

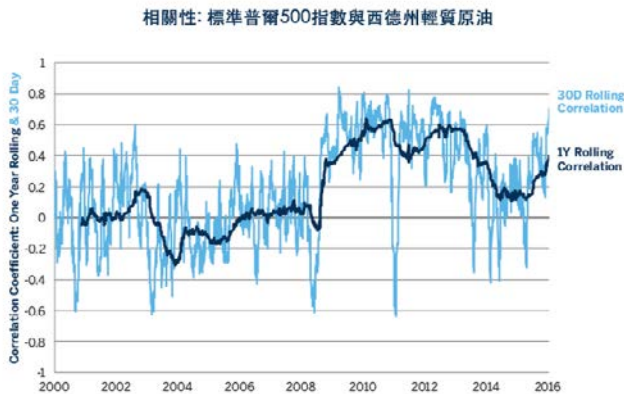
## 石油和股票的相關性研究



此報告中所有示例均為對各種情況的虛擬解釋，僅作說明之用。此報告中的觀點僅反映作者的看法，未必是芝商所或其關聯機構的看法。此報告及其中所載資訊不應視為投資建議或實際市場經驗的結果。

今年到目前為止，標準普爾500指數(S&P 500®)與西德州輕質原油(WTI)每日波動的相關性達到70%。這是自2012年以來任何滾動30天期間的最高相關性(圖1)。一年滾動相關性陡然升至2013年以來的最高點。

圖1：標準普爾500指數與西德州輕質原油之間的30天和一年滾動相關性



Source: Bloomberg Professional (CL1 and ES1), CME Group Economics Research Calculations

### 石油和股票相關性簡要回顧

股票和石油間的相關性並非總是很高。在2009年之前，兩者的相關性接近零，有時為負數。最常見的假設是油價上升對能源股有利，但對其他股票不利，因為油價上升會抑制各種其他產品的消費需求，並增加依賴能源的公司的經營成本，例如運輸公司和工業公司。

從2009年到2013年的三個量化寬鬆(QE)階段，石油和股票開始呈現正相關。原因在於量化寬鬆大潮帶來的結果是水漲船高，聯儲局動用數萬億美元，收購政府債券之類的無風險(違約)資產以及AAA級抵押擔保證券之類風險極低的資產，迫使投資者涌入股票之類的高風險資產。量化寬鬆政策還導致資本撤離美國，流向新興市場，因為新興市場對所有商品的需求不斷增長，包括石油。有些投資者還預期量化寬鬆政策將造成通脹。因此，股票和石油在大約五年的時間內呈現正相關性。

這種情況在2013年5月至6月開始改變，當時聯儲局宣佈逐步退出第三輪量化寬鬆，引起「債券減購恐慌」(Taper Tantrum)。隨著2014年量化寬鬆結束，石油和股票間的相關性迅速跌破20%。其原因或許是，隨著量化寬鬆結束和經濟穩定復甦，股票和能源行情可能分道揚鑣。有一段時間確實如此。

自2014年底油價暴跌以來，股票和石油之間的相關性再次顯著增強。油價暴跌顯然對能源股不利，而能源股僅佔標準普爾500指數市值的6.6%。原物料股(主要是金屬開採公司)也受到損失，主要原因是工業金屬價格隨油價暴跌。同樣，原物料股自身的規模也不足以促成兩者之間的相關性：原物料股在標準普爾500指數市值中所佔比例不到3%。

導致石油和股票之間相關性上升的主要因素是金融股，這些股票與WTI原油呈現顯著的相關性。美國和國外的銀行都向能源行業借出大量資金。違約概率上升導致銀行股與原油價格波動的相关性顯著增強。當油價上漲時，對違約的擔憂會緩和；當油價下跌時，這種擔憂會加深（圖2）。金融股佔標準普爾500指數市值的近16%，其對指數整體回報率和相關性的影響遠遠大於能源股或原物料股。

其他板塊的相關性也呈上升之勢，包括消費品股和工業股（圖3和圖4）。從我們的角度來看，這有悖常理：因為油價下跌對消費者應當是好消息。我們認為，以銀行系統對石油板塊的曝險來看，能源公司違約率上升不足以造成普遍的信貸緊縮，或導致銀行對住宅板塊或非能源公司的放貸顯著減緩。因此，隨著投資者開始關注油價下跌中的利好方面，例如消費者的可支配收入增加，許多企業的投入成本下降，我們預期標準普爾500指數與石油的相關性可能會趨於溫和。

不過，近期聯儲局加息可能導致石油和股票間的相關性上升。由於央行融資成本下降，銀行擴大放貸或許更為容易。加息後收益率曲線顯著趨平，可能增加銀行透過長期放款和短期借款實現盈利增長的難度。

圖2：金融股與石油的相關性再次上升



圖3：工業股、科技股和非必需消費品股與石油的相關性也上升



圖4：必需消費品股、醫療保健股和公用事業股與石油的相關性也略有上升



Source: Bloomberg Professional (CL1, ES1, IXR1, IXC1 and IXS1)

#### 基本預判：

由於對信貸的擔憂，股票表現很大程度上取決於油價波動，兩者相關性超過正常水準。雖然很多能源公司（以及許多產油國）遭受損失，但投資者終將開始關注油價下跌對若干經濟板塊帶來的好處，特別是生產必需消費品和非必需消費品的企業。公用事業公司以及若干工業公司之類的能源密集型板塊也將受益，但向能源板塊銷售設備的公司除外。今年到目前為止，WTI原油與標準普爾500指數之間的相關性達到70%，這種情況或許不會持續太久，但在可預見的將來，石油可能仍是影響金融股的重要因素。

期貨與掉期交易具有虧損的風險，因此並不適於所有投資者。期貨和掉期均為杠桿投資，由於只需要具備某合約市值壹定百分比的資金就可進行交易，所以損失可能會超出最初為某壹期貨和掉期頭寸而存入的金額。因此，交易者只能使用其有能力承受損失風險但又不影響其生活方式的資金來進行該等投資。由於無法保證這些資金在每筆交易中都能獲利，所以該等資金中僅有壹部分可投入某筆交易。

本資料中所含信息與任何資料不得被視作在任何司法管轄區買入或賣出金融工具、提供金融建議、創建交易平臺、促進或吸收存款、或提供任何其它金融產品或任何類型金融服務的要約或邀請。本資料中所含信息僅供參考，並非為了提供建議，且不應被解釋為建議。本資料並未考慮到您的目標、財務狀況或需要。您根據本資料採取行動前，應當獲得適當的專業建議。

本資料中所含信息均如實提供，不含任何類型的擔保，無論是明示或暗示。芝商所對任何錯誤或遺漏概不承擔責任。

本資料也可能會包含或涉及到未經芝商所或其管理人員、員工或代理設計、驗證或測試的信息。芝商所不對該等信息承擔任何責任，也不認其信息的準確性或完整性。芝商所對該等信息或向您提供的超級鏈接並不擔保不會侵犯到第三方權利。如果本[資料類型]含有外部網站的鏈接，芝商所並不對任何第三方或其提供的服務及/或產品予以認可、推薦、同意、保證或推介。

CME Group和“芝商所”是CME Group Inc.的註冊商標。地球標誌、E-mini、E-micro、Globex、CME和Chicago Mercantile Exchange是Chicago Mercantile Exchange Inc. (“CME”)的註冊商標。CBOT是Board of Trade of the City of Chicago, Inc. (“CBOT”)的註冊商標。ClearPort和NYMEX是New York Mercantile Exchange, Inc. (“NYMEX”)的註冊商標。此商標未經所有者書面批准不得修改、複製、儲存在可檢索系統里、傳遞、複印、發佈或以其它方式使用。

Dow Jones是道瓊斯公司的註冊商標。所有其它註冊商標為其各自所有者的產權。

所有關於規則與細節之事項均遵循正式的CME、CBOT和NYMEX規則，並可被其替代。在所有涉及合約規格的情況裏，均應參考當前的規則。

CME、CBOT及NYMEX均分別在新加坡註冊為註冊的認可Recognized Market Operator(市場運營商)以及在香港特區註冊為認可的Automated Trading Services(自動化交易服務)提供者。除上述內容之外，本資料所含信息並不構成提供任何境外金融工具市場的直接渠道，或日本《金融工具與交易法》(1948年第25條法律，修訂案)界定之境外金融工具市場交易的清算服務。CME Europe Limited并未在亞洲任何國家或管轄區內註冊或被授權提供任何形式的金融服務。芝商所實體在中華人民共和國或台灣概無註冊、獲得許可或聲稱提供任何類型的金融服務。本資料在韓國及澳大利亞境內根據《金融投資服務與資本市場法》第9條第5款及相關規則、《2001年企業法》(澳洲聯邦)及相關規則的規定，將發佈受眾僅限於“職業投資者”；其發行應受到相應限制。

©2016年CME Group和芝商所版權所有，保留所有權利。