

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

稳增长效应渐显，需求改善带动 PMI 回升

——2022年2月官方PMI点评

摘要

2月制造业PMI为50.2%，比上月上升0.1个百分点，连续4个月在扩区间运行。总体来看，新订单指数的上涨带动整体PMI数值在扩张区间攀升。

制造业需求方面，2月，新订单指数为50.7%，比上月提升1.4个百分点，重回荣枯线以上。宽信用政策下信贷回暖，同时“稳楼市”政策信号带动房价止跌反弹，共同提振制造业需求。外需方面，2月新出口订单指数为49.0%，比上月上升0.6个百分点，但仍处于收缩区间，外部需求市场存在着较大的不确定性。**制造业供给方面**，2月，生产指数为50.4%，比上月下降0.5个百分点，主要受春节假日因素影响，同时也受高耗能行业景气水平较低的拖累。

从2月新订单指数与产成品库存指数的差值指数来看，该差值较上月显著上升，或说明在稳增长政策带动下制造业经济动能回升。**2月，PMI原材料购进价格与出厂价格指数均大幅走高**，预计2月PPI环比涨幅或在0.6%左右；2月份工业生产者购进价格同比涨幅可能在11%上方。**从企业规模来看**，2月，大、中型企业继续扩张，而小型企业依然收缩。

当前，国内经济将持续面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力。**从国内来看**，在疫情反复、俄乌冲突引发全球震荡的乱局之下，稳增长政策将继续加码发力。房地产行业，稳楼市政策带动房价止跌回升，预计下半年房企融资压力将有所缓解，房地产开发投资回暖。制造业方面，原材料成本、劳动力成本与资金紧张制约企业的生产与经营，助企纾困政策仍需推进与落实。

从海外来看，俄乌冲突对国际能源与粮食价格、国际供应链以及全球金融市场造成冲击。能源与粮食的局部供应中断将进一步加剧全球通胀风险，地缘政治冲突也将为全球经济增长带来压力。预计今年外贸形势复杂，但我国的产业链供应链优势有助于稳定外贸基本盘。

基于国内稳增长政策的支持，我们预测2022年我国GDP同比增长可能在5.5%左右；同时，今年的工业增加值有望获得略微高于GDP增速的增长水平。

相关研究报告：

1.《静待节后春暖花开，制造业显著回暖可期——2022年1月官方PMI点评》，2022.2.8

2.《生产性物价回落促制造业扩张，稳增长政策即将发力——2021年12月官方PMI点评》，2022.1.4

3.《制造业PMI重回扩张区间，价格指数明显回落——2021年11月官方PMI点评》，2021.12.02

国家统计局于3月1日公布了《2022年2月中国采购经理指数运行情况》。公布数据显示，2月制造业PMI为50.2%，前值为50.1%，制造业连续4个月在扩区间运行。非制造业（建筑业和服务业）商务活动指数为51.6%，前值为51.1%（见图1）。其中，建筑业商务活动指数为57.6%，比上月上升2.2个百分点；服务业商务活动指数为50.5%，比上月上升0.2个百分点。

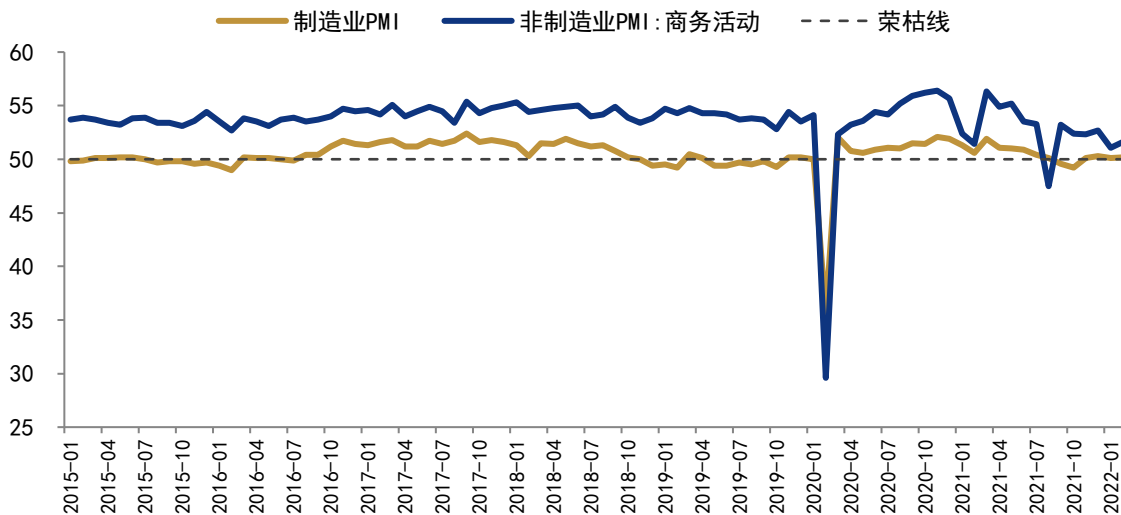


图1：制造业PMI和非制造业商业活动指数（2015年1月至2022年2月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

一、2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2月PMI读数的均值为50.55%，而今年2月制造业PMI为50.2%，略低于正常年份同期平均水平，但差距较上月已明显收窄（见图2）。

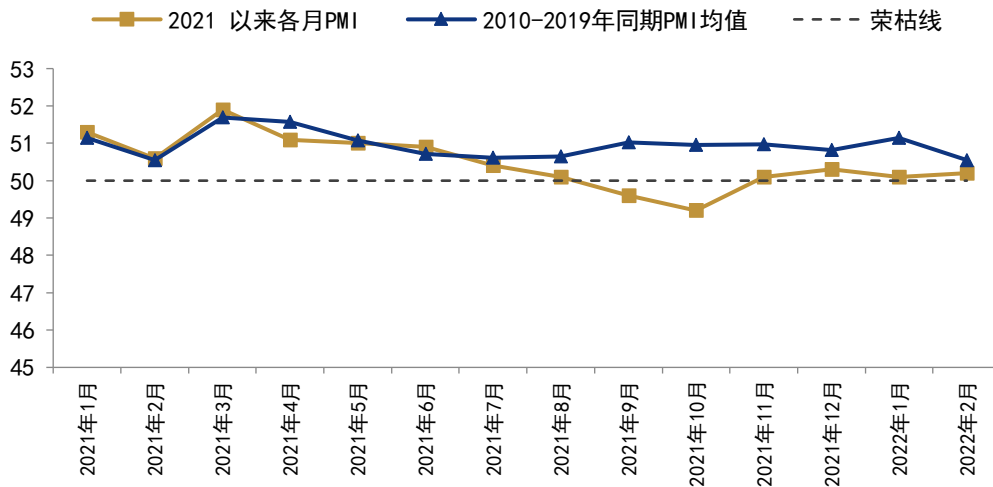


图2：2021年以来各月PMI读数与2010-2019年相应各月PMI读数均值对比（单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、主要分项指数情况

1. 概览：需求回暖带动 PMI 读数回升

纳入制造业 PMI 计算的 5 个分项指数（见表 1）中，3 个变差，2 个向好；总体来看，主要是新订单指数的答复增加带动整体 PMI 数值在扩张区间回升。

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1月	50.1	49.3	50.9	48.9	47.6	49.1
2022年2月	50.2	50.7	50.4	49.2	48.2	48.1
变化	0.1	1.4	-0.5	0.3	-0.6	-1.0
权重*变化	0.1	0.42	-0.125	0.06	-0.09	-0.1

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

2. 信贷回暖与房价止跌反弹共同提振制造业需求

2 月新订单指数为 50.7%，较上月上升 1.4 个百分点，重回荣枯线以上，意味着制造业整体市场需求较上月明显回升（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%。

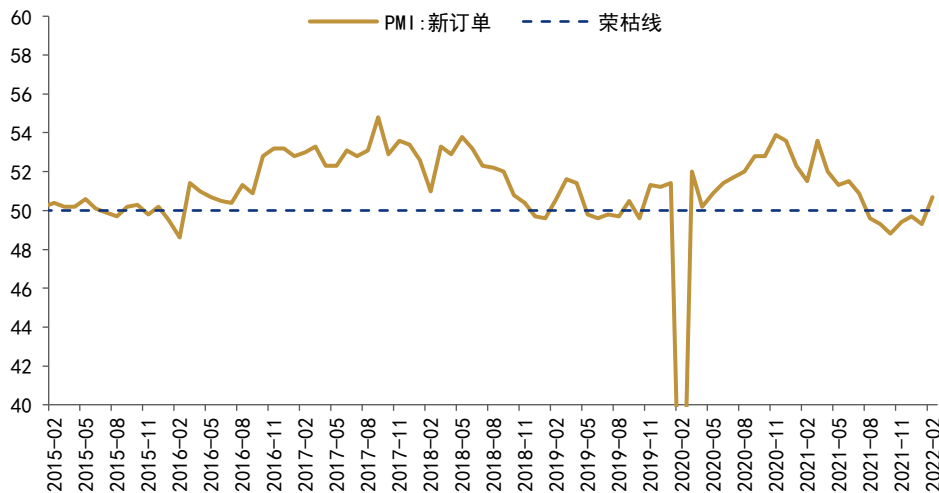


图 3：新订单指数（2015 年 2 月至 2022 年 2 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

宽信用政策下信贷回暖，同时“稳楼市”政策信号带动房价止跌反弹，共同提振制造业需求。具体来看，央行的边际宽松政策令 1 月社融与信贷数据表现亮眼，政策利率下调大幅提振了企业信贷需求。1 月末人民币贷款余额 196.65 万亿元，同比增长 11.5%；1 月新增人民币贷款 3.98 万亿元；1 月社会融资规模增量为 6.17 万亿元，比上年同期多 9842 亿元。另一方面，近期多地楼市政策松绑，允许降低首付、降低抵押贷款利率和降低契税等，深圳、

广州调降房贷利率，菏泽、重庆和赣州将首套房贷首付比例降至20%。1月，一线城市新建商品住宅销售价格环比由上月下降0.1%转为上涨0.6%；70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比下降城市分别有39个和55个，比上月分别减少11个和8个。

表 2：信贷与社融数据（单位：%）

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)
2021年1月	9.4	35800	12.7	51884
2021年2月	10.1	13600	12.9	17243
2021年3月	9.4	27300	12.6	33762
2021年4月	8.1	14700	12.3	18570
2021年5月	8.3	15000	12.2	19522
2021年6月	8.6	21200	12.3	37017
2021年7月	8.3	10800	12.3	10752
2021年8月	8.2	12200	12.1	29893
2021年9月	8.3	16600	11.9	29026
2021年10月	8.7	8262	11.9	16176
2021年11月	8.5	12700	11.7	25983
2021年12月	9	11300	11.6	23682
2022年1月	9.8	39800	11.5	61726

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

外需方面，2月新出口订单指数为49.0%，较上月上升0.6个百分点，但仍处于收缩区间。2月中国主要出口目的国制造业PMI均处于荣枯线以上，日本与欧元区PMI指数较上月有所下降，但仍处于扩张区间（见表3）。但同时全球疫情反复，叠加俄乌地缘政治冲突，经济复苏势头不稳，外部需求市场存在着较大的不确定性。复杂形势下，中国仍可维持自身产业链优势，稳住外贸基本盘。

表 3：2022年2月全球、部分国家或地区制造业 PMI 指数（单位：%）

指标名称	2022年2月	2022年1月	环比变动
全球:摩根大通全球制造业 PMI	53.6	53.2	0.4
美国:供应管理协会(ISM):制造业 PMI	58.6	57.6	1.0
欧元区:制造业 PMI	58.2	58.7	-0.5
日本:制造业 PMI	52.7	55.4	-2.7
韩国:制造业 PMI:季调	53.8	52.8	1.0
越南:Markit 制造业 PMI	54.3	53.7	0.6
马来西亚:制造业 PMI	50.9	50.5	0.4
印度:制造业 PMI	54.9	54.0	0.9
英国:制造业 PMI	58.0	57.3	0.7

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2月份，国内财政政策落实稳增长的政策精神，强调保持适当支出强度，地方政府专项债券发行前置。2月，地方政府债券共发行191只，合计净融资金额约4963.14亿元，其中，新增专项债券额度内的发行计3931.43亿元，约占去年提前下达的1.46万亿元额度新增专项债务的26.9%。预计2022年的新增专项债额度至少与去年的3.65万亿元持平，甚至上调。叠加去年第四季度发行的1.2万亿元专项债在今年第一季度加快形成实物量，将有力带动制造业需求继续回升。

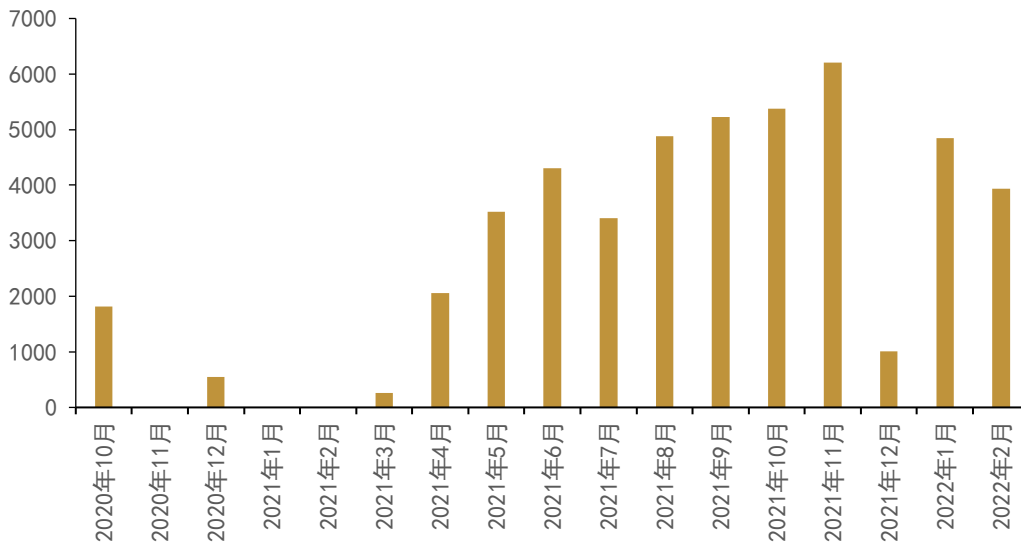


图4：新增地方政府专项债发行情况（2020年10月至2022年2月，单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

继上月下调MLF与逆回购利率等政策利率后，1月金融数据表现亮眼，宽松货币政策的效果显现，央行本月暂缓降息步伐。2月中旬，央行超量平价续作MLF，操作规模较本月到期量高出1000亿元，意在引导金融机构有力扩大贷款投放。在利率锚稳定的情况下，2月LPR与上月持平，1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.6%。预计2月的金融数据将继续改善，宽信用与宽货币将继续助力制造业需求升温。

3. 春节假日因素与高耗能产业景气水平低影响制造业生产活动

2月生产指数为50.4%，比上月下降0.5个百分点，连续4个月高于荣枯线（见图5）。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%，生产指数高于荣枯线表明制造业生产活动加快，企业生产的产品数量环比增加。

2月生产指数的回落受春节假日因素影响，同时也受高耗能行业景气水平较低的拖累。2月高耗能行业PMI为48.3%，低于上月1.4个百分点。其中，非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业生产指数和新订单指数均低于46.0%，行业供需两弱。近期，发改委联合多部门发布了《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022年版）》，围绕17个高耗能行业提出节能降碳改造升级的工作目标。预计在节能降碳改造升级期间，高耗能产业生产仍将受到一定程度限制。

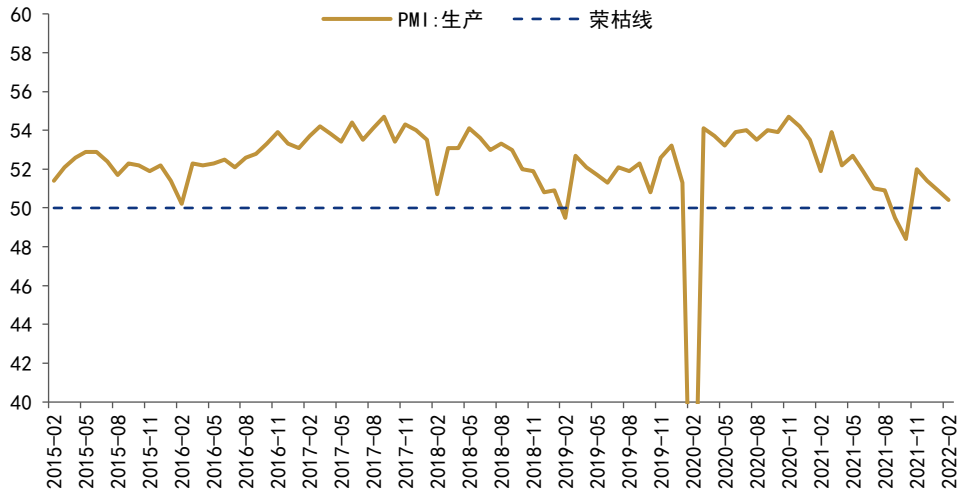


图5：生产指数（2015年2月至2022年2月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2月18日，发改委等十二部门联合发布了《关于印发促进工业经济平稳增长的若干政策的通知》（以下简称“通知”）。通知指出，2022年继续引导金融系统向实体经济让利，加强对银行支持制造业发展的考核约束，2022年推动大型国有银行优化经济资本分配，向制造业企业倾斜，推动制造业中长期贷款继续保持较快增长；加快实施制造业核心竞争力提升五年行动计划和制造业领域国家专项规划重大工程，启动一批产业基础再造工程项目，推进制造业强链补链。政策面的支持与引导将在一定程度上支持制造业生产，但同时国际供应链瓶颈尚未得到缓解，大宗商品供给尚未恢复正常，或制约着制造业供给的恢复。

4. 其他分项指数情况

从业人员指数为49.2%，较上月上升0.3个百分点，连续11个月收缩（见图6）。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。2月，非制造业PMI从业人员指数为48.0%，比上月上升1.1个百分点，连续42个月处于收缩状态。制造业和非制造业的从业人员指数长期位于临界点下方，就业情况持续不太乐观。

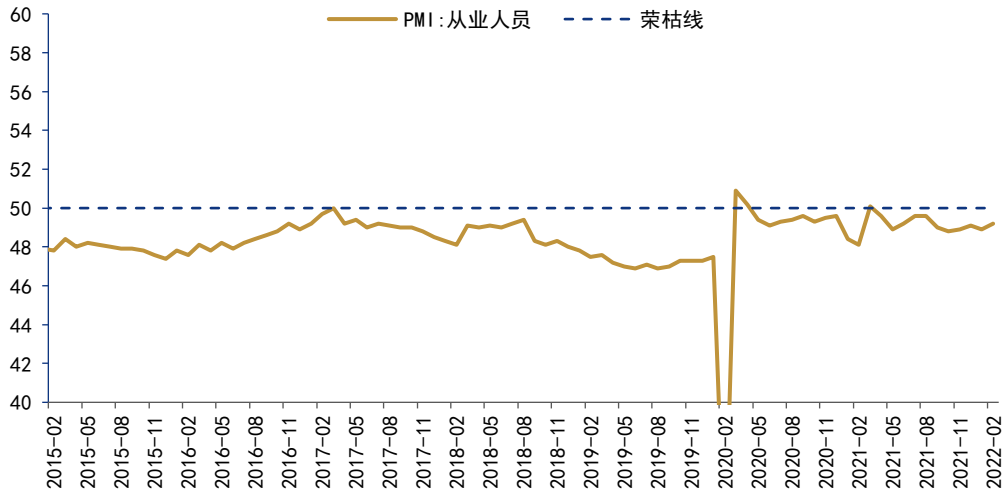


图 6：制造业从业人员指数（2015 年 1 月至 2022 年 2 月，单位：%）

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，2 月供应商配送时间指数为 48.2%，比上月上升 0.6 个百分点，但仍低于临界点（见图 7）。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放缓。这一分项指数为逆指数，一般来看，供应商配送放缓意味着经济活跃度有所提升。在当前情况下，原材料供应商交货时间的放缓或反映局部新冠肺炎疫情导致部分物流处理能力下降。

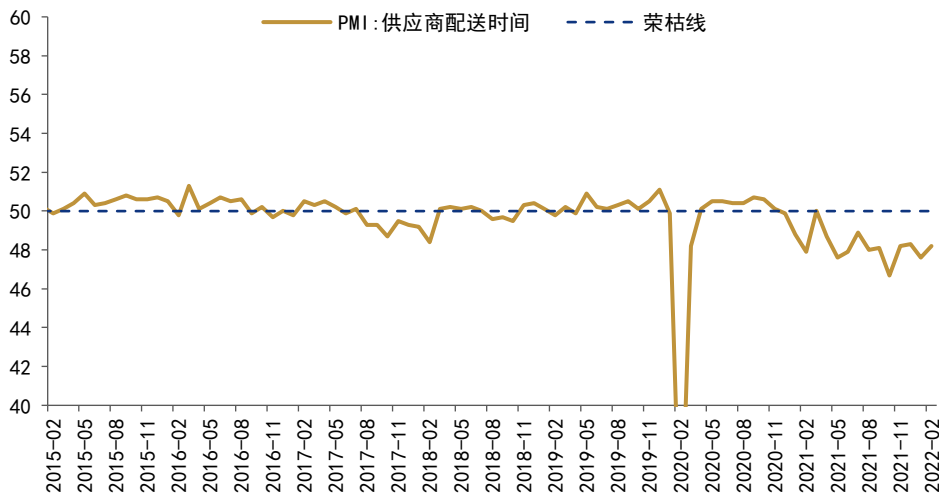


图 7：供应商配送时间指数（2015 年 2 月至 2022 年 2 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

原材料库存指数为 48.1%，比上月回落 1.0 个百分点，仍位于荣枯线之下（见图 8）。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 47.3%，比上月回落 0.7 个百分点，回落幅度小于原材料库存指数。从新订单指数与产成品库存指数的差值指数来看，该差值较上月显著上升，或说明在稳增长政策带动下制造业经济动能回升（见图 9）。

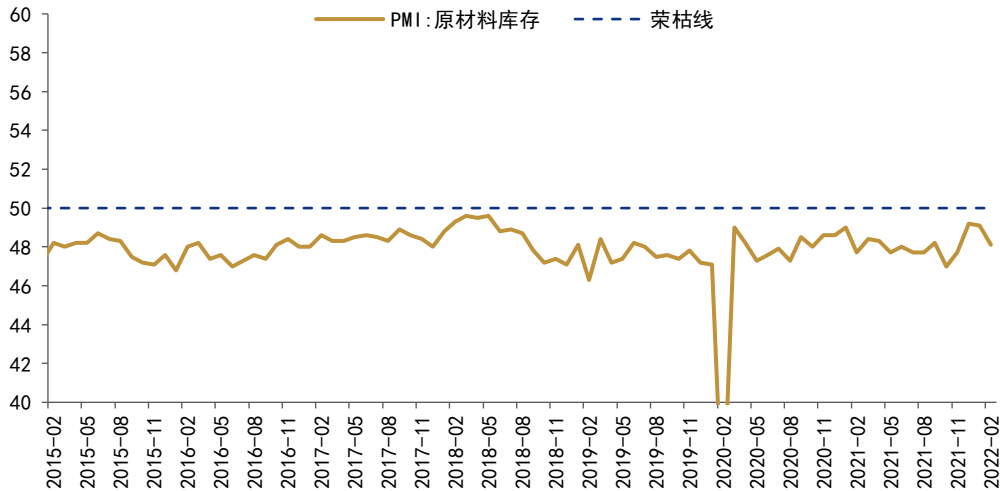


图8：原材料库存指数（2015年2月至2022年2月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

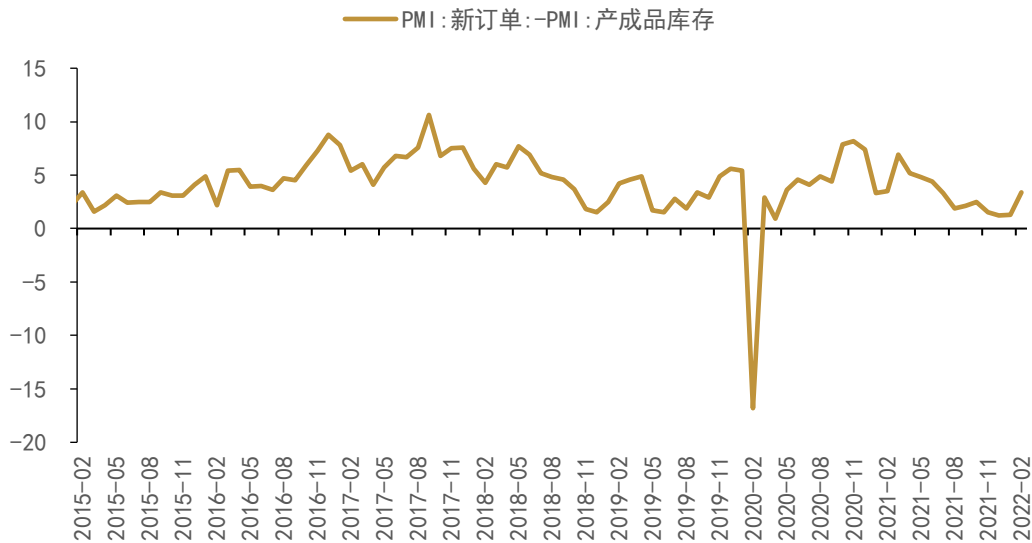


图9：新订单指数与产成品库存指数的差值读数走势（2015年2月至2022年2月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、2月 PPI 环比或为 0.6%左右

2月 PMI 出厂价格指数为 54.1%，比上月大幅上升 3.2 个百分点，在扩张区间继续快速上扬（见图 10），这表明制造业企业生产的主要产品的出厂价格较上月明显升高。从出厂价格指数看，石油煤炭及其他燃料加工、有色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数均继续位于 60.0% 以上高位区间，相关行业原材料采购成本不断增加，产品销售价格同步较快上涨。具体来看，动力煤价格整体下行，2月 25 日 5500 大卡 CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价较 1 月 28 日下降 1.38%。此外，2 月 24 日发改委下发进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知，明确煤炭价格合理

区间，还明确合理区间内煤、电价格可以有效传导，超出价格合理区间将及时调控监管。2月有色金属价格上涨，长江有色市场1#铜、A00铝月均价环比分别上涨1.12%和7.10%。

由于PMI出厂价格指数和PPI环比有较高的相关性，预计2022年2月的工业生产者出厂价格（PPI）环比上涨或在0.6%左右。

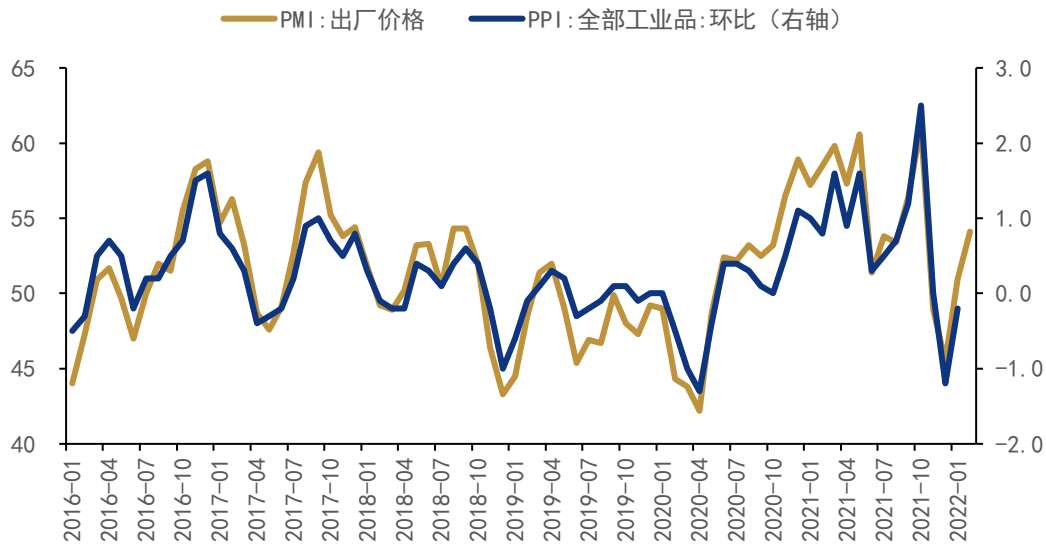


图 10: 出厂价格指数和 PPI (2016 年 1 月至 2022 年 2 月, 单位: %)

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 60.0%，比上月上涨 3.6 个百分点，在扩张区间内继续上扬（见图 11），这表明制造业企业主要原材料的平均购进价格较上月大幅升高。从主要原材料购进价格指数看，石油煤炭及其他燃料加工、有色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数均继续位于 60.0% 以上高位区间，相关行业原材料采购成本不断增加。具体来看，俄乌地缘政治冲突等因素带动国际原油价格回升，2月28日布伦特原油期货价格上涨至 97.97 美元/桶，较上月末上涨 9.76 个百分点。

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 2 月的工业生产者购进价格环比将出现一定上涨，2 月份工业生产者购进价格同比涨幅可能在 11% 上方。

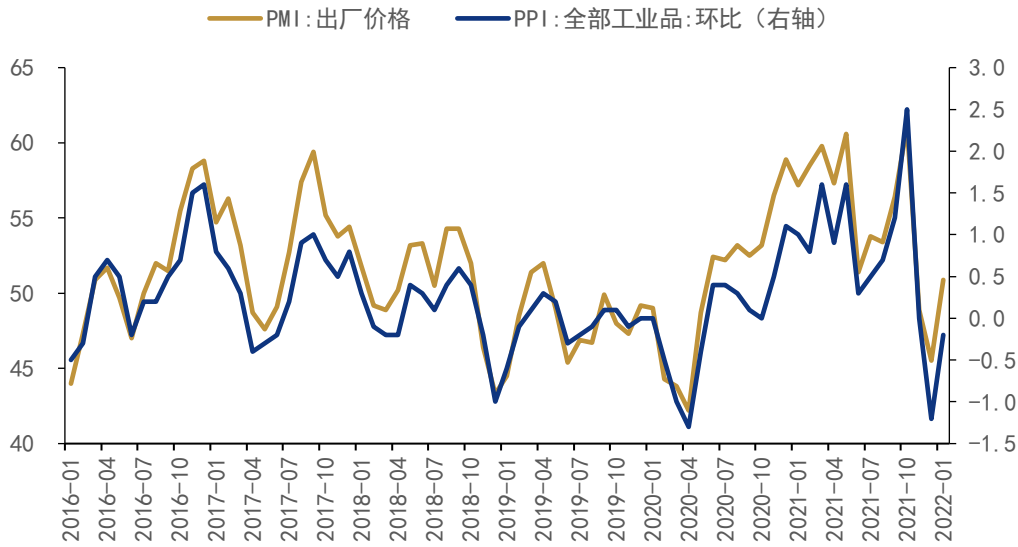


图 11: 主要原材料购进价格指数和 PPIRM (2016 年 1 月至 2022 年 2 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

四、大中型企业继续扩张, 小型企业依然收缩

按大、中、小型企业的分类来看, 2 月大、中型企业继续扩张, 而小型企业收缩 (见图 14)。具体来看, 2 月, 大型企业 PMI 数值为 51.8%, 较上月上升 0.2 个百分点, 已连续 24 个月扩张; 中型企业 PMI 数值为 51.4%, 较上月上涨 0.9 个百分点, 连续第 4 个月在荣枯线上方运行; 小型企业 PMI 数值为 45.1%, 比上月下降 0.9 个百分点, 连续第 10 个月收缩。在原材料价格高位、新冠疫情多点散发的情况下, 小型企业持续生产经营的压力较大。

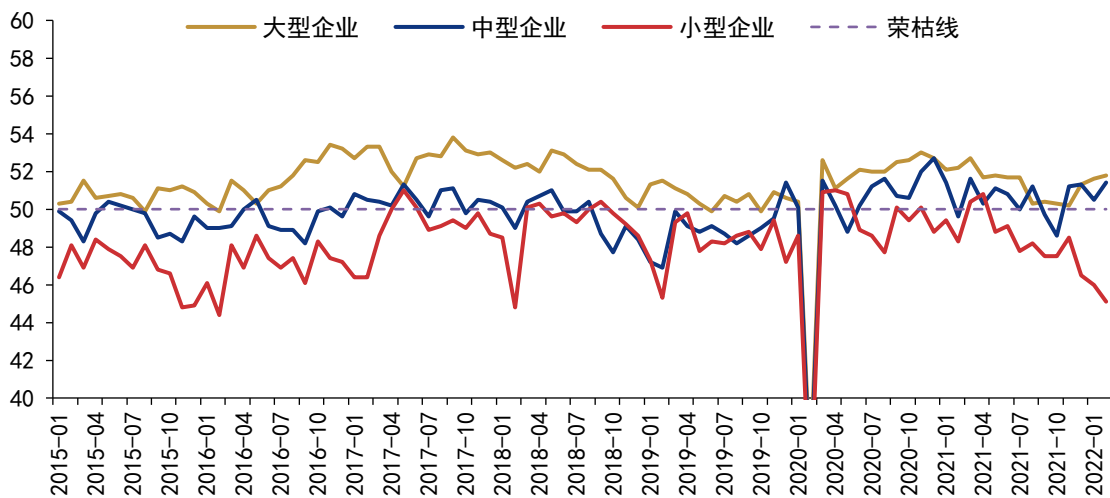


图 12: 大、中、小型企业制造业 PMI (2015 年 1 月至 2022 年 1 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

五、未来展望

当前，国内经济将持续面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力。从国内来看，在疫情反复、俄乌冲突引发全球震荡的乱局之下，稳增长政策将继续加码发力。近日的政治局会议强调“加大宏观政策实施力度”。财政政策方面，预计2022年的新增专项债额度至少与去年的3.65万亿元持平，其中提前下达的1.46万亿元额度有望在第一季度发行完毕。去年第四季度发行的1.2万亿在第一季度加快形成实物量，以及今年一季度加快发行后的项目落地，将有效带动投资扩大。货币政策方面，央行于本月暂缓降息步伐，但不排除未来继续降准降息以呵护基本面；因俄乌冲突扰乱全球供应链与经济复苏进程，市场对主要经济体央行的激进加息押注减弱，央行的货币政策更能游刃有余，“以我为主”。房地产行业方面，稳楼市政策带动房价止跌回升，在当前形势下，房地产领域的宽松政策有望继续加码，预计房企融资压力将有所缓解，房地产开发投资将逐步回暖。制造业方面，原材料成本、劳动力成本与资金紧张制约企业的生产与经营，助企纾困政策仍需推进与落实。

从海外来看，俄乌冲突对国际能源与粮食价格、国际供应链以及全球金融市场造成冲击。能源与粮食的局部供应中断将进一步加剧全球通胀风险，地缘政治冲突也将为全球经济增长带来压力。中国的外贸形势复杂，需要政策适当靠前发力，实施跨周期调节稳外贸、市场多元化、外贸供应链畅通、外贸创新提质等专项行动，多措并举稳外贸。同时，产业链供应链优势也有助于稳定外贸基本盘。

基于国内稳增长政策的支持，我们预测2022年我国GDP同比增长可能在5.5%左右；同时，今年的工业增加值有望获得略微高于GDP增速的增长水平。

【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助理研究员；

中学峰，中央财经大学金融学硕士，远东资信研究与发展部助理研究员；

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。