



光期研究：“反内卷”是供给侧改革 2.0 吗？

摘要：

上一轮供给侧改革期间，有学者认为地方政府财政压力是中国产能过剩问题的原因。财政分税改革以后，政府的税收比例如增值税分成比例下降，地方政府面临财政压力，倾向于扶持能够带来高税收的行业（如钢铁、水泥等），以弥补财政收入缺口。这些行业尽管已被列为产能过剩行业，但地方政府仍通过土地、信贷等政策工具支持其发展，有高利润和高税收的特点，导致产能持续扩张。

根据产能过剩和“内卷”的成因得知，去产能的关键变量是地方政府的财政压力。2015 年供给侧改革顺利施行的重要背景，是需求端同步发力。彼时房地产行业景气度处于顶峰，以及棚改货币化，卖地收入冲抵了供给侧改革对企业上缴给地方政府的税收的冲击，但是现在不具备这个条件。

考虑到这一现实情况，我们预测去产能政策作为中长期目标推进比较现实，其具体措施和目标可能会在下一个五年规划——即“十五五”规划中得到体现和推进。预计“十五五”规划将在明年三月份全国两会提请审议后公布，届时将为相关行业政策提供指导和方向。

考虑到“反内卷”政策预期的升温，下半年通胀处于“弱现实和强预期”。过去通胀同样处于“弱现实和强预期”（即 PPI 还在跌，但是预期要扭转的时候）的阶段，有 2009 年、2014 年、2019 年，这些阶段股票可能比商品更有机会。

光大期货研究所

撰写人：于洁

期货从业：F03088671

交易咨询：Z0016642

撰写日期：2025/7/7

期市有风险

入市需谨慎

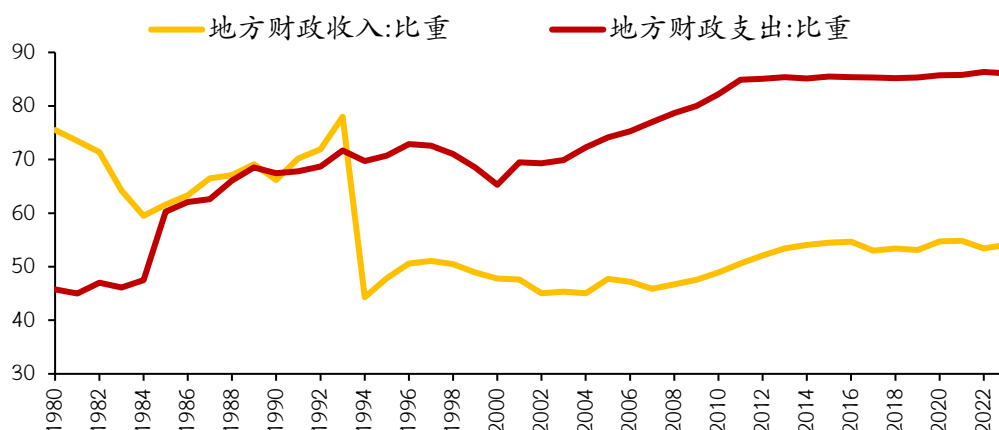
光期研究：“反内卷”是供给侧改革 2.0 吗？

7 月 1 日中央财经委员会第六次会议召开，研究纵深推进全国统一大市场建设等问题。会议提出，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。本文通过探讨产能过剩和“内卷”的成因，对比上一轮供给侧改革所处的宏观环境，对“反内卷”政策可能产生的影响进行分析。

1. 产能过剩和“内卷”的成因

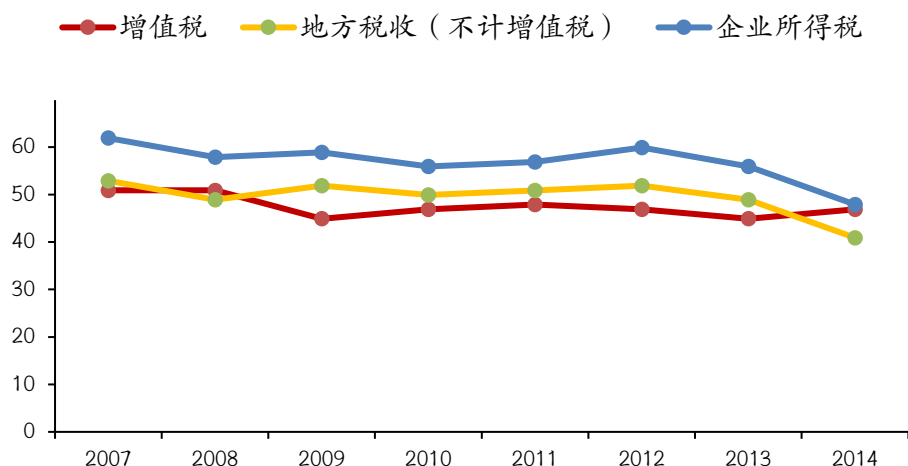
上一轮供给侧改革期间，有学者认为地方政府财政压力是中国产能过剩问题的原因（席鹏辉等，2017 年）。财政分税改革以后，政府的税收比例如增值税分成比例下降，地方政府面临财政压力，倾向于扶持能够带来高税收的行业（如钢铁、水泥等），以弥补财政收入缺口。这些行业尽管已被列为产能过剩行业，但地方政府仍通过土地、信贷等政策工具支持其发展，有高利润和高税收的特点，导致产能持续扩张。以光伏为代表的战略性新兴产业产能过剩的形成机制，是体制扭曲下地方政府的不当补贴扭曲企业投资决策，导致企业过度投资、产能过剩和行业重复建设。

图表 1：地方财政收入和支出比重（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 2：产能过剩行业产生税收收入占第二产业税收收入的比重（单位：%）

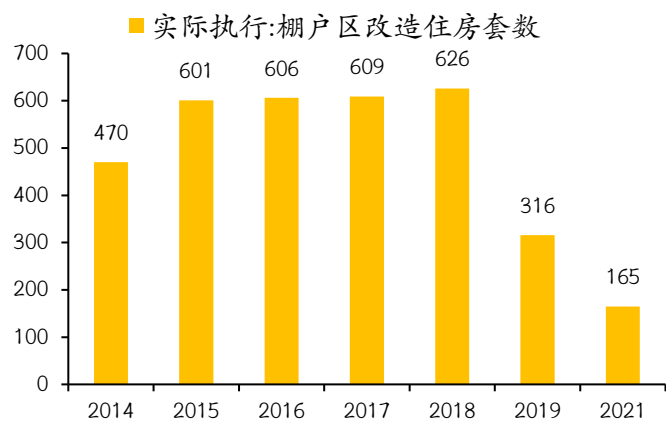


资料来源：《席鹏辉等：财政压力、产能过剩与供给侧改革》，光大期货研究所

2. 对比上一轮供给侧改革，“反内卷”对产能影响如何？

根据产能过剩和“内卷”的成因得知，去产能的关键变量是地方政府的财政压力。2015 年供给侧改革顺利施行的重要背景，是需求端同步发力。彼时房地产行业景气度处于顶峰，以及棚改货币化，卖地收入冲抵了供给侧改革对企业上缴给地方政府的税收的冲击，但是现在不具备这个条件。

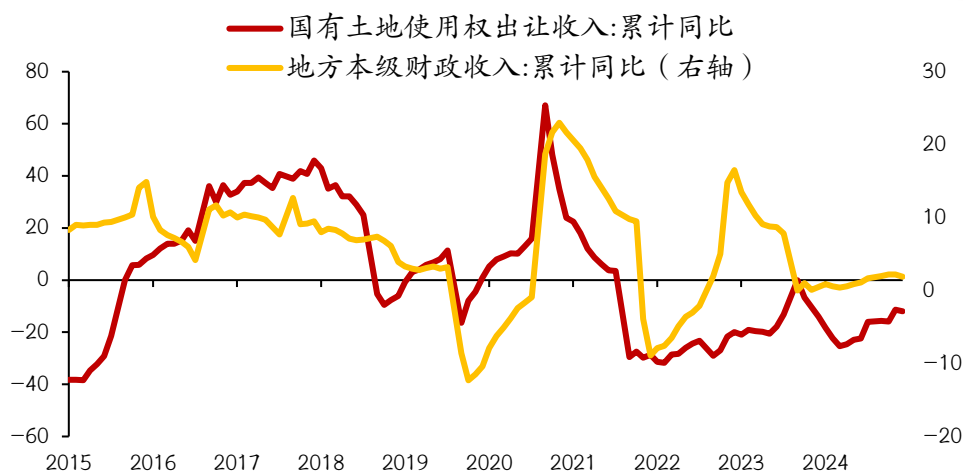
图表 3：商品房销售面积累计同比（单位：%） 图表 4：棚户区改造套数（单位：万套）



资料来源：Wind，光大期货研究所

资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 5：地方财政收入和支出比重（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

在地方政府财政压力较大的时候，地方政府推进去产能政策的成效会受到影响，意味着去产能可能会失败。以钢铁为例，2018 年工信部出台《钢铁行业产能置换实施办法》，导致部分 2015-2017 年去掉的产能，以产能置换的形式又重新回来了。2024 年 8 月，工信部发布《关于暂停钢铁产能置换工作的通知》，指出近年在钢铁行业执行产能置换的过程中，存在违建、多建等政策执行不到位、监督落实机制不完善、与行业发展形势和需求不相适的问题，使得产能“越置换越多”。而 2018 年以后，房地产行业进入下行区间，国有土地使用权出让收入和地方本级财政收入增速持续下滑。因此，地方财政状况对中国产能过剩问题的解决具有显著影响。在地方财政收入较为充裕的情况下，地方政府能够更有效地实施去产能政策，推动产业结构的优化和升级。然而，当地方财政面临较大压力时，去产能工作的推进可能会遭遇更多挑战，甚至可能出现产能的扩张现象。

图表 6：煤炭和粗钢产能（单位：亿吨） 图表 7：煤炭和粗钢产量（单位：万吨，%）

年份	煤炭产能 (亿吨)	煤炭行业利润 (亿元)	粗钢产能 (亿吨)	黑金行业利润 (亿元)
2000	15.5	0.04	1.81	155
2001	17.6	42	2.12	204
2002	18.3	86	2.57	293
2003	20.15	138	3.17	594
2004	23.9	307	3.87	1,039
2005	25.45	552	4.82	1,037
2006	27.3	677	5.88	1,348
2007	28.55	872	6.35	1,732
2008	30.1	2,000	6.6	1,475
2009	31.5	1,827	7.49	812
2010	33.3	2,930	7.64	1,283
2011	36.5	4,342	9.16	1,737
2012	39.61	3,555	10.13	1,229
2013	43.6	2,370	11.05	1,695
2014	46.56	1,268	11.29	1,647
2015	47	441	11.27	526
2016	40.94	1,091	10.73	1,659
2017	43.6	2,959	10.37	3,419
2018	45.6	2,888	10.27	4,029
2019	47.15	2,830	10.6	2,677
2020	48.05	2,223	10.86	2,465
2021	50.55	7,023	10.95	4,241
2022	55.53	10,202	11.02	366
2023	58.82	7,629	11.08	565
2024	59.45	6,046	11.1	292

	粗钢产量	同比增长	煤炭产量	同比增长
2024	100,509	-2.3	4,780	1.2
2023	102,886	1.1	4,723	3.6
2022	101,796	-1.7	4,559	10.5
2021	103,524	-2.8	4,126	5.7
2020	106,477	7.0	3,902	1.4
2019	99,542	7.1	3,846	4.0
2018	92,904	6.7	3,698	4.9
2017	87,074	7.8	3,524	3.3
2016	80,761	0.5	3,411	-9.0
2015	80,383	-2.2	3,747	-3.3
2014	82,231	1.1	3,874	-2.5
2013	81,314	12.3	3,974	0.7
2012	72,388	5.6	3,945	4.8
2011	68,528	7.5	3,764	9.8

资料来源：Wind，光大期货研究所

资料来源：Wind，光大期货研究所

3. “反内卷”会以什么样的形式去推进？

考虑到当前地方政府面临的财政压力，立即实施去产能政策似乎并不现实，因为缺乏相应的财政支持和条件。考虑到这一现实情况，我们预测“反内卷”政策对短期的产能影响有限，作为中长期目标推进比较现实，其具体措施和目标可能会在下一个五年规划——即“十五五”规划中得到体现和推进。预计“十五五”规划将在明年三月份全国两会提请审议后公布，届时将为相关行业政策提供指导和方向。

4.下半年的通胀环境如何？

物价稳定是央行的货币政策目标之一。央行《2025 年一季度货币政策报告》提到，“增加货币供给，在侧重增加投资、保障供给的发展模式下，反而会带来产能和供给持续扩张，加大供过于求的失衡程度，实际上物价也难以回升。”考虑到“反内卷”政策预期的升温，下半年通胀处于“弱现实和强预期”。

图表 8：央行《实体经济供求关系及物价变动》

从实际情况看，货币对物价发挥作用取决于供需对比情况。如果需求相对于产出上升，货币扩张对物价会显现上拉影响。增加货币供给，**在侧重增加投资、保障供给的发展模式下，反而会带来产能和供给持续扩张，加大供过于求的失衡程度，实际上物价也难以回升。**提振物价的关键在于扩大有效需求，畅通供需循环，打通实体经济堵点。

面对长期和短期、内部和外部、周期性和结构性等诸多因素交织的宏观经济环境，要进一步深化结构性改革，通过财政、货币、产业、就业、社保等各项政策协同以及改革举措的协调配合，增强政策合力，促进经济供需平衡、物价合理回升。**价格调控思路，也要从以前的管高价转向管低价，从支持规模扩张转向高质量发展，从防垄断转向防无序竞争。**下一步，中国人民银行将按照党中央、国务院统一部署，实施好适度宽松的货币政策，发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，强化利率政策执行，**疏通货币政策传导，为支持物价合理回升营造良好的货币金融环境。**

资料来源：央行 2025 年一季度货币政策报告专栏

过去通胀同样处于“弱现实和强预期”（即 PPI 还在跌，但是预期要扭转的时候）的阶段，有 2009 年、2014 年、2019 年，这些阶段股票可能比商品更有机会。

图表 9: PPI 同比和上证指数 (单位: %)



资料来源: Wind, 光大期货研究所

分析师介绍

• 于洁，上海外国语大学金融硕士，现任光大期货宏观分析师，历任混沌天成期货宏观分析师。期货从业资格号：F03088671；期货交易咨询资格号：Z0016642。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。