

2024 年 06 月 05 日

南华宏观研究团队报告 如何看待财新 PMI 与官方 PMI 持续背离

核心观点：

5 月财新中国制造业 PMI 升至 51.7，为 2023 年以来最高，财新数据跟统计局 PMI 数据自 2023 年 10 月以来持续背离，而产生这种背离的主要原因是数据来源、样本覆盖和计算方法上存在一些区别。那这种背离隐含着哪些信息呢？

- 1、结构性好转仍存。东部沿海地区的整体经济景气度高于全国经济景气度。经济受海外需求的影响，结构性好转，地区间的差异也在增加。
- 2、短期动力不足。新订单指数和新出口订单指数下滑严重。经济仍处于新旧动能转换期，内需仍然偏弱。
- 3、未来并不需要过于悲观。海外制造业复苏，虽然短期内经济存在一定波动，但利多因素偏多。一季度经济数据表现偏强，政策可能相对保守，短期内经济数据的疲软在一定程度上可能会刺激政策的调整。高频数据中的生产和消费数据并未出现大幅波动。

风险提示：文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

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

目录

章节

1. 如何看待财新 PMI 与官方 PMI 持续背离	1
----------------------------------	---

目录

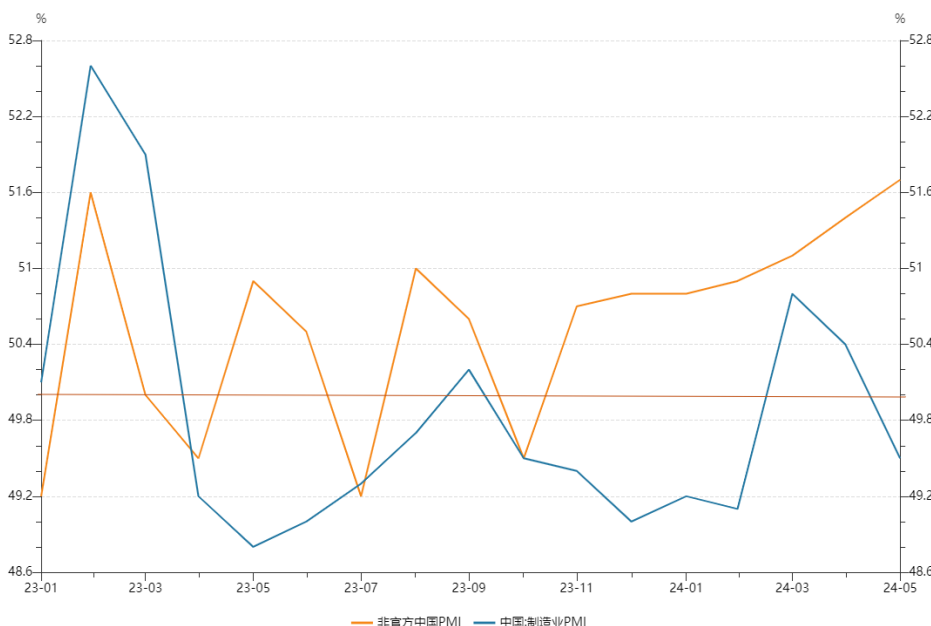
图表

图 1.1: 财新数据跟统计局 PMI 数据自 2023 年 10 月以来持续背离.....	1
图 1.2: 地区间景气度差异增加.....	2
图 1.3: 新订单指数和新出口订单指数下滑严重 (%)	3
图 1.4: 制造业 PMI 的周期波动为 3-5 年 (%)	4
图 1.5: 美国物价指数偏韧性 (%)	4
图 1.6: 生产端钢铁、化工开工率并未出现大幅下滑 (%)	5
图 1.7: 乘用车销量维持稳定	5
图 1.8: 中国轻纺城成交量季节性下滑.....	5

1. 如何看待财新 PMI 与官方 PMI 持续背离

5月财新中国制造业PMI升至51.7，为2023年以来最高，财新数据跟统计局PMI数据自2023年10月以来持续背离，而产生这种背离的主要原因是数据来源、样本覆盖和计算方法上存在一些区别。

图 1.1：财新数据跟统计局 PMI 数据自 2023 年 10 月以来持续背离



资料来源：Wind 南华研究

首先，统计局PMI是由中国国家统计局发布的官方指标，数据来源于国家统计局的调查问卷。财新PMI则是由财新传媒与市场调研公司编制的指标，数据来源于财新传媒的调查问卷。因此，统计局PMI被认为是官方数据，具有更高的权威性和可靠性。

其次，统计局PMI的样本覆盖范围更广，包括大型、中型和小型制造业企业，以及国有企业和民营企业。而财新PMI的样本主要集中在东部沿海中小型民营企业，更加关注区域私营经济的表现。因此，财新PMI更能反映东部沿海中小型企业的经营状况和市场需求。

最后，统计局PMI和财新PMI的计算方法也有所不同。统计局PMI采用加权平均法，将各项指标加权平均得出综合指数。而财新PMI则采用简单平均法，将各项指标简单平均得出综合指数。这导致两个指标的数值范围和变化趋势可能有所不同。

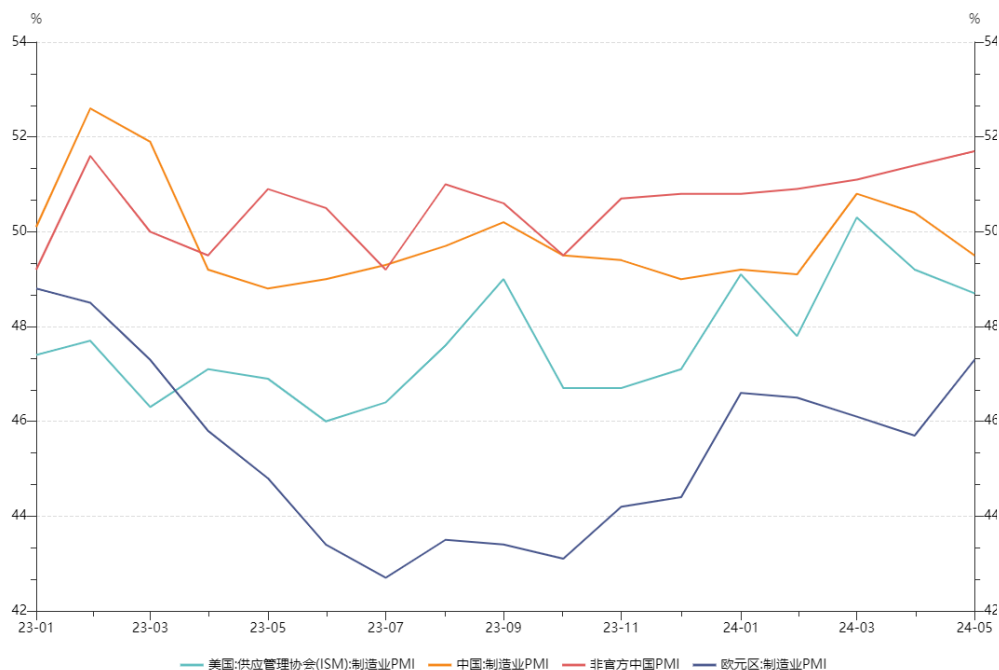
那这种背离隐含着哪些信息呢？

1.1 结构性好转仍存

从覆盖范围来看，财新PMI的样本主要集中在东部沿海的中小型民营企业，这表明

当前东部沿海地区的整体经济景气度高于全国经济景气度。东部沿海地区可能受到全球制造业复苏的影响，出口订单的增长推动了财新PMI的持续上升。经济受海外需求的影响，结构性好转，地区间的差异也在增加。

图 1.2: 地区间景气度差异增加

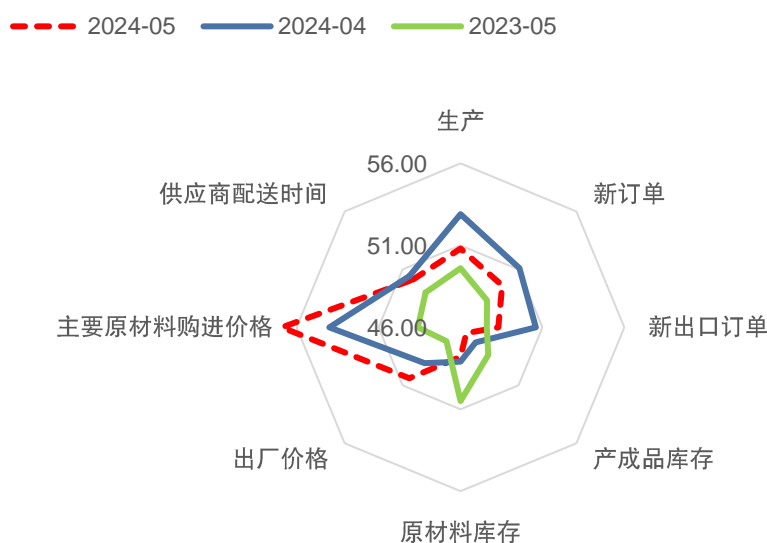


资料来源: Wind 南华研究

1.2 短期动力不足

从官方PMI数据来看，制造业PMI重回荣枯线以下，并且出现了超出预期的大幅下降。除了价格方面的指标外，其他指标相较上个月都有所下降，但好于去年同期。特别是新订单指数和新出口订单指数，下滑幅度较为严重。

图 1.3：新订单指数和新出口订单指数下滑严重（%）



资料来源：Wind 南华研究

新出口订单指数可能受到美国制造业PMI下滑的影响，而新订单指数的下滑或许进一步验证了当前内需动力仍然不足。从社零数据来看，自2024年3月以来，两年均值的社零数据呈现下行趋势，而新订单指数的下滑在另一个层面上表明未来社零数据可能会进一步走弱，至少很难超出预期的好转。尽管受五一假期的影响，餐饮收入可能会表现较强，但餐饮在整个消费中的比重并不高。同时，结合前期经济数据的背离，我们也能看出国内经济在边际上有所改善，但仍处于新旧动能转换期，内需仍然偏弱。

1.3 未来不必过于悲观

总体来看，我们对未来经济并不悲观。

1、海外制造业复苏，虽然短期内经济存在一定波动，但利多因素偏多。

目前经济数据中未能找到证伪美国制造业复苏的证据。从当前的美国经济数据来看，制造业PMI开始出现明显的筑底反弹趋势。一般来说，制造业PMI的周期波动为3-5年，本轮制造业基本已经触底，短期内有上涨的趋势。尽管4、5月份制造业PMI回到了荣枯线以下，并持续下降，但在制造业复苏的初期，经济出现小幅波动是正常现象，我们仍需持续关注制造业PMI的数值。若未来出现连续下行，市场可能开始质疑制造业复苏逻辑并转而交易降息预期。

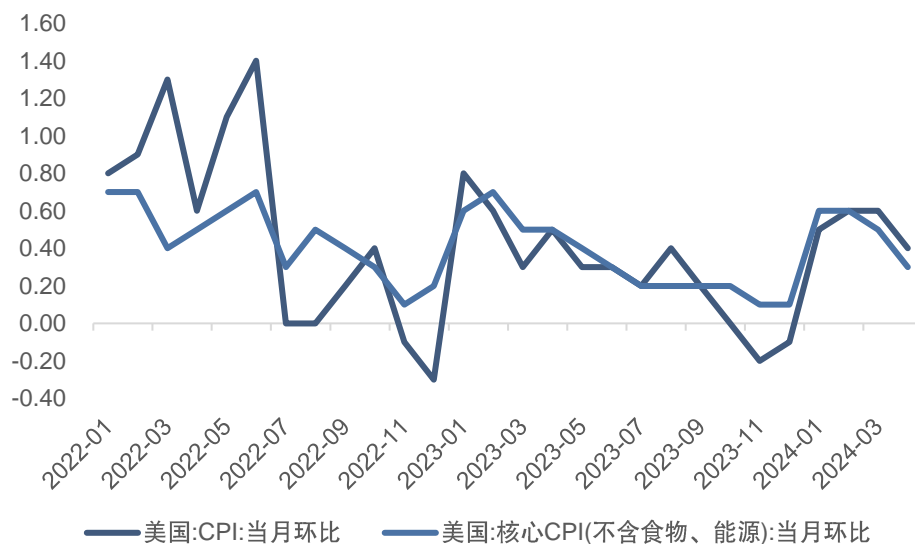
图 1.4：制造业 PMI 的周期波动为 3-5 年（%）



资料来源：Wind、南华研究

其次，美国物价指数表现出一定的韧性，通胀回落并不顺利，市场开始预期二次通胀的出现。下半年预期美国有望迎来新一轮耐用品置换周期。

图 1.5：美国物价指数偏韧性（%）



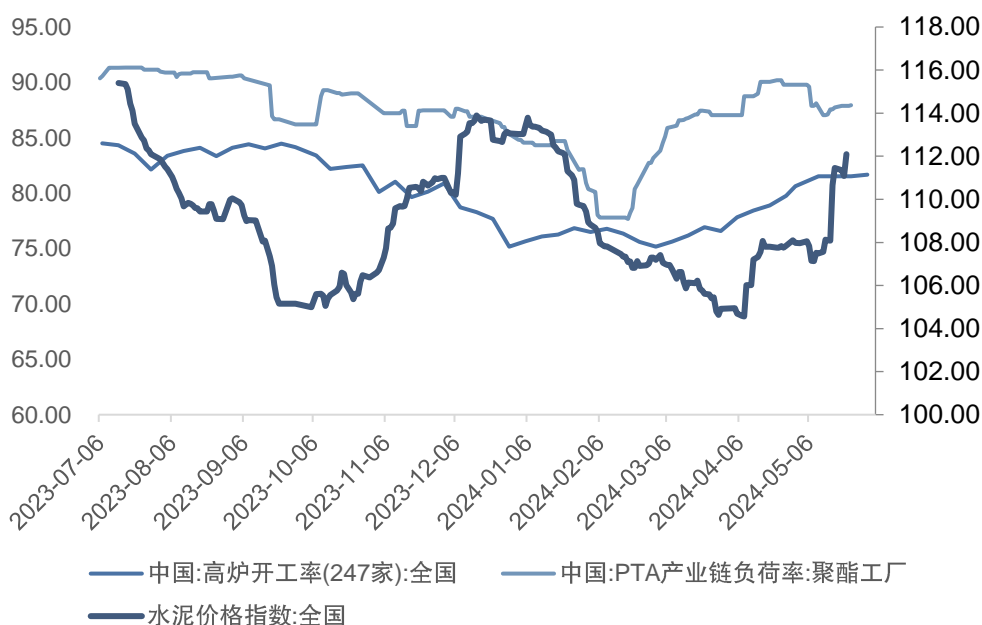
资料来源：Wind、南华研究

目前相对确定的主要是欧洲的降息预期，市场一致预期欧洲会在6月开启第一次降息，并根据通胀数据和欧洲经济复苏情况再进行第二次降息。因此，市场预期欧洲的降息节奏很可能是不连续的。欧洲降息是否能在短期内就使得欧洲经济就能得到大幅改善，可能仍需观察。

2、一季度经济数据表现偏强，这可能导致政策相对保守。短期内经济数据的疲软在一定程度上可能会刺激政策的调整。一季度的GDP数据超过了全年增速目标，因此，二季度整体政策力度相对保守，财政支出增速较慢，这也可能是经济数据疲软的一个原因。如果短期内经济数据持续疲弱，未来政策出台的预期可能会逐步增强。

3、高频数据生产消费数据并未大幅波动。从高频的生产和消费数据来看，生产端的钢铁和化工开工率并未出现大幅下滑，而水泥价格指数持续上升，这表明从生产端来看，整体生产仍然保持稳定。从需求端来看，乘用车销量和中国轻纺城的成交量与往年相比并未出现大幅下滑。因此，从长期来看，经济可能仍然保持缓慢复苏的趋势，但在短期内，景气度可能会有所波动。

图 1.6：生产端钢铁、化工开工率并未出现大幅下滑（%）



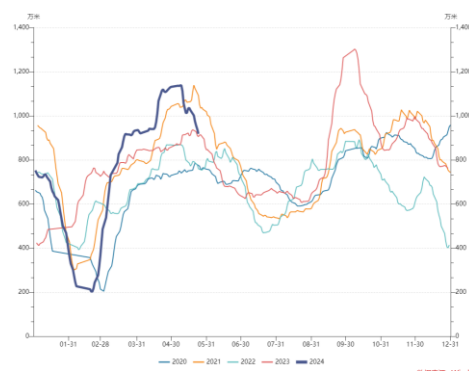
资料来源：Wind、南华研究

图 1.7：乘用车销量维持稳定



数据来源：Wind 南华研究

图 1.8：中国轻纺城成交量季节性下滑



数据来源：Wind 南华研究

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

