

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：叶银丹 中国银行研究院
刘晨 中国银行研究院
电话：010 - 6659 6874

签发人：陈卫东
审稿：周景彤 梁婧
联系人：王静 刘佩忠
电话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

2024年《政府工作报告》解读之三：

超长期特别国债成为财政政策 加力提效的重要抓手*

3月5日，李强总理在十四届全国人大二次会议上做了《政府工作报告》（以下简称《报告》）。

《报告》回顾了2023年的政府工作，提出了2024年经济社会发展预期目标、总体要求和政策取向，部署了2024年政府工作重点任务。其中，《报告》提出将连续几年发行超长期特别国债，今年先发行1万亿元，超出市场预期。本文重点分析了2024年财政政策力度，在梳理过去超长期特别国债发行情况的基础上，分析了本轮超长期特别国债发行的原因和影响，并提出相关政策建议。

超长期特别国债成为财政政策加力提效的重要抓手

3月5日，李强总理在十四届全国人大二次会议上做了《政府工作报告》（以下简称《报告》）。《报告》回顾了2023年的政府工作，提出了2024年经济社会发展预期目标、总体要求和政策取向，部署了2024年政府工作重点任务。其中，《报告》提出将连续几年发行超长期特别国债，今年先发行1万亿元，超出市场预期。本文重点分析了2024年财政政策力度，在梳理过去超长期特别国债发行情况的基础上，分析了本轮超长期特别国债发行的原因和影响，并提出相关政策建议。

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，与去年相同，但由于基数抬升，事实上实现难度和含金量要比去年更高，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。

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、部分行业产能过剩、社会预期偏弱等问题。尽管2024年赤字率拟按3%安排，与去年目标持平（表1），但综合财政四本账来计算，广义财政赤字率为7.2%左右，较上年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）合计8.68万亿元。考虑到2023年四季度发行的1万亿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，确保一旦需要就能及时推出、有效发挥作用”。

表 1：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	明显高于去年	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	3.8 万亿	3.65 万亿	3.65 万亿	3.75 万亿	2.15 万亿	1.35 万亿
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	3.88 万亿	3.37 万亿	3.57 万亿	3.76 万亿	2.76 万亿	2.38 万亿
特别国债	1 万亿	-	-	-	1 万亿	-	-
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

注：2023 年国债为四季度增发，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%。

资料来源：新华社，中国银行研究院

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（表 2）。2023 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、发行超长期特别国债分析及影响测算

除了赤字和专项债以外，本次《报告》还提出“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”，这有些超出市场预期。

（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（表 3）。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。

表 2：2023 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%

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。

资料来源：Wind

表 3：特别国债与普通国债的区别对比

	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	纳入一般预算管理
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

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（表4）。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的方式，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。

表 4：历史上我国三次特别国债发行情况对比

	1998年 补充四大行资本金	2007年 购汇注资成立中投公司	2020年 发行抗疫特别国债
发行背景	1998年发行的2700亿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	2020年为对冲疫情影响，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，两会《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	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

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加类似。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期的具体问题，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加相似（表5）。1998年至2008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。

表5：1998至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

（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、部门行业产能过剩、社会预期偏弱等问题，亟需财政发力通过投资提振经济。同时，《报告》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。从一季度各省目前公布的新增债券发行计划来看，专项债规模较去年有所降低，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。

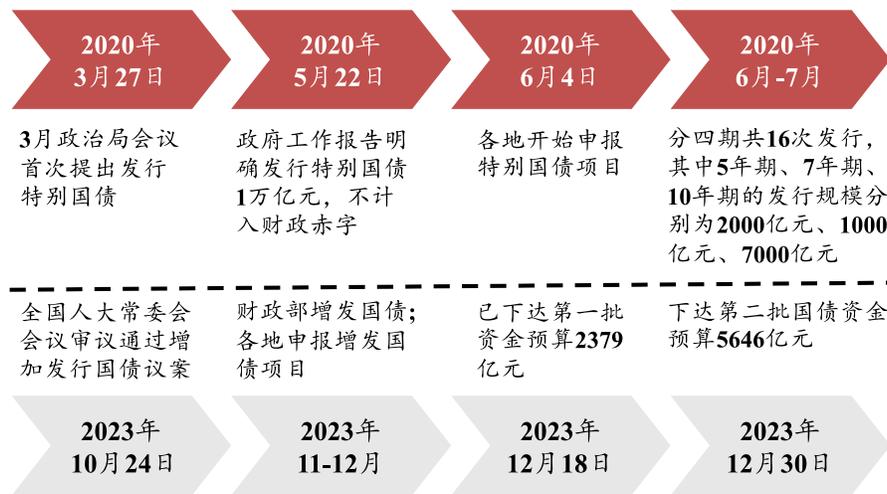
（三）超长期特别国债对经济金融的影响测算

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，有望在二季度下达，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（图 1）。在具体运作方式上，2023 年增发国债以及 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 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，预计这四项增量资金将合计拉动 2024 年 GDP 增长 1.6 个百分点左右（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（ $2800 + 8000 \times 2$ ），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。

图 1：近年来特别国债、增发国债批准至落地时间



从2020年和2023年经验来看，增发国债提出到资金下达落地时间间隔约为2个月

资料来源：中国政府网站、财政部，中国银行研究院

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 ² （万亿元）	0.71	0.09	0.89	0.44	2.13
拉动 2024 年 GDP（百分点）	0.55	0.07	0.68	0.34	1.64

资料来源：中国银行研究院

¹ 财政支出对 GDP 的拉动比例 = (财政支出增量 / GDP 增量) × GDP 增速。

² 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。

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（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，需要关注其发行对市场流动性带来的扰动。

图2：2007年国债收益率情况

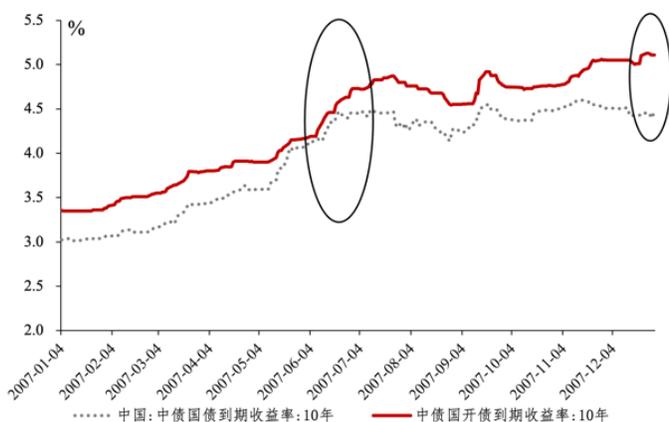
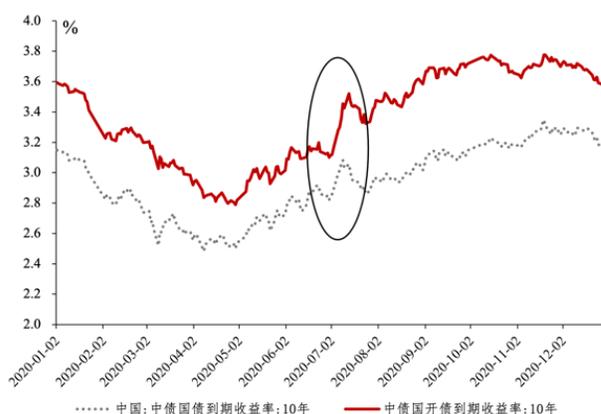


图3：2020年国债收益率情况



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。

资料来源：Wind，中国银行研究院

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等多个时间节点，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多，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。

