

如何看待中采和财新背离

核心观点:

2023年2季度开始，中采 PMI 和财新 PMI 背离。中采 PMI 仅在生产秋高峰的9月回到了50.2%的水平，其余时间均在50%之下运行。财新 PMI 表现相对更为乐观，2季度开始仅有三个月 PMI 数据低于50%，并且11月和12月财新 PMI 持续走高。

这不是中采 PMI 和财新 PMI 首次分歧，市场普遍认为分歧来自于两种 PMI 的调查企业不同。中采 PMI 更多反应国内企业的运行情况，财新 PMI 更多反应出口企业的情况，并且财新 PMI 更能反映小企业的经营状况。由于中采 PMI 和财新 PMI 的调查企业不同，两个 PMI 数据各有侧重。通常认为中采 PMI 数据更为全面也更为权威。

从历史数据来看，中采和财新 PMI 走势分歧后，通常是财新更能反映未来经济状况，财新 PMI 的变化对出口的预测更为准确。这很可能是因为财新更关注中小企业和出口企业的运行情况，而这些企业对于国内外市场环境的变化更为敏感。而中大型企业抗风险能力更强，生产的延续性更强，并不能很快改变企业的生产和经营节奏。2011年7月开始财新 PMI 持续弱于中采 PMI，同时期工业增加值增速持续下滑，出口增速同样回落。即使如2014年~2015年财新 PMI 的走低并未带来工业增加值快速下行，但出口同样回落。

本轮中采和财新的背离，是较为少见的财新 PMI 持续好于中采 PMI 的情况。2023年2季度开始，工业增加值增速基本保持稳健，尤其是下半年工业增加值增速平稳在4.5%~4.6%左右，工业增加值环比同样平稳。出口增速在11月份转为增长0.5%，出口额从4月份开始稳定单月2800亿左右。可以看到，中采 PMI 景气度的降低和中采 PMI 出口订单的持续下行对工业生产和出口的影响略显钝化。**这也可能意味着我国经济比数据显示的更有韧性。**

财新 PMI 的好转从出口产品看是有所映照的，部分产品所在行业中采 PMI 覆盖可能相对较少。纺织服装下半年下行速度减缓，出口有逐步好转的态势；传统家电和小家电、摩托车出口速度加快，这些行业多以小企业为主，可能不在中采 PMI 的调查样本中。除了出口新三样高速增长外，船舶、3D 打印机、航空器的出口同样较快，出口的快速多元化可能也是中采 PMI 缺少覆盖的原因。这也可以从出口地区变化有所显现，乌鲁木齐2023年出口增速上行最快，财新和中采对新疆企业的覆盖可能偏少。

综上，中采 PMI 连续低于50%之下确实反应了现阶段工业生产和经济的弱势，但从财新 PMI 来看，情况并不完全悲观。财新 PMI 对未来经济有一定的先行指标作用，出口产品和目的地多样化，传统出口产品的韧性使得财新 PMI 走高，中采的解释力可能稍弱。同样，疫情后经济变化更为复杂，仍然需要观察 PMI 运行的持续性。如果财新 PMI 在未来1~2个季度持续处于50%之上，那么我国经济回暖的概率更高。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

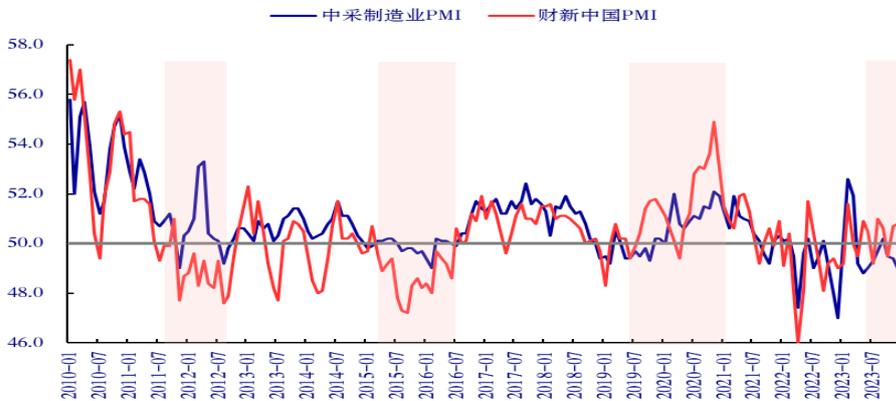
风险提示

- 1.对政策理解不到位的风险
- 2.美联储货币政策超预期的风险
- 3.中国货币政策超预期的风险
- 4.金融市场的风险

2023年2季度开始，中采PMI表现并不理想，仅在生产旺季的9月回到了50.2%的水平，其余时间均在50%之下运行，4季度中采PMI连续回落，最终12月份中采PMI指数录得49%的读数。于此相对，财新PMI表现相对更为乐观，2季度开始仅有三个月PMI数据低于50%，并且11月和12月财新PMI持续走高，12月份录得50.8%的高位。

这不是中采PMI和财新PMI首次分歧，市场普遍认为分歧来自于两种PMI的调查企业不同。中采PMI更多反应国内企业的运行情况，财新PMI更多反应出口企业的情况，并且财新PMI更能反映小企业的经营状况。由于中采PMI和财新PMI的调查企业不同，两个PMI数据各有侧重。通常认为中采PMI数据更为全面也更为权威¹，中采PMI调查的企业以大中型企业为主，样本企业销售收入占全部大中型工业销售收入的30%，占制造业大中型工业销售收入35.6%。财新PMI在2022年7月调查样本库才增至650家。

图1：中采和财新PMI



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

从历史数据来看，中采和财新PMI走势分歧后，通常是财新更能反映未来经济状况，财新PMI的变化对出口的预测更为准确。这很可能是因为财新更关注中小企业和出口企业的运行情况，而这些企业对于国内外市场环境的变化更为敏感。而大中型企业抗风险能力更强，生产的延续性更强，并不能很快改变企业的生产和经营节奏。2011年7月开始财新PMI持续弱于中采PMI，同时期工业增加值增速持续下滑，出口增速同样回落。即使如2014年~2015年财新PMI的走低并未带来工业增加值快速下行，但出口同样回落。

表1：中采和财新PMI

	对比	工业增加值	出口增速
2011年7月-2012年10月	财新PMI持续弱于中采PMI	从14%下跌至9.6%	从23.4%下行至2012年10月的7.8%
2014年1月-2014年5月	财新PMI低于中采PMI	在8.5%-8.7%之间运行	2月起出口转负
2015年3月-2016年6月	财新PMI低于中采PMI	在5.6%-6.2%之间波动	3月起出口转负，持续至2016年11月
2019年3月-2020年12月	财新PMI波动高于中采PMI	2019年工业增加值缓慢下滑，但是2020年受到政策刺激，工业增加值回升	2019年出口无增长，2020年出口下行在11月份反转
2023年5月-2023年12月	财新PMI高于中采PMI	从5月的3.5%回升至10月4.6%	11月出口增速转正，出口额下半年较为稳定

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

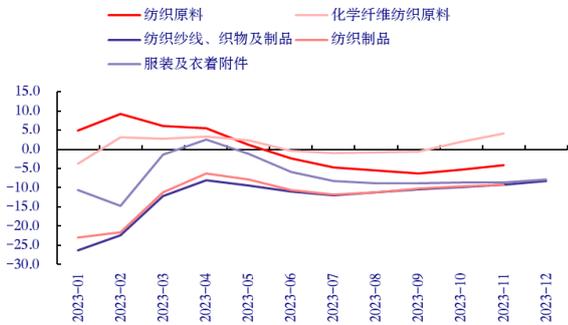
¹ 中采PMI抽取730家制造业企业作为样本调查单位。选取调查样本时，本着行业覆盖面、低于分布的原则，选取了730家企业。2010年增加了中小企业样本点，讲调查企业总数调整为820家。非制造业企业选取19个行业1190家企业作为样本调查单位。（《中国PMI研究与实践》，2012年）

本轮中采和财新的背离，是较为少见的财新 PMI 持续好于中采 PMI 的情况。2023 年 2 季度开始，工业增加值增速基本保持稳健，尤其是下半年工业增加值增速平稳在 4.5%~4.6% 左右，工业增加值环比同样平稳。出口增速在 11 月份转为增长 0.5%，出口额从 4 月份开始稳定单月 2800 亿左右。可以看到，中采 PMI 景气度的降低和中采 PMI 出口订单的持续下行对工业生产和出口的影响略显钝化。这也可能意味着我国经济比数据显示的更有韧性。

财新 PMI 的好转从出口产品看是有所映照的，部分产品所在行业中采 PMI 覆盖可能相对较少。纺织服装下半年下行速度减缓，出口有逐步好转的态势；传统家电和小家电、摩托车出口速度加快，这些行业多以小企业为主，可能不在中采 PMI 的调查样本中。除了出口新三样高速增长外，船舶、3D 打印机、航空器的出口同样较快，出口的快速多元化可能也是中采 PMI 缺少覆盖的原因。这也可以从出口地区变化有所显现，乌鲁木齐 2023 年出口增速上行最快，财新和中采对新疆企业的覆盖可能偏少。

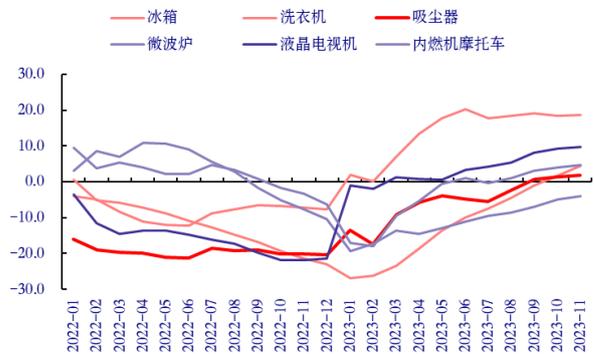
可以说，中采 PMI 连续低于 50% 之下确实反应了现阶段工业生产和经济的弱势，但从财新 PMI 来看，情况并不完全悲观。财新 PMI 对未来经济有一定的先行指标作用，出口产品和目的地多样化，传统出口产品的韧性使得财新 PMI 走高，中采的解释力可能稍弱。同样，疫情后经济变化更为复杂，仍然需要观察 PMI 运行的持续性。如果财新 PMI 在未来 1~2 个季度持续处于 50% 之上，那么我国经济回暖的概率更高。

图2：企业短期和中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：居民中长期贷款增速（%）



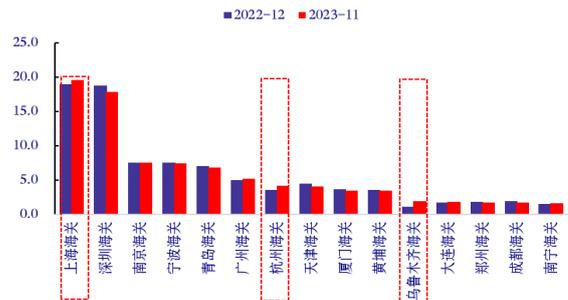
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：出口产品多元化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：出口地变化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 中采和财新 PMI	2
图 2: 企业短期和中长期贷款增速 (%)	3
图 3: 居民中长期贷款增速 (%)	3
图 4: 出口产品多元化 (%)	3
图 5: 出口地变化 (%)	3

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn