

VOLUME 115 · NOVEMBER 2020
2020年11月·总第115期

期货与金融衍生品

FUTURES AND FINANCIAL DERIVATIVES



上海期货交易所主办
内部资料·免费交流
上海市连续性内部资料准印证(K)160号

期货与金融衍生品

FUTURES AND FINANCIAL DERIVATIVES

VOLUME 115 · NOVEMBER 2020
2020年11月·总第115期

总 编 姜 岩
副 总 编 王凤海 陆文山
编 委 贺 军 李 辉
陆 丰 张彦斌

主 编 陆文山
副 主 编 梅云波
执 行 主 编 杨建明
编 辑 林 帆 陈 昊
董偲琦 林 特



编辑部地址 上海市浦东新区浦电路 500 号
邮 编 200122
电 话 021-20767704
传 真 021-20767693
电子邮箱 fafd@shfe.com.cn

目录

行业研究

02 全球疫情对中国纸及纸板市场的影响

李炜

10 全球天然橡胶供需状况及前景展望

Salvatore Pinizzotto

18 2020 年上海期货交易所天然橡胶 衍生品市场运行情况

胡慧

国际视窗

25 基准价与话语权

张宏民

28 石油市场的东移与中东定价基准的未来 (节选)

Fabian Weber

39 上海石油期货合约与石油需求冲击

Michal Meidan, Adi Imsirovic

50 芝加哥商业交易所 (CME) 集团 场内商品品种布局解析

邢欣羿

宏观经济

57 后疫情时代的中国经济形势

叶燕武

期货法苑

64 现货与期货交易的界分标准与法律规制

吴越

编者按：近年来，全球石油市场的东移以及由此产生的对全球原油基准价格体系的影响引起业界广泛讨论。作为全球能源与资源类研究的顶级智库，牛津能源研究院对全球原油基准价格演变和动态发展进行了持续跟踪研究。上海国际能源中心能源产品部与牛津能源研究院合作，组织有关人员编译了该机构 2015 年来有关石油市场基准价格的 5 篇系列专题研究文章。这个系列研究反映了该机构对石油基准价格这一问题的思考和观点，供大家参考。本期首批刊登的两篇文章是《石油市场的东移与中东定价基准的未来》和《上海原油期货和石油需求冲击》，后续将陆续刊登《亚洲基准何去何从》、《即期布伦特基准价的转变》和《穆尔班：中东新的定价基准？》等系列文章。

基准价与话语权^{*}

上海国际能源交易中心 张宏民

英国政府的上游税收政策鼓励大型石油公司建立一个独立并且与市场价格挂钩的交易体系。像 BP 和 SHELL 这样的大型综合性石油公司，总是将他们开采石油的绝大部分出售给第三方，以确保他们是以现行市场价计税。对于集团内部的关联交易，必须以英国石油税务局确定的参考价来计税，这是石

油公司尽力避免的业务模式。英国独特的石油税收政策，催生了北海地区的石油现货市场，充裕的流动性支撑 Brent 成为了全球石油市场最重要的基准价格。Brent 的发展告诉我们，基准价格的形成并非精心设计的结果，政策驱动固然重要，但更大程度是现货市场自然演进的结果。

^{*}编者注：本文为上海国际能源交易中心能源产品部负责人张宏民为牛津能源研究院有关石油市场基准价格的 5 篇系列译稿所撰写的序言。

中东有众多的石油出口国，然而并非产量最大的原油成就了基准价格，他们更习惯于凭借目的港限制和转卖限制强化对市场的控制力。最终市场选择了产量并不大、但可以自由贸易的迪拜和阿曼原油，他们成为了中东地区出口原油的基准价格。亚太地区石油消费量和进口量巨大，但过去的几十年，亚洲主要的消费国石油产业市场化改革普遍滞后，形成一个市场化的基准价格非常困难，这使得弹丸之地新加坡脱颖而出。新加坡市场容量很小，但凭借相对自由的市场环境，以及价格评估机构（Pricing Report Agencies, PRAs）的努力，在亚太地区石油交易和价格形成中赢得了先机。中东和亚洲的现实告诉我们，市场规模固然重要，但自由贸易才是基准价格形成的关键。

大的买家和大的卖家总是试图在价格的形成中发挥更大的作用。人们不喜欢“买什么，什么就涨；卖什么，什么就跌”，但“大量买进会使价格上涨，大量卖出会使价格承压”，恰恰是市场机制发挥作用的具体体现。人们总是希望价格向有利于自己的方向发展，或者向自己期望的方向发展，如果现实与此相反，人们往往会怀疑市场的运行是有问题的，或者会觉得自己没有“价格话语权”。想象一下会议表决的情形，如果有一个人说话一言九鼎，他发表意见后别人都得同意，那他就是最有话语权的选手，很显然，这样的表决除了形式以外毫无意义。对于市场而言，数量众多、力量相对均衡的买家和卖家在一个公开、公平、公正的规则下博弈，这样才能形成真实反映市场供需的公允价格。一个真正有效的市场应该是没有人能说了算的市场，大家都是价格接受者（Price Taker），也就没有了价格制定

者（Price Maker）。

价格信号就像气象局播报的温度，或者环保局播报的污染指数。遇到酷暑和严冬，人们不大会抱怨气象局；雾霾肆虐，人们也不大会归咎于环保局。然而，当价格偏离人们的预期时，PRAs 和交易所就会承受巨大的压力。PRAs 的评估方法和评估过程、交易所的规则体系和监管体系，对价格的形成有一定的影响，他们不可能像气象局和环保局那样完全撇开干系。然而，人们往往忽视了更为重要的一面，那就是价格本质上是市场供需关系的反映；规则对价格的影响只是一个表象，而且往往是局部的、暂时的。要改变严重的雾霾天气，根本上是要致力于环境的治理，而不是改变环保局的指数。同样地，要形成一个市场认可的基准价格，光有期货交易所是远远不够的，更为重要的是花大力气完善基础现货市场。完善的现货市场，应该是一个买卖自由、价格自由、物流通畅的市场。尤其对于买家，你可以选择买，也可以选择不买；你可以讨价还价，你可以选择买谁的，买了以后物流有保障。

环境污染会影响人们的健康，但人们不会怪罪环境指数揭示了真相，反而对虚报篡改环境指数深恶痛绝。价格的涨跌会影响人们的切身利益，也往往为利益受损的一方所诟病。但正如环境指数一样，价格本身是无辜的。价格的涨跌、价差的大小、相关性的高低，都不是判断价格有效性的绝对标准。只要客观反映了市场的供需现状，只要客观反映了交易者对于未来的预期，只要有客观的基本面的逻辑支撑，那就是好的价格。2011年9月，WTI 曾经一度比 Brent 低了 27 美元，这个价差是合理的（Reasonable）、有意义的（Meaningful），它客

观反映了库欣地区产量增加、物流不畅的状况，它以强烈的信号告诉市场，是该改善美国的物流基础设施了。

当然，理想化的自由市场在现实中是不存在的。石油市场在某些领域具有自然垄断的属性，石油安全也是决策者经常考量的重要因素之一。PRAs 和交易所的存在，恰恰可以弥补现货市场的缺陷。PRAs 和交易所的作用不是决定价格的涨跌，而是通过完善规则和监管，促进市场信息更加透明，促使市场力量更为均衡，从而更为有效地发现价格。期货市场的价格如果能真实反映市场的供需现状和未来预期，那它就能更好地引导生产和消费，更为科学地配置资源，从而更有效地服务于实体经济的发展。期货市场的功能还在于，你可以利用期货市场对冲你可能面临的风险，在市场价格不利时保护自己，而不仅仅是抱怨价格的走向，或者哀叹话语权的不足。

我国正在持续完善社会主义市场经济体系，大力推进石油天然气行业体制改革，非常需要结合中国实际学习借鉴国外成熟市场的经验。牛津能源研究院是全球顶级的能源研究机构，对石油市场基准价格演变的研究颇有建树。上海期货交易所、上海国际能源交易中心致力于发展完善我国的能源期货生态体系，在此选编翻译牛津能源研究院有关石油市场基准价格的 5 篇专题文章，供大家学习讨论。即使我们不能完全赞同文章的观点，但认真学习交流、倾听不同的意见，对我们思考问题的启发无疑是巨大的。

感谢牛津能源研究院各位作者的研究与分享！感谢牛津能源研究院资深客座研究员陈小宝先生促成此次合作并给予宝贵的意见！感谢各位读者！

（责任编辑：陈昊）