

超长期特别国债成为财政政策加力提效的重要抓手

◎叶银丹

摘要：2024年财政政策加力提效，广义财政扩张明显。除赤字和专项债外，《政府工作报告》提出：“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。”这在一定程度上超出了市场预期，成为财政政策最大亮点。本文重点分析了2024年财政政策力度，通过梳理过去超长期特别国债发行情况，分析了本轮超长期特别国债发行的原因和影响。根据测算，预计2024年1万亿元超长期特别国债将拉动GDP增长0.68个百分点左右，财政增量资金将合计拉动GDP增长1.6个百分点左右。在此基础上，本文提出了相关政策建议。

关键词：财政政策；超长期特别国债；加力提效

中图分类号：F812 **文献标识码：**A

2024年《政府工作报告》(以下简称《报告》)将经济增长目标设为5%左右，这既有短期扩大就业、增加居民收入、防范化解风险的重要考量，也是实现中长期发展目标的需要。2024年第一季度GDP增长5.37%，但经济恢复的基础仍不牢固。实

现这一目标需要宏观政策进一步加大支持力度。从《报告》中关于专项债等方面的安排来看，预计2024年财政支出力度将明显增强，更好地发挥拉动经济增长的作用。尤其是本次《报告》提出“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”，超出市场预期。

一、什么是超长期特别国债

超长期特别国债是指财政部基于市场和经济运行情况，择机发行期限大于10年、具有特殊目的及用途、不计入赤字的国债。超长期国债一般是指10年期以上的债券，在国债市场中主要为30年和50年债券，目前我国发行规模较大的主要为30年期超长期国债。

特别国债的特殊性体现在多个方面(见表1)。在发行方式方面，目前我国10年期以下的国债长期实行关键期限定期发行制度，而超长期国债则由财政部根据经济和市场情况择机发行。在资金用途

作者简介：叶银丹，中国银行研究院研究员。

表 1 特别国债与普通国债的区别

	特别国债	普通国债
资金用途	特性用途、专款专用	弥补财政赤字
预算管理	一般纳入政府性基金预算管理	纳入一般公共预算
是否计入财政赤字	否	是
是否纳入国债余额管理	是	是
发行流程	全国人大常委会审议通过	全国人大审议通过

资料来源：国务院，财政部，中国银行研究院

表 2 历史上我国三次超长期特别国债发行情况

	1998 年	2007 年	2020 年
	补充四大行资本金	购汇注资成立中投公司	发行抗疫特别国债
发行背景	1998 年发行的 2700 亿元特别国债主要用于对四大行补充资本金，以满足《巴塞尔协议》及《商业银行法》对银行资本充足率不低于 8% 的要求、防范金融风险	中国加入 WTO 后，出口增长迅速，国际收支处于双顺差，由此带来基础货币迅速增加，出现流动性过剩、通货膨胀严重等问题。为回收流动性、有效经营管理外汇储备，2007 年我国发行 1.55 万亿元特别国债注资成立中投公司	为对冲疫情影响，2020 年 4 月 17 日召开的中共中央政治局会议指出将发行抗疫特别国债。5 月 22 日，《政府工作报告》提出，发行 1 万亿元抗疫特别国债
发行方式	全部定向发行	定向发行 + 公开发行	全部公开发行
发行期限及规模	30 年期：2700 亿元	10 年期：6963.78 亿元，占 45% 15 年期：8538.5 亿元，占 55%	10 年期：10000 亿元
最终持有者	中国人民银行	中国人民银行（定向部分）+ 金融机构、企业和居民（公开发行部分）	金融机构、企业和居民
还本付息	中央承担	中央承担	中央付息，本金中央和地方 3:7
配套政策	央行降准	央行流动性配合，大部分买入	央行流动性配合
赤字影响	不计入	不计入	不计入

资料来源：国务院，财政部，中国银行研究院

方面，特别国债具有明确特定用途，其资金需专款专用；而普通国债则主要用于弥补财政赤字、补充国家财政资金。在资金预算管理方面，特别国债不纳入一般公共预算、不计入财政赤字，但仍属于政府债务，需按照国债余额管理制度列入年末国债余额限额。在发行流程方面，新发特别国债仅需国务院提请全国人大常委会审议批准，并相应追加年末国债余额限额，在发行流程上审批简易、灵活快捷。而普通国债的新增限额则一般在每年向全国人民代表大会作预算报告时提出，由全国人大予以审批，灵活性相对较差。

历史上，我国仅发行过三次超长期特别国债，分别为 1998 年为补充四大行资本金发行的 2700 亿元，2007 年为购汇注资成立中投公司发行的 1.55 万亿元，以及 2020 年为抗疫发行的 1 万亿元（见表 2）。从趋势上来看，超长期特别国债的发行方式逐步从定向发行过渡到公开发行，相应地，最终持有者从人民银行扩展到金融机构、企业和居民。预计本轮超长期特别国债也将采取公开发行的方式，并最终由金融机构、企业和居民持有。

从发行目的、资金用途等角度来看，本轮发行的超长期特别国债与以往三次略有不同，与过去发

行的长期建设国债更相似。过去发行的三次超长期特别国债主要在年内集中发行完毕，带有一定的应急特征，并且主要解决的是一段时间内的具体问题，例如，商业银行资本充足率、外汇流动性过剩、新冠疫情冲击等。而本次发行超长期特别国债为连续几年发行，并且主要用于投资建设。因此，从发行节奏和实施目的的角度来看，本轮超长期特别国债与过去发行的长期建设国债更相似（见表 3）。1998 年至 2000 年我国持续发行的 10 年期长期建设国债，主要投向基建、农业、环保、技术改造等领域。

二、《报告》提出将连续几年发行超长期特别国债

（一）2024 年财政支出力度将明显增强

2024 年 GDP 增速目标为 5% 左右，与 2023 年相同，但由于基数抬升，事实上实现难度和含金量要比 2023 年更高，因此需要财政政策适度加力。本次《报告》中关于财政政策的表述基本延续了中央经济工作会议的思路和提法，要兼顾力度和效率、发展需要和财政可持续性、短期稳增长和长期财税体制改革等多重目标。

表3 1998—2000年长期建设国债发行情况

年份	1998年	1999年	2000年
发行原因	克服亚洲金融危机以及特大洪涝灾害的不利影响，扩大内需，维持经济增长	经济依旧承压，外贸、外资下滑，消费不振，投资放缓，CPI、PPI双负的环境	经济有所修复，CPI、PPI逐渐转正，但经济基础尚不牢固
发行规模	1000亿元	1100亿元	1500亿元
赤字影响	分两年纳入预算，每年增加500亿元	部分计入赤字，转移给地方不计入赤字	计入中央赤字
投向领域	防洪、治涝、农田灌溉、道路基建、城市建设、环境保护等	基建、技术改造、重大项目国产化和高技术产业化、生态环保等	在建项目竣工，逐步减少新建项介入

资料来源：财政部，中国银行研究院

表4 历年两会主要政策目标

指标	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年
GDP增速	5%左右	5%左右	5.5%左右	6%以上	-	6%~6.5%	6.5%左右
CPI增速	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右	-	3%左右	3%左右
M2、社融增速	经济增长和价格水平预期目标相匹配	GDP名义增速基本匹配	GDP名义增速基本匹配	GDP名义增速基本匹配	明显高于2023年	GDP名义增速相匹配	合理增长，流动性合理稳定
宏观杠杆率	-	-	基本稳定	基本稳定	-	基本稳定	基本稳定
城镇新增就业	1200万以上	1200万左右	1100万以上	1100万以上	900万以上	1100万以上	1100万以上
城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右	6%左右	5.5%左右	5.5%以内
地方专项债	3.9万亿元	3.8万亿元	3.65万亿元	3.65万亿元	3.75万亿元	2.15万亿元	1.35万亿元
赤字率	3%	3%	2.8%左右	3.2%左右	3.6%以上	2.80%	2.60%
赤字规模	4.06万亿元	3.88万亿元	3.37万亿元	3.57万亿元	3.76万亿元	2.76万亿元	2.38万亿元
特别国债	1万亿元	-	-	-	1万亿元	-	-
单位GDP能耗降低	2.5%左右	继续下降，控制化石能源	统筹考核	3%左右	继续下降	3%左右	3%以上

资料来源：新华社，中国银行研究院

注：2023年国债为第四季度增发，并非在《政府工作报告》中提出增发1万亿元国债后，赤字率相应地从3%提高到3.8%。

第一，广义财政扩张明显，体现财政政策“适度加力”。当前我国宏观经济总体处于恢复期，但也面临有效需求不足、社会预期偏弱等问题。尽管2024年赤字率拟按3%安排，与2023年目标持平（见表4），但综合财政四本账来计算，广义财政赤字率为7.2%左右，较2023年6.7%的预算水平提升0.5个百分点左右，充分体现出财政加力拉动经济增长的政策思路。2024年，财政赤字（4.06万亿元）、专项债（3.9万亿元）与超长期特别国债（1万亿元）资金合计8.96万亿元，超过2023年财政赤字（3.88万亿元）、专项债（3.8万亿元）与特别国债（1万亿元）的合计8.68万亿元。考虑到2023年第四季度发行的1万亿元用于减灾防灾建设的特别国债将主要在2024年使用，以及5000亿元PSL资金将用于“三大工程”建设，2024年的财政实际支出力度将明显增强。此外，《报告》还提出“研究储备政策要增强前瞻性、丰富工具箱，并留出冗余度，确保一旦需要能及时推出、有效发挥作用”。

第二，从结构来看，财政发力主要体现在中央政府加杠杆。2024年政府新增债务8.96万亿，其中地方债务增量占比为51.6%（2023为52.1%），该

占比已连续2年下降，为2017年以来最低值。这主要是由于当前部分地方政府债务压力较大，进一步加杠杆的空间较小（见表5）。2023年年底，国务院办公厅发文要求12个债务负担很重的“化债大省”除供水、供暖、供电等基本民生工程外，省部级或市一级2024年不得出现政府投资新开工项目，体现了防范化解地方政府债务风险的政策意图。但在当前经济面临有效需求不足、社会预期偏弱等问题的背景下，企业和居民部门加杠杆、扩需求的意愿和能力均存在不足，需要通过政府部门加杠杆来推动内需回升。2023年，中国政府债务余额约67万亿元左右，占2023年GDP比重约53%，处于国际中低水平；其中，中央政府整体负债率（债务/GDP）为21%左右，处于国际较低水平。因此，采取中央政府加杠杆的方式来拉动经济增长是较好的政策选择。

（二）本次提出连续发行超长期特别国债的原因

第一，当前经济面临有效需求不足、社会预期偏弱等问题，亟须财政发力通过投资提振经济。《报

表 5 2023 年各省（区、市）债务情况

重点区域									
区域	政府债务率 (%)			城投债务率 (%)			广义债务率 (%)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
云南	40	42	48	482	598	616	779	996	1108
甘肃	48	54	60	484	563	541	792	984	1032
广西	34	37	42	460	559	614	699	855	996
天津	50	53	66	451	578	582	690	902	987
吉林	48	55	66	260	350	331	570	791	851
重庆	31	35	41	424	498	501	609	732	778
青海	82	84	88	166	132	111	682	754	775
贵州	61	62	72	407	424	373	703	733	724
黑龙江	44	46	53	102	100	96	487	552	621
宁夏	42	39	42	177	105	107	496	434	464
辽宁	37	38	43	76	42	45	331	352	415
内蒙古	42	40	45	121	93	79	422	372	391
其他区域									
区域	政府债务率 (%)			城投债务率 (%)			广义债务率 (%)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
湖南	30	32	36	374	413	435	579	648	712
湖北	24	26	-	425	487	470	599	697	-
江西	30	34	39	341	420	459	500	610	690
四川	28	31	34	435	496	489	597	678	686
福建	20	22	25	283	342	386	439	526	606
山东	24	27	30	304	361	400	441	527	599
陕西	29	30	32	401	388	384	579	567	582
安徽	27	30	33	293	339	348	462	534	576
江苏	16	17	18	425	456	470	513	552	575
新疆	41	44	47	335	271	239	637	589	569
浙江	24	26	28	321	388	444	411	494	566
河南	21	25	-	251	349	369	404	554	-
北京	21	25	26	410	431	387	515	561	521
河北	33	37	42	140	179	196	322	412	474
西藏	24	27	28	248	225	199	421	466	446
海南	46	51	54	61	74	79	279	343	385
广东	16	19	22	170	210	224	263	331	375
山西	24	25	28	221	193	198	358	337	366
上海	17	19	19	117	124	118	184	200	191

资料来源：Wind

注：政府债务率 = 地方政府债务余额 / GDP；城投债务率 = 城投有息债务 / (一般公共预算收入 + 政府性基金预算收入)，其中政府性基金收入为 3 年平均；广义债务率 = (地方政府债务余额 + 城投有息债务) / (一般公共预算收入 + 政府性基金预算收入)，其中政府性基金收入为 3 年平均。

告》明确指出将连续发行超长期特别国债，有助于稳定社会预期，提振全社会信心。

第二，超长期特别国债资金对于建设周期长、短期收益相对偏弱的项目具有更大的包容度，能够支持更多基础性、社会性强的重大项目，从而促进经济动能转换，构建现代化产业体系，夯实中长期经济发展基础。

第三，超长期特别国债能够通过中央加杠杆、延长债务期限的方式来缓解当前地方债务压力，平衡好提振经济和防范化解风险之间的关系。从 2024 年第一季度各省公布的新增债券发行计划来看，专项债规模较 2023 年有所降低，一些地方的申报项目难以满足专项债的预期收益要求。超长期特别国

债更加注重长期综合社会回报率，相较于普通国债和地方债，能够缓解中短期的偿债压力，以时间换空间来解决促进经济发展需要和地方债务压力之间的不平衡问题。

（三）超长期特别国债对经济金融的影响测算

本轮超长期特别国债的发行，预计将延续前置发力、加快落地见效的政策思路，有望在 2024 年第二季度下达，第三季度形成实物工作量。参考 2020 年抗疫特别国债及 2023 年增发国债的经验，国债发行批准至落地通常需要两个月左右的时间（见图 1）。在具体运作方式上，2023 年增发国债以

图1 近年来特别国债、增发国债批准至落地时间



及2020年抗疫特别国债均依据各地项目上报情况进行分配，采用资金直达机制，并且由中央还本付息，以缓解地方财政收支和债务压力。预计本轮超长期特别国债的发行也将采取类似的方式，特别国债资金有望在第二季度下达，目前各省（区、市）已经在积极谋划项目，预计在下半年将形成实物工作量，发挥支撑经济的积极作用。在投向领域方面，《报告》指出将专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，国家发改委表示将重点支持科技创新、城乡融合发展、区域协调发展、粮食能源安全、人口高质量发展等领域建设。因此，预计超长期特别国债将主要投向科技创新、基础设施、乡村振兴、粮食能源储备以及养老、教育、医疗等民生相关的领域。

预计2024年财政政策将成为拉动经济增长的重要力量。从支出法GDP的角度来看，由于超长期特别国债资金的投向领域相对较广，各领域资金分配比例未知，在各领域中政府资金作为资本金的比例相差较大，因此在估算中暂不考虑资金的杠杆作用。假设这1万亿元超长期特别国债全部在2024年形成实物工作量，预计将拉动2024年GDP增长0.68个百分点。在其他增量资金方面，考虑到债券

发行、项目储备、申报等均需要时日，且冬季开工率较低，形成实物工作量拉动经济仍需要较长的周期，假设2023年第四季度发行的1万亿元特别国债中80%的实物工作量在2024年形成；5000亿元PSL资金（2023年12月和2024年1月分别投放3500亿元和1500亿元）以及2024年多增的1000亿元专项债的实物工作量全部在2024年形成，这三项资金预计将分别拉动2024年GDP增长0.55、0.34、0.07个百分点。综合来看，预计这四项目增量资金将合计拉动2024年GDP增长1.6个百分点左右（见表6）。从财政支出增量的角度来看，同样假设2023年1万亿元特别国债80%的实物工作量在2024年形成，则2024年财政资金较2023年增加1.88万亿元（2800万亿元+8000万亿元×2），假设2024年GDP增速为5%，则财政增量将拉动GDP增长1.5个百分点左右^①。

除通过拉动投资促进经济增长外，超长期特别国债的发行也将对金融市场的流动性产生一定影响，但影响程度取决于发行总量、方式、节奏，以及全年新增政府债券的发行量等多方面因素。1998年发行的超长期特别国债最终由中央银行承接，因此对市场流动性影响较小，而2007年和2020年特

^① 财政支出对GDP的拉动比例 = (财政支出增量 / GDP增量) × GDP增速（计算方法来自国家统计局：https://www.stats.gov.cn/zt/tjws/tjtk/202301/t20230101_1912957.html）。

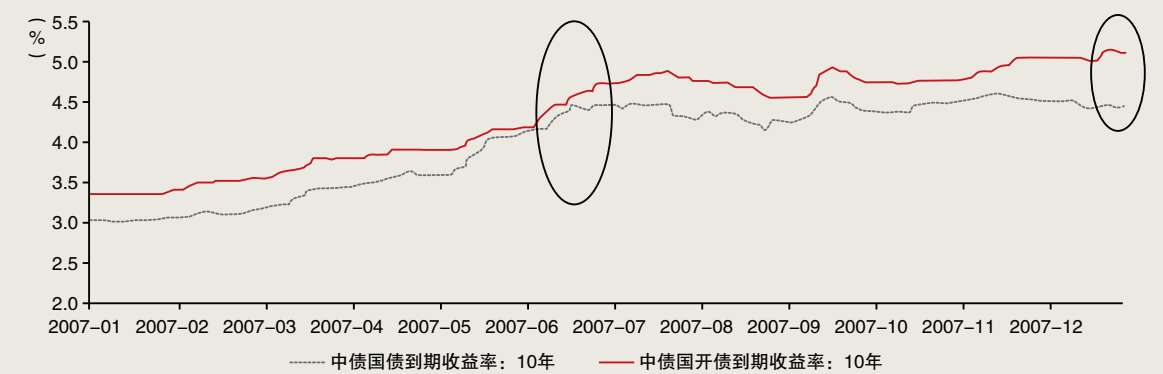
表 6 财政加力对 2024 年 GDP 增长的影响测算

	2023 年发行的 1 万亿元特别国债	多增 1000 亿元专项债	新增 1 万亿元超长期特别国债	投放 5000 亿元 PSL	合计
形成投资 (万亿元)	0.80	0.10	1.00	0.50	2.40
固定资本形成 (万亿元)	0.71	0.09	0.89	0.44	2.13
拉动 2024 年 GDP (%)	0.55	0.07	0.68	0.34	1.64

资料来源：中国银行研究院

注：参考 2022 年固定资产投资完成额和固定资本形成总额之间的数量关系来估算，假设 2024 年 GDP 平减指数为 3% 左右。

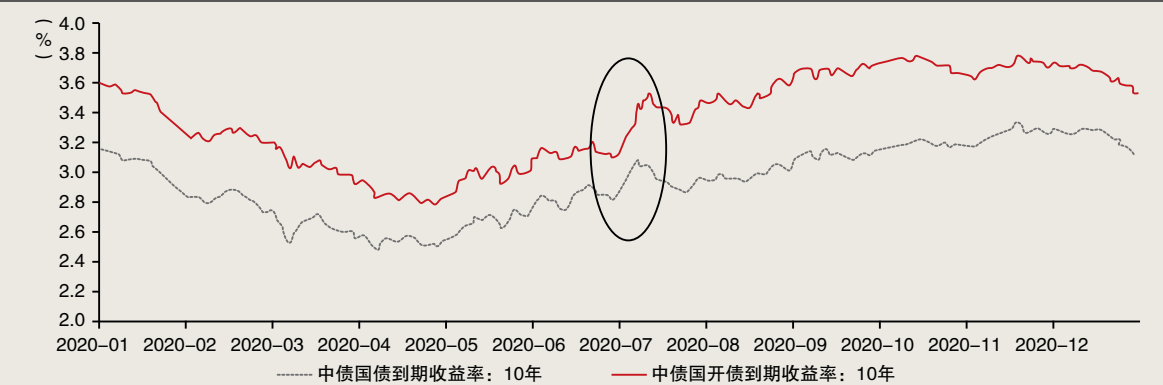
图 2 2007 年国债收益率情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

注：2007 年特别国债于 6 月和 12 月发行，2020 年特别国债于 6—7 月发行。

图 3 2020 年国债收益率情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

注：2007 年特别国债于 6 月和 12 月发行，2020 年特别国债于 6—7 月发行。

别国债采取公开发行的方式，对市场流动性和利率水平产生一定影响，10 年期国债收益率明显上升（见图 2、图 3）。当前我国金融市场建设已较为完善，超长期特别国债大概率将全部采取公开发行的方式，需要关注其发行给市场流动性带来的扰动。

三、政策建议

第一，推动各项财政政策尽快落地见效，发挥

好财政托举经济的作用。目前，我国特别国债从发行批准到落地通常需要两个月左右的时间，未来，可从多个方面提高效率，加快推动专项债、特别国债等政府债券落地见效，形成实物工作量。一是提前规划发行计划，及时发布相关政策文件或指导意见，明确专项债、特别国债的发行规模、用途等，提前做好政策宣传。二是简化国债、专项债的发行程序和流程，减少繁琐的审批环节，提高发行效率，确保资金尽快到位。

第二,完善项目前置性检验和后评价管理体系,提高资金使用质效。在应对短期经济波动时,往往要求财政资金在一定时间内下达并使用完毕,这就对地方政府的项目储备和筛选能力提出了更高要求。若为完成资金使用任务,在准备不足的情况下盲目或仓促上马项目,容易造成资金使用低效等问题。因此建议完善项目全流程管理标准体系。一方面,建立制度化、规范化、透明化的项目前置性审批标准。在现有的固定资产投资环境影响评价和节能评价两项前置审批制度的基础上,聘请具有资质的第三方机构和相关领域专家,进一步对项目的经济社会效益、工程建设难度、人民群众需要等多方面进行全面评估。制定投资项目事前评价管理办法和申报书编制指南,为地方政府前期项目储备和筛选提供参考和指导。另一方面,制定和完善项目事后评价管理办法,在项目竣工验收、投入运营一定时间后的多个时间节点,由第三方机构检验项目是否达到前期建设目标和效果。对民生类项目的评价要重视公众参与,如有必要可开展社会调查并在后评价报告中予以客观反映。同时,将项目后评价结果作为未来新一轮投资项目决策论证的重要参考。

第三,优化财政收支结构,提高财政可持续性。在财政收入方面,当前财政逆周期调控任务较重,因此提高财政收入稳定性至关重要。近年来我国财政收入结构出现新变化,税收收入占财政收入的比重呈降低趋势(2020年至2023年平均为81.3%,2015年至2019年平均为82.8%),这容易造成财政收入不稳定等问题,制约财政逆周期调控能力。未来要继续加快财税改革,发挥税收筹集财政收入的功能,不断提高财政收入质量。在各种财政收入中,税收收入最具稳定性、可预测性和可持续性。因此,正税清费、优化财政收入结构,既有助于确保稳定持续的财政收入,也有助于稳定社会预期。在财政支出方面,一方面要正视财政供养人口过多等现实问题,加快人员和体制机制改革,不断减轻财政负担。另一方面要全面实施预算绩效管理,推动财政资金聚力增效。当前,全过程预算绩效管理框架已基本建立,但尚未实现全方位和全覆盖的预算绩效管理体系,部分资金仍游离于预算绩效管理之外。因此,需加快推动重点领域预算绩效管理的实质性

突破,完善专项债券项目绩效管理,不断提高资金使用效率。

第四,做好超长期特别国债发行过程中的市场流动性管理。一是在发行前与市场进行充分沟通,了解市场的承受能力和预期需求,根据市场反馈调整发行计划,避免过度冲击市场流动性。同时,及时公布相关信息,包括发行计划、利率水平等,以提高透明度和可预测性,从而帮助投资者更好地规划投资策略,减少不确定性带来的冲击。二是通过分散发行时间来减轻对市场流动性的冲击,避免集中在短时间内大规模发行超长期特别国债。若短期内发行规模较大,需加强货币政策的协调配合,通过降准、公开市场操作等方式来保持市场流动性合理充裕。此外,在发行过程中,还应密切监测市场情绪和需求,并根据需要及时调整计划。

参考文献:

- [1] 白钦先、汪洋. 国债政策、财政政策及货币政策的协调与配合[J]. 西南金融, 2008(2): 13-15
- [2] 龙硕. 我国特别国债发行历史回顾、影响分析及展望[J]. 中国物价, 2019(11): 13-16
- [3] 牛霖琳、林木材. 中国超长期国债的相对流动性溢价与收益率曲线的结构性建模[J]. 金融研究, 2017(4): 17-31
- [4] 彭文生. 可持续经济复苏: 从金融到财政[J]. 国际金融, 2023(8): 37-44
- [5] 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
- [6] 王国刚. 从理论和实践看赤字国债的发行与使用[J]. 中国外汇, 2020(11): 22-24
- [7] 朱振鑫、鞠新凯. 特别国债的特别之处[J]. 中国金融, 2023(22): 72-73
- [8] 郑联盛、白云凯、王波. 特别国债: 中国实践、抗疫应用与制度优化[J]. 西部论坛, 2020(6): 101-112

(责任编辑:辛本胜)