

超长期特别国债发行的背景、影响效应与政策建议^{*}

◎ 罗玉辉 曾恩童 李伯尧

摘要：特别国债是针对特定政策目标、特定用途而发行的国债，应不同时期经济发展需要，我国共发行四轮六次特别国债。本文梳理了历次特别国债发行的特殊背景、特定用途，并总结其主要经验成果。新时代，在中国经济高质量发展的战略指引下，维持经济稳中向好、实现政府债务结构优化及推动新质生产力发展等都亟须财政积极发力。为此，2024年《政府工作报告》明确提出从今年开始连续发行超长期特别国债。与以往特别国债相比，本次超长期特别国债的发行能够有效提振市场发展信心、优化央地债务结构、促进产业结构转型、减轻地方债的压力，但也面临资金使用效率、债务可持续、市场吸收度、流动性紧缺等方面的问题。为解决以上问题，本文提出以下建议：一是加强部门协同配合及资源整合；二是提高特别国债的可持续性；三是加深特别国债与市场契合度；四是综合运用财

政政策与货币政策。

关键词：超长期特别国债；背景解读；影响效应
中图分类号：F832 **文献标识码：**A

2024年，依据“积极财政政策要适度加力、提质增效”的总要求，《政府工作报告》提出，拟从2024年开始连续发行超长期特别国债。出于对政府债券的大规模供给可能会引起流动性收紧及2024年下半年政策安排的考虑，本次超长期特别国债发行时间或相对靠后。超长期特别国债的发行期限一般在10年以上，发行期限拉长有助于缓解政府中短期的偿债压力，同时延长资金发挥作用的周期。

特别国债作为应对特殊国情的现实举措，体现出财政政策和货币政策的融合，具有用途特定、调控灵活、期限较长的特征，对稳定国民经济和降

作者简介：罗玉辉，安徽大学马克思主义学院副教授，中国社会科学院马克思主义研究院高级访问学者；曾恩童，中国政法大学商学院硕士研究生；李伯尧，中国政法大学商学院副教授。

* 基金项目：本文获国家社科基金青年项目“货币创造视角下中国影子银行的宏观效应及政策调控影响研究”（项目编号：21CJY005）资助。

表 1 我国历次特别国债发行情况

时间	背景	用途与投向
1998 年	中国人民银行加入国际清算银行，商业银行资本充足率需满足 8% 要求	发行 2700 亿元 30 年期特别国债，向国有四大行定向发行，补充国有四大行资本金
2007 年	内部流动性过剩；外部货币升值，国际收支双顺差、外汇储备被动积累	发行 1.55 万亿元特别国债，注资成立国家外汇投资公司，并于 2017 年和 2022 年进行到期续发
2020 年	新冠疫情，内外需求停摆	公开发行 1 万亿元特别国债，通过转移支付直达基层，用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出
2023 年	地方政府债台高筑；京津冀、东北、河南等地遭受暴雨洪涝灾害	增发 1 万亿元特别国债，通过转移支付方式安排给地方，支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。这 1 万亿元特别国债被纳入预算赤字，使预算赤字率升至 3.8%

资料来源：作者根据公开资料整理

低金融市场风险起到重要作用。当前，在调整宏观经济中如何发挥其最大效用是我国亟须解决的问题。（见表 1）。

一、新中国成立以来我国特别国债发行的历史回顾

特别国债作为国债的一种，是政府筹集资金缓解财政压力并实现宏观经济调控的重要手段。从国债的性质来看，特别国债之于宏观经济和金融市场的的作用总是矛盾的。从财政的角度看，国家一般将发行国债作为经济衰退时期提高财政赤字、扩大社会总需求的手段（邓文硕，2020），以匹配经济运行的规律与周期。但国债规模过大会阻碍经济长期增长（瞿强，2001）。从金融市场的角度来看，特别国债较强的信用同质性有利于提高整体金融体系的效率（李扬，2003）。应对内外部条件的冲击，巩固经济复苏态势，适当提高财政赤字率是应有之义。当前，全球货币体系仍以美元为中心，若人民币超发将导致币值起伏、汇率波动。对于现阶段的中国，仍应审慎面对财政赤字的货币化（李礼辉，2020）。

特别国债首次出现于 1998 年 8 月，财政部发行特别国债定向向四大国有银行注资以补充其资本金，其属于我国发行债券中的一种。特别国债成为特定背景或突发事件下扭转局势、激发经济增长的强劲动力。特别国债是针对特定政策目标、特定用途而发行的国债，具有专款专用、即收即支等特点。同时，不同于普通国债，特别国债一般不纳入公共预算，不影响赤字规模。新中国成立以来，我国共发行过六次特别国债，四次新发，两次续发

（一）第一轮特别国债发行（1998 年）

1996 年，中国人民银行加入国际清算银行，需按照《巴塞尔协议》的原则对国内商业银行进行监管。然而，由于银行资本监管约束能力有限以及商业银行强烈的扩张动机，银行资产负债表规模扩张速度过快（张丽华，2004），但彼时商业银行的资本充足率远低于《巴塞尔协议》所规定的 8% 标准，1998 年商业银行平均资本充足率仅为 4.6%。资本薄弱和不良资产积压严重制约我国商业银行的生存和发展，迫切需要提升我国金融体系的抗风险能力。为此，1998 年财政部发行 30 年期 2700 亿元特别国债注资四大国有银行。在本轮特别国债发行过程中，央行下调存款准备金率，释放出四大行的可用资金。财政部通过发行特别国债注资四大行有效解决银行资本金不足的问题，提高了商业银行的清偿能力，为金融体系平稳运行打下基础。特别国债的发行为我国银行业改革提供有力支撑，充分发挥改革红利，对国民经济持续、健康发展起到积极作用。

（二）第二轮特别国债发行（2007 年、2017 年、2022 年）

21 世纪以来，国际经济失衡，我国国际收支经常项目、资本项目均出现持续顺差，外汇储备持续攀高。截至 2007 年 7 月，官方外汇储备突破 1.3 万亿美元，远超偿付外债和进口所需的资金额度。在强制结售汇制度背景下，国内出现流动性过剩、资产价格泡沫和物价上涨等问题，流动性过剩导致我国陷入贸易摩擦增多、通胀压力加大的困境。央

行采取上调准备金率、发行票据等货币政策未能有效解决问题，仅靠单一的货币政策不够。因此，我国决定再次发行特别国债。此次特别国债采取多对象、分批次发行，财政部面向农业银行和社会公众发行 1.55 万亿元国债用于购买约 2000 亿美元的外汇。财政部先向农业银行定向发行 1.35 万亿元国债，筹集资金向央行购买等值外汇，央行再用出售外汇换取的人民币资金向农行购买特别国债，完成了资产置换。同时，财政部向社会公开发行 2000 亿元国债，从市场回收流动性，所筹资金用来购买外汇，贯彻对外发展战略，开展海外直接投资。本次特别国债期限集中分布在 10 年期和 15 年期，分别于 2017 年和 2022 年到期，为保持流动性稳定，财政部以相同方式分别续发 6964 亿元和 7500 亿元。财政部购买外汇注资中投，通过主权财富基金来降低外汇投资过度集中的风险，改变了过去由央行掌控外汇的模式，转变为央行、其他政府机构、企业与居民共同持有的模式（曹红辉，2007）。充分发挥对货币流动性的抑制作用，提高外汇投资效益，促进财政政策和货币政策协调配合，支持国内企业的国际发展。此外，此次特别国债与等值的外汇资产相对应，外汇属于有较强变现能力的金融资产，风险较小，因此本次发行并未增加财政部风险承担水平，且提高了外汇资金收益能力。同时，长期以来我国债券市场规模相对偏小、结构单一，成为制约公开市场操作效率的主要因素，此次特别国债的发行拓宽了央行公开市场操作的政策空间，并且使我国外汇储备管理体制过渡到由财政部主导的模式（吴念鲁、杨海平，2015），有助于改善和丰富国债的品种、期限结构，促进债券市场的健康发展，为我国财政与货币政策协调的大宏观政策设计提供了新思路。但从另一方面来看，本次特别国债的发行并未解决仍然要用基础货币购买外汇的问题，流动性过剩的问题无法得到长期有效解决（段爱群，2007）。

（三）第三轮特别国债发行（2020 年）

2020 年年初，我国经济受到新冠疫情的冲击，内外需求停摆。2020 年第一季度 GDP 同比下降 6.8%。2020 年《政府工作报告》明确，发行 1 万亿

元抗疫特别国债，通过转移支付直达基层，主要投向公共卫生等基础设施建设，以补充抗疫支出。本次抗疫特别国债采取公开发行的方式，利息由中央财政全额负担。其中 3000 亿元纳入一般公共预算收入，通过特殊转移支付转给地方，用于“六保”和应对 2020 年下半年的不确定性，由中央还本；剩余 7000 亿通过政府性基金转移分配给地方用于基建和抗疫支出，由地方统筹分年偿还。不同于此前发行的特别国债，此次抗疫特别国债由中央转移支付将筹集资金投放到地方政府，为新冠疫情防控提供资金支持，主要投向基础设施建设和抗疫相关支出两大领域。此次特别国债采取公开发行的方式，央行的外汇储备减少，货币供给减少，造成流动性紧缩（谭小芬、解紫彤，2020）。

（四）第四轮特别国债发行（2023 年）

财政部于 2023 年四季度增发 1 万亿元特别国债，资金重点用于灾后重建，2023 年拟安排使用 5000 亿元，结转下一年使用 5000 亿元。预计 2023，全国财政赤字预算将提高至 4.88 万亿元，其中，中央财政赤字增加到 4.16 万亿元，财政赤字率将提高到 3.8% 左右。本轮特别国债的特别之处在于，此次增发的 1 万亿元国债将通过转移支付的方式直达地方，但纳入中央财政赤字，由中央承担偿还义务。本轮 1 万亿元特别国债的发行标志着中央财政的加杠杆迈向了新阶段，中央将加大财政的灵活性，把积极推动经济稳增长放在首要位置。我国的杠杆周期也进入了一个全新的阶段，加杠杆的接力棒由企业转移到地方政府，再转交给中央，中央成为未来经济发展加杠杆的主力军（朱振鑫，2023）。

综上，特别国债是特殊情况下特定使用的国债，历史上我国共发行六次特别国债，均取得了良好的社会效益和经济效益。特别国债的发行很好地服务于我国各项改革措施，并进一步激发改革红利，推动国民经济稳健可持续地发展。前三轮特别国债的发行均未引起财政赤字的增加。其中，前两轮特别国债的发行资金作为金融机构的资本金，第三轮特别国债资金通过转移支付直达地方，有效缓解地方财政压力，缓解了财政负债的副作用，有助于中国经济的健康运行。由于政府性基金预算以收定支，

适合有一定回报的项目，而2023年第四轮特别国债的发行目的在于支持灾后重建，具有较强的公益性，因此纳入了财政赤字。

二、本次超长期特别国债发行的背景分析

2024年，我国宏观经济面临四大“关口重压”，即地方政府债务较高、房地产风险高居不下、国内总需求不足、外部环境变化不定。如何在突破以上困境的同时保持经济稳定增长成为我国当下的重要议题。同时，自党的十八大以来，我国不断创新完善宏观调控，形成政府“有形之策”与市场“无形之手”相结合、短期与长期相结合、跨周期与逆周期相结合，协调国内国际、统筹改革发展的宏观调控体系。丰富的经验、完善的机制、充足的工具为特别国债的发行提供充足的政策空间。在此背景下，2024年《政府工作报告》指出，为筹集财政资金，统筹推进央地债务结构优化和经济稳中向好，财政部拟从今年开始连续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。

（一）经济稳中向好需财政积极发力

我国经济复苏呈现出曲折式前进的特征，面临多重压力。国内大循环存在堵点，有效需求不足、动力不强。外部环境面临复杂性、严峻性、不确定性上升等问题。具体而言，我国地方政府债务规模不断扩大，面临巨大的还款风险，成为阻碍我国国民经济可持续发展的主要因素之一。同时，作为我国重要经济支柱的房地产行业进入新形势，面临供需两端疲软、区域分割加剧、房企亟待转型等挑战。此外，我国制造业仍存在报酬递减、高水平科技缺乏、现代化产业体系亟须建立的问题。2024年，我国国内生产总值将增长5%左右，城镇就业将新增1200万人，城镇失业率将控制在5.5%左右，居民消费价格将上涨3%左右。我国国内需求有待持续扩大，通过政府政策调控和市场自我驱动，中国经济将向潜在增速水平靠拢（陈卫东等，2024）。

当下，我国经济复苏根基不牢，稳增长的力度

仍需进一步加强，通过强化宏观政策逆周期和跨周期调节，“稳中求进、以进促稳、先立后破”。为此，《政府工作报告》明确指出积极的财政政策要“适度加力、提质增效”。2024年赤字率将达到3%，赤字规模将达到4.06万亿元，比2023年年初预算增加1800亿元。一般公共预算支出规模将达到25.8万亿元，拟安排地方政府专项债券3.9万亿元。为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大建设项目的资金难题，从2024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，2024年先发行1万亿元。

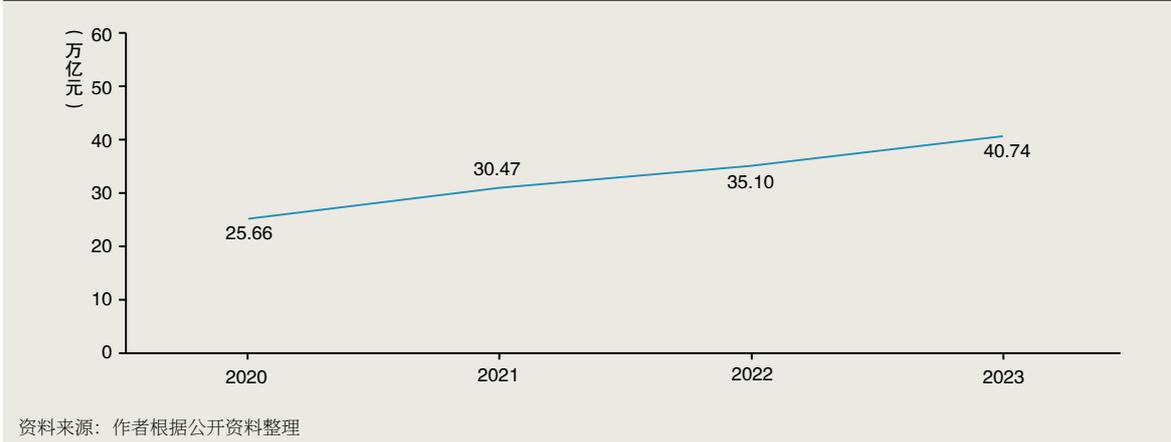
（二）政府债务结构优化需中央精准施策

政府债务包括中央债务和地方政府债务，我国政府债务结构存在地方财政压力过大，央地举债不均衡的问题。防范和化解地方政府债务风险、优化政府债务结构是统筹发展与安全的内在要求。国债的发行存在效益最大化的适度规模，但在实践中这很难实现（贾康、赵全厚，2000）。随着我国政府债务借新还旧的日积月累，对隐性债务和或有债务的控制成为减轻其对国家财政和国民经济拖累的关键。

一方面，近年来，在大规模减税降费实施、房地产市场深度调整等多重因素影响下，我国地方政府财政收支压力大，债务扩张空间不足。2023年地方债付息规模达1.23万亿元，占地方广义财政收入的比重达6.7%。地方政府债务的大规模增长也导致贷款利率抬高、企业融资难度加剧，对社会投资和家庭消费产生挤出效应。同时，面对到期的债务，地方政府只能“借新还旧”，不利于我国国民经济的可持续发展。

另一方面，我国政府部门尤其是中央政府仍有较大的加杠杆空间。伴随近年来政府部门债务持续增长，杠杆率不断上行，截至2023年年末，仅考虑中央政府债务和地方政府显性债务时，政府部门杠杆率接近60%，其中中央政府债务占总债务规模的42.5%；从广义角度来看，考虑地方隐性债务下的政府部分杠杆率接近100%，其中中央政府债务占总债务规模的23.7%，中央政府仍有较大的加杠

图1 2020—2023年我国地方政府债务余额



杆空间。与地方财政举债相比，由中央财政举债对于建立全国统一大市场、降低融资成本以及减轻对民间投资的挤出效应方面作用更大，且更具有信用和管理优势。2023年年底中央金融工作会议提出优化中央与地方债务结构，中央加杠杆支持项目建设有利于减缓地方财政的压力，降低债务成本。

（三）新时代推动发展新质生产力需要积极的有为政府

新一轮科技革命、大国博弈以及经济转型对我国生产力水平发展提出了新要求，习近平总书记创造性地提出了“新质生产力”这一概念。新质生产力以科技创新为指引，着力于关键性技术的突破（周文，2023）。同时，在构建新发展格局的背景下，构建现代化产业体系对于我国经济提质增效与高质量发展具有重要影响。其中，优化产业结构与扩大居民消费是构建新发展格局的主要途径，产业结构优化为居民消费升级提供了物质基础，居民消费升级则是产业结构优化的主要动力。推动发展新质生产力是实现人民物质和精神共同富裕的必然举措，科技和新业态能为人民带来丰富的高质量产品（程恩富，2023）。然而，目前我国产业结构转型升级的速度已然追不上国内国际市场深刻变化的速度。随着国际市场竞争加剧，我国制造业在国际市场上的竞争力正在逐渐下降，需要加快转型升级。此外，国内市场需求也向高端制造和服务业转变，消费者对品质、环保、健康等方面的要求明显提高，更加注重创新和品质提升。我国产业结构仍存在自主研

发能力薄弱、资源受限、产业结构层次较低、供需结构失衡等问题。特别国债的发行能够使资金流向核心技术领域与重点建设项目，推进供给结构的转型升级与现代化产业体系的建立。

三、本次超长期特别国债发行的预期效应

特别国债发行的宗旨主要是为了扩大总需求，促进经济回升，服务于特定目的。特殊时刻需要特别政策，此次我国发行超长期特别国债有助于在国际环境深刻变化中牢牢把握发展主动权，并在统筹发展和安全中扎实推动经济高质量发展，是积极有效的财政政策之一。

（一）巩固经济基本盘面，提振市场发展信心

特别国债所筹集的资金将直接投向重大项目和核心领域，通过投资的杠杆效应对经济形成拉力。其一，“连续发行”反映出中央加杠杆的长期趋势。“连续发行”是本次特别国债发行的重要特征之一，显示特别国债由“应急性”向“常态化”转型，为未来积极财政政策的连续性、可预期性奠定基础。同时，中央加杠杆能有效对冲企业和居民的去杠杆压力，避免全国杠杆率收缩过快、债务负担加重、引发系统性金融风险的连锁反应。其二，有效投资既要注重“量”，也要注重“质”。在维持我国国民经济回升向好态势的基础上，进一步激发投资的积

极效用。2024年，我国财政赤字规模达4.06万亿元，除发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券3.9万亿元。2023年第四季度增发的1万亿元国债大部分也将在2024年使用。政府投资规模扩张是积极财政政策“适度加力”的最好例证，聚焦重点领域，引导带动并扩大全社会投资，推动我国经济高质量发展和转型升级，是逆周期政府宏观调控的重要手段之一。其三，超长期特别国债的发行利于增强国家信用，为我国经济发展注入强心剂。当下全球经济形势复杂多变，发行超长期特别国债显示出政府支持经济发展的决心与实力，稳定国内市场预期。

（二）弥补地方财政缺口，优化央地债务结构

根据财政部统计，截至2023年年末，全国政府债务余额为70.77万亿元，占全年国内生产总值比重约56.14%，其中地方政府债务余额为40.74万亿元，占全国政府债务总额的57.6%。目前，地方财政压力较大，而中央财政尚有剩余空间。

在优先解决地方政府化债问题的背景下，中央财政对保持经济稳中向好的作用将愈加显著。2024年，中央对地方转移支付将达到10.2万亿元，中央财政进一步加强对地方财政的支持力度，把基层“三保”——保基本民生、保工资、保运转放在了首位。通过中央加杠杆，央地债务结构将实现优化。特别国债根据各地上报项目需求情况分配至地方，由中央还本付息，可在一定程度上替代地方政府专项债，促进地方经济发展的同时减轻地方投资支出负担，以进促稳，有助于地方债务风险化解。稳定的超长期特别国债安排，将更好助力统筹发展与安全两者的关系，而且中央发债相对地方而言成本更低、周期更长，能更好地助力新动能的产生、长期优质资产的形成。

（三）专项用于“两重”建设，助力产业结构转型

聚焦于强国建设和民族复兴进程中的大事难事，超长期特别国债将侧重科技创新、城乡融合发展、区域协调发展、粮食能源安全、人口高质量发

展等潜在建设需求大、投入周期长的领域。精准的资金使用将更有效地促进经济结构调整，提高我国的创新能力和核心竞争力，促进现代化产业体系建设，形成新质生产力，提升经济增长质量和效益。未来，在经济转型升级的关键阶段，超长期特别国债都将发挥其“压舱石”的重要作用。

中央财政将聚焦尖端技术研发与突破，聚焦国家战略科技任务；推动前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业的发展，开辟量子技术、生命科学新赛道，开展“人工智能+”行动。超长期特别国债将重点支持区域协调，大力促进长江经济带、粤港澳大湾区、长三角地区经济发展，紧密联系新质生产力。在就业方面，我国将加强财税政策与就业政策联动，促进扩大就业容量。提升地方的就业服务能力，落实地方就业、创业帮扶政策。2024年，民生保障领域的财政支出继续保持增长，加大城乡居民基本医疗保险和城乡居民基础养老金财政补助。

（四）以时间换空间，减轻地方政府债务的压力

超长期限财政融资工具能有效缓解中短期债务偿还压力。通过长期债务，政府可以将未来的还款责任分散开来，避免因短期内大规模债务到期而导致的财政压力。这也使得政府能够更灵活地应对经济波动，在经济低迷时期增加支出来刺激经济，在经济过热时期减少支出来控制通胀。超长期特别国债能更好地与项目建设周期匹配、额度匹配，扎实推进经济高质量发展。当前国家级项目正在加快部署，“三大工程”“东数西算”等国家级项目规划持续落地，而这类国家级项目规划建设周期教长，亟须长期财政资金支持。随着我国人口老龄化及经济结构转型，资本回报周期较长的民生保障类项目，要求相匹配的支持资金周期相当，便于资金周转与项目推进运行。此外，地方重大项目建设周期通常在4年左右，超长期特别国债的发行能有效缓解地方财政短缺，有力地支撑地方城市建设与经济发展。此次特别国债不计入财政赤字预算，兼顾我国总体的财政赤字规模。2024年赤字率拟按3%安排，并没有打破3%的一个隐性约束，而且从特别国债、专项债等全口径来看，2024年实际赤字率只

比2023年小幅提高。总之，此次特别国债确保专款专用、精准直达，且可根据需要择机发行、即收即支，能更好地优化支出结构、提高支出效率，助力财政政策提质增效。

四、高度重视本次超长期特别国债可能面临的挑战

特别国债的发行和使用对稳定金融市场与宏观经济具有巨大作用，有助于推动经济高质量发展、建立可持续发展机制、促进我国经济转型升级、化解地方债务及优化央地债务结构，但在此过程中也可能面临资金使用效率不高、债务可持续性风险、市场吸收不足、流动性紧缺等问题与挑战，需要我们提前重视和预防。

（一）挑战之一：资金使用效率问题

面对全面建设社会主义现代化国家的宏伟蓝图，我国众多核心领域和重大战略项目亟须大量资金投入。通过发行特别国债，国家将人民手中的流动性利用起来，以弥补财政短缺，确保重大项目的顺利实施，推动国民经济长期繁荣。然而，尽管大量的特别国债投入各项项目中，但并非所有项目都能达到预期效果。管理不善、运营不佳问题频发，导致资金浪费或未能充分发挥作用。一方面，现行体制下，我国无论中央还是地方均存在各部门职能边界划分不清的问题，存在同一事权由多个部门履职的问题，导致效率低下，协调成本过高。另一方面，我国特别国债的使用缺乏透明度和监督机制，存在信息不公开和监督机制不完善的问题。一些部门或单位违规使用特别国债资金（如挪用、侵占、贪污），影响资金的安全性，并严重制约特别国债在国民经济中的作用，成为影响我国经济高质量、可持续发展的一个重要因素。

（二）挑战之二：债务可持续性风险

在全球债务扩张的趋势下，控制风险于伊始，避免债务形成恶性循环是我国统筹安全与发展战略的根本之策。随着债务规模扩张，政府对债务的依赖逐步加深，“借新还旧”缓解了短期财政压力，

却不具长期可持续性。经济形势疲软，人口老龄化情况进一步加重，加之新冠疫情冲击留下的后遗症，政府债务持续扩张，无限举债终究不是长远之策。债务可持续性衡量特别国债对国民经济产生的积极作用是否具有延续性的重要尺度，是评估政府偿债能力、规避违约风险的重要指标之一。特别国债期限较长使其更容易受到利率波动的影响。特别国债作为债券的一种，必然受到市场利率变化的影响，市场利率上升导致政府利息支出增加，政府财政难以支付未来债务的风险性加大。此外，市场利率的上升使得特别国债的需求减少，不利于其在二级市场的流通，流动性受损，加大政府财政的调整成本，并且影响特别国债的使用与后期续发。因此，提升我国特别国债在发行与使用过程中的风险管理意识和能力以及完善具体化管理措施已然迫在眉睫。

（三）挑战之三：市场吸收度问题

特别国债面临市场吸收度问题。考虑到特别国债规模之大，市场的吸收能力也是一个不容忽视的挑战。超长期国债的发行需要市场具有较高的接受度。对于公众而言，政府债券意味着延迟的税收，并不会使个人消费增加，带来消费支出的乘数效应，因此，在我国经济形势疲软的情况下，民众对购买国债的意愿较低。此外，我国居民储蓄率较高，特别国债的经济扩张效应可能被削弱。将储蓄转化为投资是国民经济增长的必然路径，只有将储蓄有效地转化为投资，才能形成资本积累，促进经济增长。2023年统计数据显示，我国居民储蓄率为45.6%。过高的储蓄率导致资金无法转化为投资，经济政策无法发挥效用，财政的调整成本显著升高，政府的债务风险也随之增加。尤其是当经济下行、面临外部不利冲击、通胀压力较大时，高储蓄率使得财政空间缩减，不利于特别国债积极作用的发挥。

（四）挑战之四：流动性紧缺问题

特别国债的发行方式不同，其对流动性的影响也不同。向商业银行定向发行的部分需要配合存款准备金率的下调，以释放商业银行的可用资金。在此过程中，央行的资产负债表规模并不会发生变化，也不会对货币供给产生影响，对流动性的影响

呈中性。然而，我国特别国债的发行一般采取定向发行与公开发行业并行，公开发行的部分会对市场流动性造成挤压，公开发行特别国债会导致流通中的货币以及银行准备金减少。另一方面，政府发行特别国债相当于将国债出售给央行以获取资金，特别国债所筹集的资金投入市场，市场上流通的货币增多，但同时也面临货币贬值的风险。总体而言，短期内特别国债会造成流动性减少。为了维持汇率稳定，央行必须抛售外汇，回购本币，进而导致外汇储备减少。因此，公开发行特别国债使央行资产负债表中的资产端外汇储备减少，负债端货币供给下降，央行的资产负债表发生收缩，投放到市场的基础货币随之减少，可能进一步导致流动性紧缺的问题。

五、科学落实本次超长期特别国债发行的政策保障

在必要的时候发行特别国债是国家治理体系和治理能力现代化的必然要求。新时代，在促进经济体制转型升级的过程中，要想更好地发挥特别国债的积极作用，合理避免潜在风险，需要科学的政策予以保障，具体包括以下几个方面。

（一）加强部门协同配合及资源整合

超长期国债规模大、期限长，因此保证资金高效利用、避免无效、低效投资至关重要。其一，加强跨区域资源整合和加强跨部门协调配合。增加高质量项目的储备，优化高质量项目的管理。一方面，在前期调研时，考察项目实施可行性，跟进各类资金到位，评估涉及主体的信用水平，完善多因素项目筛选机制。另一方面，在项目按期论证及申报时，可多方统筹谋划一些跨区域、跨领域、跨层级的重点项目，充分发挥各方优势，形成惠及面广、综合效益高、示范带动强的优质项目；同时，在项目报批、建设及管理时，应更好统筹调动各方资源，建立畅通的信息共享与沟通机制。优化项目报批、协同推进项目建设、全方位加强项目管理，避免因参与主体众多导致的职责不清、效率低下问题，有效推动项目实施。其二，加强中央和地方的

协同配合。明确地方政府责任，将特别国债资金的使用情况作为监督工作的重点，鼓励地方监管机构充分发挥各自的职能，建立长效的监管机制，对重点工程进行专项监督。明确监管责任归属，形成上下联动、横向协同、齐抓共管的工作格局，盯牢特别国债资金使用。同时，建立配套的奖惩措施，未严格按照规定使用特别国债资金的务必追究法律责任。

（二）提高特别国债的可持续性

发行特别国债，可为国家充盈财政以应对重大危机，但同时不可避免地会扩大国债规模，加重政府偿还债务压力。因此，在发行特别国债所带来的经济效益与潜在风险之间寻找到一个平衡点是提升特别国债可持续发展能力的关键。其一，科学规划特别国债的发行规模。在规划过程中，对因金融危机或其他突发事件而造成的资金外流进行客观评估，通过国债负担率、国债偿还率等指标的核算来确定特别国债的最优发行规模。此外，监测国债余额是否超出政府偿债能力，防止超发特别国债而使国家信用受损。积极的财政政策要“适度加力，提质增效”，扩大财政收支保证经济稳中向好的同时，也要收放有度，防止“大水漫灌、用力过猛”，为其他市场主体留足政策空间，避免国民经济运行大起大落。其二，合理安排特别国债的发行品种与期限。避免因特别国债发行期限过长而给中央政府偿债带来更多不确定性，避免“挂账”“虚发”等情况，并科学安排特别国债到期后的处理方式。其三，提升特别国债的资金利用率。特别国债的资金投放具有时效性、针对性和结构性等特点，因此，加强资金管理，确保特别国债的资金“用在刀刃上”是最大化社会效益的必然举措。在对国债资金进行分配使用时，应从收益和效率两个方面对各地、各项目的资金使用情况进行评估。

（三）加深特别国债与市场的契合度

在我国经济下行、人口老龄化严重的背景下，民众对特别国债的购买意愿较低，使得特别国债的市场吸收度较差，投资并未有效转化为需求拉动消费增长。其一，并重投资与消费。“三驾马车”并

驾齐驱才能推动经济高质量增长，激发市场焕发新动力。消费水平既说明了居民的生活水平，也反映了投资的效果。政府发行特别国债，投资于重大项目 and 重点领域，利用投资创造出需求，提升消费者的消费能力和消费意愿，以形成良性循环，为未来的项目建设提供源源不断的新投资，形成正反馈效应。其二，避免投资过度导致结构失衡。实行财政政策的目的在于以政府资金投入带动民间资本投入，但因市场响应的滞后性，会出现资金大量流向某个高回报产业，进而造成后期产业结构失衡的问题。为此，在充分发挥市场主体作用的过程中，要注重时间与空间的统筹协调，激励和引导民营资本长期从事战略性投资，推动经济的良性发展。其三，平滑特别国债的退出机制，避免过于依赖财政刺激。在充分激发特别国债作为财政政策有力抓手作用的同时，优化政府债务结构，提升特别国债的市场吸收度，避免陷入债务的恶性循环。

（四）综合运用财政政策与货币政策

作为两大抓手，货币政策与财政政策的协调是国家有效治理的必然要求。特别国债兼具两性，从财政的角度，特别国债是财政部的主要融资工具；从货币的角度，特别国债是央行公开市场操作的重要手段之一。发行特别国债筹集资金通常需要与之配套的货币政策，辅以流动性支持。因此，在发行特别国债时应注意有效地发挥出财政政策与货币政策共同形成的稳增长、激发经济发展内生动力的政策合力。其一，强化财政资源的统筹，综合运用财政赤字，配套发行超长期特别国债、专项债等政策工具，将财政支出维持在适度的规模，推动我国经济持续回升向好。通过加大公开市场操作力度、调降存款准备金率等释放流动性，平抑政府债券集中发行带来的资金面扰动，维护资金面稳定。与产业政策、人口政策等形成很好的协调配合，充分发挥宏观调控政策工具“1+1>2”的协同配合效应。其二，重点领域可加大结构性货币政策使用力度，如设立专项支持工具、专项再贷款等，引导商业银行加大资金投放力度支持优质项目，同时也可进一步引导商业银行建立针对重点项目的绿色审批通道，简化审批流程，促进项目加速落地，尽快形成实物

工作量。

参考文献：

- [1] 曹红辉. 特别国债发行影响几何 [J]. 中国金融, 2007 (20): 63-64
- [2] 程恩富、陈健. 大力发展新质生产力加速推进中国式现代化 [J]. 当代经济研究, 2023 (12): 14-23
- [3] 邓文硕. 特别国债发行的历史经验、国际借鉴和未来展望 [J]. 武汉金融, 2020 (6): 70-74
- [4] 邓宇. 全球科技竞争、跨国投资趋势及中资金融机构发展机遇 [J]. 国际金融, 2024 (2): 57-64
- [5] 段爱群. 中短期特别国债购买外汇设想的提出 [J]. 中国金融, 2007 (20): 61-62
- [6] 贾康、赵全厚. 国债适度规模与我国国债的现实规模 [J]. 经济研究, 2000 (10): 46-54
- [7] 李礼辉. 财政赤字货币化应慎行 [J]. 新金融, 2020 (7): 8-10
- [8] 李扬. 国债规模：在财政与金融之间寻求平衡 [J]. 财贸经济, 2003 (01): 51-57+96
- [9] 瞿强. 国债市场流动性研究——一个比较分析框架 [J]. 金融研究, 2001 (6): 75-83
- [10] 谭小芬、解紫彤. 特别国债在抗击疫情中的作用 [J]. 中国金融, 2020 (8): 91-93
- [11] 吴念鲁、杨海平. 关于中国外汇储备管理主导权的探讨 [J]. 国际金融研究, 2015 (4): 3-11
- [12] 曾金华、武亚东. 超长期特别国债特别在哪 [N]. 经济日报, 2024-03-09 (006)
- [13] 张丽华. 我国商业银行资本充足现状及提高比率的路径选择 [J]. 金融研究, 2004 (10): 69-76
- [14] 朱振鑫、鞠新凯. 特别国债的特别之处 [J]. 中国金融, 2023 (22): 72-73
- [15] 中国银行研究院中国经济金融研究课题组. 政策与市场共同推动经济向潜在增长水平回归——中国银行中国经济金融展望报告 (2024年) [J]. 国际金融, 2024 (1): 27-34
- [16] 周文、许凌云. 论新质生产力：内涵特征与重要着力点 [J]. 改革, 2023 (10): 1-13

（责任编辑：辛本胜）