

反内卷政策对化工行业股票收益率的影响研究

何丝雨

上海大学, 中国·上海 200444

摘要: 从当下 PPI 历史对比来看, 当前化工周期在底部区间徘徊已久, 且需求端短期改善程度相对有限, 反内卷政策将推动化工行业迈向新一轮的发展。本文旨在探究反内卷政策对化工行业股票收益率的影响, 将选取化工行业具有代表性的 10 只股票, 采用 2023 年 6 月至 2025 年 6 月的收益率数据, 基于双重差分模型, 比较反内卷政策实施后, 在化工行业中, 大企业和小企业的股票异常收益率是否存在显著差异。研究发现, 在实施政策后, 化工行业中, 大企业能比小企业获得更多的超额收益, 但随着两者收益之差, 随着政策的实施, 是呈现不断缩小的趋势。本文旨在反内卷政策会对化工行业股票的收益率产生影响, 为投资者在进行资产配置时提供参考。

关键词: 反内卷; 化工行业; 双重差分模型; 股票收益

A Study on the Impact of Anti-Involution Policies on Stock Returns in the Chemical Industry

He Siyu

Shanghai University, China Shanghai 200444

Abstract: From the perspective of the current Producer Price Index (PPI) compared with historical data, the current chemical industry cycle has lingered in the bottom range for a long time, and the short-term improvement in the demand side is relatively limited. Against this backdrop, anti-involution policies will drive the chemical industry into a new stage of development. This paper aims to explore the impact of anti-involution policies on the stock returns of the chemical industry. It will select 10 representative stocks in the chemical industry, use the return data from June 2023 to June 2025, and based on the Difference-in-Differences (DID) model, compare whether there are significant differences in the abnormal stock returns between large enterprises and small enterprises in the chemical industry after the implementation of anti-involution policies. The study finds that after the implementation of the policies, large enterprises in the chemical industry can obtain more excess returns than small enterprises; however, the return gap between the two tends to narrow continuously as the policies are implemented. This paper intends to confirm that anti-involution policies have an impact on the stock returns of the chemical industry, so as to provide references for investors in asset allocation.

Keywords: Anti-involution; Chemical industry; Difference-in-differences (DID) model; Stock returns

1 研究背景与文献综述

1.1 研究背景

当前化工行业面临需求收缩、供给冲击和预期转弱压力。2025 年以来, 供给端竞争进一步加剧, 化工行业产品价格走弱、产能利用率走低问题凸显。自 2024 年 7 月召开的中共中央政治局会议首次提出防止“内卷式”恶性竞争, 目前我国化工行业整体利润水平较低, 多数企业急切需要改善行业竞争格局, 以获得正常盈利水平。2025 年 7 月 1 日, 中央财经委员会第六次会议明确强调, 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。此后化工多个行业迅速跟进, 纷纷发起“反内卷”

号召。

本文将探究在反内卷政策实施后, 大企业和小企业的股票异常收益率是否存在显著差异。将基于双向固定效应 DID 模型进行研究。探究反内卷政策对化工行业公司股票受益的影响。选取的股票为恒力石化、荣盛石化、卫星化学、合盛硅业、华鲁恒升、鲁西化工、新凤鸣、桐昆股份、新安股份、兴发集团这十只股票。

恒力石化、荣盛石化依托超大规模炼化基地构建 PTA 全产业链。新凤鸣、桐昆股份聚焦聚酯纤维, 前者有熔体直纺成本优势, 后者是全球最大涤纶长丝生产商, 二者均需应对行业产能过剩压力。合盛硅业为全球工业硅、有机硅双龙头, 同步推进碳化硅技术。华鲁恒升以煤化工为基

础。兴发集团凭磷矿资源构建磷链条。卫星化学是全球丙烯酸龙头，新安股份为草甘膦、有机硅双龙头。鲁西化工侧重聚碳酸酯等新材料。综上，选取的这十家公司能够较好的代表化工行业。

1.2 文献综述

关于反内卷政策对化工行业股票影响的研究，现有的文献主要解释反内卷政策的实施意义，石运金（2025）研究发现，反内卷针对内生性、结构性过度竞争，而非普通竞争，这类竞争源于行业内部机制缺陷或结构失衡，易致低水平内耗。其多应用于新兴行业，且以民营企业为主，因这类行业标准未熟、市场模糊，民企更易卷入无序竞争。它与供给侧改革不同，后者是政府强干预，直接优化资源配置；反内卷是软约束模式，靠完善规则、行业自律重构竞争生态，二者均以优化经济生态为目标。贺天瑞（2025）发现，反内卷政策能通过提高行业毛利率、提升产能利用率这两个关键抓手，推动相关主体业绩改善，为对应板块注入增长支撑，进而有效提升其中长期投资价值。

2 研究设计

2.1 样本数据

本文选取了 10 只化工行业公司的股票 2023 年 6 月-2025 年 6 月的数据进行研究。数据源于 Wind 金融终端，采用每日收盘价作为实验的数据。关于市场组合的收益率，综合考虑，选择沪深 300 指数作为市场收益率，选择一年期国债的收益率作为无风险收益率。

表1 10家样本化工企业

细分行业	公司名称		
炼化一体化	恒力石化	荣盛石化	
煤化工	华鲁恒升	鲁西化工	卫星化学
涤纶长丝	新凤鸣	桐昆股份	
工业硅+有机硅+草甘膦	新安股份	合盛硅业	兴发集团

在这 10 家公司中，依据公司的市值大小，划分为大企业与小企业两组数据，即公司市值大于 500 亿元为大企业，反之则为小企业。处理组虚拟变量将对大企业取 1，小企业则取 0。其中，市值大于 500 亿的公司为：恒力石化、荣盛石化、卫星化学、合盛硅业、华鲁恒升。市值小于 500 亿的公司为鲁西化工、新凤鸣、桐昆股份、新安股份、兴发集团。

政策后虚拟变量中，将对时间在 2024 年 6 月及之后的取 1，之前则取 0。在具体的数据中，为了获得更好的回归结果，将对企业规模数据的数值取对数，使得回归结果更能体现数据之间的关联性。

2.2 研究方法

为严谨评估反内卷政策对大、小企业股票市场的差异化影响，本研究采用多时点双重差分模型，实验模型如下所示：

$$AR_{it} = \alpha + \beta \left(Treat_i \times Post_t \right) + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

AR_{it} 表示公司 i 在交易日 t 的异常收益率； β 核心解释变量， DID 估计量； $Treat_i$ 表示处理组虚拟变量； $Post_t$ 表示政策后虚拟变量； μ_i 表示公司固定效应； λ_t 时间固定效应； ϵ_{it} 随机误差项。 DID 模型的有效性依赖于平行趋势假设，即在政策实施前，处理组和对照组的异常收益率应具有相同的时间变化趋势。

首先计算每只股票的异常收益率（ AR_{it} ），异常收益率即股票实际收益率（ R_{it} ）减去市场收益率（ R_{mit} ）。

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mit}$$

之后，将 2023 年 6 月至 2024 年 5 月作为估计期，2024 年 6 月至 2025 年 6 月作为事件期。根据市值是否大于 500 来对企业进行分组，并生成相应的虚拟变量。在生成政策后虚拟变量，即时间在 2024 年 6 月及之后取 1，否则取 0，之后生成交互项。实证检验的结果如下所示。

2.3 实证分析

依据选取数据进行计算，发现所选标的公司的异常收益率（ AR_{it} ）呈现以下特征：

表2 异常收益率的描述性统计

统计量	数值	统计量	数值
观测值数量	5,030	偏度	0.5632
均值	-0.0091	峰度	8.1782
标准差	1.5725	最小值	-11.7083
方差	2.4726	最大值	9.9246

首先，异常收益率的均值为 -0.0091，接近零且为负值，表明样本期内化工行业股票整体未能获得超越市场基准的超额收益。标准差为 1.5725，说明在选取的标的中，各公司的异常收益率存在较大差异。其次，分布特征方面，偏度为 0.5632，呈现右偏分布，意味着大部分公司的异常收益率集中在较低水平，但存在少数公司获得较高异常收益。峰度为 8.1782，远高于正态分布的峰度值 3，表明异常收益率分布具有尖峰厚尾特征。最后，从极值情况看，异常收益率的最小值为 -11.7083，最大值为 9.9246，跨度较大。

为评估区内卷政策对大、小企业股票市场的差异化影响，本研究采用多时点双重差分模型进行实证检验。其中被解释变量为异常收益率（ AR ），核心解释变量为 DID 交

交互 ($Treat_i \times Post_t$)。实证结果如下表所示。

表3 基准回归结果

	AR
DID	0.0393
	(0.39)
ln_mkt_cap	0.769***
	(5.18)
_cons	-4.587***
	(-5.16)
N	5030

T statistics in parentheses *p<0.05,**p<0.01,***p<0.001

回归结果显示，DID 交互项的系数为 0.0393，但在统计上不显著 (p=0.706)，这表明内卷政策其实并未对化工企业的异常收益率产生显著的差异化影响。首先，反内卷政策真正影响到化工行业，是从 2024 年开始的，该政策的影响时间较短，市场尚未完全反应政策效果。其次，化工行业作为资本密集型产业，受到各种复杂的因素影响，政策冲击可能需要更长时间才能体现其真正的效果。

值得注意的是，企业规模 (ln_mkt_cap) 的系数为 0.7689，在 1% 水平上显著，表明大规模的企业通常具有更高的异常收益率。这意味着，在化工行业中，龙头效应较为明显，即大企业可能拥有更强的市场势力、资源优势和抗风险能力，在面对反内卷政策时，往往能够获得更高的收益，相反，小企业面对反内卷政策，更容易暴露出其企业内部的脆弱性，公司也会相应的面临更多的危机。

DID 模型的有效性依赖于平行趋势假设，即在政策实施前，处理组和对照组的异常收益率应具有相同的时间变化趋势。下表展示了平行趋势检验的结果。

表4 平行趋势检验结果

相对时期	系数	标准误	t值	P值
政策前4期	-0.2652	0.2130	-1.24	0.245
政策前3期	-0.1252	0.1138	-1.10	0.300
政策前2期	-0.1109	0.1044	-1.06	0.316
政策当期	-0.2536**	0.1051	-2.41	0.039
政策后1期	0.1106	0.1523	0.73	0.486
政策后2期	-0.0230	0.0772	-0.30	0.772
政策后3期	-0.0261	0.0816	-0.32	0.756
政策后4期	-0.1423	0.1008	-1.41	0.191

T statistics in parentheses *p<0.05,**p<0.01,***p<0.001

依据上表，平行趋势检验显示，政策实施前的各期系数均不显著，满足平行趋势假设，表明 DID 模型设定合理。政策当期的系数为 -0.2536，在 5% 水平上显著，表明区内卷政策实施后，大企业的异常收益率相比小企业显著下降。这一发现与理论预期一致，说明反内卷政策确实对

大企业产生了约束作用。政策实施后的各期系数均不显著，表明政策的抑制效应可能是短期的，大企业通过调整经营策略、优化资源配置等方式逐渐适应了政策环境。

尽管基准回归中 DID 系数不显著，但平行趋势检验显示政策当期存在显著效应，表明反内卷政策会对化工行业的企业产生影响。

在政策实施初期，大企业虽然具有更高的异常收益率，但该异常收益率的变化趋势是不断下行的，这意味着大企业与小企业之间异常收益的区别是不断缩小地。反内卷政策限制了大企业通过规模优势，例如低价竞争、过度扩张等行为。小企业相对受益于区内卷政策，政策为其创造了更加公平的竞争环境，减少了不当竞争带来的利润压缩与收入下降。

大企业需要适应政策环境变化，主动调整应对反内卷政策的策略，从规模扩张转向有质有量的发展。小企业则应抓住本次政策机遇，发挥自身的灵活性和创新性的优势，占据更多市场份额，提升自身盈利能力与抗风险能力。

3 结语

2024 年 7 月，中央财经委员会第六次会议将化工列为重点调控领域，提出治理低价无序竞争、推动落后产能退出，这些政策构建起化工行业 " 反内卷 " 调控框架。首先是产能结构优化，通过环保标准提升、安全门槛提高和老旧装置淘汰三重机制，加速中小落后产能退出市场，环保不达标的小企业因成本压力被迫关停，行业集中度显著提升龙头企业议价权增强。反内卷政策的实施，有效遏制了化工行业内部存在的以价换量恶性竞争。

本文基于反内卷政策，选取 2023 年 6 月至 2025 年 6 月化工行业 10 家上市公司的日度交易数据，通过构建多时点双重差分模型，研究反内卷政策对大、小企业股票异常收益率的差异化影响。

实证结果表明，大企业虽然具有更高的异常收益率，但该异常收益率的变化趋势是不断下行的，这意味着大企业与小企业之间异常收益的区别是不断缩小地，即反内卷政策在实施初期，对大企业产生了显著的负向冲击，政策当期大企业的异常收益率相比小企业显著下降 0.2536 个百分点，验证了反内卷政策对大企业恶性低价竞争的行为起到了约束作用。

企业规模本身对异常收益率具有显著正向影响，印证了龙头效应与规模溢价效应在化工行业的存在。值得注意的是，虽然政策整体效果有限，但其带来的公平竞争环境可能为小企业创造了发展机遇，有助于促进行业竞争生态

的优化。

综上所述，可以得出如下研究结论。

首先，反内卷政策在一定程度上促进了化工行业往质竞争而非量竞争的方向发展。其次，该政策的效果造成的影响是行业中的大企业相比于小企业能获得更多的异常收益率，但这种差异随着政策的实施是不断减少的。最后，反内卷政策有效的防止了化工行业的过度竞争行为，给予企业发挥自身创新能力的空间。

当前反内卷政策的实施现状为本文结论提供了直接验证在政策鼓励下，龙头企业通过协调开工率避免价格过度波动，从而业内的中小微企业的收益也得到了一定程度上的改善。基于当前政策实施效果与行业发展趋势，未来3-5年反内卷政策对化工行业的影响将呈现以下特征：

行业集中度将进一步提升，龙头企业主导格局确立。龙头企业将通过一体化布局和技术优势获得更强定价权，行业整体盈利中枢上移。

创新驱动的差异化竞争成为主流。在政策引导与市场机制共同作用下，行业研发投入增强，将推动行业向多元化、高附加值方向发展。

全球竞争力重塑，出口结构优化升级。随着低价恶性竞争得到遏制和产品质量提升，具备技术优势的龙头企业海外市场份额将进一步扩大。

参考文献：

- [1] 贺天瑞. 新安股份：两大核心业务有望受益于“反内卷” [J]. 股市动态分析, 2025,(08):28-29.
- [2] 石运金. 反内卷会引发市场风格切换吗? [J]. 股市动态分析, 2025,(08):55-56.
- [3] 李锐. 化工“反内卷”，应该怎么反? [J]. 中国石

油石化, 2025,(16):34-35.

- [4] 刘丰, 龚泳超, 王维国. 能源转型对工业化的影响研究——基于中国新能源示范城市政策的双重差分模型[J]. 系统科学与数学, 1-27.

- [5] 王文胜, 杨滢. 环境规制对绿色技术创新的影响——基于制造业上市公司和双重差分模型的检验[J]. 企业科技与发展, 2024,(10):18-26.

- [6] Khalid Mujahid Alharbi, Amina Elshamly, Ibrahim G. Mahgoub. Do Regulatory Pressures and Stakeholder Expectations Drive CSR Adherence in the Chemical Industry?[J]. Sustainability, 2025,17(5):2128-2128.

- [7] Milena Kirova, Ivelina Lyubenova. Empirical study of risk management in the innovation activity of the enterprises of the chemical industry in Bulgaria[J]. International Journal of Economics and Business Research, 2025,29(3-5):365-395.

- [8] Anonymous. Catalyzing change in the chemical industry: Introducing the PCF Exchange solution[J]. Chemical Week, 2024,186(22):S1-S1.

- [9] N. A. Kazakova, V. G. Kogdenko. Assessing the Transformation of the Chemical Industry Based on an Institutional Approach and Sustainable Development Criteria[J]. Studies on Russian Economic Development, 2024,35(5):707-715.

- [10] Kai Gryczycha, Maik Pannok, Stefan Lier. Development of a Reference Process Model for the Modularization of Production - Related Logistics in the Chemical Industry[J]. Chemical Engineering & Technology, 2023,47(2):243-252.