



英大证券

积极管理风险应对市场挑战

经济指标的价格幻觉—复苏放缓

报告日期：2020年12月31日

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyanhongydsc@foxmail.com

报告观点：

1. 当前众多经济指标存在价格幻觉，高估经济活跃程度。
2. 全球经济扩张放缓，潜在空间下降。（1）原料价格影响复苏进程。（2）原材料生产国疫情控制及疫苗分发，对其资源矿产生产计划的不确定性干扰复苏进程。
3. 货币政策上，流动性平滑为主，而非扩张。居民消费远不及工业经济复苏进程。
4. 推荐关注：农产品（饲料股）机会，居民耐用品消费更新。

报告有效期：3个月



一、全球制造业扩张趋势放缓

全球经济的情况变化可以从 PMI 的表格变迁也更清晰，从疫情重创的 1-3 月份大面积的收缩转化为大部分国家进入扩张。最新数据中，中国，欧元区，英国皆为进一步扩张，其他国家尚未公布。从目前的经济数据看，扩张预计会进一步推进。当前，我们面临的全球经济可以概括为：疫情下的经济，区别无非是早期疫情和中期疫情以及后疫情 3 个时代的区别。目前国际人员流动仍然处于冻结、半冻结状态，只能算是疫情中期阶段，随着 2021 年的疫苗大面积推广，预计到 2021 年下半年才能进入后疫情时代。

当前，全球总需求可以描述为：2020 年疫情后的持续低开高走阶段，尚未恢复 2019 年以前的正常水平。全球总供给比较类似，总体恢复要慢于总需求的恢复，因为供需缺口的存在，导致了全球主要生产资料和生活资料的大幅涨价。不论是煤炭，还是铁矿石，抑或是大豆，还是肉类价格。

单纯的经济恢复正常的需要，仍然会推动经济的复苏进一步前进，中、后疫情时代的变数在于生产资料和生活资料国家的经济状况以及疫情状况的个案化分析。譬如，煤炭、铁矿石出口国的澳大利亚，大豆出口的美国、巴西、阿根廷。铜矿出口的智利。棕榈油出口的印度尼西亚、马来西亚。白糖出口的巴西、泰国、印度。提及的商品以及生产国家在全球供需平衡表中占据重要的影响地位，他们的产出状况极大影响此类商品的价格，进而对供需产生较大影响，从而对经济生产预期发生较大的影响，简单地说，主要生产资料的价格对全球经济的复苏进程有重大影响，甚至会加速或者推迟复苏的完成。

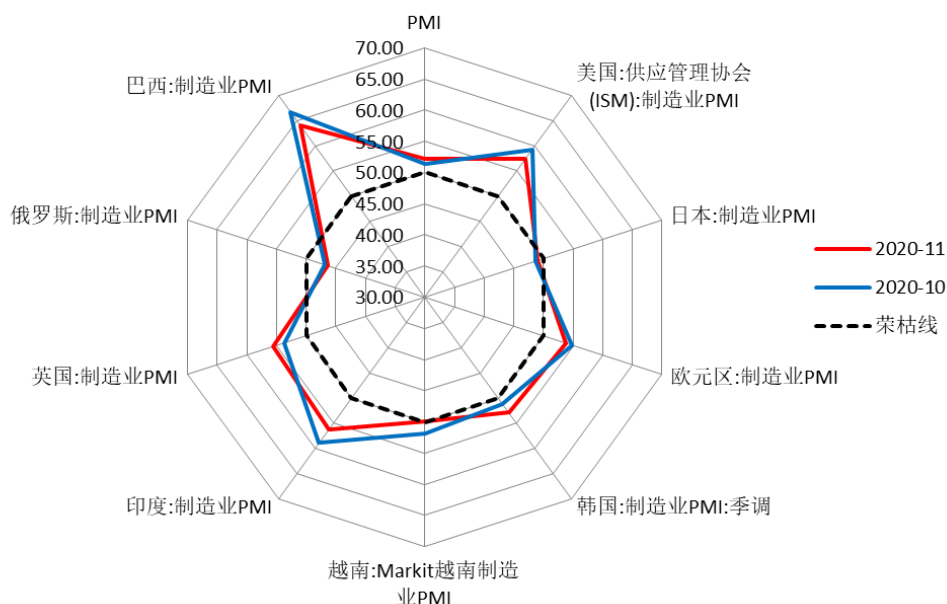
指标名称	中国 PMI	美国：供应管理协会 (ISM)：制造业 PMI	日本：制造业 PMI	欧元区：制造业 PMI	韩国：制造业 PMI：季调	越南：Markit 越南制造业 PMI	印度：制造业 PMI	英国：制造业 PMI	俄罗斯：制造业 PMI	巴西：制造业 PMI
2020-12	51.90			55.50				57.30		
2020-11	52.10	57.50	49.00	53.80	52.90	49.90	56.30	55.60	46.30	64.00



2020-10	51.40	59.30	48.70	54.80	51.20	51.80	58.90	53.70	46.90	66.70
2020-09	51.50	55.40	47.70	53.70	49.80	52.20	56.80	54.10	48.90	64.90
2020-08	51.00	56.00	47.20	51.70	48.50	45.70	52.00	55.20	51.10	64.70
2020-07	51.10	54.20	45.20	51.80	46.90	47.60	46.00	53.30	48.40	58.20
2020-06	50.90	52.60	40.10	47.40	43.40	51.10	47.20	50.10	49.40	51.60
2020-05	50.60	43.10	38.40	39.40	41.30	42.70	30.80	40.70	36.20	38.30
2020-04	50.80	41.50	41.90	33.40	41.60	32.70	27.40	32.60	31.30	36.00
2020-03	52.00	49.10	44.80	44.50	44.20	41.90	51.80	47.80	47.50	48.40
2020-02	35.70	50.10	47.80	49.20	48.70	49.00	54.50	51.70	48.20	52.30
2020-01	50.00	50.90	48.80	47.90	49.80	50.60	55.30	50.00	47.90	51.00

数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

我们复核了现有的宏观经济分析框架，得出的结论是——全球经济仍然在复苏通道，中国经济可能借力上行。未来全球经济进一步上行，还是短暂见顶，还需要看经济反弹过程中，产业反弹的水平以及全球贸易政策变化。**中国在未来的经济复苏过程中，一方面面临消费乏力（房贷支出刚性和收入低增长基本面的约束），另一方面是国际贸易随着疫情缓解的反替代对中国出口的不利冲击（订单回流国外）。**这些意味着经济的复苏上有天花板，下则是国内外双循环政策的支撑以及中国经济增长的刚性需求。2020年11月份全球PMI雷达图收缩。



数据来源: 国家统计局, 英大证券研究所整理

我们对经济在 2020 年 1 季度做出的两个情景展望再次介绍——**基于疫情影响的先后顺序以及疫情控制的先后顺序对经济复工的影响逻辑:**

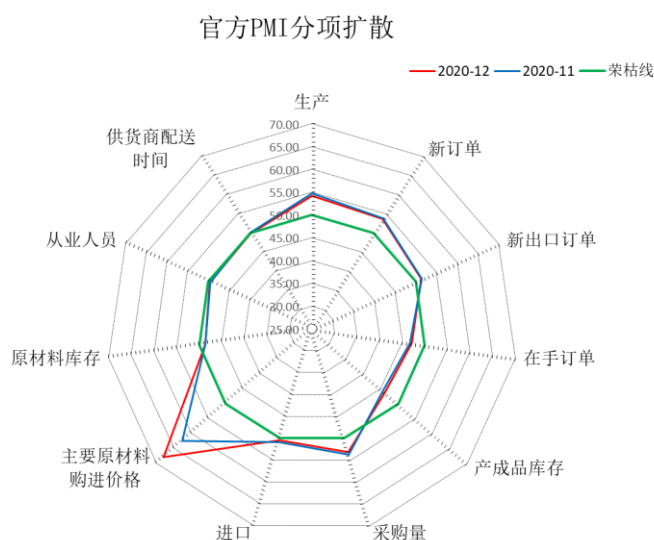
情景 1: 预计中国 6 月份 PMI 进一步上升, 但留给 3 季度的上升空间已经很小, 经济的压力将在未来逐渐显现, 当前的预期改善的经济氛围将逐渐被替代。

情景 2: 全球经济 (非中国地区) 从泥潭中走出来, 逐渐恢复扩张, 那么预计扩张将持续 2-3 个月, 那么这种全球性影响会继续带动中国经济再上行一段时间。预计中国的 PMI 水平最晚可能在 9-10 月见顶。

目前来看, 11 月全球 PMI 雷达图放缓已经有所体现, 部分国家已经再次回到收缩区间, 俄罗斯, 日本, 云南再次进入制造业萎靡的状态。中国, 美国制造业扩张也出现放缓态势。

二、中国 PMI 雷达图扩张放缓

2020 年 12 月份，中国经济恢复稳固，中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 51.9%、55.7%和 55.1%，相比上月有所放缓，但连续 10 个月保持在荣枯线以上。分项雷达图凸显主要原材料价格上涨对 PMI 扩张的贡献，从某种程度上来讲，这种数据的改善是价格型的，而非数量型的，再换句话说，除去疫情后的正常复苏以外，在一定程度上经济存在因为物价上涨造成了经济复苏的“幻觉”。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数均高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。生产指数为 54.2%，比上月回落 0.5 个百分点，但仍高于临界点，表明制造业生产增速略有放缓。新订单指数为 53.6%，虽比上月回落 0.3 个百分点，但继续高于临界点，表明制造业市场需求持续改善。原材料库存指数为 48.6%，与上月持平，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量较上月有所下降。从业人员指数为 49.6%，比上月微升 0.1 个百分点，表明制造业企业用工景气度略有改善。供应商配送时间指数为 49.9%，比上月下降 0.2 个百分点，表明制造业原

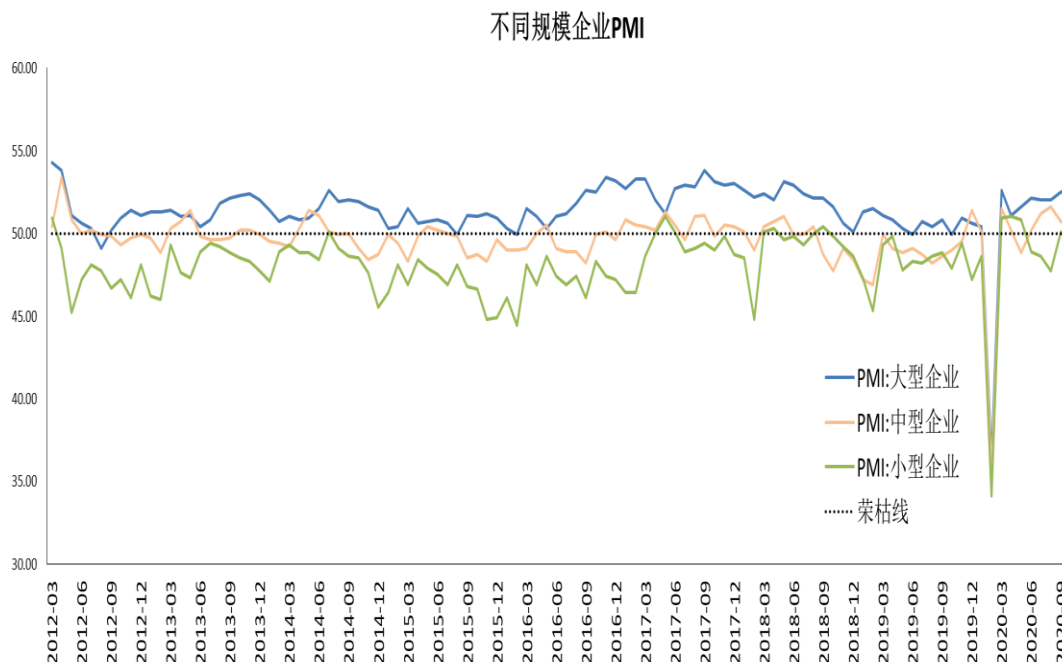
材料供应商交货时间较上月有所放缓。

综合预判：

预计 2021 年 1 月 PMI 维持扩张，但进一步放缓。12 月 PMI 扩张部分主要是原料价格上涨，出口订单因为西方国家的疫情冲击并未进一步上升，1 月仍然处于限制出行的时间。伴随 2021 年疫苗分发推进，预计经济会有所好转，原材料价格上升将会放缓，甚至可能下跌。

三、大型企业过热，中型企业放缓，小型企业萎缩

在刺激经济过程中，通常大型企业率先启动（最先受益于刺激政策），随后中小型企业开始跟进（承接大企业向下游发出的订单）。大型企业 PMI 为 52.7%，虽比上月回落 0.3 个百分点，但仍高于临界点；中型企业 PMI 为 52.7%，比上月上升 0.7 个百分点，继续位于临界点之上；小型企业 PMI 为 48.8%，比上月下降 1.3 个百分点，低于临界点。**PMI 企业 10 月以来数据显示，大型企业继续扩张，而中型企业进入放缓，小型企业持续萎缩。**



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

我们认为中小型企业对于原料价格可能较为敏感，而大型企业一方面占据上



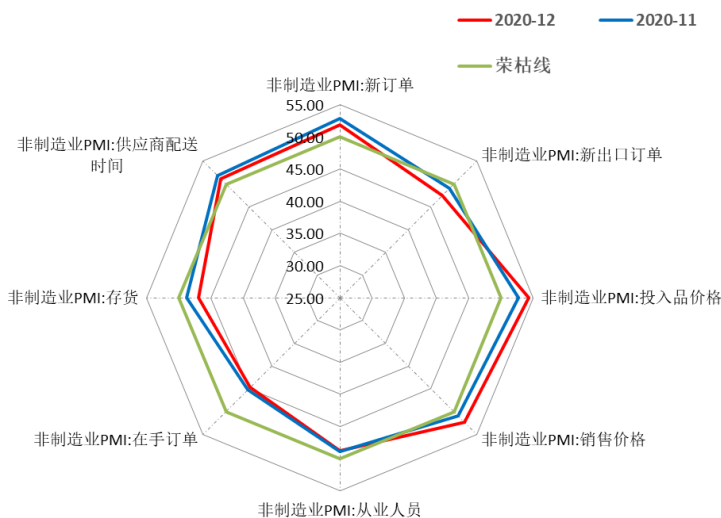
游原料链条，另一方面资源整合能力强对抗成本能力也强，因而影响较小。如果原料价格继续上升，预计中型企业将持续收缩，小型企业也会跌破荣枯线。中小企业的萎缩会直接对经济产生冲击。

我们维持之前报告撰写的看法：从系统风险的重要性角度看，经济的恢复可持续性下降，经济复苏受益主要集中在大型企业上，大型企业在产业链所处上游以及规模定价权上具备一定的垄断能量。社会总需求实际萎缩导致中下游竞争程度较高的企业，被动向上游和大型企业让利，自身承受需求萎缩的代价。

原材料价格大幅上涨之后，中小企业的成本控制能力已经无能为力，中下游产品的供应也随之下降，涨价从上游向下游推进，最终将定价权也传递到中下游企业手中，才能进一步扩张生产。如果消费者基于收入的下滑，继续保持“冷”的消费开支计划，那么最终中下游企业的生产收缩行为会反作用于上游原料企业，形成供过于求的局面，从而降低原材料价格。从目前居民层面的收入就业来看，这一推演实现的可能性较大。而如果以次优价格传导实现，将中下游的推向通胀，最终在一个产能供需双萎缩的经济环境下迎来高通胀，高债务并存的局面，将大大降低经济的系统风险抵抗能力。

四、非制造业 PMI 扩张

12 月份，非制造业商务活动指数为 55.7%，虽低于上月 0.7 个百分点，但继续位于较高景气区间，非制造业延续稳步复苏势头。原料投入品贡献显著。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

看得出，投入品价格和销售价格是非PMI数据靓丽的核心，但投入品价格上涨不利于企业的利润积累。在手订单和存货水平较低。非制造业销售价格扩张意味着原料价格向终端传导成为现实。

(1) 新订单指数为 51.9%，比上月回落 0.9 个百分点，表明非制造业市场需求增长有所放缓。分行业看，建筑业新订单指数为 55.8%，比上月上升 1.8 个百分点；服务业新订单指数为 51.2%，比上月回落 1.4 个百分点。

(2) **投入品价格指数为 54.3%，比上月上升 1.6 个百分点**，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体延续上涨走势。分行业看，建筑业投入品价格指数为 61.2%，比上月上升 3.7 个百分点；服务业投入品价格指数为 53.1%，比上月上升 1.2 个百分点。

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_421

