



官方与汇丰 PMI 逆向变动的情况解析

要点:

- 4 月 1 日, 国家统计局与中国物流与采购联合会(CFLP)公布 2012 年 3 月 PMI 为 53.1%, 显著高于同日汇丰中国公布的 3 月 PMI 终值 48.3%, 二者分别位于经济荣枯线(50%)的两端。不仅如此, 官方 PMI 连续 4 个月回升, 而汇丰 PMI 却在连升 3 个月之后扭头下行, 并连续 5 个月处于经济荣枯线之下。同样作为反映经济走势的先行指标, 官方与汇丰 PMI 走势出现明显背离。
- 官方 PMI 和汇丰 PMI 走势出现差异的主要原因是由于样本差异所致; 官方 PMI 和汇丰 PMI 不同的样本群体导致其在不同的经济发展阶段预测准确度分别更胜一筹: 经济上行阶段官方 PMI 对经济走势的预测准确度更高, 而在经济下行阶段, 汇丰 PMI 预测准确度则更高。
- 现在经济处于下行期, 根据前面分析结论, 汇丰 PMI 的预测准确性更高一些, 而当前经济表现也验证了汇丰 PMI 前几期的数据; 我们维持以前对经济走势的判断, 预计中国经济增速仍将出现放缓, 但在政府有效宏观调控之下, 下滑幅度可控制在一定范围内, 从而实现平稳较快增长。

负责人: 詹向阳 樊志刚

国内宏观经济研究团队:

樊志刚 赵幼力 王小娥 朱 妮
李 露 杨 苕

执笔: 王小娥 杨苕

xiaoe.wang@icbc.com.cn

yangxing@icbc.com.cn

相关研究:

2012/3/19 《通胀指数明显回落
经济活力有待增强——2012年3月
国内金融动态月报》

2012/3/19 《宏观调控审慎灵活
经济增长平稳可期——2012年政府
工作报告解读》

重要声明: 本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料, 但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见, 不构成对阅读者的任何投资建议。本报告(含标识和宣传语)的版权为中国工商银行城市金融研究所所有, 仅供内部参阅, 未经作者书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

Analysis on the Reverse Changes of Official Manufacturing Purchasing Managers' Index and HSBC Manufacturing Purchasing Managers' Index(PMI)

Executive Summary

April 1, National Bureau of Statistics and the China Federation of Logistics & Purchasing (CFLP) joint announced that PMI of March is 53.1%, significantly higher than the March PMI final value of 48.3% by the HSBC China announced on the same day, two numbers respectively on both sides of the Economic boom line (50%). Moreover, the official PMI has been rising for four months, while the HSBC PMI has turned down after rising for three months, which has been under the Economic boom line for five months. As the same leading indicators that reflect the economic trend, there is the apparent departure of the official and the HSBC PMI. The performances of the two indicators are different mainly due to sample differences; sample group differences result in different accuracy at different stages of economic development: In Economic prosperous stages, the official PMI forecast accuracy is higher, while during economic downturn, the HSBC PMI forecast accuracy is higher. Now economy is in the downturn, according to the



previous conclusions, the predictive accuracy of the HSBC PMI is higher. The current economic performance also has verified the performance of HSBC PMI. We maintain our previous judgment on economic trends that China's economy growth will continue slowing down, but under effective government macroeconomic regulation and control, the decline can be controlled within a certain range and china's economy will achieving stable and rapid growth.

目 录

一、官方与汇丰 PMI 指标的对比	1
（一）总体情况对比	1
（二）分项情况对比	2
二、原因解析	3
（一）样本选取对象有差异	3
（二）不同群体对宏观经济感受和心理预期不同	3
（三）季节调整因素影响	4
三、情况评析	5
（一）从历史数据来看，经济上行阶段官方 PMI 对经济走势的预测准确度更高，而在经济下行阶段汇丰 PMI 预测准确度则更高	5
（二）当前中国经济表现与汇丰 PMI 更为一致	7
（三）我们的结论	9

图目录

图 1 官方 PMI 与汇丰 PMI 走势对比	1
图 2 官方 PMI 与汇丰 PMI 3 月分项指标环比变动情况	2
图 3 官方 PMI、汇丰 PMI、GDP 当季指数走势图	6
图 4 官方 PMI 新订单、汇丰 PMI 新订单、工业增加值当月增速走势图	6
图 5 官方 PMI 产出、汇丰 PMI 生产、工业增加值当月增速走势图	7
图 6 官方 PMI 新出口订单、汇丰 PMI 新出口订单、工业品出口增速走势图	7
图 7 铁矿石、水泥、发电量、电力消费累计同比增速折线图	8
图 8 人民币贷款各期限同比增速	8
图 9 工业增加值同比增速走势图	9



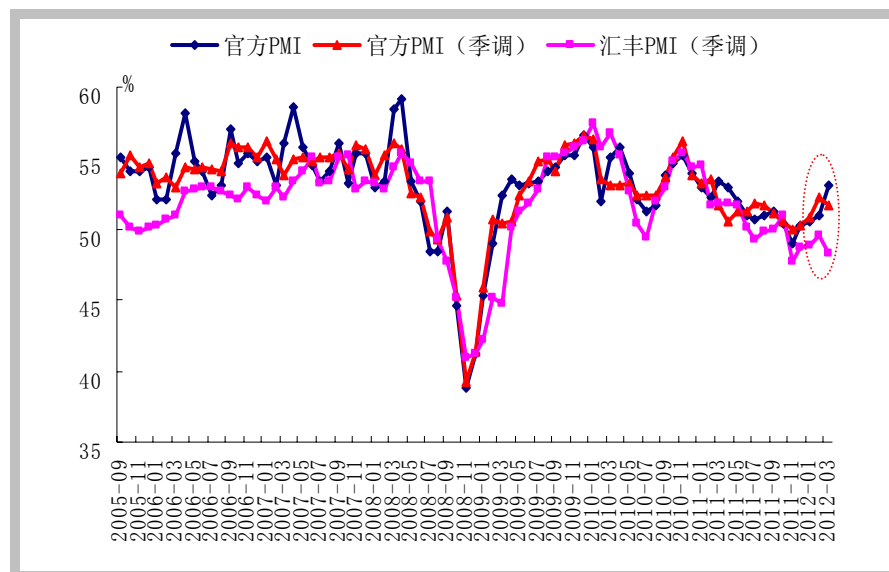
4月1日，国家统计局与中国物流与采购联合会（CFLP）公布2012年3月PMI为53.1%（以下简称官方PMI），显著高于同日汇丰中国公布的3月PMI终值48.3%（以下简称汇丰PMI），二者分别位于经济荣枯线（50%）的两端。不仅如此，官方PMI连续4个月回升，而汇丰PMI却在连升3个月之后扭头下行，并连续5个月处于经济荣枯线之下。同样作为反映经济走势的先行指标，官方与汇丰PMI走势出现明显背离的情况令人费解，到底那个指标在当前更能反映中国经济未来走势？本文拟对此问题进行解析。

一、官方与汇丰 PMI 指标的对比

（一）总体情况对比

官方PMI始于2005年1月，汇丰PMI数据始于2005年9月，到2012年3月份，共有79组数据，但两者方向出现相反的情况多达23次。这意味着过去6年多时间里，官方PMI与汇丰PMI有近三分之一的月度数据走势相反。我们采用CENSUS X12方法对官方PMI进行季调后，两者差异有所缩小，但方向相反的次数仍达18次，占公布总次数的22.78%。2012年3月，官方与汇丰PMI指标走势再次出现背离（见图1）。

图1 官方PMI与汇丰PMI走势对比（2005.9-2012.3）

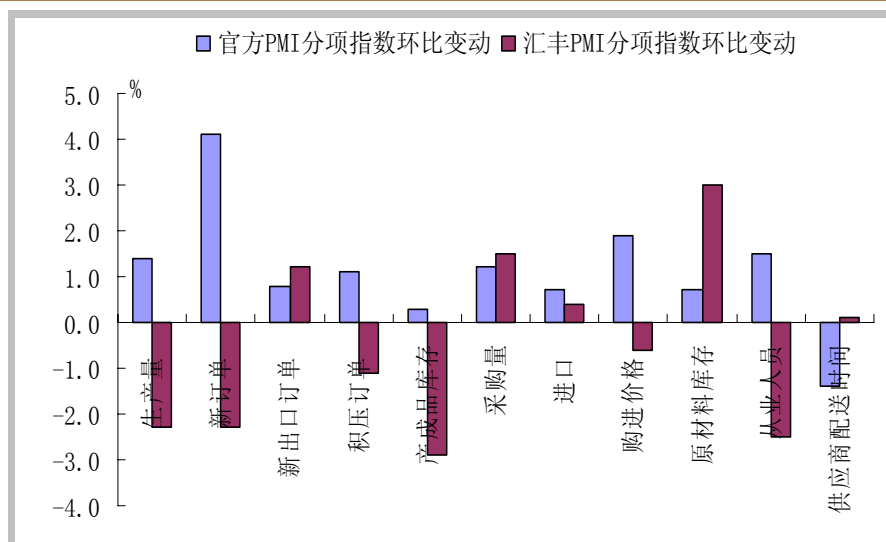


资料来源：Wind，CEIC，城市金融研究所宏观经济金融数据库（ICBC），除特别说明外，下同。

（二）分项情况对比

从分项指数来看，2012 年 3 月官方 PMI 同上月相比，只有供应商配送时间指数下降，其余各指数均不同程度上升。而汇丰 PMI 的 11 个分项指数之中，生产量、新订单、积压订单、产成品库存、购进价格、从业人员等 6 项指标负增长，新出口订单、采购量、进口、原材料库存、供应商配送时间等 5 项指标正增长（见图 2）。

图2 官方PMI与汇丰PMI3月分项指标环比变动情况（2012.2-2012.3）



从变动幅度来看，一是**新订单指数差异最大**。官方 PMI 中新订单指数由 51% 上升到 55.1%，升幅达到 4.1 个百分点。与之相反的是，汇丰 PMI 中新订单指数由 48.5% 下降到 46.2%，下降了 2.3 个百分点。二是**从业人员指数差异次之**。官方 PMI 中从业人员指数 3 月上升 1.5 个百分点至 51%，时隔 5 个月后重新回到扩张区间。与之相反的是，汇丰 PMI 中从业人员指数出现了 2.5 个百分点的下降，创 2009 年 3 月以来的最低点。三是**生产指数存在一定差异**。官方 PMI 中生产指数达到 55.2%，比上月上升 1.4 个百分点，但升幅远低于 3 月的历史升幅均值（5.6%）。与此同时，汇丰 PMI 中生产指数由 50.2% 下降到 47.9%，下降了 2.3 个百分点。四是**价格指数、供应商配送时间指数均出现小幅**



反向变动。3 月官方 PMI 中购进价格指数上升 1.9 个百分点，而汇丰 PMI 中购进价格指数小幅下降 0.6 个百分点。3 月官方 PMI 中供应商配送时间指数负增长 1.4 个百分点，而汇丰 PMI 中供应商配送时间指数正增长 0.1 个百分点。

二、原因解析

我们认为，官方与汇丰 PMI 趋势不一致，主要是由于样本对象、心理预期和季节波动处理等因素影响。

（一）样本选取对象有差异

官方 PMI 采用 PPS¹ 抽样，即根据所在行业及企业对 GDP 的贡献度，大中小企业类型、所处地区等因素综合考虑，样本量为 800 余家。在采样的时候尽管考虑到了小型企业，但更多的是经济中重要的国有大型企业。因此，官方 PMI 更多的是反映大中型企业的情况。而汇丰 PMI 样本量仅为 400 余家，样本主要集中在出口型企业及小微企业，更多的是反映中小企业的情况。应该说，两份看似矛盾的数据显示出实体经济中，大型企业和中小企业冰火两重天的生存现状。在 3 月新订单指数、生产指数和价格指数的对比中，均可看出大型企业在生产、销售等方面优于中小企业。

这从官方 PMI 数据分企业规模数据也可得到验证。分企业规模看，3 月大型企业 PMI 为 54.3%，比上月提高 3.4 个百分点，是制造业 PMI 明显回升的主要因素；中型企业 PMI 为 50.4%，比上月提高 0.9 个百分点；小型企业 PMI 为 50.9%，比上月大幅回落 4.3 个百分点。

（二）不同群体对宏观经济感受和心理预期不同

总体来看，在国家宏观调控趋紧、经济处于下行期的大环境下，不同规模企业对宏观经济走势感受是不同的，从而形成不同的心理预

¹ PPS 抽样调查法 (Probability Proportionate to Size Sampling) 是指按规模大小成比例的概率抽样。它是一种使用辅助信息，从而使每个单位均有按其规模大小成比例的被抽中概率的一种抽样方式。其抽选样本的方法有汉森-赫维茨方法、拉希里方法等。

期，进一步加剧了官方和汇丰PMI的背离。由于大中型企业在融资、项目等方面的获取能力要强于中小企业，因此其普遍相对较为乐观，对未来生产及经营预期相对良好；而小微企业普遍感觉比较困难，心理预期则相对悲观。以融资为例，今年以来信贷增量低于市场预期，贷款加权利率仍维持在历史高位，显示中小企业的融资环境没有显著改善，从而使企业对扩大再生产持谨慎态度。而信用债发行利率较去年四季度大幅下降，大型企业通过发债更容易降低融资成本，所以大型企业对未来发展充满信心。大中型企业和小微企业对未来预期的差异从官方PMI和汇丰PMI的分项指标差异就能看出，在3月份官方与汇丰PMI分项指标中，官方PMI中无论是新出口订单、进口、采购量，还是积压订单、原材料库存，虽低于历史同期平均值²，但均较前期出现了改善。订单和库存的同步增加意味着大中型企业有扩大生产的意愿，同时未来生产将上升。而汇丰PMI新出口订单和进口指数回升，积压订单和产成品库存指数下降³，表明出口型企业和小微企业在外需有所回暖的情况下，仍处于快速去库存化阶段。由于中小企业多属于加工制造企业，处于产业链下游，其对未来扩大生产的意愿尚待进一步确认。

（三）季节调整因素影响

PMI 作为反映制造业景气状况的先行指标，本身就具有较强的季节性扰动。官方PMI公布的是未经季调后的数据，而中国汇丰公布的则是经过季调后的PMI终值。经过季调处理之后的数据，相对受季节性波动的影响会更小一些。从六年数据情况看，官方PMI受季节性影响较为明显。每年的3、4月会明显走高⁴，在这一阶段官方与汇丰PMI之间往往会呈现较大的数据偏离。从2005-2011的6年间来看，官方PMI3月历史

² 官方新出口订单指数上升 0.8 个百分点，积压订单指数上升 1.1 个百分点，原材料库存指数上升 1.2 个百分点，进口指数上升 0.7 个百分点，分别低于历史同期平均 5.0、4.8、3.1、4.3 个百分点的升幅。

³ 汇丰新出口订单指数上升 1.2 个百分点，进口指数上升 0.4 个百分点，积压订单指数下降 1.1 个百分点，产成品库存下降 2.9 个百分点，显示需求端回升仍然较弱。

⁴ 每年 3、4 月是制造业的传统旺季，在春节之后，随着下游企业生产及消费陆续启动，制造业进入产销两旺时期。



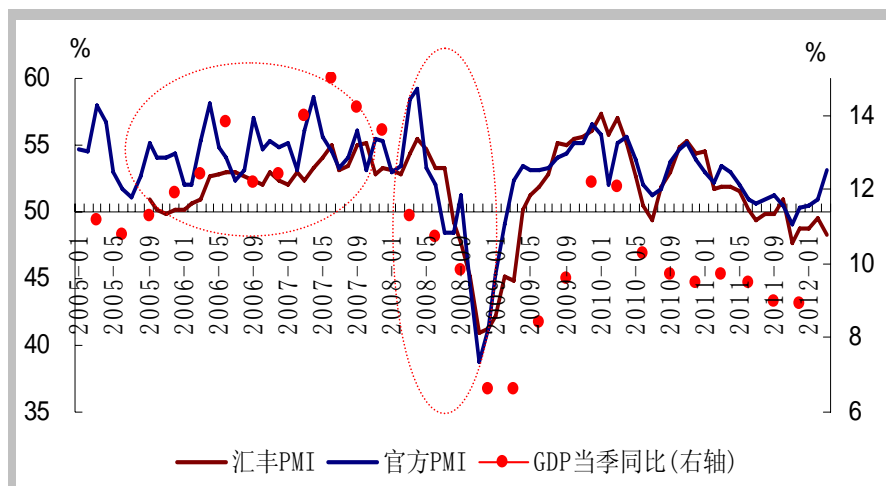
均值为55.5%，3月比2月平均要多3.2个百分点。而同一时间段，汇丰PMI 3月比2月平均仅多0.36个百分点，波动幅度明显低于官方PMI。从我们进行季调后的官方PMI来看，3月尽管仍然高于荣枯线50%，但出现了向下的态势（见图1），而且从官方PMI分项指标来看，经过季调后各项指数相对历史同期多表现较弱，其中原材料库存和产成品库存指数再度上升，表明制造业扩张动力较为有限，这和汇丰PMI反映的趋势是一致的。

三、情况评析

（一）从历史数据来看，经济上行阶段官方 PMI 对经济走势的预测准确度更高，而在经济下行阶段汇丰 PMI 预测准确度则更高

综合比较官方 PMI、汇丰 PMI、GDP 指标的历史数据，可以看出两个 PMI 指标大体走势基本相同，也基本均能较好的预测经济的下行和上行，但二者不完全一致，在不同的时间区间，两个指标的预测准确度分别各胜一筹。在 2005 年至 2007 年，官方 PMI 比汇丰 PMI 预测准确度要更强一些；而在 2008 年，汇丰 PMI 的预测准确度则要好于官方 PMI（见图 3）。以 2008 年为例，在经济下行期，官方 PMI 相对波幅更大，而汇丰 PMI 的走势则更为接近滞后几期的 GDP 走势。究其原因，主要还是在于两个指标的样本群体不同，作为汇丰 PMI 样本群体的中小企业，是市场环境变差首当其冲的受害者，其对市场环境变化更为敏感，而作为官方 PMI 样本群体的大型（国有）企业，在信贷、项目、政策等方面的获取能力要强于中小企业，因此其虽然在经济下行期对市场环境变差的敏感性要低于中小企业，但在经济上行期却可能因为具有政策支持相对优势更能反映经济走势，因此，在经济上行期，官方 PMI 预测准确度要好于汇丰 PMI，在经济下行期，汇丰 PMI 预测准确度要好于官方 PMI。

图3 官方PMI、汇丰PMI、GDP当季指数走势图（2005.1-2012.3）



比较两个 PMI 的分项指标与实际经济运行指标的历史数据，发现二者也各有千秋。其中，通过比较两个 PMI 分项指标新订单和规模以上工业增加值的历史数据，以及汇丰 PMI 产出、官方 PMI 生产和规模以上工业增加值的历史数据，均可以得出官方 PMI 分项指标对规模以上工业增加值的预测可靠性要好于汇丰 PMI 分项指标的结论（见图 4、5），这主要是因为官方 PMI 的样本群更接近规模以上工业企业。比较两个 PMI 的分项指标新出口订单和工业品出口增速的历史数据，则是汇丰 PMI 新出口订单的预测可靠性要好于官方 PMI 新出口订单（见图 6），这部分表明中小企业受外需变化的影响更大一些。

图4 官方与汇丰PMI新订单、工业增加值当月增速走势图（2005.1-2012.3）

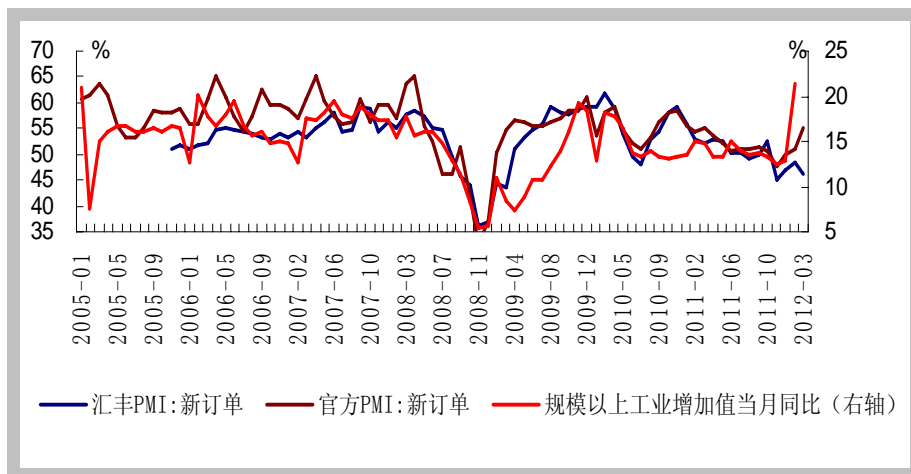




图5 官方 PMI 产出、汇丰 PMI 生产、工业增加值走势图 (2005.1-2012.3)

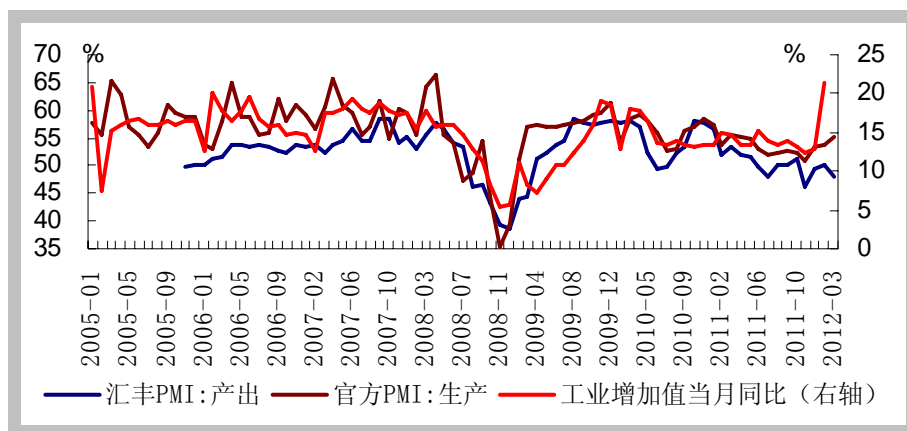
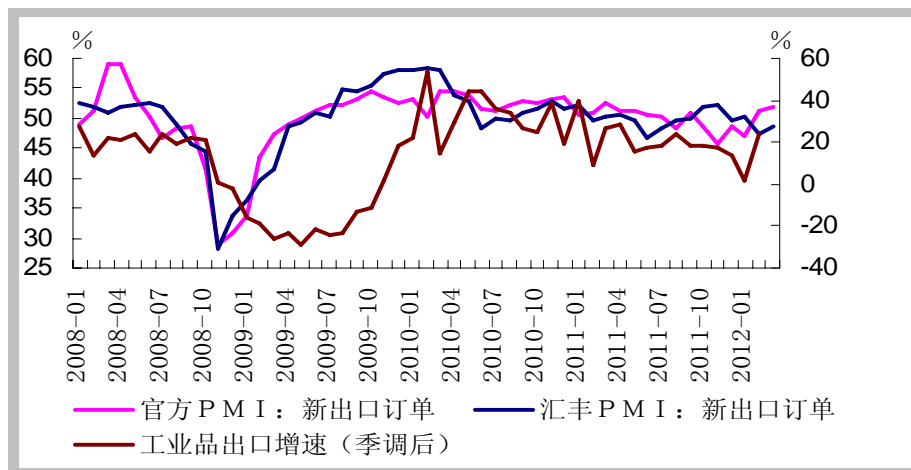


图6 官方与汇丰PMI新出口订单、工业品出口增速走势图 (2005.1-2012.3)



（二）当前中国经济表现与汇丰 PMI 更为一致

通过对中国经济运行指标的观察，我们认为需结合微观指标来判断宏观经济形势更为准确。从发电量、工业企业利润、贷款量等微观指标来看，今年以来各项指标不断创出新低，中国当前经济形势不容乐观。2012年1-2月，全国规模以上工业企业利润同比下降5.2%，创2009年11月以来最大下滑幅度；发电量同比增长7.1%，创2010年以来新低；水泥产量同比增长4.8%，创2008年3月以来新低（见图7）；2012年2月，中国贸易逆差达314.8亿美元，为至少10年来单月最大贸易逆差；金融机构信贷投放趋缓，而在信贷投放中短期贷款和票据

融资充当了贷款新增的主力（见图 8），部分反映了企业中长期投资动能不足。2012 年 1-2 月，中国金融机构人民币贷款新增共计 1.45 万亿元，同比少增 1268 亿元。因此，当前中国经济的总体表现不能验证官方 PMI 从 2009 年 3 月以来仅个别月份低于 50%（仅 2011 年 11 月低于 50%，为 49%）荣枯线的指标走势，而更接近汇丰 PMI 所预测的走势。

图7 铁矿石、水泥、发电量、电力消费累计同比增速折线图(2010.1-2012.2)

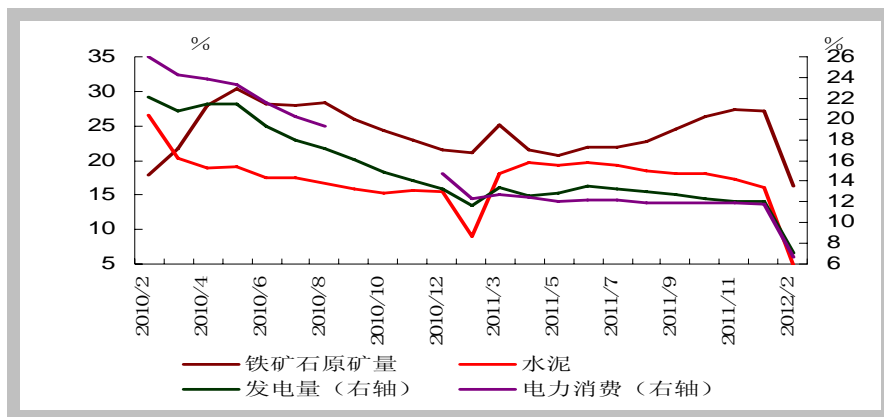
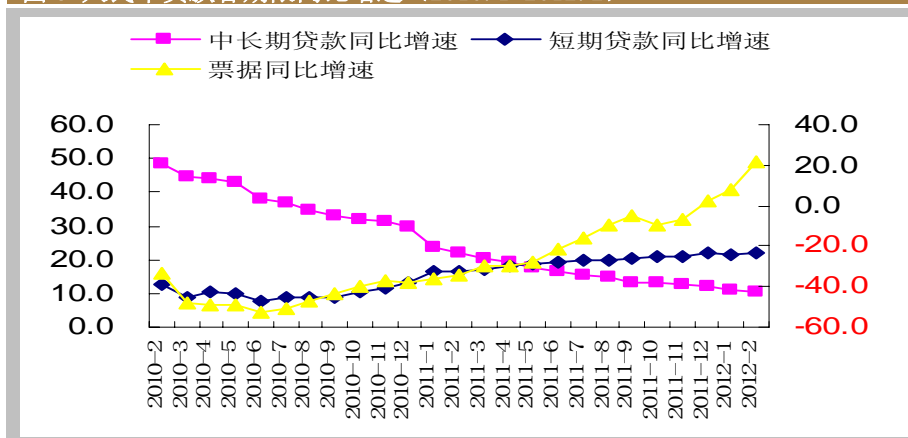


图8 人民币贷款各期限同比增速 (2010.1-2012.2)



从工业生产来看，2011 年下半年以来工业增加值呈现逐月下降的态势。2012 年 1-2 月，规模以上工业增加值同比实际增长 11.4%，创 2010 年 2 月以来累计同比增速的新低。官方 PMI 生产数据自 2009 年初以来持续在 50% 以上，最近五个月更呈现逐月上涨态势，这明显不能反映工业生产的真实走势，相对而言，汇丰 PMI 生产量数据相对更能准确反映工业生产走势，汇丰 PMI 生产量指数近五个月中有四个月低于



50%。



从分行业指数来看，官方分行业PMI综合指数中，2012年2月PMI在50%以上，且指数继续上涨的行业有电气机械及器材制造业、交通运输设备制造业，而从汽车、机械等行业的表现来看，当前需求并不景气，数据的变化与实际情况存在不一致。因此，官方具有乐观预期的PMI指数不能在实体经济运行上得到验证。

（三）我们的结论

1. 官方PMI和汇丰PMI走势出现差异的主要原因是由于样本差异所致。

2. 官方 PMI 和汇丰 PMI 不同的样本群体导致其在不同的经济发展阶段预测准确度分别更胜一筹。经济上行阶段官方 PMI 对经济走势的预测准确度更高，而在经济下行阶段，汇丰 PMI 预测准确度则更高。

3. 现在经济处于下行期，根据前面分析结论，汇丰 PMI 的预测准确性更高一些，而当前经济表现也验证了汇丰 PMI 前几期的数据。

4. 我们维持以前对经济走势的判断，预计中国经济增速仍将出现放缓，但在政府有效宏观调控之下，下滑幅度可控制在一定范围内，从而实现平稳较快增长⁵。由于样本不同，官方PMI和汇丰PMI在反映经

⁵详见我所研究报告《下行风险值得担忧 中国需要稳住增长——2011 年中国宏观经济

济现象时各有侧重点和优缺点，因此我们认为分析判断经济形势不能过分割裂两个PMI，而更应该通过二者的不同看到经济形势的本质或者经济的结构性差异表现。从经济实体结构来看，大企业经营状况要好于中小企业，中小企业与大企业生存状况的结构性差异有日益加大的趋势。基于经济运行的结构性差异，政策层面出现大规模放松的可能性不大，更大概率是出台深化结构调整方面的政策，但这些政策短期都难以改变经济的运行趋势。