

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2020.06.009

特别国债：中国实践、抗疫应用与制度优化

郑联盛^{1a}, 白云凯^{1b}, 王波²

(1. 中国社会科学院 a. 金融研究所; b. 研究生院, 北京 100028;

2. 潍坊学院 经济管理学院, 山东 潍坊 261061)

摘要:特别国债是针对特殊事项而专门发行的国债产品,与一般国债相比,其审批和发行更为便捷,资金募集更为迅速,预算管理更具弹性,资金投向也更为明确,有利于快速弥补财政资金缺口,有效应对突发危机或处理特殊事项,但也存在冲击市场流动性、增加国家债务偿付风险以及破坏债券定价机制等潜在风险。改革开放以来,中国发行的前三次特别国债主要是为国有金融机构注资,发行方式从单期发行向多期发行、从定向发行向定向发行与公开发行相结合演进。抗疫特别国债是为应对重大公共卫生危机全额公开发行的特别国债,其政策框架整体审慎,资金投向明确,有利于更有效地防控疫情和快速恢复经济;同时,在较短时间内完成1万亿元特别国债的全额公开发行,也对金融市场流动性造成了一定的冲击,国债收益率短期内较大幅度上升。特别国债政策的应用,应注意财政政策与货币政策的协调和配合,稳定短期流动性,引导中长期利率,匹配总量性与结构性,统筹常规政策的有效性边界与非常规政策的应急性适用,以维护金融市场的稳定和健康发展;同时,特别国债资金的投放应体现时效性、针对性和结构性,要加大风险管控力度,完善资金投放监督管理机制,提高资金使用效率,以充分发挥特别国债资金的乘数效应。

关键词:特别国债;财政资金缺口;新冠肺炎疫情;市场流动性;国债收益率;公开招标发行

中图分类号:F812.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1674-8131(2020)06-0101-12

一、引言

2020年新冠肺炎疫情的爆发和扩散使得国内外居民健康面临重大风险,同时也对全球经济带来总供给与总需求的双向冲击,如何在有效防控疫情的同时稳定经济增长成为各国重要的政策议题。特殊时刻需要特别政策,其中,发行特别国债可以在应对重大公共危机中填补临时性资金缺口,是积极有效的财政政策之一。根据中国财政部网站2020年6月15日消息,为筹集财政资金,统筹推进疫情防控和经济社会发展,财政部决定发行2020年抗疫特别国债(一、二期),两期国债竞争性招标面值总额合计1000亿元^[1],备受关注

* 收稿日期:2020-08-19;修回日期:2020-09-30

基金项目:国家社会科学基金重点项目(15AJY017);国家社科基金一般项目(16BJY183)

作者简介:郑联盛(1980),男,福建泉州人;副研究员,博士,主要从事经济政策、金融风险研究;E-mail:zhengls2013@163.com。白云凯(1995),男,河南驻马店人;硕士研究生,主要从事经济政策、资本市场研究。

通信作者:王波(1985),男,山东临朐人;副教授,博士,主要从事金融创新、金融监管研究;E-mail:wangboiq@126.com。

的抗疫特别国债发行正式拉开大幕。抗疫特别国债的发行,无疑有助于疫情防控,并加快经济恢复和重建^[2]。但是,特别国债仍然是一种政府负债,其规模、发行、期限及使用效率将最终影响中央政府的资产负债表及主权信用。因此,如何在充分发挥特别国债的补缺功能的同时,有效防范特别国债的潜在风险,是一个具有重要学术价值和现实意义的研究课题。

特别国债之所以特别,主要体现在其功能和风险的两面性上。一方面,特别国债具有特别的政策功能。重大公共危机的突发性、紧急性和不确定性等特征^[3],使得第一时间阻断危机的演进渠道是控制事态和减少损失的首要任务^[4],而特别国债是在危机时刻及时解决政府资金缺口的有效举措。各国实践表明,公共危机预备费、中央政府转移支付、特别政府债券发行以及私人部门参与等市场化、社会化筹集方式都是重要的资金来源^[5-6],其中特别政府债券发行具有更大的政策弹性,可以缓释公共危机处置的急迫性与政府资源的有限性以及政府决策的程序性的矛盾。特别国债还可以集中使用、统一调配,发挥中央政府在重大危机中的兜底功能,有利于公共危机应急处置的统一性。另一方面,特别国债的发行也具有潜在风险性。首先是债务扩张风险。特别国债的发行在短期内并不受一国财政收入的约束,这可能会弱化政府预算约束并使财政支出规模过度扩张,进而导致国债余额高于本国负担水平^[7]。其次是短期市场冲击。特别国债的发行相当于卖断一定程度的流动性,如果对金融机构直接发行则类似于存款准备金率上调^[8],会对金融体系流动性造成一定的冲击^[9],并可能带来流动性风险,通常需要货币政策的配合才能缓释其短期冲击^[10]。再次是中长期预期改变。由于金融市场存在资产不完全替代性^[11],发行特别国债会导致中长期利率的市场预期发生改变^[12]。最后是财政政策与货币政策的匹配问题。公共债务货币化会导致政府行为失当,提高恶性通货膨胀风险^[13],同时还可能引发挤出效应^[14]。因此,特别国债的使用频次较少,且规模和使用结构通常受到较为严格的控制。

改革开放以来,在本次抗疫特别国债发行之前,中国发行特别国债主要是与金融体系重大改革的资金运用或注资相关^[15-16],而抗疫特别国债是以应对重大公共卫生危机为主要目标发行的特别国债,发行方式与前三次也有显著区别。那么,抗疫特别国债与此前三次特别国债更多的是保持相似性,还是体现特殊性?其对金融市场的冲击及存在潜在风险如何?特别国债发行的制度设计是否存在进一步优化的空间?这些问题是本文研究的出发点。

二、特别国债的产品特性与潜在风险

1. 特别国债的产品特性

特别国债是为了解决国家面临的重大危机或配合某项重大政策实施等特殊事项而专门发行的国债产品,具有解决重大问题或实施重大政策的匹配性,主要用于解决临时性的公共资金缺口,并可调节中央与地方的债务负担关系。因此,特别国债与一般国债产品在应用场景和发行政策上存在重大区别,其在发行之初就带有解决专项问题的使命,因而在审批和发行流程、资金来源和用途、发行规模和速度、预算管理模式和定价机制等方面具有特殊性(参见表1)。

一是采用非常规审批机制,发行更便捷。作为一种常态性的融资工具,一般国债的发行需要通过严格的程序性决策及审批流程,年度发行额度一般在年初由政府提请预算审批部门审议并批准,之后授权财政部门对年内的发行节奏进行合理安排。而特别国债的发行多发生在资金需求紧迫的情况下,可采用非程序性审议机制,审批流程相较一般国债产品更为快速和简便,使得特别国债在时间管理上较为快捷灵活。在中国,特别国债一般由国务院提请全国人大常委会进行审议,并由财政部负责后续的发行管理,而一般国债需要在年初由财政部制定计划,报国务院审议批准后提请全国人大进行审议。在西方国家,简便的审批流程还可以避免政治博弈,以免延误危机应对时机。

二是资金用途专项化,管理更严格。一般国债产品是一国解决公共预算问题的常态性工具,而特别国

债是基于特定背景发行的。与一般国债产品主要是为解决财政赤字进行融资不同,特别国债发行目的并不是为了弥补财政赤字,而是用于应对重大危机或服务于特定的政策,并且通常在其发行审批阶段就已经对资金的用途做了专门的规定,并有相应的监督管理机制。

三是发行规模因事而异,资金募集更迅速。特别国债是在应对重大问题时为财政收支缺口提供紧急性资金支持,其发行规模应与具体事项所需的资金相契合,虽然通常规模较大,但也具有较大的弹性。同时,资金需求的紧迫性要求特别国债在短期内实现融资,需要在对机构投资者定向发行与向社会公众公开发行之间进行权衡。

四是预算管理弹性化,相关政策更具多样性。由于特别国债发行的目的并非是弥补财政收支的常规性缺口,因而其发行通常并不列入当年的政府财政赤字,也不需要通过预算安排来还本付息。由于特别国债的功能特殊,相应的预算管理机制具有较大弹性。在各国实践中,不但在是否将特别国债纳入一般公共预算上存在差异,而且特别国债的偿付方式及后续融资规则均具有较大弹性。

表1 特别国债与其他债券产品的主要区别(中国)

	特别国债	一般国债	地方政府债	企业债
发行主体	财政部	财政部	地方政府	企业
审批机构	由全国人大或常委会审核决定	年初由国务院提请全国人大审议年度发行额度	年初由全国人大审议批准年度发行额度,年中根据实际资金需求做相应调整	由发改委审核
资金来源	定向发行与公开市场招标相结合	公开发行,面向个人投资者和机构投资者	公开发行,面向个人投资者和机构投资者	面向合格投资者和机构投资者发行
资金投向	专款专用,用于危机应对或特定事项的资金需求	用于弥补一国财政收支缺口	用于地方性公共设施建设和重大事件	用于企业经营发展
定价机制	定向发行时参考政策性贷款优惠利率,公开招标发行时由市场利率决定	由市场利率决定	由市场利率及与地方财政状况带来的风险溢价决定	由市场利率及企业主体经营状况带来的风险溢价决定
产品期限	产品期限较长(一般为10年期以上)	产品期限较为多样	产品期限较为多样	产品期限较短(一般为10年以下)
偿付来源	中央政府财政收入	中央政府财政收入	地方政府财政收入	企业经营收入

2. 特别国债的潜在风险

应对重大公共危机将迅速扩大财政支出规模,而经济下行又将导致财政收入大幅缩水,财政收支缺口将快速放大,公共财政面临双重资金压力。此时,如果大规模扩大一般国债发行,可能会使国债收益率大幅提升,加大公共债务风险,提高整个经济体的风险溢价,对经济发展带来更大的负面影响。而特别国债虽然本质上也是政府公共债务,但由于其发行和偿付相对独立,其发行对于一般国债收益率和整个经济体风险溢价的影响相对有限。因此,发行特别国债可以缓释公共债务风险。当然,这种缓释作用是暂时的,需要从更长期的视角来审视特别国债的潜在风险。此外,相比一般国债而言,特别国债的定价受到政策指令的影响较大,尤其是定向发行往往属于非市场化定价,容易对市场定价机制造成干扰。

一是发行特别国债会对市场流动性造成冲击。由于特别国债的发行规模通常较大,在市场总流动性不

变的情况下,发行特别国债不可避免会导致流动性回流至中央政府,使金融市场出现一定程度的流动性紧缩现象。若直接向市场发行特别国债,则必然会推高利率水平,从而带来金融市场的连锁反应^[17]。由于国债利率是无风险利率,如果国债收益率曲线整体上移,那么实体经济的融资成本和资金配置都会受到一定的影响。

二是过度发行特别国债会增加国家债务偿付风险。一国国债的总体规模增速应与该国经济增长速度相匹配,特别国债的发行虽然在“表面”上不涉及当期财政赤字变化,但仍然会在年末中央财政国债余额中反映,并且其利息支出以及到期本金偿还也都是中央财政的实际负担。如果一个国家国债余额及利息支出的增长超出了其公共债务偿还能力,则会造成公共债务持续累积,主权信用风险也会随之加大^[18]。实践中,主权债务危机往往与国债过量发行有直接联系。因此,特别国债本质上仍是政府公共债务的组成部分,应统筹全局,根据以国债负担率为基准的应债能力和以国债偿还率为基准的偿债能力来确定特别国债发行的规模和节奏,避免过度发行特别国债对主权信用造成负面影响。

三是非市场化发行特别国债会破坏债券定价的市场机制。由于国债是以国家的财政收入作为偿还保证的,对金融市场而言,国债收益率是无风险收益率的锚,金融机构在设定金融产品的利率时通常会盯住同期限国债的收益率。然而,特别国债往往是在暴发重大公共危机的背景下发行的,政府可能会以行政指令的方式进行定向发行,其利率并非完全由市场决定,加上财政部门也有压低特别国债收益率从而降低利息偿还负担的动机,进而会对债券定价机制产生一定的负面影响。

三、改革开放以来中国发行特别国债的实践

1. 抗疫特别国债前发行的三次特别国债

改革开放以来,在本次抗疫特别国债发行之前,中国已发行过3次特别国债。第一次是1998年为补充四大国有银行资本金发行2700亿元特别国债,第二次是2007年为中国投资有限责任公司注资发行15500亿元特别国债,第三次是2017年对2007年特别国债到期部分进行承接续发6974亿元特别国债是(详见表2)。这三次特别国债均属于专项注资,即为金融机构补充资本金。1998年中国发行特别国债主要是为了解决国有商业银行不良贷款高企、资本不足的问题,向工商银行、农业银行、中国银行和建设银行定向发行(工、农、中、建四行分别承购850亿元、933亿元、425亿元和492亿元),认购资金中2400亿元由人民银行降低存款准备金率获得,另外300亿元源自四大行的超额储备。2007年发行特别国债则是为了筹集即将成立的国家外汇投资公司(中国投资有限责任公司)的资本金。

表2 改革开放以来中国发行的四次特别国债

	1998年第一次发行	2007年第二次发行	2017年续发	2020年抗疫特别国债
发行背景	四大行资本充足率不满足《巴塞尔协议》要求,银行体系风险应对能力较差	外汇储备规模快速上升,国内市场流动性过剩	部分2007年发行的特别国债到期	应对新冠肺炎疫情
发行规模	2700亿元	15500亿元	6964亿元	10000亿
票面利率	7.2% (2004年调整为2.25%)	定向发行部分为4.30% ~ 4.45%,公开招标发行部分为4.41% ~ 4.69%	定向发行部分为3.60% ~ 3.62%,公开招标发行部分为4.41% ~ 4.69%	—

续表2

	1998 年第一次发行	2007 年第二次发行	2017 年续发	2020 年抗疫特别国债
发行对象	工、农、中、建四大国有银行(由央行降准释放认购资金)	定向农业银行发行 13 500 亿元(由央行在二级市场承接),公开招标发行 2 000 亿元	定向商业银行发行 6 000 亿元(由央行在二级市场承接),公开招标发行 964 亿元	公开招标发行
资金用途	补充四大国有银行资本金	购买外汇储备成立中投公司	对接到期特别国债产品	统筹推进疫情防控和经济社会发展
付息方式	2004 年之前四大行对利息不确认收入,只做会计处理;2004 年以后参照政策性再贷款利率,以 2.25% 的利率列入中央本级预算支出	财政部正常付息,利息支出列入中央本级预算支出	财政部正常付息,利息支出列入中央本级预算支出	财政部正常付息,利息支出列入中央本级预算支出

资料来源:根据相应特别国债发行的相关文件进行整理。

中国前三次特别国债的发行以注资或股权投资为目标,均由国务院报请全国人大常委会批准,其收支纳入中央政府性基金预算(而非一般国债对应的公共预算),特别国债对应资产所取得的收益以及特别国债本身对应的本息偿付分别由中央特别国债经营基金财务收入和中央特别国债经营基金财务支出等科目进行核算^[19]。同时,特别国债发行从单期发行向多期发行、从定向发行向定向发行与公开发行的结合演进。1998 年第一次发行特别国债时采用全部定向发行方式快速募集资金;2007 年第二次特别国债分 8 期发行,前 7 期向机构投资者定向发行,后 1 期向社会公众公开发行,其中定向发行的 13 500 亿元通过外汇资产置换;2017 年的特别国债续发也采取多期(3 期)、定向发行与公开发行相结合的方式,其中前 2 期定向发行 6 000 亿元,后 1 期则根据国债到期日分三批公开发行的。

整体来看,中国前三次特别国债的发行取得了积极成效和经验:一是在较短时间内快速筹集资金用于国有金融机构资本金补充或资本金设置。首次特别国债于 1998 年 8 月 18 日当日完成发行;2007 年特别国债发行 8 期,从 8 月 29 日开始至 12 月 20 日结束,不到四个月时间就完成发行。二是对金融市场的冲击整体保持在可控的水平上。以发行规模较大、持续时间较长的 2007 年特别国债为例,对各类同期限国债收益率的影响基本控制在 50 个基点以内,资本市场虽然有较为明显的波动,但大致在 1~3 个月内就回归正常水平。三是国债发行过程中中央银行与财政部门配合较好。1998 年的特别国债发行,中央银行通过降低存款准备金率释放银行流动性;2007 年的特别国债发行,中央银行通过农业银行在二级市场承接债券实现特别债券与外汇储备资产的置换;2017 年亦是中央银行通过商业银行在二级市场承接续发特别国债。

但是,中国前三次特别国债的发行也存在两个明显的问题:一是以定向发行为主,容易对市场定价机制造成干扰。即使是定向发行与公开发行相结合,定向发行的占比也很大(参见表 1)。定向发行有利于缓释特别国债对金融市场的冲击,但都是向银行机构定向发行,票面利率参考政策性贷款利率,并非完全市场化定价;公开发行部分的票面利率也是通过在银行间债券市场招投标决定,略高于同期限基准存款利率。二是对金融市场的短期冲击较为显著。以第二次特别国债发行为例,从第一期发行公告日到发行日期间,5 年期、7 年期、10 年期和 15 年期国债的收益率分别提高 41.8、30.4、24.9 和 25.0 个基点(参见图 1),期限较短

的国债收益率先于期限较长的国债收益率发生反应,且上行幅度亦更大;特别国债发行公告发布后,从2007年9月10日至18日,隔夜拆借利率和1周拆借利率分别提高87基点和213基点^[20],短期资金利率波动比中长期收益率波动更为显著。

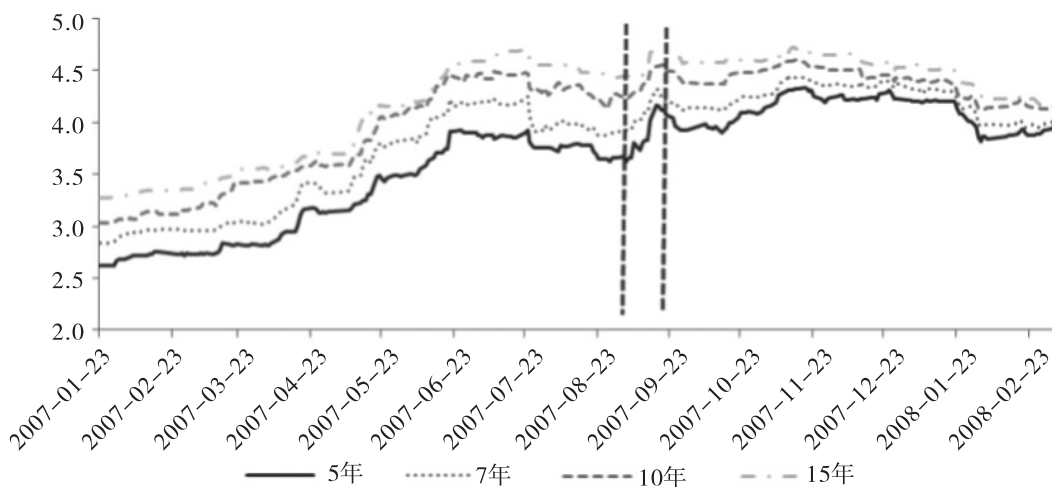


图1 各期限国债收益率走势

资料来源:wind 资讯

2. 抗疫特别国债的发行

新冠肺炎疫情对中国经济造成了重大冲击,财政状况也面临较大压力。面对重大公共卫生危机,为了解决疫情冲击下的巨大资金缺口,需要政府通过更为积极的财政政策发挥逆周期管理功能。发行特别国债能够通过快速审批机制在较短时间内筹集资金,从而助力疫情防控和经济恢复。因此,有必要发行抗疫特别国债。值得注意的是,本次抗疫特别国债的发行与前三次特别国债的发行有显著的不同。

首先,抗疫特别国债是改革开放以来中国首次发行应对重大公共危机的特别国债,整体政策较为审慎。前三次发行特别国债主要是为国有金融机构注资,而本次发行抗疫特别国债是为了更好地应对公共卫生危机,为疫情防控和复工复产提供资金支持,这不仅丰富了中国国债产品的类型,也可为未来应对各种重大公共危机或突发事件积累发行特别国债的经验。2020年3月27日中央政治局会议提出要发行抗疫特别国债后,市场非常关注特别国债的发行规模、节奏以及政策设计。虽然特别国债不纳入政府赤字,但本质上仍是中央政府举债,仍属于公共债务范畴。因此,在“两会”召开前,市场担心抗疫特别国债规模偏大对市场产生较大的供给压力;“两会”期间确定抗疫特别国债规模为1万亿元,低于市场预期。整体上看,抗疫特别国债在发行、市场及偿付等方面均考虑了公共债务、期限结构、资金使用等方面的潜在风险,是一个较为审慎的政策框架。

其次,抗疫特别国债采取全额公开发行方式,资金投放要求严格。前三次特别国债主要采用定向国有商业银行发行的方式,公开招标发行部分占比较低。市场预期抗疫特别国债的发行可能采取定向发行和更大规模公开发行相结合的方式,而本次抗疫特别国债的实际发行方式与记账式国债基本一致,全额通过公开招标形式完成发行,这远远超出市场预期。抗疫特别国债的发行采用完全公开发行的市场化方式,有利于推进国债市场建设和深化金融体系市场化改革,有利于科学考察特别国债发行的市场效应,也可以为特别国债发行机制的进一步完善提供经验和借鉴。同时,抗疫特别国债的资金运用与此前的特别国债存在实

质性差异,且规定较为严格。以往两次特别国债(不包括2017年的续发)资金最终都形成了国家持有的股权资产,而本次抗疫特别国债的资金多用于减税降费、保民生、保就业等领域,在资金用途方面与一般国债更为相似,即主要用于政府的公共服务功能和逆周期管理功能。

最后,抗疫特别国债不但快速弥补财政收入与财政支出之间的缺口,同时也有效调节中央与地方的债务负担关系。考虑到地方政府存在债务压力及债务融资的双重约束,本次抗疫特别国债筹集的资金将全部转移至地方政府,由地方政府实施资金投放。这本质上是将地方政府应对新冠肺炎疫情的责任转移至中央政府,发挥中央政府的兜底功能,并通过转移支付为地方政府的疫情防控和经济恢复提供资金支持。在重大突发事件的应对中,一般是由地方政府承担首要应对职责,但在中央政府与地方政府财权事权不匹配和地方政府负债运行的情况下^[21],仅凭借地方政府力量来应对危机和重建经济会使地方政府面临巨大的财政缺口和财政风险。如果由中央政府以发行特别国债的形式筹备资金,并通过转移支付的方式对地方政府给予支持,则可以有效避免地方政府债务上升带来的次生风险。同时,将应对重大公共危机提升至国家财政统筹的高度,不仅具有上下级政府纵向财政转移支付的属性,还有具有地方政府间横向财政转移支付的性质。

由于疫情防控的急迫性和资金投入的重要性,本次1万亿元抗疫特别国债在2020年6月—7月集中发行完毕。但是,由于抗疫特别国债发行时间较短、集中度较高,也可能对市场产生较大的冲击。2020年5月以来,国债收益率持续上行(参见图2)。5月初至6月初,5年期国债收益率上升约70个基点。6月份以来,抗疫特别国债中标收益率基本都高于票面利率,也高于二级市场同期限收益率,利率倒挂使得二级市场形成一定程度的利空预期^[20]。

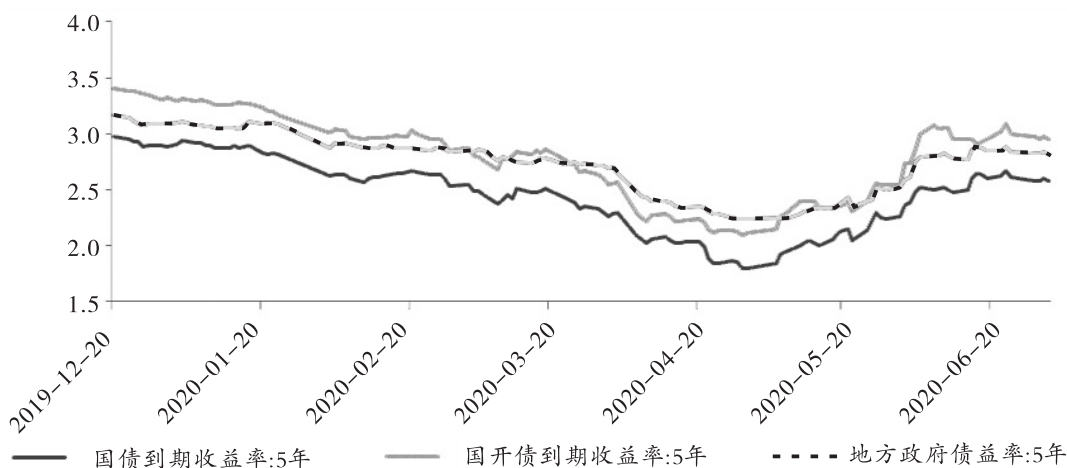


图2 5年期国债、国开债和地方政府债到期收益率走势(中证)

资料来源:wind 资讯

特别国债不仅是财政政策工具,同时也会对货币市场等产生显著影响。抗疫特别国债全额公开发行是显著的市场化改进,但短期集中市场化需要考虑市场的供求关系及其利率压力,货币政策的配合就显得更为重要。在本次抗疫特别国债发行中,货币政策的匹配性还可进一步优化。2020年5月底以来,债券市场流动性偏紧,收益率保持高位,这与市场对货币政策的预期差是相关的。市场本来预期货币政策可能会因疫情防控、复工复产和经济恢复而更为宽松,但央行表示货币政策将整体保持稳健。人民银行2020年上半年采取的部分临时性或短期应急性刺激政策在5—6月逐步退出,比如3000亿元专项再贷款、5000亿元再贷款再贴现均已完成任务并退出。可能由于市场沟通不充分,2020年6月货币当局的“总量适度”“适时退

出”等表态以及流动性管理操作,一度被市场解读为“边际趋紧”,出现了预期宽松与现实偏紧的政策预期差^①。短期利率上行与国债收益率上行趋同,表明国债收益率上行与货币市场流动性趋紧及货币政策是相关的。2020年6月18日抗疫特别国债开始发行以来,市场压力导致中标利率高于票面利率;直到6月30日,人民银行下调再贷款、再贴现利率,市场紧张情绪才有所缓释^[20]。

四、特别国债的制度优化与机制完善

当今世界正经历百年未有之大变局,全面开放的中国也将面对更多的不确定性。虽然特别国债的使用频率较低,但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。在深化经济体制改革,促进经济社会高质量发展的过程中,如何更好地发挥特别国债的积极作用,并有效规避其潜在风险,是亟待深入研究的重要课题。回顾中国四次发行特别国债的市场实践,进一步优化和完善特别国债的政策及应用机制,需要着重从以下两个方面进行思考。

1. 财政政策与货币政策相配合,维护金融市场稳定

财政政策和货币政策是政府进行宏观经济调控的两大抓手,货币政策与财政政策相协调是国家治理有效的前提和要求。在较为完善的市场体系中,国债是财政部门的主要融资工具之一,也是中央银行公开市场操作的基本工具之一,两种性质工具的统筹是财政政策与货币政策协调的体现,也是总量性政策实现结构性功能的基本依托。在通过发行国债产品募集资金时,往往需要相应的货币政策工具进行流动性管理,同时国债产品又是公开市场操作的标的。因此,在发行特别国债时必须注意财政政策与货币政策的协调配合。

利率或收益率是反映财政政策与货币政策关系的核心变量。国债收益率不仅是预期长期投资回报率、潜在经济增长率、储蓄投资缺口以及预期通货膨胀率等的内化指标,更是整个金融市场体系的无风险收益率,对各期限的利率水平具有锚定功能。国债收益率不仅反映市场流动性的总体动态变化,而且可以反映不同期限资金供求的结构性特征。短期市场利率则是中央银行进行利率调整以及公开市场操作的核心变量。一定程度上,中央银行可以通过调整短期利率或者进行期限结构操作影响中长期利率以至国债收益率,存在“政策利率—资金利率—债券收益率—存贷款利率”的传导机制^②。当然,货币政策影响国债收益率是有边界的。货币政策各种工具的运用可不同程度地改变金融市场结构及其利率走势,包括国债收益率,但是,中央银行无法仅仅通过利率调整、公开市场操作以及非常规货币政策等来决定国债收益率。原因在于短期利率的市场均衡与长期利率的市场均衡虽然相互关联,但又各自具有相对独立的决定机制。具体来讲,在特别国债政策的施行中,要注意以下几点:

一是短期流动性的稳定。中国第一次发行特别国债时,人民银行通过降低存款准备金率的方式为四大国有银行提供了2400亿元的认购资金,以缓释短期流动性冲击。本次抗疫国债发行中,由于是公开发行业,没有对金融机构的流动性进行支持性匹配,也没有对短期资金市场进行货币政策匹配,使得短期流动性出现较为显著的紧缩压力。由于发行特别国债会对金融体系的流动性造成一定紧缩冲击,因而在发行时往往需要考虑机构投资者是否具有足够的流动性来满足认购资金的需求。为此,货币政策应该适度强化流动性

^① 2020年7月10日人民银行举行的2020年上半年金融统计数据新闻发布会则是一次很好的沟通,能有效消除金融市场对“适时退出”的种种误解,只是临时性、应急性、规模有限的政策工具完成任务后的合理退出。但是,市场仍然担忧货币政策可能进一步缩紧。

^② 比如,美联储通过降低短期利率至零区间,并启动大规模量化宽松政策,使得资金市场及债券市场利率下行,导致国债收益率曲线整体下移;同时,美联储通过扭转操作,加大对长期国债的购买,使得长期国债收益率相对于短期国债收益率下降更多,进而使得国债收益率曲线的斜率降低。

管理,以满足特别国债认购资金的充足性。

二是中长期利率的引导。如果缺乏流动性支持,发行特别国债将对市场产生较大冲击,并引发企业债券收益率快速上涨,从而导致企业部门的债券发行较为困难甚至被迫取消,对公共危机下微观主体的生产经营带来一定的负面影响。因此,货币政策应强化对重要市场的流动性管理,在稳定短期利率的同时,引导中长期利率,使得收益率曲线保持整体稳定,特别应避免资金回流中央财政给实体经济融资带来的挤出效应。

三是总量性与结构性的匹配。在重大公共危机的应对中,货币政策依然需要审慎,过度释放流动性会加大系统性风险,甚至出现金融空转;同时,宽松货币政策更多的是为总需求复苏提供积极的货币金融环境,并不必然引致总需求的显著扩张,而且不能保证流动性向信贷市场传递的有效性,尤其不能保证中小微企业得到相应的资金配置。因此,需要统筹货币政策的总量性属性与财政政策的结构属性,采用结构性安排将特别国债筹集的资金配置到目标领域中。当然,如何实施结构性货币政策(或称为“直达性”货币政策),还需要在实践中不断探索。经济行为主体的市场预期是货币政策有效传导的决定性因素,要通过市场化机制而非行政性手段来实现结构性货币政策的目标,否则“直达性”政策就会演变为“滞后性”风险,并对原有资源配置机制造成难以修复的破坏,特别是对中小微企业的金融资源配置产生不利影响。

四是常规政策与非常规政策的配合。特别国债的发行需要财政政策与货币政策的协调,而这种协调机制还需要统筹常规政策的有效性边界与非常规政策的应急性适用。在重大公共危机发生时,经济增速可能明显低于制定财政预算时预设的增速,财政赤字将因财政收入减少而增加,财政赤字的扩大可能导致政府的发债规模突破计划。在这种情况下,包括特别国债在内的政府债券发行很可能导致国债收益率明显上升,对私人投资产生严重的挤出效应。比如,2020年5—6月国债收益率上升近100个基点的,债券市场出现较大波动,并导致一些企业的债券发行因收益率过高被迫延期或取消。如果未来国债收益率保持高位或继续上升,可采用包括降低准备金率在内的传统扩张性货币政策以及新型流动性管理举措,以释放流动性,降低国债收益率,还可适时实行适宜的量化宽松政策^①,以冲销特别国债发行带来的挤出效应。

2. 加大风险管控力度,完善资金投放监督管理机制,提高资金使用效率

发行特别国债能为国家筹备财政资金以满足应对重大公共危机等的特殊需求,从而弥补财政收支缺口。然而特别国债的发行不可避免地会扩大国债余额,从而增加政府的偿债风险。因此,应把握好财政支出经济效益与国债发行潜在风险之间的平衡。一是要科学确定特别国债发行的规模。除了客观评估应对危机及其他特殊事项带来的资金缺口外,还应当以国债负担率及国债偿还率为基准确定发行规模,注意国债余额与国家偿债能力之间的匹配,避免过度发行特别国债对主权信用带来负面影响。二是要根据实际情况巧妙安排特别国债的发行品种和产品期限,避免特别国债集中到期给中央财政带来过大的偿债压力^[22]。三是要合理安排特别国债的资金使用,以获取更好的经济社会效应。尤其要避免特别国债支出对于宏观调控的重要领域产生负面影响,比如在房地产领域,应避免对“房住不炒”政策的负面作用。四是要合理规划特别国债的“全生命周期”,避免长期挂账或徒增货币发行,并科学安排特别国债的期限及到期后的处置方式。

特别国债的资金投放具有时效性、针对性和结构性,要强化资金管理,确保把特别国债“花在刀刃上”,

^① 量化宽松政策是2008年国际金融危机后美、欧、日等发达经济体采取的重要宏观调控政策,主要用于解决“零利率”的政策约束。具体操作流程是财政部门向市场发行国债,中央银行通过二级市场向市场购买国债,这种操作使得财政部门的资金缺口或国债需求缺口得以弥补,同时使得国债市场以及债券市场的利率水平保持低位。2014年底美联储退出量化宽松政策,但在2020年新冠肺炎疫情的冲击下,美联储又将利率降低至零区间并实施新的量化宽松政策。

提升资金使用的“直达性”和有效性。首先,特别国债的发行本身就带有一定的应急性质,在短期应当能看到立竿见影的效果,因而应该首先保障直接相关部门的资金需求。比如,本次抗疫特别国债的发行,由于新冠肺炎疫情仍然处于全球大流行之中,国内疫情防控仍面临内部复燃风险和外部输入风险,因此首先需要投入资金强化疫情防控,着力支持疫苗研发以及公共卫生服务供给。其次,要重点针对受影响严重的家庭和企业展开资金救助、生活生产保障和财政金融支持,比如强化融资担保、信用保证保险、小微企业发展引导基金、创新创业基金等财政金融支持手段。再次,特别国债在刺激消费和一次性支出方面需要审慎。除了受影响较为严重的地区外,其他地区应少用一次性支出刺激政策,因为这种短期性刺激缺乏稳定性效益支持,可能会产生更多的长期性负债。最后,特别国债支出要凸显结构性和直达性。需加强对中小微企业的金融支持,以更好地保障就业稳定和促进经济恢复;在基础设施和重大项目上,应强化对新型基础设施建设的支持,加大对战略性新兴产业的扶持,加强对金融体系系统性风险的防范。

此外,还应建立有效的特别国债资金使用监督管理机制,努力提高资金使用效率,充分发挥其乘数效应。比如,本次抗疫特别国债发行的1万亿元资金全部转移至地方使用,但如果缺乏有效的监督和约束机制,可能会出现国债资金被截留挪用的现象。另外,在资金投放方向上如何避免决策失误以及在资金使用过程中如何避免实施失误,也值得重视。应当建立有效的特别国债资金使用评价机制、监督机制和追责机制,并强化项目管理,从事前项目选择、事中资金使用以及事后审查等环节进行全流程监督。

五、结语

新冠肺炎疫情的暴发和蔓延对世界经济发展造成了严重影响,中国的经济增长也受到较大冲击,政府部门应当采取积极措施有效防控疫情并恢复经济。然而,政府财政资金的延续性和有限性与重大公共危机的突发性和危害性的矛盾使危机处置存在巨大的资金缺口,而特别国债作为政府资金补充方式之一,能够快速填补危机冲击下的财政资金缺口,从而为消除危机和恢复经济提供必要的资金支持。特别国债是为了解决国家面临的重大危机或配合某项重大政策的实施等特殊事项而专门发行的国债产品,在审批和发行流程、资金来源和用途、发行规模和速度、预算管理模式和定价机制等方面具有特殊性。与一般国债相比,特别国债的审批和发行更为便捷,资金募集更为迅速,预算管理更具弹性,资金投向也更为明确,有利于快速应对突发危机或处理特殊事项。但特别国债本质上还是政府公共债务,其发行也存在冲击市场流动性、增加国家债务偿付风险以及破坏债券定价机制等潜在风险。

改革开放以来,中国前三次发行特别国债取得了积极成效,并表现出明显的市场化趋势,从单期发行向多期发行、从定向发行向定向发行与公开发行相结合演进。抗疫特别国债是为应对重大公共卫生危机全额公开发行的特别国债,体现了宏观经济政策逆周期调节的主动性,且政策框架整体审慎,资金投向明确,有利于更有效地防控疫情和快速恢复经济。同时,在较短时间内完成1万亿元特别国债的全额公开发行,也对金融市场流动性造成了一定的冲击,国债收益率短期内较大幅度上升。在面对重大公共危机时,常规政策的功效可能受到一定约束,需要采取非常规政策,常规政策与非常规政策的有效配合则需要统筹常规政策的有效性边界与非常规政策的应急性适用。特别国债的使用应注意财政政策与货币政策的协调和配合,加大风险管控力度,把控经济效应与偿债风险的平衡,维护金融市场的稳定;特别国债资金的投放应体现时效性、针对性和结构性,最大程度发挥其乘数效应。

参考文献:

- [1] 中国证券报. 两期共千亿元 首批抗疫特别国债将发行[EB/OL]. (2020-06-16)[2020-07-22]. 新华网, http://www.xinhuanet.com/money/2020-06/16/c_1126118605.htm.
- [2] 陈新平,胡建平. 抗疫特别国债的功能定位与运用方式选择[J/OL]. 开发性金融研究;1-9[2020-10-21]. <https://doi.org/10.11808/ki.cjmr.2020.10.01>.

org/10.16556/j.cnki.kfxjr.20200522.001.

- [3] 薛澜,张强. SARS事件与中国危机管理体系建设[J]. 清华大学学报,2003(4):1-6.
- [4] BARRO R, NAKAMURA E, STEINSSON J, URSUAI. Crises and recoveries in an empirical model of consumption disasters[J]. American Economic Journal-Macroeconomics, 2013, 5(3):35-74.
- [5] APRILL E P, SCHMALBECK R. Post-disaster tax legislation: A series of unfortunate events [J]. Duke Law Journal, 2006, 56(1):51-100.
- [6] RECONSTRUCTION AGENCY(RA). Current status of reconstruction and challenges[R/OL]. [2020-04-29]. 日本复兴厅网站, <http://www.reconstruction.go.jp/english/topics/GEJE/index.html>, 2017.
- [7] 刘昌黎. 论国债在战后日本经济发展中的作用[J]. 日本经济, 1989(3):22-27.
- [8] 郭栋. 货币紧缩情况下特别国债政策有效性分析[J]. 中国货币市场, 2007(10):41-45.
- [9] 李扬. 国债规模:在财政与金融之间寻求平衡[J]. 财贸经济, 2003(1):51-57.
- [10] 王大用. 2700亿特别国债究竟要解决什么问题[J]. 国际经济评论, 1998(11-12):45-50.
- [11] BERNANKE B S, BLINDER AND A S. Credit, money, and aggregate demand[J]. American Economic Review, 1988, 78(2):435-439.
- [12] 张红地. 对冲政策的工具选择与特别国债发行[J]. 广东金融学院学报, 2007(6):29-35.
- [13] 刘元春. 中国并不存在实行财政赤字货币化的前提条件[R]. 中国金融四十人论坛工作论文, 2020-05-14.
- [14] 刘尚希. 新的条件下财政赤字货币化具有合理性、可行性和有效性[EB/OL]. (2020-05-02)[2020-07-22]. 新浪网, <https://finance.sina.com.cn/china/gncj/2020-05-02/doc-iirczymi9496976.shtml>.
- [15] 杨涛. 特别国债背后隐含财政货币政策新思路[J]. 当代经济, 2007(7):1.
- [16] 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.
- [17] 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.
- [18] 刘立峰. 国债发行中的风险因素[J]. 宏观经济管理, 1999(10):30-31.
- [19] 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.
- [20] 余永定, 郑联盛. 下半年宏观经济政策的两难选择[R]. 中国金融四十人论坛工作论文, 2020-07-17.
- [21] 程宇丹, 龚六堂. 财政分权下的政府债务与经济增长[J]. 世界经济, 2015(11):3-28.
- [22] 贾康, 江旭东. 防范国债风险的政策设计[J]. 财经科学, 2000(3):25-28.

Special Treasury Bond: China's Practice and Its Response to COVID-19 and Institutional Optimization

ZHENG Lian-sheng^{1a}, BAI Yun-kai^{1b}, WANG Bo²

(1a. Institute of Finance and Banking; b. Graduate School, Chinese Academy of Social Science, Beijing 100028, China;

2. School of Economics and Management, Weifang College, Weifang 261061, Shandong, China)

Abstract: Due to its particularities in application, the approval and issuance of special treasury bond are more convenient and fast, are more rapid in money collection, are more elastic in budget management, and more clear in money investment direction, which are conducive to rapidly make up for the deficiency of financial capital, and to effectively deal with emergency crisis and special affairs, however, the issuance of special treasury bonds may have the potential risks such as pushing up the level of government debt to a certain extent, and adversely affecting market liquidity and increasing national bonds compensation risk and breaking bonds pricing mechanism and so on. Since the reform and opening up, the first three special national bonds of China aim to invest in state-owned

financial agencies and their issuance evolves from single-term to multi-term and from directional issuance to the combination of directional issuance and public issuance. The special national bond for the response to COVID-19 is the bond for dealing with big public crisis, its policy framework is prudent as a whole, funds investment direction is clear, which is more helpful to more effectively deal with the epidemic and to rapidly recover the economy. Meanwhile, the accomplishment of the issuance of one trillion RMB yuan in short term may have a shock to financial market to some extent, the national bond return rate rises rapidly in short term. The application of special national bond policy should pay attention to the coordination of financial policy and monetary policy, stabilize short-term liquidity, guide middle-term and long-term interest rate, match the quantity with structure, overall rationalize the effective boundary of general policies and emergency adaptability of non-general policies to maintain the stability and healthy development of financial market, meanwhile, the investment of the money of the special national bond should embody real time, direction and structure, enlarge risk control power, perfect the supervising mechanism for the funds investment, and raise the using efficiency of the funds so as to bring the multiplier effect of the special national bond into fully play.

Key words: special treasury bond; financial capital deficiency; Covid-19 epidemic; market liquidity; national bond return rate; public bidding issuance

CLC number: F812.5 **Document code:** A **Article ID:** 1674-8131(2020)06-0101-12

(编辑:夏 冬)

敬 告 作 者

在广大作者的大力支持下,本刊取得了长足进步,也受到越来越多读者的青睐。由于来稿量快速增长,为使稿件能得到及时有效的处理,特敬告广大作者:

一、敬请广大作者通过本刊采编系统投稿,若遇网络故障,可通过电子邮件投稿。

投稿网址:<http://xbltzz.cbpt.cnki.net>

投稿邮箱:westforum@vip.163.com

二、敬请广大作者严守学术道德及规范,坚决杜绝各种学术不端行为,以免造成不良影响和必要的损失。

三、本刊不向作者收取任何形式的费用,并于2017年起向在本刊发表论文的作者奉送相应的稿酬和样刊。

四、本刊从未以任何名义委托任何中介机构或个人代理稿件采编事宜(包括征稿、代发稿件、收取费用等),郑重提醒广大作者切勿轻信相关网站信息,以免上当受骗。广大作者如发现有单位或个人盗用《西部论坛》名义从事征稿、收费等不法行为,敬请注意并向本编辑部或执法机关举报。

本刊举报电话:023-62769479

西部论坛编辑部