

从四大景气指数初窥当下经济形势

——官方PMI、财新PMI、BCI以及CMI对比分析

核心观点：

整体经济：官方 PMI、财新 PMI、BCI 以及中金 CMI 指数均有所回落，且财新 PMI 跌破荣枯线，官方 PMI 以及 BCI 均跌近荣枯线附近，指向经济下行压力较大。

产需：8 月经济生产小幅走弱，内外需均出现不同程度下行，除疫情扰动外，关注出口及地产带来的经济下行压力。

价格及利润：除财新 PMI 外（据报道，8 月制造业购进价格指数和出厂价格指数均有小幅上升），其余三类指数中价格指标均有回落，说明稳价保价初见成效，工业品价格上涨压力缓解，但通胀压力仍在，中小企业经营压力及利润情况仍不乐观。

库存周期：内外需回落下，各指标均指向当前进入被动补库存阶段。库存指标有：PMI 原材料库存和产成品库存两大分项，BCI 指数有企业库存前瞻指数分项，其中 PMI 原材料库存指数持平，产成品库存指数上涨 0.1pcts，而 BCI 指数中企业库存前瞻指数也已经见底回升，结合销售、利润前瞻指数都趋于悲观，反映当下经济或进入被动补库存阶段。

后市展望：鉴于 8 月经济下行在很大程度上受到疫情扰动以及用电高峰期限产限电等因素的影响，随着上述扰动因素的消褪，9 月制造业 PMI 以及服务业 PMI 均将有所回升。

风险提示：国内疫情反复超预期 出口回落超预期 房地产调控超预期

Bigger mind, Bigger future™

智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	从四大景气指数初窥当下经济形势	3
1.1.	四大景气指数编制方法及特征简要对比	3
1.2.	供需：产需均弱，经济趋势性下行	5
1.3.	价格及利润：稳价保价初见成效，通胀压力仍在.....	7
1.4.	非制造业：服务业短期扰动明显，中期预期依旧较好	8
1.5.	总体经济景气度判断	9
	免责声明.....	10

第1章 从四大景气指数初窥当下经济形势

事件:

- 1) 8月31日统计局公布8月官方PMI，其中官方制造业PMI为50.1%，前值50.4%。官方非制造业PMI为47.5%，前值53.3%。综合PMI为48.9%，前值52.4%。
- 2) 9月1日公布8月财新PMI，其中财新PMI则从50.3下降至49.2，进入收缩区间。

图 1.1: 8月官方制造业 PMI 和财新 PMI 双双回落 (%)



数据来源: Wind 南华研究

1.1. 四大景气指数编制方法及特征简要对比

近期陆续公布了官方 PMI、财新 PMI，上周公布了中金 CMI 指数，我们综合对比长江商学院 BCI 指数以及上述三大指数来综合判断当下经济形势。

在编制上，其中官方 PMI、财新 PMI 以及长江商学院 BCI 均为扩散指数，采用问卷调查的方法进行编制，三大指数既有区别也有一定的联系，例如 BCI 与市场上目前最流行的两大 PMI 都是扩散指数，计算方法一致等，但 BCI 和 PMI 在样本和问题设置上有很大的差别。在样本企业筛选上，官方 PMI 的主要样本是大型企业、国企，汇丰 PMI 比较关注民营小企业，而在这些企业中，外贸企业占有很大的比例，相比较而言，参加 BCI 调查的长江校友和学员企业主要为民营中小企业，而这些企业主要聚焦于内需市场。

在问卷设置和指标领先性上，无论是官方 PMI，还是财新 PMI，其问卷都是完全一致的，但 BCI 的问卷与之差距甚大，主要体现在两点：1) 指数分项与 PMI 存在区别，例如 BCI 调查企业利润预期，但没有新出口订单预期；2) 预期时间长短略有差异，在 PMI 中对于业务活动预期针对未来 3 个月；BCI 则针对未来 6 个月做预期，相对来说 BCI 指数体现对未来中期的展望，PMI 偏中短期。

在上述四大指数中，中金 CMI 指数与上述三大指数截然不同，CMI 是一个加权平均指数。该指数遴选了一系列反映工业生产、消费与地产需求、外需变化、以及工业品与农产品价格的高频指标，最大的特征就在于宏观和中观结合，充分利用高频数据来衡量当下以及未来经济景气度。中金 CMI 的综合能比统计局经济数据提前 2-3 周“预告”当

月的经济表现，因此相对来说时效性更强，前瞻性略低于前三大指数。

表 1.1.1：四大景气指数大致比较

指数	官方 PMI	财新 PMI	长江商学院 BCI	中金 CMI
发布主体	统计局	财新网	长江商学院	中金
样本企业	>3000 家，大中型企业为主	420 家，中小型外向型企业	长江商学院校友及学员企业，主要为民营中小企业，聚焦内需	非企业
抽样方法	PPS，按规模大小成比例抽样	按标准行业分类进行分成抽样	非抽样，对校友及学员企业进行调查问卷	非抽样
统计时间段	上个月 26 号-当月 25 号	--	--	初值一般每月 24 日左右公布，终值一般在次月 10 号左右公布
指数类型	扩散指数 ¹	扩散指数	扩散指数	加权平均指数
指标性质	领先指标	领先指标	领先指标	领先指标

资料来源：公开资料整理 南华研究

图 1.1.1：中金 CMI 指数编制细则

中金月度宏观景气指数 (CMI) 初值分项的构成						中金月度宏观景气指数 (CMI) 终值的分项构成								
分类指数	分类权重	分类指数涵盖的基本指标		发布频率	发布时间	来源	分类指数	分类权重	分类指数涵盖的基本指标		发布频率	发布时间	来源	
工业生产	34%	工业生产	六大电厂耗煤量，调整后*	日	当天	秦皇岛煤炭网	工业生产	34%	工业生产	六大电厂耗煤量，调整后*	日	当天	秦皇岛煤炭网	
			粗钢产量	旬	次旬	MySteel				粗钢产量	旬	次旬	MySteel	
			投资	日	当天	MySteel				投资	日	当天	MySteel	
内需	33%	投资	建筑钢材成交量	日	当天	Wind	内需	33%	投资	建筑钢材成交量	日	当天	Wind	
			100城土地交易面积	周	次周	Wind				100城土地交易面积	周	次周	Wind	
			乘用车销售量	周	滞后1-2周	乘联会				乘用车销售量	周	滞后1-2周	乘联会	
			电影票房	日	次日	国家电影资金办				电影票房	日	次日	国家电影资金办	
进口	30城商品房销售面积	中国进口干散货运价指数	日	次日	Wind	进口	30城商品房销售面积	中国进口干散货运价指数	日	次日	Wind			
			韩国前20天出口	月	当月21日				韩国关税厅	韩国前20天出口	月	当月21日	韩国关税厅	
			波罗的海干散货运价指数	日	次日				Wind	波罗的海干散货运价指数	日	次日	Wind	
外需	7%	发达国家 PMI**	美国制造业Flash PMI	月	当月20-24日	Markit公司	外需	7%	发达国家 PMI**	美国制造业 PMI	月	次月1日	Markit公司	
			日本制造业Flash PMI	月	当月20-24日	Markit公司				日本制造业 PMI	月	次月1日	Markit公司	
			欧元区制造业Flash PMI	月	当月20-24日	Markit公司				欧元区制造业 PMI	月	次月1日	Markit公司	
			出口运价	周	次周	Wind				出口运价	周	次周	Wind	
价格	26%	能源	布伦特原油	日	次日	IPE	能源	26%	能源	布伦特原油	日	次日	IPE	
			动力煤	日	次日	郑州商品交易所				动力煤	日	次日	郑州商品交易所	
			焦煤	周	次周	大连商品交易所				焦煤	周	次周	大连商品交易所	
		金属	螺纹钢	日	次日	上海期货交易所	金属	26%	金属	螺纹钢	日	次日	上海期货交易所	
			铁矿石	日	次日	大连商品交易所				铁矿石	日	次日	大连商品交易所	
			铜	日	次日	上海期货交易所				铜	日	次日	上海期货交易所	
		化工产品	农产品	水泥	周	当周	数字水泥网	化工产品	26%	水泥	水泥	周	当周	数字水泥网
				国产氯化钾	周	当周	卓创资讯				国产氯化钾	周	当周	卓创资讯
				尿素	周	当周	卓创资讯				尿素	周	当周	卓创资讯
				聚乙烯	周	当周	百川资讯				聚乙烯	周	当周	百川资讯
丁苯橡胶	周	当周	百川资讯	丁苯橡胶	周	当周	百川资讯							
农产品	农产品批发价格200总指数	日	次日	农业部	农产品	农产品批发价格200总指数	日	次日	农业部					

*: 我们采用前一个月六大电厂耗煤量与重点电厂耗煤量的比值，来调整当月的六大电厂耗煤量数据。

**：除PMI外，其余指标的单位均为年同比 (%)

*: 我们采用前一个月六大电厂耗煤量与重点电厂耗煤量的比值，来调整当月的六大电厂耗煤量数据。

**：除PMI外，其余指标的单位均为年同比 (%)

数据来源：中金 南华研究

¹ 扩散指数又叫扩散率，它是在对各个经济指标的循环波动进行测定的基础上所得到的在一定时点上处于扩张状态的经济指标的百分比

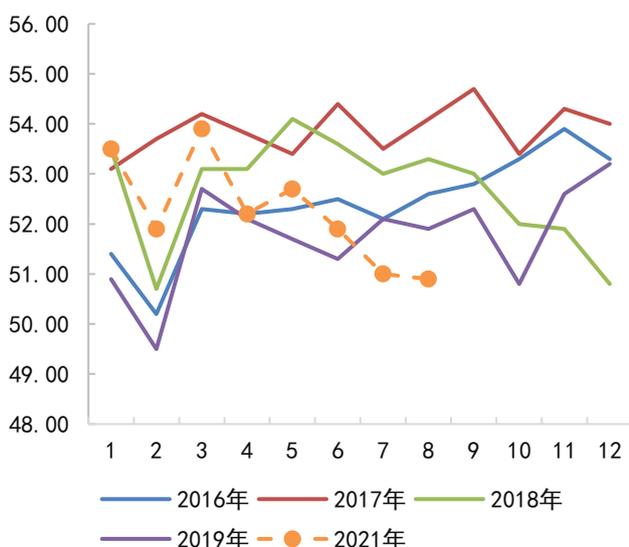
1.2. 供需：产需均弱，经济趋势性下行

1.2.1. 生产：疫情扰动，生产弱于季节性

从官方 PMI 指数来看,8月官方 PMI 指数中生产指数明显弱于近5年以来的季节性,我们认为8月生产指数的下降主要受到几点原因:第一点,疫情的扰动,这主要体现在对供应链的扰动上,有两个证据来佐证我们这个判断:1) 供货商配送时间指数较上月下降0.9,这一指数的下降代表配送时间是恶化了;2) 从统计局公布的情况来看,具体行业中,线下接触为主的道路运输、航空运输、住宿餐饮、文化体育娱乐等,都降至荣枯线以下,上述行业的景气度回落很显然也是受到疫情反复、防控趋严的影响。第二点,近期针对教育、游戏行业的调控政策对服务生产形成一定的抑制。除此之外还受到限产限电等因素影响,这一点可以从8月中旬发电量同比增速由正转负得到验证。

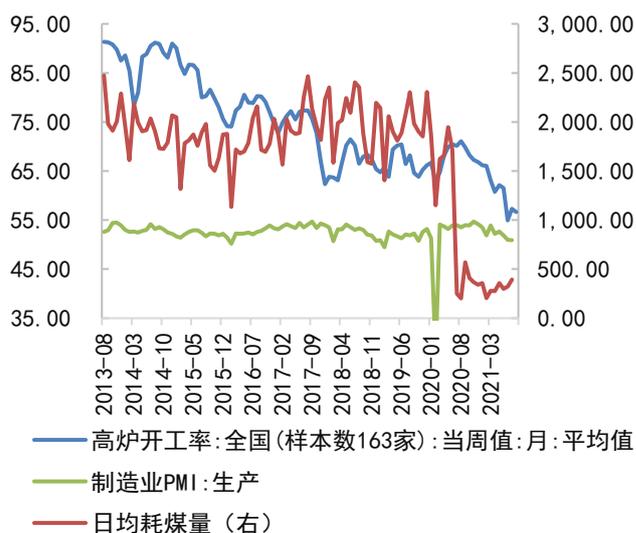
鉴于只有官方 PMI 指数与中金 CMI 指数中有针对生产的分项,我们将两者综合对比后发现:1) 无论从定性的 PMI 指数还是定量的 CMI 指数来看,生产均出现不同程度的走弱;2) 这两个生产指数之间基本同步,两者相关性在 42.71%,不算很高,因为 CMI 生产指数的编制使用高频的耗煤量等数据,所以有时会出现 CMI 领先于 PMI 生产指数的,但领先性并不总是存在;3) 从两大指数波动性看,在2016年下半年之前,CMI 生产指数波动性较大,但之后 CMI 生产的稳定性则要明显高于 PMI,这或许与两者性质有关;4) 就相关性来看,CMI 指数与工业增加值当月同比之间的相关性高达 90%,PMI 生产指数仅为 54.7%,就领先性来看,两大指数与工业增加值当月同比之间均表现出更多的同步性而非领先性,这背后主要是因为 PMI 生产指数统计的是各样本企业本月主要生产量的生产量,该指数并不具备领先性。

图 1.2.1: PMI 生产指数季节性 (%)



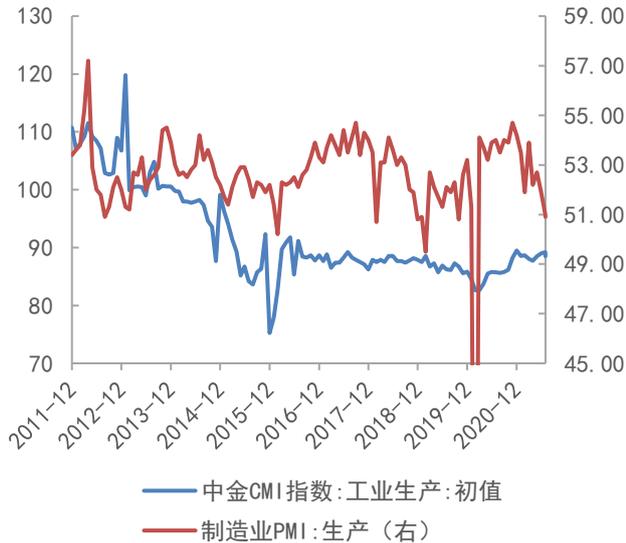
数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.2: 生产走弱与限产限电也有关系 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.3: CMI 生产指数以及 PMI 生产指数均回落 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.4: CMI 生产与工业增加值相关性更高 (%)



数据来源: Wind 南华研究

1.2.2. 需求: 内外需走弱, 关注出口及地产下行压力

从官方 PMI 指数来看, 此次内需的回落幅度是大于外需的, 需求明显走弱, 其中新订单指数回落 1.3, 进口指数下降 1.1 个点至 48.3%, 连续 3 个月位于荣枯线之下, 同样为去年 7 月以来新低, 在内外需走弱的同时产成品库存上涨, 经济开始表现出被动补库存的特征, 我们一般认为这个新订单与产成品库存之差可以用来衡量当下的经济增长动能, 可以明显的看到经济增长动能同样也是创 2020 年 3 月以来的新低, 即便剔除到 8 月疫情的冲击, 仍然可以说明当下经济动能面临一定的趋势性走弱。

除官方 PMI 外, 中金 CMI 指数也有内外需分项, 除此之外 BCI 指数中销售分项也可以反映需求。

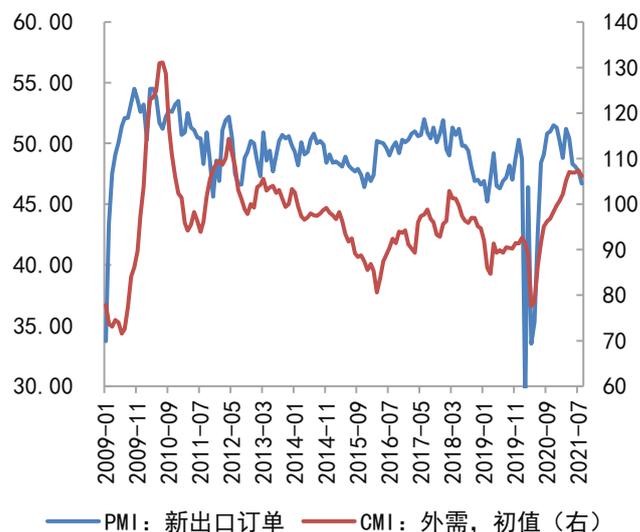
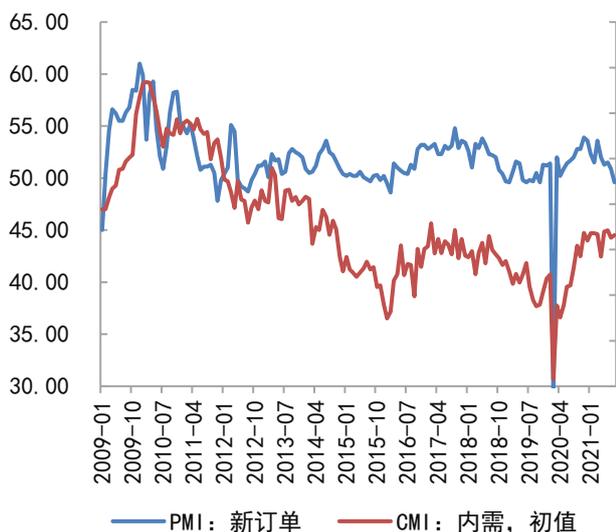
首先就内需来看, 尽管 CMI 内需初值环比 7 月有所走强, 但相较于 7 月终值仍回落 -1.7%, 指向内需走弱, PMI 新订单指数与进口指数均统计本月来自客户的订单数量/进口数量, 相对来说 CMI 内需初值则涵盖了投资、消费、进口等高频指标, 所以 CMI 内需初值的回落实际上反映了除疫情扰动之外, 内需还面临一定的地产下行压力。

对于外需, 各指数均指向外需回落, 由于指数设计上的差异性 (PMI 侧重订单, 而 CMI 则偏向海外经济体 PMI 表现以及运价), CMI 以及 PMI 外需指数之间相关性较低, 仅 36.6%。具体来看, 8 月 CMI 外需指数从 7 月的 108.1% 回落至 106.1%, 美国、欧元区、日本制造业 PMI 均环比回落, 显示了外围经济体在德尔塔病毒肆虐后景气度下降 (但 CMI 外需指数涵盖了出口集装箱指数, 运价攀高导致 CMI 外需跌幅相对温和), 而新出口订单回落 1.1 到 46.7%, 连续 5 个月跌至荣枯线以下, 8 月财新 PMI 更是已经跌至荣枯线以下, 由于财新 PMI 的统计样本以东部沿海地区的外向型中小企业为主, 因此该指数对外需变动更为敏感, 以上三大指数均说明外需动能有一定程度走弱, 关注出口下行压力。

至于领先性, 无论是 PMI 新出口订单还是 CMI 外需指数均不能很好的预测未来的出口走势, 例如 PMI 新出口订单指数自今年 3 月以来持续回落, 但上半年出口一直持稳, 而 CMI 外需分项与月度出口基本同步。

图 1.2.5: 内需回落力度较大, 显示地产出现下行压力 (%)

图 1.2.6: 外需指数均出现回落 (%)



数据来源: Wind 南华研究

数据来源: Wind 南华研究

1.3. 价格、利润: 稳价保价初见成效, 通胀压力仍在

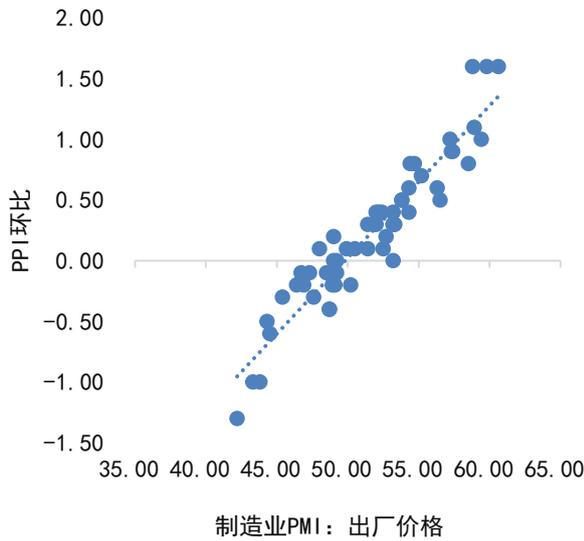
有价格分项的指数有官方 PMI (含原材料购进价格与出厂价格指数)、CMI (价格指数, 包括工业品价格指数) 以及 BCI 指数 (BCI 对价格、成本以及利润的调查相对更为详尽)。

就价格来说, 财新的调查显示, 8 月制造业购进价格指数和出厂价格指数均有小幅上升, 另外三类价格指数指标均有回落, 说明稳价保价初见成效, 工业品价格上涨压力缓解, 但通胀压力仍在。主要有以下几点可以佐证: 1) 一般我们可以根据官方 PMI 出厂价格指数的变化方向, 可以较为准确地判定 PPI 环比的变化方向, 两者基本是同步的, 8 月出厂价格指数回落 0.4 至 53.4, 所以基本可以判定 8 月 PPI 环比仍然是正值, PPI 环比会进一步上涨, 这意味着 8 月 PPI 同比中枢仍会居于高位, PPI 同比的回落预计出现在四季度中后期; 2) 8 月 CMI 价格指数从上个月的 119.8% 回落至 117.8%, 工业品价格上涨压力有所减弱, 但整体居于相对高位; 3) 从 BCI 指数来看, 表现出消费品价格指数回落、中间品价格指数上涨, 尤其是中间品价格指数仍在 60% 以上的较热区间, 反映通胀压力仍在, 且企业对未来利润以及销售前景预期均不是很乐观。

就相关性和领先性来看, PMI 出厂价格指数以及 BCI 消费品价格指数更多是与 PPI 环比表现相关, CMI 价格指数与 PPI 同比相关性高达 84.8%。

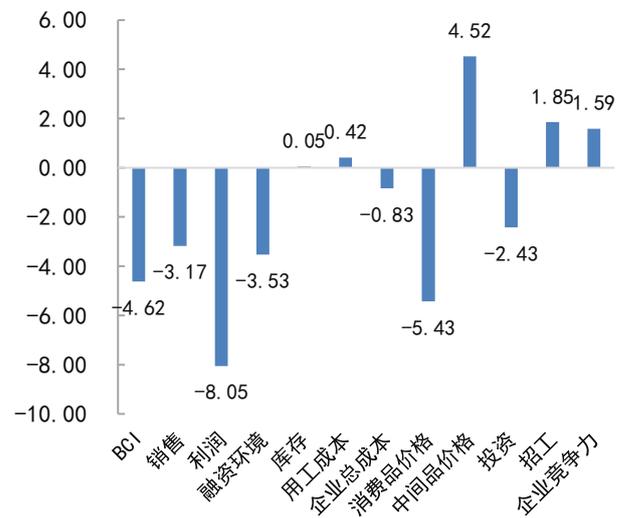
库存周期: 内外需回落下, 各指标均指向当前进入被动补库存阶段。 库存指标有: PMI 原材料库存和产成品库存两大分项, BCI 指数有企业库存前瞻指数分项, 其中 PMI 原材料库存指数持平, 产成品库存指数上涨 0.1pcts, 而 BCI 指数中企业库存前瞻指数也已经见底回升, 结合销售、利润前瞻指数都趋于悲观, 反映当下经济或进入被动补库存阶段。

图 1.3.1: 8 月 PPI 环比预计仍为正值, PPI 同比仍高 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.3.2: BCI 各分项指数环比变化 (%)

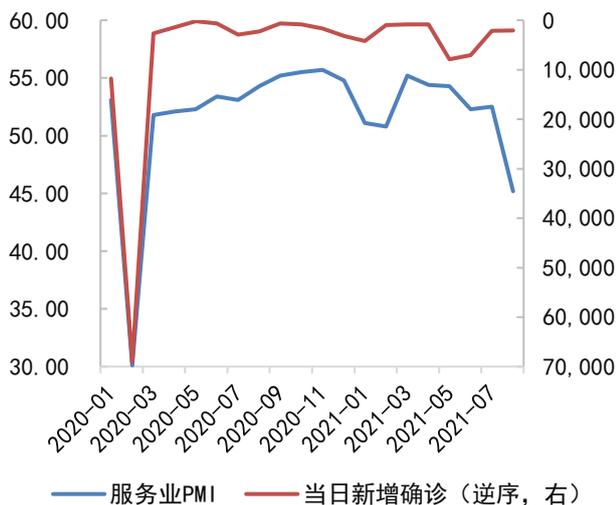


数据来源: Wind 南华研究

1.4. 非制造业: 服务业短期扰动明显, 中期预期依旧较好

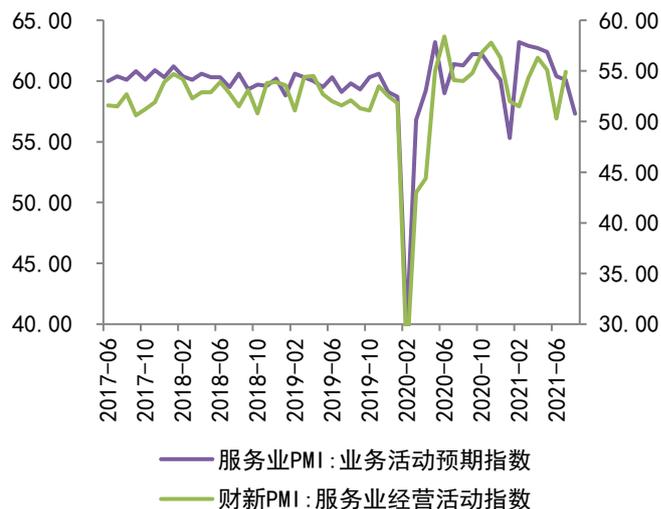
8 月非制造业走弱, 主要受服务业指数大幅下滑影响。8 月服务业 PMI 下滑 7.3%, 跌至荣枯线以下, 景气度创自去年 3 月以来的新低, 是拖累非制造业 PMI 下滑的主要因素。而服务业景气度的走弱, 主要因为 7 月底以来国内疫情反复影响到了文化服务行业, (例如交通运输、住宿、餐饮、体育娱乐等行业), 另外针对教育行业的双减政策的出台和逐渐落地也使得服务业整体受限。我们可以从左边这张当日新增确诊和服务业 PMI 指数之间的走势可以看到二者之间能够很好的拟合。所以从这个角度来看, 8 月末当日新增确诊已经清零, 那么 9 月服务业 PMI 的回升将是大概率事件, 这一点也可以从服务业 PMI 的业务活动预期指数以及财新 PMI 的服务业经营活动指数看出(相比较而言, 服务业 PMI 的业务活动预期指数整体高于财新 PMI 的服务业经营活动指数, 但目前来看, 服务业业务活动预期虽然下降, 但仍处于相对高位, 而样本偏向中小民营企业的财新 PMI

图 1.4.1: 服务业 PMI 跌至荣枯线以下系疫情所致



数据来源: Wind 南华研究

图 1.4.2: 服务业业务活动预期整体处于较高水平



数据来源: Wind 南华研究

相对来说, 8 月官方 PMI 指数中比较值得关注的是建筑业 PMI 景气度回升。我们知道建筑业景气度的回升一般与房地产和基建有关, 但是观察近期房地产以及基建形势来看, 我们认为此次建筑业景气度的回升更多的与基建有关, 因为从高频数据来看, 房地产的下行压力充分体现在供需两端, 供给端从高频的土地溢价率、供应面积来看都非常的疲弱, 销售端房地产压力也很大, 7 月的房地产销售面积也是今年以来首次低于季节性, 所以建筑业景气度走高可能更多与基建的反弹相关。但是建筑业业务活动预期也有 6.4% 的下降, 所以能否持续保持高景气还需要进一步观察。

1.5. 总体经济景气度判断

整体经济: 官方 PMI、财新 PMI、BCI 以及中金 CMI 指数均有所回落, 且财新 PMI 跌破荣枯线, 官方 PMI 以及 BCI 均跌近荣枯线附近, 指向经济下行压力较大, 且中小企业压力更大。

产需: 8 月经济生产小幅走弱, 内外需均出现不同程度下行, 除疫情扰动以及限产限电外, 关注出口及地产带来的经济下行压力。

价格及利润: 除财新 PMI 外 (据报道, 8 月制造业购进价格指数和出厂价格指数均有小幅上升), 其余三类指数中价格指标均有回落, 说明稳价保价初见成效, 工业品价格上涨压力缓解, 但通胀压力仍在, 中小企业经营压力及利润情况仍不乐观。

库存周期: 内外需回落下, 各指标均指向当前进入被动补库存阶段。 库存指标有: PMI 原材料库存和产成品库存两大分项, BCI 指数有企业库存前瞻指数分项, 其中 PMI 原材料库存指数持平, 产成品库存指数上涨 0.1pcts, 而 BCI 指数中企业库存前瞻指数也已经见底回升, 结合销售、利润前瞻指数都趋于悲观, 反映当下经济或进入被动补库存阶段。

后市展望: 鉴于 8 月经济下行在很大程度上受到疫情扰动以及用电高峰期限产限电的影响, 随着上述扰动因素的消褪, 9 月制造业 PMI 以及服务业 PMI 均将有所回升。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我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。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、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。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

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