

# 国际金融资本如何影响大宗商品价格

中国金属矿业经济研究院（五矿产业金融研究院） 吴越

金融是全球大宗商品定价体系的“价格发现中枢、风险转移通道和流动性放大器”。近些年来，商品期货、期权、掉期、库存融资和结构化贸易融资快速扩张，大宗商品市场与更广泛的金融市场深度融合，大宗商品已经从单纯的“货物”逐步被“金融化”为一种“资产类别”，金融资本对大宗商品价格的影响力在持续提升。

## 一、金融资本，中外有别

国际金融资本（以后章节简称“金融资本”），是指以金融增值为核心目的、突破单一国家司法与货币边界、在全球多币种、多市场跨区域循环流动，依托跨境信贷、期货、证券、衍生品、大宗商品融资实现增值的货币类垄断资本。中国金融资本的扩张边界、跨境流动和定价外溢能力受到制度性约束，不是完全自治的“支配性金融资本”，是服务于国家战略的“工具性金融资本”。

两者对大宗商品市场的影响也有很大差异。中国金融资本强在境内期货流动性、产业链预期交易、政策驱动行情和中国需求定价。金融资本强在全球基准、美元融资、场外交易、清算体系、指数资金和跨市场套利。中国金融资本制造和放大中国需求信号；

国际金融资本把这些信号纳入全球基准、美元融资和跨资产交易体系。中国境内盘决定区域情绪，国际盘决定全球表达。

## 二、大宗商品市场中的金融资本有哪些

大宗商品市场的金融资本可以分为三类：

1.配置型资本:来自养老金、主权基金、保险、ETF、指数产品，主要影响中长期资产配置和商品作为通胀对冲工具的需求。

2.交易型资本:来自CTA、对冲基金、宏观基金、自营交易商，主要影响趋势、波动率、期限结构、跨品种套利和短中期价格弹性。

3.中介型资本:来自银行、互换交易商、清算会员、商品贸易商，主要通过融资、仓单、互换、库存、套保和做市影响价格形成机制。

这些资本的资产规模很难统计和对比，因为没有有一个通用的统计口径，有的统计资产管理规模，有的统计衍生品名义本金，有的统计资产负债表规模，有的只能用保证金/持仓/风险限额衡量。

图 1：大宗商品金融资本分类与规模

类型	典型主体	规模口径与最新公开数据	判断
1. 终极	养老金、主权财富基金	全球资产管理行业资产管理规	这是资金来源池，

类型	典型主体	规模口径与最新公开数据	判断
配置资金	金、保险资金、大学捐赠基金、家族办公室、零售资管账户	模约 147 万亿美元；全球主要养老金资产约 68.3 万亿美元；主权财富基金规模接近 14 万亿美元。	不等于商品市场投入规模。实际商品配置通常只占很小比例。
2. 被动商品指数资金	商品指数基金、指数互换、养老金商品配置、结构性票据	CFTC 对美国市场的商品指数投资按月统计，覆盖指数基金、互换交易商、养老金、对冲基金、共同基金、ETF/ETN 等，并统计总名义价值、净名义价值和期货等价持仓。	这是典型“商品 Beta”资金，偏长期多头；全球完整规模没有单一公开权威口径。
3. 商品 ETF/ETP 资金	黄金 ETF、白银 ETF、原油 ETF、综合商品 ETF、ETN	透明度最高的是黄金 ETF：截至 2026 年 4 月，全球实物支持黄金 ETF 资产管理规模约 6150 亿美元，持金量约 4137 吨。	黄金是商品金融化最充分的资产之一。其他商品 ETP 规模远小于黄金，且统计口径分散。
4. CTA/管理期货资金	系统化趋势跟踪基金、期货资管、量化宏观基金	2026 年一季度全球管理期货行业估算资产管理规模约 4255 亿美元，其中系统化策略约 3924 亿美元、多元化交易策略约 2888 亿美元。	商品期货是 CTA 的核心交易对象之一，但 CTA 同时交易股指、利率、外汇，因此不是纯商品资金。
5. 对冲基金/全球宏观/商品专项基金	Global Macro、能源基金、金属基金、相对价值基金、事件驱动基金	2026 年一季度全球对冲基金行业资本超过 5.22 万亿美元。HFR 同时提到能源/基础材料和系统化 CTA 是当季表现较强的子策略。	这是商品市场中最主动、最具方向性和套利性的资金之一，但全球“纯商品对冲基金”没有统一公开规模。
6. 银行、互换交易商、清算与经纪资本	投行、商业银行、Swap Dealer、Prime Broker、FCM、清算会员	2025 年 6 月底，全球 OTC 衍生品名义本金总额约 846 万亿美元，总市值约 21.8 万亿美元；商品类 OTC 衍生品名义本金约 2.6 万亿美元。	这是商品金融化的核心中介层。名义本金不是实际资本，但反映风险传导和定价影响力。
7. 自营交易、做市与高频资本	专业做市商、量化自营公司、高频交易商、套利团队	没有可靠的全球资产管理规模统计，通常用交易量、保证金、风险限额、成交占比衡量。	资产规模未必大，但换手率极高，对短期流动性、价差和微观价格形成影响很大。
8. 大宗	Glencore、	Glencore (2025 上半年)：总	严格说不是纯金

类型	典型主体	规模口径与最新公开数据	判断
商品贸易商的“商贸金融资本”	Trafigura、Vitol、Mercuria 等	资产 1422 亿美元，权益 336 亿美元； Trafigura (FY2025)：总资产 795 亿美元，权益 162 亿美元 Trafigura； Vitol (2025)：营业额 3430 亿美元 Vitol； Mercuria (2025)：收入 1280 亿美元，权益 63 亿美元。	融资本，但它们通过库存、仓单、融资、套保、套利和实物贸易掌握重要定价影响力。

数据来源：网络公开资料

直接可观测的大宗商品金融敞口至少是数万亿美元级别；若把最终配置资金池和银行衍生品中介能力也算入，则背后对应的是几十万亿到上百万亿美元级别的全球金融资产体系。

### 三、金融资本影响大宗商品价格的路径之一：期货先定价，现货后跟随

金融资本影响商品价格的第一条主渠道，是通过期货市场主导价格发现。在多数可标准化、可交割、流动性好的商品中，尤其是原油、铜、铝、黄金、农产品主力合约，市场首先在期货盘上形成新的均衡价格，然后再由基差交易、库存调整、贸易报价和现货升贴水把这个价格传导到实体市场。联合国贸发会议研究指出，期货市场因其高流动性和信息可得性，在商品价格发现中扮演决定性角色。

#### 四、金融资本影响大宗商品价格的路径之二：指数化和资产配置把“单个商品”变成“资产篮子”

21 世纪以来大宗商品市场最重要的变化，是商品被越来越多地当成一个可配置的资产类别，而不是仅仅被视为某个产业链的原料。研究发现，随着商品指数投资迅速增长，美国商品期货之间的相关性显著上升，而且这种上升在被纳入标普高盛商品指数（S&P GSCI）和道琼斯瑞银商品指数（DJ-UBS/BCOM）两大主流商品指数的品种上更明显，指数投资交易本身可以成为波动从一个品种向另一个品种溢出的渠道。

这件事的含义非常深。传统商品市场的价格联动，主要来自供需替代、成本传导或共同宏观需求；而金融化之后，还多出一层“同篮子、同风格、同风险预算”的联动。原油上涨，可能不仅带动能化板块，也可能通过指数再平衡和风格轮动，把铜、玉米甚至牲畜价格一并推高；反之，当风险资产被系统性减仓时，商品也会被一并卖出。世界银行 2025 年报告明确指出，商品市场金融化显著强化了价格同步性，并提高了商品价格对全球经济变化的敏感度。

#### 五、金融资本影响大宗商品价格的路径之三：风险溢价与做市资本的资产负债表

金融资本影响价格的第三种方式，不是“直接拉抬”，而是改变商品市场需要支付多少风险溢价，才能把风险从产业端转移出去。经典套保压力理论认为，生产商通常天然偏空，必须给多头投机者支付正的风险溢价，才能让后者承接风险。近期研究表明，金融化能够通过吸引更多金融投资者站到多头一侧，缓解套保压力、改善风险分担；金融投资者的风险承受能力并不稳定，当经纪商/交易商资产负债表收缩时，商品风险溢价会上升。

这意味着，金融资本不需要先改变基本面，也可以先改变“价格里包含的风险折价”。当银行、券商、掉期交易商资本紧张，或者基金因其他市场亏损而缩表时，它们承接商品风险的能力会下降，商品期货就必须提供更高的预期收益，价格曲线与期限结构也随之调整。这个逻辑解释了为什么有些商品在实体供需并未突变时，也会因金融系统压力而出现重新定价。

但证据也表明，金融资本并不总是放大波动。美国商品期货交易委员会一篇基于交易者分组数据的研究发现，在原油、天然气、玉米等市场中，掉期交易商和对冲基金活动在样本内是降低波动的，因为它们往往提供了流动性并承接了套保方的风险。

**六、金融资本影响大宗商品价格的路径之四：美元、利率和全球金融周期**

如果说前三条路径发生在“市场微观结构”层面，那么第四条路径就发生在“宏观金融条件”层面。当全球大宗商品价格以美元计价，这意味着大宗商品价格存在一层深层定价逻辑：商品价格与美元的对价，因此大宗商品价格天然与美元走势呈负相关性。

国际货币基金组织 2024 年关于全球金融周期与商品价格的研究表明：更宽松的美国货币政策或更高的全球风险偏好，会推高出口价格，也就是推高很多经济体面向世界市场出售商品的价格，同时压低借贷成本并刺激资本流动。这等于把“美元流动性—信用利差—资本流动”直接接到了商品价格上。换句话说，即便没有新的矿山停产、没有新的油田中断，单靠全球金融条件宽松，商品也可能上涨。

这一渠道非常重要，因为它解释了为什么商品价格经常与美联储政策预期、美元指数、美国实际利率和全球风险情绪同步波动。它也解释了为何商品在某些阶段更像“宏观资产”而不是“产业品”。世界银行 2025 年报告指出，“最近工业商品价格大幅下跌，反映的是对全球增长前景和贸易紧张的担忧；这说明宏观预期本身就能迅速重估商品价格”。

**七、金融资本影响大宗商品价格的路径之五：库存、仓储、贸易融资与“表观稀缺性”**

金融资本影响商品价格，不一定要直接买卖期货，还可以通过库存融资、仓储安排、基差套利和可交付资源管理来影响价格。这里的关键概念是：市场交易的并不是“全球总库存”本身，而是“眼下可用、可交付、可融资、可见的库存”。联合国贸发会议研究指出，当库存很低时，额外需求无法通过库存释放来平抑，价格对小冲击会更敏感。

在可储存商品，尤其是金属和原油中，金融资本可以通过买入现货并卖出期货做现货持有套利/期现正向套利，也可以通过仓单、库存融资和仓储激励改变显性库存与隐性库存的分布。LME 从 2025 年开始提供日度无仓单库存(存放在交易所认证仓库、品质达标，但没有生成正式仓单的金属库存，off-warrant)报告，并明确表示这是为了给市场更及时、更全面的库存图景。交易所之所以要这样做，本身就说明：若市场只看到库存仓单或可交割库存，而看不到非库存仓单，金融安排就可能改变市场对“稀缺性”的判断。

这一渠道的本质，是金融资本通过“库存的可见性”和“库存的融资属性”影响价格，而不一定通过“全球总量”影响价格。很多时候，价格上涨并不是因为市场上真的没货，而是因为短期可交付资源被锁定、转移、注销、融资化或等待更有利的卖出窗口。这在基本金属上尤其敏感，因为仓单、交割库和升贴水合同都与价格形成高度耦合。

## 八、金融资本影响大宗商品价格的路径之六：指数基金(ETF)、交易所交易票据(ETN)与“金融需求直接变成实物需求”

并非所有金融资本都只停留在衍生品层面。以黄金最为典型：实物支持型 ETF 会把投资者申购直接转化为金条持有，从而形成对现货的直接需求。世界黄金协会数据显示，2025 年全球黄金总需求（含 OTC）首次超过 5000 吨，总价值达到 5550 亿美元；同年全球黄金 ETF 持仓增加 801 吨，这一增量为有记录以来第二高水平。

这说明在某些商品——尤其是贵金属中，金融资本不是“通过预期影响现货”，而是“直接把资产配置需求转成现货持有需求”。因此，黄金价格对风险偏好、实际利率、美元和 ETF 资金流极其敏感。相较之下，铜、铝、原油等工业品虽然也能通过金融工具被配置，但由于储存、运输、监管与持有成本更高，金融需求更常经由期货、掉期、仓储融资而不是实物 ETF 进入。

## 九、金融资本影响大宗商品价格的路径之七：杠杆、保证金与被动去杠杆

金融资本影响商品价格最剧烈的时候，往往不是“净买入”本身，而是杠杆头寸被迫平仓。这会形成典型的保证金—波动率—流动性螺旋：价格大幅波动导致追加保证金，追加保证金迫使部

分交易者减仓，减仓又进一步放大价格波动。2022年3月LME镍市场就是一个非常极端的例子。LME独立评估报告显示，镍价在三个交易日内上涨超过270%；报告同时指出，事发前89%的LME镍仓单仅由三家实体持有，而3月7日LME Clear当天已发出近75亿美元的日内保证金追缴。

这个案例说明，金融资本对商品价格的影响不仅来自“看多或看空”，更来自**市场结构是否允许少数大头寸在高杠杆和低流动性条件下迫使别人买回或卖出**。这里，价格已经不再只是供需信息，而是清算约束、OTC敞口、仓单集中度和场内流动性共同作用的结果。LME镍事件之所以重要，正因为它揭示了商品市场在极端状态下会迅速从“基本面市场”切换成“金融管道市场”。

美联储2025年的一篇研究也给出了更一般性的证据：在2008年全球金融危机中，投机者和金融机构曾快速平掉商品多头，风险重新流回至生产者和套保者；而在2020年疫情冲击中，这种风险回流没有同样强烈地出现。也就是说，金融资本对大宗商品价格的影响具有显著的条件性。当库存高、市场深、仓位分散、清算稳健、美元融资宽松时，金融资本更可能充当流动性提供者与风险承接者；当库存低、供给僵化、仓位集中、保证金上升、全球流动性收紧时，同样的金融资本会迅速从“稳定器”转为“放大器”。这也是为什么同样的商品市场，在2008年全球

金融危机、2020 年疫情冲击和 2022 年镍挤压中的表现会如此不同。

## 十、不同商品受到金融资本影响的强弱并不相同

金融资本对大宗商品影响力排序为：**贵金属>原油与高流动性工业品>农产品中多数品种>难储存或流动性差的**商品。贵金属尤其是黄金，对 ETF、美元、实际利率和避险偏好的敏感性最高，因为其“金融属性”本来就强；原油和铜等品种因期货深度大、全球基准性强，也容易被宏观资金、商品策略基金和掉期交易商主导短期价格；农产品虽然同样有大量金融交易，但天气、产量、政策限制和季节性供需对中期价格中枢仍更有解释力。

另外的决定因素是是否可储存、是否易于融资，以及库存数据是否透明。可储存、可融资、可标准化交割商品的价格，更容易被金融资本通过仓储和基差交易影响；而库存信息不透明，会进一步强化这种影响。LME 增加无仓单库存披露频率、UNCTAD 强调库存透明度的重要性，都说明库存信息是金融资本影响价格强弱的关键节点。

金融资本对商品价格的影响，本质上是把“商品的定价逻辑”从单一供需逻辑，部分改写为“供需+风险偏好+资产负债表+流动性约束”的混合逻辑。金融资本不是机械地把价格往上或往下推，

而是改变价格形成的结构。它改变了谁是边际定价者、谁承担套保对手盘、库存的哪些部分进入市场视野、哪些价格冲击会跨市场传播，以及在何种条件下流动性和保证金约束会主导行情。

金融资本不能创造长期脱离商品基本面的价格中枢，但它几乎总能改变短期价格路径、波动率、期限结构和跨市场联动。也正因此，理解今天的大宗商品定价体系，不能只看矿山、油井、农田、港口和消费市场，还要看掉期交易商、指数资金、ETF、清算所、仓储网络和美元流动性。