

超長國債助地方建設 穩定經濟增長

羅志恆：中央發行可降融資成本 避免地方流動性危險



首席論談

為系統解決強國建設、民族復興進程中一些重大項目建設的資金問題，今年全國兩會《政府工作報告》指出，擬從2024年起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）。中國首席經濟學家論壇理事、粵開證券首席經濟學家羅志恆向《大公報》表示，超長期特別國債是財政政策工具之一，目前已發行的債券利率水平，可使政府以更低成本籌集更多資金，用於支持國家「兩重」建設，這是中央着眼強國建設和民族復興全局作出的重大決策，可提高中國經濟運行效率，推動經濟保持長期穩定增長。

大公報記者 倪巍晨



人物名片：
中國首席經濟學家論壇理事
粵開證券首席經濟學家

羅志恆

▶甘肅省酒泉市阿克塞哈薩克族自治縣的光伏項目，總體裝機容量750兆瓦，光熱發電110兆瓦，光伏發電640兆瓦，為後續併網發電奠定基礎。



當前中國經濟總體延續恢復態勢，惟房地產的低迷，以及地方財政端的緊平衡仍是經濟恢復的兩大阻力，因此有必要進一步加大政策力度。超長期特別國債作為財政政策工具，要與財政和貨幣政策、房地產政策等共同發揮作用。

中央政治局會議強調，經濟持續回升向好仍面臨諸多挑戰，並提及「有效需求不足、企業經營壓力較大、重點領域風險隱患較多、國內大循環不夠順暢」等關鍵詞。

樓市下行 地方財政收入減少

羅志恆分析稱，供需形勢逆轉環境中，房地產投資、銷售、價格等持續承压，對消費、投資、土地財政等構成較大不利影響。與之對應的是，地方財政在土地出讓收入負增、稅收收入低增，以及支出責任持續擴張情況下，化債和「三保（保基本民生、保工資、保運轉支出）」壓力凸顯。由於地方主要精力集中於募集資金化債，地方發展經濟、提供公共服務的能力一定程度被限制。中央基於當前經濟形勢，決定發行超長期特別國債，意在擴大財政支出力度、加大公共投資。

在回答「擴張性財政政策為何選擇超長期特別國債，而非專項債、擴大赤字」的問題時，羅志恆坦言，就政府投融資而言，投資決定融資，但融資的期限、性質、主體等均要與投資相匹配，否則容易出現成本收益不匹配問題，甚至引發流動性風險。

羅志恆說，辦長期的事，要花長期的錢，否則就是「短貸長投」；辦全國範圍內的事，應由中央發行國債解決，辦一個區域範圍內的事，要發地方債。此外，辦沒有收益的事，要發地方一般債，辦有一定收益的事，要發地方專項債，「這也是超長期特別國債發行的主要邏輯」。

政策效率提升方面，羅志恆認為，經濟信心恢復期，減稅降費等收入政策未必能快速轉化為投資和消費，但支出政策卻能產生更有效的結果，建議下階段財政政策應以支出政策為主、收入政策為輔。此外，要推動財政政策逐步從「重投資」轉向投資與消費並重，逐步利用個稅APP等建立「補貼群體篩選機制」和基礎設施，通過對部分特定群體發放現金補貼來推動消費盡快回升。

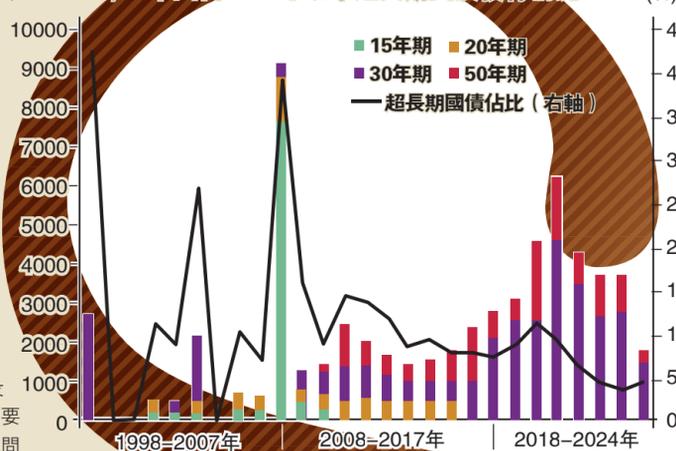
公開資料顯示，超長期特別國債募集的資金具體投向包括：加快實現高水平科技自立自強、推進城鄉融合發展、促進區域協調發展、提升糧食和能源資源安全保障能力、推動人口高質量發展、全面推進美麗中國建設等。

促進科技及創新 提升經濟實力

「科技進步和創新等領域，是經濟增長的重要動力。」羅志恆強調，超長期特別國債資金主要投向科技自立自強等重要領域，可提升中國科技水平與創新能力，並在科技創新、城鄉融合發展、美麗中國等方面形成大量優質資產，進而優化供給結構，提高經濟運行效率，降低經濟運行成本。

羅志恆分析，發行超長期特別國債，可直接為政府提供更多財政資金，用於強國建設、民族復興進程中的一些重大項目建設，有利於提振總需求和市場信心，夯實經濟回升向好基礎。人民銀行在公開市場購入國債，可緩解國債大量發行而帶來的「發行利率上行」問題，此舉可部分替代「降準」操作，豐富長期流動性投放工具，使貨幣調控更趨靈活，從而達到疏通基礎貨幣傳導的作用。超長期特別國債的發行，不僅為人行提供了購買國債的載體，亦可促進金融與財政的協同配合。具體看，財政部通過發行國債籌集資金，人民銀行則選擇於二級市場買國債，這是人民銀行流動性管理的重要政策工具，也是金融與財政緊密協同配合的體現。

中國自1998年以來超長期國債發行情況



1萬億元人民幣 超長期特別國債

分為20年期、30年期、50年期，切實保障「兩重」項目長期資金需求

首發400億元人民幣30年期國債
票面利率：2.57厘
開始計息：2024年5月20日
上市交易：2024年5月22日

長年期收益產品需求大 國債認購踴躍

特別國債並非新生事物。羅志恆表示，早在1988年中國財政部就曾定向發行2700億元（人民幣，下同）30年期特別國債，以補充四大國有銀行資本金。從今年首期超長期特別國債發行結果看，市場認購熱情高漲，反映投資者對該類國債的高度認可。

羅志恆強調，特別國債是用於服務重大政策目標或應對重大公共危機，遵循專款專用原則，中國先後於1998年、2007年、2020年發行過三次特別國債，發行意圖、規模、用途等各不相同。而超長期國債則是發行期限超10年的國債，主要包括15年、20年、30年和50年等期限品種，不同階段的發行期限存在較大差異，總體發行期限呈現逐漸拉長之勢。「目前中國超長期國債佔比超六分之一，且主要以30年期為主。」

利率期限結構方面，羅志恆留意到，中國10年期以上國債收益率曲線較平坦，期限利差隨着發行期限的拉長而快速收窄。今年發行的超長期特別國

債包括20年、30年和50年期，其中，20年期國債睽違8年後重啟發行。發行節奏方面，20年、30年、50年期今年分別計劃發行7期、12期和3期，發行時間主要集中在5至11月，整體供給較均勻，利於降低國債發行對流動性的衝擊。

最長為50年期國債

公開數據顯示，今年首期超長期特別國債的加權中標收益率為2.57%，全場倍數3.9、邊際倍數382.6。財政部披露，截至6月14日，已發行4期次共1600億元超長期特別國債，其中，20年期400億元，30年期850億元，50年期350億元。投資者認購踴躍，發行利率與二級市場收益率基本相當，社會評價積極正面。在當前「資產荒」環境中，發行超長期特別國債可豐富金融市場投資品種，滿足長期而穩定收益的投資需求。

在當前「資產荒」環境中，發行超長期特別國債，可豐富金融市場投資品種，滿足對長期而穩定收益的投資需求。

2024年超長期特別國債發行安排（半年付息）

期限	招標日期
20年	5月24日（首發）、6月19日、7月19日、8月14日、9月20日、10月18日、11月8日
30年	5月17日（首發）、6月7日、6月21日、7月5日、7月24日、8月2日、8月21日、9月6日、9月24日、10月11日、10月25日、11月15日
50年	6月14日（首發）、8月9日、10月16日

大公報記者倪巍晨整理

加快專項債發行 適度提高赤字預期

年來財政政策在「加力」之外的重要目標，收支矛盾越大，越要提高財政支出績效，要求收入端「減稅降費」從追求數量規模型轉向效率效果型。

擴大總需求 化債防風險

在防風險、擴大總需求，以及通過財政改革不斷激活中國經濟動力方面，羅志恆給出三大建議。

一是充分研究是否追加年內預算赤字規模。在土地出讓收入下滑背景下，可考慮追加預算彌補收入不及預期帶來的缺口，即便不使用亦可作為備用政策提振信心。

二是建議加快專項債發行，盡快形成實物工作量，推動財政支出增速

快速回升。首4月全國一般公共預算支出89483億元人民幣，同比增長3.5%；全國政府性基金預算支出22198億元人民幣，同比下降20.5%。今年基建投資對經濟增長構成支撐，得益於去年增發的1萬億元國債所形成的支出，且主要由中央財政支撐，當增發國債形成實物工作量，後續基建投資就看地方層面的支出。

至於三是對當前部分化債壓力較大的地方政府，可考慮採取中央發行國債轉貸地方、政策性金融機構給地方發放貸款、繼續發行特殊再融資債券等方式緩解地方壓力，從而達到防範流動性風險，保「三保」支出的目的。

目標明確

中國一季度經濟實現「開門紅」，但4月開始經濟數據有所分化。羅志恆指出，今年服務業繼續恢復、基建投資不斷發力、高端製造持續升級，出口表現亦勝預期。不過，房地產行業對經濟的拖累仍較明顯，且在「化債」背景下，部分地方政府面臨還本付息壓力。他建議，加快專項債券發行，盡快形成實物工作量，推動財政支出增速快速回升；同時，通過政策工具紓解地方政府化債壓力，並充分研究是否需追加年內預算赤字規模。

羅志恆分析，「提質增效」是近

比對美德日 中國長債仍有加碼空間

優化結構

主要經濟體大多以發行超長期國債作為財政融資手段。羅志恆指出，美國、德國、日本等的超長期國債佔比較高、投向各異，反觀中國佔比偏低，未來有一定的提升空間。

美國、德國及日本均有發行超長期國債，各有特點（見附表）。超長期國債資金投向與各國公共財政政策目標緊密相連。羅志恆表示：「資金投向選擇，反映各國財政政策側重點，也體

現各國對未來經濟和社會發展的戰略考量。」

羅志恆觀察到，美國超長期國債佔比約22.2%。其中，20年和30年期佔比分別為4.5%、17.7%；德國超長期國債佔比為27.8%，其中，15年和30年期佔比分別為4.1%、23.7%；日本超長期國債佔比達44.8%，其中，20年、30年和40年期佔比分別為25.8%、14.6%和4.4%。日本國債發行更傾向較長期限，反映投資者在長期

低利率乃至負利率環境中，對超長期國債有相對高的需求。相比之下，中國超長期國債佔比僅16.9%，未來仍有提升空間。

去年召開的中央金融工作會議提出「優化中央和地方政府債務結構」。羅志恆相信，目前中央政府「加槓桿」空間更大，發行長期國債可提高國債在總債務中的佔比，優化債務結構、降低債務風險。他解釋，較之其他類型的債務，國債有更高的信譽、更低的違約風

部分經濟體超長期國債發行情況

經濟體	發行品種	計息方式	餘額佔比
中國	15年、20年、30年、50年	固定	16.9%
美國	20年、30年	固定、固定+通脹調整	22.2%
日本	固定利率債券：20年、30年、40年 浮動利率債券：15年	固定+浮動	27.8%
德國	15年：聯邦國債 30年：聯邦國債、通脹指數國債、綠色國債	固定	44.8%

險，且中央發債比地方發債有更低成本、更長周期的優勢，可降低整體債務風險，避免地方因「加槓桿」而加劇地

方債風險，「發行超長期特別國債，將為地方政府騰出財政空間，助其降低債務壓力」。