宏观研究

目前讲经济过热还为时尚早

——点评 11 月 PMI 数据

宏观事件点评 | 2020 年 12 月 1 日

报告摘要：

- **好久不见 PMI 五个分项指数全面向好了。**市场再次见证了中国经济数据又一次超预期，11 月制造业 PMI 和非制造业 PMI 双双好于市场预期。尤其难得的是，构成制造业 PMI 的五个分项指数全面向好。此外，大、中、小型企业景气也全面向好。这些情况表明，这一轮复苏是均衡的复苏、可持续的复苏。

- **在强劲需求的带动下，工业品价格加快上升，补库存周期开启。**企业生产、采购活动加快，11 月制造业原材料采购价格和产品销售价格均有明显上升。两大库存指数也都在回升，显示企业已开始着手主动补库存。经济复苏形势好，产需两旺，企业家信心进入高位景气区间。

- **经济复苏态势挺好，但目前讲经济过热还为时尚早。**经济是否过热需要依据标准判定，不能信口开河。我们以为，经济过热的标准应该是经济资源充分利用乃至过载后出现全面通胀。目前 CPI 处于零区间、PPI 还处于负区间，经济资源远没有达到充分利用的程度，就拿就业来说，就没有达到充分就业的程度，何来经济过热？

- **风险提示：**
全球疫情持续恶化，中国政策过快收紧等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

相关研究

中国 11 月官方制造业 PMI 为 52.1%，预期 51.5%，前值 51.4%。

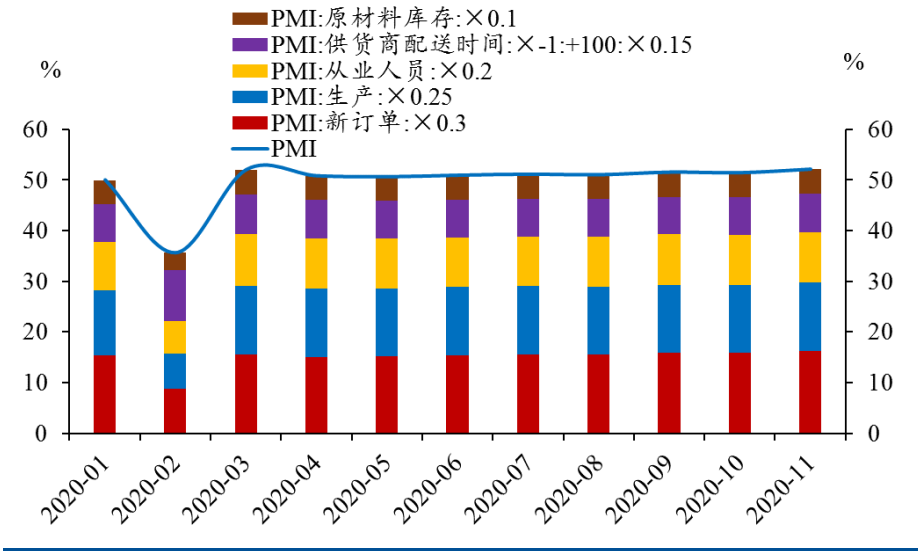
中国 11 月官方非制造业 PMI 为 56.4%，预期 56%，前值 56.2%。

一、全面向好

市场再次见证了中国经济数据又一次超预期。统计局公布数据显示，11 月制造业 PMI 和非制造业 PMI 双双好于 Wind 统计的市场预期，连续 9 个月高于临界点。一些市场人士担心的经济复苏高点不但没有到来，经济复苏还呈现出全面开花态势。

最有力的佐证是，构成制造业 PMI 的五个分项指数全面向好。众所周知，制造业 PMI 由五个分项指数加权求和而成，分别是新订单、生产、从业人员、供货商配送时间和原材料库存。11 月这五个分项指数全面向好，分别改善了 1.1 个、0.8 个、0.2 个、0.5 个、0.6 个百分点（图 1）。今年 7 月份也曾出现过五个分项指数全面向好，而再往前寻找如此盛况，就要追溯到两年半之前了。

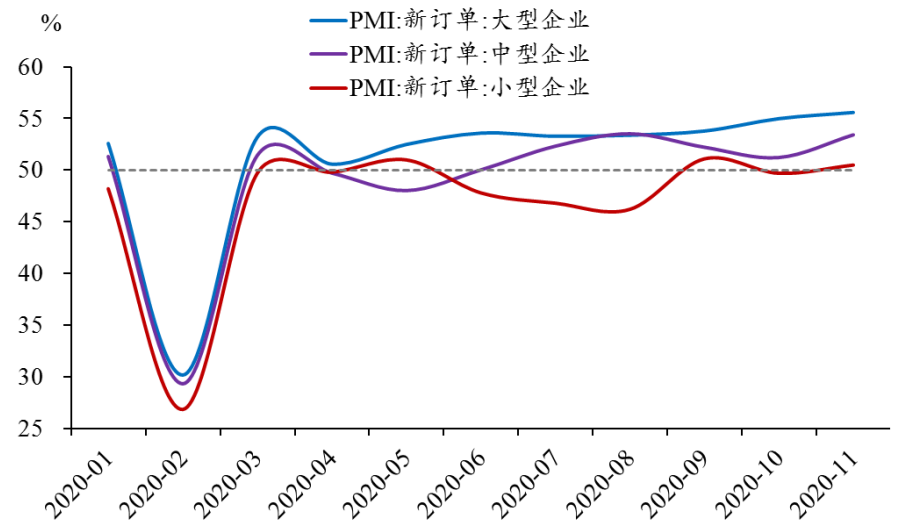
图 1：构成制造业 PMI 的五个分项指数全面向好



资料来源：Wind，民生证券研究院

还可以作为佐证的是，大、中、小型企业景气也全面向好。前几个月，一直困扰决策层和市场的一个问题是，疫后复苏过程中，小型企业景气度一直低于大型企业。这源于疫情影响具有类似“供给侧”的效应，对小型企业的冲击明显大于大型企业。就在上个月，还出现过小型企业需求不足的问题。但从 11 月数据来看，大、中、小型企业 PMI 全部回升且都高于临界点，尤其是小型企业的需求出现了明显回暖，新订单指数从 49.7% 回升到 50.5%。小型企业渡过了艰难时刻，看到了希望的曙光（图 2）。

图 2：大、中、小型企业景气也全面向好



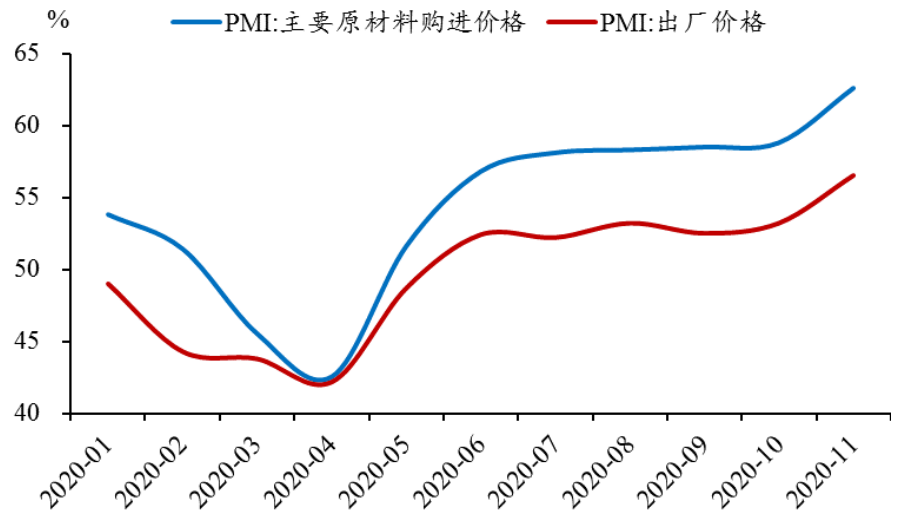
资料来源：Wind，民生证券研究院

这些情况表明，这一轮复苏是均衡的复苏、可持续的复苏。

二、主动补库

在强劲需求的带动下，工业品价格出现了加快上升的迹象。随着近期大宗商品价格普遍上涨，以及企业生产、采购活动加快，11 月制造业原材料采购价格和产品销售价格均有明显上升。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 62.6%和 56.5%，分别高于上月 3.8 和 3.3 个百分点，均为年内高点（图 3）。从行业情况看，受下游行业需求拉动，上游产品价格上涨幅度更为明显。本月石油加工煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数均位于 60.0%以上高位景气区间。

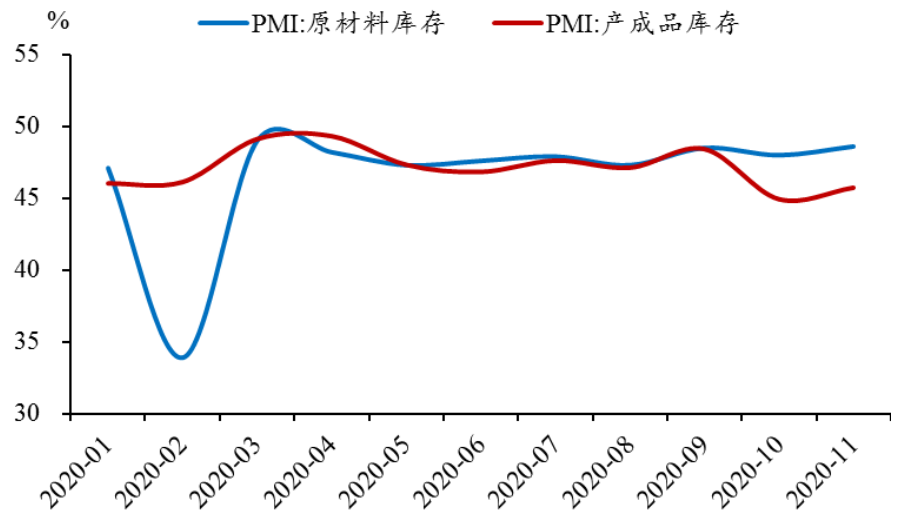
图 3：工业品价格出现了加快上升的迹象



资料来源：Wind，民生证券研究院

新一轮补库存周期已经开启。11 月原材料库存指数比上月回升了 0.6 个百分点至 48.6%，产成品库存指数比上月回升了 0.8 个百分点（图 4）。这些数据与工业企业产成品存货数据一致，都指向企业开始主动补库存。有人单从数据出发，以为 PPI 是库存周期的领先指标。其实 PPI 也好，库存周期也好，归根结底都取决于需求。目前两大库存指数都处于临界点下方，显示企业产品销路好、库存不断消耗；两大库存指数都在回升，显示企业已开始着手主动补库存。

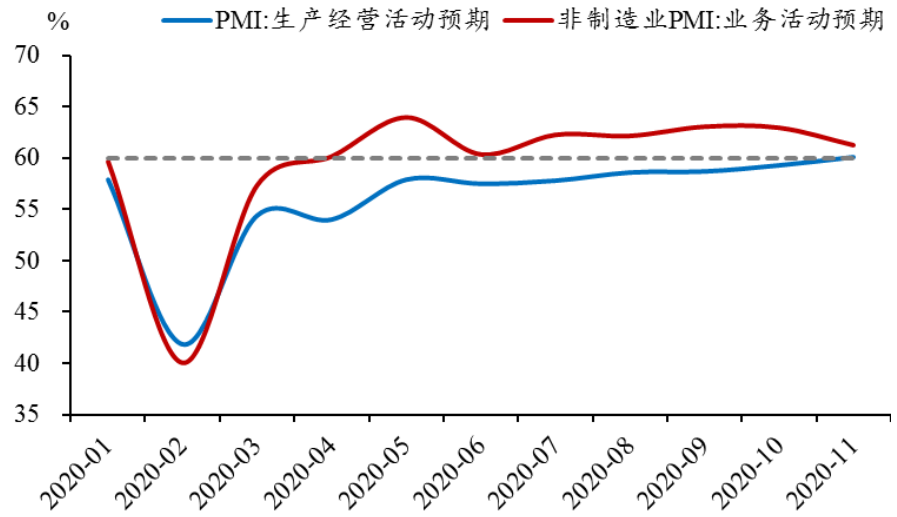
图 4：两大库存指数都在回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

并不意外的是，企业家信心进入高位景气区间。11 月制造业企业生产经营活动预期指数比上月回升了 0.8 个百分点，进入 60%以上的高位景气区间。建筑业和服务业继续保持在高位景气区间（图 5）。经济复苏形势好，产需两旺，企业家信心没理由不好。

图 5：企业家信心进入高位景气区间



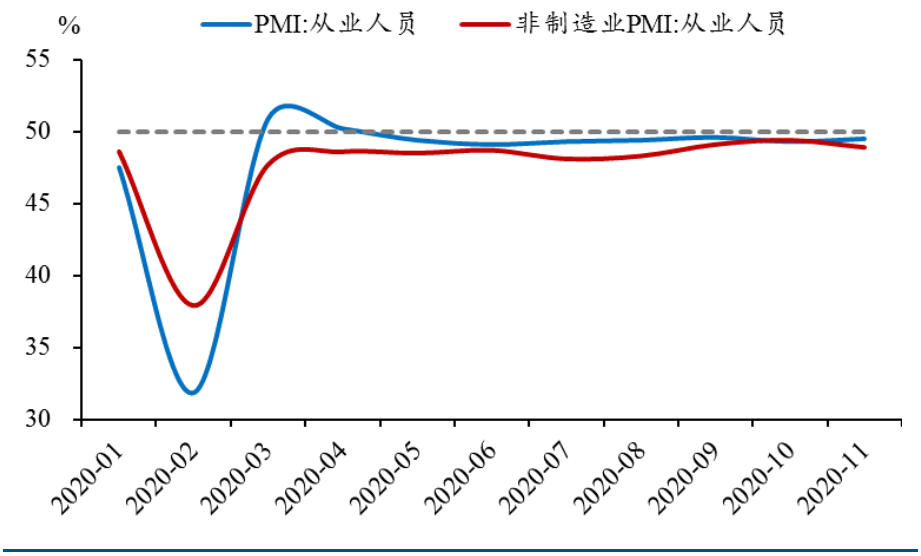
资料来源：Wind，民生证券研究院

三、再接再厉

目前讲经济过热还为时尚早。10 月工业增加值、固定资产投资等经济数据全面好于预期，按照我们构建的月度 GDP 指数，10 月单月 GDP 增速达到 6.8%，不仅延续了强势复苏势头，而且首次超过了 6%。当时就有声音出来，担心经济是否已经过热。这次制造业 PMI 和非制造业 PMI 双双好于预期，类似担心又一次出现。严肃地讲，经济是否过热需要依据标准判定，不能信口开河。我们以为，经济过热的标准应该是经济资源充分利用乃至过载后出现全面通胀。目前 CPI 处于零区间、PPI 还处于负区间，经济资源远没有达到充分利用的程度，何来经济过热？

就拿就业来说，就没有达到充分就业的程度。我们既要看到，今年前 10 个月城镇新增就业达到 1000 万人以上，提前完成 900 万人的全年目标任务，稳就业成绩巨大；也要看到，11 月制造业和非制造业从业人员指数分别为 49.5%和 48.9%，都还处在临界点下方，就业还不到可以掉以轻心的时候，更遑论充分就业（图 6）。想想道理也不难理解，中小企业是吸纳就业的主力军，中小企业只是刚刚走出艰难时刻，就业的完全修复还需要更长时间。

图 6：制造业和非制造业从业人员指数仍处于临界点下方



资料来源：Wind，民生证券研究院

一句话，经济复苏态势挺好，但经济过热论缺乏依据，脱离现实，可以休矣。

风险提示

全球疫情持续恶化，中国政策过快收紧等。

插图目录

图 1：构成制造业 PMI 的五个分项指数全面向好.....2
图 2：大、中、小型企业景气也全面向好.....3
图 3：工业品价格出现了加快上升的迹象.....3
图 4：两大库存指数都在回升.....4
图 5：企业家信心进入高位景气区间.....4
图 6：制造业和非制造业从业人员指数仍处于临界点下方.....5

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。