

## 5月境内外大宗商品走势背离

**“中国音符”渐强 全球商品定价权东迁**

□本报记者 王姣

今年5月,LME铜的表现令人惊艳,月度涨幅超3%并升至接近7000美元的三个月高位,包括镍、钯金、铝、锡等在内的大宗商品引领了全球工业品的强势格局。不过,外盘的强劲攀升似乎没有成为内盘的动力,大连铁矿石以超过10%的跌幅领跌国内商品,建材系和煤焦钢亦全线溃败。

在业内人士看来,国际大宗商品的“工强农弱”PK国内大宗商品的“工弱农强”,这种截然不同的背离主要源自欧美经济复苏而中国经济增速放缓的大背景,而这种基本面差异通过价格涨跌反映出来,意味着各区域市场定价功能的发挥,也意味着中国在定价层面的话语权逐步增强。

经过多年的期货市场建设,“中国需求”和“中国价格”已经在大宗商品市场上反映得淋漓尽致,“中国因素”在全球化定价体系中的作用也越来越明显。接受中国证券报记者采访的多位专家认为,在经济全球化和金融全球化的浪潮中,随着中国期货市场发展、期权市场推出,以及对外开放步伐加快,中国将成为国际大宗商品价格波动的一股重要力量,商品定价权有望东迁。



## ■ 高端访谈

**国际期货董事总经理王红英:“垄断定价模式”会逐步消亡**

□本报记者 王姣

“‘定价权’并不是揣在你兜里了就属于你。在互通互联、你中有我、我中有你的全球经济一体化世界里,未来商品的定价一定是考虑到多个市场需求层面、综合了多种因素的定价模式。”围绕大宗商品定价权之争,中国国际期货公司董事总经理、中期研究院常务副院长王红英日前在接受中国证券报记者专访时表示,未来经济周期对资产定价的作用将越来越重要、越来越公平,最终“垄断定价模式”会逐步地消亡。

**中国证券报:**大宗商品的定价应该由什么来主导?

**王红英:**一般来说,传统经济学讲的是供需定价,但有一种模式为供给定价,如铁矿石定价在过去相当长的一段时间内是垄断定价。但农产品不一样,它是国际供求双方影响的定价模式,需求相对更重要一些。对大宗商品而言,以前中国没有什么话语权,无论你购买了多少铁矿石,也没有丝毫折扣。但近几年中国逐步开始有了话语权,需求定价的方式就开始突显。如过去一年以来,因为中国对铁矿石的需求减少,力拓等垄断企业对铁矿石定价开始退让。

随着互联网经济的发展,全球经济一体化的发展,平衡定价将是未来经济学定价的一个主要方式,也就是说,从供应角度、需求角度看,最终会有一个综合的相对客观的定价模式。就像以前WTI与布伦特原油之间的定价权斗争一样,经过这些年的发展,原油的定价方式已经综合考虑到了两者因素。

**中国证券报:**在大宗商品定价体系中,“中国价格”目前的地位如何?

**王红英:**我国期货市场已经迎来市场化、公平化的发展阶段,期货市场的功能发挥首先表现在远期定价方面越来越准确。其次是规避价格波动风险日益显著。目前很多企业开始利用期货价格的预测功能来进行产业链的风险管理,如宝钢、沙钢等企业在价格下跌时进入期货市场对冲,效果较好。

每一个区域都处在全球定价体系当中,共同发挥着作用,中国也一样。以铁矿石定价为例,新加坡有个普氏定价模式,它属于一种场外定价模式,但现在大连商品交易所也上市了铁矿石期货上市后,逐步成为全球最大的交易中心之一,正是这个铁矿石价格反映了中国市场的需要,最终形成对定价权的综合影响。

例如,以前三大矿山基本控制着铁矿石价格,但现在对市场的控制显得力不从心了,因为不断有新的定价中心出现,特别是大连铁矿石期货上市后,逐步成为全球最大的交易中心之一,正是这个铁矿石价格反映了中国市场的需要,大矿山继续垄断价格的时代已经结束了。

**中国证券报:**中国期货市场在全球定价体系中还存在哪些问题,有什么建议?

**王红英:**当前存在的主要问题是国家收储对期货市场的定价功能有一定干扰。如小麦市场,本来是供大于求,价格是看跌的。棉花市场也是如此,但由于国家收储价高于市场平均收购价,导致整个市场在流通过程中出现“价格噪音”,最终导致期货市场功能的有效发挥。

我认为,“坚持市场化”是中国经济最根本的宗旨和内涵,对涉及“国计民生”的条条框框进行干预非常有必要。但选择“市场化的干预”还是“行政化的干预”,其中有很多值得思考。比如美国也有粮食储备制度,但其是通过期货市场来实现的,价格高就卖掉一部分,价格低就从期货市场买进。我国可以利用政策优势,在市场“一级收购”中先收储、保证一定的储备规模,但随着价格的变化,特别是有些质量快到保质期了,就应该在期货市场进行市场化的交易,保证储备的质量。

其次,只有大企业进来了,加上市场化的力量,中国期货市场才能真正发挥其“价格发现”的功能,此前国家也废除了一些大机构如银行、保险还有央企进入期货市场的一些制度性障碍,为落实新“国九条”中期货市场为实体经济服务的宗旨,打下良好的基础。

**基本面差异 内外价格分化将持续**

今年5月,国内外大宗商品演绎出完全不一样的市场格局。国内工业品方面,铁矿石、螺纹钢、煤炭价格纷纷创三年以来的新低,并分别以10.34%、4.81%、4.02%的跌幅拖累国内大宗商品市场;而国际方面,因供应紧张预期,LME期镍继续以5.05%的涨幅稳居榜首,COMEX铜紧随其后,月度涨幅为3.17%,COMEX钯金、LME铝、COMEX铂金和LME锡亦纷纷录得较大涨幅。

农产品价格走势差异同样突出。CBOT小麦大跌12%,创出2011年9月以来最大跌幅;CBOT玉米、ICE棉花分别累计下跌9.39%和8.36%;CBOT大豆亦收跌2.45%。反观国内大豆、菜粕反而出现大幅走高行情,累计涨幅分别高达7.09%和3.66%。

“发达经济体特别是美国经济复苏出现加速迹象,而中国经济正处于三期叠加(增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期)的阶段,加之货币政策与流动性环境外松内紧进而导致外盘易涨、内盘疲弱的分化格局;其次,发达经济体在本轮衰退周期中经历了完整的去产能和去杠杆过程,而中国仍处于去产能和大宗贸易融资套息套汇去杠杆的初期,形象地说全球大宗商品似乎都转移到了中国,造成外轻内重的困境。”光大期货研究所所长叶燕武在接受中国证券报记者采访时表示。

据了解,自2011年中国经济增速下滑以来,对大宗商品的需求增速开始下降,而东南亚和欧美经济的复苏对大宗商品需求有一定支撑,所以大宗商品如铜、铝的国际

价格相对坚挺,而国内由于经济增长减速,加之近期铁矿石、螺纹钢等商品的国内库存较高,需求低迷造成国内供大于求的局面,形成了中国的“区域性”过剩。

“这种背离在过去来说并不多见,背离这么大的频率也不高,只能放在特定经济周期的历史阶段来理解。”海通期货资深分析师文竹居士认为,中国大宗商品“工弱农强”的背后,体现的是中国对工业品尤其中上游大宗原材料的投资是长期过剩的,但对农业和服务业的投入是长期不足的。虽然工业品价格特别是煤焦钢近期跌势较大,但去库存完成得并不彻底,与此同时,耕地的不足将会让越来越多的农产品依赖进口,未来几年内我国商品“工弱农强”的现象都将持续。

**话语权增强 中国因素撬动商品格局**

在业内人士看来,大宗商品价格走势的背离,一方面反映了市场对国际国内宏观经济的不同预期,另一方面也反映了我国国内市场的相对独立性,客观上形成了一个反映中国市场供需状况的“中国定价”。

目前我国在全球商品市场中的地位与10年前相比已经又上了一个台阶,在大宗工业品的生产和消费中成为当之无愧的“老大”。中国是仅次于美国的第二大原油进口国,铁矿石进口约占国际贸易量50%;大豆进口超过国际贸易总量的50%;氧化铝进口约占国际贸易量30%……

“如果把全球产量、消费、库存都看作一个整体,消费增加了看中国,库存增加了也看中国。”南华期货分析师傅小燕告诉记者,随着中国期货上市品种越来越多,国内对定价权的归属也愈发重视。

以2008年金融危机为分界,此前国内大宗工业品种是国外市场“跟屁虫”的状况开始有所变化。如铜、豆油、豆粕等品种价格的全球影响力不断加大,与2008年之后

前形成了鲜明的对比。

“国内煤焦钢基本反映了自己的供求关系和宏观经济背景。而部分农产品,如棉花和白糖,尽管走势和美棉和ICE糖大体一致,但是上涨和下跌的节奏不一样,完全反映出中国棉花市场种植面积、高库存的特点。”宝城期货金融研究所所长助理程小勇认为,通过目前已经上市的期货品种来看,中国需求和中国价格已经在工业品上反映的淋漓尽致。

“近年来国内期货市场品种结构不断丰富、投资者结构的完善如大型产业客户和专业投资机构的进入极大提升了市场流动性,一些传统外贸品种如近期所天然橡胶已取代东京胶成为东南亚定价中心,沪铜的波动率也基本能覆盖伦铜的波动率。”叶燕武告诉记者。

经过多年发展,我国期货市场品种体系不断健全,目前上市的商品期货品种已超过40个,沪深300指数期货、国债期货等金融衍生品种体系不断完善,贵金属和有色金属夜盘亦成功上线。众多期货品种的上

市,充分发挥了价格发现与引导的功能,满足了众多企业进行风险管理的需要,并为提升国内定价权和服务国民经济发挥了重要作用。

据文竹居士总结,中国期货市场近年来实现了三大重要功能:一是打破条块分割,国内市场基本形成了一个比较权威的定价基准。二是推进质量体系的建设,期货标准合约主要依据国家标准或国际标准,随着品种影响力的提升,有助于提高整个行业的产品质量。三是发挥系统性风险对冲功能,如果2008年没有期货市场,企业遭受的打击肯定更大。

宏源期货研究中心金属研究室负责人张磊认为,“中国需求”和“中国价格”的地位与作用逐渐提高,这主要得益于中国经济的发展,中国总需求的变动会引致商品价格发生较大的变动。总体来看,期货市场能反映商品的供求关系,但不能替代基本面经济因素的决定性作用。如果中国能进一步提高对供给端的控制能力,在部分商品上的定价权将有所提高。

**定价权之争 期市国际化迫在眉睫**

早在2010年,国内期货市场就超越美国成为全球最大的商品期货交易市场。然而,尽管我国在大宗商品定价权上获得了一定的话语权,但在全球定价体系中还没有能够形成强有力的和中国实体经济相匹配的影响力。

目前来看,大宗商品的定价权仍集中在欧美国家手中,CBOT(芝加哥期货交易所)农产品、LME(伦敦金属交易所)有色金属和NYMEX(纽约商业交易所)能源为主的几大商品定价中心仍然决定着世界上主要大宗商品的交易价格。

“中国油厂进口大豆,大豆是美盘定价,内外对接的价格是在美盘点价,点出合适的价格就算赚到了。事实上,国内很多进口商品缺乏定价权,相关企业也丧失了争取利益的有利位置,最后还得听之任之,任由摆布。”傅小燕告诉记者。

究其原因,业内人士认为,一是因为中国期货交易所力量太弱,部分品种流动性依旧不足,一些大的品种(如原油)还没有上市。二是我国期货市场开放度较低,国际化程度严重不足,既包括境外机

构的参与度不足,也包括了境外机构在定价时不参考我国市场上形成的价格,这使得我国商品期货市场陷入封闭和定价权缺失的恶性循环。

如华联期货研究所副所长杨彬所言,我国只有建立自己的国际定价中心,才能夺取国际定价权,才能切实维护中国的经济利益。改革大宗商品流通体制,加快发展我国的期货市场,增强我国对大宗商品定价的“发言权”,力争使我国成为某些大宗商品定价中心,是一个重要的战略性问题。

建立一个与国际接轨的期货市场,向欧美等国建立的定价体系提出挑战,是争夺大宗商品定价权的有力途径,这就势必要打造良好的金融环境和制度环境,吸引更多有市场影响力的境外参与者。

叶燕武指出,美国期货市场的成功之处在于“美国市场、全球定价”,“中国需求”和“中国价格”要想发挥出真正应有的功能而非口头上吆喝,必须有“走出去、引进来”的开放胸怀,以及跨境资本自由流动和人民币国际化的制度支撑。

可以预见的是,随着资本项下人民币可自由兑换的推进以及境内外市场参与主体的互联互通,国内与国际市场的价格联动会更趋紧密,市场透明度的提升和信息噪音的消除将使得商品定价更有效率。