

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

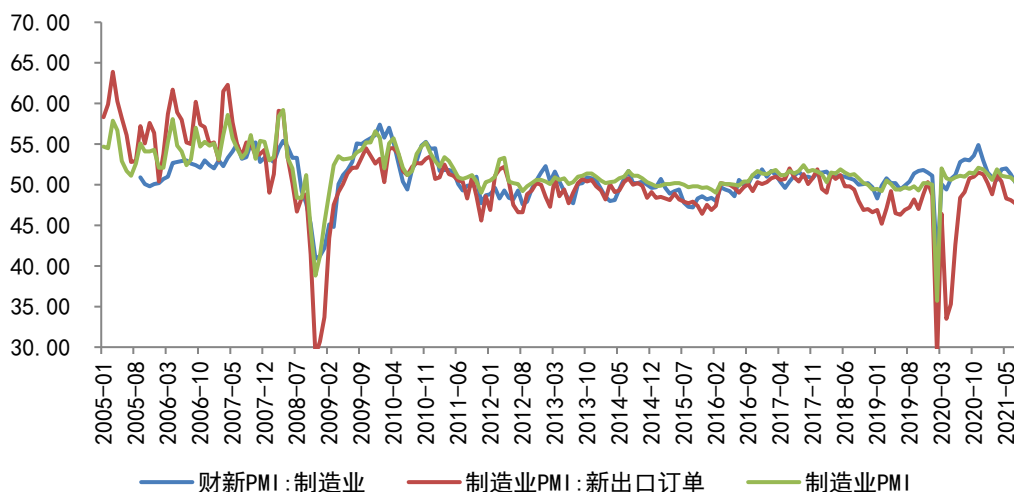
第 1 章	从四大景气指数初窥当下经济形势	3
1.1.	四大景气指数编制方法及特征简要对比	3
1.2.	供需：产需均弱，经济趋势性下行	5
1.3.	价格及利润：稳价保价初见成效，通胀压力仍在.....	7
1.4.	非制造业：服务业短期扰动明显，中期预期依旧较好	8
1.5.	总体经济景气度判断	9
免责声明.....		10

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									
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
工业生产	34%	工业生产	日	当天	秦皇岛煤炭网	工业生产	34%	工业生产	日
		六大电厂耗煤量，调整后 [*]	旬	次旬	MySteel			六大电厂耗煤量，调整后 [*]	旬
		粗钢产量	日	当天	MySteel			粗钢产量	日
		投资	周	次周	Wind			投资	周
		建筑钢材成交量	日	当天	MySteel			建筑钢材成交量	日
		100城土地交易面积	周	次周	Wind			100城土地交易面积	周
		乘用车销售量	周	滞后1-2周	乘联会			乘用车销售量	周
		消费相关	日	次日	国家电影资金办			消费相关	日
		电影票房	日	次日	Wind			电影票房	日
		30城商品房销售面积	日	次日	Wind			30城商品房销售面积	日
		进口	日	次日	Wind			进口	日
		中国进口干散货运价指数	日	次日	Wind			中国进口干散货运价指数	日
		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
		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
		外需	月	当月20-24日	Markit公司			外需	月
		发达国家 PMI**	月	当月20-24日	Markit公司			发达国家 PMI**	月
		欧元区制造业Flash PMI	月	当月20-24日	Markit公司			欧元区制造业Flash PMI	月
		出口运价	周	次周	Wind			出口运价	周
		中国出口集装箱运价指数	周	次周	Wind			中国出口集装箱运价指数	周
		能源	日	次日	IPE			能源	日
		布伦特原油	日	次日	郑商交所			布伦特原油	日
		动力煤	周	次周	大商交所			动力煤	周
		焦煤	日	次日	上海期交所			焦煤	日
		螺纹钢	日	次日	大商交所			螺纹钢	日
		铁矿石	日	次日	大商交所			铁矿石	日
		铜	日	次日	上海期交所			铜	日
		水泥	周	当周	数字水泥网			水泥	周
		化肥	周	当周	卓创资讯			化肥	周
		尿素	周	当周	卓创资讯			尿素	周
		化工品	周	当周	百川资讯			化工品	周
		聚乙烯	周	当周	百川资讯			聚乙烯	周
		丁苯橡胶	周	当周	百川资讯			丁苯橡胶	周
		农产品	日	次日	农业部			农产品	日
		农产品批发价格200总指数	日	次日	农业部			农产品批发价格200总指数	日

*：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

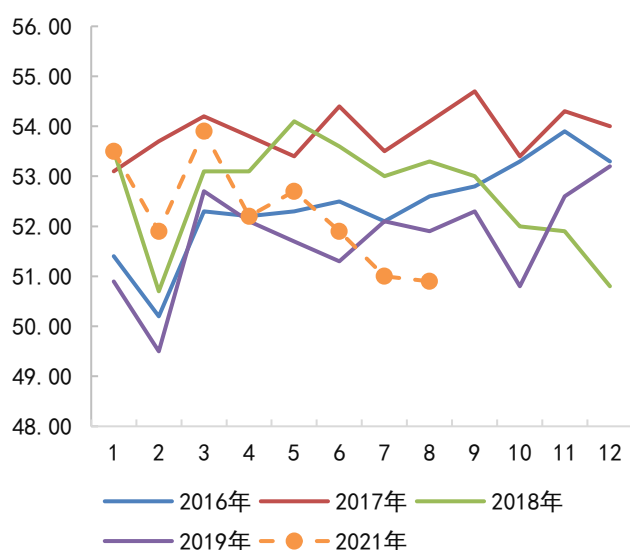
1.2. 供需：产需均弱，经济趋势性下行

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。

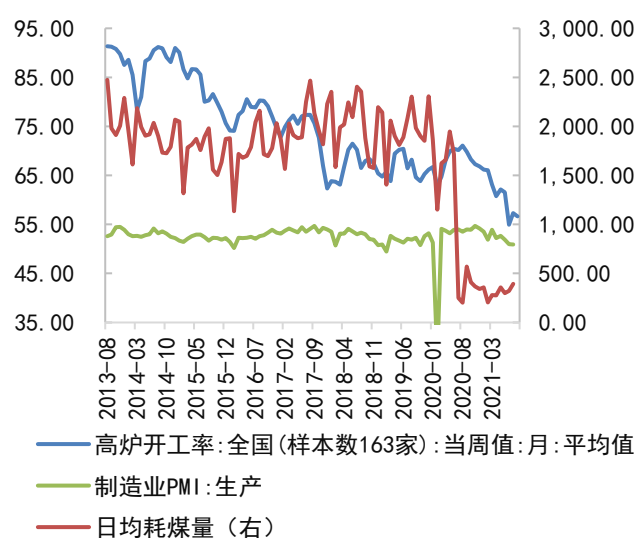
鉴于只有官方 PMI 指数与中金 CMI 指数中有针对生产的分项,我们将两者综合对比后发现:1) 无论从定性的 PMI 指数还是定量的 CMI 指数来看,生产均出现不同程度的走弱;2) 这两个生产指数之间基本同步,两者相关性在 42.71%,不算很高,因为 CMI 生产指数的编制使用高频的耗煤量等数据,所以有时会出现 CMI 领先于 PMI 生产指数的,但领先性并不总是存在;3) 从两大指数波动性看,在 2016 年下半年之前,CMI 生产指数波动性较大,但之后 CMI 生产的稳定性则要明显高于 PMI,这或许与两者性质有关;4) 就相关性来看,CMI 指数与工业增加值当月同比之间的相关性高达 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产品的生产量,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 (%)



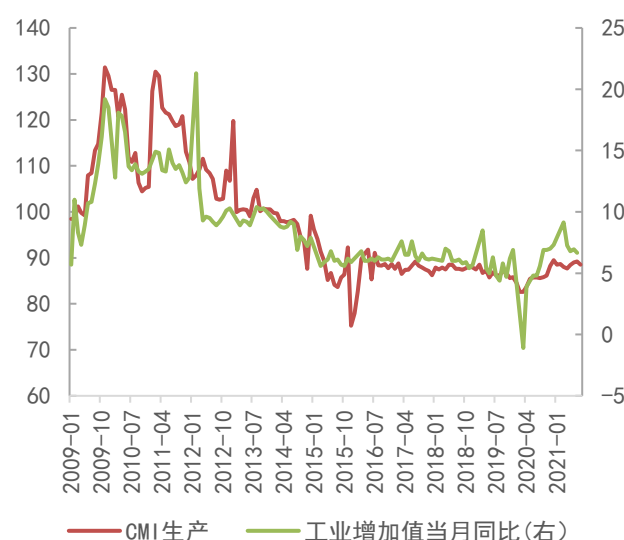
数据来源: Wind 南华研究

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。

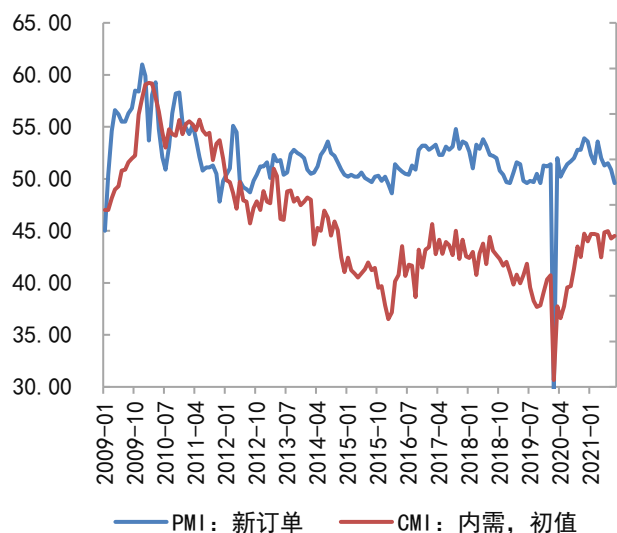
除官方 PMI 外，中金 CMI 指数也有内外需分项，除此之外 BCI 指数中销售分项也可以反映需求。

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。

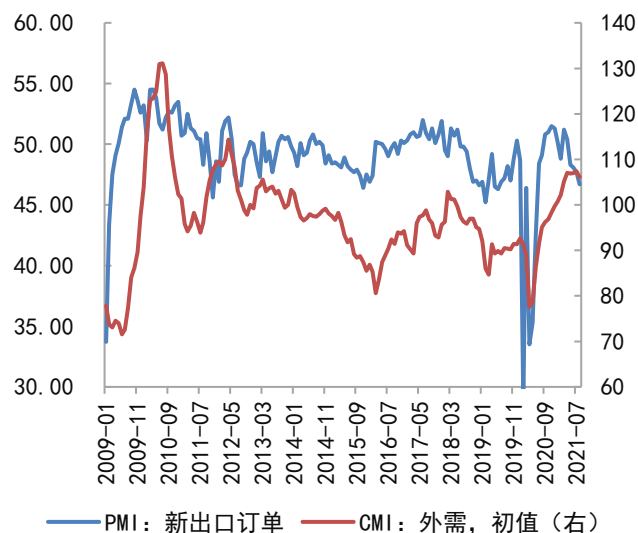
至于领先性，无论是 PMI 新出口订单还是 CMI 外需指数均不能很好的预测未来的出口走势，例如 PMI 新出口订单指数自今年 3 月以来持续回落，但上半年出口一直持稳，而 CMI 外需分项与月度出口基本同步。

图 1.2.5: 内需回落力度较大, 显示地产出现下行压力 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.6: 外需指数均出现回落 (%)



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, 另外三类指数价格指标均有回落, 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。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

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26561

