

国家收储的真正意图何在？

撰写：新湖期货研究部

日期：2009 年 2 月 28 日

TEL: (0571) 87782185

E-mail: yeyanwu@xhqh.net.cn

我们知道，08 年 9 月华尔街雷曼破产（雷曼事件）触发金融危机第二轮冲击波，原已积弱的信用体系在瞬间崩塌，信用风险溢价骤然飙升，导致经由商品指数基金和互换交易商媒介的场内外资金大规模撤离，进而推动国际大宗商品价格在短期内全线暴跌。而中国恰好正处于“十一”节假日期间，长假结束后国内 19 个品种更是以连续跌停的方式弥补与外盘之间的巨大价差。原本连续性的产业价格链条也出现断裂，下游需求的急剧萎缩对国内正处于结构调整和产能过剩的产业（以钢铁行业为典型）造成极大伤害。为此，自 2008 年 10 月起，国家陆续启动了针对农产品、工业品和有色金属的收储计划（表 1），“收储”顿时成为中国政府宏观调控的一个热点名词。

表 1：近期国家收储计划表

品种	收储量	收储时间	收储价格	总金额
铜	40 万吨	08 年 10 月开始	约 3 万/吨	约 120 亿元
铝	100 万吨	08 年 10 月开始	12350 元/吨	123.5 亿元
锌	40 万吨	08 年 10 月开始	约 1.1 万/吨	约 44 亿元
大豆	600 万吨	08 年 10 月开始	1.85 元/斤	222 亿元
玉米	500 万吨	08 年 10 月开始	0.75 元/斤	75 亿元
玉米	2000 万吨	2008 年 12 月	约 1400 元/吨	280 亿元
白糖	120 万吨	08/09 年	3300 元/吨	39.6 亿元
棉花	272 万吨	2008 年 10 月	12600 元/吨	342.72 亿元
铜	15 万吨	08 年 12 月开始	约 25000 元/吨	约 37.5 亿元
铝	30 万吨	08 年 12 月开始	约 11000 元/吨	约 33 亿元
锌	30 万吨	08 年 12 月开始	约 9500 元/吨	约 28.5 亿元
天然橡胶	8 万吨	2009 年 2 月	市价上溢价 10%	约 11 亿元
总和				约 1356 亿元

资料来源：新湖期货研究部整理

我们暂且不论金融政策（金融 30 条）、财政政策（4 万亿投资方案）和产业政策（十大产业振兴规划）等反周期政策对中国经济的刺激效果如何，但正是由于国家收储的大规模介入，许多商品（特别是大豆、玉米等农产品）原本供大于求的格局发生转变，且收储基本采用市场价格溢价的操作

原则，导致商品价格特征由惯常的“粘性”演变成“刚性”。以天然橡胶为例，国家与海南农垦和云南农垦签订的橡胶收储协议，14600元/吨的收储价格冻结未来几个月国产标一的市场流通量。此外，图1、2显示，受近期国家收储政策支撑，铝价和锌价均呈现出内强外弱的运行格局。

图1：收储政策支撑国内铝价



资料来源：新湖期货研究部

图2：收储政策支撑国内锌价



资料来源：新湖期货研究部

由此，我们不禁会产生困惑。首先，政府收储是否违背了市场经济原则？其次，收储政策效应在短期内确实有效，那么长期效果是否有可持续性？再次，如果说农产品收储的目的是保护三农利益，那么工业品和金属的收储是基于产业生态安全？在下游需求尚未修复之前，政策价格明显高于市价是对产业链上游的保护，还是对下游的进一步伤害？政策背景下的

商品市场显得更加迷离，需要我们更加理性和冷静的思考。

我们发现，在政府收储的问题上，除少数极其乐观者外，市场的主流观点莫过于治标不治本。尽管大家都知道对政府收储的解读非常重要，因为政策对商品价格的影响不容小觑，但如何理解，特别是如何正确理解是非常关键的。目前市场普遍关心的是，在市场供需结构的再平衡过程中，收储究竟起到了何种程度的作用，是类似央行的“窗口指导”模式。还是政府充当平抑供需缺口的最大做市商？因此我们认为，对投资者而言，若能够真正理解国家收储的意图所在，就如同牢牢掌控住烈马的缰绳，上述问题自然可迎刃而解。那么，国家收储的真正意图何在？

首先，我们要提升观念，拓展视角。国家收储是政策行为，对商品市场来说是外生性扰动变量；同时，收储也是经济行为，不妨将政府当作市场需求的虚拟买方，其购买商品必然是基于理性的行为选择，实际上政府也并未断然采取行政和垄断措施对价格进行控制。正如我们一直强调的，期货投资者一定不要局限在期货范畴，事实上金融市场没有边界，股票、商品、债券、汇率是在大的宏观经济框架中相互影响和联动的。因此，对国家收储的理解务必要将视角放在国家保持经济平稳增长的战略层面上。

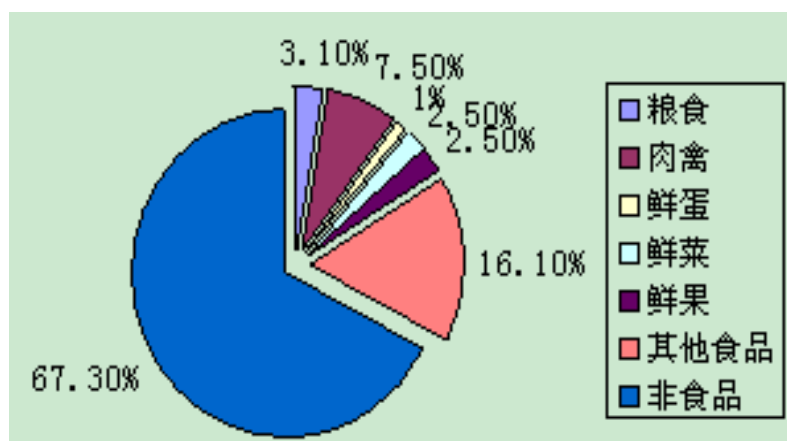
其次，回归基础性的宏观经济学理论，理解“通胀”和“通缩”本质。当前全球经济陷入深度衰退已是不争的事实，中国经济增长范式的刚性特征更是决定了经济调整的难度可能远超我们的预期，而前期持续高增长过程中覆盖和积累的风险敞口，在极端条件下存在彻底暴露的可能性。我们简要回顾一下，即使最基础的宏观经济学教程也会提及，政府的宏观经济政策主要有四个目标：经济增长、充分就业、物价稳定、国际收支平衡，且上述四个目标与货币政策中的“蒙代尔不可能三角理论”类似，政府根据经济所处时期的不同进行相机抉择和动态权衡。应该说“保增长”和“保就业”是摆在中国政府面前的严峻挑战，如果说“保增长”是经济问题，“保就业”既是社会问题也是政治问题，这点也得到社会各界的一致性共识。此外，国际收支平衡与中国央行一直坚持的“保持人民币汇率基本稳定”观点紧密相关。

简要介绍上述三个目标之后，我们的关注点正式聚焦在“物价稳定”上。物价稳定不仅对实施通胀目标制的央行（如美联储、欧洲央行）来说尤为关键，即便是对于中国这样的传统型货币政策国家来说也非常的重要。曾记否，2008年初“防止物价由结构性上涨演变为全面通胀”是当时“双防”政策的核心内容。在以原油为驱动力的大宗商品原材料价格不断攀升的过程中，“流动性过剩”和“输入型通胀”一时间成为中国经济的主流脉象。我们认为，政府在物价上涨时关注通胀，在物价下跌时也关注通缩，特别是在经济衰退或低迷时期，政府对通缩的担忧程度远甚于治理通胀的压力。事实

上，可以将通胀（通缩）理解为一种货币现象，“通胀”实质上体现的是资金流动性充裕或过剩，治理通胀一般采取紧缩性货币政策应对；但“通缩”反映的或并非仅是资金层面的流动性紧缺，很可能是市场对物价持续下跌形成的一种自我实现的预期，进而导致所谓“流动性陷阱”的产生，当前“直升机先生”伯南克和零利率中央银行家们或许正面临相似的窘境。

最后，也是最重要的，商品远期价格（期货）是衡量通胀的风向标，政府收储的真正目的在于防通缩。我们曾在《全球商品牛市是否还能持续》（2008年7月）报告中指出，与股票债券等传统类资产相比，商品是一种通胀保护型资产，且在通胀高企的时期表现最佳。究其原因，包括PPI和CPI在内的衡量通胀水平的指标基本以各类商品为样本（图3），特别是PPI生产资料价格更是以上游原材料为基准，因此也就不难理解商品与通胀之间的内在关联（图4、5）。此外，无论对OECD还是中国政府而言，通缩是一个极为敏感且难以驾驭的难题，而物价稳定则是促使经济从衰退或低迷状态中复苏的必要条件。中国政府针对通缩采取的是两方面策略：一方面通过大幅度扩张货币信贷规模，旨在稳定流动性的同时促进物流消费，另一方面通过收储传达政策信号，以此扭转市场对商品远期价格（与国内期货主力合约到期时间窗口基本一致）的悲观预期，进而间接避免CPI和PPI等通胀指标持续恶化，最终目标是在物价稳定的基础上加快推进经济复苏的进程。

图3：国内CPI各成分权重（食品32.7%，非食品67.3%）



资料来源：国家统计局 新湖期货研究部

图 4：PPI 和原材料购进价格指数走势趋同

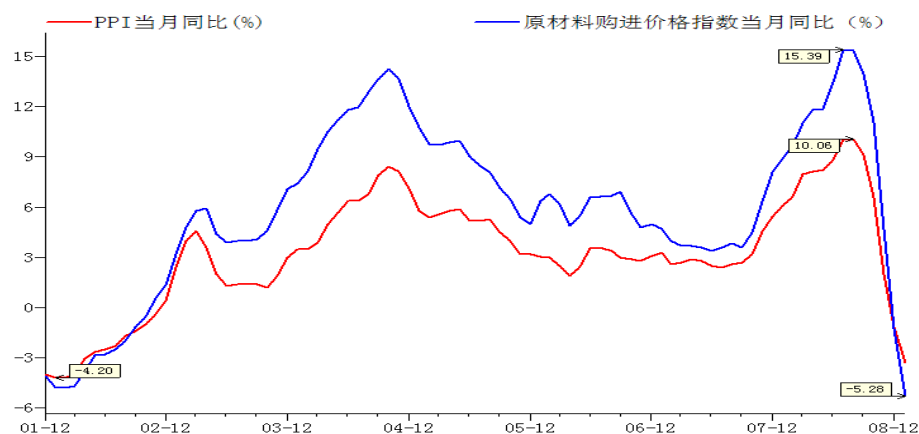


图 5：CPI 和原材料购进价格指数走势趋同

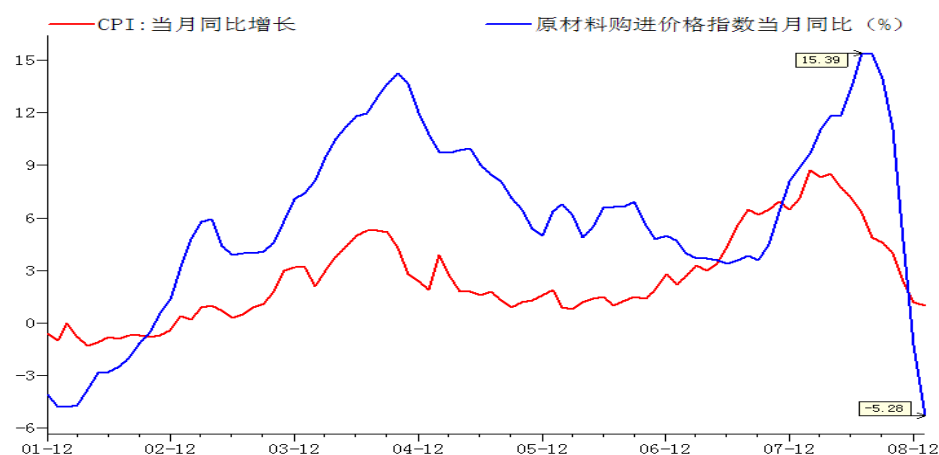
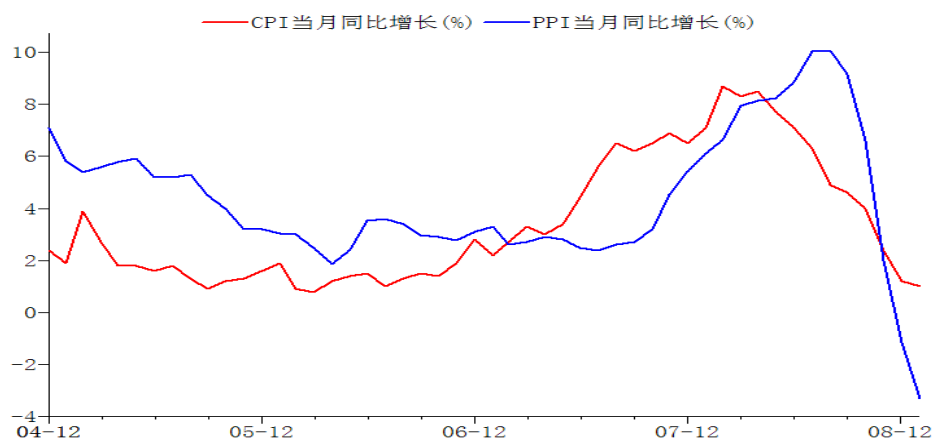


图 6：中国通缩风险依然严峻



资料来源：WIND 新湖期货研究部

——本文摘自公司最新研究报告《经济最坏的时刻是否已经过去》

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。