



Research and
Development Center

增量政策猜想

——超万亿基建专项国债

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

增量政策猜想——超万亿基建专项国债

2022年5月7日

摘要: 今年疫情形势严峻,经济下行压力加大,我们猜想在“抓紧谋划增量政策工具”的要求下,后续可能会调整预算,增发超万亿国债,同时搭配银行贷款,重点支持基建投资,努力实现全年经济预定目标。

- **今年稳增长压力较大,加之3月疫情猝不及防,财政政策亟需发力。** 预算草案的编制时间早于3月中下旬爆发的疫情,故其对应的是疫情不严重情况下的财政安排。随着疫情持续蔓延,财政政策除按原预算实行减税降费和扩大支出以外,后续可能会有调整预算的需要,进而实现进一步扩大支出,力争实现全年5.5%的增速目标。
- **增量政策可能参考1998年经验,调整预算增发国债。** 1998年上半年受亚洲金融危机和特大洪涝灾害的冲击,实现GDP同比增速7%,和全年8%的预定目标相距甚远。下半年中央果断调整中央预算,财政部向国有商业银行增发1000亿元建设国债,加之配套银行1000亿元贷款,所筹资金专项用于农林水利、生态环境等基础设施建设,最终全年实现7.8%的经济增速,接近预定目标。今年可以借鉴当年年中增发建设国债的经验。
- **若增发国债,我们猜想大概率在下半年,规模可能超万亿,同时搭配银行贷款,重点支持基建投资。** 今年专项债发行显著前置,本着近期监管部门对地方6月底前基本发完全年专项债的要求,到四季度基建投资可能后劲不足。若选择在下半年发行超万亿基建专项国债,再搭配超万亿贷款,可以有力支撑四季度的项目建设,使全年四个季度的基建都具备强度。
- **调整中央预算的程序并不复杂。** 增发国债满足调整预算的条件,程序上需要财政部向全国人大财政经济委员会提交预算调整初步方案,经后者初步审查给出同意与否的意见,全国人大常委会在举行会议上审查财政部的议案并结合财政经济委员会的意见做出批准与否的决定。整个流程相对简单。
- **风险因素:** 疫情持续加重,增量政策尚不明朗

目录

一、财政政策力度亟需进一步扩大.....	3
1.1 减收和增支匹配经济增长目标.....	3
1.2 疫情之下财政力度亟需加码.....	7
二、1998年财政政策调整的历史回顾.....	10
2.1 1998年上半年实现全年增速目标压力较大.....	10
2.2 1998年下半年增发1000亿元建设国债.....	11
2.3 1998年全年实现与预定目标接近的7.8%GDP增长.....	13
三、2022年下半年可能发行超万亿基建专项国债.....	15
3.1 发行时点预计在三季度末.....	15
3.2 增发规模可能超1万亿，主投交通、水利、能源.....	17
3.3 调整预算的程序并不复杂.....	18
四、投资建议.....	19
风险因素.....	22

图目录

图1：“十四五”时期我国经济潜在产出增速.....	3
图2：减税力度远超去年.....	4
图3：2012年以后税收收入占经济比重一直下降.....	4
图4：预算收入符合逐年线性下滑的趋势.....	5
图5：财政支出强度高于去年.....	5
图6：中央对地方转移支付大幅提高.....	6
图7：实际赤字率匹配积极财政.....	6
图8：年初基建投资提速明显.....	6
图9：截至4月底新增专项债发行进度已接近40%.....	7
图10：疫情严重冲击消费.....	7
图11：疫情之下产需低迷.....	8
图12：3月失业率突破5.5%.....	8
图13：疫情之下财政收入减少.....	8
图14：1998年上半年出口增速大幅回落.....	10
图15：1998年上半年社零增速明显回落.....	10
图16：历年长期建设国债发行情况.....	13
图17：1998年下半年固投出现增速高峰.....	14
图18：1998年下半年消费增速明显提升.....	15
图19：专项债主要集中在上半年发行.....	15
图20：疫情之前专项债形成实物工作量约需3个月.....	16
图21：疫情之后专项债形成实物工作量约需1个月.....	16
图22：今年项目储备较为充足.....	17
图23：今年基建增速推演.....	17
图24：今年GDP增速推演.....	18
图25：调整中央预算的程序.....	18
图26：老基建指数趋势.....	19
图27：新基建指数趋势.....	19
图28：数字经济指数趋势.....	20
图29：轨道交通指数趋势.....	20
图30：水利水电建设指数趋势.....	21

表目录

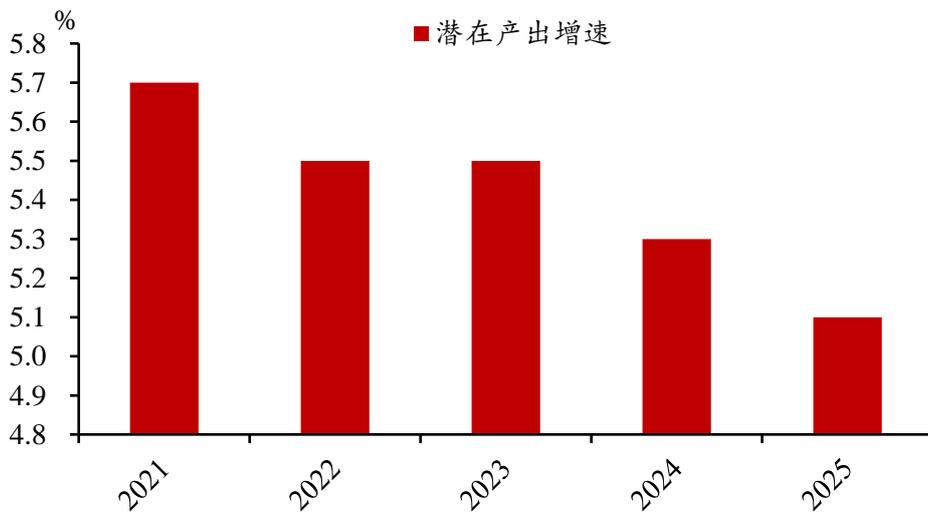
表1：国务院对减税退税的说明和部署.....	4
表2：疫情之下积极财政仍建立在预算草案的框架内.....	9
表3：1998年上半年主要的财政和货币政策.....	11
表4：1998年增发国债调整预算的程序.....	12
表5：1998年以后长期建设国债历年部署情况.....	13
表6：1998年下半年主要的财政和货币政策.....	14

一、财政政策力度亟需进一步扩大

1.1 减收和增支匹配经济增长目标

5.5%可以被视为今年经济增长的潜在增速。根据去年3月人民银行调查统计司课题组所著的一篇中国人民银行工作论文的测算，“十四五”期间我国潜在经济增速在5.1-5.7%之间（文中考虑到了2020年疫情），其中去年为5.7%，现实中受2020年低基数影响实际增速超过了8%，今年的潜在产出增速为5.5%，3月政府工作报告的预计和这一测算值相一致。为实现5.5%的增速，今年3月14日发布的预算草案考虑到了全球疫情（未包含3月中下旬至今的国内疫情）和国内经济面临的“三重压力”等不利于实现增速目标的因素，指出“实施积极的财政政策，加强对财政经济运行的分析研判，强化跨周期和逆周期调节，为经济平稳运行提供有力支撑”。

图1：“十四五”时期我国经济潜在产出增速



资料来源：《中国人民银行工作会议》，信达证券研发中心

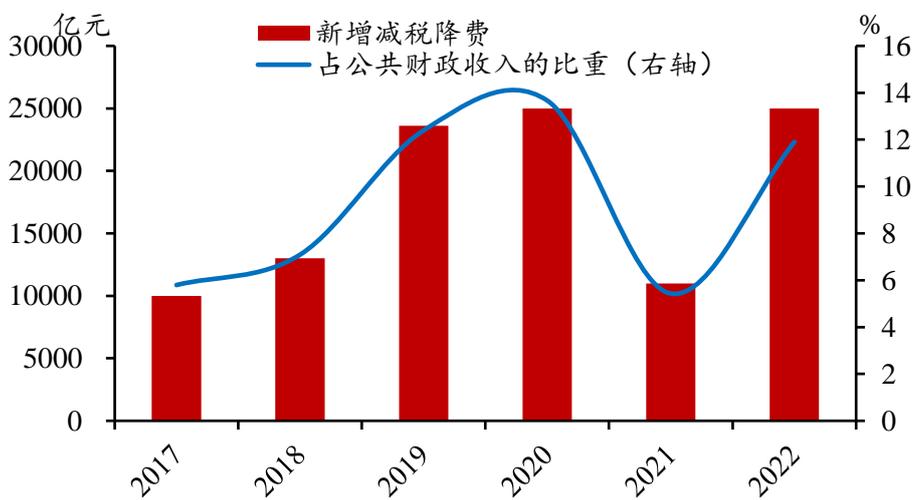
减收层面，减税退税约 2.5 万亿是今年财政收入端的核心举措。在每年两会报告和预算草案中，体现本年度财政政策最直接的就是财政收支的安排，而近些年在收入侧主要表现为减税降费。今年减税降费的力度远强于去年，绝对量远超去年的 1.1 万亿，和 2020 年相当；比例上占公共财政收入达到 11.9%，远超去年的 5.4%。事实上减轻财政负担是长期的举措，自 2012 年以后，我国财政收入中税收收入占 GDP 的比重一直在下降，去年已降至 15.1%。而长期下每年减负的侧重点不同，比如去年提高的是小规模纳税人的增值税起征点，今年主要是企业留抵退税。3 月中下旬以来，国务院对今年留抵退税政策做了更加具体的说明和部署（参见表 1），需要强调的是除 1.5 万亿留抵退税，其它 1 万亿减税降费也主要是对小微企业和制造业提供支持，即整个 2.5 万亿减税退税都是重点支持上述两个领域。

进一步看，预算草案中对今年财政收入的预计符合财政减负的主趋势。2016 年以来全国一般预算收入占当年名义 GDP 的比重是逐年线性下降的，反映出财政减负的主趋势。为配合积极财政同时赤字率还能维持在可控区间内，收入端一般会有来自中央预算稳定调节基金等调节项来补充，而每年调节项的安排弹性比较大，故不含调节项的财政收入更能反映真实收入能力。今年预算草案中预计一般公共预算收入不含调节项为 21.014 万亿元，而我们在《社融回升、基建回暖和双峰增长-2022 年宏观展望》中对今年实际增长 5.5% 左右对应的名义 GDP 增速预测是 9% 左右，也就是说要想达到 5.5% 左右预计增速，名义 GDP 须达到约 124.66 万亿。如此一来，预算草案中对今年一般公共预算收入预计值占名义 GDP 目标值的比重约 16.86%，符合自 2016 年逐年线性下降的趋势。

表 1：国务院对减税退税的说明和部署

时间	场合	相关内容
2022年3月14日	国务院常务会议	退税减税是今年稳定宏观经济大盘的关键性举措，要尽快细化和推出增值税留抵退税实施方案， 该退的税款能快退的快退，确保按既定时限退到企业账上。
2022年3月21日	国务院常务会议	1.5万亿元增值税留抵退税的政策安排：重点支持小微企业和制造业，增量留抵税额4月1日起按月全额退还，存量留抵税额方面，对小微企业，6月底前一次性予以全额退还，7月1日开始对六大行业的企业办理全额退还，在年底前完成；中央财政在现行负担50%退税资金的基础上，安排支持基层落实减税降费和重点民生的1.2万亿转移支付，平均补助地方负担部分（50%）的82%，并向中西部倾斜。
2022年3月23日	国务院政策例行吹风会	留抵退税政策特点，一是在时间上提前退税，二是 不仅退增量也退存量留抵税额 ，三是扩大退税覆盖范围到全部小微企业和六大行业，且 提高小微企业退税比例 ，四是中央提供财力保障，财政部于3月21日下达了 首批支持小微企业留抵退税专项转移支付4000亿元 。
2022年4月20日	财务部税务总局	积极落实微型企业、小型企业存量留抵税额分别于2022年4月30日前、6月30日前集中退还的退税政策；2022年6月30日前，在自愿申请的基础上，集中退还中型企业存量留抵税额。

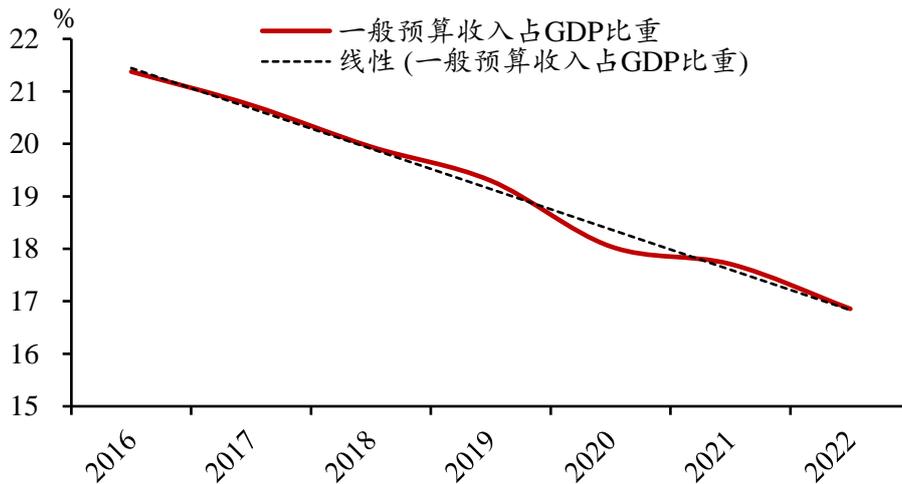
资料来源:国务院官网, 信达证券研发中心

图 2：减税力度远超去年


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年为安排值

图 3：2012 年以后税收收入占经济比重一直下降

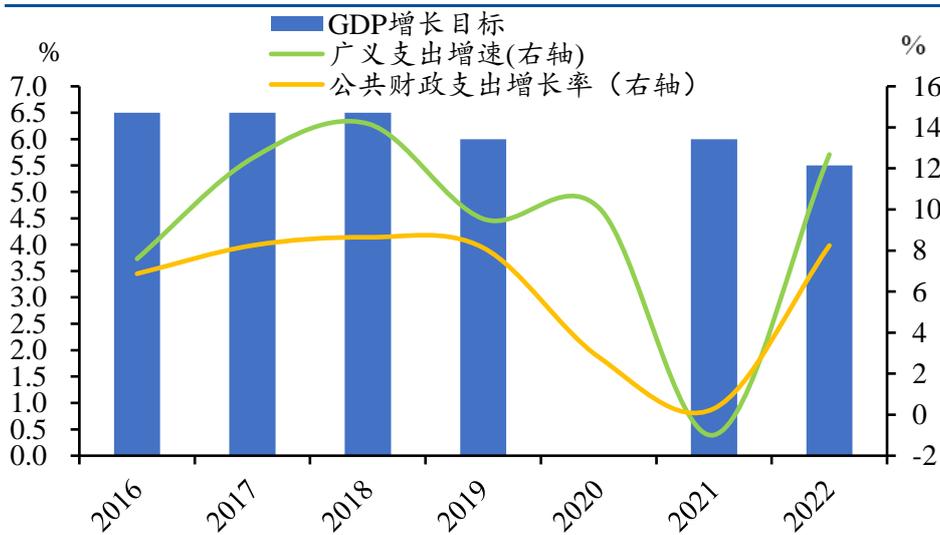

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：预算收入符合逐年线性下滑的趋势


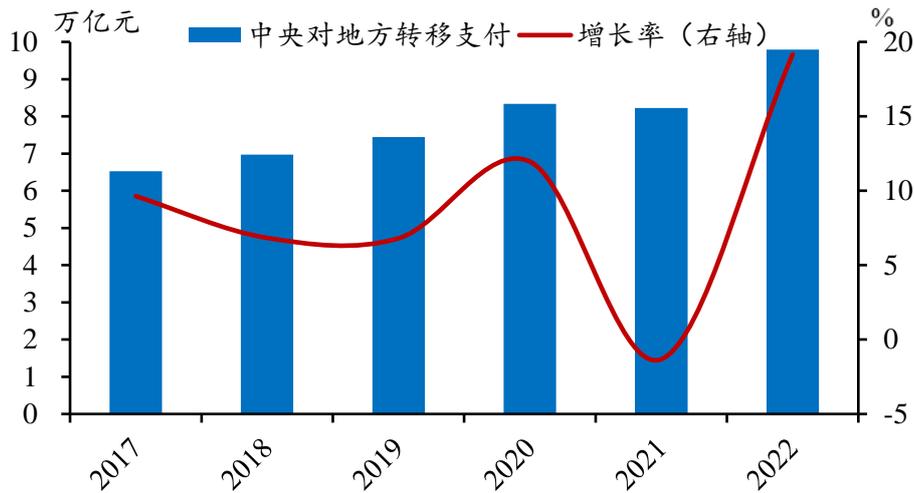
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年为 GDP 目标值与预算收入预计值下计算的比例

增支方面，目标赤字率虽下调，实际赤字率上升，支出更具强度。2.8%左右的赤字率（包含收支调节项的赤字率）虽较上年的 3.2%有所下调，但实际赤字率（不包含收支调节项的赤字率）约为 4.7%，高于去年的 3.9%。今年财政支出强度也高于去年，两本预算都有明显表现。具体看，全年一般公共预算支出安排达到 26.71 万亿元，去年安排值为 25.01 万亿元，实际支出为 24.63 万亿元，今年比去年扩大 2 万亿以上，同时在地方土地收入减少的背景下中央对地方转移支付大幅提升；广义财政支出今年约 40 万亿元，比去年增加了约 4 万亿，增长率超过了 12%，远高于去年的-1%。值得强调的是今年在补充了特定国有金融机构和专营机构上缴利润 1.65 万亿元后，中央政府性基金预算收入极大提高，将用于增加对地方的转移支付。

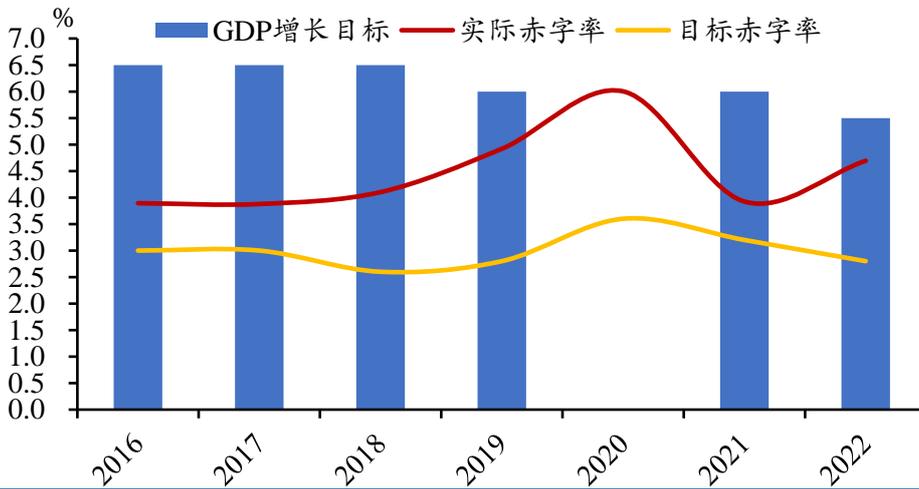
适度超前开展基建和专项债加快发行有力支持年初经济稳增长。今年一季度 GDP 增速为 4.8%，基建功不可没。预算草案明确提到“适度超前开展基础设施投资”，政策推动之下，一季度基建表现突出。具体看，一季度基建投资超过了 3.1 万亿元，增速达到了 10.48%，其中 3 月投资额约为 1.84 万亿，比去年同比增加了约 2000 亿元，增长 11.79%。专项债方面，额度虽和去年持平，但发行显著前置，截止 4 月底，发行进度接近 40%。在经济面临“三重压力”下，财政支出扩张、实际赤字率提升以及专项债发行前置都表明今年财政预算要大力支持经济稳增长，是财政方向较往年加码的表现。

图 5：财政支出强度高于去年


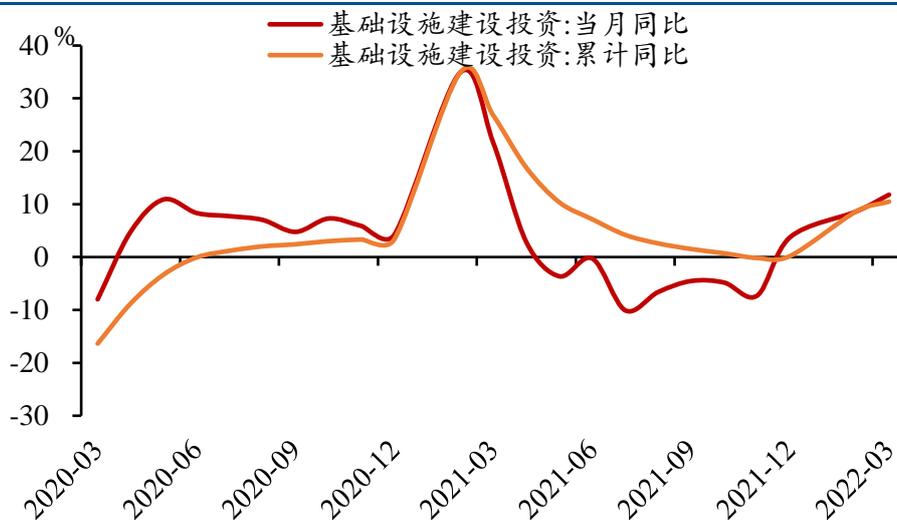
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年为安排值

图 6：中央对地方转移支付大幅提高


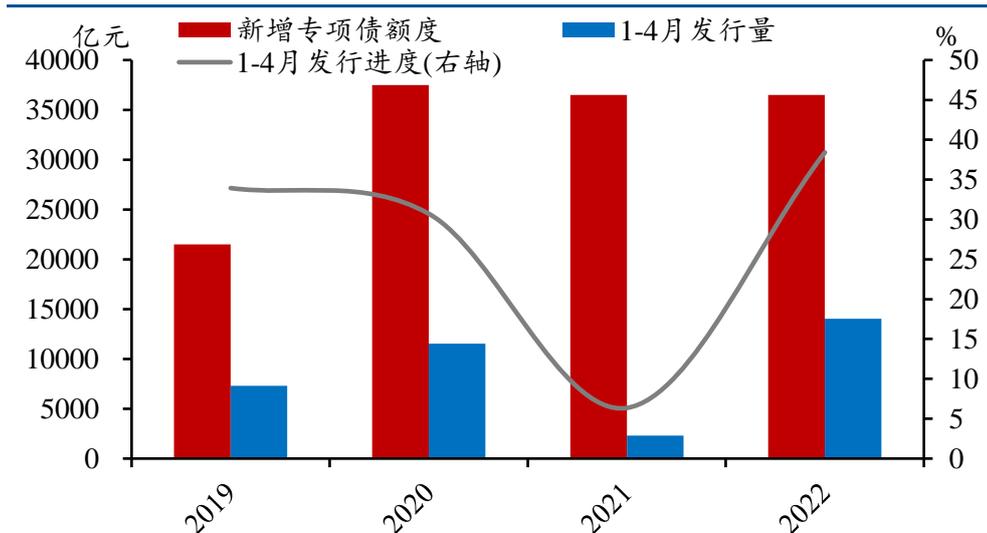
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年为安排值

图 7：实际赤字率匹配积极财政


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年为安排值

图 8：年初基建投资提速明显


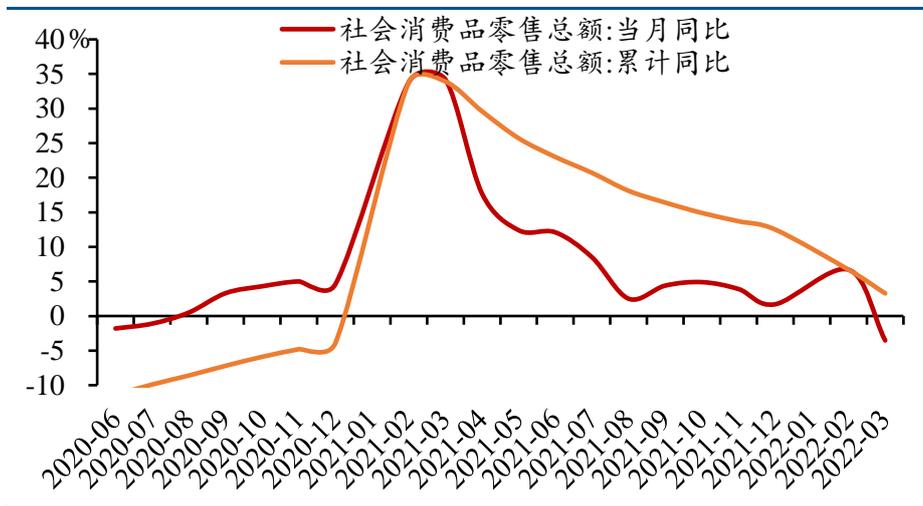
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：截至 4 月底新增专项债发行进度已接近 40%


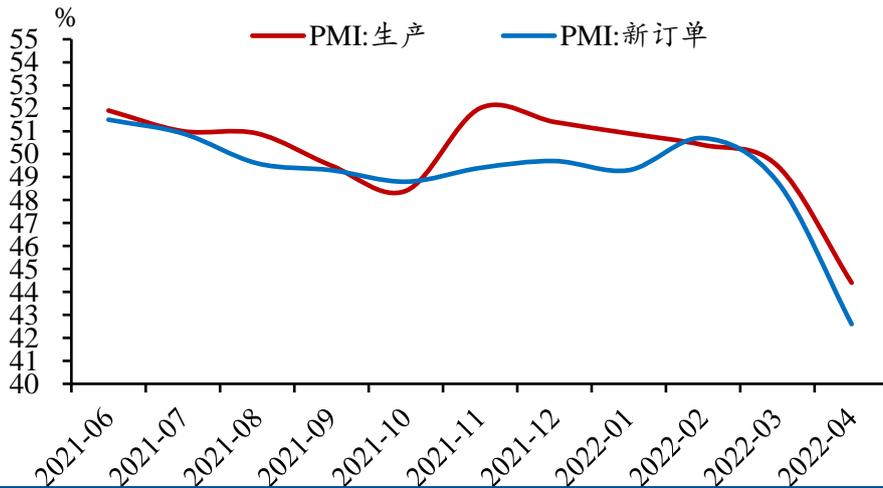
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 疫情之下财政力度亟需加码

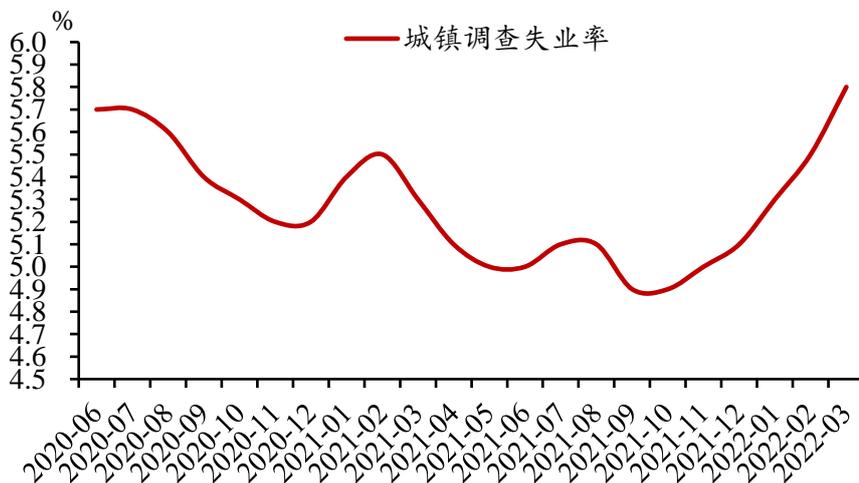
疫情严重冲击经济基本面。3 月社会消费品零售总额同比下滑至-3.5%，未能延续开年前两月的增长趋势；疫情地区的部分企业出现停工减产，产品供应链受到阻滞，3 月工业增加值同比增速大幅回落，企业预期转弱，4 月 PMI 新订单和生产大幅下滑至 45% 以下，产需低迷；3 月城镇调查失业率达到 5.8%，突破 5.5% 的目标红线，二季度进入毕业期，保就业将面临更大压力。疫情对财政本身的影响主要体现在财政收入的减少。具体看，3 月公共财政收入同比增速为 3.42%，较 1-2 月下滑了约 7 个百分点，其中税收收入同比录得-0.16%，较 1-2 月下月滑超过 10 个百分点。

图 10：疫情严重冲击消费


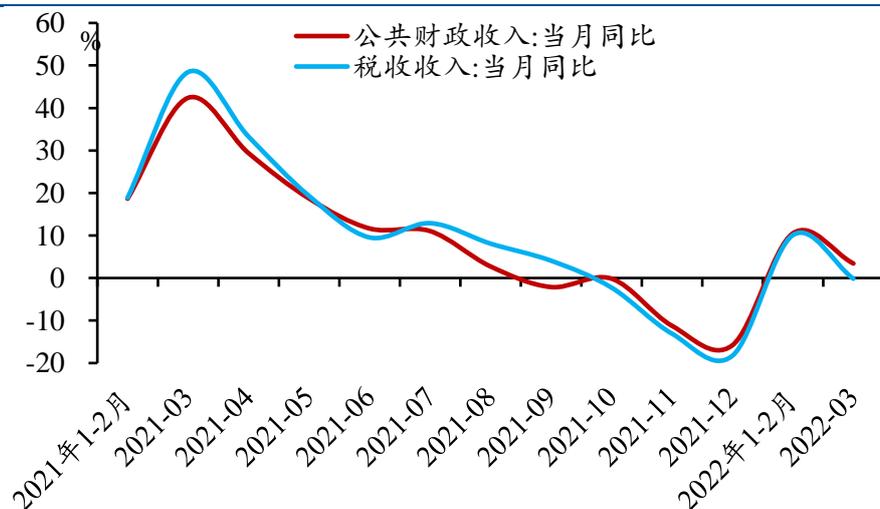
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 疫情之下产需低迷


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 3月失业率突破 5.5%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 疫情之下财政收入减少


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

截至4月底财政端发力仍然建立在预算草案的安排下。前文表1可以看做是中央加快落实预算草案中的减税降税，而除此以外，中央还部署了今年专项债9月底前发完新增专项债、将消费等相关基础设施纳入专项债支持范围、暂缓缴纳部分企业养老保险费、加快出口退税等财政相关政策。容易观察到这些政策直接或间接可促进消费、投资、出口但以上政策都在预算草案的安排之内。其在草案中可以找到对应的内容，即“地方政府专项债券适当提高使用集中度，向项目准备充分地区倾斜，并加快债券发行使用”、“促进消费投资”、“实施企业职工基本养老保险全国统筹制度”、“强化出口信贷支持，加快出口退税进度，帮助外贸企业稳订单稳生产”。概括来说就是从年初至今的财政发力还没有到需要调整预算安排的程度。

表2：疫情之下积极财政仍建立在预算草案的框架内

时间	场合	相关内容
2022年3月29日	国务院常务会议	在今年新增3.65万亿元政府专项债中，五月底前将去年提前下达的1.46万亿额度发行完毕，九月底前将本年下达的2.19万亿元额度发行完毕；合理扩大专项债使用范围，坚持资金跟着项目走，加快项目落地；防止资金沉淀闲置，防范债务风险；全年可完成水利项目投资
2022年4月6日	国务院常务会议	对受疫情冲击的特困行业，二季度暂缓缴纳养老保险费，扩大暂缓缴纳失业和工伤保险费的适用行业范围；向失业人员和受影响的中小微企业发放补助；做好用政府专项债补充中小银行资本的工作。
2022年4月8日	国务院政策例行吹风会	今年可完成水利工程投资约8000亿元，政府投资优先选择水利工程，将专项债投资用作水利项目资本金；财政水利投资提高，2022年一般公共预算中水利发展资金达606亿元，政府性基金达572亿元；今年一季度落实情况，全国完成水利投资1077亿元，跟去年同期相比增加了35%，落实专项债约500亿元。
2022年4月12日	国务院政策例行吹风会	今年专项债发行与使用进度明显加快，截至三月底，提前下达的1.46万亿额度中已有约1.25万亿发行完毕，项目单位已获得拨付债券资金8528亿元，占发行额的68%，加快形成实物工作量；专项债项目储备较为充足，共7.1万个；统筹国债、地方债的发行节奏。
2022年4月13日	国务院常务会议	发挥出口退税政策效用，加快退税进度，将正常退税办理时间由平均7个工作日压缩至6个工作日内。
2022年4月20日	国务院办公厅	将消费相关基础设施建设纳入专项债支持范围；加大政府绿色低碳采购力度；对绿色、智能消费给予适当补贴或贷款贴息。
2022年4月20日	国务院常务会议	加大农资补贴，做好托底收购工作；今年新增煤炭产能3亿吨，加强储备能源的设施建设；有序发展核电项目。
2022年4月26日	中央财经委员会	加大财政投入基础设施建设力度，全面加强基础设施建设，提高基础设施生命周期综合效益
2022年4月27日	发改委投资司	一季度基础设施投资增长8.5%，呈现逐月增长态势；精准投资导向，适度超前开展基础设施建设，既利眼前又利长远；发挥政府投资引导撬动作用，一年50多万亿元的全社会固定资产投资规模是投资主力军，规范推进政府社会资本合作。
2022年4月27日	国务院常务会议	加大稳就业力度，允许所有受疫情影响的中小微企业缓缴养老、失业、工伤保险费，电价优惠降低企业成本；促进高校毕业生就业；以工代赈增加农民工就业岗位；强化物流保障，5月1日至年底，对符合条件的快递服务收入免征增值税；尽快推出1000亿元再贷款支持交通运输、物流仓储业融资。
2022年4月29日	中共中央政治局会议	加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费，谋划增量政策工具，加大相机调控力度；全面加强基础设施建设。

资料来源：国务院官网，信达证券研发中心

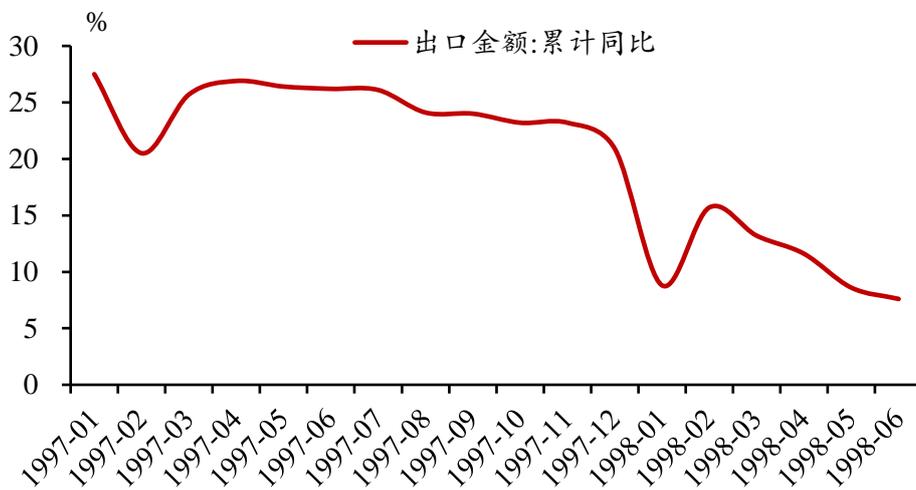
后续可能会有对预算安排的调整。预算草案明确指出今年主要财政收支政策作用于稳企业、保就业、扩内需等，但对相关领域的预算安排早于3月中下旬至今发生的疫情。随着疫情持续冲击这些领域，为“努力实现全年经济社会发展预期目标”，4月底中共中央政治局会议表示“要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”。对此我们推测后续可能会有更大力度的财政政策来对冲疫情带来的负面影响，且会涉及到对预算安排的调整。届时，赤字率、财政支出大概率会超出预算草案的安排数值，但中央早已为此打好了“预防针”，即4月中旬财政部领导表示要“根据形势变化灵活调整赤字率、债务结构和支出政策，熨平短期经济波动”。对于如何实施增量政策，我们认为后续中央可能会借鉴1998年的历史经验，在面对超出预期的负面冲击（1998年是亚洲金融危机和特大洪水灾害，今年是俄乌战争和反复爆发的疫情）的时候，通过调整财政预算，增发大额主投基建的国债搭配银行大额贷款来拉动下半年的经济增长，尽最大努力实现全年经济预定目标。

二、1998 年财政政策调整的历史回顾

2.1 1998 年上半年实现全年增速目标压力较大

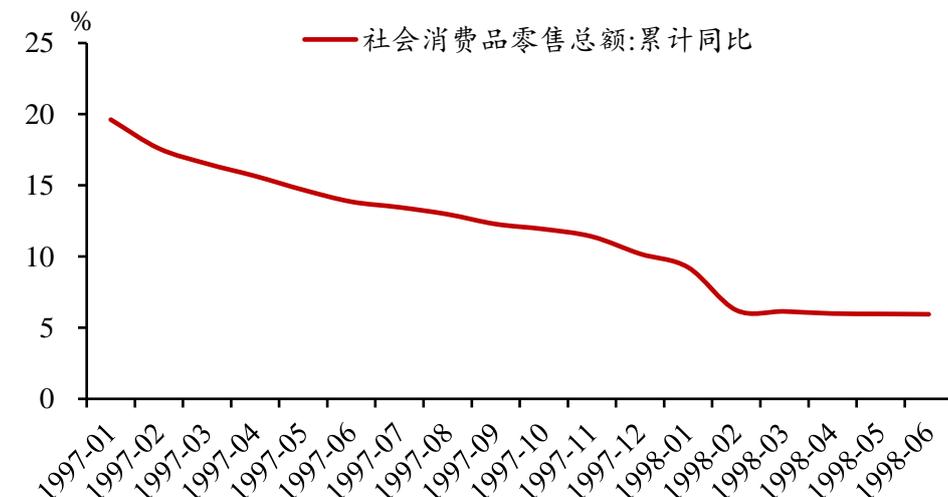
亚洲金融危机对我国经济的负面影响比 1998 年初预料的更严重。在 1998 年 3 月政府工作报告中，有两处提到 1997 年 7 月起源于东南亚的亚洲金融危机，分别是“中央政府全力支持香港特别行政区政府的工作，支持香港为应对东南亚金融危机的冲击而采取的措施”和“去年以来，东南亚的金融危机波及许多国家。我国由于经济发展态势良好，保持了金融市场和人民币汇率稳定，但也要从中吸取经验教训，采取积极措施，努力防范和化解可能出现的消极影响”，可见中央已为应对亚洲金融危机做出了准备，但当时危机还未对我国全国经济形成明显的负面冲击。一年后的 1999 年 3 月政府工作报告中提到“为了应对亚洲金融危机的影响，我们年初就采取了增加投资、扩大内需的对策。但是亚洲金融危机发展的广度、深度和对我国的影响程度，比预料的更为严重”。这段话明确指出亚洲金融危机对我国经济造成的负面冲击是超出 1998 年年初预料之外的。至于危机直接的负面影响，报告紧接提到“由于外贸出口增长速度大幅度回落和国内需求对经济拉动的力度不够，上半年经济增长速度出现减缓趋势”。也就是说当时两大主要问题是消费和出口俱不振。

图 14：1998 年上半年出口增速大幅回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15：1998 年上半年社零增速明显回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

国内特大洪涝灾情直接经济损失约为 1998 年全年 GDP 的 3%。根据国家防汛抗旱总指挥部办公室万群志所作的《1998 年洪涝灾情报告》，1998 年长江、嫩江、松花江、珠江、闽江发生特大洪水，淮河出现超警戒水位，黄河出现一般性洪水，波及全国 30 个省（区、市），受灾面积 3.3 亿亩，成灾面积 2.07 亿亩，受灾人口 1.86 亿人，死亡 4150 人，倒塌房屋 685 万间，造成直接经济损失 2550.9 亿元，其中给全国农业造成直接经济损失 1159 亿元。经回顾，此经济损失数值占全年名义 GDP 的约 3%。灾情的时间跨度为当年 1-8 月，分为 3 次大洪灾，其中夏季汛期的长江流域和松花江流域洪灾造成的损失最大。根据《中国财政年鉴》，在抗洪救灾过程中，仅中央财政拨付的各类抗洪救灾和灾后重建经费就达 130 多亿元。

在亚洲金融危机和特大洪灾的双重冲击下，1998 年上半年实现 GDP 同比增长 7%，和 8% 的预定目标相距甚远。首先要明确的是 7% 的半年增速虽然不及全年增速，但也是建立在上半年“党中央、国务院冷静分析形势，果断作出增加投入，扩大国内需求，开拓国内外市场和保持人民币汇率稳定等重大决策；各地区、各部门大力加强基础设施建设，努力扩大外贸出口，稳步推进各项改革”之上的，具体政策举措可以表现为针对出口下降采取的出口退税和针对提振内需采取的降准降息等，也就是说即使 7% 的增速也是来之不易的，但为实现 8% 的目标下半年还需进一步加大政策力度。结合朱镕基总理对当年经济增长目标的有关发言，8% 的意义在于“它既是国内经济和社会发展、增加就业和人民收入的需要，也是增强全国人民战胜经济困难和外国投资者对我国经济发展前景信心的需要，也有利于香港经济的稳定”。对此中央在上半年政策发力但距离实现 8% 不够的情况下果断在下半年采取了增发国债的举措。

表 3：1998 年上半年主要的财政和货币政策

1998 年	财政政策	货币政策
1月1日	国家鼓励发展的国内投资和外商投资项目进口设备，在规定范围内，免征关税和进口环节增值税	经国务院批准，中国人民银行从即日起，取消对国有商业银行贷款规模的限额控制，逐步推行资产负债比例管理和风险管理。
2/2；2/4	对纺织原料及制品的出口退税率提高到 11%。	确保支农信贷资金来源，加大农业信贷投入。国家银行新增支持农业发展的贷款不低于新增全部贷款的 10%。
3月21日		中国人民银行自即日起改革金融机构存款准备金制度。改革的主要内容是：1.将现行各金融机构法定存款准备金账户和备付金存款账户合并，统称存款准备金账户；法定存款准备金率由 13% 下调到 8%；2.降低中央银行对金融机构存、贷款利率。
3月25日		中国人民银行自即日起再次下调金融机构存、贷款利率，存款年利率平均下调 0.16 个百分点；贷款年利率平均下调 0.6 个百分点。
5月26日		恢复以国债回购为主要形式的公开市场操作。到年底累计向商业银行融出资金 1761 亿元，净投放基础货币 701 亿元。

资料来源：《中国财政年鉴》、《中国金融年鉴》、央行官网，信达证券研发中心

2.2 1998 年下半年增发 1000 亿元建设国债

1998 年政府工作报告计划实行适度从紧的财政政策，积极财政是为了达成既定经济增长目标。当年政府工作报告明确提出“继续实行适度从紧的财政政策，改善金融调控方式，注意适时适度微调”，也就是说在亚洲金融危机和特大洪灾的负面影响没有凸显之前，中央依然计划在 1998 年延续此前的“适度从紧”财政。但至年中由于 7% 与 8% 相差较远，即“要克服亚洲金融危机给我国经济造成的困难，实现全年的经济增长目标”，1998 年 8 月 20 日朱镕基总理在《国务院关于提请审议财政部增发国债用于加快基础设施建设和今年中央财政预算调整方案（草案）的议案》中说“增发国债，加大基础设施建设力度，是扩大国内需求、实现经济增长目标的最有效措施”。并指出“单纯依靠货币政策支持经济增长越来越受到限制。采取更加积极有力的财政政策，扩大国债发行规模，进一步增加基础设施建设资金的投入，带动银行信贷的支持，具有易操作、见效快的特点，也是市场经济条件下政府调控经济的通常做法”。这是 1000 亿元建设国债产生的直接背景。

1998年增发1000亿元国债的程序主要是由国务院将相关议案提交全国人大常委会。增发国债由于是当年下半年新作出的安排，所以自然涉及到对年初财政预算的调整。参照《中国财政年鉴》的有关内容，具体调整为：1000亿元的国债分1998年和1999年两年纳入国家预算，列入中央财政赤字，其中1998年列入中央财政预算支出500亿元，当年中央财政赤字由年初预算的460亿元扩大到960亿元，并将“今年财政预算中原安排用于基础设施建设的180亿元资金调整为经常性项目支出，用于增加科技教育投入、国有企业下岗职工基本生活保障、离退休人员养老金和增加抗洪抢险救灾支出”。程序上由国务院将增发国债和调整预算议案提请全国人大常委会审议，第九届全国人民代表大会常务委员会议第四次全体会议在听取财政部长做具体议案说明后批准1998年中央财政预算调整方案，并同意全国人大财政经济委员会在增发议案的审查报告中提出的意见和建议。

表 4：1998 年增发国债调整预算的程序

1998年	文件	内容
8月20日	《国务院关于提请审议财政部增发国债用于加快基础设施建设和今年中央财政预算调整方案草案的议案》	朱镕基总理在介绍当时经济形势后，说明了积极财政的可行性和必要性，提出拟由财政部向国有商业银行发行1000亿元国债，并介绍所筹资金的基本用途和使用方法等。
8月26日	《关于提请审议增发国债用于加快基础设施建设和今年中央财政预算调整方案草案议案的说明》	财政部部长项怀诚于8月26日在第九届全国人民代表大会常务委员会议第四次会议上在分析经济形势后进一步强调增发1000亿国债的必要性，并强调所筹资金的使用原则和项目安排重点。
8月27日	全国人民代表大会财政经济委员会关于《国务院关于提请审议财政部增发国债用于加快基础设施建设和今年中央财政预算调整方案草案的议案》的审查报告	全国人民代表大会财政经济委员会向全国人大常委会介绍了国务院提出的增发1000亿元国债的方案后肯定了此方案是可行的，对安排的项目做出了具体的要求。
8月29日	《全国人民代表大会常务委员会议关于批准国务院增发今年国债和调整中央财政预算方案的决议》	第九届全国人民代表大会常务委员会议第四次全体会议，审议了国务院提请审议的增发国债、调整预算的议案。会议决定批准1998年中央财政预算调整方案，并严格说明了新增资金的使用规范。

资料来源：《中国财政年鉴》，信达证券研发中心

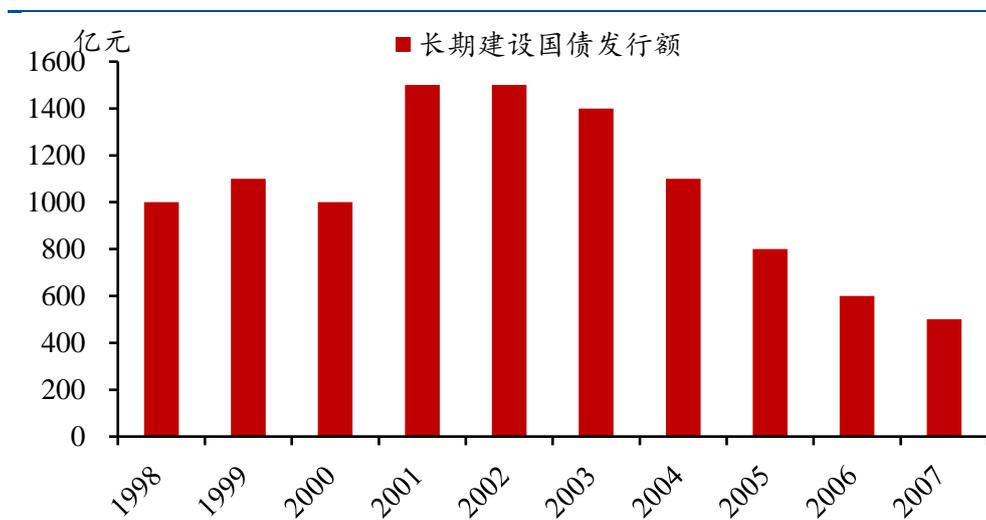
1000亿元国债专项用于基础设施建设。根据《中国财政年鉴》对1998年全国财政综述的内容，当年8月九届全国人大常委会第四次会议批准的财政部向国有商业银行增发的1000亿元国债，还款期限为10年，年利率为5.5%，同时还有银行配套发放的1000亿元贷款，重点用于“农林水利、交通通信、环境保护、城乡电网改造、粮食仓库和城市公用事业等基础设施建设”。项怀诚部长在1998年8月26日发言中指出“国务院对增发1000亿元国债所筹资金的使用确定了以下原则：一是只能选择基础设施建设项目，绝不搞一般性工业项目。二是资金要优先用于加快在建项目建设以及已做好可行性研究和前期准备工作的项目。三是既要考虑迅速拉动经济增长，又要切实防止一哄而起，搞盲目重复建设，盲目追求建设速度。四是新上项目要严格按程序报批，由中央统筹定向安排。中央财政安排的新上项目要向中西部地区倾斜。五是所有项目都要精心组织施工，保证工程质量”。

要注意1000亿元建设国债和2700亿元特别国债的区分。1998年另有财政部向国有独资商业银行一次性定向发行的2700亿元30年期特别国债，利率为7.2%，全部用于补充四家银行（工、农、中、建）资本金，作用是“专项用于补充国有独资商业银行的资本金，使其资本金充足率达到‘巴塞尔协议’和国家商业银行法规定的8%的水平”。所以这1000亿元国债不能算“特别国债”，而属于“长期建设国债”。自1998年至2007年，我国一共发放了1.05万亿元长期建设国债，其中1998年属于下半年为达成全年经济预定目标的“创新之举”，而此后9年的长期建设国债在年初两会的政府工作报告中就已得到安排，也就是说1998年以后的年份不涉及年中调整财政预算的问题。而“特别国债”历史上发行过3次，第一次是1998年这2700亿元补充银行资本金国债，第二次为2007年第十届全国人民代表大会常务委员会议第二十八次会议决定发行的为了购买外汇的1.55万亿元特别国债，第三次即为2020年的1万亿抗疫特别国债。

表 5：1998 年以后长期建设国债历年部署情况

年份	长期建设国债内容
1999年	继续由财政向商业银行发行长期国债，主要用于加强基础设施建设；去年财政增发1000亿元国债加强基础设施建设，银行也相应增加了贷款。
2000年	从国债投资的效果看，两年来通过财政向银行发行2100亿元长期国债，带动4200多亿元银行贷款和自筹资金，用于增加基础设施投资，共建设5100多个项目；发行1000亿元长期国债，重点投向水利、交通、通信等基础设施建设，科技和教育设施建设，环境整治与生态建设和企业技术改造，并向中西部地区倾斜。
2001年	继续发行1500亿元长期建设国债，集中用于在建项目和西部开发项目。
2002年	今年拟发行1500亿元长期建设国债，主要用于在建的国债建设项目、西部开发项目、重点企业技术改造，以及南水北调、京津水资源保护工程、农村基础设施和教育、公检法司等方面设施的建设。
2003年	今年拟发行1400亿元长期建设国债。调整国债资金使用方向，首先用于续建项目和收尾项目，还要安排一些必要的新开工项目。加大对西部开发、改善农村生产生活条件、企业技术改造、生态环境建设和科教文卫事业等方面的支持力度。
2004年	今年拟发行建设国债1100亿元，比上年减少300亿元。
2005年	拟发行长期建设国债800亿元，比上年减少300亿元。
2006年	拟发行长期建设国债600亿元，比上年减少200亿元。
2007年	拟安排长期建设国债500亿元，比去年减少100亿元。

资料来源：历年两会政府工作报告，信达证券研发中心

图 16：历年长期建设国债发行情况


资料来源：历年政府工作报告，信达证券研发中心

2.3 1998 年全年实现与预定目标接近的 7.8%GDP 增长

1998 年全年实现 7.8% 的 GDP 增长，虽略低 8% 的预定目标，但来之不易。在 1999 年的政府工作报告中，朱镕基总理回顾了在过去一年中政府面对出口下滑，内需不振的不利情况下采取的措施，首先就指出“中央果断决定实施积极的财政政策；国务院增发 1000 亿元财政债券，重点用于增加基础设施建设投资”，紧接指出“下半年国有单位固定资产投资增长显著加快，全年增长 19.5%，全社会固定资产投资增长 14.1%。投资的较大幅度增加，对拉动经济增长发挥了明显作用”。这足以说明 1998 年之所以能做到上半年实现 7%，全年实现 7.8%，主要依靠的就是固定资产投资，同时通过查阅当年货币政策，降准、降息和降再贴现率也在当年下半年两次发生。

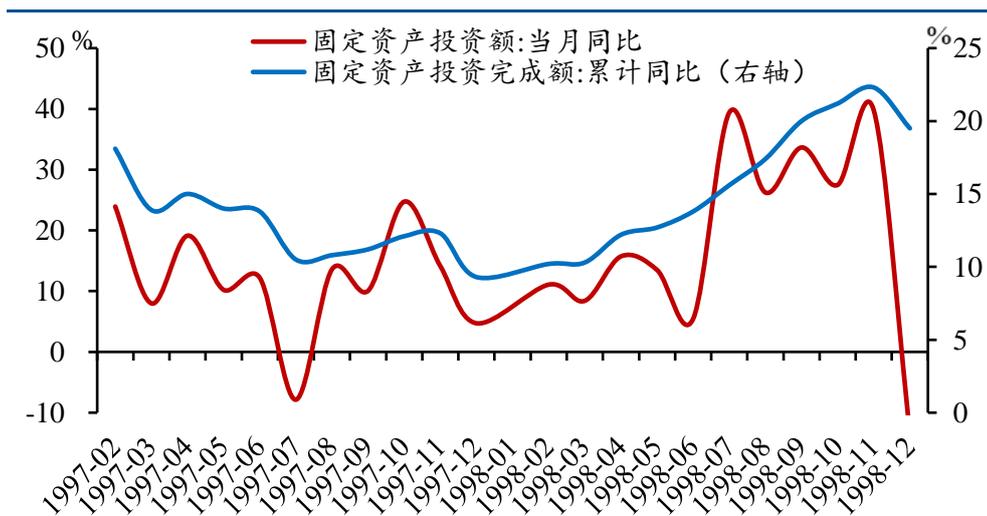
1000 亿国债约占当年 GDP 的 1.2%，拉动 1998 年经济增长 1.5%。基建直接可拉动投资，间接可促进消费。1998 年消费、投资和出口对当年 GDP 增速的拉动分别为 5.1%，2.2%和 0.5%，和前一年相比，亚洲金融危机造成出口拉动大幅下跌 3.5 个百分点，而消费和投资的拉动相比上一年分别增加了 1.2 个百分点和 0.9 个百分点。中国财经报指出 1998 年发行的 1000 亿元长期建设国债拉动当年经济增长 1.5%。

表 6：1998 年下半年主要的财政和货币政策

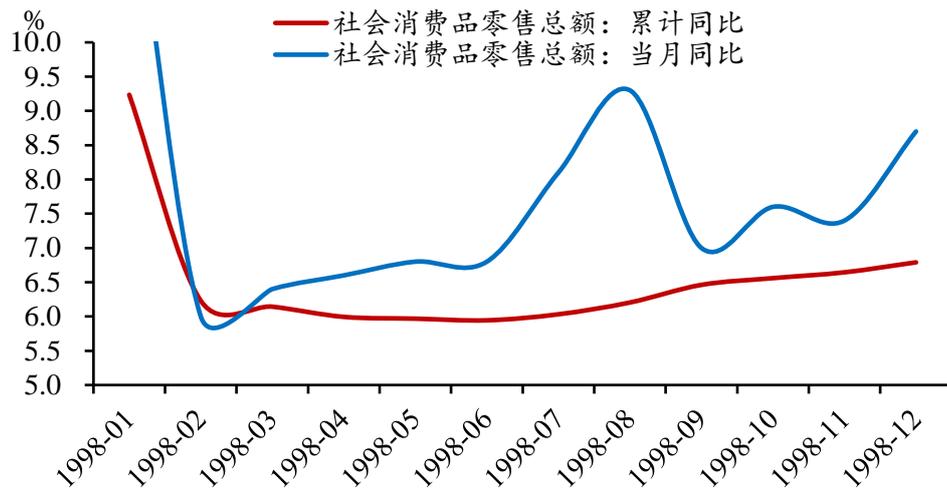
1998年	财政政策	货币政策
7月1日		中国人民银行再次降低金融机构存、贷款利率，并同时降低中央银行准备金存款利率和再贷款利率。金融机构存款利率平均下调 0.49 个百分点，贷款利率平均下调 1.12 个百分点。金融机构准备金存款利率由 5.22% 下调为 3.51%，对金融机构贷款平均利率，由现行的 7.43% 下调到 5.61%，再贴现利率由现行的 6.03% 下调为 4.32%。
8月13日	财政部向工、农、中、建四大行一次性定向发行 2700 亿元 30 年期特别国债，利率为 7.2%，全部用于补充四家银行资本金，用途不可变更。四大行按风险资产、资本净额、贷款呆账和资本充足率等指标确定承购数额：农业银行 933 亿元，工商银行 850 亿元，建设银行 492 亿元，中国银行 425 亿元。	
8月29日	九届人大四次会议批准了中央预算调整方案，由财政部向国有商业银行发放 1000 亿元国债，同时银行配套发放 1000 亿元贷款，用于农林水利、交通通信等基础设施建设；将原用于基础设施建设的 180 亿元投入民生保障。	
11月23日	调整了粮食风险基金分配政策，加大了对黑龙江、吉林、河南、湖北、湖南、安徽等粮食主产区的补贴力度，中央财政对上述六省的补助占中央对地方粮食风险基金补助总额的 61%。	
12月7日		降低存贷款利率。各项存贷款利率在现行基础上平均下调 0.5 个百分点；降低中国人民银行对金融机构的准备金存款和再贷款利率，分别降低 0.27、0.55 个百分点；降低再贴现和贴现利率，再贴现利率由现行的 4.32% 下调为 3.96%，贴现利率由各金融机构在再贴现利率基础上加点确定。

资料来源：《中国财政年鉴》、《中国金融年鉴》、央行官网，信达证券研发中心

图 17：1998 年下半年固投出现增速高峰



资料来源：Wind，信达证券研发中心

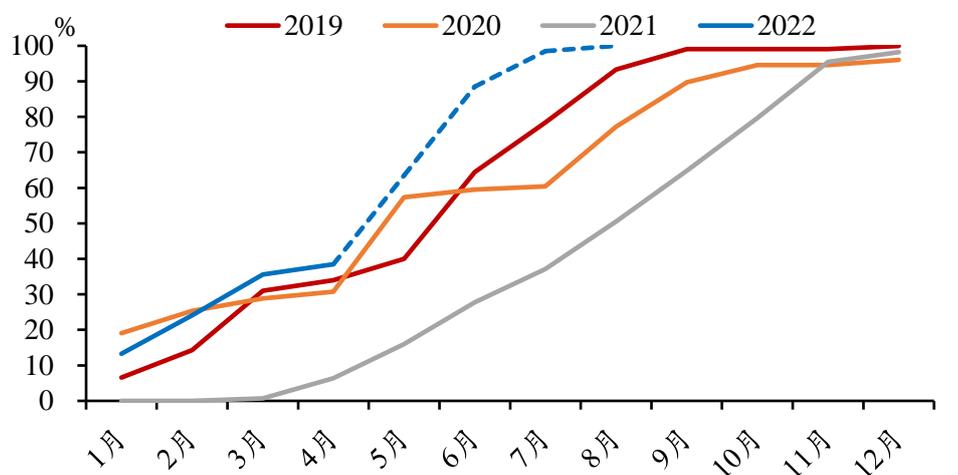
图 18：1998 年下半年消费增速明显提升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、2022 年下半年可能发行超万亿基建专项国债

3.1 发行时点推测在下半年

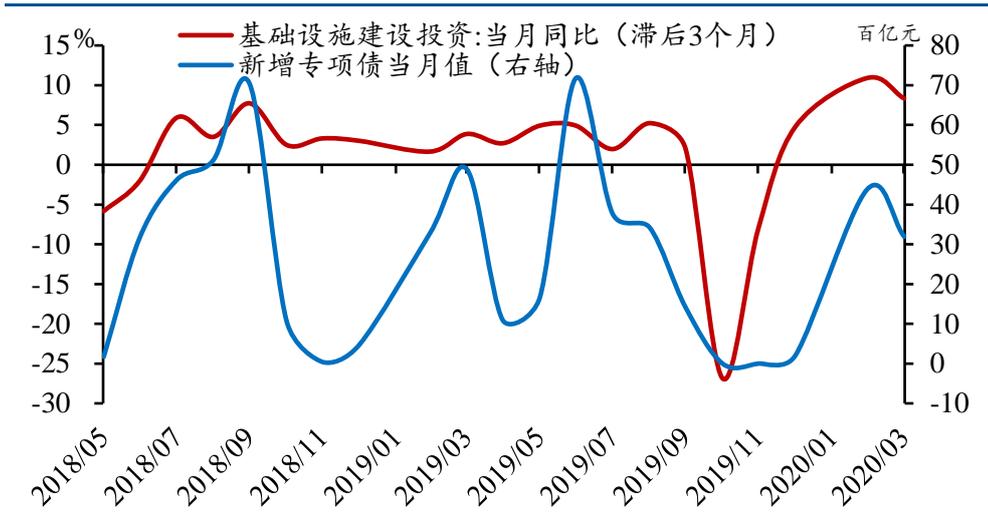
如果增发国债，大概率会在下半年实施。今年一季度 GDP 同比增长 4.8%，按照我们此前推测，二季度经济下行压力更大，如果整个上半年的经济增速按 4.5% 来算，全年要实现 5.5%，下半年的经济增速要达到 6.4% 左右。前文已经提到 3 月疫情已导致当月公共财政收入增速大幅下滑，加之地方土地收入减少，若 4 月、5 月甚至整个二季度疫情都在持续，财政支出会面临更大压力。专项债方面，据 21 世纪经济报道，五一假期间监管部门紧急通知地方，要求需在 6 月底前基本完成 2022 年新增专项债的发行工作。前文已提到今年 1-4 月新增专项债发行进度接近 40%，如果“基本”意味着完成了 90% 左右的发行进度，也就表示 5、6 两月要承担约 50%，若按每月平均 25% 的量发行，则 5、6 两月每月需发行 9125 亿元左右的专项债，留给下半年的量仅为剩下的 10%，即 3000 多亿，而去年留给三四季度超过 70%。综上所述，今年下半年稳增长压力巨大，而对应的专项债强度不足以支撑 6% 以上的半年 GDP 增速，故若要增发国债，大概率选择下半年。相关的政策信息极有可能于上半年底发布。

图 19：专项债主要集中在上半年发行


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线为预计值

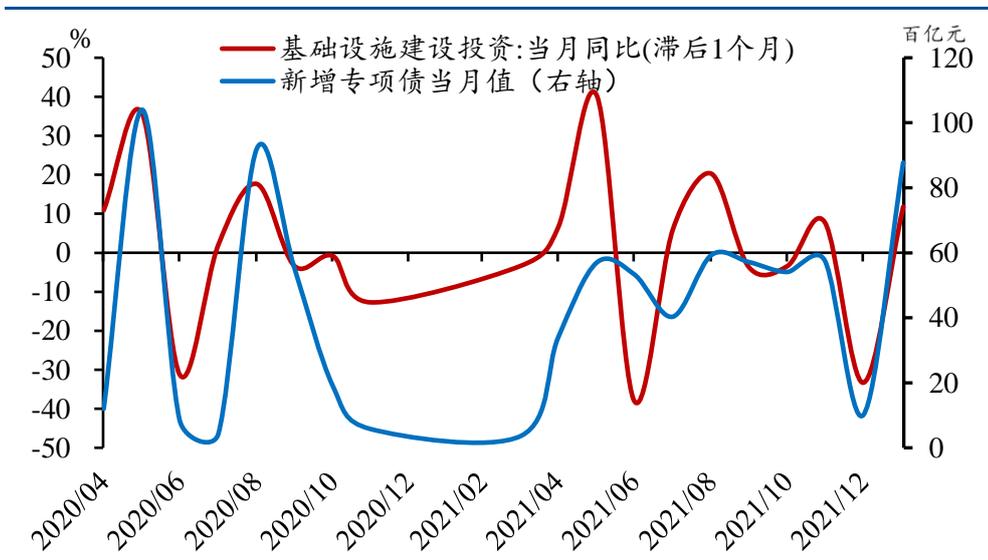
为保证全年实物工作量强度，增发国债主要作用是支持四季度基建。新冠疫情之前，专项债从发行到完成基建投资约相隔 3 个月，即债券发行到形成实物工作量约一个季度；疫情到来后，上述时间差整体上明显缩短，从 3 个月缩短到约 1 个月。如果按照 1 个月的时滞再结合基建的季节性施工（7 月正值酷暑一般不适合大规模开展基建作业）看，今年 6 月基本发行完专项债后，约在 8 月和 9 月形成一波实物工作量的高峰。而 8、9 月以后由于大部分专项债早已于 6 月底之前发完，四季度的实物工作量就不能倚靠专项债了。同时今年和去年不同，去年截至当年 9 月，已经实现了 9.8% 的 GDP 累计同比增速，远超年初 6% 以上的预定目标了，而今年四季度仍需保障实物工作量具有强度。因此下半年增发基建专项国债，主要可为四季度形成足够的实物工作量提供充足的资金支持。

图 20：疫情之前专项债形成实物工作量约需 3 个月



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21：疫情之后专项债形成实物工作量约需 1 个月

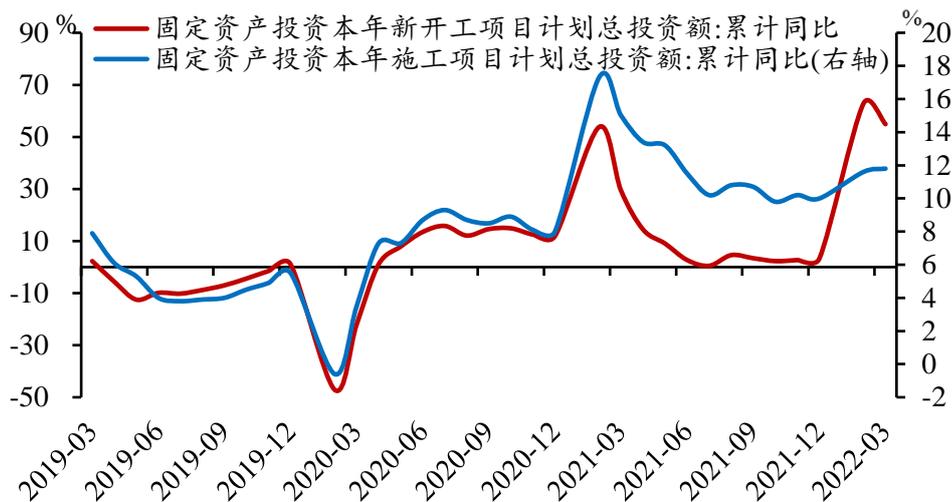


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 增发规模可能超 1 万亿，主投交通、水利、能源

在所筹资金的用途上面，若仿照 1998 年的做法，将全部投向基建。当年是以农林水利、生态环保、交通运输为主，今年基建的主要领域按照 4 月 26 日中央财经委员会第十一次会议指出的方向，应在交通、水利、能源和新基建四大领域。但我们认为增发的万亿国债应以传统基建为主，因为从技术层面来看，传统基建更为成熟，项目前期的规划和准备经验更多；从见效速度上，传统基建不需要过多研发和科技攻关，短期成效更显著。“时间不等人”，5.5% 的目标摆在面前，自然选择更有把握的项目来建设。前文也提到 1998 年的 1000 亿元国债使用的第二项原则即为优先用于在建项目建设和已做好可行性研究和前期准备工作的项目。项目储备方面，4 月 12 日国务院政策例行吹风会已指出今年专项债项目储备较为充足，约 7.1 万个，将新增国债投用于在建的专项债项目将加快这些项目竣工的速度，尽早实现项目收益。

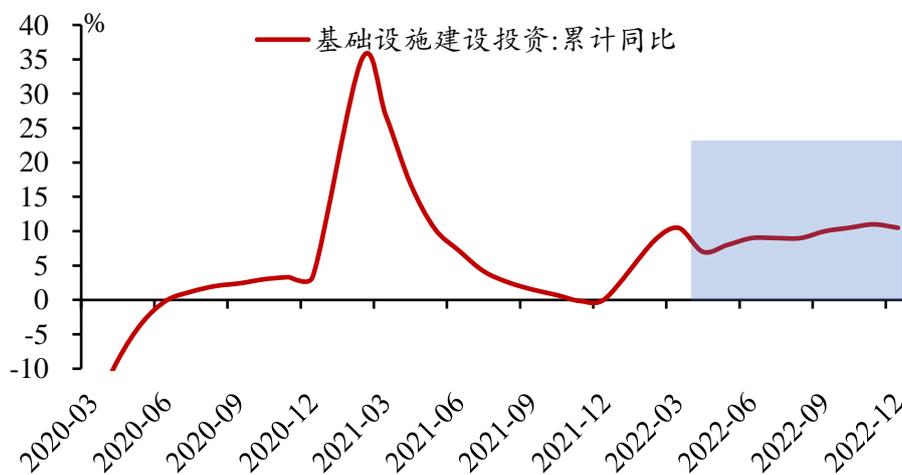
图 22：今年项目储备较为充足



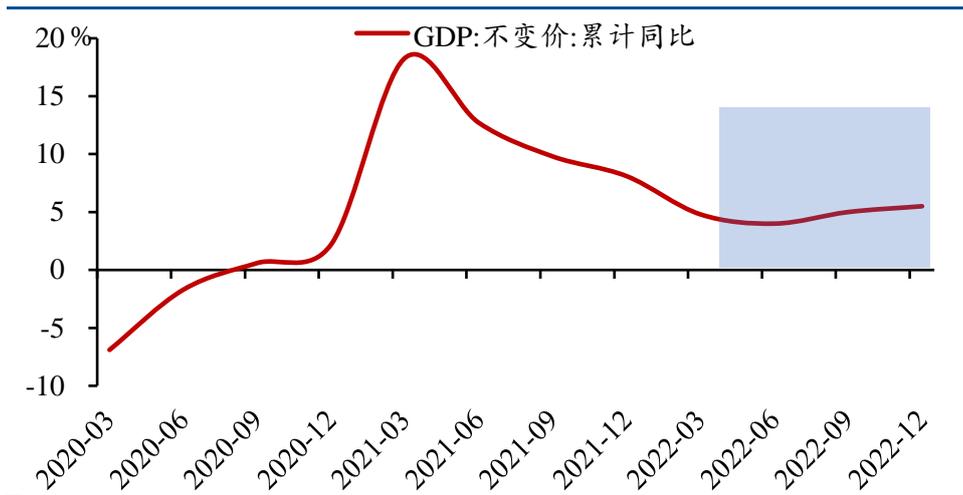
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1998 年的 1000 亿元建设国债放到今年对应的增发规模接近 1.5 万亿元。前文提到 1998 年 1000 亿元国债占当年 GDP 约 1.2%，还提到今年对应 5.5% 增速的名义 GDP 约为 124.66 万亿元。如果今年和 1998 年的增发比例相同，那么乘以 1.2% 的结果是在 1.5 万亿元左右。所以我们预计，如果下半年增发国债，数额大概率不会低于 1 万亿元，同时还会借鉴当年做法搭配同等数额的银行贷款，最终下半年可能迎来 2 万亿以上的基建资金。届时，今年全年基建增速达到可能达到 10% 以上。具体推演，一季度基建累计同比 10.48% 后，到二季度因为疫情拖累，增速低于 10%，三季度受益于 5、6 月发行的接近 2 万亿专项债资金支持，增速可能再次超过 10%，四季度在下半年增发的国债和银行贷款的 2 万多亿基建资金支持下，基建强度可保持不减。

图 23：今年基建增速推演



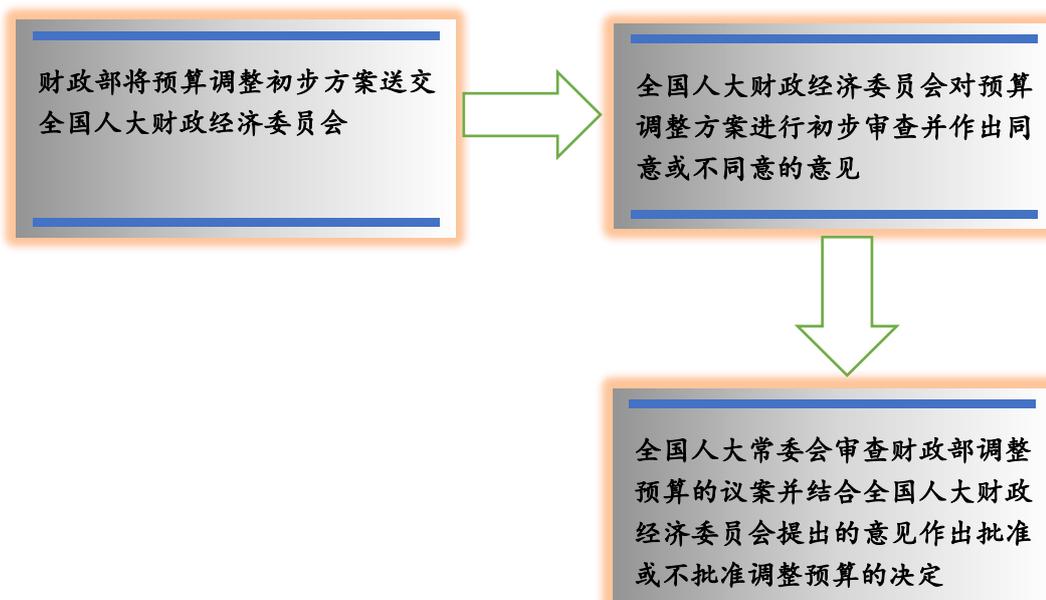
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 阴影部分为预测增速

图 24：今年 GDP 增速推演


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 阴影部分为预测增速

3.3 调整预算的程序并不复杂

增发国债符合预算调整的范畴，属于调整预算的四大情况之一。根据 2018 年修正后的《中华人民共和国预算法》第七章“预算调整”的内容，应当进行预算调整的四种情况分别是“（一）需要增加或者减少预算总支出的（二）需要调入预算稳定调节基金的；（三）需要调减预算安排的重点支出数额的；（四）需要增加举借债务数额的”。很明显增发国债属于最后一种。程序是“**国务院财政部门应当在全国人民代表大会常务委员会举行会议审查和批准预算调整方案的三十日前，将预算调整初步方案送交全国人民代表大会财政经济委员会进行初步审查**”，增发万亿国债属于中央预算的调整，法律规定“**中央预算的调整方案应当提请全国人民代表大会常务委员会审查和批准**”。可以发现，目前规定的程序和 1998 年增发 1000 亿元国债的程序基本相同，涉及到的部门是国务院财政部门、全国人大财政经济委员会和全国人大常委会。总体来讲，修改预算的程序并不复杂。

图 25：调整中央预算的程序


资料来源: 《中华人民共和国预算法》，信达证券研发中心

四、投资建议

今年可重点关注传统基建板块，新基建板块也可适当关注。今年政策端尤其重视基建，将基建作为稳增长的重要抓手。根据前文分析，若增发基建专项国债，传统基建将成为主要投向领域。而新基建同时作为政策强调的对象，其中的“新一代超算、云计算、人工智能平台、宽带基础网络”将是未来优先布局的新基建内容。4月24日国家发改委就“东数西算”答记者问时指出“预计‘十四五’期间，大数据中心投资还将以每年超过20%的速度增长，累计带动投资将超过3万亿元”，同时强调大数据中心是数字经济的底座。所以未来数字经济板块得益于大数据中心投资增长，可在新基建领域中优先关注。

图 26：老基建指数趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27：新基建指数趋势

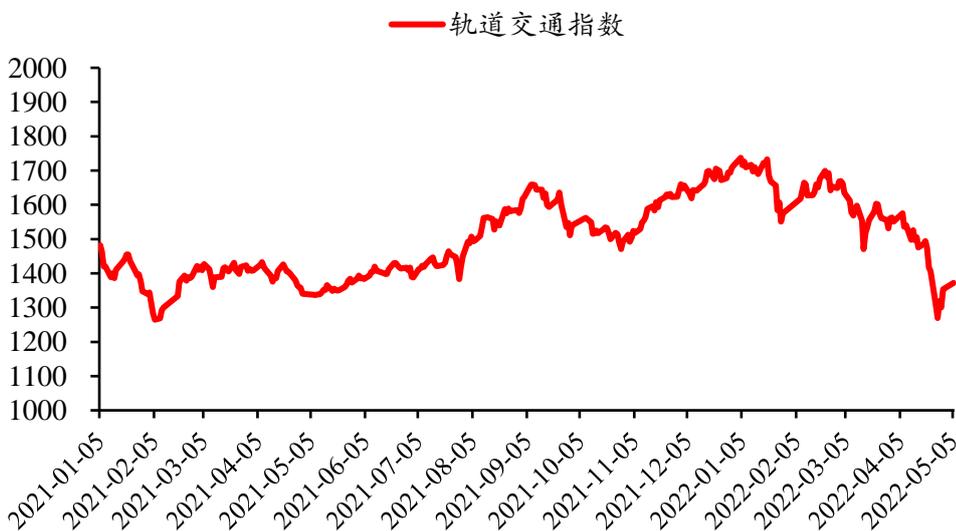


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28：数字经济指数趋势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

其他基建细分领域中，可重点关注轨道交通和水利水电板块。4月中旬国家发改委新闻发布会在介绍“扩大投资有效工作”时指出基础设施建设重点推进水利、交通、能源等，将水利和交通放到了前两位。4月26日中央财经委员会第十一次会议指出“建设便捷高效的城际铁路网，发展市域(郊)铁路和城市轨道交通，推动建设城市综合道路交通体系，有序推进地下综合管廊建设”。水利层面指出“加快构建国家水网主骨架和大动脉，推进重点水源、灌区、蓄滞洪区建设和现代化改造”。未来两个领域将是基建中的重点建设方向。

图 29：轨道交通指数趋势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 30：水利水电建设指数趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情持续加重，增量政策尚不明朗

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学国际经济与发展经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究财政政策。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。