

上海原油期貨成立對石油美元的挑戰

趙文衡 台灣經濟研究院

中國大陸雖為全球最大的原油進口國，但迄今對原油並無定價能力。3月26日，上海原油期貨正式成立，給予中國大陸一個依照本身供需訂立原油價格的機會。更重要的是，它將成為以人民幣支付原油的一個定價基準，創造石油人民幣的形成條件。未來，石油人民幣若受到廣泛接受，將直接挑戰石油美元，甚至威脅美國霸權地位，因而對地緣政治造成重大的影響。本文目的即是要探討上海原油期貨對石油美元的影響，以及相關的因應策略。

一、中國大陸建立原油期貨的動機

中國大陸為全球第二大原油消費國，2017年更成為最大的石油進口國。作為國際原油的最大買家，中國大陸對國際原油並無定價權，目前原油的定價主要是以布蘭特與西德州原油期貨為基準。特別是國際原油市場存在亞洲溢價的現象，每年中國大陸將因此多支付20多億美元。¹由於國際原油是以美元定價與支付，中國大陸與其他國家一樣需承受匯率風險。這些均是目前石油市場在結構上對中國大陸不利之處。以中國大陸原油消費大國的地位，創造一個有利於本身的原油定價基準不但具備必要性，在可行性上也因近來國際情勢發展而有所增強。

欲建立一個以人民幣定價的期貨合約，首先必須克服石油生產國只接受美元的現狀。事實上，現行「石油美元」制度遭到不少石油生產國的質疑，一方面，近幾年來美元波動與油價下跌，造成石油生產國損失慘重，早已有國家執行「去美元化」，接受美元以外幣種的計價與結算(主要是歐元)。另一方面，美國對數個產油國進行經濟制裁，

¹ 「原油期貨下月重啟中國進口有望每年少支付20億美元」，
http://www.guancha.cn/economy/2018_02_10_446627.shtml

在石油美元制度下，美國能夠透過美元的國際清算系統執行制裁，限制或阻斷金融交易渠道。²為了繞過美國制裁，包括俄羅斯、伊朗、委內瑞拉等遭到經濟制裁的產油大國均同意以人民幣計價與支付，奠定創立人民幣石油期貨合約的基礎。

近幾年來，國際原油市場因油價大跌而轉為買方市場，在供過於求的情況下，石油出口國都愈加不能忽視中國大陸龐大的進口市場，這對於出口到中國的石油採用人民幣計價結算也是非常有利的條件。另外一個地緣政治上的考量是，中國大陸可以利用建立區域的人民幣石油計價基準，作為推動一帶一路、擴展區域影響力的重要工具，特別是針對中亞與中東等石油生產大國。

人民幣作為計價與支付工具的先決條件是，必須具備國際流通性、可以自由兌換並有足夠的人民幣資產可供投資，如此人們才會有持有人民幣的動機。儘管人民幣離真正國際化還有一大段距離，但 2016 年 10 月 1 日起，人民幣已正式進入國際貨幣基金組織 SDR 的一籃子貨幣中，權重為 10.92%，僅次於美元、歐元，排名第三。此為人民幣國際化的一個重要的里程碑。人民幣國際化也為催生人民幣原油期貨創造良好的條件。

二、上海原油期貨的內容

中國大陸於 1993 年即曾推出原油期貨，但後因市場波動，一年後隨即停止。2013 年，中國大陸於「上海期貨交易所」下成立「上海國際能源交易中心」，首要目的即是負責再度推出原油期貨交易。經過兩年的擘劃，原本預計於 2015 年掛牌上市，但因遇到股災而延後。直至 2018 年 3 月 26 日，原油期貨合約才正式在上海國際能源交易中心開始交易。一般認為，上海能源期貨將會成為僅次於布蘭特與西德州原油的第三大原油價格基準。³上海原油期貨具有以下幾個特點：

² 「石油人民幣如何破局」，<http://opinion.caixin.com/2017-10-16/101156740.html>

³ “China is reportedly taking the first steps to pay for oil in yuan instead of US dollars this year”，<https://www.cnbc.com/2018/03/29/china-is-taking-the-first-steps-to-pay-for-oil-in-yuan-instead-of-us->

- 1.以中質含硫原油為合約標的：**紐約西德州原油與倫敦布蘭特原油均為輕質低硫原油，上海能源期貨則是以中質含硫原油(API度 32.0，硫含量 1.5%)⁴為合約標的，單位數量為 1000 桶/口。中質含硫原油涵蓋面廣，產量約占全球原油出口的 44%，是中國大陸及周邊國家主要的進口油種。
- 2.以人民幣訂價交易，並可兌換黃金：**不似布蘭特與西德州原油以美元為計價單位，上海原油期貨的計價單位為人民幣，可以讓原油出口商繞過美元，直接以人民幣交易，不但是建立「石油人民幣」的重要一步，並對「石油美元」造成挑戰。然而，人民幣於國際上流通性尚不佳，為提高境外生產商與投資者的參與，中國大陸尚開放可於上海與香港兌換成黃金。
- 3.允許境外參與者加入：**上海原油期貨為中國大陸第一個對外開放的期貨品種，為中國期貨市場對外開放的一個重要舉措⁵。上海原油期貨不但允許國際原油賣家參與，亦接受國際投資者進行買賣期貨合約，建立國際化交易結算平台，開放境外交易者和經紀機構的限制⁶，包括跨國石油公司、原油貿易商、投資銀行等境外交易者均可加入交易。

上海原油期貨上市後一周的成交量平均每日 5400 萬桶，已擠下杜拜期貨交易中心的每日 800 萬桶，成為全球第三大的原油期貨交易中心。根據報導，中國大陸計畫在 2018 年下半年推動人民幣支付原油進口，可能以俄羅斯及安哥拉進口原油採購開始實施。上海原油期貨的推出將更有助於以人民幣作為支付原油的貨幣。

dollars-this-year-sources.html

⁴ 可交割油種包括阿拉伯聯合大公國的杜拜原油、上扎庫姆原油、阿曼原油、卡達海洋油、葉門馬西拉原油、伊拉克巴士拉輕油，以及中國勝利原油。參看「原油期貨可交割油種及升貼水規定發布」，<http://energy.people.com.cn/BIG5/n1/2018/0210/c71661-29816886.html>

⁵ 「中國原油期貨今日上市 這些知識擬必須了解」，<https://kknews.cc/finance/g5gvry.html>

⁶ 「原油期貨即將推出，將迎來國際化投資熱潮」，<https://read01.com/zh-tw/ejjaky.html#.Ww-6ge6FOpo>

三、對中國大陸的意義

(一)擁有較大的原油定價權，減弱以美元為主的價格依賴

上海原油期貨對中國大陸最直接的意義在於中國大陸因此擁有較大的原油定價權。中國大陸本身的原油供需得以反映在真實價格上，有助於達到穩定石油供應，並可藉由價格機能調控市場，更進一步將會影響國際油價的形成。上海原油期貨是以人民幣定價，不再以美元為交易的貨幣，如此將會減少美元資產擁有者對油價的控制，提升原油定價的自主性。

(二)提供原油交易的避險工具

上海原油期貨給國內參與者提供一個避險工具，透過期貨市場的避險功能降低市場價格波動風險，並適時提供參與者價格訊號，以提早因應供給的變動。同時，以人民幣交易結算，更可規避因石油美元所產生的匯率風險。

(三)加速人民幣國際化

上海原油期貨的推出以及隨後產生的國際交易，由於其使用人民幣為媒介，再加上原油交易金額龐大，交易本身就會促進人民幣在國際間的流通與使用。更重要的是，如果上海原油期貨成功地成為中質含硫原油的定價基準，將帶動更大的以人民幣結算的風潮。若中國大陸政府為了提升上海原油期貨的地位，大幅度的開放資本帳，將更有助於人民幣的國際化。

(四)強化對區域的影響力

在一帶一路的區域中，有許多國家為石油生產者，其所生產的石油尚為上海原油期貨的可交割油種。這些產油國不但可以在上海原油期貨交易所交易，尚可以此為基準價格簽定其他買賣合約。中國大陸對區域的影響力將隨著人民幣使用的普遍化而提升。

四、對石油美元的挑戰

(一)石油美元的發展

在討論成立上海原油期貨的可能影響上，最受矚目的項目為其對石油美元的挑戰。要解釋此一現象，需由石油美元的形成說起。1944年，布雷頓森林體系將美元與黃金掛勾，訂立 35 美元兌換 1 盎司黃金的規則，開啟美元霸權時代。經過 27 年後，美國因財政惡化與通貨膨脹而無法繼續支應黃金的兌換，於 1971 年宣布停止美元黃金的兌換，布雷頓森林體系因而瓦解。為了維繫美元霸權，1974 年美國與沙烏地阿拉伯達成一紙協議，沙國同意只以美元進行原油交易，並將賣油多餘的收益投資美國公債。基於沙國的影響力，隨後石油輸出國家均一致同意以美元作為原油唯一的交易貨幣。

由於原油為全球交易量最大的商品，每個國家均有需求，石油美元體系的建立，使得全球對美元與美國國債的需求大增，創造了美元的流動性，因而維繫住以美元為主的全球金融體系。這種「美元-石油-美元資產」的聯結關係奠立美元成為全球儲備貨幣的地位。藉著美元的發行與結算，美國對全球經濟因而具有極大的發言權與影響力，並享有其他國家所沒有的特權，這也是美國在全球經濟的霸權地位歷久不衰的最重要原因之一。

(二)石油人民幣的出現

儘管以人民幣作為原油的定價與結算工具(即所謂石油人民幣)不一定需要一個人民幣原油期貨，但人民幣原油期貨的出現使得石油人民幣的使用與推廣產生決定性的作用，因為它提供全球原油市場一個人民幣計價的基準。

目前包括俄羅斯、伊朗、委內瑞拉等數個重要的產油國均同意接受以人民幣定價與結算，石油人民幣似乎有逐漸成形的趨勢。若將來石油人民幣取代石油美元，各國均需以人民幣作為主要的儲備貨幣才

足以支付原油的購買，那麼對於美國經濟霸權地位將是一大威脅。

當然，石油人民幣要取代石油美元還有一段很長的路要走。首先，中國大陸的金融環境相對封閉落後，除了不能自由兌換外，外國人尚無法自由購買人民幣資產，造成持有人民幣的意願低落。事實上，支持石油美元的是背後是一個完整健全的金融體系與強大的經濟實力，人民幣尚不具備這樣的條件。

其次，目前同意以人民幣支付的產油國，多數僅同意與中國大陸交易時以人民幣支付，而與其他國家則仍以美元為主，不似當初石油美元是以美元為原油交易的唯一貨幣。即使所有中國大陸購買的原油均以人民幣支付，也僅占全球交易量的 17%。更何況，石油生產大國沙烏地阿拉伯，因怕得罪美國，仍傾向與中國大陸以美元交易。

總而言之，上海原油期貨為石油人民幣的發展的關鍵一步，但石油人民幣的地位目前還遠遠不及石油美元，欲取而代之更是難上加難。目前中國大陸也並未以取代石油美元為目標，聲稱只希望人民幣可成為原油定價與結算的多元化幣種之一。

五、我國的因應與建議

基本上，上海原油期貨若成功的作為中質含硫原油的定價基準，理應可以消除亞洲溢價的情形，這對亞洲國家均為有利的發展。然而，上海原油期貨價格最主要仍是反映中國大陸對原油的供需狀況，基於中國大陸對原油需求不斷增加，故而不一定會出現較有利的價格。另一方面，儘管人民幣可能因為上海原油期貨而成為較普遍的石油支付貨幣，但仍難成為唯一支付工具，故我國無需擔心將來必須以人民幣來支付原油。由於我國在原油定價上處於被動的地位，且上海原油期貨的發展仍在初步階段，目前對其因應主要仍是以密切觀察其發展為主。

(一)密切觀察上海原油期貨能否成為中質含硫原油有效的定價基準

我國目前的原油定價基準為 65%是參考杜拜原油，35%參考布蘭特原油。其中杜拜原油現為許多國家與中東交易原油的價格指標，尤其是對亞洲國家石油消費國。上海原油期貨的油種也涵蓋許多中東的原油，可成為另一個中東油品的參考定價。我國可觀察上海原油期貨被採用為價格基準的情形，並評估何種定價基準對我國較為有利，以便作為簽訂合約時的參考。

(二)石油人民幣的發展將會成為影響全球地緣政治的重要因素，我國應密切觀察人民幣支付原油的狀況及美國對此發展的相關因應動作

由於以何種貨幣支付原油將影響貨幣發行國的全球經濟影響力，石油人民幣的發展將成為一項影響全球地緣政治的重大因素。目前對地緣政治的影響主要展現在中美兩國對沙烏地阿拉伯的爭取上。中國大陸欲推廣石油人民幣必須要取得沙國的同意，然而，沙國若同意以人民幣作為支付工具將是對石油美元的一大打擊。目前沙國暫時應不會接受中國大陸的提議。而後如何發展以及美國如何因應，均值得我國密切觀察。

參考資料：

1. 「中國版原油期貨終上線 助增油市定價權」，
http://www.etnet.com.hk/www/tc/news/topic_news_detail.php?newsid=8711&page=1&category=forex
2. 「人民幣原油期貨 1/18 推出石油美元霸權受威脅？」，
<https://www.businesstoday.com.tw/article/category/80402/post/201801150011/人民幣原油期貨1月18日推出%20「石油美元」霸權受威脅？>
3. 「石油人民幣的推動有什麼好處？」，
<https://tw.money.yahoo.com/工銀國際程實-石油人民幣可解決石油>

美元的三方困局-052410502.html

4. 「石油人民幣來了！影響超出想像」，
<https://www.xuehua.us/2018/03/29/石油人民币来了！影响超出想象/zh-tw/>
5. 「人民幣國際化將有重大進展」，
<http://www.chinatimes.com/newspapers/20180214000200-260202>
6. 「原油期貨再推人民幣國際化」，
<http://money.people.com.cn/BIG5/n1/2018/0402/c42877-29901521.html>
7. 「原油期貨下月重啟中國進口有望每年少支付 20 億美元」，
http://www.guancha.cn/economy/2018_02_10_446627.shtml
8. 「石油人民幣如何破局」，<http://opinion.caixin.com/2017-10-16/101156740.html>
9. “China is reportedly taking the first steps to pay for oil in yuan instead of US dollars this year”，
<https://www.cnbc.com/2018/03/29/china-is-taking-the-first-steps-to-pay-for-oil-in-yuan-instead-of-us-dollars-this-year-sources.html>
10. 「原油期貨可交割油種及升貼水規定發布」，
<http://energy.people.com.cn/BIG5/n1/2018/0210/c71661-29816886.html>
11. 「中國原油期貨今日上市 這些知識擬必須了解」，
<https://kknews.cc/finance/g5gvvry.html>
12. 「原油期貨即將推出，將迎來國際化投資熱潮」，
<https://read01.com/zh-tw/ejjaky.html#.Ww-6ge6FOpo>