

结构之变：新一轮供给侧的供需耦合

国泰君安期货研究所

王笑 Z0013736

孙嘉良（联系人）F03129093

日期：2025年3月24日

引言

- ◆ 供给侧结构性改革作为驱动中国经济转型升级的核心战略，自 2015 年提出以来，凭借 “三去一降一补” 等一系列政策工具，对传统产业的供需格局与市场结构进行了深度重构。本研究聚焦于大宗商品板块及其关联行业的产业结构变迁，运用跨行业比较分析的方法，旨在揭示改革对不同产业链的差异化影响，为新一轮改革路径的规划提供坚实的理论框架与切实的实践参考。
- ◆ 通过对上一轮供给侧结构性改革（2015 - 2020 年）的系统复盘，本研究验证了行政强制关停与市场化兼并重组双轨并行路径的成效。行业选择指标方面，在产成品价格、PPI 拉动、行业盈利的基础上，研究探索了产能利用率、行业集中度等量化标准，以此确定低效率、分散程度高的优先调控领域。对于新一轮改革的展望，研究基于现有分析框架，预判目标行业将集中于传统产业的深化改革，以及部分中下游新兴产业的市场出清。
- ◆ 展望未来，本研究计划向有色、能化、新能源等板块进行纵深拓展，系统探究制造业全产业链的结构性变迁。通过跨板块比较产能利用率，以及政策工具与技术创新的协同效应，构建一个涵盖传统高耗能产业与新兴科技领域的全景式分析框架，全面揭示供给侧改革在产业结构升级、资源重新配置，以及国际竞争力重塑等方面的多维影响。

01

复盘2015年供给侧结构性改革：当下中国面临的问题与彼时高度相似

02

15年供给侧改革成效分析：供给侧改革的 α 小于 β

03

如何选择产能去化目标行业：行业集中度是重要指标

04

潜在改革方向：向产业中下游转移

复盘2015年供给侧结构性改革：
当下中国面临的问题与彼时高度相似

01

一、改革前工业企业财务指标明显恶化，但产能出清迟滞，催生供给侧结构性改革

- ◆ 当下市场对潜在供给侧改革关注的原因有三：**一是工业品供大于求价格持续下行**：当前PPI指数所代表的工业品价格已经连续28个月下滑，部分工业行业盈利水平大幅下降；**二是贸易摩擦导致外需可能走弱**：国际贸易摩擦频繁发生，部分发达国家纷纷对我国强劲的出口表达不满，外需作为经济引擎的健康度下降；**三是反“内卷式”降价的声音越来越大**：2024年底，中央经济工作会议明确提出，“必须坚持深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求协同发力”，综合整治“内卷式”竞争，推动供给侧结构性改革向纵深发展。
- ◆ **回望上一轮15年供给侧改革，我们发现推动改革落地的原因与现在我们面临的困境高度相似。**2012年3月，我国 PPI 开始由正转负，并在此后54个月内，PPI 持续负增长。部分工业行业供大于求的问题异常突出，产品价格持续下跌，企业利润空间被严重压缩，企业陷入持续亏损困境。与此同时，工业品价格持续下行也带动了出口产品价格的大幅下降，进一步引发了一系列国际贸易摩擦和纠纷，钢铁行业受到的反倾销制裁尤为明显。

15年供给侧改革前，工业产能出现大幅过剩



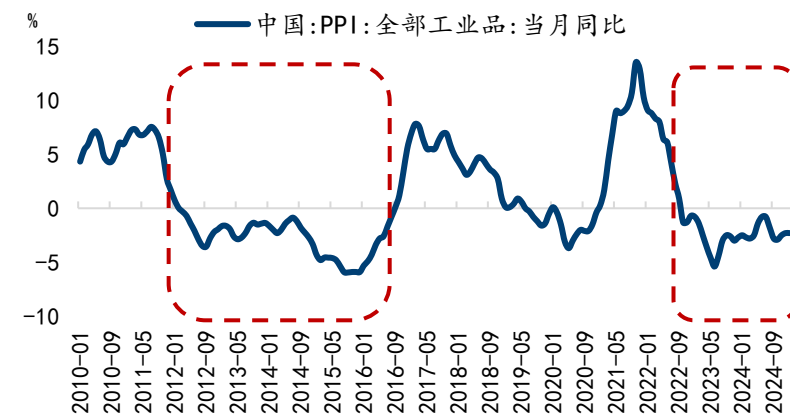
过剩的产能严重挤压工业企业的利润空间



当下的产能过剩，有向中下游蔓延的趋势

年份	采矿业	石油天然气	煤炭开采	非金属矿	有色金属	电力、热力	制造业	建筑业	批发和零售	交通运输	信息传输	化学原料	化学制品	汽车制造	计算机、	医药制造	食品制造
		开采业	制造业	采选业	冶炼业	供应业											
2024-12	75.90	91.30	78.10	79.30	62.30	14.80	76.40	79.90	85.60	76.40	77.20	79.40	78.90	75.90	70.70		
2024-09	74.60	92.20	72.70	77.40	76.40	61.70	74.30	75.20	78.70	75.90	85.50	76.20	72.20	77.90	77.90	73.80	
2024-06	76.00	91.00	72.80	79.70	73.10	64.70	74.20	75.20	79.40	74.70	85.00	76.40	72.00	76.20	75.10	75.30	78.80
2024-03	75.01	91.37	71.68	77.23	73.21	63.97	73.17	73.78	78.16	72.78	85.64	76.40	68.87	74.72	78.01	75.97	80.00
2023-12	77.07	92.06	75.64	78.41	78.64	64.66	74.37	76.00	79.24	77.12	85.98	76.69	76.90	77.63	75.35	76.58	71.25
2023-09	75.40	92.40	73.40	79.10	73.10	63.30	74.30	75.10	78.50	77.40	85.70	76.40	72.10	77.50	77.50	73.10	71.40
2023-06	74.80	90.90	74.50	79.00	76.30	65.10	74.20	74.80	79.70	73.10	84.10	74.30	72.30	74.60	76.90	76.20	80.00
2023-03	75.20	91.20	73.80	78.10	77.80	63.90	73.90	74.80	77.80	72.10	82.10	75.20	73.70	75.90	75.20	70.70	
2022-12	76.59	91.30	75.40	79.50	74.40	67.00	74.00	75.80	79.90	79.00	82.00	73.20	75.90	76.20	77.90	75.90	74.60
2022-09	75.10	91.90	74.90	78.90	76.90	65.70	73.90	75.90	79.90	78.00	82.00	75.10	75.10	76.10	76.10	74.60	71.90
2022-06	76.70	92.30	74.20	79.20	79.00	66.70	70.60	74.50	78.50	76.00	83.80	77.70	69.90	77.50	77.80	75.10	73.90
2022-03	77.00	92.40	74.90	77.00	79.00	65.80	73.80	75.20	77.30	74.40	77.90	72.10	77.00	76.80	74.60	71.60	
2021-12	77.00	96.00	76.40	74.60	76.90	70.10	75.40	77.60	81.10	80.50	82.50	77.60	75.10	81.60	79.20	74.70	74.50
2021-09	76.00	90.00	74.20	77.00	76.90	70.00	75.30	77.30	80.90	81.00	82.00	75.90	75.90	80.90	78.90	76.80	74.00
2021-06	76.10	91.10	72.10	84.10	75.10	72.10	74.10	75.10	79.10	81.10	83.10	76.10	74.10	79.10	78.10	76.10	71.10
2021-03	76.30	90.90	72.50	81.70	80.30	66.50	74.50	77.60	80.00	81.00	87.10	76.00	78.50	79.30	76.30	76.90	74.20
2020-12	76.00	90.00	72.80	82.00	81.20	71.10	74.30	78.40	80.80	82.00	84.50	77.20	80.50	80.80	74.70	78.30	74.00
2020-09	73.90	89.40	71.20	81.60	80.60	71.80	72.80	77.20	79.00	80.00	82.90	76.20	77.60	79.90	76.20	75.40	74.30
2020-06	72.10	85.50	69.60	78.20	79.20	68.50	70.00	74.80	77.20	78.10	79.10	74.20	74.60	74.20	72.70	74.40	74.00
2020-03	89.50	82.60	72.40	72.40	72.40	67.20	47.20	69.60	69.60	69.60	69.60	69.60	69.60	69.60	69.60	69.60	69.60
2019-12	75.10	91.70	75.20	79.50	72.10	73.60	78.00	79.50	79.00	83.70	76.90	82.70	82.60	79.80	76.40	72.70	71.60
2019-09	74.70	90.70	71.50	79.40	70.20	71.40	77.20	76.90	78.00	79.40	82.80	76.00	76.10	80.10	77.80	75.90	71.90
2019-06	74.90	90.90	70.70	80.50	70.80	70.80	76.90	78.30	79.90	82.90	74.90	76.20	76.90	78.60	77.60	73.20	73.00
2019-03	75.10	90.60	70.60	80.60	71.00	71.00	76.30	78.30	79.90	82.90	75.10	76.30	76.90	78.60	77.70	73.20	73.00
2018-12	75.20	89.20	69.50	77.70	77.80	69.20	72.40	75.50	77.30	81.10	72.50	77.90	80.30	79.40	74.70	74.30	74.00
2018-09	75.10	89.30	70.30	78.70	78.00	71.30	74.40	76.90	76.50	77.30	82.50	77.30	79.60	80.40	76.90	75.50	75.00
2018-06	73.80	88.80	72.90	78.50	79.00	68.80	72.70	72.70	77.10	78.10	82.00	74.80	81.70	79.90	81.30	77.30	75.90
2018-03	73.10	85.60	71.20	79.90	79.80	69.80	72.70	77.00	80.00	78.50	80.50	75.90	80.70	77.60	80.70	79.60	76.00

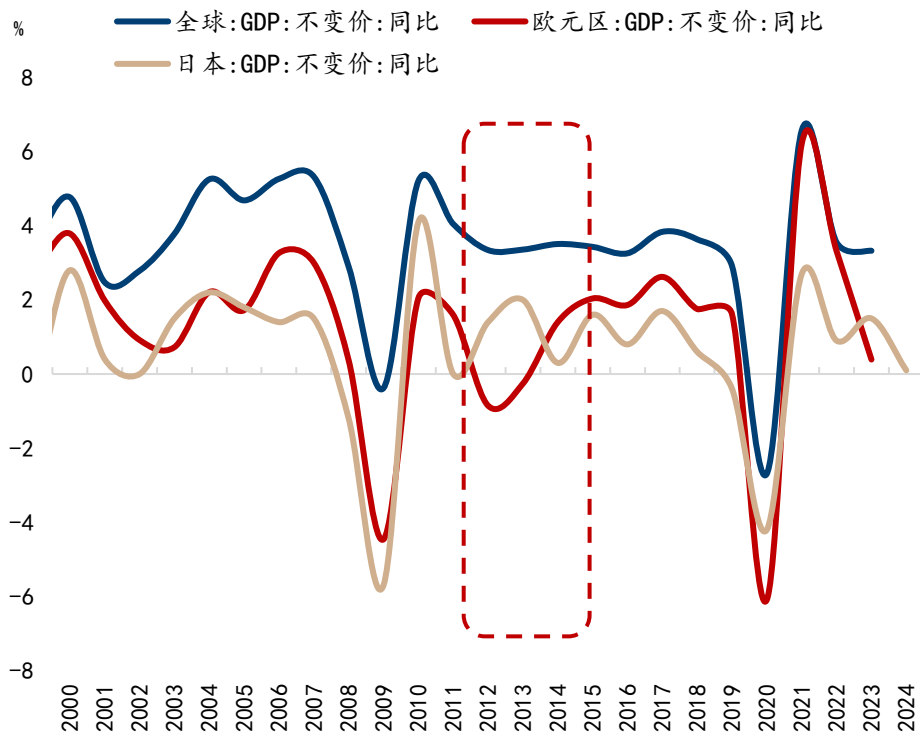
工业产成品价格连续54个月下滑



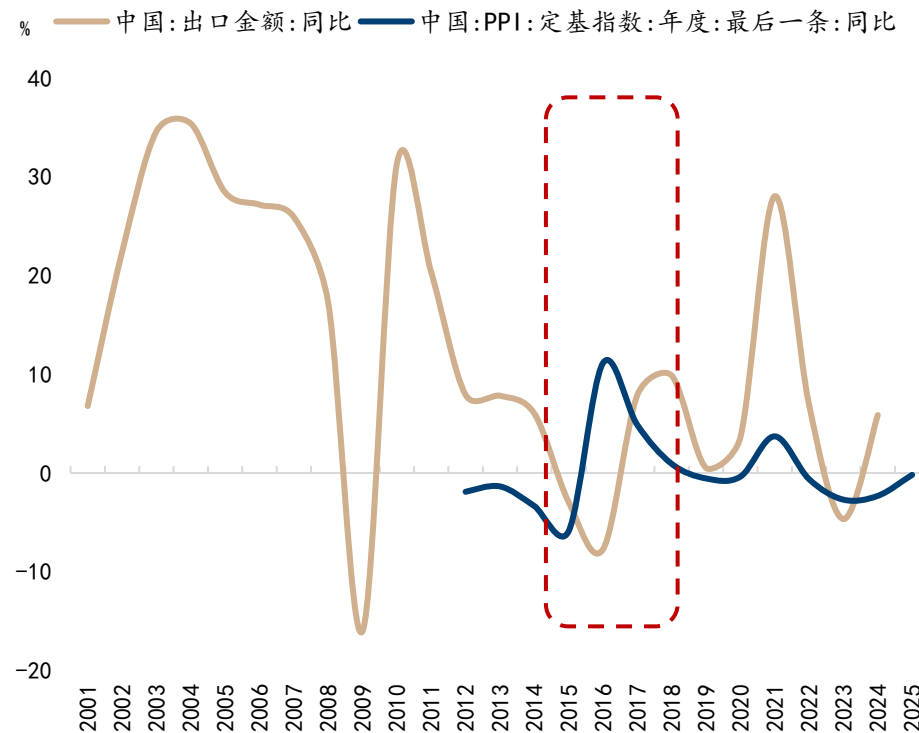
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

一、外部环境雪上加霜，增加供需再平衡的必要性

同期外部经济低迷，全球经济增长远低于金融危机前的水平



海外经济体消费疲软，加之发达国家“再工业化”，中国外贸环境恶化



- ◆ 除面临内部需求不足外，中国另一个重要经济增长引擎——**净出口也出现了一定程度的下降**。原因在于彼时全球经济增速放缓，发达经济体复苏乏力，同时新兴市场增长下滑，导致全球贸易萎缩，2015年全球贸易量增速仅为2.8%，连续4年低于3%，创2008年金融危机以来最低水平，中国出口同比下滑2.9%，首次负增长。
- ◆ 同期，**海外发达经济体贸易保护主义抬头**，欧美国家实施“美国制造业回流”、“德国工业4.0”等计划，导致中国低端制造业出口竞争力下降。同时，美国主导的《跨太平洋伙伴关系协定》（TPP）试图构建排除中国的贸易体。此外，中国也感受到了来自**低成本国家的竞争**，越南、印度等国家凭借更低劳动力成本承接劳动密集型产业转移。

一、上一轮供给侧改革关注产成品价格下降&产业盈利萎缩的行业

- ◆ 15年12月召开的中央经济工作会议明确提出供给侧结构性改革的五大任务：**去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板**。其中，去产能被列为五大任务的首位。随后各部位、各级政府开始陆续出台针对特定行业的去产能政策，下图中标黄的12个行业为产能去化的重点行业。
- ◆ 通过对15年12个去产能行业的梳理，反推出**产成品价格降幅、本行业产成品价格对PPI整体的拉动、行业盈利下降幅度**是选择产能去化目标行业的重要依据。

15年供给侧改革主要关注制造业上游行业的产能去化，煤炭、钢铁是核心抓手，同时对有色、化工等行业进行产能结构性调整

行业名称	PPI 变化	对 PPI 的贡献	ROA 变化	营业收入占比	行业名称	PPI 变化	对 PPI 的贡献	ROA 变化	营业收入占比
煤炭开采和洗选业	-17.90%	-0.50%	-2.40%	2.30%	黑色金属矿采选业	-7.90%	0.00%	-0.20%	0.40%
石油、煤炭及其他燃料加工业	-14.00%	-0.60%	-2.20%	4.20%	农副食品加工业	-4.30%	-0.20%	-0.20%	3.80%
非金属矿物制品业	-12.20%	-0.50%	-1.80%	3.70%	纺织业	-1.60%	0.00%	-0.10%	1.70%
非金属矿采选业	3.10%	0.00%	-0.80%	0.30%	水的生产和供应业	0.50%	0.00%	-0.10%	0.40%
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-1.60%	0.00%	-0.80%	0.70%	造纸和纸制品业	-3.30%	0.00%	0.00%	1.10%
化学原料和化学制品制造业	-1.60%	-0.10%	-0.70%	6.70%	食品制造业	-1.70%	0.00%	0.10%	1.60%
汽车制造业	-3.80%	-0.30%	-0.70%	7.70%	纺织服装、服饰业	0.20%	0.00%	0.10%	0.90%
电气机械和器材制造业	-2.10%	-0.20%	-0.40%	8.00%	酒、饮料和精制茶制造业	-1.20%	0.00%	0.10%	1.20%
黑色金属冶炼和压延加工业	-12.90%	-0.80%	-0.40%	5.90%	电力、热力生产和供应业	1.50%	0.10%	0.20%	7.30%
金属制品业	-2.00%	-0.10%	-0.40%	3.40%	铁路、传播、航空航天和其他运输设备制造业	0.10%	0.00%	0.30%	1.10%
燃气生产和供应业	-1.50%	0.00%	-0.40%	1.50%	有色金属冶炼和压延加工业	24.00%	1.40%	0.50%	6.20%
医药制造业	-0.60%	0.00%	-0.40%	1.80%	烟草制品业	0.20%	0.00%	0.60%	1.00%
通用设备制造业	-1.10%	0.00%	-0.30%	3.60%	化学纤维制造业	1.90%	0.00%	0.70%	0.80%
专用设备制造业	-1.30%	0.00%	-0.30%	2.80%	有色金属矿采选业	26.70%	0.10%	0.70%	0.30%
橡胶和塑料制品业	-1.70%	0.00%	-0.30%	2.20%	石油和天然气开采业	-5.80%	-0.10%	1.20%	0.90%
计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.00%	-0.20%	-0.30%	11.80%					

一、实施收缩性的行政手段，超额、超前完成产能去化任务

- ◆ 分地区制定目标，并将地区总目标按年度进行拆解。以钢铁为例，去产能年度目标是2016年4500万吨；2017年钢铁5000万吨左右；2018年钢铁3000万吨左右。以湖北为例，省政府计划用时3年，去化煤炭与钢铁行业产能分别达800万吨与300万吨。
- ◆ 成立专属职能部门，持续通报产能去化情况，对落后于计划的省份实施约谈。
- ◆ 政府部门通过强化执法力度与制度约束确保改革目标落实，具体措施包括：法律与标准约束、跨部门联合执法、动态监管与问责。通过这些举措，有效遏制地方保护主义，推动产能优化和行业规范。

成立专属职能部门盯进度，不定期通报产能去化情况，约谈地方政府

部门	日期	文件	主要内容
国家发展改革委	2016/6/15	国家发展改革委举行6月份定时主题新闻发布会介绍宏观经济运行情况并回应热点问题	根据国务院批准，建立化解钢铁煤炭过剩产能和脱困发展工作部际联席会议制度。同时，形成定期沟通会商机制。
	2016/8/11	关于煤炭去产能和专项执法活动开展情况的通报	通报产能去化进展，针对地区进度不均衡的问题，问询相关地方政府。
发展改革委同有关部门	2016/7/7	发展改革委同有关部门召开全国电视电话会议加快推进钢铁煤炭行业去产能工作	强调指标拆分与落实工作，明确去产能的任务节奏。
国家发展改革委运行局会同国家能源局煤炭司、煤矿安全监管司、国资委改组局	2016/9/14	我委会同有关部门对部分煤炭去产能进展滞后省份进行约谈	多部门联合，约谈煤炭去产能化进度滞后的省份与地区。
国新办	2017/1/10	国新办举行引领经济发展新常态和供给侧改革有关情况发布会	评价去年去产能工作成效显著，年度任务提前超额完成，为行业转型升级奠定了坚实基础。

去产能目标按年度拆解，按地区分配

部门	日期	文件	主要内容
国务院	2016/2/4	国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见	从2016年起，计划在五年内将粗钢产能减少1亿至1.5亿吨。
	2016/2/5	国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见	2016年至2021年期间，计划退出约5亿吨产能。
	2017/3/5	政府工作报告	当年将压减约5000万吨钢铁产能，同时退出超过1.5亿吨煤炭产能。
	2018/3/5	政府工作报告	为推动行业转型升级，今年将压减约3000万吨钢铁产能，并去化约1.5亿吨煤炭产能。
国家发展改革委	2016/6/15	国家发展改革委举行6月份定时主题新闻发布会介绍宏观经济运行情况并回应热点问题	各地方政府已完成有关钢铁、煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的目标责任书签订。
湖北省政府	2016/6/19	湖北省政府召开全省钢铁煤炭行业化解过剩产能和脱困升级工作会议	根据中央决策部署，省政府对本省降产能任务进行拆解。决定在3年内，在淘汰钢铁落后产能的基础上，去化煤炭与钢铁行业产能分别达800万吨与300万吨，关闭退出80处煤矿，力争达到100处。
国新办	2017/1/10	国新办举行引领经济发展新常态和供给侧改革有关情况发布会	根据去产能政策要求，超额完成钢铁煤炭行业产能压降任务。钢铁行业压减产能4500万吨，煤炭行业压减产能2.5亿吨。

多部门联合执法，严厉打击违规超限生产

部门	日期	文件	主要内容
国家发展改革委	2016/5/6	违法违规建设煤矿治理工作电视电话会议召开	对全国146个违法违规建设煤矿的专项稽查情况进行了通报。
	2016/8/18	关于进一步贯彻落实煤矿节日停产放假和落实减量生产的通知	公布暗访结果，大多数地区与煤炭企业已落实节假日不生产的要求。
钢铁煤炭行业化解过剩产能和脱困发展工作部联席会议办公室	2016/9/12	钢铁煤炭行业化解过剩产能和脱困发展工作部联席会议办公室对江苏省新沂小钢厂违法生产销售有关情况通报	通报钢厂违规生产，追究地方政府不作为，同时督促地方政府在省内开展全面自验。
国家发展改革委、质检总局、安全监管总局等	2016/9/29	钢铁煤炭行业化解过剩产能联合执法	完成环保、国土、能耗、质量、安监等方面联合执法专项行动。
国新办	2017/1/10	国新办举行引领经济发展新常态和供给侧改革有关情况发布会	通报江苏省、河北省违规生产问题，以及相关省级干部受到处分。

一、扩张性行政手段确保经济驱动引擎替换，财政补贴、安置劳动力

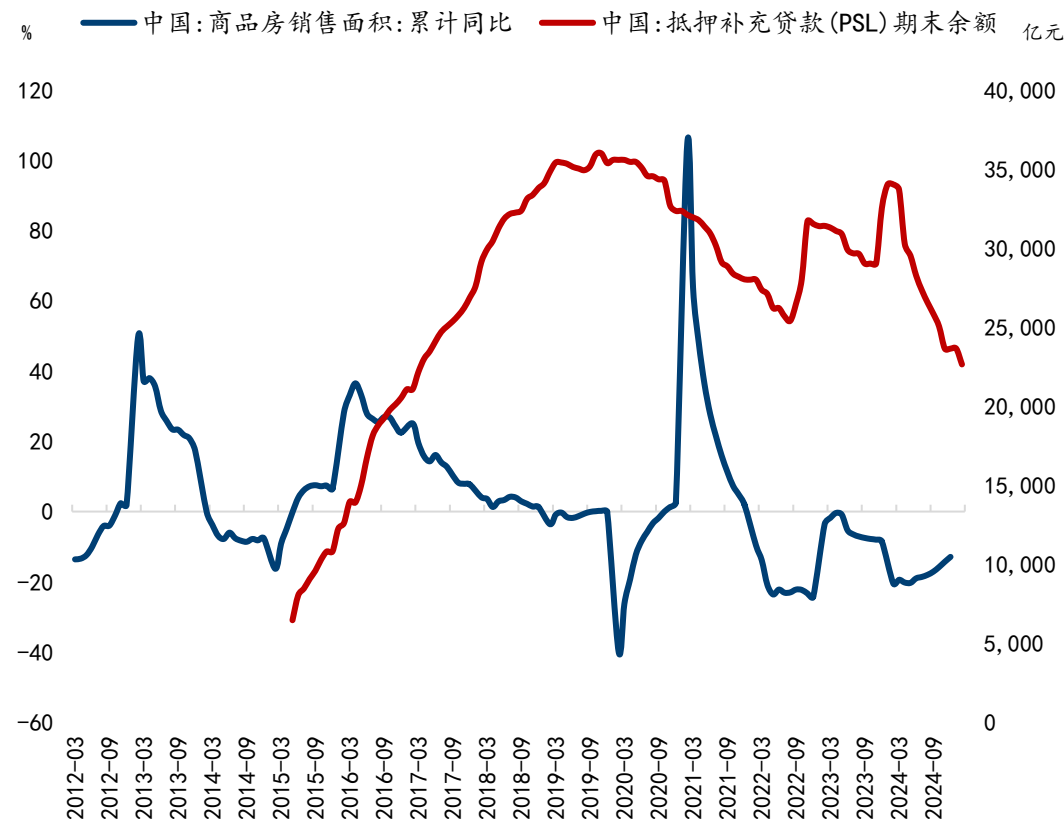
棚改货币化重启地产金融加速器，地产补充制造业产出缺口

部门	日期	文件	主要内容
国务院	2015/6/30	国务院关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见	继续推进棚改货币化安置，优化安置方式，推动房地产市场平稳健康发展。
	2019/4/15	国务院关于进一步推进城镇棚户区和城乡危房改造工作的指导意见	调整棚改政策，因地制宜地推动棚改与城市更新相结合，提升城市功能。
	2021/6/10	国务院关于进一步推进城镇棚户区和城乡危房改造工作的指导意见	结合棚改与城市更新进度，进一步调整棚改政策，以改善城市居住环境和提高公共服务水平。
住房和城乡建设部	2016/2/6	住房和城乡建设部关于做好2016年城镇棚户区和城乡危房改造工作的通知	提高棚改过程中货币化安置比例，促进棚改工作与房地产去库存任务结合。
	2018/7/12	住房和城乡建设部关于做好2018年城镇棚户区和城乡危房改造工作的通知	调整棚改政策，适当降低货币化安置比例的同时，提高实物安置比例，以避免商品房价格上涨速度过快。
	2020/3/27	住房和城乡建设部关于做好2020年城镇棚户区和城乡危房改造工作的通知	持续支持棚改货币化安置的同时，重点支持改善居民的居住条件，推进老旧小区改造工程。

中央财政发力，补贴并重新安置产能去化挤出的劳动力

年份	部门	财政举措	其他举措
2016年	国务院	中央财政安排1000亿元专项奖补资金，用于分流职工安置。安置分流职工110多万人。	根据职工、企业意愿及协商结果，对距法定退休年龄5年以内的职工，依法变更劳动合同，企业为其发放生活费并缴纳基本养老保险费和基本医疗保险费。同时，加强再就业帮扶，充分挖掘企业内部潜力。

棚改货币化刺激下，地产销售跃升



- ◆ 为弥补制造业去产能带来的产出萎缩，稳定重点产能去化行业的就业问题，15年供给侧改革同期**实施扩张性政策**。
- ◆ 其中对中国整体经济平稳运行起到最显著作用的政策当属**棚改货币化政策**，在2015年初，央行为棚改货币化储备的政策工具PSL出现明显放量，从2015年5月的6500亿元，上涨三倍至2016年底的20500亿元。同期，商品房销售面积扭转下降趋势，2016年，商品房销售累计同比增速一度高达33%。房地产板块的刺激对平抑制造业收缩带来的经济波动效果显著。
- ◆ 除此以外，在上一轮改革中，政府通过扩张性财政政策与配套措施，着力化解过剩产能、优化劳动力配置并激发企业活力。

15年供给侧改革成效分析：
供给侧改革的 α 小于 β

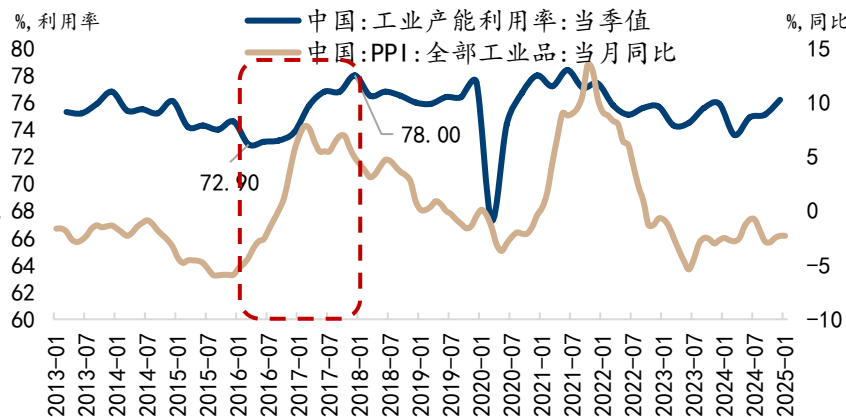
02

二、至18年，供给侧改革成功扭转量价双跌、库存高企、利润下滑的趋势

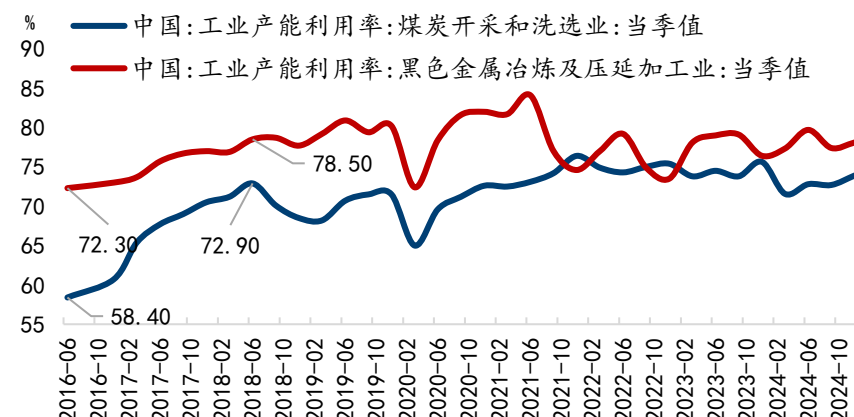
◆ 从产能利用率角度看，15年供给侧改革的效果十分显著。政策实施两年后，中国工业部门产能利用率从有数据以来的历史最低水平**72.9%**，回升至**78.0%**。根据国家发展改革委发布的数据，在钢铁行业，16-18年累计压减粗钢产1.5亿吨以上，提前完成“十三五”去产能目标任务。

◆ 供需再平衡下，工业产成品价格同比快速触底反弹。在2016年内便从回升至正增长区间，并在2017年间大致保持3-5%的增速。2015年，螺纹钢的全国均价约为2000元/吨，两年后回升至3800元/吨的水平，涨幅高达90%，整体行业利润水平也受到大幅度的提振。煤炭方面，2015年环渤海5500大卡动力煤价格指数全年呈现持续下跌趋势，平均价约370元/吨。2017年环渤海5500大卡动力煤价格指数均值升至600元/吨左右，较2015年上涨约62%。**2018年煤炭行业利润也回到了2010年历史高点左右的水平。**

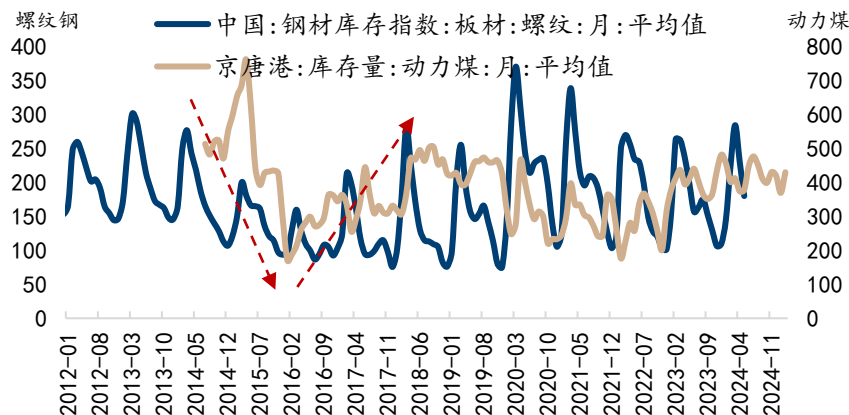
闲置产能的去化推动产能利用率回升，工业品价格反弹



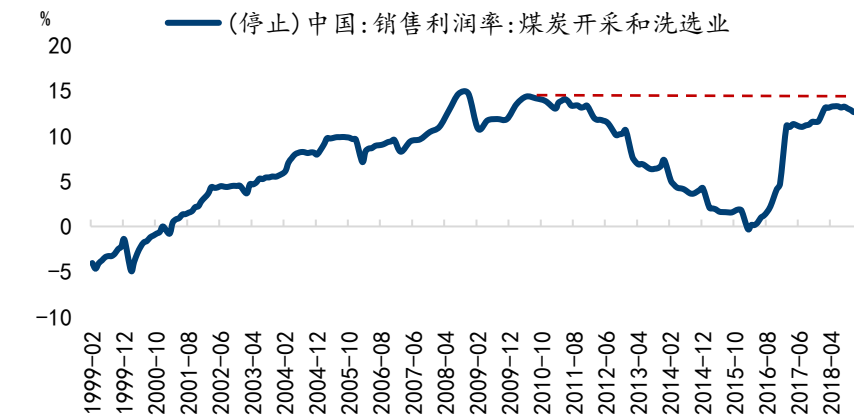
改革有效提升前期高闲置率行业（钢铁、煤炭）的产能利用率



供给侧改革后，重点行业库存呈现V形走势



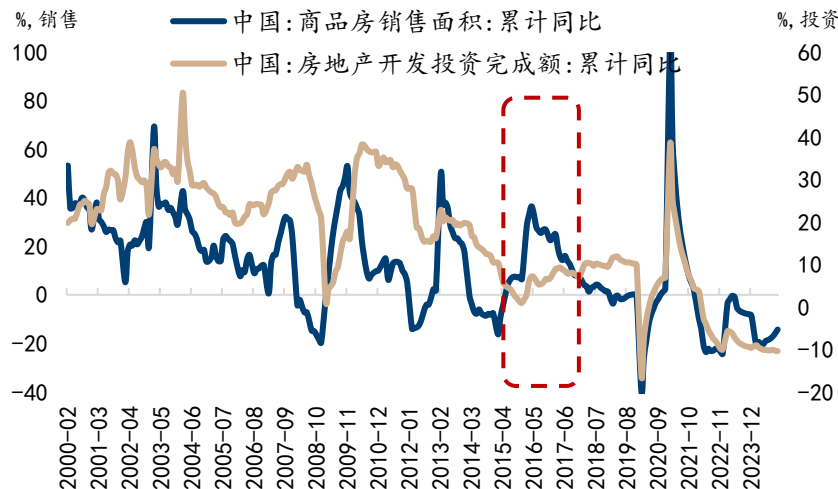
煤炭行业利润率重返2010年水平



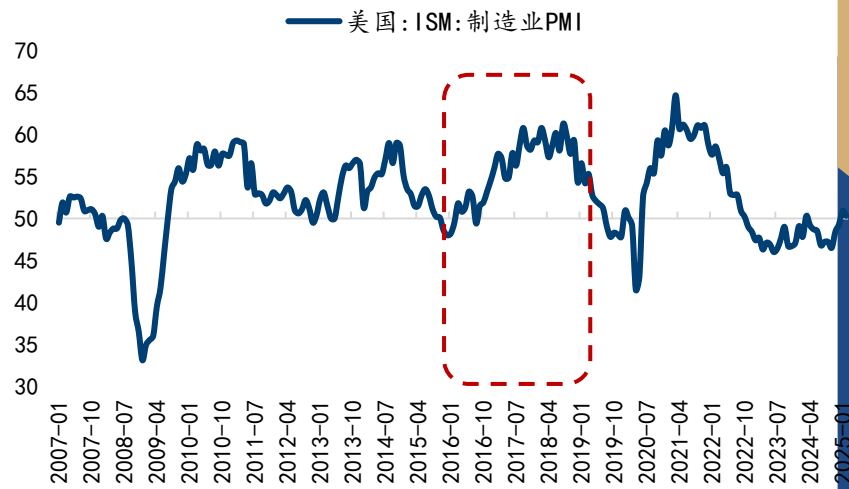
二、供给侧改革以外的外部环境变化影响不可忽视

- ◆ 不妨将外部的概念拆分开成两个层面：制造业的外部与中国经济的外部
- ◆ **制造业外部，地产行业的复苏承接了一部分制造业作为经济引擎的作用。**数据上可见，在棚改货币化的作用下，商品房销售面积同比出现了显著的回升，从15年初的-16.3%，短短的4个月时间内便回到正增长的区间，并于16年的4月份达到36%左右的正增速。进一步地，也引导房地产投资摆脱了负增长的可能，自此地产投资增速也开始了缓慢增长的脚步，直到后续疫情出现以及“三条红线”出台。
- ◆ **中国经济外部，海外经济体的修复拉动了对中国出口的资本品的需求，**进而我们看到中国制造业供需的快速再平衡。以美国为例，奥巴马政府推行的“购买国货”、“出口倍增计划”等政策在16年逐步显效，推动汽车、能源等传统制造业投资回升。2016年开始制造业占GDP比重出现短周期反弹，企业资本开支显著增加。同期随着大宗商品价格反弹，美国企业进入补库周期，带动生产和订单增长。

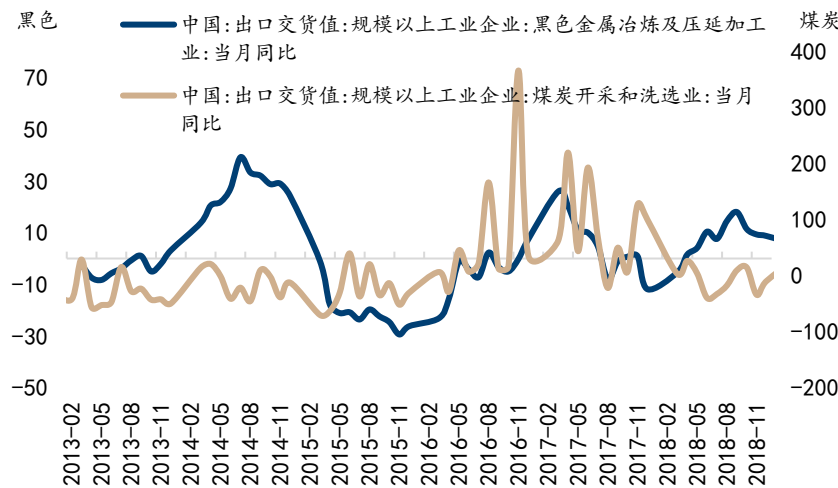
棚改货币化推动居民购房回升，进而一定程度上拉动地产投资



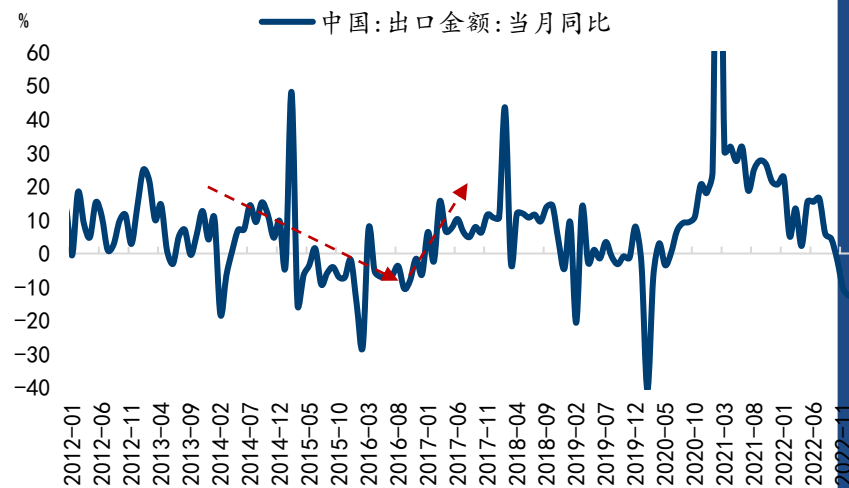
美国制造业回暖，一定程度上提振中国资源品的外部需求



重点去产能的行业扭转前期外部需求的低迷，出口量提升



整体出口止跌回升



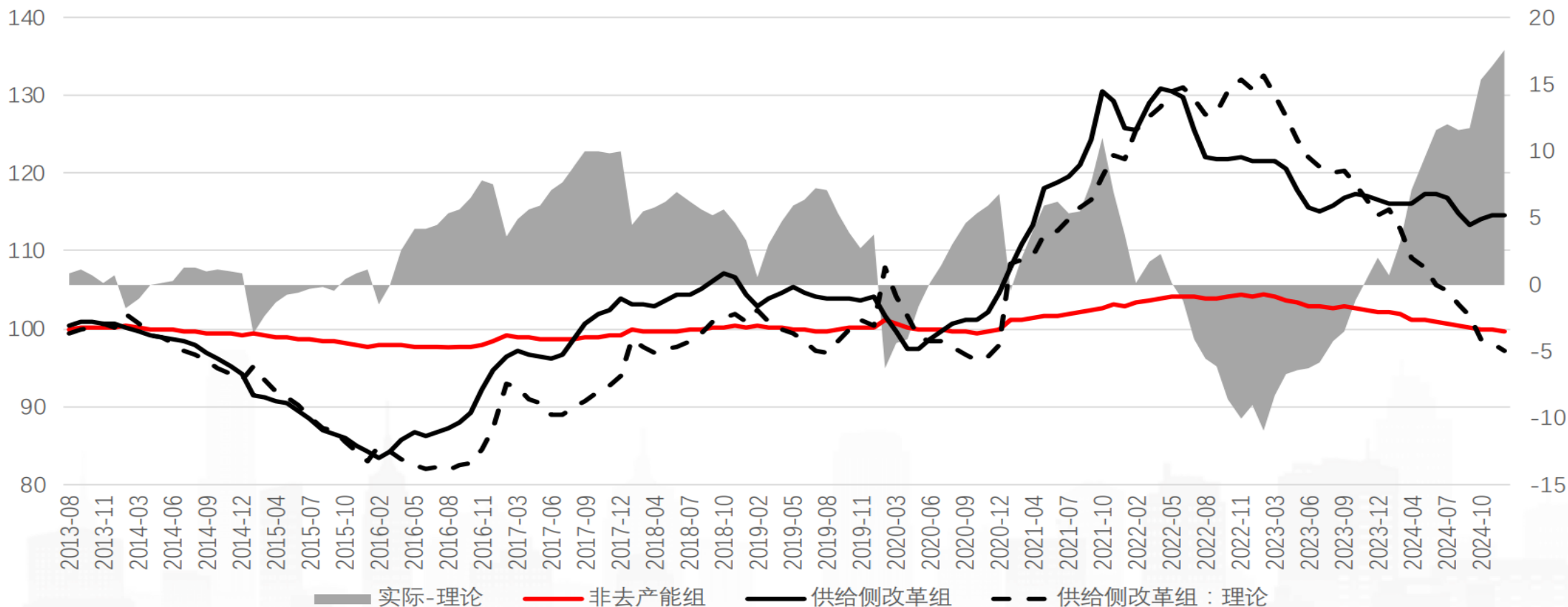
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

二、供给侧改革的 α 似乎没有想象中大

- ◆ 考虑到地产金融加速器以及海外需求对中国制造业需求的拉动，**供给侧结构性改革的效果可能没有那么显著**，这里我们借用CF40研究给出的定量模型，对比15年供给侧改革后，去产能组、非去产能组，以及如果不经历去产能的情况下去产能组理论上的表现。
- ◆ 供给侧改革的推行使得工业品价格提前回升，实验组（经历供给侧改革的12个行业）PPI的回升比对照组（如果）提前了大约两个季度。幅度上，可以测算出供给侧改革大概贡献三分之一的价格涨幅，PPI指数从82左右的水平上升到103左右，回升幅度21点，而阴影所代表的供给侧改革贡献，在19年中旬稳定在了7点的水平。而余下的三分之二由地产拉动以及外部环境改善等因素贡献。

供给侧改革动作将PPI回升提前了两个季度，就幅度而言，供给侧改革贡献了大概三分之一的价格涨幅

PPI指数

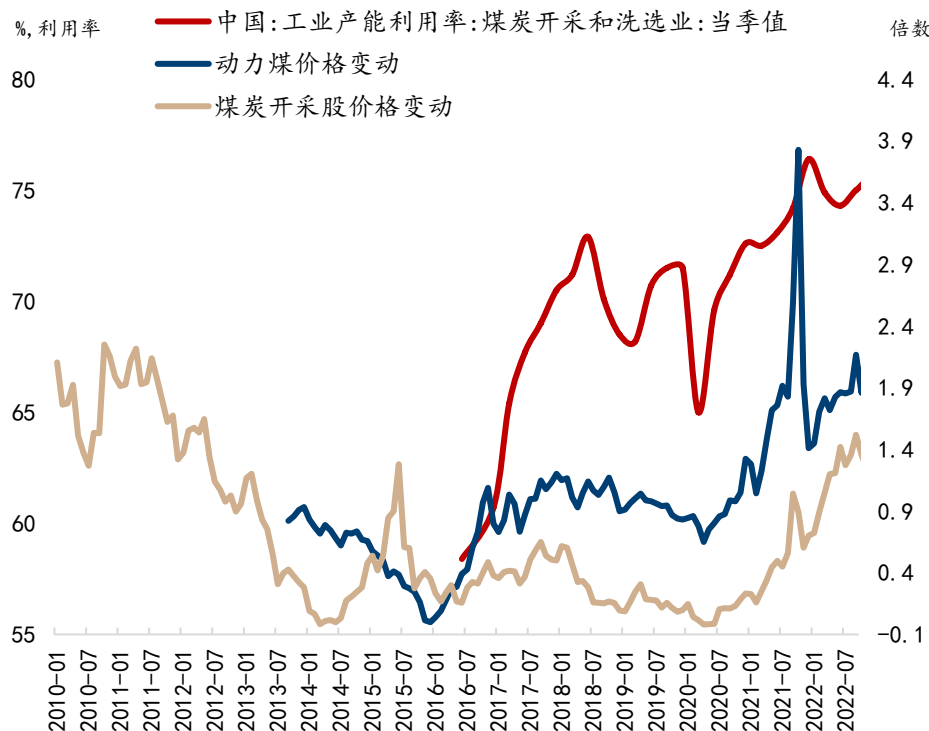


如何选择产能去化目标行业：
行业集中度是重要指标

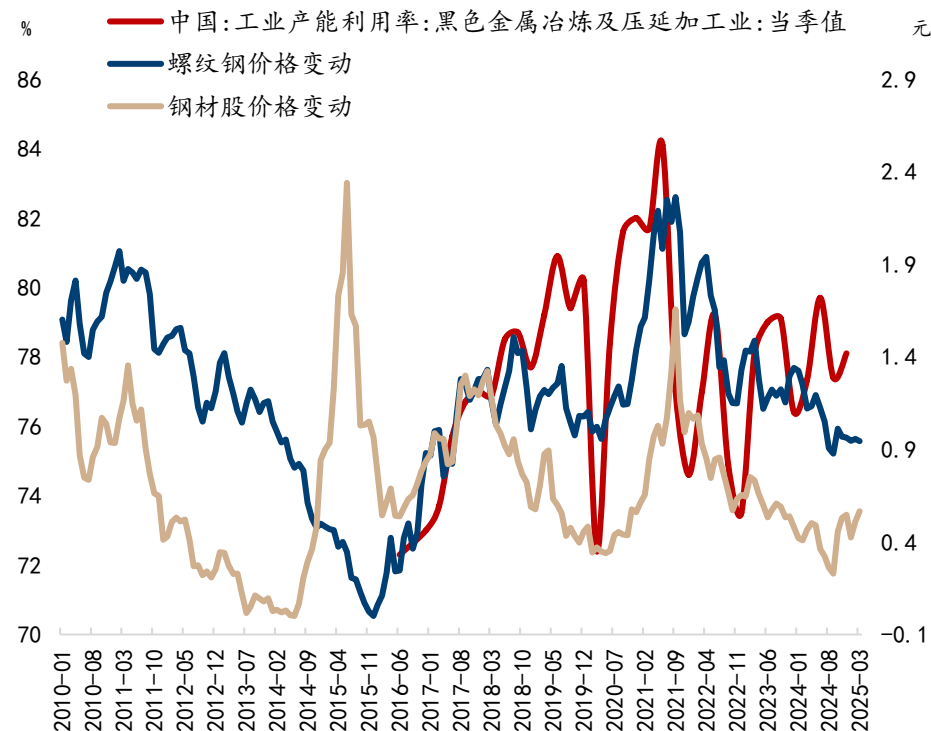
03

三、权益资产与实物资产的不同表现，引发我们对于行业集中度的一些思考

煤炭股票与商品反弹幅度相近，约为120%左右



钢铁股票反弹幅度显著强于实物资产

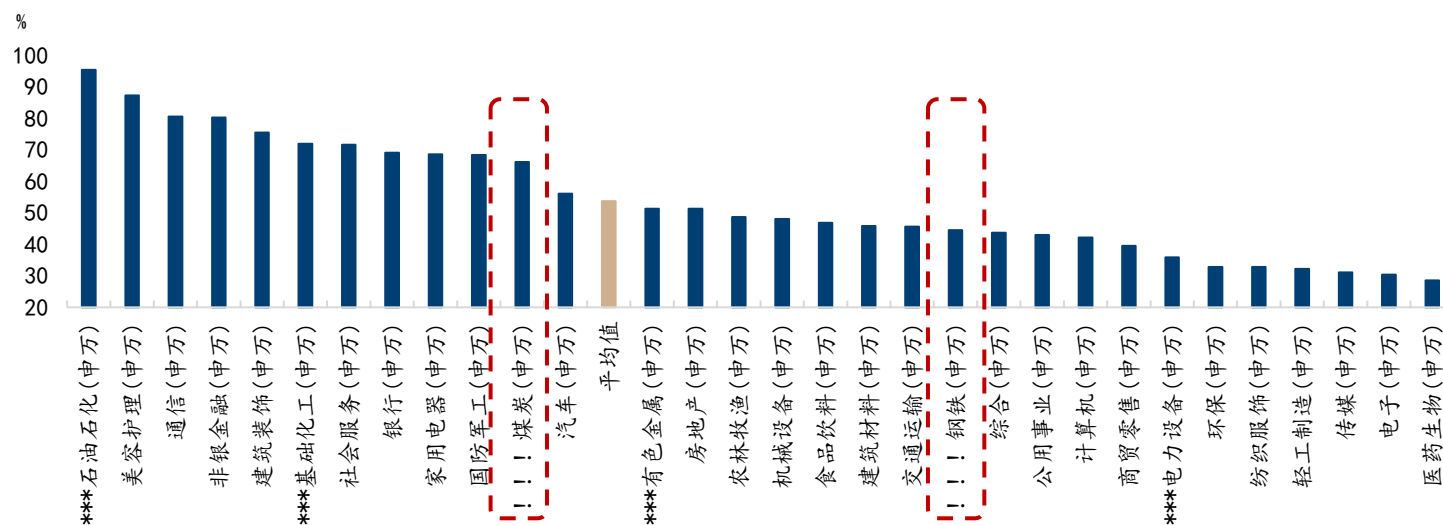


- ◆ 供给侧改革产能去化的预期驱动下，钢铁与煤炭行业权益资产率先计价，提前6个月左右先于实物资产（大宗商品）从底部反弹。
- ◆ 从资产价格变动幅度上看，钢铁与煤炭行业呈现不同的表现。在2015年至2018年间，煤炭股最高反弹120%，反弹幅度基本持平于动力煤。但钢铁股最高反弹了234%，远高于螺纹钢150%的最高涨幅。我们认为这样的差异化表现源自于钢铁行业在改革前的行业集中度远低于煤炭行业，行业集中度指标也引发我们重新思考2015年供给侧结构性改革选择目标行业的依据，以及供给侧改革推动工业品价格回升的深层路径。就此，我们提出以下问题。

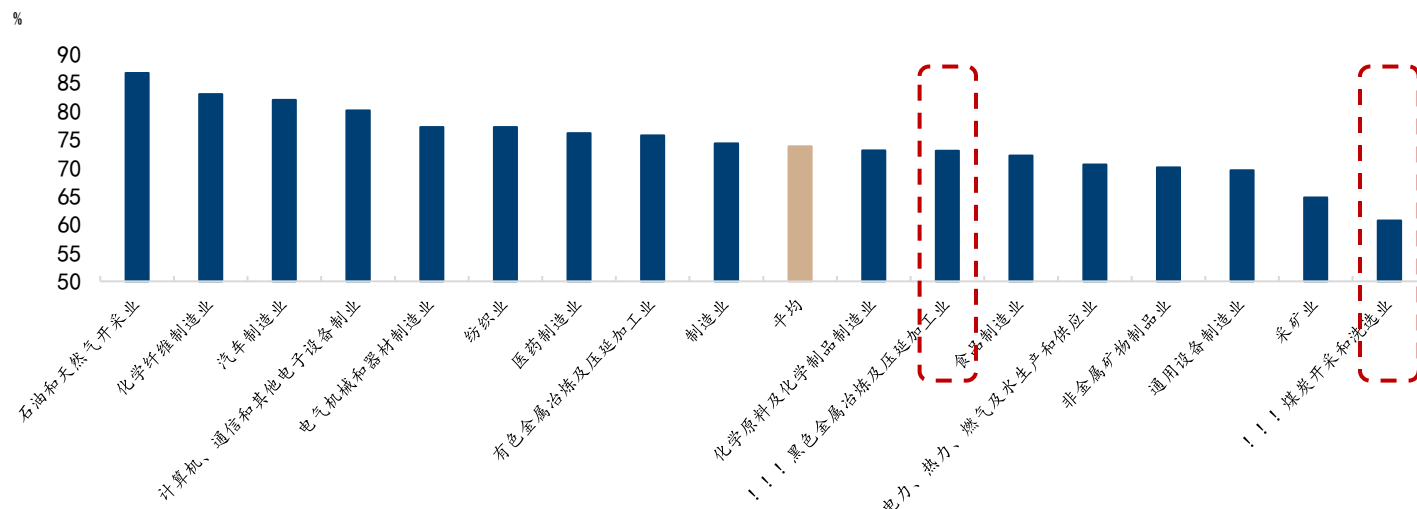
三、为什么被提及的总是钢铁与煤炭，其他行业呢？

- ◆ 每当回望2015年供给侧改革，钢铁和煤炭行业“壮士断腕”的产能去化往往成为典型记忆——钢铁行业压减粗钢产能超1.5亿吨，煤炭行业累计退出产能8亿吨。为什么有色、能化、电力等行业同样经历了这场产业重构，效果却不及前两者？
钢铁煤炭行业集中度与产能利用率双低。
- ◆ 以行业集中度为衡量标准（由于缺少直接衡量行业产能集中度的指标，暂且采用营收视角下的行业集中度作为代理指标），我们发现截至**2015年煤炭与钢铁行业的集中度处于全行业的中下水平**，其中钢铁行业集中度处于后三分之一水平，煤炭行业仅略高于行业平均值。范围缩小至15年供给侧改革的目标行业后，煤炭与钢铁行业的集中度水平也处于六个目标行业的中下水平。若将当年的中小煤矿煤窑、“地条钢”企业考虑在内，钢铁行业集中度CR10将下降至34.2%，煤炭行业集中度CR10将下降至35.5%，远低于国际平均水平。**较低的行业集中度导致企业无序盲目生产、对原价定价权低、利润水平低下。**
- ◆ 以产能利用率为衡量标准，钢铁与煤炭行业在供给侧改革实施一年后（2016年），产能利用率仍处于低水平，其中煤炭行业的产能利用率在全行业垫底，**供远大于求的状况极度压低行业利润水平，进一步加剧无序的恶性竞争，行业利润表现进入螺旋向下的趋势。**

在申万一级行业中，2015年钢铁行业CR5集中度处于后三分之一水平，煤炭行业集中度略高于平均值



供给侧改革实施一年后，钢铁与煤炭行业产能利用率仍低于平均水平，其中煤炭产能利用率垫底

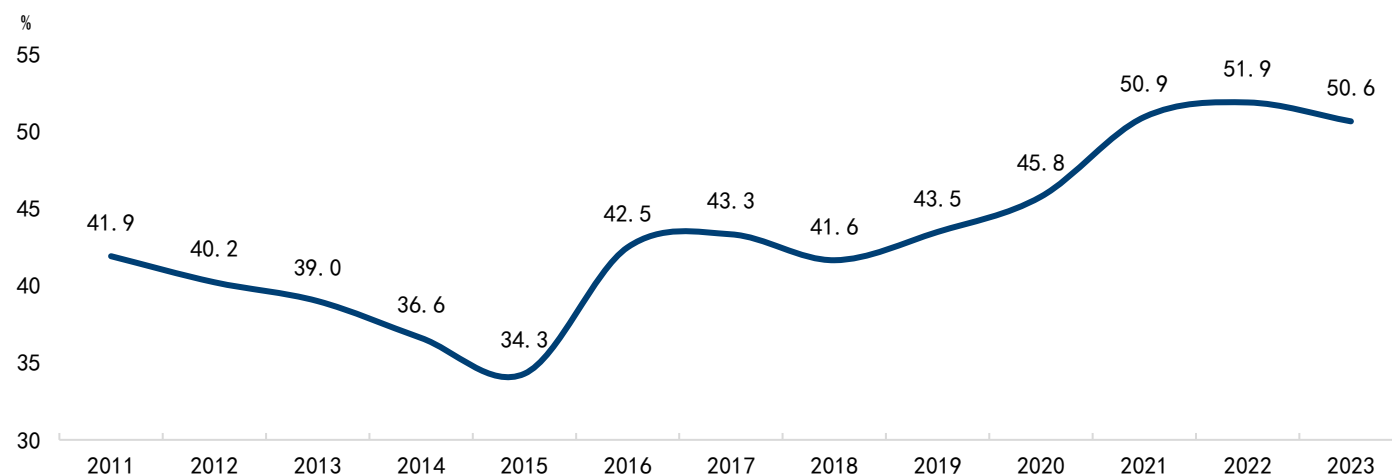


资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

三、（供给侧改革是否有效提高行业集中度？？）钢铁行业在供给侧改革后行业集中度上升明显

- ◆ 2015至2022年，钢铁行业集中度从34.3%上升至51.9%，上升17.6pct。以粗钢产量CR10作为钢铁企业产能的代理变量，我们发现中国钢铁行业的集中度在2015年降至2011年以来的最低点，供给侧改革实施后，集中度出现明显的回升，在2022年到达峰值51.9%。
- ◆ 2015年以来，钢铁行业集中度整体上呈现上升趋势，但也有波折。分阶段看，2015至2017年间，集中度在短短两年间快速上升9.03pct，主要是源自前文提到的外部环境改善、地产棚改货币化、以及供给侧改革。在2017至2018年间，集中度出现过小幅度的下行，下降1.68pct。主要是因为铁矿石价格上涨导致大型钢厂的长流程炼钢工艺成本上行，而对短流程的成本影响较小，叠加同期部分中小钢厂环保达标豁免限产，头部钢厂产量增涨慢于中小钢厂，故集中度有所下降。2018至2022年间，钢铁行业集中度继续上行，四年间集中度上行10.22pct，核心驱动仍为供给侧改革的持续深化，具体表现为市场化的产能置换与跨区域的钢厂并购，这期间宝武集团完成了对马钢集团、太钢集团的收购。此外，“双碳目标”也倒逼集中度提升，2021年提出钢铁行业碳达峰目标，进一步加深政策约束，推动市场分化，实现产能集中。2022至2023年间，集中度下降2.22pct，主要因为地产与制造业的需求收缩，大型钢厂主动减少产量。

2015-2022年间，钢铁行业集中度经历“两段式”上升



2011年以来，钢铁行业集中度变化及核心驱动

阶段	集中度变化幅度	核心驱动	标志性事件
2011-2015	-7.62%	产能过剩与中小企业无序扩张	—新沂市华达钢铁在2010至2016年间非法生产地条钢17.5万吨，销售收入达6.4亿元。
2015-2017	9.03%	供给侧改革启动	—2017年全面取缔非法地条钢产能1.4亿吨，中小钢厂加速出清
2017-2018	-1.68%	大型钢厂成本上升 中小钢厂达标豁免限产	—2018年铁矿石均价涨至95美元/吨，长流程钢厂成本承压，短流程电炉钢占比提升 —2018年冷轧板卷等产品出口退税归零，大型钢企出口订单收缩
2018-2022	10.22%	市场化产能置换深化 跨区域并购潮 “双碳”目标倒逼转型	—修订《产能置换实施办法》 —宝武集团收购马钢（2019）、太钢（2020） —2020年钢铁纳入全国碳市场试点
2022-2023	-1.22%	需求收缩与利润挤压	—2022年中国商品房销售面积同比下滑24.3%；同期全国规模以上工业企业利润同比下降4%

资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

三、市场化机制在钢铁行业传导不畅，成本因素影响较大

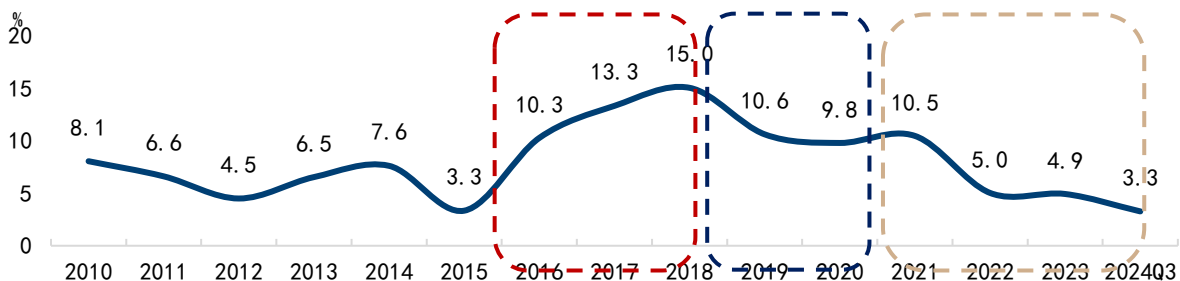
◆ 钢铁行业“产能利用-集中度-盈利”关联性受成本因素影响。大致可以将钢铁行业从2015年至今的变化分为三段，**第一段是从15年至18年**，期间供给侧改革出清落后产能，显著地提高了钢铁行业的产能利用率，也提高了行业集中度，同时成本端铁矿石价格虽有上升，但幅度低于产成品价格上升，且在17-18年期间保持相对平稳，进而推升行业毛利率提升近12pct。**第二段是从18年至21年**，期间钢铁行业的供给侧继续深化，产能利用率与行业集中度仍在上升，但同期行业利润水平却出现了较为明显的下降，原因15年后四大矿山资本开支停滞不前，19年初巴西铁矿矿难大幅推升铁矿石价格，而钢铁产成品价格升幅却不及成本，挤压钢厂利润，两年间钢铁行业利润率水平下降5.2pct。**第三段是从21年至今**，铁矿石成本虽有所下行但中枢水平相比15-16年仍有较大幅度的抬升，受利润下降影响，钢铁行业调降产能利用率，但调降后的利用率仍高于16年水平，同期利润继续快速下滑，2024年第三季度普钢行业毛利率降至3.3%，与2015年持平。

◆ 2021年后，钢铁行业利润水平的下降并未有效引导产能利用率下行。钢厂的行业特性在一定程度上违背市场化规律，首先，钢铁行业的头部企业多为国有性质，其资金成本较低，在较低的毛利率水平下也能维持经营；其次，钢铁行业是部分省份的重要产业，地方政府出于对经济总量的呵护，会对钢铁企业实施资金扶持、税收优惠、绿色补贴等政策支持，故毛利率极低的钢厂也能维持生产；最后，钢厂经营视角下，是通过平均盈利水平衡量经营状况的，盈利年份的丰厚利润储备，可以帮助钢厂抗住后续年份的盈利下滑，熨平盈利波动。

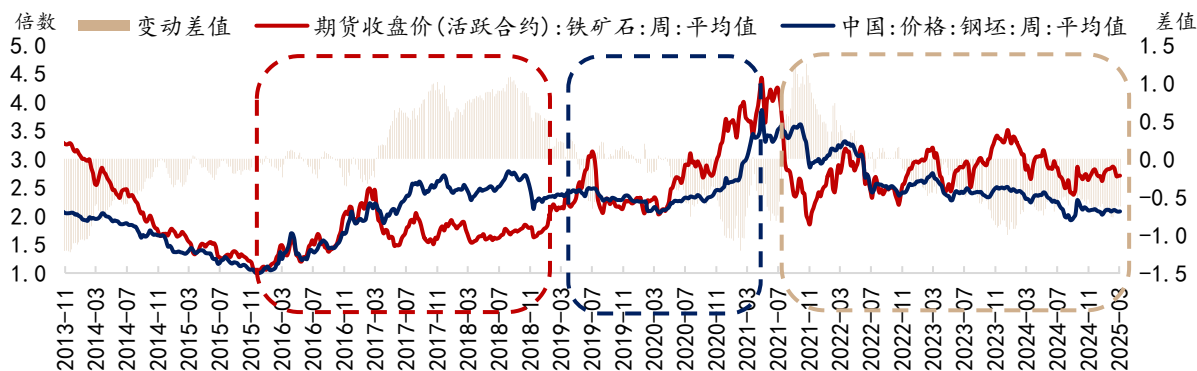
2021年后，钢铁行业产能利用率开始下降，但当下产能利用率水平仍高于2016年中



集中度提升推动普钢行业毛利率显著提升12pct，但在2018年后这种效应不再明显



铁矿石价格的攀升是打断“产能利用率-集中度-利润水平”关联性的最主要因素



资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

三、诸多疑问仍有待解决

- ◆ 在供给侧结构性改革选择目标行业一事上，行业集中度在一定程度上解释了产能利用率、产成品价格、对PPI拉动、利润水平难以自洽的部分。但这些指标不足以解释全部，以钢铁与煤炭行业为例，我们仍然可以体察到其他考量因素的存在：**1.钢铁煤炭行业更易施加行政手段**：一方面，行业产成品种类相对较少，行政部门更易通过统一的价格数据对行业经营状况形成感知。另一方面，钢铁煤炭行业更容易找到施加行政命令所需要的指标，例如能耗、环保。**2.煤炭钢铁企业较多具有国企性质**：行业头部公司多为国有企业，处于能源安全的考量，政府更有意愿推动产能向头部企业集中。
- ◆ 我们认为行业集中度的提升是供给侧改革的重要手段，但对于这一指标，还有很多疑问等待探索：
 - 同样经历上一轮供给侧改革的行业，为什么不同行业集中度的变化大相径庭？？？
 - 营收集中度显然不是最合适的集中度指标，有没有其他视角下的集中度指标可以用来横向衡量不同行业的集中度，同时统计方法相对简便？？？
 - 潜在去产能的行业有多大的集中度提升空间？？？

不同行业集中度变化趋势存在较大的差异

代码	名称	2015年去产能的行业	潜在去产能的行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (Q3)
801010.SI	农林牧渔(申万)	0	1	42.59	48.32	46.70	46.78	46.33	48.69	49.50	43.48	42.48	45.37	55.77	54.69	54.90	54.90	57.16
801030.SI	基础化工(申万)	1	1	82.19	81.11	81.97	80.30	78.41	71.92	67.39	66.05	66.55	66.56	59.96	21.85	19.73	19.73	19.89
801040.SI	钢铁(申万)	1	1	44.21	43.30	43.17	44.02	44.90	44.44	42.04	47.67	46.66	43.50	40.52	38.35	38.61	38.61	39.94
801050.SI	有色金属(申万)	1	1	54.77	53.05	54.91	54.18	52.40	51.30	49.21	44.12	42.47	43.15	44.37	45.93	41.91	41.91	42.29
801080.SI	电子(申万)	0	1	22.12	21.45	29.03	31.32	30.02	30.37	29.71	25.98	49.39	45.87	43.02	43.12	38.36	38.36	38.57
801110.SI	家用电器(申万)	0	0	67.41	69.81	68.07	70.57	71.09	68.59	68.00	68.82	68.63	73.92	71.28	67.09	68.95	68.95	68.96
801120.SI	食品饮料(申万)	0	1	54.47	51.10	50.79	52.64	50.91	46.79	45.85	45.96	45.03	44.90	45.07	42.32	43.83	43.83	42.68
801130.SI	纺织服饰(申万)	0	0	35.46	33.67	33.06	34.27	32.15	32.81	33.71	30.47	31.50	44.95	30.26	34.52	38.73	38.73	41.71
801140.SI	轻工制造(申万)	0	0	39.15	36.49	35.85	35.25	34.48	32.17	29.64	29.23	28.43	28.41	27.42	24.45	23.75	23.75	23.40
801150.SI	医药生物(申万)	0	0	29.35	30.55	30.87	30.21	29.47	28.50	28.98	26.34	25.53	26.00	25.09	25.03	25.69	25.69	26.81
801160.SI	公用事业(申万)	0	0	54.49	55.53	53.60	51.56	46.84	42.96	39.64	37.09	36.49	36.21	34.30	37.80	35.26	35.69	34.90
801170.SI	交通运输(申万)	0	0	57.75	54.38	49.76	46.59	46.71	45.55	46.42	48.48	44.67	47.19	55.33	55.21	52.66	52.66	49.47
801180.SI	房地产(申万)	0	0	35.08	37.15	42.34	42.69	43.33	51.29	47.33	47.24	48.78	49.03	50.18	53.33	56.00	56.00	58.66
801200.SI	商贸零售(申万)	0	0	44.17	43.28	40.85	41.02	37.55	39.54	43.00	40.28	40.87	43.71	52.58	41.94	37.58	37.58	37.15
801210.SI	社会服务(申万)	0	0	69.03	68.93	70.21	69.34	67.70	71.61	66.33	63.40	65.30	70.01	79.41	46.10	43.70	43.70	53.65
801230.SI	综合(申万)	0	0	55.00	54.16	59.01	53.50	48.96	43.63	45.00	83.40	86.71	58.94	58.80	67.18	72.54	72.54	74.31
801710.SI	建筑材料(申万)	0	0	48.14	50.50	50.34	50.84	49.89	45.76	45.17	41.59	49.97	56.14	55.29	58.22	53.40	53.40	50.99
801720.SI	建筑装饰(申万)	0	0	84.52	80.81	76.56	76.54	76.17	75.48	74.47	72.81	71.05	71.41	69.70	67.28	66.65	66.65	68.30
801730.SI	电力设备(申万)	1	0					38.40	35.86	32.08	25.98	26.74	28.93	28.28	25.44	24.87	24.87	22.93
801740.SI	国防军工(申万)	0	0					69.02	68.31	56.90	46.49	48.48	40.48	44.14	39.78	42.89	42.89	45.58
801750.SI	计算机(申万)	0	1					47.19	42.16	40.36	36.12	36.97	35.33	34.53	39.58	37.12	37.12	42.68
801760.SI	传媒(申万)	0	0	52.48	48.13	47.10	45.73	28.13	31.10	28.03	25.52	27.81	29.84	24.20	20.08	22.65	22.65	26.87
801770.SI	通信(申万)	0	1					83.03	80.53	77.71	69.71	65.98	68.76	70.23	77.19	84.66	84.66	84.64
801780.SI	银行(申万)	0	0					71.52	69.02	65.87	66.93	65.92	59.69	59.13	58.99	57.96	57.96	57.79
801790.SI	非银金融(申万)	0	0					91.30	80.25	85.78	84.06	86.39	84.35	82.32	79.46	79.32	79.32	80.31
801880.SI	汽车(申万)	0	1					58.98	56.01	55.80	55.82	57.29	55.27	50.80	47.76	50.95	50.95	49.21
801890.SI	机械设备(申万)	0	0	31.15	29.28	28.33	25.78	44.49	47.99	44.83	41.16	39.43	40.19	40.18	39.85	30.65	30.65	31.38
801950.SI	煤炭(申万)	1	1	62.11	62.99	65.83	66.74	66.53	66.10	67.39	65.51	63.47	64.82	66.82	64.66	61.52	61.52	64.00
801960.SI	石油石化(申万)	1	1	97.78	97.07	97.13	96.67	96.20	95.33	93.53	92.82	92.00	90.96	89.28	90.24	88.08	88.08	88.63
801970.SI	环保(申万)	0	0	44.97	39.71	37.65	34.39	31.57	32.83	38.71	37.26	33.45	31.55	29.34	26.00	22.84	22.84	22.60
801980.SI	美容护理(申万)	0	0	80.72	81.20	83.91	85.03	86.15	87.24	88.96	78.62	68.08	61.37	54.45	47.70	44.97	44.97	42.16

潜在改革方向：
向产业中下游转移

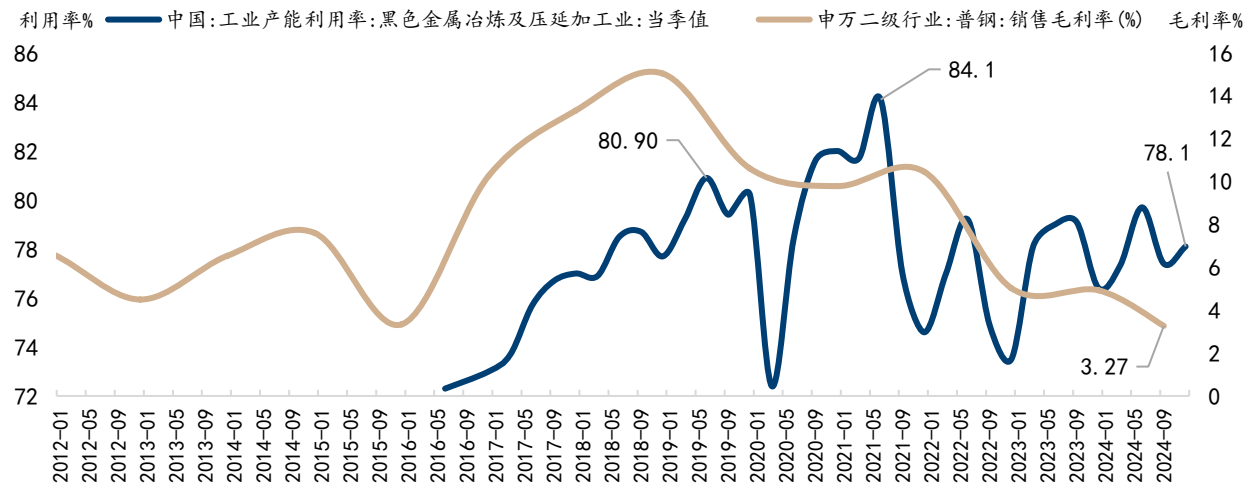
04

四、钢铁行业或仍将成为潜在供给侧改革的支点

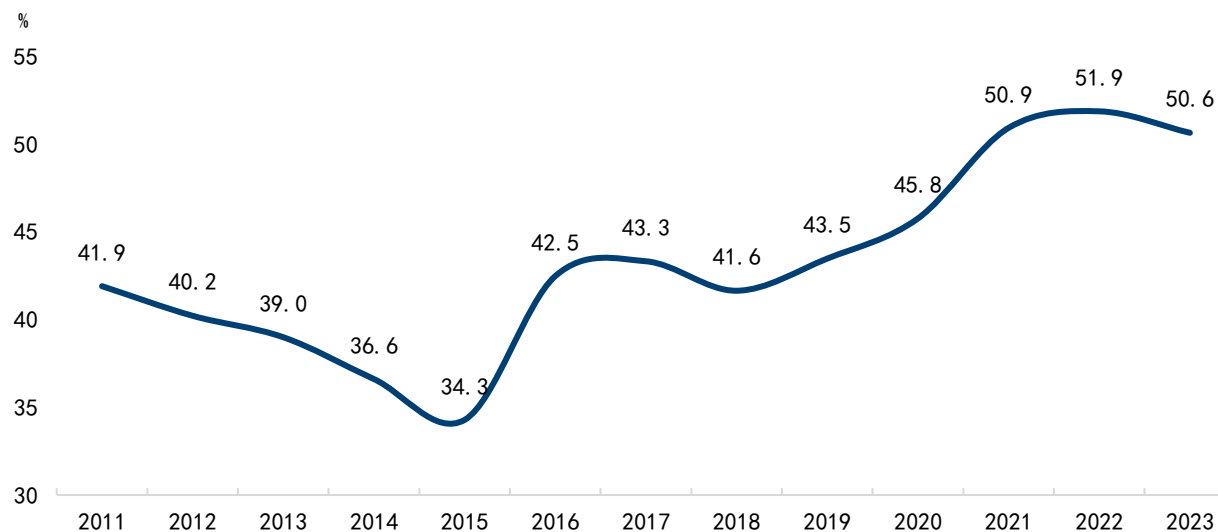
◆ 潜在的新一轮供给侧改革仍将重点关注钢铁行业的产能去化。在产能利用率、行业集中度、企业盈利的视角下，钢铁行业仍有通过提高产能利用率增厚利润的空间，路径上，会通过行政手段淘汰低端产能（提高头部集中度）的方式实现。在产能利用率方面，24年第四季度钢铁行业产能利用为78.1%，低于上一轮供给侧改革后产能利用率高点3pct左右，低于近十年产能利用率最大值6pct。根据当前中国钢厂高炉与电炉占比9：1，可以估算出钢厂产能利用率的理论上限为91%，有13pct的提升空间，供需再平衡的过程中就将有效引导利润水平的回升。产能去化将通过淘汰低端产能的方式实现，进一步提升头部钢厂的集中度，参考美国，2024年其钢铁行业CR3有76%之高，相比之下中国钢铁行业CR10 50.6%的水平提升空间巨大。

◆ 钢铁行业产能去化将由行政手段推动。一方面，钢铁行业市场化出清产能难度较大。如前文所述，钢铁行业扛亏损意愿强、部分企业资金成本低、地方政府呵护等因素导致行业自行出清速度慢、时间长，缓慢的出清将持续压制钢铁产成品价格，然而这与提升国内物价水平、推动通胀回到合意区间的目标相违背。另一方面，行政手段去低端产能有利于行业集中度的提升，又能保护国家重要战略物资生产安全。原因在于，钢铁行业国有企业多，这些国企钢厂承担守护钢铁战略物质基本盘的任务，但鉴于体量大，生产调控灵活度，利润压力高于小型钢厂，市场化出清过程中，“受伤”将更为显著。而行政手段去低端产能得动作，既有利于行业集中度的进一步提升，提高中国钢铁行业在成本端的溢价能力，又能加强对国家战略物资的保护。

根据历史数据估算，中国钢铁产能利用率理论提升空间有13pct



当前中国钢铁行业CR10为50.6%，而美国钢铁行业CR3便已达到76%



资料来源: CF40, 国泰君安期货研究

四、潜在一轮供给侧改革目标行业将向中下游转移

- ◆ 复用产成品价格降幅、本行业产成品价格对PPI整体的拉动、行业盈利下降幅度这三个指标，我们寻找出当下产能存在过剩的行业。钢铁、煤炭、油气、化工仍展现出供大于求的格局，但新一轮潜在供给侧改革或将向产业链中下游转移，新增潜在新一轮供给侧改革目标行业（以下简称新增目标行业）将包含汽车制造业、电器机械和器材制造业、金属制品业、计算机通信和其他电子设备制造业、及农副食品加工业，新进入的目标行业和当下中国经济重要引擎的“新三样”高度重合。

潜在的新一轮供给侧改革将向产业链中下游转移，“新三样”行业或将成为产能去化的目标行业

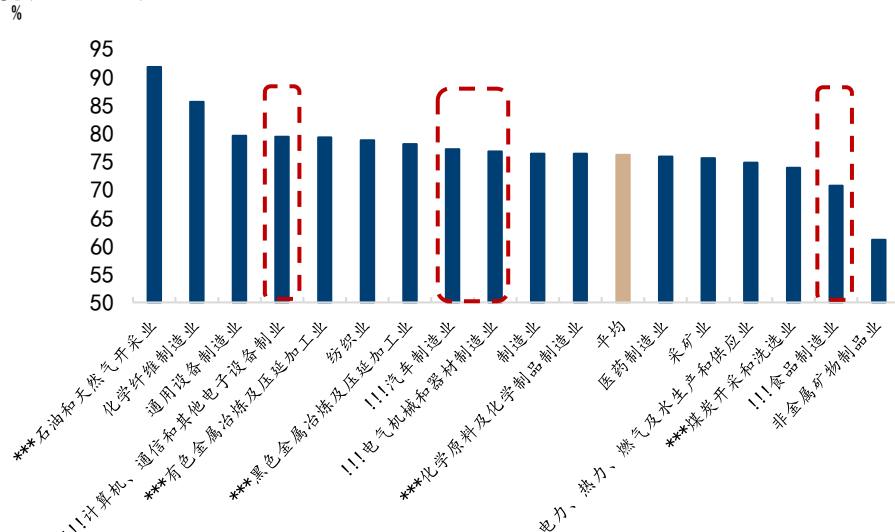
行业名称	PPI 变化	对 PPI 的贡献	ROA 变化	营业收入占比	行业名称	PPI 变化	对 PPI 的贡献	ROA 变化	营业收入占比
煤炭开采和洗选业	-17.90%	-0.50%	-2.40%	2.30%	黑色金属矿采选业	-7.90%	0.00%	-0.20%	0.40%
石油、煤炭及其他燃料加工业	-14.00%	-0.60%	-2.20%	4.20%	农副食品加工业	-4.30%	-0.20%	-0.20%	3.80%
非金属矿物制品业	-12.20%	-0.50%	-1.80%	3.70%	纺织业	-1.60%	0.00%	-0.10%	1.70%
非金属矿采选业	3.10%	0.00%	-0.80%	0.30%	水的生产和供应业	0.50%	0.00%	-0.10%	0.40%
木材加工和木、竹、藤、橡、草制品业	-1.60%	0.00%	-0.80%	0.70%	造纸和纸质业	-3.30%	0.00%	0.00%	1.10%
化学原料和化学制品制造业	-1.60%	-0.10%	-0.70%	6.70%	食品制造业	-1.70%	0.00%	0.10%	1.60%
汽车制造业	-3.80%	-0.30%	-0.70%	7.70%	纺织服装、服饰业	0.20%	0.00%	0.10%	0.90%
电气机械和器材制造业	-2.10%	-0.20%	-0.40%	8.00%	酒、饮料和精制茶制造业	-1.20%	0.00%	0.10%	1.20%
黑色金属冶炼和压延加工业	-12.90%	-0.80%	-0.40%	5.90%	电力、热力生产和供应业	1.50%	0.10%	0.20%	7.30%
金属制品业	-2.00%	-0.10%	-0.40%	3.40%	铁路、传播、航空航天和其他运输设备制造业	0.10%	0.00%	0.30%	1.10%
燃气生产和供应业	-1.50%	0.00%	-0.40%	1.50%	有色金属冶炼和压延加工业	24.00%	1.40%	0.50%	6.20%
医药制造业	-0.60%	0.00%	-0.40%	1.80%	烟草制品业	0.20%	0.00%	0.60%	1.00%
通用设备制造业	-1.10%	0.00%	-0.30%	3.60%	化学纤维制造业	1.90%	0.00%	0.70%	0.80%
专用设备制造业	-1.30%	0.00%	-0.30%	2.80%	有色金属矿采选业	26.70%	0.10%	0.70%	0.30%
橡胶和塑料制品业	-1.70%	0.00%	-0.30%	2.20%	石油和天然气开采业	-5.80%	-0.10%	1.20%	0.90%
计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.00%	-0.20%	-0.30%	11.80%					

四、新增目标行业产能利用率持续下行，分析行业集中度需要将一级行业进一步拆解

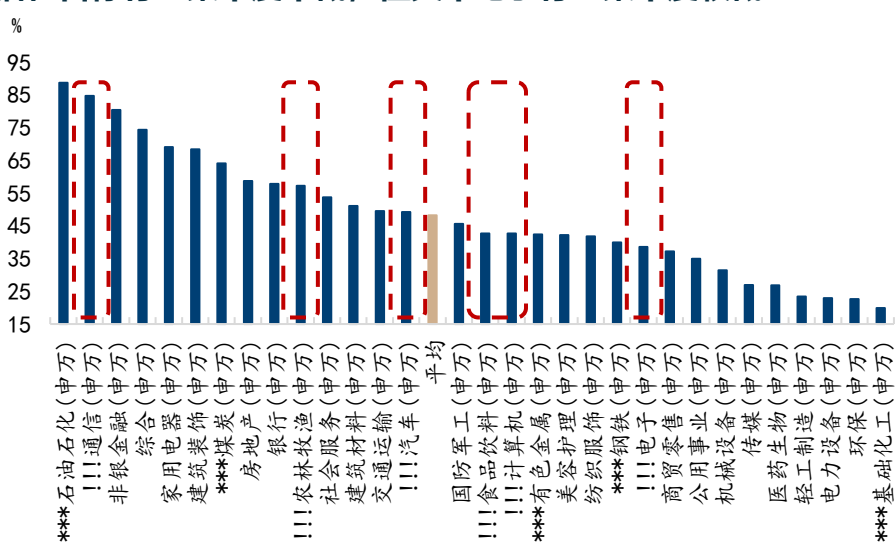
截至2024年底，除食品制造业以外，新增目标行业的产能利用水平尚可，均高于制造业平均水平。但在动态视角下，所有新增目标行业的产能利用都正在经历长达7年之久的持续下滑，其中汽车行业与食品制造业产能利用率分别下滑6.4pct与6.2pct，远高于工业整体产能利用率的下降幅度1.8pct。

新增目标行业的行业集中度均匀地分布在平均值的两侧，其中通信行业集中度较高，CR5高达84.64，而电子行业集中度较低，CR5仅有38.57。新增目标行业如此的集中度水平可能与行业本身特性有关，例如电子行业的技术、政策准入门槛可能相对较低，新进者有较大机会加入行业竞争。或新增目标行业的产业链结构相对钢铁与煤炭行业更为复杂、广度更高，在现有申万一级行业拆分方法的颗粒度下，子行业的集中度差异难以体现，需要进一步对行业进行拆分研究。

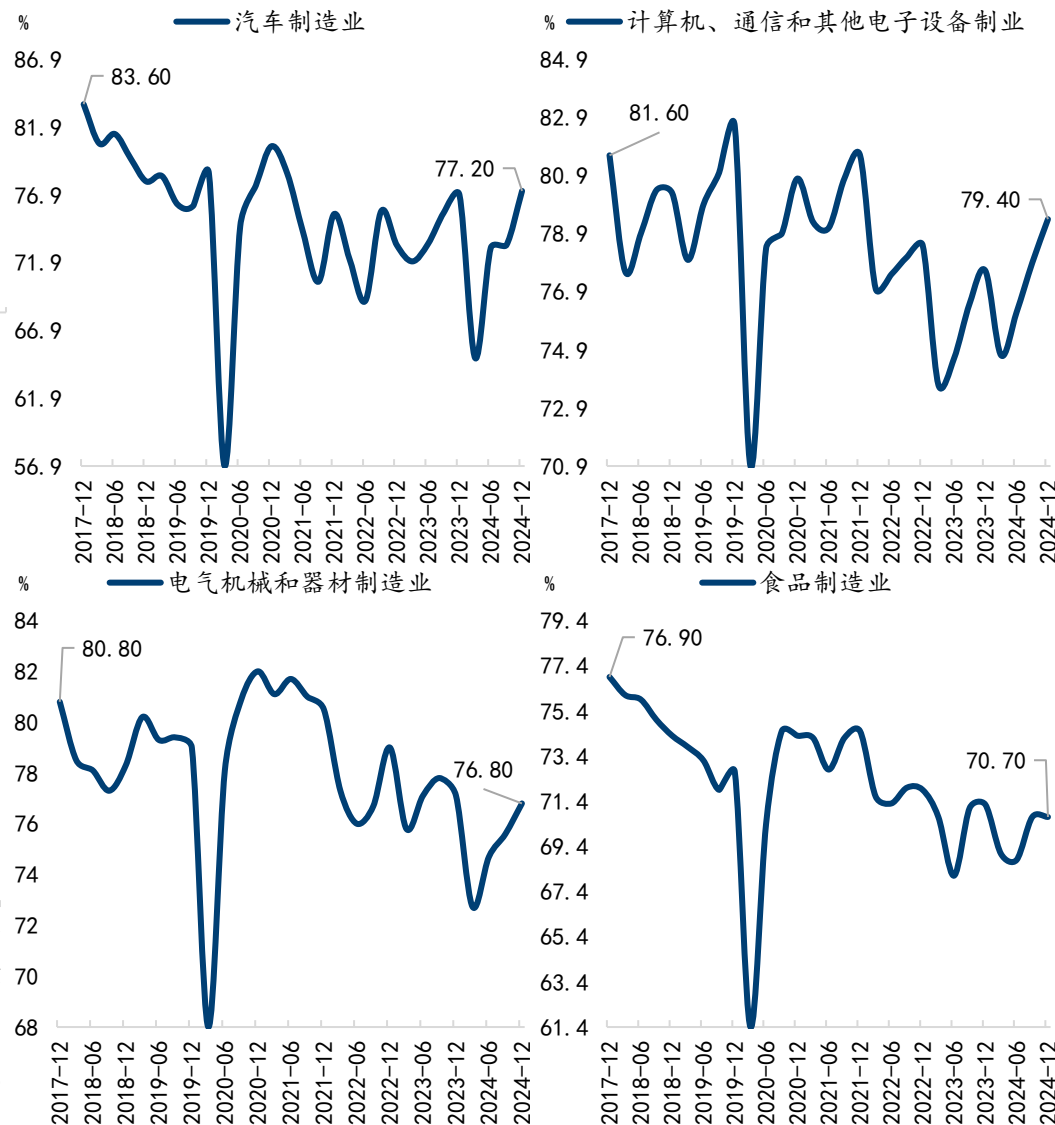
从静态上看，“新三样”产能利用率似乎不算太差，食品制造业利用率很低



潜在目标行业集中度不低，但其中电子行业集中度较低



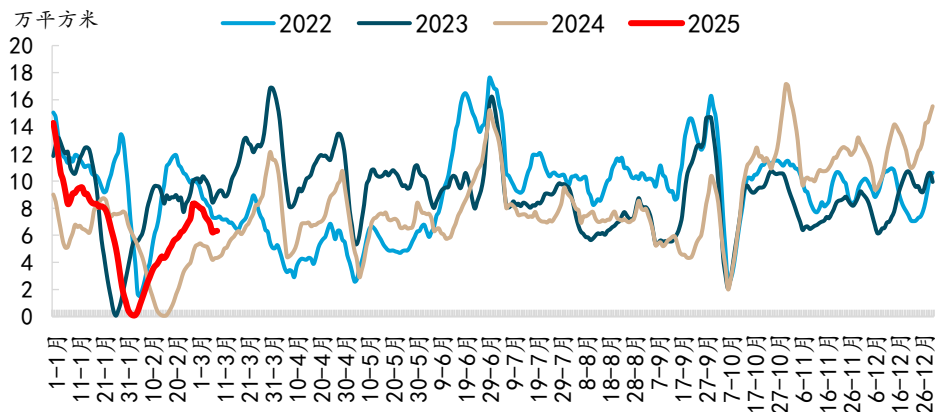
从动态上看，潜在目标行业产能利用率持续下降中



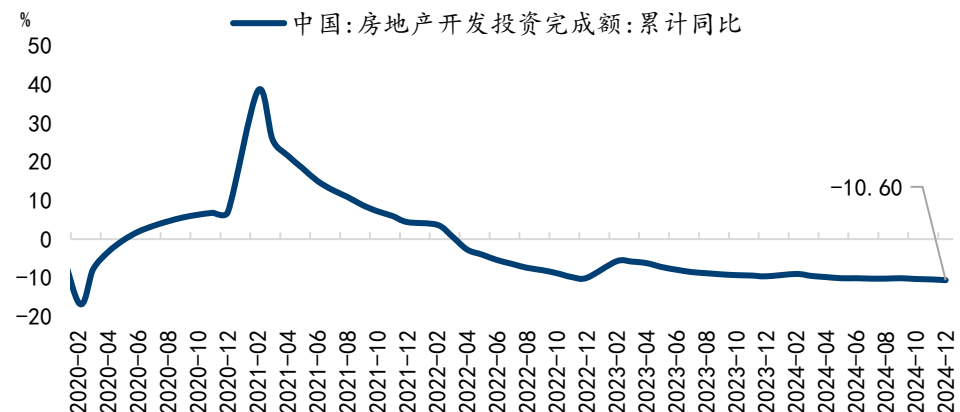
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

四、企稳是对地产的唯一诉求，“地产接棒制造业”毫无想象空间

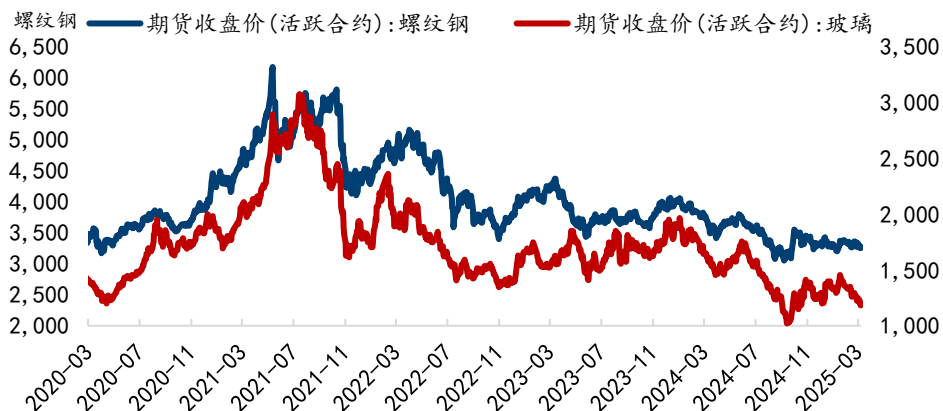
一线城市地产销售面积的好转仍停留在边际上



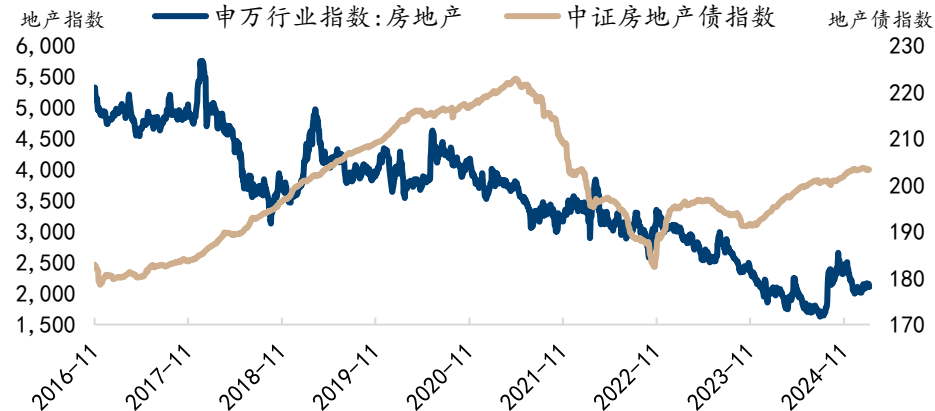
地产销售未有趋势性逆转前，地产投资难见好转



地产相关的实物资产仍保持下行趋势



地产相关的权益类资产中，唯有债券出现反弹，股票停留在政策博弈层面

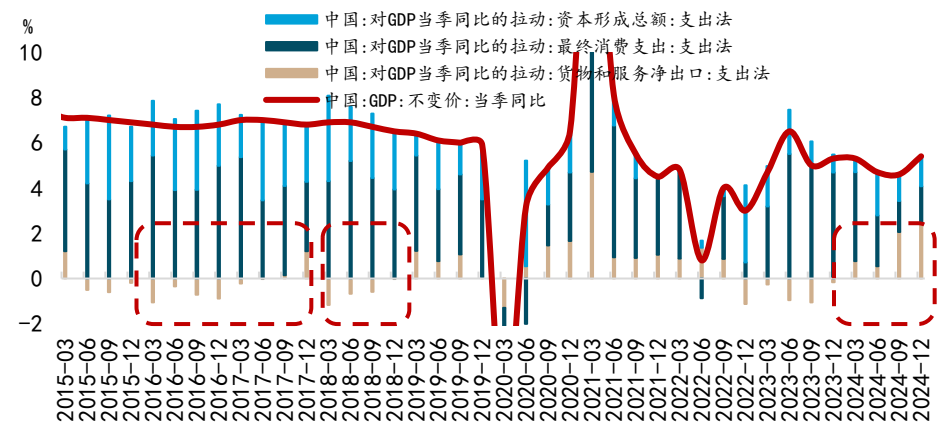
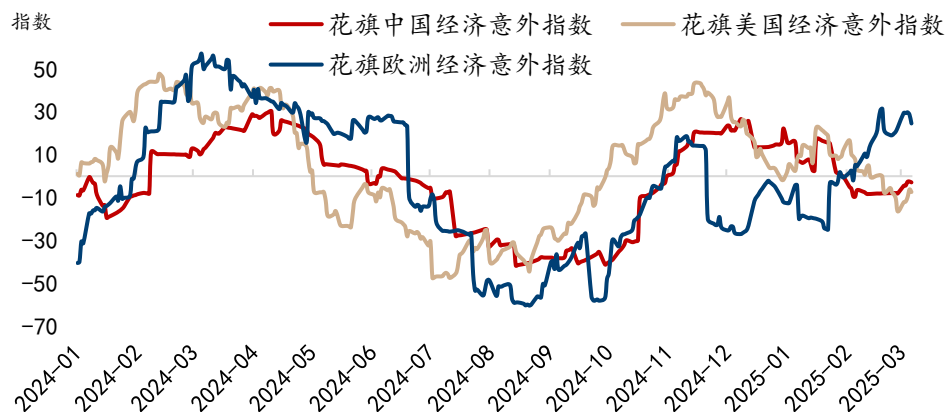


- ◆ 当前的地产行业仍处于有下行趋势中，近期唯有一线城市商品房销售面积在边际上出现好转，而在地产销售出现趋势性逆转之前，地产投资难见曙光，当前中国房地产投资累计增速仍在-10%水平挣扎，边际上下降的速率有所放缓，谈用地产对冲潜在供给侧改革带来的经济收缩，还言之尚早。
- ◆ 地产相关实物资产保持着长达四年之久的下行趋势，相关权益资产中，债券由于短期流动困境得以解决而出现一定程度上的反弹，地产股则停留在政策博弈层面。

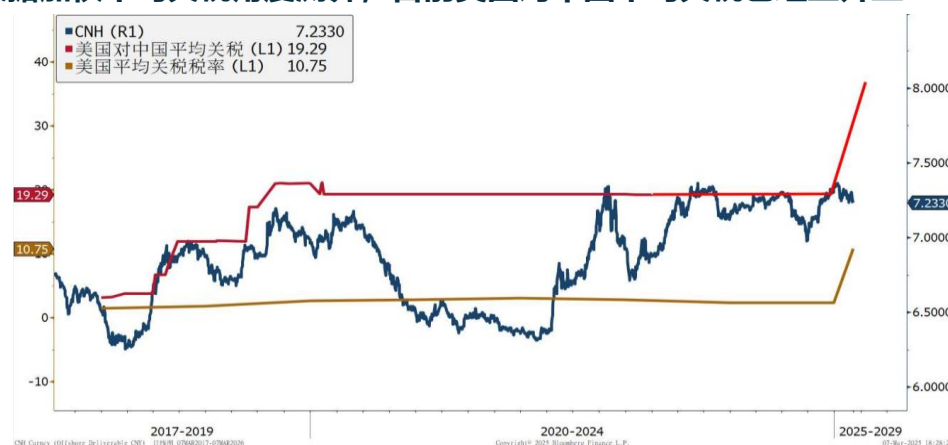
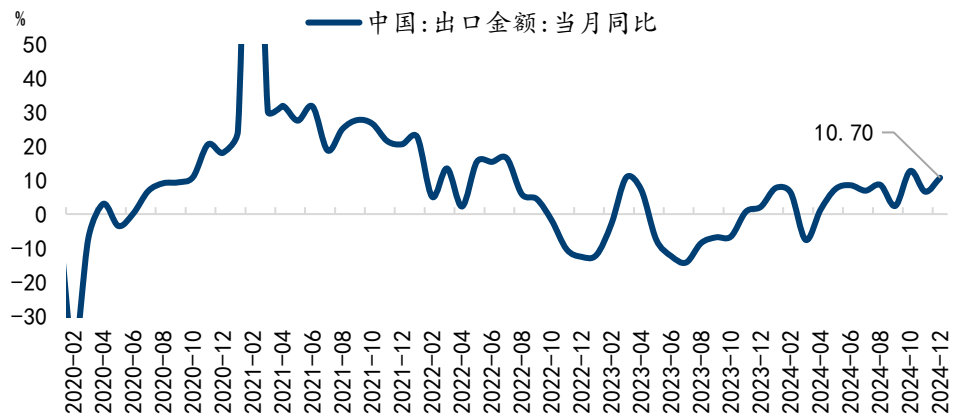
四、外部需求走弱的可能性大于走强的可能性

当前美国宏观经济低于预期运行，欧洲经济在走强但持续性有待考证

出口对中国经济的拉动似乎在24年底已经达到极限



“抢出口”行为导致出口金额加速上升，但25年1-2月出口增速已经回落 根据加权平均关税角度测算，目前美国对中国平均关税已经上升至37-38%



- ◆ **外需存在走弱的可能性。**论海外主要经济体近期表现，美国经济正低于预期运行，新任总统实施收缩性、对抗性、高度不确定的行政政策，使得美国经济进入“动荡期”。欧洲方面，主要国家的财政扩张主张，使得欧洲经济似乎见到了曙光，但由于欧洲政治权利分化，经济的可持续性有待考证。贸易战前的抢出口行为，使净出口对中国经济的拉动大幅提升，仅次于2021年初中国率先从疫情中复苏时期的拉动强度，考虑到美国对华平均关税水平已经上升至接近40%左右的水平，以及后续特朗普的全球性关税计划，寄希望于外需对冲制造业供给侧改革带来的收缩效应是不切实际的。

四、政策推动下，产能去化的具体路径将逐渐变得清晰

- ◆ 2024年以来中国出台了多项直指产能去化的政策，同时在双碳环保与全国统一大市场方面也做出相应部署，间接推动产能过剩行业的供需再平衡。去产能政策方面，2024年全国两会指出“继续深化供给侧结构性改革”的重要性，通过淘汰落后产能、推动技术改造，优化传统产业产能结构。结合“新质生产力”发展，推动新兴产业与传统产业协同升级。2025年2月10日，国常会再次强调推进传统行业技改，同时发展新兴产业，特别指出对钢铁、建材行业的实施“差异化政策”，研究化解重点行业的结构性矛盾。双碳环保政策方面，2024年初发布《绿色低碳转型产业指导目录（2024年版）》，通过碳排放核算全覆盖、碳足迹管理体系建设，推动高耗能行业绿色转型。2024年中出台《2024—2025年节能降碳行动方案》，聚焦钢铁、硅、有色、化工等高耗能行业，明确要求限制新增产能、淘汰落后产能。例如，钢铁行业需在2025年底前完成全国80%以上产能的超低排放改造。统一大市场方面，2025年初出台《建设全国统一大市场2024年重点工作》，通过市场一体化建设，打破地方保护主义，促进产能跨区域优化配置。对钢铁、建材等过剩行业实施差异化政策，引导过剩行业产能出清，推动资源向高效领域集中。
- ◆ 产能去化路径逐渐清晰，但仍需关注后续政策执行力度与节奏。方向上，后续应关注鼓励龙头企业通过并购整合落后产能的政策出台，关注产能置换与环保标准升级，关注碳市场扩容与碳成本约束细则的颁布。时间节点上，2025年第二季度关注《钢铁行业规范条件》修订版是否发布，年底关注节能降碳行动方案中期评估结果，判断是否加码限产力度，2026年关注全国碳市场是否扩大至其他行业，以及以及碳排放双控制度全面落地进度。

2024年以来多项政策出台，直接或间接推动重点行业的产能去化

时间	会议/政策文件	会议内容
2024/2/2	《绿色低碳转型产业指导目录（2024年版）》	细化风电、光伏、储能等绿色产业支持范围；要求高耗能行业2024年底前完成碳排放核算全覆盖。
2024/3/5	2024政府工作报告	对双碳领域作出重大部署，强调扎实开展“碳达峰十大行动”，提升碳排放统计核算核查能力，建立碳足迹管理体系，扩大全国碳市场行业覆盖范围，控制化石能源消费，加快建设新型能源体系。
2024/3/12	2024年全国两会（政府工作报告）	明确“深化供给侧结构性改革”为年度经济工作主线；提出加大落后产能淘汰力度；推动“智改数转”；多份提案聚焦“新质生产力”。
2024/5/23	《2024—2025年节能降碳行动方案》	提出2024年单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低2.5%左右、3.9%左右，规模以上工业单位增加值能源消耗降低3.5%左右，非化石能源消费占比达到18.9%左右。2025年，非化石能源消费占比达到20%左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约5000万吨标准煤、减排二氧化碳约1.3亿吨。
2024/12/12	中央经济工作会议	强调深化供给侧结构性改革；提出综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2025/1/8	《建设全国统一大市场2024年重点工作》	推动市场一体化，促进京津冀、长三角等地区市场一体化建设，提供全国推广经验。该工作重点包括完善市场准入和产权保护制度，破除市场壁垒，评估市场准入效能，深化国企改革，优化国有经济布局，建设世界一流企业，为各类企业创造公平竞争环境。
2025/2/8	《钢铁行业规范条件（2025年版）》	对钢铁企业实施“规范企业”和“引领型规范企业”两级评价，要求2026年起完成全流程超低排放改造并公示。
2025/2/10	国务院常务会议	强调推进传统产业技术改造和新兴产业发展，优化产能结构；提出对钢铁、建材等过剩行业实施“差异化政策”；部署金融支持实体经济的措施；研究化解重点产业结构性矛盾的政策措施。
2025/3/5	第十四届全国人民代表大会第三次会议	强调深化改革，清理市场障碍，优化营商环境；加强生态保护，修复生态系统，推动节能降碳；发展新质生产力，建设统一大市场，破除地方保护；推进绿色转型，培育绿色经济，促进循环经济；稳妥推进碳达峰碳中和，扩大碳交易市场，建设新能源基地，参与全球气候治理。

资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

- ◆ 当前供大于求的局面与2015年前后高度相似，上一轮产能去化目标行业存在**价格下降、对PPI负拉动、盈利水平低**的特征。15年供给侧改革过程中，**收缩性的行政手段与扩张性的政策并举**，平滑经济增速的波动。
- ◆ 从结果上看，15年供给侧结构性改革完成后，**供给与需求的确实实现了再平衡**，相关行业企业盈利水平提升。但外部因素(棚改货币化、国际贸易回升)的变化不可忽略，**供给侧改革的 α 小于 β** 。
- ◆ **提升行业集中度是供给侧改革实现推升价格、提高利润水平的重要手段**，行业集中度仍将是潜在的新一轮供给侧改革的核心抓手，但就这一指标的变化还有尚未完全解释的部分，**后续对该指标进一步拆解、细化将作为本系列研究的重点之一**。
- ◆ 潜在新一轮供给侧改革将向**产业中下游转移**，已经经历过上一轮改革的行业与新增的目标行业有提升产能利用率的空间，但**行业集中度（特别是产能集中度）的提升空间**有多大尚不清楚。但外部因素的弱势表现以及持续走弱的预期，将对新一轮供给侧收缩形成掣肘。
- ◆ 在部分行业中市场化产能去化过程耗时久，**行政化手段仍是最为立竿见影的选择**，今年我们可能会看到相关的顶层设计，且政策路径正逐渐变得清晰，**但执行力度和节奏仍有待观察**。

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，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，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。