

抗疫特别国债发行的历史维度和国际视野考察

邓文硕

(中央财经大学,北京 100082)

内容提要:我国以往历史上仅有的两次特别国债发行分别服务于对内改革和对外开放,且都取得了不俗的成效。本文在应对疫情冲击、提振国民经济和重启特别国债发行的关键时点,一方面,从纵向历史维度,系统梳理出我国特别国债发行的历史经验,包括改革导向、组合效力和市场化原则;另一方面,从横向空间维度,扼要归纳出国外特别国债发行的经验教训,包括危机应对、境外发行和发债陷阱。最后,文章从明确发行场景、固定发行程序、梳理发行方式等方面对我国特别国债发行进行了长远规划。

关键词:特别国债 发行场景 发行程序 发行方式

中图分类号:F812.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-9544(2020)09-0037-08

一、引言

2020年3月27日中央政治局会议指出,适当提高财政赤字率,发行特别国债,增加地方政府专项债券规模^①。作为一项不常见的积极财政政策工具,发行特别国债迅速引发了广泛的关注和热烈的讨论,关注和讨论的焦点主要集中在三个方面,一是本次特别国债将采取何种发行方式,二是本次特别国债发行的额度有多大,三是本次特别国债发行的主要用途在哪个方面。2020年8月我国1万亿抗疫特别国债发行已顺利完成,使用方向包括基础设施建设和抗疫支出两方面。表现上看,上述三个方面属于针对本次发行特别国债这一特定事项的具体问题,具有较强的针对性,但是,如果我们将考察

的眼光适当地予以延伸,从纵向的时间维度和横向的空间维度围绕上述三个方面问题进行归纳,提炼出特别国债发行的普适性一般规律,其指导意义和适用范围将得到极大地升华和拓展。虽然对特别国债目前尚无权威层面确切的定义,但是我们可以通过与一般国债的比较把握其核心特征。首先,特别国债发行具有特殊的用途,时间窗口选择很重要;其次,特别国债发行程序审批简易,仅需全国人大常委会审议;再次,特别国债不是对财政赤字的融资,不涉及到财政赤字的增加。由于特别国债的“特别”,在新中国的国债发行历程中,特别国债出现时间较晚,发行次数较少,截至2019年底,仅有两次,分别是1998年发行2700亿元特别国债用于补充工农中建四大国有独资商业银行的资本金和2007

[收稿日期]2020-04-20

[作者简介]邓文硕,金融学博士,研究方向为金融理论与政策。

^①来源共产党员网,中共中央政治局召开会议,中共中央总书记习近平主持会议,http://www.12371.cn/2020/03/27/ART11585308117648355.shtml,2020-3-27。

年发行 2000 亿美元特别国债用于购买央行持有的外汇储备作为中投公司成立的资本金,从实践的结果来看,两次特别国债的发行均取得了良好的社会效益和经济效益。国际上,特别国债的发行则屡见不鲜,日本和智利曾经发行特别国债支持地震后的灾后重建,韩国通过发行特别国债筹措外汇用于稳定汇率,阿根廷和秘鲁则借助发行特别国债应对主权信用危机,总体来看,既有值得我们学习的有益成果,也有需要引起我们警醒的深刻教训。当前,站在应对全球新冠肺炎疫情冲击、重拾经济社会发展活力的关键时点,时隔 13 年,决策层再推特别国债发行,认真梳理我国特别国债发行的历史经验,客观合理借鉴国外特别国债发行的成果教训,并从一个长远的角度,合理展望特别国债的制度框架和畅销机制,其理论意义和实践意义自然不言而喻。

二、文献综述

对特别国债的理论研究应当溯源至一般国债的理论研究,而一般国债产生的近代理论源头是 Keynes 的“功能财政思想”(Functional finance),与之前的“平衡预算财政思想”(Balanced budget Finance)相区别,Keynes 主张将财政作为一项总需求,纳入宏观经济政策(Macroeconomic policy)的范畴,在“功能财政思想”的基础上,Keynes 提出了“相机抉择”(Discretionary)的财政政策,由此政策出发,当经济衰退(Recession)的时期,政府不惜赤字(Deficit),增加支出,扩大社会总需求,由此产生了国债发行的需求。随着国债发行和流通规模的扩大,国债市场得以形成,在现代金融市场体系中,国债市场是一个核心的金融市场,国债利率作为普遍接受的基础利率,是利率体系的定价“锚”,所以,对国债的研究可以有财政和金融两条主要路径。

出于“谨慎财政”(Prudent finance)的原则,按照财政的分析路径,学者们大多对国债持保守甚至消

极观点,比较有代表的两个研究如下:Kiefer(1999)在假定财政支出全部为转移支付(Transfer payment)的前提下,运用交叠世代模型,发现国债会降低国民经济稳态的资本存量;弗雷斯·格雷纳(2000)运用内生增长模型,同样揭示了如果国债发行的资金是被运用于转移支付或是政府消费用途,国债发行对国民经济具有负效用(Negative utility)。显然,这代表了两大类“挤出效应”(Crowding out effect),一类是发行国债意味着这一代人挤占了下一代人应享有的经济资源,而这一代人对经济资源的使用常常存在滥用的现象;另一类是发行国债意味着公共部门(Public sector)挤占了私人部门(Private sector)应支配的经济资源,而通常认为私人部门的经济效率高于公共部门的经济效率。

出于“流动性”(Liquidity)的考量,按照金融的分析路径,学者们大多对国债持有积极的观点,李杨(2003)研究认为,由于国债的发行规模巨大,且发债主体单一,不同国债的付息时间、期限较为稳定,国债之间具有很强的同质性,便于替代,且国债是一类零风险资产,因此,国债市场具有充分的流动性,是核心金融市场(Core financial market),能够提高整个金融体系的效率。周子康等(2008)对国债市场是核心金融市场的诠释则是通过国债利率期限结构的研究予以深入展开,其通过 NS、SV、NSM 等三个模型分析了国债利率期限结构如何发挥市场利率的定价基准角色。这反映了国债的“流动性”一方面提升了金融市场的便利性,一方面提供了金融资产的定价基础。

由于特别国债本身就是国债的一种类型,上述对国债的研究文献大体也适用于特别国债,针对特别国债的专门研究是随着特别国债的产生而产生的,且该部分文献主要集中研究了特别国债的实践问题,包括特别国债发行的经济背景分析、方案路径设计、政策目标定位、政策影响效应等具体场景,如王大用(1998)分析了 1998 年财政部发行 2700 亿元特别国债意图解决的问题、解决问题的方式、已

经解决的问题、尚未解决的问题和需要继续进行的工作。李运达、洪功翔(2008)重点分析了2007年财政部发行1.55万亿元特别国债的宏观经济效应,包括缓解社会流动性过剩压力、增加公开市场操作工具、丰富国债品种和期限结构、衔接财政政策 and 货币政策等方面,曹红辉(2008)对2007年财政部发行1.55万亿元特别国债的分析重点则聚焦在对金融市场的影响方面,包括对市场短期流动性的冲击、定价的市场接受程度、发行特别国债与发行中央银行票据的优劣比较等。针对特别国债这一“新生事物”,部分研究和观点还涉及到对其的创新,如段爱群(2007)认为2007年设立中投公司购汇资本金如采用发行中短期特别国债方案的效果要好于已经采取的发行十年期特别国债方案的效果。鲍尽翔(2005)分析了发行特别国债用于促进农村教育事业的发展和提高农民的文化素质,解决当前政府有限的财政收入和巨大的公共教育社会需求之间的矛盾。李斌(2013)建议采用发行特别国债来促进土地改革,解决土地财政问题。谭小芬、解紫彤(2020)分析了新冠肺炎疫情冲击下特别国债的发行方式、用途和方向、影响等。

尽管已有文献不乏对国债发行的系统理论研究和特别国债的热点问题分析,但是,对特别国债发行进行系统梳理,包括对我国特别国债发行历史经验的回顾总结,国外特别国债发行经验教训的参考借鉴,及更长期的特别国债发行方案的科学规划,仍然明显不足,这也是本文试图努力实现的突破所在。

①资本充足率是指金融机构的资本总额对其风险加权资产的比率,是保证金融机构正常运行和发展所必需的资本比率。

②《巴塞尔协议》于1988年开始实施,《拜塞尔协议II》(也称“新巴塞尔协议”)于2004年开始实施,《拜塞尔协议III》于2010年达成。

③系统性风险,与之相对应的是非系统性风险,是指由于多种内部或外部不利因素的长期积累且未得到应有识别和处置,在某一特定时段,由于多种不利因素共振,造成金融市场参与者的恐慌性出逃,带来金融资产价格崩溃,形成波及全市场的投资风险,系统性风险对所有市场参与者都有影响,无法通过资产分散予以消除。

④2004年4大国有独资商业银行股份制改造之前,特别国债利息并不实际支付,仅做账户处理,2004年4大国有独资商业银行股份制改造开始后,年利率下调至2.25%,由中央财政予以支付,并纳入中央本级预算支出。

三、历史经验

从严格意义上来看,截至2019年末,我国一共发行过两次特别国债(不包括到期续发),为了更好地总结我国特别国债发行的历史经验,首先需要在这两次特别国债的发行予以扼要介绍。

(一)第一次特别国债发行

1995年9月颁布实施的《商业银行法》第三十九条规定“商业银行资本充足率(Capital adequacy ratio)^①不得低于百分之八”,1996年9月,中国人民银行加入国际清算银行,我国商业银行需要遵守国际清算银行下设的巴塞尔银行监理委员会制定的《巴塞尔协议》^②约定的银行资本充足率不低于8%,1997年亚洲金融危机的爆发更让监管层重视提高银行资本充足率、降低银行业系统性风险(Systemic risk)^③的极端重要性,我国的银行体系以工商银行、农业银行、中国银行、建设银行等4家国有独资商业银行为主,但由于4大国有独资商业银行在我国经济由计划经济(Command economy)向市场经济(Market economy)转型的过程中积累了较多的历史遗留问题,在亚洲金融危机的冲击下,一方面,不良资产率较高,另一方面,资本充足率不足,到1997年6月,4大国有独资商业银行的资本充足率只有5.86%,若剔除掉4大国有独资商业银行账面资产尚未核销1200亿元的贷款呆账,资本充足率则仅有3.5%,我国银行业面临着较高的系统性风险。

为满足内外监管要求,提高4大国有独资商业银行的资本充足率,降低银行业系统性风险,1997年3月,全国人大常委会通过了发行2700亿元特别国债补充4大国有独资商业银行资本金的决议,1998年3月,央行将4大国有独资商业银行的法定存款准备金率由13%一次性大幅下调为8%,释放了大约2400亿元的法定存款准备金,连同原有可动用的超额存款准备金,4大国有独资商业银行将2700亿元的可动用资金存放到央行的专门账户上,1998年8月,财政部发布公告,宣布发行2700亿元特别国债,期限为30年,年利率为7.2%^④,略高于5

年期存款利率水平,4 大国有独资商业银行动用专门账户资金认购此次发行的特别国债,其中,工商银行认购 850 亿元,农业银行认购 933 亿元,中国银行认购 425 亿元,建设银行认购 492 亿元,4 大国有独资商业银行资产负债表中的负债和所有者权益部分不变,资产总额不变,但是,资产结构发生变化,“存放中央银行款项”减少,“金融资产”(重组类债券)增加,最后,中央财政将发行特别国债募集的 2700 亿元资金作为资本金注入 4 大国有独资商业银行,4 大国有独资商业银行资产负债表中的所有者权益增加 2700 亿元,负债保持不变,资产总额(储备现金)增加 2700 亿元,由于“储备现金”的风险系数为 0,风险加权资产不变,资本金(所有者权益)增加,4 大国有独资商业银行的资本充足率提高。

(二)第二次特别国债发行

2007 年 6 月末,我国 M2 余额达到 37.78 万亿元,同比增长 17.06%,M1 余额达到 13.58 万亿元,同比增长 20.92%,CPI 同比增长 4.4%,且仍然处于上升通道中,市场面临流动性过剩和经济过热的趋势。同时,我国持续实现经常项目和资本项目的“双顺差”,外汇储备余额达到 1.33 万亿美元,较年初增长 0.23 万亿美元,涨幅 20.6%,同时,人民币兑美元的汇率一路升值,从上年末的 7.8087 上升至 7.6155,升值 1932 个基点,升值幅度达到 2.47%,一方面,存在着回收国内过剩流动性应对经济过热和通货膨胀抬头的内在需求,另一方面,存在着应对人民币不断升值和外汇储备过快增长的外在压力。在传统凯恩斯政策框架内,这样的内在需求和外在压力之间存在着不可调和的矛盾,单一的货币政策和单一的财政政策在解决一个问题的同时,势必会加剧另一个问题。

为有效应对内部流动性过剩和外部货币升值的双重挑战,拓宽巨额外汇储备的运用渠道,增加外汇经营收益,2007 年 6 月,全国人大常委会审议通过了《国务院关于提请审议财政部发行特别国债

购买外汇及调整 2007 年末国债余额限额的议案》,批准由财政部发行 1.55 万亿元特别国债用于购买 2000 亿美元的外汇(大约相当于 1 年的外汇储备增加额),并将所购外汇资金作为资本金用于成立中国投资有限责任公司。2007 年 8 月,财政部发布公告,正式开始发行,2007 年 8 月底开始,财政部一共发行了 8 期特别国债,其中第 1 期 6000 亿元和第 7 期 7500 亿元采取定向发行的方式,向农业银行发行,其余 6 期合计 2000 亿元特别国债面向社会公众公开发行,本次国债期限分为 10 年和 15 年两种类型,定向发行部分年利率为 4.3%,公开发行部分利率区间为 4.41%—4.69%,略高于 1 年期法定存款利率。财政部将发行特别国债募集的 1.55 万亿元人民币资金向央行购买了 2000 亿美元的等值外汇,并用该部分外汇资金注册成立中国投资有限责任公司,一方面,中央财政增加了特别国债 1.55 万亿元,另一方面,中央财政增加了股权类资产 2000 亿美元(等值 1.55 万亿元),财政赤字不增加。中国人民银行则运用出售 2000 亿美元外汇所获得的人民币资金,购入农业银行持有定向发行的 1.35 万亿元特别国债部分,央行资产结构发生变化,外汇资产减少 2000 亿美元,持有政府债权增加 1.35 万亿元人民币,2017 年,财政部将到期的 10 年期特别国债进行部分以相同方式进行了全额续发。

(三)经验总结

通过回顾我国已有的两次特别国债发行,有一些共性值得我们总结提炼,以资后面筹划和发行新的特别国债,这些经验包括:

1. 服务改革,释放改革红利

第一次特别国债发行有效解决了 4 大国有独资商业银行长期遗留的资本金不足问题,连同后期成立 4 大 AMC 剥离不良资产的举措,为 4 大国有独资商业银行后续的股份制改造和上市铺平了道路。2004 年,中国银行和建设银行分别完成股份制改造,2005 年,工商银行完成股份制改造,2009 年,

农业银行完成股份制改造。2005年,建设银行率先在香港联交所上市(2007年在上交所上市),2006年,中国银行和工商银行分别上市,2010年农业银行上市。以4大国有商业银行为代表的我国银行业不断完善现代化公司治理结构,提升市场化经营水平,整体实力大幅增强,截至2019年末,资本充足率达到14.64%,其中,一级资本充足率11.95%,核心一级资本充足率10.92%^①,在英国《银行家》杂志(The Banker)公布的2019年全球银行1000强榜单中,工商银行、建设银行、农业银行和中国银行分列榜单前4的位置。本次特别国债发行很好地服务了我国银行业的改革,极大地释放了银行业改革红利,促进了国民经济稳定健康发展。

第二次特别国债发行有效改革了我国外汇经营机制。长期以来,我国外汇使用渠道单一,主要由央行经理,巨额外汇储备多用于购买外国政府债券,而其中,大约有2/3的部分是购买美国国债,而美国国债收益率持续走低。本世纪初,10年期美国国债的年收益率水平尚在6.5%左右,到2007年8月特别国债发行时,10年期美国国债的年收益率已经下降至4.5%左右,到2020年4月,其年收益率仅有0.6%出头,远低于同期物价上涨幅度,巨额外汇储备资金运用收益极低,且随着人民币汇率市场化改革进程,人民币兑美元汇率双向波动幅度加大,外汇储备面临较高的汇率波动风险,发行特别国债向央行购买2000亿美元外汇储备成立中投公司后,外汇储备经营主体由原来的央行一家,拓宽为央行和中投公司两家,投资范围由原来的外国政府国债和外汇拓展为包含公开市场股票、固定收益产品、另类资产和现金产品,使得我国巨额外汇储备的运用能够更好地服务我国“引进来”和“走出去”的双向开放战略,更好地促进中国经济和世界经济的大融合。

^①来源中国经济网,银保监会发布2019年4季度银行业保险业主要监管指标数据情况, http://finance.ce.cn/bank12/scroll/202002/17/t20200217_34293610.shtml, 2020-2-17。

2. 链接财政政策和货币政策,解决结构性问题

从政策的属性分析,特别国债发行应当属于财政政策的范畴,但是,两次特别国债的发行都运用于金融领域,背后都有货币政策的联动。为支持第一次特别国债发行,央行采取了降低法定存款准备金率的货币政策,使得商业银行拥有充足的可用资金去认购特别国债,货币政策为财政政策的实施“保驾护航”。同时,发行特别国债募集的资金又被用于向4大国有独资商业银行注资,提高了银行的资本充足率水平,降低了银行业面临的系统性风险水平,为后期货币政策的传导理顺了机制,疏通了渠道,财政政策为货币政策的传导“穿针引线”。

第二次发行特别国债,我国面临的内部经济过热和流动性过剩的局面要求采取紧缩的货币政策收紧流动性,但是,经常项目和资本项目的“双顺差”带来的外汇储备较快增长和人民币升值压力,又要求适当增加人民币的投放,经济面临内外结构性矛盾。根据蒙代尔的政策适配理论,采用财政政策寻求内部均衡,采用货币政策寻求外部均衡,显然,也无法获得令人满意的政策效果,而发行特别国债,有别于发行普通国债的积极财政政策,其并不用于政府消费性支出,不会加剧市场过热,同时,将发行特别国债的资金用于购买央行持有的外汇,可以缓解人民币升值压力,央行适度减量仅回购定向发行的特别国债部分,实现了部分流动性的回收,公开发行的特别国债部分显然较央票的金融工具属性更强,特别国债这一创新金融工具通过链接财政政策和货币政策,巧妙地解决了国民经济面临的结构性问题。

3. 市场化运作,稳健可持续

与普通国债发行用于弥补财政赤字不同,已有的两次特别国债发行资金均用于资本性支出,作为股本资金投资于金融机构,未增加财政赤字。其中,第一次特别国债发行,央行通过降低法定存款准备金率的方式前期间接介入,虽然,大体上未改变基

础货币供应和央行资产负债表结构,但是,由于法定存款准备金率的下降,提高了货币扩张乘数,增加市场流动性的供应;第二次特别国债发行,央行通过外汇出售和特别国债购买的方式在过程中直接介入。虽然,对央行资产负债表的规模影响有限,但是,较大的改变央行资产负债表的结构,其中,央行持有的“国外资产”(Foreign assets)减少了大约1.55万亿元,持有的“对政府债权”(Claims on Government)增加了1.35万亿元,且本次特别国债发行操作在程序上严格遵循了《中国人民银行法》第二十九条“中国人民银行不得对政府财政透支,不得直接认购、报销国债和其他政府债券”。

两次特别国债的发行遵循市场化运作,在取得良好的经济社会改革效益之外,还取得了良好的经济效益,第一次特别国债发行中央财政实际支付年利率为2.25%,有公开数据以来,工商银行、中国银行、建设银行、农业银行的ROE持续超过10%,股东持续获得了较高的回报,完全能够覆盖特别国债的利息支出。第二次特别国债发行中央财政实际支付的年利率最高4.69%,根据中投公司披露的2018年年报显示,中投公司自成立以来年化国有资本增值率为13.45%,也完全能够覆盖特别国债的利息支出。因此,已有的两期特别国债发行,遵循了市场化的原则,在财务上测算也具有稳健的可持续性。

四、国际借鉴

特别国债并非我国政府独创的新型债券品种,实际上,国际上的其他国家出于各种目的也曾经发行过类似特别国债,如日本曾经发行的“特例公债”,二战结束后,日本政府在吸取二战期间过度增加财政赤字、滥发公债导致的恶性通货膨胀(Hyperinflation),制定了财政法规,严格限制政府发行公债弥补财政赤字,仅允许发行用于投资公共事业建设的建设公债。1965年,日本出现经济危机,财政出现赤字,日本政府首次破例发行了弥补财政赤

字的国债;1973年,第四次中东战争爆发引致中东石油危机,日本经济面临着萧条的危险,财政收入再次遇到困难,日本政府在已有的财政法规之外制定了《特例公债法案》,日本政府开始大量发行“特例公债”,日本的“特例公债”极大地刺激了日本经济的发展。又如2010年2月智利中南部地区发生破坏力极强的8.8级地震,智利政府预计此次地震给国民经济带来的损失多达300亿美元,大约相当于智利国内生产总值的17%,为推动灾后经济重建,智利政府推出了发行“特别国债”的计划,智利的灾后重建“特别国债”面向国际投资者发行,以美元计价,期限长达10年,这也是智利政府时隔6年第一次发行国际债券。自1998年起,韩国政府为维护韩元汇率的稳定,先后面向国际投资者发行了多期“外汇平准基金债券”,“外汇平准基金债券”以美元标价,近期的发行历史包括2009年发行30亿美元,2013年发行10亿美元,2017年发行10亿美元,2015年,韩国政府还发行了规模30亿元、期限为3年的人民币标价“外汇平准基金债券”。

结合外国政府发行特别国债的实践,也有一些值得我们借鉴和警醒的做法,具体如下:

(一)应对危机,渡过难关

与我国历史上发行特别国债主要用于推动改革发展的目的不同,国外发行“特别国债”主要是用于事后的应对危机,而不是事前的预防危机。在重大自然灾害、国际政治事件冲击的背景下,受囿于现有的财经法规约束,按照惯常的政府债券发行模式,很难筹措到充沛的财政资金用于危机应对,这个时候,另辟蹊径的“特别国债”可以临时性动用,紧急筹措资金应对危机,整体来看,在危机爆发后的“特别国债”发行也确实起到了良好的危机应对作用,如日本上世纪60年代和70年代发行的“特例国债”确实帮助日本经济摆脱了经济萧条的威胁,实现了日本经济在上世纪六七十年代的快速增长。

(二)境外发行,利用外部资金

与我国历史上发行特别国债筹措的是本国国内资金不同,国外发行“特别国债”不乏在国际上筹措国外资金的案例,秘鲁遭遇特大地震灾害,经济恢复重建需要大量资金。但是,由于其本国经济发展水平限制,国内资本积累有限,无法在国内筹措足额的可用资金,因此选择面向国际投资者发行灾后重建“特别国债”,韩国、智利、阿根廷等由于担忧或已经出现严重的外部失衡,需要使用外汇资金来干预或应对,也选择面向国际投资者发行“特别国债”,可见,特别国债发行可以充分使用国内和国际两种资源,在国内和国际两个市场选择合适的发行方式。

(三)防止过度使用,警惕发债陷阱

特别国债区别于普通国债最关键也是最直接的就是其“特别”二字,这意味着特别国债发行不是一个惯常的例行,一定是在紧急时刻或者是重要关头才采取的一项“特别”行为,如果过度使用特别国债,频繁用于日常的国家经济行为中,不仅其效力将大打折扣,而且容易使得政府陷入“发债陷阱”,难以自拔,如日本政府在上个世纪七十年代之后,将“特例公债”常态化,除了上个世纪九十年代初经济较好的几个年头,日本政府几乎每年都通过《公债发行特例法案》,发行特例公债,开展赤字预算,日本政府支出严重依赖特例公债,据新闻报道,2012年日本政府有高达38万亿元的财政预算支出需要依赖特例公债的发行来予以筹措,占日本中央政府当年一般会会计预算总支出金额97万亿日元的39.18%,日本众议院对本年度的《公债发行特例法案》迟迟不予批准,日本政府面临了短暂的财政枯竭尴尬境地。可见,特别国债的发行应当慎之以待,防止过度滥用,有名无实,使政府财政陷入“发债陷阱”。

五、未来展望

年初以来爆发的新冠肺炎疫情正在给我国经

济带来前所未有的巨大冲击,国家统计局公布的经济数据显示,2020年一季度,我国国内生产总值20.65万亿元,按可比价格计算,同比下降6.8%,是40年来的首次负增长,2月份和3月份城镇调查失业率达到6.2%和5.9%,同时,一季度居民消费价格同比上涨4.9%,虽然,目前新冠肺炎疫情在我国国内得到了较好的控制,但是,国外新冠肺炎疫情仍然处于爆发蔓延的过程中,预计将持续拖累我国外贸形势发展,国民经济仍然将在一定时期内处于困难阶段。根据新凯恩斯主义(New Keynesianism)的宏观政策理论,应对突发的外部经济冲击,宏观经济政策能够缩短“经济痛苦期”的延续时间,那么,作为链接宏观经济两大政策——财政政策和货币政策的合适工具,特别国债理应重登历史舞台,发挥其独有的政策效用。尽管,此次新冠肺炎疫情冲击发行特别国债属于特定事项,特别国债发行方案的设计具有针对性和特定性,但是,我们认为,在中国处于伟大复兴的历史征程中,未来仍然将遇到一些困难,受到一些不确定性的冲击,特别国债具有长期的重要作用,在历史经验总结和国际案例借鉴的基础上,科学梳理特别国债发行机制,理性展望特别国债发行场景,意义重大。

(一)明确发行场景,做到有的放矢

特别国债特别之处的一个方面便是其发行场景,即其适用领域,从我国已有的两次特别国债发行成效观察,特别国债发行可以适用于重大改革领域,从国外政府已有的特别国债发行案例来看,特别国债发行还可以适用于重大危机应对,但是,无论是重大改革,还是重大危机,都是非常规事件,这就决定了特别国债发行的频次必定是较低的,绝对不能与日常滚动发行的普通国债相混淆,就我国的具体国情来看,特别国债的发行可以适用的具体场景包括重大自然灾害的应对、特殊社会风险的应对、重大环境卫生问题的应对、重大民生保障项目的实施、重大基础设施项目的实施、重大改革举措

的推进等。但是,由于特别国债一般不增加财政预算赤字,意味着特别国债在应对上述具体场景时,还应当选择合适的方式予以切入,一方面,在当期能够形成可以计量的资产,另一方面,还能够产生可持续的经济效益和社会效益,不能简单的被消费掉。

(二)固定发行程序,确保于法有据

特别国债特别之处的另一个方面便是其发行程序,即其决策流程,从我国已有的两次特别国债发行的决策程序来看,首先,是由国务院提出发行特别国债的议案,然后,由国务院将发行特别国债的议案提交全国人大常委会审批,最后,在全国人大常委会就特别国债发行议案审批通过之后,由财政部具体负责特别国债的发行事宜。但是,与普通国债发行纳入国家财政预算管理,由一年一度的全国人民代表大会审批的程序相比,特别国债的发行程序仍然固定性较差,权威性较弱,因此,制定诸如特别国债发行条例之类的制度,对特别国债发行程序予以固定,确保其于法有据,显然对于保障未来更多的特别国债发行至关重要,同时也是国家治理现代化的重要体现。

(三)梳理发行方式,做好精准调控

特别国债的发行方式直接影响特别国债的政策效力,应对不同的经济问题,选择适当的特别国债发行方式至关重要,因此,清晰地梳理特别国债可行的发行方式是一项必要的事前工作,目前,根据央行在特别国债发行中的角色,可以将特别国债的发行方式分为如下几种类型:

第一种类型,央行间接参与特别国债发行,如我国第一次的特别国债发行,央行并不直接持有特别国债,仅仅在特别国债发行前,采取降低法定存款准备金率等常规货币政策操作,来保障特别国债发行所需的流动性支持,在这种特别国债发行的方式中,财政政策为主,货币政策为辅,特别国债的发行不会影响基础货币的供应量。

第二种类型,央行直接参与特别国债发行,但

是,央行保持资产负债表的规模不变,仅对资产负债表的结构进行调整,如我国第二次的特别国债发行,央行一方面出售了持有的外汇资产,另一方面,相应地购买了商业银行持有的特别国债,在这种特别国债的发行方式中,财政政策与货币政策并重,特别国债的发行虽然也不影响基础货币的供应量,但是,改变了基础货币的投放方式。

第三种类型,央行直接参与特别国债发行,央行通过购买和持有特别国债,同时实现了央行资产负债表规模的扩大和结构的改变,这种特别国债发行方式目前我国并没有采用过,或许在未来的场景中会被采用,在这种特别国债的发行方式中,货币政策较财政政策更加突出,特别国债的发行不仅改变了基础货币的投放方式,还增加了基础货币的供应量。

参考文献:

- [1] David Kiefer. Macroeconomic Policy and Public Choice [M]. BIS Study Edition, Springer, pp:233-236.
- [2] 弗雷斯·格雷纳. 财政政策与经济增长[M]. 经济科学出版社, 2000.
- [3] 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).
- [4] 周子康, 王宁, 杨衡. 中国国债利率期限结构模型研究与实证分析[J]. 金融研究, 2008(3).
- [5] 王大用. 2700亿特别国债解决了什么问题[J]. 改革, 1998(6).
- [6] 李运达, 洪功翔. 1.55万亿特别国债的宏观经济效应简论[J]. 长江论坛, 2008(1).
- [7] 曹红辉. 特别国债发行影响几何[J]. 中国金融, 2007(20).
- [8] 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).
- [9] 鲍尽翔. 发行“教育特别国债”投资基础教育研究[J]. 教育发展研究, 2005(3B).
- [10] 李斌. 发行特别国债护航土地改革[N]. 证券时报, 2005-10-9.
- [11] 谭小芬, 解紫彤. 特别国债在抗击疫情中的作用[N]. 中国金融, 2020(8).

【责任编辑 孟宪民】