

# 增發國債的五重意義



世經明察 張明

中國社會科學院  
金融研究所副所長

結合官方近期一系列表態，中國政府未來或顯著增加國債發行規模，且人民銀行有可能將在二級市場上買賣國債作為常態化操作。筆者認為，在當前形勢下，中國政府顯著增加不同期限的國債發行，具有至少五重意義。

### 意義之一：提供資金擴張財政

當前中國宏觀經濟的最突出矛盾依然是總需求不足，存在顯著的負向產出缺口。截至2024年3月，居民消費價格指數（CPI）同比增速僅為0.1%，工業生產者出廠價格指數（PPI）同比增速連續十八個月負增長。在此背景下，擴張性貨幣政策的效果不佳，必須依靠擴張性財政政策來主動創造需求。但受經濟增速放緩、房地產行業結構性調整的影響，一方面全國稅收收入並不盡如人意，另一方面地方政府債務高企，因此要為更具擴張性的財政支出提供資金支持，中國政府增加國債發行就成為題中之意。

中國政府增加國債發行，有兩個便利條件：首先，發行國債的空間非常充足。中央政府債務佔國內生產總值（GDP）比率低於30%，目前美國超過100%，日本超過200%。其次，發行國債的成本相對較低。當前中國10年期國債收益率僅為2.3%左右，遠低於美國的4.5%上下。

### 意義之二：有助化解債務風險

平心而論，即使加上地方政府隱性債務，中國政府債務負擔在全球範圍內並不算太高。根據國際貨幣基金組織（IMF）的估算，中國全口徑政府債務佔GDP的比率約在100%至110%左右，顯著低於日本與美國。但中國政府債務的問題在於結構不合理。如果包含地方政府隱性債務的話，那麼在中國政府債務中，成本最低、期限長的中央政府債務僅佔五分之一，而成本高、期限短的地方政府債務佔到五分之四。

因此，要成功防範化解地方政府債務風險，從增量上而言，應該增加國債與省級政府一般債等高等級債券的發行；從存量上而言，可能會進行更大規模的存量債務置換。通過發行更低成本、更長期限的國債與省級一般債來置換掉高成本、短期限的地方政府債務，中國政府就能成功化解地方債相關風險。當然，在這一過程中，如何強化財經紀律、抑制道德風險至關重要。

### 意義之三：增厚銀行信貸抵押

年初至今，中國宏觀金融數據出現了「打架」的情況。一方面，消費增

速、製造業投資增速、出口增速、工業增加值增速、採購經理人指數等實體經濟指標大致均在回升，另一方面，金融相關指標表現非常低迷。背後深層次原因在於，中國經濟周期與金融周期存在顯著的錯配現象。

隨著新冠疫情結束及擴張性宏觀政策的實施，中國經濟周期進入反彈階段。但由於房地產市場處於結構性調整階段，房價下跌及成交量低迷，使得依靠房地產作為主要抵押品的銀行貸款市場運作不暢。抵押品價值下跌，甚至抵押功能的喪失，是金融周期依然處於下行階段的重要原因。

在此背景下，大規模增加國債發行，能夠為中國金融體系提供新的高質量抵押品，有助於緩解中國金融周期的下滑，促進其盡快觸底回升。而一旦經濟周期與金融周期雙雙回升，不僅將夯實中國經濟增長的基礎，而且有助於降低宏觀數據與微觀感受之間的溫差。

### 意義之四：完善利率傳導機制

在1999年至2011年，中國外匯儲備連續十三年飆升，使得外匯佔款成為當時唯一的基礎貨幣發行機制。為避免流動性過剩，人民銀行不得不通過發行央票與提高法定存款準備金率的方式進行沖銷。2015年「811」匯改前後，隨着外匯儲備停止增長甚至開始下降，人民銀行以公開市場流動性操作（OMO）和各種形式的再貸款，例如常備借貸便利（SLF）、中期借貸便利（MLF）等，形成新的基礎貨幣發行機制。而在大多數發達國家，央行在二級市場上買賣國債都是主導的基礎貨幣發行機制。

目前中國貨幣政策傳導的一大問題是利率傳導不暢，其中重要障礙即是缺乏完善的、富有彈性的國債收益率曲線。因此，增加不同期限的國債發行，有助於疏通從短期利率到中长期利率的傳導。

### 意義之五：推進人民幣國際化

制約中國金融市場開放進度的關鍵障礙之一，是中國債市上高質量債券的供給不足。因此，加大國債發行規模，可以為境外投資者提供更大規模、更高流動性的金融產品。

從2018年開始，人民銀行就開始將加大國內金融市場對境外機構投資者的開放力度，作為推進人民幣國際化的重要抓手之一。無論是在境內人民幣市場還是在離岸人民幣市場，高質量人民幣計價金融資產供給不足，始終是制約人民幣國際化的一大短板。因此，同時於在岸市場與離岸市場加大人民幣計價國債的發行規模，既有助於政府融資，也有助於繁榮金融市場，還有助於推進人民幣國際化，可謂一舉三得。

# 港樓市具韌性 價量齊升可期



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

互聯網時代資訊發達，想知香港現時消費市道如何，樓市走勢如何，很容易就可在網上了解到。而且電子傳媒近期也報道港人北上消費的消息，如到訪大型超級市場購買日用品，乃至到訪街市買菜等熱潮，香港零售、餐飲經營者恍如面臨壓力。

筆者認為，港人不應自怨自艾，反而要學會如何「借力打力」，借用內地的優勢去彌補自身的不足，例如善用內地人力資源，為香港各行各業輸入更多內地勞工，解決人手不足問題，同時降低經營的成本壓力。事實上，香港的優勢從來都不是勞工密集，所以只要能夠加強專業及服務的水平、取長補短，香港的市道總可以慢慢好起來。

至於樓市方面，目前發展商的新盤庫存比較多，壓力頗大。開售售價向

下，還需要以各種方式的優惠加快出貨，期望資金盡早回籠，減少利息支出。筆者相信新盤市場的減價戰將會持續一段時間。

對於新盤減價搶客，市場的評價有正面也有負面。負面的言論當然就是發展商推盤一浪低於一浪，今天入市後可能明天價更低，手持資金的買家不用急於一時，這正是「遲買平幾嚟」的想法。但亦有正面言論認為，現在是撈底的好時機，因為發展商不會長久地打減價戰，當庫存逐漸被消化，發展商套現壓力減輕後，平價推盤的情況會再出現。

### 惠港措施提振信心

當然，亦有人擔心，近期樓市的旺勢是否只屬曇花一現？筆者並不認同。香港的優勢絕對存在，仍然是最安全、最好住的，且是最適合賺錢的地方。當來自內地的人才決定留港發展，居住就是必須的，不論租或買。

雖然近期樓市不比3月份火爆，但也不可能只是「三分鐘熱度」。對投資者或買家來說，目前樓市風險並不大。以投資者的角度看，租金回報率正在上升，買樓收租頗為划算；至於從買家的角度看，市場已沒有了信心危機的問題。

中央推出多項扶持香港經濟的措施，例如增加8個「個人遊」城市，除了對市道有實質性的幫助之外，亦可以進一步加強市場的信心，相信樓市在短期內仍會處於平穩向好的狀態。當香港經濟慢慢復甦，加上發展商去庫存的動作減慢，樓市價量齊升的日子就會出現。



▲從投資者角度看，租金回報率頗為划算；從買家角度看，市場更是沒有信心危機問題。



▶人行於短期內降息的緊迫性並不高，是否降息仍需繼續觀察經濟走勢。

鑒於國內經濟企穩向好因素積累，以及穩匯率壓力仍存、銀行息差壓力加大等因素，5月份人民銀行對中期借貸便利（MLF）實現「等量平價」續作，這意味着短期內降息降準的必要性不高。展望未來，人行將密切關注國內經濟走勢和海外政策變化，靈活有效開展公開市場操作，來保持流動性合理充裕。但伴隨內外環境變化，基於總體政策目標，年內降準降息或仍存一定落地空間。

# 人行短期內降息降準機會微



經濟探針 溫彬

民生銀行首席經濟學家

人行今次續作MLF，基於幾方面原因。

### 平穩資金供需關係

首先，目前市場對流動性的最大擔憂在於，1萬億元（人民幣，下同）超長期特別國債的集中供給衝擊，並認為人行或將通過降準來予以對沖。但根據5月13日財政部對於一般國債、超長期特別國債發行的最新安排，今年財政部計劃發行20年、30年和50年三個品種的特別國債，分別發行7次、12次和3次，分散在5月至11月。此次特別國債平滑發行、節奏拉長，減弱了對流動性的集中衝擊，相應地，人行當前通過降準配合的必要性也隨之下降。

但考慮到5月17日、5月24日將分別開啟30年、20年超長期特別國債發行，因此本月MLF結束縮量，通過等量續作來平穩資金面、強化政策協同。

其次，5月為繳稅大月，MLF結束縮量也有助於平穩稅期資金面擾動。一般來說，繳稅會對流動性造成一定衝擊，從而影響資金面的走勢，5月除了正常的月度增值稅、所得稅、消費稅、資源稅等稅種繳納外，還會進行上一年度的所得稅年度清繳，對上一年度的所得稅進行多退少補。因此，5月繳稅對資金面的影響將較為顯著。

受五一假期影響，本月中報納稅期限順延至5月22日，繳稅前後幾天對資金面的擾動較大。因此，5月MLF結束縮量，通過等量續作來平穩資金面和平滑利率波動。

再次，近期叫停「手工補息」促使資金加快從銀行體系流向理財、基金等非銀機構，銀行負債端壓力有所加大。但從5月以來存單發行利率看，大行沒有再繼續提價發行，資金面平穩寬鬆以及當前不盲目衝規模的傾向，負債壓力應可控。

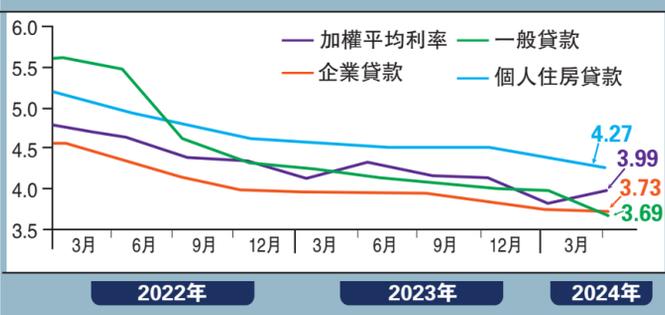
同時，人行近期對於超長債的不斷關注發聲，引發市場調整操作策略，不少機構「避長取短」，令存單利率快速下滑。5月14日，1年期AAA同業存單到期收益率更收至2.07%，與同期限MLF利差倒掛擴至43個基點。同業存單利率仍在低位，MLF與其利差走闊，金融機構對MLF的需求不強，MLF等量續作有助於維持市場供需平衡。

最後，人行對防資金沉澱空轉的訴求提升。在資金面穩健寬鬆、市場收益率下行環境下，部分機構仍存在明顯的資產配置順周期、拉久期和上槓桿行為，銀行間質押式回購日均成交量整體維持在相對高位。

### 銀行息差壓力仍存

同時，在經濟轉型升級和居民消費有待恢復、總需求不足背景下，貨幣供給超過需求，也造成部分資金沉澱和空轉套利行為，降低資金使用效率，擾亂市場秩序，不利於經濟金融的良性循環。因此，MLF僅等量續作也意在降槓桿和防空轉。

(%) 貸款利率延續下行態勢，個人住房貸款降幅更為明顯



人行選擇維持MLF利率不變，也有對境內外經濟環境的考量。

從國內形勢看，多項經濟指標企穩向好，短期內降息的緊迫性不高。一季度國內經濟增速升至5.3%，高於市場預期。「三駕馬車」中投資和出口或對經濟修復形成拉動，居民消費價格指數（CPI）和民間投資同比由負轉正，出遊消費延續旺盛。4月以來，高頻數據並未顯著轉弱，製造業採購經理指數（PMI）繼續保持在50以上的擴張區間，進出口數據超预期回升、通脹數據小幅回升。

雖然4月社融增量出現負值，貨幣供應量增速明顯放緩，金融數據表現不及預期，表明需求端政策效果仍待顯現，但出現這種情況，更主要是受到當前監管主動調整的因素影響。

近期監管加大對資金空轉和手工補息行為的規範、比價效應下銀行存款向理財等分流加大，以及個別地方政府通過存貸款提高金融增值的動力被減弱，則推動M2（廣義貨幣供應）增速下行。考慮到當前M2餘額已超300萬億元，增速的下滑並不代表金融對實體的支持力度減弱。

後續，企業經營壓力較大、重點領域風險隱患較多等仍將對經濟增長形成制約，但支持經濟回升的有利條件也較前期增多，如政府穩增長力度繼續加大、居民消費意願加快恢復及民營經濟活躍度不斷提升。為此，短期內降息的緊迫性還不高，是否降息仍需繼續觀察經濟走勢。

從國外形勢看，美元指數延續高位運行，人民幣仍存一定貶值壓力。雖然伴隨近期美國就業數據走低，降息預期有所升溫，目前市場預期美國聯儲局在9月降息的概率較大，年內存在一、兩次降息可能，但考慮到歐、英央行大概率較美聯儲更快降息，或分別於6月、8月開啟落地。受此影響，美元指數大概率延續高位運行，人民幣仍存一定貶值壓力。

因此，美聯儲後續即便開啟降息，政策利率也將在較長時間內維持高位，全球流動性依然面臨一定收緊壓力，仍需高度關注海外經濟和政策走勢，相機抉擇啟動國內貨幣政策適時調整。在「以內為主、內外均衡」的考量下，短期內維持政策利率水平穩定或是最優選擇。

從政策導向看，需維持合理息差、提升資金效率和保持利率在合意水平。今年以來，貸款和長債利率中樞明顯下行，「手工補息」高息攬儲行為擾亂市場秩序，存款競爭加劇，銀行淨息差延續承壓，不理性的市場表現也引發監管高度關注。

3月，新發放貸款加權平均利率

3.99%，同比下降35基點。企業貸款加權平均利率3.73%，同比下降22基點，較年初下降2基點；個人住房貸款加權平均利率3.69%，同比大幅下降45基點，較年初下降28基點。

銀行資產端收益率延續承壓，而負債成本管控整體上仍不夠理想，使得一季度銀行息差延續承壓。期內主要上市銀行加權平均淨息差為1.57%，同比收窄13基點。其中，國有行、股份行、城農商行淨息差分別為1.51%、1.79%、1.8%，同比分別收窄13基點、13基點、8基點。

在此背景下，若MLF利率調降，則會引導貸款利率延續下降，在存款自律約束效果未充分顯現的情況下，對息差加大擠壓；同時，考慮到市場主體信心仍需提振，可能會加劇資金空轉和套利行為；也會引導債市利率繼續下行，與當前人行的合意水平有所背離，使長債利率進一步脫離經濟基本面。

### 幣策維持穩健寬鬆

總體來看，為促進物價溫和回升、加大對實體經濟支持力度，總量型工具的重要性仍在，貨幣政策將堅持穩健寬鬆總基調；但為穩匯率和防止資金空轉套利，降準降息短期恐難以兌現，但伴隨條件積累轉變，年內或仍有落地可能。

一是降準時點或大幅後移，四季度存在落地可能。當前，根據超長期特別國債分散式發行計劃，人行實施降準配合的概率大幅降低；同時結合一季度《貨幣政策報告》表述，人行對資金空轉和長端國債利率的高度關注，近期降準落地的可能性不大，預計將更多通過MLF加量續作和公開市場操作（OMO）淨投放平抑資金面波動。

但從預估的政府債淨融資額來看，5月至10月的流動性壓力尚可，11月至12月因國債到期量較低，流動性壓力相對變大，同時考慮到後兩月MLF到期量也最高，屆時人行可能實施降準，以呵護流動性和緩解人行續作MLF的壓力。

二是結合內外因素，降息的實施條件也正逐步積累。在3月21日的發布會上，人行表示，「存款成本下行和主要經濟體貨幣政策轉向有利於拓寬利率政策操作的自主性」。後續看，美聯儲降息預期有所升溫，穩匯率壓力相對前期相對減輕；叫停手工補息的背景下，年內存款成本下降確定性強。若物價回升、內生融資需求修復總體仍不樂觀，則需要進一步降低實際融資成本，從而降低政策利率的概率加大。