

三个因子都利好，股市拐头时机到

根据领先股市的宏观变量的趋势，我们预测股市：

6 月份▲ (✓)，7 月份▲ (×)

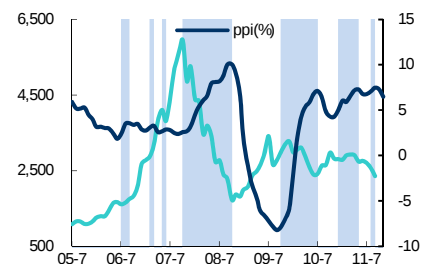
8 月份▼ (✓)，9 月份▼ (✓)

预测日期\月份	10 月份▲	11 月份▲
9 月 10 日	-2.47%	
10 月 10 日	-0.34%	
10 月 14 日	8.09%	6.25%
10 月 16 日	9.09%	

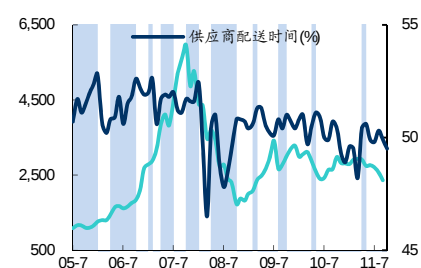
领先股市的宏观经济变量（9 月份数据）

宏观经济变量		与股市的关系		本期	趋势	上期	
M1		中长	正向	领先股市 1 个月	8.9	↘	11.2
PMI	原材料库存	中长	正向	领先股市 1 个月	49.0	↘	48.8
	供应商配送时间	短期	反向	领先股市 1 个月	49.5	↘	49.9
生产	工业增加值	中长	正向	领先股市 1 个月	13.5	↑	14.0
	用电量	中长	正向	领先股市 1 个月	11.9	↘	11.8
贷款余额增速		短期	正向	领先股市 1 个月	20.3	↑	20.0
PPI		短期	反向	领先股市 2 个月	6.5	↘	7.3
经济景气指数—一致指数		长期	正向	领先股市 1 个月	2.2	↘	1.8
信心指数—消费者预期指		长期	正向	领先股市 2 个月	11.8	↑	11.4

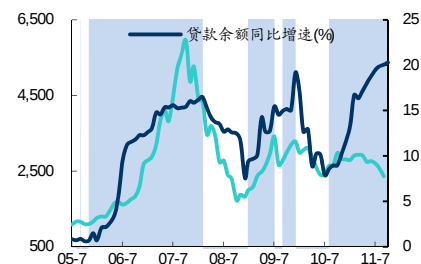
PPI 对股市的反向领先关系



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：

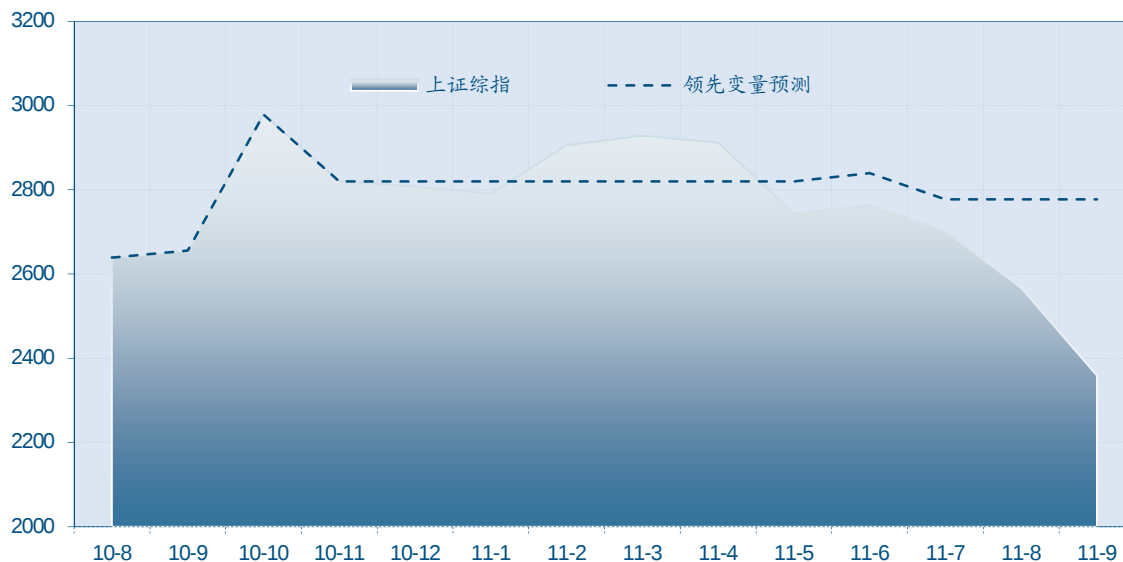
范辛亭

(8621) 68751859

fanxt@cjsc.com.cn

样本外预测跟踪效果

宏观经济变量对大盘预测回顾



资料来源：长江证券研究部。

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	2567.34	-4.97	↓	√
2011-09	2359.22	-8.11	↓	√
2011-10			↑	
2011-11			↑	

正文目录

一、 宏观经济变量与股市关系对应表.....4

二、 9月贷款数据一览.....6

三、 后市判断.....7

图表目录

图 1: 贷款余额走势图 6

图 2: PPI 对上证综指的领先作用 7

图 3: 供应商配送时间对上证综指的领先作用 8

图 4: 贷款余额增速对上证综指的领先作用 8

表 1: 领先股市的宏观经济变量本期趋势 6

表 2: 领先股市的多变量模型..... 7

表 3: 对领先变量状态及股市收益率的判断 ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.

表 3: 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 9 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	12.7	↘	14.7
	M1	+	领先 1 个月	中长	8.9	↘	11.2
	M2	+	滞后 4 个月	中长	13.0	↘	13.5
	M1 与 M2 增速差	+	滞后 1 个月	中长	-4.1	↘	-2.3
	储蓄/M2	-	滞后 1 个月	中长	-1.3	↘	-0.3
工业生产	工业增加值	+	领先 1 个月	中长	13.5	↑	14.0
	用电量	+	领先 1 个月	中长	11.9	↘	11.8
	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	51.2	↘	50.9
	生产量	+	滞后 1 个月	短期	52.7	↑	52.3
	新订单	+	—— 同步 ——	中长	51.3	↘	51.1
	出口订单	+	滞后 4 个月	中长	50.9	↑	48.3
	积压订单	+	滞后 1 个月	中长	48.9	↑	47.6
	产成品库存	-	—— 同步 ——	中长	49.9	↑	48.9
	采购量	+	—— 同步 ——	中长	51.5	↘	51.2
	进口	+	滞后 1 个月	中长	50.1	↘	49.7
	购进价格	+	滞后 1 个月	短期	56.6	↘	57.2
	原材料库存	+	领先 1 个月	中长	49.0	↘	48.8
	从业人员	+	滞后 3 个月	中长	51.0	↘	50.4
	供应商配送时间	-	领先 1 个月	短期	49.5	↘	49.9
投资	固定资产投资	+	领先 2 个月	短期	25.0	↘	25.4
物价	CPI (消费环节)	+	滞后 4 个月	中长	6.1	↘	6.2
	PPI (生产环节)	-	领先 2 个月	短期	6.5	↘	7.3
	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	74.1	↘	73.9
贷款	短期贷款余额	+	领先	1	个月	短期	20.3	↑	20.0
利率	SHIBOR（3月）	+	滞后	4	个月	短期	5.5	↑	4.9
对外贸易	进出口总额	+	滞后	5	个月	中长	27.1	↘	21.9
	进口额	+	滞后	3	个月	中长	30.2	↑	22.9
	出口额	-	滞后	2	个月	短期	24.5	↘	20.4
	进出口增速差	-	滞后	1	个月	短期	-5.7	↑	-2.5
消费	社会消费品零售总额	+	滞后	5	个月	长期	17.0	↘	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

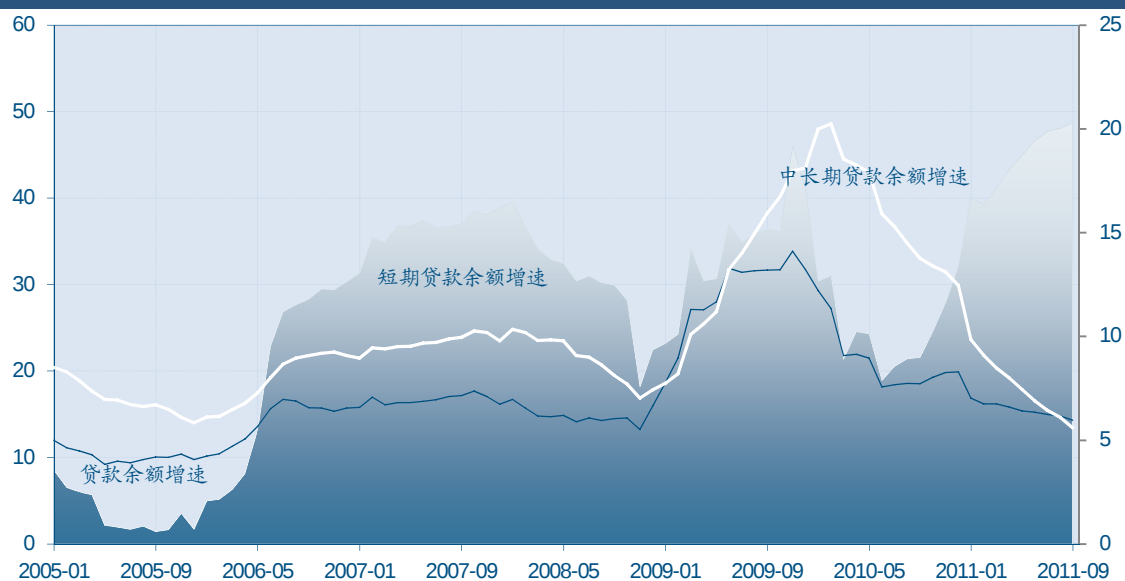
资料来源：长江证券研究部。详见《宏观经济变量与股市关系系列报告》（点击下载）。

二、9月贷款数据一览

2011年10月14日，央行公布最新金融数据，数据显示，截至9月末，金融机构人民币各项贷款 52.91 万亿元，同比增速 14.32%，短期贷款 19.18 万亿元，同比增速 20.31%，中长期贷款 31.70 万亿元，同比增速 13.42%。

各项贷款及中长期贷款余额增速在下降的同时，短期贷款余额增速一直在上升，如下图所示：

图 1：贷款余额走势图



资料来源：Wind，长江证券研究部。

下表是领先股市的宏观经济变量本期情况，红色表示当期数据：

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
PMI	M1	中长	正向	领先股市 1 个月	8.9	↘	11.2
	原材料库存	中长	正向	领先股市 1 个月	49.0	↘	48.8
	供应商配送时间	短期	反向	领先股市 1 个月	49.5	↘	49.9
生产	工业增加值	中长	正向	领先股市 1 个月	13.5	↑	14.0
	用电量	中长	正向	领先股市 1 个月	11.9	↘	11.8
贷款余额增速		短期	正向	领先股市 1 个月	20.3	↑	20.0
PPI		短期	反向	领先股市 2 个月	6.5	↘	7.3
经济景气指数-一致指		长期	正向	领先股市 1 个月	2.2	↘	1.8
信心指数-消费者预期		长期	正向	领先股市 2 个月	11.8	↑	11.4

数据来源：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 2：领先股市的多变量模型

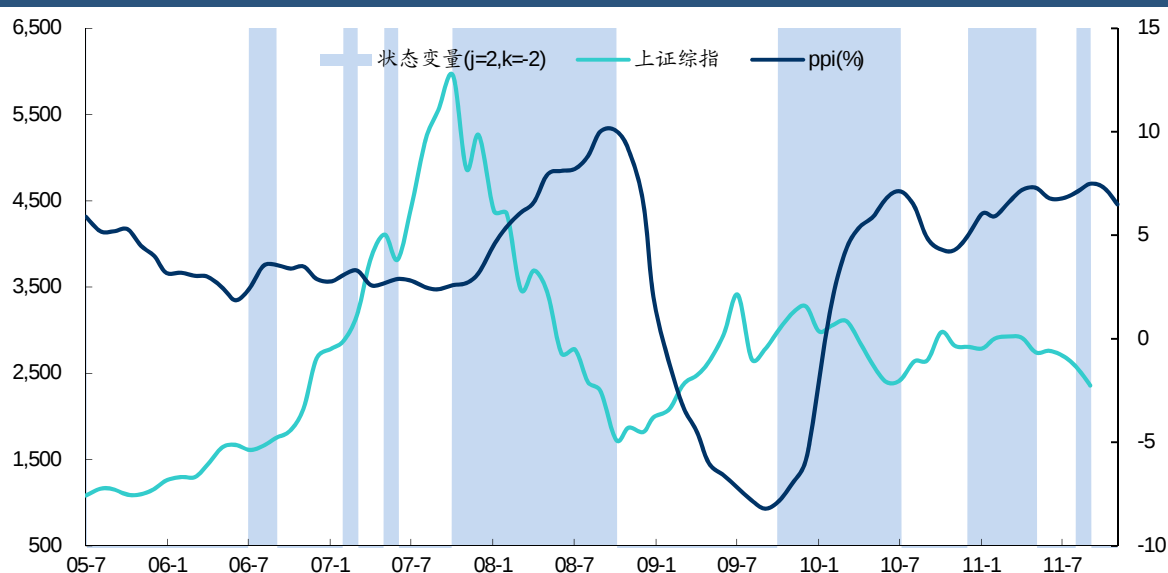
多变量模型	常数项	Sppi (j=2,k=-2)	供应商配送时间 (j=4,k=-1)	贷款余额增速 (j=4,k=-1)	Adj-R2
beta	0.14	-5.46	-3.88	8.95	0.32
(t-test)	(0.05)	(-2.53)	(-1.92)	(3.63)	
数据公布时间		每月 10 日左右	每月 1 日	每月 15 日左右	

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。

PPI 反向领先上证综指两个月，关系如下图所示：

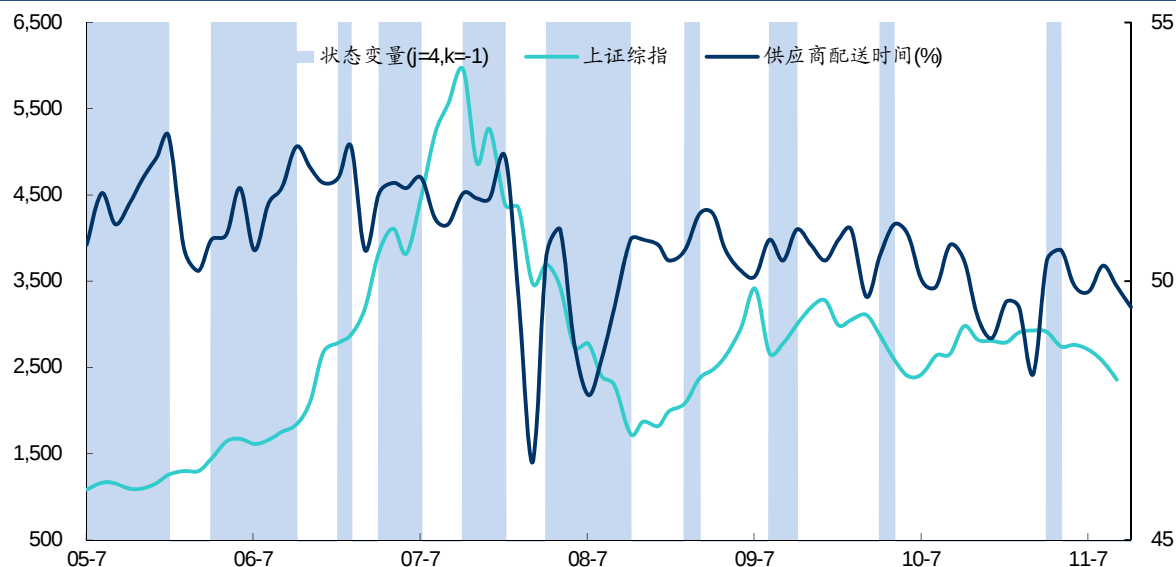
图 2：PPI 对上证综指的领先作用



资料来源：Wind，长江证券研究部。

供应商配送时间反向领先上证综指一个月，关系如下图所示：

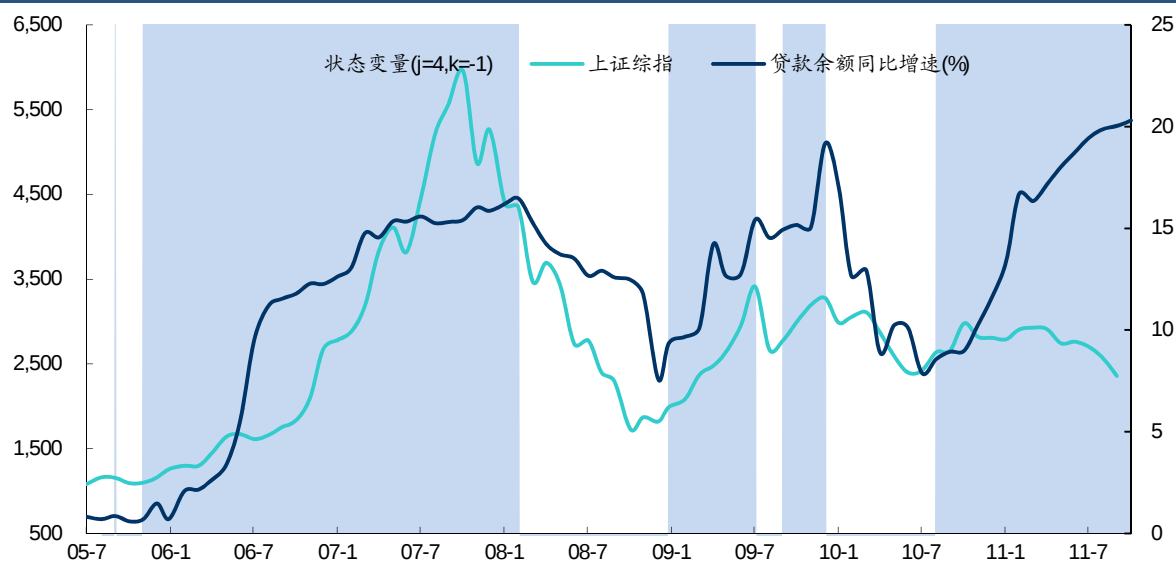
图 3：供应商配送时间对上证综指的领先作用



资料来源：Wind，长江证券研究部。

贷款余额增速正向领先上证综指一个月，关系如下图所示：

图 4：贷款余额增速对上证综指的领先作用



资料来源：Wind，长江证券研究部。

我们试图结合三个变量的走势对每个月股市的走势作出预判，但是受到两方面的限制，一是数据公布时间的限制，二是确认趋势的时点总是晚于趋势发生的时点，因此，我们对宏观经济变量的趋势的判断会在拐点处犯错误。

9 月份短期贷款余额同比增速为 20.30%，比上月的 20.03%略高，维持上升趋势，另外两个变量的趋势是：PPI 下降趋势，供应商批送时间也是下降趋势，因此对 10 月份的收益率有如下判断：

对领先变量状态及股市收益率的判断						
领先变量	常数项	Sppi	供应商配送时间	贷款余额增速	R-square	9 月份预期收益率(%)
Beta (t-test)	0.14 (0.05)	-5.46 (-2.53)	-3.88 (-1.92)	8.95 (3.63)	0.32	
状态的判断及收益率的预测		↓ 利于股市上涨	↓ 利于股市上涨	↑ 利于股市上涨		↑ 9.09
资料来源：wind,长江证券研究部						

根据最新公布的 9 月份的 PPI，可以对 11 月份的股市收益率做出预判，PPI 的下降有利于股市的上涨，11 月份的预期收益率大于零。预测结果如下表所示：

表 3：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	10 月份预期收益率(%)
Beta (t-test)	6.25 (3.97)	-8.72 (-3.98)	↓ 利于股市上涨	↑ 6.25
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
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。