



如何看待财新 PMI 与中采 PMI 的持续背离

2024 年 7 月 2 日

- 核心观点：**6 月财新制造业 PMI 录得 51.8%，连续 8 个月改善，与中采 PMI 指数再度背离。我们认为主要原因如下：
第一，中采 PMI 和财新 PMI 统计样本不同，中采 PMI 更加综合，而财新 PMI 更多反映外向型企业生产经营情况，当前外需整体好于内需，出口保持较高韧性，因此财新 PMI 持续高于中采 PMI。
第二，2017 年之后，中小企业出口份额占比逐年提升，规上企业或更多受到贸易摩擦的影响，因此中采新出口订单指数也弱于财新 PMI。从中采 PMI 内部来看，年初以来中小企业新出口订单指数改善幅度也好于大型企业。
第三，受制于进口国贸易政策的变化和地缘政治的潜在影响，企业出现抢出口行为，且中小企业反应更加迅速，造成本轮 PMI 持续背离。
- 财新 PMI 再度上行。**6 月财新 PMI 录得 51.8%，环比上涨 0.1 pct，在扩张区间再次上行，与中采 PMI 指数再度背离。过去 8 个月中，中采制造业 PMI 平均为 49.61%，而财新 PMI 平均为 51.15%，且背离幅度有走阔趋势。
- 财新 PMI 更多反映外向型企业的景气度，出口增速持续改善对应财新 PMI 的持续扩张。**官方制造业 PMI 反映国内经济景气度，调查样本涉及制造业的 31 个行业大类，3200 家企业，对增加值较高的行业赋以更高的权重。而财新制造业 PMI 统计样本为 650 家企业，普遍认为以沿海地区出口导向型的中小型民营企业及轻工业为主。从 2023 年 11 月以来，出口金额增速除了在 2024 年 3 月受去年基数影响有负增长，其余月份均保持正增长，出口的增长与财新 PMI 的扩张趋势更为一致。
- 中小企业出口份额占比逐年提升，在外需好转时改善弹性更大。**由 2017 年以来，出口交货值占出口商品金额的比重持续下降。由于出口交货值统计的是规模以上企业的出口情况，背后反映出中小企业出口份额在逐渐提升。因此，在外需好转时，中小企业改善的弹性更大，在过去几个月的财新 PMI 中得到体现。实际上，从中采 PMI 内部来看，年初以来中小企业新出口订单指数改善幅度也好于大型企业。
- 受制于进口国贸易政策的变化和地缘政治的潜在影响，企业出现抢出口行为。**5 月 14 日美方发布对华加征 301 关税四年期复审结果，进一步提高对自华进口的电动汽车等约 180 亿美元商品加征关税，6 月以来欧盟、土耳其、巴西、印尼等也陆续宣布将对我国部分出口商品加征关税。受此因素驱动，企业出现“抢出口”行为以规避高额关税。5 月份以来，CCFI 指数迅速上涨，美西、美东、南美航线运价上涨尤其显著。对外贸更加敏感的中小企业具有更显著的抢出口效应，5 月出口增速改善幅度显著好于出口交货值增速。
- 展望未来：**目前全球政治右转倾向明显，欧洲议会选举极右翼势力得票率大幅抬升，法国议会一轮选举极右翼得票第一；美国大选第一轮辩论特朗普表现好于拜登；德国 2025 将举行议会选举，极右翼选择党势头强劲。地缘政治冲突和右翼势力抬头增加了未来全球贸易政策的不确定性，因此下半年抢出口行为有可能延续，短期中采 PMI 和财新 PMI 背离的情形难以收敛。

分析师

张迪

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

研究助理: 吕雷、铁伟奥

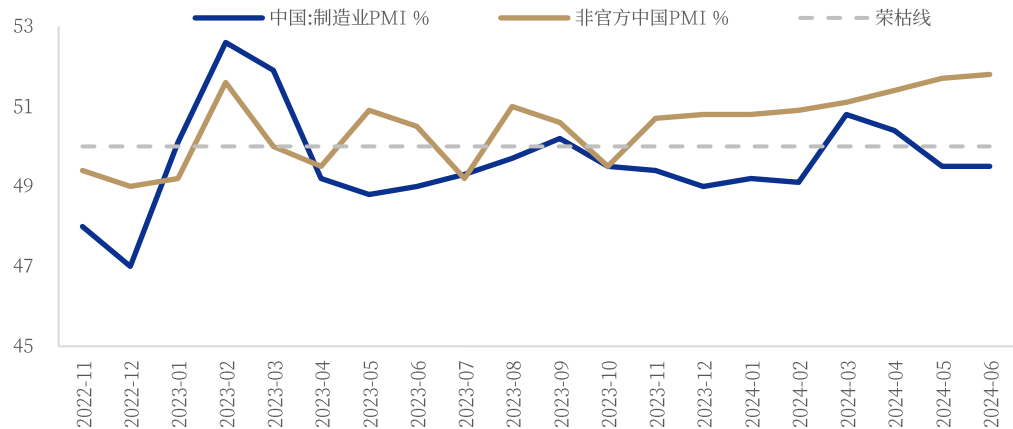
风险提示

- 国内政策时滞的风险
- 海外经济衰退的风险

一、财新 PMI 更能反映外向型企业的景气度

财新 PMI 再度上行, 与中采 PMI 背离继续走阔。7月1日, 财新发布6月 PMI 录得 51.8%, 环比上涨 0.1pct, 在扩张区间再次上行。财新 PMI 在 2023 年 11 月以来持续强势, 连续 8 个月保持扩张。但与此同时官方制造业 PMI 和财新 PMI 却持续背离, 这 8 个月期间官方制造业 PMI 平均为 49.61%, 而财新 PMI 均值为 51.15%, 且背离幅度有走阔趋势。

图1: 官方和财新制造业 PMI

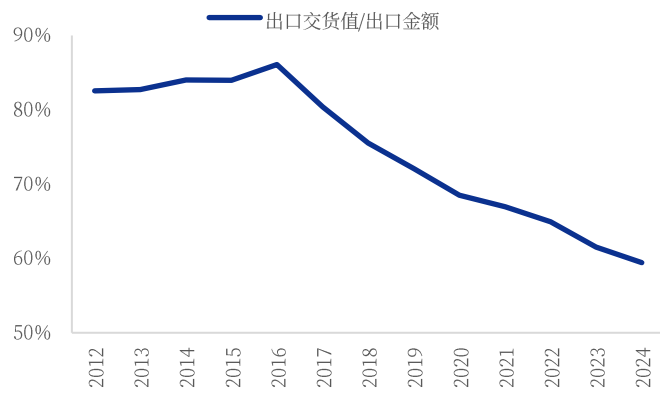


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

财新 PMI 更多反映外向型企业的景气度, 出口增速持续改善对应财新 PMI 的持续扩张。官方和财新 PMI 调查样本存在差异: 中采 PMI 的调查样本涉及《国民经济行业分类》(GB/T4754-2017) 中制造业的 31 个行业大类, 3200 家企业, 同时在选取样本时会增加值较高的行业赋以更高的权重, 因此中采 PMI 抽样的企业更多是在行中占比较高的大型企业。中采 PMI 更加综合, 而财新 PMI 更多反映外向型企业生产经营情况。与之相比, 财新制造业 PMI 统计样本为 650 家企业, 普遍认为调查样本主要以沿海地区出口导向型的中小型民营企业及轻工业为主。5 月出口金额同比增长 7.6%, 出口交货值同比增长 4.6%, 保持上行趋势。从 2023 年 11 月以来, 出口金额增速除了在 2024 年 3 月受去年基数影响有负增长, 其余月份均保持正增长。当前外需整体好于内需, 出口保持较高韧性, 因此财新 PMI 持续高于中采 PMI。

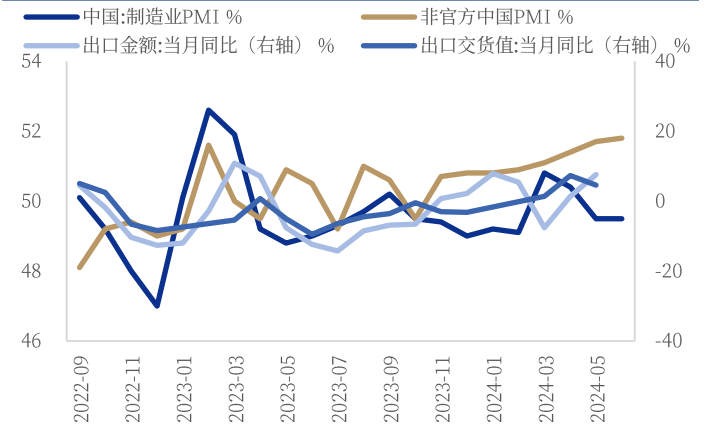
中小企业出口份额占比逐年提升, 在外需好转时改善弹性更大。由 2017 年以来, 出口交货值占出口商品金额的比重持续下降, 占比从 2016 年的 86% 下滑到目前的 59%。由于出口交货值统计的是规模以上企业的出口情况, 背后反映出中小企业出口份额在逐渐提升。今年 3-4 月份, 出口交货值增速显著高于整体出口增速, 进入 5 月, 整体出口增速超过出口交货值增速 3 个百分点, 表明 5 月中小企业出口增速有显著增长, 或许反应在关税摩擦的背景下, 对外贸更加敏感的中小企业具有更显著的抢出口效应。因此, 在外需好转时, 中小企业改善的弹性更大, 在过去几个月的财新 PMI 中得到体现。实际上, 从中采 PMI 内部来看, 年初以来中小企业新出口订单指数改善幅度也好于大型企业。

图2：2017年之后出口交货值占出口金额比重持续下行



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图3：6月生产指数仍然高于临界值，新订单指数继续回落



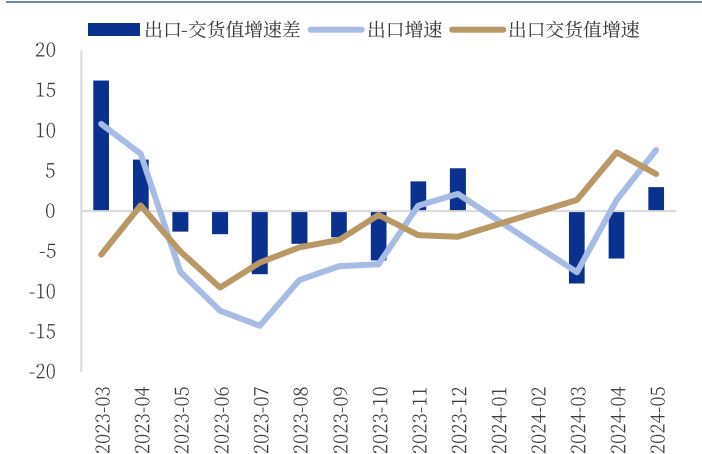
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

表1：出口与出口交货值统计口径梳理

	出口金额	出口交货值
数据收集机构	海关总署	统计局
数据收集方式	商品出海关时予以统计	规上工业企业上报
数据收集口径	海关统计包括实际进出中华人民共和国关境并改变我国境内物质资源存量的货物。海关特殊监管区域、保税监管场所或经济特区进出境的货物、加工贸易出口的货物、租赁期一年及以上的租赁贸易货物、外商投资企业进出口的货物、国际间无偿援助的物资以及捐赠品等均列入海关统计	指工商企业（规上）自营（委托）出口（包括销往香港、澳门、台湾地区）或交给外贸部门出口的产品价值，以及外商来样、来料加工、来件装配和补偿贸易等生产的产品价值
数据分类	针对商品采用八位数商品编码，前六位数是《协调制度》编码，后两位数是根据中国关税、统计和贸易管理方面的需要而增设的本国子目。2020年全目录计有98章、8558个八位数商品编号。	针对生产企业根据《2017国民经济行业分类》分为41个行业
价格	出口货物一律按离岸价格（FOB）统计	若委托外贸部门，则按外贸部门收购价计算，对于来料加工，只计算加工费。
统计时间区间	出口货物按海关结算的日期进行统计	当月出口或委托外贸部门出口，计入当月

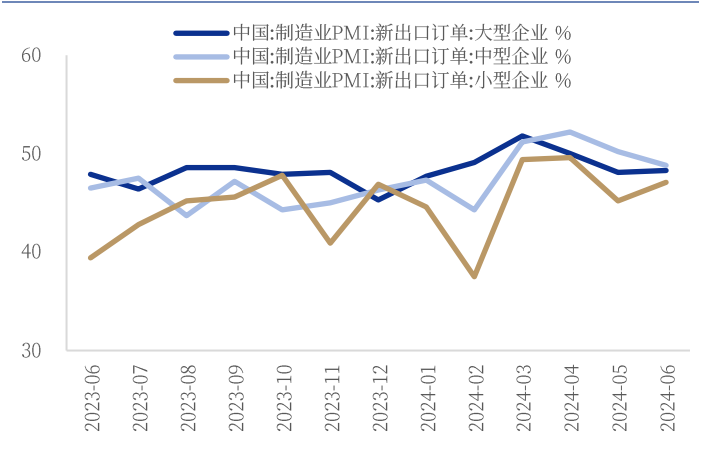
资料来源：统计局、海关总署、中国银河证券研究院

图4：5月中小企业抢出口效应更为显著（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图5：大中小企业新出口订单



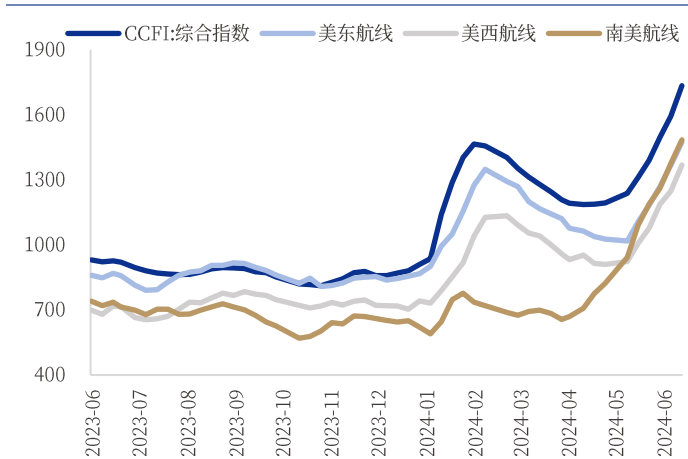
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

二、抢出口或是两者持续背离的主要原因

受制于进口国贸易政策的变化和地缘政治的潜在影响，企业出现抢出口行为。5月14日美方发布对华加征301关税四年期复审结果，进一步提高对自华进口的电动汽车等约180亿美元商品加征关税。6月以来欧盟、土耳其、巴西、印尼等也陆续宣布将对我国部分出口商品加征关税。受此因素驱动，企业出现“抢出口”行为以规避高额关税，带动5月出口增速同比上行至7.6%。从航线运价指数来看，5月份以来CCFI指数迅速上涨，美东和美西航线分别环比上涨23.5%和30.4%，南美航线上涨53.4%。从对美国、墨西哥、巴西三地的出口增速来看，5月份我国对其三者出口同比分别增长3.6%、11.3%和48.9%，对墨西哥尤其是巴西出口增速的高增长或指向部分商品借道巴墨等地以满足对美出口需求。对外贸更加敏感的中小企业具有更显著的抢出口效应，5月出口增速改善幅度显著好于出口交货值增速。

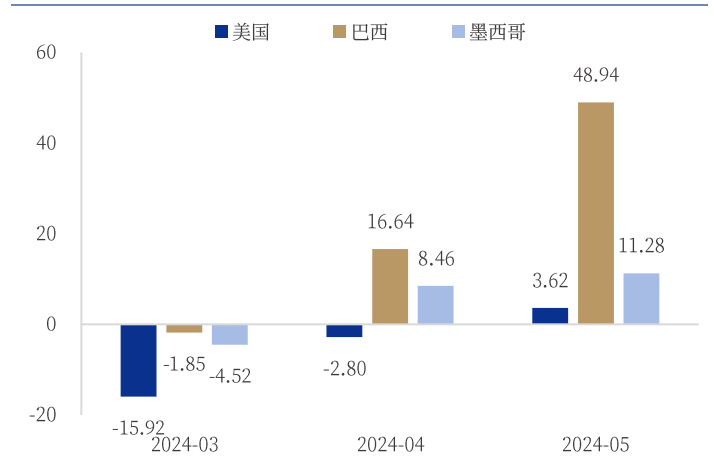
短期内贸易环境面临一定的不确定性，短期中采PMI和财新PMI背离的情形难以收敛。目前全球政治右转倾向明显，欧洲议会选举极右翼势力得票率大幅抬升，法国议会一轮选举极右翼得票第一；美国大选第一轮辩论特朗普表现好于拜登；德国2025将举行议会选举，极右翼选择党势头强劲。地缘政治冲突和右翼势力抬头增加了未来全球贸易政策的不确定性，因此下半年抢出口行为有可能延续，短期中采PMI和财新PMI背离的情形难以收敛。

图6：4月以来南美航线指数迅速上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：4-5月对巴墨出口同比增速明显加快（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表2：6月中外贸易摩擦时间线

时间	国家	事件
2024.06.29	美国	据彭博社当地时间6月29日报道，总部位于佐治亚州奥古斯塔附近的克拉博卡公司和德事隆公司，本周要求拜登政府对中国制造的高尔夫球车和其他低速型电池驱动个人汽车征收100%的关税，使之与美国对中国普通电动汽车征收的关税相当。
2024.06.28	印尼	6月28日表示，印尼将对从鞋类到陶瓷等进口产品征收100%至200%的保障关税，重启保护国内产业的计划。
2024.06.21	巴西	6月21日讯，巴西外贸委员会管理执行委员会发布2024年第604号决议，调整对原产于中国、马来西亚和泰国的非外科乳胶和PVC手套的临时反倾销税率。
2024.06.21	墨西哥	2024年6月21日，墨西哥经济部发布公告，对原产于中国的陶瓷餐具作出反倾销期间复审裁决，决定继续执行原2.61美元/千克的最低限价措施，对进口价格低于最低限价的涉案产品征收差额反倾销税，高于最低限价的涉案产品不征收反倾销税。
2024.06.21	哥伦比亚	2024年6月21日，哥伦比亚贸工旅游部在其官网发布2024年6月18日第176号公告，对原产于中国的无色浮法玻璃板启动反倾销调查。
2024.06.12	欧盟	6月12日的欧盟委员会发布公告，表示将对从中国进口的电动汽车，最高加征38.1%的额外关税。
2024.06.11	美国	2024年6月11日，美国多家企业依据《美国1930年关税法》第337节规定，向美国国际贸易委员会提出申请，指控对美出口、在美进口或是在美销售的特定电子烟产品侵犯其专利权，请求发起337调查，并发布普遍排除令、有限排除令和禁止令，美国、中国、英国等42家企业涉案。
2024.06.10	墨西哥	2024年6月10日，墨西哥经济部发布公告，对原产于中国的金属膜气球作出反倾销日落复审合并期间复审裁决，决定征收161%的反倾销税。措施自2023年6月8日起生效，有效期为五年。
2024.06.08	土耳其	6月8日，土耳其宣布对原产地为中国的燃油及混合动力乘用车征收40%额外进口关税，并自发布之日起30日后实施。
2024.06.05	英国	2024年6月5日，英国贸易救济署发布公告，对原产于中国的生物柴油发起反倾销调查。
2024.06.04	阿根廷	2024年6月4日，阿根廷经济部发布2024年第386号公告，对原产自中国和巴西的不锈钢材质、柄为木质或塑料的餐用刀、叉和勺子作出反倾销日落复审裁决，决定维持阿根廷此前确定的对中国涉案产品的反倾销措施，继续按离岸价(FOB)征收48%的反倾销税；终止对巴西涉案产品的反倾销措施。措施自公告发布之日起生效，有效期为两年。

资料来源：中国贸易救济信息网，中国银河证券研究院

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。

张迪，宏观经济分析师。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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，香港市场以恒生指数为基准。	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

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn