



中国特色社会主义经济建设协同创新中心

《 成果要报 》

2016年第21期 （总第39期）

中国特色社会主义经济建设协同创新中心 编

2016年06月20日

防范我国大宗商品现货定价 的金融化和美国化问题

田利辉 谭德凯

【内容简介】近年来，我国国内大宗商品价格波动剧烈，干扰了国民经济的正常运行。经研究，发现股票指数对中国铜、黄金、棉花和白糖等商品价格有明显的引导作用，而且美国股票指数的影响更加强烈和持久。研究认为，国内大宗商品定价不仅存在金融化问题，而且出现了美国化问题。进一步研究发现，发展不足的国内期货市场成为美国金融因素影响中国大宗商品现货定价的渠道，政府的价格干预能够影响金融交易者预期。本文建议，发展国内期货市场和加强政府监管，将有助于中国应对大宗商品现货定价的金融化和美国化问题。

通过对2007年到2013年间日度数据的实证研究，我们发现我国大宗商品现货定价存在着明显的金融化和美国化问题。股票指数通过跨市交易对期货市场产生影响，期货市场通过库存和信号作用对现货定价产生影响。对比研究显示，美国股票指数对国内商品现货定价的影响要强于我国的沪深300指数。

一、大宗商品现货定价的金融化和美国化现状

1.股票指数影响现货定价的作用机制。传统理论认为，商品价格与股票价格之间负相关，是分散股市投资风险的重要投资产品，而且投资商品可以抵御通胀风险，因此有大量金融交易者持有商品期货。当股市出现风险时，资金在两个市场间的流动会导致股票市场商品期货定价产生明显影响。期货定价波动会影响商品现货持有者对未来价格变动的预期，进而改变库存，最终影响现货定价走势。此外，股票市场收益变动还会带来财富效应，直接改变企业或消费者的现货需求，进而影响定价。

2.美国股票市场对中国商品现货定价的影响更广泛。从收益率的引导关系来看，沪深300指数仅影响铜现货市场，而标普500指数可以同时影响铜、黄金和白糖。从波动的引导关系来看，沪深300指数仅影响铜和白糖，而标普500指数同时影响铜、黄金、白糖和棉花。美国拥有比较成熟的商品指数基金，使其股票市场可以方便的同时影响多种商品定价。国内期货市场发展还不够成熟，传导股票市场信息的能力还不强。

3.美国股票市场的波动会额外影响中国工业品现货价格收益。沪深指数的波动对商品现货价格收益没有明显影响，而美国股票指

数的波动对铜和棉花这类工业品的价格收益有明显影响。这是因为美国股票指数具有较好的经济晴雨表功能，能够反映对未来经济运行的预期，而中国股票指数的经济晴雨表功能还极不完善。此外，这也与我国经济增长长期较为依赖出口拉动有关。

4.中国商品现货市场的金融化更多地是一种被动的金融化。中国股票指数对商品现货定价的影响明显要弱于美国股票指数，而且美国金融因素影响持续的时间也较中国金融因素要长。

5.发展国内期货市场和政府价格干预可以缓解金融因素对商品现货定价的影响。期货持仓量与现货定价和股票指数相关性之间呈倒U型关系。期货市场发展不足时，易受其他市场主导，主要发挥传导金融因素的功能。只有当期货市场发展到一定程度时，其价格发现功能才开始占据主导地位，起到纠正价格扭曲的作用。对棉花和白糖等农产品的研究发现，我国政府的价格干预会明显降低商品与股票指数间的相关性。

二、面对大宗商品现货定价金融化和美国化的政策建议

1.微观企业决策者需要充分认识商品现货定价的金融化和美国化问题。中国航空油料集团公司、国家物资储备局、中国储备棉管理总公司等中国大型公司手中掌握着大量供需信息，对未来原油、铜或者棉花等商品供需状况了然于胸，但在大宗商品市场上纷纷出现了较大亏损。尽管国有企业公司治理因素不容忽视，但是，美国金融因素对商品定价的影响同样不能低估。简单根据商品供需趋势来推测现货价格，再通过期货市场套期保值，恐怕风险巨大。金融专业投资者跨市交易和联动操作影响商品期货和现货价格，中国企

业决策者需要防范来自华尔街的风险。

2. 中国产业政策的制定需要积极应对商品现货定价金融化下的原材料成本问题。近年来，中国制造业利润趋薄，其原因不仅在于中国劳动力成本走高，融资成本居高不下，而且在于大宗商品原材料价格波动难以预测。譬如，在工业化和城镇化背景下，中国钢铁产量迅速增长，但利润却连年下降。倘若能够准确预测铁矿石价格，中国钢铁业就能够采取相应对策。然而，铁矿石国际巨头和国际金融专业投资者在纽约商业交易所和新加坡商品期货交易所引导国际铁矿石现货价格不断变动，导致中国钢铁厂商利润微薄，已经成为行业性问题。类似地，在棉花价格的巨幅波动下，中国纺织业在美国金融危机中遭受重创。为此，政策部门或者行业协会需要深刻认识金融化和美国化问题，逐一品种地解决好现货定价问题，促进中国产业健康发展。

3. 中国期货市场的发展目标是督促其实施价格发现功能，并且能够引领世界价格走势。鉴于铁矿石现货价格对国民经济的影响，中国于2013年10月18日在大连商品交易所开始了铁矿石期货合约交易。然而，目前多数品种交易冷清，难以主导世界价格。本文提出了期货市场的传导效应，意味着中国政府应逐一品种地大力发展期货市场，增大活跃度，争取定价权，实现依据供需基本面的价格发现功能。具体建议如下：①发展成熟且可供投资的商品指数基金。商品指数基金已被广泛用于国际期货市场，深刻影响期货市场的国际定价，但中国尚缺乏商品指数基金。②及时处置僵尸期货品种。目前，中国期货市场存在不少交易冷清的品种，如豆二、燃料油等。当期货市场不够活跃时，就会更多地表现出传递股市影响的金

融传导角色。在具体分析交易不活跃的原因后，应该对僵尸品种进行处理，防止其误导现货定价。若是合约设计存在问题，应该修正厂库交割等相关规则，如豆粕期货；若是品种选择不符合实体经济需求，应考虑退市机制，如燃料油期货。期货市场不能盲目求全，应该大力发展能够实现价格发现的品种，积极清理金融坐庄误导现货定价的品种。③应携手发展商品期货市场和金融期货市场，把握股市风险动向，构筑市场风险预警机制。

4.宏观政策制定者应正视中国大宗商品现货定价问题，认识到近年来中国物价问题多为输入性通货膨胀。在大宗商品定价美国化背景下，收紧人民币供给的措施难以有效控制中国农产品、金属、化工产品等大宗商品的现货价格，却打击了中国制造业厂商。同时，放松货币供给也未必能够提高大宗商品价格，若让利给农业或原材料供应商，又会带来房地产等资产价格上涨。不过，虽然货币手段可能失灵，但行政手段尚可应对金融化和美国化问题。当商品价格出现非预期的过度波动时，适当的价格干预或窗口指导具有一定的正面作用。

总之，市场经济必须重视价格信号的作用。如果市场定价不再依据国内供需因素，而是受到国际金融因素的严重影响，那么，未来应提升眼界、拓宽思路、积极研讨、有效应对。在全球化背景下，中国市场化改革仍将继续，同时必须提升金融监管能力，逐步参与并获得大宗商品的国际定价权。

【作者简介】

田利辉，南开大学金融发展研究院教授，中国特色社会主义经济建设协同创新中心研究员。

谭德凯，南开大学金融发展研究院助理教授，中国特色社会主义经济建设协同创新中心研究员。

