

中国商品期货及其他衍生品市场的构建

——一个文献综述

张 文

(南开大学经济学系博士研究生)

摘 要: 中国经 40 年的高速发展已跃居世界第二大经济体,但仍面临着国内大宗商品定价市场化程度不足,国际市场定价权利缺失的窘境。市场化的定价机制与定价权优势需要发达的衍生品市场,既包括以期货与场内期权为代表的场内市场,也包括以场外期权和互换为代表的场外市场。本文从传统商品期货定价、大宗商品金融化、大宗商品定价权、场外市场与场内市场关系几个视角,对现有经典文献进行梳理与分析,从中可以了解大宗商品衍生品市场的发展过程和最新现状。

关键词: 商品期货定价金融化定价权场外市场

基金项目: 国家自然科学基金项目“资金关联、资金供求与资金配置:宏观资金流视角的应用一般均衡模型构建及政策分析”(71874090),项目负责人:胡秋阳。

一、引言

大宗商品市场,是一个结构复杂、历史悠久、又极具国际战略意义的市场。一方面,它涉及国计民生,居民的消费、企业的经营,离不开棉花、大豆、钢筋、汽油;另一方面,它又蕴含着国际关系间的明争暗斗与风云诡谲:远有上世纪 70 年代的石油供给冲击,80 年代的两次石油战争;近有 2019 年中美贸易战下,大豆产业链的博弈以及稀土进出口较量。从全球看,无论是发达国家,还是新兴市场国家,都普遍重视本国的能源、矿产、粮食等大宗商品产业问题。

就中国而言,其经 40 年的高速发展后已跃居世界第二大经济体,但仍面临着国内大宗商品定价机制市场化程度不足,国际市场定价权利缺失的窘境。随着中美“中心——外围”产业互补关系的分离,中国在新的发展阶段面临“双重任务”:实体产业上以技术创新为依托,实施符合国内人民新需求的“产业升级”,金融市场上逐渐开放资本市场、完成人民币“国际化”。这其中,大宗商

品市场,作为横跨期货市场与现货市场的市场组织形式,无疑需要研究和重视。中国需要完善自身的大宗商品市场体系,以稳定、高效的定价模式形成合理的资源配置,帮助实体经济发展;同时,又需要在国内金融市场上完善交易品种,引入境外投资者,争取与自身产需匹配的世界大宗商品定价权,助推人民币“国际化”。

但大宗商品市场的特殊性在于,目前世界市场主要的交易模式,是以期货市场定价,现货市场交割,混合了金融衍生品市场与实体经济市场两类市场。其市场定价模式既包含实体经济内容,又带有虚拟经济成分。在衍生品市场,除了通过价格发现功能和风险规避功能辅助经营的实体企业,更有怀揣投机、构建资产组合、乃至操纵国际市场以达到政治目的的交易者参与。这就对中国大宗商品市场的构建带来了问题:首先,如何建设功能完善的国内大宗商品期货市场,充分发挥价格发现与套期保值功能?其次,国内大宗商品衍生品市场又应以何种形式,来提升市场深度,承接国际资本套期保值

或投资,提升中国的定价权与人民币国际地位?最后,期货市场与现货市场又该以何种形态,来彼此兼容,避免金融资本泛滥,带来的“金融化”与“脱实向虚”问题,避免危害实体经济?

从现有研究成果实际情况可以了解,国际上完善的大宗商品市场包括现货市场、场内期货期权市场、以及以互换和场外期权为代表的场外衍生品市场。目前我国商品衍生品市场发展仍处于初始阶段,场内市场尚未健全,场外市场更是从2017年才开始大规模发展。为了对未来中国大宗商品期货与衍生品市场的研究提供指引,本文从传统商品期货定价、大宗商品金融化、大宗商品定价权、场外市场与场内市场关系几个视角,对现有经典文献进行梳理与分析,从中可以了解大宗商品衍生品市场的发展过程和最新现状。

二、期货市场功能的研究

期货市场的功能主要是价格发现和风险规避。价格发现指:实体企业可以直接观察期货市场价格,得到所有市场参与者对未来特定时点的基本面预期,进而进行生产或消费决策。风险规避指:实体经济企业通过在期货市场建立与自己现货市场相反方向的头寸来锁定价格,避免未来的价格风险。一旦大宗商品价格波动,期货头寸的收益就能锁定实体经营中的价格风险。

期货市场功能的核心在于其定价模式。大宗商品期货定价不同于其他金融衍生品定价,它的标的物是商品,不同于其他资产定价模型,价格主要由商品供需决定。

主流的大宗商品期货定价理论有:

1. 持有成本理论。由Working(1949)最早提出,Telser(1958)、Williams(1986)、Brennan(1958,1991)完善了这个理论。Working(1949)发现:农产品市场上,不同到期日的期货和现货有不同的价格差。比如,每年一月时,五月到期的小麦期货价格与一月现货价格差会高于九月到期的小麦期货价格与一月现货价格差。并且当期货价格与现货价格差为正时,存货水平通常较高;当价差为负时,存货水平下降,但不为零。他对这种跨期价格关系(inter-temporal price relation)展开分析,认为这种价差反映了农民持有小麦直到期货交割日的仓储成本,以及对未来小麦供求状况的预期。Brenner(1995)对这种理论进行了总结。他提出,生产商、贸易商会由于各种目的而持有存货,比如维持产量、预防极端天气或者是供需的突然冲击导致生产计划被动调整等等。如果持有部分库存,就可以避免这种状况,得到一些经营中的好处,这就是便利收益

(convenience yield)概念,体现在期现价差之中。便利收益因为商品库存的上升而下降,库存的下降而上升,以此调节期货与现货市场价格的关系。Marco(2011)总结了前人文献,提出便利收益具体包括:宏观经济基本面,市场供需,厂商风险偏好,市场风险溢价等。此外,他从实证角度验证了金融噪音会对原油期货期现价差的便利收益产生影响。

2. 风险溢价理论。期货市场的风险规避功能使那些不能够承担风险的人将风险转移给那些能够并且愿意承担的人。为此,转移风险的一方(通常是对冲者)需要向承担风险的一方(投机者)支付风险补偿,这即是风险溢价。计算方法是期货某一到期日价格与该期货对应商品(标的物)在期货到期日现货价格之差。

期货风险溢价之所以重要是因为它不仅会影响到期期货投资组合分散化投资绩效,还会影响对冲(套期保值)的成本和收益。并且,实体经济在产出、存储、消费决策时常以期货价格作为未来现货价格的参考(价格发现功能),因此,理解风险溢价有助于对期货市场功能进行研究。汪昌云(2003)在对冲者和投机者的交易行为研究中,发现对冲压力会影响期货价格发现功能。

理论界认为,风险溢价的决定因素有两种:一种是对冲压力,一种是系统性风险。对商品期货风险溢价第一个提出讨论的是Keynes(1930),他认为套期保值者应该为承担风险的投机者提供补偿。如果套期保值者倾向于持有空头头寸,投机者倾向于持有多头头寸,那么期货价格就会低于未来期望的现货价格,这是投机者对风险承担的补偿。Keynes将这种风险报酬称为交割延期费。Hicks(1939)提出资金流动性偏好理论。他认为,为稳定未来的资本金供给,资金的借方总是希望借贷期越长越好;资金的贷方为了避免未来收益的不确定性则希望借贷期越短越好,期限越长,资金流动性越差。投机者弥补了资金借贷在资金供求期限长短的错位,他们借短而贷长,同时索求相应的期限溢价以补偿损失的资金流动性与风险。因此,期货商品的收益水平隐含的远期利率高于未来短期债券的预期即期利率,二者差额即期限风险溢价。

3. 对冲压力理论。风险溢价理论最终由几位学者扩展为广义的对冲压力理论。Hirshleifer(1989,1990)认为非参与效应(即期货市场主要以空头套期保值为主,缺少多头),导致对冲压力影响商品期货的风险溢价。他的主要贡献是,将Keynes(1939)的延期交割费用理论与Working(1949)的持有成本理论结合,

形成了较为完备的期货市场定价理论。Robert & Nir (1995) 验证了 1984 年 2 月到 1992 年 4 月的原油期货价格, 发现期货价格低于现货价格, 支持风险溢价假说。Bessembinder (1992), Roon (2000), Wang (2003) 验证了 Hirshleifer (1990) 的观点, 并提出, 投机者事实上起到了稳定市场的作用。Acharya et al. (2010) 指出, 系统性对冲压力效应能够提升投机者的风险承担能力。Hamilton & Wu (2014) 认为, 商业生产者与金融投资者运用期货对冲大宗商品价格风险, 套利者将获得非分散风险正收益的补偿, 这种相互作用可以产生仿射因素结构。

综上所述, 目前大宗商品市场的主要定价原理比较陈旧, 对于金融化背景下的新型定价理论比较缺失。目前, 金融化背景下的大宗商品定价原理尚未出现, 只有 Marco & Ine (2011) 和 Xiong (2015) 对金融化下传统定价模式失灵有所论述。其他文献则主要论述了期货价格在金融投机下会产生巨幅震荡, 与其他金融资产价格相关, 或是收益率群集波动现象。

三、大宗商品金融化的研究：

大宗商品金融化 (Financialization of Commodities Market) 发展背景是 2001 年至 2008 年上半年, 以原油为首的大宗商品价格经历从未有的巨幅上涨, 但又在 2008 年下半年几个月内, 出现毫无征兆的断崖式下跌。有学者将其归结为金融机构在商品衍生品市场的过度参与。当机构和个人投资者将大宗商品视作资产类别进行配置时, 大宗商品就同时产生了商品与金融属性, 由此产生了大宗商品“金融化”问题。主要表现为: (1) 商品价格收益率分布出现类似金融资产的“尖峰厚尾”现象, 表现为价格短期内大起大落; (2) 原本与资产价格 (股票、债券等) 无关或负相关的商品期货价格发生变化, 出现与其他资产价格联动现象 (田利辉, 谭凯德, 2015)。关于大宗商品市场“金融化”的研究主要有:

1. 期货价格与现货价格是否会受到金融投机因素的影响。

争论点主要在 2008 年, 原油价格的涨跌究竟是因为实体经济供需的变化, 还是金融投机的原因。Michael Masters (2008)、Soros (2008)、Henderson et al. (2012) 认为, 2008 年大宗商品价格的剧烈波动是因为金融投机行为导致; Paul R. Krugman (2008), Stoll (2010), Kilian (2013, 2014) 则认为, 没有系统的证据支持大宗商品泡沫观点, 实体产业不必担心金融投机者扭曲商品价格。反对的理由主要是: 由持有成

本理论可知, 如果投机者扭曲了大宗商品价格, 消费者将发现商品价格过高, 从而减少消费, 这将导致商品库存激增。而持有成本理论与无套利空间定理最终会使期货价格下降, 库存下降, 令价格回归基本面。

支持“金融化”会对商品价格产生影响的经济理论主要有三种。一种由 Singleton (2013) 提出, 基于不完全信息理论, 认为大宗商品指数基金等投机行为使期货市场产生信息摩擦现象, 市场参与者无法区分价格是来自于基本面信息还是市场投机, 因此产生错误判断。第二种是 Gilbert (2010) 的“资金权重”理论, 当大宗商品价格需求弹性较低时, 如果金融机构头寸超过市场容纳体量, 会对期货价格产生一个短暂或长久的冲击, 进而导致期货市场价格以更高的价格出清。Cheng et al. (2013) 则从另一个视角分析, 认为金融投资会影响商品价格。他指出, 由于财务风险约束, 金融投机者的风险偏好也有时变性。如果投机者资产组合中其他金融市场的头寸价格下跌, 会导致他们资产组合的整体投资风险上升。此时投资者为了获得流动性, 可能会降低他们大宗商品的头寸以弥补其他投资的损失。结果是, 投资者将其他金融市场的风险传导至大宗商品市场, 使大宗商品市场受到了其他市场的外部冲击, 商品价格产生波动。因此, 金融化会影响大宗商品市场的价格发现和风险对冲能力。

2. 大宗商品金融化是否会对实体经济产生影响。

金融市场主要关注市场的价格行为。但价格作为反映产品供需状况的信号, 应该也会影响实体经济的供给与需求, 这是价格发现功能的体现。国外很早就开始关注金融噪音影响实体经济的影响。Bray (1981)、Subrahmanyam & Titman (2001) 提出, 金融市场交易可以聚合信息, 由此产生的价格会反馈到实际经营活动中。Morris & Shin (2002) 提出了信息摩擦的概念, 指市场中存在信息不对称性, 人们无法区分价格中的信息哪些是有效的, 哪些是噪音。他们发现, 信息摩擦下, 信息噪音的价格反馈效应可能还会有放大效应, 进一步影响均衡结果。Ozdenoren & Yuan (2008), Goldstein et al. (2011), Angeletos et al. (2013) 分别从股票市场和汇率市场验证了信息摩擦与金融噪音会影响企业的固定资产投资决策和央行的策略选择。

Wei and Xiong (2015) 则在 Singleton (2013) 模型的基础上, 用数理推导的方法, 建立了原油供需的对数-线性一般均衡模型, 论证了 2008 年原油期货暴涨源于金融投机, 同时由于信息摩擦, 炼油厂商错误估计了现货

市场需求,使库存并未上涨。王永进(2017)则以企业柔性为视角,验证了信息化程度提高,能够提升产能利用率。刘璐等(2018)则从实证角度,运用信息摩擦模型,验证了国际市场铜、原油、大豆价格会受到金融噪音影响。田利辉、谭凯德(2015)则运用ARDL等计量方法,从实证角度验证2008年的原油涨跌是由于金融投机导致,而非中国等新兴经济体的实际需要,同时,引出了大宗商品期货市场的“羊群效应”分析。以上文献论说明了“金融化”对期货市场“价格发现”功能确实存在负面影响。但目前国内外仍缺乏对中国期货市场的“信息摩擦”实证检验,以及期货市场功能失灵对实体经济的影响分析。同时,现有文献大多用行政命令或加强监管的政策建议尝试解决“金融化”的负面影响,并未从市场结构与市场功能发展的角度对“金融化”导致期货市场“价格发现”功能失灵提出建议与解决办法。

四、市场集中度与大宗商品定价权的研究

1. 关于市场集中度研究的文献

市场集中度的概念源自古典经济学派的竞争理论,之后逐渐发展为竞争理论研究的核心问题之一。亚当·斯密在《国富论》指出:自由竞争状态下,垄断不是必然产生的现象。这是市场集中最早的论述。在新古典经济学派形成以价格理论模型为核心的静态分析框架后,许多学者开始提炼市场集中的理论核心和特征。从目前现有的文献来看,关于市场集中度的理论普遍强调集中度是指行业内企业将价格维持在边际成本之上的能力,即不完全竞争的市场结构所导致的价格与边际成本的偏离。

Lerner(1934)将市场集中定义为一种企业将价格维持在边际成本之上的能力,并将其命名为著名的“勒纳指数”(Lerner Index), $L = (P - MC) / P$;哈佛学派代表人物Bain(1941)则提出了“贝恩指数”(Bain Index)。他用个体企业利润率与市场企业的平均利润率之比来衡量企业的垄断能力,进而得到市场集中的程度。在此基础上,哈佛学派形成了著名的SCP(Structure-Conduct-Performance)理论范式,它成为产业组织理论中主流的分析范式之一它将个别企业的市场份额(Market Share)作为市场集中度的主要衡量指标。而关于市场集中度的实证研究主要以经验性研究为主。根据产业组织理论的现有成果,市场集中度的量化指标可分为传统衡量指标和新兴指标两类。传统的衡量指标主要有市场集中率(Concentration Rate, CR)、赫芬达尔指数(Herfindahl-Hirschman Index, HHI)、洛伦兹曲线与

基尼系数、熵指数;新兴的衡量指标主要有勒纳指数、价格-边际成本指数、利润率、贝恩指数、托宾Q等。20世纪70年代后期,博弈论和信息经济学的广泛应用催生了新经验产业组织(New Empirical Industrial Organization, NEIO)理论的迅猛发展,而传统的结构主义方法由于缺乏理论基础而广受批评。许多学者认为(William & Rosen, 1999; Sheffrin, 2001; 赵建群, 2011):这些指标不能衡量市场集中程度,因此越来越多的学者从不同角度进行市场集中度的研究。比较经典的模型有:Appelbaum(1982)的新经验产业组织(NEIO)模型、Hall(1988)的价格——边际成本模型(Price Marginal Cost Model, PCM)及Goldberg & Knetter(1999)的剩余需求弹性模型(Residual Dem & Elasticity, RDE)模型等。20世纪80年代以来,许多学者开始使用时间序列模型对市场势力进行研究,80年代中期布雷顿森林体系解体与美元的大幅贬值引发了学界对汇率与价格调整之间关系的关注。

2. 关于定价权问题的研究

基于市场集中度的研究,国内学者提出了“定价权”的概念,现实背景来自于2004年-2007年,中国钢铁行业代表在于国际三大矿商(淡水河谷、力拓、必和必拓)的价格谈判中失败,导致三年中中国进口铁矿石的价格几乎翻倍。这是发展经济学框架内的观点。定价权指的是由谁来确定商品贸易的交易价格,它是伴随全球化进程产生的。定价权的内容包括:国际贸易定价规则,基准价格和国际贸易的市场格局。李艺(2007)认为:定价权就是本国在国际市场价格形成过程中发挥的积极影响力,免受重大经济利益的损失。定价权的内涵在于:(1)定价权的基础在于价格决定,而深入了解价格波动背后的影响因素才能正确认识定价权;(2)影响定价权的因素众多,一国的定价权策略需要企业、选定管理部门和政府部门共同努力和配合才能行之有效。梅新育(2013)提出,伴随市场集中,定价权不可能存在于完全竞争的市场上,只能存在于完全垄断或垄断竞争的市场上,区别在于垄断者是谁。

关于大宗商品定价权的研究主要分为以下几方面:(1)国际定价权的测定。白明(2006)通过设计中国国际定价权权商来研究中国对国际市场定价权的影响力。他认为,一国实际定价全的大小,不仅要看一国进口或出口能源类产品在国际市场上的占有率,而且也要考虑国际市场上买卖集中程度的对比,即买卖双方赫芬达尔-赫希曼指数的对比。(2)国际定价权的影响因素。Jim

(2005)从供给者的角度总结了影响定价权的因素:供给者所在的市场结构;供给者在规定的期限内想要达到的经营目的;需求者的价格弹性及交叉价格弹性;政府的管制;经济周期的影响。此外,人们还从定价权函数和SDI模型、五力竞争模型等角度对国家定价权的影响因素进行了分析。(3)国际定价权的争夺策略研究。张明(2005)认为,要建立初级产品的战略储备和商业储备等缓冲机制。王晓慧和孙才仁(2006)认为,应该靠发展和完善期货市场来获取定价权,定价权不是争来的,是客观形成的。丁泉(2007)和徐斌(2007)也从战略储备机制、健全期货市场、国际采购协调机制等角度对争取国际定价权进行了研究。

从以上研究可以看出:首先,定价权问题的产生前提就是行业集中度上升,垄断形成,完全竞争市场谈不上定价权问题;其次,争取大宗商品定价权,需要政府、企业、期货市场共同起作用。

五、场外衍生品市场的研究:

1. 场外衍生品的产生和定位

场外衍生品产生于上世纪70年代至80年代中期,在后布雷顿森林体系时期得到了发展。祝敏毅和白钦先(2009)回顾了场外衍生品产生与的历史:布雷顿森林体系的崩溃使国际贸易与国际投资活动风险加剧,汇率风险使利率、股票、商品价格市场价格波动的速度和幅度大大增加。这使得市场参与者需要更多的风险对冲方法,这为场外衍生品市场发展提供了内在动力。Saulle(2009)指出:在场外衍生品创新方面,银行与金融机构充当重要角色:他们为客户提供多元化金融产品和服务,创造了许多新型场外交易方式和品种。

2. 场外市场与场内市场关系

场内与场外衍生品市场如何协同发展的文献,目前较少。主要原因是即使在国外市场,场外衍生品市场也仍处于探索阶段,尚未形成一个稳定而清晰的功能定位与理论体系,因此因场外衍生品市场导致的金融危机频发。现有文献只是讨论场内与场外市场交易的关系。

Nystedt(2004)提出,场外衍生品与场内衍生品既具有替代关系,又具有互补关系,场外市场可以复制或弥补场内市场具备或者缺乏的功能。张玉红等(2006)梳理了20世纪90年代,场内和场外市场分化的过程:场外市场与场内市场相比,合约交易量更大,但流动性不高。产品相比场内市场更具个性化和灵活性。在风险管理方面需求巨大,市场日渐独立。麦秋红(2008)对场内与场外衍生品市场进行了比较:场外衍生品市场为

客户量体裁衣,提供多样化产品,合约条款灵活,但透明度低。此外,场外衍生品个性化特征是其定价模式不同于期货市场,一般通过双方协议定价。最后,场外衍生品缺乏专门立法监管,多为自律性监管为主。巴曙松等(2011)梳理了2008年次贷危机后,西方国家对场外衍生品市场发展的反思,总结了新增的管理措施:专门立法,建立中央对手方结算制度等。强调了政府监管的重要作用。

在场外衍生品市场的作用方面,刘岩和于左(2008)对美国利用期货市场进行农产品风险管理的经验进行了总结,发现各品种最多只有19%的农民直接进入场内期货市场进行风险对冲,大多数农场主,尤其是大农场主,都通过场外市场,即与各类中介机构签订场外期权或远期合约的形式进行风险对冲,这有利于信息聚集与农民的收入保障。刘轶和董捷(2017)对国际上农产品保险模式的具有代表性的三个国家:美国、日本、印度的农产品保险制度进行了对比分析,提出农产品面对的风险常属于单一风险,仅凭市场难以进行对冲;同时,如果农户分散,会带来期货公司搜集信息的额外成本。因此,农产品保险或者参与期货市场,常需要中介机构参与,以场外市场的产品形式参与农产品的风险,同时需要政府协助或者补贴。

3. 场外衍生品市场的监管

目前场外衍生品市场仍处于发展阶段,缺乏对市场整体功能与定位的界定和总结。大多数文献依然是2008年,信用违约互换(CDS)导致次贷危机后,如何通过合理的监管制度与政策使场外衍生品市场健康创新和发展。

关于场外衍生品市场的监管,国内外学者着眼点和方向各有侧重。国外学者关注监管制度的规范性和有效性。Andrew Scheerer(2000)着重分析英法德等国家的衍生品市场交易制度,认为法律文本本身是固化的,无法覆盖衍生品品种的多变性。Alastair Hudson(2002)研究了场外衍生品市场的相关法律,对实体法和案例法进行了总结,并预测了立法的未来走向。Alfred Steinhell(2003)认为,场外衍生品交易之所以未受监管,是因为监管制度基于机构监管,而非功能监管,因此应对提供相同功能的不同产品进行统一监管,以此防范监管歧视。Lily Tijoe(2007)指出,美国市场信用衍生品监管缺失,与美国证券交易委员会(SEC)和美国期货委员会(CFTC)关于衍生品监管的定义不明确有关,应忽略监管产品的界限,以交易参与者为依据确

立相应的监管对象。John T. Lynch(2008) 关注了行业自律管理问题, 认为市场可以通过行业自律实现自我修正, 是衍生品交易监管的发展方向, 但次贷危机的发生证明了行业自律的天然缺陷。

国内的场外衍生品市场处于初级阶段, 具有基本功能的场外市场都尚未构建完全。所以研究上多为从整体上监管, 缺乏微观治理。成向阳(2004) 阐述了场内和场外衍生品不同监管模式, 提出了应结合场外市场的新特点, 将其纳入立法监管。谭燕芝(2008) 从不完全契约视角分析了英美不同的衍生品监管模式: 美国注重立法, 行业自律性不足, 监管成本高; 英国单一监管效率高, 但不利于全球金融化。熊玉莲(2011) 则以及金融市场运行的视角, 研究了场内和场外市场从市场准入、风险控制、信息披露等具体制度的区别。但是, 其中关于场外市场的内容, 研究较少。最后, 陈瑞华(2018) 对场外衍生品市场的创新与自律管理研究做了整体梳理, 发现现有文献多集中在法律制定, 缺少自律管理研究, 且关于大宗商品市场的场外市场研究几乎空白。薛智胜(2019) 对我国现有的商品场外衍生品期权发展状况进行了描述: 我国商品场外市场 2014 年才开始尝试发展, 主要以农产品、金属和能源产品为主。2016 年-2019 年中央一号文件连续四年提出“订单农业+保险+期货(权)”试点, 推动场外商品期权市场的发展。

综上所述可以看出, 目前文献缺少对场外市场功能与适用范围从经济学角度的分析, 以及如何与场内衍生品市场协调发展。但通过现有文献可以得到场外市场的基本特征: (1) 场外市场的定价不同于场内定价, 以双方协商为主, 类似于保险; (2) 需要政府监管; (3) 以金融机构为媒介, 是辅助实体经济参与衍生品市场的有益桥梁。

参考文献:

- [1] 巴曙松, 朱元倩. 巴塞尔资本协议 III 研究 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2011.
- [2] 白明. 中国对国际市场大宗能源类商品定价的影响 [J]. 中国对外贸易, 2006(06): 82-85.
- [3] 白明. 从进口原油、铁矿石和铜的贸易看中国如何取得国际定价权 [J]. 中国物价, 2006(03): 23-26+45.
- [4] 鲍晓晔. 场外衍生品市场法律监管制度研究 [M]. 北京: 法律出版社, 2016(06).
- [5] 曹婷婷, 葛永波. 中国金融扶贫的创新举措——

以苹果“保险+期货+银行”为例 [J]. 金融理论与实践, 2018(12): 90-96.

[6] 蔡胜勋. 新形势下我国农产品期货市场发展路径研究 [J]. 金融理论与实践, 2016(05): 87-90.

[7] 陈瑞华. 场外衍生品市场监管创新与自律管理: 理论、特征和模式 [J]. 中国证券期货, 2018(06): 80-89.

[8] 陈雨露, 汪昌云. 金融学文献通论—微观金融卷 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2006: 763-916.

[9] 成向阳. 论金融衍生工具的国际监管 [D]. 中国政法大学, 2004.

[10] 戴险峰. 金融化 [M]. 北京: 经济管理出版社, 2017(08): 107-124.

[11] 高欣宇, 余国新. 农民期货合作社经营模式创新研究——基于“期货点价+基差”视角 [J]. 金融理论与实践, 2015(06): 59-63.

[12] 黄海燕. 从苹果期货谈逼仓问题 [J]. 金融理论与实践, 2018(10): 80-86.

[13] 黄建新, 周启清. 中美玉米期货市场对现货市场价格影响的实证分析 [J]. 宏观经济研究, 2014(07): 136-143.

[14] 李亚茹, 孙蓉, 刘震. 农产品期货价格险种设计与定价——基于随机波动率模型的欧亚期权 [J]. 财经科学, 2018(03): 14-28.

[15] 李正强. 期货市场服务供给侧改革 [J]. 中国金融, 2017(04): 55-57.

[16] 李正强. 期货市场服务实体经济的创新与探索 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2019(01).

[17] 李智军, 郭磊, 王晗. 场外债券市场中央对手方清算业务拓展研究 [J]. 金融理论与实践, 2015(04): 60-63.

[18] 李自学, 常清. 我国商品期货国际定价影响力分类比较研究 [J]. 金融理论与实践, 2014(02): 1-6.

[19] 李振宇. 基于 VAR 模型的自然橡胶期货与国际定价权研究 [J]. 金融理论与实践, 2014(02): 71-77.

[20] 李志斌. 中国农产品期货市场国际影响力的实证分析 [J]. 金融理论与实践, 2014(10): 78-84.

[21] 李艺, 汪寿阳. 大宗商品定价权研究 [M]. 北京: 科学出版社, 2007: 3-11

[22] 刘璐, 张翔, 王海全. 金融投机、实需与国际大宗商品价格——信息摩擦视角下的大宗商品价格影响机制研究 [J]. 金融研究, 2018(04): 35-52.

- [23] 刘轶,董捷.国外农业保险组织运行体系的经验与启示[J].世界农业,2017(01):32-38.
- [24] 刘岩,于左.美国利用期货市场进行农产品价格风险管理的经验及借鉴[J].中国农村经济,2008(05):65-72.
- [25] 马其家.我国场外金融衍生品交易风险监管制度的构建[M].北京:知识产权出版社,2016(08).
- [26] 麦秋虹.场内与场外衍生品市场比较[J].证券时报,2008(3):B05.
- [27] 马春阳.大宗商品金融化的影响研究[M].南京:南京大学出版社,2016:57-65.
- [28] 马龙龙.中国农民利用期货市场影响因素研究:理论、实证与政策[J].管理世界,2010(05):1-16.
- [29] 马述忠,屈艺.中国粮食安全与全球粮食定价权[M].杭州:浙江大学出版社,2015(09):291-314.
- [30] 梅新育.也说国际定价权之争的准确定位[N].中国石油报,2013-03-12(002).
- [31] 潘克西,濮津,向涛.中国煤炭市场集中度研究——中美煤炭市场集中度比较分析[J].管理世界,2002(12):77-88.
- [32] 祁东.完善我国场外金融衍生品市场监管的对策研究[J].金融发展研究,2009(11):53-55.
- [33] 祁华清,李霜,樊琦.中国粮食金融化的测度、检验及政策启示[J].管理世界,2015(02):172-173.
- [34] 沈炳熙.场外金融衍生产品市场监管国际经验与中国实践[M].北京:中国金融出版社,2009(10).
- [35] 斯文.关于场外衍生品市场监管的博弈论分析[J].经济与管理评论,2013,29(04):88-96.
- [36] 斯文.金融危机后全球场外衍生品市场监管改革及借鉴[J].南方金融,2013(03):38-42.
- [37] 斯文.关于场外衍生品的企业价值效应研究——基于我国上市银行的面板数据模型分析[J].会计与经济研究,2013,27(02):66-77.
- [38] 孙国茂,陈国文.商品价格特点变化及原因研究[J].宏观经济研究,2015(04):60-70.
- [39] 唐波.金融衍生品市场监管的法律规制[M].北京大学出版社,2013.
- [40] 谭燕芝.国际金融衍生品交易的多边治理机制研究[M].经济管理出版社,2011.
- [41] 田利辉,谭德凯.原油价格的影响因素分析:金融投机还是中国需求?[J].经济学(季刊),2015,14(03):961-982.
- [42] 田利辉,谭德凯,王冠英.我国大宗商品期货市场存在羊群行为吗?[J].金融研究,2015(06):144-158.
- [43] 王吉恒,吴冬宇.家庭农场金融支持的美国经验及借鉴[J].世界农业.2019(01):55-61.
- [44] 王娟.金融安全视角下的金融衍生品市场分析[M].北京:经济科学出版社,2013(06).
- [45] 王永进,匡霞,邵文波.信息化、企业柔性产能利用率[J].世界经济,2017,40(01):67-90.
- [46] 谢灵斌.“保险+期货”:农产品价格风险管理路径选择[J].价格理论与实践,2018(10):109-112.
- [47] 熊玉莲.美国场外金融衍生品规则演变及监管改革[J].华东政法大学学报,2011(02):144-150.
- [48] 熊玉莲.场内金融衍生产品的法律监管——来自发达国家的经验与启示[J].江西社会科学,2010(01):148-152.
- [49] 叶明华,度国柱.农业保险与农产品期货[J].中国金融,2016(08):64-66.
- [50] 尹力博,柳依依.中国商品期货金融化了吗?——来自国际股票市场的证据[J].金融研究,2016(03):189-206.
- [51] 尹力博,韩立岩.大宗商品战略配置——基于国民效用与风险对冲的视角[J].管理世界,2014(07):39-51.
- [52] 于凤芹.场外金融衍生品的风险及其管控研究[M].北京:中国财政经济出版社,2016(10).
- [53] 张学文,孙文松.风险溢价与商品期货定价研究——基于标的稀缺性的视角[J].经济学(季刊),2015,14(03):983-1004.
- [54] 张玉红,霍天翔,冯宗宪.场外金融衍生品交易市场的发展探析[J].上海金融,2006(08):44-46.
- [55] 张茂军,王文华.库存对商品期货基差的影响:理论与中国的实证检验[J].金融理论与实践,2014(11):81-85.
- [56] 赵建群.论赫芬达尔指数对市场集中状况的计量偏误[J].数量经济技术经济研究,2011,28(12):132-145.
- [57] 朱小川.境外金融清算业的起源、演变与趋势[J].金融理论与实践,2015(07):94-98.
- [58] 朱晋.市场因素影响商品期货价格的多元模型分析[J].数量经济技术经济研究,2004(01):75-79.
- [59] 祝敏毅,白钦先.论金融衍生工具的国际监管

[D]. 中国金融出版社, 2009.

[60] Andre Scheerer. Credit Derivatives: An Overview of Regulatory Initiatives in the United States and Europe[J]. Fordham J. Corp. & Fin, 2000.

[61] Alastair Hudson, The law on Financial Derivatives[J]. Sweet & Maxwell, 2002.

[62] Andrea Roncoroni et al. Handbook of Multi-Commodity Markets and Products[M]. Wiley, 2015.

[63] Angeletos, Marios and Jennifer La'O. Sentiment[J]. Econometrica, 2013: 81, 739-780.

[64] Bessembinder, H. Forward Contracts and Firm Value: Investment Incentive and Contracting Effects[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1991: 26, 519-532.

[65] Brennan, M.J. The Supply of Storage[J]. American Economic Review, 1958(3), 50-72.

[66] Brenner, R.J., and Kroner, F.K. Arbitrage, Cointegration, and Testing the Unbiasedness Hypothesis in Financial Markets[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1955: 30, 23-42.

[67] Bray, Margaret. Futures trading, rational expectations, and the efficient market hypothesis[J]. Econometrica, 1981: 49, 575-596.

[68] Cheng, Ing-haw, Andrei Kirilenko, and Wei Xiong[J]. Convective risk flows in commodity futures markets, Working paper, Princeton University, 2012.

[69] David Murphy. Derivatives: Bilateral Trading and Central Clearing—An introduction to Regulatory Policy, Market Impact and Systemic Risk[M]. Palgrave Macmillan, 2013.

[70] European Central Bank. OTC Derivatives and Post-Trading Infrastructures [J]. European Central Bank, 2009.

[71] Goldstein, Itay, Emre Ozdenoren, and Kathy Yuan. Learning and complementarities in speculative attacks[J]. Review of Economic Studies, 2011: 78, 263-292.

[72] Henderson, Brian, Pearson, Neil, Wang, Li. New Evidence on the Financialization of Commodity Markets[J]. Working Paper, 2012.

[73] Hirshleifer, D. Risk, Futures Pricing, and the Organization of Production in Commodity Markets[J]. Journal of Political Economy, 1988: 96, 1206-1220.

[74] Hirshleifer, D. Futures Trading, Storage, and the Division of Risk: A Multiperiod Analysis[J]. The Economic Journal, 1989: 99, 700-719.

[75] James D. Hamilton, Jing Cynthia Wu. Risk premia in crude oil futures prices[J]. Journal of International Money and Finance, 2014.

[76] Jerry W. Markham. Super Regulator: A Comparative Analysis of Securities and Derivatives Regulation in the United States, the United Kingdom and Japan[J]. Brooklyn Journal of International Law. 2003.

[77] Lutz Kilian and Lavan Mahadeva, . The Role of Speculation in Oil Markets: What Have We Learned So Far?[J]. The Energy Journal, 2013.

[78] Lutz Kilian and D. P. The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil[J]. Journal of Applied Econometrics, 2014: 29, 454-478.

[79] Marco J. Lombardi, Ine Van Robays. Do Financial Investors Destabilize the Oil Price[J]. European Central Bank, 2011: No 1346.

[80] Morris, Stephen and Hyun Song Shin. The social value of public information[J]. American Economic Review, 2002: 92, 1521-1534.

[81] NYSTEDT J. Derivative Market Competition: OTC Markets Versus Organized Derivative Exchanges [J]. IMF Working Paper 2004: WP/04 /61: 1-47.

[82] Ozdenoren, Emre and Kathy Yuan. Feedback effects and asset prices[J]. Journal of Finance, 2008: 63, 1939-1975.

[83] Peter Gibbon. Commodity Derivatives: Financialization and Regulatory Reform [J]. DIIS Working Paper, 2013.

[84] Sockin, M. and W. Xiong. Informational Frictions and Commodity Markets[J]. The Journal of Finance, 2015: 70(5):2063–2098.

[85] Stoll, Han, Whaley, Robert. Commodity Index Investing and Commodity Futures Prices[J]. Journal of Applied Finance, 2010.

[86] Roll, R. On Computing Mean Returns and the Small Firm Premium[J]. Journal of Financial Economics, 1983: 12, 371–386.

[87] Singleton, Kenneth. Investor flows and the 2008 boom/bust in oil prices[J]. Workingpaper, Stanford University, 2012.

[88] Subrahmanyam, A and Sheridan Titman. Feedback from stock prices to cash flows[J].

Journal of Finance, 2001: 56, 2389–2413.

[89] Telser, L.G. Futures Trading and the Storage of Cotton and Wheat[J]. Journal of Political Economy 1958(6): 233–255.

[90] Wang, Changyun. The Behavior and Performance of Various Types of Futures Traders[J]. Journal of Futures Markets, 2003: 23, 1–23.

[91] Williams, Jeffrey. The Economic Function of Futures Markets[M]. Cambridge University Press, 1986.

[92] Working. The Theory of Price of storage[J]. The American Economic Review. 1949: 1254–1262. [NE](#)

