



报告日期：2024年5月30日

超长期特别国债大幅推升通货膨胀的概率较低，或存在更优的购买超长期特别国债的时点

——超长期特别国债解读

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

报告概要：

- 5月13日，财政部发布了“2024年超长期特别国债发行安排”。我们解读如下：
- 一、财政收支与土地财政面临较大压力，是推出超长期特别国债的原因；
- 二、或存在更优的购买超长期特别国债的时点，届时“逢低做多”可能是较好的策略；
- 三、超长期特别国债有助于企稳通货膨胀，但是大幅推升通货膨胀的概率较低。

风险因素

1. 我国内需走强程度超预期；
2. 全球宏观经济上行幅度超预期。

相关报告

1. 英大宏观评论（20240506）国家战略科技力量是新质生产力的重要推动者，2季度央行大概率继续降准或降息
2. 英大宏观评论（20240312）“5.0%左右”GDP增速目标符合预期，年内央行大概率还将降准或降息
3. 英大宏观评论（20240221）2季度CPI均值大概率高于1季度，2024年PPI大幅上行概率较低
4. 英大宏观评论（20231219）“高质量发展”是2024年工作重点，中短期内我国PPI当月同比难以大幅上行
5. 英大宏观评论（20231215）“一个中心，两个基本点”是中央经济工作会议“规律性认识”的内核
6. 英大宏观评论（20231212）2024年GDP增速目标或为“5.0%左右”，“稳中偏松”大概率是2024年货币政策的主基调
7. 英大宏观评论（20231114）“加强金融监管”位列重点工作之首，未来4-5年我国货币政策力度总体不弱
8. 英大宏观评论（20231026）增发万亿国债对我国宏观经济与资本市场的影响分析
9. 英大宏观评论（20230817）7月大概率是CPI当月同比的年内低点，高M2同比与低CPI同比并存是中外常态
10. 英大宏观评论（20230731）“稳就业”被提高到战略高度通盘考虑，人民币汇率中期升值是大概率事件

年度展望报告

1. 英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
2. 英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

目录

一、财政收支与土地财政面临较大压力，是推出超长期特别国债的原因.....	3
二、或存在更优的购买超长期特别国债的时点，届时“逢低做多”可能是较好的策略.....	5
三、超长期特别国债有助于企稳通货膨胀，但是大幅推升通货膨胀的概率较低.....	7

事件：5月13日，财政部发布了“2024年超长期特别国债发行安排”。

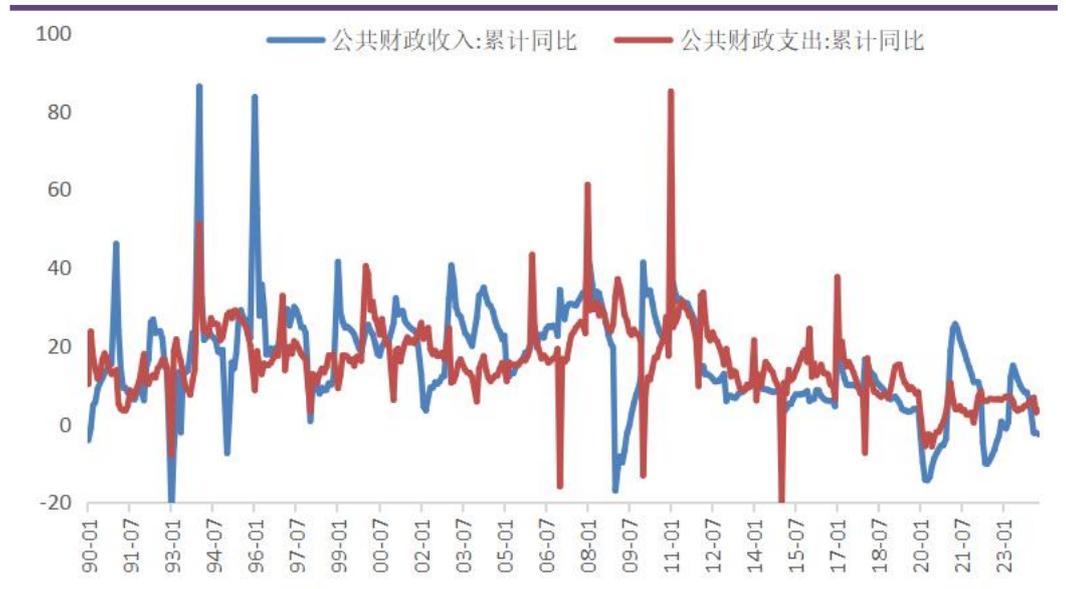
解读：

一、财政收支与土地财政面临较大压力，是推出超长期特别国债的原因

3月5日《政府工作报告》提出，“为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元”。4月30日政治局会议提出，“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度，确保基层‘三保’按时足额支出”。

作为财政政策的重要工具，超长期特别国债推出的**直接原因**，是当前我国财政收支面临较大压力：**财政收入方面**，4月公共财政收入累计同比录得-2.70%，较前值下行0.40个百分点，连续3个月位于负值区间，且创2022年12月以来新低，表明财政收入压力持续加大；**财政支出方面**，4月公共财政支出累计同比录得3.50%，较前值上行0.60个百分点，与财政收入累计同比之间的“剪刀差”进一步走阔；**财政赤字方面**，4月财政赤字录得8557.00亿元，为历史同期次高值，仅低于2020年4月的11463.00亿元。在此背景下，为筹集“逆周期调节”所需资金，中央决定发行超长期特别国债。

图 1: 财政收入累计同比连续 3 个月位于负值区间, 且创 2022 年 12 月以来新低(%)



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

超长期特别国债推出的**根本原因**，是我国土地财政面临较大压力：4月国有土地使用权出让收入累计同比录得-10.40%，较前值下行3.70个百分点，为年内新低，自2022年2月以来持续位于“非正值区间”，表明地方本级政府性基金收支面临较大压力。

图 2: 国有土地使用权出让收入累计同比自 2022 年 2 月持续位于“非正值区间”(%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理

在以上背景下,“为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题”,为“保持必要的财政支出强度”,财政部在 5 月 13 日发布了“2024 年超长期特别国债发行安排”:20 年期超长期特别国债在 5 月 24 日首发,共发行 7 期,11 月 8 日为最后一期发行日;30 年期超长期特别国债在 5 月 17 日首发,共发行 12 期,11 月 15 日为最后一期发行日;50 年期超长期特别国债在 6 月 14 日首发,共发行 3 期,10 月 16 日为最后一期发行日。

表 1: 2024 年超长期特别国债发行安排

期限(年)	招标日期	首发/续发	付息方式
20	5 月 24 日	首发	按半年付息
	6 月 19 日	续发	
	7 月 19 日	续发	
	8 月 14 日	首发	
	9 月 20 日	续发	
	10 月 18 日	续发	
	11 月 8 日	续发	
30	5 月 17 日	首发	按半年付息
	6 月 7 日	续发	
	6 月 21 日	续发	
	7 月 5 日	续发	
	7 月 24 日	首发	
	8 月 2 日	续发	
	8 月 21 日	续发	
	9 月 6 日	续发	
	9 月 24 日	首发	
	10 月 11 日	续发	

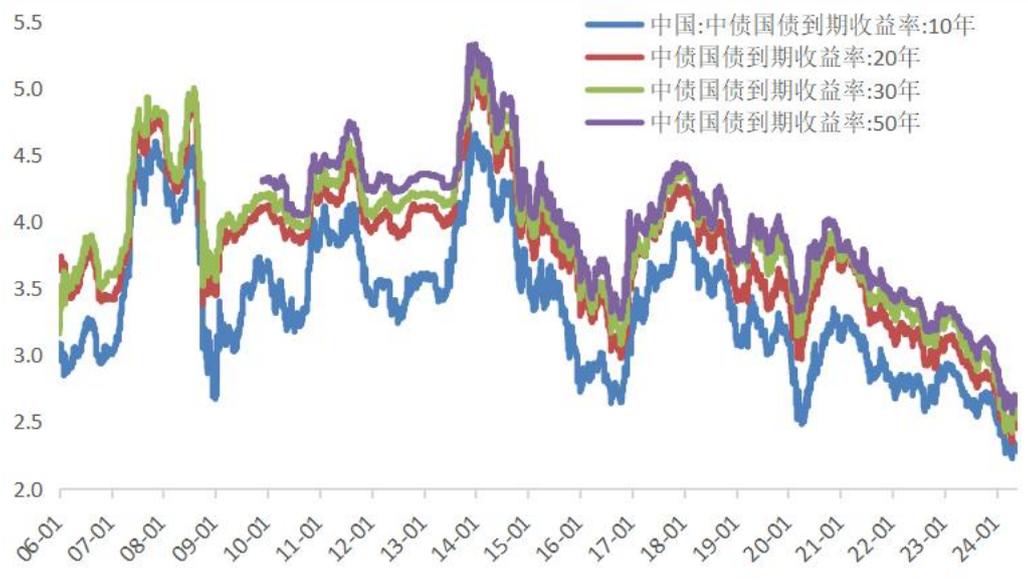
	10月25日	续发	
	11月15日	续发	
50	6月14日	首发	按半年付息
	8月9日	续发	
	10月16日	续发	

数据来源：WIND 英大证券研究所整理

二、或存在更优的购买超长期特别国债的时点，届时“逢低做多”可能是较好的策略

针对超长期特别国债，资本市场关注的焦点可能是它们的价格走势与到期收益率走势如何？从图形走势上看，10年期、20年期、30年期与50年期国债到期收益率的走势是一致的，具体看，10年期中债国债到期收益率与20年期、30年期、50年期的相关系数分别为0.9648、0.9623、0.9627，均为高度正相关。

图4：10年期、20年期、30年期与50年期国债到期收益率的走势是一致的（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

如果20年期、30年期与50年期超长期特别国债利率与价格走势与20年期、30年期与50年期超长期国债利率与价格走势相同，我们可以将对超长期特别国债利率与价格走势的研判，转化为判断中债10年期国债到期收益率的走势。在以上判断成立的前提下，我们做出以下三个判断：**一是**从短期看，超长期特别国债价格不具备大幅下跌的基础；**二是**从中期看，超长期特别国债价格大概率下跌；**三是**从长期看，超长期特别国债价格大概率位于较高位置。如果以上判断成立的话，则当下可能不是投资超长期特别国债的最佳时机。最佳的投资时机可能是我国宏观经济处于繁荣阶段的时候，届时超长期特别国债利率位于高位，与之相对应，超长期特别国债价格位于低位，“逢低做多”可能是较好的策略。

首先我们看短期。当前我国宏观经济压力犹存，体现在以下两个方面。**第一**，1季度我国工业产能利用率、制造业产能利用率分别录得73.60%、73.76%，分别较前值大幅下行2.30、2.24个百分点，均创2020年2季度以来新低，表明工业与制造业面临一定压力。**第二**，4

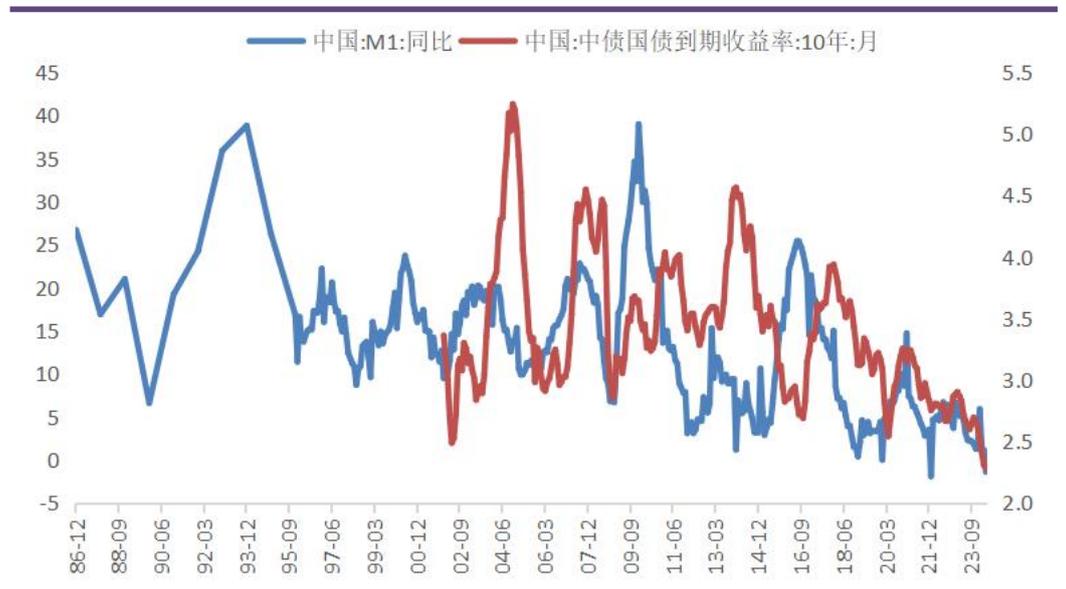
月社会消费品零售总额当月同比录得 2.30%，较前值下行 0.90 个百分点，创 2023 年 2 月以来新低，与此同时，4 月固定资产投资完成额累计同比录得 4.20%，较前值下行 0.30 个百分点，其中，房地产投资增速、基建投资增速与制造业投资增速分别录得-9.80%、7.78%、9.70%，分别较前值下行 0.30、0.97、0.20 个百分点。虽然近期房地产市场重磅政策频出，但是短期之内房地产投资增速大概率还将下行，这就意味着固定资产投资增速不具备大幅上行的基础。

其次看中期。随着美联储降息进程的启动与推进，包括原油在内的全球大宗商品价格大概率上行，在推升 PPI 当月同比的同时，也预示我国宏观经济大概率进入复苏与繁荣阶段。在这一阶段，央行降息与降准的概率降低，且不排除加息的可能。这就意味着 10 年期国债到期收益率大概率上行，也就是 10 年期国债价格大概率下跌。

最后看长期。参考美国、日本、韩国的经验，未来 20-50 年期间，我国 GDP 不变价同比大概率下行至 2.50% 左右，也就是说，可能在目前的基础上“打对折”。与之相对应，随着资金需求量的下跌，我国 M2 同比、利率以及法定存款准备金率大概率在目前的基础上下行，这将压低 10 年期国债到期收益率，对我国利率债价格形成支撑。

在以上基本面分析的基础上，我们还可以从 M1 同比这一指标来对以上判断进行验证。自 1996 年 1 月以来，我国 M1 同比经历了 8 个周期，目前处于第八个周期的底部阶段。

图 5：我国 M1 同比经历了 8 个周期，目前处于第八个周期的底部阶段（%）

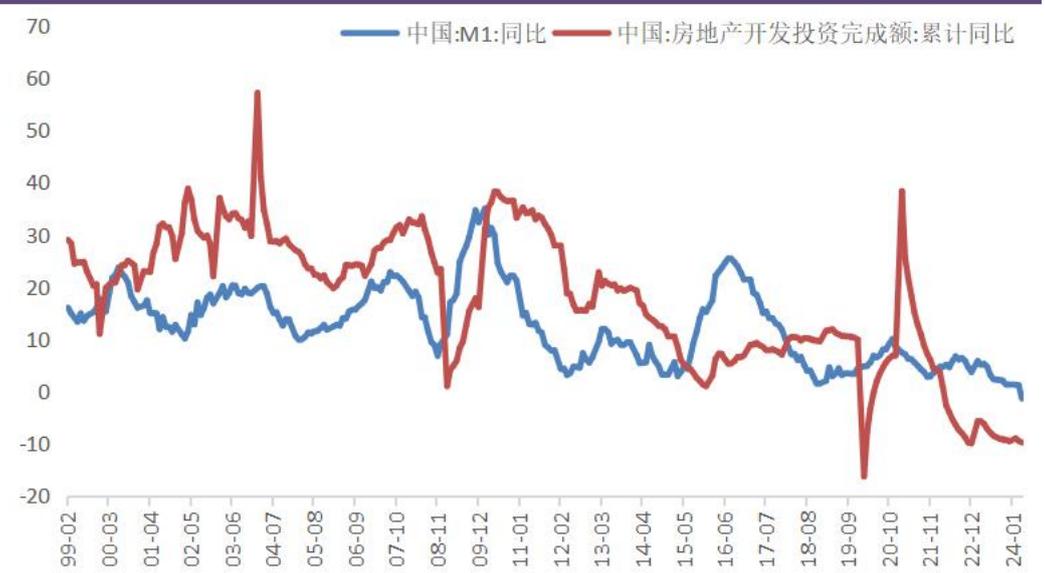


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从短期看，4 月 M1 同比录得-1.40%，虽然是历史次低值，但却是基本面意义上的历史最低值，因为最低值 2022 年 1 月的-1.90%，主要是由于企业在春节期间发放年终奖形成的“春节错位”效应造成的。实际上，历年 1 月是 M1 同比的波动月份，受“春节错位”效应的影响，1 月 M1 同比经常出现畸高或者畸低的异常值。如果剔除掉 1 月，则 2024 年 4 月录得了最低值。从经验规律看，M1 同比这一指标具有非常强的周期性，反映的是我国宏观经

济的库存周期。考虑到 5-7 月我国宏观经济基本面，尤其是房地产开发投资完成额累计同比大概率还将继续承压，我们认为短期之内我国 M1 同比还难以开启第九轮周期的上行期，也就是说，M1 同比不具备大幅上行的基础。

图 6：短期之内我国 M1 同比还难以开启第九轮周期的上行期（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从中期看，M1 同比的第九轮周期终究将开启。在全球宏观经济以及我国宏观经济进入复苏与繁荣阶段的背景下，房地产投资增速触底企稳回升的概率较高。届时，以上因素大概率对 M1 同比形成支撑效应，M1 同比大概率重拾升势，进入第九轮周期的上行期。

从长期看，从第一轮周期到第八轮周期，M1 同比的底部区间是不断下探的，也就是“后低”低于“前低”，这就预示着 GDP 增速大概率持续承压，10 年期中债到期收益率大概率续创新低，也就是说，拉长时间周期看，10 年期国债的价格大概率续创新高。

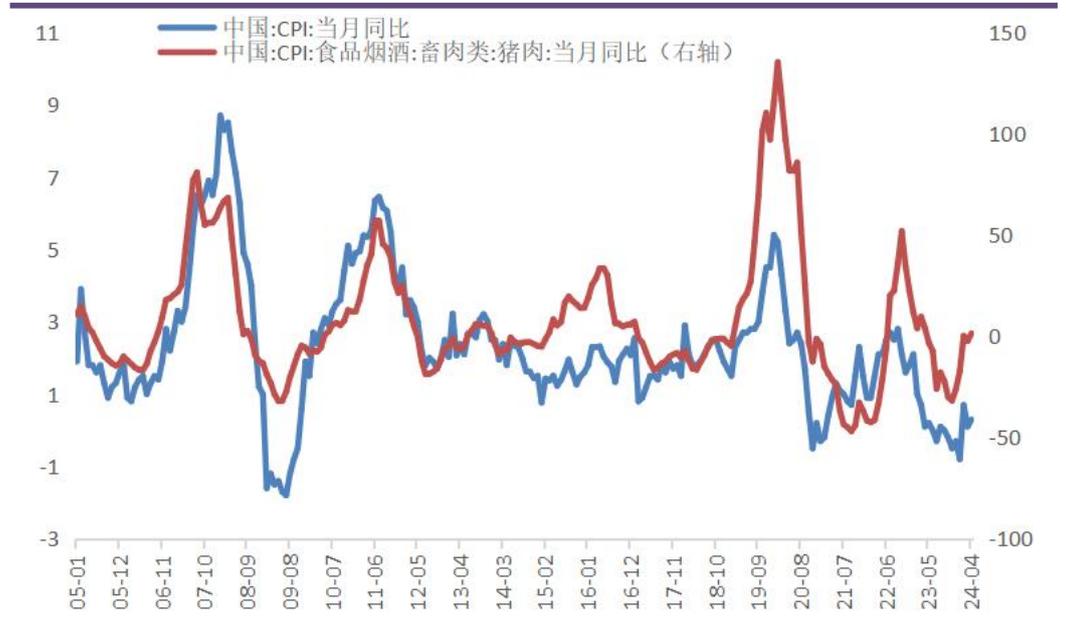
三、超长期特别国债有助于企稳通货膨胀，但是大幅推升通货膨胀的概率较低

针对超长期特别国债，资本市场关心的一个问题是，它的持续推出，能否推动通货膨胀率上行？更明确地说，会不会出现通货膨胀率大幅上行的情况？我们认为，超长期特别国债的持续推出，总体上有助于企稳通货膨胀，但是中短期之内，通货膨胀率难以出现大幅上行的情况。

第一，从“三分法”的角度看，猪肉在我国 CPI 中占据重要地位，是影响我国 CPI 当月同比走势的重要因素。猪肉价格走势的决定因素是生猪的供给与需求，且在生猪需求短期内变化不大的背景下，猪肉价格走势主要取决于生猪的供给，而生猪的供给与超长期特别国债之间的关联度不大。在 4 月 17 日国新办举行的新闻发布会上，国家发展改革委副主任刘苏社指出，“超长期特别国债重点聚焦加快实现高水平科技自立自强、推进城乡融合发展、促进区域协调发展、提升粮食和能源资源安全保障能力、推动人口高质量发展、全面推进美丽中国建设等方面的重点任务”。如果一定要将生猪供给与超长期特别国债联系

上的话，超长期特别国债与“提升粮食和能源资源安全保障能力”中的“粮食”以及延伸出来的“食品”有一定的关联度。但是，既然是提升“安全保障能力”问题，那么采取的举措大概率是加大生猪的供给，增加猪肉战略储备，而这将压低猪肉的价格，对CPI当月同比起到抑制作用。

图 7：猪肉在我国 CPI 中占据重要地位，是影响我国 CPI 走势的重要因素（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第二，从超长期特别国债的流向看，主要包括“加快实现高水平科技自立自强、推进城乡融合发展、促进区域协调发展、提升粮食和能源资源安全保障能力、推动人口高质量发展、全面推进美丽中国建设”等领域，可见主要聚焦在基础设施建设领域。基建投资主要影响黑色系大宗商品价格走势。但是与房地产投资增速相比，基建投资增速对黑色系大宗商品价格的影响要弱于房地产投资增速。此外，当前房地产投资的走势并未出现企稳迹象，短期内房地产开发投资完成额累计同比大概率还将继续承压，这将在较大程度上对冲掉基建投资增速所带来的增量。最后，2024 年我国基建投资增速可能也不会太高，因为从历史经验看，全年的基建投资增速大概率低于 3 季度，也低于 1-4 月：2003 年以来的 20 年间，全年基建投资增速高于 1-4 月的仅有 5 年，分别是 2008 年、2012 年、2019 年、2020 年以及 2022 年，其余的 15 年里，全年基建投资增速均低于 1-4 月。

第三，在根本上决定 PPIRM、PPI、核心 CPI 走势的因素是经济走势。但是基础设施建设投资仅仅是宏观经济“三驾马车”中“投资”这一板块的一部分。因此，在消费、房地产承压的背景下，通过拉动基建投资这一传统的逆周期调节的“抓手”，难以在根本上起到提振宏观经济的作用，此外，全球经济走势通过出口增速也对我国宏观经济走势产生重要影响。



风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
