



第六十六届会议

临时议程* 项目 17(d)

宏观经济政策问题：商品

世界商品趋势和前景

秘书长的说明

秘书长依照大会第六十四届会议 2010 年 12 月 21 日第 64/192 号决议的要求，
谨向大会提交联合国贸易和发展会议秘书处所编写关于世界商品趋势和前景以及
商品价格过度波动原因的本报告。

* A/66/150。



世界商品趋势和前景

联合国贸易和发展会议秘书处的报告

摘要

过去 12 个月来，商品市场已从 2008-2009 年的全球经济和金融危机的低点得到恢复，在极为波动的市场中，商品价格在 2011 年达到创纪录的水平。原油、矿物和贵金属价格已超过 2008 年底价格的两倍。关键的农产品，包括咖啡、玉米、棉花、燕麦、糖(虽然不包括大米)的价格也超过了 2009 年发表关于世界商品趋势和前景的上次报告(见 A/64/184)以来的水平。

在一些国家中，商品价格暴涨促成了民众的起义和暴动，食品(尤其是主食)价格通胀以及能源成本上涨造成了很大损失。近年来，各类商品的价格居高不下，各种投资机会又产生了多种多样的利益，于是，吸引了投机性的投资者——例如对冲基金以及商品指数和交易所交易基金——进入商品市场。新兴经济体不断增加的需求、主权债务问题、美元价值步履蹒跚以及对通货膨胀的担忧，都吸引投机性投资者进入这些市场。

商品价格的波动不断加剧，而且出现意想不到的摆动幅度，对生产者、行业和依赖商品的发展中国家产生了负面影响，因而促成了全球性合作行动(见二十国集团“关于食品价格波动与农业的行动计划”)。为了处理影响到国际商品贸易和这些国家发展前景的关键问题，必须切实调整和执行全球性倡议和国家政策，并为之提供资源。政策措施的目的应是改善市场的运作，并提高各国抵御冲击的能力。

目录

	页次
一. 导言	4
二. 商品市场的最近动态：波动的财富——从繁荣到萧条到繁荣	4
三. 主要商品类别的市场发展	5
A. 农业和粮食作物	6
B. 林业	10
C. 能源：石油和天然气	10
D. 原油	11
E. 天然气	12
F. 煤炭	13
G. 矿物、矿石和金属	13
四. 商品价格波动：国内和国际层面可采取的对策	15
A. 应对商品价格波动的对策	15
B. 供应管理计划：国际商品协定	16
C. 支持收入计划	17
D. 基于市场的风险管理机制	18
E. 收入管理	19
F. 多样化和增值	20
五. 结束语	20
附件	
商品价格发展趋势和商品交易金融化	22

一. 引言

1. 本报告阐述世界商品趋势和前景，是联合国贸易和发展会议秘书处根据联合国大会第六十四届会议第 64/192 号决议编写的，报告中对商品价格过度波动的原因作了分析。

2. 自 2009 年年中编写上次报告(见 A/64/184)以来，商品价格趋势受以下几个因素的驱动：亚洲新兴市场经济体需求强劲；经济合作与发展组织(经合组织)股票增资；对欧洲金融动荡蔓延的担忧大幅度减弱。价格增幅最大的商品是农业原料、矿物和金属。与此相反，除一些热带饮料(如咖啡)之外，农产品价格的上升幅度适中。

3. 在过去六个月中，非农业商品以及食品市场大部分价格暴涨和波动，原因可能是主要产油国——阿尔及利亚、阿拉伯利比亚民众国、尼日利亚、委内瑞拉及其他国家——地缘政治局势紧张。¹ 新兴经济体对工业用和发展基础设施所需原材料的需求不断增长，也推动了这些商品价格上涨。此外，主权债务问题、美元地位不稳加上对通货膨胀的担忧，已经引起商品市场上的投机性投资，特别是对石油和贵金属衍生产品的投机性投资，导致市场发生波动。

4. 商品市场日益加剧的价格波动促使各国采取全球性合作行动来寻求潜在的解决办法。领导全球经济的二十国集团在法国担任主席期间宣布了“关于食品价格波动与农业的行动计划”，其目的是减轻价格波动对粮食安全的影响。国家、区域、国际各级的这些举措必须得以切实执行和进一步发展，才能有效应对影响着商品贸易以及所有依赖商品的发展中国家发展前景的艰难挑战。²

5. 本报告拟通过联合国大会，提请会员国注意当前食品和能源价格高位动荡对贸易和发展构成的挑战和机遇。对农业和自然资源(如石油和天然气、矿产及工业和贵金属)价格上涨带来的大量意外收入，必须进行审慎管理，才能对发展产生持久的影响。同样，高粮价造成的政治动荡和粮食不安全的风险必须得到缓解。第二节概述商品市场最近的动态；第三节分析主要商品类别——农业和粮食、石油和天然气(能源)、以及矿产和金属——的价格和市场；第四节概述在国内和国际层面处理商品价格波动的对策。第五节为结束语。报告附件探讨了商品价格趋势和商品交易的金融化问题。

二. 商品市场的最近动态：波动的财富——从繁荣到萧条到繁荣

6. 人们普遍认识到，1950 年代末以来发生两次重大的商品价格暴涨，第一次是 1973-1980 年期间，第二次始于 2002 年。2002-2008 年期间，尤其是 2006-2008

¹ 阿拉伯利比亚民众国的国内动乱导致市场上减少 3 900 万桶轻质低硫优质石油，因而在部分程度上导致 2011 年 4 月原油价格急剧上涨到每桶 127 美元的最高价格。

² 依赖商品的发展中国家的定义是商品出口占货物出口总量 60%以上的国家。

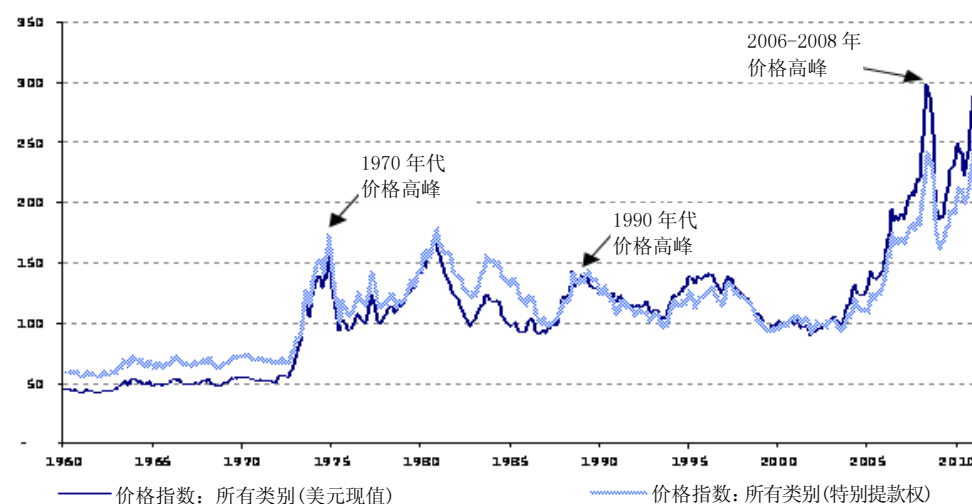
年之间，商品价格上涨，特别明显的是金属、原油和食品。在 2008-2009 年全球金融危机中，全球经济增长放缓，大多数主要经济体消费需求减弱，从 2008 年年中开始，各类商品价格暴跌。

7. 然而，自 2008-2009 年危机以来，所有商品亚类都出现强劲反弹；金属、农业原材料和饮料价格甚至超过了 2008 年的高点(见图一)。能源(特别是原油)价格上升一倍多，尽管仍低于早先的峰值。矿产及工业金属和贵金属价格已从 2008 年年中至 2009 年的最低点上升了 120%。关键的农产品和食品(农产食品)、饮料和农业原材料的价格已超过早先 2008 年中期的新高(见图二)。到 2008 年年中，商品价格已五年居高不下，这是第二次世界大战以来，近 30 年价格基本低迷但适度波动之后，历时最久、范围最广的一次反弹。

图一

贸发会议非石油商品价格指数

(1960 年 1 月至 2011 年 5 月；2000=100)



资料来源：贸发会议统计网站门户。

三. 主要商品类别的市场发展

8. 本节全面概述主要商品类别——农业和食品、能源、农业原材料、矿产和金属——的市场和价格情况。最近农产品和非农产品商品价格上涨主要是市场基本因素造成的：新兴经济体(特别是中国和印度)对商品的需求不断增长；气候变化加剧(洪水和干旱发生率增高)，导致天气模式恶劣；有些地区产量低下，生产力增长率下降；库存或储备数量少；可耕农田和水资源日益稀缺。此外，1990 年代对矿产勘探和新技术投资不足，导致该部门供应短缺。另外，美元贬值和政府的政策(补贴、出口限制和研发生物燃料的任务)也对商品价格产生影响。研发生物

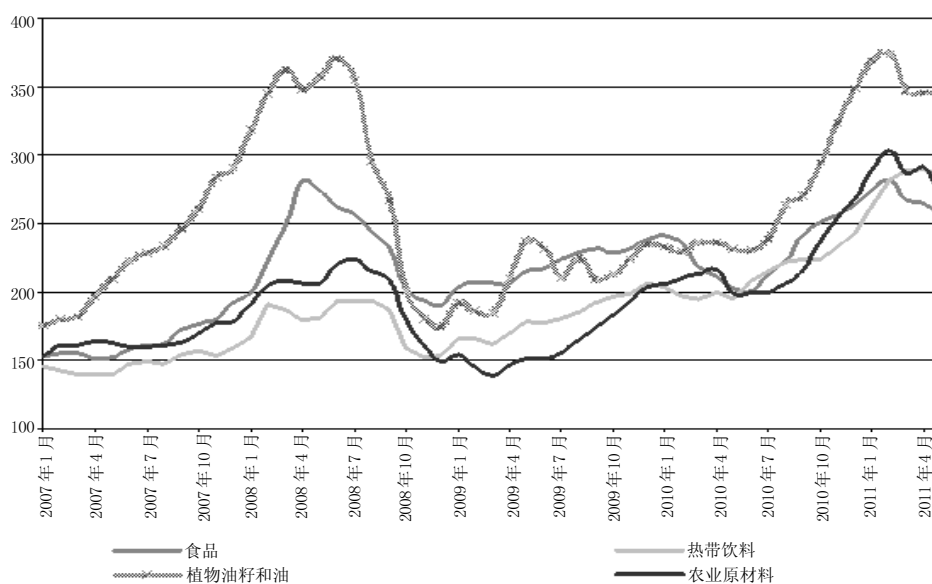
燃料的任务可能已经使得关键主食(如玉米、棕榈油和甘蔗)及农业用地不再用于粮食生产,而转用于生产燃料。

9. 由于中东和北非的石油生产国最近地缘政治局势紧张,进一步导致 2011 年第一季度原油(和汽油)价格急剧上升。最后,对贵金属和矿物更多的投机性投资(作为对经合组织国家经济低增长的一种保险政策)也促成 2010 年 6 月以来这些商品价格的上涨。

A. 农业和粮食作物

10. 联合国贸易和发展组织(贸发会议)的农产品价格指数在 2011 年 2 月达到最高点。图二显示,农产品价格上升不均。农业原材料价格指数大幅提高,原因是天气条件恶劣和亚洲新兴经济体的需求强劲造成供应短缺。贸发会议 2010 年上半年的食品价格指数下降,然后急剧上升,在 2011 年 2 月达到高峰(图三),2011 年 1 月至 5 月的平均数为 269 点,与 2010 年同期相比提高 21%。发展中国家整体通胀率(包括能源和食品)从 2010 年的 6% 上升到 2011 年 4 月的 6.9%,而发展中国家的粮食价格通胀在 2011 年 2 月超过 9%。³ 也许可以说,偏高而且波动性较大的食品价格的负担不成比例地落在低收入发展中国家的肩上。

图二
2007 年 1 月至 2011 年 5 月农业商品价格指数
(2000=100)

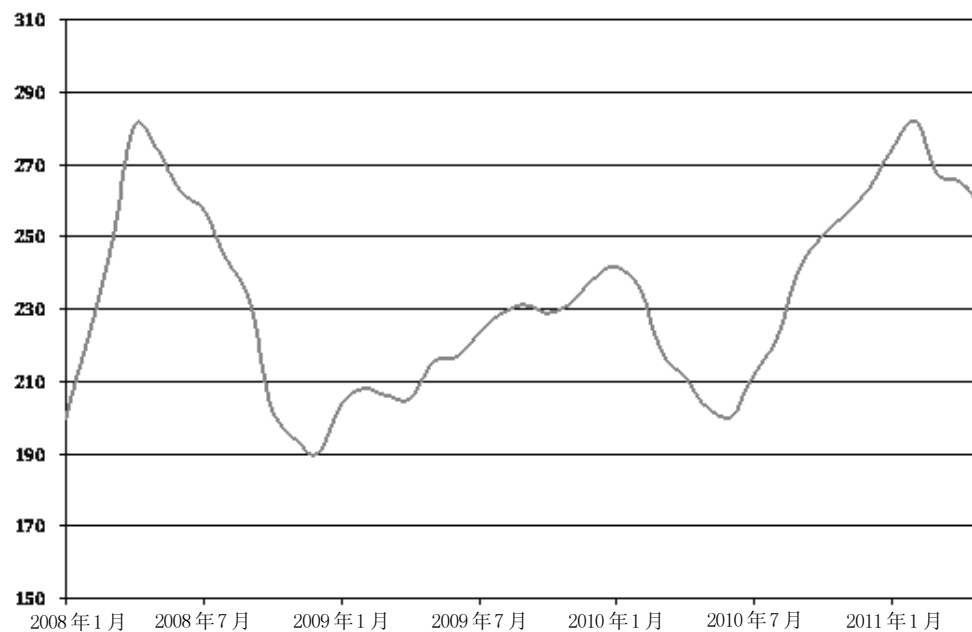


资料来源: 贸发会议统计网站门户。

³ 世界银行,“全球经济展望: 2011 年 6 月”(华盛顿市, 2011 年), 通货膨胀附件(第 67 页)。

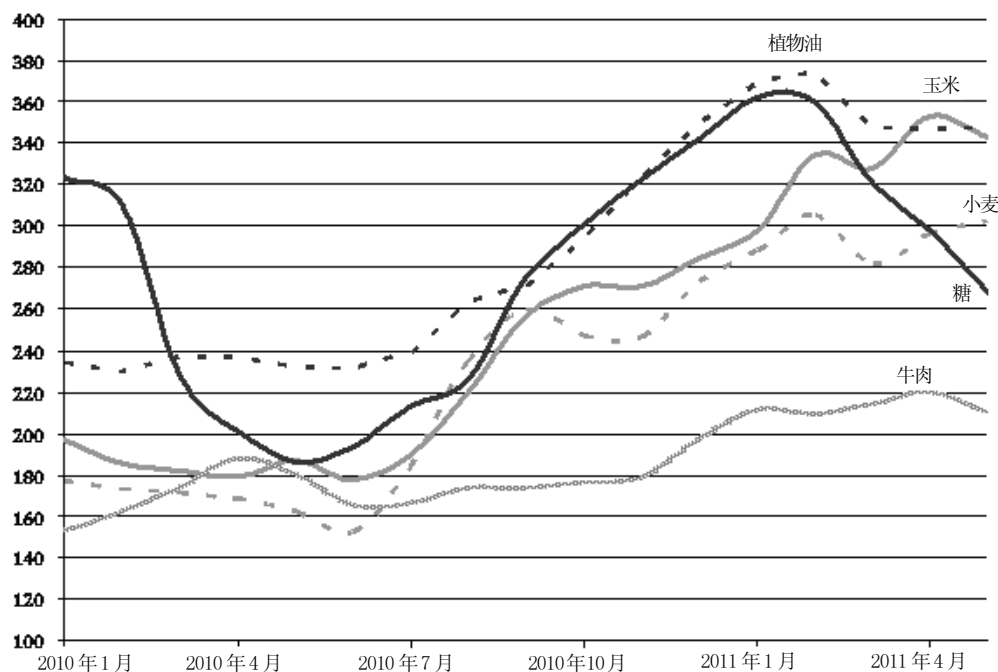
11. 带动食品价格指数上升的原因主要是谷物、植物油、肉类和奶制品价格上涨(见图四)。对非洲大多数地区而言,这一点并不很严重,因为玉米和高粱获得丰收,主要的例外是非洲之角,当地的旱情加剧了粮食不安全状况。在亚洲,食用油和一些谷物(如小麦)的价格特别高。

图三
贸发会议 2008 年至 2011 年食品价格指数
(2000=100)



资料来源: 贸发会议统计网站门户。

图四
2010-2011 年若干食品商品价格指数
(2000=100)



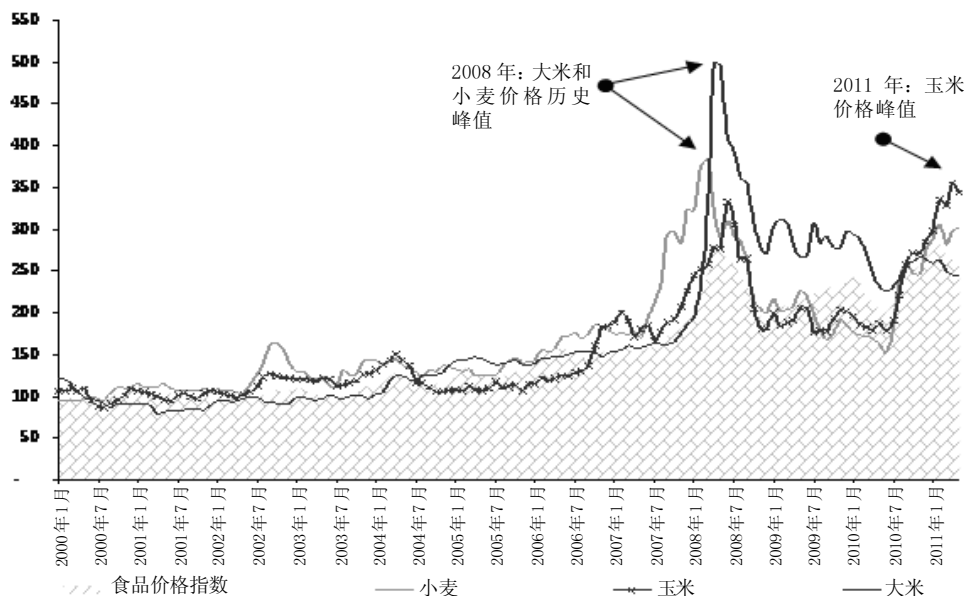
资料来源：贸发会议统计网站门户。

12. 2011年5月，小麦基准价格上涨到每吨360美元的高位，略低于2011年2月每吨364美元的价格。由于美国和欧洲联盟(欧盟)的天气条件不利，2011/12年度小麦作物的前景不明。

13. 2010年上半年，大米、玉米和糖的价格普遍呈下降趋势，然后稳步上升，直到2011年2月(图四)。2010年第三季度大米价格回升的原因是亚洲主要生产国天气条件恶劣，但由于现有大量储存可供出口(图五)，2011年的价格不可能继续上升。2011/12年度的玉米交易价格超过2008年的高点(图五)。玉米价格从2010年6月每吨160美元上涨到2011年4月每吨318美元，涨幅达98%，2011年5月又下降至每吨309美元。此外，动物产品的消费增加，尤其是在中国，⁴也刺激了2010/11年对玉米作为动物饲料的需求。由于中国、印度和印度尼西亚的需求不断增长，加上甘蔗越来越多地专用于生产乙醇，2011年1月糖价从2010年5月的每磅15.2美分上涨到每磅29.6美分的峰值，涨幅达95%。据报告，由于生产者对价格上涨作出回应，食糖作物产生约1030万公吨原始值的过剩，2011年5月糖价下跌到每磅21.95美分。2010年以来糖价上升的原因是预期市场不足而过高地预测了世界对精制糖的需求。

⁴ 中国是继美国之后的世界第二大玉米消费国，估计其玉米消费量超过10年前的47倍。

图五
2000-2011年世界谷物价格指数趋势
(2000=100)



资料来源：贸发会议统计网站门户。

14. 2011年2月食用油价格指数达到最高点374，随后于2011年5月降至347(7.2%)。食用油市场的价格波动与油籽生产国和出口国的供求前景密切相关。考虑到中国是世界上最大的植物油消费国，对全球油籽(尤其是大豆)供应和市场的“中国效应”对市场的前景具有举足轻重的作用。生物燃料和可持续棕榈油生产是油和油籽市场上两个最具有争议的问题。二者对国际贸易、经济增长、投资、粮食安全和环境管理都具有重大影响。近期油籽价格的上涨主要反映出全球供应紧缩，加上主要进口国的需求稳定增长(见图二)。

15. 2001年12月以来，热带饮料价格指数稳步上升，从75上升到2011年5月的285峰值(图二)。2011年5月以来，国际咖啡组织的6月份综合指标价格从5月平均每月每磅228美分下降到6月平均每月每磅215.6美分，降幅为5.4%。

16. 主要由于供应不足，2010年1月可可价格达到每磅1.60美元的最高点。⁵然而，2010年8月价格下跌到每磅1.39美元的三个月最低点，到2011年2月逐步反弹到每磅1.58美元，随后再次回落。由于天气条件良好，大多数非洲生产国在本作物年度都获得丰收。例如，截至2011年6月，科特迪瓦科可可产量为128.6万吨，比在上个季节同期高出22%。⁶

⁵ 国际可可组织，“可可市场评论：2010年5月(伦敦，2010年)”。可查阅<http://www.icco.org>。

⁶ 国际可可组织，“可可市场评论：2011年6月(伦敦，2011年)”。可查阅<http://www.icco.org>。

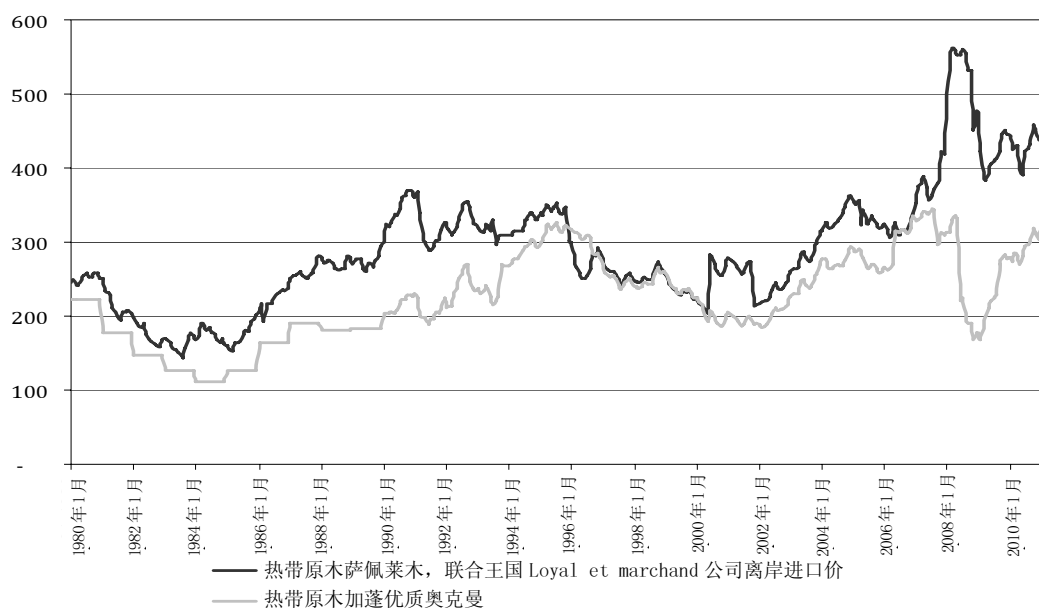
17. 农业原材料价格指数在 2009 年 3 月跌至 139，于 2011 年 2 月达到 303。2010/2011 年天然橡胶价格坚挺，原因是新兴市场经济体对轮胎的需求强劲，能源(原油)成本高(影响合成橡胶价格)，加上世界最大的生产国泰国以及中国、越南和柬埔寨天气条件恶劣，供应中断。这一峰值也体现在棉花的价格上，2011 年 3 月棉花达到每磅 2.3 美元的历史最高点，比 2009 年的均价提高了 270%。2009/2010 年世界棉花产量下降，而印度和中国对棉花的预计需求将会增加。

B. 林业

18. 2010 年 1 月至 7 月，非针叶木料平均上涨 2.1%，最高达 142.1 美元，但到 2011 年 5 月又稳步下降到 133.9 美元(图六)。相反，在 2010 年头五个月期间和 2011 年同期之间，热带原木(萨佩莱木和奥克曼木)价格分别上升了 10%(萨佩莱木)和 23%(奥克曼木)。造成这种趋势的原因可能是日本 3 月份地震后建造临时住房而导致需求增加。世界经济略有回升及其对亚洲发展中国家以及在较小程度上对发达国家的建筑部门产生影响，也可能导致价格上涨。

图六
1980 年-2011 年热带原木价格

(每立方米美元)



资料来源：贸发会议统计网站门户

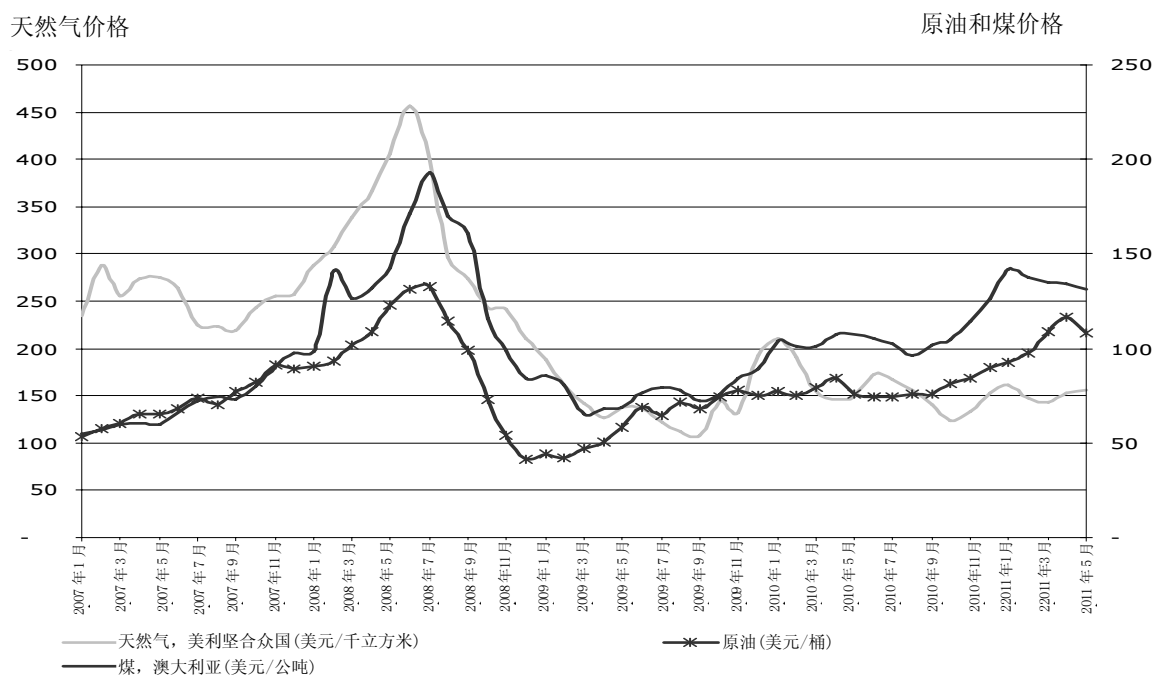
C. 能源：石油和天然气

19. 世界上消费的主要能源是石油、天然气和煤炭。中东消费的绝大部分能源是石油和天然气，亚太地区能源的主要来源是煤和石油。亚洲因人口结构的变化和

收入增加，能源消费的增长幅度最大。不过，与发达经济体相比，其人均主要能源消费量还比较低。图七列示石油、天然气和煤炭的主要市场走势。

图七

2007年1月-2011年5月原油、天然气和煤炭月平均价格



来源：贸发会议统计网站门户(原油价格)；国际货币基金组织(基金组织)、国际金融统计(天然气和煤的价格)。

D. 原油

20. 2010年平均油价达到每桶79美元。2011年4月的原油月平均价格飙升至每桶116.30美元，⁷是2008年12月价格的将近三倍，不过，仍低于2008年7月每桶132.50美元的上一个周期性高峰。美元持续疲软，需求不断增加，中东和北非地区局势不稳，市场基本面和石油输出国组织(欧佩克)的生产配额的脱节，储备下降，在这种情况下，石油市场面临各种不确定因素，给预测短期和中期石油价格的行为构成挑战。

21. 2010年1月至11月，石油的月平均价在74美元至85美元之间浮动(图七)，高于2009年每桶61.79美元的平均价。2010年价格上升是市场基本面所致。工业和贸易的复苏导致石油需求量强劲飙升。2010年，全球石油需求量平均每天增加280万桶，⁸超过2000年代的平均增长率一倍以上。但是，供应量并没有以

⁷ 贸发会议统计网站门户：英国布伦特、迪拜和西德克萨斯中质油经同样加权的日均价。

⁸ 国际能源机构，“石油市场报告”（巴黎，2011年6月16日）。

同样的速度增长。2010年，非欧佩克石油生产国只能日增产110万桶，欧佩克日增产增长不超出70万桶(包括液化天然气)。

22. 2010年12月至2011年6月期间，石油市场波动幅度很大。2010年12月，原油平均价格打破相对稳定，升至每桶90美元以上。石油价格继续呈上升趋势，到2011年4月达到每桶116.30美元的峰值。价格上升的主要原因是供应短缺和需求持续增长。中东和北非地区的政治动荡导致阿拉伯利比亚民众国减产1300万桶轻质低硫原油，引起人们担心能源供应会进一步中断。尽管价格居高不下，发展中国家、特别是亚洲新兴市场的需求增长依然具有弹性。美元疲软、金融投资者在商品期货市场上的活动以及对经济增长的预测也促使油价上涨。

23. 2011年6月，欧佩克未能就增加石油产量达成协议，此后，国际能源机构成员国同意在头30天内每天从应急储备中投放200万桶石油，以期：(a) 抵消阿拉伯利比亚民众国混乱的石油供应情况和季节性需求增加，直到主要生产国计划增产的石油抵达全球市场；(b) 促进经济复苏。市场迅速作出回应，布伦特和纽约商品交易所的西德克萨斯中质油分别下跌6.1%和4.6%。

24. 石油市场波动过大可能会抑制需求，放慢全球经济复苏的步伐。油价过高也可能导致国家间的财富分配发生重大转变。对石油净出口国而言，高价可以改善经常账户，为政府创收，并增加公共开支。然而，对于石油净进口发展中国家而言，石油和食品价格的上涨已导致高通胀，并加重了财政负担。

E. 天然气

25. 金融危机导致2009年世界天然气消费量减少1.1%。⁹ 2010年，由于经济复苏和北半球天气异常寒冷，天然气需求出现反弹。美国是世界主要天然气生产国，2008年6月，天然气价格达到每千立方米456.57美元的最高点(图七)。2010年，尽管经济已经复苏，但是，天然气的平均价格为158美元，远远低于2007年和2008年的水平。2011年头五个月内，天然气价格在143美元和162美元的范围内波动。

26. 天然气在未来任何能源结构中的作用将取决于市场的基本面。在供应方面，自2000年以来，已经着力开发页岩气、致密气和煤层气等“非常规”天然气来源。所谓的页岩气革命大大增加了美国市场上的天然气供应量，使天然气价格保持在较低水平，改变了液化天然气的贸易格局。国际能源机构指出，目前在美国销售的非常规天然气在市场生产总量中占60%。美国以及澳大利亚(生产煤层气)等其他国家非常规天然气生产的增长将对世界其他地区，尤其是对争取实现能源多样化满足其能源需求和维持经济增长的新兴经济体产生深远的影响。

27. 决定需求的主要因素是全球经济增长，以及天然气在价格、环保和安全的影响等方面与其他能源相比的竞争力。其他因素，如是否接近供应来源，技术是否进步以及政府的政策也会对需求产生影响。

⁹ 美国能源情报署，“2010年国际能源展望”(华盛顿市，美国能源部，2010年)。

28. 天然气是最干净的化石燃料之一，虽然在碳排放量方面仍落后于可再生能源和核能源。尽管如此，它在世界能源结构中的重要性越来越大。例如，中国第十二个五年计划(2011-2015年)的目标是将天然气在主要能源结构中的比重从2008年的3.8%提高到8.3%。¹⁰ 2011年日本福岛核电厂事件导致一些国家重新考虑其核能源政策，并转用可再生能源和天然气来满足未来的能源需求。例如，德国已决定到2022年关闭17家核电厂，代之以可再生能源和天然气发电厂。¹¹ 这些政策将对未来全球天然气需求量产生重大影响。

F. 煤炭

29. 2008年煤炭占全球初级能源供应量的27%，¹² 它仍然是发电的主要燃料，不过它日益面临着天然气和可再生能源的竞争。例如，在欧盟，1990年以来煤炭的用量已经减少。

30. 亚太地区已成为世界煤炭生产、消费和贸易中心。2009和2010年，全球煤炭生产和消费分别增长为6.3%和7.6%。¹³ 中国和印度都位居世界煤炭生产和消费国的前三名。¹⁴ 澳大利亚是世界上煤炭主要出口国，日本仍然是世界上最大的煤炭进口国。

31. 在2002至2008年商品繁荣时期，澳大利亚热能煤月价格在2008年7月达到高峰(每公吨193美元)，后来因发生全球经济衰退，2009年3月煤价回落到每公吨65美元(图七)。在来自中国的强劲需求的支持下，2009年4月以来煤价开始上涨。尽管价格呈现短期波动，但继续呈上升趋势，2011年1月达到周期性最高点。2010年以及2011年第一季度期间，煤炭平均价格分别为106美元和135美元。

32. 随着应对气候变化的全球努力不断加强，煤炭在世界市场上的中期前景很可能依赖于碳减排协议、政策以及二氧化碳捕获和储存技术的发展。

G. 矿物、矿石和金属

33. 2010至2011年，矿物、矿石和金属价格指数大幅上扬，铜、铅和锌都推动价格上涨，其原因是新兴经济体复苏的势头超过预期的情况。尤其突出的是，2009年，中国对贱金属的需求增长约24%，而世界其他地区的消费量下降13.5%。2010-2011年期间，由于供应紧缩，加上亚洲国家和巴西的需求强劲，金属价格继续呈上升趋势(图八)。在未来的几年中，对新矿投资不足，再加上提高开采能力方面情况不容乐观，生产必然会收缩。因此，如果需求继续以近年来观察到的速度增长，那么在中期内，金属价格就会进一步上升。

¹⁰ 国际能源机构，“2011年国际能源展望”(巴黎，2011年)。

¹¹ “德国的能源计划是切实可行的”，《金融时报》，2011年6月21日。

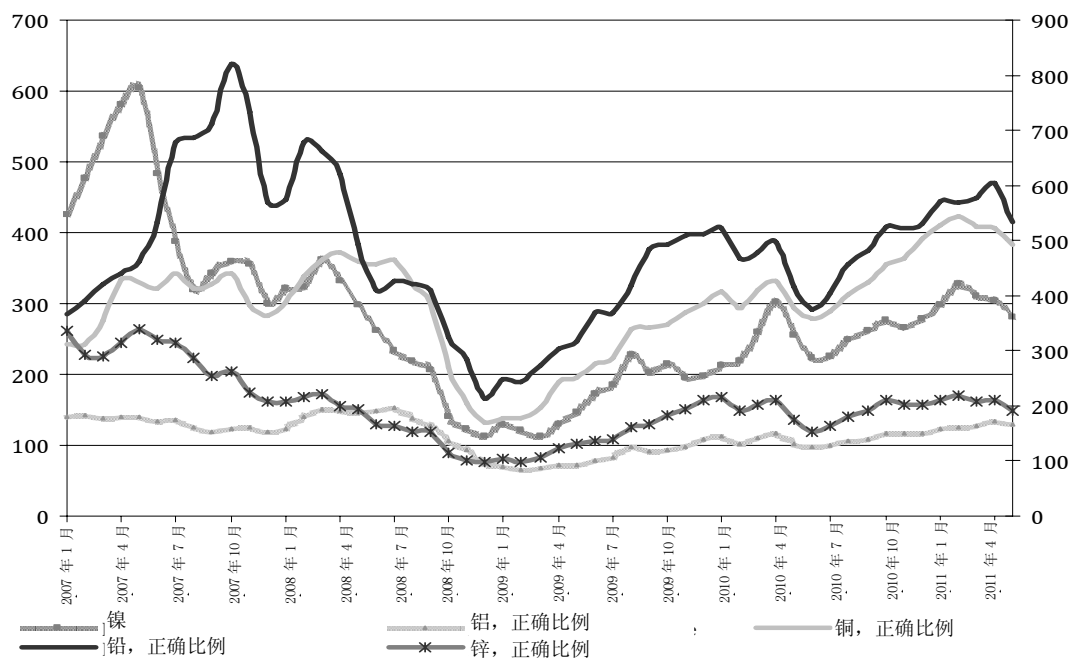
¹² 国际能源机构，“世界主要能源统计”，2010年。

¹³ “英国石油公司2010年世界能源统计评论”，2011年6月，根据百万吨油当量的估算。

¹⁴ 同上。

图八
2007年1月-2011年5月非铁金属价格指数

(2000=100)



资料来源：贸发会议统计网站门户。

34. 2003年至2008年，亚洲对矿石和金属矿物的需求引起的价格上涨达到历史新高，然而，金融危机的爆发逆转了对大部分此类商品的需求，因而导致价格大幅下降。需求下降也致使全球库存量增加和价格降低。

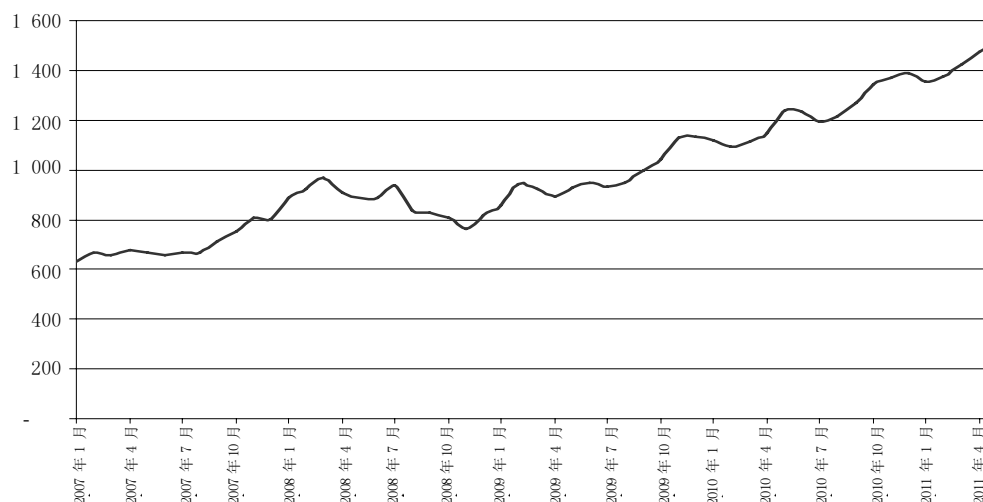
35. 2009年以来，铜价不断攀升。2009年，由于中国保持其需求量，价格上涨了一倍以上。2010年，由于对矿山生产投资不足，引起供应紧张，价格继续上涨。国际铜业研究小组指出，2011年精炼铜年产量缺口预计数(2010年估计为250 000吨)可能会上升到377 000吨。关于趋势性需求增长，预计消费水平会迅速崛起，如果没有足够的供应能力来满足这种需求，可能会对价格产生极大影响。中东和北非地区的政治动乱，贸易和货币政策的变化，日本东北地区地震的后果，这些因素都可能对生产缺口和价格产生影响。

36. 2008年，铅、锌、镍和锡的价格因全球经济衰退引发需求低迷而下跌，2010年，由于中国精炼成品产量快速增长，价格又呈上升趋势。铅消费量增加的原因是市场进入补货阶段，加上汽车行业中的用量增加。2010年，锌消费量增长了16.3%，但2011年增长速度相对放慢。锡的价格上涨，靠的是亚洲需求强劲，中国、日本、韩国和中国台湾省的消费量在该区域占85%。

37. 黄金是局势不确定时的一种传统的避风港。爆发金融危机之后，股市暴跌，对黄金的需求略微上升。然而，2009年，由于欧洲和美国经济衰退，亚洲、特别是中国和印度的需求强劲，黄金价上涨了32%；2010年，金价再次上涨24%，到年底创造了1390美元的新高(图九)。金价上涨有多种因素，其中包括美元贬值，削减利率和通货膨胀率上升。2011年6月，美国和欧洲的复苏力度不够，特别是欧元区边缘的主权债务问题继续存在，投资者纷纷购买黄金避险，黄金价格创造了每盎司1528美元的新纪录。投资者还购买股票交易所交易基金，这类基金与黄金市场挂钩，而不必购买实物产品。欧洲在处理政府债务危机方面的不确定性对金价创新高也起到一定的作用。

图九
2007年1月-2011年5月黄金价格

(美元/盎司)



资料来源：贸发会议统计网站门户

三. 商品价格波动：国内和国际层面可采取的对策

A. 应对商品价格波动的对策

38. 本节重点阐述商品市场近期的大幅度波动、价格波动对发展中国家的影响以及国内和国际层面可以采取的对策。

39. 过去十年来，商品价格大幅波动。2002至2008年期间的价格上涨就其规模、持续时间和广度而言，是几十年来最显著的。此外，2008年年中最近全球金融危机爆发之后的价格下降，在幅度和受影响商品的数量方面，非常突出。2009年年中以来，特别是2010年夏季以来，全球商品价格再度急剧上升(2011年第二季度某些暂时性价格回落除外)。

40. 对商品市场的波动，包括所谓的商品作为一个资产类别的金融化，有着许多种解释。各类商品的高位价格以及种类广泛的投资机会的潜在多样化利益吸引许多投机性投资者(如对冲基金、商品指数和交易所交易基金)进入商品市场。2003 至 2008 年期间，估计进入商品指数的投机性投资从 150 亿美元增至 2 000 亿美元左右。商品价格的走向和商品交易的金融化问题，将附件中作进一步的详细论述。

41. 长期的比较表明，就个别商品而言，最近的价格波动并非前所未有。¹⁵ 譬如，2008 年的石油价格波动虽然幅度很大，但仍远低于其 1970 年代初的峰值。但是，最近各类商品价格波动的速度和摆幅，显然不同与以往。¹⁶ 具体而言，最近食品和金属价格上涨的幅度高于历史平均值，而石油价格反弹的幅度与历史平均值相似，但速度更快。

42. 可预测的价格变化(即符合一个既定趋势，或表现出众所周知的季节性模式)不太构成问题。如果价格导致不确定性，无论是因为不能被预期或没有反映市场基本面的变化，那就有问题了。如果波动引起规避风险行为，导致投资不足的决定，就会引起关注。如果波动造成混乱现象，超出生产者和消费者的管理能力，成为“过度波动”，那就需要用国家和国际层面的政策、包括支持机制来处理了。

43. 商品价格发生高度波动，如果不进行妥善管理，可能对发展产生负面影响。财政收入变化不定不仅会妨碍财务管理，而且会影响预算规划和长远规划。波动还会破坏发展的努力，其具体形式是阻碍投资，扩大贸易赤字，加剧家庭贫困程度，因为商品部门通常是低收入和最不发达国家大部份人口生计的主要来源。商品价格波动引起的国际贸易平衡波动也会影响实际汇率，增加对外借款的成本，限制偿还外债的能力，从而对发展产生深远的负面影响。

44. 在国际和国内层面上，已经作出许多尝试来遏制商品价格的波动，并减轻其影响以确保生产国能获得“有利可图的”的回报。以往的战略包括：(a) 供应链管理计划；(b) 保护依赖商品的发展中国家避免出口收入下降的收入支持方案；(c) 以市场为基础的风险管理机制；(d) 收入管理计划；¹⁷ (e) 多样化和增值方案。

B. 供应链管理计划：国际商品协定

45. 国际发展界曾经尝试在贸发会议的框架内制定一个切实可行的国际商品政策，以解决价格波动和稳定生产国收入的问题。1974 年 8 月曾提出商品综合方案，1976 年在贸发会议第四届会议上获得批准。随后，就一篮子商品开展了谈判，以

¹⁵ O. Calvo-Gonzales, R. Shankar 和 R. Trezzi。“现阶段商品价格波动幅度是否更大？一个长期的观点”，世界银行第 5460 号政策研究工作文件(华盛顿特区，世界银行，2010 年 10 月)。

¹⁶ J. Baffes 和 T. Haniotis (2010 年)。“正确看待 2006/08 年的商品价格上涨现象”，世界银行第 5371 号政策研究工作文件(华盛顿特区，世界银行，2010 年 7 月)。

¹⁷ 基金组织，“财政机构在管理石油收入激增方面的作用”，(SM/07/88)(华盛顿市，2007 年 3 月)。

拟定国际商品协定。当时设想这些商品协定将资助缓冲库存，以减少价格波动，将价格稳定在对生产国有利的水平。商品共同基金是作为融资机制建立的。¹⁸ 然而，在贸发会议商品综合方案范畴内谈判的列有经济条款的唯一新的商品协定是国际橡胶协定，而其他协定(如关于锡和糖)的谈判都已停止。

46. 在许多发展中国家中，还由市场营销委员会实施供应管理计划。这些机构通过国家库存和缓冲库存办法，在稳定价格方面发挥作用，但这些机构在 1980 年代和 1990 年代的结构调整方案中大都已经解散。

47. 可以说欧佩克是最成功的供应管理计划。其目的是“确保国际石油市场价格稳定，同时适当考虑到生产国的利益，以及确保生产国有稳定收入的必要性”。¹⁹ 为了实现这一目标，定期根据市场条件调整配额。尽管配额的执行方面存在一些问题，但欧佩克的供应管理基本上有助于稳定世界石油价格，从而提高了生产国出口收入的可预见性。还采用供应商和消费者之间对话的方式来控制市场的供应，因而加强了全球依赖石油的经济体的稳定。

C. 支持收入计划

48. 建立补偿性融资机制的目的是弥补收入不足和短期价格冲击，这些机制的情况也不比国际商品协定要好，部分原因是许多商品的价格长期下滑，一直持续到 2002 年初。最著名的例子是：(a) 国际货币基金组织(基金组织)的应急和补偿贷款机制(1988 年)，之前是 1963 年开始运作的补偿贷款机制；(b) 欧盟的稳定出口收入制度²⁰ 和欧盟的减少脆弱性短期贷款机制，后者支持最脆弱的非洲、加勒比和太平洋国家集团成员应对全球金融和经济危机的影响和减轻其社会影响。

49. 应急和补偿贷款机制旨在缓解外部因素造成的商品出口收入暂时性低于某一特定国家的中期趋势的短缺造成的影响。它力图向缺乏足够的储备或外部借款能力的国家提供能力，以便在出口收入短期遭到冲击时，能够顺利解决国内的消费问题。利用应急和补偿贷款机制的资格要求包括：(a) 出现暂时性谷物出口短缺和(或)进口多余，而其主要原因超出当局的控制能力；(b) 该国的国际收支平衡出现问题；(c) 愿意与基金组织合作解决问题。

50. 支持收入计划的目标与补偿机制相似，但它还提供保护应对出口收入暴跌，在这方面还考虑到商品的价格方面以及可能减产的问题。例如，美国在 1996 年创建了风险管理机构，来管理联邦农作物保险公司的方案以及协助支持国内农业

¹⁸ 建立商品共同基金的该协定是 1981 年通过的，到 1989 年才生效，旨在资助缓冲库存的第一个机会暂停实施。

¹⁹ 见 <http://www.nccr-trade.org/publication/oil-supply-managment-practices-the-organization-of-petroleum-exporting-countries-opeac-under-the-w/>。

²⁰ 两个其他补偿贷款机制是欧盟维护和发展矿物生产制度和瑞士补偿性贷款计划。

的其他非保险类风险管理。²¹ 这些方案基本上都是由持有许可证的私人合约经纪出售农作物保险，但是，联邦农作物保险公司提供再保险机制(即补贴保险)，从而提供支持。

51. 比较传统的农作物保险，一般只需要考虑产量风险(对作物年度内可能发生“实物”损失提供保护)；但这些保险可以与价格风险缓解机制相结合，以确保提供充分保护。目前，只有少数国家——如南非、埃塞俄比亚、肯尼亚和马拉维²²——采用作物保险计划；但随着气候变化加剧了此类风险，这些计划的作用可能变得越来越重要，可能在可预见的未来引起激烈的辩论。²³ 目前正考虑在加勒比国家建立这样一个风险分担计划(例如在牙买加关于咖啡的计划)，可能会获得现在不涵盖农业的加勒比灾害风险保险基金的支持。

D. 基于市场的风险管理机制

52. 1990年代，国内和国际价格稳定计划处理发展中国家商品的问题进展有限，自此以来，各方的注意力都集中于采用基于市场的机制来管理商品价格风险。这些做法是要通过金融市场或其他机构来抵消面临的价格风险。相关的衍生合约通常在主要金融中心(如伦敦和纽约)的国际商品交易所进行交易。从技术上讲，这些机制将意外的价格变动所带来的风险转移到投资者身上，从而使生产者或生产国政府能够限制此类风险。采用的对冲工具范围广泛，从远期合约、期货、期权等基本类别到复杂的组合(如双限期权、场外交易工具等)，视最终用户转移风险的战略为准。

53. 然而，中低收入的发展中国家并不普遍使用这些基于市场的工具，因为这些工具比较复杂，使用时规模大，成本高。因此，大家的兴趣重点是在发展中国家建立商品交易所，以提供适应国内生产商和贸易商需求的对冲机会。然而，并非所有发展中国家——特别是依赖商品的低收入国家——都有足够数量的专业贸易商/出口商和大型商品生产商，这是运营具有活力和有效的对冲可能性的交易所的必要条件。在任何情况下，期货市场可能有助于解决与价格波动有关的问题，但它们无法为依赖商品的国家解决商品价格长期下降和不利的贸易趋势的问题。

54. 过去的十年来，发展中国家——例如在2005年洲联盟贸易部长会议上——对采用商品交易所等机制表示出政治兴趣。具有必要的健全体制、市场和专业特点，能够运作有活力的商品交易所的发展中国家数量有限。马来西亚和巴西发挥国内市场的规模优势，或者利用在其享有领先地位的商品的市场份额，通过私营部门的举措，并由政府开展某些监管，成功地建立了商品交易所。

²¹ 见 <http://www.rma.usda.gov/>。

²² 1995年，欧洲联盟建立TARSIM，这是一个管理实体，旨在同一批保险公司、农作物保险基金(由政府支持捐助，补贴部分保费)建立合作伙伴关系。

²³ K. Derviş, “既然减缓气候变化需要投资，我们应该投资多少，何时进行投资？”，气候变化的挑战，联合国大学世界发展经济学研究所第11号年度演讲。

55. 一些依赖商品的低收入非洲国家也建立了(或正在考虑建立)商品交易所。例如,2008年4月,埃塞俄比亚商品交易所开始了咖啡贸易业务。此后,该交易所又推出了玉米、小麦以及加工和未加工的豆类和芝麻合约的交易业务。

E. 收入管理

56. 发展中世界的一些区域举措表现出决心促进收入管理的透明度和良好治理的政治承诺。主要措施包括非洲发展新伙伴关系的非洲同侪审查机制。²⁴ 在亚太地区,亚洲开发银行(例如,亚洲开发银行/经合组织亚太地区反腐败倡议)和亚太经济合作组织(政府采购专家小组及反腐败和透明度工作队)推动重要的透明度和反腐败的举措。在拉丁美洲,在美洲国家组织之下谈判的《美洲反腐败公约》²⁵ 是发展中世界区域行动的重要实例。美洲国家组织和亚太经合组织论坛还讨论了不让贪官污吏以及拉他们下水者有藏身之地的政治承诺。

57. 在国家一级,还制定并实施了稳定基金等各种收入管理做法,以减缓在一个时期内商品价格变化所引起的收入波动,从而减少这些波动可能给宏观规划、包括关键的开支造成的严重破坏。

稳定基金

58. 若干依赖商品的发展中国家已经设立并在运营价格稳定基金,以协助减少预算收入的波动。这种基金在经济繁荣时期积累超过参照值的收入,从而可以在经济萧条时将资金注入预算或经济。其目的是在繁荣-萧条周期内保持平稳的支出,避免支出发生突然变化,例如资本支出发生突然变化以及卫生、教育和基础设施等公共服务的资金发生突然变化,如果发生这种情况,会给预算纪律造成严重后果。发展中国家和新兴经济体所拥有基于商品的主权财富基金资产估计有1.9万亿美元。²⁶

59. 商品出口国使用财政稳定基金已有一段时间,在这个收入波动程度和不确定性更为严重的时期,这种基金成了许多发展中国家关注的对象。

60. 发展中国家在稳定基金方面的经验表明,一个强有力的体制框架、透明度和问责性是保证这种基金切实有效地开展运作的关键要素。采取一种具有包容性的多方利益攸关者的做法,例如涉及私营部门和民间社会组织的采掘业透明度倡议,²⁷ 有助于促进在一些国家使用这些基金时的透明度、问责制和治理。这些举措还有助于发现导致这些资金消亡的财务违规行为。然而,这些多方利益攸关者

²⁴ A/57/304, 附件。

²⁵ 见 E/1996/99 号文件。

²⁶ 主权财富基金研究所(见 <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>)。

²⁷ 见 http://siteresources.worldbank.org/INTSDNET/Resources/5944695-254248728084/IDA_EITI_2010.pdf。

举措的最终实力在于操作过程中的可信性和有效性，而反过来，这又取决于严格的报告和审计标准以及附有详细的模板和时间表的外部验证过程。

61. 这些方面造成实施工作在技术上具有复杂性，代价昂贵，并在若干国家中造成能力上的限制。此外，多方利益攸关者举措在复杂的协作网络中建立了问责机制，加强了参与式做法，但可能会破坏加强国内机构(议会)的当地激励措施。²⁸ 关键问题在于如何建立一个良性循环，使多方利益攸关者对话进入并加强国内政治进程。

F. 多样化和增值

62. 商品价格不稳定的长期影响对于依赖商品的国家更为严重。因此，从长远来看，减少对商品的依赖可以有助于间接地处理价格波动问题。若干多样化措施可供采用，例如纵向融入可以获得更高价值链比例的产品和工艺，以及进入其他部门，实现多样化。

63. 然而，许多因素可能阻碍多样化，包括：(a) 国际贸易的结构性障碍(关税和标准升级)；(b) 在该领域投资的资源匮乏，这反过来也可以受商品价格波动的影响；(c) 基础设施薄弱，特别是在可使用的运输和储存及其成本方面；(d) 缺乏生产和销售替代产品的技能；(e) 融资渠道有限。限制依赖商品的发展中国家实现多样化的其他制约因素包括社会和政治因素以及宏观经济因素，如债务负担和货币贬值，货币贬值有利于提高传统产品的生产和出口，因为在短期至中期比较容易做到这一点。

64. 一些依赖商品的发展中国家(例如，智利、马来西亚和毛里求斯)的经验表明，可以通过与各种商品的利益攸关者、包括国际公司建立全面的合作伙伴关系，从而成功地实现多样化。鼓励技术转让的方式可以包括激励措施、行业中的本地企业和国际企业之间建立合资企业，还可以制定政策，在许可证协定中规定必须进行技术转让，对这些协定做系统性评估或在有证据表明某些机构因开展国内能力建设而给予奖励时，尤为如此。

65. 政府可以发挥重要作用，阐述符合整体发展重点的中期和长期目标，并为创造附加价值、包括当地企业和生产者进一步参与更高级别的价值链创造有利环境。

五. 结束语

66. 商品市场就本质而言是变化不定的，2007至2010年的繁荣-萧条-繁荣的周期证明了这一点。事实上，2002年以来商品价格上涨是供应上的制约所致，原因

²⁸ 见 Sam Jones, Sub-Saharan Africa and the “resource curse”: limitations of the conventional wisdom. DIIS working paper No. 2008:14(Copenhagen:., Danish Institute for International Studies, 14 May 2008), P. 34。

是过去二十年来对采掘业和农业商品投资不足。这清楚地表明，必须长期增加对商品的投资，以期处理供需失衡造成的价格波动。商品市场不稳定给发展中国家，尤其是粮食净进口国和严重依赖少数商品出口的国家、包括许多最不发达国家造成许多挑战。过去，曾经制定并实施各种国际、区域和国家的支持措施，取得不同程度的成功。商品市场最近的事态发展给商品价格波动带来了新的、复杂的层面。必须在国家、区域和国际各级采取创新和连贯一致的政策，确保价格波动不会阻碍经济增长和发展及消除贫穷的努力。

67. 在这方面，国际社会也许需要在商品市场新的现实情况下，重新审视供应链管理做法，同时探索这些做法加强生产者与消费者合作以及稳定市场方面的潜力。各种支持收入方案也可以在解决短期的价格冲击和相关收入大幅波动方面的作用。然而，利用这些方案的程序需要简化并加快，以满足符合条件的国家的迫切需要，包括应对周期性的能力。

68. 基于市场的风险管理工具，如期货、期权和天气指数保险，如果先决条件到位，可以减少商品价格波动的风险和其他风险。然而，需要作出巨大努力来建立体制机制，包括法律和监管框架，并培养潜在的客户理解和使用这些工具。此外，还必须进行更严格的规管，实现更大的透明度，才能在“金融化”的商品市场中减少价格过度波动。为了避免妨碍期货市场提供流动性和知晓价格的积极作用，这些工具应该将与市场基本面无关的“非商业”的市场参与者的活动作为目标。

69. 矿产资源的极端脆弱性使发展中国家患上荷兰病，套上资源诅咒，这需要制订稳健的财政政策，管理实际汇率，以便减少对外债的依赖。建立体制机制，如稳定基金，将有助于更好地进行宏观经济管理，避免资源诅咒的陷阱。多样化将消除在创收方面对少数商品的依赖，长远改善发展中国家对商品价格冲击的抵御能力。然而，在中期和长期发展战略中确定多样化的优先次序、调动资源和监督实施情况等方面，国家的作用是至关重要的。

70. 由于出现商品市场极端波动和意外的价格波动现象，各方已经开展全球协作行动。在法国主持下，二十国集团主要经济体农业部长于 2011 年 6 月 22 和 23 日在巴黎举行会议，发表了题为“关于粮食价格波动和农业的行动计划”的部长宣言。这项行动计划具有五个要点，其核心是农产品市场信息系统。该系统的主要目标是通过商品市场上的投机性投资进行严格监管以及政府对生物燃料提出授权规定，处理食品价格过高和动荡不定的现象。在国际一级采取行动，以期提高实物商品市场的透明度，改善对粮食危机的预防和管理，并加强对冲工具来向最贫困人口提供更好的保护，这样，就能够减少他们因价格过度波动而受到的伤害。

附件

商品价格发展趋势和商品交易金融化

一. 引言

1. 价格波动和相关决策的不确定性始终是商品市场的决定性特征。其原因是：(a) 商品的中期和长期供求状况受制于若干未知的因素，如不可再生的资源未定的耗损率不定以及气候变化对农业生产的未知影响，(b) 库存数据可以为预期短期价格提供有价值的信号，但这种数据具有重大的计量误差；^a (c) 当前全球商品供求状况数据公布时间过于滞后，修订频繁。因此，即便消息灵通的交易者也只能依赖不完整和不确定的数据来制定预期价格。

2. 更糟糕的是，商品市场的不确定性可能进一步加剧。近年来，新兴经济体、尤其是亚洲工业化、城市化以及饮食习惯变化的速度加快，导致对商品需求的日益增长。另一方面，很难准确地评估这些信号对短期供需关系演变有何影响。这不仅是因为新兴经济体经济快速增长的稳定性具有不确定因素，而且尤其是往往很难获得关于这些经济体商品供需和库存情况的数据。

3. 除了需求方面的这些信号，人们还越来越怀疑是否能在近期实现技术突破，是否能象过去那样及时克服妨碍商品供给相应增加的新的技术障碍。例如，在石油领域，人们在辩论不久的将来是否会到达“石油峰值”点。在农业商品方面，人们已经对土地的使用、水资源短缺、以及更为普遍地对农业生产与气候变化之间的联系日益感到关注，有关农业生产率增长放缓的新闻更是雪上加霜。此外，利用食品作物生产的第一代生物燃料似乎大大提高了能源信息对农产品交易的重要性，反之亦然。现已确定，过去几十年来，对生产、基础设施及旨在进一步增加商品供应方法的研究投资不足，是造成这些遏制供应因素的主要原因。

4. 在这种价格愈加不确定的情况下，商品衍生工具市场在价格知晓和风险管理方面的传统作用越来越重要。^b 如果市场参与者在交易时，除了使用公开的信息，还利用直接了解有关商品市场的特定事件所得到的独立和个别的信息，并利用自己的商品供需计划，那么，商品交易所就恰当地履行了价格知晓和风险转移的作用。

^a G. Gorton, F. Hayashi and K. G. Rouwenhorst. “The fundamentals of commodity futures returns”. NBER Working Paper No. 13249, (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, July, 2007), and M. S. Khan, “The 2008 oil price ‘bubble’”, Policy Brief PB09/19, (Washington, DC, Peterson Institute for International Economics, August 2009).

^b 商品衍生工具包括在有组织的交易所交易的期货和期权合同，以及在场外市场交易的远期、期权和掉期合同。衍生工具是一种金融资产，通常是两个或两个以上当事人之间的一项合同，其价值取决于或源自一个或多个相关的资产，如商品期货合约或商品指数。期货合约是按预定价格购买或出售一定数量商品的协定。期权是授予在未来某一日期或之前按指定价格购买或出售期货合约的权力，但不强加这项义务。与期货的不同之处是，它对价格出现不利走向的情况提供保护，同时保持因价格上升而获利的可能性。此外，定制产品，如掉期合同，都在场外市场交易。掉期合同锁定中期至长期的商品价格。关于商品风险管理工具的详细评论，见贸发会议，“商品风险管理工具概述”（1998年4月6日UNCTAD/COM/15/Rev.2号文件）。

二. 商品交易的金融化

5. 金融动机、金融市场和金融行为者在商品市场的运作方面越来越大的作用——常常被称为“商品交易金融化”——日益使得商品衍生市场价格知晓和风险转让职能的适当运作面临着风险。金融投资者一直很活跃地参与商品市场的活动，但是，在 2000 年股市泡沫破灭之后，对商品的金融投资引起人们相当大的关注，2000 年上半年以来，金融商品衍生产品市场参与者的范围及其使用的工具类别范畴已经大为扩展。

6. 过去几年来，最受关注的可能是对商品指数的投资。指数投资跟踪一揽子加权商品(例如，标准普尔高盛商品指数和道琼斯-瑞士联合银行商品指数)的回报。这些指数是商品交易所交易的各种商品期货合约的复合数据。美国商品期货交易委员会指出，截至 2011 年 5 月，美国指数投资者的净投资头寸达 2 460 亿美元，低于 2011 年 4 月 2 560 亿美元的高峰。从 2009 年前后以来，使用交易所交易的基金及票据的现象扩展迅速。^c 巴克莱投资公司的数据表明，^d 2011 年 6 月，其管理的交易所交易产品资产达 1 810 亿美元，其中四分之三是贵金属。2008-2010 年期间，其管理的全球国内生产总值中商品资产价值的份额增加了四倍多。关于商品市场的金融投资数据总和表明，尽管 2008 年下半年商品市场金融化略有下滑，但是，到 2011 年 5 月前后，这种现象有增无减，不过有些市场的金融化(也许是暂时性的)有所下滑。^e

7. 除了出现范围更广的工具之外，投资者和交易策略也更加多样化。也许最为重要的是，大多数指数投资似乎已经不再仅仅选择主要指数(如标准普尔高盛商品指数和道琼斯-瑞士联合银行商品指数)所含并注重期限相对较短的期货合约(1 至 3 个月)的多头头寸，^f 而转向含有期限较长(6 至 12 个月)而且注重具体商品类别(如能源)或者甚至个别商品的合约的头寸。交易所交易的基金的购入者可能在商品期货中选择多头头寸，也选择跟踪指数的技术。最近一个重要趋势是，某些交易所交易的基金，例如铜和铝基金，由实物商品支持，而不是由期货合约支持。基金经理人——例如依据宏观经济基本面、详细的商品研究、算法交易或跟踪趋势以及出于金融投资组合多样化考虑而采取不同交易策略的冲基金和机构投资者——通常采取面向较为短期并具有积极管理性质的多头和空头头寸。最近，一些金融投资者越来越多地参与高频率算法交易。

8. 对商品的投资出于不同的理由。商品的回报和通货膨胀之间历来有正向关系，因而投资者认为贵金属等易于储存的商品可以有效地对冲通胀。持长期投资

^c 交易所交易的基金主要是股票市场上交易并跟踪指定商品指数的共同基金股份。交易所交易的票据是债务证券，发行人根据相关商品指数的价值支付款项。

^d Barclays Capital, The Commodity Investor, Commodities Research (London, Barclays Bank PLC, 19 July 2011)

^e 进一步讨论情况，见 2011 年贸易和发展报告(联合国出版物，销售品号 E.11.II.D.3)，第五章，题为“金融化商品市场：近期发展与政策问题”。

^f 多头头寸是一种市场头寸，它使得持有者有义务收货(即购买商品)，它与空头相反，空头使得持有者有义务交割(即出售商品)。

眼光的机构投资者可能受多样化有利于投资组合再平衡的特点所吸引。关于 1959 至 2004 年期间的数据，有人认为，“商品期货的风险溢价在本质上与股票相同，(而)商品期货的回报与股票回报率和债券收益率呈负向关系”，“商品期货和其他资产类之间具有负向关系，其主要原因是商业周期内的行为不同”。⁸ 此外，一些新兴经济体的可投资资产范围有限，促使一些投资者将投资商品作为与迅速增长的新兴市场经济体接触的机会。再者，对商品期货合约投资，可以对美元汇率变化提供对冲。大多数商品都按美元交易，如果美元贬值，按美元计算的商品价格往往会上涨。最后，最近的低利率环境可能致使个人和机构投资者都寻找更高的收益，选择风险较高的资产，如商品，因为政府债券等比较安全的资产回报率较低。

三. 商品市场的金融投资对价格的影响

9. 虽然人们普遍确认，投资者越来越多地参与初级商品市场，但是，近年来，对这种现象是否提高了商品价格并加剧商品价格的波动也进行了许多辩论。有些作者认为，基本供求关系的广泛变化是近期商品价格发展趋势的唯一驱动力，他们指出，金融投资者扩大对商品市场的参与实际上缓和了价格的波动。^h 另一些人则认为，商品市场的金融化往往驱使商品价格背离符合市场基本面的合理水平，给生产者和消费者都造成了负面影响。ⁱ

10. 这场持续辩论的核心是两个相关的问题。第一，金融投资主要涉及的是期货市场的活动，与现货市场交易无关，它如何影响现货市场的价格？第二，金融投资是否改变了商品期货的供需状况，从而造成价格偏离市场基本面和(或)加剧其波动幅度？

11. 关于第一个问题，在许多市场上，交割时的价格知晓常常是最后不得已的办法，而大多数交易是参照临近的期货合约价格(即接近到期的合同)，依照期货价格执行的。^j 关于原油，国际能源机构介绍了常用贸易行为如何导致期货市场确定实物交割的价格。^k 此外，金融投资者自己可能不会持有实物库存，但他们的投资哄抬期货合约，从而促使他人持有库存。

⁸ G. Gorton and K. G. Rouwenhorst, “Facts and fantasies about commodity futures”, NBER Working Paper No. 10595 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, March 2006), p. 1.

^h 例如，见 S. H. Irwin 和 D. R. Sanders, “指数基金和掉期基金对商品期货市场的影响：初步结果”。经合组织食品、农业和渔业工作文件，第 27 号(巴黎，2010 年)。

ⁱ 例如，见 C. L. Gilbert, “2006 至 2008 年对商品期货价格的投机影响”，贸发会议讨论文件，第 197 号(日内瓦，2010 年 3 月)。

^j C. L. Gilbert, “How to understand high food prices”, *Journal of Agricultural Economics*, Vol. 61, No. 2 (2010), p. 409.

^k International Energy Agency, *Medium-Term Oil Market Report*, (Paris, OECD/IEA, 2009), p. 107.

12. 关于2006-2008年商品价格上涨时期没有发生积累存货现象的说法与克鲁格曼提出的关于油价的第二个论点有关。¹他指出，驱使价格超过基本均衡水平的投机活动会导致市场失衡和供给过剩，其最终结果必然是库存积累。这种推理意味着，由于报告的原油库存没有增加，因此，2008年的投机活动就不可能起作用导致石油价格上涨。然而，另一些人则认为，众所周知，石油库存数据是十分不完备的。²非经合组织国家在世界原油需求量中几乎占半数，其中包括中国等消费大国，这些国家大多不报告石油库存数据，油轮上的储油数据也是不报告的，因而扭曲了经合组织国家报告的数据。所以，无法从这些数据得出强有力的推论。从根本上来说，克鲁格曼的说法可能需要时间来证实。对期货合约的需求上升会造成远期期货合约的价格上涨，这反过来会刺激积累库存；但鉴于商品供应的短期价格弹性极低，所以短期库存供给曲线接近垂直。因而，只有在现货价格上升的情况下，才能满足需求的增长。随着时间的推移，生产和消费将根据高位价格作出回应，库存会逐步积累，价格会下降。然而，在此期间，很可能会发生商品价格泡沫。³

13. 第三，现货和期货市场是通过套利相挂钩的，金融中介机构越来越多地参与某些有形市场，加上一些实物贸易商越来越多地参与金融交易，可能已经强化了这种关系。例如，据媒体报道，一些重要的金融机构已经对仓储设施进行投资，而大型贸易公司也在对商品价格进行投机性赌博。⁴

14. 关于第二个问题，应该指出，投机是衍生产品市场一个不可或缺的元素，因为投机者是生产者和消费者抵消自己头寸所需要的交易对手。就这个意义而言，金融投资者较多地参与商品期货市场，可以使市场进一步深化，帮助满足商业用户的对冲需求，降低他们的对冲成本，因而带来重要的经济利益。金融投资者也可以促进较长期期货合约的市场流动性，便于商品生产者和消费者开展风险管理和长期规划。

15. 另一方面，金融投资者扩大参与，实际上能在多大程度上提供这些好处，在很大程度上取决于他们的头寸是否符合商品市场的基本面的走向，也取决于他们是否有助于实现看法的多样性，从而增加市场的流动性。因此必须指出，金融投资者较多地参与商品市场，实际上可能使得商品市场遵循的是金融市场的逻辑，而不是典型的商品市场的逻辑。⁵在商品市场上，知晓价格所依据的是根据自己

¹ Paul K. Krugman (2008), "The oil nonbubble", The New York Times, 12 May 2008.

² M. S. Khan, "The 2008 Oil 'Bubble'", p. 5 (见脚注 Q).

³ C. L. Gilbert, "How to understand high food prices", p. 408.

⁴ J. Blas and J. Farchy "Glencore reveals bet on grain price rise", The Financial Times, 24 April 2011. 可查阅: <http://www.ft.com/cms/s/0/aea76c56-6ea5-11e0-a13b-00144feabdc0.html#axzz1KtsjV7En>;

⁵ 金融投资者也可能引起资金权重效应。关于进一步讨论情况，见贸发会议，2009年贸易和发展报告(联合国出版物，销售品号E.09.II.D.16)，第二章，题为“商品市场的金融化”。

的偏好而行事的独立代理人提供的信息。在典型的商品市场上，获利的机会来自市场参与者基于私下的、详尽的信息而采取的个人开创性行动。

16. 相反，在金融市场上，尤其是交易属于同一范围较广的风险类别资产(如股票、新兴市场货币以及最近包括商品)的市场上，知晓价格的依据是有关可以普遍观察到的若干事件的信息，甚至是主要利用过去——而不仅仅是当前——的信息来预测价格的数学模型。在这种市场上，获利最多的行为往往都是在一段时间内遵循某一趋势，并且恰恰在其他人之前撤出投资。与大多数人逆向行事，即便获得有关市场基本面的准确信息，也可能蒙受巨大损失。

17. 从众行为有多种形式，其根源是一种非理性趋势，产生于商品市场上决定何种头寸的所谓“伪信号”，例如与其他资产市场相关的信息，使用不灵活的交易策略，其中包括势头投资或正反馈策略。这种策略推定，过去的价格趋势含有关于未来价格走势的信息，这就导致追逐趋势等做法。这会引起在价格上涨后买入，而不顾市场基本面的任何变化。

18. 从众行为也可以是完全合理的。例如，基于信息的从众行为是指模仿他人的做法，即交易者认为可以通过观察其他代理人的行为来拾取信息。换句话说，投资者的行为趋同，是因为他们忽视了自己私人信息的信号。仅根据他人先前的行动来决定自己的头寸，会导致价格变动，但不向市场注入任何新的信息。一系列此种行动会产生滚雪球效应，最终导致自我维持的资产价格泡沫。信息从众行为最容易发生在相对不透明的市场中——例如在商品交易中。

19. 从众行为造成价格偏离市场基本价值的现象会持续多久，取决于套利的速度和效率。套利机会提供了获得收益而不冒风险的可能性。如果价格偏离基本价值，或在交易相同资产的整个市场上出现这一现象，就会出现这种可能性。然而，人们普遍认为，套利是有限度的。^q 例如，理性的套利者可能因为规避风险或资本的限制而无法纠正错误定价。^r

20. 更重要的是，理性套利者即便对销非理性投资者遵循正反馈策略所取的头寸，这也可能并非最佳做法。相反，他们在获得一些初步的好消息之后，也许就想买进并推高价格，从而刺激反馈交易者大力购买资产。反馈交易者的这种反应就可以使理性套利者抛售并获利。但这样做，获得利益的套利者也促使价格偏离市场基本面，促成了短期价格泡沫。^s

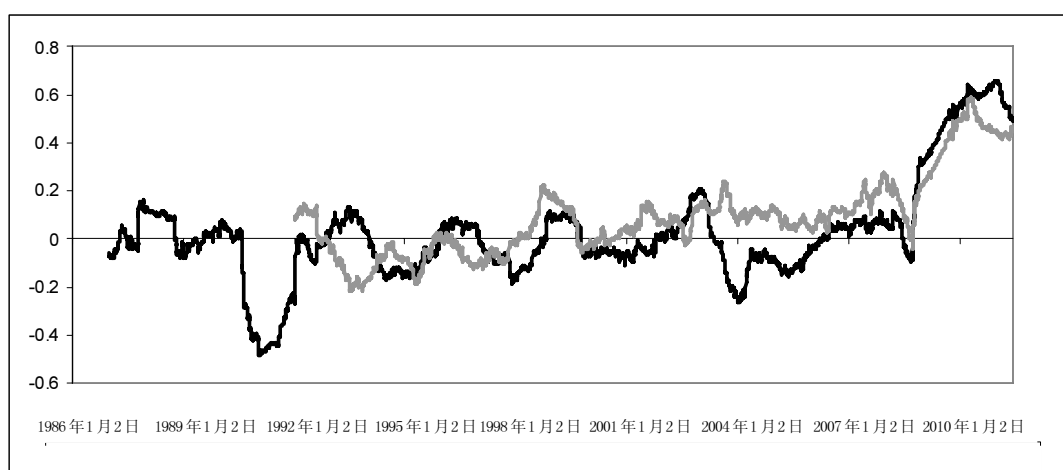
^q D. Gromb and D. Vayanos, "Limits of arbitrage", *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 2, No. 1 (2010), pp. 251–275.

^r A. Shleifer and R. W. Vishny, "The limits of arbitrage", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2 (1997), pp. 737–783.

^s J. B. De Long and others, "Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation", *Journal of Finance*, Vol. 65, No. 2 (1990), pp. 379–395.

21. 确定金融投资在多大程度上影响了商品价格的水平和波动幅度是一项艰巨的任务，因为透明度不够，而且现有数据的分类程度较低。金融投资也许没有产生持久的影响。但是，有证据支持这样一种看法，即金融投资者对短期价格动态产生了影响。有一个证据所依据的是 2011 年 2 月和 5 月期间金融头寸的急剧变化对石油市场产生的影响。[†] 同样重要的是，最近的证据表明，将商品期货加入到投资组合中不再有助于投资者对股市风险的对冲。2008 年年中，当前的危机爆发时所开始并影响到所有资产市场的去杠杆化进程，在商品期货的回报和股权投资回报两者间产生了强有力的正向关系(见图)。

1986-2011 年商品和股权指数的相互关系



——— 道琼斯-瑞士联合国银行商品指数非能源超额收益指数和标准普尔 500 指数
 - - - - - 标准普尔高盛超额收益指数和标准普尔 500 指数

资料来源：贸发会议秘书处根据彭博资讯的计算结果。

注：这些数据根据每天的数据计算得出，反映了相关指数收益为期一年的滚动关系。

22. 从图中黑色实线所示对商品的各种投资相关的证据来看，正向关系似乎只是在当前金融危机爆发前夕才出现，危机爆发之后更为突出。然而，众所周知，对商品期货投资获得最大利益的是不仅对不同的商品类别、而且对具体商品进行多样化投资。[‡] 由于标准普尔高盛商品指数中能源加权极重，2000 年代初期这种关系的演变，尤其是 2003 年极大的负数可能受到能源市场上的事件、特别是 2003 年伊拉克战争的重大影响。因此，有必要研究非能源商品期货和股权投资收益率之间的关系。如图所示，这种关系在 2000 年代初期、当前的危机远远还没有爆

[†] 详细讨论情况，见 2011 年贸易和发展报告(见脚注 e)。

[‡] P. Basu and W. T. Gavin, "What explains the growth in commodity derivatives?", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 93, No. 1(2011), pp. 37-48.

发之前就已经开始上升。^v 这一证据证实了早先的结论，即引入指数交易导致了指数中所包括具体商品之间相互关系上升，从而减少、甚至消除了个别指数基金内部多样化的收益。^w

23. 商品期货投资和股权投资之间的正向关系在 2010 年底到 2011 年初达到高峰。产生这种正向关系的主要原因是美国联邦储备银行在 2010 年第三季度开始第二轮放宽货币政策，其目的是让投资者选择商品和股票等风险较高的资产，而不是政府债券等比较安全的资产。基于这种看法，人们普遍认为，美国收紧货币政策，会大大提高金融投资的成本，而这种做法被认为导致了整个金融市场资产价格的上涨。然而，商品投资收益和股权投资收益之间的关系出现两次变动，而不是一次变动，这表明宽松的货币政策可能只是加强了整个市场中的相互关系。同样，收紧货币只会消除整个市场中相互关系第二次变动的根源，但不可能完全消除商品市场的金融化，而是将整个市场中的相互关系恢复到 1990 年代末的状况。

24. 如果将各个商业周期之间商品和股票价格的发展趋势作一比较，就可以看出，在以往几个周期价格上扬的阶段中，这些价格是以反方向移动，相比之下，在最近的周期中，股票价格和商品价格出现了显著的一致性。这种一致性令人感到惊奇，因为在 2008 年和 2009 年的“大萧条”之后，产能利用率依然很低。更重要的是，货币政策是对商品价格上涨产生的价格压力作出反应，而不是对工业生产的瓶颈作出反应，这表明了迄今被低估的金融化影响中令人担忧的一个方面，即它会对宏观经济管理发出错误的信号，因而有能力给实体经济造成破坏。

^v 统计测试表明，2000 年股市泡沫破灭后相互关系中间值的变动极大，即便将危机后时期排除在外。如果采用标准普尔高盛商品指数，而不是道琼斯-瑞士联合银行非能源指数，这一证据在质量上相似，虽然在数字上不够明显。

^w Basu and Gavin, "What explains the growth in commodity derivatives?", p. 46.