

宏观

证券研究报告

2024年05月29日

产能过剩论的陈旧叙事

总的来说，产业政策在产业发展初期不可或缺，新兴产业受益于政策的支持往往能够在早期实现快速发展，近几年高技术制造业投资增速也显著高于制造业投资整体增速。但是产业政策的重心应放在鼓励创新，探索前沿行业，发挥好市场机制，减少资源配置扭曲。市场化下的过剩是产业升级的必经之路，对此并不需要担忧，政策只需要引导和支持市场方式出清即可。

风险提示：地缘政治对海外需求影响超预期，国内技术进步不及预期，政策对产能有新的指引

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

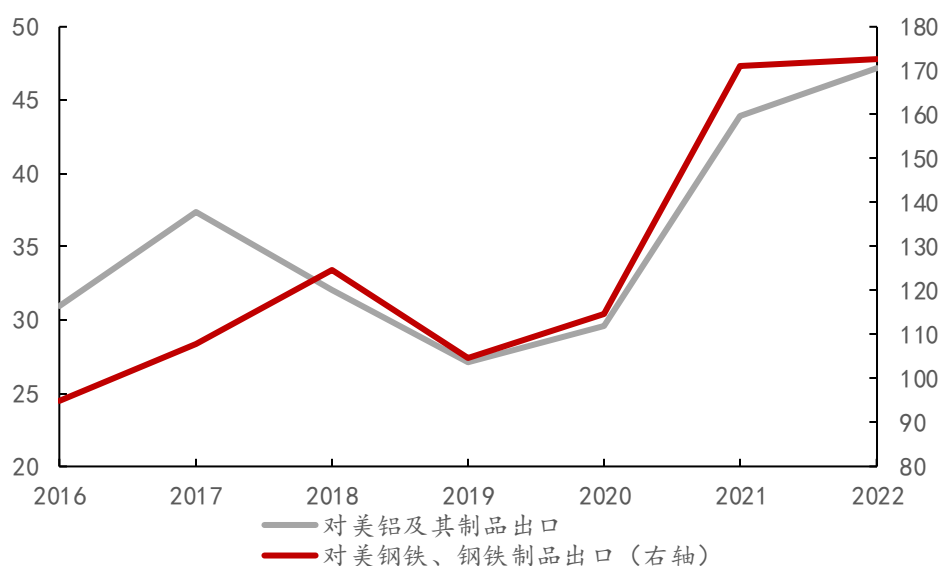
- 《宏观报告：宏观-从山东座谈会看三中全会的改革信息》 2024-05-28
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年5月第5周》 2024-05-28
- 《宏观报告：宏观点评-该以怎样的出发点理解地产收储？》 2024-05-23

近期美国财政部长耶伦多次炒作中国在电动汽车、太阳能等领域存在所谓的“产能过剩”¹，并在2024年5月对中国钢铁、铝、半导体、电动汽车等价值180亿美元的商品加征新关税²。

我们认为耶伦提出中国商品“产能过剩”的理由是因为中国产品的价格竞争力太强，阻碍了美国的制造业回流计划，核心目的是为了限制中国制造业的发展水平。这与上一轮中美贸易摩擦中美国借口中国在技术转让和知识产权等方面存在不公平行为，对中国发起的301调查本质上并无区别。

但是从结果看，中国商品不仅没有过剩，甚至在加征关税的背景下，都还没有满足美国的进口需求。以钢铁和铝制品为例，2018年3月，特朗普宣布将对进口钢铁和铝产品分别征收25%和10%的关税³，而2021年中国对美国的钢铝出口依然较2018年上涨了30%和37%（详见《如何理解近期美国拟采取的贸易限制措施》，2024.04.28）。

图 1：中国对美钢铝出口超过贸易战之前（单位：亿美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

国内钢材也一度被认为过剩⁴，但是站在发展的目光来看，我国对粗钢的实际消费需求也高于当初的判断。比如，2016年钢铁工业调整升级规划（2016-2020年）⁵估算到2020年粗钢需求在6.5-7亿吨，但实际上粗钢表观消费量在2016年见底后持续上行，2020年粗钢表观消费量达到了8.9亿吨，粗钢产量也在小幅下滑后持续上行至2020年的10.6亿吨。

图 2：粗钢产量与表观消费量先下后上（单位：亿美元）

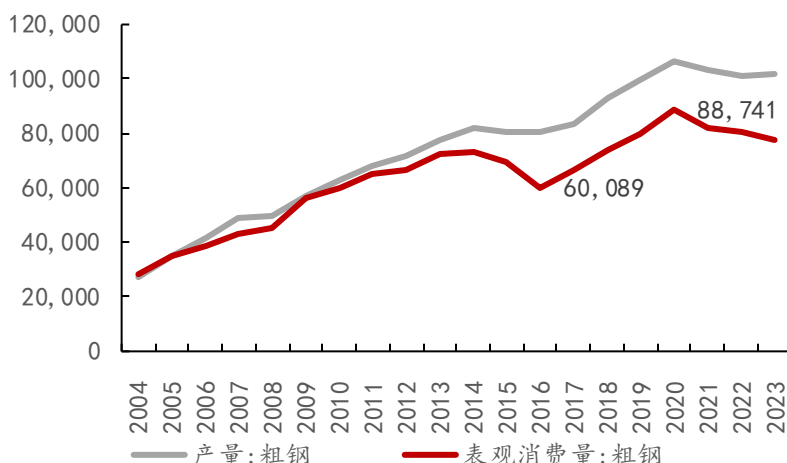
¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/eliFdNvaGR8tTkoLlkbCcQ>

² <https://mp.weixin.qq.com/s/TLuuwSv15sA40sOmzq8D6A>

³ https://mp.weixin.qq.com/s/G1CJEhF_luUbcwlbq9geRw

⁴ https://mp.weixin.qq.com/s/rCwEXhNYQHgvjDPLPCN-_g

⁵ https://www.ndrc.gov.cn/fggz/fzlggh/gjjzxgh/201706/t20170621_1196816.html

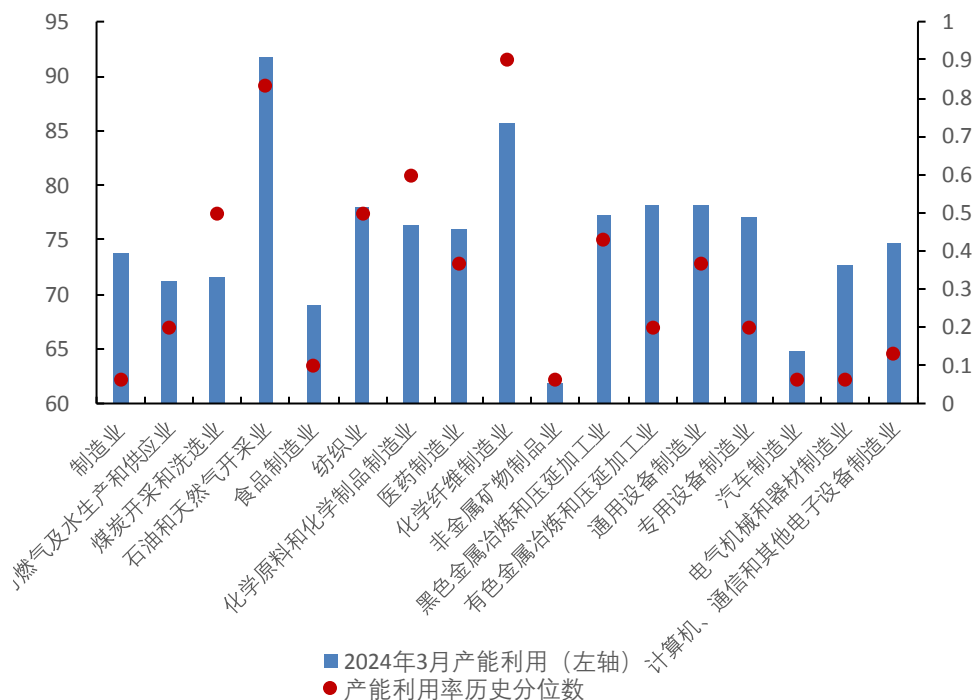


资料来源: wind, 天风证券研究所

对比历史来看, 当前国内产能利用率水平偏低, 2024 年一季度为 73.8%, 仅高于 2020 年一季度和 2016 年初。其中, 电气机械和器材制造业、汽车制造业、非金属矿物制造业、食品制造业、计算机通信和其他电子设备制造业等行业的产能利用率明显偏低; 化学纤维制造业、石油和天然气开采业的产能利用率明显偏高; 其他行业产能利用率则处于正常水平。

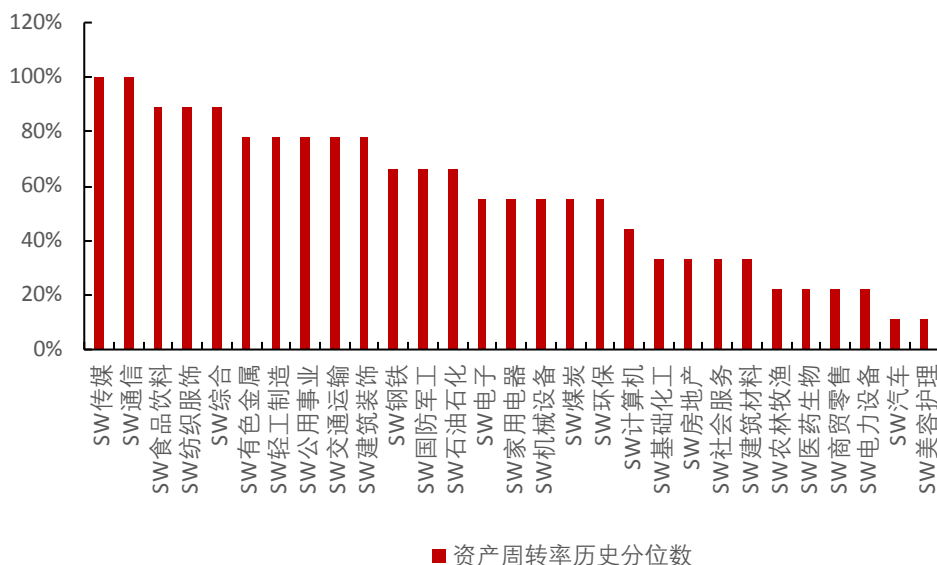
上市公司的固定资产周转率 (营业收入/固定资产平均净值) 也反映汽车、电力设备、医药生物等行业的经营压力相对较大。

图 3: 分行业产能利用率 (单位: %)



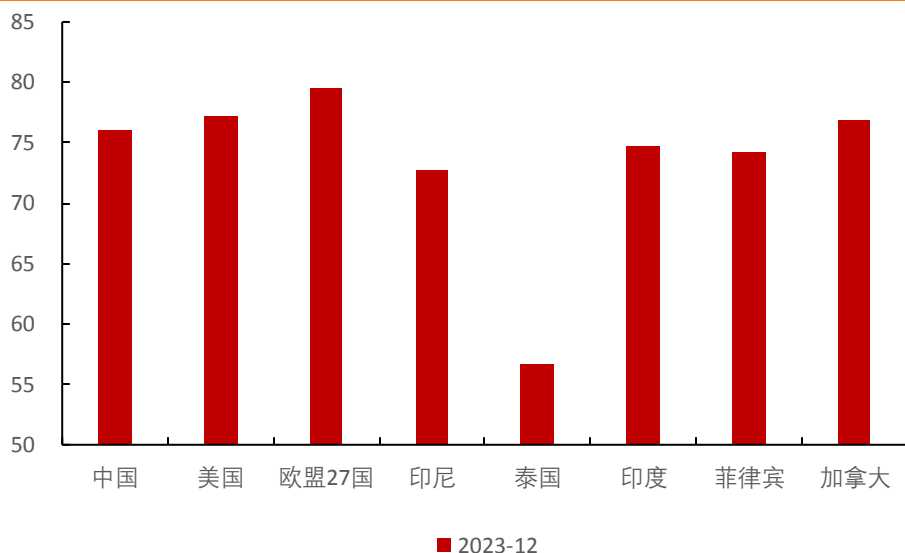
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 上市公司固定资产周转率 (单位: %)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：横向对比海外，中国产能利用率并不低（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：考虑到其他国家数据可比性，因此使用 2023 年末数据）

但是仅基于产能利用率来判断行业是否存在“产能过剩”有失偏颇。一方面，经济处于结构转型期，落后产能逐渐出清、新增产能正在爬坡，本来就会造成产能利用率的阶段性偏低。

另一方面，逆全球化的背景下，各国为了给经济安全留冗余而重复建设产能，也会导致产能利用率偏低，如果和海外横向对比，中国的产能利用率水平并不算低，高于投资火热的东南亚和印度。

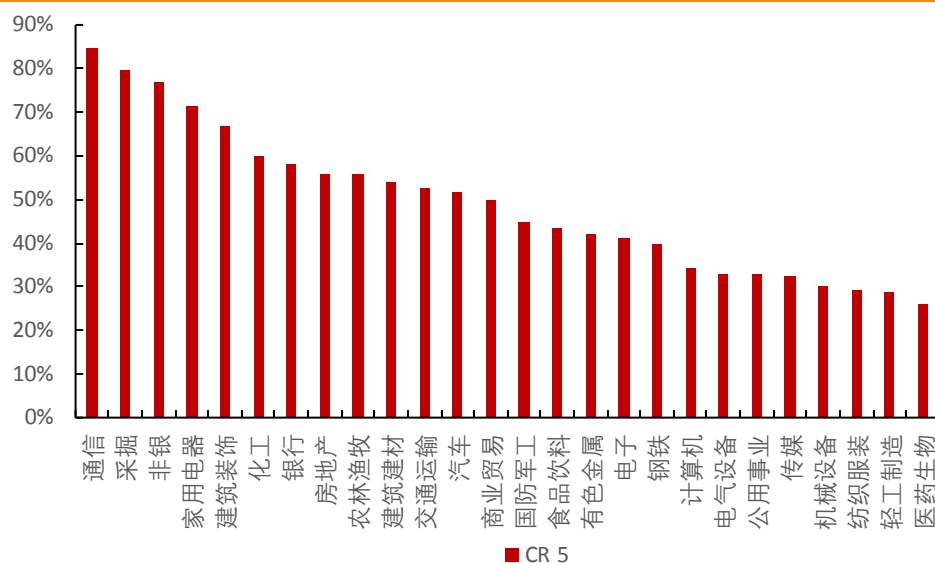
因此，在衡量行业是否存在“产能过剩”时，既需要考虑行业自身的特性和所处的周期，也需要分辨过剩的原因是周期性还是结构性。

周期性的产能过剩是正常的市场现象，因为市场经济中的供给和需求不可能达到完全平衡和实时出清的理想状态。市场主体的主动竞争、经济的周期性波动，均会导致在个别时间点出现产能过剩（周期性过剩）。

因市场竞争等导致的周期性产能过剩，也能够以市场化的方式得到解决，政策对此无需过度担忧。

动力电池行业是典型的通过市场化竞争实现产能出清。2023 年全国有 52 家动力电池厂，2024 年 1-2 月，CR2(宁德时代和比亚迪)达到 70.1%，CR5 达到 84.1%，CR10 达到 96.8%⁶。集中度越高，代表市场化的出清程度越充分。目前动力电池行业的集中度远高于电气设备行业，甚至显著高于钢铁等成熟行业。

图 6：2023 年申万一级行业上市公司营收集中度（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

结构性产能过剩则更需要关注，本质是非市场化因素造成资源配置扭曲，部分原因可能是地方一窝蜂追求新兴产业，资源配置不合理造成的经济失衡。比如隆基绿能董事长钟宝申在 2023 年光伏大会上曾表示，光伏行业的产能过剩其本质上是“非市场化资源配置”导致的⁷。

从结果上看，随着地方政府的补贴退坡，光伏电池行业也在依靠技术升级完成出清。光伏电池技术正由 P 型向 N 型升级，目前 N 型电池平均转换效率已经达到了 24.5%，超过 P 型电池 23.1% 的转换效率。且光伏协会预测 2030 年 N 型电池转换效率或超过 25.5%⁸。

同时，N 型电池快速成为市场主流，集邦咨询预计 2024 年 N 型组件的占比将从 2023 年的 26.2% 快速提升至 68.9%，N 型硅料供需紧平衡⁹。P 型电池产能则在快速退坡，截至 2023 年 12 月末，PERC 电池产能中，已经确定关闭或停止生产的项目达到 50.6GW¹⁰。

图 7：各种光伏电池技术的平均转换效率（单位：%）

	分类	2019年	2022年	2023年	2025年	2027年	2030年
多晶	PERC P型铸锭单晶电池	22.4	22.6	22.8	23	23.3	23.6
P型单晶	PERC P型单晶电池	23.1	23.3	23.5	23.7	23.9	24.1
N型单晶	N-PERT/TOPCon 电池	24	24.3	24.6	24.9	25.2	25.6
	异质结电池	24.2	24.6	25	25.3	25.6	26
	IBC 电池	24.1	24.5	24.8	25.3	25.7	26.2

⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/isRUSe1EDB0mSZgCBhs9eA>

⁷ <https://mp.weixin.qq.com/s/K4Xcttamv1SXew0LX1keVA>

⁸ <https://mp.weixin.qq.com/s/gHcnGa5rXy1A3Nq1H0k42w>

⁹ <https://mp.weixin.qq.com/s/G9RbPKQB--7IKcLD0Bc1A>

¹⁰ <https://mp.weixin.qq.com/s/4qV-U30XyrAjp91Eok-wlw>

资料来源：瞻研究公众号，天风证券研究所

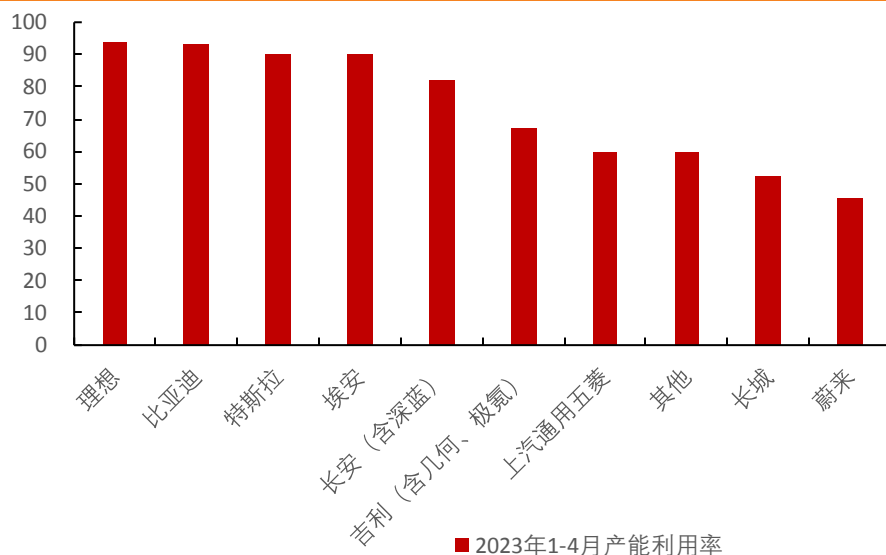
而新能源车行业是否“产能过剩”，还是个问号。本质上是低端产能过剩与高端产能不足并存，新产能投资扩张与旧产能出清并存。

第一是新能源头部车企的产能利用率持续维持高位，尾部车企的产能利用率低。比如2023年比亚迪、特斯拉、理想、埃安的产能利用率均不低于90%，但是蔚来、小鹏的产能利用率不足50%¹¹。同时，新能源车行业销量集中度稳步提高，前三大新能源车的市场份额从2021年的32.9%提高至2024年4月的48.6%，前5大新能源车企业市场份额则从49.9%提高至61%。

这正如比亚迪董事长王传福所说，市场经济实际上就是过剩经济，过剩才有竞争，竞争才有繁荣，优胜劣汰、死掉一批，活下来的才是真正有本事的，这些有本事的才真正体现生产力的提高¹²。

第二是新能源车行业的内外需还维持着高景气度。2023年中国新能源汽车出口120.3万辆，同比增长77.6%；2024年1-4月中国新能源车国内零售销量244.8万辆，同比增长32.9%¹³。而且国际能源署预测2030年全球新能源汽车销量约为4500万辆¹⁴，是2023年的3倍多¹⁵，远超当前全球的供给能力。现在讨论新能源车是否产能过剩，还为时尚早。

图 8：部分新能源车企业产能利用率（单位：%）



资料来源：电动汽车观察家公众号，天风证券研究所

图 9：新能源车销量集中度稳步提高（单位：%）

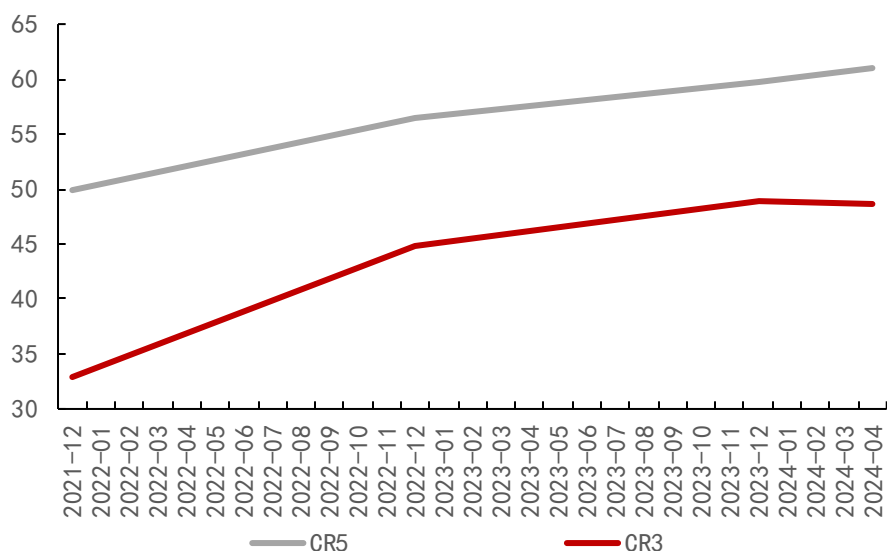
¹¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/A5XmVpUMbU8whQ2hBkle9g>

¹² https://mp.weixin.qq.com/s/c4PpiQqlmJWtIXhDaJf_DA

¹³ <http://www.cpcauto.com/newslist.php?types=csjd&id=3451>

¹⁴ https://mp.weixin.qq.com/s/PHToWc4S_67ace0MRQCEKw

¹⁵ https://mp.weixin.qq.com/s/cY7zBn3mwJQd_AdHe520TA



资料来源: wind, 天风证券研究所

总的来说, 产业政策在产业发展初期不可或缺, 新兴产业受益于政策的支持往往能够在早期实现快速发展, 近几年高技术制造业投资增速也显著高于制造业投资整体增速。但是产业政策的重心应放在鼓励创新, 探索前沿行业, 发挥好市场机制, 减少资源配置扭曲。市场化下的过剩是产业升级的必经之路, 对此并不需要担忧, 政策则只需要引导和支持市场方式出清。

另外, 海外市场对于国内企业消化产能至关重要。2023 年出口占 GDP 比重的 18.9%, 但是近些年来贸易限制等非市场化因素造成了需求受限, Global Trade Alert 的数据显示, 2023 年全球贸易限制次数达到了 4461 件, 显著高于 2017 年的 2869 件。

政策的核心是改善外需环境, 避免掉进耶伦所制造的“产能过剩论”的舆论陷阱。李强总理在会见朔尔茨时明确指出, 中国的新能源产业优势是靠真本事获得的, 是通过充分的市场竞争塑造的, 而不是靠政府补贴形成的¹⁶。应对非市场化因素导致的资源扭曲, 最好的化解方法是市场化出清; 应对贸易限制导致的外需受限, 最好的化解方式是高水平开放。

图 10: 美国对中国 180 亿商品征收关税 (单位: 亿美元)

产品类别	加征时间	原税率 (%)	加征后税率 (%)
钢铁	2024年	0-7.5	25
铝	2024年	0-7.5	25
半导体	2025年	25	50
电动汽车	2024年	25	100
太阳能电池	2024年	7.5	25
锂离子电动汽车电池	2026年	7.5	25
非电动汽车用锂离子电池	2024年	25	50
电池零部件	2024年	7.5	25
天然石墨和永久磁铁	2026年	0	25
其他矿物	2024年	0	25
船岸起重机	2024年	0	25
注射器和针头	2024年	0	50
个人防护设备	2024年	0-7.5	25
橡胶医用和手术手套	2026年	7.5	25

资料来源: 张家口市贸促会公众号, 天风证券研究所

¹⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/RRDWNHhxt3OYmUjsRe8bmQ>

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com