



您的位置：首页 - 文章选登

从商品市场变化把握股市与利率走势(陆洁华；4月4日)

文章作者：陆洁华

研究美国商品市场与股市以及美国联邦基金利率之间的互相关系可以帮助我们判断商品市场及股市未来可能的运行趋向，一定程度上可以更进一步地预测世界经济的冷暖，同样，对把握我国未来经济发展趋势以及三者之间的关系起到借鉴作用。

从时间和波浪角度看，美国商品市场的长期牛市至少有望延续至2011年或更长，但从2006年起估计会进入1--2年的调整过程，调整形态将会以平台型宽幅震荡的方式展开，回调幅度不会很深。从分析相关数据也可以看出，股票与商品之间存在跷跷板效应，长期而言，无论从上涨幅度还是上涨持续的时间看股票均胜过商品的表现。目前来看，未来美国股市1--2年间有望再度跑赢商品市场。

研究发现，自上世纪70年代以来，商品价格与美国联邦基金利率呈现显著的正相关性，以CRB指数与联邦基金利率之间的一般逻辑关系推测，2006年美联储在4.5%的利率基础上可能再度加息1-2次，之后加息过程可能会告一段落。

大宗商品的牛市将继续进行

大宗商品包括的范围相当广泛，从大类上划分主要有：谷物、牲畜、油气、金属等，这里以包含19种商品的Reuters/Jefferies CRB Index作为分析标的。

从统计数据中可以看出，在长达50年的时间范围内，商品价格是长期看涨的，但是在总体上涨的过程中，价格呈现出波段性的上涨和下跌，两者总是交替运行，对此可以做进一步的研究。

从时间角度分析，可以划分为四个主要时段：

1956年9月至1968年8月，共12年，CRB指数在95-115点区间内窄幅波动，价格主要呈现横向运行，没有明显的上下趋势；

1968年8月至1980年11月，共12年，CRB指数大幅上涨，从95点涨至337点，最大涨幅2.5倍，价格呈现波段性牛市的运行特征；

1980年11月至1999年7月，共19年，CRB指数震荡回落，从337点下跌至182点，最大跌幅45%，价格以波段性熊市运行为主要特征，期间夹杂次一级的反向修正；

1999年7月至今，CRB指数进入波段性牛市运行，至2006年1月这一轮上涨已经运行了6年6个月，最大涨幅92%，如果以前一次波段性牛市运行12年的时间长度简单推算，则自1999年开始的牛市将会在2011年达到波段顶部，CRB指数有望大幅创出历史新高。

从波浪角度分析，本轮牛市与前一轮牛市在运行方式上将会有明显差别，这符合波浪运行的交替规则，前一轮牛市即从1968年展开的上升行情是以A-B-C三波段的方式运行，本轮自1999年开始的上涨很可能是五浪推动式上涨，波浪上从2001年10月至今是属于第三浪上涨，CRB指数创出历史新高，期间原油和铜涨势凌厉，均大幅创出历史新高，这与牛市第三浪的特征相吻合，现在的问题是，CRB指数正在运行的第三浪将于何时见顶？自2001年的低点开始，CRB指数于2006年面临5年的时间窗口，而自1999年低点开始，CRB指数于2006年面临7年的时间窗口，这种时间窗口的重叠使我们估计CRB指数可能于2006年达到第三浪涨势的顶部，之后的第四浪调整可能会持续1--2年左右，最后还将运行第五浪上升。由于第二浪的回调形态相当简单，根据交替规则，第四浪的调整形态将会相当复杂，初步估计将会以平台型宽幅震荡的方式展开，而回调幅度可能不会很深。

所以从时间和波浪角度看，本轮商品价格的涨势至少可以持续至2011年或以后，CRB指数有望大幅创出历史新高，换言之，目前商品还处于牛市中段。

大宗商品与联邦基金利率的关系

利率是资金的价格，自上世纪70年代以来，商品价格与美国联邦基金利率呈现显著的正相关性，而且，CRB指数的高点和低点大多略微领先于联邦基金利率的高点和低点，某种程度上，CRB指数就是联邦基金利率的先行指标。

一般而言，商品价格的上涨主要源于商品供需关系的失衡，但在商品期货市场价格的大幅上涨同全球热钱的流入具有密切关系。低利率的环境给先知先觉的游资寻找逐利机会提供了先天的优势，所以商品价格上涨的起点一般总是在联邦基金利率的相对低位，且略微早于联邦基金利率的低点，随着经济增长对商品需求增加，商品价格进入稳步上涨阶段，此时美联储为了控制通胀开始加息，导致商品价格与利率形成同向运行。在价格大幅上涨的刺激下，商品供应方终于开始加大产出，随着商品供求关系的逐步改善，过高的商品价格难以为继，游资的退场导致商品价格从高位掉头向下，此时，经济依然处于良好的增长过程中，通胀压力依然存在，美联储仍有继续紧缩银根的需求，往往会再度加息一、两次，所以导致联邦基金利率的高点通常滞后于CRB指数的高点。这应该是CRB指数与联邦基金利率之间的一般逻辑关系。

这一逻辑关系对于我们的预测提供了帮助。我们目前就是处在这样一种情形中。虽然美联储已经连续10多次加息，联邦基金利率处于4.5%的近两年高位，但美国经济活动状况良好，经济正处于平稳增长期，通胀压力缓解，物价涨幅不大，而两年来，美联储的首要任务就是将超低的利率水平上调至既不刺激也不抑制增长的“中性水平”，近期美联储有关人士表示，4.5%的利率水平已经非常接近中性区域的中间水平，这一表态似乎暗示加息已进入尾声。我们注意到，自2006年2月份以来CRB指数已从350点高位回落到了320点附近，CRB指数的高点已经先于联邦基金利率形成了，由联邦基金利率高点产生的滞后性可以推测未来美联储可能仍会加息一、两次，在美联储再度加息以后的一段时间内如果CRB指数未能创出新高，则表明商品确实已经进入了调整，而商品的调整也可以反过来推测美联储的加息将会告一段落。

总体上，CRB指数与联邦基金利率之间的这一逻辑关系可以作为判断商品未来趋向的一种辅助判断。

大宗商品与股票价格的关系

长期来看，无论商品还是股票，价格均呈现大幅上涨，这是投资者在参与商品或股票市场大多习惯于做多的原因，但在不同的历史时段，两者的表现是有差异的，有时呈现明显的背离趋势。

1956年到1968年，CRB指数在95-115点区间内横向盘整，而标普指数则从40点上涨至109点，上升趋势明显。这一时期的历史背景是，1945年二战结束以后，由于各国重建对商品需求大增；商品价格出现明显上升，1950年以后，为了控制通货膨胀政府采取紧缩政策，商品价格泡沫破灭而进入长时间盘整，这一阶段股市则随着经济的增长而走牛。

1971年到1980年，CRB指数迅速飙升，从97点大幅上涨至337点，标普指数则出现大幅波动，先是从116点跳水至65点，再从65点上涨至140点。在这个10年当中，导致商品价格大幅上涨的根本原因就是供需失衡，商品供应减少而需求上升。在1956-1980年共24年间，CRB指数最大涨幅2.5倍，标普指数最大涨幅也是2.5倍，股票与商品的投资回报平分秋色。

但在接下来的20年，即1980--2000年，股票与商品出现明显的背离走势，CRB指数大跌小涨进入波段性熊市，期间最大跌幅45%，而标普指数呈现狂牛奔腾，最大涨幅达到13倍多，股票远远跑赢商品，股票表现出无可比拟的投资魅力。

2000年以后，情况再度发生相反变化，标普指数从1500点一度跳水至800多点，之后反弹回1200多点，而CRB指数从182点一路上涨至2006年1月的350点，涨幅接近1倍。上世纪七十年代商品市场大牛市的历史正在重演，可以认为，上世纪八十和九十年代商品市场的熊市为21世纪初展开的牛市奠定了基础，因为随着亚洲经济的崛起，对商品的需求大幅增加，而商品生产能力变化不大，供应不足必然导致价格上涨。到2006年1月份，CRB指数自182点起最大涨幅达到90%以上，这一段时期商品跑赢股票。

从最近50年商品与股票市场的关系来看，每当商品市场进入大幅上涨的时候股票市场往往进入阶段性震荡，反之，股市大幅上涨的时候商品市场往往进入调整，这种背离状况不仅长期存在，短期也同样存在。我们以相对强度指标来做进一步观察，将同一时期的标普指数除以CRB指数，得到标普指数对CRB指数的相对强度。分时段来看

- (1) 1956-1968年，SPX/CRB指标上行，表示股票跑赢商品；
- (2) 1968-1974年，SPX/CRB指标下降，表明商品跑赢股票；
- (3) 1975-1980年，SPX/CRB指标大致走平，表示股票与商品表现相当，差别不大；
- (4) 1981-2000年，SPX/CRB指标大幅上行，表明股票大幅跑赢商品；
- (5) 2000年至2003年，SPX/CRB指标出现倒V字型反转，表明商品价格强度开始大幅超越股票。

在1956-2003年共47年的时间，股票跑赢商品共有2次，持续时间总共31年，商品跑赢股票也有2次，持续时间总共9年，股票与商品表现相当的有1次，持续时间总共5年。可见长期来看，股票与商品之间存在跷跷板效应，但无论从上涨幅度还是上涨持续的时间看股票均胜过商品的表现。

从较短时间段看，我们选取2003年1月至2006年2月共3年的时间段画出SPX/CRB指标的走势图。

我们注意到，在2003年3月到2004年2月，SPX/CRB指标上行趋势明显，表示股票跑赢商品，在2004年2月之后，SPX/CRB指标震荡回落，期间出现较大的反复，其5日均线缓缓滑落，显示商品总体上略微强过股票，但并不显著，在最近2年中，股票与商品总体上处于拉锯状态。

从另一个角度看，SPX/CRB指标的走势同样可以用波浪理论加以分析。自2000年以来，SPX/CRB呈现5浪下跌，目前这一下跌势头进入尾声阶段，未来一段时间，估计1-2年，有望迎来显著反弹，换言之，就是股票将在未来1-2年中跑赢商品。

文章出处：《上海证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307

版权所有：中国社会科学院金融研究所