

分层解析全球大宗商品定价权

中国金属矿业经济研究院（五矿产业金融研究院） 吴越

在现代全球价值链中，大宗商品定价权已超越了传统的供需平衡范畴，演变成为一种由供需（物理）、交易制度（规则）、金融（资本）以及信息（数据）四个维度的控制力深度耦合的“系统性权力”。它不仅涉及谁在生产，更涉及谁在制定合约、谁在控制货币流向以及谁在定义“市场真实”。

武力威慑和动用武力引发的地缘政治冲突也对大宗商品价格有重要影响，但在当今政经环境下动用武力的各种成本过于高昂，往往远超其他获取经济利益的手段，因此动用武力往往是多重战略目标下的“最后手段”，超出了一般意义的经贸范畴，引发的大宗商品供应链和定价权变动可以被看作“偶发事件”的“附带影响”，故本研究不将其列入定价权体系中。

一、供需（物理）层面：集中度与“调节阀门”的能力

供需是定价权的物理根基。这一维度的权力主要体现为大宗商品全球产业链条各个环节的物理集中度和控制力，垄断、寡头、完全竞争市场的定价权差异巨大。完全竞争市场意味着这一市场的参与者没人能定价，都是“价格接受者”。在供应端，当生产高度集中在少数主体手中时，供应方可以通过调节产量来人为制造短缺或盈余，从而直接干预价格基准。物理定价权并非仅停留在供应端，贸易、运输、深加工和消费端一旦形成了高集中度的控制力，都会拥有很强的定价权甚至足以对抗供应方垄断霸权。

铁矿石市场是研究产业链定价权演变的最佳案例。长期以来，该市场由“四大巨头”（淡水河谷、力拓、必和必拓、FMG）主导，它们通过控制西澳和巴西的高质量矿床，形成了一个典型的供应寡头格局，这种高度集中的供应结构使得它们在面对分散的下游钢厂时具有极强的定价权。2025年，铁矿石产业链的定价权发生了根本性偏移。中国矿产

资源集团（简称“中矿集团”）通过整合中国超过一半的钢铁产能，形成了一个统一的谈判阵线，打破了过去数以百计的小型钢厂面对供应寡头时的被动局面。中矿集团的成立不仅是为了通过集中采购压低价格，也是为了通过管理超过 40 艘在途货物的物流实时可见性，执行战略性的库存政策。这种转变标志着铁矿石市场进入了“管理竞争”时代。

对于供需层面定价权，往往存在两个认知误区，一是资源富集国具有很强的定价权，二是产量大定价权就大。理论上，资源国政府可以通过国有企业直接开发资源建立影响力，也可以通过矿业政策、税收、环保审批、出口政策间接影响矿企运营乃至资源供应量。实践中，不同国家资源政策的制订调整空间和执行力度是完全不同的，这取决于国家综合实力如政权稳定性、政策独立性、经济对资源开发的依赖度、本国资源开发产业的实力等方面。如果国家财政极度依赖资源开发，无视价格“给钱就卖”，或者国家政局碎片化、政权更替频繁、政策朝令夕改，这类国家即便资源禀赋很好，其资源政策的制订和执行也会有很多掣肘。反观一些老牌巨型跨国企业，可以凭借资金、技术和渠道垄断，通过绑定地方经济民生、政商渗透 + 专业游说、舆论公关和外交联动等方式影响资源开发国的资源政策制订和执行。

以大宗商品中国家控制度较高的石油为例，真正拥有定价权的也只是少数产油国：尼日利亚、安哥拉、墨西哥、阿曼等国由于技术、资金限制，即使油价暴涨，它们也无法挤出更多产量；油价暴跌时，财政对原油强烈的依赖又迫使它们必须满负荷生产以换取现金。哈萨克斯坦、伊拉克、圭亚那等国的石油开发被跨国企业掌控，只能享受利益分成，生产节奏、出口物流以及技术路径全部被开发企业操控。沙特、俄罗斯等国之所以话语权极强，首先是因为它们直接掌控大规模的生产能力，拥有数百万桶随时可开关的“剩余产能”，且国家主权财富基金雄厚，能够忍受短期的“价格战”。定价权的核心不在于“我日产 2000 万桶”，而在于“我随时可以增产或释放储备 200 万桶来砸盘，也随时可以减少供应 200 万桶来托盘”。

二、交易制度（规则）层面：与时俱进

如果说物理供需是地基，交易制度就是决定价格如何生成的“软件系统”。定价权的规则维度涉及交易所的合约设计、交割规则、价格限制机制，以及最为核心的货币结算体系。规则层的关键问题是：什么样的货、在什么地点、以什么品牌、按什么日历、通过什么结算机制，才算“基准货”。与物理层相比，制度层更像“定价权的产权登记”。

商品交易所是全球大宗商品价格发现、风险管理和金融资本进入实物产业链的核心制度平台。其作用主要包括：形成公开、连续、可交易的价格信号；为产业企业提供套期保值工具；通过清算制度降低信用风险；通过交割机制推动期现价格收敛；通过库存、持仓、成交数据提高市场透明度；通过规则、保证金、仓库和交割制度影响现货贸易行为；成为金融资本影响大宗商品价格的重要入口。

交易所在不同商品中的影响力不同，商品交易所的影响力取决于几个条件：

表 1：交易所影响力评价因素

判断因素	影响
合约流动性	流动性越强，价格越容易成为全球基准
实物交割可信度	交割体系越强，期货价格越难脱离现货
产业参与深度	生产商、贸易商、消费商参与越多，价格越有产业代表性
库存透明度	库存越透明，价格发现越有效
是否存在主导性现货指数	如果 PRA 指数更强，交易所定价权会被削弱
是否有跨境资本参与	国际资本越多，金融属性越强

数据来源：网络公开资料

正所谓没有完美的制度，交易所制度体系也有一定的局限与风险：

交易所价格是“基准价格”，不是所有实物成交的最终价格。交易所价格是标准品、标准地点、标准交割月份的价格。现实中的现货贸易

还要考虑：品位差异；地区升贴水；运费；仓储费用；付款条件；关税和税费；信用风险；长协合同结构等。

显性库存不等于总库存。交易所仓库库存只是可观察库存的一部分。还有大量隐性库存：生产商库存；贸易商库存；保税区库存；消费企业原料库存；融资库存；海上库存；未注册仓库库存。

可能被资金放大波动。交易所提高了市场效率，也提高了金融资本快速进出的能力。宏观基金、CTA、量化资金、指数基金、套利资金会通过期货市场放大短期波动。特别是在以下情况下价格可能在短期内明显偏离产业基本面：美元、利率、汇率剧烈变化；保证金调整；交割月流动性下降；大户集中持仓；期权触发大量对冲交易；仓单库存异常变化。

典型案例是在 2022 年 3 月的镍期货危机中，由于俄罗斯镍供应担忧及空头挤压，镍价在短时间内从 2.9 万美元暴涨至 10 万美元以上。LME 抢先采取了暂停交易、取消成交交易和引入涨跌停限制等措施，虽然在一定程度上损害了交易所的信誉，但也明确了定价权的底层逻辑是由规则制定者控制的。

交割制度本身可能成为博弈点。在金属等可仓储商品中，仓单、注销仓单、交割库、排队出库、可交割品牌、地区升贴水都会影响市场预期。大型贸易商、金融机构和产业巨头如果掌握较多库存、仓单或物流资源，就可能影响近月合约结构和现货升贴水。

以金属交易为例，大型企业（包括投行、贸易巨头和仓储服务商）通过操纵交割库的交易行为和显性库存数量，能够直接干预现货升贴水和期货曲线结构。这种操纵行为在 2010 年至 2014 年期间的金属市场表现得尤为突出，大型企业利用规则漏洞，通过“旋转木马交易”、人为制造出库排队等手段，实现对全球定价权的隐性控制，并直接催生了后续的一系列监管改革。**今天的 LME 面临的风险不是粗暴、显性的违法操纵，而是高度市场化、规则边界内的支配性影响。**大型企业仍然能做

“持仓+库存文章”，可以通过 LME 交割库、仓单状态与近月持仓的联动，影响显性库存口径和短期价格形成；这种能力构成了交易所层面定价权的一部分，但它更多体现为对短端流动性、可交付资源和市场预期的有限控制权。

大宗商品交易制度不仅限于交易所制度，如贸易壁垒等国家主权制度安排，也会改变大宗商品的流向、成本、可得性、区域价差和定价权结构，是大宗商品交易制度体系的一部分，但这类制度安排往往具有较强的主观性，实践效果不一。2025 年美国宣布对铜、铝等商品加征高额进口关税，试图通过贸易壁垒来保护本土供应链的生存空间。然而，由于短期内缺乏可替代的产能，这种保护主义措施将导致下游用户面临更高的成本。印度尼西亚近年来全力推行“资源下游化”（Hilirisasi）战略，通过“行政禁令倒逼产业落地”，强行截断原材料出口，迫使全球资本在印尼境内投资延伸资源开发产业链。从近年实践来看，印尼从镍矿出口国变成全球最重要的镍冶炼和不锈钢原料供应中心之一，而铝、铜、锡冶炼有所发展却缺乏竞争力，煤化工基本失败。究其原因，不同商品的资源稀缺性、加工技术、能源成本、下游市场和全球竞争格局完全不同。

在全球控制气候变化大背景下，“低碳属性”被加入到国际贸易的底层逻辑中。未来的大宗商品定价权将不只属于资源国、交易所、货币发行国和贸易商，也会部分属于碳核算规则制定者、认证体系拥有者、低碳电力资源控制者和高端进口市场规则制定者。**碳定价在大宗商品定价体系中的实际权重，取决于全球对碳减排的投入和对低碳转型带来的直接经济成本的承受力。**

大宗商品定价权在制度维度的最高形式是货币权。哪种货币成为大宗商品的主要计价、结算、融资、储备和避险货币，这种货币就会在更高层面影响所有商品价格的表达方式、交易成本、资金流向和全球资产配置。大宗商品价格表面上是商品的价格，深层则是这些商品相对于某种货币的价格。当前大宗商品主要以美元计价，美元指数的变化与商品

价格呈现显著的负相关，这意味着美联储的货币政策可以直接调控全球资源的价格水位。

表 2：货币权对大宗商品价格的影响

影响类型	表现
名义价格影响	美元走强时，美元计价商品往往承压；美元走弱时，商品价格更容易上行
实际成本影响	非美元国家即使面对相同美元价格，也会因汇率变化承受不同进口成本
库存周期影响	美元利率上升会提高持有库存和融资贸易成本
风险偏好影响	美元流动性收缩时，资金可能撤出商品等风险资产
跨境通胀影响	美元商品价格和汇率共同决定进口国通胀压力

数据来源：网络公开资料

大宗商品交易制度规则的本质，是为实体贸易及其风险管理服务。制度越能真实映射主流贸易流、边际供需、可交割资源和产业套保需求，基准越稳固；制度一旦与现实贸易流、物流节点、主流品种或产业参与者长期脱节，定价权就会从旧体系向更能反映现实贸易的市场、指数、交易所或货币体系迁移。

三、金融层面：资本化定价与风险对冲的虚实博弈

金融层决定的是：谁能把现货风险变成可交易、可融资、可清算的头寸，并在价格形成时拥有持续的买卖能力。期货市场因其高流动性、低交易成本和更快的信息更新速度，在商品价格发现中居于核心地位。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联系显著增强。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”，定价权的一部分便从实物生产者转移到了金融资本手中。这种现象被称为“定价权的脱物质化”（Dematerialization of Price Discovery）。

除了传统产业资本外，真正对价格形成有显著影响的金融资本主要包括(美国商品期货交易委员会口径)：持有商品指数和结构化产品敞口对冲的掉期交易商，以 CTA、宏观基金、对冲基金为代表的主动管理资

金，以及通过 ETF、ETN、指数互换、商品池等产品进入市场的被动或半被动资金。这类金融资本与传统产业资本最大的区别，不在于它们是否“投机”，而在于它们更像是在按照金融市场的逻辑而非纯粹货物市场的逻辑做决策，它们的交易逻辑并不止于来自某一特定商品的现货供需，而更多来自资产配置、风险预算、回撤控制、通胀对冲、风险价值约束、美元融资成本以及跨市场相对收益。

金融资本在至少七条渠道上显著影响商品价格形成——期货价格发现、指数化与资产配置、风险溢价与做市资本、美元走势与全球金融周期、库存与仓储融资、实物化金融需求、以及杠杆与保证金螺旋。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。

国际货币基金组织和世界银行近年的研究都强调，商品价格与全球金融周期、美元、风险偏好和跨资产配置之间的联系，已明显强于传统的单一供需因素。在原油、铜等高度金融化的商品中，期货市场的交易额往往是全球实物产量的 10 至 20 倍。例如，NYMEX WTI 和 ICE Brent 原油期货交易量在 2018 年就达到了全球产量的 18 倍。当全球流动性严重过剩时，金融定价权的权重大大增加，没有足够的金融实力，现货优势很难转化为全球基准；而当金融头寸与交割能力严重错配时，缺乏实物交割能力的交易方也会丧失议价能力。2020 年 WTI 原油“负油价”事件，是由多重因素叠加造成的，而其中最重要的教训是：**大宗商品期货不是纯金融资产**。股票可以只在账户中结算，债券可以滚动持有，外汇可以电子转账；但原油、铜、粮食、煤炭、液化天然气这些商品有体积、有重量、有储存成本、有运输瓶颈。金融投资者如果忽视实物交割规则，就可能在合约到期时变成实物物流系统的“被动接货方”。

四、信息层面：垄断的话语权与预判性信息优势

信息是大宗商品定价权的第四维形态，其核心不只是“谁知道得更

多”，而是谁能把分散、嘈杂、难以验证的现货信息，转化为市场普遍接受的、可重复使用的、带有时间印记的价格信号。在现代大宗商品市场中，官方统计部门、价格评估机构、交易所库存系统、船舶追踪、企业披露、媒体和算法交易共同构成价格发现的“基础设施”。谁控制这些“基础设施”，谁往往就控制了预期形成的节奏和方向。

全球市场高度依赖一些特定官方机构发布的信息报告。这些报告不仅是数据的集合，更是市场预期的“指挥棒”。如美国农业部发布的《世界农产品供需预测报告》就是全球粮价的波动源。研究表明，在其报告发布后的数小时内，玉米和大豆期货的成交量和波动率会成倍增长。这种信息权威性使得美国农业部能够通过调整对中国收储预期或巴西产量预期，直接引导全球芝加哥期货交易所（CBOT）盘面的走势。国际能源署（IEA）通过其每月报告及《世界能源展望》，对全球石油长期需求及产能利用率进行定调。IEA 的预测情景（如 STEPS 和 CPS）直接影响全球油气巨头的资本开支计划，进而影响未来的油气供应和价格。这种通过信息影响跨期投资周期的能力是最高级的定价控制。

隐形的守门人：价格评估机构（PRA）。在全球大宗商品交易中，有很大一部分交易并不在交易所进行，而是基于私下的双边协议。这些协议通常参考价格评估机构发布的基准价格，如标准普尔全球普氏（S&P Global Platts）、阿格斯（Argus）和安迅思（ICIS）。一旦某个基准（如北海布伦特原油指数）被嵌入到成千上万的供应合同和套期保值计划中，切换成本将变得极其高昂。这种“黏性”赋予了价格评估机构隐形的定价权。

最新的研究显示，大宗商品市场的定价权正在向社交网络扩散。在 X.com 等平台上的策略性信息传播能够显著影响小额投机者的持仓行为，进而影响期货市场的基差和买卖价差。信息的权力正从静态的数据报告转向动态的算法治理和心理博弈。

在大数据和人工智能时代，信息层的定价权重大幅增长。在大宗商

品定价体系中，AI 与大数据的作用更像是价格发现的加速器、信息优势的放大器、交易执行的自动化工具、风险管理重构工具。

能够在信息层形成明显的非对称优势、且将其转化成超额利润的典型当属“ABCD”四大粮商。四大粮商建立了垂直一体化全产业链体系，曾经垄断全球 80% 以上的粮食贸易。近年受新兴粮商与各国粮食政策影响，市场掌控力有所下降，但依然牢牢掌握粮食领域的信息霸权。

“ABCD”通过其掌控的全球粮食产业链和遍布全球的监测网络，能够实时掌握各地的作物生长、收成预估、港口库存、政治局势及天气数据。垄断性的信息优势使得它们比政府、机构、资本和其他市场参与者更早预判市场波动和供需转折点，不只在现货交易中处于信息绝对优势地位，还通过金融手段放大其实体货物的控制和预判性定价的优势，在期货和期权市场进行大规模套利，赚取超额利润。研究表明，这些贸易商 70% 以上的收入不是来自传统的实物贸易，而是来自基于衍生品的金融交易，这主要归功于“ABCD”拥有其他市场参与者不具备的预判性定价信息优势。

大宗商品定价权不是单点垄断，而是“资源控制力+可交割标准+金融深度+信息可信度”的叠加结果。如果只拥有资源、没有流动性和基准；或者只拥有交易所、没有现货与物流；或者只拥有数据、没有可信的交割与清算，掌控的定价权都有限。相反，能够把这四层定价权都掌握的国家、交易所、贸易商和头部生产商，才会拥有稳固、强大的大宗商品定价权。