

## 决定期货市场定价权的五大要素

随着全球经济不断发展，期货市场已经成为大宗商品定价不可或缺的关键一环。因为期货市场价格能充分反映影响价格的诸多因素，具有极强的指导性，是全球商品定价的基准，对企业生产、产业发展、宏观经济等具有重要影响。对于期货市场，既要“想用、敢用”，更要“会用、善用”，首先要通过正确的理论对期货市场定价权及其决定要素形成正确的理解。

### 关于定价权常见的两个错误认知

在涉及到商品定价权时，人们往往容易从产业思维出发，把供给、需求作为定价权的决定因素。但事实上，随着市场经济不断地向纵深发展，不同于以有形商品为交易对象、由供需决定价格的现货市场，期货市场的核心对象是合约价格，参与主体是市场交易者，市场功能主要是通过资本博弈确定价格，尤其杠杆交易机制使得资金博弈定价的特点更为突出。市场参与者的思维如果不能升级，将会造成重大损失。

**错误认知之一：产量大就有定价权。**在封闭的传统经济体系中，通过掌控产量确实可以掌控定价权；但在高度发达的现代经济体系中，产量或许会对商品价格产生影响，但并不能起到决定作用。发展中国家和新兴市场国家往往是全球能源、矿产、农产品及其初级产品的主要生产国，但多数都没有定价权，大量出口优势资源往往只赚辛苦钱，甚至落入“资源陷阱”。部分发展中国家为争夺定价权，也试图发展本地交易平台、商品合约，但收效甚微。比如，智利、秘鲁、刚果（金）等全球铜矿及精炼铜的主要生产国，虽对全球铜金属供应具有重要影响，但并不掌握全球铜市场定价权。

**错误认知之二：需求量大就有定价权。**庞大的需求往往让买方具有较强的议价能力，特别是在供需过剩的市场中，买方往往能够“挟需求以令市场”。但事实上，需求虽然有影响作用，但并不能直接决定价格。这在如今大宗商品消费领域极为典型。在全球经济重心加速向亚洲转移的背景下，亚洲国家作为全球制造中心，对基础原材料需求持续增加，但不仅没有掌握定价权，反而因超量需求承受所谓的“亚洲溢价”。比如，在日本经济快速发展的过程中，对以原油为代表的大宗商品定价权求而不得就是很好的例证。

之所以会形成上述错误认知，根源在于过于关注“产业周期”，对“资本周期”认知不足，更未充分认识到资本已成为期货价格决定因素。错误认知带来的影响也是巨大的：众多企业往往以传统供需思维理解价格成因、看待期货市场、开展期货操作，错误判断和操作往往导致自身成为猎食对象，遭遇国际资本狙击。可以说，期货市场定价权，兹事体大，不得不察。

### 决定期货市场定价权的五个要素

运用中国金属矿业经济研究院金志峰院长创立的“至简交易”价格理论，深度剖析国际矿业巨头的历次经典操作案例，建立期货市场定价权至少需要五个方面支撑：现货储备、交割库存、期货仓单、资金实力以及规则影响。

**支撑一：利用各种手段和渠道，掌控现货市场大量矿山及贸易资源。**具体来看，国际矿业巨头通过直接投资（控股或参股矿山企业）、签署矿产品包销协议（参股矿山企业或为矿山企业提供预融资）、囤积现货（掌控国际贸易渠道）、掌控交割库仓单及交割品库存五种方式，在全球范围内掌控大量现货。比如，全球前十大铜生产企业中，绝大多数都是西方矿业巨头，这些企业掌控了全球多数优质铜矿山，能够影响甚至左右全球铜市场的供应。2023年底以来，由于第一量子位于巴拿马的科布雷铜矿被关停、英美资源等调低产量预期，导致市场对2024年全球铜矿供应短缺的担忧。又如，嘉能可通过在全球主要资源带进行多元化布局，获取了大量优质能源资源项目，并能够通过预融资等为资源国矿业企业提供融资支持，借此获得相应的矿产品包销权。

表 1：全球前十大矿铜生产企业产量及占比

	公司	产量	全球占比
1	自由港-Freeport-McMoRan Inc.	166.1	7.51%
2	智利国家铜业公司-Corporación Nacional del Cobre	155.3	7.02%
3	必和必拓-BHP Group	125.5	5.68%
4	嘉能可 Glencore plc	111.5	5.04%
5	南方铜业公司-Southern Copper Corp.	89.8	4.06%
6	紫金矿业-Zijin Mining Group Co. Ltd.	75.9	3.43%
7	第一量子-First Quantum Minerals Ltd.	74.7	3.38%
8	力拓-Rio Tinto Group	58.3	2.64%
9	安托法加斯塔-Antofagasta plc	54.5	2.47%
10	英美资源-Anglo American plc	46.8	2.12%
	小计	958.4	43.36%

资料来源：S&P Capital IQ，五矿经研院

表 2：嘉能可主要资产分布情况

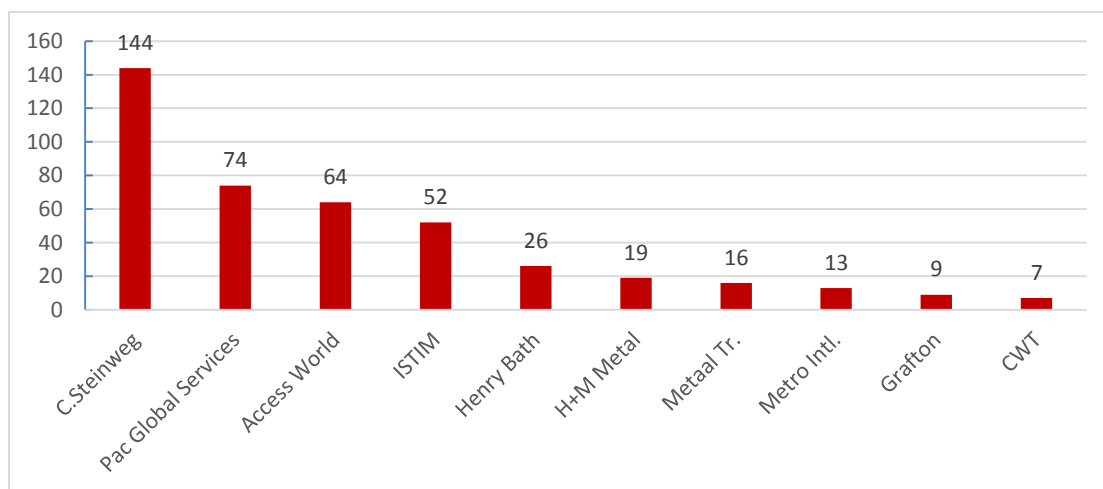
业务	商品	主要资产分布国家（地区）
金属矿产	铜、钴	刚果（金）、智利、秘鲁、赞比亚、阿根廷、澳大利亚、加拿大等

	铅、锌	澳大利亚、哈萨克斯坦、加拿大、阿根廷、秘鲁、玻利维亚、欧洲等
	镍、钴	澳大利亚、加拿大、欧洲、新喀里多尼亚
	铁系	欧洲、南非、毛里塔尼亚、刚果（布）
能源	煤	哥伦比亚、南非、澳大利亚、加拿大
	石油	乍得、几内亚、喀麦隆

资料来源：嘉能可年报，五矿经研院

**支撑二：控制交割库及运输系统，彻底打通现货和期货价格转化通道。**如此一来，既能绝对控制自身现货交割风险和交割成本，又能增加期货对手交割的不确定性。过去很长一段时间，大宗商品期货市场重要参与者，诸如高盛、摩根大通、嘉能可等都曾大举参与过 LME 的仓储业务，交易实体控制或关联仓储单位一度占到 LME 仓储的 60% 以上。虽然受监管要求、舆论压力以及大宗金属去库存化影响，国际投行、贸易巨头等已经纷纷退出 LME 仓储业务，但西方国家、企业对仓储物流的影响力犹在，发展中国家的企业仍然难以望其项背。

图 1：LME 注册仓库分布（前十大企业，截至 2023 年 8 月）

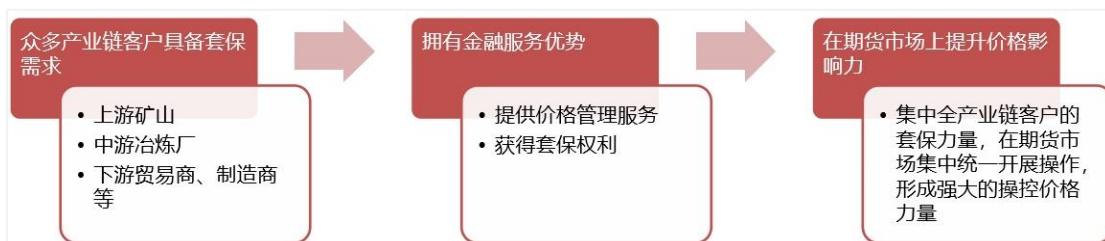


资料来源：LME，五矿经研院

**支撑三：利用金融服务实力，显著放大实际控制期货仓位。**国际巨头擅长为众多产业客户提供做市、含权贸易、远期流动性管理、基差或升贴水互换等价格管理服务，将套保权利集中转移到自己手中，在期货市场集中统一开展操作。比如，在 LME 镍“多逼空”事件中，海外投行、贸易巨头等发动多个账户多头力量集中交易，推动 LME 镍价不断突破，期间触发量化 CTA 交易跟随，空头强平单随之而来。通过对该案例拆解分析，可以看到金融服务实力对掌控大宗商品定价权具有关键作用。首先，市场上的众多产业客户具有套保需求；其次，国际矿业巨头等利用金融服务能力，为产业客户提供价格管理服务，进而获得套保的权利；最后，集中全产业链客户的套保力量，在期货市场集中统一开展操作，形成强大的操控

价格力量。

图 2：国际巨头利用金融服务能力形成巨大影响力



资料来源：五矿经研院

#### 支撑四：拥有雄厚资金实力，掌控交割库存及现货市场，拉动市场价格上涨。

在期货市场“逼仓”的极端情形，这种价格影响力体现得淋漓尽致，一方利用资金优势或仓单优势，通过持有相当数量的某种合约来控制市场和价格走势，迫使另一方因资金、货物储运、市场供求等诸多交割条件限制而处于不利地位，导致另一方大幅亏损，最终不得不平仓出局。（1）多逼空：多方预期市场上可交割的现货不足，凭借资金优势在期货市场上大举建立多头头寸，同时大量囤积现货，随着现货价格和期货价格上涨，在合约临近交割时，空头的持仓者要么高价平仓出局，要么以高价买入现货完成交割，多头从中获利；（2）空逼多：空方利用资金优势或者持有大量现货的优势，在期货市场上大量卖出某种期货合约，大举建立空头头寸，使期货价格急剧下跌，多头建仓成本很高，在短期无法完成大量现货交割情况下，被迫低价平仓，空头从中获利。在 2022 年 LME 镍“多逼空”的案例中，国际巨头在期货市场多头持仓、控制交割库库存以及控制现货库存和产品包销安排方面，先后动用的资金总量有数十亿美元，左右了 LME 镍价走势。

图 3：LME 镍“多逼空”中涉及巨额资金



资料来源：五矿经研院

支撑五：利用交易规则，从根本上有利于资本左右价格变化。涉及到大宗商品期货市场的众多规则，很多是由国际资本参与或主导制定的，因此其更了解这些规则，也更善于利用这些规则。同样在 LME 镍“多逼空”事件中，国际巨头就熟练利用了 LME 的两条规则，一是严格限制可交割品和交割库；二是不限制价格涨跌幅和持仓限额。相较于作为交割品的电解镍，所涉中国企业生产的镍铁、高冰镍的产量虽然大，但由于无法进入交割体系，也就无法影响价格，因此只能被动看着几十倍甚至上百倍的资本围绕有限的可交割品资源进行无限的价格炒作。

图 4：扣除俄镍后，镍可交割货源仅占 10%左右



资料来源：五矿经研院

## 对国内企业的启示

结合上述分析，为更好助力国内企业认识期货市场及其定价权，总结提出四点启示。

**一是不能完全照搬现货思维理解期货市场。**必须把思维从传统的供需定价的现货思维升级到资金博弈定价的期货思维。清楚认识到资本围绕题材博弈，形成的价格波动周期，有时与现货市场同频共振，有时背离脱轨，要求企业适应价格波动，以战略举措进行对冲应对。可以预见，金融与期货市场的地位和功能将会更加突出，运用期货保值已经不再是一般的管理工具，而是确保企业稳健发展的战略手段。

**二是争夺定价话语权必须围绕期货运作展开。**由于全球众多对经济发展起重要作用的大宗商品都具有期货盘，争夺定价权必须立足于期货市场。对于我国金属矿产企业而言，特别是对于有期货盘的商品，要想真正做到“保供稳价”，必须摆脱过去偏重现货市场的传统思路，要深刻认识到资金博弈定价的重要性，要避免“以供需基本面推论价格变化”、“以主观交易为主，而没有根据实际盘面进行客观交易”，如此才能真正摆脱被动局面，获得商品定价权。

**三是需要在期货市场和现货市场共同发力。**对于我国而言，一方面要在现货资源、现货市场方面大举发力，在国内开展找矿突破战略行动，并在海外大量获取优质资源项目，为我国经济和社会发展源源不断提供充足的矿产资源；另一方面，也要充分重视期货市场，特别是其在“稳价”方面的重要作用，相关金融和产业力量、管理机制和政策设计都要升级到以期货定价为主的认知阶段，如此才能更有效地进行市场调控。总之，只有在现货和期货两个市场共同发力，在产业市场和金融市场上与海外资本有效竞争，才能从根本上遏制外资炒作，全面提高我国金属矿产品保供稳价水平。

**四是需要重视构建贯通资源、物流、贸易、金融各层面的综合实力。**定价权的争夺是一个复杂的系统工程，必须从多个方面多管齐下，打造产商融一体化运营优势，否则容易顾此失彼。具体来讲，要提高资源整合能力，通过多种方式获取海外优质矿产资源资产和矿产品包销权，通过建立覆盖全球贸易渠道网络，掌握全球贸易资源；要提高物流控制力，通过自建或者收购参股国内外物流仓储公司，

建立全球化的物流仓储网络,并支持国内企业投资建设 LME 及其它主要商品交易所在中国的期货交割库;要提高金融服务能力,加强企业自身对价格的研判和市场操作能力,支持企业创新发展“贸易+金融”、“期货+现货”全方位业务模式,并积极培育打造能为产业客户提供专业期货套保服务以及场外期权服务的综合交易服务商。

作者|李晓杰 中国金属矿业经济研究院高级研究员

根据其在金融(期货)服务实体经济论坛暨“至简交易”理论发布会上的演讲内容整理