

增发国债解读

特别国债重出，稳增长力度再升级

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 李智能 0755-22940456 lizn@guosen.com.cn 执证编码：S0980516060001
证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

事项：

10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发10000亿特别国债和2023年中央预算调整方案的决议。

解读：

结论：中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理。全国财政赤字将由38800亿元增加到48800亿元，预计赤字率由3%提高到3.8%左右。本次增发国债较为特殊，既纳入特别国债管理，又追加赤字规模。我国仅在1998、1999与2000年连续3次年内追加赤字，增发长期建设国债（而非特别国债）以稳定特殊时期的经济增速。此外，我国历史上有三次新发特别国债，分别是1998年新发2700亿特别国债用于补充四大行资本金，2007年新发1.55万亿特别国债用于组建中投公司，和2020年新发1万亿抗疫特别国债。我国还分别在2017年和2022年对到期的特别国债进行了续发。

本次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。结合当前形势，本次增发国债虽在预期之外，但在情理之中。此前市场整体预期当前增发国债的可能性不高，一是特殊再融资债券发行规模超出市场预期，二是当前调整预算赤字增发国债时间较为仓促；三是三季度GDP增速略超市场预期，完成全年GDP目标的可能性大大增加。但今年财政收支处于紧平衡状态，政府性基金收入持续下降，本次特别国债发行可以更好地发挥财政政策的逆周期性。

财政政策发力需要货币政策的配合，预计央行将对特别国债发行有所反应。总体来看，新发特别国债将对长短期利率产生一定冲击，具体幅度主要取决于流动性、发行方式和经济基本面。本次特别国债发行释放积极政策信号，将有效支撑经济复苏。如果不考虑财政支出的倍数效应，保守估计2023年四季度单季GDP增速预测值将从5.5%上调至6.0%，相应地2023年全年GDP增速或接近5.5%。若考虑倍数效应，实际拉动效果可能更高。此次特别国债发行对2024年的GDP保守估计能额外推动提升约1个百分点。

◆ 历次追加赤字与特别国债发行回顾

本次增发国债较为特殊，既纳入特别国债管理，又追加赤字规模。本次是我国历史上第4次年内追加赤字。财政史上，我国仅在1998、1999与2000年连续3次年内追加赤字，增发长期建设国债（而非特别国债）以稳定特殊时期的经济增速，审批节点均为当年8月全国人大常委会会议。从背景上看，1998年受亚洲金融危机影响，1999年洪水等自然灾害与经济危机余波，2000年内需不足经济疲软，这三次增发规模分别为1000亿、600亿和500亿，分别占当年GDP的1.17%、0.66%和0.50%，是特殊时期财政逆周期调节的具体表现。

特别国债是指为特定目标发行的、具有明确用途的国债，具有较强灵活性。与普通国债相比，以往特别国债不计入赤字，且均纳入政府性基金预算，而未纳入中央预算；此外特别国债发行可由全国人大常委会审议通过，与普通国债相比具有较强的灵活性。从预算归属上看，本次增发国债并未纳入政府性基金预算，而是纳入中央预算。

表1: 历次年内追加预算

时间	1998年8月	1999年8月	2000年8月	2023年10月
增加赤字	追加500亿至960亿	追加300亿至1803亿	追加500亿至2798亿	追加10000至48800亿
用途	农林水利、交通通信、城市建设	重点行业技术改造、生态环保、教育设施	农林水利、交通通信、科技升级改造、教育设施	灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程等八大方面

资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

我国历史上有三次新发特别国债, 分别是1998年新发2700亿特别国债用于补充四大行资本金, 2007年新发1.55万亿特别国债用于组建中投公司, 和2020年新发1万亿抗疫特别国债。这三次发行特别国债可以归纳为两种原因, 分别为解决经济疲软、财政收支缺口问题(1998、2020)和解决流动性过剩问题(2007)。

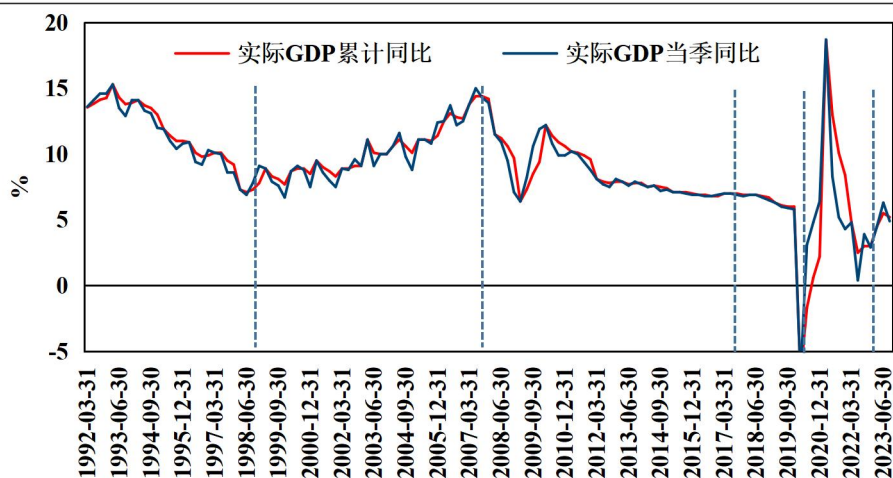
(1) 从发行背景来看, 1998年发行的2700亿特别国债主要用于补充四大行资本金。1978-1997年, 财政对银行的借款与透支等“信贷资金财政化”的行为使得我国银行不良贷款率攀升, 资本充足率下降。此外, 1997年由银行不良资产问题引发亚洲金融危机, 为防范金融风险、满足《商业银行法》和《巴塞尔协议》中银行资本充足率的要求, 财政部发行2700亿特别国债补充四大行资本金。

(2) 2007年发行的1.55万亿特别国债主要用于向央行购买等值外汇、组建中投公司, 以缓解人民银行压力、提高外汇收益。2001年加入WTO后, 我国出口规模和外资流入速度持续扩大, 到2007年外汇储备快速增长, 需要成立一家专门的机构来经营管理部分外汇储备。此外, 快速增长的外汇占款也使得国内基础货币投放被动增多, 出现流动性过剩问题。中投公司由财政部出资管理, 由于受法律的限制央行不能直接将外汇划拨财政部, 因此政府通过特别国债的方式完成外汇储备的转移。当年共发行8期、规模1.55万亿元特别国债, 其中第1期和第7期定向发行, 其他六期(约2000亿)则向市场公开发行。

(3) 第三次新发特别国债为2020年的1万亿抗疫特别国债。受新冠肺炎疫情影响, 2020年财政收支缺口不断扩大, 经济受到巨大冲击, 特别国债的发行是特殊时期的特殊举措。抗疫特别国债采用市场化方式发行, 用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出, 资金直达市县基层、直接惠企利民, 主要用于保就业、保民生。

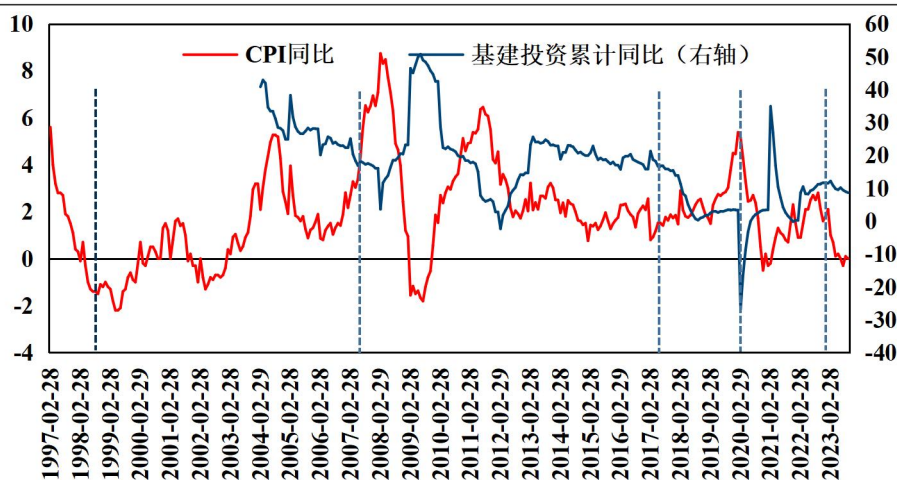
此外, 我国还分别在2017年和2022年对到期的特别国债进行了续发。2017年8月29日, 财政部到期续发2007年定向发行的第一期6000亿元特别国债, 分两期同步向有关商业银行定向发行, 以保持流动性合理适度和经济稳定。2022年, 鉴于2007年和2017年发行的部分特别国债到期, 在疫情困扰经济疲弱的背景下, 为筹集财政资金, 支持国民经济和社会事业发展, 财政部决定在全国银行间债券市场面向境内有关银行定向发行7500亿元特别国债。

图1: 历次特别国债发行时的GDP增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图2：历次特别国债发行与基建投资增速和 CPI 同比



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

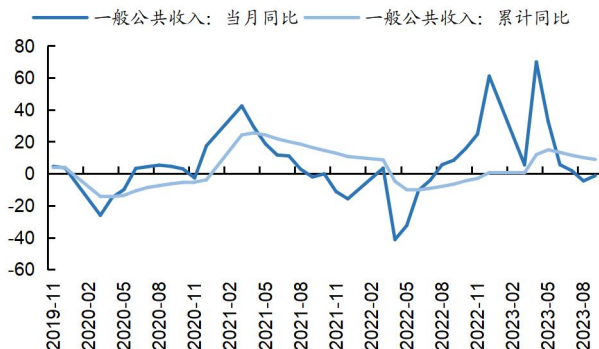
◆ 本次增发国债的用途与背景

据报道，此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用 5000 亿元，结转明年使用 5000 亿元。资金将重点用于灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设八大方面。财政部表示，下一步将及时启动国债发行工作，确保如期完成国债发行任务；做好预算下达工作，推动加快形成实物工作量；加强国债资金监管，确保资金按规定用途使用。

结合当前形势，本次增发国债在预期之外，情理之中。此前市场整体预期当前增发国债的可能性不高，一是截至目前特殊再融资债券发行近万亿，其发行规模与发行节奏本身超出市场预期，已对债券收益率造成较大影响；二是当前已经接近年底，年内调整预算赤字增发国债时间较为仓促；三是三季度 GDP 增速同比 4.9%略超市场预期（Wind 一致预期为 4.5%），四季度同比增速在低基数的影响下有望进一步回升，统计局测算只要四季度 GDP 增速能够达到 4.4%以上就能够完成全年目标（5.0%），因此增发国债的必要性似乎有所降低。

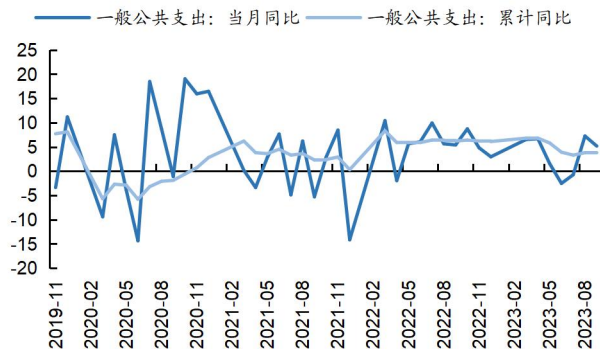
今年财政收支处于紧平衡状态，政府性基金收入持续下降，本次特别国债发行可以更好地发挥财政政策的逆周期性。随着留抵退税低基数的影响消失，自 8 月份起一般公共预算收入当月同比由正转负，8、9 月分别录得 -4.6%和 -1.3%。支出前三季度累计增速 3.9%，距离预算增速的 5.6%有一定缺口。另一方面，在房地产市场持续磨底的背景下，今年 1-9 月，受国有土地出让收入同比大幅下降 21.3%的影响，政府性基金收入大幅下滑 15.7%。整体来看，今年财政表现出收支紧平衡的状态，并未表现出较强的逆周期性。从债务上看，当前我国中央与地方政府的杠杆结构有所失衡，中央政府杠杆率在国际上仍位于较低水平。针对巨量地方隐性债务的一揽子化债政策有一定的顺周期性，在此背景下，本次特别国债的发行具有重要的特殊意义。主动突破《马斯特里赫特条约》所建议的 3%赤字率的警戒线，不仅体现出财政政策的逆周期调节，也释放出中央政府主动加杠杆、改善央地债务结构的信号。

图3: 剔除留抵退税影响, 今年一般公共预算收入有所下滑



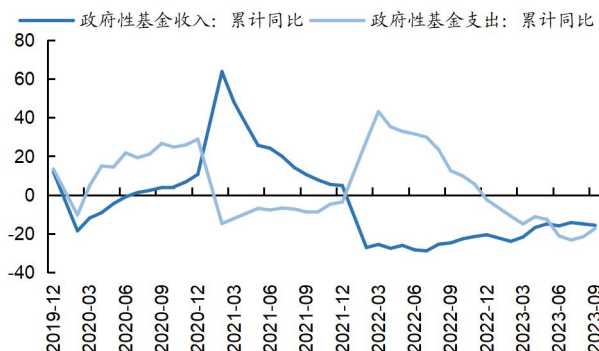
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图4: 公共支出累计增速低于预算



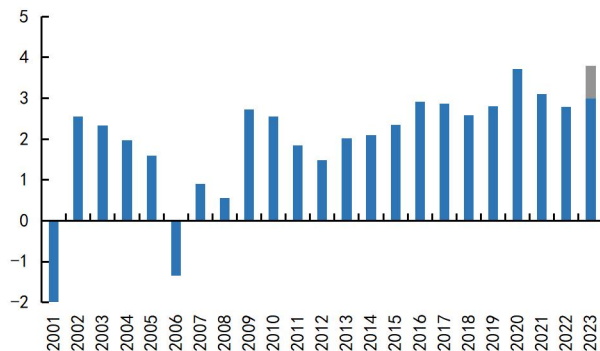
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图5: 政府性基金收支深度负增长



资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图6: 历年赤字率 (2023 年为预算赤字率)



资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

◆ 发行特别国债的影响分析

财政政策发力需要货币政策的配合, 预计央行将对特别国债发行有所反应。发行特别国债时, 央行往往以多种方式予以配合。1998 年, 央行通过降准 5 个百分点释放认购特别国债所需资金; 2007 年、2017 年和 2022 年, 央行从二级市场买入相应规模的特别国债; 2020 年, 央行加大公开市场投放保证流动性合理充裕。因此预计本次央行也将对特别国债发行做出相应配合, 以保证不会对市场造成较大扰动。总体来看, 新发特别国债必将对长短期利率产生一定冲击, 具体幅度主要取决于流动性、发行方式和经济基本面。

表2: 历次特别国债发行的央行配合

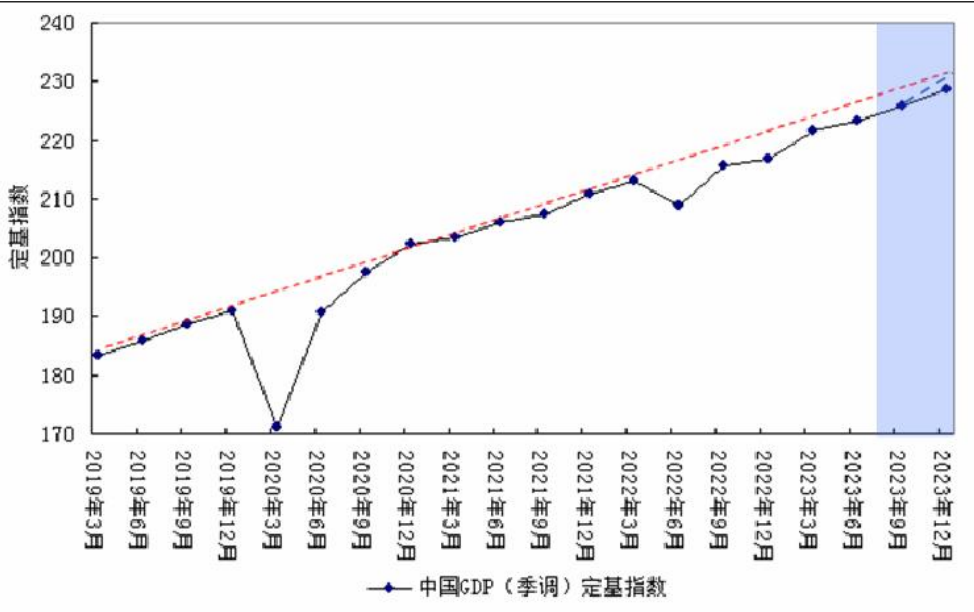
时间	发行规模	性质	央行配合
1998 年	2700 亿	新发	降准 5 个百分点
2007 年	1.55 万亿	新发	认购特别国债 1.35 万亿
2017 年	6964 亿	续发	认购特别国债 6000 亿
2020 年	1 万亿	新发	逆回购净投放 800 亿
2022 年	7500 亿	续发	公开市场买入 7500 亿
2023 年	1 万亿	新发	

资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

本次特别国债发行释放积极政策信号, 将有效支撑经济复苏。四季度计划使用 5000 亿特别国债, 具体对 GDP 的拉动取决于资金落地速度。去年四季度单季 GDP 约 33 万亿元, 如果不考虑财政支出的倍数效应, 保守估计 2023 年四季度单季 GDP 增速预测值将从 5.5% 上调至 6.0%, 相应地 2023 年全年 GDP 增速或接近 5.5%。

若考虑倍数效应，实际拉动效果可能更高。此次特别国债发行对 2024 年的 GDP 保守估计能额外推动提升约 1 个百分点。

图7: GDP 增速预测相应上修



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外市场风险不确定性。

相关研究报告：

- 《宏观经济数据前瞻-2023 年 9 月宏观经济指标预期一览》 ——2023-10-08
- 《双节假期海外金融市场事项快评-美债利率上升影响全球多数股指和商品价格下跌》 ——2023-10-08
- 《9 月 PMI 数据解读-“秋旺” 带动 PMI “双扩张” 》 ——2023-09-30
- 《2023 年 8 月财政数据快评-收入探底，支出提速》 ——2023-09-18
- 《宏观经济数据前瞻-2023 年 8 月宏观经济指标预期一览》 ——2023-09-04

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032