

宏观点评 20230927

政策加速:长期建设国债发行的历史镜鉴

2023年09月27日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 8月中下旬拉开了“史上最强”政策加速的窗口期，“还有什么后手？”这是近期交流中遇到的最多的问题，我们之前提到的地产松绑、化债和活跃资本市场的三条主线，在当前阶段的作用更多地还是偏重于防风险和稳信心。但是从实物工作量和未雨绸缪的角度看，在地方政府“不能”加杠杆、居民部门不愿加杠杆的情况下，可能确实需要中央政府出手“推经济一把”，8月更加积极的财政支出、9月预期之外的国债发行，似乎让我们看到了一些信号，那么从历史上看中央政府要超预期发力都有什么重要手段？

■ 长期建设国债 VS 特别国债：前者重在建设，后者重在“特殊”。以史为鉴，在经济面临逆风、地方政府加杠杆面临约束的情况下，中央财政往往会通过发行特殊类型的债券来满足特定支出的目的，这其中最突出的就是长期建设国债和特别国债（图1）。两者均在此前的防风险、稳经济中发挥过重要作用，却极易被人混淆，核心的区别在两点——是否计入赤字以及主要用在何处？（图2）长期建设国债大部分会计入财政赤字，须经过人大或者人大常委会审议。长期建设国债所募集资金重点向基础设施建设、企业技术改造等领域倾斜，重在建设和拉动内需。相比之下，特别国债纳入政府性基金预算，不计入赤字，更重要的是其主要用于特殊的用途和应对紧急时刻，历史上曾经为四大行注资、成立中投以及应对疫情爆发的复杂局面。今年在特殊再融资债券已经呼之欲出的背景下，20世纪末、21世纪初曾连续多年发行、用于扩大内需、实现经济增长目标的长期建设国债显然更具有借鉴意义。

除此之外还有一个容易被混淆的工具是专项建设债，它的发行主体是政策性银行，通过成立专项建设基金的方式用于支持国家重大项目建设，这一模式类似于2022年6月国常会推出、用于支持基础设施建设的政策性金融工具。

■ 历史上长期建设国债如何“粉墨登场”？地方加杠杆受限，货币政策“独木难支”。在1997年亚洲金融危机的背景之下，我国经济面临较大逆风，与当前也存在类似之处：CPI持续回落、出口压力显现，固定资产投资增速也在放缓；地方金融风险上升，处理商业银行坏账风险迫在眉睫。货币政策频频发力，但是“独木难支”——多次下调定期存款利率及中长期贷款利率被频频下调，但面临着外部亚洲货币大幅贬值的压力和内部政策传导不畅的困境。最终中央政府发挥了“一锤定音”的作用，1998年8月全国人大常委会审议批准预算调整方案（上调财政赤字）后，1000亿元重点投入基础设施建设的国债终于“浮出水面”（当时并不称为长期建设国债），占1998年名义GDP比例约为1.17%，其中有500亿列入中央财政赤字（另外500亿转贷给地方政府，因此不计入赤字）。

■ 长期建设国债不是短期工具，而是帮助经济引擎切换的重要依托。始于1998年的长期建设国债对经济的支持前后历时11年。不过随着中国加入WTO，出口成为越来越重要的经济引擎，财政政策逐渐从“积极”转为“稳健”，建设国债发行规模也呈递减趋势。直至2009年《政府工作报告》中不再提及建设国债后，建设国债才正式“告别舞台”。在1998-2008年期间，长期建设国债累计发行了1.13万亿元。其中约8550亿元的部分纳入中央财政赤字；剩余约2450亿元不纳入财政赤字，由中央代地方发行，而后转贷给地方政府，由地方逐年归还。

■ 有史以来“唯三”追加赤字的案例均是为长期建设国债而生。在长期建设国债保持发行的1998-2008年期间，前三年（即1998-2000年）均是先通过人大常委会批准通过追加赤字议案后再进行长期建设国债的增发，而后八年（即2001-2008年）长期建设国债逐步被常态化，被纳入每年的中央财政预算，在年初就安排好用于基础设施建设的发行规模。而前三次也是历史上仅有的三次追加赤字的案例：中央财政分别于1998年8月、1999年8月及2000年8月“三度”调整预算，追加年内财政赤字、以便后续进行长期建设国债的发行。

相关研究

《央行三季度例会：“越来越快”的货币政策年内还将持续吗？》

2023-09-27

《全球“加息潮”进行到什么地步了？—海外宏观经济周报》

2023-09-24

- **建设国债增发下，仍需货币政策“打配合”。**在中央政府加杠杆的情况下，货币政策需要适度放松，以此保证流动性不会受到过大冲击。以1998年发行长期建设国债为例，在货币政策局限性比较明显的情况下，央行仍在1998年3月及1999年11月共下调存款准备金率700bp，这也是历史上为数不多的大幅度降准，同时货币政策方面还取消了贷款规模控制等措施。
- **长期建设国债对股市影响几何？增发的规模很重要，“第一次”更重要。**1998至2000年连续3年在年中8月，人大常委会批准修改预算，增发长期建设国债，增发规模分别是1000亿、600亿和500亿，占当前GDP的比重分别为1.17%、0.66%、0.50%。除了第一次外，其余两次对于股市的提振相对有限：1998年上半年，我国股市一直处于承压下行的状态。但在1998年8月人大常委会批准同意上调财政赤字后，对股市有一定提振作用，也成功实现了股市活跃度的触底反弹。我们认为长期建设国债的政策力度越大、越超预期，所起到的刺激作用和对于投资者信心的提振也会更有效。
- **长期建设国债对经济影响几何？**由于数据可得性问题，我们仅可通过对历年政府工作报告措辞的追踪来判断长期建设国债募集资金的大体流向。从1998年到2008年，建设基金的重点投向领域从基础设施建设逐渐过渡到企业技术改造、西部开发项目、生态建设等领域。根据人民日报报道，1998-2002年五年间发行的6600亿元长期建设国债，共带动银行贷款和其他社会资本形成3.3万亿元的投资规模、支撑GDP回升至8%以上。这也意味着长期建设国债对投资的撬动倍数约为5倍。
- **历史虽然不会简单重复，但是历史的经验值得去思考。**当前和20世纪90年代末确实有类似之处，比如内生动力不足，出口偏弱，地方加杠杆受限，经济引擎面临切换等。诸如长期建设国债之类的中央政府加杠杆、呵护经济转型的工具，兼具逆周期和跨周期的功能，不失为政策发力的重要补充。
- 若我们用国债限额空间与中央财政赤字预算之间的差额来大致估算国债的净融资空间，那么今年国债的增发规模在8300亿元以内（预计占2023年GDP的比例不超过0.66%）。当然流程上这需要通过全国人大常委会的审批，对于10月的政策，我们不妨多一点期待。
- **风险提示：**长期建设国债发行情况不及预期；历史并不一定代表未来，股市和经济复苏进度或不及预期；政策定力超预期；出口超预期萎缩。

图1: 以史为鉴, 一些经济的“低光时刻”有特殊(类)财政工具的“鼎力相助”

时间	名称	规模	用途	背景
1998年	特别国债 (新发)	2700亿	主要用于补充四大行资本金	1997年由银行不良资产问题引发的亚洲金融危机引起监管部门警惕, 中国加入《巴塞尔协议》后, 四大国有商业银行(“四大行”)的资本充足率只有约6%, 距离《巴塞尔协议》所要求的8%有差距, 因此需要补充资本充足率。
1998年	长期建设国债	1998年首次发行1000亿, 1998-2008年期间累计发行1.13万亿	克服亚洲金融危机不利影响、扩大内需、维持经济增长	在亚洲金融危机、叠加大洪涝灾害背景下, 财政部向四大行定向发行十年期附息国债。后续每年都有长期建设国债发行。随着国内经济复苏、通胀抬头, 财政政策也逐渐从积极转为稳健, 长期建设国债发行规模逐年减少, 直到2008年后《政府工作报告》不再提及建设国债。
2007年	特别国债 (新发)	1.55万亿	为提高外汇资产运营收益, 适度对冲增长过快的流动性, 向央行购买外汇储备及中央汇金公司股权, 成立中投公司	自2001年我国加入WTO后, 我国出口规模以及外资流入速度都迅速扩大; 2005年起我国国际收支呈现“双顺差”格局, 外汇储备快速增长, 而此时美元受次贷危机影响快速贬值。
2015年	专项建设债	超2万亿元	采用设立专项建设基金的方式支持国家重大项目建设	2015年下半年制造业投资萎靡, 同时国发2014年43号文出台对融资平台融资功能进行剥离、基建资金来源收缩
2017年	特别国债 (续发)	6964亿	2007年特别国债到期部分进行承接续发, 到期全额续作, 并且保持发行方式不变	此次国债发行主要是续发2007年发行的部分到期特别国债。不过2017年时我国财政压力也不小: 财政一方面日益吃紧, 另一方面社会对减税的呼声不断。
2020年	抗疫特别国债 (新发)	1万亿	主要用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出	新冠疫情冲击下对我国经济受到较大影响, 财政收支矛盾加剧。
2022年	特别国债 (续发)	7500亿	用于2007年所发的特别国债到期还本所需, 与2017年续发的特别国债用途类似	2007年发行的特别国债即将到期, 财政部发行同样金额的特别国债来偿还旧债, 对流动性和经济本身影响不大。

注: 专项建设债主要由政策性银行来发行, 融资支持实体经济。

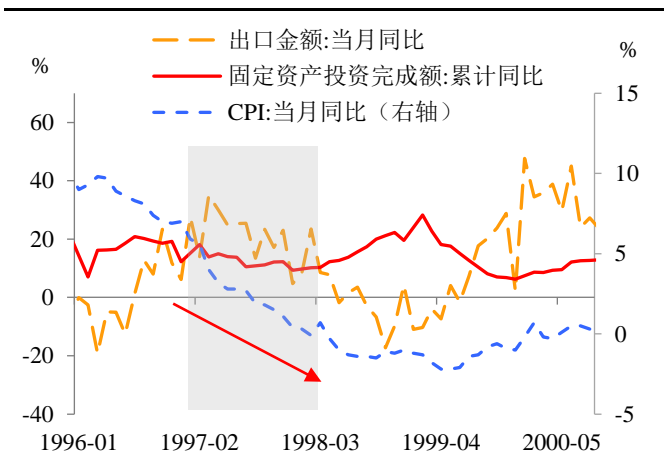
数据来源: 中国政府网, 财政部, 证券时报网, 东吴证券研究所

图2: 长期建设国债、特别国债、专项建设债异同之处

	长期建设国债	特别国债	专项建设债
发行主体	财政部	财政部	国开行、农发行
是否计入财政赤字?	是 (不过也有小部分不计入赤字)	否	否
所属财政账目	累计发行的1.1万亿中有超七成的部分计入中央财政赤字; 剩余约三成的部分不计入财政赤字, 由中央代地方发行, 而后转贷给地方政府, 由地方逐年归还	纳入政府性基金预算管理 (政府性基金预算收支平衡不设赤字), 不过因特别国债本质上仍属于中央政府的借款, 因此按照国债余额管理办法需纳入国债余额管理	不纳入一般公共预算管理, 也不纳入政府性基金预算管理
历史使用次数	1998年长期建设国债首次开启, 此后十年一直保持发行状态, 而后逐渐暂停发行	共发行过5次, 其中3次是新发特别国债, 2次是对到期部分进行承接续发	仅发行过1次
募集资金用途	基础设施建设、企业技术改造、西部开发、生态建设等	补充银行资本金、购买外汇、公共卫生等基础设施建设、其他特殊支出等	棚户区改造等民生改善项目、重大水利工程等三农建设、轨道交通等城市基础设施建设、交通能源等重大基础设施、增强制造业核心竞争力等转型升级项目
发行过程	前期须经过人大常委会 (开会时间通常为“双月”下旬) 审议通过; 后期中央财政不再调整预算, 而是在年初就安排好用于基础设施建设的国债规模	无须通过全国人大, 人大常委会也有审批权限: 由国务院提请全国人大常委会审议通过, 对年末国债余额限额进行调整, 之后由财政部根据议案规定发行特别国债	各地发改委汇总申报项目后报国家发改委投资司, 征得国家发改委同意后再由国开行和农发行在清单内选择具体项目安排

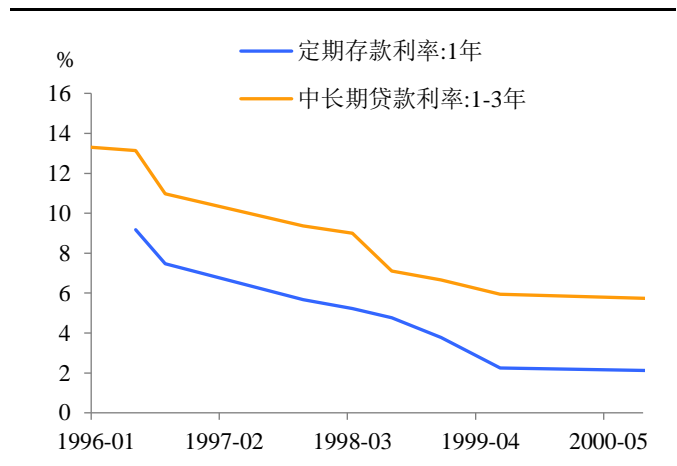
数据来源: 中国政府网, 财政部, 证券时报网, 东吴证券研究所

图3: 1997年亚洲金融危机时期, 经济下行压力较大



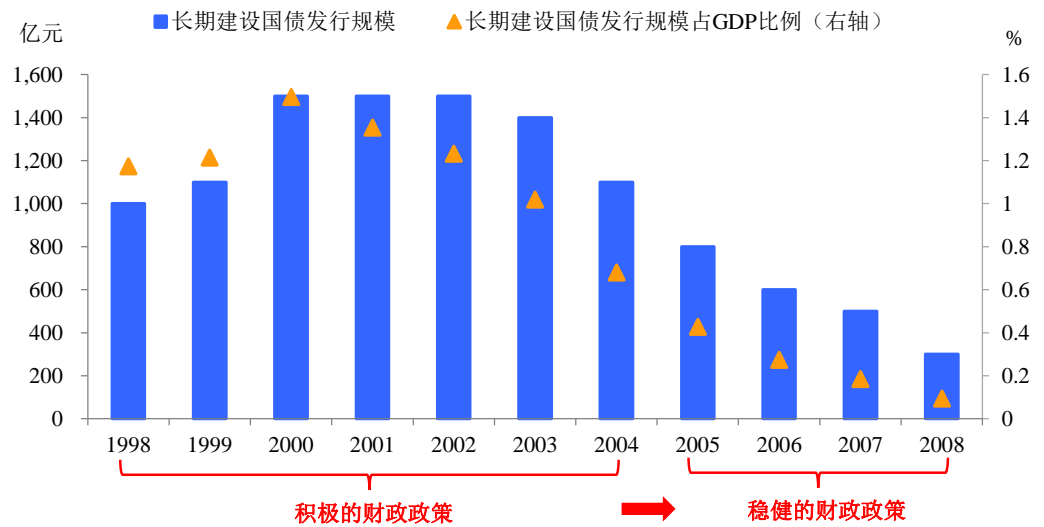
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 1998年前货币政策就“操作频频”



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图5: 1998-2008年期间长期建设国债保持发行



注: 包含预算内和年内增发两个部分。

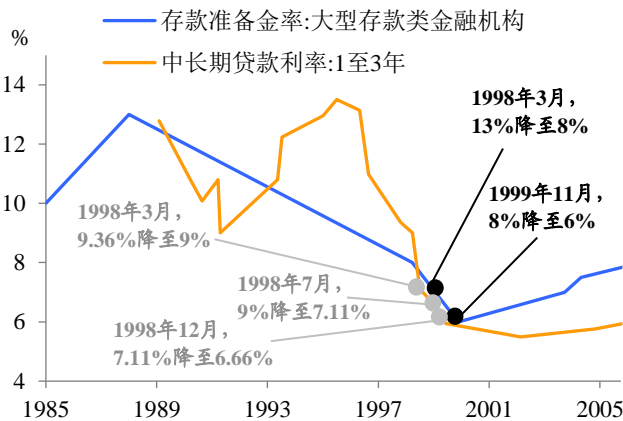
数据来源: Wind, 历年政府工作报告, 东吴证券研究所

图6: 历史上的三次上调赤字率均与长期建设国债相关

时间	会议	追加赤字	赤字变化	具体内容
1998.08.29	第九届全国人大常委会第四次会议	500亿元	460亿元+500亿元=960亿元	拟由财政部向国有商业银行发行1000亿元国债, 今年列入中央预算支出500亿元, 中央财政赤字扩大。剩下的第二年的500亿元由中央政府代地方政府举借, 不列入中央预算。
1999.08.30	第九届全国人大常委会第十一次会议	300亿元	1503亿元+300亿元=1803亿元	再向银行增发600亿元长期国债, 用于增加固定资产投资。增发的600亿元国债中, 300亿元列入今年中央财政预算, 相应扩大中央财政赤字; 其余300亿元国债, 由中央政府代地方政府举借, 不列入中央财政预算。
2000.08.25	第九届全国人大常委会第十七次会议	500亿元	2298亿元+500亿元=2798亿元	今年下半年再增发500亿元长期建设国债, 用于增加固定资产投资。500亿元国债全部列入中央财政预算, 相应扩大中央财政赤字。

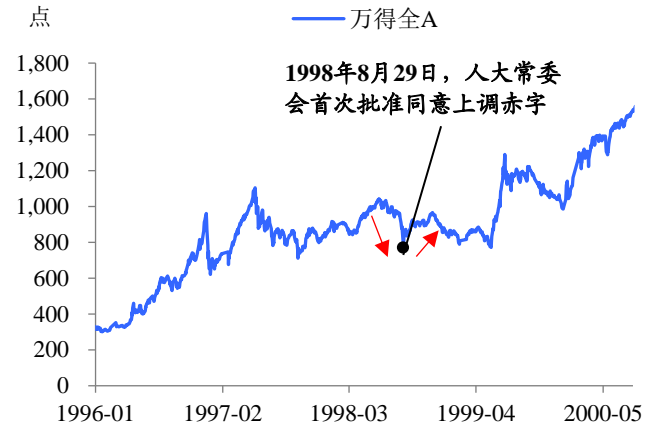
数据来源: 中国人大网, 央视网, 财政部, 东吴证券研究所

图7: 发行长期建设国债期间仍有货币政策“打配合”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 1998年8月上调赤字后对股市有一定提振作用



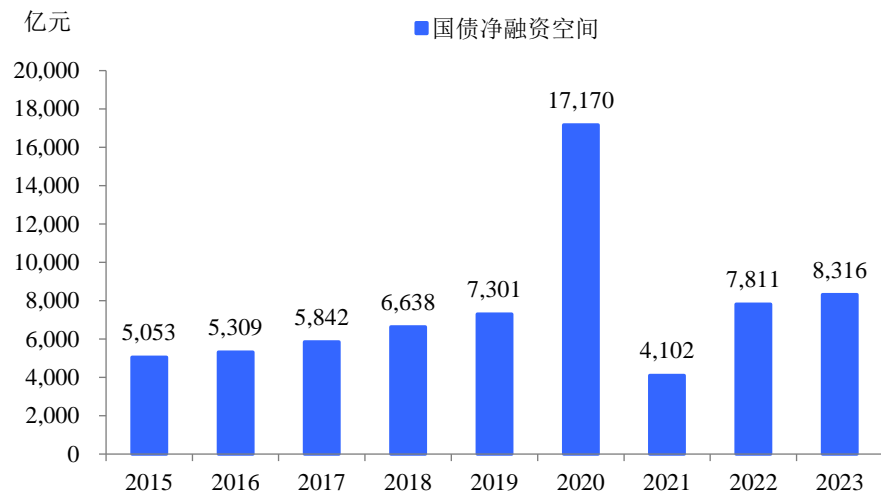
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 建设基金的重点投向领域从基建过渡至西部开发项目等领域

年份	金额 (亿元)	重点投向领域
1998	1,000	定向投向农林水利、交通、城市基础设施和环保、城乡电网建设与改造、中央直属储备粮库、经济适用住房六个方面的建设。
1999	1,100	重点投向在建国债项目和重点行业技术改造、重大项目装备国产化和高技术产业化、环保与生态建设、教育基础设施等方面的建设。
2000	1,500	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	1,500	重点投向在建项目和西部开发项目。
2002	1,500	重点投向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	1,400	重点投向续建项目和收尾项目, 同时加大对西部开发、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新增项目的支持力度。
2004	1,100	重点投向农村、社会事业、西部开发、东北地区等老工业基地、生态建设和环境保护项目, 保证续建国债项目建设。
2005	800	重点投向“三农”、社会发展、生态建设和环境保护等薄弱环节, 支持西部大开发、东北地区等老工业基地振兴, 支持老、少、边、穷地区加快发展。
2006	600	重点投向农林水利、科教文卫、生态建设、环境保护和西部开发等方面, 保证重点续建项目, 适当开工建设关系发展全局的重大项目。
2007	500	
2008	300	

数据来源: 中国政府网, 历年政府工作报告, 东吴证券研究所

图10: 2023年国债净融资空间约为8300亿元



注: 国债净融资空间=当年国债限额-上年国债余额-当年中央财政赤字预算。

数据来源: Wind, CEIC, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>