

关于中采与财新 PMI 的细致对比

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观助理分析师：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

投资要点：

5月中采制造业 PMI 超季节性回落 0.4 个百分点至 48.8%，而财新制造业 PMI 却大幅回升 1.4 个百分点至 50.9%，二者的这种明显背离引发市场广泛关注。我们详细梳理了中采与财新 PMI 主要异同点、此次差异的可能原因以及历史上的背离情况，以期帮助市场更好理解此次背离的信号。

► 中采与财新 PMI 的三点相同与五点不同

相同点：抽样调查方法、核心指标及其权重、编制方法

- 1) 调查方法相同。中采和财新 PMI 均是采用 PPS 抽样调查方法进行数据搜集。
- 2) 核心指标体系以及权重相同。二者均包括五个核心指标，新订单（30%）、生产（25%）、从业人员（20%）、供应商配送时间（15%）、原材料库存（10%）。
- 3) 编制方法相同。二者各分项指数均是采用扩散指数方法计算。

差异点：统计样本、企业规模、行业分布、统计数据质量、季调方法等

- 1) 统计样本不同。目前中采制造业 PMI 统计样本 3200 家，而财新制造业 PMI 统计样本则为 650 家。
- 2) 企业规模不同。目前较为流行的说法是中采 PMI 搜集的企业为规模以上的大中型国有企业，同时包括部分中小企业。而财新 PMI 主要覆盖中小企业，且以民营企业居多。
- 3) 行业分布不同。中采 PMI 调查的企业当中重工业占比相对较高，而财新则是更集中于中、下游行业。另外统计数据质量、季调方法也存在差异。

► 此次背离或主要源于大型企业和上下游行业的分化

财新 PMI 或与大型企业相关性更高。以往观点普遍认为财新 PMI 指数与中采中、小企业 PMI 的相关性更高，但本次二者却出现明显背离，反而与大型企业保持同步。从相关系数角度来看，财新 PMI 也是与大型企业相关性更强，所以此前市场认为的财新 PMI 指数与中采中、小企业 PMI 的相关性更高可能存在一定的误解。此次大型企业的回升或能在一定程度上解释财新 PMI 与中采 PMI 的背离。

上游行业与中、下游行业 PMI 的分化也能在一定程度上解释此次财新与中采 PMI 的背离。5月中采 PMI 分行业指数中，上游的基础原材料行业 PMI 继续回落，而消费品行业、装备制造业、高技术制造业等中、下游行业 PMI 则出现了回升迹象，PMI 读数分别为 50.8%、50.4%、50.5%。由于财新 PMI 的统计样本中、下游行业的公司偏多，所以上游行业与中下游行业的分化也能在一定程度上解释此次财新与中采 PMI 的背离。

► 历史上二者背离时，哪个更可信？

中采与财新 PMI 的背离主要有两种：一种是变动趋势的背离，例如一个环比上升，一个环比下降；**另一种是荣枯线的背离，**例如一个在荣枯线之上，一个在荣枯线之下。后者由于涉及到对于经济景气度方向性的判断，所以更为重要，也更受市场关注。

我们梳理了过往 5 次二者荣枯线背离时经济的变动情况，发现：当中采与财新 PMI 短期出现背离（一般是 3-4 个月）时，中采 PMI 与真实经济运行的契合度更高。而当当中采与财新 PMI 出现长期背离时（6-12 个月）时，财新 PMI 与真实经济运行契合度更高。

当前中采与财新 PMI 仅出现了一次背离，后续应继续观察二者的背离情况，并且通过工业增加值等其他经济数据进行交叉验证。

风险提示

宏观经济、贸易政策出现超预期变化。

正文目录

1. 中采与财新 PMI 的三点相同与五点不同	3
2. 此次背离或主要源于大型企业和上下游行业的分化	4
3. 历史上二者背离时，哪个更可信？	7
4. 风险提示	10

图表目录

图 1 财新 PMI 与中、小型企业 PMI 发生背离 (%)	5
图 2 中、下游行业 PMI 出现回升，上游基础原材料行业继续回落 (%)	6
图 3 财新 PMI 与中采新订单指数发生背离 (%)	6
图 4 中采 PMI 与财新制造业 PMI 趋势背离	7
图 5 中采 PMI 与财新制造业 PMI 景气度背离	7
图 6 财新 PMI 与中采新订单指数发生背离的五个区间	7
图 7 财新、中采 PMI 第一段背离与 GDP 增速 (%)	8
图 8 财新、中采 PMI 第一段背离与工增增速 (%)	8
图 9 财新、中采 PMI 第二、三段背离与 GDP 增速 (%)	8
图 10 财新、中采 PMI 第二、三背离与工增增速 (%)	8
图 11 财新、中采 PMI 第四段背离与 GDP 增速 (%)	9
图 12 财新、中采 PMI 第四段背离与工增增速 (%)	9
图 13 财新、中采 PMI 第五段背离与 GDP 增速 (%)	9
图 14 财新、中采 PMI 第五段背离与工增增速 (%)	9
表 1 中采 PMI 与财新 PMI 异同对比	4
表 2 财新 PMI 与大型企业相关性更强	5

5月中采制造业 PMI 超季节性回落 0.4 个百分点至 48.8%，经济边际走弱势头显现；而财新制造业 PMI 却大幅回升 1.4 个百分点至 50.9%，升至荣枯线以上，反映经济动能较 4 月有所修复，二者的这种明显背离引发市场广泛关注。我们详细梳理了中采与财新 PMI 主要异同点、此次差异的可能原因以及历史上的背离情况，以期帮助市场更好理解此次背离的信号。

1. 中采与财新 PMI 的三点相同与五点不同

中采与财新 PMI 作为我国常用的两种制造业 PMI 指标，在编制方法、统计样本、企业规模、行业分布等方面存在诸多异同点。

相同点：抽样调查方法、核心指标及其权重、编制方法

中采与财新 PMI 主要有三个相同点：

一是调查方法相同。中采和财新 PMI 均是采用 PPS 抽样调查方法进行数据搜集。

二是核心指标体系以及权重相同。中采和财新 PMI 均包括 5 个核心指标，分别是新订单、生产、从业人员、供应商配送时间、原材料库存等，并且权重依次为 30%、25%、20%、15%、10%。

三是编制方法相同。中采和财新 PMI 的各分项指数均是采用扩散指数方法计算，即正向回答的企业个数百分比加上回答不变的百分比的一半。

差异点：统计样本、企业规模、行业分布、统计数据质量、季调方法等

中采与财新 PMI 主要有五个差异点：

一是统计样本不同。中采制造业 PMI 统计样本在 2013 之前为 820 家企业，2013 年之后扩充至 3200 家；财新制造业 PMI 统计样本在 2022 年 7 月之前是 500 家企业，7 月之后则扩充至 650 家。

二是企业规模不同。目前较为流行的说法是中采 PMI 搜集的企业为规模以上的大中型国有企业，同时包括部分中小企业。而财新 PMI 主要覆盖中小企业，且以民营企业居多。¹

三是行业分布不同。中采 PMI 调查的企业当中重工业占比相对较高，而财新则是更集中于中、下游行业。

四是统计数据质量不同。中采 PMI 由国家统计局落实，具有一定的官方性和强制性，数据更为完整；而财新 PMI 则是由企业自愿提供。

五是季调方法不同。中采 PMI 采用中国官方的 X-13 方法进行季节性调整，而财新则是 Markit 基于全球 33 个国家的历史数据生成的。

1 中国证券报 综合利用两种 PMI 更好把握经济运行态势 <https://finance.stockstar.com/IG2016031400000138.shtml>

表 1 中采 PMI 与财新 PMI 异同对比

		官方 PMI	财新 PMI
相同点		1、抽样调查方法相同。 均采用 PPS 抽样调查法进行数据搜集； 2、核心指标与其权重相同。 新订单（30%）；生产（25%）；从业人员（20%）；供应商配送时间（15%）；原材料库存（10%）； 3、编制方法相同。 各分类指数均采用扩散指数方法计算，即正向回答的企业个数百分比加上回答不变的百分比的一半。	
不同点	统计样本	涉及制造业的 31 个行业大类，3200 家调查样本	650 家私营或国有的制造业企业
	样本企业规模	以企业规模为标准，划分为大型企业、中型企业和小型企业 PMI，同时涉及 20 多个子行业的 PMI，如餐饮行业、纺织业等	以中小企业居多，其中民企占比较高
	行业分布	重工业比重相对较高	更集中于中下游行业
	区域分布	全国范围内分布更为平均	更集中于东部
	统计数据质量	由国家统计局落实，具有一定的官方性和强制性，数据更为完整	由企业自愿提供，存在漏报或数据缺失的可能性
	季调方法	按照 X-13 方法进行季节性调整	基于 33 个国家的历史数据生成

资料来源：国家统计局，财新制造业 PMI 报告，华西证券研究所

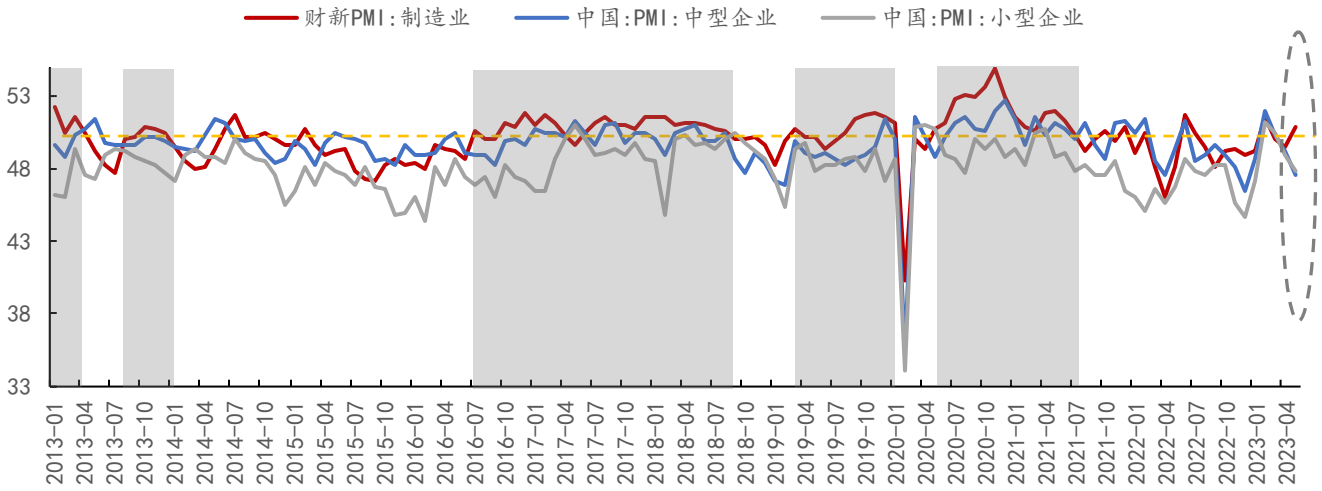
2. 此次背离或主要源于大型企业和上下游行业的分化

财新 PMI 或与大型企业相关性更高。以往观点普遍认为财新 PMI 指数与中采中、小企业 PMI 的相关性更高，但本次财新 PMI 却与中采中、小企业 PMI 出现了明显背离，反而与大型企业保持同步。

5 月中采中、小企业 PMI 分别为 47.6%和 47.9%，均位于枯荣线以下，分别较上月回落 1.6 和 1.1 个百分点，而大型企业 PMI 指数则升至 50%临界值，较上月回升 0.7 个百分点，与财新 5 月 PMI 指数回升 1.4 个百分点至 50.9%较为一致。

从相关系数角度来看，财新 PMI 也是与大型企业相关性更强，二者的相关系数为 0.71，明显高于中、小企业的 0.66 与 0.57。所以此前市场认为的财新 PMI 指数与中采中、小企业 PMI 的相关性更高可能存在一定的误解。此次大型企业的回升或能在一定程度上解释财新 PMI 与中采 PMI 的背离。

图 1 财新 PMI 与中、小型企业 PMI 发生背离 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

表 2 财新 PMI 与大型企业相关性更强

	财新 PMI	官方 PMI	PMI:大型企业	PMI:中型企业	PMI:小型企业
财新 PMI	1.00				
官方 PMI	0.72	1.00			
PMI:大型企业	0.71	0.96	1.00		
PMI:中型企业	0.66	0.89	0.78	1.00	
PMI:小型企业	0.57	0.79	0.68	0.70	1.00

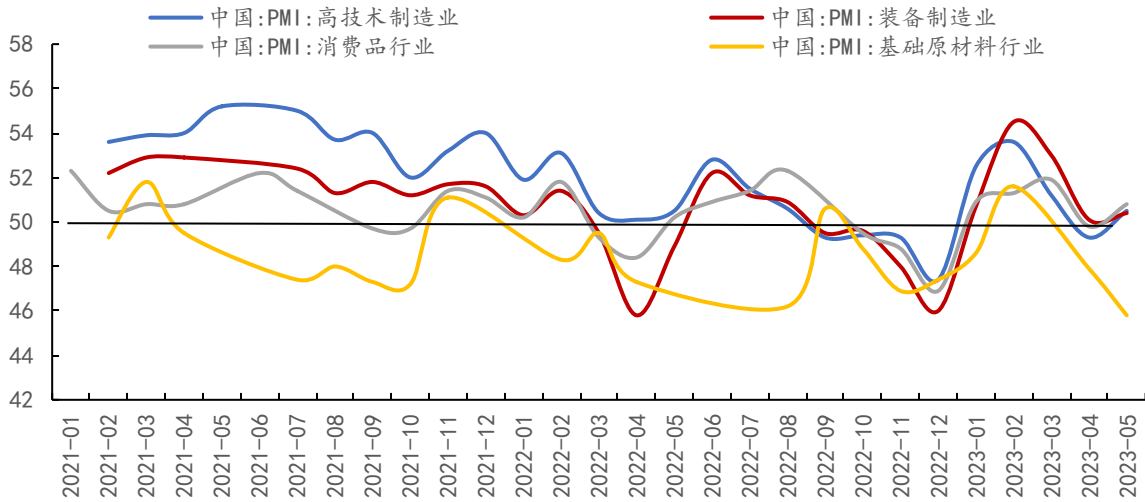
资料来源：WIND，华西证券研究所

上游行业与中、下游行业 PMI 的分化也能在一定程度上解释此次财新与中采 PMI 的背离。5 月中采 PMI 分行业指数中，上游的基础原材料行业 PMI 继续回落，而消费品行业、装备制造业、高技术制造业等中、下游行业 PMI 则出现了回升迹象，PMI 读数分别为 50.8%、50.4%、50.5%。

具体行业方面，国家统计局公布的数据显示，中、下游的食品及酒饮料精制茶、医药、专用设备、电气机械器材等行业生产和订单指数均连续三个月位于扩张区间；纺织服装服饰、计算机通信电子设备等行业生产指数升也至扩张区间。而上游的化学原料及化学制品、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位于 45.0% 以下的低位景气区间。

由于财新 PMI 的统计样本中、下游行业的公司偏多，所以上游行业与中下游行业的分化也能在一定程度上解释此次财新与中采 PMI 的背离。

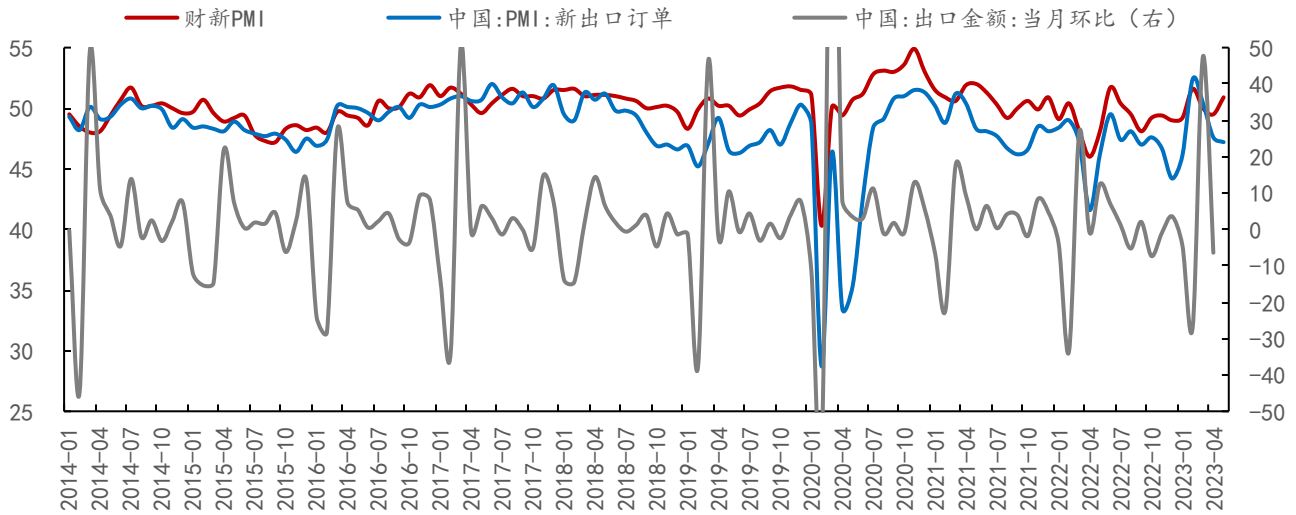
图2 中、下游行业 PMI 出现回升，上游基础原材料行业继续回落 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

样本企业出口导向或较难解释两者的背离。以往观点普遍认为财新 PMI 指数中出口导向型企业可能偏多，因此财新 PMI 与中采 PMI 中的出口订单指数相关性较强，不过本次财新 PMI 与中采 PMI 新出口订单指数呈现明显背离。5 月，中采 PMI 新出口订单指数为 47.2%，较上月下降 0.4 个百分点。因此出口导向差异可能不是二者背离的原因。

图3 财新 PMI 与中采新订单指数发生背离 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

3. 历史上二者背离时，哪个更可信？

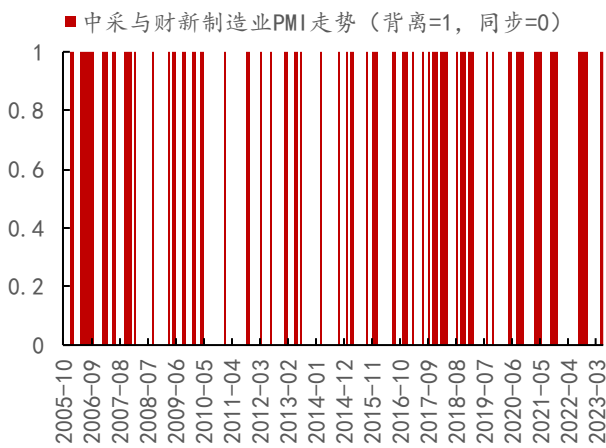
中采与财新 PMI 的背离可以分成两种：

一种是变动趋势的背离，例如一个环比上升，一个环比下降，由于前文提到二者的五种差异，这种趋势背离较为常见。我们统计了 2005 年 9 月以来二者的趋势背离共有 70 次，背离比例约为 24.7%。

另一种是荣枯线的背离，例如一个在荣枯线之上，一个在荣枯线之下。2005 年 9 月以来，这种背离共有 58 次，背离比例约为 21.4%。这种背离由于涉及到对于经济景气度方向性的判断，所以更为重要，也更受市场关注。

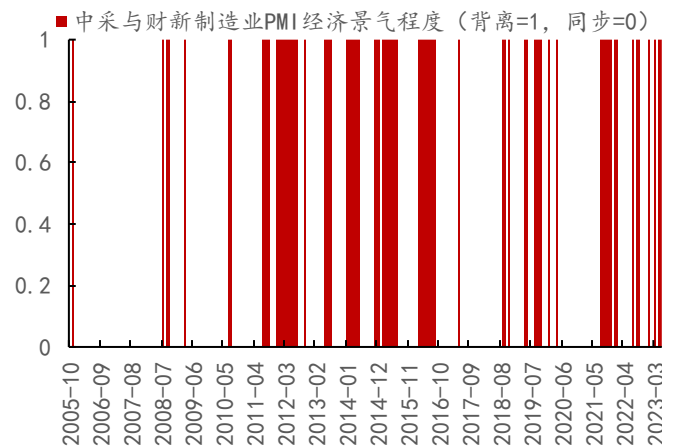
我们接下来将重点分析二者过往在荣枯线背离的情景。

图 4 中采 PMI 与财新制造业 PMI 趋势背离



资料来源：WIND，华西证券研究所

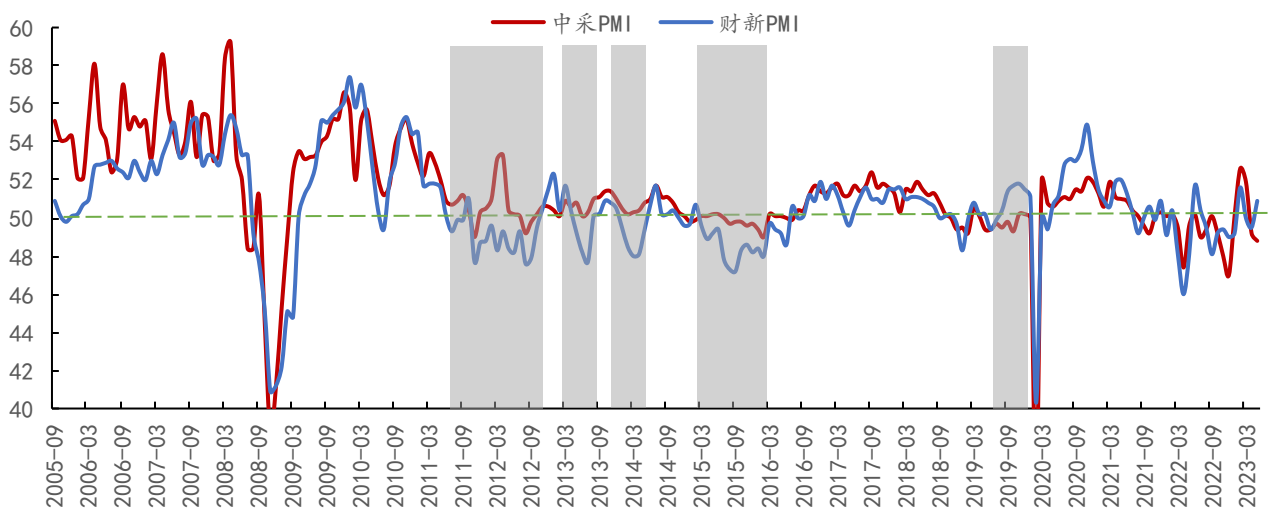
图 5 中采 PMI 与财新制造业 PMI 景气度背离



资料来源：WIND，华西证券研究所

从大的趋势来看，历史上二者出现荣枯线的背离共有 5 个区间，我们接下来将从 GDP 增速以及工业增加值增速两个方面验证二者出现背离时那个指标更可信。

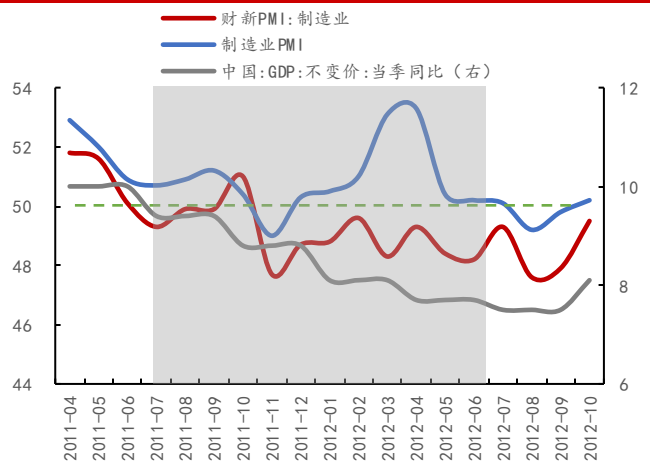
图 6 财新 PMI 与中采新订单指数发生背离的五个区间



资料来源：WIND，华西证券研究所

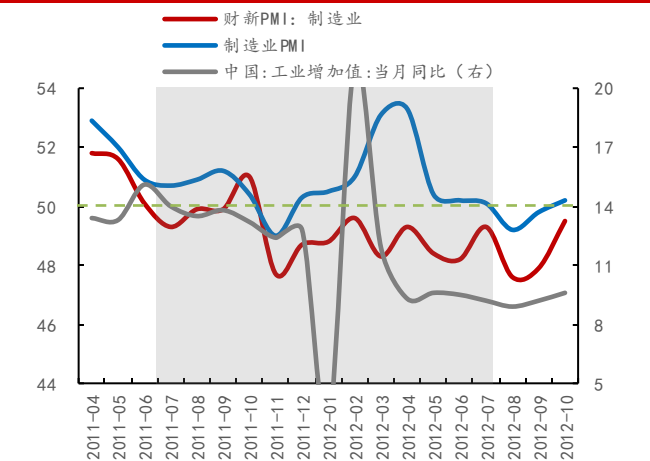
第一段背离，2011年7月至2012年7月，背离时间接近12个月。此时，官方PMI基本位于枯荣线之上（除2011年11月），而财新PMI则基本位于枯荣线以下（除2011年10月）。而在这一时期中国GDP增速从2011年第二季度的10%下降至2012年的7.5%，工业增加值增速也从14%下降至9.2%，显然财新PMI较好的捕捉到了这一时期中国经济下行的趋势。

图7 财新、中采PMI第一段背离与GDP增速(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

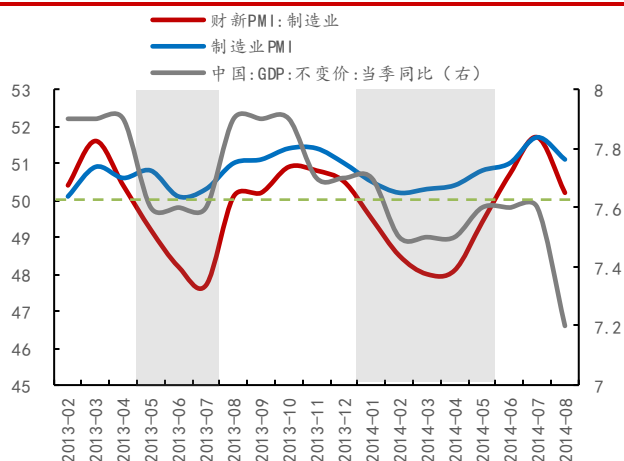
图8 财新、中采PMI第一段背离与工增增速(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

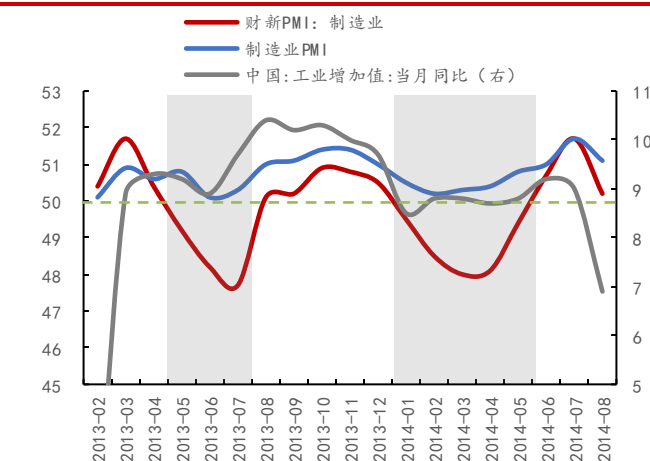
第二和第三段背离，分别为2013年5月至7月和2014年1月-5月，背离时间在3-4个月。这两段时间段内，财新PMI均位于枯荣线以下，中采PMI则位于枯荣线以上。而在这两段时间内，GDP增速基本保持稳定，工业增加值增速分别从9.20%升至9.70%、从8.50%升至8.80%。这两个时间段，中采PMI对于经济的趋势的判断更为准确。

图9 财新、中采PMI第二、三段背离与GDP增速(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图10 财新、中采PMI第二、三背离与工增增速(%)



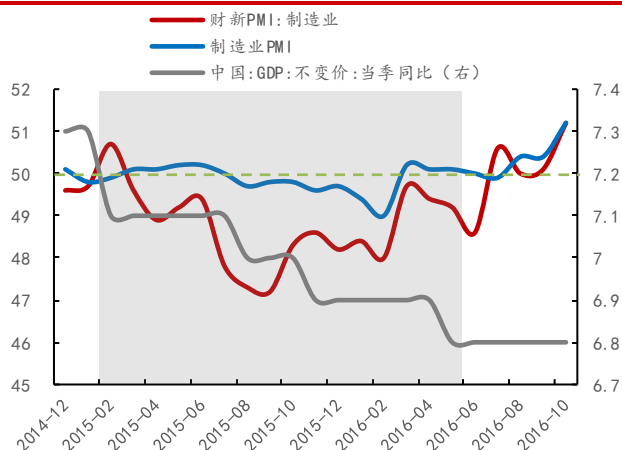
资料来源：WIND，华西证券研究所

第四段背离区间为2015年3月至2016年6月，背离时间接近10个月。期间，财新PMI始终位于枯荣线以下，而中采PMI仅从2015年8月至2016年2月位于枯荣线以下。在这段时间内，GDP增速从2015年一季度的7.1%下降至2016年第二季度的

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

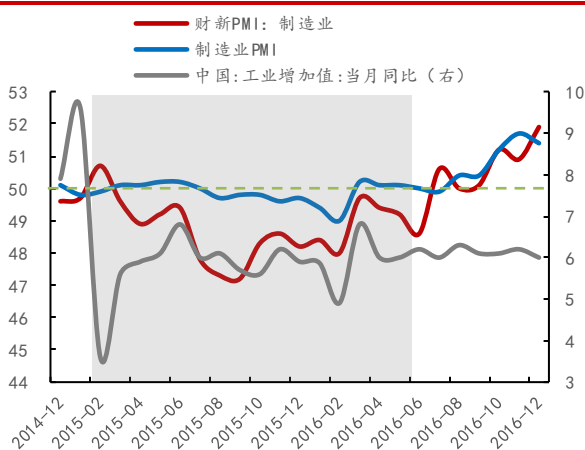
6.8%，工业增加值增速则从2015年6月的6.8%降至2016年第二季度的6.2%，经济运行与财新PMI反映的信息更为契合。

图 11 财新、中采 PMI 第四段背离与 GDP 增速 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

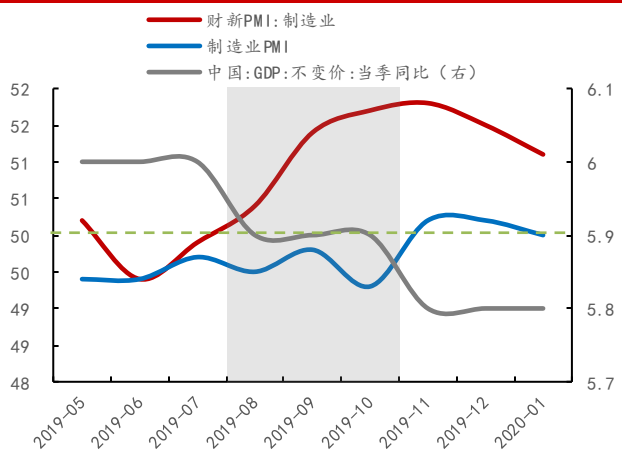
图 12 财新、中采 PMI 第四段背离与工增增速 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

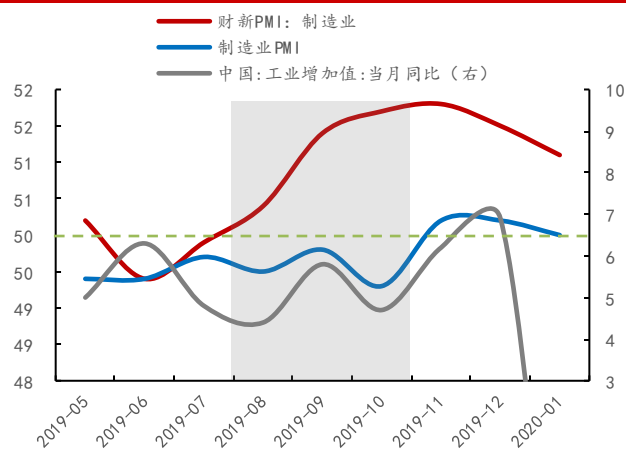
第五段背离区间为2019年8月至2019年10月，背离时间约3个月。此间，中采PMI均低于50%，而财新PMI则是高于50%。GDP增速在2019年一季度至三季度基本保持稳定，位于5.9%左右；工业增加值平均增速相较于2019年的一、二季度则有所下降。经济运行情况与中采PMI反映的信息更为契合。

图 13 财新、中采 PMI 第五段背离与 GDP 增速 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 14 财新、中采 PMI 第五段背离与工增增速 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

综合过往的五段主要背离，可以发现，当中采与财新PMI短期出现背离（一般是3-4个月）时，中采PMI与真实经济运行的契合度更高。而当中采与财新PMI出现长期背离时（6-12个月）时，财新PMI与真实经济运行契合度更高。

当前中采与财新PMI仅出现了一次背离，后续应继续观察二者的背离情况，并且通过工业增加值等其他经济数据进行交叉验证。

4. 风险提示

宏观经济、贸易政策出现超预期变化。

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文数篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。