

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。**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%。

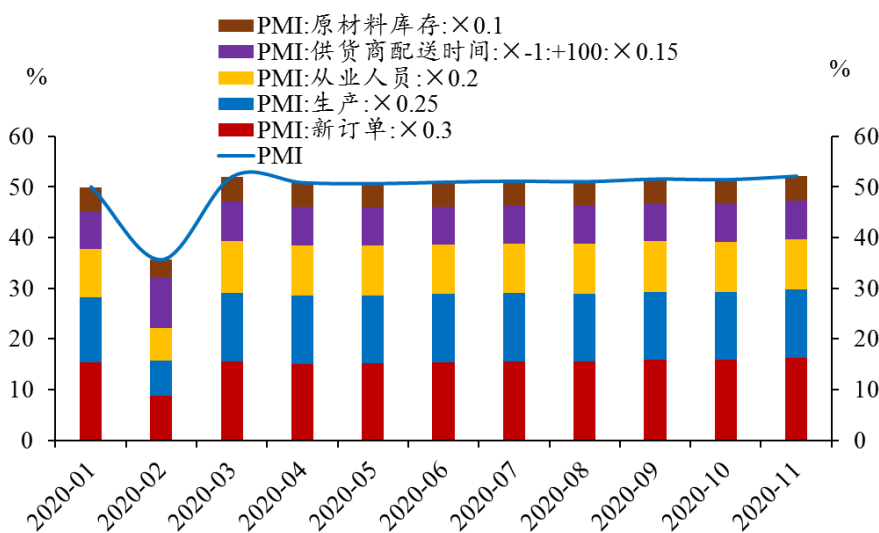
中国 11 月官方非制造业 PMI 为 56.4%，预期 56%，前值 56.2%。

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。

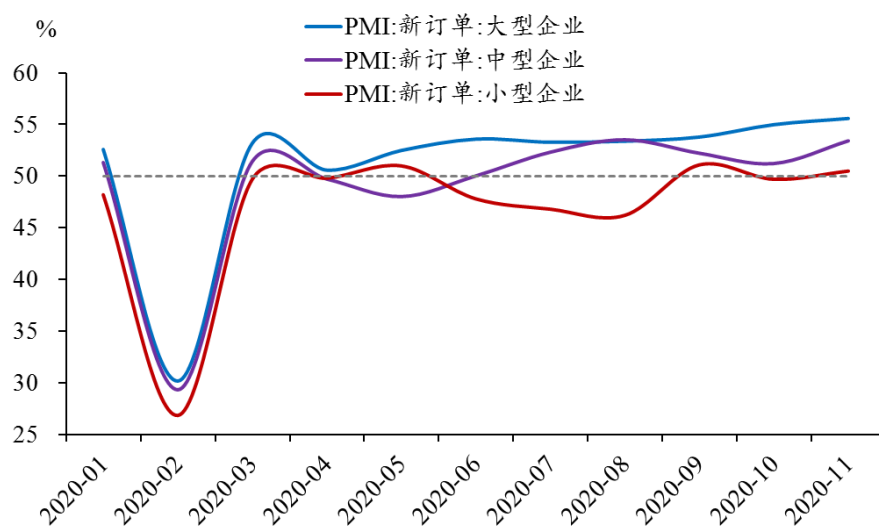
图 1：构成制造业 PMI 的五个分项指数全面向好



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



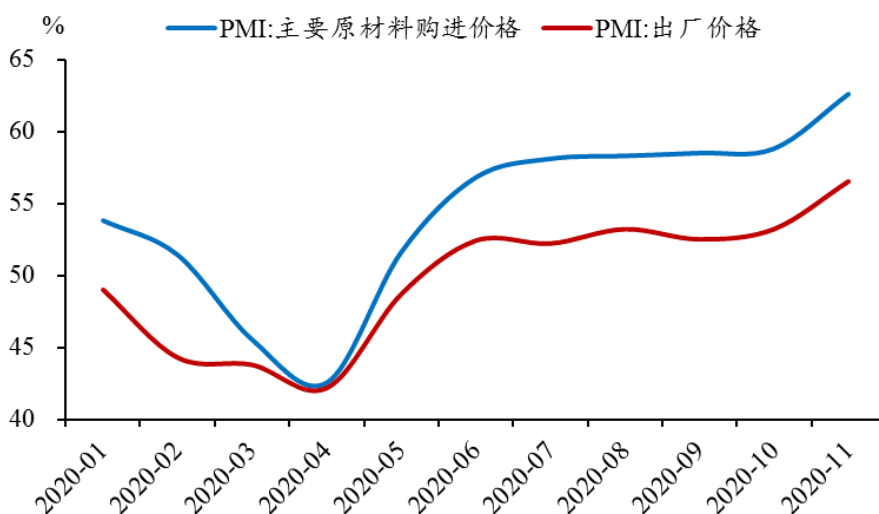
资料来源：Wind，民生证券研究院

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。

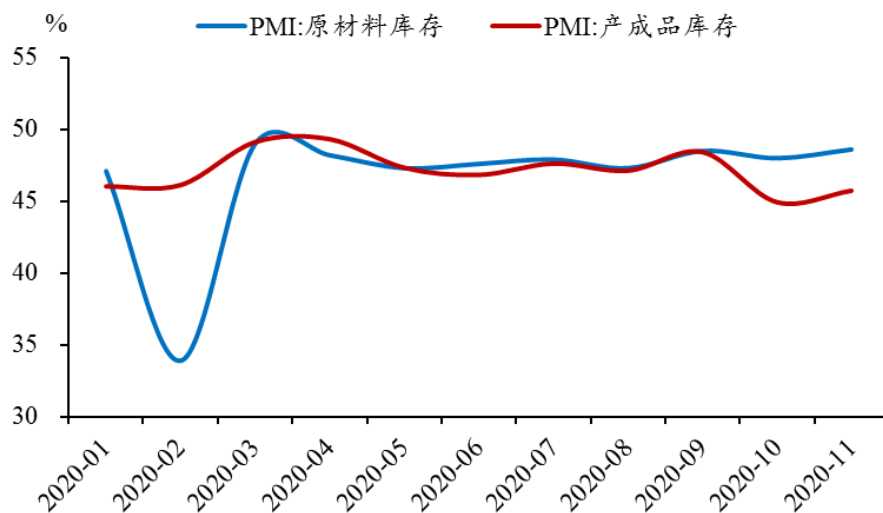
图 3：工业品价格出现了加快上升的迹象



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。

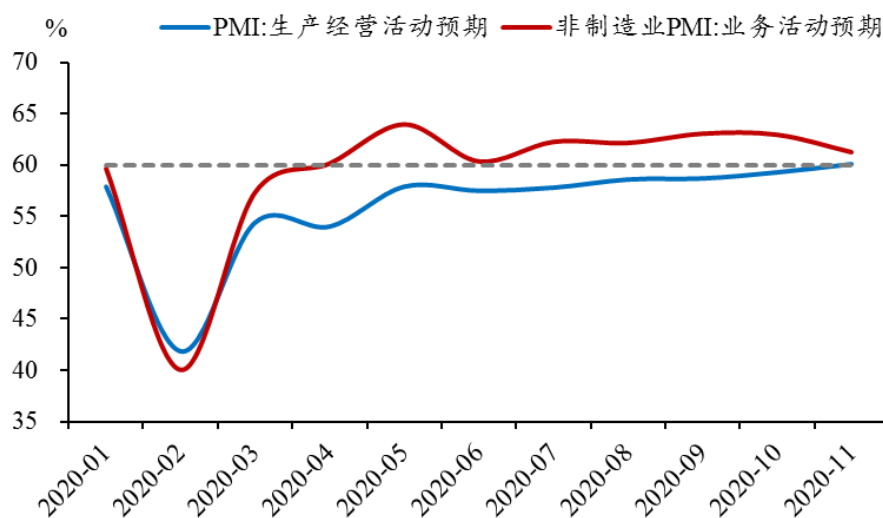
图4：两大库存指数都在回升



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



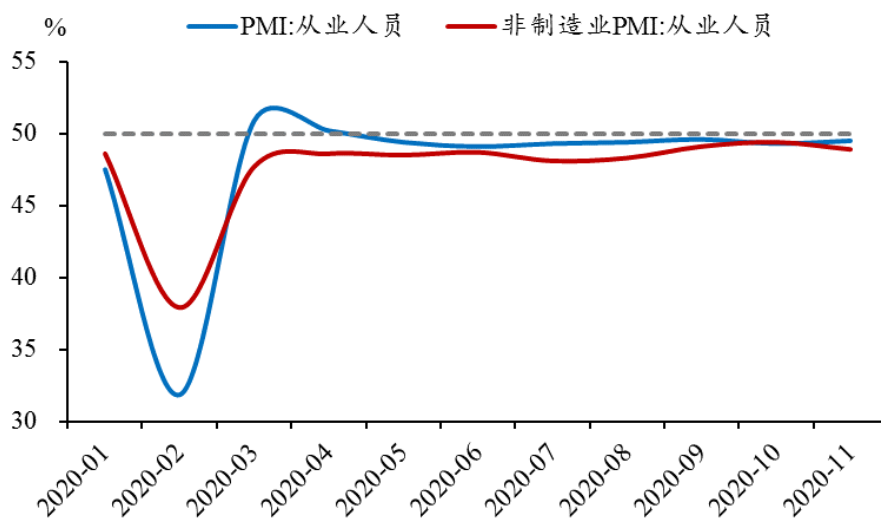
资料来源：Wind，民生证券研究院

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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1148

