生产总值的百分比



资料来源：DIPIPO et al. (2022), Estimating Chinese Industrial Policy Spending in Comparative Perspective, 国信证券经济研究所整理

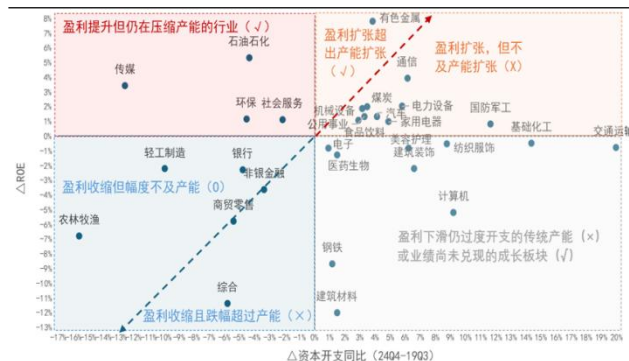
从产业集中度指数趋势来看：A 股主要行业集中度经历了从龙头集中（2004-2009）到高度竞争化和市场化（2010-2019），再到个别板块过度竞争乃至内卷化（2020 年以来）的模式变迁；中游消费和下游制造板块市占率和收入高度分散，内卷化特征突出。根据盈利（需）和资本开支（供）来看过去五年间行业层面高度竞争的定义，最为突出的是：钢铁、建材、纺服、美护行业（盈利下滑同时仍然过度扩张产能），盈利和产能双紧且盈利下修幅度超过产能（综合、商贸零售），盈利扩张但跟不上产能扩张速度（家电、电力设备等制造业公司）。（2）高度竞争程度相对较弱的有：盈利提升但产能仍在压缩（石油石化、环保等），盈利和产能双扩且盈利更胜一筹（有色），盈利收缩且产能收缩更多（银行、轻工）。（3）另一类比较特殊：产能扩张、业绩尚未兑现的主线成长板块（计算机、电子等）。

图11：各板块产业集中度底部震荡、从竞争到内卷化，TMT 集中度止跌反弹



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：数据为各板块 HHI 指数

图12：根据盈利和开支情况来看各行业定位



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

◆ 产业之论：从上/下游占优到中游崛起

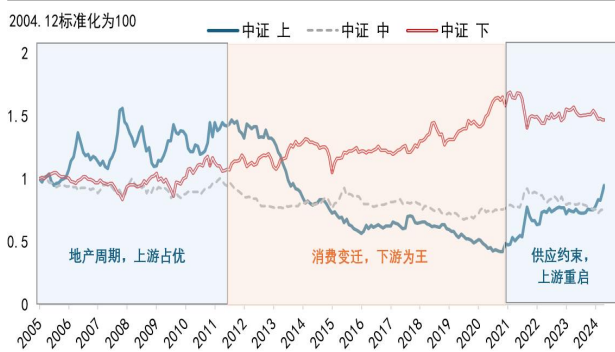
在上一轮产业周期中，投资优选时空维度的两个“两端”：（1）空间上两端，投资中选择上游 vs 下游产业，中游产业在利润分配上不占优；（2）时间的两端，从零到一的初始成长阶段 vs 出清寡占后的二次成长阶段，规避高度竞争和内卷阶段。

产业链上下游角度：复盘上次贸易摩擦、新冠疫情和乌克兰危机对国内产业的冲击，上游在环保和绿色影

响下构造了足够深的护城河；中游“卷王出海”是过度竞争、利润压缩的无奈解；下游产成品出海是产业升级赋能终端快速量产、多快好省的最优解，但盈利和股价没有明确优势。地产周期为主的时期上游占优、消费升级的时候下游为王，近年供应约束的时候上游股价表现突出，可见前两轮产业周期行进时，中游行业都不具备投资价值——上游提价成本受压、下游订单萎缩需求减量。

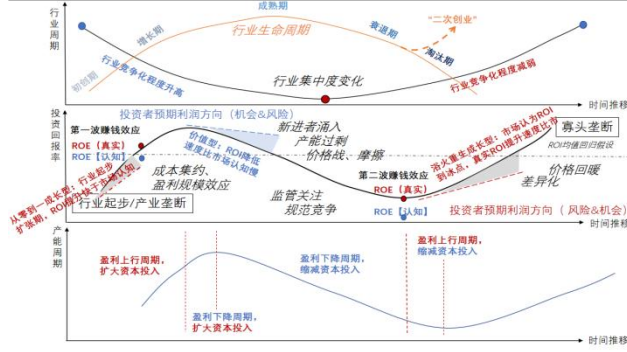
从资本周期行进的空间脉络来看：以行业内亏损比例和平均收入来衡量的长期“内卷型”行业，多分布在消费和制造板块中，上两轮龙头集中化的地产链和大消费板块，目前局面偏被动（个股亏损率高+收入结构不占优），且纵向来看较四年前格局进一步走差，随着产业周期的演绎，在 2016-2020 年处在产业生命周期中从出清到成熟阶段的行业，目前已经经历了从左侧到右侧的切换，常年以来压抑了行业整体 β ，也使得重仓相关板块的路径依赖型主动产品难以跑赢指数。

图 13: 空间维度: 上游和下游行业赚钱效应更加突出



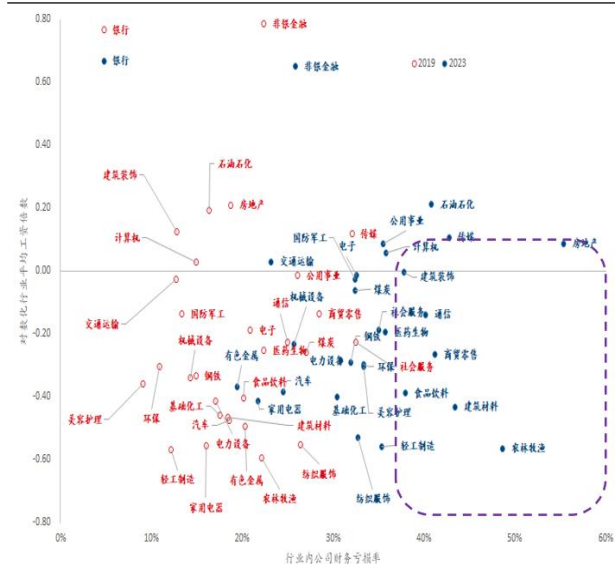
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图14: 时间维度: 布局生命周期的拓张段和成熟段



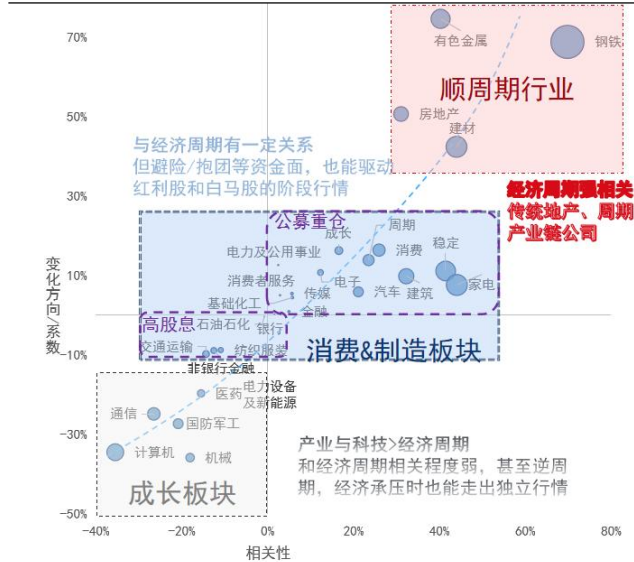
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图15: 一级行业的亏损公司比例和相对收支情况分布



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图16: “内卷型”行业多分布在中下游的消费和制造板块里

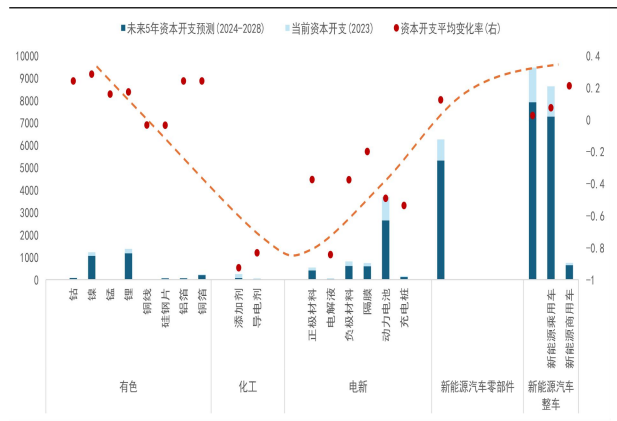


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

在前次产业周期演绎时，中游板块话语权偏弱导致利润受阻，这种“类疤痕效应”造成中游企业在新一轮产业周期时，天然存在谨慎心态，因此在资本开支并不冒进，反而成为供需格局和盈利环境有望最先市场化改善的板块。以部分对外敞口较高的中游制造板块为例，产业链面临资本开支和特朗普上台后“需求出海”的双向不确定性，在未来资本开支环节偏谨慎。根据市场调研显示，资本开支方面新能源上下游资本开支意愿强于中游。资本开支预测的背后是利润前景，上游金属、化工的多元应用和下游整车的“出海”前景带动了资本开支的上行，但中游电池及其组成材料受产能过剩影响，资本开支意愿不高。从产业链思

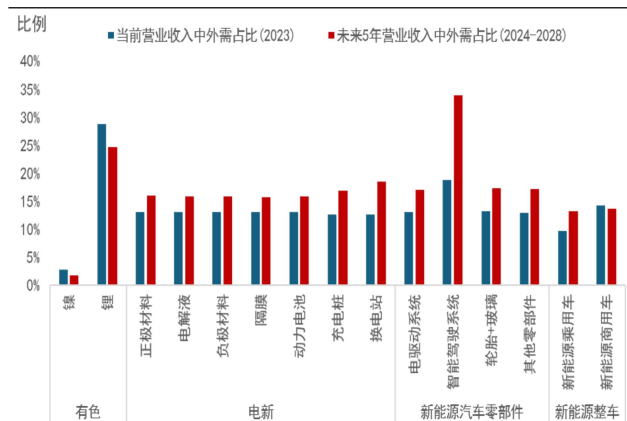
维看，中游资本开支的相对谨慎可能在长期限制整体产业链的供给能力。“需求出海”方面，“出海”反映的不仅仅是需求方向，还有资本开支的方向。未来，新能源产业链资本开支落在国外的比重会越来越高。当下欧美主要国家对我国新能源出口均有一定限制政策，外需的不确定性在加大。在资本开支和需求前景同时面临不确定性的情况下，行业优化供给确定性比需求端恢复的确定性更强。未来中游崛起或来自企业开支偏谨慎的经验，在产业链需求复苏斜率和节奏尚不明朗的基础上，供给约束能较大程度规避内卷式亏损，而一旦需求放量则容易扭转盈亏格局并获得弹性利润。

图17：新能源车产业链未来 5 年资本开支预测



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

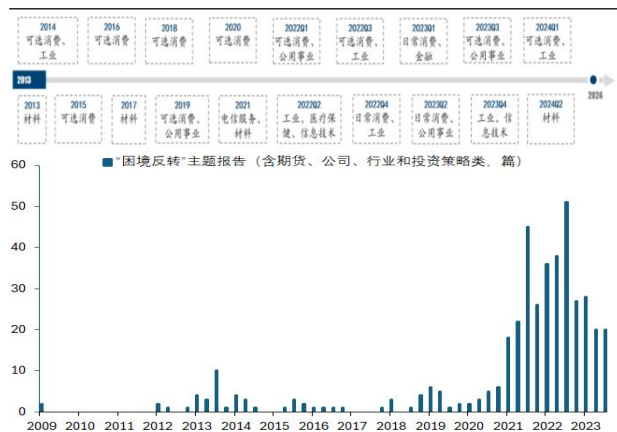
图18：新能源车产业链未来 5 年营业收入中外需占比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

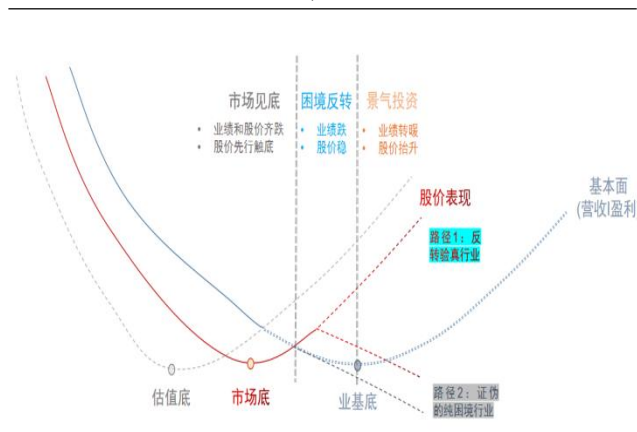
中游制造板块在新质生产力的呵护下，有望走出困境迎来反转。2020-2021 年后困境反转在 A 股投资中的重要性有日俱增，根据慧博研报的数据整理可知，“困境反转”的概念在 2020 年开始兴起，困境反转的相关主题报告数量开始上升，并且在 2022 年下半年数量达到顶峰，在中游制造和下游消费领域概念聚集效应最为突出，中长期随着供需格局改善，有望挖掘出亮点板块和标的。

图19：“困境反转”主题报告数量和方向趋势变化



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图20：从主题投资到困境反转，再到景气成长



资料来源：万得，国信证券经济研究所绘制

◆ 当产业周期遇到经济周期：未来行情演绎脉络推演

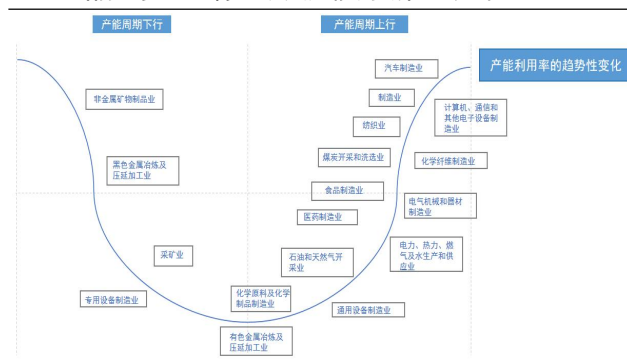
综上，供需两侧发力，化解重点产业结构矛盾的政策利好下，扩内需、反内卷重塑产业格局，在提振利润和迎来市场拐点方面均可以期待。目前市场处在特色投资周期第一阶段，即从对价格和周期脱敏的低估值、高分红，再到对经济周期脱敏的科技成长；随着本次利好的落地，市场后续有望步入第二阶段，即从科技成长转为供需格局优化、业绩和价格明确改善的中游制造和下游消费领域，风格切换的传导过程，有待产能利用率、价格信号等逐步验证。

图21: 当前各行业所处库存周期位置分布



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

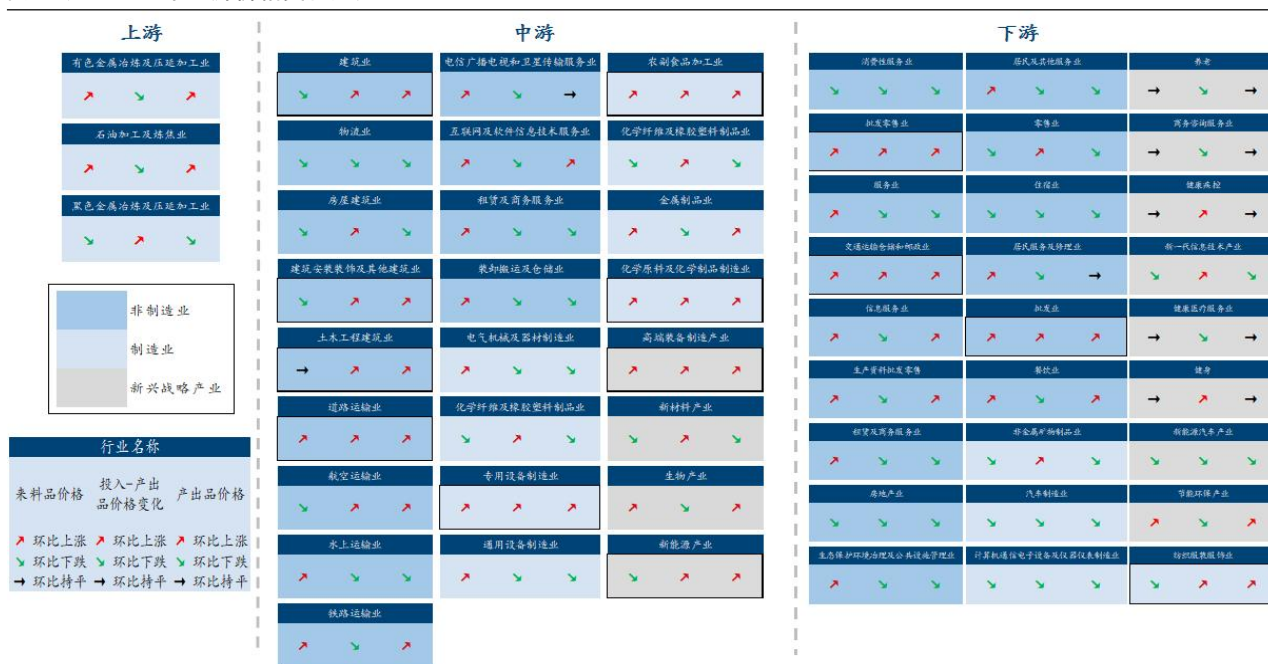
图22: 当前主要工业行业所处产能周期位置分布



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

第一个思路是选择细分领域，在产成品/终端品价格回暖，中间价差维持不变或者增厚的行业。这类行业并非单纯的上游来料成本驱动、价格向中下游传导带来价格虚增，或者即便成本上涨催化传导，也没有影响留存在生产环节的价格和利润。符合这一模式的行业包括中游的农副食品加工业、化学原料及化学制品制造业、专用设备制造、高端装备制造业；以及下游的交通运输仓储和邮政业、批发零售业。

图23: 产业链上中下游价格变化趋势 (2025. 01)



资料来源：万得，国信证券经济研究所绘制

第二个思路是在个股维度筛选挖掘“反内卷”型公司，较第一条思路可行性更强。在价格低迷大语境下，部分凭借在产品维度专注品质、深耕细分市场、精细化经营运作的企业，以及合理制定产能计划的公司也能实现逆势突围，获得业绩和股价的双增，这类公司往往独立于行业的逻辑实现逆势突围。

图24: 行业内“反内卷”典型企业及业务模式特点

珠宝首饰行业	老铺黄金	品牌定位明确	专注于高端黄金市场，主打古法工艺和传统文化，吸引了追求品质与文化内涵的消费者。
		产品差异化	通过古法工艺、独特设计和高端材质，老铺黄金的产品在市场中脱颖而出，避免了同质化竞争。
		文化赋能	将中国传统文化融入产品设计，赋予黄金饰品文化价值，提升了品牌溢价能力。
房地产行业	龙湖/滨江	公域+私域获客	突破传统渠道依赖，线上通过小红书等内容平台传播妆容技巧与品牌理念，线下依托372个百货专柜承接流量。
		长期主义	前期深耕东方美学定位与线下服务体系，积累品牌认知；后期借势国货崛起与社媒红利，通过内容裂变快速破圈。
		专注高品质	滨江与龙湖专注打造高品质住宅，通过产品力、品牌力树立市场认知，避免低价竞争，将“好房子”作为核心竞争力。
新能源行业	通威股份	深耕细分市场	滨江集团专注浙江本地，稳步增长，注重口碑与产品迭代，逐步形成“杭州好房子”标志。
		重点布局布局	龙湖在重点城市如北京、上海、广州等落子，通过“观萃系”产品打造高端住宅，逐步拓展市场份额。
		合理控产	通威股份通过减少产能和调整生产计划，避免恶性价格竞争，推动光伏产业向更健康、可持续的方向发展。
汽车行业	零跑汽车	全域自研	坚持核心技术自研，如CTC电池底盘一体化、自研芯片等，降低研发和生产成本
		垂直整合优化	核心部件自产，减少供应商依赖，单车成本降低
		精细化运营	采用“直营+代理”模式，降低渠道成本，控制资本开支
		精准营销	聚焦刚需市场，避开高端竞争，定位10-20万元刚需市场，满足大众化需求

资料来源：李宇嘉.《新世界来的如此真切》. 2025-1-21；钱德虎.《老铺黄金如何与国际奢侈品牌继续正面交锋？》. 2025-1-27；郑刚.《为什么中国企业很难做颠覆性创新？》；2024-1-25，张峻豪/孙乔容若.《毛戈平：国货高端美妆龙头未来可期》；2024-12-10，澎湃新闻.《零跑九年：从“新势力”到全世界》. 2024-12-26；通威股份官网；国信证券经济研究所整理 注：文中所列公司仅作为历史复盘和梳理，不作为投资推荐的依据

◆ 风险提示

- (1) 美国经济步入再通胀风险；
- (2) 美联储货币政策不确定性；
- (2) 全球地缘政治冲突再升级。

相关研究报告：

- 《百年未有之大变局下的机遇与挑战（四）-贸易前景与科技浪潮：海外不确定性对 A 股影响有限》 —— 2025-02-07
- 《策略快评-2025 年 2 月各行业金股推荐汇总》 ——2025-01-25
- 《《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》及新闻发布会内容解读——中长期资金入市，稳定市场信心》 ——2025-01-23
- 《策略快评-市场短期调整后的投资线索》 ——2025-01-05
- 《百年未有之大变局下的机遇与挑战（二）-探寻美国单边主义对行业影响的线索》 ——2025-01-02

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032