



# 任泽平：加强政策储备和跨周期调节



文/新浪财经意见领袖专栏作家 任泽平团队

特别鸣谢：华炎雪、李晓桐

对本文数据整理有贡献

中国 8 月制造业 PMI 为 50.1%，预期为 51.2%，前值为 50.4%；非制造业 PMI 为 47.5%，前值为 53.3%。



## 1 8 月 PMI 传递重要信息

8 月 PMI 主要指标全线回落，尤其是新订单、新出口订单等先行指标大幅回落，表明经济下行出现加速迹象。

看几个主要数据，感受一下当前经济冷热：

8 月 PMI 新订单指数 49.6%，较上月下滑 1.3 个百分点，自 2020 年 3 月后再次回落至临界值以下；

8 月新出口订单指数 46.7%，较上月下滑 1.0 个百分点，连续四个月落入临界值以下；

8 月 30 大中城市商品房销售套数和面积同比分别为-22.7%和-24.7%；

8 月服务业商务活动指数为 45.2%，大幅回落 7.3 个百分点。交通运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数均降至临界点以下；

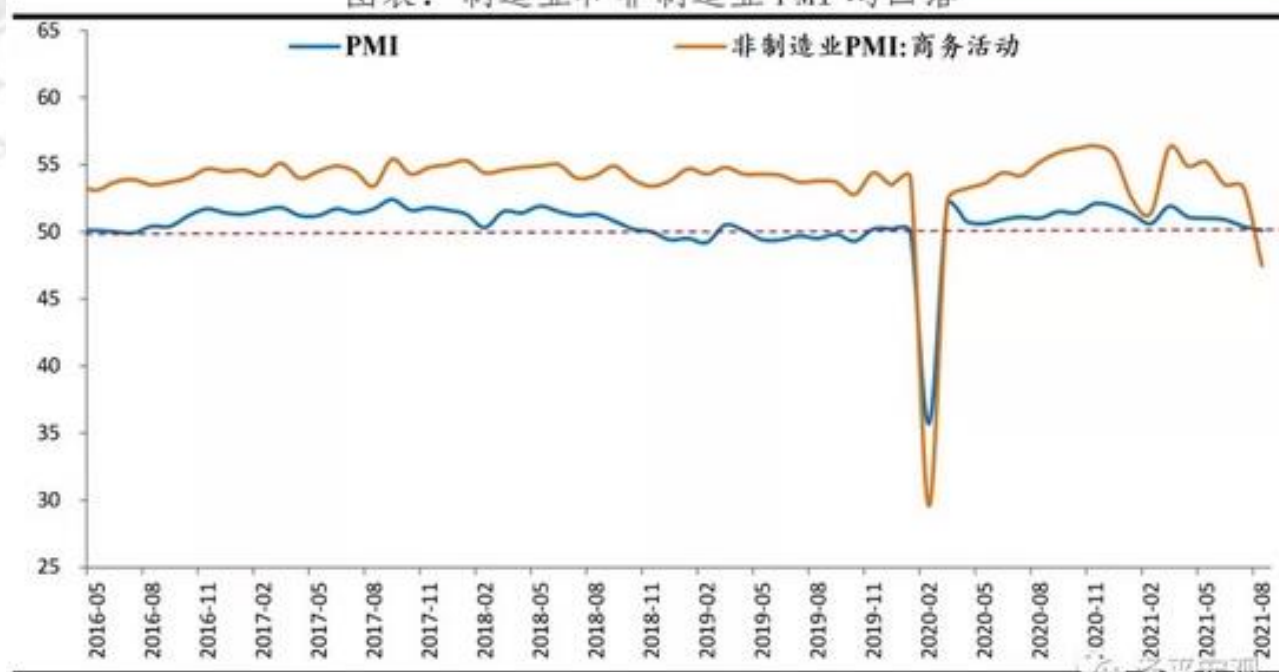
8 月大、中、小型企业 PMI 分别为 50.3%、51.2%和 48.2%，K 型增长特征明显。

近期经济加速下行，部分是因为疫情反弹、汛情等短期因素，更主要的是金融信用政策收紧、房地产调控不断升级、大宗商品成本上升等中期因素导致的，社融、房地产销售、新出口订单等先行指标已经连续 4 个月以上回落。5 月份以来经济开始加速下行，7 月经济金融数据全面回落，消费、投资、出口等三驾马车全面放缓。

我们对经济形势的判断：大宗商品通胀的高点已现，经济逐季放缓，我们可能处在经济周期从滞胀到衰退阶段，今年下半年到明年上半年是两期转换时点，货币宽松周期的时间窗口正在打开，货币政策将经历四部曲：不急转弯-慢转弯-转弯-轰油门。

我们建议逆周期调节政策该出手了，财政政策发力新基建，货币政策结构性宽松尤其宽信用，房地产调控政策实现软着陆、避免硬着陆。宏观上是数据，微观上是多少家庭的悲欢离合。

图表：制造业和非制造业 PMI 均回落



资料来源：Wind，泽平宏观

## 2 8月 PMI 数据反映经济运行六大特征

1) 制造业 PMI、经济动能连续五个月回落。其中生产继续下滑，新订单指数回落至临界值以下。PMI 生产指数 50.9%，较上月下滑 0.1 个百分点。新订单指数 49.6%，较上月下滑 1.3 个百分点，自 2020 年 3 月后再次回落至临界值以下。短期受疫情、天气、限产等因素影响，但也反映经济存在下行压力。

2) 新出口订单连续五个月下滑，四个月处于景气区间以下。最近一段时间，原材料成本上升、海运运费高涨，压制出口商成本和出货速度，降

低了出口商接订单意愿。随着产能替代效应消退、外需见顶，出口增速或于今年底明年初压力较大。8 月新出口订单指数 46.7%，较上月下滑 1.0 个百分点，连续四个月落入临界值以下。而新出口订单与出口金额有一定的领先滞后关系，预示中国出口在四季度末存在放缓压力。

当前中国劳动密集型商品出口高位放缓，与美国商品消费筑顶、库存积累、产能替代效应消退有关。高新技术、机电产品出口仍然强势，与外需支撑有关。但 8 月美欧等发达经济体 PMI 出现回落。8 月美国 Markit 制造业 PMI 为 61.2%，较上个月下滑 2.2 个百分点；欧元区制造业 PMI 为 61.5%，较上月下滑 1.3 个百分点；德国制造业 PMI 为 62.7%，较上月下滑 3.2 个百分点。

近期“德尔塔”变异病株引发全球疫情持续蔓延，或对海外经济造成拖累，短期对中国出口有一定支撑。英、美等疫苗接种率较高的国家均出现疫情反弹，近期欧美国家日新增确诊冲高，东南亚、非洲、南美洲等新兴经济体仍受疫情困扰。截至 8 月 30 日，全球日新增 50 万，其中，美国日新增 22 万例、英国超 2.6 万例；印度超 3 万例，日本 1.4 万例。

3) 房地产销售和投资面临下行压力。8 月 30 大中城市商品房销售套数和面积同比分别为-22.7%和-24.7%；7 月房地产投资两年复合增长 6.4%，连续三个月回落；6 月土地购置面积同比为 2.8%；资金来源回落。房地产调控不断升级加码，金融政策收紧，房地产投资承压。“三道红线”政策倒逼房企去杠杆降负债，土地集中供应制度对房企资金施压。

4) 疫情短期扰动，服务业大幅回落。服务业商务活动指数为 45.2%，大幅回落 7.3 个百分点。交通运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数均降至临界点以下，业务总量明显减少。但业务活动预期指数为 57.3%，位于较高景气区间。

5) 价格指数高位回落。大宗商品价格快速上涨阶段已结束，可能高位盘整一段时间。长期来看，叠加中国碳达峰碳中和等带来的供给约束、长期落后产能出清、全球优质资源稀缺性等问题大宗价格运行中枢边际抬升。8 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 61.3%和 53.4%，低于上月 1.6 和 0.4 个百分点。石油煤炭及其他燃料加工行业价格指数均出现明显回落。

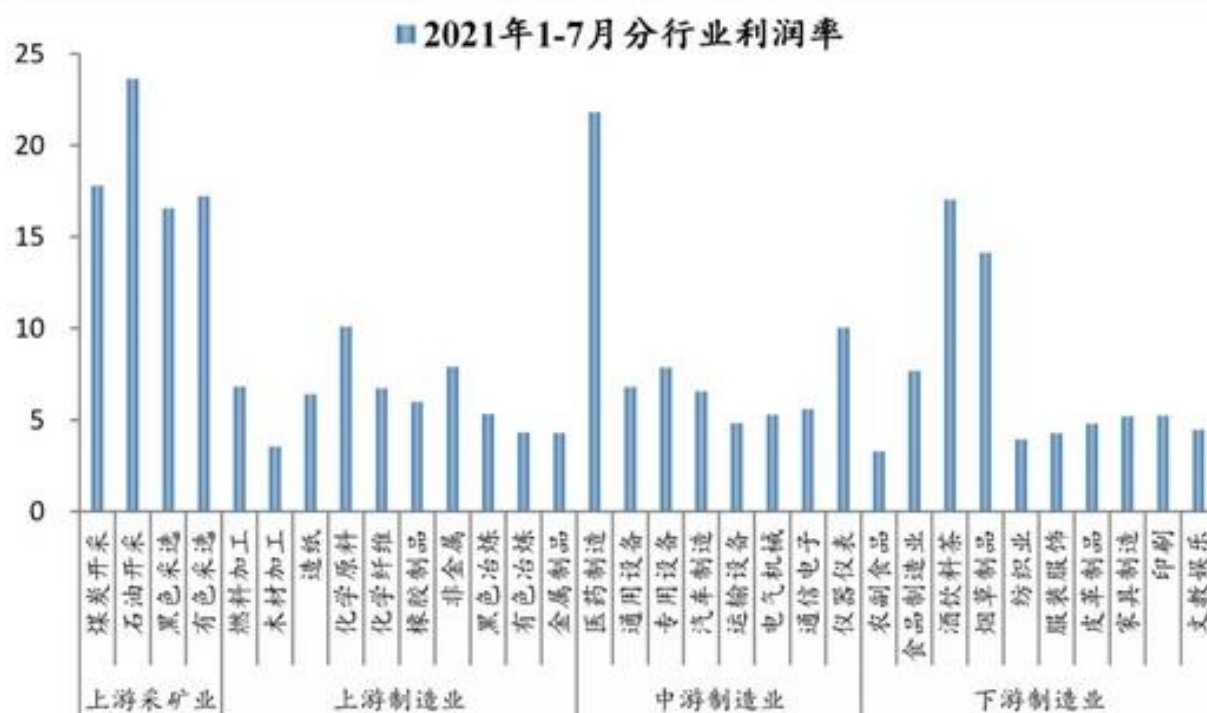
近期，大宗商品价格处高位震荡，国际定价的铜、铝、原油价格出现高位回落趋势，国内定价的煤由于供给紧张持续上涨。8 月布伦特原油均价环比-5.7%，南华工业品指数环比-0.8%，南华螺纹钢环比-4.1%，LME 铜环比-0.9%，南华焦煤、动力煤环比 27.1%、3.2%。

6) 企业经营分化，小企业经营困难。大宗商品价格上涨，抬升原材料成本，对下游企业利润挤压尤为明显。中小企业集中在下游，叠加出口订单下滑，中小企业经营尤为困难。中小企业是中国经济的毛细血管，政策助力迫在眉睫。8 月大、中、小型企业 PMI 分别为 50.3%、51.2%和 48.2%。1-7 月采掘业、上、中、下游制造业利润两年复合增长率分别为 21.2%、29.2%、19.9%和 3.0%。小型企业集中在下游、行业分散，成本传导能力

差，对利润挤压反映明显。

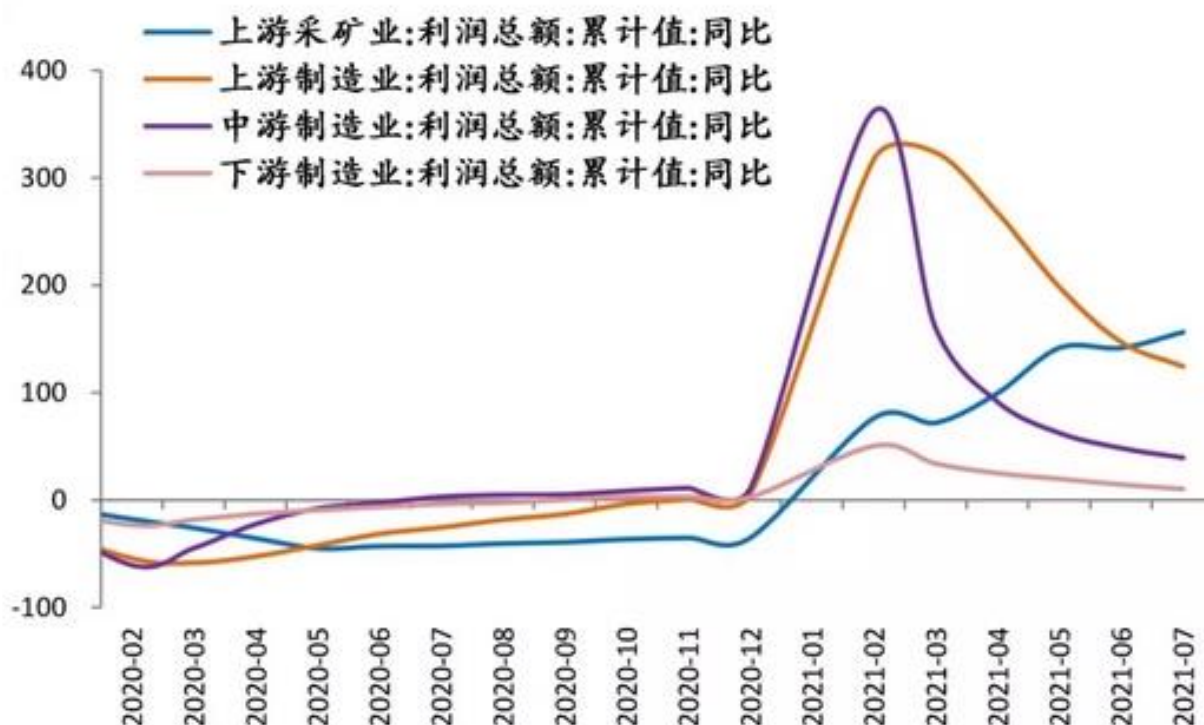
疫后中国经济 K 型复苏，结构性问题遏制经济内生动能。1) 大中小企业冰火两重天，小微企业生存环境恶化。8 月大、中、小型企业 PMI 分别为 50.3%、51.2%和 48.2%。2) 上游成本上涨挤压中下游制造业。1-7 月采掘业、上、中、下游制造业利润两年复合增长率分别为 21.2%、29.2%、19.9%和 3.0%。3) 无就业复苏特征明显。制造业和非制造业从业人员指数为 49.6%和 47.0%，仍处于临界值以下。4) 居民收入和财富差距拉大，穷人通缩、富人通胀。上半年，居民人均可支配收入两年平均增长 7.4%，两年平均实际增长 5.2%，低于往年同期水平。

图表：上、中、下游利润率分化



资料来源：Wind，泽平宏观

图表：上、中、下游利润总额分化



资料来源: Wind, 泽平宏观

泽平宏观

### 3 生产小幅回落, 需求大幅收缩

8月制造业PMI为50.1%,较上月下滑0.3个百分点。生产指数和新订单指数分别为50.9%和49.6%,分别较上月下滑0.1和1.3个百分点。经济动能(新订单-产成品库存)差值较上月下滑1.4个百分点。从生产端

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\\_34894](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34894)

