

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

# 石油市场的东移 与中东定价基准的未来（节选）\*

巴黎政治大学国际能源专业 Fabian Weber 著  
上海国际能源交易中心 刘然然 宋诗卓 译

## 一、简介

近年来，中国公司已经开始在亚洲原油交易和原油价格形成过程中发挥更积极的作用。亚洲公司逐渐成为价格的制定者，这种演变应被视为国际石油市场正在更为广泛地、结构性地向东转移的一种表现。Imsirovic<sup>1</sup>最近研究了石油市场的这种动态变化，以及对原油价格基准的影响。他的结论是，有必要为苏伊士运河以东的原油定价制定一个新的、真正意义上的亚洲标杆，这样做也非常符合市场普遍的观点。由于市场普遍认为这种必要性是理所当然的，所以迄今为止，修改中东定价基准体系的可能性被忽略了。对于海湾地区而言，这意味着原油定价基准的东移的风险。如果不强化中东定价基准体系，随着苏伊士运河以东的定价基准向亚洲转移，

海湾地区可能会失去其在原油定价中的核心地位。

本文将根据国际石油市场不断东移的情况，探讨中东原油定价基准的未来。主要的问题是，苏伊士运河以东的定价基准是否一定要转移到亚洲，或者说继续加强中东定价基准体系能否作为一个可行的选择。为寻求对这一问题的解答，本文将首先简要探讨当前国际石油市场东移的基本原因；之后将简要介绍苏伊士运河以东的两个可能成为真正的亚洲价格标杆的候选项；此后，本文将提出并批判性地评价关于建立这样一个新的亚洲标杆必要性的四个主要论点；最后，将概述关于重建当前中东基准定价体系，以加强其在石油市场东移时期地位的建议。目的在于将迪拜原油现货市场与迪拜商品交易所（Dubai Mercantile Exchange, DME）的阿曼

\* 本文于 2015 年 7 月由牛津能源研究院发表。

<sup>1</sup> Adi Imsirovic 为新加坡大宗商品贸易公司 Clearsource 英国分公司总经理。



原油期货市场价格联系起来。这涉及到迪拜现货市场对 DME 阿曼原油期货的价格信号传导（反之亦然），以及通过 DME 阿曼原油期货来对冲迪拜原油现货的价格风险。这不仅可以应对不断变化的石油市场，而且还可以解决目前影响着迪拜参考价和 DME 阿曼期货的若干问题。

## 二、石油市场的东移

最近，Imsirovi 称亚洲“是石油市场的新重心”，不仅改变了原油的贸易流向，还可能对全球原油定价基准的格局产生重大影响。这种东移现象是由多个因素造成的，可以分为全球石油供给、需求的变化以及监管的发展几个方面。

### （一）市场基本面

首先，北美额外的非常规油气生产为市场增加了更多的原油供应。2009-2014 年，美国新增原油产量为 340 万桶 / 日，2015 年 3 月产量达到 950 万桶 / 日。由于北美对原油进口的依赖性降低，这些新增的国内供应影响了全球石油市场。自 2005 年以来，美国原油进口量下降了 27%，从 370 万桶 / 日下降到 2014 年的 270 万桶 / 日。根据国际能源署 (International Energy Agency, IEA) 的数据，到 2020 年底，经济合作与发展组织 (Organization for Economic Co-operation and Development, OECD) 美洲地区剩余的进口量将主要来自拉美和中东 (主要是沙特) 的重质高硫原油。相应地，当前出口到北美的部分原油，特别是轻质低硫原油将不得不转向，并将越来越多地流向亚洲市场。因此，如

果未来美国放开原油出口限制，海湾地区的产油商将不得不与来自北非和西非、南美、俄罗斯、北海，甚至是美国的供应商竞争。

其次，尽管近期中国经济增速有一定放缓，但原油需求正在向亚洲转移，而且未来会越来越多。中国的原油需求 (包括香港) 从 2005 年的 720 万桶 / 日增加到 2014 年的 1140 万桶 / 日 (占全球石油需求的 12.4%)。此外，过去十年，中国的原油进口量从不到 250 万桶 / 日增加到 600 万桶 / 日。但在 2014 年，由于经济增长放缓和调整，中国原油需求的增长也放缓了。IEA 预计，2014-2020 年间，中国原油需求年增长率仅为 2.6%，约为此前 6 年增长率的一半。尽管增长率较低，但亚洲有望在 2015 年超过美洲成为全球最大的原油消费地区。此外，IEA 预计在 2014-2020 年内，亚太地区石油需求增长最为强劲，平均每年增长 63.3 万桶 / 日 (占预测净增长量的 57.4%)。原油需求的东移也反映在炼油行业。IEA 预计，2040 年前炼油能力净增长的三分之一将来自中国，紧随其后的是中东和印度。同时，需求疲软和利润率低下的地区可能会进一步关闭炼厂，最明显的是已经陷入困境的欧洲炼厂。综上所述，这种原油需求的东移，加上北美地区的额外供应，将导致国际原油贸易流向亚洲转移。根据 IEA 的数据，到 2040 年，国际原油贸易中每三桶原油中就有两桶将运往亚洲 (较目前不到 50% 的比例有所提高)。

总而言之，由于供应来源的多样化和原油需求的转移，亚洲地区的市场力量正在增强，这导致出现了“买方市场”<sup>2</sup>，亚洲客户偶尔会购买大西洋区

<sup>2</sup> 商品供过于求，卖主之间竞争激烈，买主处于主动地位的市场。

域的原油(如西非原油),以满足其需求。为了自主管理这些套利资金流,而不是依赖贸易公司或大型石油公司,亚洲石油公司正在逐步整合其交易业务。这从2014年10月和2015年4月中国在迪拜普氏窗口的交易活动增多中可以看出。在原油交易中的表现越来越活跃,对全球原油价格形成过程的影响也就越来越大。从这个角度看,中联油和中联化越来越多地在迪拜普氏窗口中充当价格制定者的角色,这并不是一种反常现象,而是石油市场东移的表现。

## (二) 市场监管

随着欧盟对原油定价基准监管的推进,并最终将金融流动性转移到监管较少的管辖区,石油市场的变动可能会进一步加剧。这种监管上的套利可能会大大削弱当前布伦特的重要性,并使新的定价基准得以出现。2008年金融危机,以及2012年伦敦银行间同业拆借利率(Libor)操纵丑闻后,欧盟更是加强了对金融市场基准监管的讨论,包括针对原油定价基准的讨论。尽管国际证券委员会组织(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)遵循一系列自愿原则对报价机构进行监督,反对将报价机构的准则与金融市场基准的准则进一步统一,但是欧盟的监管工作仍在进行中。欧盟委员会于2013年4月突击检查了主要的石油公司和普氏的办公室,这是他们对潜在价格操纵行为调查的一部分(主要涉及普氏对即期布伦特价格的评估)。欧盟委员会的监管提案打算将定价基准的监管转移到欧洲证券和市场管理局(The European Securities and Markets Authority,

ESMA)。然而,将操纵定价基准定为刑事犯罪的提议引起了严重的忧虑。这意味着,如果报价机构的价格评估不准确,石油公司可以起诉它。无论潜在指控的结果如何,任何诉讼本身都会给报价机构带来重大的声誉风险,并可能严重挑战布伦特的定价基准地位,因为市场参与者会对报价的可信度失去信心。拟议的立法预计将于2015年生效,因此监管细节对报价机构以及对定价基准评估的影响还有待观察。

总而言之,由于市场基本面的变化,亚洲买家不仅获得了市场力量,而且随着西方监管迫使金融流动性转向亚洲,从而将原油定价基准也转向了亚洲,亚洲买家可能在原油定价中发挥越来越大的作用。鉴于这些变动,在苏伊士运河以东建立一个新的、真正的亚洲定价标杆的呼声越来越高。有关新的定价基准,目前普遍讨论的两个候选项是俄罗斯ESPO混合原油(East Siberia-Pacific Ocean, ESPO)<sup>3</sup>和(已宣布但尚未推出的)上海原油期货合约<sup>4</sup>。

## 三、东移的定价基准

### (一) ESPO 混合油

东西伯利亚-太平洋(ESPO)管道连接着日本海沿岸(海参崴附近)的泰舍特(Taishet)和科兹米诺(Kozmino)之间4188公里的距离。目前,通往科兹米诺石油码头的管道支线容量为60万桶/日。此外,还有一条通往中国漠河的支线,目前运力为30万桶/日(计划2015年扩建至40万桶/日,

<sup>3</sup> 以东西伯利亚-太平洋输油管道命名。

<sup>4</sup> 2018年3月26日,原油期货合约正式在上海期货交易所挂牌交易。

2018年扩建至60万桶/日)。此外,俄罗斯政府于2014年2月批准进一步扩容,这将使管道的总容量在2020年之前提升至160万桶/日。

要使ESPO成为亚洲地区的新定价基准,必须满足几个条件。首先,必须在科兹米诺湾建立一个流动的现货市场以发现价格。最初计划将科兹米诺的原油流量从2010年的30万桶/日增加到2014年的60万桶/日。然而,由于ESPO的产量在科兹米诺以外到处分流,2014年科兹米诺湾的装载量仅达到49.8万桶/日。2015年,Argus预计这一数字将会增加,并有可能达到54万桶/日。考虑到50万桶/日的产量一般被视为基准原油表现稳健的一个条件,科兹米诺湾的ESPO应该已经拥有足够的产量。然而,这些产量中包括一些长期合同,能源智库公司(Energy Intelligence)将科兹米诺湾根据长期合同出售的产量份额量化为不到5%因此,2015年科兹米诺湾的现货量预计超过51.3万桶/日。即使预计未来科兹米诺湾的总运量将上升,但由于长期供应合同的存在,科兹米诺的现货市场交易量预计将会下降。举个例子,俄罗斯石油公司雄心勃勃地为计划中的华北天津炼油厂(与中石油联合投资)供应18.2万桶/日的原油。该炼油厂(预计将于2020年投产)的原油将从科兹米诺港运出。此外,其剩余的原油出口能力约为140万桶/日。理论上,俄罗斯可以充当为一个灵活供应国,能够同时向西部和东部市场出口原油。因此,有可能将原油流向从科兹米诺湾分流,这可能会进一步影响ESPO流向科兹米诺湾的充足性和稳定性。因此,要使ESPO成为基准原油,一个流动性强的现货市场的发展对价格发现过程至关重要,而过多的长协

和ESPO产量的转移可能会破坏这一目标。

在这一点上,也需要研究科兹米诺湾的市场结构。虽然有新的参与者进入市场,但ESPO的主要供应商仍然是俄罗斯石油公司和苏尔古特石油公司(Surgutneftegaz),2014年的市场份额分别高达40%、33.6%。2013年3月,俄罗斯石油公司通过收购TNK-BP公司(最初是科兹米诺湾的主要销售商之一),进一步强化了其市场地位。然而,这最终意味着俄罗斯石油公司甚至可能是俄罗斯国家政府控制了所有对中国的管道销售和科兹米诺湾三分之一以上的出口。这引起了人们对ESPO因为俄罗斯的战略野心而被政治工具化的担忧。此外,买方市场份额集中度也进一步提高。2013年,超过一半的ESPO被日本JX日本石油能源公司(20.6%)、壳牌公司(18.6%)和中联化(17.8%)所购买。从目的国来看,大部分销售都在亚洲,日本、中国和韩国合计占科兹米诺湾2014年ESPO销售总量的70%以上。

另一个令人关注的问题是ESPO质量的长期稳定性。根据最初的报告,ESPO的API比重为34.7°(轻质),含硫量为0.6%(中硫)。但就在最近,能源智库公司报告的ESPO硫含量仅为0.49%,因此将其归为低硫原油。预计未来,俄罗斯国家石油管道运输公司(Transneft)可能会向东输送更多的含硫原油,以减少向西出口原油的含硫量。此外,2016年ESPO系统引入新油田,可能使混合油的质量发生不可预测的变化。

另外,在定价方面,ESPO要想成为原油价格的标杆,还要看其发展变化。目前,ESPO的定价是基于与迪拜现货的价差。因此,除非ESPO按平

价进行交易，否则原油出口商就没有理由用它而不是迪拜作为参考价格。实现这一目标的一个方法是在交易所交易 ESPO。然而，目前 ESPO 还没有纸货市场，成功发展金融市场绝非易事。此前已经探讨过在圣彼得堡国际商品交易所或其符拉迪沃斯托克的附属机构推出 ESPO 期货合约的可能性，但至今还没有采取具体行动。此外，科兹米诺湾的所有出口都在俄罗斯公司的控制之下。虽然科兹米诺湾的出口产品中只有不到 5% 是根据长期合同出售的（其余的是没有目的地限制的现货销售），但大部分现货仅仅通过邀请的方式来进行招标出售。这使得供应商能够有效地控制市场准入，并引发市场对于俄罗斯利用 ESPO 作为实现其政治目标的工具的担忧。正是这种政治风险、科兹米诺湾的市场结构根源、对科兹米诺湾能否发展出一个流动的现货市场的怀疑，以及对 ESPO 质量的担忧，使得 ESPO 成为原油定价基准地位变得障碍重重。这些障碍能否被克服还有待观察。目前，ESPO 虽然还不是基准原油，但在对亚洲出口的定价中确实起到了一定的作用。尤其是中东地区的轻质 / 中质含硫原油（如阿布扎比的 Murban、Umm Shaif 或 Upper Zakum），在为其亚洲出口定价时，会跟踪 ESPO 对于迪拜的溢价。然而，ESPO 作为定价基准的影响力相对于以布伦特为基准定价的原油来说是相当有限的，布伦特 / 迪拜 EFS 依旧是更为重要的价格指标。

## （二）上海原油期货

上海原油期货最初计划于 2012 年在上海期货

交易所（Shanghai Futures Exchange, SHFE）上市交易。但该期货合约的推出时间不断推迟，2013 年，该期货合约的上线转至于上海新自贸区的新交易所 -- 上海国际能源交易中心（Shanghai International Energy Exchange, INE）。这应该是希望通过税收优惠来吸引国际参与者，且该合约承诺将以人民币来计价。在上线时间进一步推迟后，该期货合约于 2014 年 12 月初获得了中国证监会的监管批准，但随后再次未能在宣布的 2015 年 3 月的启动日期上市。目前，该合约据说将于 2015 年底上线。<sup>5</sup>

因此，上海原油期货合约透露出的细节信息很少，容易发生变化。不过似乎可以确定的是，该合约采用实物交割方式，最小交割量为 20 万桶，交割期为最后交易日之后的 5 个工作日。将有 7 个可交割油种，其中 6 个油种来自中东：巴士拉轻油（伊拉克）、迪拜、马西拉（也门）、阿曼、卡塔尔海洋油和上扎库姆（阿布扎比），剩下一个油种将是中国胜利原油。可供实物交割的油种数量众多，应当有助于最大限度地降低价格操纵的风险，这是现货流动性低的期货合约特别容易出现的情况。上海原油期货将使用一个理论基准价进行定价，而不是 7 个油种中的任何一个。这意味着，可交割油种将根据具以下人为制定的质量标准来衡量升贴水：API 比重为 32%，含硫量为 1.5%（中质含硫）。一手合约将为 100 桶<sup>6</sup>，而不是标准的 1000 桶。一方面，这将促进交易，因为它涉及的风险较小，所需的资金实力也较低，从而增强该期货合约作为一种风险

<sup>5</sup> 由于本文发表时间较早，基于当时信息可获得性和时效性，可能与后续实际发展情况不一致，为尊重原文，译稿中未作改动。

<sup>6</sup> 译者注：此处为征求意见稿方案，上市方案为 1000 桶。



管理工具对个人投资者的吸引力。然而，另一方面，100 桶的非常规量也会带来额外的交易成本，可能会阻碍交易。最小价格波动将是每桶 0.1 元，而最大价格波动将是上一交易日结算价的 4%。到期日将为交割月前一个月的最后一个交易日，结算价为最后 5 个交易日的结算价平均值。该合约将以人民币计价，这将增加一个额外的汇率风险，但美元可以作为替代结算货币<sup>7</sup>，并作为保证金使用。保证金比例将设定为合约价值的 5%。未开设中国子公司的国际公司将可以在中国开设银行美元账户，专门用于期货合约的交易。以美元进行的交易将被限制在每天最多 50 亿美元的范围内<sup>8</sup>。

然而，该期货合约的成功也存在着障碍。首先，交易时间相对较短（工作日：北京时间上午 9 时至 11 时 30 分，下午 1 时 30 分至 3 时）<sup>9</sup>，最重要的是，交易时间与评估亚洲基准价格的新加坡市场于下午 4 时 30 分的收盘时间不重合。

不过，如果该期货合约能够根据其他地区的价格进行自我调整，那么该合约的价格信号的实用性将得到提高。其次，中国对于进口原油的限制，只允许一小部分中国企业（大多是国有企业）进口原油。为了应对这一规定，原油的实物交割将按照合约进行保税仓储，根据税法规定，这将被视为进入了中国境内。这首先可以避免中国的税收，其次可以让原油复出口。但是，只有持有原油进口许可证的公司才能进口原油用于进行提炼或转售。因此，即使采用保税仓储使得实物交割对国际公司更具吸

引力，但如果进口商之间无法自由竞争，能否吸引足够的合约流动性仍是一个问题。其他的监管也需要被放宽。例如，对石化产品价格的管制限制了套期保值策略，从而可能影响原油期货的交易量。

从这个意义上说，上海原油期货在很大程度上是在对中国经济管制放松下赌注。以往的经验表明，成功推出一个原油期货合约绝非易事，DME 阿曼原油期货在吸引高流动性上一直以来的努力也证明这一点。上期所在 2014 年初推出了一个模拟交易系统，并一直在举办市场培训，以便向市场参与者介绍该交易系统。不过尽管上期所努力尝试了，据说这些活动似乎也无法引起石油公司的兴趣。此外，沙特和科威特已经明确表示不会支持上海原油期货，这只会使吸引足够金融流动性的难度进一步加大。另一方面，DME 已经表达了与上海原油期货合作的兴趣，这可能有助于提升流动性。考虑到迪拜和上海的时差相对较短，只有 4 个小时，这为套期保值和价差交易创造了机会，因此这是一个可行的方案。总而言之，该合约能否成功获得足够的流动性，最终甚至实现定价基准地位，只有时间才能证明。

#### 四、对新亚洲标杆价格论点的评估

总体而言，苏伊士以东原油价格的真正亚洲标杆价格的候选者仍处于起步阶段，许多挑战有待其克服。然而，人们普遍认为，由于先前出现的石油市场东移现象，原油价格基准向亚洲转移是必然的，将来或许是这样。本节将围绕以上立场从四个论点

<sup>7</sup> 译者注：此处有误，实际方案是人民币计价结算，美元可以作为保证金。

<sup>8</sup> 译者注：此处有误，实际方案没有外汇额度限制。

<sup>9</sup> 译者注：交易时间还包含北京时间 21:00 到次日 02:30。

展开评估，涵盖价格发现、价格控制、价格风险管理和监管风险。

### （一）价格发现

首先，市场认为缺乏能真正反映亚洲供求状况的亚洲价格标杆可能会导致错误的价格信号。然而，随着原油贸易流向亚洲，亚洲买家越来越积极地参与交易过程和套利管理，对于亚洲地区而言，及时而准确的价格信号将变得越来越重要。但是，市场参与者已经可以通过应用价格差异来调整迪拜价格，即考虑不同市场变化，例如位置、质量和时间因素。举个例子，基于迪拜价格的“迪拜 / ESPO”价差可反映亚洲市场的基本面。目前，这种观点是否具有价值尚不明确，尤其是它还未能促使苏伊士以东地区出现新的价格标杆。

不过，Imsirovic 最近批评普氏 (Platts) 的迪拜价格提供错误的价格信号，并倡导了一种或多种自己的亚洲基准，以反映该地区的基本面。在他的例子中，他假设，如果中东发生重大供应中断，交易者将使用流动性很强的布伦特期货来对冲价格风险。反过来，这将扩大布伦特 / 迪拜的价差，因为布伦特期货的需求增加将导致其价格上涨，而迪拜价格将保持稳定。根据 Imsirovic 的说法，这将构成一个异常的定价：中东原油变得稀缺，因此应该以溢价定价，但与可获得的昂贵的布伦特相关替代品相比，价格却偏低。目前尚不清楚这些错误的价格信号是否与市场情况一致，但是即使我们将其视为一致，也不一定会形成一个被市场所需要的苏伊士以东的亚洲基准价格。这是因为 Imsirovic 描述

的定价现象是基于金融流动性较低的迪拜现货基准，而与之相对比的是很多交易员用来对冲头寸的布伦特市场。迪拜市场通过 EFS 价差<sup>10</sup>与布伦特原油市场紧密相连。这给市场参与者提供了套期保值所需的大量流动性，并且在没有足够交易量的情况下，在计算迪拜价格时起着重要作用。因此，结束迪拜对布伦特金融流动性的依赖，并围绕普氏迪拜基准建立一个独立且具有足够流动性的金融市场，也许是另一种使其成为苏伊士东部的新的亚洲价格标杆的方法。

### （二）价格控制

第二个论点与进口到亚洲地区的原油数量增加，以及由此导致的亚洲买家的财务负担增加有关。从这个意义上讲，有人认为，亚洲地区存在自己的区域价格基准将使亚洲买家能够对其进口原油价格拥有更多的话语权。这种观点与拟上市的上海原油期货合约紧密相关。但是，具体如何对价格进行控制尚不清楚。此外，成为原油基准的主要条件是不受政治因素影响，特别是考虑到国家政府支持的 ESPO 原油和上海原油期货合约，哪个将发展成为亚洲市场基准还有待进一步观察。

即使我们认为价格控制论点从某种意义上说是有效的，但却不清楚为什么需要一个新的亚洲基准来对价格形成过程施加影响。如前所述，亚洲市场参与者在 2014 年和 2015 年期间的原油交易活动有所增加，就普氏迪拜窗口而言，他们已经在一定程度上从价格接受者转向价格制定者。

### （三）价格风险管理

<sup>10</sup> Brent 期货原油和 Dubai 远期现货原油之间的价差。

第三，有观点认为在亚洲交易所推出的金融基准产品可能为亚洲买家提供更好的风险管理。随着原油贸易流向亚洲，以及亚洲买家更加积极地参与交易，催生了亚洲地区对新的风险管理工具的需求。然而，ESPO 混合油离要发展成为一个可以有效进行风险管理并具有流动性的金融市场为时过早，而上海期货合约则有各种障碍需要克服——更何况最终的细节还没有公布。此外，目前尚不清楚市场参与者为何要放弃作为迪拜原油基准的流动性极佳的布伦特期货市场。DME 阿曼原油期货合约的例子说明了一个新合约吸引足够的金融流动性的困难性。该合约自 2007 年推出以来，在风险管理方面未能引起人们的极大兴趣，至今主要是作为阿曼原油实物交割的工具。由于流动性的正反馈机制（换句话说，流动性会吸引更多的流动性），基准系统本身具有惰性，任何新的金融基准产品都必须提供足够的附加值，以激励金融流动性从布伦特 / 迪拜市场中分流出来。

#### （四）监管风险

最后同样重要的是，西方原油金融基准产品的监管压力一直在增加，并有可能促使人们向监管更宽松的辖区转移。这可能会影响普氏的即期布伦特油价评估，也可能会扩展到阿曼 / 迪拜的评估。无论如何，这都有可能对现货布伦特原油和广泛使用的迪拜基准原油的价格发现和风险管理服务产生重大影响。即使计划中的欧洲对金融基准产品的监管没有直接影响迪拜基准，但很可能会通过对布伦特流动性的不利影响而间接影响到迪拜，因为迪拜 / 阿曼目前在价格发现和金融流动性方面都严重依赖布伦特体系。鉴于此，前面提出的两个候选方案

（ESPO 混合油和上海原油期货合约）或将从更为严格监管的基准中分流一部分流动性。然而，尚不清楚为此设立一个新的亚洲基准价格的意义。

总而言之，上述四个论点并不能证实苏伊士以东原油定价需要一个真正的亚洲价格基准。因为所有的根本问题都可以通过亚洲以外的参考原油来解决。因此，石油市场东移的事实，并不能让我们得出这样的结论：一个新的亚洲基准价格（如 ESPO 混合油或上海原油期货合约）的出现是不可避免的。事实上，由于金融流动性的自我延续性，原油基准价格仍难以摆脱目前的布伦特 / 迪拜体系。

不过，随着对布伦特的监管压力加大，迪拜原油作为苏伊士东岸主要标的的地位有可能被削弱。迪拜原油的地位高度依赖布伦特体系及其强大的金融流动性来进行价格发现和风险管理。因此，不难想象，随着布伦特监管压力的增加，金融流动性从布伦特分流，从而也对普氏迪拜标的产生负面影响。而这种金融流动性的重新分配，又会让苏伊士以东原油定价出现一个新的亚洲基准。所以，需要对现有的中东原油基准价体系进行修改，以避免其亚洲对手取代其地位。下一节将对这种修改提出详细建议。如果做不到这一点，DME 可能会被亚洲一个新出现的价格基准夺走流动性，而普氏可能会看到其迪拜原油因布伦特流动性撤出而陷入困境。总而言之，加强海湾地区在的亚洲的价格基准影响力，不仅可以使其应对上述石油市场动态的变化，也可以解决一些削弱当前中东基准体系的问题。

## 五、重建中东价格基准

直到最近，Imsirovic 才发问：“DME 是否

可以为迪拜做国际石油交易所 (The International Petroleum Exchange, IPE) 为布伦特做的事情?”，但没有详细说明这特别意味着什么。与 IPE 和 Brent 的联系类似，通过以下两个部分可以证实迪拜现货市场和 DME 阿曼期货市场之间的联系：利用 DME 阿曼期货合约对冲迪拜现货可能性，以及在 DME 上为迪拜现货价格基准产生额外的价格信号（反之亦然）。这之所以可行，是因为迪拜价格基准尽管名字叫“迪拜”，但却由迪拜、阿曼和上扎库姆三个油种组成。根据 DME 的数据，在 2014 年普氏迪拜窗口的 129 次实物交割中，阿曼共交割 67 船，是最大的品种（上扎库姆共 62 船，迪拜共 2 船）。换句话说，阿曼原油是迪拜现货市场和阿曼金融市场之间的纽带。这一点体现在两个市场之间发生套利的可能性：根据价格差异，可以通过 DME 阿曼期货合约的实物交割机制买入阿曼实物原油，然后在迪拜普氏窗口卖出，从中获利（反之亦然）。

对于以上潜在关联的第一个组成部分——价格风险管理而言，DME 阿曼期货合约在对冲迪拜价格风险方面所涉及的基差风险，应小于 ICE 布伦特期货合约（该合约因其高流动性而被广泛使用）。这是由于影响 DME 阿曼原油期货价格的市场基本面因素应比 ICE 布伦特期货更容易影响迪拜价格。因此，套期保值工具 (DME 阿曼原油期货合约) 的价格与参考原油 (迪拜) 价格之间的相关性应该更高，其基差风险更低。此外，许多中东出口的原油是根据普氏迪拜和阿曼价格评估的算术平均数定价的，促使这些交易用 DME 合约进行套期保值（不考虑流动性因素）。这是因为在迪拜 / 阿曼基准中阿曼占 50% 的权重，从而增加了该基准价格与 DME 阿曼期货价

格的相关性，降低了基差风险（与仅由迪拜组成的基准相比）。

这种联系的第二个组成部分，即价格发现，这像 IPE/Brent 联系一样是双向的。这意味着在 DME 的阿曼价格信号既来自普氏迪拜窗口，也偶尔反馈到迪拜现货市场（包括迪拜、阿曼和上扎库姆）。首先，DME 的阿曼期货合约可以通过指数（类似于 ICE 布伦特指数）收敛于迪拜现货市场产生的价格信号。第二，DME 阿曼的价格可推断迪拜的价格（在普氏迪拜窗口没有足够的成交和买卖信息的情况下）。其中一个可行的方法是利用 DME 的期转现机制，在既定月份的阿曼原油期货合约加价，得出相关月份的阿曼远期价格。迪拜远期价格可以通过迪拜 / 阿曼掉期的信息获得。

### （一）重振迪拜价格

目前，普氏的迪拜价格很大程度上依赖于布伦特市场。这导致人们经常批评迪拜价格为“衍生的基准”，即它不能独立发挥作为原油价格基准的重要功能，但这不一定会削弱迪拜的地位。实际上，连接布伦特和迪拜的金融关系可能一直是迪拜成功成为苏伊士以东地区价格机制的重要原因。但是，这种依赖关系可以通过以下两种方式被终止（例如，布伦特受到监管压力）。一是限制布伦特和迪拜之间的联系，二是建立迪拜和 DME 阿曼原油期货合约之间的联系。在价格风险管理方面，迪拜将不再依赖 ICE 布伦特期货，而只需依赖 DME 阿曼原油期货合约，这将降低基差风险。对于普氏窗口流动性低的问题，可采用 DME 平台上产生的价格信号来替代布伦特 / 迪拜 EFS 价差机制。此外，普氏窗口经常受到批评，因为它允许一小部分参与者充当价格制



定者。例如，2013年7月至2014年7月间在迪拜窗口中，壳牌、维多、中石油和中石化约占总交易量的四分之三。布伦特窗口虽同样由一小部分交易者控制，但ICE上可产生其他价格信号。从这个意义上讲，普氏迪拜窗口更容易受到批评，因为它目前缺乏自己的金融平台作为额外的价格发现来源。这个问题可以通过将迪拜基准与DME关联来解决，因为DME阿曼交易窗口中的交易不像普氏迪拜窗口那样集中。2014年期间，单一交易者在阿曼窗口的交易量均未超过当月总交易量的12%。

## （二）重振 DME OMAN

首先，将DME阿曼原油期货合约与迪拜实物市场联系起来，将增加合约在现货层面的价格信息。目前，实物交割的结算价是相关月份的每日结算价格的平均值，可将此替换成由迪拜现货市场的金融结算价。其次，更重要的是，DME和阿曼期货合约将受益于作为迪拜价格风险的对冲工具，从而进一步吸引流动性。在这种情况下，需要注意的是，虽然DME官方提倡将价格基准从普氏迪拜评估价改为以阿曼原油期货合约，但如果帮助迪拜原油维持其定价基准的地位可以使DME阿曼原油期货合约的交易量增加，出于交易所的利益考虑，则应该帮助迪拜原油维持其定价基准地位。毕竟对于交易所而言，交易量和流动性才是重要的标准，某一合约是否达到基准价格地位并不是关键问题。从这个意义上说，成功推出一个期货合约——意味着吸引足够的交易量和流动性，和这个期货合约成为价格基准之间是有区别的。因此，ICE将成为DME和迪拜之间这种联系的受害者，因为它目前正受益于EFS机制的流动性。迪拜的价格正是通过这种机制产生的，而且

布伦特期货经常被用来对冲迪拜价格风险。如果迪拜依靠DME阿曼合约进行价格发现和风险管理，则布伦特的流动性将被削减并转向DME。

## （三）应对市场东移

最后同样重要的是，前一节提议的关联DME阿曼/迪拜将能够回应因石油市场动态变化而产生的四个争论。首先，Imsirovic对普氏迪拜基准价格信号的批评，源于交易者利用布伦特市场来对冲他们在迪拜的价格风险这一事实。这可以通过将DME阿曼期货合约与迪拜现货市场联系起来来解决，促进市场参与者通过DME阿曼合约进行价格风险对冲。这将产生一个准确的价格信号：由于采用DME阿曼原油期货合约进行风险对冲的需求增加，阿曼原油价格（相对于北海或西非原油）将上涨。这将反过来影响迪拜定价机制，并通过迪拜与DME阿曼原油期货市场之间的套利，使迪拜价格出现上涨。其次，价格控制的说法并不十分令人信服。但即使我们赋予其一定有效性，以DME阿曼合约作为迪拜现货价格基准的金融市场，将为市场参与者提供一个独特的平台，以对迪拜原油价格施加影响。第三，如前所述，与布伦特期货相比，利用DME阿曼合约对冲迪拜价格的基差风险相对较小，事实上，DME阿曼原油期货应成为主要对冲工具。最后，布伦特监管趋严的可能性，将有益于建立迪拜市场和阿曼DME合约之间的潜在联系，因为这将有效限制迪拜市场和布伦特体系的现有联系。在价格发现和风险管理方面，迪拜的现货基准价格将独立于布伦特市场，从而不受监管风险的影响，这可能会削弱即期布伦特价格基准的地位。

## 六、结论

Fattouh 在 2012 年指出，结构性转变可能会发生，而迪拜价格很可能最容易受国际价格体系根本变化的影响。

普氏迪拜窗口中，中国交易量的增加是国际石油市场正在东移的一个体现。但是，监管压力可能是最终导致这种根本性改变的原因，将金融流动性从布伦特市场转移到监管不那么严格的区域中去。据此，DME 和普氏（或另一家报价机构）应该为迪拜现货市场与阿曼期货市场之间建立联系。与其允

许金融流动性流入亚洲，不如将其转移到 DME 阿曼 / 迪拜市场，通过 DME 合约对冲迪拜价格的风险敞口。总而言之，本文认为，不断变化的市场动态不会使在苏伊士以东建立真正的亚洲原油基准价成为必然。为应对未来国际石油市场力量日趋东移对中东基准价体系带来的挑战，可考虑建立 DME 阿曼 / 迪拜间的联系。

（校对：鄢颖、洪加其 / 总校对：张宏民）