

PPI 持续上涨，提示短期风险

报告要点

■ 2010 年 1 月对外贸易、物价、货币供应量数据

2011 年 1 月份进出口总额同比增速 43.9%，出口额同比增速 37.7%，进口额同比增速 51.0%，环比均有大幅上涨。

2011 年 1 月份我国 CPI（消费者物价指数）同比上涨 4.9%，环比上涨 1.0%，PPI（生产者物价指数）同比上涨 6.6%，环比上涨 0.9%。

2011 年 1 月份广义货币(M2)余额 73.56 万亿元，同比增长 17.2%，比上年末和上年同期分别低 2.5 和 8.9 个百分点；狭义货币(M1)余额 26.31 万亿元，同比增长 13.6%，比上年末和上年同期分别低 7.6 和 25.4 个百分点；流通中货币(M0)余额 5.81 万亿元，同比增长 42.5%。由于春节因素，当月流通中货币增加 1.35 万亿元。

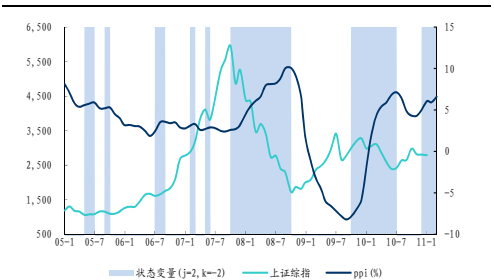
■ 对股市的领先效果

《领先因素模型-宏观经济变量与股市的相关关系系列报告之领先效果》中指出，对外贸易类的三个变量以及货币政策类的五个变量均滞后于股市，是长期正向的关系。物价类宏观经济变量中，CPI、CGPI 与股市是长期滞后的关系，PPI 对股市有趋势上的领先性。

■ 对股市的判断

PPI 持续上涨的态势，PMI 扩散指标中的生产量处于下降趋势，根据我们建立的领先股市的多因素模型，我们不看好近期未来市场。

移动之后的 PPI 状态变量与上证综指对比图



领先股市的多变量模型

	生产量		sppi
	常数项	(j=7, k=-1)	(j=2, k=-2)
β	2.8275	5.4221	-8.9226

资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

相关研究

《趋势状态的重要性——宏观经济变量与股市关系系列研究之领先效果篇》

《多因素模型——宏观经济变量与股市关系系列研究之多因素篇》

《领先因素模型——宏观经济变量与股市的关系系列研究之领先效果篇》

分析师：

范辛亭

(8621) 68751859

fanxt@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120008

联系人：

范辛亭

(8621) 68751859

fanxt@cjsc.com.cn

正文目录

一、	外贸好转，物价上升，货币供应回落.....	3
1.	外贸数据好转，还未形成趋势.....	3
2.	物价数据企稳，未改上升趋势.....	4
3.	货币供应量回落，持续下跌趋势.....	4
二、	领先变量看股市.....	5
1.	PPI 持续上涨，短期看跌.....	6
2.	PPI 与 PMI 相呼应，模型显示市场不乐观.....	7
三、	附录.....	8

图表目录

图 1:	进出口总额同比增速、进口额同比增速与出口额同比增速走势.....	3
图 2:	cpi (%) 与 ppi (%) 走势.....	4
图 3:	m0(%), m1(%) 与 m2(%) 走势.....	5
图 4:	PPI 及其状态变量与上证综指对比图.....	6
图 5:	PMI 扩散指标之生产量、原材料库存及其状态变量与上证综指对比图.....	7
表 1:	近期发布的宏观经济数据统计.....	3
表 2:	宏观经济变量与股市的关系.....	5
表 3:	领先变量的信息比较.....	7
表 4:	领先股市的多变量模型.....	7
表 3:	对外贸易类趋势状态变量与流通 A 股短、长期检验结果.....	8
表 4:	对外贸易类趋势状态变量与等权 A 股短、长期检验结果.....	8
表 5:	对外贸易类趋势状态变量与上证综指短、长期检验结果.....	9
表 6:	物价类趋势状态变量与等权 A 股领先、滞后检验结果.....	9
表 7:	物价类趋势状态变量与流通 A 股领先、滞后检验结果.....	9
表 8:	物价类趋势状态变量与上证综指领先、滞后检验结果.....	9
表 9:	货币政策类趋势状态变量与流通 A 股领先、滞后检验结果.....	10
表 10:	货币政策类趋势状态变量与等权 A 股领先、滞后检验结果.....	10
表 11:	货币政策类趋势状态变量与上证综指领先、滞后检验结果.....	10

一、 外贸好转， 物价上升， 货币供应回落

2011 年 1 月份进出口总额同比增速 43.9%，出口额同比增速 37.7%，进口额同比增速 51.0%，环比均有大幅上涨。CPI（消费者物价指数）同比上涨 4.9%，环比上涨 1.0%，PPI（生产者物价指数）同比上涨 6.6%，环比上涨 0.9%。广义货币(M2)余额 73.56 万亿元，同比增长 17.2%，比上年末和上年同期分别低 2.5 和 8.9 个百分点；狭义货币(M1)余额 26.31 万亿元，同比增长 13.6%，比上年末和上年同期分别低 7.6 和 25.4 个百分点；流通中货币(M0)余额 5.81 万亿元，同比增长 42.5%。由于春节因素，当月流通中货币增加 1.35 万亿元。

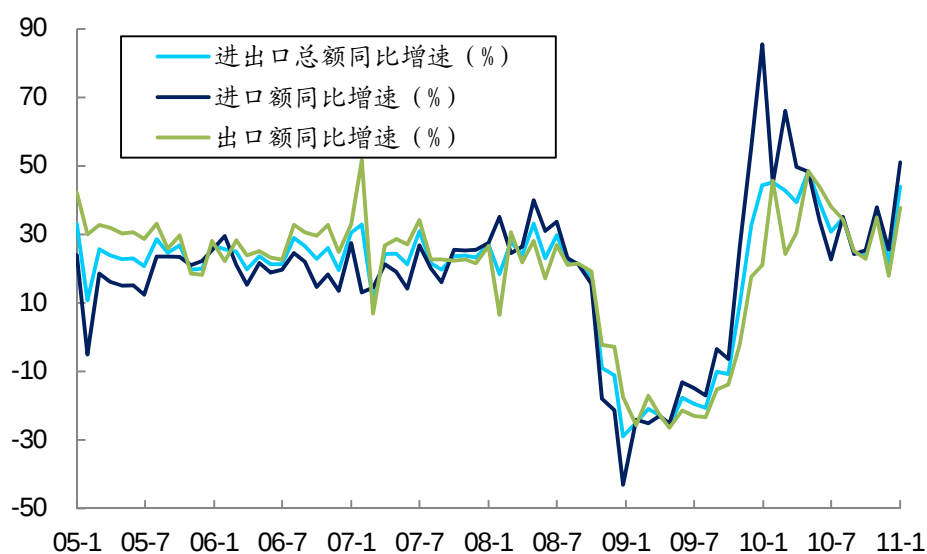
表 1: 近期发布的宏观经济数据统计

宏观经济变量		2011 年 1 月		宏观经济变量		2011 年 1 月	
		当期值	同比增速			当期值	同比增速
货币供应量	M0	5.81 万亿元	42.50	对外贸易	进出口总额	2950.07 亿美元	43.9%
	M1	26.31 万亿元	13.60		进口额	1442.73 亿美元	51.0%
	M2	73.56 万亿元	17.20		出口额	1507.34 亿美元	37.7%
物价指数	CPI		4.9	物价指数	PPI		6.6

1. 外贸数据好转，还未形成趋势

对外贸易方面 1 月份的数据相对于 2010 年年底有所好转，但是尚未形成上升趋势，还处于 2010 年初开始的下降通道中，如图 1 所示。

图 1: 进出口总额同比增速、进口额同比增速与出口额同比增速走势

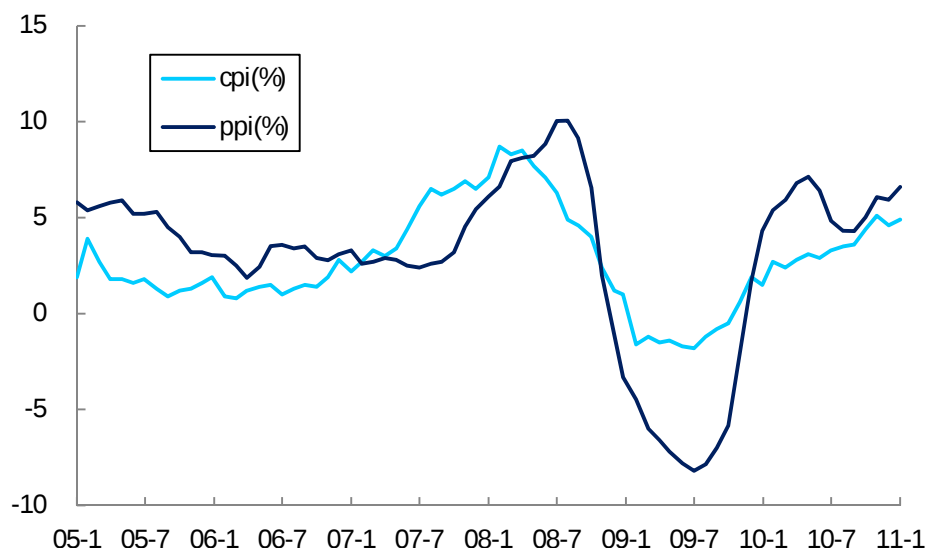


资料来源：长江证券研究部，wind

2. 物价数据企稳，未改上升趋势

物价类宏观经济变量中，PPI 维持了从去年 9 月开始的上升趋势，而 2011 年 1 月份的数据表明 PPI 已经达到了自 2009 年以来的较高水平。而 CPI 虽然在近两个月有所回落，略低于 2010 年 11 月的历史高点 5.10%，但是仍旧处于上升趋势中，如图 2 所示。

图 2: cpi (%) 与 ppi (%) 走势



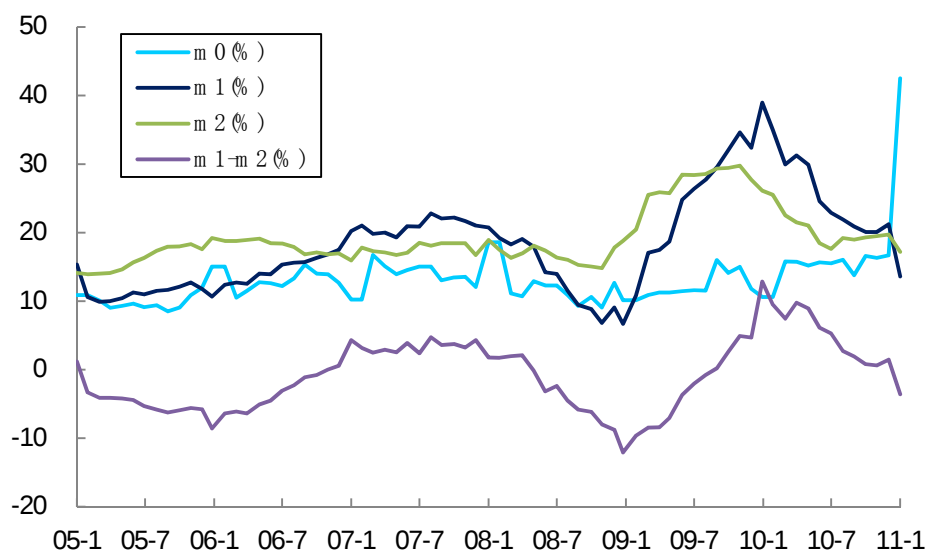
资料来源：长江证券研究部，wind

3. 货币供应量回落，持续下跌趋势

2011 年 1 月份广义货币(M2)余额 73.56 万亿元，同比增长 17.2%，比上年末和上年同期分别低 2.5 和 8.9 个百分点；狭义货币(M1)余额 26.31 万亿元，同比增长 13.6%，比上年末和上年同期分别低 7.6 和 25.4 个百分点；流通中货币(M0)余额 5.81 万亿元，同比增长 42.5%。由于春节因素，当月流通中货币增加 1.35 万亿元。

同时 M1 与 M2 的增速差依旧延续去年年初开始的下降趋势，并且 1 月份 M1 增速近两年来首次低于 M2 增速，这意味着企业和居民倾向于选择将资金以定期的形式存在银行，而不是去投资，仅一个月的数据可能是春节因素造成的，如果形成趋势，则说明多余的货币开始从实体经济中抽离。

图 3: m0(%), m1(%)与 m2(%)走势



资料来源：长江证券研究部，wind

二、领先变量看股市

我们对宏观经济变量与股市关系的研究发现，大多数宏观经济变量与股市之间的关系是一种趋势上的协整关系，具体关系如下表所示：

表 2: 宏观经济变量与股市的关系

类别	宏观经济变量	与股市的领先滞后关系	上期值 (2010.12)	本期值 (2011.1)	当前所处状态 ¹
货币供应量	M0 同比增速	中长期正向滞后	16.69	42.50	1
	M1 同比增速	中长期正向滞后	21.19	13.60	0
	M2 同比增速	中长期正向滞后	19.72	17.20	0
	M1 与 M2 增速差	中长期正向滞后	1.47	-3.60	0
	储蓄/M2 同比增速	中长期反向滞后	-2.21		
工业生产	工业增加值同比增速	中长期正向滞后	13.50		
	用电量同比增速	中长期正向领先	5.41		
	发电量同比增速	中长期正向滞后	5.15		
采购经理人指数	采购经理指数	中长期正向同步	53.90	52.90	0
	生产量	短期正向领先	57.50	55.30	0
	新订单	中长期正向同步	55.40	54.90	0
	出口订单	中长期正向领先	53.50	50.70	1
	积压订单	中长期正向领先	50.70	46.50	0
	产成品库存	中长期反向同步	48.70	47.90	0

¹目前所处状态:0 代表下降状态; 1 代表上升状态。

根据历史数据判断当前的状态，因此我们认为当前阶段将延续上一阶段的状态。

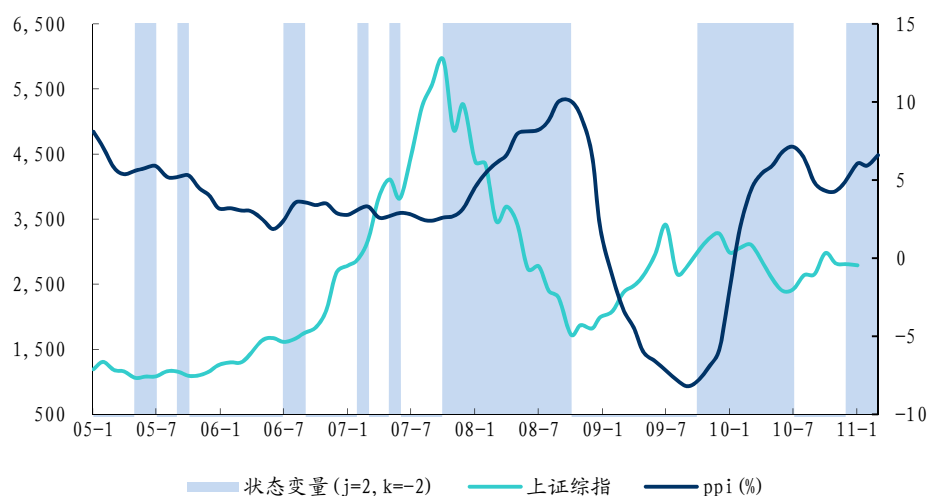
	采购量	中长期正向同步	56.80	57.70	0
	进口	中长期正向滞后	50.40	53.00	0
	购进价格	短期正向滞后	66.70	69.30	0
	原材料库存	中长期正向领先	50.80	52.00	1
	从业人员	中长期正向滞后	51.50	49.00	0
	供应商配送时间	不显著	49.60	49.50	
投资	固定资产投资同比增速	短期正向领先	24.40		
物价	cpi	中长期正向滞后	4.60	4.90	0
	ppi	短期反向领先	5.93	6.60	1
	cgpi	中长期正向滞后	7.90		
外汇	外汇储备同比增速	短期正向同步	18.68		
	美元指数	中长期反向滞后	78.96		
贷款与利率	短期贷款余额同比增速	短期正向滞后	13.38		
	shibor (三个月)	短期正向滞后	4.62		
对外贸易	进出口总额同比增速	中长期正向滞后	21.44	43.90	1
	进口额同比增速	中长期正向滞后	25.56	51.00	1
	出口额同比增速	短期反向滞后	17.90	37.70	1
	出口额与进口额增速差	短期反向滞后	-7.65	-13.30	0

资料来源：长江证券研究部，wind

1. PPI 持续上涨，短期看跌

从图 5 可以看出，PPI 与上证综指的反向关系非常明显，尤其是 2007 年之后，2008 年的拐点几乎是完全吻合，2010 年 6、7 月份的拐点也十分吻合。从去年 9 月份开始至今，PPI 维持了上升的态势。根据 PPI 的走势我们判断，在未来 1 至 2 个月内股市下跌的可能性较大。

图 4：PPI 及其状态变量与上证综指对比图

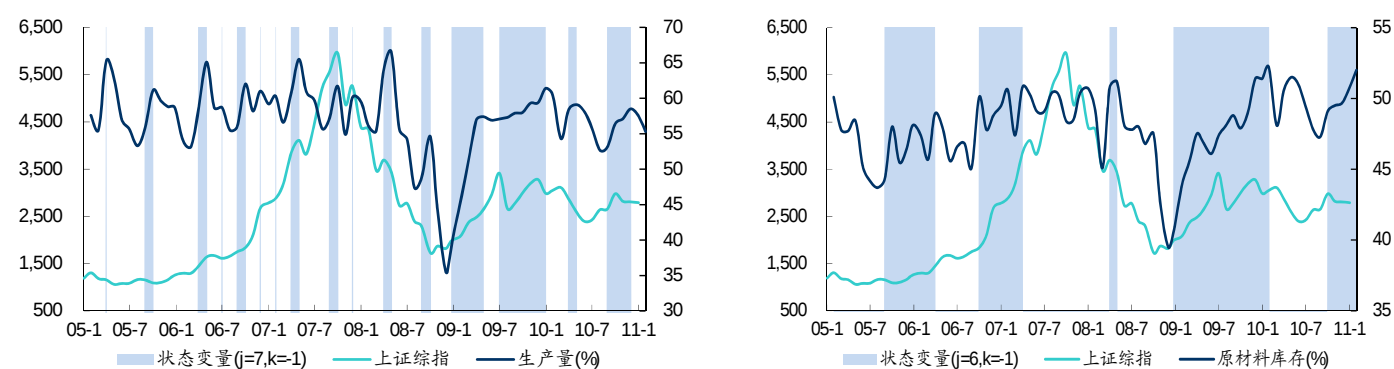


资料来源：长江证券研究部，wind

2. PPI 与 PMI 相呼应，不看好未来市场

图 5 是 PMI 扩散指标中两个对股市有领先作用的变量：生产量与原材料库存，生产量短期正向领先股市，原材料库存长期正向领先股市。从图 5 可以看出，生产量 1 月份的数据显示其下降趋势已经确立，并且我们判断这个趋势将持续，原材料库存处于上升趋势中。

图 5: PMI 扩散指标之生产量、原材料库存及其状态变量与上证综指对比图



资料来源：长江证券研究部，wind

对 PPI、生产量、原材料库存三个领先变量进行信息比较，结果如表 3 所示，我们发现，原材料库存的信息已经包含在 PPI 与生产量中。

表 3: 领先变量的信息比较

	生产量 (j=7,k=-1)	sppi (j=2,k=-2)	原材料库存残差 (j=7,k=-1)	adj- R ²
β	5.4221	-8.9226		0.2380
(t-test)	(2.4282)	(-3.9211)		
β	5.4221	-8.9226	1.6047	0.2296
(t-test)	(2.4150)	(-3.8998)	(0.5634)	

资料来源：wind,长江证券研究部

基于 PPI 与生产量现在所处趋势，我们判断 PPI 仍旧处于上升趋势，生产量仍旧处于下降趋势。表 4 是根据领先变量形成的对股市有预判作用的多因素模型，将我们对 PPI 与生产量的趋势判断与模型结合，我们计算出 3 月份市场收益率为负值，因为我们对未来市场不看好。

表 4: 领先股市的多变量模型

多变量模型	常数项	生产量 (j=7,k=-1)	sppi (j=2,k=-2)
β	2.8275	5.4221	-8.9226

资料来源：wind,长江证券研究部

三、附录

在《领先因素模型-宏观经济变量与股市的相关关系系列报告之领先效果》中，我们指出一种简单易行的检验方法，用来检验宏观经济变量与股市之间在协整基础上的领先和滞后关系，可用以下的简化模型：

$$r_t = \beta_0 + \beta_1 sm_{j,t+k} + \varepsilon_t \quad k = \dots, -2, -1, 0, 1, 2, \dots \quad (1)$$

其中， $sm_{j,t}$ 表示宏观经济变量的时间序列 m_t 依据前后 j 个时间点识别出来的高低点来形成的状态变量。 j 取值比较小时，反映的是短期的同期协整关系；当 j 取值比较大时，检验的是长期的同期协整关系。当 k 取大于零的值时，宏观经济变量滞后于股市；当 k 取小于零的值时，宏观经济变量领先于股市。对每个宏观变量， k 取 -2 至 5， j 取 1 至 9，最大的 t -test 值对应的 j 反映了它与股市的最为显著的协整关系。

表 3-表 11 是近期公布的经济数据与股指收益的回归结果。

表 5：对外贸易类趋势状态变量与流通 A 股短、长期检验结果

	进出口总额同比增速	进口额同比增速	出口额同比增速
j	6	7	5
k	4	4	4
β_1	5.3719	5.5687	4.3183
t-test	2.9958	3.1015	2.3901
R^2	0.0374	0.0400	0.0241

资料来源：wind, 长江证券研究部

表 6：对外贸易类趋势状态变量与等权 A 股短、长期检验结果

	进出口总额同比增速	进口额同比增速	出口额同比增速
j	6	7	5
k	4	4	4
β_1	6.9155	6.2609	5.3879
t-test	3.0552	2.7484	2.3598
R^2	0.0388	0.0317	0.0235

资料来源：wind, 长江证券研究部

表 7: 对外贸易类趋势状态变量与上证综指短、长期检验结果

	进出口总额同比增速	进口额同比增速	出口额同比增速
j	1	7	1
k	3	3	3
β_1	5.1337	5.0411	5.0747
t-test	2.1381	2.0977	2.1163
R^2	0.0193	0.0186	0.0189

资料来源: wind,长江证券研究部

表 8: 物价类趋势状态变量与等权 A 股领先、滞后检验结果

	scpi	sppi	scgpi
j	6	2	3
k	5	-2	5
β_1	5.6943	-3.8043	5.8754
t-test	3.5088	-2.4698	3.3887
R^2	0.0754	0.0359	0.0763

资料来源: wind,长江证券研究部

表 9: 物价类趋势状态变量与流通 A 股领先、滞后检验结果

	scpi	sppi	scgpi
j	8	2	6
k	5	-2	5
β_1	5.9332	-3.5632	6.1683
t-test	4.0563	-2.4974	3.8360
R^2	0.0983	0.0366	0.0957

资料来源: wind,长江证券研究部

表 10: 物价类趋势状态变量与上证综指领先、滞后检验结果

	scpi	sppi	scgpi
j	8	2	6
k	4	-2	5
β_1	5.9757	-3.4755	6.1868
t-test	4.4625	-2.6692	4.1947
R^2	0.1165	0.0416	0.1124

资料来源: wind,长江证券研究部

表 11: 货币政策类趋势状态变量与流通 A 股领先、滞后检验结果

	sm0	sm1	sm2	s(m1-m2)	shs/m2
j	1	7	5	7	6
k	3	3	1	3	2
β_1	3.6877	5.5779	3.2349	6.8391	-6.5368
t-test	2.5643	3.9788	2.2346	4.9884	-4.6314
R^2	0.0360	0.0825	0.0276	0.1239	0.1157

资料来源: wind,长江证券研究部

表 12: 货币政策类趋势状态变量与等权 A 股领先、滞后检验结果

	sm0	sm1	sm2	s(m1-m2)	shs/m2
j	1	7	5	7	6
k	3	3	1	3	2
β_1	3.7122	5.7490	3.4917	7.2417	-6.5631
t-test	2.4138	3.8311	2.2555	4.9441	-4.2632
R^2	0.0320	0.0770	0.0281	0.1219	0.0998

资料来源: wind,长江证券研究部

表 13: 货币政策类趋势状态变量与上证综指领先、滞后检验结果

	sm0	sm1	sm2	s(m1-m2)	shs/m2
j	1	4	1	7	6
k	3	2	4	1	2
β_1	3.7342	4.9738	-2.0858	5.8227	-5.8873
t-test	2.8960	3.9218	-1.5922	4.6675	-4.6245
R^2	0.0455	0.0804	0.0142	0.1101	0.1154

资料来源: wind,长江证券研究部

分析师介绍

范辛亭，中国科学技术大学博士，香港中文大学博士后，中山大学副教授，长江证券金融工程首席分析师。

武丹，华东师范大学数学系本科，复旦大学管理学院硕士，从事金融工程研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。