

两会热点：如何看待常设特别国债工具

联合资信 研究中心

2024年3月5日,《2024年国务院政府工作报告》对外发布。其中,关于2024年经济增长目标设置为5%左右,赤字率拟按3%安排,拟安排地方政府专项债券3.9万亿元,比2023年增加1000亿元。在总体调控框架不变的基础上,为积极应对2024年经济发展的周期性因素,政府工作报告中提出:“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”,我们可以将其简称为“常设特别国债工具”。对于这一工具的认识,我们预计它存在众多方面的灵活性,以及代表着中国在未来几年宏观调控中存在战略上的重大调整。

如果考虑常设特别国债工具,那么未来中国宏观调控的总战略就是“守住核心,放开外围”。其中,“守住核心”就是严肃地方财政纪律,保障地方专项债投资回报率的基础上,经济发展的核心事权、财权基本保持连续性;“放开外围”就是一部分事关国家重大战略,例如人口战略、区域发展平衡战略的事权将由中央统一安排,保障全国统一推进,为此常设特别国债的财权。通过外围的战略性改革调整,来应对经济周期因素,探寻中国经济长期增长的潜力,为核心经济增长扩大空间。

当然,常设特别国债还涉及一系列技术性问题值得去探讨。

首先,特别国债是否纳入年度赤字率管理?我们在《特别国债的一大目标和三点意义》中对于中国特别国债发行历史有过简单总结,可以在历史管理实践中看到特别国债是否纳入赤字率均有出现。特别国债是否纳入赤字管理应该主要考察两个方面因素:一是资金安排灵活性,二是投资回报率。当纳入赤字率管理时,常设特别国债就可以在全国财政收支的统一框架内考虑其还款计划,但是相应会失去一些灵活性,也与“核心”经济增长框架产生复杂的联动。常设特别国债预计主要为解决国家重大战略,其财务回报率可能以超长期形式出现。太强调纳入短期年度赤字率管理,可能会限制战略性作用的发挥。因此,预计常设特别国债工具,在近几年中将不会受到年度赤字率的限制。从政府工作报告表述来看,特别国债以超长期债券为主,预计以我国现有的十年期、三十年期国债为主,客观上从会计角度来说特别国债短期还款不会对年度财政预算带来额外较大压力。从杠杆率的计算上来看,在短期内中央政府的杠杆率会有所提高,从而稳定全社会杠杆率,长期内通过改善经济增长环境,可以逐步降低社会整体杠杆率。

表：历史特别国债发行情况

时间	金额（万亿元）	用途	是否纳入财政赤字
1998	0.27	补充四大国有银行资本金	否
2007	1.55	成立中投公司	否
2020	1	用于抗击疫情	否
2023	1	灾后重建	是

数据来源：联合资信整理

其次，特别国债的发行是否会引起利率上升，挤出民间投资？从最近的经济进展来看，居民部门储蓄率较高，对于耐用消费品的购买增长偏弱，企业设备投资在 2024 年在一些行业出现了产能过剩现象，面临一定去库存过程。因此，2024 年经济整体的货币供给是十分充足的，近期三十年期与十年期国债收益率期限利差不断减小也是货币供给充足、债券供给较弱的反映。从保持收益率曲线正常的角度来说，增加长期限国债供给会在一定程度上带来利率上升，但这对于不断扁平化的收益率曲线是一种积极因素，不会引发经济整体的融资成本上升。更进一步，在企业设备投资面临一定去库存周期，通过特别国债来投资国家重大战略，解决长期发展困境，将提振经济信心，反而产生崭新的民间投资需求，例如养老服务、育婴服务、乡村振兴、城乡融合发展投资需求。

最后，如何看待特别国债的灵活性？从政府工作报告对于特别国债的表述上来看，投向灵活、融资安排灵活，对于它的认识可能需从以后的实践中学习和研究。不同于以往的为金融机构注资、投资基础设施，它的目标指向是目前中国更加战略性的问题，不能仅从会计角度看待它，它的长期回报属性将更加明确。由于常设特别国债长期回报属性，在短期内不会对预算产生较大压力，这样也有可能对于它的依赖，将一些常规性改革处理的事项也通过特别国债来解决。这将偏离特别国债长期也要追求收支平衡的初心。这是我们在未来需要注意的事情。