

石油的金融属性及金融化演进研究

王于栋

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 石油的金融属性分为隐性的实物货币、金融资产和金融功能三方面, 其金融属性是随着石油渗透经济和金融国际化的趋势逐渐演变而来的。本文分析了石油的金属性及其演进, 首先石油以其商品属性成为现代工业的血液, 其次石油金融市场的建立, 改变了石油商品市场的卖方垄断, 改进了石油资源的配置效率, 同时也使得石油依附于金融载体体现出金融资产属性, 最后大量国际流动资本将石油用作财富配置, 石油开始行使其金融功能。

关键词: 石油金融化 金融属性 演进 资源配置

石油是现代工业的重要基础原料, 对世界经济有着举足轻重的影响。自从第二次工业革命导致内燃机取代蒸汽机, 石油成为现代最重要的能源之后, 石油金融市场相应产生, 大量金融资本流入石油金融市场, 原油的定价也从之前的商品供需定价过渡到金融产品的“风险—收益”定价, 预期、投资、汇率等因素在石油定价中的作用日益增加, 进而导致原油价格进入 21 世纪以来波动幅度明显加大。随着石油价格越来越受金融市场的影响, 石油金融化的概念开始产生, 由国际石油金融市场掌握定价权的原油, 越来越被看作是一种具有金融属性的特殊商品。

一、石油的金融属性分析

(一) 石油具备隐性的实物货币属性

1. 石油以其广泛应用性具备了价值尺度和世界货币职能

按照马克思的劳动价值论, 在技术水平不变的条件下, 任何内含了劳动价值的商品都有作为价值尺度的职能; 按照西方经济学的观点, 任何稀缺性的有使用价值的商品都有作为价值标准的职能。但真正能作为实物货币被接受, 则需要某一地区内具备广泛接受性。人类在进入工业化以前, 石油在社会经济中并不具备广泛的接受性, 因此在历史上石油并没有像金银一样, 甚至没有像布匹、贝壳一样成为实物货币。

第二次工业革命之后, 内燃机得到广泛应用, 石油作为最主要的内燃机燃料随之成为人类最重要的一次性能源, 之后, 石油又随着现代化工业的发展渗透到人类衣食住行的各个方面, 这使得石油作为一种商品不但在国内被广泛接受, 甚至在世界范围内用于国际间支付、购买和财富转移¹等。可以说, 是现代工业使得石油不但在国内具有了价值尺度职能, 甚至在国际间具备了一定的世界货币职能。

2. 石油依附于现代金融工具具备了流通手段和支付手段职能

从物理特征来看, 因为石油本身不方便携带, 其单位价值也较低, 因此不具备作为流通手段(或交易媒介)的便利性, 但这种制约随着现代标准化石油金融合约的出现而不复存在。石油金融的标准化合约(如远期、期货、期权)相对于石油商品的意义, 类似于“交子”相对于金属货币的意义, 依附于这类金融合约, 石油作为实物货币不再受到便携性、易于分割和单位价值过低等因素的制约, 使得石油间接具备了流通手段和支付手段的职能。

石油作为流通手段和支付职能, 并非是指石油金融标准化合约取代信用货币在日常交易中使用, 而是指石油金融标准化合约在石油行业、甚至在国际资本流动中作为重要金融工具被用作资本流动的载体, 通过这些载体, 可以实现资产的套期保值、资产的配置甚至资本

¹ 石油作为国际间支付、购买和财富转移手段有些是直接进行的, 有些是通过间接手段进行的。比如以石油贸易合同换取国际信贷、以石油换食品、以石油作为国际间捐赠等等。

和财富的配置。

3. 石油在信用货币体系下凸显出贮藏手段职能

“稀缺性”的制约使得信用货币放弃了“价值贮藏”职能。随着贸易的发展，人类社会为了突破货币“稀缺性”的制约，从金本位制过渡到了信用货币制度。由于信用货币不再具有内在价值，只是人类社会为了交易方便制造出来的“虚拟尺度”，所以信用货币在理论上彻底失去了金属货币所具有的“价值贮藏”职能。

信用货币失去了“价值贮藏”职能，并非人们不再需要该职能，而是社会发展过程中放弃了由信用货币来行使该职能。那么原来由金属货币行使的“价值贮藏”职能不可避免要寻求其它价值相对稳定，又具有普遍接受性的“实物”作为载体。这其中首选目标是黄金，虽然牙买加体系之后黄金不再与货币挂钩，但其依然是“价值贮藏”职能的最佳承担者²。但黄金的“稀缺性”使其不能继续充当世界货币，同样使其不可能独自承担“价值贮藏”职能。在国际流动资本泛滥的背景下，具有实物货币属性的石油也逐渐成为“价值贮藏”职能的重要载体。

（二）石油具备金融资产属性

1. 从表象上石油价格取决于金融市场而非商品市场

随着石油金融产品的日益丰富，投机者的增加，石油金融市场和石油产品市场的地位开始发生转变。当石油金融标准化合约的交易量远超过实际石油商品交易量时，尽管这些合约大多以平仓结束，但每笔合约都按照其标明数量对市场价格产生影响。这逐步导致石油价格波动更多表现出金融特征而非商品特征。从2003年到2009年，石油价格从20美元上涨至近140美元，之后又快速回落至40美元，而在此期间，世界原油产量和消费量之间并未出现明显缺口，大部分年份原油产量都高于原油消费量，这说明近年来石油价格的波动，反应了石油金融市场上资金供求的变动，而不是反映了石油商品市场上商品供需的变动。

2. 从功能上石油具备了投资投机职能

依附于金融合约的石油已经成为金融市场上普遍接受的金融资产。对于石油的消费商，购入石油金融合约可以实现套期保值，避免石油价格波动的风险。当前绝大部分石油消费商，尤其是大型石油消费商如远洋货运公司、航空公司等越来越重视石油金融合约的套期保值功能。对于普通投资者，石油可以实现投资职能。在全球流动性泛滥的背景下，信用货币相较于实物货币逐渐贬值，石油、黄金等具备内在价值的实物货币被许多投资者看作是货币贬值时投资的“避风港”。对于投机者，石油是方便的投机工具。由于石油商品在需求方面稳定增长，在供给方面则经常出现产量大幅减少预期，而石油的高度金融化使得利用金融市场进行投机甚至操纵石油价格都比较方便，因此石油金融合约受到国际游资的偏爱。

（三）石油具备金融功能属性

1. 石油价格影响全球产业资本的配置

首先石油价格波动会引发资本在不同产业间逐利。这种资本流动，在国内表现为资本在石油行业和其它产业间流动，在国际上表现为资本在石油需求国和石油生产国之间的流动。即当石油价格预期上涨时，产业资本流向石油输出国，反之则流出石油输出国。

其次，石油价格波动会引发资本在高油价国和低油价国之间流动。由于各国面临不同的石油运输、炼化成本，实施不同的成品油定价政策，因此当前世界各国的石油终端产品价格差异较大。当石油价格出现波动时，石油终端产品价格的变动可能导致国际投资的平衡点发生变动，从而影响国际产业资本的流动。以中美为例，当原油价格上升时，在中国投资的美国制造企业（假定该企业在中国制造产品运回美国销售），不但面临着成品油价格更大幅的增加，还面临着产品运输成本的增加，甚至会长期面临着成本推动型通货膨胀带来的人力资

²在黄金非货币化后的几十年中，黄金非但未民间放弃用于“价值贮藏”，甚至官方（如美国政府）也从未放弃将黄金用于价值贮藏。

本和生产成本增加,当这种成本增加超过一定幅度时,可能导致美国企业将生产撤回美国本土或寻求其它生产基地。

第三,石油价格波动引发资本在能源利用效率不同的国家间流动。仅就石油行业而言,原油价格上升时,石油资源利用效率高的国家将获得相对优势,吸引资本流入。就整体能源领域而言,石油价格上涨而其他能源价格保持稳定时,能源结构合理,能源可替代性强的国家获得相对优势,可以吸引资本流入。

2. 石油投资收益率影响其它金融资产的配置

石油投资收益率波动通过“风险—收益”匹配法则影响其它金融资产价格。石油作为一种重要的金融资产,被投资者和投机者作为金融资产的一部分进行配置。当石油价格波动引发投资收益率波动时,就会通过“风险—收益”法则传导至其它金融资产的收益率,导致资本在不同金融资产间重新配置。即当市场预期石油价格处于上升周期,石油金融产品投资收益升高时,石油会吸引大量资本进入,进而推高石油价格并引发其他金融资产收益率相对下降;反之,当市场预期石油价格下降时,石油投资风险相对升高,资本会从石油金融市场流向其它金融市场。

石油收益率波动关联最明显的金融资产是黄金和美元。近几十年来,以美元标价的石油和黄金价格虽然都出现了大幅波动,但是石油和黄金本身一直保持着相对稳定的比价,即围绕1盎司:10桶的比值在一定范围内波动,当黄金兑石油比值在一段时间内超过10时,资本就会出现从黄金投资转向美石油投资的趋势,反之,当黄金兑石油比值在一段时间内都低于10时,资本就会出现从石油投资转向黄金投资的趋势。而对于美元,石油和黄金则与之呈反向变动关系。当美元弱势时,石油和黄金的美元标价上升,美元强势时则吸引国际投机资本持有美元,石油和黄金价格下跌。

二、石油金融化的演进路径

(一) 商品化阶段:石油以其商品属性成为现代工业的血液

石油在第一次工业革命之后进入到人类经济。中国和西方古代历史中都有关于石油的记载,“石油”一词也是宋代沈括在《梦溪笔谈》³中最早记载的。但现代石油历史始于十九世纪五十年代。加拿大人首先从煤炭中成功提取了煤油,几年后波兰人 Ignacy • ukasiewicz 发明了从石油提取煤油的方法并迅速得到商业化应用,1853年,波兰建立了第一座现代意义上的油矿,1861年,全球首座炼油厂在阿塞拜疆的巴库建成投产。巴库地区是现代石油工业的起源,其当时的石油产量占世界总产量的90%以上。但当时的石油工业发展相对缓慢,石油主要用于提取煤油作为照明燃料,并未表现出在现代工业中不可替代的地位。

石油在第二次工业革命中得到突破性应用。19世纪末20世纪初,人类社会进入第二次工业革命,1885年,德国人卡尔·本茨发明了由内燃机驱动的汽车,之后内燃机车,远洋轮船、飞机等现代交通工具也得到迅速发展。内燃机改变了人类使用机器时动力不足的问题,石油作为内燃机燃料成为人类最重要的动力来源。1870年,全世界石油产量为80万吨,1900年增加到2000万吨。到2008年,全世界一次性能源总消费2299.0百万吨石油当量,其中石油884.5百万吨,天然气600.7百万吨,煤炭565.0百万吨,核能192.0百万吨,水电56.7百万吨,石油和天然气加起来占世界一次性能源消费的65%⁴。

现代交通和化工业发展使石油对经济增长影响巨大。石油对人类经济的影响不止于作为燃料,它同时也是现代化工业最基础的原材料,广泛应用于溶剂、润滑剂、化肥、塑料等化工品的生产。从总体规模上看,石油用于现代化工业的比例大致为12%左右。在化学工业中,大约有300多个基本的化合物可以从石油和天然气中获取,这些化合物包括各种石油芳烃,如甲苯,二甲苯,重芳烃,乙烯、丙烯等等。而市场上大部分现代化工业的最终产品,如油

³ 据《梦溪笔谈卷二十四·杂志一·3》记载:“鄜、延境内有石油,旧说‘高奴县出脂水’,此即也。”

⁴ 数据来自《BP能源统计年鉴2009》

漆、清洁剂、染料、润滑剂、酸、药物等在生产过程中都需要用到石油和天然气中提取的化合物。由于石油在现代经济中的重要地位，其被誉为现代工业的血液，和宏观经济增长有着密切关系。

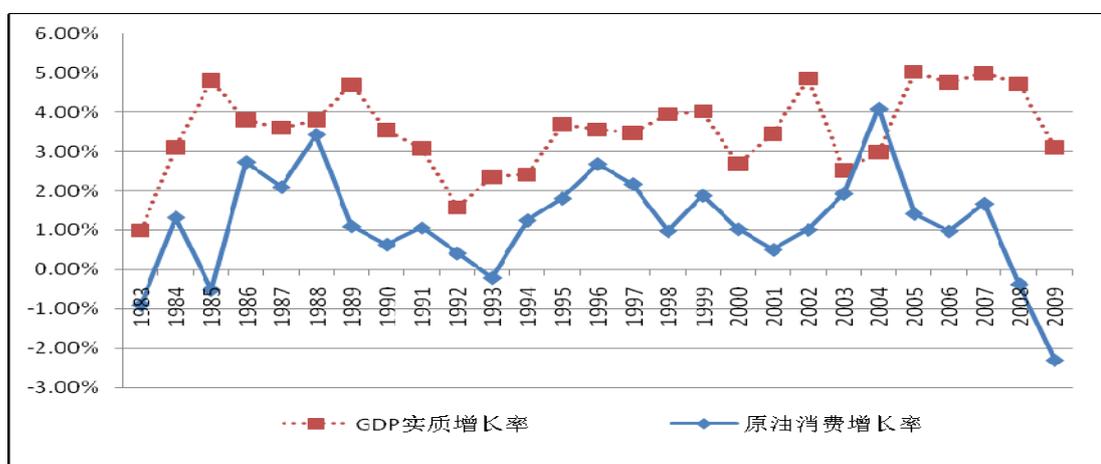


图 3-1 1983-2009 年世界 GDP 年实际增长率与石油消费年增长率比较

注：数据根据国际货币基金组织（IMF）World Economic Outlook 出版物整理

（二）配置资源阶段：优化石油资源配置并使石油具备金融属性

1. 石油金融市场是为争夺石油定价权而建

欧佩克组织成立于 1960 年，在此之前，石油定价权由原来号称“七姊妹”（埃克森、壳牌、BP、德士古等国际卡特尔）的欧美石油巨头所垄断。欧佩克成立后逐渐在石油定价权争夺中占得主动。20 世纪七十年代，经过两次石油危机欧佩克组织夺取了绝大部分石油定价权。西方国家一方面在政治上分化欧佩克组织，另一方面开始在经济上寻求其它的定价方式，石油金融市场由此而产生。

通过建立石油金融市场，西方国家一方面可以将石油的市场需求集中起来，通过更大的需求量与欧佩克组织的垄断供给进行博弈，另一方面也试图吸引非欧佩克国家的石油供给商到石油金融市场上，对欧佩克垄断定价形成牵制作用。此外，通过金融杠杆石油金融市场可以将交易量放大，还可以通过资金、信息等因素调控甚至操纵市场价格，最终获取更多地石油定价权。

1978 年 11 月 14 日，纽约商品交易所（NYMEX）推出了历史上第一个石油期货合约—取暖油期货合约。该合约的推出正值第二次石油危机爆发，满足了许多企业套期保值的需求，因此取得了很大成功，也使得石油金融市场的战略地位得以显现。1982 年，NYMEX 设计了第一个原油期货合约—WTI 合约，WTI 获得了现货市场上供需双方的积极参与，迅速成长为国际上最重要的原油期货合约。1980 年，同样是由于石油危机的冲击，一些能源公司和期货公司共同成立 IPE。1988 年 6 月，IPE 推出了布伦特原油期货交易，2011 年 6 月 23 日，布伦特原油期货合约日交易量突破了 100 万张，目前布伦特原油期货、现货以及远期合约组成的定价体系，涵盖了世界原油交易量的 65%左右。

通过建立石油金融市场，推出标准化的石油金融合约，吸引大量的商业和非商业交易者进入市场交易，石油金融市场的交易量很快超过了现货市场的交易量，而欧美发达国家也凭借石油金融市场，将现货产量在世界石油产量中占比不高的西德克萨斯原油和布伦特原油成功打造成世界原油价格的标杆，世界原油的定价主导权重新被西方发达国家所掌握。

2. 石油金融工具使石油商品有了金融载体

石油金融市场的建立，初衷是争夺世界原油的定价权。但其产生了另外一个附加的作用，

就是使得石油这种具有潜在货币属性的商品有了金融的载体：标准化的石油金融合约。石油金融市场建立的时期，也是石油日益渗透到社会经济生活的时期。该时期不但内燃机得到日益广泛的应用，现代化工业的发展也进一步推动了石油向民众日常生活的渗透，石油的隐性实物货币性质已经得到广泛认可。但大多数投资者和企业很难通过仓储的方式来进行“石油货币”的投资。

在建立了石油金融市场之后，为了尽可能的吸引投资者和企业的参与，NYMEX 和 IPE 都尽可能的推出满足石油市场需求的金融工具。比如 WTI 合约的标的物为西德克萨斯原油，期货合约交割地选在美国原油现货的集散地库欣。布伦特原油合约的标的是出产于北大西洋北海布伦特地区的轻质低硫原油，合约被特别设计用于满足国际石油工业对原油期货合约的需求。总体来看，这些合约既满足工业的需求，也满足金融交易的需求，使纯粹的金融交易者可以购买合约但不需要进行实物交割。当石油金融合约被投资者广泛接受后，原来只作为实物商品的石油也有了金融载体，其隐性的金融属性开始逐渐凸显。

3. 依附于金融载体的石油开始凸显金融属性

石油有了金融载体之后，商业交易者投资石油获得了极大便利。以前投资于石油不但需要大量的资金，还需要相应的市场交易成本、仓储成本、运输成本，只有具有规模优势的大企业才有能力进行这种投资。但有了标准化的石油金融合约之后，由于所有的合约交易都是标准化的，中小企业不需要再花费大量信息搜集成本，同时也节省了运输成本和仓储成本。由于金融杠杆的作用，利用金融合约进行套期保值所占用的资金也大幅降低。这种便利，使得石油产业的大多数中小企业都把石油金融产品当作一种兼具商品属性和金融属性的资产进行配置。

将石油当作资产进行配置的还包括与石油产业相关甚至无关的企业和投资者。由于石油金融市场的产品采取了无壁垒设计，不但可以满足石油产业的实际需求，也可以作为单纯的投资工具供投资者投资或投机，以求尽可能扩大交易规模争夺石油定价权。这种无壁垒的设计，使得非商业交易者很容易进出该市场。而投资者也逐渐发现，相比于其它的金融衍生品，石油金融合约由于其商品的广泛应用性和市场的高度集中性而更容易被接受，因此开始逐渐进入石油金融市场。非商业性交易者投资于石油金融合约，并非出于对石油的需求，而是基于“风险—收益”原则，将其当作一种纯粹的金融资产进行配置。随着市场上非商业交易者数量的增加，石油的金融属性也越来越凸显。

（三）配置财富阶段：石油从商品向金融资产转变

1. 国际流动资本大规模进入石油金融市场

石油金融市场满足了国际流动资本的避险和投机需求。在避险需求方面，新兴国家（如金砖四国）带动原油需求不断增加，原油耗竭论使得石油价值预期上涨，而发达国家普遍通过释放流动性刺激经济，原油和黄金成为全球流动性过剩信用货币贬值背景下实现“价值贮藏”的避风港。在投机需求方面，主要原油输出国政治不稳定的局势一直没有根本性改变，石油供需的实际和预期变动极易通过金融市场放大，因此投机资本也将石油金融市场作为重要的投机领域。

2005 年 7 月，CFTC 的月度持仓报告显示，美国持仓量最大的五家银行在纽约商品交易所持有的 WTI 期货占市场总量的 12.8%^[112]。到 2006 年，更多投资风格激进的对冲基金参与进石油金融市场，其持有石油期货仓位最低时占市场总量的 24.5%，最高时占市场总量的 32.9%。另据德意志银行的资料，2007 年底，全球石油金融市场上至少有 7000 多个交易活跃的对冲基金，控制着约上万亿美元的投机资本，占据了市场交易量的 60%以上，直接导致石油金融市场在两年内交易量增加一倍以上^[113]。

石油金融市场上非商业交易者的规模也可以通过期货和现货市场交易量的对比间接证明。2007 年仅纽约商品交易所的 WTI 期货交易就高达 1.2153 亿（千桶），而美国 2007 年产

量仅为 0.025 亿千桶⁵，2007 年全球年石油消费也仅为 0.3040 亿（千桶）。2008 年，全球石油日消费量为 84878 千桶/日，而 2007 年 12 月 30 日，仅 ICE（洲际交易所）全交易所范围内的合约成交量就达到 875375 份（每份单位为千桶），其中 ICE 美国西德克萨斯轻质原油期货合约占有 385502 份，是全球原油日消费量的 4 倍以上。

2. 全球流动性过剩推动石油金融属性掩盖商品属性

2000 年以前是石油金融市场不断发展壮大的时期，石油金融工具从出现到逐渐被认可，吸引了越来越多交易者的参与。总体上，该时期石油金融市场与现货市场紧密关联，承担了现货市场“价格发现”的功能，因此从第三次石油危机之后的 1991 年到 2000 年左右，国际原油价格的波幅较小，石油现货和金融市场都相对稳定，此阶段可以看作是石油金融市场帮助石油实现了全球石油商品市场的统一，石油的金融属性助推其商品属性。

但进入 21 世纪以后，石油金融市场上国际流动资本大幅增加使得石油的金融属性逐渐增强，而传统商业交易者转向投机的行为进一步增强了石油的金融属性。商品交易者是石油金融市场最早的参与者，其参与石油金融市场的初始目的是进行套期保值。当越来越多的非商品交易者进入石油金融市场进行投机并在一段时间内获利丰厚时，出于逐利目的和“羊群效应”的影响，许多商品交易者也开始尝试投机性交易。而其中初期投机成功获利的商品交易者会增强其交易“自信”甚至会导致“过度自信”（商品交易者本来就是石油金融市场上经验最丰富的交易者）从而扩大投机性交易规模。从事实上看，无论是 2001 年安然公司的破产，2005 年中航油（新加坡）公司的破产，还是近两年国内多家航空公司在石油金融市场上的巨亏，都是这种模式。

石油金融市场上国际流动资本的增加，部分商业交易者的转型，使得石油金融市场上非商业交易的数量大幅超过了商业交易的数量。由于非商业交易并不将石油真正用于生产，而是将石油金融合约当作一种纯粹的金融资产进行配置，这种资产配置，遵循着“风险—收益”的原则，投资石油金融合约的目的不再是配置石油商品，而是配置资本（财富）本身，（用于工业的）石油供需关系不再是石油金融合约的唯一决定因素，甚至不再是重要的约束，金融市场上的资本供需、预期、其余金融资产的收益率，乃至金融市场的技术分析都成为价格波动的依据，石油价格逐渐脱离了真实的市场供需，石油商品属性开始掩盖其金融属性。

（四）石油金融化本质是其金融属性掩盖商品属性

1. 金融属性掩盖商品属性使得“价格引导”取代“价格发现”

由于石油商品属性和金融属性依附在同样的物质上，但这种物质本身却只能有一个对外的价格，因此这两种属性便在价格决定中共同发挥作用。石油金融市场将其价格反映到现货市场，石油现货市场的价格同样也会反馈到石油金融市场，两个市场都会调整自身的价格避免出现“现货—期货”的套利机会。由于金融市场能够吸引更多的交易量（不但包括现货市场的套期保值者，还包括规模庞大的投机者），所以其交易规模远远大于现货市场，因而套利向石油金融市场决定的价格倾斜，金融市场对现货市场价格的影响逐步增强，这种趋势又吸引了更多的投机者和套期保值者参与。最终，石油金融化合约市场由“价格发现”转变为“价格引导”。

2. 金融属性掩盖商品属性使得价格波动体现金融资产特征

不存在石油金融市场时，石油价格受到市场供需因素的影响，表现为各个分割市场的价格，正常状态下在各自市场内部小幅波动。只有垄断厂商（如欧佩克组织）改变供给时价格才会大幅波动，这种波动往往是价格一次性调整，并非连续性波动。

当石油金融市场出现并发挥价格发现功能时，石油现货市场的壁垒被打破，一价定律得以在石油现货市场出现，石油价格更加真实地反映世界石油市场的供需，其波动幅度更小，垄断厂商难以单方面改变石油均衡价格，只有当影响石油供需的真实因素发生大变化时，石

⁵ 美国有着比较严格的石油外流控制，WTI 原油最终被美国本土以外消费的比例较小。

油价格才会大幅波动。

当石油金融市场发展为价格引导时，石油金融属性占据主导地位，石油价格逐渐脱离石油现货市场供需的约束，并反过来引导现货市场价格向金融市场靠拢。由于收益率变动，资金需求变动，信息失真，甚至石油价格走势本身都会造成金融市场的波动，因此石油价格波动频繁且剧烈，表现为金融资产价格波动的特征。

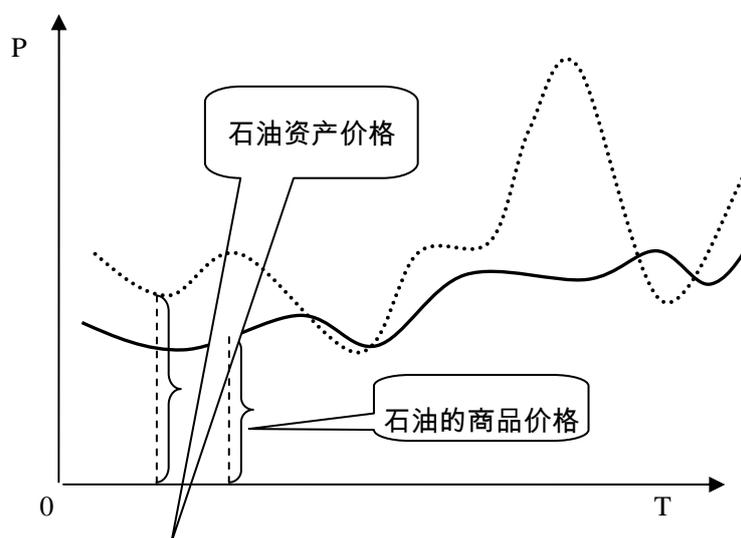


图 3-2 石油资产价格与商品价格叠加图

如图 3-2 示，石油价格由商品价格和金融资产价格叠加而成，最终价格表现为两者较高的那个。当石油作为金融资产的价格较高时，会带动石油商品的价格向金融资产价格考虑，现货市场价格上升。反之，当石油金融市场上非商品交易者大量撤出资金，石油的金融资产价格出现恐慌性下跌时，商品市场的需求会将石油金融资产的价格拉回到供需决定的价格水平，石油的商品属性开始占据主导。因此，石油金融化的本质，是大量国际资本将石油当作金融资产配置，使得石油价格偏离其商品供需价格，金融资产属性掩盖其商品属性的过程。

（五）石油金融化不是完全彻底的金融化

石油具有广泛的工业应用性，这是其能够金融化的前提，但反过来也制约了其金融化程度。即石油金融化是建立在石油的工业应用性和稀缺性基础之上，并不是完全彻底的金融化。

石油金融化与石油商品之间的矛盾关系，最终体现在石油价格的波动上。石油金融化经常会扭曲石油商品的价格，使其价格表现为金融资产的价格而非商品供需的价格，但石油的金融资产价格不能完全脱离石油的供需价格存在。当石油金融资产价格在一段较长的时间内远高于商品供需价格时，石油金融工具的风险上升，风险的上升最终导致石油金融资产价格下跌。反之，当石油金融资产价格出现恐慌性下跌，带动石油商品价格低于商品供需价格时，高成本的石油输出国会减少产量，市场更多使用石油替代其它能源，供需决定商品价格的机制会把石油价格重新拉回到供需均衡价格。

2004-2008 年，大量资本进入到石油金融市场，石油的金融资产价格不断上升，带动石油现货市场价格逐步上升。2008 年次贷危机的效应逐渐显现，石油价格远高于其市场均衡价格使得石油金融市场风险加大，大量国际投机资本出于锁定利润规避风险的目的快速退出石油金融市场，导致石油出现恐慌性下跌。但与许多虚拟金融衍生品在次贷危机后一文不值不同，石油价格下跌至 40 美元附近后止跌。此时石油价格的“泡沫”被消除，石油市场的供需成为决定价格的主要因素，石油又重新显现为其商品属性为主⁶。但是当次贷危机第一

⁶ 考虑资金的时间价值和货币贬值因素，2009 年 40 美元的石油价格与 2000 年左右 20 美元价格相差不大。

波冲击结束，西方国家采取宽松货币政策时，世界主要信用货币相对于实物货币呈现出贬值趋势，石油作为实物资产的避险属性重新被看中，石油的金融资产属性又重新掩盖其商品属性。

三、石油金融化是“双刃剑”

（一）配置资源的金融化推动了石油资源的有效配置

1978年11月14日，纽约商品交易所推出了历史上第一个石油期货合约—取暖油期货合约，1982年，纽约商品交易所又设计了第一个原油期货合约—WTI合约，依托于巨大的原油现货市场，WTI期货获得了巨大成功，1985年，合约交易量400多万张，2010年前10月交易量1.51亿手⁷，是全球单一成交额最大的商品期货合约。1988年6月，IPE推出了布伦特原油期货合约，2011年前10月布伦特原油期货合约成交量达到1.12亿手⁸，布伦特原油期货、现货以及远期合约组成的定价体系，涵盖了世界原油交易量的65%左右。

石油金融市场的建立，石油金融合约的出现，使得石油市场的均衡更容易得到实现，石油资源的配置效率得到提升。作为商品的石油市场，分散在世界各地的石油集散港口，由于油品种类、运输条件、信息传递等交易壁垒，这些分散地石油市场之间很难适用一价定律，分散的石油市场以其辐射范围为边界配置石油资源。当一个或几个石油金融市场建立并逐步获取了石油定价权之后，石油市场上的供需因素可以反映在一个更大的、信息流通更充分的市场上，在这个市场上，石油合约按照标准化设计，得到一个接近于无摩擦市场的均衡价格，进而将该价格反馈给现货市场，现货市场根据油品、运输和关税等条件与期货市场达成无套利均衡，最终使得期货市场实现价格发现功能，从而在全世界范围内更有效的配置石油资源。

（二）配置财富的金融化扭曲了石油资源的有效配置

配置财富的金融化扭曲石油商品资源的配置。石油金融市场的合理利用，可以使其有效反映石油商品市场的真实供需，并以此为基础形成均衡价格，促进石油资源在全球范围内有效配置。但是当石油金融市场吸引了非商品交易者参与石油的投资或者投机时，石油金融市场上就不再仅仅反映石油商品市场的供需，还反映石油作为一种金融资产的投资和投机的供给和需求，这反过来扭曲了石油商品资源的有效配置。具体而言，当石油价格高于商品供需价格时，石油最终产品价格提高，导致消费者剩余减少，减少的消费者剩余只有部分被生产商和石油供给商获得，其余的造成损失。而当石油价格由于金融资产价格恐慌性下跌而低于商品供需均衡价格时，则会引发过度投资和过度消费，导致石油资源的浪费。

配置财富的金融化影响宏观经济稳定。当非商品交易者占据了石油金融市场的主导地位后，石油金融市场上商品供需信息被金融供需信息所掩盖，甚至转而将商品交易者的供给和需求引导为金融供给和需求（比如航空公司由套期保值转为投机）。由于影响金融资产的因素更多，并且这些因素会通过金融杠杆产生放大效应，使得石油价格表现为大幅波动的金融资产价格。由于石油在工业化经济中占有重要的地位，其价格的大幅波动会影响到经济增长的稳定性，甚至会引发经济衰退和通货膨胀。

（三）配置财富的金融化使财富创造变为财富分配

过度的金融化是财富分配而非财富创造。适度的金融化有助于石油市场的价格发现，提高稀缺石油资源的配置效率，资本的有效配置在实体经济领域，可以有效的促进经济的真实增长并带来新的财富创造。但当过量的资本配置于石油金融资产，不但会扭曲石油商品的价格带来效率损失和经济波动，还意味着过多的财富追逐虚拟的金融工具而不是用于实体经济。用于追逐虚拟金融工具这部分财富，不会带来新财富的创造（因为供需均衡的价格已经是资源配置最优化），而只是带来财富跨投资者、跨地域和跨期的分配。即财富在投机成功者和失败者之间再分配，在石油定价权支配者和石油价格被动接受者之间再分配，在石油

⁷ 罗文辉.定价权之争：期待原油期货王者归来.第一财经日报，2012-2-29

⁸ 罗文辉.定价权之争：期待原油期货王者归来.第一财经日报，2012-2-29

的当前价格接受者和未来价格接受者之间再分配。

仅从石油金融市场而言，财富在不同投资者、不同区域和不同时期的再分配是一种零和游戏，并未带来财富的损失。但从总体财富增长的角度看，过多的财富用于财富分配而非财富创造，不但损失了财富分配过程中的交易成本，还使得配置于实际生产用于创造新财富的财富比例下降，造成总体上财富配置下降。

参考文献

1. Esteban Hnyilicza, Robert S.Pindyck..Pricing policies for a two-part exhaustible resource cartel The case of OPEC. *European Economic Review*,Vol.2 August,pp.139-154
2. Daly, George, Griffin, James, M. and Steele Henry, B.(1982), "Recent Oil Price Escalations: Implications for OPEC Stability", in J. M. Griffin and David Teece ,des., *OPEC Behavior and World Oil Prices*, London: Allen and UNWIN, PP.145-174
3. Mabro,Robert. Can OPEC hold the line. *Middle East Economic Survey*.Vol.XVIII,No19,28 February 1975. Reprinted in Mabro
4. Moran , Theodore. Oil prices and the future of OPEC. (1978) Research paper R-8,Washington,D.C.:resources for the future
5. Adelman Morris, A. OPEC as a cartel. *OPEC Behavior and World Oil Prices*, London: Allen and Unwin, PP.37-63
6. Mabro,Robert. OPEC after the oil revolution Millennium. *Journal of International Studies* December 1975,(4): 191-199,
7. Erickson N. Developments in the world oil Market. In R.K. Pachauri R K,ed., *International Energy Studies*. New York: John Wiley and Sons, 1980: 9-16
8. Pindyck, Robert, S. Gains to producers from the cartelization of exhaustible resources. *The review of Economics and Statistics*, 1978(5):238-251
9. MacDonald,R., and Marsh. I., On the efficiency of oil price forecasts. *Applied Financial Economics* [J],1993(3):293-292
10. Skov,Arlie M., Analysis of forecasts of energy supply, demand, and oil prices[J], *SPE Hydrocarbon Economics and Evaluation Symposium*, 1995(3):26-28
11. Salant, Stephen W. Imperfect Competition in the Oil Market[M], lexingtonBooks, 1981.pp 83-87
12. Ramcharran,Harri, OPEC's production under fluctuating oil prices: further test of the target revenue theory[J],*Energy Economics*,2001(11): 667-681
13. 何晓群, 魏涛远, 世界石油价格上涨对我国经济的影响[J], *经济理论与经济管理*, 2002(04):11-15
14. 吴静,王铮, 吴兵.石油价格上涨对中国经济的冲击-可计算一般均衡模型分析. *中国农业大学学报*, 2005 (2) :69-75
15. 于渤, 迟春洁, 苏国福, 石油价格对国民经济影响测度模型[J], *数量经济技术经济研究*, 2002 (05) :74-76
16. 任泽平, 潘文卿, 刘起运. 原油价格波动对中国物价的影响. *统计研究*, 2007 (11): 22-28
17. 郭菊娥, 卢虎, 席西民, 刘洪涛. 国际原油价格变动对中国经济影响的波及效应分析. *西安交通大学学报(社会科学版)*. 2007 (6) :17-22
18. 刘建, 蒋殿春. 国际原油价格波动对我国工业品出厂价格的影响. *经济评论*. 2010 (2): 110-119
19. 宋增基, 李春红. 经济增长对石油需求及石油价格影响的计量分析. *国际贸易问题*, 2009 (5) :19-25.
20. 陈洪涛, 周德群, 王群伟. 石油金融理论研究评述. *经济学动态*, 2008, (7) :99-105
21. 陈大恩, 王震. 国际原油期货市场的价格发现和套期保值. *石油大学学报(社科版)*, 2005 (6): 1-3
22. 王群勇, 张晓峒. 原油期货市场的价格发现功能-基于信息份额模型的分析. *统计与决策*, 2005 (6) 77-79
23. 李玮琛. 我国原油期货市场价格发现功能的实证研究[D]. 湖南大学硕士学位论文, 2009

24. 扈文秀, 姚小剑. 国际原油期货价格与现货价格动态关系研究. 西安理工大学学报, 2011 (11): 491-495

Financial properties of oil and financialisation evolution studies

Wang Yudong

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: Financial attributes of oil is divided into three aspects: implicit physical currency, financial assets and financial function. Its financial attribute is as the oil permeability economy and the trend of financial internationalization gradually evolved. Oil metallicity and its evolution are analyzed in this paper. First of all, the commodity attribute of oil contributes it as the blood of modern industry. Second, the establishment of oil financial market changes the seller's monopoly, improves the allocation efficiency of oil resources, and also makes the oil attached to financial carrier reflects the financial asset attributes. Finally, a large number of international capital flows use oil as wealth allocation, petroleum began to exercise its financial function.

Key words: Petroleum financialization, financial features, Resource allocation, Evolution

收稿日期: 2012-12-22

作者简介: 王于栋, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 金融理论与实践