

# 从石油到白银，所有商品价格的过度波动都是投机者制造的？

1969年12月31日



对交易员操控2008年石油价格的指控，使加油站和其他地方的议论纷纷更加热闹了，指控称，投机者推高了石油价格，诱发了价格飙升以及让人束手无策的价格大幅波动。5月24日，美国商品期货交易委员会（the Commodity Futures Trading Commission，简称CFTC）在一份联邦诉讼材料中，指控瑞士一家机构的两名交易员以囤积和抛售数百万桶石油的方式，在衍生品合约上获利5,000多万美元。该项指控是巴拉克·奥巴马总统指派一个特别工作小组调查石油价格欺诈和操控之后三周提出的，同时也是众议院一个监督委员会的民主党人士报告称“石油的过度投资可以造成价格虚高30%”之后的第二天提出的。

近些天来，指责投机者是个颇为流行的消遣，但是，沃顿商学院和其他方面的专家则认为，这些指责往往是找错了对象。尽管投机活动确实存在，而且也确实可以影响价格，不过，石油以及其他商品价格最近的大部分波动都有其重要的经济原因。在市场中，投机是一种正常的功能，与非法的价格操控并不是一回事。他们告诫说，试图控制投机活动会导致事与愿违的结果。通过承担风险以及保持价格流动的方式，投机者在保持市场健康运行方面扮演着重要的角色。尽管投机者有时可能会将短期价格推升得过高或者打压得过低，不过，通常来说，他们都能让波动的价格回归。

沃顿商学院金融学教授克里斯塔·舒华茨（Krista Schwarz (<http://fnce.wharton.upenn.edu/people/faculty.cfm?id=979>)）认为，过去几年来，大部分石油价格的波动都是因为供求关系的变化，原因并不在于过度的投机。“我不知道美国商品期货交易委员会纠缠的这个特殊案件有什么价值，不过，我要说明的是，与全球石油市场的规模比起来，5,000万美元是个微不足道的数字。”舒华茨谈到，他的一篇题为《投机者消息灵通吗？》（Are Speculators Informed?）的论文即将在《期货市场杂志》（*Journal of Futures Markets*）刊出。舒华茨谈到，虽然投机者可能对价格有些影响，不过，全球各种事件从中发挥的作用则要大得多。“今年春季石油价格的上涨，是因为中东地区发生重大灾难的可能性在不断迫近。而现在，埃及危机的消解，利比亚动荡的僵局，以及沙特阿拉伯没有爆发动乱等事实，则缓解了人们对这些问题的担忧。此外，全球经济的表现看起来较弱也造成了石油价格的回落，所有这些原因都可归于供求关系，而不是投机者造成的特殊影响。”

简略来说，投机者是指通过预测某项资产价格的变化而从中获利——通过价格将会上涨的预期而买入该资产，或者通过预测价格将会下跌而卖空该资产——的交易者。投机者通常专注于价格的短期变化而不是长期变化的趋势，此外，他们也比买入之后长期持有头寸的一般投资者愿意承担更大的风险。有些投资者可能会以借贷的方式来增加交易保证金的规模。

“从某种程度上来说，投机已经成了描述那些不计后果的投资者的贬义词。”设在新泽西州普林斯顿（Princeton）的经济展望集团（Economic Outlook Group）首席全球经济学家和《经济指标解读：洞悉未来经济发展趋势和投资机会》（*The Secrets of Economic Indicators: Hidden Clues to Future Economic Trends and Investment Opportunities.*）一书的作者伯纳德·鲍莫尔（Bernard Baumohl）谈到。“我想，这很令人遗憾，因为他们对市场确实做出了贡献。”投机者对某项资产的实际价值可能并不怎么感兴趣，他们更关注驱动市场变化的情绪和不安，鲍莫尔补充谈到。“我认为，比起弄清某些资产的内在价值来，投机者在弄清影响交易行为的短期心理因素方面花费的时间要更多。”最经典的例证就是20世纪90年代的dot-com泡沫，当时，投资者将大量的金钱投进了从来没有赚过一分钱的互联网初创企业。“实际上，这种投资行为的根据并不是企业的基本面，而是‘祷告’。”鲍莫尔谈到。

休斯顿大学鲍尔商学院（Bauer College of Business）金融和能源市场教授克雷格·皮龙（Craig Pirrong）认为，指责投机者推升了商品价格并不新鲜。“这种争论一直长期存在。无论何时，只要商品价格上涨，人们就会指责投机者，这是约定俗成的惯例。”皮龙对舒华茨的观点表示赞同，他同样认为，石油价格最近的波动更多的在于基本面的变化，而不是因为投机。他同样将黄金和白银等贵金属的价格波动归因为人们对货币政策的切实担心，而不是投资者试图在市场逼空的结果。

## 误入歧途的投机

《掌控市场力量的经济学、法律和公共政策》（*The Economics, Law, and Public Policy of Market Power Manipulation.*）一书的作者皮龙谈到，投机不同于操纵。过去曾发生过试图垄断市场的行为——皮龙将这种现象称之为“恶劣的投机”。举例来说，一个广为人知的案件就是亨特（Hunt）兄弟在1980年在白银市场的逼空操作，他们购买了大量的这种贵金属，从而，造成价格飙升到了每盎司49.45美元的高位。最后，政府监管机构介入干预，亨特兄弟被判犯有操纵市场罪。

当寻找操纵市场，也就是“恶劣投机”的迹象时，皮龙会关注数量，而不是价格。如果投机者操纵市场，那么，交易数量就会有所反映。但是，对石油来说，如果库存下降，价格便会上涨，如果库存上升了，那么，价格便会应声而落。“如果是投机者在驱动市场的方向，那么，价格和库存就会向同一个方向运动。”他谈到。最近的投机泡沫也验证了这个观点：dot-com的繁荣与互联网公司股票价格的飙升同时发生。在最近这场房地产泡沫中，尽管在菲尼克斯和佛罗里达州等火爆的市场中住房建设过剩，但房价却一直在快速上涨。

为应对这场金融危机和此前的房地产泡沫而出台的《多德-弗兰克法案》（The Dodd-Frank Act），包括某些禁止过度投机的条款。但是，皮龙对监管投机者是否奏效的问题感到怀疑。“总体而言，我对任何声称能在有益的投机活动中消除恶劣投机的建设性政策都感到极

度怀疑。”他谈到。“在目前这种情况下，美国商品期货交易委员会解决这一问题的最佳方式，是根据事实惩罚市场操纵者，而不是对市场参与者的行为不加鉴别地予以限制，事实上，在他们中间，并没有人在操纵市场，而且也没有能力操控市场。”

舒华茨认为，在大部分资产市场中，人们都很难在投机者和其他投资者之间划定确实有意义的界限。“所有投资者关心的都是最大化地获取收益，同时，将风险降低到最低程度。有人可能比其他人更偏好短线投资，但是，总体而言，所有投资者的基本目标都是一样的。”他谈到。

## 希望盈利

沃顿商学院金融学副教授克里斯托弗·C.盖齐（Christopher C. Geczy (<http://fnce.wharton.upenn.edu/people/faculty.cfm?id=924>))认为，从某种程度上来说，几乎所有的投资者都可以被贴上投机者的标签，因为大部分人都希望从其投资中盈利，同时，也没人真的知道未来的价格怎样。“你在股票市场的每次投资都是投机行为。当你买一辆汽车的时候，如果你考虑到了汽车的转卖价值，你的购买行为也是投机。人们购买一幢住房同样是在投机。”

在期货市场中，投机者的定义可以得到更清楚的界定，在这个市场中，投资者可以锁定谷物、食品、金属和燃料等商品的未来价格。价格波动会危害投资者的业务，所以，投资者经常会利用期货合约来规避价格波动的风险——这种方式称为“套期保值”（hedging）。举例来说，一家航空公司会用套期保值的方式来规避燃料价格上升的风险。一位农场主可以用套期保值的方式来规避小麦价格下跌的风险。与套期保值投资者相对的就是投机者，他们会在燃料价格将会下跌，或者小麦价格将会上涨的预期上“下注”。

“事实是，投机者提供了某种‘服务’。”沃顿商学院金融学教授、研究期权市场和期货市场的克利须那·拉马斯瓦米（Krishna Ramaswamy (<http://fnce.wharton.upenn.edu/people/faculty.cfm?id=969>))谈到。通过在期货市场“投注”的方式，投机者承担了其他人不愿意承担的风险。比如说，好时公司（Hershey's）（美国最大的巧克力制造商——译者注）需要规避可可价格上涨的风险。如果期货市场中没有投机者，那么，好时公司就无法利用套期保值来规避风险。“我们将投机者的作用称之为‘提供流动性’（provision of liquidity），意指某人的职能是交易的反方。”拉马斯瓦米指出。“市场的流动性就是由投机者提供的，他们希望从（市场的流动性）中获利……当套期保值者想卖出合约的时候，他们需要市场中的另一方——也就是交易的反方——购买这些合约，而填补交易断层的正式投机者。”

舒华茨指出，怀有短期目标的投资者往往对市场有益。“比如说，安然公司（Enron）的欺诈行为之所以败露，就是因为某些投资者要做空安然公司的股票。同样，dot-com泡沫也是被做空者刺破的。如果任由这个泡沫持续更长的时间，那么，状况会变得更糟糕，破坏性也会更大。”他谈到。

虽然人们普遍认为，是投机者导致了价格的大幅波动，不过，有时候，他们也能稳定价格，甚至能让价格趋近商品的本来价值。沃顿商学院金融学教授杰里米·西格尔（Jeremy Siegel (<http://fnce.wharton.upenn.edu/people/faculty.cfm?id=982>))谈到，人们对投机有两种

观点：“一种观点认为，投机机会导致资产或者股票的价格远远偏离它们的内在合理价格。另一种观点则认为，有些投机者比参与交易的其他人更清楚实际价格到底应该是多少……在某些情况下，来自外部的投机者极为精明。”

举例来说，去年，投机者就在欧洲即将陷入金融困境的预期上“投下了赌注”。当时，欧洲各国政府的领导人对这种令人惊恐的预测很不以为然，但是，随着债务危机的爆发，全世界都随之认识到，投机者的判断是正确的。西格尔想知道的是，与之类似的，如果信用违约掉期（credit default swaps）能更公开地交易，投机者在这场金融危机的早期阶段是否会发挥积极的作用。“投机者可能会预见到问题的迫近。”他谈到。

西格尔建议说，监管机构应该强化阻止非法交易实践的法规，并维护交易保证金的标准，以确保投机者主要利用自己的资金参与风险交易。但是，比起解决的问题来，禁止投机交易则会制造出更多问题。“从历史上得出的普遍结论是，尽管投机者偶尔会将某种资产的价格推升得过高或者打压得过低，但是，总体来说，投机者确实增加了市场中的信息数量。”

盖齐对此表示赞同，他认为，监管机构应该确保市场的公平，而不是试图控制投机者。“当汽油价格高企时，消费者确实会大感沮丧，而且也会引起监管者的注意，”他谈到，但是，消除投机行为一定会造成比这种行为的危害糟糕得多的后果。“监管是一定会导致意外结果的。”他谈到。“投机是经济运行的基本方式……高企的价格可能正是供求关系合理而且适当的反映，与道德和品行无关。”