

2024 年 05 月 15 日

南华宏观研究团队报告 经济数据出现一定背离

核心观点：

4 月份的 PMI、物价和金融数据已经公布。从最近公布的数据来看，我们可以看到制造业 PMI 为 50.4，仍处于扩张区间内。CPI 同比为 0.3%，较上月上涨 0.2 个百分点。然而，社融数据却超出了市场预期，新增社融为-1987 亿元，M1 为-1.4%，出现了罕见的负值。为什么经济数据出现了一定的背离？当前经济数据到底反映了怎样的基本面？

- 1、经济数据背离主要受长、短期因素干扰。当前经济数据的短期背离是由于短期政策因、季节性因素的干扰，以及长期经济转型和需求不足等因素所致。这导致制造业 PMI 和物价指数同比有所好转，但社融数据却罕见地出现负值。
- 2、当前经济数据显示经济边际有所改善，但动力不足。由于 PMI 数据是环比的概念，制造业 PMI 数据位于扩张区间，表明制造业环比有所好转，这与物价指数同比上涨的趋势相符，都反映了国内经济边际改善的情况。然而，物价指数仍处于历史低位，同时新增人民币贷款中居民和企业短、中长期贷款出现超季节性走弱，这也表明经济仍处于新旧动能转换期，内需仍然偏弱。

南华期货研究所
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

曹扬慧：
投资咨询证号：Z0000505

潘响：
期货从业证号：F03107845

风险提示：文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

目录

章节

1. 经济数据出现一定背离	1
---------------------	---

目录

图表

图 1.1: 4 月制造业 PMI 数据 (%)	1
图 1.2: 4 月 CPI 数据 (%)	2
图 1.3: 4 月 PPI 数据 (%)	3
图 1.4: 社融数据罕见转负 (%)	3

1. 经济数据出现一定背离

4月份的PMI、物价和金融数据已经公布。从最近公布的数据来看，我们可以看到制造业PMI为50.4，仍处于扩张区间内。CPI同比为0.3%，较上月上涨0.2个百分点。然而，社融数据却超出了市场预期，新增社融为-1987亿元，M1为-1.4%，出现了罕见的负值。为什么经济数据出现了一定的背离？当前经济数据到底反映了怎样的基本面？带着以上两个问题，对当前经济数据进行展开分析。

1.1 PMI 数据显示经济仍保持边际好转趋势

从PMI数据来看，尽管4月的制造业PMI相比3月下降了0.4个百分点，但考虑到往年4月制造业PMI通常会出现季节性回落，回落幅度约为0.9个百分点，因此，本月的制造业PMI数据仍然表现强于季节性水平。具体分项数据显示，当前的生产指数持续偏强，而新订单指数有所回落，但两者仍然保持在扩张区间内。受近期大宗商品价格上涨的影响，主要原材料购进价格大幅上升，较上月上涨了3.5个百分点至54%。

图 1.1：4 月制造业 PMI 数据（%）

名称	2024年4月	2024年3月	变化	分位数水平	大型企业	变化	中型企业	变化	小型企业	变化
制造业PMI	50.4	50.8	-0.4	38.30%	50.3	-0.8	50.7	0	50.3	0.0
生产	52.9	52.2	0.7	46.20%	52.8	1.1	53.4	1	52.4	0.3
新订单	51.1	53.0	-1.9	40.90%	50.6	-0.8	51.9	-0.5	51.2	0.1
原材料库存	48.1	48.1	0.0	50.60%	48.4	-0.9	47.9	-0.5	47.6	0.1
从业人员	48.0	48.1	-0.1	18.50%	48.0	-0.9	47.8	0	48.3	0.7
供应商配送时间	50.4	50.6	-0.2	55.00%	50.3	-0.5	50.3	-0.6	50.6	0.3
新出口订单	50.6	51.3	-0.7	52.50%	50.0	-1.8	52.2	1	49.6	0.2
进口	48.1	50.4	-2.3	30.30%	47.5	-3.5	50.1	2	47.2	-5.5
采购量	50.5	52.7	-2.2	28.60%	50.8	-2.5	50.0	-0.5	47.5	-2.3
主要原材料购进价格	54.0	50.5	3.5	49.30%	54.0	3.5	53.4	2	54.7	1.7
出厂价格	49.1	47.4	1.7	44.90%	49.3	1	49.4	1	48.9	2.8
产成品库存	47.3	48.9	-1.6	49.70%	47.9	-1.4	47.5	-0.5	45.6	-2.5
在手订单	45.6	47.6	-2.0	41.80%	46.1	-0.8	46.1	-0.1	43.7	-3.2
生产经营活动预期	55.2	55.6	-0.4	41.20%	55.6	-0.4	56.2	-0.6	52.9	-3.3

资料来源：Wind、南华研究

根据以上制造业PMI数据来看，4月份的制造业表现强于季节性，并保持着扩张的趋势。生产情况持续偏强，尽管需求有所回落，但仍处于扩张区间。总体而言，尽管新订单需求有所转弱，但经济仍然保持边际好转的趋势。

1.2 核心物价指数维持稳步回升态势

本月CPI相比上月同期和环比均有所上升，核心CPI相比上月小幅上涨0.1个百分点至0.7。从环比来看，食品分项仍然是拖累因素，但降幅较上月大幅缩小。由于春节因素导致上月CPI降幅明显，因此本月食品和服务分项成为主要的环比拉动因素。从同比来看，食品分项仍然是主要的拖累因素，尽管同比相比上月持平，但对CPI同比上涨的拉动作用并不强。其中，猪肉价格同比大幅上涨，猪周期对CPI的拖累作用逐步消失，猪肉价格未来有望稳步回升。同时，受前期原油价格上涨的影响，交通工具燃料价格涨幅明显。总体而言，CPI数据仍然保持稳步回升的态势，后期仍需要消费和服务需求的支撑来推动通胀数据。

图 1.2: 4 月 CPI 数据 (%)

单位: %	环比增速				同比增速			
	2024年4月	2024年3月	2024年2月	环比变化	2024年4月	2024年3月	2024年2月	较前值变化
CPI	0.1	-1.0	1.0	1.1	0.3	0.1	0.7	0.2
食品	-1.0	-3.2	3.3	2.2	-2.7	-2.7	-0.9	0.0
非食品	0.3	-0.5	0.5	0.8	0.9	0.7	1.1	0.2
消费品	-0.1	-0.9	1.1	0.8	0.0	-0.4	-0.1	0.4
服务项目	0.3	-1.1	1.0	1.4	0.8	0.8	1.9	0.0
核心CPI (不含食品和能源)	0.2	-0.6	0.5	0.8	0.7	0.6	1.2	0.1
食品烟酒	-0.7	-2.2	2.2	1.5	-1.4	-1.4	-0.1	0.0
食用油	-0.4	0.0	-0.6	-0.4	-5.3	-5.3	-5.4	0.0
畜肉类	-0.8	-3.9	3.4	3.1	-3.2	-4.3	-2.9	1.1
牛肉	-2.7	-2.3	-0.3	-0.4	-10.4	-8.4	-6.9	-2.0
羊肉	-1.3	-1.7	1.3	0.4	-6.8	-6.0	-4.2	-0.8
猪肉	0.0	-6.7	7.2	6.7	1.4	-2.4	0.2	3.9
奶类	-0.5	0.3	-0.4	-0.8	-1.8	-1.0	-1.5	-0.8
粮食	-0.2	0.1	-0.1	-0.3	0.5	0.5	0.3	0.0
蛋	-2.0	-3.8	-2.2	1.8	-10.6	-8.9	-5.1	-1.7
水产品	-0.5	-3.5	6.2	3.0	0.2	1.2	4.1	-1.0
鲜菜	-3.7	-11.0	12.7	7.3	1.3	-1.3	2.9	2.6
鲜果	-2.0	-4.2	4.3	2.2	-9.7	-8.5	-4.1	-1.2
卷烟	0.1	0.1	0.1	0.0	1.2	1.2	1.3	0.0
酒	0.1	0.5	-0.9	-0.4	-1.0	-1.2	-1.3	0.2
生活用品及服务	0.4	0.0	-0.5	0.4	1.4	1.0	0.5	0.4
家用器具	-0.1	-0.3	0.0	0.2	-0.3	-0.8	-0.1	0.5
家庭服务	0.0	-0.2	-1.7	0.2	1.7	1.8	2.0	-0.1
衣着	-0.1	0.6	-0.2	-0.7	1.6	1.6	1.6	0.0
服装	-0.1	0.6	-0.2	-0.7	1.8	1.8	1.6	0.0
鞋	-0.1	0.5	0.0	-0.6	0.8	1.0	1.2	-0.2
交通和通信	1.0	-1.4	1.6	2.4	0.1	-1.3	-0.4	1.4
交通工具	-0.6	-0.7	0.1	0.1	-4.3	-4.6	-5.4	0.3
交通工具用燃料	2.9	1.1	1.9	1.8	6.9	2.2	0.8	4.7
交通工具使用和维修	-0.1	-2.4	2.6	2.3	0.3	0.4	2.9	-0.1
邮递服务	0.0	-0.2	-0.1	0.2	-0.3	-0.4	-0.1	0.1
通信工具	-0.9	-0.3	-1.1	-0.6	-2.9	-2.4	-2.1	-0.5
通信服务	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	-0.4	-0.4	0.0
教育文化和娱乐	0.5	-2.1	1.7	2.6	1.8	1.8	3.9	0.0
教育服务	0.0	0.1	0.0	-0.1	1.7	1.7	1.7	0.0
旅游	2.7	-14.2	13.1	16.9	4.1	6.0	23.1	-1.9
居住	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.0
房租	-0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.1
水、电、燃料	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.5	0.3	0.1
医疗保健	0.2	0.1	0.4	0.1	1.6	1.5	1.5	0.1
中药	0.3	0.1	0.1	0.2	5.4	5.5	5.9	-0.1
西药	0.3	0.2	0.6	0.1	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2
医疗服务	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	1.9	1.7	1.6	0.2
其他用品和服务	2.0	0.6	-0.2	1.4	3.8	2.7	3.0	1.1

资料来源: Wind、南华研究

从PPI数据来看, 总体上受上游原材料影响, 同比降幅有所收窄。具体来看, 受海外制造业复苏的影响, 有色金属和能源化工等行业的PPI同比涨幅明显。然而, 受国内地产链低迷的影响, 黑色金属等行业的PPI整体偏弱。下游行业的PPI同比表现也偏弱, 这在一定程度上反映了内需动力仍然不足。

图 1.3: 4 月 PPI 数据 (%)

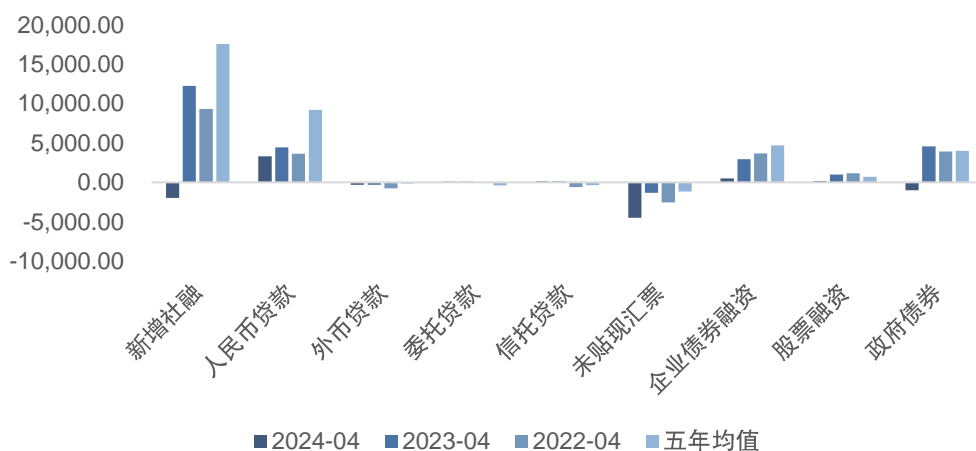
单位: %	权重 (%)	环比增速					同比增速				
		2024年4月	2024年3月	2024年2月	较前值变化	环比贡献率	2024年4月	2024年3月	2024年2月	较前值变化	同比贡献率
PPI	100.00	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-2.5	-2.8	-2.7	0.3	-
生产资料	75.00	-0.2	-0.1	-0.3	-0.1	-0.1	-3.1	-3.5	-3.4	0.4	0.3
采掘	4.30	-1.0	-0.8	0.2	1.0	0.0	-4.8	-5.8	-5.5	1.0	0.0
原料	19.20	0.3	0.3	-0.4	0.0	0.0	-1.9	-2.9	-3.4	1.0	0.2
加工	50.50	-0.4	-0.2	-0.3	-0.2	-0.0	-3.6	-3.6	-3.2	0.0	0.0
生活资料	25.00	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.9	-1.0	-0.9	0.1	0.0
食品	9.10	-0.1	-0.4	0.0	0.0	0.0	-0.8	-1.3	-0.9	0.5	0.0
衣着	4.10	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.0	0.0
一般日用品	6.00	0.3	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.2	0.0
耐用消费品	6.80	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.9	-1.8	-1.9	-0.1	0.0
分行业											
煤炭开采	2.00	-3.0	-1.6	-0.7	-1.4	0.0	-14.2	-15.0	-14.7	0.8	0.0
石油和天然气开采	0.60	3.4	1.1	2.5	2.0	0.0	9.4	6.3	4.2	3.1	0.0
黑色金属冶炼	0.60	-5.8	-2.5	0.3	-3.6	0.0	0.6	6.7	-4.1	-4.1	0.0
有色金属冶炼	0.60	-6.6	0.4	-0.2	3.0	0.0	7.6	3.4	4.5	4.2	0.0
非金属矿物制品业	0.60	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-2.3	-2.0	-2.3	-0.3	0.0
化学原料和化学制品制造业	7.60	-0.1	0.3	-0.5	-0.8	0.0	-5.4	-6.3	-6.6	0.9	0.1
黑色金属冶炼和加工	5.50	-2.5	-1.2	-0.4	-1.3	-0.0	-6.5	-7.2	-4.9	-2.3	-0.1
有色金属冶炼和加工	4.70	3.2	0.6	0.2	2.6	0.0	3.6	0.6	-0.2	3.0	0.1
石油、煤炭及其他燃料加工	3.00	1.0	0.2	0.2	0.0	0.0	-1.0	-0.2	-4.8	3.2	0.1
计算机、通信和其他电子设备制造业	8.50	-0.2	0.0	-0.1	-0.2	0.0	-2.0	-2.5	-2.1	0.5	0.0
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	6.40	0.0	0.3	-0.2	-0.3	0.0	-0.1	-0.4	-0.5	0.3	0.0
非金属矿物制品业	5.40	-1.0	-0.5	-0.4	-0.5	0.0	-9.0	-8.1	-7.7	-0.8	0.0
通用设备制造业	4.20	-0.3	0.0	-0.2	-0.3	0.0	-0.8	-0.5	-0.5	-0.3	0.0
汽车制造业	7.00	-0.6	-0.2	-0.1	-0.4	0.0	-2.0	-1.5	-1.5	-0.5	0.0
电力、热力生产和供应业	4.70	-0.6	0.7	-1.3	-0.6	-0.0	-2.1	-1.7	-2.6	-0.4	0.0
医药制造业	2.40	-0.1	-0.1	-0.3	0.0	0.0	-0.7	-0.6	-0.5	-0.1	0.0
食品制造业	2.30	-0.2	-0.4	-0.6	0.0	0.0	-1.2	-1.2	-0.9	0.0	0.0

资料来源: Wind、南华研究

1.3 社融数据罕见转负

本月的社融数据罕见地转为负值。从结构上来看, 本月新增社融主要受到未贴现票据、政府债券和企业债券融资分项的影响。未贴现票据的大幅下降可能与3月份未贴现票据冲高回落有关, 同时也在一定程度上反映了企业开票较为低迷。政府债券的走弱与当前财政支出增速偏慢有关, 随着专项债和新增国债项目进度的加快, 政府支出增速将会加快。企业债券融资也较季节性偏弱, 这在一定程度上反映了实体经济融资需求有待改善。M1增速转为负值可能受到4月初发布的《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》的影响, 导致原本处于灰色地带的资金被用户提前偿还贷款、购买货币基金和银行理财。总体而言, 本月金融数据罕见地转为负值受到多方面的影响, 而货币政策执行报告强调未来信贷增速平缓可能是常态, 无需过度解读。相比于信贷增速, 央行更加重视信贷的质量。

图 1.4: 社融数据罕见转负 (%)



资料来源: Wind、南华研究

通过以上分析，我们再来解答开头所提出的两个问题。

1、经济数据背离主要受长、短期因素干扰。当前经济数据的短期背离是由于短期政策因、季节性因素的干扰，以及长期经济转型和需求不足等因素所致。这导致制造业PMI和物价指数同比有所好转，但社融数据却罕见地出现负值。

2、当前经济数据显示经济边际有所改善，但动力不足。由于PMI数据是环比的概念，制造业PMI数据位于扩张区间，表明制造业环比有所好转，这与物价指数同比上涨的趋势相符，都反映了国内经济边际改善的情况。然而，物价指数仍处于历史低位，同时新增人民币贷款中居民和企业短、中长期贷款出现超季节性走弱，这也表明经济仍处于新旧动能转换期，内需仍然偏弱。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

