



## 宏观研究

## 【粤开宏观】美国产能过剩：表现、原因及化解

2024年06月04日

## 投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：廖佐夫

邮箱：liao zuofu@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】中国“新三样”是否产能过剩？——“产能过剩”系列之二》

2024-06-02

《【粤开宏观】中国走出产能过剩的历程、措施与经验》2024-05-30

《【粤开宏观】从房企年报看房地产风险：经营业绩与债务特征》2024-05-27

《【粤开宏观】新一轮房地产去库存：背景、政策、难点与展望》2024-05-20

《【粤开宏观】超长期特别国债：中国现状、国际比较与意义》2024-05-19

## 摘要

## 一、产能过剩的原因与分类

受产业结构、行业特征与技术能力等因素的影响，产能利用率的合意水平并无绝对标准。判断产能是否过剩需要观察产能利用率的动态走势以及与长期均衡水平的差距，并结合辅助性指标以及多方因素综合判断。仅就产能利用率而言，该指标的持续下滑且大幅低于长期均值可能预示着某种程度上的产能过剩。

考虑到产能利用率是一个比值，一个简单的分类方法是根据产能利用率的变动由分子主导还是分母主导而考虑两种不同情况。一是产能利用率的下降由分子主导，即生产能力不变的情况下实际产出下滑。这往往意味着产业受到行业层面的需求冲击，或是行业内部的竞争结构发生变化。二是产能利用率的下滑由分母主导，例如实际产出并无波动但行业产能在迅速扩张。这既可能是行业生产率提升所导致，也可能是各种原因之下产能过度投资所造成。

从短期角度看，由于产出调整比产能调整更灵活，大部分产能利用率的短期波动属于第一种情况。此类周期性产能过剩在需求回升以及市场集中度提升之后便逐渐消失。相较而言，长期结构性的产能过剩可以看作是短期内无法通过市场机制自动消除的产能过剩，这也是公众更为关注的产能过剩。

造成结构性产能过剩的原因也可以分为两类。一类是退出机制不完善导致经济出现周期性产能过剩时市场缺乏自发调整能力，从而将原本是短期的产能过剩拖至长期。另一类结构性产能过剩则是由产能过度投资所驱动。例如，以林毅夫提出的“潮涌现象”为代表的企业过度进入，以GDP竞赛、市场分割为代表的地方政府过度竞争，以创新不足、价格竞争为代表的企业过度竞争等理论，都从不同视角对产能过剩的原因进行了充分论述。

## 二、上世纪七十年代以来，美国工业产能利用率走势的两大特征

一是产能利用率的波动主要受生产指数波动的影响，产能过剩主要是周期性产能过剩。二是产能利用率呈长期下滑趋势，工业产能利用率的长期均值从上世纪七十年代85%-90%下降至本世纪80%左右。

## 三、美国产能过剩案例：表现、原因及化解

尽管就整体而言，美国的产能过剩大多属于周期性产能过剩，但具体到不同行业，产能过剩的原因和化解方式不尽相同。从行业上看，我们选取通信、煤炭以及页岩油气这三个案例，这三个产业的产能过剩都发生在2000年之后，从时间维度上看对当前的产能过剩争议更有参考价值。此外，这三个行业出现产能过剩的背后都离不开美国政府的推波助澜，这也说明并非只有发展中国家的政府行为可能导致产能过剩，发达国家出现的产能过剩同样可能与政府政策息息相关。



### （一）页岩油气革命：技术进步早期难逃产能过剩，美国政府化解产能过剩方法是解除原油出口禁令鼓励企业抢占国际市场

从 2012 年到 2014 年，美国页岩油生产的“爆发式”增长打破石油的供需平衡，造成国际原油市场的剧烈震荡。从 2014 年下半年开始，国际原油价格在一年半时间内从最高点暴跌 70%。

技术进步与企业过度进入是页岩油气产能过剩的重要推手，而这背后离不开政策扶持。美国政府的技术研发支持以及财政补贴大大激发了企业开采的积极性，促进了页岩革命的到来，但也为产能过剩埋下伏笔。

美国政府应对原油产能过剩的做法是解除原油出口禁令。美国公司于 2015 年 12 月解除了长达 40 年的原油出口禁令。在全球原油供应本已严重过剩的情况下，美国解除原油出口禁令进一步加大了国际油价的下行压力。出口禁令解除之后，石油产出的恢复让美国迎来第二次页岩革命。技术优势及规模效应让页岩油的生产成本降至 30 美元/桶以下。美国也从石油进口国转为石油出口国，并一跃成为全球最大产油国。

### （二）煤炭开采行业：能源转型之下，传统能源产业面临长期产能过剩

2008 年国际金融危机之后，美国煤炭开采行业在宏观经济下行、清洁能源转型的背景之下陷入了长期产能过剩的危机。产能利用率从 2009 年接近 90% 的高点一路下滑至疫情前 60% 左右，直至疫情之后才有所回升。

造成煤炭行业产能过剩的主要原因是燃煤需求的长期下滑，其背后是页岩油气革命带来的技术冲击以及减污降碳之下煤炭发电成本的上升。相对成本的上升导致燃煤的发电份额持续下滑，煤炭产业产能过剩。此外，海外煤炭需求也在下降。

为应对产能过剩，美国煤炭企业采取了兼并收购、多元化发展、降本增效、开拓国际市场、增加环保技术投资等策略。然而，尽管某些大型煤炭企业通过破产重组重获发展空间，但对整个行业而言，由于缺乏行业协调，美国煤炭产业处理过剩产能的速度仍然显得较慢。

### （三）通信设备行业：互联网泡沫破裂带来周期性产能过剩，全球需求增长带动行业走出危机

在九十年代的科技浪潮中，美国通信设备行业一度因市场需求激增而快速扩张。互联网的繁荣连带通信业掀起投资热潮，加上国会通过《1996 年通信法》放开行业竞争，大量资金涌入通信设备行业，行业产能指数在短短几年间增长了数倍。然而，2000 年 3 月互联网泡沫开始破裂，通信企业陷入经营困境。产能利用率从 2000 年初 95% 的高点骤降至 2002 年末不到 40%。

两方面因素带动通信设备产业走出危机。一方面企业通过兼并收购、破产重组调整供给端产能。另一方面全球需求并未受到股市泡沫破裂的影响，宽带和互联网用户数的持续提升带动行业重回正轨。

事实上，通信业的产能过剩反而在一定程度上促进了下一波互联网繁荣。由于泡沫破裂后光纤过剩，下一波互联网公司能够以低廉价格使用服务，反而推动了美国互联网产业走向成熟。正如十九世纪中叶美国铁路投资泡沫一样，虽然铁路投资的热潮随泡沫的破裂而褪去，但铁路本身留了下来，为美国西部开发奠定基础。



#### 四、从美国产能过剩案例看产能过剩问题的一般规律性特征

以上案例表明，美国化解过剩产能主要依靠市场化机制，政府本身并没有化解过剩产能的顶层设计；这主要是源于美国的产能过剩并未发生在国有企业领域，不存在就业等社会和历史问题需要处理，可以通过市场化的兼并重组、裁员等方式解决。在处理产能过剩问题方面，既有一般性的规律，让供需恢复新的均衡，也有国情和发展阶段差异导致处理方式的差异（详见《告别两轮产能过剩：中国经验》）。具体而言，美国产能过剩案例可以带来如下启示：

**第一，新产业或新技术的发展离不开政府的支持。**若新技术与战略性新兴产业、公用事业、环境教育医疗等具有准公共品性质的产业相结合，对新技术进行政府补贴更是提升社会福利的重要手段。

**第二，对于新兴产业来说，一定程度的产能过剩难以避免。**即便在市场机制较为成熟的地区，新兴产业同样会出现产能过剩，这是新兴产业本身的行业特质所决定的。尤其是在技术迭代较快、技术路线仍有分歧的新兴产业，出现短期结构性的产能过剩几乎难以避免。

**第三，不同性质、不同行业的产能过剩需要区别对待。**新兴产业的产能过剩问题往往较为复杂，政府或难以准确判断和指导产能去化。对新兴产业而言，由于政府并不比企业本身更了解行业的发展状况，同时政府也很难厘清哪些产能过剩是政策导致的、哪些是行业本身特性导致的，政府指导化解过剩产能容易出现“一刀切”、过度去产能等问题，反而可能阻碍产业正常发展。

**第四，政府在化解传统产业的过剩产能中能够扮演重要作用。**传统产业的产能过剩问题往往更容易判断，产能化解的方向也相对更为明确，政府与企业化解产能过剩的过程中更易形成共识。

**第五，积极探索海外需求是化解产能过剩的常见手段。**化解产能过剩除了在供给侧清理过剩产能之外，在需求侧寻找新的增长点也是常见手段之一，美国政府也多次帮助企业寻求海外增长机会。

**第六，近期一些国家提出我国新兴产业存在“产能过剩”，其本质是利用“产能过剩”为借口实行贸易保护主义政策。**中国在比较优势之下形成的产能降低了产品价格，增加了消费者福利，对全球经济而言是好事。

**风险提示：**地缘政治冲突超预期



## 目 录

一、产能过剩的原因与分类：以美国为例.....	5
（一）产能利用率的定义与统计方法.....	5
（二）导致产能利用率下降的原因.....	6
二、美国工业产能利用率走势的两大特征.....	7
三、美国产能过剩案例：表现、原因及化解.....	7
（一）页岩油气革命：技术进步早期难逃产能过剩，美国政府化解产能过剩方法是解除原油出口禁令鼓励企业抢占国际市场.....	8
（二）煤炭开采行业：能源转型之下，传统能源产业面临长期产能过剩.....	11
（三）通信设备行业：互联网泡沫破裂带来周期性产能过剩，全球需求增长带动行业走出危机.....	14
四、从美国产能过剩案例看产能过剩问题的一般规律性特征.....	16

## 图表目录

图表 1： 美国产能利用率的波动与生产指数的波动更为相关.....	7
图表 2： 美国油气开采产能利用率从 2014 年底开始经历了两年的快速下滑期.....	9
图表 3： 美国页岩油“粗暴式”开采导致 2014 年原油价格暴跌.....	9
图表 4： 页岩革命之后美国石油产量增速大幅超过美国本土需求和世界需求增速.....	10
图表 5： 近年美国石油生产量已超过美国自身石油需求.....	10
图表 6： 金融危机后美国煤炭开采业开启去产能进程.....	11
图表 8： 美国煤炭价格在产能过剩时期持续走低.....	12
图表 9： 美国天然气发电价格从 2008 年后大幅降低.....	13
图表 10： 美国煤炭发电量占比已从金融危机前接近 50%降至 20%以下.....	13
图表 11： 美国通信设备行业在本世纪初经历一轮周期性产能过剩.....	16
图表 12： 通信行业并购活动在 2004-2007 年间显著抬升.....	16





## 一、产能过剩的原因与分类：以美国为例

### （一）产能利用率的定义与统计方法

经济学中通常将产能利用率作为衡量产能利用状况的核心指标。产能利用率是实际产出与生产能力的比值。其中，实际产出的定义和测算较为直观，通常指一段时期内企业实际生产的产品产量或产值。而生产能力的定义和测算则相对更加抽象，不同视角对产能的理解并不一致。一般而言，可将产能分为现实意义上的产能和经济学意义上的产能。现实意义上的产能即工厂实际设计的生产能力，通常是除去工厂正常停工和设备检修之后的最大产出。现实意义上的产能可以通过企业直接调查的方式获得。经济学意义上的产能则是一种理论上的产能，即在不同假定条件下的最优产出（例如短期变动成本最低的产出，或是利润最大化的产出等）。经济学意义上的产能通常可从理论模型的变量关系出发，利用相关数据估算得出。

现实意义上的产能和经济学意义上的产能可以看作观察企业产能的两种不同角度。现实意义上的产能倾向于从实证分析（positive analysis）角度出发测算当前的潜在产能是多少，但容易受到被调查对象对产能主观理解不同、调查结果无法反映产业结构变化等问题的影响。而经济学意义上的产能从规范分析（normative analysis）角度出发测算理想情况下的合意产能应该如何，往往比调查得出的产能更客观、也更能反映技术创新与经济结构变化的影响，但存在计算方式较为复杂、理论基础仍显薄弱等问题。

在实际操作中，各国央行、统计局以及国际机构仍主要依赖基于直接调查的实际潜在产能来测算产能利用率。以美国为例，目前美国基于企业调查的产能利用率数据主要有两份，一是美联储委员会（Federal Reserve Board，以下简称美联储）在 G.17 统计表中发布的月度工业生产与产能利用率数据，二是美国供应管理协会（Institute for Supply Management，以下简称 ISM）在半年度经济预测中发布的产能利用率数据。

即便同样是统计调查，不同调查设计的细节差异也会对数据解读产生影响。根据 Morin and Stevens（2004）的报告，美联储与 ISM 的产能利用率数据主要有两大差异。一是对产能的定义不同。美联储测算的产能指数基于可持续最大产出（sustainable maximum output）的概念，即一家工厂在实际的工作计划内可以维持的最大产出水平，同时考虑正常停工和检修时间并假设有足够的生产要素来维持现有设备的运作。而 ISM 的产能基于日常产能（normal capacity）的概念。两者的差异在于，企业主在回答 ISM 调查时倾向于假设劳动力数量固定在当前水平，而美联储的调查则允许劳动力数量保持弹性。这导致两份数据的走势在经济出现周期性拐点时会产生差异。通过 ISM 方法测算的产能往往会低于美联储方法测算的产能，从而使得 ISM 的产能利用率上升更快。

第二大差异是 ISM 的调查以企业为单位，而美联储的调查则以企业下属的工厂为单位，比 ISM 的覆盖更为精细。这一差异导致两者在处理工厂关闭和老旧设备等问题方面有诸多不同。一方面，在经济下行期，企业主倾向于将部分产能划定为过时产能，而在经济复苏期，这部分产能往往又会“失而复得”。而工厂的负责人会比企业主更加了解设备的技术更新状况，更准确地判断是否应该将某些老旧设备包含在产能里。另一方面，当企业或工厂关闭时，与之相关的所有过往数据也会从 ISM 调查里删除，但美联储基于工厂层面的调查会更精准，往往更能反映产能的实际动态变化。

相较而言，我国国家统计局对产能的定义与美联储的定义较为接近，在实际调查中以企业为单位开展季度调查，充分参考和借鉴了国际上通行的做法。根据统计局官网的定义，企业的生产能力是指“在报告期内，在劳动力、原材料、燃料、运输等保证供给的情况下，生产设备（机械）保持正常运行，企业可能实现的、并能长期维持的产品产



出”，这一定义与美联储的可持续最大产出概念更为接近。而我国以企业为单位开展调查，这一点则与 ISM 更为接近。统计局在实际调查中会先收集企业的实际产出与企业估算的产能利用率，并通过产能利用率公式推算企业的生产能力。此外，统计局的抽样调查仅针对规模以上企业，对规模以上大中型企业采取全部抽样，规模以上小微企业采取分层抽样，并据此推算全国总体工业产能利用率数据。

## （二）导致产能利用率下降的原因

受产业结构、行业特征与技术能力等因素的影响，产能利用率的合意水平并无绝对标准。因此，即便使用同一方法测算产能利用率，不同国家与不同行业间产能利用率的横向比较通常也不具备参考价值。判断产能是否过剩需要观察产能利用率的动态走势以及与长期均衡水平的差距，并结合辅助性指标以及多方因素综合判断。仅就产能利用率而言，该指标的持续下滑且大幅低于长期均值可能预示着某种程度上的产能过剩。

然而，即便产能利用率有所下滑，由于导致其下滑的原因各有不同，其影响和意义也有较大差异。并非下滑更快的行业面临的产能过剩压力就更大，也并非所有产能过剩都需要特别关注，不同性质的产能过剩需要区别对待。

为了更好区分产能过剩的不同情况，有必要对造成产能利用率下滑的原因进行分类。考虑到产能利用率是一个比值，一个简单的分类方法是根据产能利用率的变动由分子主导还是分母主导而考虑两种不同情况。一是产能利用率的下降由分子主导，即生产能力不变的情况下实际产出在下滑，或者产出下滑的速度快于产能。这往往意味着产业受到全行业层面的需求冲击，或是行业内部的竞争结构发生变化导致实际产出低于潜在产能或最优产出。二是产能利用率的下滑由分母主导，例如分子不变而分母在扩大，即实际产出并无波动但行业产能在迅速扩张。这既可能是行业生产率提升所导致，也可能是各种原因之下产能投资过度所造成。

从短期角度看，由于产出的调整比产能的调整更灵活，大部分产能利用率的短期波动属于第一种情况。例如，经济下行时期的需求疲软所导致的产能过剩，便属于短期现象。在市场机制较为成熟的经济体，当出现此类周期性的产能过剩时，市场通常会以部分企业退出市场或是企业兼并收购等形式自发性的进行调整。这种周期性的产能过剩在需求回升以及市场集中度提升之后便会逐渐消失。

相较而言，长期结构性的产能过剩可以看作无法通过市场机制自动消除的产能过剩，这也是一般意义上公众更为关注的产能过剩。从产出驱动和产能驱动的视角出发，造成结构性产能过剩的原因也可以分为两类。一类是市场机制不完善导致经济出现周期性产能过剩时市场缺乏自发调整机制，从而将原本是产出驱动的周期性产能过剩拖至长期。例如，日本在上世纪九十年代金融泡沫破裂之后，经济出现长期需求不足，同时日本特殊的银企关系使得诸多濒临破产的企业利用“常青贷款”持续“回血”，导致市场无法出清。多种因素造成实际产出与产能无法“双向奔赴”，从而将本应是短期现象的周期性产能过剩问题拖至长期。

与之相对，另一类结构性产能过剩则是由产能过度投资所驱动。关于造成产能过度投资的原因，相关研究已有不少。特别是从发展中国家的市场结构以及特定的政经环境角度出发所做的研究，对发展中经济体的结构性产能过剩现象已有非常细致的分析。例如，以林毅夫提出的“潮涌现象”为代表的企业过度进入，以 GDP 竞赛、市场分割为代表的地方政府过度竞争，以创新不足、价格竞争为代表的企业过度竞争等理论，都从不同视角对造成过度投资以及产能过剩的原因进行了充分论述。

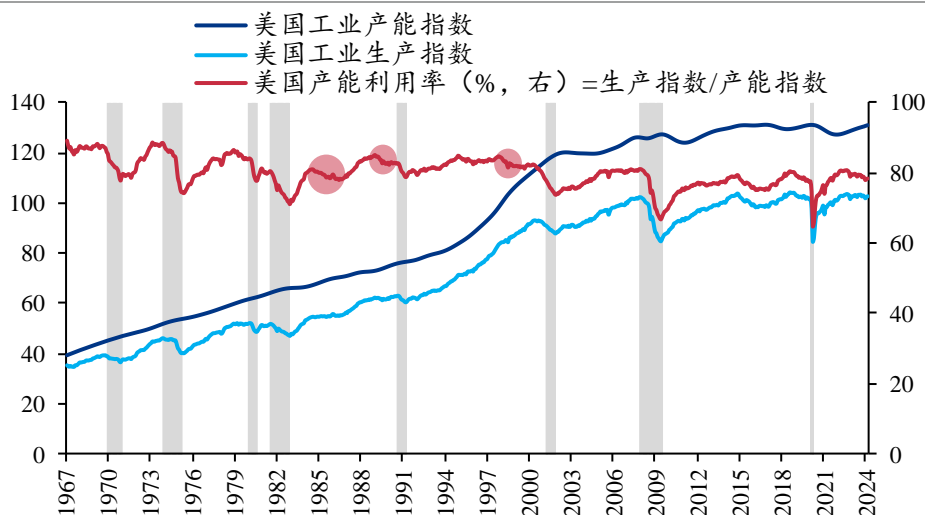


## 二、美国工业产能利用率走势的两大特征

自上世纪七十年代以来，美国工业产能利用率的走势呈现两大特征。一是产能利用率的波动主要受生产指数波动的影响，而生产指数的波动又与经济周期息息相关。从图1可知，大部分美国工业产能利用率的下滑都与生产指数同步，而生产指数的下滑又同步或稍领先于图中灰色阴影所代表的经济衰退期。也就是说，假设产能利用率的下滑对应产能过剩，则美国的产能过剩大多数情况下为周期性产能过剩。在经济衰退结束之后，产能利用率会随着需求的回升而上升。而在生产指数较为平稳、经济上行周期出现的产能利用率下降现象仅在八十年代中期、八十年代后期以及九十年代末有过短暂出现。

二是产能利用率呈长期下滑趋势，工业产能利用率的长期均值从上世纪七十年代85%-90%下降至本世纪80%左右。根据美联储Pierce and Wisniewski (2018)的研究，美国制造业产能利用率的长期下滑是一种全行业现象，行业内部的企业新陈代谢以及行业间的产业结构调整都无法完全解释产能利用率的下滑。持续性的劳动力短缺与错配或是导致产能利用率长期下滑的原因之一。总体上看，尽管产能利用率呈长期下滑趋势，但美国工业的整体产能过剩现象并不严重。

图表1：美国产能利用率的波动与生产指数的波动更为相关



资料来源：Fed、粤开证券研究院

## 三、美国产能过剩案例：表现、原因及化解

尽管就整体而言，美国的产能过剩多数属于周期性产能过剩，但具体到不同行业，产能过剩的原因和化解方式不尽相同。从行业上看，我们选取页岩油、煤炭以及通信这三个案例，分别对应新兴产业（技术）的产能过剩、传统产业的长期结构性产能过剩以及传统产业的周期性产能过剩（尽管不断经历技术升级，但通信产业在美国是一个成熟产业，产业格局相对稳定，此处暂且将通信行业划为传统产业）。同时，这三个产业的产能过剩都发生在2000年之后，从时间维度上讲，对当前的产能过剩争议更有参考价值。此外，这三个行业出现产能过剩的背后都离不开美国政府的推波助澜，这也说明并非只有发展中国家的政府行为可能导致产能过剩，发达国家出现的产能过剩同样可能与政府政策息息相关。不过，在化解过剩产能方面，美国政府通常没有顶层设计，但会通过收





紧监管环境等手段避免产业再度出现非理性投资热潮。产能过剩行业里的企业通常会主动在以破产法为核心的法律框架下，通过市场力量进行竞争与协商，寻找符合各方利益的解决方案。但也不排除美国企业在企业游说之下主动为出现过剩产能的产业寻找新的需求增长点的情况，尤其是面对汽车、能源等游说能力较强的行业，美国政府往往会积极配合化解冗余产能。

## （一）页岩油气革命：技术进步早期难逃产能过剩，美国政府化解产能过剩方法是解除原油出口禁令鼓励企业抢占国际市场

美国页岩革命被普遍视为技术进步颠覆产业格局的范例。但事实上，美国页岩油在不久之前才刚刚经历一段过剩产能扰动国际原油市场的时期。从2012年到2014年，页岩油（致密油）生产的“爆发式”增长打破了石油的供需平衡，造成了国际原油市场的剧烈震荡。自2005年起，水力压裂技术和水平钻井技术的发展带动美国页岩油产业快速增产。页岩油产量占国际原油产量比例从2005年不到1%迅速上涨至2018年超过10%。尤其是2012年以后，页岩油“爆发式”开采导致美国石油产量激增，形成了原油市场供过于求的局面，造成了国际原油市场的剧烈震荡。

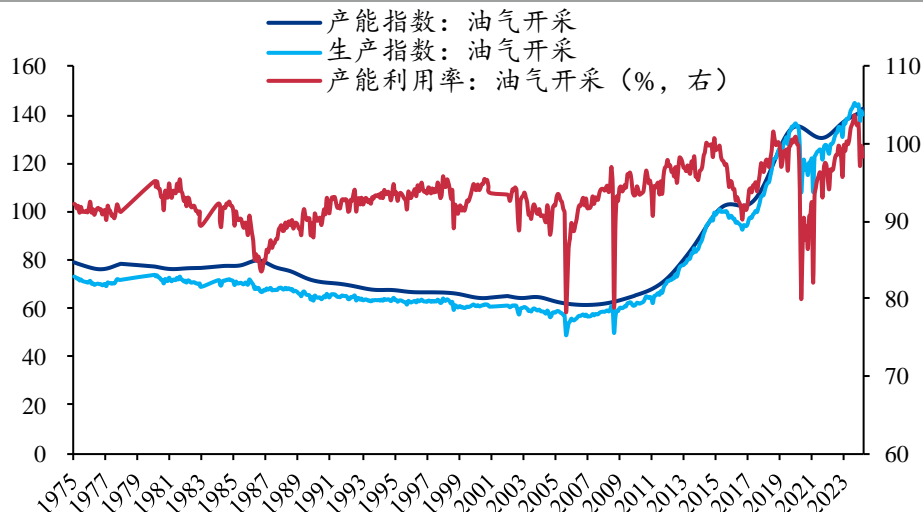
从2014年下半年开始，国际原油价格在一年半时间内从最高点暴跌70%，而美国的页岩革命是背后的主要推动力之一。从2012年开始，美国石油产量从每日一千万桶左右迅速增加至每日一千五百万桶，涨幅达50%。在世界石油需求以1%-2%的速度增长之时，美国石油产出以超过10%的增速上升。在初期开采成本高昂的情况下，美国页岩公司仍大幅提升产出，对全球石油供给形成冲击。此外，由于美国本土炼油厂的整体装置复杂程度较高，加工原料以重质原油为主。而本土生产的页岩油（致密油）属轻质低硫原油，原料的错配导致美国轻质原油供给严重过剩。从2014年下半年开始，全球原油价格开始快速下滑。与此同时，美国油气开采产业的产能利用率也迅速回落。油气开采产业呈现出明显的产能过剩局面。

技术进步与企业过度进入是页岩油气产能过剩的重要推手，而产能高速提升的背后离不开美国政府对页岩油气的政策扶持。具体而言，美国政府从财政补贴、税收减免、技术研发三个方面支持页岩油气的开采（孙金凤，单凯，2021）。1980年的《原油暴利税法》为非常规能源企业提供了财政补贴和税收减免。1980年至1992年间，美国本土钻探的非常规天然气享受每桶油当量3美元的补贴，相当于每立方米0.06元，占当时天然气平均井口价格的24%。这一政策在1997年的《纳税人减负法案》中得以延续。1992年的《原油暴利税法》修正案还为1979-1999年间勘探开发、2003年前生产的页岩气提供0.02美元/立方米的税收减免，占1989年美国天然气价格的29%，此举进一步增加了页岩气开采企业的利润。2005年，美国政府通过《能源政策法》，进一步规定2006年至2010年间投入运营并生产非常规能源的油气井，可享受每吨油当量22.05美元的补贴，占同期美国天然气平均井口价格的9%。2004年的《能源法》还规定，美国政府将在未来十年每年投资4500万美元于非常规天然气技术研发。过去30年，美国已投入超60亿美元用于其勘探开发，其中培训和研究费用逾10亿美元，使美国率先应用了页岩油气勘探的关键技术。美国政府的技术研发支持以及财政补贴大大激发了美国企业开采的积极性，促进了页岩革命的到来，但也为产能过剩埋下伏笔。



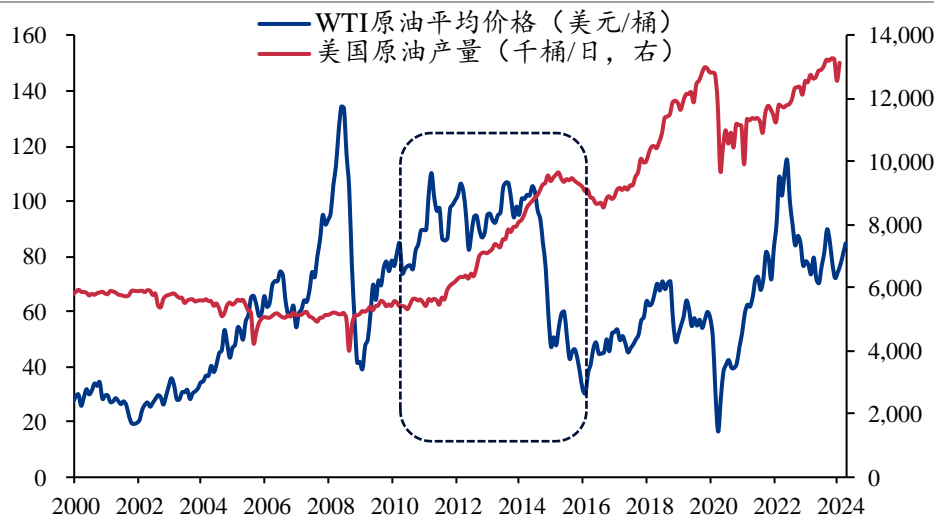


图表2：美国油气开采产能利用率从 2014 年底开始经历了两年的快速下滑期



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表3：美国页岩油“粗暴式”开采导致 2014 年原油价格暴跌



资料来源：Wind、粤开证券研究院

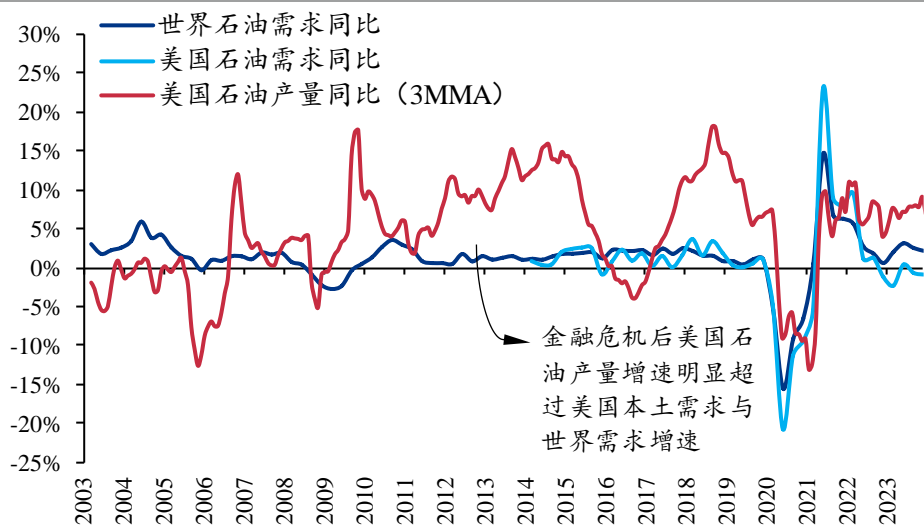
美国政府应对原油产能过剩的做法是解除原油出口禁令，意图利用自身技术优势抢占国际市场。2014 年，美国页岩油生产商的盈亏平衡点仍在 80 美元/桶左右。而由于国际油价一路下跌，美国页岩油生产商遭受重大打击。2015 年有 67 家美国油气公司申请破产，2016 年则有 70 家，破产公司数量达到 2014 年破产数量的三倍以上。许多油气公司通过削减资本支出预算、钻井平台闲置、缩减员工等措施来勉力维持收支平衡。在这一背景下，美国政府于 2015 年 12 月通过政府支出与税负法案，正式解除了长达 40 年的原油出口禁令。在全球原油供应本已严重过剩的情况下，美国解除原油出口禁令，进一步加大了国际油价的下行压力，对整个产业来讲是不负责任的行为。唯一受益的是美国大型石油公司。事实上，正是因为美国石油公司的极力游说，原油出口禁令才得以解除。美国原油出口生产商组织（Producers for American Crude Oil Exports, PACE）是在 2014 年 10 月由 16 家美国企业组成的联合体，可谓是专为游说国会解除原油出口禁令而



生的组织。PACE 负责人表示，禁令的解除实现了机会均等，美国终于能够参与原油出口竞争，发挥其作为全球能源超级大国的潜力。

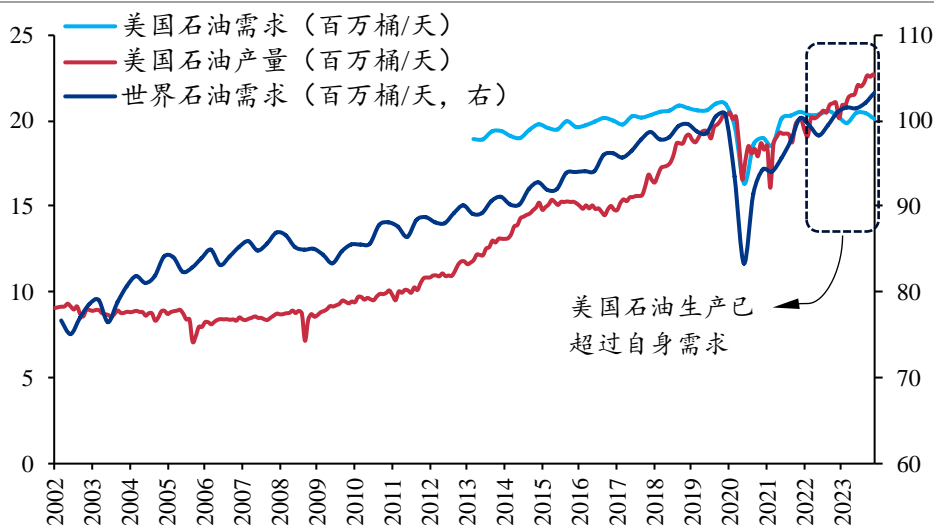
出口禁令解除之后，石油产出的恢复让美国迎来第二次页岩革命。技术优势及规模效应让页岩油的生产成本降至 30 美元/桶以下。美国也从石油进口国转为石油出口国，并一跃成为全球最大产油国。页岩技术的进步还显著压低了全球油价。根据达拉斯联储 Balke et al (2020) 等人的研究，截至 2018 年，美国页岩革命让全球油价降低了至少 36%。对于页岩产业在政策扶持之下利用研发和规模优势压低生产成本和产品价格，时任美国众议院发言人约翰·博纳 (John Boehner) 的态度是，低油价令消费者和盟国受益。

图表4：页岩革命之后美国石油产量增速大幅超过美国本土需求和世界需求增速



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表5：近年美国石油生产量已超过美国自身石油需求



资料来源：Wind、粤开证券研究院

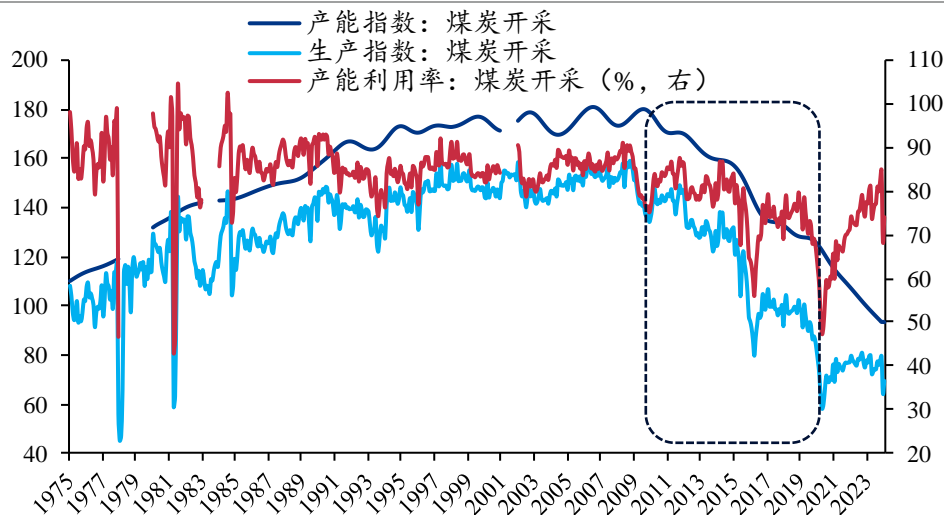


## （二）煤炭开采行业：能源转型之下，传统能源产业面临长期产能过剩

美国页岩革命还在一定程度上导致了传统能源行业的产能过剩。2008年金融危机之后，美国煤炭开采行业在宏观经济下行、清洁能源转型的背景之下陷入了长期产能过剩的危机。从实际生产看，美国煤炭产业的产量在2008年达到11.7亿短吨（即美吨）的峰值，到2015年降至8.97亿短吨，已从峰值下降23%，到2022年，煤炭产量进一步下滑至5.94亿短吨，仅为峰值的50%左右。由于需求下降较快，煤炭行业不得不迅速调整产能。产能指数从2009年接近180的峰值下降至2022年平均104，降幅达42%。尽管如此，由于产能调整的速度慢于实际产出的下滑，产能利用率依然呈长期下滑趋势。美联储统计的产能利用率从2009年接近90%的高点一路下滑至疫情前60%左右，直至疫情之后才有所回升。

产能过剩也体现在煤炭价格走势上。美国阿帕拉契煤炭现货指数从2008年的117美元/吨骤降至2015年的51美元/吨，降幅达56%，而煤炭出口价格的跌落幅度甚至更高。随着价格开始回落，美国煤炭企业的利润率也在2011年达到5.3美元/短吨的高峰之后锐减，2012-2014年的利润率分别录得-3.3美元/短吨、0.1美元/短吨以及0.9美元/短吨。在行业整体产能过剩、利润率大幅走低的背景下，很多煤炭企业陷入经营困境。从2012年到2016年，美国申请破产重组的市值超过100亿美元的大型煤企就有6家（王佐发，2017）

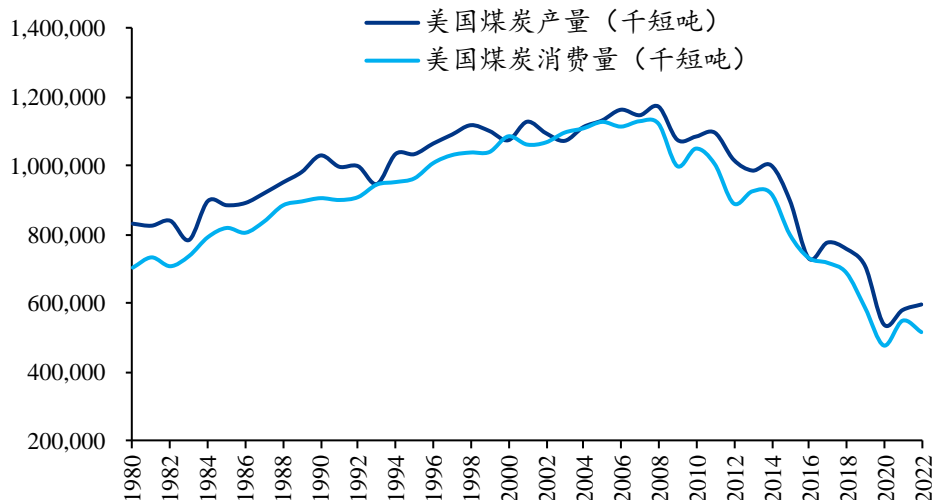
图表6：金融危机后美国煤炭开采业开启去产能进程



资料来源：Wind、粤开证券研究院

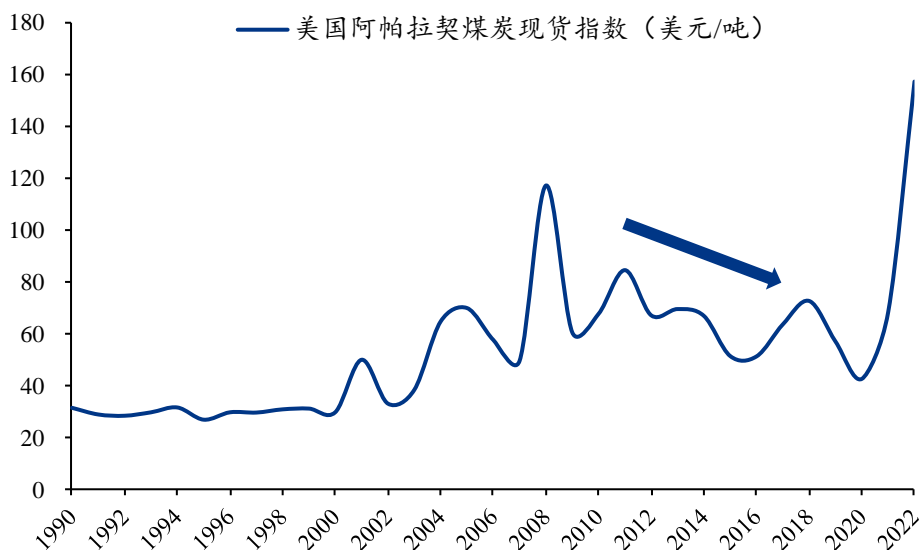


图表7：金融危机后美国煤炭产量和消费量都大幅下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表8：美国煤炭价格在产能过剩时期持续走低



资料来源：Wind、粤开证券研究院

造成煤炭行业产能过剩的主要原因是燃煤需求的长期下滑，其背后是页岩油气革命带来的需求冲击以及减污降碳之下煤炭发电成本的上升。美国的煤炭主要用于电力行业，约 90% 的煤炭消费用于发电。金融危机之后，美国燃煤需求快速走低，煤炭消费量从 2008 年的 11.2 亿短吨跌落至疫情前的 5.9 亿短吨。燃煤需求的下滑主要源于燃煤发电相对成本的上升，其背后则有两大大原因。

一是美国页岩油气革命大幅降低了天然气发电成本。美国页岩油气开发始于 2005 年。自 2009 年起，页岩革命推动美国本土天然气产量快速增长，天然气价格持续走低，燃煤发电的成本优势被削弱。从价格走势看，天然气发电价格与煤炭现货价格明显正相关。天然气价格走低往往伴随着煤炭价格的走低，表明天然气是煤炭的直接替代品。

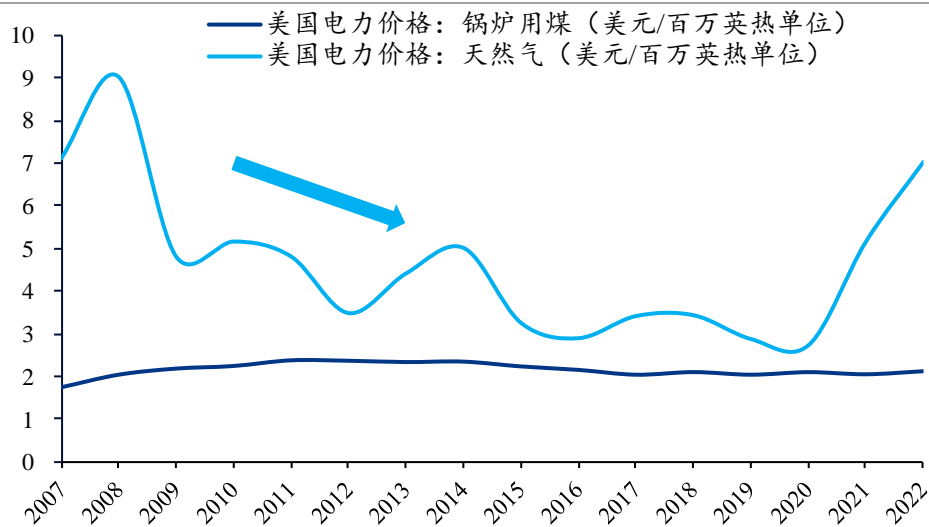




二是清洁能源转型以及相关监管措施增加了燃煤发电成本。2011 年颁布的汞和空气有毒物质标准条例要求燃煤电厂安装二氧化碳减排处理设备，2011 年出台、2015 年实施的跨州空气污染条例则进一步要求发电厂针对污染物排放进行改造。从长期看，美国清洁能源计划的目标是到 2030 年将电力行业的二氧化碳排放量在 2005 年的水平上减少 32%。因此，清洁能源转型将持续抑制煤炭需求。

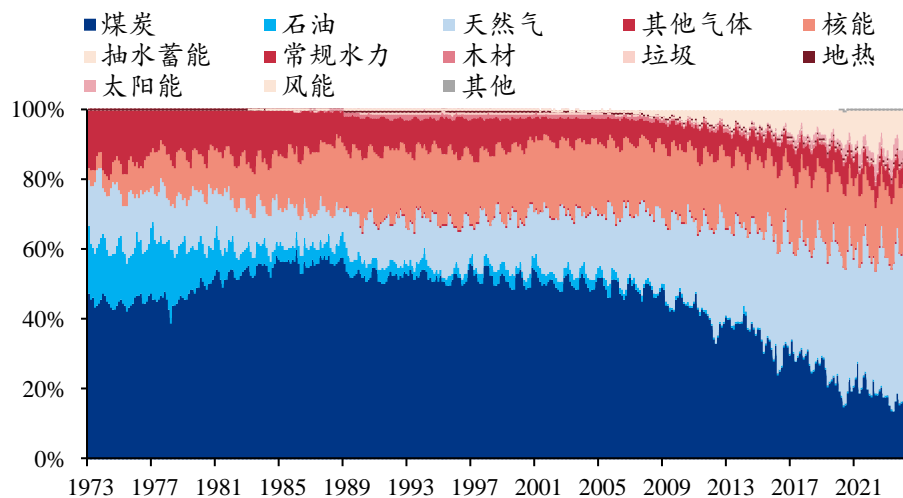
总体而言，随着天然气发电成本的下降以及环境法规进一步削弱燃煤电厂的成本优势，煤炭作为发电燃料在与天然气以及其他可再生能源的竞争中落入下风。燃煤发电份额的持续下滑导致煤炭需求不断降低，从而造成煤炭产业的长期产能过剩。此外，海外煤炭需求也在下降。截至 2015 年，美国主要用于出口的冶金煤价格已从 2011 年的高峰下降了超过 60%。

图表9：美国天然气发电价格从 2008 年后大幅降低



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表10：美国煤炭发电量占比已从金融危机前接近 50%降至 20%以下



资料来源：Wind、粤开证券研究院



为应对产能过剩，美国煤炭企业采取兼并收购、多元化发展、降本增效、开拓国际市场、增加环保技术投资等策略，以提高市场竞争力，寻求可持续发展。以美国最大的私人煤炭企业皮博迪能源公司（Peabody Energy）为例。作为应对产能过剩和债务负担过重的策略，皮博迪于 2016 年申请破产。在破产程序中，该公司进行了债务重组和运营优化。例如，皮博迪与债权人协商，将部分未偿债务转换为重组后公司的股权。这使皮博迪能够减少债务负担，改善其资产负债表。同时，皮博迪出售了非核心资产以筹集资金和简化运营，通过专注于核心资产并降低间接成本提高了效率和盈利能力。在运营方面，皮博迪实施了成本削减措施，包括裁员、关闭设施和改善运营效率，以降低运营成本并改善现金流。皮博迪还与供应商、客户和其他利益相关方重新谈判合同，以获得更有利的条款并减少财务义务。这包括重新谈判定价协议、延长支付期限以及重组合同安排，以更好地与公司的财务能力相一致。在扩需求方面，皮博迪一方面开始探索替代能源的机会，例如可再生能源和碳捕获技术，另一方面着重扩大国际市场，特别是在煤炭消费增长较快的亚洲市场。通过破产重组和运营优化，皮博迪成功将其债务水平从 2015 年的 60 亿美元降低至 2017 年 20 亿美元，同时在营收大致相当的情况下，将净利润从亏损 20 亿美元转为盈利 6000 万美元，让公司重新找到生存和发展的空间。

然而，尽管某些大型煤炭企业通过破产重组重获发展空间，整个美国煤炭行业仍然面临重大挑战。事实上，由于缺乏行业协调，美国煤炭产业处理过剩产能的速度仍然显得较慢。麦肯锡指出，由于直接关闭煤矿的短期成本高于持续亏损但继续经营的成本，大部分企业仍采取“一切照常”（business-as-usual）的经营模式。从市场博弈角度看，中小企业普遍担心自己过早退出市场从而错失行业复苏机会，这导致市场充斥“僵尸矿”，市场出清速度被拖慢。此外，煤炭行业的产能过剩问题还与债务问题相互交织。据麦肯锡测算，整个煤炭行业的债务总量在 2014 年达到 1000 亿美元，若产业能够减产 2 亿吨（即百分之二十左右），则债务总量会缩减至 700 亿美元，但即便如此，剩余企业的利润水平也只能覆盖 250 亿美元的债务，仍然存在 450 亿美元的缺口。事实上，美国煤炭产业一直到疫情后大宗商品价格飙升时期才暂时摆脱低迷状态。不少企业依然面临二次破产的危机。

### （三）通信设备行业：互联网泡沫破裂带来周期性产能过剩，全球需求增长带动行业走出危机

在九十年代的科技浪潮中，美国通信设备行业一度快速扩张。一方面下游互联网行业的繁荣连带通信行业掀起一股投资热潮，另一方面 1995 年联邦通信委员会（FCC）增加无线网络频段、1996 年美国国会通过《1996 年通信法》放开行业管制等措施加剧通信行业竞争。在需求爆发和政策鼓励之下，大量资金涌入通信业。在《通信法》通过后的五年内，美国通信设备公司的总投资超过 5000 亿美元，各大公司纷纷开始建设横跨陆地、海底和空中的光纤和无线网络。整个通信设备行业的产能指数在短短几年间增长了数倍。

然而好景不长，2000 年 3 月互联网泡沫开始破裂，通信行业里的企业意识到未来市场需求或不足以维持其增长。一些公司开始通过价格战争夺市场份额，导致收入迅速下滑，行业整体利润率走低，许多企业面临经营压力。在泡沫破裂之前，通信企业已经在华尔街融资 1.6 万亿美元，并发行了 6000 亿美元的债券。互联网泡沫的破裂连带挤破通信行业泡沫，道琼斯美国通信指数在 18 个月时间内跌去 78%，进一步加剧通信设备行业危机。由于通信设备行业为重资产行业，产能调整的速度无法及时跟上市场需求的变化。泡沫破裂后，通信设备行业产能利用率开始大幅走低，从 2000 年初 95% 的高点骤降至 2002 年末不到 40%。

尽管互联网热潮助长了通信业繁荣，但互联网泡沫与通信业泡沫有诸多不同，这些差异导致通信业的产能过剩情况更为严重。首先，与泡沫化的互联网公司相比，通信公



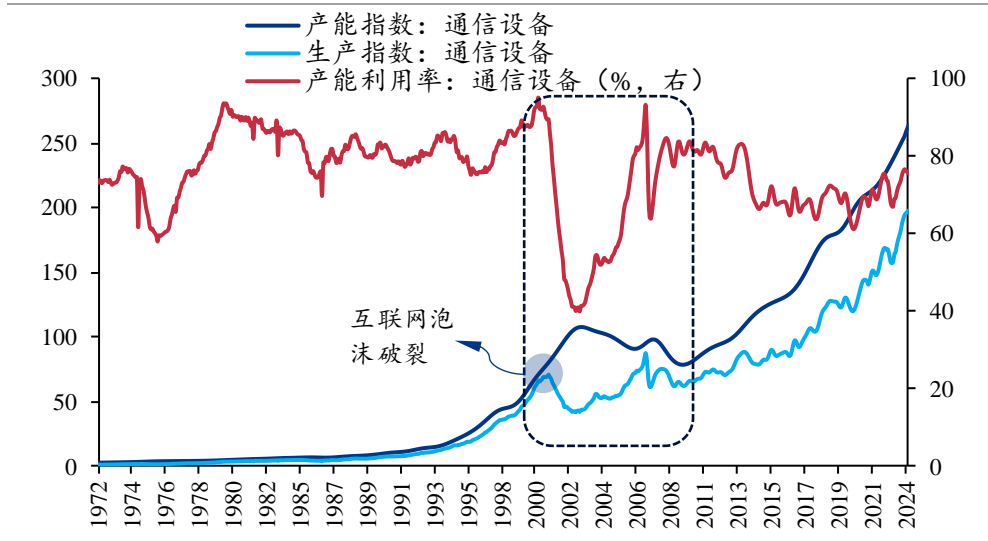
司投资于路由器、卫星、无线与有线网络基础设施等有形资产，其投资的周期更长，产能调整的灵活度更低。其次，通信行业在美国已是成熟行业，长期以来一直是稳定和保证回报的化身。这一特质降低了资本的风险防范意识。第三，以美国为首的全球各国政府在九十年代开始放松通信行业监管，开放通信市场竞争以吸引新的私营企业进入市场。这不仅加剧了市场竞争，也吸引了更多资金入场，最终导致产能过剩。两方面因素带动通信行业走出产能过剩危机。一方面，行业内部通过裁员、削减开支、破产重组、兼并收购等方式积极缩减产能。麦肯锡数据显示，通信行业的并购活动在 2004-2007 年间显著提升，并购交易案规模从 2002 年不到 1000 亿美金上升至超过 2000 亿美金，其中以西南贝尔（SBC）收购美国电话电报公司（AT&T）、随后又并购南方贝尔（BellSouth）组成全球第一大通信运营商为主要案例。与此同时，由于通信行业以重资产为主，大多数初创企业每 6 到 9 个月就需要进行一轮融资，而泡沫破裂导致大量中小型初创企业因无法得到资金支持而不得不倒闭。据估计，通信业泡沫的破裂总共导致超过 50 万人失业。尽管通信公司大量投资于有形资产使得其产能调整的灵活度较低，但大企业间的重组以及中小企业的退出市场依然帮助美国通信产业消解掉一部分产能。从 2003 年到 2006 年，美国通信设备行业的产能指数下降了 16%。

**另一方面，尽管美国通信业自身的估值泡沫破裂，但对于 2000 年代的通信行业来讲，全球需求的增长空间依然广阔。**泡沫破裂之前，全世界有 15 亿条固定电话线路，而仅到 2003 年，全世界已有近 25 亿条固定电话线路，其中三分之二以上安装在发展中国家。与此同时，泡沫破裂时全世界手机用户还不到 10 亿，而至 2009 年，全球手机用户增长到了 46 亿。互联网使用也呈现出爆炸式增长，2000 年泡沫破裂时，全球仅有大约 4 亿网民，到 2009 年底，这一数字增长到 18 亿，其中一半用户使用宽带接入。有人认为，互联网泡沫破裂的原因在于互联网企业和通信公司的布局过于超前，而当时的用户数量还无法满足众多公司的盈利需求。而泡沫破裂之后，全球通信需求依然持续增长，通信用户数量的不断增加帮助通信行业逐步走出产能过剩危机。

**事实上，通信业的产能过剩反而在一定程度上促进了下一波互联网繁荣。**在泡沫期间，美国通信公司铺设了超过 8000 万英里的光纤电缆，占当时美国已安装的数字线路总量的 76%。到 2005 年，美国仍有高达 85% 的宽带容量未被使用，而此时宽带成本已经下降了 90% 以上。由于泡沫破裂后光纤过剩，下一波互联网公司能够以低廉的价格使用传输服务，反而推动了美国互联网产业走向成熟。这意味着，当产业处于成长阶段，或者产业需求较为稳定之时，出现一定程度的产能过剩并非总是坏事。尤其当产能过剩发生在正外部性较强的新兴产业基础设施领域时，尽管产能过剩可能会导致投资泡沫破裂，投资人利益受损，但基建本身的价值会使更多人受益。正如十九世纪中叶美国铁路投资泡沫一样，虽然铁路投资的热潮随着泡沫的破裂而褪去，但铁路本身留了下来，为美国西部开发奠定基础。

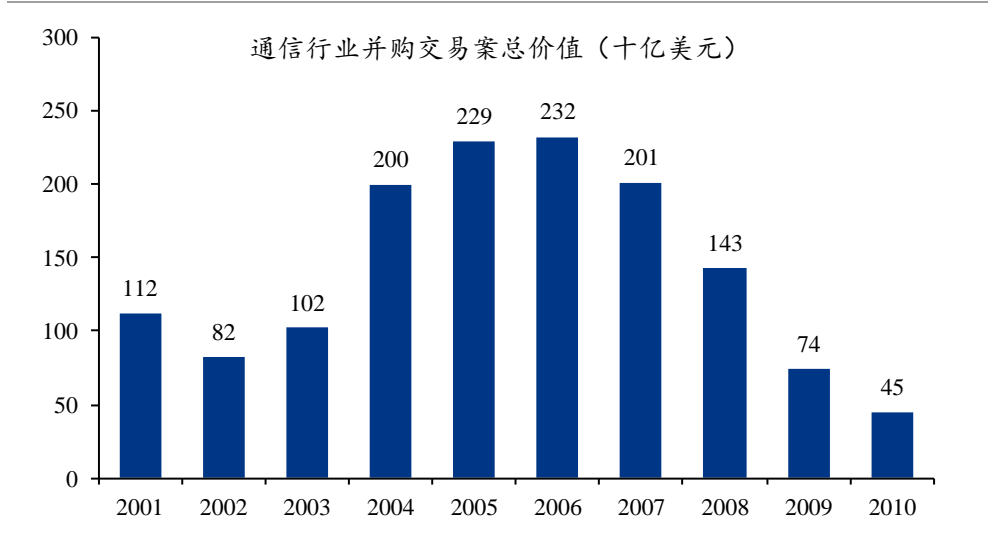


图表11：美国通信设备行业在本世纪初经历一轮周期性产能过剩



资料来源：Fed、粤开证券研究院

图表12：通信行业并购活动在 2004-2007 年间显著抬升



资料来源：McKinsey、粤开证券研究院

#### 四、从美国产能过剩案例看产能过剩问题的一般规律性特征

以上案例从侧面表明，美国化解过剩产能主要依靠市场化机制，美国政府本身并无化解过剩产能的顶层设计。理论上，化解过剩产能是否需要政府干预主要还是取决于市场机制是否运转顺利。如果市场能够灵活调整，行政干预就没有必要。以我国为例，由于前两轮产能过剩主要发生在国有企业占比较高的行业，而国企自身因为就业问题不





好处理，没办法通过裁员、兼并等手段去自主瘦身，就只能依靠政府的行政力量去统一协调（《详见《告别两轮产能过剩：中国经验》）。而如果产能过剩的行业以私企为主，在劳动力调整方面更加灵活，则不太需要政府帮助。当然，即便在市场机制较为完善的发达经济体，产业也可能因为其他原因出现市场出清速度过慢的问题（后文会提及），此时政府的“助推”（nudge）或能帮助加速这一进程。

从实践上看，美国政府更多是被动回应企业化解过剩产能的要求。例如，在相关企业的游说之下，美国政府会积极配合出现过剩产能的行业化解冗余产能，并主动利用自身优势帮助开拓国际市场。从这一角度看，美国政府在对待自身产能过剩问题和他国产能过剩问题上存在明显的双标行为。当然，美国政府也能通过加强行业监管、开展反垄断调查等手段间接参与产业化解过剩产能的进程，但出台此类政策的初衷很少直接跟产能过剩挂钩。

而当面对新兴产业时，各国政府鼓励新兴产业发展的策略大同小异，区别在于发展中国家往往存在特殊的政经环境与产业结构，导致政府深度参与产业发展，在一定程度上加剧了新兴产业出现产能过剩的风险。但即便没有政府的推波助澜，新兴产业本身的特质也容易造成产能过剩，即使市场机制较为成熟的发达国家也难以避免。因此，对于不同性质（周期或结构）、不同产业（新兴或传统）的产能过剩需要区别对待。对新兴产业出现的产能过剩尤其需要仔细甄别，避免“一刀切”阻碍产业正常发展。具体而言，美国产能过剩案例可以带来如下启示：

**第一，新兴产业或新技术的发展离不开政府的政策支持。**无论在成熟的发达经济体还是在新兴市场，新兴产业或新技术的投资都受制于专有性问题（appropriability problem），即创新企业因无法获得足够多的由创新带来的专有收益而出现投资不足的现象。此时政府需要利用诸如财政补贴、税收优惠、研发支持、专利保护等一系列保护性政策促进企业有效投资。此外，若新技术与战略性新兴产业、公用事业、环境教育医疗等具有准公共品性质的产业相结合，对新技术进行政府补贴更是提升社会福利的重要手段。

**事实上，美国政府同样在对新兴产业进行大规模财政补贴。**在电动汽车产业，美国政府通过《通胀削减法案》为购买在北美组装的电动车家庭提供税收抵免。在半导体产业，美国政府通过《芯片和科学法案》为半导体厂商提供补贴和税收优惠。美国政府对人工智能产业的投入也不低。例如，在2024财年，美国“网络与信息技术研发计划”（NITRD）的人工智能研发投资预算增长到31亿美元，较2023年的26亿美元提高了19.2%，创历史新高。隶属于国家科学基金会的人工智能研究所的预算也增加了19.8%，总额达到1.1亿美元。在生物技术和生物制造产业，美国国防部计划在未来5年投资近15亿美元来扩大美国的生物工业制造基础设施，并利用生物技术支持本土供应链。前述页岩油气产业的例子也表明，美国政府对传统产业中涌现的新技术也有长期的扶持政策。

**从贸易角度看，由于新兴产业在各国都受到不同程度的政策支持，产业的全球分工和布局最终是各国技术能力与禀赋条件综合作用的结果。**长期来看，政府补贴虽然能促进新兴产业的早期发展，但一个国家要发展出具有世界级规模的产业，政府补贴在其中能起到的作用有限。即便某些国家出于各种目的指责他国政府的补贴带来了不公平的竞争环境，并意图采取对抗措施，一场补贴大战也远比关税战、单边制裁等贸易保护主义手段要好得多。

**第二，对于新兴产业来说，一定程度的产能过剩难以避免。**即便在市场机制较为成熟的发达经济体，新兴产业同样会出现产能过剩，这是新兴产业本身的行业特质所决定的。尤其是在技术迭代较快、技术路线仍有分歧的新兴产业，出现短期结构性的产能过剩几乎难以避免。总体而言，新兴产业出现产能过剩主要因为以下几点原因：

一是新兴产业技术迭代更新较快，老旧设备和基础设施很快就会被淘汰，这可能导



致早期的设备投资在技术更新换代时变得过剩。例如，处于技术前沿的某些新兴产业往往存在技术路线之争，企业为了降低风险可能会在不同技术路线上同时布局，而一旦技术路线确定，被淘汰的技术便成为过剩产能。

二是政策法规、市场竞争态势以及消费者需求变化等不确定性因素也可能导致企业难以准确预测市场需求，从而出现过剩产能。新兴产业的发展本身就是一个“试错”的过程，企业在市场不确定性较高的情况下为了挖掘市场潜力而进行一定程度上的超前投资或多元布局是正常现象。

三是新兴产业的发展早期往往缺乏政府监管，产业处于激烈的自由竞争状态，进入壁垒较低。这种有利于竞争的环境加上投资者的过度乐观往往会导致大量闲置资金倾入到产业中，资产估值也会随之上升。这也是为何技术革命往往与金融泡沫相伴相生。

四是发展中国家的某些新兴产业由于不处于技术前沿，往往采用跟随发达国家技术路线的策略，这导致产业发展过程中信息相对透明以及产业发展方向更有共识，企业和政府容易同时看好某个产业并进行投资，从而导致投资过热和产能过剩的现象。林毅夫的“潮涌现象”对此做了较为清晰的阐述。事实上，在发达国家的成熟产业中出现的新兴技术，同样会受到“潮涌现象”的影响。美国的页岩产业便是一个实例。页岩革命是在传统油气产业中出现的技术革命，而石油和天然气的消费需求特征稳定，这使得不同成本情景下页岩行业的利润水平能够得到更为精准的测算，因而也吸引了更多资本涌入页岩油气产业，从而造成产能过剩。

**第三，不同性质、不同行业的产能过剩需要区别对待。新兴产业的产能过剩问题往往较为复杂，政府或难以准确判断和指导产能去化。**周期性产能过剩与长期结构性产能过剩的产生原因和潜在影响有所不同。在市场机制较为健全的国家，周期性产能过剩往往会随着需求回升和企业自发性调整而逐渐消失，并不需要政府过度关注。

而长期结构性产能过剩大多出现在发展中国家。这是因为，一方面发展中国家的传统行业在遇到周期性产能过剩时往往无法通过市场机制自主降低产能，市场出清较慢又会一定程度上抑制需求，形成“产能过剩—需求不足”的恶性循环，从而造成长期产能过剩。这一部分过剩产能的化解往往需要政府扮演协调员和推销员的角色，对内协调企业加快过剩产能去化，平衡股东、债权人、管理层、员工等各方利益，同时着手完善相关法律法规和市场机制，对外则积极协助企业拓展市场，探寻新的需求增长点。

另一方面，发展中国家特殊的政经环境和产业结构决定了产业在高速发展过程中可能会因为企业过度进入、企业过度竞争、地方政府过度竞争等问题产生过度投资，从而造成产能过剩。这种情况通常在新兴产业中较为常见。然而，从前述讨论中可以看出，新兴产业的产能过剩成因较为复杂，既受到外部环境影响也受到行业自身因素的影响。在某些情况下，由于行业本身的技术路线与行业面对的消费者需求变化较快，产能是否真正过剩可能无法准确判断。由于政府并不比企业本身更了解行业的发展状况，同时政府也很难厘清哪些产能过剩是政策导致的、哪些是行业本身特性导致的，政府指导新兴产业化解过剩产能容易出现“一刀切”、过度去产能等问题，反而可能阻碍产业正常发展。相对而言，在处理新兴产业的产能过剩问题时，政府更应该从制度环境入手，优化政府和企业的激励机制，完善产业政策和监管措施，鼓励因地制宜发展新兴产业，避免因地方政府、金融机构一窝蜂地大干快上而反复出现产能重复布局和投资过度等问题。

**第四，政府在化解传统产业的过剩产能中能够扮演重要作用。**由于传统产业的技术更加成熟、需求走势更加确定，传统产业的产能过剩问题往往更容易判断，产能化解的方向也相对更为明确，政府与企业在化解产能过剩的过程中更易形成共识。同时，发展中国家的产能去化市场机制不够完善，往往需要政府建立协调机制促进过剩产能的有效化解。



即便在发达国家，传统行业往往也面临产能去化速度较慢的问题。例如在美国煤炭行业，企业会因为不愿过早退出、关闭煤矿短期成本较高、寄希望于价格回升等各种原因而不愿削减产能。同时利益相关方都有各自诉求，产能去化的最终结果取决于各方博弈。而在市场化框架下，这一博弈过程可能较为漫长。此外，产能过剩往往与债务问题同时出现，若行业整体的债务水平较高，即便企业主动调整产能，过剩产能去除后的行业利润水平可能也无法覆盖偿债支出。在没有外部干预或者行业内部无法协调进行大规模债务重组的情况下，行业整体的可持续性并不会因为过剩产能的消解而有所提升。总而言之，政府在化解传统产业的产能过剩中往往能够扮演重要作用。美国政府在2015年石油产业深陷危机之时解除原油出口禁令便是一个例子。

**第五，积极探索海外需求是化解产能过剩的常见手段。**化解产能过剩除了在供给侧清理过剩产能之外，在需求侧寻找新的增长点也是常见手段之一。从美国放开原油出口、煤炭企业积极布局亚洲市场以及通信企业开拓新兴市场等例子中可以看出，无论美国政府还是企业都将拓展海外市场看作化解产能过剩的重要途径之一。

**第六，近期一些国家指出我国新兴产业存在“产能过剩”，其实是利用“产能过剩”为借口实行贸易保护主义政策。**从全球角度看，中国在比较优势之下形成的产能降低了产品价格，增加了消费者福利，对全球经济而言是一件好事。美国在自身原油产能过剩时期解除原油出口禁令并认为原油出口能够“发挥其作为全球能源超级大国的潜力”、“低油价令消费者和盟国受益”，却将中国为全球市场准备的产能视作“产能过剩”并认为“这种产能可以改变世界的价格，当全球市场充斥着人为廉价的中国产品时，美国和其他外国公司的生存能力就会受到质疑”，是一种典型的双标行为。在当前的地缘政治环境下，以美国为代表的某些发达经济体很难正视自身的比较劣势，其指出我国“新三样”存在“产能过剩”，本质上是利用“产能过剩”为借口实行贸易保护主义，担心中国企业在战略性新兴产业把美国企业挤出市场，从而危及自身产业链安全。

需要关注的是当部分国家以“产能过剩”为由打压我国新兴产业时，原本为全球需求准备产能、并无明显过剩产能的新兴产业，可能因丢失国际市场份额反而面临真正产能过剩的风险。面对这一情况，一方面要积极处理外部关系，尽力保持主要发达经济体对我国的贸易开放度；另一方面，新兴产业中的企业应提前做好准备，通过多元化布局海外市场，灵活调整产品策略，避免在外部环境不确定性上升时期过度积累冗余产能，导致局面被动。

#### 参考文献：

- [1] 孙金凤, 单凯. 中美页岩气扶持政策梳理和实施效果研究[J]. 中国石油大学学报(社会科学版), 2021, 37(4): 18-24.
- [2] 王佐发. 美国煤炭业如何化解产能过剩[J]. 中国中小企业, 2017. 9: 71-73
- [3] Balke, Nathan S., Jin, Xin & Yucel, Mine. The Shale Revolution and the Dynamics of the Oil Market[J]. Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper, June 2020, No. 2021
- [4] Morin, Norman, & Stevens, John J. Diverging Measures of Capacity Utilization: An Explanation[J]. FEDS Working Paper, August 2004, No. 2004-58
- [5] Pierce, Justin, & Wisniewski, Emily. Some Characteristics of the Decline in Manufacturing Capacity Utilization[J]. FEDS Notes, March 1, 2018



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。





## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)