



增发万亿国债，意味着什么

中国未来的发展核心源于全要素生产率的增长，在这方面，中国还有很大的潜力。

三面财经

中青报·中青网记者 张均斌

国家统计局最新发布了前三季度国民经济运行情况，5.2%的GDP增速为完成全年5%左右的预期目标打下了一个非常好的基础。在经济持续恢复向好的第四季度，中央财政增发万亿元国债，且纳入财政赤字管理。这一系列不寻常举动背后，透露出积极财政政策的新动向，也隐含央地财政关系调整的新意。

10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人大常委会常务委员会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元，且作为特别国债管理。全国财政赤字将由3.88万亿元增加到4.88万亿元，预计赤字率由3%提高到3.8%左右。

增发的国债资金初步考虑在2023年安排使用5000亿元，结转2024年使用5000亿元，将全部用于地方防灾减灾救灾和灾后恢复重建。

粤开证券首席经济学家、研究院院长罗志恒表示，增发国债用于特定的防灾减灾建设等八大方面，有利于补短板、惠民生，充分体现了财政支出以人民为中心的发展理念。随着近年来中国基建投资快速发展，一系列大国工程先后发挥重大作用，关于基建投资空间和潜力的讨论较多。

罗志恒说，我国基建投资仍具有较大空间，尤其是在防灾减灾比如城市排水防涝、防洪建设等方面，同时我国基建投资呈现出区域结构不均衡的特点。此次资金用途针对性强，目标明确，选择了补短板、惠民生的领域，这也是财政保障国家重大战略和重点工作的应有之义。

传达出稳增长之强烈信号

此次增发的国债特别之处颇多。改革开放后，我国重启国债发行，大都以弥补财政赤字为目的。区别于一般国债，特别国债是在特定时期发行有着特定目的的债券，一般纳入中央政府性基金预算，不列入财政赤字。

从列入赤字这一特征来看，此次增发的国债不像“特别国债”，更符合“长期建设国债”的特征。

我国曾分别于1998年、1999年和2000年增发10年期国债，也叫长期建设国债，三次均通过调整赤字规模的方式实现增发，三次国

增发1万亿元国债后，财政赤字率提高至3.8%。但财政部副部长朱忠明表示，我国政府负债率仍处于合理区间，整体风险可控。国债资金投入使用后，客观上也会利于带动国内需求，进一步巩固我国经济回升向好态势。

债资金主要用于加快基础设施建设、增加建设性支出。

一段时间以来，中国在经济增长遇到阻力时，大都会通过加大基建投资来稳增长，也就是民间常说的投资“铁公鸡”。但其负面效应渐显，包括通货膨胀、低效投资和产能过剩。

党的十八大以来，我国连续十年实施积极的财政政策，全力护航“六稳”“六保”工作，政策适时适度微调，但大方向始终是侧重减税降费收入侧政策的调整。截至2021年年底，“十三五”以来的6年间，我国累计新增减税降费超过8.6万亿元，经营主体活力持续激发。

上海交通大学财税法研究中心副主任王梓宇表示，从总体趋势上看，减税降费政策更适宜被理解为一个阶段性的政策，是以科学合理适宜的综合税负率作为终极目标并根据经济发展情况循序推进的一个动态过程。目前，我国的财税体制改革仍在持续推进中，以直接税为主体的税制结构尚未有效形成，总体层面和局部结构的税负率仍需持续优化。

王梓宇说，减税降费政策仍将在一定时间内作为重要政策继续推进。但与此同时，支出侧的积极财政政策也可以根据经济社会发展的具体情况加以适时推进，并结合不同时期的特点而在广度、深度和力度方面有所侧重。

他认为，此次增发万亿国债，是作为一种具有“组合拳”特点的调控工具进行使用，在经济景气预期明朗的情形下结合具体国情适度提高赤字率，能有效拉动投资并实质性化解地方政府基础设施建设压力。

罗志恒认为，经济下行期以及信心恢复期，收入侧政策有可能受制于经营主体行为的收缩，减税降费未必能快速转化为投资和消费；而支出侧政策的调整能产生更加有效的结果。

事实上，此前，市场早有呼吁，希望增发国债用于基建。中国社会科学院学部委员余永定就曾表示，需要提高财政赤字对GDP比。他认为，今天中国仍有优化基建的空间和需求，“中国需要进行的基础设施投资不是太多，而是太少了。”

当前我国宏观经济形势总体持续恢复，但总需求不足、微观主体信心不振的问题依然存在

在。财政部数据显示，1-9月累计，全国一般公共预算收入166713亿元，同比增长8.9%；全国一般公共预算支出197897亿元，同比增长3.9%。1-9月累计，全国政府性基金预算收入38683亿元，同比下降15.7%；全国政府性基金预算支出66368亿元，同比下降17.3%。

今年以来，受制于房地产市场总体低迷等，土地出让收入继续大幅下行，政府性基金预算收入持续负增长，制约了财政支出的力度。扩大支出实则为在必行。

财政部副部长朱忠明10月25日在国务院政策例行吹风会上表示，国债资金投入使用后，客观上也会利于带动国内需求，进一步巩固我国经济回升向好态势。

而从1万亿元资金的拆分使用来看，主要也是用于明年的稳增长，传达出强烈的政策信号，为今年四季度和明年的经济运行打下好的基础。

为地方财政减负

赤字率是衡量财政风险的一个重要指标。增发国债后，中国今年的赤字率将提高到3.8%左右，成为1994年分税制改革以来财政赤字率最高的一年。

目前，包括中国在内的世界主要国家都以《欧洲联盟条约》（又称《马斯特里赫特条约》）的赤字标准作为参考：赤字率不超过3%，负债率不超过60%即是所谓的“国际安全线”。

但事实上，马斯特里赫特条约3%的标准是一个经验数据或大致预测值，并无经济学理论作为支持。近年来受世界经济周期性波动、新冠疫情的影响，世界主要国家的赤字率早已突破这一数值。

朱忠明表示，虽然今年赤字率有小幅提高，但我国政府负债率仍处于合理区间，整体风险可控。

相比于赤字率提高至3.8%，更值得关注的是此次加杠杆主体的变化。朱忠明表示，此次增发的1万亿元全部通过转移支付方式安排给地方使用，全部列为中央财政赤字，还本付息由中央承担，不增加地方偿还负担。

2008年以来，地方政府在积极财政中扮

演了重要角色，硬币的另一面是，地方政府债务在中国政府债务中的占比不断提升。2022年我国中央政府杠杆率为21.4%，剩下近80%均为地方政府债务。

近年来，在“土地财政”拖累下，既要保障“三保”支出，又要偿还地方债务，部分地方财政捉襟见肘。

8月28日，国务院在《关于今年以来预算执行情况的报告》中进一步明确，中央财政积极支持地方做好隐性债务风险化解工作，督促地方统筹各类资金、资产、资源和各类支持性政策措施，妥善化解存量隐性债务，优化期限结构、降低利息负担，逐步缓释债务风险。

此后，多地积极筹措资金化债，内蒙古、天津、辽宁、云南、重庆、广西先后宣布特殊再融资债券发行计划，合计规模为3196.52亿元，募集用途为偿还存量债务。

王梓宇表示，受到各种主客观因素影响，地方税体系培育进展较慢，而土地财政收入又因新冠疫情及经济放缓等因素影响受到制约，地方债及其化解问题因而成为近年来地方财政工作的重中之重。

近年来，中央一直在持续推动中央更多承担中央事权及支出责任，并同时作为完善政府间财政关系体制机制、化解地方财政压力的手段之一。

此次中央发行特别国债的还本付息均由中央兜底负责，能有效地为地方政府财政减负，缓解地方财政收支平衡压力。

这位财税法专家认为，从短期看，近年来地方政府债务压力加大，需要整体经济景气转好而获得内生性的财政收入进而疏解，而在经济预期向好的当前，中央财政能够提供一定强度的支撑，不仅对化解地方债本身，而且还为地方经济社会发展本身注入了财政活力，使得地方政府在自身有限资金下能承担更多的公共服务。

从中长期看，地方债问题的终极化解，仍在于中央和地方财政关系的有效理顺，中央需要更多地承担全局性、公益性、基础性的公共服务和支出责任，这也有利于推动科学合理的中央和地方财政关系最终形成。

市场的共识是，2024年经济形势总体上仍将延续今年的疫后恢复态势，但提振市场经营主体信心和增加就业刻不容缓。“财政政策要有新的内涵。”罗志恒说。

比如，推动财政政策逐步从重投资转向投资与消费并重，对部分特定群体发放现金补贴推动消费尽快回升，采取中央和地方分地区按比例承担的方式实施；逐步用个税App等建立起补贴群体的筛选机制和基础设施。尽快稳定宏观税负，缓解财政收支矛盾等。

他还说，统筹推进财政政策实施，关键是走在市场预期前面引导预期，加强与市场的沟通。

中国增长怎样深挖潜力

王石峰会上专家建言

过去一周，渣打银行大中华区及北亚首席经济师丁爽在新加坡做了一个星期路演，见了20多位投资者。他发现，投资者们都有一个相同的困惑。10月28日，在国际金融论坛(IFF)20周年全球年会上，丁爽将他们的困惑分享给了在场的经济学家——中国的经济数据分明在向好发展，但市场情绪却不乐观，为什么会这样？

国家统计局近期公布2023年前三季度中国经济运行成绩单。数据显示，前三季度中国国内生产总值达到913027亿元，按不变价格计算，同比增长5.2%。从三季度的情况来看，经济恢复向好总体回升的态势更趋明显，多个领域、多项指标都出现了一些积极变化。

对此，丁爽强调，投资者应该看到这些积极的指标。比如，近两个月，中国出口新订单有所改善；随着PPI(生产价格指数)触底，引发了对于库存周期逆转的一个预期，工业库存的增长率开始上行，工业企业的利润已经连续两个月单月正增长。

《IFF2023年全球金融与发展报告》(以下简称“报告”)预计中国经济2023年将增长5.2%。中国仍将是全球经济增长的最大来源，将贡献32%。

报告称，为了支持经济增长、促进消费支出，中国政府在今年7月下旬推出了多项措施。这些措施包括放宽购车限制，鼓励购买新能源汽车；支持首套购房者需求和改善性购房需求；增加家装和家用电子产品的消费；促进体育、娱乐、外出就餐、旅游和健康服务消费。为了增强民营企业的信心，中国政府还公布了一系列鼓励私人投资的措施，包括放宽一些关键部门的准入和提供融资支持。

IFF学术委员会、亚洲开发银行前首席经济学家庄巨忠在解读报告时称，中国政府将继续采取措施，以确保逐步解决一些大型房地产开发商的债务问题和保持地方政府财政的可持续性，中国的货币和财政政策也将继续支持经济复苏。

在同一个场合，IFF学术委员、中国国际经济交流中心首席经济学家张燕生表示，当前中国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，仍面临着有效需求不足的主要矛盾，以及地方资产负债状况修复、基础设施投资后劲乏力、发展动能转换不平衡等挑战。

不过，在当前中国经济环境下，同时也存在很多机遇。他说，中国正在进入新经济、创新驱动成为新动能、旧经济加快推动转型升级的新阶段。科技部数据显示，2022年中国全社会研发经费支出首次突破3万亿元，研发投入强度首次突破2.5%，基础研究投入比重连续4年超过6%。

同时，中国未来的发展核心是源于全要素生产率的增长，在这方面，中国还有很大的潜力。张燕生还认为，中国在把握数字技术革命、绿色革命、新能源革命上非常努力，电动车、光伏、锂电池的出口已经成为中国出口和经济增长新的增长点。

在张燕生看来，中国经济发展，短期需要解决稳定的矛盾；中期要解决大宗消费的问题，即楼市、车市和电子产品的稳定和转型；长期需要构建一个扩大内需、支撑中国未来长期发展的制度条件。

重庆市原市长黄奇帆认为，未来中国要进一步发展，至少应该让生产性服务业占比上升至30%，这代表了高质量制造的效益和价值。

他指出，服务业分为生产性服务业和生活性服务业。其中，生产性服务业资本密集、技术密集、人才密集。“当今世界，凡是高质量的终端、装备、制造，里边40%-50%是制造业产生的价值，50%-60%往往是服务产生的价值，这种服务深度嵌入到装备里边，看不见、摸不着。”

黄奇帆以作为高质量、高附加值的终端设备手机的生产线为例，一台价值1万元的手机中，制造本身的成本可能占据五到六成，而手机中的操作系统、软件芯片里的程序、专利以及各种镶嵌在手机中的服务的价值，可能占到另外五成。

他说，生产性服务业往往是产业链的链条企业、龙头企业，谁掌控生产性服务业，谁就掌控了产业的生态、基础和运行，分走的利润就越高。

丁爽认为，中国应该创造一个比较宽松的宏观政策环境来进行结构性的改革，这最终还是要靠民营经济的积极性。提振企业家精神，鼓励企业家去寻找机会、去冒险、去追求利润、去致富。“致富光荣是中国经济近年来取得成功的重要经验之一。”

丁爽还建议，中国政府应积极解决经济积累的一些问题，包括银行不良贷款、地方融资平台问题等，通过这些调整使得资源的配置能够更加有效。这当中，改善市场情绪，提振信心最重要的措施是“重申发展是第一要务，发展才是安全的基础”。



10月30日，江苏淮安，校园食品监督员在校园餐厅进行检查。视觉中国供图

并购重组升温 科技型企业迎政策利好

市场并购重组主渠道作用。近3年，上市公司年均披露并购重组交易约3000单，交易金额约1.7万亿元，一批具有示范性和影响力的并购重组项目相继涌现。下一步，证监会将持续优化并购重组监管机制，出台定向可转债重组规则，优化重组“小额快速”审核机制，落实好适当提高轻资产科技型企业重组估值包容性政策，进一步营造并购重组良好市场环境。

不少业内人士表示，并购重组是企业正常的资本运作手段。而对于科创行业来说，拥有创新能力和技术领先的企业更具并购潜力，并购的重点领域包括云计算、大数据、人工智能、半导体等。

产业整合促升级

“目前并购重组依旧是以产业整合为主，通过专业化整合做强主业，同时也能够推动产业结构不断升级。”南开大学竞争法研究中心主任、法学院副院长、教授陈兵告诉中青报·中青网记者，在未来一段时间内，产业整合式并购重组依旧是一些企业

提升优化布局、调整结构的重要手段，这也使相关企业能够更具有核心竞争力、产业结构更加清晰。

数据显示，2020年至2023年三季度末，深市并购重组交易行业集中度进一步提升，其中先进制造、数字经济、绿色低碳三大重点领域重组活跃度较高。在深交所副总经理李晖看来，近年来并购重组产业和实体特征更加鲜明，新兴产业利用重组交易实现整合、集聚，活跃度逐步提升。

近日在2023重庆创投大会上，中金公司投行业务负责人王曙光表示，从成熟资本市场经验来看，多元化退出是良性创投生态的必要组成部分。通过产业并购、企业回购、老股转让等方式，可以让更多中后期项目以多种形式退出。就产业发展而言，丰富的并购市场是促进产业内部资源重整、避免同质化竞争的重要方式。

值得注意的是，随着注册制改革的推进，上市公司“壳价值”被压缩，并购整合特别是交易估值更加市场化。数据显示，深市重组标的2020年至2023年1-9月的平均

评估增值率分别为262.63%、231.00%、156.76%、162.16%，交易估值整体回落，交易行为趋于理性回归。

“相比于上市公司出于市值管理、扩大市场份额等目的进行的大额并购，小额、现金并购才是符合产业逻辑的主流。”北京海润天睿律师事务所高级合伙人张党路结合多年证券法律服务的实务经验分析说，因为企业选择小额并购，往往考虑的是补短板，“比如生产型企业去根据生产的实际需要有针对性地购买某个细分领域的技术研发型公司，其看中的就是在技术细节方面的补缺，这也是在实现真正的产业协同。”

科技型企业迎利好

实际上，8月下旬证监会宣布IPO(首次公开募股)市场阶段性收紧以来，并购重组市场活跃度受到关注。张党路告诉记者，他跟进的一家科技型企业本来打算今年年底申报创业板，但政策的变化让企业开始考虑重新规划方向：要么是被上市公司并

购重组，要么是选择北交所上市。

“适当提高对轻资产科技型企业重组的估值包容性”也是证监会此前明确深化并购重组市场化改革的重要内容。日前发布《决定》时，证监会强调将落实好适当提高轻资产科技型企业重组估值包容性政策，进一步营造并购重组良好市场环境。

“适当提高对轻资产科技型企业重组的估值包容性”实际上传了一个信号，即鼓励投资者给予科技型企业成长空间，鼓励为科技创新、产业升级提供资金支持。”张党路结合前几年频发的并购爆雷现象说，在投资热度较高的时期，一些上市公司选择轻资产科技型企业作为并购标的，往往伴随着“高估值、高承诺、高商誉”，在很大程度上会为上市公司并购后的持续发展埋下隐患。“为有效保护投资者利益，监管部门在并购重组审核阶段，加强了对作为并购标的的轻资产科技型企业估值的核查力度，但审核过严也在一定程度上导致了交易达成的难度增加。”

数据显示，创业板实施注册制改革以来，注册生效的重组项目超70%为民营企业，收购资产集中于制造业，广泛覆盖信息技术、节能环保、生物医药、高端装备等战略性新兴产业。

“初创期科技型企业往往存在固定资产少、信用评价难、抗风险能力弱等特点，需要多方面金融支持。”在张党路看来，要提高对轻资产科技型企业重组的估值包容性，不仅涉及证券市场，还涉及企业发展过程中来自金融市场、债券市场、融资担保等的配合，“是一个系统工程”。

如今，我国并购市场仍在变化之中。“无论是(选择)IPO还是并购重组，关键核心技术仍是企业发展的最重要的竞争力，尤其对科创型企业更是如此。”在陈兵看来，成熟的并购市场是理性的市场，在数字化技术快速发展的背景下，新技术、新业态、新模式的出现，为并购市场注入新活力，也带来了诸多挑战。尤其是当前国内外部环境发生明显变化，科学技术的进步也不可同日而语，在其催生下带出的新产业带来的新风险值得警惕。他举例说，就并购过程中的数据安全、跨境流通风险以及反垄断审查监管等都是未曾面临的挑战，如何有效监管目前也是难题。

陈兵还提到专利技术开发、分享、持有安排、专利投资协议等方面监管面临的挑战。他说，从相关监管制度的规范程度，以及配套机制完善方面来讲，我国对于新形势下的并购市场监管都还有很长的路要探索。

中青报·中青网记者 朱彩云

我国并购市场正在回暖，10月以来，多家上市公司的并购重组取得新进展。与此同时，政策利好信号也在持续释放。

10月27日，证监会发布《关于修改〈公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组〉的决定》(以下简称《决定》)，延长发股类重组项目财务资料有效期，促进上市公司降低重组成本，加快重组进程。两个月前，证监会就该决定公开征求意见，征求意见稿最大的亮点在于，发行股份重组项目的财务资料有效期由原来的“6个月有效期+1个月的延期”调整为“6个月有效期+3个月的延期”。

证监会有关负责人表示，延长发股类重组项目财务资料有效期是活跃并购重组市场的举措之一。近年来，证监会持续深化并购重组市场化改革，多措并举发挥资本