

►中國發行超長期特別國債，打動流動性強、收益率曲線完善的債市，從而推動貨幣政策從數量型向價格型轉變。



中國經濟處於復甦階段，有效需求依然不足，謹慎性儲蓄大量增加，政府需要主動發債融資，將儲蓄轉化為投資，熨平經濟周期。今年兩會發布的《政府工作報告》指出，擬連續幾年發行超長期特別國債，專項用於國家重大戰略實施和重點領域安全能力建設，今年先發行1萬億元（人民幣，下同）。

## 超長期特別國債的三重含義

大學之道 薛清和  
智本社社長

5月17日，財政部招標發行首隻30年期超長期特別國債，發行總額為400億元，加權中標收益率2.57%。從上市前兩日市場表現來看，價格波動比較大。上交所的「24特國01」第一天最大漲幅高達25%，盤中兩次觸發臨時停牌。次日，深交所的「特國2401」卻出現大幅下跌的走勢。

### 促進地方政府化債

數據顯示，今年3月份，全國居民消費價格指數（CPI）同比增速僅0.1%，全國工業生產者出廠價格指數（PPI）已連續十八個月同比負增長。投資和消費需求不足，大量資金滯留銀行負債端。去年全國新增存款達到25萬億元，如果不下調存款利率，銀行要多付數千億的利息。

根據凱恩斯主義的逆周期調節理論，當企業、居民投資不足時，政府需要主動擴張投資，拉升總需求，提振市場信心，把銀行的儲蓄轉化為有效投資。具體做法是，政府發行債券，銀行購買債券，政府獲得融資後投資基建、民生工程。此次發行的超長期特別國債主要用於科技創新、城鄉融合發展、區域協調發展、糧食能源安全、人口高質量發展等領域。

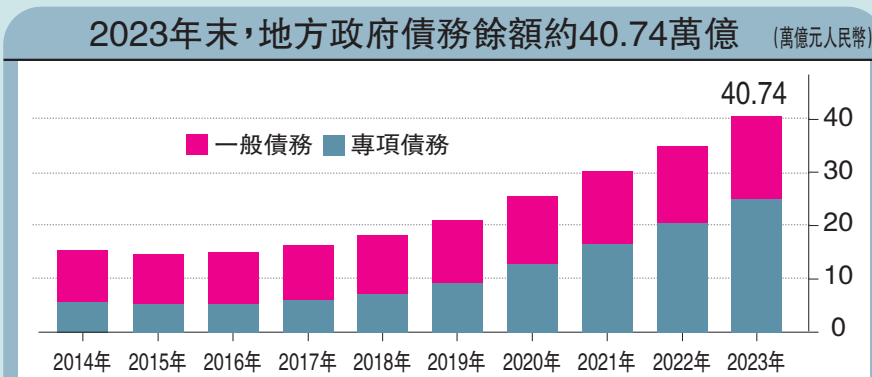
考慮到當前地方政府處於化債周期，重點化債省份投資受約束，只能中央政府加槓桿，發行超長期特別國債，擴大逆周期投資，同時有助於防範化解地方債務風險，扭轉長期以來的信用和期限錯配。

數據顯示，截至2023年末，地方政府債務餘額約40.74萬億元，包括一般債務餘額約15.87萬億元、專項債務餘額約24.87萬億元。隱性債務規模更大，地方城投有息債務大約50至60萬億元。如果加上城投債，地方政府債務規模可能達到100萬億元，佔國內生產總值（GDP）比重在80%左右。該水平在全球主要經濟體中是最高的。此外，中央政府債務餘額為40萬億元，佔GDP比重為31%，在全球主要經濟體中是最低的，遠遠低於美國、日本和其他發達經濟體。

中國政府的債務結構是「中央輕、地方重」，存在期限和信用錯配的問題。如今，地方政府進入化債階段，中央着力壓降地方政府借債規模，嚴格控制城投債新增，防範債務風險。過去中國政府投資主要依靠地方專項債和城投債，如今地方投資受化債約束後，中央政府主動加槓桿，接力過去地方政府投資。

此舉在一定程度上可以扭轉政府債務結構失衡。地方政府信用較低，應該少借債、少投資，而中央政府信用好，可以多借債、多投資，同時國債利息低、期限長。本輪發行的超長期特別國債有20年、30年期限，最長達到50年期。最新發行的400億元30年期特別國債，經招標確定的票面利率為2.57%，低於過去發行的地方債和城投債。

當前中央擴張國債投資，既可以延續政府投資，刺激經濟增長，還可以促進政府化債，降低地方債務風



險，調節政府債務結構。

### 重塑金融底層資產

除了支持政府投資和化債外，發行超長期特別國債對金融系統也非常重要。在房地產下行背景下，中央政府發行超長期特別國債，投放無風險資產，重塑造價之錨，為金融市場提供新的抵押品，穩住金融體系基石。

與2021年高點相比，房地產銷售面積、銷售額、開發商融資、土地出讓金收入下降一半左右，全國城市房價普遍下降了30%至40%。房地產全面快速下降對金融系統的影響不小。

首先，房地產貸款為51萬億元，佔總貸款餘額的21%，是銀行主要的資產。2023年末，房地產開發貸款餘額12.88萬億元，同比增長1.5%；個人住房貸款餘額38.17萬億元，同比下降1.6%。房地產貸款增速快速下降給銀行資產端帶來壓力，銀行投放信貸能力下降，資產端擴張放緩，同時開發商貸款不良率上升。

其次，土地和房地產佔銀行貸款抵押資產的比重達到40%以上，是金融系統的底層資產。過去三年，土地和房地產資產價值普遍縮水三、四成，這意味著銀行中的抵押資產估值較大幅度下降，這將增加銀行的資產負債表風險。

最後，土地和房地產是流動性的基石。當前中國超過300萬億元的廣義貨幣（M2），主要是由銀行信貸創造出來的，這個過程被稱為貨幣乘數效應。而銀行信貸的主要抵押品就是土地和房地產，當土地和房地產的估值下降時，信貸增速自然下降，特殊情況下可能出現反向乘數效應，市場流動性快速下降。

總結起來，房地產是銀行信貸的主要抵押品，是金融資產的定價之錨，是金融系統和市場流動性的基石。當房地產普遍快速下跌時，銀行擴張信貸能力下降，市場流動性下降，金融價格整體下跌，市場利率下跌，出現資產荒狀態，金融系統不穩定性增加。

從金融系統的角度來看，當前中國大規模擴張國債，一個非常重要的目的就是，用國債來替代房地產穩定金融系統，重塑金融體系的底層資產。中央政府發行超長期特別國債，向市場投放無風險資產，拋下定價之錨，緩解資產荒，穩定資產價格，增加市場流動性。

### 推動貨幣政策改革

從更深層次、更長遠的角度來說，發行超長期特別國債還為現代央行體系改革創造條件。

伴隨着房地產下行，人民銀行貨幣投放的難度上升。數據顯示，4月

末，廣義貨幣（M2）同比增長7.2%，狹義貨幣（M1）同比下降1.4%，CPI同比只有0.3%，PPI同比下降2.5%。最近三年，廣義貨幣與價格之間的相關性持續走弱。換言之，人行貨幣數量工具對價格的調節作用越來越弱。

房地產長期是信貸投放的主要市場，人行給商業銀行提供貸款，商業銀行給開發商和個人購房者提供貸款，最終基礎貨幣經過房地產市場廣泛地傳遞到市場上。如今樓市下行，房地產新增貸款轉負，貨幣傳導效率自然下降，人行貨幣數量工具對市場的調節作用減弱。

也因此，人行不僅要重塑一個能夠替代房地產的底層資產，還需要找到一個能夠替代房地產的基礎貨幣投放市場，而這個市場就是債市。

當前，人行投放基礎貨幣市場主要在商業銀行的信貸市場，而歐美中央行的基礎貨幣投放主要在債市。與信貸市場相比，債市的流動性更好，貨幣傳導效率更高。人行通過公開市場操作的方式，買入國債同時將基礎貨幣注入債市，政府、商業銀行、投資銀行、保險公司、金融機構、企業與個人投資者都可以在債市上進行交易。

不過，債市作為基礎貨幣投放市場的前提是國債的信用是穩定的，流動性必須是充分的，收益率曲線必須是完善的。信用和流動性是底層資產的生命線，政府支持商業銀行、保險公司、大型金融機構和個人參與進來，共同打造國債信用，增強債市流動性。

此外，國債收益率曲線從短期到長期必須是完整的、平滑的、富有彈性的，這樣利率調整才可以快速地順暢地傳導。政府大規模發行不同期限的國債，包括超長期特別國債，目的就是完善收益率曲線。人行可以通過公開市場操作影響短期利率，進而迅速地傳遞到長期利率。如此，不僅貨幣傳導效率大大增加，人行投放和調節貨幣的能力也大大增強。

中國發行超長期特別國債，打造流動性強、收益率曲線完善的債市，為人行重塑金融系統的底層資產，構建新基礎貨幣投放市場，從而推動貨幣政策從數量型向價格型轉變。

全球主要經濟體的央行均採用價格型貨幣政策，人行目前處於數量型向價格型改革的過渡期。數量型貨幣政策以短期利率為中介目標，以債市作為公開市場操作、基礎貨幣投放的主要市場，以國債作為基礎貨幣發行的底層資產，要求債市流動性好、交易者對利率敏感、國債收益率曲線完善，同時要求人行決策的透明度更高、預期管理能力更強。

## 中國製造業不存在「產能過剩」

天風視野 宋雪濤  
天風證券首席宏觀分析師

美國財政部長耶倫多次炒作中國所謂的「產能過剩」問題，提出的理由是中國產品的價格競爭力太強，阻礙了美國的製造業回流計劃，背後核心目的是為了限制中國製造業的發展。這與上一輪中美貿易摩擦中，美國藉口中國在技術轉讓和知識產權等方面存在不公平行為對中國發起的301調查，本質上並無區別。

從數據來看，中國生產的商品不僅沒有供給過剩，甚至在加徵關稅的背景下，都還沒有滿足美國的進口需求。以鋼鐵和鋁製品為例，2018年3月，特朗普宣布對中國鋼鐵和鋁製品分別加徵25%和10%的關稅，但是2021年中國對美國的鋼鋁製品出口依然較2018年上漲了30%和37%。

中國國內也一度被認為鋼材存在「產能過剩」，但事後來看，實際粗鋼消費需求也遠高於當初的判斷。《2016年鋼鐵工業調整升級規劃（2016-2020年）》估算到2020年粗鋼需求在6.5至7億噸，但實際上粗鋼表觀消費量在2016年見底後持續上升，到2020年粗鋼表觀消費量達到了8.9億噸，粗鋼產量也在小幅下滑後持續上行至2020年的10.6億噸。

對比歷史，當前國內產能利用率水平偏低，2024年一季度產能利用率73.8%，僅高於2020年和2016年。其中，電氣機械和器材製造業、汽車製造業、非金屬礦物製造業、食品製造業、計算機通信和其他電子設備製造業等行業的產能利用率明顯偏低；化學纖維製造業、石油和天然氣開採業的產能利用率明顯偏高；其他行業的產能利用率則處於正常水平。

然而，僅基於產能利用率來判斷行業存在「產能過剩」，存在兩個問題。一是當前中國經濟正處於結構轉型期，落後產能逐漸出清、新增產能正在爬坡是相當長時間內的常態，這本來就會造成產能利用率的階段性偏低。

二是不能忽視在逆全球化背景下，各國考慮到供應鏈安全而主動重複建設產能，留出冗餘份額，也會導致產能利用率偏低。如果和海外國家橫向對比，當前中國的產能利用率水平並不算低，依然高於投資火熱的東南亞和印度。

因此，在衡量行業是否存在「產能過剩」時，需要仔細謹慎的辨析，既要考慮行業自身的特性和所處的周期，也要分辨過剩的原因是周期性還是結構

性。周期性的產能過剩是正常的市場經濟現象，政策對此無需過度擔憂。因為市場的供給和需求不可能達到完全平衡和實時出清的理想狀態，市場競爭、經濟周期性波動，均會導致出現周期性的產能過剩。周期性的產能過剩，也能夠以市場化的方式得到解決。

動力電池行業是通過激烈的市場化競爭實現產能出清的典型代表。2023年全國雖然還有52家動力電池廠，但是2024年1-2月CR2（寧德時代和比亞迪）集中度已經達到了70.1%。集中度越高代表市場化出清程度越充分，目前動力電池行業的集中度遠高於電氣設備行業整體水平，甚至都顯著高於鋼鐵等成熟行業。

### 市場機制調整供應

結構性的產能過剩是非市場化因素造成的資源配置扭曲，更值得政策關注。比如隆基綠能董事長鍾寶申在2023年光伏大會上表示，光伏行業的產能過剩本質上是「非市場化資源配置」導致的。這背後是地方一窩蜂追求新興產業，簡單複製產能，造成了資源配置的失衡。

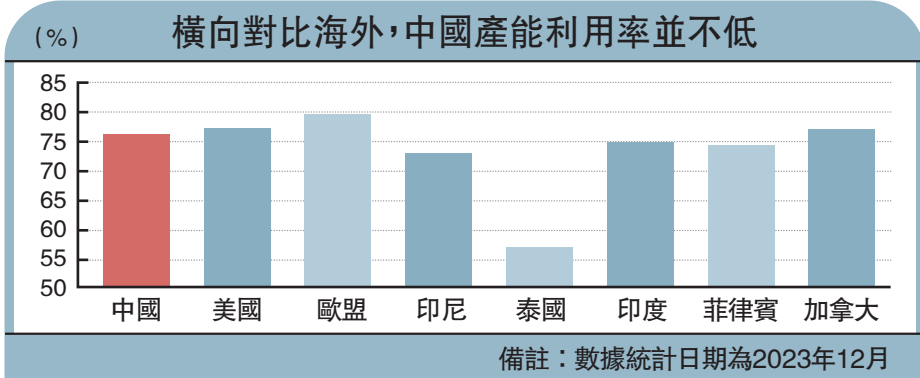
從結果上看，隨着地方政府補貼退坡，光伏電池行業也在依靠技術升級逐漸實現出清。目前光伏電池技術正由P型（P型硅片是在硅料中摻雜硼元素製成）向N型（N型硅片是在硅材料中摻雜磷元素製成）升級，核心是光電轉換效率提升，N型電池的平均轉換效率達到了24.5%，超過P型電池的23.1%，光伏協會預測到2030年N型電池的轉換效率或超過25.5%。

新能源車行業的現狀是低端產能過剩與高端產能不足並存，新產能投資擴張與舊產能出清並存，是否存在整體的「產能過剩」，還是個問號。

中國國務院總理李強在會見德國總理朔爾茨時也明確指出，中國的新能源產業優勢是靠真本事獲得的，是通過充分的市場競爭塑造的，而不是靠政府補貼形成的。

目前新能源車的內外需依然維持着較高的景氣度。2023年中國新能源汽車出口120.3萬輛，同比增長77.6%；2024年1-4月新能源車國內零售銷量244.8萬輛，同比增長32.9%。

總而言之，產業政策在產業發展初期不可或缺，新興產業受益於政策支持往往能夠在早期實現快速發展，但是產業政策的重心應放在鼓勵創新，探索前沿行業，用好市場化機制，減少資源扭曲。市場化下的過剩是產業升級的必經之路，政策並不需要過於擔憂，應充分引導和發揮市場方式出清。



## 美聯儲降息預期趨於謹慎

樓市智庫 陳永傑  
中原地產亞太區副主席  
兼住宅部總裁

美國聯儲局仍有成員覺得年內尚有減息可能性，但視乎數個月後的數據而定。另有美聯儲成員指出，「今年只減息一次」這種想法，並沒有太多的合理性。如今成員對減息齊聲唱淡，減息機會下降不利於全球投資市場，未來勢必反覆。

美聯儲5月發表的貨幣政策會議紀錄顯示，對抗通脹工作缺乏進展，對推進減息行動未有足夠信心。眾多決策成員認為，在必要時將支持進一步實施貨幣政策緊縮。

會議紀錄指出，一系列數據顯示從今年開始通脹較成員們預期的更頑固，在對通脹獲得進一步信心方面，所需時間超出聯邦公開市場委員會（FOMC）原來想像，利率政策限制性的程度面臨眾多不確定性。眾多成員提及，存在金融條件太過寬鬆的風險，數名成員談及私人信貸市場快速增長的問題。

美聯儲在該次會議後的決策聲明中宣布繼續按兵不動，6月放慢量化緊縮

（QT）的節奏，美債按月減持的上限放緩至250億美元，按揭抵押證券（MBS）按月減持的上限則維持在350億美元不變。

美聯儲主席鮑爾在該次會議後的例行記者會上稱，就減息問題而言，獲得信心將比原來所預計的更加漫長，不知道美聯儲何時才能抵達減息的信心程度；FOMC下一步行動不太可能是加息；短期通脹預期已經上升，勞動力需求仍然強勁，但相較於新冠疫情以來的高峰已經減退。

### 通脹數據未能撐減息

美聯儲理事沃勒指出，最近美國消費物價指數（CPI）似乎顯示通脹沒有加速，這是一個令人放心的訊號。貨幣政策已經足夠緊縮，當局沒有進一步加息的必要，但如果要實施減息，還需要具說服力的幾個月通脹數據支持。

亞特蘭大聯儲銀行總裁博斯蒂克認為，美聯儲在批准首次減息時需要謹慎行事，確保不會觸發企業及家庭此前被壓抑的支出，導致通脹開始反彈。寧願等待更長時間，以確保這種情況不會發生，並預計通脹將在今年下降，四季減息一次是合適的。