

# 普通商品金融化的形成逻辑

张成思

**[摘要]** 普通商品金融化形成的基本背景是社会资本充裕与金融市场不发达之间存在矛盾，资金所有者由金融市场转向商品市场进行投机或者投资。归纳来看，商品金融化的总体形成逻辑是：流通领域中流通成本的规模效应特性使得流通环节资本集聚，经销商议价权力增加，商品价格升高，形成了商品金融化的基础；以此为基础，商品的文化价值等难以准确定价的价值越多，该商品就越具有金融化的潜力，而不发达的金融市场中民间富余资金可以助推这一潜力的实现；投资该类商品套期保值和抵御通货膨胀的资产配置需求和商品价格上涨预期所引发的投资和投机需求共同推动了普通商品价格的上涨，而价格上涨和交易量的提升又增强了该类商品的流动性，进而提升了该类商品的金融属性和套保投资投机的价值，形成了正反馈下的商品金融化进程。

**[关键词]** 商品金融化；通货膨胀；投资；投机

## 一、问题的提出

商品按照其用途和交易特征可以划分为普通商品和金融品，金融品是资金流转的载体和投融资的工具，其交易市场是金融市场；普通商品则主要用于消费和使用，其交易市场是传统的商品市场。当传统意义上的金融市场不能满足投资和投机需求时，普通商品也可能成为资金流转的载体和投融资的准工具，此时商品金融化现象便开始盛行。与商品金融化过程相伴而生的是金融化标的商品价格的大幅波动，有时这种波动性还会传递到其他市场，带来不可忽视的影响。<sup>①</sup>

普通商品金融化（financialization of goods）是一个相对较新的概念，这一概念不同于西方学界研究的大宗商品金融化（financialization of commodities）或者金融资产证券化（securitization）。后者本质上仍然是金融市场交易。而本文研究的普通商品金融化是发生在普通商品市场上的特殊现象。虽然学界对食品类商品的金融化研究接近普通商品金融化问题<sup>②</sup>，但是这些文献的研究焦点仍然是食品或农产品对应的大宗商品在金融市场上的交易机制，而不是资金所有者对商品市场上特定标的商品的炒作带来的价格波动等一系列普通商品的金融化问题，因此这一分支领域的研究（即食品金融化和农产品金融化）仍然属于大宗商品金融化范畴。

---

作者：张成思，中国人民大学财政金融学院教授，中国财政金融政策研究中心研究员，zhanges@ruc.edu.cn。

\* 本文系中国人民大学科学研究基金“中央高校基本科研业务费专项资金”（17XNLG01）阶段性成果。

① 张成思：《金融化的逻辑与反思》，载《经济研究》，2019（2）。

② G. V. Lehecka. “Have Food and Financial Markets Integrated?”. *Applied Economics*, 2014, 46（18）: 2087-2095; A. Magnan. “The Financialization of Agri-food in Canada and Australia: Corporate Farmland and Farm Ownership in the Grains and Oilseed Sector”. *Journal of Rural Studies*, 2015, 41（1）: 1-12; 张成思：《金融化的逻辑与反思》，载《经济研究》，2019（11）。

事实上,商品金融化领域的研究以大宗商品金融化问题最为常见。大宗商品金融化的定义更加侧重资产或产品的金融属性和金融市场的功能,与普通商品金融化是不同层面的问题。在资产金融化方面,陈志武等提出,随着以美国为代表的金融创新不断发展,越来越多的资产和期货的资金流被转化为金融资本,金融化的实质就是把流动性低的资产转变为流动性高的金融资产。<sup>①</sup>在大宗商品金融化方面,相关文献聚焦于大宗商品对应的期货市场问题。<sup>②</sup>21世纪以来,各种大宗商品价格同步波动在全球范围内引发关注,大规模资金进入商品期货市场,导致价格形成机制被扭曲,其根源是指数投资者的增加。在2000年之前,尽管期货合约被应用于许多大宗产品,但是商品期货价格并不符合典型金融资产的特征。例如,大宗商品价格与股票没有同步性<sup>③</sup>,不同类的大宗商品之间也没有同步性<sup>④</sup>。这些都与典型的金融资产的价格变化截然不同。这种差异意味着大宗商品期货市场与金融市场缺乏关联。而当资金涌入商品期货指数时,商品期货市场出现金融化过程,即商品期货价格与典型金融资产的关联性增强,且不同商品期货价格波动彼此关联。由于金融化过程的出现,大宗商品的价格不再简单地由供给需求关系所决定,而是由一系列金融因素所决定。

不难看出,大宗商品金融化问题主要是基于发达金融市场的实践,或多或少地反映了市场主导型金融体系背景下各界对发达市场“金融化”概念的理解。以美国为代表的西方国家自20世纪70年代之后推行新自由主义政策,放松金融管制,金融业突飞猛进,证券市场以及与之相关的其他金融市场在经济运行中的地位不断提高,甚至独立于实体经济而自我运转。然而,中国的情况与美国不同:美国是证券市场主导型金融体系,而中国是银行主导型金融体系。这种差异决定了在中国银行是最重要的金融机构(至少截至目前如此),信贷而非证券才是最重要的金融工具。而信贷创造过程直接对应的是货币资金,货币资金规模的积累对应社会资本的充裕性,这种资金充裕性与不发达的金融市场(例如金融产品的丰富性较低)之间的矛盾形成了中国普通商品金融化的特殊背景。

遗憾的是,国内文献在讨论商品金融化问题时,也多与西方文献类似,实际上讨论的都是大宗商品期货问题,而非本文研究的普通商品金融化问题。例如,崔明认为大宗商品金融化表现为经济系统或金融市场弱化了可交易商品的实际价值,使之成为可交易的金融工具或衍生金融工具,期货市场上机构投资者的增加带来对商品期货投资的增长,表现为大宗商品价格不断上涨和剧烈波动。<sup>⑤</sup>吕志平认为大宗商品期货价格剧烈波动的原因是大宗商品更多是作为一种投资品而成为国内外投资者逐利的工具。<sup>⑥</sup>孙国茂和陈国文提出,过多的货币导致大宗商品价格上涨,商品期货市场交易机制的完善促使衍生品市场和现货市场逐步金融化。<sup>⑦</sup>罗嘉庆基于近代欧洲大宗商品交易中心的形成过程分析商品金融化对现代金融市场发展的促进作用,实质上仍然是大宗商品的期货交易问题。<sup>⑧</sup>李书彦发现大宗商品金融化包括交易主体金融化和价格形成金融化两个部分,大量投资银行、投资基金、对冲基金和个人投机者进入大宗商品交易市场,参与期货交易的目的逐渐从套期保

① Z. Chen, R. Ibbotson, and W. Hu. "Liquidity as an Investment Style". *Financial Analysts Journal*, 2013, 69 (3): 30-44.

② K. Tang, and W. Xiong. "Index Investment and Financialization of Commodities". *Financial Analysts Journal*, 2012, 68 (6): 54-74; K. Tang, and H. Zhu. "Commodities as Collateral". *The Review of Financial Studies*, 2016, 29 (8): 2110-2160.

③ G. Gorton, and K. Rouwenhorst. "Facts and Fantasies about Commodity Futures". *Financial Analysts Journal*, 2006, 62 (2): 47-68.

④ C. Erb, and C. Harvey. "The Strategic and Tactical Value of Commodity Futures". *Financial Analysts Journal*, 2006, 62 (2): 69-97.

⑤ 崔明:《大宗商品金融化的动因、争议与启示》,载《现代管理科学》,2012(12)。

⑥ 吕志平:《大宗商品金融化问题研究》,载《湖北社会科学》,2013(2)。

⑦ 孙国茂、陈国文:《商品金融化形成机理研究》,载《济南大学学报》(社会科学版),2013(6)。

⑧ 罗嘉庆:《商品金融化与产品定价机制变革——从近代欧洲大宗商品交易中心形成过程谈起》,载《产经评论》,2013(3)。

值转向套取价差。<sup>①</sup>

从本质上说，这些文献都沿袭了西方发达市场视角上的大宗商品金融化和金融资产证券化研究，问题集中于原先用于消耗（短期内消费或长期内摊销）的商品转变为具有价值储藏功能的资产，然后这种资产进一步被证券化，即在流动性和价格波动性上越来越趋向于证券。而从中国的现实情况看，金融化的侧重点在于银行信用扩张与收缩是否以及如何影响商品的金融化程度，或称之为“金融化中的杠杆化”。因此，我们并不强调商品价格变动方式像不像证券，而是引起这些价格变动的因素是不是该市场中信用供给状况发生了变化。同时，金融化是一个趋势相对稳定的演进过程，金融化商品的价格形成机制、交易机制一旦形成，一般不会由于价格的波动而立即中断，正常情况下这个过程是会延续一段时间的。

综上所述，本文阐释的普通商品金融化有两层含义：一是商品的交易机制中金融属性逐渐增强，以至于商品的价格越来越不取决于实体层面的供给和需求因素，而取决于市场中资金量的大小。这里所说的商品的金融属性主要是指商品作为一种资产形式时的特性，这种特性表现为价格由资金规模主导而非商品本身消费属性的供求关系决定。交易机制中的金融属性是指持有商品的主要目标不是为了消费而是为了获得保值、增值和资金融通等功能，商品不是作为商品在交易，而是这种商品的所有权被作为一种金融资产，购买的目的是为了转售所有权获利而非使用商品本身。因此，价格绝对量的变动并不能看出一种商品是否在经历金融化，例如“洛阳纸贵”典故中的纸张，在没有引入名人作序之前，其价格的变动反映的是商品供需层面矛盾导致的价格变化。

有一些普通商品，短期内符合第一层次的定义，体现出了很强的金融属性，但是过程是非常不稳定的，很容易退回到一般商品状态。例如，生姜、大蒜的金融化非常不稳定，无法形成被广泛接受的金融合约，一旦资金撤出，金融化过程就会中断。商品期货采用标准化合约，多边可接受性强，尽管价格可能大起大落，但交易机制是规范稳定的。房地产虽然自身流动性较低，但是在中国房地产是一系列现有或潜在权利的载体，它代表着土地长期（70年）的使用权、房地产周边资源的享用权、城市未来发展的地价升值空间等，作为一种资产在全社会具有广泛的可接受性。房地产价格是诸项权利的变现，以房地产为基准资产的金融化，过程是稳定前行的，并不会因为投机泡沫破灭而出现逆转。

如果我们把研究的视角拉伸得足够长，会看到近年来出现的葱姜蒜金融化现象早在中国宋代就有类似的事情发生，只不过当时炒作的对象不是葱姜蒜而是粮食作物。更进一步，如果我们把视角放得足够宽，则会发现商品金融化不仅发生在农产品和粮食作物层面，古今中外多种商品都曾出现过金融化现象。例如，早在中国西晋时期就有“洛阳纸贵”所描述的纸张金融化事件，清朝发生过生丝金融化，新中国成立之后的改革开放初期出现过君子兰金融化事件，而中国的君子兰金融化事件竟然与三百多年前著名的郁金香泡沫如此相像。我们进一步梳理中国改革开放之后的各类商品投机炒作事件发现，改革开放至今四十多年，商品金融化事件一件接一件、一波接一波，从低端的葱姜蒜到高端的房地产，从曲高和寡的玉石到雅俗共赏的普洱茶，从身材娇小的邮票到制作精美的紫砂壶，从冬虫夏草到国酒茅台，俨然形成了中国普通商品金融化的行业潮涌现象。

本文通过探讨上述经历金融化的普通商品的市场价值的特点和流通环节的特性，总结普通商品进入金融化过程的整体逻辑：以资本进入流通环节试图垄断利润为契机，商品抵御通货膨胀的功能以及部分商品特性导致的价格上涨预期，共同推动了商品价格上涨；价格和交易量的上涨增强了流动性，吸引了更多金融投资者，形成了金融化的正反馈进程。各类商品的金融化逻辑既存在差异又具有内在一致性。本文通过对商品金融化的界定和典型事件中商品金融化逻辑的提炼，为深入理解

<sup>①</sup> 李书彦：《大宗商品金融化对我国农产品贸易条件的影响》，载《农业经济问题》，2014（4）。



中国经济运行过程中出现的商品金融化问题及其重要含义提供基础,为针对相关市场发展的宏观政策和产业政策调控提供依据。

## 二、普通商品金融化的典型案例

前文指出,普通商品金融化的逻辑与已有研究存在微妙联系和本质差别。国外文献很少涉足普通商品金融化问题,原因可能是发达国家的金融市场已经比较完善,度过了普通商品被投机炒作进而形成金融化过程的阶段。综合来看,国外的主流文献几乎毫无例外地将金融化集中于大宗商品的期货交易以及金融市场的资产证券化问题。国内以“商品金融化”为主题的学术研究也比较少,而少数提及商品金融化的文献所说的“商品”实际上还是有期货交易市场的“大宗商品”,而不是我们所研究的“普通商品”。例如,罗嘉庆虽然在开始部分提到越来越多的商品具备了金融属性,但是从正文中的具体内容不难看出,其所说的金融属性仍然是依托于大宗商品市场的期货交易属性,而非本文提出的普通商品金融化的特征。有意思的是,罗嘉庆甚至认为商品金融化是欧洲发达金融市场形成的重要动因。<sup>①</sup>不过,这种结论多少有些武断和偏颇,商品金融化对金融市场的影响主要还是集中于金融衍生品市场中的期货交易。在我们看来,商品金融化的重大意义更在于其贯通了商品市场与金融市场的价格形成机制。

特定商品之所以被金融化,是因为在特定历史时期和特定经济发展环境下,其具备金融化的特质,具有被金融化的条件。不管哪种商品,其金融化过程都蕴含着特定的金融化逻辑。接下来,以金融化的代表性案例为主体,以普通商品金融化的历史演进逻辑为主线,分别阐释不同历史时期具有代表性的商品金融化案例。

首先,中国西晋时期“洛阳纸贵”的典故可以作为古代商品金融化的首个案例,根据历史资料,通过分析“洛阳纸贵”事件中纸张价格大幅上涨的各种动因,可以发现此次纸张金融化过程中的关键因素是外生冲击,即名士作序推荐作品,而不涉及投机资金的炒作。当然,当时纸张制造技术的限制和信息传播效率的低下也是导致纸张价格出现大幅波动的原因。“洛阳纸贵”中的名士作序效应,可能潜移默化地带动了后来图书作品在制作和销售环节引入名士推荐的做法,众多图书在封面出现名人或者影响力人物的推荐,而这种推荐在实践中似乎确实能够促进图书作品的销售。从这个角度看,“洛阳纸贵”的外生冲击理念已经深入人心,古今中外,概莫能外。

其次,从商品金融化视角重新审视中国宋代出现的粮食投机问题,可以发现,粮食金融化的过程,与投机资金的流入紧密相关。由于投机资金的进入,粮食市场的需求已经从单纯的消费需求演变成消费和投资需求并存的状态。宋朝粮食金融化的过程,具有一定的资本密集度、较低的市场杠杆率、一定的资产流动性、较高的价格波动性和相对较高的过程稳定性特征。应该看到,宋朝的粮食能够逐步金融化,除了粮食具有刚性需求以及特定时期供不应求等特征外,还与中国宋代经济发展较快、民间积累了一定货币资本有重要关系,充沛的货币资本与有限的金融投资渠道推动了粮食成为金融化的标的产品。当然,宋朝当时的粮食政策和频发的战争也使得居民持币意愿不高,更倾向于追求保值增值且易于变现的实物资产,这也是促成粮食金融化的原因。

再次,我们考察中国清朝时期发生的生丝金融化案例。这一事件的代表人物是“红顶”商人胡雪岩。中国1881—1883年的生丝金融化过程,将商品投机与资本垄断在商品金融化过程中的作用表现得淋漓尽致。对生丝金融化的逻辑进行梳理可以看到,在特定环境下,生丝的价格波动主要受到市场资金影响,胡雪岩只是市场上众多投机资本家的代表。特别有意思的是,在生丝市场价格决定权争夺的胶着时期,生丝出现了产销两地价格倒挂的现象,足以说明该商品的金融(投资/投机)

<sup>①</sup> 罗嘉庆:《商品金融化与产品定价机制变革——从近代欧洲大宗商品交易中心形成过程谈起》,载《产经评论》,2013(3)。



属性已经占据主导地位。然而，当投机资本纷纷撤离之后，生丝市场一蹶不振，价格也大幅下跌，说明生丝商品金融化的程度还比较低，金融化过程的稳定性不高。

接下来，我们分析 17 世纪荷兰的郁金香金融化和 20 世纪 80 年代发生在中国东北地区的君子兰金融化过程。发生于 1636—1637 年的荷兰郁金香狂潮一直被视为投机泡沫的代名词，甚至一直被视为有历史记载的首次金融泡沫。郁金香的投机炒作过程，属于典型的普通商品金融化案例。从本质上看，当时荷兰商业经济的极大发展为郁金香金融化提供了资金基础，而郁金香繁殖过程的独特性成为其金融化的重要原因。但从历史资料中仔细搜寻郁金香投机前后的经济历史情况，似乎并不能确定郁金香被作为金融化的标的商品的最初动因，究竟是社会名流对郁金香时尚的追求带动资本进入，还是投机商人进行投机炒作使得郁金香成为商品金融化的对象。不过可以明确的是，郁金香金融化为深入理解商品市场价格与金融市场产品价格形成机制的互动关系提供了巧妙的切入点。我国 20 世纪 80 年代发生了君子兰金融化事件。至少在标的商品的外观上，君子兰与郁金香非常相似。甚至有理由相信，君子兰金融化的开端是投机者受到了郁金香投机热潮的启发。君子兰金融化带有浓重的政府推动色彩，是当时政府推动“窗台经济”的典型案例。

与君子兰金融化相比，当时的邮票金融化现象可能更鲜为人知，不过却是中国 20 世纪 80 年代开始的很有代表性的金融化事件。邮票金融化经历了多次周期性变化，邮票金融化的历程在相当程度上反映了我国金融市场的发展历程。当各地割裂的金融市场逐渐统一，投资标的范围扩大、限制减少，邮票从实用商品金融化、艺术品金融化的低金融化状态，发展至有一定规模的游资投机炒作性质的金融化，乃至近年来电子邮币卡等类似于股票或现货市场的中等金融化，其金融化发展程度由浅入深，从一定程度上反映了我国金融市场的发展和社会资金状况的变化。

另外，艺术品金融化是 21 世纪以来的典型案例。例如，书画作品、玉石、紫砂壶、小叶紫檀和佛珠饰品的金融化过程，都可以粗略地归纳为艺术品金融化。从商品金融化分层角度看，其金融化的层次可能都要略低于邮票。不过，这些商品金融化案例主要都出现在我国的经济快速发展阶段，而且与中国文化和中国元素联系得非常紧密，具有典型的中等层次商品金融化特征。

与艺术品金融化不同，茶品、中草药、小宗农产品和白酒是更常见的消费品，这些普通消费品的金融化暗示出市场中行业资金的潮涌特征。白酒金融化以茅台酒最为突出，并且是伴随着股票投资渠道开启的；而葱姜蒜等现代小宗农产品的金融化似乎又呼应了宋代粮食金融化案例。不过，现代小宗农产品的金融化过程反映出市场上小规模资金对局部市场的把控或者垄断，其存在程度和影响范围都不同于宋代粮食荒背景下的较大范围的粮食金融化过程。

最后，比特币金融化和房地产金融化将商品金融化层次引向更加复杂和高端的金融化交易。比特币是利用复杂算法产生的一串代码，不同于黄金，本身不具有自然属性的价值，因此也可以视为虚拟货币，具备一定技术价值，是一种资产。<sup>①</sup> 因此，对于比特币的投机炒作，导致比特币价格的剧烈波动，仍然属于商品金融化的范畴，只是比特币的金融属性较普通消费品更高。房地产属于真实资本品，房地产市场的杠杆率和资金密集度都很高，而自 2000 年之后中国房地产市场的投机行为比较盛行，从而形成了波澜壮阔的房地产金融化现象。

### 三、普通商品金融化的理论机制

普通商品金融化是普通商品向金融品演化的过程，这一过程表现出如下几个方面的变化：资本

<sup>①</sup> 虽然个别国家将比特币定义为一种货币（如英国），但是多数国家并不认为比特币是一种货币：根据 2013 年中国人民银行等五部委发布的《关于防范比特币风险的通知》，比特币被定位成虚拟商品；美国商品期货交易委员会将比特币定义为大宗商品；瑞典和德国则坚持认为比特币是商品而非货币。

密集度、市场杠杆率、资产流动性、价格波动性和过程稳定性。本节的理论分析框架主要着眼于普通商品金融化过程中商品价格和流动性的变化。

通过信息最简单的、金融化程度最低的商品类型可以理解普通商品金融化进程出现的契机,理解资本为何涌入商品流通环节而非推动生产与消费环节的价格上涨。使用价值明确、需求价格弹性较低的商品的价格相关信息是较为完全的,而其中即时出清、当期生产当期消费的商品更为基础、简单,适合作为分析资金涌入这类商品市场的流通环节的原因的出发点。

如果价格相关信息完全、即时出清、当期生产当期消费的商品的流通环节规模效应明显,那么流通环节的单位成本将随着规模的增加而减少,这一市场中经销商的竞争将从完全竞争逐渐变成寡头甚至垄断,经销商开始在议价过程中占据优势地位。生产者与经销商之间、消费者与经销商之间,经销商的不完全竞争使其均处于定价优势的地位,获得更高的流通环节的利润。注意,这里经销商与生产者交易的商品买入价和与消费者交易的商品卖出价的价差,应不大于生产者与消费者直接交易的交易成本,否则生产者与消费者将直接交易。

进一步,对于价格相关信息完全但不是即时出清的商品,如农作物某季收获但是全年均有消费,处于垄断地位的经销商可以获得更高的买卖价差。宋代粮食金融化过程中,经销商的垄断定价地位尤为明显。因为粮食的生产者和消费者之间的交易成本极高,所以粮商的获利空间很大。又因为经销商可以存储粮食,但消费者必须持续消费粮食,生产者需要在某个时点前出售粮食以缴纳税项,所以经销商利用自己的较高贴现率和耐心,低价收购农民出售的粮食,寻机高价出售给消费者。

上述对使用价值明确、需求价格弹性较低的普通商品的分析,也可以推广至更复杂情形下的一般商品,展现了资本进入流通环节推动商品金融化的契机和基础。但是,根据张成思等对普通商品金融化的分析,商品金融化是分层次的,处于高层次金融化的商品将具有更多金融属性,不难发现仅因垄断定价导致的商品的高价格等原因并不足以实现低等程度以上的商品金融化。<sup>①</sup>孙国茂等认为期货商品市场中资金的增多是期货商品金融化发生的根本原因<sup>②</sup>,但是将这一解释应用于普通商品金融化时,无法解释民间资金涌入普通商品市场引发的是分层次的商品金融化而非通货膨胀。民间资金涌入商品市场之后,没有形成商品价格的全面上升即通货膨胀,而是在某些具有特殊性质的商品载体上实现了价格水平的波动性增加乃至金融化,这与商品本身的属性有关。如果某类商品市场的价格发现功能不足,或者该类商品的价值主要是文化价值等难以准确估价的无形价值,商品的价格就难以确定,表现出更明显的波动性。又考虑到中国市场中资金对投资目标的迫切需求,该类商品的金融化程度往往更高,表现出更多金融属性。

普通商品的市场价值基础是消费或者使用价值,消费普通商品所能得到的效用是商品具有价格的保障。而如果将商品视为金融资产,可以将其视为未来某时刻获得一次性支付的金融资产。孙国茂等认为投资者参与商品市场投资商品这类“金融资产”,目的包括:抵御通货膨胀、对冲风险、优化投资组合。<sup>③</sup>

特定普通商品可以具有抵御通货膨胀的功能,以商品为基础资产的合约也往往可供进行套期保值的操作,因此可以被视为抗通胀风险、套期保值的金融资产,是普通商品进入金融化进程的重要原因之一。一般而言,如果不考虑存储成本和生产技术进步所造成的贬值等因素,投资于普通商品的投资组合不会随着通货膨胀而贬值。在中国存在通货膨胀压力、资本市场和商品市场均不发达的情况下,抗通胀特质使得商品在投资者眼中备受青睐。

特定普通商品除了应对通货膨胀的作用之外,还能够满足投资和投机的需要,这是推动具有无

① 张成思、刘泽豪、罗煜:《中国商品金融化分层与通货膨胀驱动机制》,载《经济研究》,2014(1)。

②③ 孙国茂、陈国文:《商品金融化形成机理研究》,载《济南大学学报》(社会科学版),2013(6)。

形价值的普通商品金融化的另一个重要原因。对商品价格的上涨预期引发新一轮的价格上涨，这一资本追逐利润的过程是这类商品金融化的重要理论逻辑。

在宏观经济稳定增长的环境中，收入需求弹性较高的商品的需求提升将更多，价格上涨的空间也更大，因此保健食材、白酒、艺术品等商品具有长期的价格水平上升的趋势。市场对于这些商品的价格水平有上升预期，这驱使经销商等角色进行资本运作，提前进入这一行业甚至进行大规模的购买、囤积以获得这类商品价格上涨的利润。由于资本市场、商品市场不发达以及对未来产量与盈利的估计不准确，商品价格上涨程度过高，使得价格波动性急剧增加。

保健品、酒、艺术品等的价格上涨预期实际上具有一定基础，只是不完全市场的定价使得价格剧烈波动，长期来看，这些商品的价格确实应该温和地上涨。但是另外一部分商品，以郁金香、君子兰、比特币为代表，其价格上涨的预期缺乏经济学基础，价格上涨浪潮中泡沫的成分更大。郁金香、君子兰的观赏价值不具有明显的可替代性；而比特币更是缺乏足够的使用价值，毒品、军火等非法交易结算经常是推动比特币价值变化的基本面因素<sup>①</sup>。这些商品的价格上涨预期更多是媒体宣传报道的结果，因此价格暴涨暴跌的程度更甚。

无论是收入需求弹性较高的商品的价格水平随着宏观经济发展上升的预期，还是宣传报道引起的公众对某类商品追捧的价格上升预期，都推动了商品价格的上涨和交易量的增大，而商品流动性的增加又会推动商品抵御通胀、套期保值和投资作用等金融属性凸显。周丽娜认为，金融资源的富集作用是商品金融化的内在动力，商品金融化以经济和金融发展到一定阶段为前提，更本质的原因在于金融资源的丰富，在现有的金融资源下，原先金融属性较差、金融价值不被人发现的商品，它的金融属性得到了改善，开始具备金融价值，也因此具备了金融化的前提，而这种商品的金融化又丰富了金融资源。<sup>②</sup> 这时，商品的价格波动因素会明显地受到银行信用扩张与收缩的影响。

在这类“预言自我实现”式的金融化进程中，普通商品的资本密集度升高，价格波动性增大，流动性增强，逐渐承担金融品的属性。当某类商品市场出现了规范化的现货或者期货交易机制，流动性极高，能满足投资者套期保值和投资需求的交易愿望时，可以认为该类商品进入了相对更高层次的金融化水平。而房地产是比较特殊的较高等级金融化的商品，其高流动性主要表现在抵押融资功能上。除了房价上涨预期催生的楼市高涨的价格波动、房地产企业大规模融资的资本密集和高杠杆等因素，房地产金融化的重要表征之一在于企业使用房地产进行抵押贷款，房地产的抵押品属性成为另一种意义上的高流动性的表现。

图1演示了普通商品金融化的演进过程：流通领域中流通成本的规模效应特性使得流通环节资本集聚，经销商议价权力增加，消费者购买的商品价格升高，资本涌入流通环节形成了商品金融化的基础；以此为基础，商品的文化价值等难以准确定价的价值越多，商品就越具有金融化潜力，而不发达的资本市场中民间富余资金推动了这一潜力的实现；投资该类商品进行套期保值和抵御通货膨胀的资产配置需求和商品价格上涨预期所引发的投资投机需求共同推动了普通商品价格的上涨，而价格上涨和交易量的提升又提高了该类商品的流动性，进一步提高了该类商品的金融属性和套保投资投机的价值，形成了正反馈下的商品金融化进程。

普通商品金融化的过程总体上表现出“轮动”和“潮涌”的特征，大多数金融化的普通商品价格迭起骤落。这是由于普通商品金融化进程发展到一定阶段会呈现出较高的收益水平，吸引了以投机盈利为目的的市场主体涌入并进一步推高商品金融化的水平，但当商品价格达到较高水平之后收

<sup>①</sup> S. Foley, J. R. Karlsen, and T. J. Putnins. "Sex, Drugs, and Bitcoin: How Much Illegal Activity Is Financed Through Cryptocurrencies?". *The Review of Financial Studies*, 2019, 32 (5): 1798-1853.

<sup>②</sup> 周丽娜：《金融资源的富集作用与商品金融化》，载《金融理论与实践》，2007（5）。



```

graph LR
    subgraph Top_Path [ ]
        direction LR
        T1(( )) --- T2(( )) --- T3(( )) --- T4(( ))
        T1 --- B1[流通环节规模效应导致垄断  
生产消费时间的不匹配导致  
经销商双向垄断]
        T2 --- B2[抵御通货膨胀和套期保值需求  
对商品价格上涨的预期推动价格  
上涨并进一步推高需求]
        T3 --- B3[正反馈：流动性的增强  
进一步提高投资意愿]
    end

    subgraph Bottom_Path [ ]
        direction LR
        B4(( )) --- B5(( )) --- B6(( )) --- B7(( ))
        B4 --- B4B[以博取高额收益为目的的金融  
化进程参与者比例降低，  
以抵御通胀和维持流动性为  
目的的市场参与者占据主要  
地位]
        B5 --- B5B[收益水平降低，部分  
金融化参与者抛售]
        B6 --- B6B[高收益吸引投资者不  
断涌入金融化过程]
    end

    T4 -.-> B7
    B7 -.-> B4
    B4B -.-> B5B
    B5B -.-> B6B
    B6B -.-> B7

    T1 --- L1[普通商品市场]
    T2 --- L2[商品金融化的基础：  
资本涌入流通环节]
    T3 --- L3[商品价格上涨，交易量提升，  
金融属性增强]
    T4 --- L4[商品金融化程度  
进一步增强]

    B4 --- L5[商品流动性高于  
金融化进程开始  
之前，金融化趋  
于稳定]
    B5 --- L6[商品价格降低，  
本次金融化浪潮发生回落]
    B6 --- L7[商品价格达到较高水平，  
收益率降低]
    B7 --- L8[足够多的市场主体  
参与金融化进程]

    L2 --> C1[商品金融化潮涌]
    L3 --> C1
    C1 --> L4
    L6 --> C2[商品金融化潮涌]
    C2 --> L5
  
```

普通商品市场

商品金融化的基础：  
资本涌入流通环节

商品价格上涨，交易量提升，  
金融属性增强

商品金融化程度  
进一步增强

流通环节规模效应导致垄断  
生产消费时间的不匹配导致  
经销商双向垄断

抵御通货膨胀和套期保值需求  
对商品价格上涨的预期推动价格  
上涨并进一步推高需求

正反馈：流动性的增强  
进一步提高投资意愿

商品金融化潮涌

商品金融化潮涌

以博取高额收益为目的的金融  
化进程参与者比例降低，  
以抵御通胀和维持流动性为  
目的的市场参与者占据主要  
地位

收益水平降低，部分  
金融化参与者抛售

高收益吸引投资者不  
断涌入金融化过程

商品流动性高于  
金融化进程开始  
之前，金融化趋  
于稳定

商品价格降低，  
本次金融化浪潮发生回落

商品价格达到较高水平，  
收益率降低

足够多的市场主体  
参与金融化进程

图 1 商品向不同层级金融品的演化过程

根据上述演进过程,我们可以得到如图 2 的以供给和需求为框架的商品金融化理论逻辑。金融化之前的普通商品供给曲线为  $S$ , 需求曲线为  $D$ , 供需平衡点处于  $E_1$ , 均衡价格为  $P_1$ 。由于资本进入流通环节, 流通环节的垄断导致商品供给受到操控, 供给曲线  $S$  向左移动, 移到新的供给曲线  $S'$ , 新的均衡点为  $E_2$ , 市场价格从  $P_1$  上升至  $P_2$ , 这时商品价格提升的原因是金融化进程中产量减少。前文介绍的商品类型中, 粮食、生丝、小宗农产品的金融化过程主要是由供给减少的原因驱动的, 而房地产的价格同样受到了地方政府对土地供给限制的重要影响。

同时，由于某类商品本身的特质（例如集聚历史文化信息的特定商品），一方面投资者有抵御通货膨胀的投资需求，另一方面宏观经济长期增长趋势或者媒体情绪渲染导致该商品价格出现上涨预期，推动需求曲线向右移动到  $D'$ ，达到新的均衡点  $E_3$ ，对应的市场价格  $P_3$  比  $P_2$  更高。此时商品价格提升的动因是金融化过程中的需求曲线扩张。邮票、书画作品、紫砂壶、玉石、红木、保健品和白酒是收入需求弹性较高的商品，具有较高的、较难定价的文化价值，长期来看具有价值上升的预期，郁金香、君子兰、星月菩提饰品和比特币具有明显的媒体宣传效应。绝大部分金融化商品都需要经历资金进入流通环节、商品价格偏离供需关系决定的价格的过程，预期推动需求的作用非常明显。

另外，随着价格上涨，预期推动需求的效果进一步凸显。供需两方面的变化导致资本大量迅速地流入流出，使得这一普通商品的价格序列表现出金融资产的特点，即该市场更加强调收益率而非使用价值的价格基准。这时，金融化的普通商品的价格向对数正态分布靠拢，而这类右偏的分布的特点就是持有者承担有限损失的可能性时却能够博取较高收益，投机者自然更是乐此不疲，这又使得市场对正在金融化的普通商品的需求量愈发超越了正常需求量（图2中均衡点由  $E_3$  向  $E_4$  移动）。

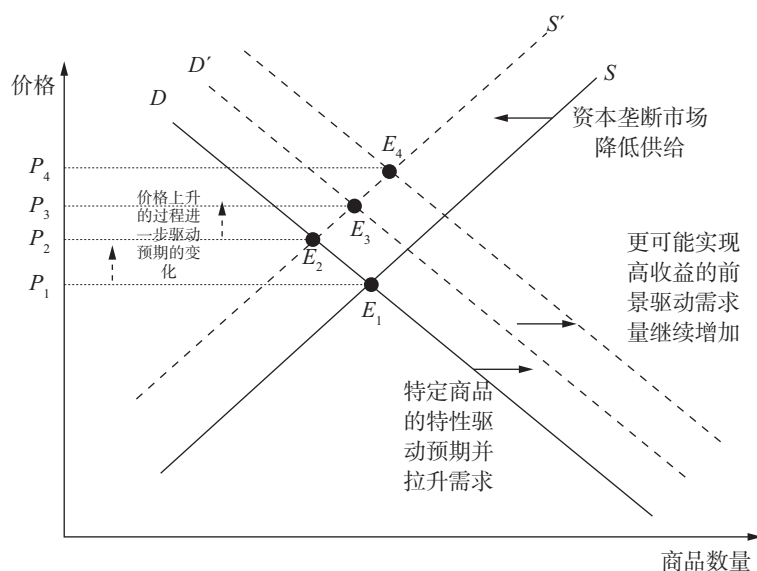


图2 商品金融化的理论基础：供给与需求视角

#### 四、普通商品金融化逻辑的分歧与一致

##### (一) 形成逻辑的分歧

商品金融化逻辑的分歧反映在金融化分层的差异上，即不同的金融化商品在是否有刚性需求、是否有实用价值、是否有文化因素、政府是否干预和金融化过程持续的时间与影响五个方面存在差异。

第一，标的商品的需求弹性不一致。商品的需求弹性是指在一定时期内商品需求量的相对变动对于该商品价格的相对变动的反应程度。由于不同商品可以在不同层面满足人们的需求，而人们对不同需求产生满足感的重要性排序不同，因此标的商品的需求弹性具有很大差异。通常来讲，与人的生存息息相关的商品，其需求弹性相对较小，比如粮食、现代农产品、生丝等；而与人们精神、文化生活相关的商品，其需求弹性相对大得多，比如纸张、书画作品、玉石、紫砂壶、小叶紫檀、佛珠饰品等，因为只有在满足最基本的温饱问题后，人们才会开始考虑收藏、艺术鉴赏等。此外，标的商品的需求弹性还会受到不同时代的文化、意识形态等因素的影响。

第二，标的商品的实用价值不一致。实用价值是指商品拥有的能够实际使用的价值。值得一提的是，这里谈到的“实际使用的价值”和政治经济学中经常提到的“使用价值”具有一定区别。使用价值是一切商品都具有的共同属性，任何物品想要成为商品都必须有可供人类使用的价值，毫无使用价值的物品无法成为商品。因此，这里谈到商品就默认其一定具有使用价值，而将实用价值定义为一种能够满足大部分人最基本需求的性质。可以认为，粮食、现代农产品、中草药等商品具有更高的实用价值，而邮票、艺术品、郁金香等商品由于仅满足少数人的更高层次需求，其实用价值相对较低，但其收藏价值和观赏价值则相对较高。

第三，标的商品蕴含的文化因素不一致。商品的文化因素是指一般商品在生产和交换过程中凝结在劳务中的人文价值。富有文化因素的商品的生产过程中，生产者将其审美观念、情感哲学、道德精神物化于商品和劳务之中，并随着商品的交换将上述属性让渡给消费者，使消费者获得更高层次的满足。由于不同商品的生产方式和基本属性不同，其文化因素也有着显著差异。以粮食为例，在传统意义上粮食的主要用途是食用，而食用以外的用途则发展的不多。虽有文学作品，如《悯农》中著名的“谁知盘中餐，粒粒皆辛苦”为粮食赋予了“来之不易”等文化特征，但农民在从事

粮食生产过程中并未将其审美观念等物化在粮食中,因此可以认为粮食的文化因素较少。与粮食相比,纸张具有更多的文化因素,自东汉蔡伦改进造纸术以来,纸张经历了上千年的发展。纸张作为载体在文化传播过程中起到了不可磨灭的作用,可以认为造纸过程实现了文化因素的传递。艺术品是一类具有较多文化因素的商品,在生产过程中,无论是书画作家还是生产和加工小叶紫檀的匠人,其思想和劳动都凝结到商品内,并在消费者观赏、收藏的过程中实现其文化因素。

第四,标的商品受到的政府干预不一致。政府干预是指政府凭借其政治地位采用行政手段对国民经济进行总体管理和分类调节。在我国的历朝历代,政府为了维持其经济、政治地位,均会对不同商品和市场进行管制和干预。以粮食为例,由于粮食是百姓生活中不可或缺的商品之一,因此历朝历代的中央政权均对粮食价格加以管制。如果放开粮食价格管制,商人为了牟利就会进入粮食市场进行投机炒作,导致粮食价格在短期内暴涨暴跌,不利于国民经济的发展和社会稳定。我国20世纪80年代从长期的计划经济体制过渡到市场经济体制时就经历了通货膨胀,而如今在粮食价格管制上还多少保留了当年计划经济时代的特色。我国的房地产市场也在政府的干预和调控下发展。20世纪四五十年代,我国进行土地改革,对土地制度做出一系列重大调整,包括税收制度、产权制度和土地使用制度等。房地产开发中土地是重要的资源,土地收归国有意味着政府可以对房地产行业进行强有力的控制。此外,政府还通过信贷、货币、户籍等多种方式对房地产市场进行调控,事实上,历次商品房的价格波动也大多与政策变化有关,且呈现很强的顺周期性。与上述两种商品相比,对国计民生缺乏重要影响的大部分消费品、相对少数人关注的艺术品却没有受到严格的政府干预,这些商品的生产、流通和交易等环节也更多地体现出市场化的特性。

第五,金融化持续时间和影响范围不一致。由于不同商品在需求弹性、实用价值等方面相差甚远,因此其金融化的持续时间和影响范围也存在较大差异。首先,商品金融化持续的时间受到人们对该商品熟悉程度的影响,且随着熟悉程度的加深,金融化持续时间有缩短的趋势。以邮票为例,传统邮票市场的三次主要价格起落中,第一次持续了两年,第二次持续了半年,而第三次上涨却仅仅持续了几个月,这表明随着人们对邮票这一商品价值的理解加深,更容易形成一致的预期,多空博弈的强度减小缩短了金融化的持续时间。其次,商品金融化的持续时间受到商品流通速度的影响,且随着商品流通速度的加快,金融化的持续时间缩短。仍以邮票为例,在我国开通邮票电子盘交易后,邮票电子盘的价格涨跌周期以月计数,邮票价格波动剧烈,资金的涌入和退出也接连不断,流动性的增加降低了商品的交易成本,也缩短了信息的传递时间,市场变得更加有效。

与金融化持续时间相比,普通商品金融化的影响范围更多地受到地区经济发展、人民生活水平和风俗习惯的影响。农产品、房地产等商品的需求面广、影响范围大,而艺术品金融化影响的则主要是高净值人士,范围相对较小。商品金融化的影响范围还会受到商品单价、购买难易程度等因素制约。以邮票为例,虽然其并非生活必需品,但单价低且便于购买(在特定历史时期),因此公众有富余资金可能会考虑购买邮票进行投机或保值,所以历史上邮票金融化影响的人群范围相对较大。

## (二) 形成逻辑的一致性

唯物辩证法中矛盾是对立统一的,商品金融化的逻辑在出现分歧的同时,也必然存在诸多一致性,这体现为金融化标的商品在供给、需求、价格形成机制等方面具有共同特性。

第一,标的商品一般具有某种独特属性,至少是在一定范围内存在稀缺性,或者可以形成垄断市场。垄断市场中生产者和销售者的数量相对较少,产品可替代性较差,且其他厂商进入该行业都较为困难。因此,在这样的市场环境中,垄断厂商可以操纵市场价格。从不同商品的金融化案例来看,无论是作为现代农产品的葱姜蒜,还是作为资本品的房地产,其金融化过程均始终伴随着商品的稀缺。例如,葱姜蒜的炒家为了获取投机利润而囤积居奇,人为造成市场上该商品的短缺,而且



葱姜蒜等商品的产地相对集中，短时间内无法通过其他渠道补充货源，这就造成了现代农产品出现金融化迹象。而在房地产市场中，国家通过垄断土地并采用行政手段调节生产和销售，比如通过销售备案价的方式指导销售价格，这使得在某一价格水平下土地、房产成了稀缺性商品，这为房地产的金融化提供了有利条件。从博弈的角度来看，某些生产者或消费者对市场的完全或部分控制在商品金融化的形成过程中至关重要，因为若市场是完全竞争的，买卖双方的力量大体相当，价格不会长期偏离均衡值，因此金融化的出现必然是买卖双方力量出现偏差，至少是短期失衡的结果。

第二，大多数情况下，投机是商品金融化的开端。无论是计划经济时期的投机倒把，还是现代经济中的套利，投机现象始终存在于经济过程中。长期以来，我国的经济增长模式为高储蓄、高投资和高出口。但产出大幅增加的同时，各类生产要素市场发展较为落后，最终造成了市场分割的现象，大部分商品的金融化程度较低，为金融投机、价格炒作创造了条件。但各类金融市场的交易主体、中介机构追求短期利益最大化，并不按照经济的实际需求对金融工具进行创新，导致金融投机过度。这里仍以葱姜蒜为例，在具备价格上涨预期时，投机者出现惜售的行为，即将本应供应到市场上的葱姜蒜囤积起来，待商品价格达到或超过其预期后再出售，这时市场上的有效供给减少，在需求不变的情况下价格就会上升；但商品价格并非无休止地上涨，当价格上涨到一定程度后，便停止上涨，甚至开始下跌，此时投机商为了确保利润便大量出售库存商品，这使得市场上的商品供给量突然增大，价格的下跌速度也加快。实际上，在金融工具并不发达的时代，投机行为就已经十分盛行，17世纪荷兰的郁金香泡沫便是典型案例。

第三，标的商品的价格在短期内出现大幅波动，价格形成机制发生扭曲。商品金融化过程往往伴随着资金的快速大量涌入和流出，而在蓄水池容量有限的情况下，往复运动的资金会导致标的商品的价格出现较大幅度的波动。在正常情况下，商品的价格是由其供给和需求决定的，供给曲线和需求曲线的交点决定了商品的价格和交易量。而在资金大量涌入的情况下，由于出现价格上涨的预期，商品的需求扩大，进而在供给不变的情况下抬升了价格。但这种基于预期的价格上涨并不是建立在消费者的实际需求上，因此形成的价格并不十分稳定，而表现出较高的波动性，产品的定价机制发生了扭曲。可以看出，在金融化过程中，受供给、需求和预期等因素的影响，商品的价格在短期内出现大幅波动，价格形成机制也发生了扭曲。

第四，经济繁荣和商业发达是商品金融化的一致性背景。纵观商品金融化出现的时间点，其所在时期均表现为区域经济繁荣和商业发达。如宋朝的粮食投机，正是在宋朝商品经济空前繁荣的情况下出现的，当时宋朝的经济体制十分先进，是我国最早使用纸币等金融工具的朝代，这样就不会因为缺少流通工具产生通货紧缩。此外，宋朝文武分治，行政体制先进，文官中涌现出了一批对经济较为精通的人才，这也在客观上促进了经济发展。发达的经济社会中人们对商品背后经济规律的理解更加深刻，部分商人懂得囤积居奇可以获得高额利润，因此便时刻寻找投机获利的机会。再如荷兰的郁金香泡沫，其产生的背景也是17世纪荷兰商品经济的繁荣发展。

## 五、结论

普通商品在资本炒作背景下逐渐向金融品演化，从而出现金融化现象。普通商品金融化的形成逻辑与资本规模、金融体系格局和金融市场发达程度都具有紧密联系。本文基于普通商品金融化的典型特征和历史上的典型事件，对普通商品金融化的形成逻辑进行了系统阐释。从本文的研究可以看到，普通商品金融化蕴含两层含义：一是普通商品交易机制的金融属性逐渐增强，导致商品价格的决定机制偏离产出层面的供给与需求因素，而更多地取决于对应市场的资金规模；二是商品交易中普通商品不再是传统意义上的交易标的，而是把对应商品的所有权视为一种准金融资产，购买商品的目的也不再是商品本身，而是转售所有权获利。

判断普通商品金融化的程度高低,可以从对应商品的资本密集度、市场杠杆率、资产流动性、价格波动性和过程稳定性等指标来考察。一种普通商品开始金融化,可能是以上指标都显著变化,也可能只具备其中的某一些特征。基于这些指标刻画普通商品向金融品转化的过程就是金融化的过程,这个过程的逻辑内涵是资本的逐利性。因此,从一定程度上说,普通商品金融化是投机者在商品市场追求极致利润的结果。不过,并非所有普通商品都能成为金融化的标的。基于本文归纳的历史上的典型金融化案例可以看到,金融化标的商品一般具有某种独特属性,至少在一定范围内存在稀缺性,或者可以形成垄断市场。本文认为,投机是普通商品金融化的开端,商贸繁荣是不同历史时期各种普通商品金融化的一致性背景,而金融市场不能满足投机和投资的需求则是普通商品金融化的深层次诱因。

总之,普通商品金融化暗示出金融在经济运行中的重要性不断提升,反映出商品交易的极度活跃性,本质上都是资本逐利天性的必然结果,当然也更深层次地折射出传统商品市场交易范式微妙的结构性变化。这些微妙变化表明,普通商品金融化发展过度有可能会给实体经济带来负面冲击,这些负面冲击既包括增加商品市场的波动性,也包括加剧商品价格波动程度、增加政府平抑价格波动的成本,近年来中国的各类普通商品轮番金融化形成的行业潮涌是典型示例。展望未来,金融学界需要进一步对各个层次商品金融化相关的典型事实和主流理论进行深入探索和深刻反思,基于已有的普通商品金融化案例反思如何建设现代金融市场制度,从而给出解决相关问题的可行性方案,实现“好的金融”服务于国计民生的目标。

## On the Logic of Goods Financialization

ZHANG Chengsi

(School of Finance, Renmin University of China)

**Abstract:** The financialization of goods tends to happen when there is abundant social capital in an underdeveloped financial market. Under this background, some owners of capital would invest or speculate in the goods market instead of the financial market. The logic of goods financialization can be described as the following: The scale effect of the cost of circulation causes the agglomeration of capital in the circulation sector. This would lead to the increase of dealers' bargaining power as well as the prices of goods. On this basis, the more available such value as cultural value of goods that is difficult to be accurately priced become, the more possibly the financialization of this goods will happen. In an underdeveloped financial market, the surplus of capital from private sector can also prompt the occurrence of such financialization. The demand of asset allocation for the purpose of value preservation or preventing value from losing in inflation by investing certain goods and the demand for investment and speculation in anticipating the rise of goods prices may cause the actual rise of its prices. The rise of goods price and the increase of trade may accelerate the flow of goods, and, consequently, this will lead to more speculation and bigger chance of financializing this goods.

**Key words:** Financialization of goods; Inflation; Investment; Speculation

(责任编辑 王伯英)