

供给侧改革：回顾与展望

◎伍 戈 宋陕珊 唐心怡

摘要：自2015年底提出“三去一降一补”的概念之后，供给侧改革已经进行了两年。供给侧改革对经济带来正面作用是毋庸置疑的，但也带来了一些负面影响。比如，去产能带来中上游部分行业的集中度提升不一定带来盈利的增长，反而可能形成垄断。展望未来，供给侧改革仍将继续推进，但着力点会有一些变化。我们建议，回归供给侧改革的本源，提高供给制度的质量和效率。

关键词：供给侧改革 产能利用率 通货紧缩

自2015年底中央经济工作会议首次提出“三去一降一补”以来，供给侧改革已经取得阶段性进展。回顾过去两年，其中“三去”——去产能、去库存、去杠杆，属于相对狭义的供给侧改革，具有可量化的指标，我们据此判断已经取得阶段性成果；而“一降一补”——降成本、补短板，则属于相对广义上的供给侧改革，仍然任重道远，需要更系统的指标检测和更长期的跟踪观察。根据2017年底中央经济工作会议，未来仍将继续抓好“三去一降一补”的工作，并将重点转向“破”、“立”、“降”；而2017年12月召开的中央经济工作会议也对2018年的供给侧改革提出了具体的目标，未来仍将成为中国经济的逻辑主线。

作者伍戈系华融证券首席经济学家，宋陕珊系华融证券宏观研究员，唐心怡系华融证券实习研究员。

我们在回顾过去进展的基础上，进一步剖析，供给侧改革是否仅从供给侧发力？它给经济带来哪些利弊？未来供给侧改革将如何推进，又有何可改进之处？

一、供给侧改革已取得阶段性进展

（一）钢铁、煤炭等行业过剩产能实现去化，产能利用率回升

2016年、2017年分别是去产能开启和深化的两年，截至2017年底，以钢铁、煤炭行业为主的过剩产能去化工作已经取得一定进展。

从工业企业整体来看，产能利用率已止跌回升。根据国家统计局公布的工业产能利用率，2013年到2015年底该数据呈现持续下行走势，产能整体过剩。而自供给侧改革以来，产能利用率则呈现一路攀升，从2016年初的73%已提升到2017年底的78%，产能去化得到有效实施。通过去产能，行业供给的质量和效率都得到了提升，产业结构得到了积极的调整。

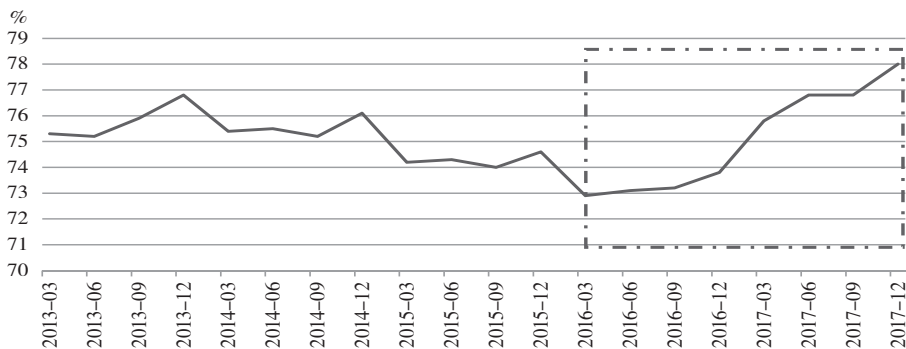


图1 工业企业整体产能利用率回升

数据来源：Wind，华融证券。

由于去产能主要针对中上游部分以钢铁、煤炭等为主的产能过剩行业，我们在这里分行业具体来看。

钢铁方面，已完成“十三五”去产能1亿吨到1.5亿吨的底线目标。2016年2月国务院印发的《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，提出了五年时间化解1亿吨到1.5亿吨的去产能目标。在此目标下，2016年、

2017年分别退出产能超过6500万吨、5000万吨(共计1.15亿吨),彻底清除了1.4亿吨地条钢,已完成“十三五”去产能的底线目标,钢铁行业产能利用率也从2016年中的72%上升至2017年底的77%(见图2左)。

煤炭方面,已完成超过“十三五”目标的一半。根据2016年底的《煤炭工业发展“十三五”规划》,“十三五”期间必须化解淘汰过剩落后产能8亿吨。经过2016年、2017年去产能,两年分别退出超过2.5亿吨、1.5亿吨,累计共去产能超4亿吨,已经完成超过目标的一半。煤炭行业产能利用率已从2016年中的58%上升至2017年底的70%(见图2右)。除此之外,还利用资金和技术支持职工安置问题得到缓解,推动建立了中长期合同制度、增减挂钩、减量置换指标交易制度等长效机制。

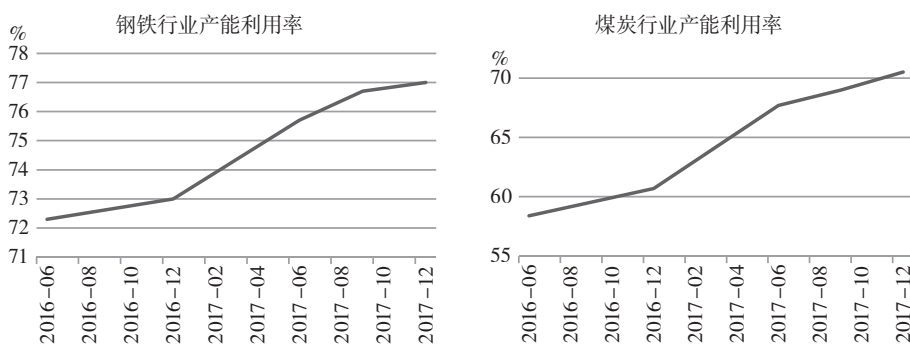


图2 钢铁、煤炭行业产能利用率均上行

数据来源: Wind, 华融证券。

除钢铁、煤炭外,2017年去产能工作进一步向其他行业扩围,均取得一定进展,产能利用率有所回升。2016年底发布了《国务院关于发布政府核准的投资项目目录》,船舶、玻璃、电解铝、水泥等均被列为产能严重过剩的行业,要求合力推进化解。以电解铝为例,2017年4月四部委联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案的通知》,电解铝供给侧改革政策落地,提出用6个月时间全面完成电解铝违法违规项目清理整顿工作。根据中国有色金属工业协会的数据,截至2017年底,已有537万吨电解铝违法违规建成产能停产,619万吨违法违规在建产能停建。

（二）房地产库存水平已去化至2012年左右水平

经过两年的去库存，2017年底全国整体库存已去化到2012年左右水平，三四线城市整体库存水平也已得到有效去化。从图3可以看出，2015年全国库存达到历史高点水平。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议首次提出要化解房地产库存，促进房地产业持续发展；2015年年底的中央经济工作会议将进一步将“化解房地产库存”作为2016年经济工作五大任务之一。2017年则提出分类调控，因城因地，重点解决三四线城市房地产库存过多问题。从图3可以看出，全国房地产库存水平已去化至2012年左右水平，其中2017年在全国商品房库存增速开始微升的情况下，三四线库存水平仍实现了继续去化。

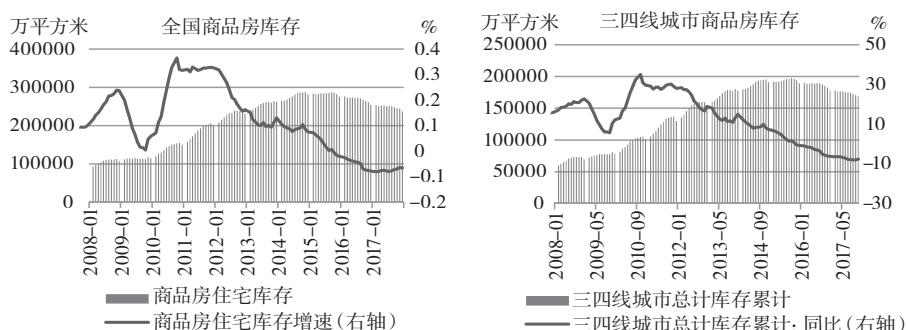


图3 全国、三四线城市商品房库存均已得到有效去化

注：由于库存的计算需要从20世纪90年代开始累计数据，而三四线大多数城市早期数据均不可得，无法计算准确的库存数据。因此在这里我们通过将全国库存数据减去长三角、珠三角、京津等主要一二线城市库存数据而得，以此代表除一二线主要城市及其周边卫星城之外所有三四线城市整体库存水平。

数据来源：Wind，华融证券。

（三）宏观杠杆率增速放缓，微观资产负债率下行

截至2015年，中国的杠杆率已达到较高水平，对经济产生一定负面影响。经过两年的去杠杆，无论是宏观杠杆率，还是微观企业资产负债率，均取得一定成效。

首先，从宏观指标来看，非金融部门、金融企业杠杆率增速已经放缓甚至下行。根据BIS统计，中国非金融部门债务率远高于新兴市场国家的债务率

平均水平(见图4左),与日本90年代债务历史最高点持平,也高于美国2008年金融危机时的历史最高点。由于降低企业杠杆率是去杠杆工作的重中之重,我们进一步聚焦企业杠杆率(见图4右),可以看出其水平也处于一路走高,远高于其他国家。2016年去杠杆开启以来,非金融部门债务/GDP已经止涨走平,非金融企业债务/GDP已经开始呈现一定回落。

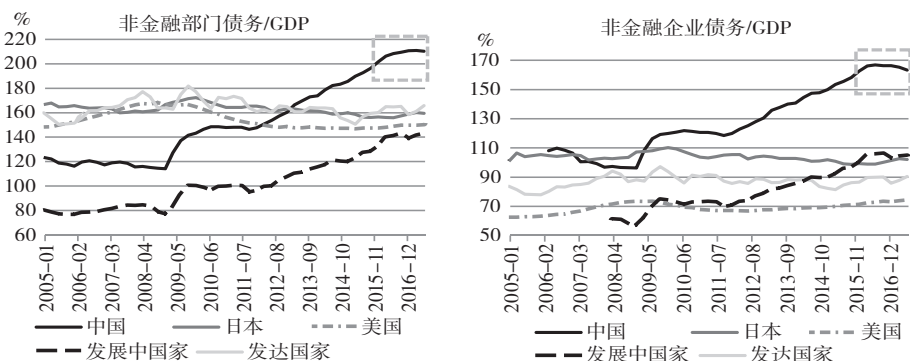


图4 非金融部门、非金融企业债务增速分别放缓或下行

数据来源: Wind, 华融证券。

其次,从微观指标来看,去杠杆的重点行业资产负债率也已下降。从2012年起,虽然工业企业整体资产负债率处于持续下行阶段,但这主要是金融危机后制造业私营企业推进去杠杆所带来的,而国有企业则“先降后升”。其中如煤炭、钢铁等产能过剩行业,到2016年初资产负债率均达到67%的高位,正是去杠杆所针对的重点行业。从图5可以看出,2016年以来,煤炭、



图5 煤炭、钢铁企业资产负债率有所下降

数据来源: Wind, 华融证券。

钢铁行业资产负债率结束一路上行走势，已掉头向下。

（四）降成本，补短板仍需长期跟进

“一降一补”也取得了一定阶段性进展，但由于属于相对广义的供给侧改革，缺乏全国全行业统一的可衡量指标，且仍然任重道远，需要长期跟踪观察了解其进展。

降成本方面，2015年、2016年底中央经济工作会议均将重点放在降低制度性交易成本、税费负担、要素成本等方面。根据2018年《政府工作报告》，过去五年实现了“压减政府性基金项目30%，削减中央政府层面设立的涉企收费项目60%以上，阶段性降低‘五险一金’缴费比例，推动降低用能、物流、电信等成本。”此外，通过营改增，减轻了重复征税，企业的税负成本有了明显的降低；不同城市和地区对行政事业性收费取消、停征、减免的措施。

补短板方面，主要集中在扶贫、农村建设、公共服务投入、创新能力等多方面，且在不同省市地区采取了不同的措施。从全国范围看，贫困人口减少，贫困发生率下降；生态环境好转，单位国内生产总值能耗、水耗下降，主要污染物排放量下降；等等。从地方看，也纷纷在科技、创新等方面发力，取得了一定成效。

二、供给侧改革背后，需求拉动功不可没

（一）需求拉动对供给侧改革的必要性

供给侧改革带给经济一定冲击，而需求面向好维持了经济韧性，对供给侧改革的成效也具有助推作用。

以供给冲击为主的两个时期为例进行对比（见图6虚线框对应时期），在缺乏需求拉动的情况下，宏观经济将产生下行压力。首先，1998年到2000年左右同样经历了供给侧改革，由于缺乏需求托底，经济增速震荡下行。其次，对比2004年2月到2005年8月，需求拉动不强烈，整体经济增速在短暂冲高后又经历了快速和大幅的回调。相比之下，在典型的需求拉动时期，经

济才能实现强劲、可持续的增长（见图6实线框对应时期）。2002年到2003年，以及2009年到2010年，则是两段典型的需求拉动时期。前者是在中国加入世界贸易组织之后，外需增长，同时国内投资增速也不断抬升；后者是政府为应对金融危机而进行了“四万亿”强力刺激。在需求的支撑下，上下游利润才得到了同步抬升，GDP才能实现强劲、可持续地增长。

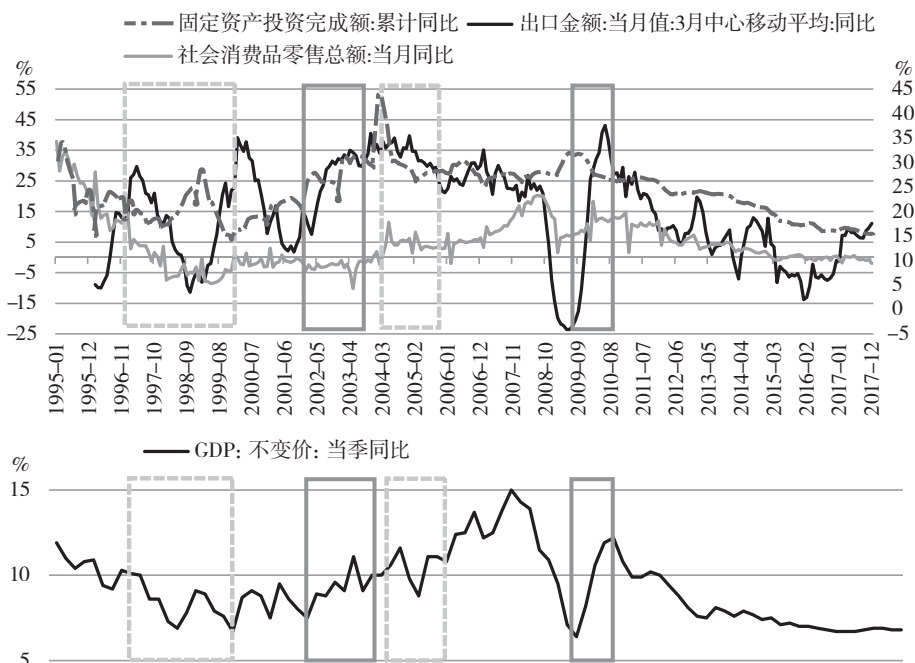


图6 终端需求拉动对供给侧改革托底，是经济复苏的关键

数据来源：Wind，华融证券。

（二）需求如何发挥作用

此次的供给侧改革，也具有需求的支撑。首先，国内货币条件相对宽松，为经济保持较强韧性提供了基础；其次，随着全球经济的回暖，外需回升强劲。需求的支撑位供给侧改革形成托底。进一步地，从具体“三去”的完成来看，产能利用率的提升还得益于房地产投资的相对稳定，房地产库存的去化则归功于销售端的刺激政策。

1. 货币条件相对宽松

2015年以来，整体宽松的货币条件为中国经济增长韧性提供了重要的支撑，继而为供给侧可能产生的负面冲击提供了强有力的托底。具体来说，实际利率、货币数量、汇率等均处于相对宽松的条件。

首先，实际利率处于历史地位。以R007利率作为利率指标的代表，2016年以来，尽管名义利率持续抬升，实际利率抬升却仍处于负值的历史地位，对宏观经济形成了强力支撑。其次，货币数量扩张带来的滞后拉动。经过研究发现，M2+（在M2基础上增加流动性较强的理财和同业存单）和社融+（加入政府债）的扩张对经济均有显著的带动作用，二者分别有一年和半年左右的时滞，2015年开始二者的扩张为宏观经济的抬升提供了宽松的环境。最后，人民币处于持续贬值阶段。由于中国外贸依存度较高，汇率也是货币融资条件中的重要变量。人民币汇率自2015年8月左右开始长达一年半的持续贬值，对出口增速具有滞后拉动作用已经显现。

综上所述，我们将实际利率、货币数量、汇率等指标结合起来，构建了综合性指标货币条件指数（MCI），来更全面地衡量中国的货币松紧程度。MCI指数越大，表明货币趋紧。从图7可以看到，2016年开始货币条件整体宽松，为中国经济维持较强韧性提供了强大的支撑作用，在此基础上，供给侧改革得以顺利进行。

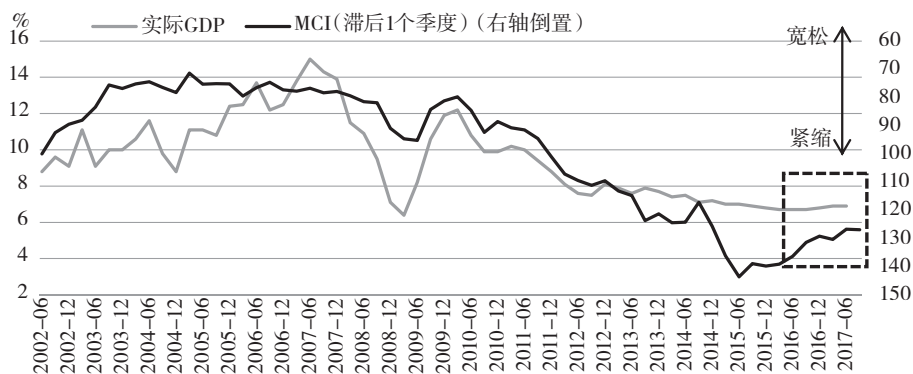


图7 货币条件指数整体宽松，为经济维持韧性提供支撑

数据来源：Wind，华融证券。

2. 外需回暖，拉动出口

2016年以来，外需回暖，拉动出口成为中国经济增长的主要动力。与2015年相比，供给侧改革这两年，从拉动经济的“三驾马车”来看，消费对GDP的拉动基本持平，投资则有所下行，而出口对GDP的拉动则由负转正（见图8左）。出口增速从2016年开始止跌回升，2017年转负为正。这背后，除了货币条件中人民币贬值的拉动之外，更主要的原因在于全球经济回暖。2016年以来，全球经济开始了一轮温和复苏。中国的主要贸易伙伴美国、欧盟、东盟、日本、中国香港等国家和地区的经济增速均经历了不同程度的上涨。外需的回暖对中国的出口具有强烈的拉动作用。

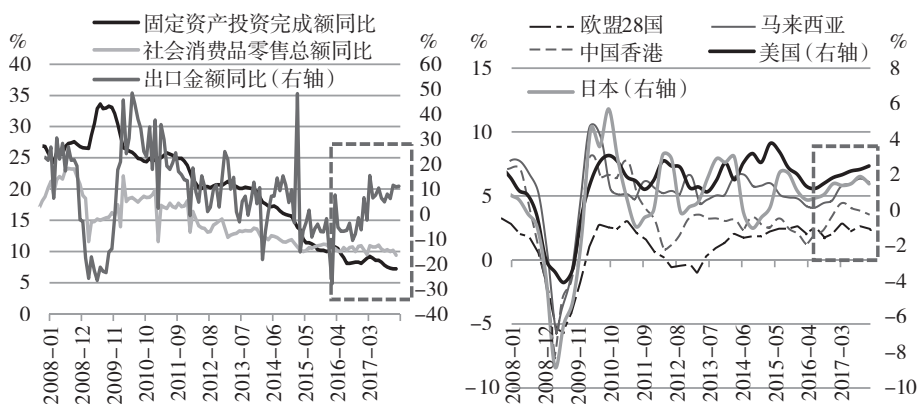


图8 2016年以来外需回升，出口成为经济主要拉动力量

数据来源：Wind，华融证券。

3. 房地产投资的拉动作用

房地产投资的稳定对供给侧改革有两方面的作用。首先，房地产投资是中国经济“三驾马车”中投资的重要组成部分，对宏观经济有强大支撑作用。2016年以来，房地产投资水平相对维稳，使得宏观经济保持了较强的韧性。其次，房地产投资的相对稳定直接有利于产能利用率的回升。我国的钢铁需求80%来自内需，其中房地产投资是仅次于基建投资的第二大需求，房地产投资的稳定对于钢铁产能利用率的回升也起到了助推的作用。

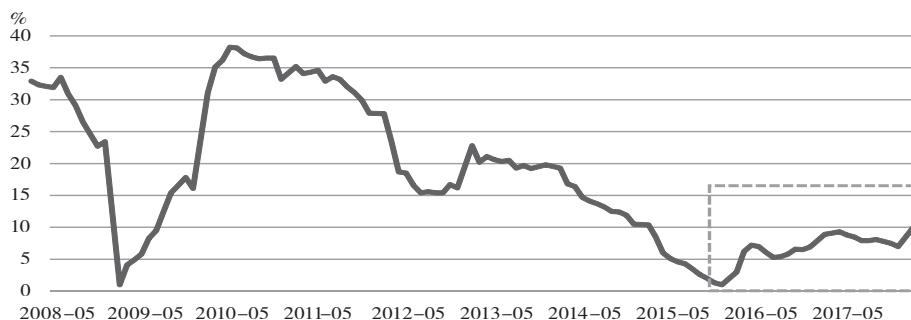


图9 房地产投资相对平稳

数据来源：Wind，华融证券。

4. 通过刺激房地产销售去库存

去库存的主要方式，除了从供给角度对新开工进行限制之外，更重要的是从需求角度对销售进行刺激。

2016年去库存的矛头指向全国。在货币条件整体宽松的背景下，进一步采取了下调首付比例、上调住房公积金存款利率、全面降低交易环节税费等措施刺激销售。另外，中央还提出了包括加快农民工市民化、落实户籍制度改革方案等的六大措施。这些均属于从需求方面进行发力。

2017年开始，去库存将矛头主要指向三四线城市。从图10和图11可以看出，2017年三四线城市销售面积累计增速高于一二线，二者的分化进一步验

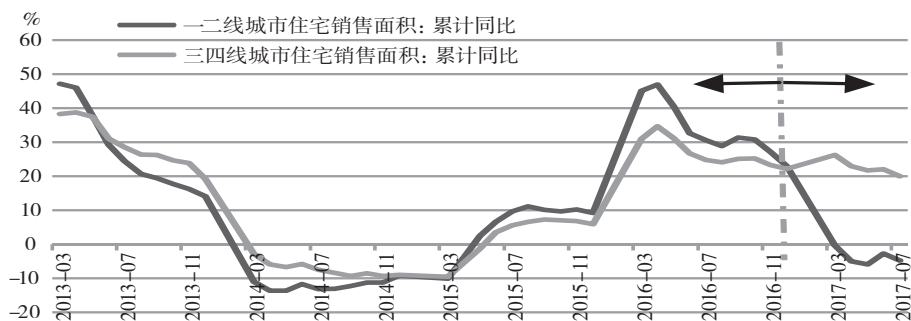


图10 2017年以来，三四线城市去库存主要依靠销售刺激

注：一二线城市住宅销售面积同比增速为40个大中城市中一线城市（4个）与二线城市（21个）合计销售面积累计增速，三四线城市住宅销售面积增速为广义的除一二线城市外所有三四线及其他城市销售面积增速。

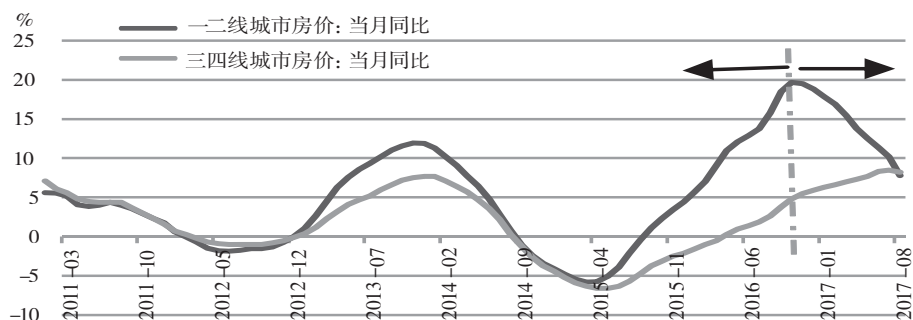


图 11 2017 年以来，三四线城市去库存主要依靠销售刺激

注：一二线城市房价增速为 70 个大中城市中一二线城市房价按照算术平均拟合的增速，三四线城市房价为 70 个大中城市中 45 个三四线城市的房价同比增速。

数据来源：Wind，华融证券。

证了刺激销售是去库存主要力量的观点。一方面，2017 年一二线城市在首付比例、限购限贷等政策上收紧，而三四线城市大都并没有这些“踩刹车”措施约束。另一方面，2017 年，棚户区改造货币化安置对三四线城市商品房的销售远远高于一二线，对刺激三四线房地产需求还起到“踩油门”作用。

三、供给侧改革带给经济的正面效应

(一) 打破中国通缩预期，并为全球打破通缩预期作出了贡献

中国的 PPI 同比自 2012 年初跌入负值，自此开始了长达四年多的通缩，从 2016 年初开始回升，9 月转正。

通缩给经济带来的负面影响是巨大的。一方面，价格的长期负增长使得工业企业利润整体始终维持零附近的低增速，部分中上游企业甚至长期亏损。同时，实际利率高企，严重抑制消费和投资需求，整体经济增速长期持续下行。另一方面，长期通货紧缩也极大地限制了央行运用货币政策调节经济的能力。从全球来看，自从 2008 年国际金融危机以来全球央行开始了以量化宽松和负利率为代表的超级宽松货币刺激政策，向金融体系注入了前所未有的天量流动性，这一全球性的货币宽松对经济带来的边际效应已开始递

减，甚至可能带来危害。首先，极度宽松的货币政策，短期和长期收益率接近于零，收益率曲线不适当地扁平化，投资者缺乏长期投资的动力；压缩了商业银行的利润空间，扭曲了对贷款风险的判断。同时还可能导致市场过度地对货币政策“马首是瞻”，一旦央行开启资产负债表正常化周期，资产价格可能出现难以预料的恐慌。其次，负利率不仅不能激发市场的通胀预期，反而打击了对未来的信心，带偏公众预期，难以刺激经济增长。最后，基准利率被降至极低之后，资产价格被过于推高，助长了资产泡沫，有引发潜在的恶性通胀的风险。

而供给侧改革通过主要对钢铁、煤炭等行业限产，使得供给量收缩，供不应求，抬高价格，对于打破通缩预期起了不可或缺的重要作用。自2016年以来，PPI同比迅速抬升，通缩局面得以打破。同时，从图12可以看到，美日欧等主要经济体都呈现较抬升趋势，全球范围内的PPI再通胀也打破了困扰各国多年的“债务—通缩”恶性循环，全球经济由此呈现出久违的复苏迹象。我们认为，供给侧改革也对全球通缩预期的打破起到了一定贡献。

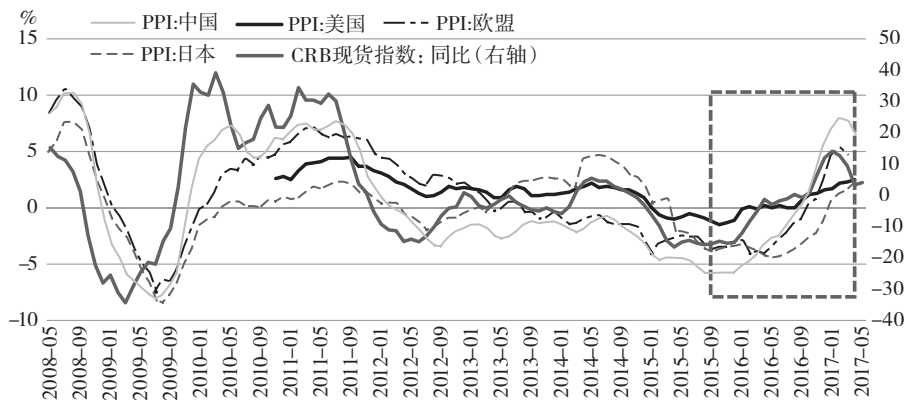


图12 2016年以来，中国及其他主要国家PPI均开始抬升

注：借鉴谭小芬（2014）的递归VAR方法测算。

数据来源：Wind，华融证券。

首先,2016年以来,与世界其他主要经济体的PPI相比,中国PPI的涨幅是最大,也最为陡峭。通过测算中国、美国、欧元区工业生产对大宗商品价格的贡献率(见图13),我们发现中国的贡献率逐年增强,并已在近年超越美国成为对大宗商品价格影响力最大的经济体。值得一提的是,由于大宗商品以美元计价等原因,美元汇率波动等因素也会对大宗商品价格产生重要影响,但是2016年以来,在美元持续走强的背景下大宗商品价格却不降反升,美元因素对此轮全球再通胀可以基本排除。

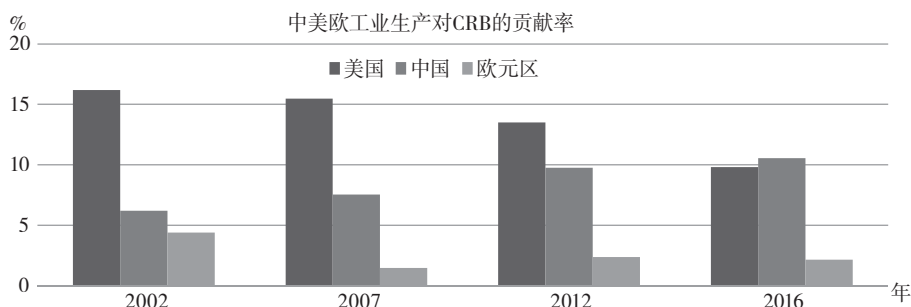


图13 中国对大宗商品价格的影响力近年来跃居全球首位

注:借鉴谭小芬(2014)的递归VAR方法测算。

数据来源:Wind,华融证券。

在此基础上,我们测算了中国和美国对金属类商品价格的贡献后发现,主导本轮金属类商品价格走势的正是中国。

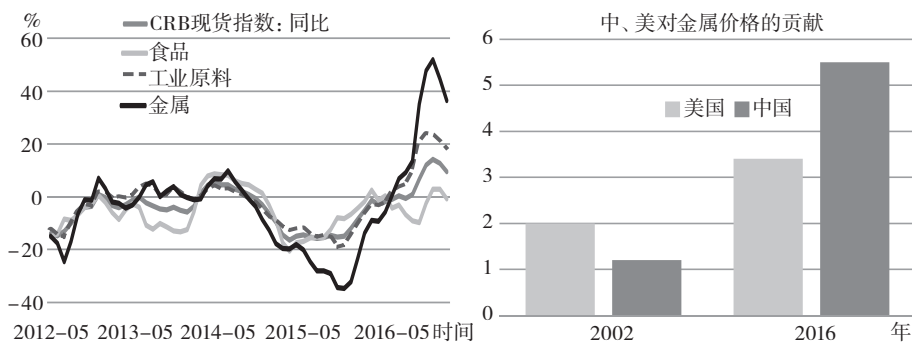


图14 本轮再通胀中CRB金属涨幅最大,中国是其最主要贡献者

数据来源:Wind,华融证券。

既然中国主导了本轮涨价，那么是需求还是供给导致的呢？我们认为，中国国内需求并不足以完全解释此轮价格的大幅上涨。以金属中最具代表性的钢价为例，中国与其他国家相比是上涨时间最早、涨幅最大的，引领着全球钢价的攀升。而从图 15 可知，2016 年以来无论是从房地产投资还是整个固定资产投资走势的涨幅都远远低于钢铁价格的涨幅，国内需求都难以支撑和解释钢价的如此大幅上涨。相反地，供给侧改革在本轮再通胀中发挥了重要作用。通过测算我们发现，煤价和钢价互为因果关系，在供给侧改革下，一方面煤炭由于限产措施导致其供不应求、价格暴涨，因此给钢铁行业带来了成本冲击；另一方面钢铁行业的限产导致供给收缩，进一步推升其价格。煤价与钢价相互影响并不断强化，最终带动了金属类及其他大宗商品价格的上涨。至此，我们有理由认为，中国的供给侧改革不仅打破了国内的通缩预期，也为全球再通胀作出了重要贡献。

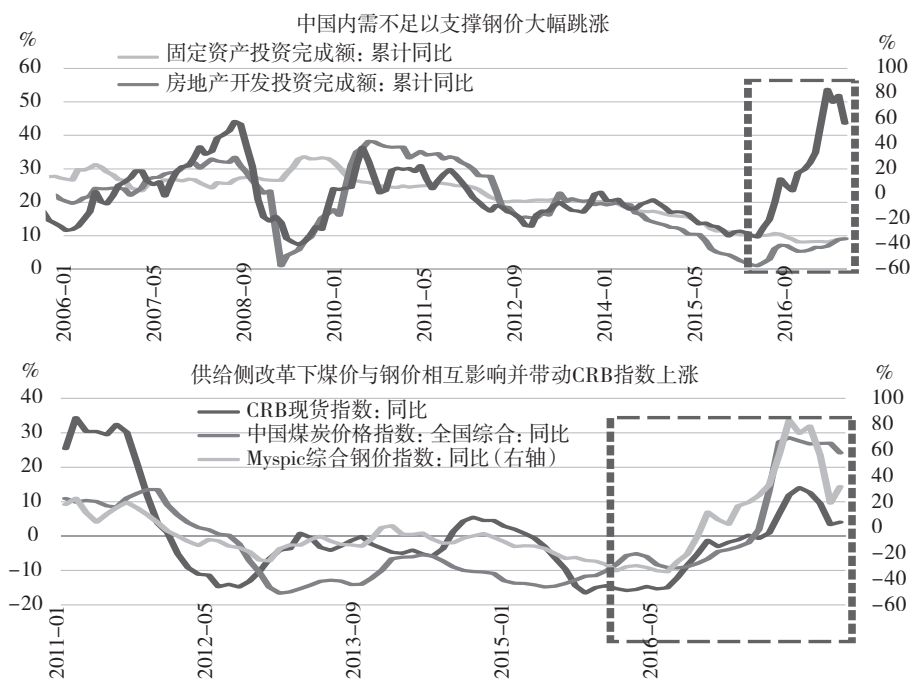


图 15 供给侧改革是价格上涨的主要原因

数据来源：Wind，华融证券。

(二) 拉动利润和名义GDP增长

2016年以来,工业企业利润和名义GDP增速出现了显著回升,其中供给侧改革带来的价格大幅抬升是主要的驱动力。

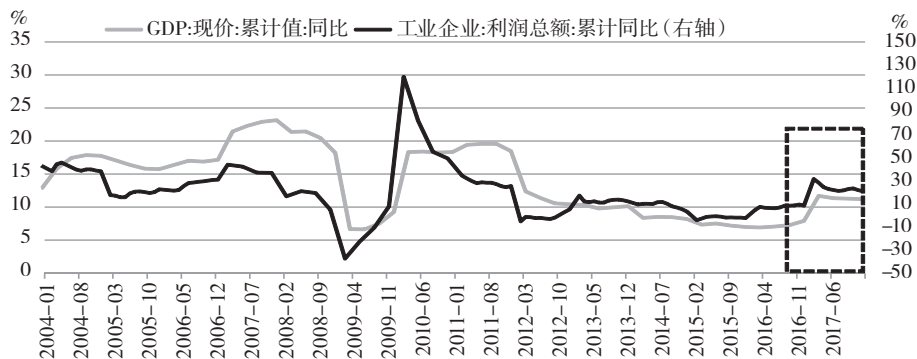


图16 供给侧改革带动工业企业利润和名义GDP增速出现了显著回升

数据来源:Wind, 华融证券。

为了找出利润回升的真实力量,我们将利润的主要贡献来源进行量价分离:以工业增加值代表实际产量,PPI代表价格。可以发现,2016年以来,实际产量整体保持大体平稳或略有微升,但PPI价格则大幅高企。由此可见,尽管产量扩张与价格抬升对工业企业整体利润的回升都产生了正的贡献,但是价格效应更加突出(上中下游包含行业见附件1)。

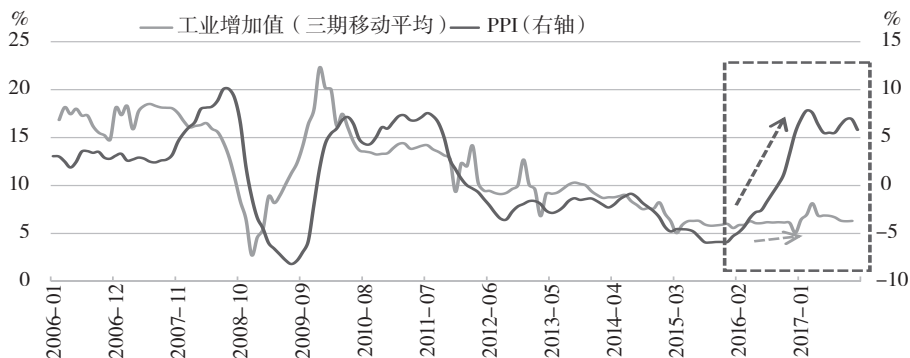


图17 工业企业利润的回升以价格效应为主

数据来源:Wind, 华融证券。

由于供给侧改革主要针对中上游，我们需要进一步判断价格的上行是否主要发生在中上游行业。由图 18 可以发现，相比于下游价格仅小幅抬升，中上游利润回升主要源于价格的大幅走高。与此同时，下游利润由于需求扩张的支持也保持相对平稳。由于供给侧改革发生在中上游，推升了价格水平，我们有理由相信，供给侧改革对利润增速的回升起到了主要的推动作用。

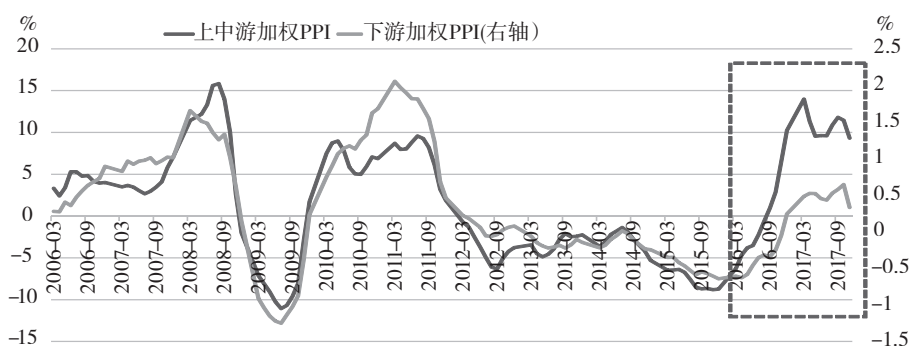


图 18 利润的回升主要源于中上游价格的大幅走高

注：1. 上、中游 PPI 和工业增加值分别由上中游各行业 PPI 和工业增加值以分行业当年主营业务收入作为权重加权计算得出，下游同理；2. 由于春节等因素的存在，1 月及 2 月的工业增加值同比数据存在缺失和失效等问题，此处采用 Cubic Spline 法对数据进行平滑和插补。

数据来源：Wind，华融证券。

（三）推动环保长效机制的建立

去产能的过程对于长效环保机制的确立具有重大推动作用，二者互相推动，相辅相成。例如钢铁、煤炭、水泥等行业的去除过剩产能的相关标准均包含了环保方面的指标；2017 年开始也出台了针对京津冀地区“2+26”城市的大气污染行动方案，采取限产停产、错峰生产等多方面措施防治大气污染。

表1 去产能、限产等政策多以环保作为标准之一

行业	文件名称	环保相关标准
钢铁	《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	严格执行环保、能耗、质量、安全、技术等法律法规和产业政策，达不到标准要求的钢铁产能要依法依规退出；严格执行环境保护法，对污染物排放达不到《钢铁工业水污染物排放标准》、《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》、《炼铁工业大气污染物排放标准》、《炼钢工业大气污染物排放标准》、《轧钢工业大气污染物排放标准》等要求的钢铁产能，实施按日连续处罚；情节严重的，报经有批准权的人民政府批准，责令停业、关闭。
煤炭	《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	属于以下情况的，通过给予政策支持等综合措施，引导相关煤矿有序退出： 1. 产品质量达不到《商品煤质量管理暂行办法》要求的煤矿； 2. 开采范围与依法划定、需特别保护的相关环境敏感区重叠的煤矿。
水泥	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	1. 淘汰落后产能 污染物排放达不到要求或超总量排污的，实施按日连续处罚；情节严重的，报经有批准权的人民政府批准，责令停业、关闭。 2. 推行错峰生产 在采暖地区的采暖期全面试水水泥熟料（含利用电石渣）错峰生产，缩短水泥熟料装置运转时间，压减采暖地区熟料产能，同时有效避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染。
多个行业	《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》	加大化解过剩产能力度： 1. “2+26”城市要提前完成化解钢铁过剩产能任务； 2. 水泥、铸造等行业继续全面实施错峰生产； 3. 重点城市加大钢铁企业限产力度； 4. 实施电解铝、化工类企业生产调控。

数据来源：华融证券。

在去产能的基础上，更多环保长效机制也得以推动和建立。相关法律法规、政策监管制度、市场机制的不断完善得以促进长效机制的建立与运转。

首先，各种环保相关法制法规纷纷出台、完善并开始实施。例如，2016年1月1日开始实施《大气污染防治法》，2016年7月和11月分别修改《中华人民共和国环境影响评价法》和《中华人民共和国海洋环境保护法》。2017年年初，国务院发布《“十三五”节能减排综合工作方案》指出要健全节能环保法律法规标准，加快修订完善节能环保方面的法律制度，推动制修订《环境保护税法》、《水污染防治法》、《土壤污染防治法》、《能源法》、《固体废物弃

物污染环境防治法等》。同年6月，全国人民代表大会常务委员会对《水污染防治法》进行修订。9月14日，环保部、发改委、财政部等发布《“十三五”挥发性有机物污染防治工作方案》，提出建立挥发性有机物污染防治长效机制。而2018年1月1日正式施行的《中华人民共和国环境保护税法》，是我国第一部专门体现“绿色税制”的单行税法，第一次对污染排放企业征收环保税，将使得过去排污费征收中地方保护、力度不够等问题得到解决。

其次，政策监管更加中央化，力度空前加强。2016年中央环保督察局亮相，由“督查”改为“督察”，代表着中央环保督察工作的开展，也意味着未来中央环保督察将成为常态。2017年底，环境保护部透露，或将在2018年对第一轮督察整改情况杀“回马枪”，并针对重点地区组织开展“机动式、点穴式专项督察”。国务院于2017年1月发布《“十三五”节能减排综合工作方案》，组织开展节能减排专项检查，督促各项措施落实。2017年年底中央经济工作会议更是将污染防治列为“三大攻坚战”之一，环保部提出将抓好推动形成绿色发展方式和生活方式、坚决打赢蓝天保卫战、着力开展清水行动、扎实推进净土行动、加快生态保护与修复、改革完善生态环境保护治理体系等六个方面工作。

最后，将环境保护与市场机制有机结合，有效推动环保产业的发展。2013年《关于化解产能过剩矛盾的指导意见》曾指出，切实减少对企业生产经营活动的行政干预，坚决清理废除地方政府在招商引资中采取土地、资源、税收、电价等损害公平竞争的优惠政策，以及地方保护、市场分割的限制措施。2016年4月，环保部发布的《关于积极发挥环境保护作用促进供给侧结构性改革的指导意见》指出，要推动环保产业发展，大气、水、土壤污染防治三大战役提出了明确的环境质量改善目标和污染治理任务，为环保产业扩大产业规模、优化产业结构、提高技术水平和市场化程度提供了机遇。11月，国务院发布《“十三五”生态环境保护规划》更是指明要完善市场机制，提出了建立健全排污权初始分配和交易制度，落实排污权有偿使用制度，推进排污权有偿使用和交易试点，加强排污权交易平台建设，同时要完善资源环境价格机制，全面反映市场供求、资源稀缺程度、生态环境损害成本和修复效益等因素。

四、供给侧改革带来的弊端

(一) 集中度提升并不必然带来盈利的增长, 还可能形成垄断

伴随着钢铁、煤炭等行业去产能的进行, 部分落后产能被淘汰出市场, 市场上一种观点认为这带来了行业集中度的提升, 必然带来盈利能力的提升, 也有利于未来经济走势的向好。但是我们认为, 集中度的提高并不能完全归功于供给侧改革, 且其对经济也可能产生负面影响。

首先, 集中度的提高并非供给侧改革以来才发生的现象。将数据时间线拉长, 我们发现, 集中度的提升并不是近期才出现的现象, 该趋势早在十几年前就已经出现。同时, 不同行业集中度变化也呈现出不同趋势。2012年以来, 造纸、化肥、挖掘机等行业集中度显著提升, 而钢铁、汽车、空调、服装等行业集中度的上升趋势却明显放缓或下降。

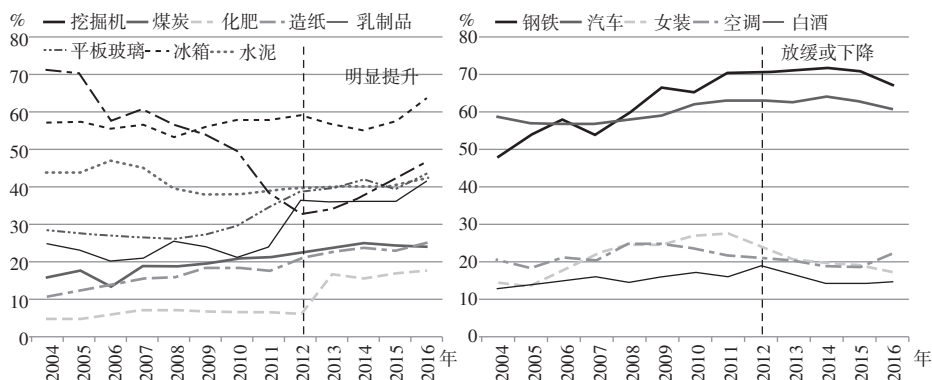


图 19 集中度提升并非近期现象, 且不同行业趋势也不同

数据来源: 各行业集中度数据来源详见附件 2, 华融证券整理。

其次, 集中度提高并不必然带来盈利改善和经济向好。根据产业组织理论, 较高的行业集中度有利于提高利润率, 但是该结论的一个重要前提条件是具有较为完备的市场经济环境。虽然龙头企业市场份额的提升可能会使该

企业利润增加，但同时也会对行业内其他企业形成挤压，对于我们更关注的整个行业盈利来说，该影响是不确定的。作为一个新兴加转轨的发展中国家，我国整体行业集中度与工业企业的盈利之间并没有明显的对应关系。从图19可以看出，尽管下游行业集中度提升带来了盈利水平抬升，但中上游并无此规律。这是因为，中上游行业国有资产占比较高，而市场化程度较低，行政力量是推动集中度提高的主要力量。在这种情况下，一方面，被整合的企业之间并非由于市场化因素有机结合，无法带来经营效率的提升；另一方面，行政导向选择的“龙头公司”也未必是最具有竞争力或最具发展潜力的公司。因此，即便中上游行业集中度提升，盈利能力也不一定提高。相反，下游集中度则与盈利能力变化高度同步，其集中度更多由市场自发力量驱动，目的是为了追求规模经济性，集中度提高后往往带来经营效率的提高，以及盈利能力的增强。

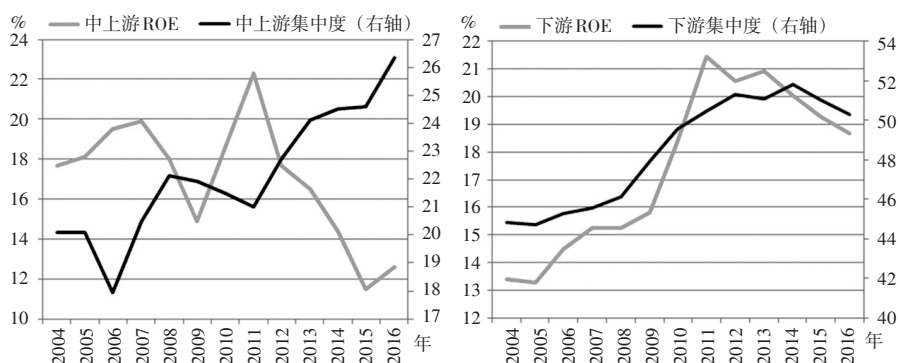


图20 下游行业集中度提升伴随着盈利提升，但中上游并没有

注：图中上下游集中度指数的计算方法详见附件3，中上游ROE计算方法为中上游行业净利润总和/(中上游行业资产总和-中上游行业负债总和)，下游ROE计算方法与此类似。

数据来源：Wind，华融证券。

供给侧改革主要集中在中上游部分行业,可以观察到,这些行业的集中度的提升并没有带来盈利水平的提高。从图21的历史数据来看,煤炭、钢铁、水泥、平板玻璃等四个行业的集中度和盈利水平并无同向关系,在某些时间段甚至呈现一定的反向关系。因此,此次供给侧改革带来的部分行业集中度提升,并不一定带来盈利改善和经济向好。

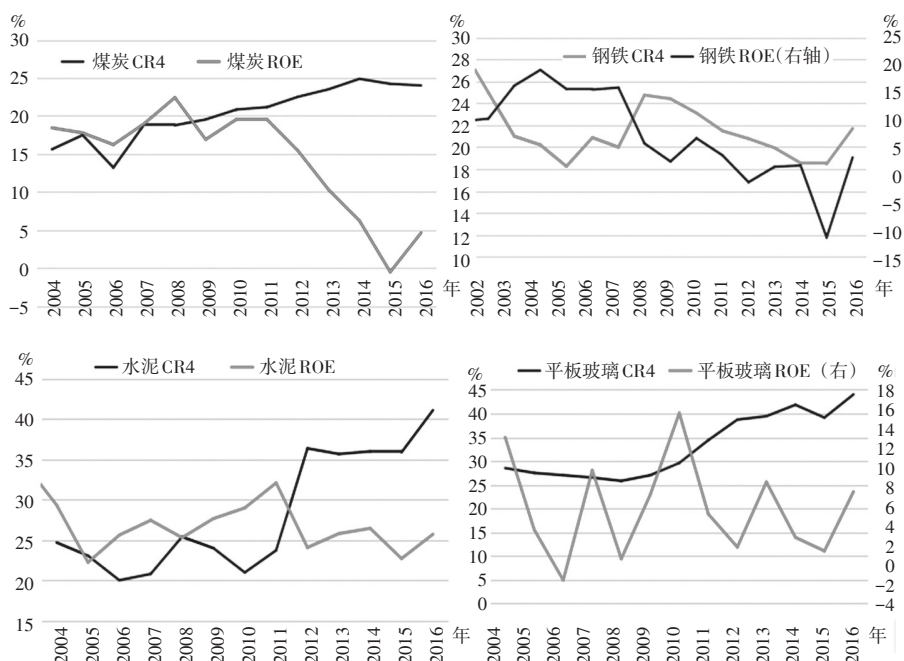


图21 受供给侧改革的行业集中度与盈利水平无正相关关系

数据来源: Wind, 华融证券。

最后,集中度的提升还可能带来行业垄断等负面影响。由于中上游集中度提升,产能集中在较少部分企业中,形成一定程度的垄断,不利于整体经济的运行。

以煤炭行业为例,自2004年起,行业集中度持续提高,而2012年之后随着煤炭行业集中度进一步上行,行业整体盈利水平反而持续下行。在这个过程中,煤炭产量向大型企业集中,小煤企则逐渐减产停产,大量民间资本被

迫撤离煤炭行业，而行业巨头则在政策、资金、资源等各方面的优势更加突出。2013年在集中度持续提升的情况下，煤价攀升由神华、中煤、同煤三大巨头一路引领，相比之下其他中小煤企则因缺乏运输权和销售渠道等原因导致销售大幅受限，反而收入下降。因此，即使行业巨头盈利迎来暴涨，整体行业盈利则持续下行。与此同时，一旦少数大型煤企形成垄断，意味着将掌握定价权和产销权，将使得整个行业价格长期维持高位，并可能通过钢铁向下游传导成本上涨的压力，导致工业品整体价格高企，不利于经济的健康运行。

（二）行政化和市场化手段未能有机结合

供给侧改革的目的是要使得供给更加符合需求、强化市场的作用，而其具体实施却是一种政府行为，由政府决定供给端的分配。尽管由于中国的市场经济体系仍不完善，市场无法自动出清，政府采取一定手段对过剩产能进行强制清除具有其必要性，但是这并不意味着行政手段应高于市场手段。过度的行政化会给经济运行带来一定弊端。

首先，行政化手段存在较强主观性，扭曲价格信号和市场预期。

一方面，由于政府去产能在实施上有很大的自由空间，可操纵余地很大，部分地方政府在实际执行过程中可能出现打折扣的情况。例如，部分地方政府去化事实上早已经关停的产能，或者只去除整个生产线上的某个步骤，并没有完全拔除生产线，导致不同企业之前进行半成品贸易、产能去化量打折扣等。同时，去产能相关补贴也带有很大的可操控性，如河北省政府于2016年11月发布《关于多渠道筹集化解钢铁过剩产能资金的指导意见》，指出涉钢地区在用足用好国家和省级化解过剩产能奖补资金的同时，可通过财政预算安排一部分、钢铁企业互助提取一部分，多渠道、多方式筹集资金。在去产能的同时给予补助以及筹资鼓励，实际上给了政府及企业很大的资金操作空间，一定程度上会影响去产能进程，同时也会导致去产能的效果面临一定不确定性，使得企业对未来的预期产生偏差。另一方面，政府对装备淘汰、职工安置等政府补贴针对不同企业具有不同政策，部分企业由于民营性质，无法享受相应补贴，可能使得民营企业处于更加不利的局面。比如，河北省政府于2017年6月发布的

《关于进一步做好去产能企业职工安置工作的若干意见》提出给予特定政策补助,对化解过剩产能企业“4050”人员缴纳的社会保险费给予适当补助,所需资金从就业专项资金中列支,而这对部分不能享受补助的企业则会带来不利因素。另外,行政化手段如果过于严厉,则会使得生产商复产积极性受到打击,向银行贷款进行复产的难度也相应增强。

其次,过度行政化可能影响去产能的实际效果,也可能使产能在未来需求下行时再次陷入过剩。

行政方式去产能以收缩供给的方式抬高价格,推动企业盈利水平暴涨,而长时间高盈利的局面为企业增产提供充足动力,去产能的实际效果可能被折扣。并且这一增产动力并非来自真正的需求,如果未来需求韧性不足,可能导致产能重回过剩局面。如此循环下去,产能将陷入周期性过剩。以1998年对纺织业的供给侧改革为例。1992年邓小平发表南方谈话后全国出现了投资热潮,并积累了大量产能,但其中不乏产能利用率低下等问题的存在,而1995—1998年间纺织业更是连续四年亏损。1998年起,针对这一问题开启了一轮供给侧改革。这次改革以行政手段为主,并在改革后两年中见效。2000年当年的全行业利润总额、单个企业盈利、ROE水平均达到1985年以来的最高水平。同时,库存水平下降、产销率上升。由于缺乏需求的支撑,虽然2001年实际GDP增速与2000年基本持平,但是2001年纺织行业经营状况开始出现反复,全行业盈利出现回落,产品供需状况恶化,产品库存堆积,价格下跌。相比此次供给侧改革,涉及行业更多、对整体价格水平影响更大,如果不从根本上考虑需求面的变化,将来再次陷入产能过剩将带来更严重的负面影响。

(三) 影响资本市场配置

由于供给侧改革抬高了中上游部分行业利润增速,吸引了更多的资金流向煤炭、钢铁等利润率高的行业,使得资源配置恶化。

以钢铁行业为例,2015年该行业利润累计增速最低跌至-70%左右,而2016年供给侧改革以来,利润增速迅速上涨至百分之数百甚至上千,ROE也

由最低-7%左右飙升至2017年底的14%。类似地，煤炭、有色等行业也出现了利润增速和ROE的大涨，因此带动相关周期股价格的大幅上涨，大量资金涌入这些相对产能过剩行业。这表明资金的配置受到了政策影响，不能完全反映投资真正的需求方向。

五、未来展望及建议

（一）未来供给侧改革着力点有所变化

供给侧改革在经历了2016年、2017年两年的进展之后，根据2017年底的中央经济工作会议，2018年将继续深化、扎实推进。在不改变大的方向的基础上，重点会有一些转移，即深化要素市场化配置改革，重点在“破”、“立”、“降”上下功夫。

去产能方面，2018年将进入去产能的攻坚阶段，并且重点转向结构的优化升级。经过前两年的去产能，大量不符合产能规定的小企业被清理出市场，去产能速度和效率相对较高，完成时间越来越提前。2018年中央工作会议提出了今年再压减钢铁产能3000万吨的目标，相对上年5000万吨有一定的下降；退出煤炭落后产能1.5亿吨的目标，与上年持平，相对2016年的2.5亿吨仍较低。但是值得注意的是，虽然去产能目标相对前两年并不高，但接下来面临的是经营相对稳定、资本实力相对较强的中型企业，产能的行政化去除面临阻力较前两年更大。同时，在去产能的基础上，2018年的重点将在“破”和“立”上下功夫，产业内结构调整上加快步伐。一方面，推动“僵尸企业”破产清算和兼并重组，严格实行产能置换，使其彻底退出，防止陷入“产能越关越大”的怪圈。另一方面，推动传统产业优化升级，培育竞争力较强的排头兵企业，优化产业结构。

去库存方面，2018年将继续针对部分三四线城市和县城。过去两年的实施可以看出各有重点：2016年属于全国库存去化，2017年采取分类调控措施，则针对三四线城市。根据住建部的安排，2018年将继续实行差别化调控政策，去库存的重点将放在“库存仍然较多的部分三四线城市和县城”，继续

推进棚户区住房改造和进城落户政策,从需求端去化库存。

去杠杆方面,将积极稳妥去杠杆,使宏观杠杆率保持基本稳定。除了进一步控制国企资产负债率水平,将加强对地方债务、PPP项目的监管、防止居民债务向房地产领域过于集中,促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环。

降成本和补短板方面也将继续推进。包括培育新动能,实施创新发展战略;更加注重发展质量,将污染防治列为三大攻坚战之一,着力治理环境污染;着力保障和改善民生,持续加大民生投入。

(二) 政策建议

第一,回归供给侧结构性改革的本源,着力于提高供给制度的质量和效率。

之所以从供给端进行改革,原因就在于需求端的长期刺激已经使得供需不匹配。长期以来,中国经济主要依靠需求刺激。初期在经济水平较低的情况下,各类需求存在较大的缺口得不到满足,因此政府引导资金和资源向制造业、基建、房地产等行业投资,是在引导供给有效满足需求的刺激政策。但是,随着中国经济长时间的高速增长,各类需求逐渐得到满足,经济的主要矛盾已经从供给不足转而成为供给过剩和不平衡。早在2014年底的中央经济工作会议就提出,增长、质量、效率“只能从经济结构调整中来”,做好加减乘除法:“加法就是发现和培育新增长点,减法就是压缩落后产能、化解产能过剩,乘法就是全面推进科技、管理、市场、商业模式创新,除法就是扩大分子、缩小分母,提高劳动生产率和资本回报率,这是调结构这个四则运算的最终目标。”供给侧改革目前的进展更多是在做减法,但是除了产能、库存等内容之外,还需要加大在“加法”和“乘法”上的力度,着力于要素市场的供给结构调整。

例如,在技术市场,科技创新是目前中国经济发展的短板所在,而高科技产业对于中国经济结构优化、中国在国际分工中的地位均具有重要的战略意义。未来的改革应当推动科技创新和产业创新,由粗放式增长改为创新驱动

动，利用做“乘法”提高效率和质量。在企业层面，利用改变收入分配、增加激励等方式鼓励人们从事效益高、技术含量高的工作；在宏观层面，针对不同领域选择自主创新或引进吸收，加快高等教育体制改革，对科研和创新给予更大激励。在劳动力市场，随着我国人口红利拐点的出现，未来可能出现老龄化社会问题，在人口政策上也需要适当“做加法”，例如“放开二胎”、提高人口质量。同时，中国在民生相关的教育、文化、医疗、公共服务等领域仍处弱势，需要在扶贫、污染防治、改善民生等方面增加供给。在土地市场，由于产权体系、政府与市场关系不够清晰等原因，土地资源的配置和流动还无法完全适应市场需求。这一定程度上加大了房地产市场库存过剩的问题，三四线城市住宅用地供应过多、库存积压，而大量在三四线城市务工的农民工则由于购买力不足、户籍制度等因素无法购房。在未来的改革中应继续推动农村土地制度的市场化改革，使得土地承包经营可抵押、转让，以及包括宅基地在内的农民住房可抵押、可变现，从而增加农民工收入的水平和稳定性，提高贷款能力；另一方面，推动农民工城市落户等相关户籍制度，降低城市购房门槛，放开待遇差别，增强农民工的购房意愿，使得房地产市场供需更加匹配。

第二，行政化成分需要把握适当，宜更多采取市场化、法制化的方法。

国外的供给侧改革一般采取减少管制、减垄断、减税，促进私有化、市场竞争和技术创新等措施，激活经济增长的动力。相比之下，中国的供给侧改革，更多是通过行政化手段化解过剩供给等之前政府调节经济带来的历史遗留问题，真正利用市场需求决定供给的阶段尚未实现。由于中国的市场经济体制还不够完善，完全市场化的改革无法一蹴而就。

未来的改革应从政府和市场关系入手，充分发挥市场对资源配置的决定性作用，在健全相关法制法规的基础上，加以政府的能动作用，利用市场经济手段进行干预，推动市场成为配置资源的决定性力量。具体地，以去产能为例，应当以企业为主体、市场为引导，在研究制定全面配套的政策法规的基础上，由政府进行推动。一方面，仍需要行政手段对不符合规定产能的淘汰严格把关。由于去产能相关行业供需紧平衡，短时间内价格仍将高企，这

将可能吸引一些已经被淘汰的破产企业重回市场,供给侧改革的成效将大打折扣。因此需要严格的行政手段和确切的置换指标,坚决避免落后产能的卷土重来。另一方面,应及时跟进市场的实际需求,在市场化机制下,充分发挥价格优胜劣汰的作用,淘汰真正低效的企业。同时,利用市场化方式如企业兼并重组化解“僵尸企业”,对于被迫退出的企业,建立市场化的破产程序。为“三去”的相关行业和企业提供完善的法制法规基础保护,通过社会保障、合理发展第三产业等方式吸纳释放出来的生产要素。例如在去产能的过程中,大量职工面临失业问题,根本原因还在于生产要素过多流向了供给过剩的行业。健全的社保制度和快速发展的服务业可以极大减少职工失业、再就业过程中的摩擦,也可以推动整个国家产业结构的优化升级。

第三,供给侧改革的同时,需要注意需求面的走向,不宜过度压缩产能。

供给侧改革是当前中国经济的主线,但这并不代表需求侧可以被忽视。如果一味单向压缩供给而不注意需求的变化,在需求回升的情况下可能造成供给的短缺,过度拉高价格。进一步地,如果需求下滑过快,过强的刺激则会导致供给过剩问题的死灰复燃。短期内,价格将出现暴涨暴跌,不利于市场的健康发展。

结合当前的实际情况,一方面,监管政策、货币条件已经趋严,另一方面,虽然未来外需仍将维持平稳,制造业、基建投资、消费等内需方面预计较2017年趋弱,整体经济韧性已不及之前。在此情况下,政府相关部门在制定去产能相关目标时应时刻关注需求面的变化,建立及时、有效的机制,根据具体需求走向主动调整相应目标和政策,合理调控供给侧改革的节奏。

六、基本结论

一是自2015年底提出“三去一降一补”的概念之后,供给侧改革已经进行了两年。其中“三去”相对可以量化,已经取得阶段性成果;“一降一补”属于更广义的供给侧改革目标,仍需更长期观察了解进展。

二是这些进展不只是供给侧单独作用的结果,需求的拉动也功不可没。

首先，相对宽松的货币政策、外需的回升使得经济保持较强韧性，在此基础上供给侧改革才得以开展。从具体“三去”的完成来看，产能利用率的提升还得益于房地产投资的相对稳定，房地产库存的去化则归功于销售端的刺激政策。

三是供给侧改革对经济带来正面作用是毋庸置疑的。首先，去产能等措施推升大宗商品价格，打破了中国的通缩预期，对世界通缩预期的打破也作出一定贡献。其次，通过价格水平抬升，企业利润和名义GDP增速也得到提升。最后，为建立长效环保机制起到了一定助推作用。

四是供给侧改革也带来一些负面影响。首先，去产能带来中上游部分行业的集中度提升不一定带来盈利的增长，反而可能形成垄断。其次，行政与市场手段未能有机结合，扭曲价格信号，且未来可能使产能再次陷入过剩问题。最后，价格的猛涨还导致资金更多流向煤炭、钢铁等行业，阻碍资源最优配置。

五是展望未来，供给侧改革仍将继续推进，但着力点会有一些的变化。我们建议，回归供给侧改革的本源，提高供给制度的质量和效率；多采取市场化、法制化方式；供给侧改革同时同样应注意需求面的走向。

附件:

1. 根据国家统计局2017年国民经济行业分类(GB/T 4754—2017), 工业共包含41个行业。其中其他采矿业, 开采专业及辅助性活动, 金属制品、机械和设备修理业, 废弃资源综合利用业以及其他制造业等五个行业数据不完整, 并且在整个工业企业中占比微小, 本文暂时将其移除讨论框架。在此基础上, 本文依照上游原材料, 中游加工, 下游接近终端消费的产业链关系, 将所有行业分为上游、中游和下游, 具体划分如表1所示。

表 1

上游行业	中游行业	下游行业
煤炭开采和洗选业 石油和天然气开采业 黑色金属矿采选业 有色金属矿采选业 非金属矿采选业	石油加工、炼焦及核燃料加工业 化学原料及化学制品制造业 化学纤维制造业 非金属矿物制造业 黑色金属冶炼及压延加工业 有色金属冶炼及压延加工业 金属制品业 通用设备制造业 专用设备制造业 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 仪器仪表制造业 橡胶和塑料制品业	农副食品加工业 食品制造业 酒、饮料和精制茶制造业 烟草制品业 纺织业 纺织服装、服饰业 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业 家具制造业 造纸及纸制品业 印刷业和记录媒介的复制 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 医药制造业 汽车制造 电气机械及器材制造业 计算机、通信和其他电子设备制造业 电力、热力的生产和供应业 燃气生产和供应业 水的生产和供应业

2. 集中度数据来源。我国各行业集中度数据较为琐碎, 本文综合各方面数据来源, 尽量使数据统计口径大体一致。其中, 中上游行业的集中度主要是指产量的集中度(水泥是产能的集中度, 与产量集中度走势基本一致), 下游行业的集中度主要是销量或销售收入的集中度。从集中度的相关研究及本文所掌握的数据来看, 各行业的CR4、CR8、CR10的走势基本一致。出于数

【专题】

据可得性和编制指数考虑，本文除服装外，各行业集中度的数据都使用CR4。服装行业由于数据可得性的限制，使用的是CR10，但服装行业在集中度指数中的权重较小，使用CR10对总指数的影响不大。各行业的数据来源具体如下表2所示：

表2

行业	数据来源	说明
煤炭	Wind、中国煤炭工业协会	数据包含2001—2016年。其中，2001—2012年数据来自中国煤炭工业协会，2014—2016年数据根据相关企业数据和行业总量数据计算得到，经核校，前后口径基本一致。2013年数据缺失。
钢铁	Wind	数据包含2001—2016年，根据相关企业数据和行业总量数据计算得到。
挖掘机	Wind	数据包含2004—2016年，根据相关企业数据和行业总量数据计算得到。
化肥	Wind	数据包含2001—2016年，根据相关企业数据和行业总量数据计算得到。
平板玻璃	建筑材料工业信息中心、中国玻璃网	数据包含2005—2016年。其中，2005年、2006年及2008年来自新闻整理的平板玻璃前四企业产量集中度数据；2009—2016年数据来自中国玻璃网，原数据皆出自建筑材料信息中心。2004年和2007年数据缺失。
水泥	中国水泥网，Wind	数据包含2004—2016年。根据相关企业数据和行业总量数据计算得到，企业数据来自中国水泥网，行业数据来自Wind。
造纸	中国纸业网	数据包含2001—2016年。数据来自中国纸业网。
乳制品	《中国奶业年鉴》、Wind	数据包含2001—2016年。根据相关企业数据和行业总量数据计算得到。其中，2001—2012年相关企业数据来自《中国奶业年鉴》，2013—2016年企业数据来自Wind，行业数据来自Wind，数据口径基本一致。
冰箱	中怡康	数据包含2004—2016年。根据相关企业数据和行业总量数据计算得到。
空调	《家电中国》、《2006年度中国空调市场总结报告》、Wind	数据包含2001—2016年。其中，2005年数据来自《家电中国》；2008—2016年数据根据相关企业数据和行业总量数据计算得到，数据来自Wind。其余年份CR4数据缺失，由CR3数据估计得来。2001—2004年空调CR3数据来自《2006年度中国空调报告》中前三大企业的销量占有率，2006—2007年空调CR3来自新闻整理的销量占有率数据。我们计算发现2005年、2008—2012年排名第四企业的销量占有率在5%左右，因此在CR3的基础上加上了5%作为CR4的估计值。
汽车	《汽车工业年鉴》、Wind	数据包含2001—2016年。根据相关企业数据和行业总量数据计算得到。通过与《汽车工业年鉴》提供的CR4数据进行了交叉校核，数据口径基本一致。
服装	中华全国商业信息中心	数据包含2001—2016年。女装为服装行业里最大的组成部分，集中度数据为女装行业前十市场占有率，来自中华全国商业信息中心。2003年、2004年数据缺失。
白酒	雪球网《白酒行业分析报告》、Wind	数据包含2006—2016年。其中，2006—2010年数据根据相关企业数据和行业总量数据计算得到，2011—2016数据来自雪球《白酒行业分析报告》中以主营收入计算的白酒行业CR4。经核校，前后口径基本一致。2004年、2005年数据缺失。

3. 指数编制说明。为计算集中度指数，本文使用各个行业主营业务收入作为权重（2007—2015年平均值），对每年各行业的集中度进行加权平均，个别集中度数据缺失则采用插空法填补。经计算，在最终的集中度指数里面，

中上游总权重为58%，下游为42%，权重分布基本符合实际情况。中上游和下游的集中度指数编制方法与此相同。各行业权重具体如表3所示。

表3

	中上游合计	煤炭	钢铁	水泥	化肥	挖掘机	平板玻璃	
权重	58.0%	24.3%	15.1%	7.7%	6.9%	3.4%	0.7%	
	下游合计	汽车	造纸	空调	白酒	冰箱	乳制品	服装
权重	42.0%	22.9%	6.4%	3.8%	3.4%	2.5%	2.3%	0.7%

Supply-side Reform: Review and Prospect

WU Ge, SONG Shanshan and TANG Xinyi

(Huarong Securities)

Abstract: The supply-side reform has been going on for two years since the idea was proposed at the end of 2015. The positive effect of supply-side reform on the economy is undeniable, but it also has some negative effects. For example, although cutting capacity policy increases concentration ratio of some upstream and midstream industries, it does not necessarily lead to profit growth, but may create monopoly. Looking ahead, supply-side reform will continue, but there will be some changes. We propose to return to the source of supply-side reform and to improve the quality and efficiency of the supply system.

Key words: Supply-side Reform, Capacity Utilization Rate, Deflation