

宏观点评 20240301

PMI 再背离：噪音中的信息

2024 年 03 月 01 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

相关研究

《政治局会议透露的两会信号》

2024-02-29

《政策抢跑，两会要如何“接棒”？》

2024-02-29

■ 中采 PMI 与财新 PMI 的同日陆续“官宣”并不常见，虽然这次两大 PMI 都跑赢了季节性（分别位于图 1 和图 2 中虚线的右上方），但是各自传达的消息似乎有些“矛盾”——官方 PMI 环比向下、而财新 PMI 环比向上；官方 PMI 位于荣枯线之下、而财新 PMI 位于荣枯线之上。两大 PMI 产生背离的情况已持续 4 个月之久，这次到底该听谁？其实这次两大 PMI 的环比变动情况，也基本符合“春节效应”的历史规律。我们认为表现均强于季节性的两大 PMI 验证了“开门红”的成色并不弱，不过更能代表宏观运行态势的官方 PMI 也说明了经济运行中仍存在一些结构性问题（譬如降幅略超季节性的生产）。随着政策“组合拳”效应逐步显现，这些结构性问题也将被逐一解决。

■ 从异同之处，解背离之惑。如何从官方 PMI 和财新 PMI 的异同点，解答两大指标的背离？市场上对于解释官方 PMI 和财新 PMI 的背离有三种主流假说：（1）样本企业类型假说：官方 PMI 的调查企业以大中型央企、国企为主，而财新 PMI 以中小型民企为主；（2）样本企业范围假说：官方 PMI 所调查的企业覆盖全国，而财新 PMI 所调查的企业更多集中在东部沿海地区，因此可能财新 PMI 更易受到来自于出口的“扰动”；（3）调查时间假说：官方 PMI 是在每月的 20-25 号展开调查，而财新 PMI 是每月中旬，因此月内工业运行情况的转变也可能导致两大 PMI 的背离。经过对数据的观察，我们认为仅有第三个假说可以更好地对两大指标的背离进行解释，具体来看：

■ 样本企业类型假说：与主流观点相背？揭开财新 PMI 的“面纱”。比起私营企业，财新 PMI 走势与国有控股企业工业增加值增速走势更为接近。着眼财新 PMI 与不同规模企业 PMI 之间的相关性，可以发现企业规模越大，与财新 PMI 的相关性也就越大。因此，财新 PMI 更能代表中小型民企景气度并非“板上钉钉之事”。

不过值得注意的是，近期财新 PMI 与大型企业的相关性正在减弱。究其原因，我们认为可能是由于 2022 年 6 月财新 PMI 出现大幅度样本扩容，更大的样本或一定程度上增强了财新 PMI 的代表性，弱化了其不同规模企业 PMI 之间的偏向。

■ 样本企业范围假说：财新 PMI 真是外贸的“代名词”吗？并不。从数据来看，相比于官方 PMI，自 2013 年以来财新 PMI 与我国进出口贸易情况的确有更强的相关性——财新 PMI 与我国进出口金额同比增速的相关系数高于官方 PMI。

不过，这并不代表财新 PMI 一定与外贸走势相吻合。若用沿海 12 省市代表东部沿海地区，用其工业企业利润增速代表财新 PMI；同时以全国工业企业利润增速代表官方 PMI。若财新 PMI 更偏向于代表东部沿海企业经营情况，那么东部与全国工业利润增速差的走势应该和财新 PMI 与官方 PMI 之差的走势一致。结果显示，2019 年之前财新 PMI 可能与外贸导向的沿海工业企业正处于“磨合期”——东部工业利润增速大于全国工业利润增速的情况下，财新 PMI 的表现并没有相应优于官方 PMI。不过在 2019 年之后，这一情况有了改观：财新 PMI 与东部沿海地区工业企业利润增速比前期更“契合”了。但在 2022 年 6 月财新 PMI 样本大幅度扩容后，财新 PMI 与东部沿海地区工业企业利润的相关性又减弱了许多。

不要小看 2022 年 6 月财新 PMI 样本扩容后带来的转变。同时，我们尝试从不同时期官方 PMI、财新 PMI 分别与进出口增速的相关性这一角度入手、进行剖析，结果保持一致：（1）在 2022 年 6 月以前，进出口金额与财新 PMI 的相关性高于与官方 PMI 的相关性；（2）财新 PMI 与外贸的相关性，确实经历了“弱-强-弱”的三个阶段；（3）尤其是财新 PMI 自 2022 年 6 月扩容后，与进出口的相关性确实出现了大幅下降的现象。因此，用财新 PMI 去判断每月外贸形势，或许这套说辞已经“落

伍”了。

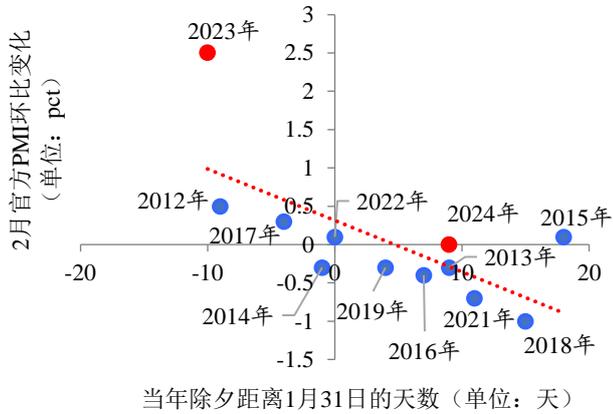
- **调查时间假说：“把脉”经济时间的不同，也许可以部分解释两大 PMI 的背离。**“春节效应”其实就是解释调查时间论点的力证——我们以春节在 2 月的年份为样本，发现除夕的时间越前置，那么工业生产的季节性放缓也会“紧随其后”，导致调查时间靠前的财新 PMI 环比表现逊色于官方 PMI。换句话说，除夕的时间越前置，那么官方 PMI 与财新 PMI 的环比变动之差就会越大。根据图 8 来看，2 月官方 PMI 与财新 PMI 的环比变动情况基本符合这一历史规律。
- **除了采样“网速”的差距，官方 PMI 与财新 PMI 的背后还有什么“干货”？**由于官方 PMI 调查样本远多于财新 PMI，所以在一定意义上更能代表全国整体宏观经济的运行态势。数据显示的确如此——官方 PMI 与实际 GDP 的相关性达 0.70，而财新 PMI 与实际 GDP 的相关性仅为 0.52。因此，或许我们可以将官方 PMI 视为宏观经济景气度的代表，而非财新 PMI。

财新 PMI 不等于中小型民营企业，不等于出口导向，那等于什么？或许财新 PMI 更代表一部分行业的景气度。根据财新官网，财新 PMI 是根据行业详细分类和公司用工规模、进行分层抽样法调查所得数据，因此或许财新 PMI 更侧重于表示用工规模更大的行业景气度。若我们用前五大用工行业的用电量代表工业制造业中的“工人密集型”行业景气度，可以发现财新 PMI 确实更与这类行业的景气度贴合一些。财新 PMI 与五大用工行业用电量同比之间的相关系数为 0.40，略高于官方 PMI 的 0.31。2 月环比向上的财新 PMI 说明了确实有部分工业行业的景气度正在回升，但并非全部。总结来说，官方 PMI 更“宏观”，而财新 PMI 更“微观”。

- **回到官方 PMI 本身，春节“噪音”下制造业的成色到底有几分？**造成 2 月官方 PMI 环比下降的主因是生产，通过对比 PMI 生产指数环比变动和春节早晚的关系，可以看出 2024 年 2 月环比增速为 -1.5pct 的 PMI 生产指数表现在过去 10 余年中是偏弱的（位于图 14 中虚线的左下方）。再来看需求端，2 月 PMI 新订单指数与前值持平，不过仍有 61% 的制造业企业反映市场需求不足（环比 -1.1pct），扩需求政策有待进一步夯实。
- **春节对小型企业的影响最大。**春节之下，大中型企业似乎比小型企业更能“信手拈来”——2 月大、中、小型企业 PMI 指数分别录得 50.4%（环比 0.0pct）、49.1%（环比 0.2pct）、46.4%（环比 -0.8pct），仅有小型企业景气度出现了下滑。春节期间小型企业的出口下滑幅度较大，2 月小型企业的新出口订单指数环比下降 7.1pct。这也验证了我们之前出口链可能更靠大型企业的去库存推进的观点。
- **非制造业中，服务业“卷土重来”？**2 月建筑业 PMI 为 53.5%（环比 -0.4pct），取得了除 2020 年以外的历史同期最低值，10 月底增发万亿国债所起到的提振作用似乎也有些“动力不足”了。结合今年以来新增专项债发行进度偏慢、建筑业复工偏缓的形势来看，我们认为建筑业的发力时间可能会来得慢一些，可能是经济发展的“后手棋”。与建筑业 PMI 的下降不同，2 月服务业 PMI 环比增速为 +0.9pct，录得 51.0%，春节假期不俗的消费表现解释了 2 月服务业 PMI 的上升。

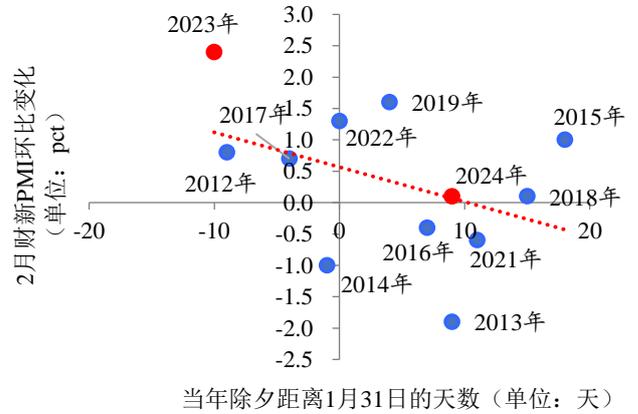
- **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

图1: 2月官方PMI的季节性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2月财新PMI的季节性



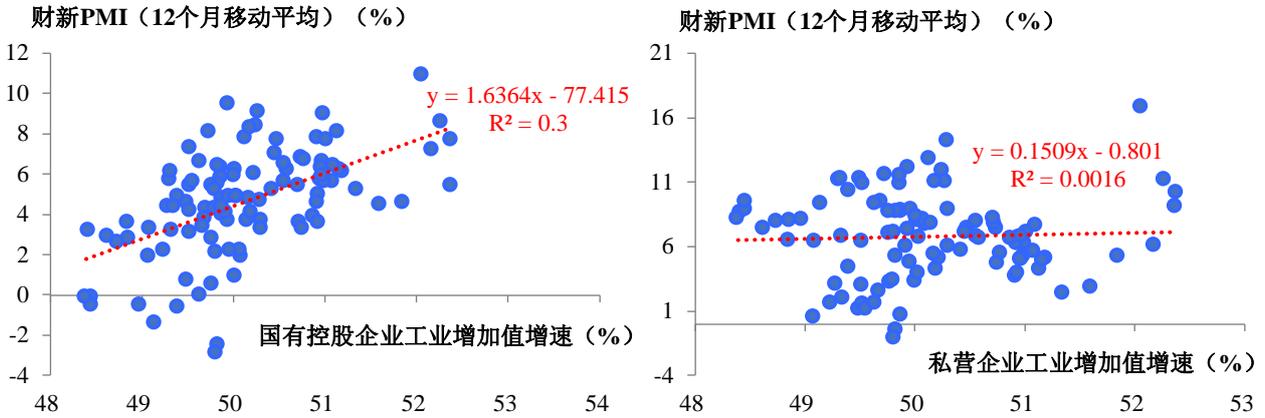
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 官方PMI与财新PMI对比

指标名称	官方PMI	财新PMI
调查机构	国家统计局	财新传媒
样本企业数量	自2013年1月起, 调查样本从原来的820家扩充到3000家	原本为400家, 但从2022年6月起扩充到650家
样本企业类型	以大中型央企、国企为主	以中小型民企为主
样本企业范围	覆盖全国, 涵盖31个制造业大类	东部沿海地区、出口占比较高的企业
调查时间	每月20-25号	每月中旬
公布时间	每月最后一天	下月的第一个工作日
调查方法	采用分层概率抽样法, 以制造业行业大类为层, 行业样本量按其增加值占全部制造业增加值的比重分配, 层内样本使用与企业主营业务收入成比例的概率抽取	按照行业详细分类和公司用工规模, 进行分层抽样法
调整方法	按照X-13的方法进行季节性调整	基于33个国家的历史数据生成的
统计数据质量	由国家统计局具体组织实施, 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
主要细项权重	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% (注: 其中供应商配送时间为逆向指数)	

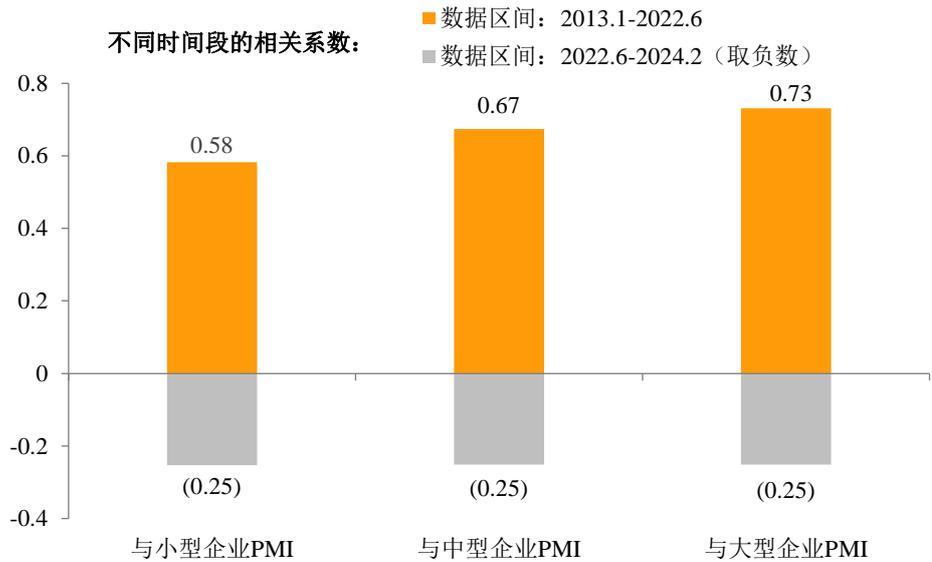
数据来源: 国家统计局, 中国物流信息中心, 财新传媒, 东吴证券研究所

图3: 财新 PMI 与国有企业工业增加值增速的相关性明显更强



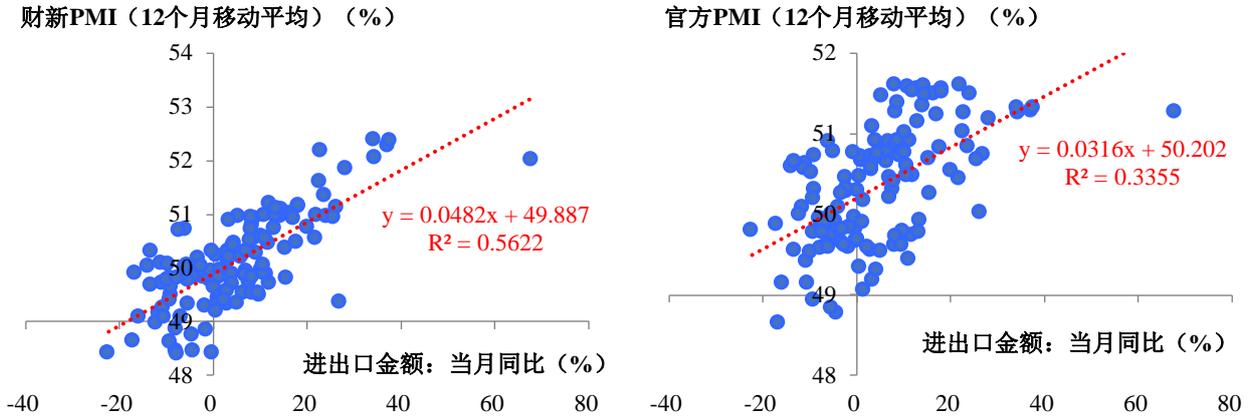
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图4: 2022年6月财新PMI样本扩容后, 与大型企业PMI的相关性明显下降



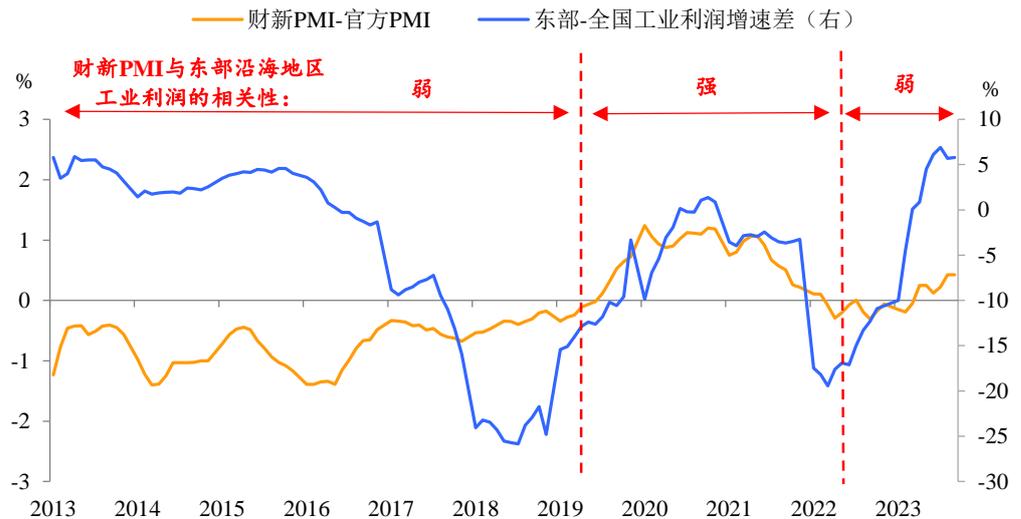
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图5: 财新 PMI 与进出口金额增速的相关性略强于官方 PMI



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

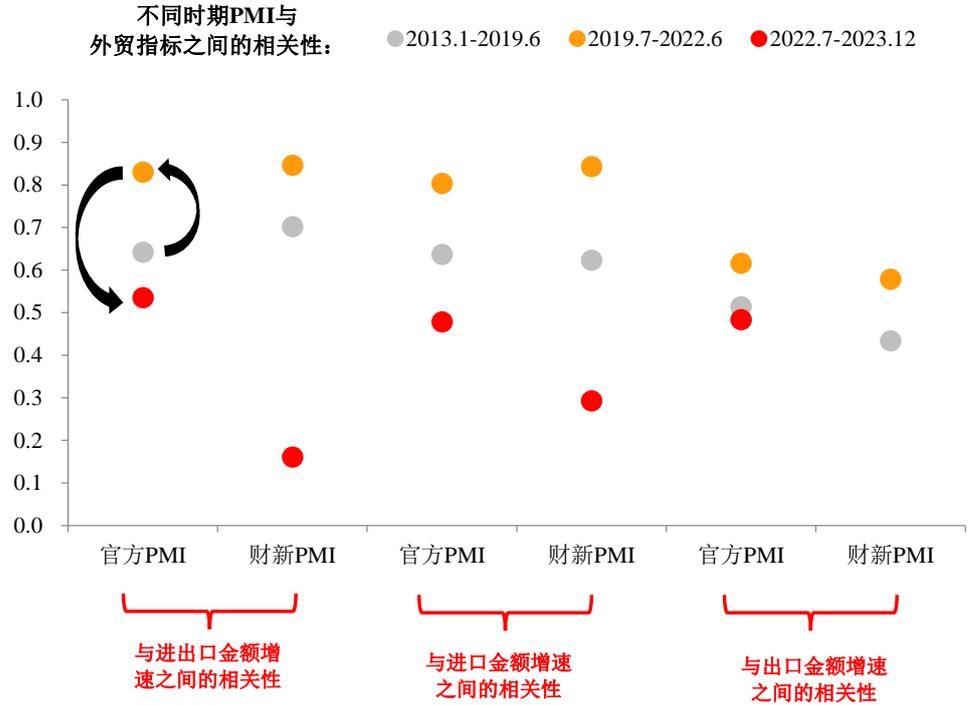
图6: 财新 PMI 并不能稳定表现东部沿海地区工业企业的经营情况



注: 选择北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、山东、福建、广东、广西、海南12省市作为东部沿海省市; 2021年工业企业利润为两年复合增速。

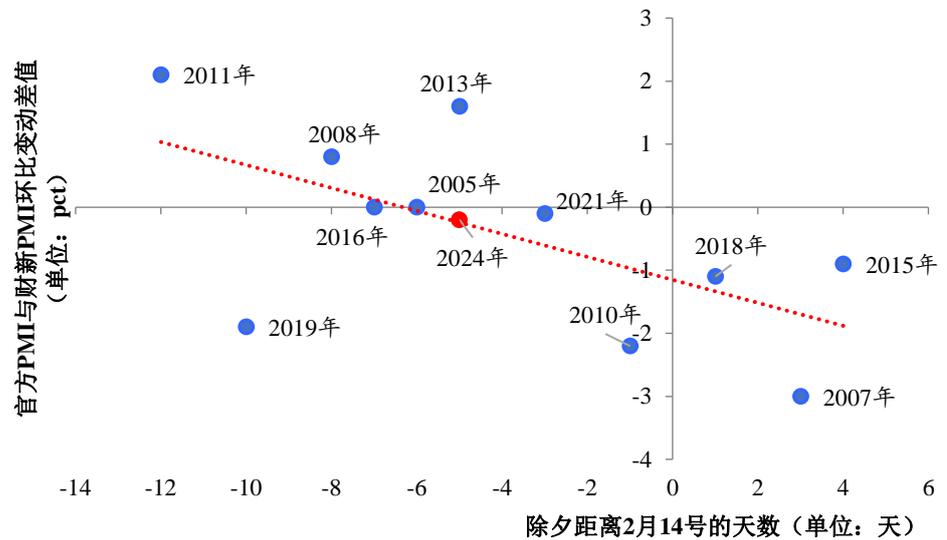
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：不同时期官方 PMI、财新 PMI 与进出口金额增速之间的相关性



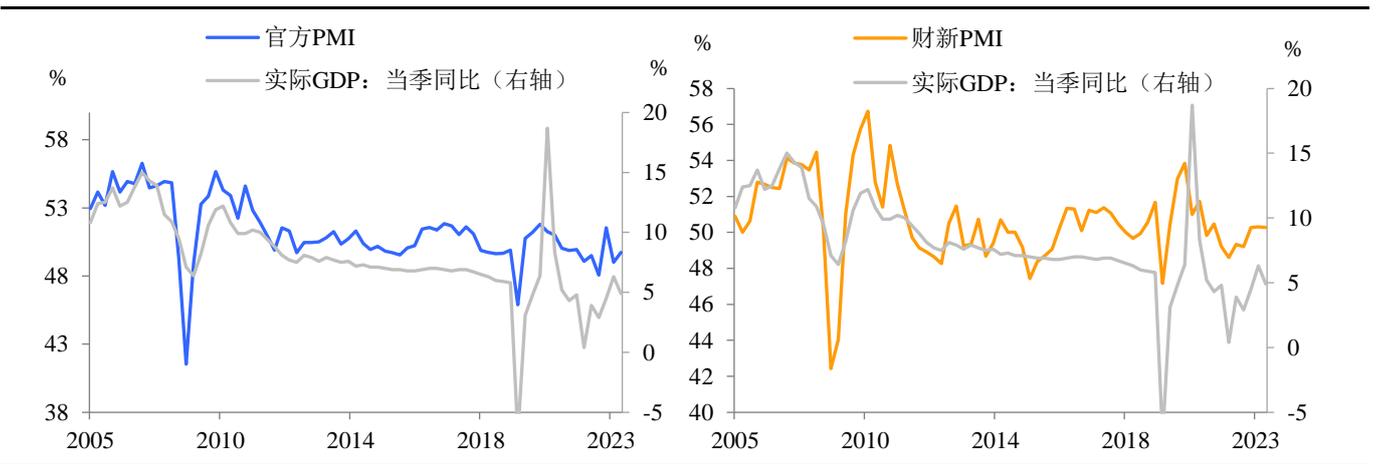
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：除夕的时间越前置，官方 PMI 与财新 PMI 的环比变动之差会越大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：实际 GDP 与官方 PMI 的走势更相似



数据来源：Wind，东吴证券研究所

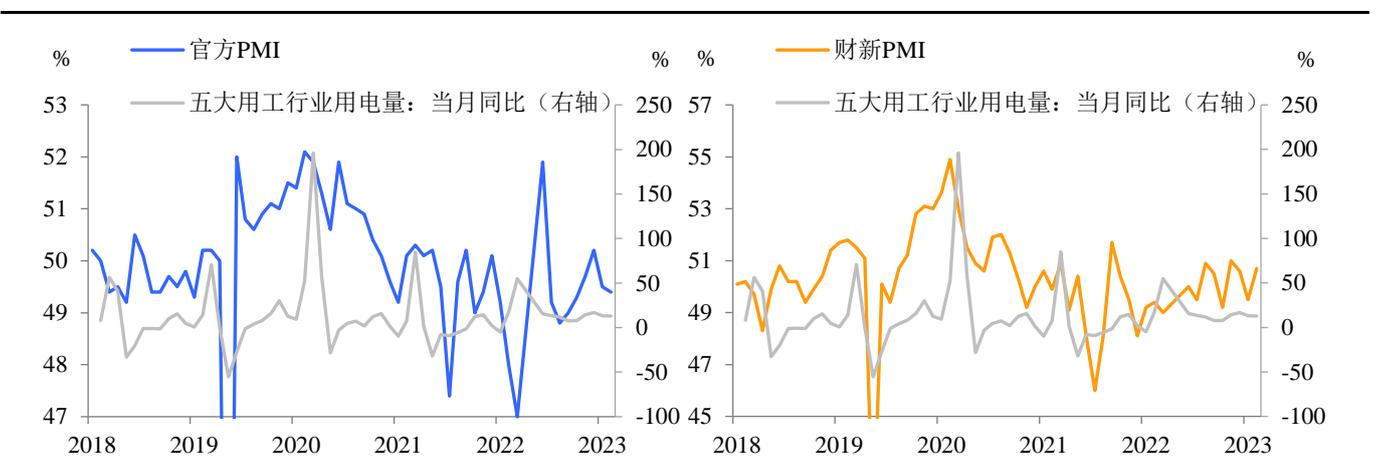
图10：不同工业行业用工规模占比

不同工业行业用工规模占比（单位：% ，2022年数据）					
上游		中游		下游	
煤炭开采和洗选业	3.4%	通用设备制造业	5.5%	食品制造业	2.2%
石油和天然气开采业	0.7%	专用设备制造业	4.5%	酒、饮料和精制茶制造业	1.3%
黑色金属矿采选业	0.4%	电气机械和器材制造业	7.5%	农副食品加工业	3.3%
有色金属矿采选业	0.3%	计算机、通信和其他电子设备制造业	12.4%	纺织服装、服饰业	3.0%
非金属矿采选业	0.4%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.0%	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	1.9%
开采专业及辅助性活动	0.4%	仪器仪表制造业	1.3%	纺织业	3.4%
其他采矿业	0.0%	金属制品、机械和设备修理业	0.3%	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	1.2%
黑色金属冶炼和压延加工业	2.6%	电力、热力生产和供应业	3.4%	家具制造业	1.3%
有色金属冶炼和压延加工业	2.0%	燃气生产和供应业	0.5%	医药制造业	2.7%
非金属矿物制品业	5.8%	水的生产和供应业	0.7%	印刷和记录媒介复制业	1.1%
石油、煤炭及其他燃料加工业	1.0%	金属制品业	4.9%	汽车制造业	5.7%
化学纤维制造业	0.6%	废弃资源综合利用业	0.3%	造纸和纸制品业	1.2%
化学原料和化学制品制造业	4.4%	其他制造业	0.5%	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	2.1%
橡胶和塑料制品业	3.7%			烟草制品业	0.2%
合计	25.6%		43.7%		30.7%

注：灰色阴影部分表示用工规模占比排名前五的行业。

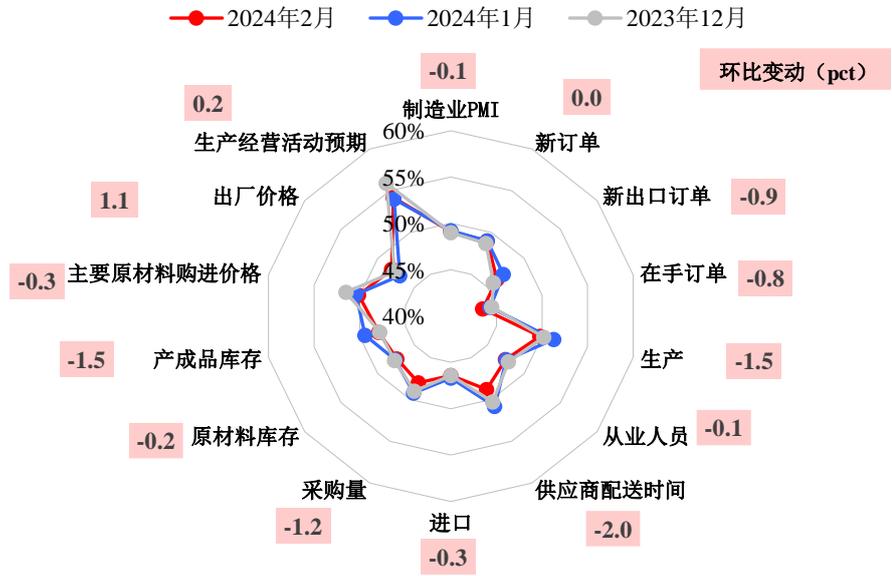
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：财新 PMI 更与五大用工行业景气度贴合



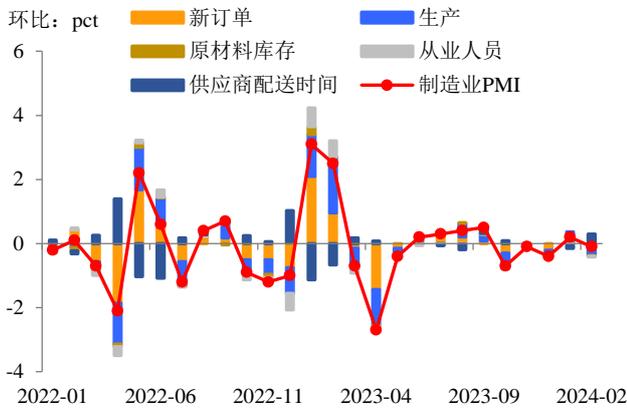
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12: 2月官方制造业 PMI 分项数据表现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 生产是导致2月官方PMI下降的主因



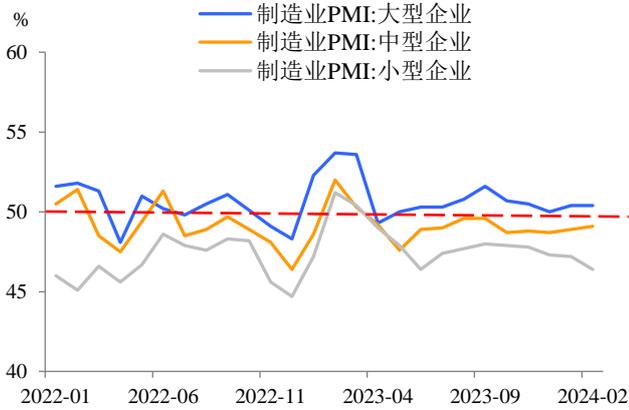
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2月PMI生产指数降幅略超季节性



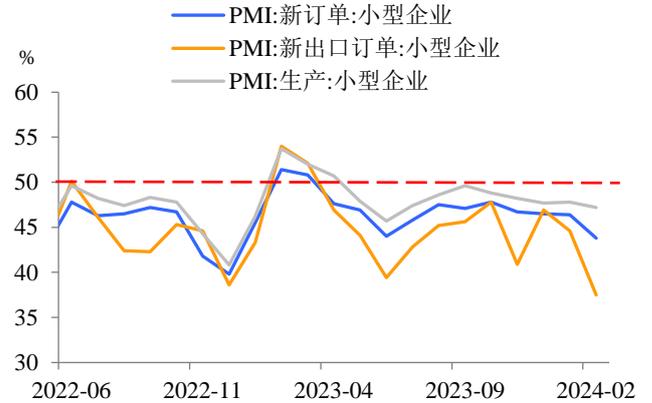
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 春节对小型企业影响较大



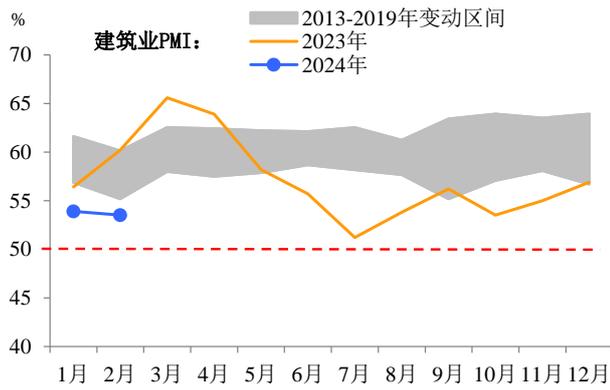
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2月小型企业 PMI 新出口订单指数降幅明显



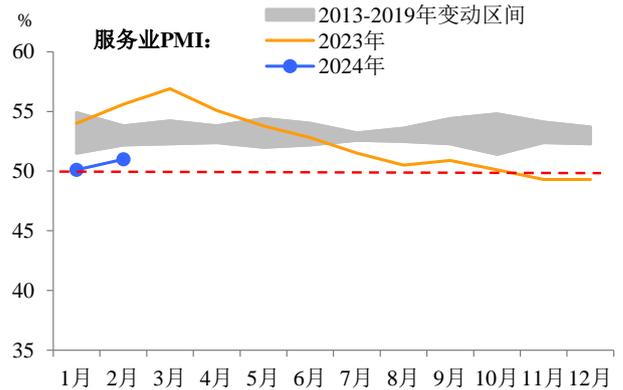
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 2月建筑业 PMI 小幅下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 2月服务业 PMI 抬升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>