

策略专题研究

哪些领域“反内卷”更值得期待？——2026年牛市展望系列3

核心观点

核心结论：①本次反内卷较16年供改背景更复杂，需求端内弱外强，供给端受制于制造实力与地方非经济决策驱动。②26年反内卷仍是经济工作重点，参考25年及16年行情经验，反内卷行情或仍有可观上行空间。③政策干预角度看，关注企业配合度高、地方、落地动力强的行业（如钢铁、油服工程、水泥等）。④从行业自身周期看，关注供需两旺的景气行业（贵金属、化学原料等），以及供需格局优化领域（养殖业、能源金属等）。

本轮反内卷背景更复杂，行节奏相对波折。相较于供改，本轮反内卷再供需背景上更复杂：需求端看，不同于供给侧结构性改革时期，棚改货币化等强政策刺激快速拉动总需求，本次内需不足的特征更为突出，但外需支撑或相对有韧性；供给端看，本次供给扩张与我国制造业实力提升有关，地方政府“非经济”决策进一步加剧产能过剩。在此背景下，从行业结构看，本轮呈“涉及面广、新兴行业多、民营企业多”的特点。对应行节奏看，反内卷行情相对波折，25年以来“反内卷”行情呈现“预期发酵-分化降温-二次升温-震荡整理”四个阶段。

26年继续重视反内卷行情。首先，26年“反内卷”预计仍是经济工作重心。25年12月的中央经济工作会议明确提出“制定全国统一大市场建设条例，深入整治‘内卷式’竞争”。这一表述较24年经济工作会议的“综合整治”更为深入，可见反内卷不再是阶段性调控任务，更意在通过中长期制度改革来建立长效机制，其政策决心和高度不言而喻。再对比16年供给侧结构性改革，“政策预期-供给侧涨价-需求扩张”行情相继演绎，25年6月以来行情主要由政策预期驱动，近期反内卷行情或已步入涨价驱动阶段，行情或尚在中段。

关注政策干预度高、以及供需格局改善的细分行业。一是从政策干预度视角看，关注钢铁、焦炭、油服工程、水泥、养殖业、能源金属等。在讨论“反内卷”政策推进效果时，还应纳入企业配合度、以及地方落地动力等维度。从企业配合度看，国有企业占比更高/行业度更为集中的行业，配合政策执行的可能性越高。从地方落地动力看，行业财政贡献度也是影响政策在地方层面推行的重要考量。在当前财政紧平衡的约束下，本次“反内卷”在央地层面实现目标的激励相容难度更大，不同行业对地方财政贡献度的差异或成为影响改革推行的因素。二是从行业自身周期回升，重视贵金属、轨交设备、非金属材料、电池、乘用车、能源金属、化学原料、乳制品等。抛开政策面的外部约束，供需周期的内生性修复同样是挖掘结构性机会的重要线索。我们基于需求、库存、产能的变化构建了产能利用率的一阶导指标，以此来判断申万二级行业产能利用率后续的变化方向。其中，贵金属、轨交设备、非金属材料、化学原料、电池、乘用车等需求、产能均在扩张（景气行业）；养殖业、能源金属、工程机械、饮料乳品等行业需求回暖、且产能收缩。

风险提示：历史表现不一定代表未来；反内卷政策落地见效不及预期。

策略研究·策略专题

证券分析师：吴信坤

021-61761046

wuxinkun@guosen.com.cn

S0980525120001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	8742.72/5.78
创业板/月涨跌幅(%)	3323.56/2.46
AH股价差指数	117.30
A股总/流通市值(万亿元)	102.71/93.90

市场走势



相关研究报告

《AI赋能资产配置（三十六）-更高、更快、更强！AI技术分析进化论》——2026-01-28

《AI赋能资产配置（三十五）-用AI来“接管”投资时钟》——2026-01-26

《策略周报-行情结束的信号出现了吗？》——2026-01-24

《策略专题-长线稳定型外资加仓AH高景气板块——2025Q4股市外资季度动向跟踪》——2026-01-22

《大类资产配置专题-穿越AI叙事的全天候组合》——2026-01-21

内容目录

1. 本轮“反内卷”背景及行情回顾	4
2. 26 年要继续重视“反内卷”	7
3. 哪些行业“反内卷”空间更大?	9
风险提示	13

图表目录

图 1: 当前正处在新旧动能转换之际	4
图 2: 本轮外需支撑下我国出口相对有韧性	4
图 3: 21 年后我国制造业投资持续高增	5
图 4: 本轮我国制造业实力明显增强	5
图 5: 本轮过剩行业涉及范围较广	5
图 6: 本轮过剩行业中民营企业占比较高	5
图 7: 25/06-25/09 反内卷行情先发酵、后分化	6
图 8: 25/09 至今反内卷行情二次升温、后整体跑输大盘	6
图 9: 本轮反内卷行情回顾	6
图 10: 16 年初价格率先企稳回升	9
图 11: 16Q3 后基本面改善进一步扩散	9
图 12: 参考供给行情经验, 本轮行情或尚在中段	9
图 13: 行业企业配合度(行业集中度)和地方落地动力(行业税收占比)情况	10
图 14: 行业企业配合度(国企营收占比)和地方落地动力(行业税收占比)情况	11
图 15: 典型行业一: 电池产能利用率或已在底部左侧	12
图 16: 典型行业二: 能源金属产能利用率同样处底部左侧	12
表 1: 代表行业反内卷政策梳理	7
表 2: 内卷二级行业周期所处位置	12

在《26年牛市的变与不变-20260103》中我们指出，26年政策继续宽松，A股牛市周期未完，随着基本面的修复由点至面扩散，配合居民资金进一步入市，A股牛市将走向后半场。对此，我们围绕2026年牛市的驱动力及重点关注领域分别展开系列深度研究。本篇是系列报告的第三篇，我们主要聚焦在反内卷政策的推进之下，26年哪些行业或存在投资机遇。

25年以来受益于反内卷政策驱动，反内卷相关板块表现亮眼，其中电力设备最大涨幅为88.0%、化工为63.3%、钢铁为43.8%。展望26年，反内卷行情将如何演绎？哪些领域或具备向上空间？本文将对此作一分析。

1. 本轮“反内卷”背景及行情回顾

25年以来反内卷相关板块整体涨幅较为可观，但行情的演绎过程较为波折，其背后或源于本轮反内卷所面临的宏观供需环境、过剩行业结构更为复杂。

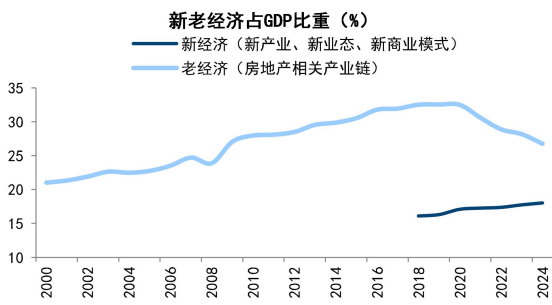
对比上一轮供改，本轮反内卷的背景更为复杂。需求端看，本次内需不足的特征更为突出，但外需支撑或相对有韧性。内需方面，不同于供给侧结构性改革时期，棚改货币化等强政策刺激快速拉动总需求，这一次我国经济正处在新旧动能转换阶段，增长模式由要素驱动转向创新驱动。尽管目前地产在经济中比重已由此前的30%以上降至25%左右，但在地产尚未企稳的背景下，新经济增长体量短期内尚难完全弥补传统动能收缩，因此整体内需修复仍偏弱；外需方面，外部环境或均处温和复苏阶段，但这次我国出口增速中枢更高。16年全球经济逐渐走出危机并迎来复苏，我国出口金额累计增速同比自16/02的-21.1%持续收窄至16/12的-7.7%，整体仍处在负增长区间。相较之下，本轮外需支撑下我国出口表现具有韧性，在明年美国中期选举的背景下，宏观政策发力叠加AI产业链投资支撑，美国经济韧性望仍延续。

供给端看，本次供给扩张与我国制造业实力提升有关，地方政府“非经济”决策进一步加剧产能过剩。不同于供改时期为应对08年“四万亿”所拉动的需求集中性释放而扩产，本轮供给扩张的成因逻辑已发生变化。一方面，我国产业升级背景下制造业实力不断提升，最新数据显示我国制造业增加值占全球比重已高达29%，在体量规模上具有绝对优势，且具备全球最完备的供应链体系、工程师优势等，在出口竞争实力提升、以及疫后海外需求修复背景下，我国制造业产能顺势迎来扩张；另一方面，在国内产业政策引导下，地方政府围绕高新技术产业竞相招商引资，在部分新兴产业存在超前、过度、重复投资的现象，“非经济”决策进一步加剧了本次产能内卷。

从行业结构看，本轮呈“涉及面广、新兴行业多、民营企业多”的特点。由于本次内卷的供需背景与供改时期有很大变化，这也使得过剩行业结构呈现不同特点，具体而言：**一是涉及行业看，内卷行业涉及更广、新兴行业占比较多。**供给侧结构性改革时期主要集中在上游行业，而本轮供需层面矛盾更为突出，导致过剩行业涉及面更广，其中建材、钢铁等传统上游行业受地产链下行导致需求收缩，电力设备、汽车、医药制造等新兴行业占比也较多，其主因政策支持下重复性投资；**二是从企业性质来看，本轮内卷行业中民营企业占比较多。**供改时期过剩行业以上游资源品为主，行业国有企业占比较高，其也承担了主要的去产能任务。而这一轮过剩较多的集中在“新三样”等新兴产业领域，截止24年，光伏与汽车制造业中私营企业的占比分别高达75.9%、66.4%，

图1：当前正处在新旧动能转换之际

图2：本轮外需支撑下我国出口相对有韧性



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理



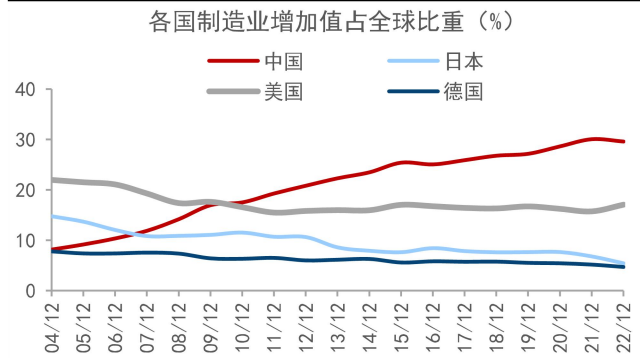
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图3：21年后我国制造业投资持续高增



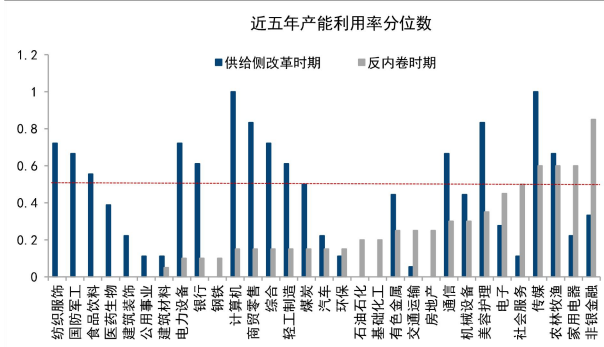
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图4：本轮我国制造业实力明显增强



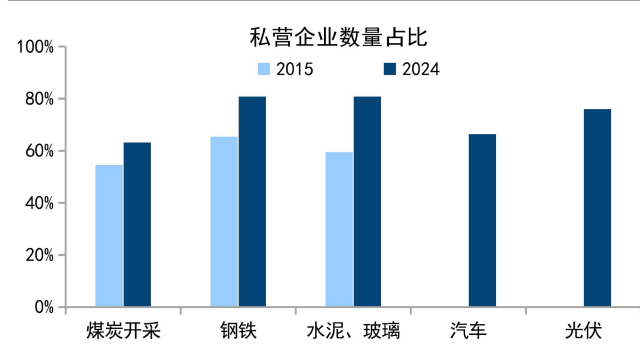
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图5：本轮过剩行业涉及范围较广



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图6：本轮过剩行业中民营企业占比较高



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

25年以来“反内卷”行情呈现“预期发酵-分化降温-二次升温-震荡整理”四个阶段。前文提及本次反内卷所处的宏观背景更为复杂，对应行情节奏上也相对波折，行情呈现二起二落的特征，具体可分为四个阶段：

预期发酵阶段（25/06-25/07）：自24年政治局会议首次提出防止“内卷式”竞争后，相关政策陆续加码。从24年底中央经济工作会议升级措辞，到25年政府工作报告将综合整治“内卷式”竞争纳入年度任务，再到6月末新修订的《反不正当竞争法》为反内卷提供行政立法依据，推动反内卷行情开启。7月中央财经委会议

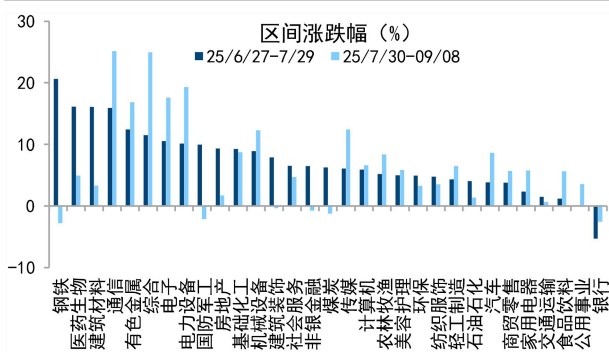
要求依法依规治理企业低价无序竞争，此后政策持续深化，光伏、新能源汽车等多行业响应自律倡议，反内卷行情开始快速发酵。25/06/27-07/29 期间，钢铁（期间涨跌幅为 20.6%，下同）、建材（16.1%）、医药（16.1%）等行业涨幅居前；

行业分化阶段（25/07-25/09）：随着 7 月末政治局会议未部署明显增量政策，反内卷行情整体有所降温，行业结构出现明显分化：其中，25/07/30-25/09/08 期间电力设备（19.3%）行业持续走强，其主要受益于行业反内卷治理持续推出，产业链价格企稳回升，例如多晶硅指数期间上涨了 37%；但与实体经济需求相关度更高的上游资源板块受基本面高频数据相对偏弱、增量政策不及预期等因素，步入震荡调整，同期钢铁（-2.7%）、煤炭（-1.2%）等行业在一级行业中排名靠后；

二次升温阶段（25/09-25/11）：步入 9 月，随着前期涨幅较大的科技开始进入高位调整，叠加反内卷政策效果初步显现，25/08 以来上游采掘工业 PPI 环比来连续四个月回正，黑色链条 ppi 也出现止跌回稳的迹象，在此背景下市场风格迎来“高低切”，反内卷行情整体再度有所升温。分行业而言，25/09/09-25/11/13 期间煤炭（15.6%）、钢铁（12.3%）等行业涨幅再度表现靠前；与此同时，电力设备（19.7%）行业受益于产业链数据持续回升，在一级行业表现中居首位。

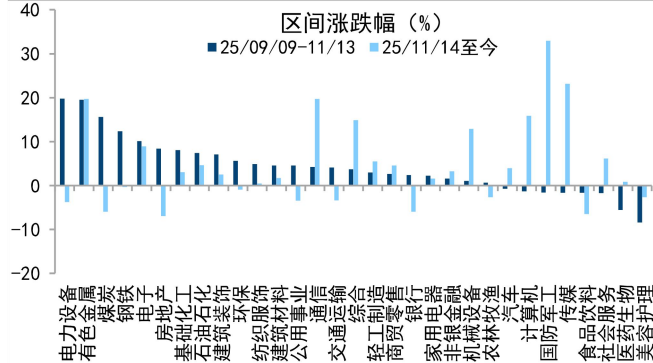
震荡整理阶段（25/11 至今）：11 月下旬后市场行情有所震荡调整，直至 12 月下旬随着海外流动性好转、人民币汇率升值等因素，推动整体行情开启反弹，期间市场风格再度迎来切换，反内卷行业跟随大盘先跌后涨，但整体明显跑输大盘。具体而言，25/11/14 至今煤炭（-3.4%）、钢铁（1.1%）等上游资源板块受产品价格仍在下行，例如动力煤价格自 11 月高点最大跌去 20%，相关行业涨幅相对靠后；同时，前期涨幅较大的电力设备（0.9%）同样震荡偏弱。

图7：25/06-25/09 反内卷行情先发酵、后分化



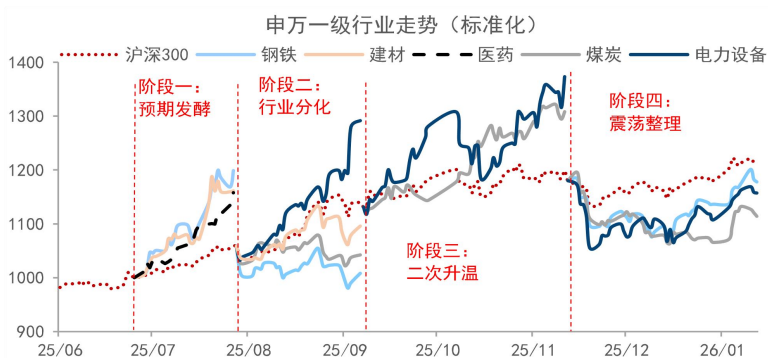
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图8：25/09 至今反内卷行情二次升温、后整体跑输大盘



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图9：本轮反内卷行情回顾



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：各行业指数为标准化后，以沪深300期初值标准化。

2. 26年要继续重视“反内卷”

26年市场迎来“开门红”，在牛市氛围下，投资者对于今年市场投资机会的讨论也较多。我们认为，反内卷行情依然值得期待。作为26年经济工作的重点任务，反内卷政策有望延续发力。参考16年行情经验，本轮反内卷行情或仍有上行空间。

26年“反内卷”预计仍是经济工作重心。25年12月的中央经济工作会议明确提出“制定全国统一大市场建设条例，深入整治‘内卷式’竞争”。这一表述较24年经济工作会议的“综合整治”更为深入，可见反内卷不再是阶段性调控任务，更意在通过中长期制度改革来建立长效机制，其政策决心和高度不言而喻。

一方面，“反内卷”是短期抗通缩的抓手，从供给端推动产业链涨价。23Q2以来GDP平减指数持续处于负值区间，物价数据持续低迷，经济通缩压力较大。24年9月以来宏观政策重心转向稳增长、抗通缩，在此背景下反内卷成为经济走出通缩的重要抓手。短期来看，政策思路在于通过行业自律和行政手段相结合的方式，遏制非理性无序竞争行为。25年7月以来供给侧政策主要聚焦产量调整+产能限制，其中，针对传统行业严控新增产能、压降产量，例如25年9月，工信部等五部门出台《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026年）》，明确25—26年两年钢铁行业增加值年均增长4%，严禁新增产能，实施产量压减；对于新兴行业，则以调节新增产能扩张速度、引导行业强化自律，推动行业从“卷价格”转向“优价值”。往后看，反内卷治理或推动重点行业供给回归合理水平，并以示范治理形成外溢效应，推动预期向好。

另一方面，“反内卷”又为促转型铺平道路，提升产业链全球话语权。若从更长时间维度看，高层将“反内卷”置于全国统一大市场建设的框架之下，本质上是深层次的要素市场化改革。过去各地通过补贴、税收优惠等吸引企业，带来重复建设、产能过剩与低水平竞争，客观上也不利于新质生产力的发展。无论是近期市场监管局约谈光伏行业协会及部分企业，要求不得串谋提价，还是1月8日发布的《关于调整光伏等产品出口退税政策的公告》，取消光伏等产品出口退税，或均是为“反内卷”在中长期路径上的纠偏，引导产业从低水平同质化竞争向差异化、高端化、智能化转型，通过创新提升产业链的在全球的竞争力。

表1：代表行业反内卷政策梳理

行业	时间	部门	政策内容	手段
钢铁	2025/9/22	工信部等五部门	《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026年）》提出，25—26年钢铁行业增加值年均增长4%左右；严禁新增产能和实施产量压减控总量；推进钢铁企业分级分类管理。	严禁新增产能、压降产量
	2024/10/17	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）》要求严禁备案新增产能的水泥熟料、平板玻璃项目，确有必要新建、改建的，必须制定产能置换方案，实施等量或减量产能置换；要求新建产线环保绩效水平应当达到A级。	严禁新增产能、实施产能置换
水泥	2025/7/10	中国水泥协会	《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展的意见》提出，对于实际产能大于备案产能的企业，依法依规按备案日产能和年产能组织生产。	行业自律

煤炭	2025/7/10	国家能源局	《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》强化煤炭市场调控，进一步加强产能管理，规范煤矿生产行为，促进煤炭供应稳定。	严控产量
	2024/11/15	工信部	工信部上调光伏项目新建和改扩建的最低资本金比例要求。	限制新增产能
	2025/4/8	工信部	《2025年工业和信息化标准工作要点》，强调加快光伏、锂电池等重点产品标准制修订，以高标准引领产业升级。	优化技术标准
光伏、锂电	2025/8/19	工信部等六部门	六部门联合召开光伏产业座谈会，提出强化光伏产业项目投资管理，遏制低价无序竞争，规范产品质量，支持行业自律。	限制产能、规范质量
	2025/9/4	工信部等两部	《电子信息制造业 2025—2026 年稳增长行动方案》提出 25—26 年，目标规上电子设备制造业、锂电池、光伏及元器件制造等相关领域年均营收增速达到 5% 以上，依法治理低价竞争，实施光伏、锂电质量管理	限制产能、治理低价竞争、实施质量管理
	2026/1/8	财政部等	《关于调整光伏等产品出口退税政策的公告》提出自 26 年 4 月 1 日起，取消光伏等产品增值税出口退税；自 26 年 4 月 1 日起至 2026 年 12 月 31 日，将电池产品的增值税出口退税率由 9% 下调至 6%	取消补贴，引导产业竞争由低价向高质量转变

资料来源：中国政府网，工信部，央广网，国信证券经济研究所整理

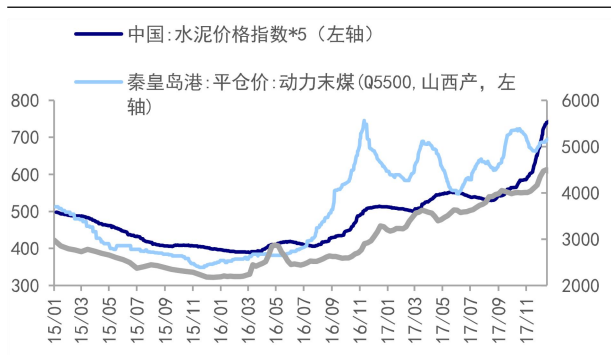
借鉴 16 年供改“政策预期-供给侧涨价-需求扩张”行情相继演绎，本轮行情或尚在中段。自 25/04 以来至今，Wind 反内卷指数涨幅为 70.1%，相对 wind 全 A 的超额收益为 47 个百分点。那么往后行情还有多大空间？我们认为，或可参考上一轮经验，尽管本轮的背景相较供改时期更复杂，短期行情节奏也相对波折，但中期行情驱动的核心逻辑仍具有可比性。

回顾上一轮，我们大致可以将行情分为三个阶段：最初是政策预期阶段，随着政策发布，市场对传统行业形成供需格局改善预期，推动行情开启。16 年供给侧行情启动始于 16/02，15/11 中央经济工作会议提出供给侧结构性改革后，16/02 后各行业文件陆续下达，实物价格率先开启一波上涨，例如螺纹钢价格在 16/02-16/04 期间短期上涨 30%，对应钢铁期间最大涨幅 25.1%；第二阶段是供给侧涨价阶段，在供给侧政策落地推进下，16 年中随着各地去产能目标明确，过剩产能加快出清，供给侧变化推动资源品价格开启快速上涨，也带动行情向上，16/06-16/09 期间煤炭最大涨 29.5%、建材涨 23.1%；第三阶段则是需求拉动，随着经济支柱性行业供需格局改善，叠加配合棚改等需求政策，基本面改善进一步扩散，实际 GDP 当季同比增速自 16Q2-Q3 的低点 6.7% 上行，资源板块的 ROE (TTM) 也自 16Q4 由负转正，在需求扩张下相关板块加速上涨。

25 年 6 月以来行情主要由政策预期驱动，近期反内卷行情或已步入涨价驱动阶段。回顾这一轮行情看，尽管我们在前文中提及 25/06 以来的反内卷行情二起二落，但我们可以大致把 25/06-25/09 期间视为政策预期阶段，期间各行业反内卷政策先后发布，7 月末政治局会议后反内卷行情有所分化，其本质也是受政策落地节奏、以及市场预期反复所扰动。而 25/09 以来反内卷行情或已步入由供给侧涨价驱动阶段，PPI 同比自 25/08 来自底部已持续改善，虽不同行业在价格修复过程中仍有波折，但整体趋势拐点或已出现，随着后续供给侧政策发力，过剩行业

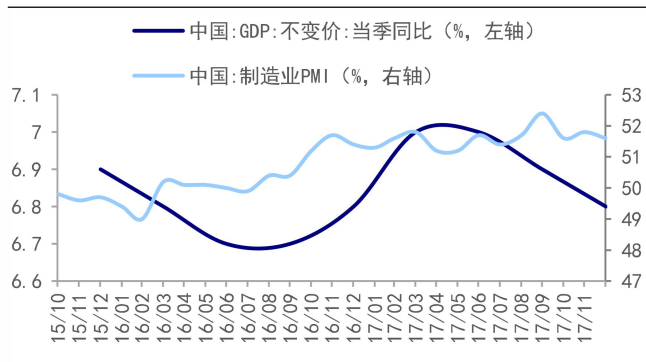
供需格局或将进一步优化，推动反内卷第二阶段行情继续向上。展望后续，随着稳增长政策发力下基本面改善扩散，宏微观基本面有望迎来实质性修复，反内卷行情亦有望迈向需求拉动的第三阶段。

图10: 16年初价格率先企稳回升



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图11: 16Q3后基本面改善进一步扩散



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图12: 参考供给行情经验，本轮行情或尚在中段



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3. 哪些行业“反内卷”空间更大？

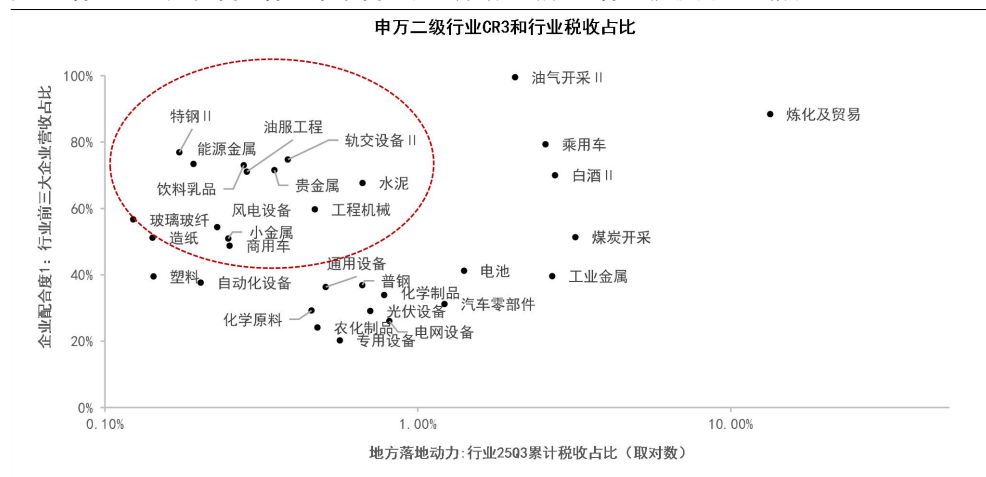
既然前文提及 26 年“反内卷”行情或值得期待，那么落实到投资机会层面，哪些行业的“反内卷”行情弹性或更大？下文我们将分别从政策干预、行业自身周期的视角来挖掘机会行业。

政策干预度高：钢铁、焦炭、油服工程、水泥、养殖业、能源金属等。我们在前文中指出，本轮内卷式竞争的背景较 15-16 年更为复杂，由于本轮过剩行业涉及更广，且中央、地方及企业等多方主体诉求分化，政策指令在传导与落地层面或将面临更多阻力。正因上述复杂性的存在，在讨论“反内卷”政策推进效果时，还应纳入企业配合度、以及地方落地动力等维度。基于此逻辑，我们以 A 股上市公司作为样本，通过测算申万二级行业的国有企业占比、行业集中度、以及税收占比，来筛选政策更有望落地见效的细分行业。

从企业配合度看，国有企业占比更高/行业度更为集中的行业，配合政策执行的可能性越高。一方面，国有资本占主导的行业，行政指令的垂直穿透力更强，截至25Q3，煤炭开采（国有企业营收占比为98%，下同）、油气开采（98%）、油服工程（97%）、贵金属（97%）、普钢（97%）、白酒（95%）、轨交设备（95%）、水泥（86%）等行业国有企业占比更高。另一方面，高集中度意味着市场博弈主体较少，头部企业更易达成共识，也降低了政策执行的协调成本与监管难度，截至25Q3，油气开采（行业内前三大企业营收占比为100%，下同）、乘用车（79%）、特钢（77%）、轨交设备（75%）、焦炭（75%）、能源金属（73%）、养殖业（73%）等。

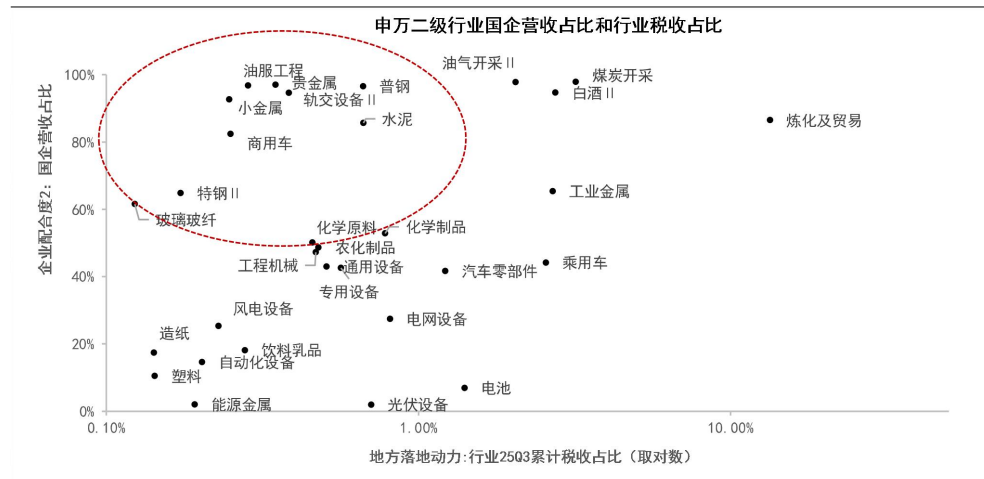
从地方落地动力看，行业财政贡献度也是影响政策在地方层面推行的的重要考量。在当前财政紧平衡的约束下，本次“反内卷”在央地层面实现目标的激励相容难度更大，不同行业对地方财政贡献度的差异或成为影响改革推行的的重要因素。对于税收占比较低的行业，其产能去化过程对地方财政收入的短期影响或相对有限，往往更易成为政策落地的先行领域。我们进一步结合前文企业配合度或更高的行业，筛选出企业配合度高、且地方落地动力相对高的二级行业有非金属材料（25Q3行业累计税收占上市公司整体比重为0.0%，下同）、焦炭（0.0%）、养殖业（0.1%）、玻璃玻纤（0.1%）、特钢（0.2%）、能源金属（0.2%）等。

图13: 行业企业配合度（行业集中度）和地方落地动力（行业税收占比）情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图14: 行业企业配合度（国企营收占比）和地方落地动力（行业税收占比）情况

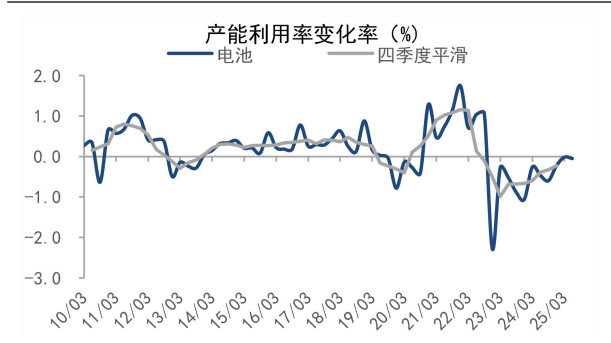


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

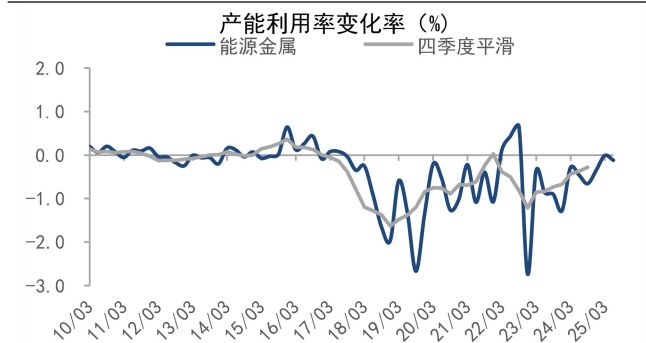
行业自身周期回升：贵金属、轨交设备、非金属材料、电池、乘用车、能源金属、化学原料、乳制品等。抛开政策面的外部约束，供需周期的内生性修复同样是挖掘结构性机会的重要线索。我们基于需求、库存、产能的变化构建了产能利用率的一阶导指标，以此来判断申万二级行业产能利用率后续的变化方向。我们重点筛选了产能利用率已企稳回升、或是处在底部左侧区域的二级行业，并进一步讨论驱动这些行业周期向上的供需力量，具体而言：

需求扩张+产能扩张（景气行业）：贵金属、轨交设备、非金属材料、化学原料、电池、乘用车。这一类行业往往呈现“供需两旺”，由于需求复苏较为强劲，下游需求的扩张能够覆盖产能的爬坡速度。从行业分布看，这一类行业多属新兴产业，行业处在成长阶段。其中，贵金属（25Q3 产能同比为 31%、需求同比为 35%，产能利用率变化率为 0.35 个百分点，下同）、轨交设备（7%、13%，0.19 个百分点）产能利用率或已在上行阶段；而非金属材料（8%、16%，0.04 个百分点）、电池（49%、13%、-0.05 个百分点）、乘用车（16%、9%、-0.01 个百分点）等行业或已底部企稳状态。

需求回暖+产能收缩（供需协同优化）：养殖业、能源金属、工程机械、饮料乳品。除了景气行业之外，以上细分行业同样或已处在周期底部，其共性特点是在经历了几年下行周期后行业供给端已显现收缩态势，而需求端则出现回暖迹象，共同推动行业供需格局有望实现反转。从行业分布看，其多属于与宏观经济周期具有较强联系的板块，如养殖业（25Q3 产能同比为-26%、需求同比为 7%，产能利用率变化率为-0.02 个百分点，下同）、工程机械（-8%、10%、-0.09 个百分点）、饮料乳品（-2%、2%、-0.07 个百分点）等；另外，能源金属（-5%、13%、-0.12 个百分点）或也受益于下游景气传导，接近底部左侧。

图15: 典型行业一: 电池产能利用率或在底部左侧


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所测算 注: 数值为依据库存周转率、营收增速、库存增速、固定资产值等多指标计算得到

图16: 典型行业二: 能源金属产能利用率同样处底部左侧


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所测算 注: 数值为依据库存周转率、营收增速、库存增速、固定资产值等多指标计算得到

表2: 内卷二级行业周期所处位置

内卷二级行业	产能利用率所处区间	25Q3产能利用率变化	24Q3产能利用率变化	产能	库存	需求
养殖业	企稳	▼ -0.02	▼ -0.13	收缩	小幅去库	上行
化学原料	底部左侧	▼ -0.09	▼ -0.11	温和扩张	温和补库	温和回暖
化学制品	下行放缓	▼ -0.19	▼ -0.31	不变	小幅去库	温和回暖
化学纤维	仍在下行	▼ -0.31	▼ -0.21	扩张	温和补库	小幅下行
塑料	下行放缓	▼ -0.11	▼ -0.20	收缩	温和补库	上行
橡胶	下行放缓	▼ -0.18	▼ -0.71	收缩	温和补库	温和下行
农化制品	下行放缓	▼ -0.14	▼ -0.20	不变	温和补库	温和回暖
非金属材料II	企稳	▲ 0.04	▼ -0.32	温和扩张	补库	上行
冶钢原料	下行放缓	▼ -0.11	▼ -0.14	显著收缩	温和去库	下行
普钢	下行放缓	▼ -0.11	▼ -0.18	温和扩张	去库	下行
特钢II	仍在下行	▼ -0.12	▼ -0.13	不变	温和去库	小幅下行
金属新材料	底部左侧	▼ -0.07	▼ -0.36	温和扩张	补库	上行
工业金属	下行放缓	▼ -0.17	▼ -0.34	温和扩张	补库	上行
贵金属	上行	▲ 0.35	▼ -0.06	显著扩张	补库	显著上行
小金属	下行放缓	▼ -0.25	▼ -0.30	显著扩张	大幅去库	上行
能源金属	底部左侧	▼ -0.12	▼ -0.46	温和收缩	补库	上行
汽车零部件	下行放缓	▼ -0.08	▼ -0.18	不变	补库	上行
乘用车	企稳	▼ -0.01	▼ -0.15	显著扩张	补库	上行
商用车	下行放缓	▼ -0.01	▼ -0.29	温和扩张	补库	上行
白酒II	底部左侧	▼ -0.02	▼ -0.05	扩张	补库	下行
饮料乳品	底部左侧	▼ -0.07	▼ -0.18	不变	去库	温和回暖
造纸	加速下行	▼ -0.10	▼ -0.06	不变	持平	下行
水泥	下行放缓	▼ -0.10	▼ -0.12	不变	去库	下行
玻璃玻纤	下行放缓	▼ -0.05	▼ -0.09	扩张	温和去库	上行
光伏设备	下行放缓	▼ -0.25	▼ -0.42	显著扩张	大福去库	下行
风电设备	上行	▲ 0.22	▼ -0.03	不变	大幅补库	显著上行
电池	底部左侧	▼ -0.05	▼ -0.46	显著扩张	大幅补库	上行
电网设备	下行放缓	▼ -0.07	▼ -0.07	显著扩张	补库	上行
通用设备	下行放缓	▼ -0.12	▼ -0.12	温和收缩	补库	持平
专用设备	下行放缓	▼ -0.15	▼ -0.24	收缩	不变	小幅上行
轨交设备II	上行	▲ 0.19	▼ -0.14	温和扩张	持平	上行
工程机械	底部左侧	▼ -0.09	▼ -0.26	温和收缩	温和补库	上行
自动化设备	底部左侧	▼ -0.04	▼ -0.24	扩张	补库	上行
煤炭开采	加速下行	▼ -0.15	▼ -0.11	温和扩张	小幅去库	下行
焦炭II	下行放缓	▼ -0.22	▼ -0.33	温和收缩	去库	下行
油气开采II	加速下行	▼ -132.09	▼ -3.91	显著收缩	补库	小幅下行
油服工程	下行放缓	▼ -0.08	▼ -0.10	收缩	温和补库	小幅上行
炼化及贸易	仍在下行	▼ -0.64	▼ -0.66	收缩	去库	下行

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

风险提示

历史表现不一定代表未来；反内卷政策落地见效不及预期。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

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中所提及的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