

发行超长期特别国债的背景、特点与意义

费兆奇 国家金融与发展实验室高级研究员

时间：2024 年 6 月 19 日 来源：人民论坛

【摘要】面对全球经济增长的多重不确定性，一段时间以来，市场上一直有期待更积极财政政策的呼声。积极稳健有为的财政政策和货币政策相配合，成为未来我国经济实现高质量发展的重要抓手。2024 年政府工作报告明确指出，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 2024 年开始拟连续几年发行超长期特别国债。发行超长期特别国债，能够提供大规模、长期、稳定的资金支持，有助于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。

2024 年政府工作报告明确指出：“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。”面对全球经济增长的多重不确定性，一段时间以来，市场上一直有期待更积极财政政策的呼声。积极稳健有为的财政政策和货币政策相配合，成为未来我国经济实现高质量发展的重要抓手。本文主要分析超长期特别国债发行的背景和特点，并尝试探讨其对我国经济高质量发展的积极意义。

一、发行超长期特别国债的背景

攻克约束我国经济增长的中长期问题，需要政府投入更多的力量。

其一，要素积累对经济增长的贡献持续下行。经济增长的源泉包括要素积累（劳动力和资本）和技术进步。当前，人口老龄化减少了劳动力供给，使得我国发展劳动密集型产业的出口导向型经济面临挑战。**其二**，服务业升级的市场化路径受阻。根据产业发展的一般规律，城镇化过程中的服务业应逐步由较低向较高层级升级，但我国服务业由金融地产向科教文卫等更高层级服务业的升级进程较为缓慢，我国服务业的劳动生产率仍低于工业部门。**其三**，人口的结构差异制约人口高质量发展。城乡居民的收入差距仍然存在，反映居民收入差距的基尼系数自 2016 年以来有反弹迹象。此外，人口老龄化使得我国全社会总抚养比（14 岁以下人口和 65 岁以上人口占劳动年龄人口的比重）逐渐上升。人口的结构差异限制了人力资本的积累，并将拉低人力资本积累对经济增长的贡献作用。**其四**，世界局势动荡容易导致全球资源的市场化配置机制失效。当前，世界百年未有之大变局加速演进，乌克兰危机影响持续外溢，巴以冲突牵动全球主要大国，地区性冲突有向全球性政治危机、军事危机演变的趋势。在此背景下，一些国家着力促使全球供应链“脱钩”。能源、粮食等在全球范围的供需平衡受市场机制调节作用有限，一些国家以“安全性”为第一要务。

从以上分析可以看出，相关问题难以仅依靠市场机制进行解决，**必须依靠政府的顶层设计**。一方面，在要素投入面临约束和技术进步较为缓慢的背景下，需要推动我国技术进步路径实现从“干中学”向“自主

创新”的转变；**另一方面**，经济发展中的诸多结构性问题逐步凸显，需要加大改革力度，推动资源优化配置。

内需不足是约束我国经济发展内生动力的主要问题。导致我国居民消费需求偏低的原因主要有三个：其一，我国居民收入在国民收入中的比重偏低。其二，居民的债务负担较大。虽然我国居民杠杆率（居民债务与 GDP 比值）在国别横向比较中处于相对适中的位置，但居民债务占居民可支配收入的比重偏高。其三，高端服务业供给不足。纵观美德日韩等工业化国家的发展经验，进入后工业化阶段，居民消费结构升级的主要特征是：食品、家具、衣服鞋帽等消费支出占比持续下降；交通通讯、医疗保健、休闲娱乐及住房相关消费支出占比持续提升。当前我国也正在经历消费结构升级的过程，从城镇家庭消费的具体分类来看，食品、衣服鞋帽、家庭设备用品及服务支出在近 30 年的时间里下降显著，教育、文化、医疗保健等高端服务业支出缓慢上升。综上可知，如何扩大需求、拉动消费，是当前实现“稳增长”目标需要考量的关键问题，也是推动经济高质量发展的主要问题。

储蓄向投资转化受阻。近年来，为了应对外部冲击和国内需求不足等问题，中国人民银行持续加大货币的投放力度，旨在拉动经济增长，但仍面临一些挑战。其一，名义 GDP 增速和 M2 增速出现背离，二者增速差保持在高位，说明部分资金没有进入到实体经济。与之相对应的是，金融部门负债端的杠杆率自 2022 年以来出现趋势性上升。其二，活跃的资金在实体经济中沉淀下来。我国 M1 和 M2 的增速“剪刀差”在负向扩大，2024 年 3 月的增速“剪刀差”为-7.2%（M1 增速-M2 增

速)。这说明单位的活期存款增速小于定期存款增速，活跃的资金在实体经济中沉淀下来。其三，部分新增信贷被用于“借新还旧”。工业企业中长期贷款增速在近年快速上升，但其负债增速却趋势性下降，二者的背离说明部分工业企业出现“借新还旧”现象，即用新增贷款偿还过去的负债。居民部门也存在类似问题，如用中长期经营贷偿还房贷等。如何将金融体系中沉淀或空转的资金聚拢起来，并进行有效投资和运用，成为当前宏观调控需要思考的重要问题。

二、本轮发行超长期特别国债的特点

第一，资金用途从应对具体问题向全面投资建设转变。前三次发行特别国债的具体目的依次为 1998 年补充四大商业银行资本金、2007 年注册成立中投公司管理外汇、2020 年应对新冠疫情。而本轮发行超长期特别国债的目的是推进国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。这意味着未来的财政政策将更加积极，发行超长期特别国债将逐步成为我国进行全面投资建设的重要融资手段之一。

第二，由应急性发行向常态化发行转变。一方面，常态化发行意味着相关领域的投入周期长，需要持续的资金支持，中央政府将利用该项资金解决阻碍我国经济高质量发展的中长期问题。另一方面，常态化发行超长期特别国债，意味着我国财政金融体制将随之作出相应的调整或改革，并最终体现在中央政府持续加杠杆和中央银行逐步扩大资产负债表规模（扩表）上。

第三，从定向发行向公开发行转变。这意味着超长期特别国债不再局限于为政府提供融资服务的一种金融工具，同时成为更广泛投资者的

优质金融资产，这些投资者既包括国内的金融机构、非金融企业和居民，也包括境外投资者。进一步，超长期特别国债规模的持续扩大，将为人民币国际化和我国金融业高水平对外开放提供优质的人民币资产池。

三、发行超长期特别国债的积极意义

为国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，提供大规模、长期、稳定的资金支持。其一，转换技术进步路径，推动科技创新。加入世界贸易组织并融入全球产业链以来，我国的科技进步主要是通过“干中学”的路径得以实现，但随着我国科技与国际先进水平的差距逐步缩小，通过“干中学”获取科技进步的效率越来越低。国际经验表明，在一个国家由低收入阶段向中等收入阶段演进的过程中，“干中学”的路径会使得全要素生产率（TFP）上升较快，但进入中等收入阶段以后，TFP的下降则会较为明显。需要指出的是，“自主创新”具有异质性，创新风险较高，需要“风险溢价”的激励。在目前情况下，完全依靠市场力量实现“自主创新”存在较多困难。为此，政府需要承担起推动技术进步路径转换的重任，通过顶层设计，集中力量推动重点领域“自主创新”，并带动相关产业链实现更广泛的科技进步。从资金支持的角度来看，政府通过持续发行大规模的超长期特别国债进行低成本融资，能够完全契合“自主创新”的科技进步路径。**其二，开发第二次人口红利，推动人口高质量发展。**在人口老龄化的背景下，第二次人口红利可以成为推动经济持续增长的新动力，它主要有三个来源：一是劳动者收入水平持续提高，使得社会财富积累不断增加；二是资本市场得到充分发展，储蓄（财富）得以高效配置，从而进一步提高全社会的资本存量；三是随着

幼儿抚养比的降低，劳动年龄人口供养在学人口的能力相对提高，可以通过教育大幅提升人力资本水平，进而推动人口高质量发展。当前，随着经济发展水平的不断提高，我国已初步构建起以基本养老保险为基础、以企业（职业）年金为补充、与个人储蓄性养老保险和商业养老保险相衔接的“三支柱”养老保险体系，以及功能完善、规模适度、覆盖城乡的养老服务体系等。在此情形下，政府发行超长期特别国债可以通过顶层设计，推动我国人力资本水平的持续提升，在推动人口高质量发展的同时，实现经济可持续增长。**其三，加大转移支付力度，推动城乡融合发展和区域协调发展。**推动城乡融合发展和区域协调发展的核心在于加大财政的转移支付力度。在经济增速放缓时期，财政收入是国民收入的减函数，即财政收入增速比 GDP 增速下降得更快。发行超长期特别国债，加大转移支付力度，可以为统筹推动城乡融合发展和区域协调发展提供系统性的融资途径。**其四，重塑供应链，推动实现粮食安全、能源安全。**在世界局势动荡、全球资源市场化配置机制失效的背景下，通过系统性资金支持，重塑粮食、能源供给渠道和相关资源供应链，是保障粮食安全、能源安全的重要途径。

优化经济金融治理路径，助力转变生产方式。其一，增加财政赤字规模或政府加杠杆是推动经济持续增长的一项重要政策安排。在国际收支平衡的假设下，只有在财政开支大于税收或赤字开支的情况下，国内私人部门才可能有净盈余，即赤字开支提供基础货币供给并转化为私人部门的净盈余。因此，在以国内大循环为主体的经济发展模式下，增加财政赤字规模或政府加杠杆是推动经济持续增长的一项重要政策安

排。**其二，助力生产方式向“国内大循环”转变。**在出口趋势性下降的历史背景下，需要改变我国出口导向型的发展模式。通过鼓励国内高端产业发展、减少出口退税补贴等方式，巩固提升我国在全球供应链产业链的地位，逐步减少经常项目顺差，实现对外贸易平衡发展。**其三，通过扩张中央政府资产负债表替代私人部门资产负债表收缩。**虽然我国宏观杠杆率在过去一段时间上涨较快，但主要由企业和居民部门贡献，我国中央政府杠杆率仍处于较低水平，这为发行超长期特别国债提供了较大的政策空间。在相关部门（如居民、企业和地方政府）资产负债表面临衰退风险的背景下，通过扩张中央政府资产负债表（如发行特别国债）替代私人部门资产负债表收缩，是逆周期调控有效且可行的办法。

推动金融供给侧结构性改革。其一，以国债为切入点加强财政政策和货币政策的协调配合，建立新型货币投放机制。一是中央财政持续加大国债的发行规模（主要由金融机构、企业和居民购买），可以将金融体系中沉淀或空转的资金聚拢起来，并进行有效利用。二是央行应逐步建立新型货币投放机制，改变投放基础货币的准备资产，即用“国债”取代之前的“外汇占款”。一方面，央行可以在二级市场通过购买国债，实现货币净投放，为中央财政发行国债提供间接的融资支持；另一方面，国债具有典型的逆周期特征，可以大幅提升央行投放货币和实施货币政策的效率。**其二，为利率市场化形成机制改革夯实基础。一是健全国债收益率曲线。**短期国债是央行公开市场操作的主体，长期和超长期国债是金融市场长期固定收益资产定价的基准。但我国1年期以下短期国库券和10年期以上超长期国债在国债市场中的占比较小，这使得国债期

限主要集中在中期，导致国债收益率曲线较为扁平化。为此，持续发行超长期国债，提高超长期国债的市场份额，有助于健全国债的收益率曲线。二是为完善货币政策价格型调控铺路。价格型调控的核心是通过调控短期利率，进而影响中长期利率。当前，我国价格型调控机制尚不完善，短期利率向中长期利率传导的效率较低。此时，如果超长期国债达到合理规模，能够充分反映长期利率水平，人民银行则可以越过短期利率直接调控长期利率，以实现货币政策目标，此种调控又名收益率曲线控制（YCC）。**其三，为金融高水平对外开放提供优质的人民币资产。**从近年我国金融开放实践来看，境外投资者主要青睐于国内的长期国债和政策性金融债。在我国经济增速保持稳定且金融市场坚持高水平对外开放的背景下，加大超长期特别国债的供给，有利于吸引更多的境外资金持续流入境内。

化解长期阻滞国内需求的结构性问题。其一，提升居民的可支配收入。增加可支配收入是提升居民消费水平的重要因素：一是增加政府对居民的经常转移收入，从而提升居民收入在国民收入中的比重。二是通过结构性减税降低居民部门中低收入群体的税收负担，从而在总体上实现提高居民收入比重的目标。三是通过“转杠杆”，缓解居民部门的债务负担。比如，加快推进住房保障和供应体系建设，减少居民住房的债务支出，其本质是通过发行超长期特别国债“加杠杆”，帮助居民部门“减杠杆”。四是通过超长期特别国债融资，建立股市平准基金，在稳定股市的同时提高居民部门的财产性收入。**其二，增加高端服务业供给。**一是由政府牵头加大对科教文卫等高端服务消费领域的投资，这是创造

相关需求的基础。二是政府逐步增加在教育、医疗、养老等领域的消费开支，其本质是在居民消费能力不足的条件下，由政府代替居民实现上述领域的消费，即“代位消费”。**其三，通过政府投资带动民间投资增长。**中央财政在支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设时，财政资金主要发挥投资引导和撬动社会资金的作用，吸引民营资本等社会资金积极参与并分享相关产业的增长红利。

有效防范化解金融风险，维护金融安全与稳定。党的二十大报告明确指出：“深化金融体制改革，建设现代中央银行制度，加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险底线。健全资本市场功能，提高直接融资比重。”在地方财政收入增长乏力、地方债务规模增大的背景下，地方财政风险与金融风险存在相互溢出的可能性。**其化解思路是充分运用国家信用，在央地政府、融资平台、金融机构和投资者合理分担风险的前提下，加强财政、货币、金融监管政策的协调配合，共同应对债务风险。**通过发行超长期特别国债，可以实现延长债务期限、降低融资成本等目的。一是置换部分隐形债。若地方政府债务用于地方事权，则地方政府应主要承担化债责任；若地方政府债务用于中央与地方共同事权，中央政府在必要时也应予以风险救助。在严肃财经纪律和规避道德风险的前提下，通过发行超长期特别国债置换地方政府部分隐性债务，是缓释债务风险、维护政府信用的有效策略。二是置换部分专项债。在地方专项债优质项目储备不足的情况下，超长期特别国债在项目审批和发行使用等方面更加灵活，更加注重项目的长期综合社会回报率。

【参考文献】

- ①费兆奇：《拉动消费可持续增长的有效途径》，《中国金融》，2023年第20期。
- ②费兆奇、刘康：《钱去哪了？——2023年上半年宏观金融形势分析》，《银行家》，2023年第10期。
- ③费兆奇：《扩大内需的潜力展望与实施路径》，《人民论坛·学术前沿》，2024年第3期。
- ④《政府工作报告——2024年3月5日在第十四届全国人民代表大会第二次会议上》，新华网，2024年3月12日。
- ⑤习近平：《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》，《人民日报》，2022年10月26日。