

作者：冯祖涵 中学峰 简奖平
邮箱：research@fecr.com.cn

宏观政策持续发力，需求回暖带动 PMI 回升

——2022年8月官方PMI点评

摘要

8月制造业PMI为49.4%，比上月上升0.4个百分点，制造业景气水平有所回升，但仍处于收缩区间。总体来看，需求回暖带动制造业景气水平改善，但生产复苏不及预期导致整体PMI数值仍处于收缩区间。

制造业需求方面，8月，新订单指数为49.2%，较上月上涨0.7个百分点。全国多个省份累计报告本土感染者超过百例，其中海南、西藏、四川、广东等省份疫情形势相对严峻；7月金融数据总量与结构均不及预期，居民和企业中长期信贷融资需求仍处于恢复进程；8月房价环比续降，LPR非对称下调释放强烈的“稳楼市”信号。外需方面，8月新出口订单指数为48.1%，较上月上升0.1个百分点，制造业持续面临外部需求下滑的挑战。**制造业供给方面**，8月生产指数为49.8%，与上月持平，主要受部分地区持续高温干旱，电力供应受限以及全国多地疫情反复影响。

从8月新订单指数与产成品库存指数的差值指数来看，该差值较上月大幅回升，说明企业加速去库存，制造业经济动能回升。**8月，PMI原材料购进价格与出厂价格指数均有所回升**，预计8月PPI环比或在-0.7%左右；工业生产者购进价格环比可能在-0.4%左右。**从企业规模来看**，8月，大型企业回升至扩张区间，中、小型企业仍处于收缩区间。

整体来看，8月，全国多省份疫情反复，疫情传播风险抬升与防控政策收紧拖累制造业供需两端修复。需求端受扩大有效需求政策与中秋节临近等因素拉动率先回暖，供给端修复因部分地区持续高温干旱，电力供应受限而相对缓慢。8月，财政政策积极谋划增量政策工具，增发政策性开发性金融工具额度，并下发专项债地方结存限额，着力推进基建投资，拉动有效需求；货币政策下调关键政策利率，贷款基准利率（LPR）随之呈现非对称式下调，5年期以上LPR较前值下调15个基点，“稳楼市”信号强烈。但8月房地产市场销售仍在筑底阶段，房价环比续降，房地产行业风险尚未出清持续对商品房销售造成压力，房地产纾困基金或有助于盘活行业流动性。从国际环境来看，美欧等发达经济体通货膨胀持续高企，加速收紧货币政策，经济硬着陆风险加剧。我国制造业面临外需下滑的挑战。同时，我国货币政策坚持“以我为主”，央行于8月中旬下调政策利率，导致人民币面临较大的贬值压力。

预计后续随着高温限电缓解，生产将逐步修复，制造业复苏势头将逐步向好，需持续关注就业、物价与中小型企业等结构性问题。

相关研究报告：

- 1.《供需两端回落，PMI重返收缩区间》——2022年7月官方PMI点评，2022.8.4
- 2.《制造业恢复性扩张，价格指数连续回落》——2022年6月官方PMI点评》，2022.7.1
- 3.《供需修复带动PMI回升，稳经济一揽子措施加速落地》——2022年5月官方PMI点评》，2022.6.2
- 4.《产业链供应链因疫情受阻，PMI降至冰点》——2022年4月官方PMI点评》，2022.5.6

国家统计局于8月31日公布了《2022年8月中国采购经理指数运行情况》。公布数据显示，8月制造业PMI为49.4%，比上月上升0.4个百分点，制造业景气水平有所回升，但仍处于收缩区间。非制造业（建筑业和服务业）商务活动指数为52.6%，比上月下降1.2个百分点，仍位于扩张区间（见图1）。其中，建筑业商务活动指数为56.5%，比上月下降2.7个百分点。服务业商务活动指数为51.9%，比上月下降0.9个百分点。

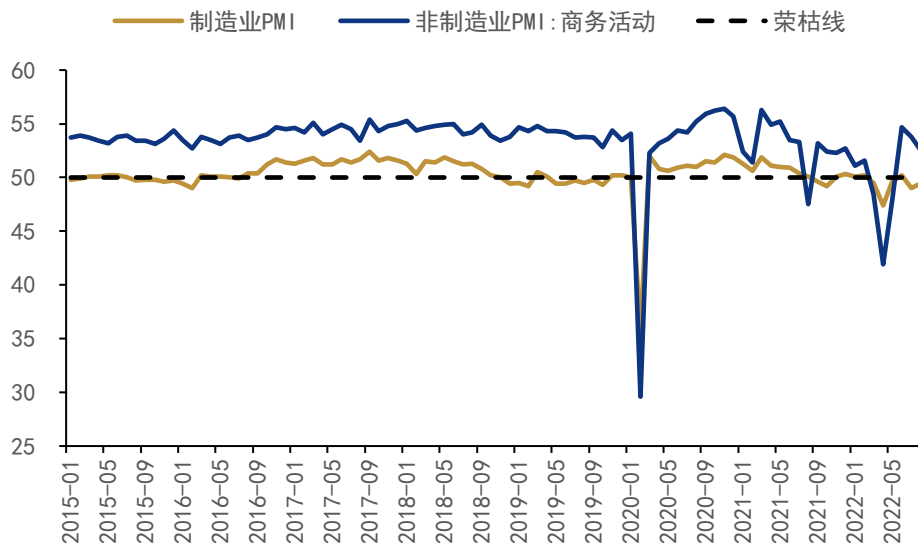


图1：制造业PMI和非制造业商业活动指数（2015年1月至2022年8月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

一、8月PMI读数与往年读数比对

正常年份（不含深受疫情影响的2020与2021年）2010-2019年8月PMI读数的均值为50.65%，而今年8月制造业PMI为49.4%，显著低于正常年份同期平均水平，但差距较上月有所收敛（见图2）。

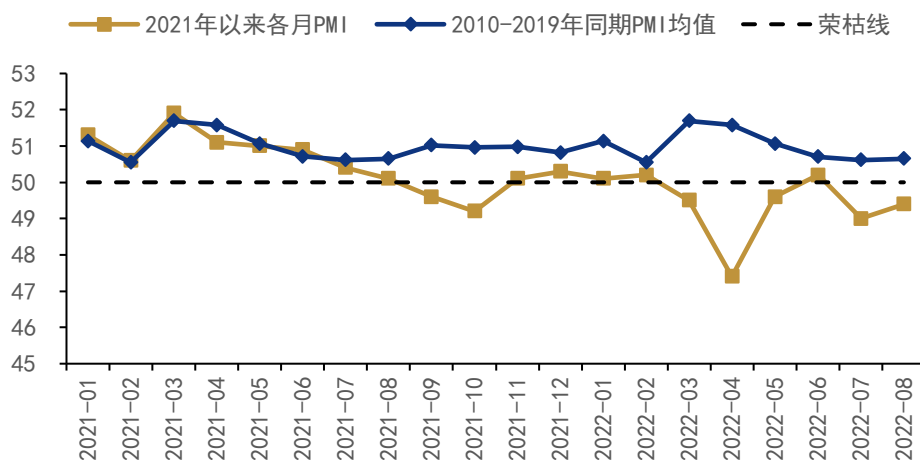


图2：2021年以来各月PMI读数与2010-2019年相应各月PMI读数均值对比（单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、主要分项指数情况

(一) 概览：需求回暖带动制造业景气水平改善

纳入制造业 PMI 计算的 5 个分项指数（见表 1）中，4 个指数均向好，1 个指数持平；总体来看，需求回暖带动制造业景气水平改善，但生产复苏不及预期导致整体 PMI 数值仍处于收缩区间。

表1：制造业PMI分项指数变化情况（单位：%）

	PMI	新订单	生产	从业人员	供应商 配送时间	原材料 库存
权重	100%	30%	25%	20%	15%	10%
2022年7月	49.0	48.5	49.8	48.6	50.1	47.9
2022年8月	49.4	49.2	49.8	48.9	49.5	48
变化	0.4	0.7	0	0.3	0.6	0.1
权重*变化	0.4	0.21	0	0.06	0.09	0.01

注：四舍五入可能造成加总值有所偏差；供应商配送时间为逆指数。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

(二) 需求率先回暖，宏观政策持续发力

8 月新订单指数为 49.2%，比上月上涨 0.7 个百分点，表明制造业市场需求景气度有所回升（见图 3）。新订单指数对经济的先行影响程度最大，权重占比为 30%。

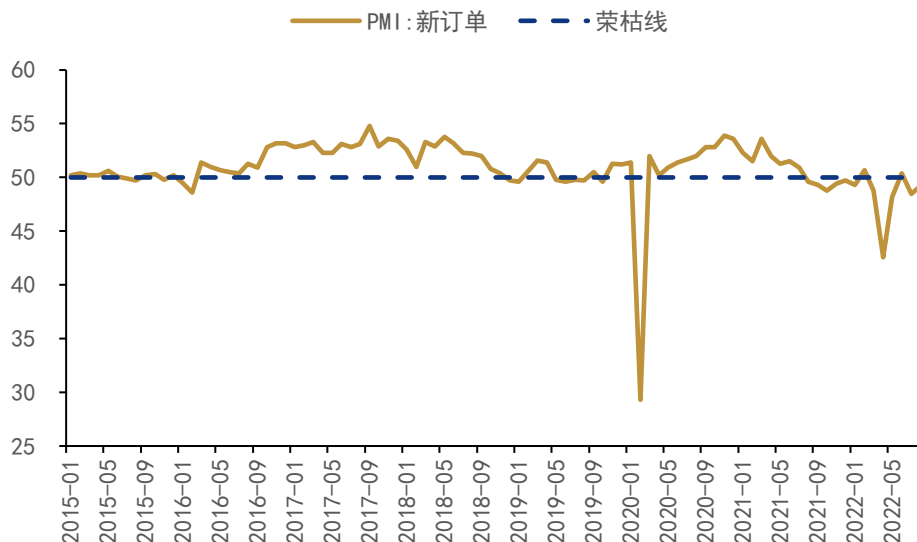


图3：新订单指数（2015年1月至2022年8月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

1. 全国多地疫情反复，房地产市场仍处筑底阶段

8月以来，全国多个省份累计报告本土感染者超过百例，其中海南、西藏、四川、广东等省份疫情形势相对严峻。发生疫情的地区按照第九版疫情防控政策落实各项防控措施，遏制本土疫情扩散蔓延；未发生疫情的地区抓好常态化防控，防范疫情引入导致续发传播。疫情传播扩散风险抬升与疫情防控政策收紧对制造业产需两端造成负面影响，但需求端受扩大有效需求政策与中秋节临近等因素影响有所回暖。

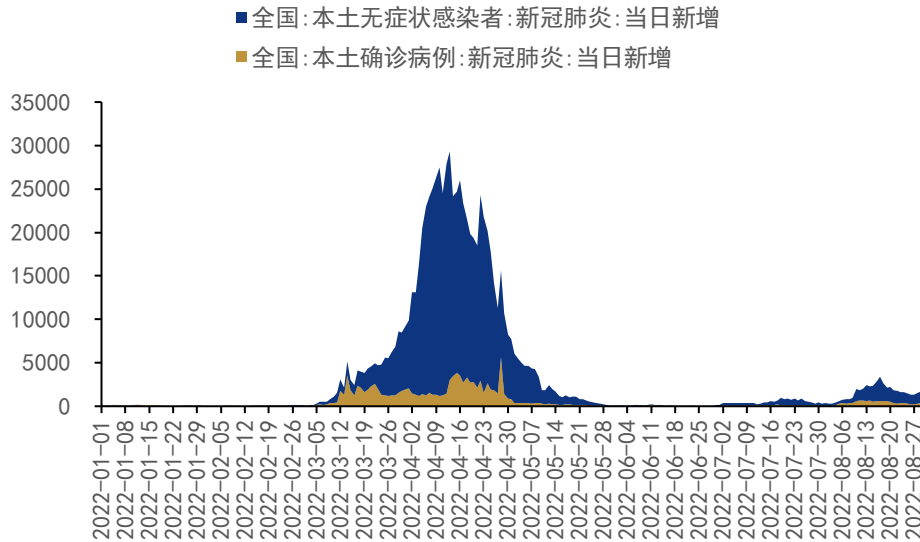


图4：全国新冠肺炎当日新增病例数（2022年1月1日至8月30日，单位：例）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

信贷方面，继6月金融数据超预期增长后，7月金融数据总量与结构均不及预期。7月新增人民币贷款6790亿元，同比少增4010亿元；7月社会融资规模增量为7561亿元，同比少增3191亿元。从结构来看，居民和企业中长期信贷融资需求仍处于恢复进程，企业中长期贷款增加3459亿元，同比少增1478亿元；居民中长期贷款增加1486亿元，同比少增2488亿元。

房地产方面，8月房价环比续降，百城二手住宅价格环比跌幅继续深化。根据中指研究院数据，8月百城新建住宅平均价格为16203元/平方米，环比下跌0.01%，跌幅与上月持平；同比上涨0.32%，涨幅较7月收窄0.2个百分点。百城二手住宅平均价格为15991元/平方米，环比下跌0.13%，跌幅较上月扩大0.04个百分点；同比止涨转跌，跌幅为0.12%。8月，LPR非对称下调，5年期以上LPR较前值下调15个基点，房贷利率也随之下调，首套房贷款利率最低将降至4.1%。这一政策将降低购房者的按揭成本和月供，提振刚需购房需求，进一步促进开发商回款，助力确保房屋交付，从而带动房地产行业回暖。但同时，房地产行业风险尚未出清持续对商品房销售造成压力。为应对停工停贷风波，多地成立房地产纾困基金，撬动多方资金，纾解房企短期出现的资金流动性困难。

表 2：信贷与社融数据

日期	M2:同比(%)	金融机构:新增人民币贷款:当月值(亿元)	金融机构:各项贷款余额:同比(%)	社会融资规模:当月值(亿元)
2022年1月	9.8	39800	11.5	61726
2022年2月	9.2	12300	11.4	11928
2022年3月	9.7	31300	11.4	46531
2022年4月	10.5	6454	10.9	9102
2022年5月	11.1	18900	11.0	27921
2022年6月	11.4	28100	11.2	51733
2022年7月	12.0	6790	11.0	7561

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 发达经济体加速退出刺激政策，外需面临下滑压力

外需方面，8月新出口订单指数为**48.1%**，较上月上升0.1个百分点，处于收缩区间。近期，主要发达经济体因通货膨胀持续高企，加速退出大规模刺激手段，导致经济增长动力下降。8月，欧元区、日本及韩国制造业 PMI 均较上月有所下滑，其中欧元区与韩国制造业 PMI 连续两月处于收缩区间。另一方面，全球地缘政治冲突持续发酵也为外部需求增加不确定性，我国制造业面临外部需求下滑的挑战。但同时，我国货币政策坚持“以我为主”，央行于8月中旬下调关键政策利率，导致人民币面临较大的贬值压力，在一定程度上有利于出口扩张。

表 3：2022年8月全球、部分国家或地区制造业 PMI 指数（单位：%）

指标名称	2022年8月	2022年7月	环比变动
全球:摩根大通全球制造业 PMI	-	51.1	-
美国:供应管理协会(ISM):制造业 PMI	-	52.8	-
欧元区:制造业 PMI	49.7	49.8	-0.1
日本:制造业 PMI	51.5	52.1	-0.6
韩国:制造业 PMI:季调	47.6	49.8	-2.2
越南:Markit 制造业 PMI	-	51.2	-
马来西亚:制造业 PMI	50.3	50.6	-0.3
印度:制造业 PMI	56.2	56.4	-0.2
英国:制造业 PMI	46.00	52.2	-6.2

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

3. 财政政策继续加码，货币政策下调关键政策利率

财政政策强调加大宏观政策调节力度，谋划增量政策工具。具体来看，促消费与扩大投资政策持续发力；增加政策性开发性金融工具额度并下发 5000 多亿元专项债地方结存限额，将接续推进基础设施建设，拉动有效投资。

8月1日，国家发展改革委召开上半年发展改革形势通报会。会议要求，**推动稳增长各项政策效应加快释放，充分发挥投资关键作用，促进重点领域消费加快恢复**，做好重要民生商品保供稳价，保持经济运行在合理区间，努力争取全年经济发展达到较好水平。

8月16日，李克强主持召开经济大省政府主要负责人经济形势座谈会。会议指出，**经济大省要勇挑大梁**，发挥稳经济关键支撑作用；落实好稳经济一揽子政策，挖掘自身政策潜力，保市场主体激发活力，保障物流主干道、微循环畅通，稳定产业链供应链；要多想办法促消费，**扩大汽车等大宗消费，支持住房刚性和改善性需求**；要依法盘活债务限额空间，并用好已发行的地方专项债和政策性开发性金融工具，符合条件项目越多的地方得到的资金要越多；各地要加快成熟项目建设，在三季度形成更多实物工作量，带动有效投资和相应消费。

8月18日，国务院常务会议部署推动降低企业融资成本和个人消费信贷成本的措施，**加大金融支持实体经济力度**；决定延续实施新能源汽车免征车购税等政策，促进大宗消费。

8月24日，国务院常务会议部署**稳经济一揽子政策的接续政策措施**，加力巩固经济恢复发展基础；决定**增加政策性开发性金融工具额度和依法用好专项债结存限额**，再次增发农资补贴和支持发电企业发债融资；确定缓缴一批行政事业性收费和支持民营企业发展的举措，保市场主体保就业；决定向地方派出稳住经济大盘督导和服务工作组，促进政策加快落实；部署进一步做好抗旱救灾工作，强化财力物力支持。

8月30日，财政部发布《2022年上半年中国财政政策执行情况报告》。报告提出，**将加大宏观政策调节力度，谋划增量政策工具**，靠前安排、加快节奏、适时加力，继续做好“六稳”、“六保”工作，持续保障改善民生，保持经济运行在合理区间。

8月31日，国务院常务会议部署**充分释放政策效能，加快扩大有效需求**；确定进一步优化营商环境、降低制度性交易成本的措施，持续为市场主体减负激活力。

8月，地方政府新增专项债发行额为515.89亿元，较上月有所下降。截至8月底，今年新增专项债发行规模达到35094.32亿元，占全年新增专项债务限额3.65万亿元的96.1%，今年新增专项债发行任务基本完成。8月24日国常会提出，**依法用好5000多亿元专项债地方结存限额，10月底前发行完毕**，预计9月、10月新增专项债将放量发行。

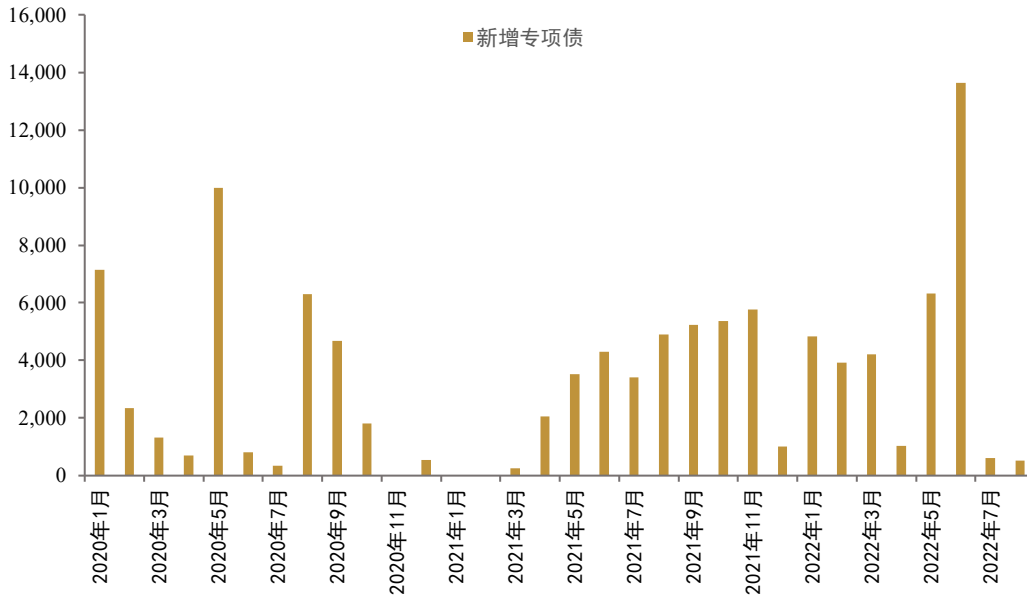


图5：新增地方政府专项债发行情况（2020年10月至2022年8月，单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

央行加大稳健货币政策实施力度，下调关键政策利率与贷款基准利率。接下来央行将保持货币信贷平稳适度增长，增加对实体经济贷款投放，保障房地产合理融资需求，用好政策性开发性金融工具，加大对重点领域相关项目的支持力度，尽快形成实物工作量。

8月，央行缩量续作4000亿MLF，并将中期借贷便利（MLF）和公开市场逆回购的中标利率相应下调10BP至2.75%和2.00%。LPR报价也相应下调，1年期LPR为3.65%，较前值3.7%下调5BP；5年期以上LPR为4.3%，较前值4.45%下调15BP。

8月1日，人民银行召开2022年下半年工作会议，部署下一步重点工作：**保持货币信贷平稳适度增长，稳妥化解重点领域风险**，完善宏观审慎管理体系，深化金融市场改革，稳步提升人民币国际化水平，深入参与全球金融治理，以及持续提升金融服务和管理水平。

8月10日，人民银行发布2022年第二季度中国货币政策执行报告。报告提出，**加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能**，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力的支持；要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，**用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设**，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，力争经济运行实现最好结果；展望未来，**信贷增长将与我国经济从高速增长转向高质量发展进程相适应，更加重视总量稳、结构优。**

8月22日，人民银行召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会。会议指出，主要金融机构特别是国有大型银行要强化宏观思维，充分发挥带头和支柱作用，保持贷款总量增长的稳定性；**要增加对实体经济贷款投放，进一步做好对小微企业、绿色发展、科技创新等领域的信贷支持工作**；**要保障房地产合理融资需求**；要依法合规加大对平台经济重点领域的金融支持；**政策性开发性银行要用好政策性开发性金融工具**，加大对重点领域相关项目的支持

力度，尽快形成实物工作量，并带动贷款投放；要坚持市场化、法治化原则，统筹信贷平稳增长和防范金融风险之间的关系。

（三）高温限电影响生产端修复

8月生产指数为49.8%，与上月持平，仍处于临界点以下（见图6）。生产指数对经济的先行影响程度仅次于新订单指数，权重为25%，生产指数低于荣枯线表明制造业生产活动放缓，企业生产的产品数量环比减少。

生产端修复相对缓慢主要是受部分地区持续高温干旱，电力供应受限以及全国多地疫情反复影响。8月末，高温干旱有所缓解，限电也随之逐步缓解，生产逐步修复。接下来，宏观经济政策扩大有效需求的政策举措或将有助于生产端修复，而保障产业链供应链稳定畅通仍旧是提振工业经济的重中之重，仍需落实好各项助企纾困政策，强化物流保通保畅，打通产业链供应链堵点，推动工业生产平稳运行。



图6：生产指数（2015年1月至2022年8月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（四）其他分项指数情况

从业人员指数为48.9%，较上月上升0.3个百分点，连续17个月收缩（见图7）。长期来看，制造业从业人员指数在2012年以后的绝大部分时间里都位于荣枯线之下。8月，非制造业PMI从业人员指数为46.8%，比上月上升0.1个百分点，连续48个月处于收缩状态。8月，制造业需求端改善带动用工景气度略有回升；建筑业受夏季高温天气影响进入淡季，服务业则受到部分地区疫情反复冲击，非制造业用工景气度仍处于低位。就业形势严峻将影响居民收入预期，从而传导至消费领域，抑制需求的修复。

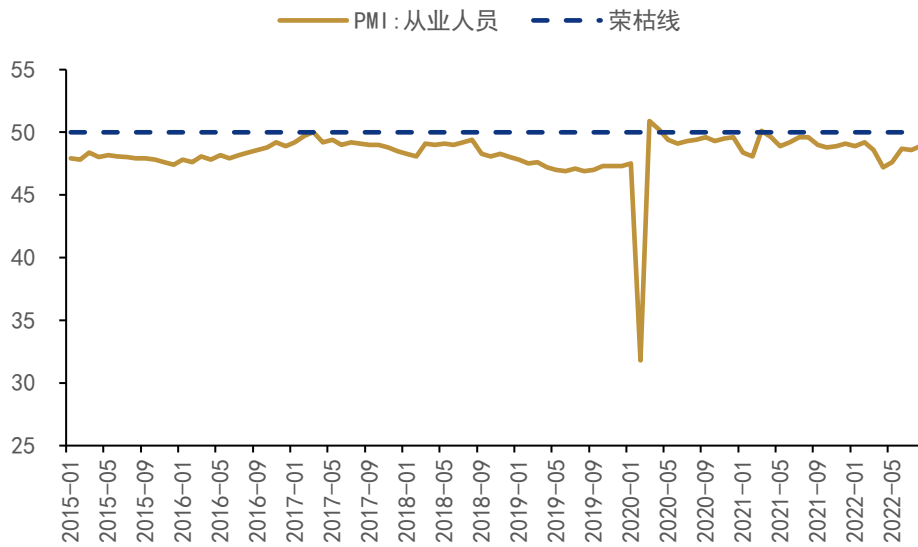


图7: 制造业从业人员指数 (2015年1月至2022年8月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

供应商配送时间指数为逆指数, 8月供应商配送时间指数为49.5%, 比上月下降0.6个百分点, 重回临界点以下(见图8)。供应商配送时间指数位于临界点以下, 表明整体来看制造业的原材料供应商交货时间较上月有所延长。这一分项指数为逆指数, 一般来看, 供应商配送速度放缓意味着经济活跃度有所上升; 但在当前情况下, 供应商配送时间延长可能与疫情防控、物流不畅有关。

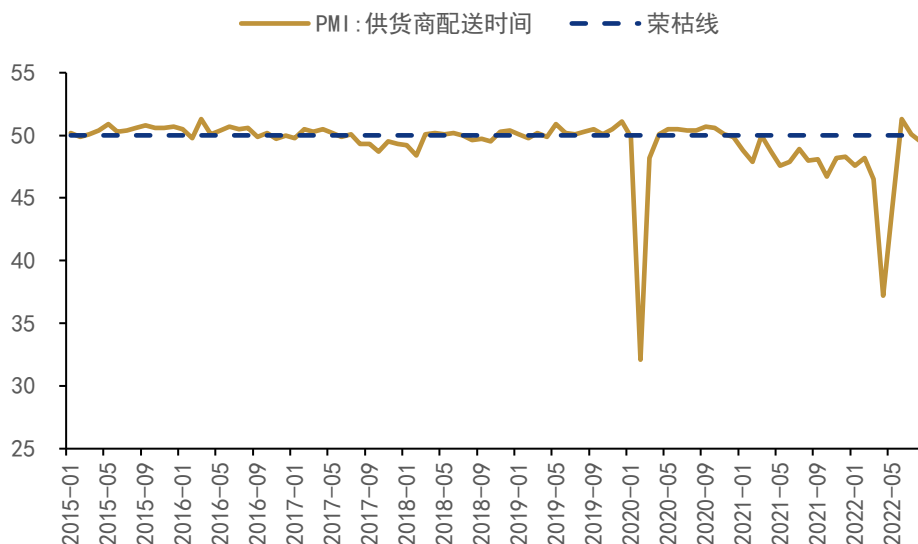


图8: 供应商配送时间指数 (2015年1月至2022年8月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

原材料库存指数为 48.0%，比上月上升 0.1 个百分点，位于荣枯线之下（见图 9）。原材料库存指数对经济的先行影响程度最低，权重仅为 10%。此外，产成品库存指数为 45.2%，比上月下降 2.8 个百分点。从新订单指数与产成品库存指数的差值指数来看，该差值较上月大幅上升，说明企业加速去库存，制造业经济动能回升（见图 10）。

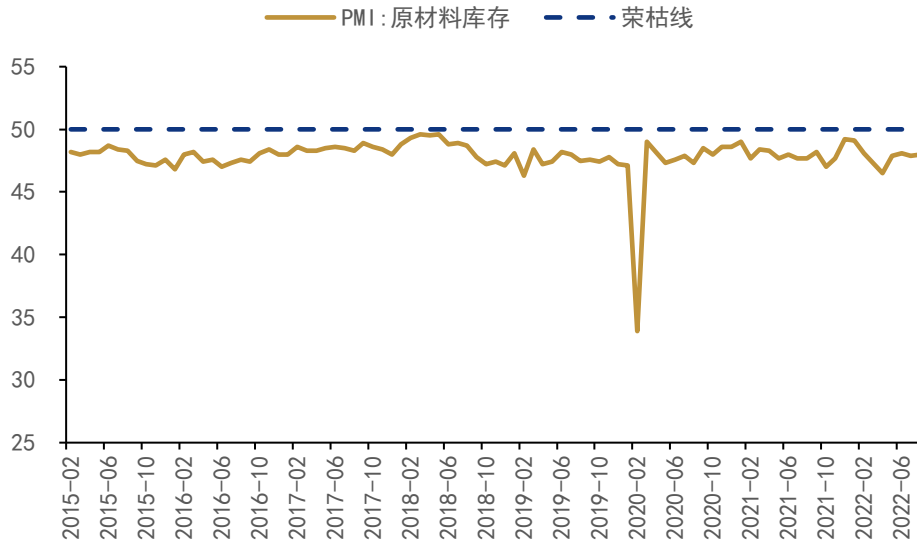


图 9：原材料库存指数（2015 年 1 月至 2022 年 8 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

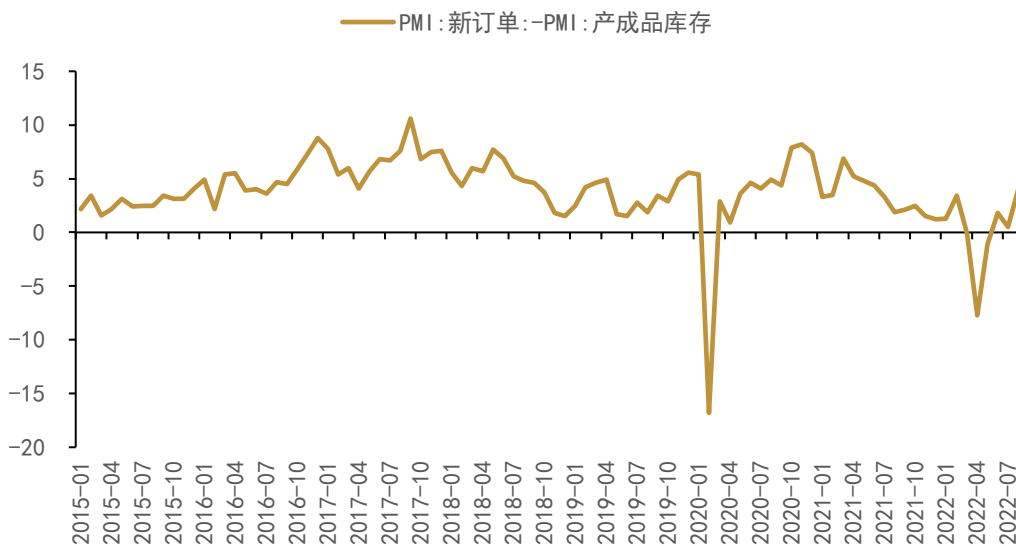


图 10：新订单指数与产成品库存指数的差值读数走势（2015 年 1 月至 2022 年 8 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、价格指数有所回升，8 月 PPI 环比或为 -0.7% 左右

8 月 PMI 出厂价格指数为 44.5%，比上月上升 4.4 个百分点，连续 4 个月处于收缩区间（见图 11），这表明制造业企业生产的主要产品的出厂价格降幅收窄。出厂价格降幅收窄意味着企业利润空间有所改善。具体来看，动力

煤价格保持稳定，8月26日5500大卡CCTD秦皇岛动力煤综合交易价连续6个多月维持在786元/吨。有色金属价格普涨，长江有色市场1#铜月均价环比上升6.87%，A00铝月均价环比上升2.18%。建材价格方面，水泥价格指数由7月末的142.22小幅回升至8月末的145.66。制造业产品销售价格降幅收窄主要受需求回升及国内保供稳价政策等多重因素影响。

由于PMI出厂价格指数和PPI环比有较高的相关性，预计2022年8月的工业生产者出厂价格（PPI）环比或在-0.7%左右。

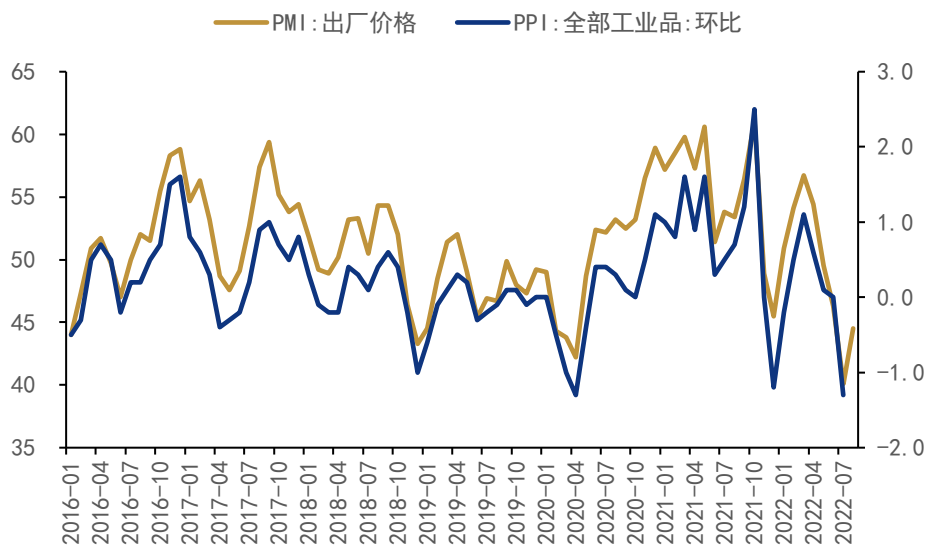


图 11: 出厂价格指数和 PPI (2016 年 1 月至 2022 年 8 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

PMI 主要原材料购进价格指数为 44.3%，比上月上升 3.9 个百分点，但仍处于收缩区间（见图 12），这表明制造业企业主要原材料的平均购进价格降幅有所收窄。原材料购进价格降幅收窄主要与近期国际大宗商品价格走势有关。继 7 月美联储加息 75BP 后，下一次加息行动将在 9 月美联储议息会议上进行讨论。但 8 月下旬，美联储主席鲍威尔释放强烈鹰派信号，引发经济衰退担忧，国际大宗商品价格承压。具体来看，8 月末布伦特原油期货价格较月初下跌 4.39%，月内价格多在 95 美元/桶左右震荡，但跌幅相比上月有所收敛。

由于 PMI 主要原材料购进价格指数和工业生产者购进价格指数（PPIRM）环比有较高的相关性，预计 2022 年 8 月的工业生产者购进价格环比可能在-0.4%左右。

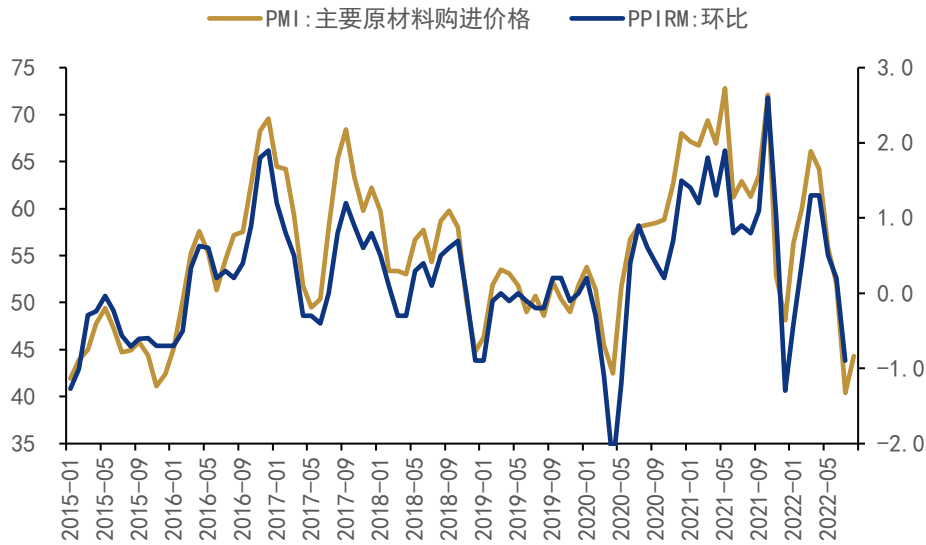


图 12: 主要原材料购进价格指数和 PPIRM (2016 年 1 月至 2022 年 8 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

四、大型企业率先回升, 中、小型企业生产经营压力较大

按大、中、小型企业的分类来看, 8 月大型企业回升至扩张区间, 中、小型企业仍处于收缩区间 (见图 13)。具体来看, 8 月, 大型企业 PMI 数值为 50.5%, 较上月上涨 0.7 个百分点, 升至临界点以上; 中型企业 PMI 数值为 48.9%, 较上月上涨 0.4 个百分点, 但仍处于收缩区间; 小型企业 PMI 数值为 47.6%, 比上月下降 0.3 个百分点, 连续第 16 个月收缩, 小型企业面临的生产经营压力较大。

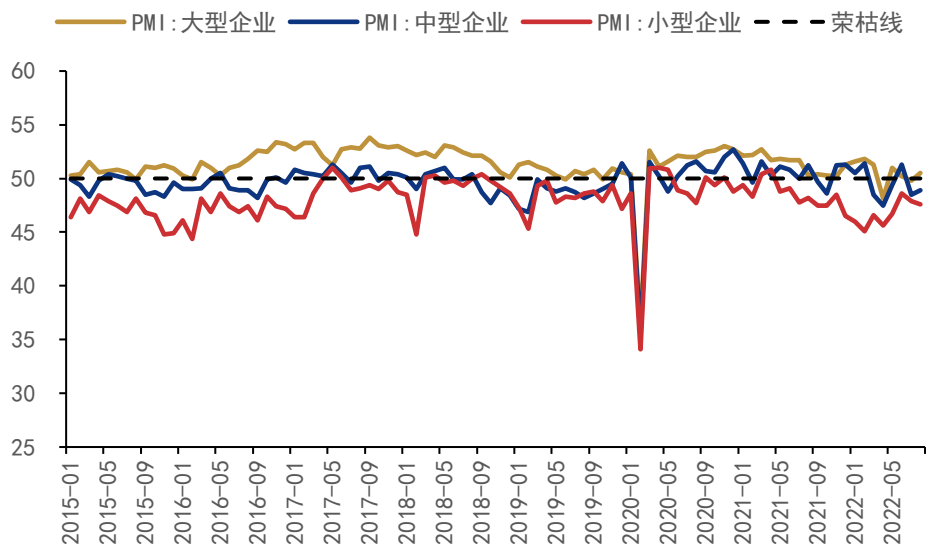


图 13: 大、中、小型企业制造业 PMI (2015 年 1 月至 2022 年 8 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

五、未来展望

8月，全国多省份疫情反复，疫情传播风险抬升与防控政策收紧拖累制造业供需两端修复。需求端受扩大有效需求政策与中秋节临近等因素拉动率先回暖，供给端修复因部分地区持续高温干旱，电力供应受限而相对缓慢。8月，财政政策积极谋划增量政策工具，增发政策性开发性金融工具额度，并下发专项债地方结存限额，着力推进基建投资，拉动有效需求；货币政策下调关键政策利率，贷款基准利率（LPR）随之呈现非对称式下调，5年期以上LPR较前值下调15个基点，“稳楼市”信号强烈。但8月房地产市场销售仍在筑底阶段，房价环比续降，房地产行业风险尚未出清持续对商品房销售造成压力，房地产纾困基金或有助于盘活行业流动性。

从国际环境来看，美欧等发达经济体通货膨胀持续高企，加速收紧货币政策，经济硬着陆风险加剧。我国制造业面临外需下滑的挑战。同时，我国货币政策坚持“以我为主”，央行于8月中旬下调政策利率，导致人民币面临较大的贬值压力。

预计后续随着高温限电缓解，生产将逐步修复，制造业复苏势头将逐步向好，需持续关注就业、物价与中小型企业等结构性问题。

【作者简介】

冯祖涵，伦敦大学国王学院金融硕士，远东资信研究与发展部研究员；

中学峰，中央财经大学金融学硕士，远东资信研究与发展部研究员；

简奖平，CIIA，对外经济贸易大学金融学院硕士、清华大学软件学院硕士，远东资信研究与发展部总经理、研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-6510 0651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。