

PPI 再攀升新高，A 股可能向下调整

根据领先股市的宏观变量的趋势，我们预测股市：

4 月份↓ (✓)，5 月份↓ (✓)

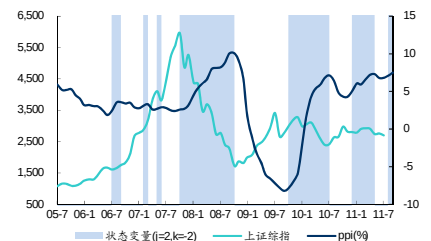
6 月份↑ (✓)，7 月份↑ (×)

预测日期\月份	8 月份↓	9 月份↓
7 月 10 日	-2.47%	
8 月 1 日	-3.83%	
8 月 17 日 (最新)	-0.25%	-2.47%

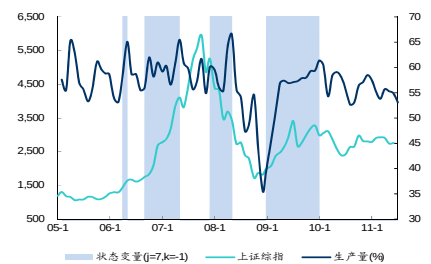
领先股市的宏观经济变量（7 月份数据）

宏观经济变量	与股市的关系	本期	趋势	上期
M1	中长 正 领先股市 1 个月	11.6	↘	13.1
PMI	原材料库存 中长 正向 领先股市 1 个月	47.6	↘	48.5
	供应商配送时间 短期 反向 领先股市 1 个月	50.3	↑	49.8
生产	工业增加值 中长 正向 领先股市 1 个月	14.0	↑	15.1
	用电量 中长 正向 领先股市 1 个月	11.8	↘	13.0
贷款余额增速	短期 正向 领先股市 1 个月	19.9	↑	19.5
PPI	短期 正向 领先股市 2 个月	7.5	↑	7.1
经济景气指数-一致指数	长期 正向 领先股市 1 个月	1.8	↘	1.9
信心指数-消费者预期指	长期 正向 领先股市 2 个月	11.4	↑	6.6

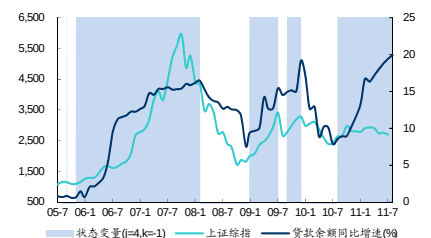
PPI 对股市的反向领先关系



供应商配送时间对股市的反向领先关系



贷款余额增速对股市的正向领先关系



相关研究 (点击下载):

《宏观经济变量与股市关系系列报告》

部门微博:

<http://weibo.com/cjscfe>

分析师:

范辛亭

(8621) 68751859

fanxt@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120008

联系人:

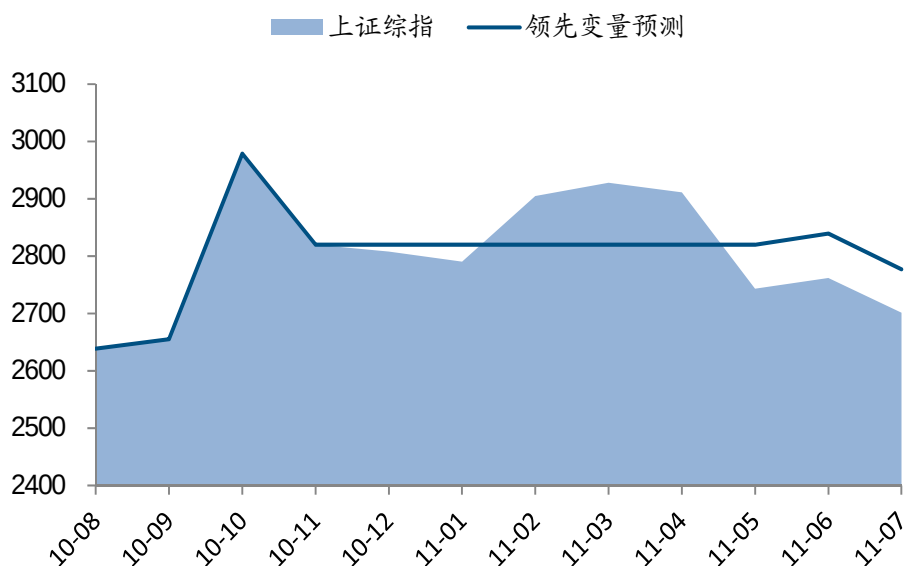
范辛亭

(8621) 68751859

fanxt@cjsc.com.cn

样本外预测跟踪效果

宏观经济领先变量对下月走势的预测回顾



月份	上证收盘	月涨跌(%)	预测方向	
2010-09	2655.66	0.64	↑	√
2010-10	2978.84	12.17	↑	√
2010-11	2820.18	-5.33	↑	×
2010-12	2808.08	-0.43	↑	×
2011-01	2790.69	-0.62	↓	√
2011-02	2905.05	4.10	↓	√
2011-03	2928.11	0.79	↓	×
2011-04	2911.51	-0.57	↓	√
2011-05	2743.47	-5.77	↓	√
2011-06	2762.08	0.68	↑	√
2011-07	2701.73	-2.18	↑	×
2011-08			↓	

正文目录

一、宏观经济变量与股市关系对应表	4
二、7月经济数据一览—物价创新高、贷款增速加快	6
1. 物价指数再创新高	7
2. 短期贷款余额增速加快	8
3. 对8月份预测结果的强调	8
三、后市判断	9

图表目录

图 1: 7月经济与金融统计数据趋势一览	6
图 2: CPI、PPI 近期走势	7
图 3: m1-m2 与短期贷款余额增速对比图	8
图 4: 领先变量及其状态变量与上证综指趋势关系图	9
表 1: 领先股市的宏观经济变量本期趋势	7
表 2: 对8月份股市收益率的客观判断	8
表 3: 领先股市的多变量模型	9
表 4: 对领先变量状态及股市收益率的判断	9

一、宏观经济变量与股市关系对应表

红色为 7 月份最新数据

大类	变量	方向	领先/滞后	短中长	本期	趋势	上期
货币供应量	M0	+	滞后 3 个月	中长	14.3	↘	14.4
	M1	+	领先 1 个月	中长	11.6	↘	13.1
	M2	+	滞后 4 个月	中长	14.7	↘	15.9
	M1 与 M2 增速差	+	滞后 1 个月	中长	-3.1	↘	-2.8
	储蓄/M2	-	滞后 1 个月	中长	-1.0	↘	-0.4
工业生产	工业增加值	+	领先 1 个月	中长	14.0	↑	15.1
	用电量	+	领先 1 个月	中长	11.8	↘	13.0
	发电量	+	滞后 5 个月	中长	12.6	↑	14.5
采购经理人指数 (PMI)	采购经理指数 (PMI)	+	—— 同步 ——	中长	50.7	↘	50.9
	生产量	+	滞后 1 个月	短期	52.1	↘	53.1
	新订单	+	—— 同步 ——	中长	51.1	↘	50.8
	出口订单	+	滞后 4 个月	中长	50.4	↘	50.5
	积压订单	+	滞后 1 个月	中长	46.5	↑	45.9
	产成品库存	-	—— 同步 ——	中长	49.2	↑	51.0
	采购量	+	—— 同步 ——	中长	52.0	↘	51.5
	进口	+	滞后 1 个月	中长	49.1	↘	48.7
	购进价格	+	滞后 1 个月	短期	56.3	↘	56.7
	原材料库存	+	领先 1 个月	中长	47.6	↘	48.5
	从业人员	+	滞后 3 个月	中长	50.5	↘	50.2
	供应商配送时间	-	领先 1 个月	短期	50.3	↑	49.8
投资	固定资产投资	+	领先 2 个月	短期	25.4	↑	25.6
物价	CPI (消费环节)	+	滞后 4 个月	中长	6.5	↑	6.4
	PPI (生产环节)	-	领先 2 个月	短期	7.5	↑	7.1
	CGPI (批发环节)	+	滞后 5 个月	中长	9.7	↑	9.5

外汇	外汇储备	+	滞后	4	个月	短期	30.3	↑	29.8
	美元指数	-	滞后	4	个月	中长	73.9	↘	74.4
贷款	短期贷款余额	+	领先	1	个月	短期	19.9	↑	19.5
利率	SHIBOR（3月）	+	滞后	4	个月	短期	6.0	↑	4.9
对外贸易	进出口总额	+	滞后	5	个月	中长	21.5	↘	18.5
	进口额	+	滞后	3	个月	中长	22.9	↘	17.9
	出口额	-	滞后	2	个月	短期	20.4	↘	19.3
	进出口增速差	-	滞后	1	个月	短期	-2.5	↑	1.4
消费	社会消费品零售总额	+	滞后	5	个月	长期	16.8	↘	16.8
经济景气指数	滞后指数	+	滞后	4	个月	中长	3.0	↑	2.7
	先行指数	+	领先	1	个月	长期	1.8	↘	1.9
	一致指数	+	滞后	4	个月	长期	3.0	↘	3.0
	预警指数	+	滞后	2	个月	短期	9.3	↑	5.3
国房景气指数	房地产开发综合景气指数	+	滞后	5	个月	长期	1.8	↘	3.2
	房地产开发投资分类指数	+	滞后	4	个月	短期	3.9	↘	4.3
	土地开发面积分类指数	+	滞后	5	个月	中长	8.9	↑	9.1
	商品房平均销售价格分类指数	+	滞后	2	个月	短期	2.1	↘	3.2
信心指数	消费者信心指数	+	滞后	5	个月	短期	8.1	↘	5.8
	消费者满意指数	+	滞后	4	个月	长期	3.2	↑	4.6
	消费者预期指数	+	领先	2	个月	长期	11.4	↑	6.6

资料来源：长江证券研究部。详见《宏观经济变量与股市关系系列报告》（[点击下载](#)）。

二、 7 月经济数据一览—物价创新高、贷款增速加快

2011 年 8 月 9 日国家统计局公布了 4 月宏观经济数据, 8 月 12 日中国人民银行公布了 7 月金融统计数据报告。

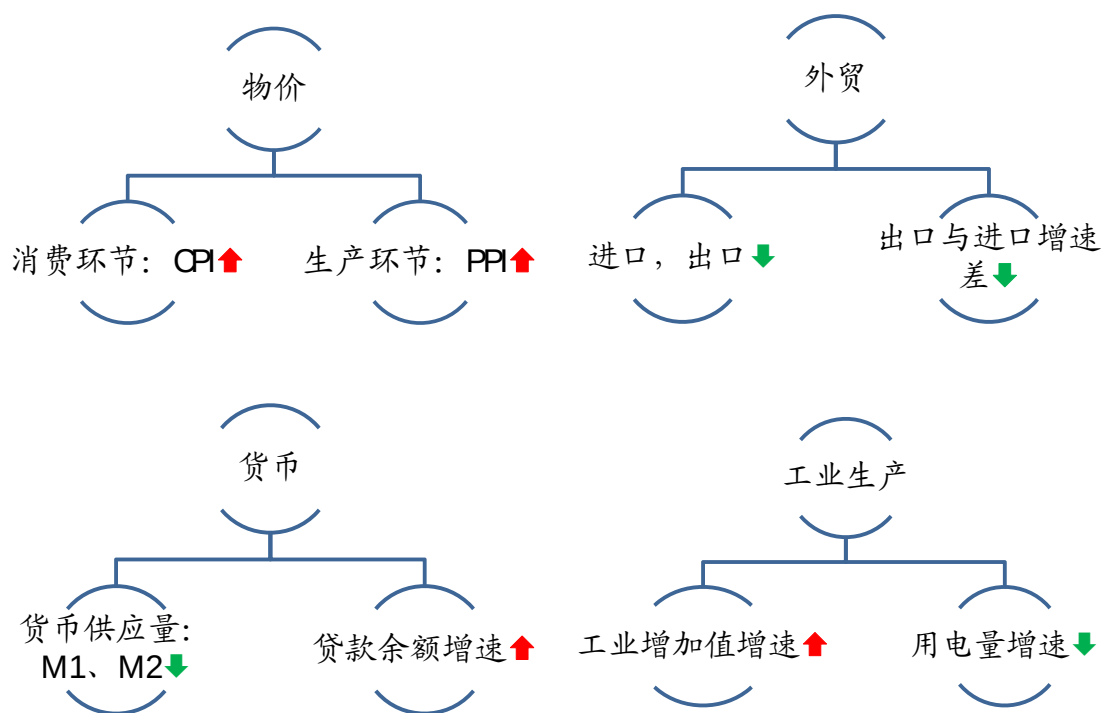
7 月份, 规模以上工业增加值同比增长 14.0%, 比 6 月份回落 1.1 个百分点。1-7 月份, 固定资产投资 (不含农户) 119866 亿元, 同比增长 25.4%, 比 1-6 月份略低 0.2 个百分点。7 月份, 居民消费价格同比上涨 6.5%, 涨幅比 6 月份上升 0.1 个百分点, 工业生产者出厂价格同比上涨 7.5%, 涨幅比 6 月份上升 0.4 个百分点。

货币方面, 7 月末, 广义货币(M2)余额 67.41 万亿元, 同比增长 17.6%, 比上月末和上年同期分别低 1.2 和 2.9 个百分点; 狭义货币(M1)余额 24.07 万亿元, 同比增长 11.6%, 比上月末和上年同期分别低 1.5 和 11.3 个百分点; 流通中货币(M0)余额 43.95 万亿元, 同比增长 15.5%。短期贷款余额约 18 万亿元, 同比增长 19.9%。

进出口方面, 据海关统计, 今年前 7 个月, 我国进出口总值 16170.5 亿美元, 比去年同期(下同)增长 40.9%。其中出口 8504.9 亿美元, 增长 35.6%; 进口 7665.6 亿美元, 增长 47.2%; 贸易顺差为 839.3 亿美元, 减少 21.2%。2011 年 7 月, 我国进出口总值 16170.5 亿美元, 同比增长 30.8%。其中出口 1455.2 亿美元, 增长 38.1%; 进口 1167.9 亿美元, 增长 22.7%。累计贸易顺差 102.8 亿美元, 减少 32.8%。

总体来看, 7 月份物价上涨幅度较大, 进出口贸易持续走弱, 贷款余额增速加大。本期宏观经济数据及金融统计数据趋势如下图所示。

图 1: 7 月经济与金融统计数据趋势一览



资料来源: 长江证券研究部, wind

下表是领先股市的宏观经济变量本期情况：

表 1：领先股市的宏观经济变量本期趋势

宏观经济变量		与股市的关系			本期	趋势	上期
M1		中长	正向	领先股市 1 个月	11.6	↘	13.1
PMI	原材料库存	中长	正向	领先股市 1 个月	47.6	↘	48.5
	供应商配送时间	短期	反向	领先股市 1 个月	50.3	↑	49.8
生产	工业增加值	中长	正向	领先股市 1 个月	14.0	↑	15.1
	用电量	中长	正向	领先股市 1 个月	11.8	↘	13.0
贷款余额增速		短期	正向	领先股市 1 个月	19.9	↑	19.5
PPI		短期	正向	领先股市 2 个月	7.5	↑	7.1
经济景气指数-一致指数		长期	正向	领先股市 1 个月	1.8	↘	1.9
信心指数-消费者预期指数		长期	正向	领先股市 2 个月	11.4	↑	6.6

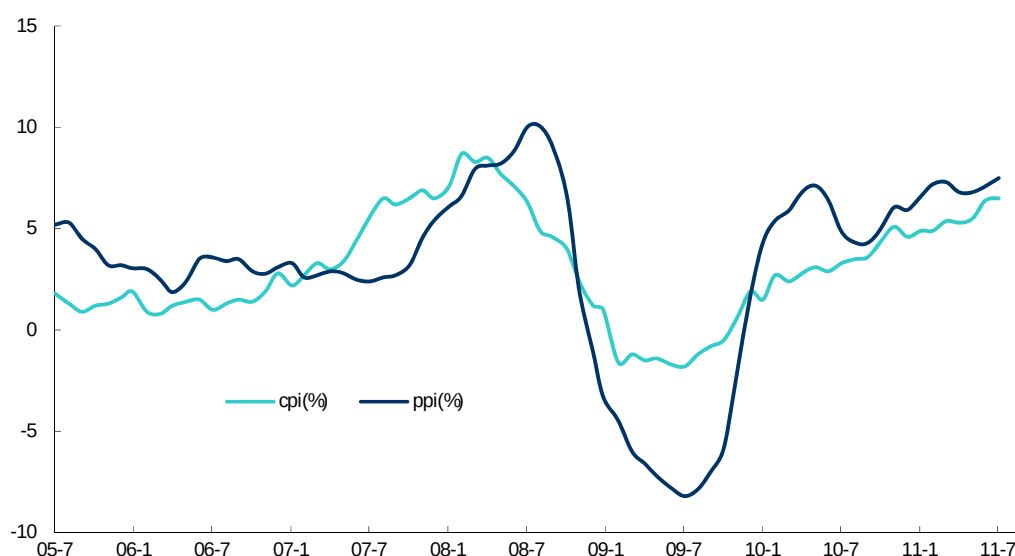
数据来源：长江证券研究部。

1. 物价指数再创新高

2011 年 8 月 9 日，国家统计局发布的 7 月物价指数又有所上涨，PPI 为 7.5，比上月高 0.4 个百分点，CPI 为 6.5，比上月高 0.1 个百分点。

PPI 在 4、5 月份出现了短暂的低点之后又掉头向上，同比数据连续两个月保持增长。

图 2：CPI、PPI 近期走势

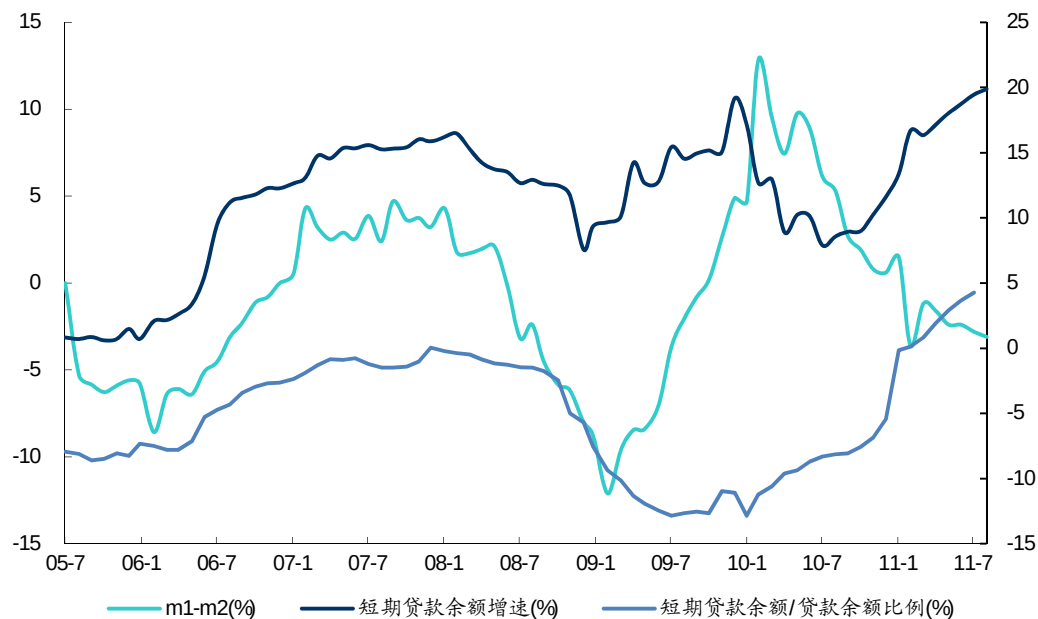


资料来源：长江证券研究部，wind

2. 短期贷款余额增速加快

7 月份，短期贷款余额约 18 万亿元，相比上月新增约 2 万亿，同比增长 19.9%，高于上月 0.43 个百分点。下图是 M1-M2 与短期贷款余额增速的对比图，虽然货币供应量 M1、M2 在逐步减少，但是短期的贷款余额却屡创新高，短期贷款占贷款总额的比例也屡创新高。

图 3: m1-m2 与短期贷款余额增速对比图



资料来源：长江证券研究部，wind

3. 对 8 月份预测结果的强调

我们在 8 月初给出了基于领先股市的三个变量：PPI、供应商配送时间、贷款余额增速的对股市震荡向下的判断，贷款余额增速数据公布之后，我们可以确认其趋势，因此对 8 月份股市收益率的客观估计如下：

表 2: 对 8 月份股市收益率的客观判断

领先变量	Sppi	供应商配送时间	贷款余额增速	8 月份预期收益率(%)
状态预判	↑(客观) 不利于股市上涨	↑(客观) 不利于股市上涨	↑(客观) 有利于股市上涨	↓ -0.25

资料来源：wind,长江证券研究部

三、后市判断

我们建立的领先模型包含三个变量：供应商配送时间、贷款余额增速。模型如下表所示：

表 3：领先股市的多变量模型

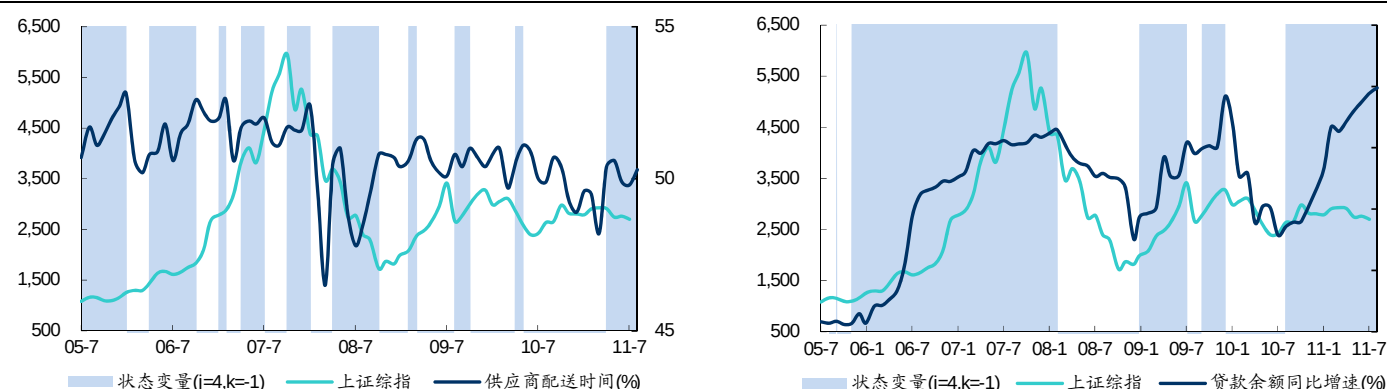
多变量模型	常数项	Sppi (j=2,k=-2)	供应商配送时间 (j=4,k=-1)	贷款余额增速 (j=4,k=-1)	Adj-R2
beta	0.14	-5.46	-3.88	8.95	0.32
(t-test)	(0.05)	(-2.53)	(-1.92)	(3.63)	
数据公布时间		每月 10 日左右	每月 1 日	每月 15 日左右	

资料来源：wind,长江证券研究部

这三个指标中的 PPI 是一个关键变量，领先股市的特性较稳定，另外供应商配送时间描述了下游需求的旺盛程度，配送时间越长，说明需求不旺，配送时间越短，说明需求旺盛；贷款余额增速描述了市场上的货币情况，贷款余额增速越大，说明市场上资金越多。

下图是供应商配送时间、贷款余额增速与股市的关系图。

图 4：领先变量及其状态变量与上证综指趋势关系图



资料来源：长江证券研究部，wind

我们试图结合三个变量的走势对 9 月份的股市走势作出预判，但是由于受到数据的限制，供应商配送时间与贷款余额增速还只能主观预测，为了排除主观预测的因素，我们根据现在可以拿到的数据——PPI 对下个月做预测，预测结果如下表所示：

表 4：对领先变量状态及股市收益率的判断

领先变量	常数项	Sppi	R-square	9 月份预期收益率(%)
Beta	6.25	-8.72	0.18	-2.47
(t-test)	(3.97)	(-3.98)		

资料来源：wind,长江证券研究部

PPI 的上涨不利于下个月的股市，我们对 9 月份预期收益率为负。我们将在供应商配送时间、贷款余额增速公布时，再对 9 月份的股市走势做进一步的判断。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需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。