



吉富星：当前形势下该不该发行特别国债？





判断发行特别国债必要性其最基本的逻辑是，当前经济下行是否具有趋势性和长期性？即这个逻辑起点是，当前形势是因疫情加剧了经济的波动和扰动带来的短期困境？还是因整体发展到了一个特殊时期的临界点？这些因素可能导致对发行特别国债这个问题有不同的判断。在经济下行过程中，根据经济波动大小或特殊形势，可能需要针对性地采用多种政策工具，自然也包括特别国债。

一个最基本的观点：特别国债不进赤字、是特殊时期服务特定政策目标的手段，不是一个常规工具，就跟西方的“直升机撒钱”、货币融资是一样的，它有积极作用和意义。但不宜长期、频繁、大规模地使用，还是

应依托常规财政政策工具组合为主，结合形势需要将其作为一个重要的政策储备工具。

现在地方财政困难是疫情冲击下的经济下行、土地出让金下滑等因素造成的。现在地方增量债券约 7 万亿，能够用于项目建设的债券大概 4 万亿（含去年第四季度的部分转入）。同时，统筹安全与发展过程中，融资平台举债、隐性债务监管依然没有放松。其中，部分地区银行贷款、城投债事实上还在收紧，所以经济下行、“堵后门”导致各地资金依然困难，有必要加大政策刺激力度。

目前“开前门”逐步扩大，除了 2020 年跟 2021 年之外，赤字率都是在 3% 以内，这是名义赤字率，但保持了较高规模不在赤字范畴的专项债。我国政府债务杠杆总体较低、财政空间依然较大，但地方政府债务杠杆较高且分化严重，同时，企业、居民杠杆相对较高。个人建议，为有效对冲风险，中央可以适当加杠杆，其中，一般国债会被纳入财政赤字，但特别国债并未被纳入，之所以特别国债不被纳入赤字，主要是考虑特别国债的收益能平衡，跟专项债的逻辑是一样的。不能因为不进赤字、容易审批，就大规模搞特别国债，要确保其政策逻辑自治，不能将特别国债大规模用于经常性、费用性支出，而应投入一些有收益的权益性、资本性支出，至少保证利息自偿。

从三轮特别国债情况看，2020 年的 1 万亿特别国债有一部分是基础设施，有一部分是抗疫支出，均未纳入赤字。若发行本次特别国债，跟前

两次的用途、偿付等不一样，是特殊情况下的特殊安排，前两轮特别国债的经验对当前形势有一定借鉴意义，但可能情况不同。

从今年财政收入跟支出指标看，支出刚性化，基本很难减，但收入面临冲击较大。今年面临严峻的内外部环境，财政收入的目标实现面临较大挑战，尤其是税收的减收以及土地出让金下滑。比如收入端，今年一般公共预算收入增长目标 3.8%，政府性基金预算增长 0.6%，增长目标面临巨大压力。不同机构测算，前两本预算存在约 2 万亿左右的损失。这也是部分机构提出发行 2 万亿特别国债的理由。问题的关键在于，特别国债是一个特殊的安排，不能因为它不纳入赤字，审批灵活性强，就放开用途和规模。但是客观来说，今年提高赤字率的难度大，但可以综合权衡各类存量、增量政策工具，不一定非要搞特别国债甚至对特别国债形成依赖。

目前，土地出让金与税收收入等受到冲击，保民生等资金缺口大，尤其是保市场主体、保就业面临巨大压力，有必要加大政策刺激力度，要有增量政策进来。特别国债是一个可选项，但不是一个必选项。特别国债是特殊性的政策安排，不适合长期、泛化地使用。除现有政策外，还可以专项统筹，用好各类财政资金（如结转财政资金、沉淀资金等），继续加大国有资本收益上缴（含特定国有金融机构和央企结存利润），盘活各类存量国有资产等。

如果单从债务角度看，可以从以下三条路径来考虑：

第一，债务限额的统筹，可以在已有限额内对增量“开前门”。每年

全国人大有一个债务余额的限额，但每年有一部分未完全发行，累积下来一部分限额空间。可以简单地匡算一下，扣除今年增量债券 7 万亿，还有数万亿的债务限额空间可用。如果要加杠杆，从存量角度来提高一般国债、地方债，也是一种方式，但可能落实起来会比较复杂（尤其是赤字调整所涉及到的相关程序）。

第二，跨周期调节的政府债券。提前发 2023 年的一般债、专项债等实现跨周期调节。按以往的政策逻辑，提前额度可达总额的 60%、规模达数万亿，但考虑到实物工作量形成需要时间，没必要在年内发行过大规模。今年在三季度或者四季度可以考虑发 1~1.5 万亿（具体规模可再论证）对冲一下，确保在年内形成拉动作用，也是可行的选项。

第三，发行特别国债。这个还是应结合形势慎重决策，即便要发行，其规模、用途也应有适当规则限制。如果各种政策工具组合，前两种方案都还是对冲不了风险，发行特别国债则可作为政策储备工具之一。特别国债的一个好处就在程序调整比较简单，不突破赤字。关于特别国债的发行，今年可能存在三种情形：不发、发行 1 万亿或市场呼声较高的发行 2 万亿。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42495

