

## 深入学习贯彻中央经济工作会议精神

# 以强大的国债市场有效衔接 财政与货币政策

王朝阳

**内容提要** 财政政策与货币政策协调配合,是健全宏观经济治理体系的基本要求。建设强大的国债市场,是落实更加积极财政政策的有力支撑,是丰富适度宽松货币政策工具箱的有效手段,对于优化中央和地方财政关系、推动人民币国际化、提高宏观经济治理效能具有重要意义。对政府债务规模及可持续性,要基于财政与金融、流量与存量的多重视角辩证看待,综合增长、通胀、利率等因素动态分析。既要在一级市场、二级市场加强财政与货币的有效衔接,也要强化制度边界,防止政策错位和避免过度依赖;同时,持续优化国债收益率曲线,完善国债市场相关制度设计,理顺政策协调配合的体制机制。

**关键词** 国债市场;财政政策;货币政策;宏观经济治理

**作者简介** 王朝阳:中国社会科学院大学应用经济学院、中国社会科学院金融研究所, wangcy@cass.org.cn。

**基金项目** 国家社会科学基金重大项目“中国特色金融本质规律和发展道路研究”(24&ZD091)。

DOI:10.19477/j.cnki.11-1077/f.2026.01.004

2025年12月召开的中央经济工作会议强调，要继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，切实提升宏观经济治理效能。这一要求与党的二十大以及二十届三中、四中全会精神一脉相承，体现了“一张蓝图绘到底”的制度优势和工作方法。党的二十大报告提出，“健全宏观经济治理体系，发挥国家发展规划的战略导向作用，加强财政政策和货币政策协调配合”；二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》（以下简称《决定》）和四中全会审议通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（以下简称《建议》），均对后续改革内容和发展任务作出了战略部署。

财政政策与货币政策协调配合是科学宏观调控的应有之义，是健全宏观经济治理体系的基本要求。代表性研究（李扬，2021；马海涛和李慧青，2025）均指出，国债市场作为财政政策与货币政策的交集，是推动两大宏观政策协调配合的关键发力点。本文提出建设强大的国债市场，从短期看是落实更加积极财政政策的有力支撑，是丰富适度宽松货币政策工具箱的有效手段；从中长期看，能够为优化中央和地方财政关系拓展新空间，为推动人民币国际化提供基础安全资产，为提高宏观经济治理效能提供新平台。建设强大的国债市场，需要辩证看待政府债务规模及可持续性问题的逻辑，理顺二者协调配合的体制机制。

## 一、深刻认识建设强大国债市场的重要意义

高安全性、高流动性的主权债券是稳定市场预期、分散金融风险的关键资产。在加快构建新发展格局的要求下，国债市场不仅是财政稳定运行的有力保障和适度宽松货币政策的新型工具，更在调整中央和地方财政关系、推进人民币国际化、提升宏观经济治理能力等方面扮演着关键角色。建设一个具有深度（depth）、广度（breadth）和韧度（resilience）的国债市场，对于推动经济高质量发展和国家治理能力现代化具有深远的战略意义。

第一，为更加积极的财政政策提供有力支撑。国债发行规模与结构直接关

系到财政政策逆周期调节的效能和效果，不同期限国债的组合能在经济波动加剧时缓释压力，是财政支持实体经济发展的重要依托。近年来，随着宏观调控力度加大，2025年我国赤字率按4%左右安排，反映出财政政策逆周期调节的必要性和主动作为。同时，为应对经济下行风险、强化重点领域保障，中央政府相继发行抗疫特别国债、超长期特别国债、用于补充大型商业银行资本的特别国债等，增强财政政策资金保障能力。在财政支出规模持续扩大的背景下，健全国债市场体系、优化发行机制、提升市场承接能力，成为保障财政政策有效实施和提高宏观调控效能的重要基础。中央经济工作会议提出“保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量”，这就要求国债规模进一步提升，建设强大的国债市场愈发迫切。

第二，为适度宽松货币政策提供新的操作工具。随着国债发行规模稳步扩大、市场机制持续完善，国债正逐步纳入中央银行常规货币政策操作工具体系。开展国债回购操作、适时运用国债交易手段，有助于拓宽货币政策操作渠道，夯实宏观调控基础（易纲，2021）。国债市场的深度和定价效率与政策利率的传导质量密切相关，其市场化水平提升有助于增强利率机制的稳定性，使国债在现代货币政策框架中发挥更大作用。充分发挥国债作为高信用等级、高流动性资产的功能，有利于优化资金配置机制，完善利率形成和传导机制，进一步畅通货币政策传导渠道，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，提升宏观调控的协调性与有效性。

第三，为优化中央和地方财政关系拓展新空间。《决定》提出“适当加强中央事权、提高中央财政支出比例”，明确“中央财政事权原则上通过中央本级安排支出，减少委托地方代行的中央财政事权”，对财税体制改革提出了新要求。在推进相关改革过程中，发挥国债市场在资金筹措和资源配置中的作用，有助于增强中央财政统筹能力，提高对重点领域和国家战略任务的直接投入水平。扩大中央政府的债券发行，优化财政支出结构与责任划分，有利于减轻地方财政负担，提升财政资源集中度和使用效率，为建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系提供有力支撑。

第四，为推进人民币国际化提供更多可配置的资产。随着人民币跨境使用

基础不断巩固，境外投资者对具备高安全性、高流动性和长期配置价值的人民币资产配置需求日益增强。《建议》提出“推进人民币国际化，提升资本项目开放水平”。加快建设制度完备、运行高效的国债市场，有助于增强人民币资产的吸引力，发挥其在国际定价、储备和交易中的核心功能。健全国债发行与流通制度，拓展境外发行规模，完善跨境结算与托管机制，能够有效提升人民币资产的国际认可度和配置便利性，为提升人民币国际地位、推动高水平金融开放提供有力支撑。国际实践表明，能够持续向全球提供安全且便利配置的主权债券，是货币国际化的重要基础（He等，2016；Caballero等，2017）。2025年7月美国参议院通过的《指导与建立美国稳定币国家创新法案》（简称《GENIUS法案》），为与美元挂钩的加密稳定币建立了监管制度，其中明确要求按一比一的比例持有现金、短期政府债券或由州或联邦监管机构监管的类似产品作为储备，也反映出高信用主权债与顶级货币的相互衬托。

第五，为从中长期提高宏观经济治理效能提供新的平台。现代宏观经济理论认为，财政支出、经济增长与债务风险之间应实现动态平衡，适度规模的政府债务不仅有助于稳定经济周期，也是大国经济运行的内在要求。规范发展国债市场，有利于加强财政政策的稳定器功能，增强宏观政策统筹协调能力（马海涛和李慧青，2025）。同时，我国货币政策框架亦需进一步完善，逐步从外汇占款驱动、中央银行信贷支持转向以主权信用为基础的现代货币投放机制。推动构建协调有序的中央银行资产负债管理体系，能够提升宏观调控的前瞻性与有效性。国债在财政与货币政策体系中的清晰定位与功能互补，有助于其在跨周期调节中发挥稳定器作用，是提升国家宏观治理效能的重要抓手。

## 二、辩证看待政府债务规模及其可持续性

历史上，国家崛起往往伴随着债务规模扩大，甚至达到显著超出其财政能力的水平；但缺乏财政纪律约束以及债务无序过度扩张，又会削弱公共信用进而导致国家衰败。因此，国家的债务是好的，但必须有健全的制度约束（麦克唐纳，2021）；换言之，国家债务规模存在一个动态合意水平。梳理政府债务可

持续性的文献可以发现，这个合意水平不仅取决于利率、通胀、财政收支与经济增长等财政和经济因素，还取决于货币金融因素，特别是债务国货币权力（currency power）带来的便利性收益以及作为安全资产的溢价；不仅取决于还本付息等短期的流量因素，还取决于国家净资产规模及结构分布等存量因素。《建议》提出“发挥积极财政政策作用，增强财政可持续性”。对此，需要从多个维度评估政府债务的可持续性，统筹考虑财政空间与宏观调控需要，优化债务结构，提升资金效率；同时，强化中长期财政规划管理，完善政府资产负债表编制，增强透明度与市场信心，确保债务规模与经济发展相适应，为建设强大的国债市场创造基础条件。

第一，从财政视角看，相关研究大多聚焦债务规模演变和债务偿付能力。一方面，选取负债率、债务率等指标衡量政府债务负担，并建立动态演化方程对政府债务趋势进行预测和推演；另一方面，从偿付能力的角度看，即便债务规模保持在较低水平，如果偿债能力不能覆盖既有债务，也是不可持续的。《马斯特里赫特条约》规定一国财政赤字和公共债务总额分别不能超过GDP的3%和60%，这只是特定历史时期政治平衡的结果，既不具有严格的学理基础，更不应成为新时期的实践指导。使用政府负债率衡量债务可持续性的不合理之处还在于混淆了存量和流量，债务余额是存量指标而GDP是流量指标。如果从存量对存量的角度，应该比较当前债务余额与未来无限期GDP的现值，但测算未来无限期GDP的现值不具有可行性；如果从流量对流量的角度，应该比较当期债务利息支付与当期GDP流量，比如考察剔除通胀影响后实际利息支付与GDP之比。

传统理论认为，如果实际利率小于经济增速（ $r < g$ ），即使财政赤字持续存在，政府负债率也能收敛至稳定水平。但从动态角度看，大规模财政赤字或债务扩张会增加总需求，进而推高自然利率，如果政策利率随之调整， $r$ 和 $g$ 的差距将缩小，从而压缩财政扩张空间。因此，基于 $r < g$ 而扩张财政的行为，恰恰破坏了 $r < g$ 这一前置条件。鉴于 $r < g$ 的标准难以反映宏观经济变量如经济增长、通胀、利率波动对债务趋势的冲击，随机债务可持续性分析（Stochastic Debt Sustainability Analysis, SDSA）通过引入影响政府债务的变量冲击，模拟

不同情景下的负债率变化轨迹，尝试量化债务爆炸式增长的概率，而非简单判断债务是否可持续。欧盟自2012年起采用SDSA模型，假设名义GDP增速、利率、汇率、财政盈余率等关键变量冲击服从联合正态分布，通过蒙特卡洛模拟生成不同情景下负债率的概率分布。Blanchard（2023）基于2020—2022年美国宏观经济数据进行参数校准，通过100万次蒙特卡洛模拟，刻画了未来10年政府负债率的概率分布。一个超越直觉的模拟结果是，低债务并不意味着低风险。在低利率环境下， $r < g$ 意味着政府举债成本小于经济增长带来的财政收入增加，二者之差相当于政府债务融资可获得的利息补贴。负债率越低，说明政府对低成本债务融资工具的使用越不充分，由此对经济增长的拖累反而增加了债务脆弱性。这一结果的政策含义是，在低利率环境下，如果试图降低政府负债率，财政紧缩将增加经济衰退风险；如果充分用好政府债务，反而有助于提升债务可持续性。

第二，从金融角度看，货币权力对国家债务规模及可持续性有显著影响。千年金融史也是一部货币竞争史，从17世纪的荷兰盾、18世纪西班牙—墨西哥的银币比索，到19世纪的英镑以及20世纪持续至今的美元，你方唱罢我登场。科恩（2017）用货币金字塔刻画世界货币的等级制特征，将货币由高到低依次分为顶级货币、贵族货币、精英货币、平民货币、被渗透货币、准货币和伪货币七个等级；随着一国货币走向世界成为国际货币，其收益包括降低交易成本、国际铸币税、宏观经济弹性、政治杠杆作用以及声誉效应（软实力）等，越是处于金字塔顶端对应的收益越突出。国债兼具安全资产属性和抵押品功能，相较私人债券有更高的流动性和安全性，因而享有便利收益率（convenience yield）。如果国债的计价币种是基于顶级货币，则能享有更进一步的便利收益率，以及作为储备货币带来的过度特权（exorbitant privilege），或者说“嚣张的权力”。

当前，以美国为代表的发达经济体政府债务高企，债务负担远超未来的财政盈余能力，但却没有爆发债务危机，根源在于货币权力带来的超额便利收益率和作为全球安全资产的溢价。一方面，便利收益率有助于降低融资成本和扩大债务空间。Gourinchas和Rey（2022）发现，1952—2016年，美国对外资产

收益率每年平均高出债务融资成本2—3个百分点。根据Du等（2018）的估算，2008年金融危机期间，市场避险情绪推动美债便利收益率从21个基点冲高至90个基点；此后，随着G10国家债务安全性提升，加之美债中长期供给持续增加，才带动便利收益率下降并由正转负。另一方面，当一国成为全球安全资产的主要供应国，其政府举债规模将超过财政支持能力，二者之间的缺口正是过度特权带来的超额债务空间（Chen等，2025）。得益于美元作为主要储备货币的地位，近十余年来美国政府负债率每提高1%，美债收益率仅上升0.6个基点，远低于非储备货币国家4.2个基点的利率敏感性；同时，美元国际化形成的铸币税收入约占美国GDP的0.12%，贡献了约3%的超额债务空间（Choi等，2024）。过度特权的好处还体现为，因为缺乏其他可替代的安全资产，外国债权人难以对储备货币发行国不负责任的扩张性财政行为进行惩罚（Subacchi和Noord，2023）。需要指出的是，尽管作为顶级货币的地位能够扩大财政举债空间，但这种特权仍需接受财政纪律的约束。否则，财政基本面恶化，投资者信心逐步下滑，融资成本上升加剧债务违约风险，终将导致国家衰败。正是在这个意义上，埃森格林（2011）早就指出，决定美元命运的既不是欧元也不是人民币，而是美国的预算政策，包括财政状况的恶化、巨额赤字以及医疗和养老金成本增加带来的更大规模赤字。

第三，对债务空间及可持续性的评估，更具决定性的是资产存量视角。传统分析仅讨论财政收支、还本付息等流量指标，而没有考虑资产、财富等与债务相对应的存量资源。《决定》提出“探索实行国家宏观资产负债表管理”，对于科学估算国家举债空间和评估政府债务风险具有重要意义。杨志勇等（2019）指出，作为以社会主义公有制为主体的国家，我国政府拥有并支配着规模可观的公共资产，其中能为政府带来经济利益的财力性资产（包括国有经济和资源性资产）占比较高，可以通过变现公共资产来筹集资金偿还债务。国际货币基金组织（IMF）就债务可持续性提出的存量—流量一致分析框架，揭示了公共部门净资产的动态演化路径，其要点一是政府举债的用途，如果用于公共投资形成有效资产，良好的资本运营会提升未来的资产净值，从而增强债务可持续性；二是资产价格或汇率波动对净资产的影响，假设资产普遍贬值

或者汇率下跌，将迫使资产负债率被动上升，从而削弱债务可持续性。就此而言，我国政府相对其他国家拥有更大规模的净资产，因此也具备更大的债务扩张空间。

### 三、以国债市场推动财政与货币政策协调配合的关键逻辑

国债作为连接财政与货币两大政策领域的核心枢纽，其发行节奏、流动效率及收益率曲线形态，是影响宏观调控精准度与有效性的关键变量。构建以国债为核心的政策协同机制，一方面，能够有效衔接财政融资需求与货币政策操作节奏，实现财政资金供给与货币流动性管理的动态平衡；另一方面，可以显著提升政策传导效率，强化市场对制度框架的长期稳定预期，为宏观经济调控提供坚实的市场基础与制度保障。落实中央金融工作会议“丰富货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”的要求，中国人民银行、财政部2024年10月建立联合工作组，在政策协同方面取得积极成效。

第一，强化国债一级市场在财政融资与货币调控间的有序衔接。作为财政资金筹集的主渠道，国债一级市场同时也是影响货币政策流动性调控的关键因素。当财政支出节奏与货币政策操作并行推进时，国债发行安排与市场流动性的协调程度直接影响宏观调控目标的实现效果。若缺乏统筹安排，可能引发政策时点错配、市场利率短期波动等问题，削弱逆周期调节的稳定性和前瞻性。在财政政策方面，若国债发行节奏与财政支出安排不当，可能引发消费被挤出、经济波动加剧，削弱稳增长政策成效。如果财政调控的短中长期关系把握不准，还可能弱化国债安全资产功能，影响市场预期稳定（张哲玮和许志伟，2025）。在货币政策方面，若长期国债集中发行、期限结构安排不均衡，易对短期流动性造成阶段性冲击，加剧资金面波动，需要在利率平稳运行和市场流动性合理充裕之间协调（Andolfatto 和 Martin，2018）。因此，健全国债发行与货币政策的联动机制，强化信息共享和节奏统筹，是提升政策协同性和宏观调控效能的基本要求。

第二，依托国债二级市场提升货币政策传导效率。作为调节流动性、引导利率的重要平台，国债二级市场的运行效率直接影响政策信号的传导效果与调

控目标的实现程度。在现代货币政策框架下，中央银行通过调控短期利率引导市场利率体系运行，而二级市场的价格发现功能与流动性水平，正是利率走廊机制有效运行的基础支撑。中国人民银行通过回购和现券交易等操作，依托二级市场调节银行体系流动性，引导市场利率围绕政策利率运行，总体取得了较好的调控效果。近年来，货币政策对收益率曲线不同期限的影响更加显著，中长期利率敏感度提高，是二级市场成为政策意图传递至融资成本的重要渠道（费兆奇和刘康，2020）。然而，受限于期限结构不均、交易集中度高、机构持券行为刚性等因素，国债二级市场仍存在流动性分层问题。例如，部分关键期限品种交易活跃度不足，市场利率易受短期波动干扰，影响了政策传导的稳定性与连续性。短期国库券（1年期以下）和超长期国债（10年期以上）占比偏低，导致期限覆盖层次不足、收益率曲线存在断点，制约了政策工具的期限适配能力。通过扩展发行与流通品种的期限结构，完善国债期限分布和市场层次，能有效提升市场深度与承接力，增强货币政策工具的操作空间与响应效率，为构建更加高效的价格型货币政策传导机制提供有力支撑。

第三，强化制度边界，既防止政策错位又避免过度依赖倾向。随着财政政策力度持续增强、国债工具运用频率上升，加上结构性货币政策工具日益丰富和规模扩大，财政与货币政策在目标设定和工具层面的交叉重叠有所增加，在某些领域出现边界模糊的问题。国债作为财政筹资的重要手段和货币政策操作的核心资产，其双重属性对宏观调控体系的制度安排提出更高要求。实践中，若政策边界模糊，容易出现财政政策主导或流动性积压风险，削弱利率机制对宏观稳定的支撑能力（Yared，2019）。换言之，财政与货币政策在应对流动性冲击时需要协同，但协同的前提是职责清晰与规则约束，而不是相互替代或被动配合（张成思等，2023）。因此，强化制度性约束，明确国债在财政与货币体系中的功能定位，划清职责边界、规范政策操作流程，是防范政策错位、规避路径依赖风险的关键举措，更是提升宏观调控协同性与有效性的重要保障。

第四，完善国债收益率形成机制，增强人民币资产的国际吸引力。在利率市场化改革持续深化的进程中，国债收益率作为连接政策利率与市场利率

的中间变量，其市场化程度与形成机制的透明性直接影响货币政策传导效率、金融资产定价基准以及国际投资者信心。当前，我国国债收益率曲线还不够完备，仍存在中短端干预较强、长端定价机制不健全、部分关键期限品种交易活跃度不足等问题。主权债券作为全球价值储藏和抵押品的核心地位，依赖于稳定的期限溢价机制和高流动性供给（Favero等，2010）。构建覆盖更广、期限更丰富的国债体系，提升关键期限产品的流动性，是完善收益率形成机制的基础。

随着人民币资产在全球资产配置中的比重逐步提升，境外投资者对信用等级高、定价公允、流动性充裕的人民币金融资产需求持续增长，国债收益率曲线作为市场定价基准和政策传导中介的作用愈发关键。清晰且高效的收益率曲线有助于增强央行沟通的信号效应，提高市场对政策意图的理解能力，强化预期管理（尚玉皇等，2025）。推动包括国债收益率在内的市场化利率形成机制不断完善，不仅有助于完善利率走廊调控体系，也有助于提升我国金融开放水平，增强人民币资产在国际金融市场中的吸引力。要在提升长端流动性、优化期限结构、深化央行沟通与市场反馈机制等方面协同发力，以发行体系完善、报价机制透明、市场预期稳定为重点，不断增强国债收益率曲线的功能。

#### 四、持续完善财政与货币政策协调配合的体制机制

“十五五”时期，我国发展环境面临深刻复杂变化，对宏观调控提出了更高要求。中央经济工作会议强调“加大逆周期和跨周期调节力度”，财政政策与货币政策协调配合的关键作用愈发显著。国债市场相关制度设计与运行状况，直接决定着两大政策的协同效果和宏观经济的治理效能。

第一，完善常态化协调机制，实现信息共享和节奏协同。推动财政与货币政策完善常态化协调机制，有助于在国债发行、流动性调节和市场预期管理等关键环节形成部门联动。通过设立定期会商机制、加强前瞻性形势研判、共享资金安排与操作计划，在保障政策独立性的同时提升信息对称水平，增强财政融资与货币调控的节奏匹配与操作一致性。要重点关注国债发行对银行

体系流动性的影响，避免因信息滞后造成政策执行时间错位，影响利率平稳运行和流动性充裕。在财政支出强度加大、国债集中发行阶段，提前进行部门协调，可有效稳定市场预期、防范流动性扰动风险，提升宏观调控效果与稳定性。

第二，优化国债市场结构，扩大投资者基础，提高市场效率。完善国债期限结构体系，合理安排各期限品种发行节奏，推动形成覆盖短、中、长期的完整利率曲线，夯实市场定价基础。拓宽投资者准入范围，积极引导保险资金、养老金、企业年金、银行理财资金及境外机构等中长期投资者有序参与国债市场，优化投资者结构，提升市场配置的多样性与稳定性。健全做市商制度，优化现券交易机制，提升二级市场流动性与价格发现能力。完善国债发行安排与招标机制，加强一级市场预期管理，提升市场对国债发行的承接能力与发行效率。推动建立以市场供求为基础的价格形成机制，增强国债收益率对市场利率的引导作用与传导功能。同时，提升不同期限债券的流动性均衡性，避免关键期限债券交易活跃度不足导致收益率曲线断点，从而弱化政策信号的传导效果。

第三，强化央行操作弹性，丰富国债工具储备，提高流动性调控的精度与时效。在央行公开市场操作中逐步提高国债交易规模，综合运用现券买卖、回购交易、短期流动性调节工具等多样化操作手段，增强对跨期限、跨品种国债的流动性调节能力。优化操作频率与期限结构设置，提升央行应对市场变化的灵活性和主动性。完善国债作为货币政策工具的制度化框架，明确操作规则与资产适用范围，构建常态化、可预期的政策操作机制。加强关键期限国债利率引导，畅通政策利率向市场利率、贷款利率的传导路径，优化市场操作节奏与工具组合。健全信息披露与市场沟通机制，增强操作透明度和政策引导力，稳定市场预期，促进利率平稳运行。在强化调控能力的同时，还需防止公开市场操作形成对财政融资的隐性兜底，确保国债在政策框架中保持财政资产与货币政策工具之间的制度平衡。

第四，完善政策评估体系，动态监测协调效果，有效防范潜在风险。在中央金融委的统筹领导下，构建政策协调效果评估机制，建立包含目标一致性、节奏匹配度、工具协同性、市场反馈等多维度的量化评估指标体系，结合宏观

经济周期开展定期监测与系统评估。强化跨部门数据共享，统一财政、货币、金融等领域的指标口径、评估周期及结果运用标准，提升评估工作的全面性与实操性。构建风险识别预警机制，重点监测国债发行节奏、市场利率波动、金融机构资产配置等关键指标，及时识别政策协同偏差、传导梗阻等潜在风险点，形成可量化、可回溯的风险预警体系。通过建立评估结果与政策调整的反馈机制，增强协调机制的自我修正能力，保障制度运行的规范性与稳定性。

## 参考文献

(美) 巴里·埃森格林 (2011, 中译本): 《嚣张的特权: 美元的兴衰和货币的未来》(陈召强译), 北京: 中信出版社。

(美) 本杰明·J·科恩 (2017, 中译本): 《货币强权: 从货币读懂未来世界格局》(张琦译), 北京: 中信出版集团。

费兆奇、刘康 (2020): 《金融开放条件下国债市场的波动溢出和风险定价研究》, 《经济研究》第9期。

李扬 (2021): 《货币政策和财政政策协调配合: 一个研究提纲》, 《金融评论》第2期。

马海涛、李慧青 (2025): 《财政政策和货币政策协同框架下的国债管理机制创新》, 《财政研究》第5期。

尚玉皇、刘华、申峰 (2025): 《预期的博弈: 央行沟通与国债收益率曲线》, 《金融研究》第9期。

杨志勇、张斌、汤林闽 (2019): 《中国政府资产负债表 (2019)》, 北京: 社会科学文献出版社。

易纲 (2021): 《中国的利率体系与利率市场化改革》, 《金融研究》第9期。

(英) 詹姆斯·麦克唐纳 (2021, 中译本): 《债务与国家的崛起》(杨宇光译), 北京: 社会科学文献出版社。

张成思、刘瑶琨、王芳 (2023): 《国债流动性效应与财政货币政策配合机制》, 《管理世界》第5期。

张哲玮、许志伟 (2025): 《财政扩张的安全资产效应——基于内生不确定性的异质性个体宏观理论分析》, 《财贸经济》第4期。

Andolfatto, D., Martin, F. M. (2018). “Monetary Policy and Liquid Government Debt” . *Journal of Economic Dynamics and Control*, 89, 183-199.

Blanchard, O.(2023) .*Fiscal Policy under Low Interest Rates*. Cambridge: MIT Press.

Caballero, R. J., Farhi, E., Gourinchas, P. O. (2017). “The Safe Assets Shortage Conundrum” . *Journal of Economic Perspectives*, 31 (3) , 29-46.

Chen, Z., Jiang, Z., Lustig, H., van Nieuwerburgh, S., Xiaolan, M. Z. (2025). “Exorbitant Privilege Gained and Lost: Fiscal Implications” . *Journal of Political Economy*, 133 (12) , 3713-3761.

Choi, J., Dang, D., Kirpalani, R., Perez, D. J.(2024). “Exorbitant Privilege and the Sustainability of US Public Debt” . *AEA Papers and Proceedings*, 114, 143-147.

Du, W., Im, J., Schreger, J. (2018). “The U. S. Treasury Premium” . *Journal of International Economics*, 112, 167-181.

Favero, C., Pagano, M., von Thadden, E. L. (2010). “How Does Liquidity Affect Government Bond Yields?” . *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45 (1) , 107-134.

Gourinchas, P. O., Rey, H. (2022). “Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty” . *CEPR Discussion Paper*; No.16944.

He, Z., Krishnamurthy, A., Milbradt, K. (2016). “What Makes US Government Bonds Safe Assets?” . *American Economic Review*, 106 (5) , 519-523.

Subacchi, P., Noord, P.(2023). “Exorbitant Privilege and Fiscal Autonomy” . *Oxford Review of Economic Policy*, 39 (2) , 283-299.

Yared, P.(2019). “Rising Government Debt: Causes and Solutions for a Decades-old Trend” . *Journal of Economic Perspectives*, 33 (2) , 115-140.

(责任编辑：高小萍)

## Effectively Linking Fiscal and Monetary Policies through a Powerful Treasury Bond Market

Wang Chaoyang

**Abstract:** The coordination of fiscal and monetary policies is a fundamental requirement for improving the macro-economic governance system. Building a robust government bond market serves as a strong support for implementing more proactive fiscal policies and an effective means to leverage a mix of moderately loose monetary policies. It holds significant importance for optimizing central-local fiscal relations, promoting the internationalization of the RMB, and enhancing the effectiveness of macro-economic governance. The scale and sustainability of government debt should be assessed from multiple perspectives, including fiscal and financial dimensions as well as flow and stock considerations, with a dynamic analysis that incorporates factors such as growth, inflation, and interest rates. It is essential to strengthen effective linkage between fiscal and monetary policies in both primary and secondary markets, while also reinforcing institutional boundaries to prevent policy misalignment and avoid excessive reliance. Additionally, continuous efforts should be made to optimize the government bond yield curve, improve the institutional design of the government bond market, and streamline the mechanisms for policy coordination.

**Keywords:** Government Bond Market, Fiscal Policy, Monetary Policy, Macroeconomic Governance

**JEL:** E44, H63