



宏观研究

【粤开宏观】我国历次调整预算和发行特别国债的背景、效果及启示

2023年10月29日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001

电话：13681810367

邮箱：niuqin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】增发1万亿国债的意义—宏观研究》2023-10-24

《【粤开宏观】美国2008年房地产危机的成因、处置和启示——海外房地产系列之二》2023-10-23

《【粤开宏观】库存周期的误区、分歧与辨析》2023-10-22

《【粤开宏观】经济下行压力最大的时刻已经过去：9月经济数据解读—宏观研究》2023-10-18

《【粤开宏观】特殊再融资债券重启—宏观研究》2023-10-15

导读：

为应对特殊时期的挑战和风险，我国曾推出过一系列财政应对措施，包括调整预算增发国债、发行特别国债、长期建设国债、专项建设基金以及使用政策性开发性金融工具等。其中，我国历史上曾出现过五次调整预算和三轮新发特别国债。

摘要：

一、历史上曾出现过五次预算调整

预算调整往往因年内发生了超预期变化，包括经济面临较大下行压力、重大自然灾害或财政制度调整等。我国历史上曾出现过五次预算调整，其中1998-2000年连续三年增发国债并调整预算，2008年和2016年仅调整预算，并不涉及赤字调整。

第一次（1998年8月）：增发国债、调整预算。

1998年受亚洲金融危机的影响，外贸出口增幅下降，国内市场需求不旺；入汛以来，长江中下游地区和嫩江、松花江流域又遭受了极为严重的洪涝灾害，经济面临较大下行压力。上半年GDP同比增长7.1%，实现全年8%的目标困难较大。

经全国人大常委会批准，财政部发行1000亿元国债，作为国家预算基础设施建设专项投资，定向用于防洪、治涝、农田灌溉、铁路公路、重点空港等建设性支出。1000亿元国债分两年纳入国家预算，打入财政赤字，1998年列入中央预算支出500亿元，中央财政赤字由年初预算的460亿元扩大到960亿元。1998年全年GDP增长7.8%，基本实现了全年经济增长目标。

第二次（1999年8月）：增发国债、调整预算。

1999年3月份后，国内有效需求不足的问题再次凸显，集中为外贸出口和外商直接投资下降、消费需求不振、固定资产投资增速较慢和物价持续走低。

在年初确定的国债发行规模的基础上，财政部增发600亿元长期国债，用于增加固定资产投资，其中，300亿元列入中央财政预算，相应扩大中央财政赤字；300亿元由中央代地方政府举借，不列入中央财政预算。

第三次（2000年8月）：增发长期建设国债、调整预算。

前期政策促进下经济出现回升态势，但基础尚不牢固，为了进一步巩固和发展经济回升的良好势头，财政部增发500亿元长期建设国债，全部纳入中央预算。筹集的资金基本用于在建的国债项目，带动这批项目早日完工，发挥社会效益。

连续三年积极财政政策的实施，将经济拉回快速增长的通道，同时加强重点领域基础设施建设，为以后的经济高质量发展打下基础。



第四次（2008年6月）：仅调整预算。

2008年5月12日，四川汶川发生8.0级特大地震。为了开展灾后重建工作，中央财政拟从当年起建立地震灾后恢复重建基金。从具体安排来看，2008年中央财政安排地震灾后恢复重建基金收入预算700亿元，其中调用中央预算稳定调节基金600亿元，除此之外，车辆购置税、彩票公益金、中央国有资本经营预算分别安排50亿元、10亿元和50亿元。本次调整仅涉及账户间的变动，中央财政赤字规模不变。

第五次（2016年11月）：技术性调整预算。

自2016年5月1日起，我国开始全面推行营改增改革试点，同步实施调整中央与地方增值税收入划分的过渡方案。为了确保地方既有财力不变，中央集中的收入增量1780亿元通过均衡性转移支付分配给地方，主要用于加大对中西部地区的支出力度。本次预算调整属于按照预算法进行的技术性调整，地方一般公共预算收入因上划中央而减少1780亿元，因中央新增对地方税收返还而增加1780亿元，两者相抵，地方一般公共预算收入总量不变。全国财政预算收支总额及赤字不变，仅在中央和地方财政预算收支结构有一些变化。

二、三轮特别国债：特殊背景的“特殊”政策工具

为了应对突发事件，除调整预算增发国债外，我国分别于1998年、2007年、2020年三次新发特别国债。1998年用于补充四大商业银行资本金；2007年用于注册成立中投公司管理外汇，于2017年和2022年到期，故又分别发行特别国债续作；2020年抗疫特别国债。

相较于普通国债，特别国债在资金用途、审批流程以及预算管理方面存在明显区别。其一，特别国债是在特殊背景下发行的用于服务重大政策目标或应对重大公共危机，专款专用。**其二**，特别国债由国务院提请全国人大常委会审议，批准后由财政部执行，发行相对灵活、审批流程高效。**其三**，特别国债一般不列入财政赤字，收支纳入中央政府性基金预算。

第一轮（1998年）：发行2700亿元特别国债，补充四大行资本金。

1998年发行的2700亿元特别国债是特别性质的国债，其发行目的在于向四大行注资，满足《巴塞尔协议》对资本充足率的要求和应对高不良贷款率。

本次特别国债的发行分两步走：一是1998年3月21日中国人民银行将存款准备金率从13%一次性降到8%，四大行超2400亿元的资金从法定准备金变为可使用的超额准备金。人民银行要求四大行将这些资金以及其他超储共计2700亿元存放到央行的专用户头上。二是1998年8月18日四大行将存放于央行账户上的资金用于认购特别国债。财政部用发行特别国债筹集的资金注资四大行，提高商业银行资本充足率和清偿能力，为金融体系平稳运行打下基础。

第二轮（2007年）：回收流动性，抑制通胀，提高外汇经营收益，注资成立中投公司。

进入21世纪后，我国国际收支持续顺差，外汇储备持续攀升；在强制结售汇背景下，国内出现流动性过剩、资产价格泡沫和物价上涨等问题。



为此，财政部向农业银行和社会公众发行 1.55 万亿元国债用于购买约 2000 亿美元的外汇。财政部先向农业银行定向发行 1.35 万亿元国债，筹集到人民币资金后向央行购买等值外汇，央行再用出售外汇换取的人民币资金向农行购买特别国债。这一过程属于资产置换，央行资产端减少 1.35 万亿人民币等值的外汇储备，同时增加 1.35 万亿元特别国债。同时，财政部向社会公开发行人 2000 亿元国债，从市场回收流动性，所筹资金亦用来购买外汇，作为成立中投公司的资本金。

本次特别国债期限集中分布在 10 年和 15 年，分别于 2017 年和 2022 到期，财政部分别发行 6964 亿元和 7500 亿元进行续发。

第三轮（2020 年）：抗疫特别国债。

2020 年财政发行抗疫特别国债 1 万亿元，通过特殊转移支付机制直达基层，用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出。

与前两次特别国债本息全部由中央承担不同，此次利息由中央全额负担，3000 亿元调入一般公共预算收入，由中央还本；但是转移分配给地方的 7000 亿元，由地方统筹项目投资收益等分年偿还。

三、本次增发国债有哪些值得关注的点？

10 月 24 日，经全国人大常委会批准，财政部将在今年四季度增发 1 万亿元国债，并通过转移支付方式全部安排给地方。**本次特别国债有三个值得关注的点：**

1、为何在当前时点推出？

此次预算调整接近年末，为何不直接增加 2024 年预算而是调整 2023 年预算。一方面，当前宏观经济形势总体持续恢复，但总需求不足、微观主体信心不振的问题依然存在，增发国债有利于加强基础设施建设，扩大总需求，为四季度和明年的经济运行打下好的基础。另一方面，有利于增加可支配财政资金，有利于更好地落实积极的财政政策。

2、为什么作为特别国债管理的增发国债推升赤字？

此次增加国债、追加赤字是自 1998 年、1999 年和 2000 年后，第四次年内作出预算调整，时隔 23 年，具有极其重要的信号意义。

调整后，赤字率将上升到 3.8% 左右。长期以来，社会各界将赤字率 3% 视为财政纪律的警戒线，将赤字率 3% 视为财政积极与与否的标志。此次党中央、国务院审时度势，实事求是根据经济社会发展形势及时作出调整，以实际行动突破 3% 的赤字率束缚，向国内国际市场传递更为积极的财政政策信号。

3、为什么纳入中央赤字而非地方赤字？

本次增发国债全部列入中央财政赤字，由中央政府承担还本付息责任，不增加地方债务负担。这主要是考虑到经过疫情三年的冲击以及地产、城投风险的持续发酵，地方财力受到极大影响。

与主要经济体相比，我国的地方政府债务占比偏高，债务增长对地方政府产生了较大压力。截至 2022 年底，英国（99.4%）、巴西（95.5%）、美国（90.7%）、



韩国（88.4%）、法国（82.5%）和日本（82.0%）等主要经济体中央政府债务占比均超过 80%；而我国中央政府占比仅为 40.7%，在全球来看处于较低水平。中央政府加杠杆的空间较大，增发国债、降低地方债占比是长期趋势。

四、启示

一是不存在一成不变的政策和财政警戒线，根据经济社会发展形势及时做出政策调整是必要的。当经济遭遇重大内外部冲击时，政策有必要及时做出调整，加大逆周期调节力度。过去 3% 赤字率的警戒线源自欧元区《马斯特里赫特条约》，中国有一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算四本预算，赤字仅覆盖一般公共预算，实际上，狭义的 3% 赤字率早已不能反映财政政策真实的积极程度。预算赤字率突破 3% 并不意味着放弃财政纪律，财政纪律依赖的是完善的财政管理制度和奖惩体系。

二是财政和货币政策要加强协同联动，才能发挥出更好效果，货币金融政策要从数量和价格上配合财政发债。增发国债一般需要有相对宽松的货币政策配合，包括降准动作等。

三是当前中国经济还存在部分短板，基建投资仍有空间，但呈现出区域不均衡和投向不均衡，关键是找到相应领域并加大补短板力度。随着近年来中国基建投资快速发展，一系列大国工程先后发挥重大作用，关于基建投资空间和潜力的讨论较多。我国基建投资仍具有较大空间，尤其是在减灾防灾比如城市排水防涝、防洪建设等方面，同时我国基建投资呈现出区域结构不均衡的特点。再比如，大城市停车场建设、新能源充电桩建设等均有较大空间。当然，要坚决防止过剩投资以及利用率低的基建投资。

风险提示：外部冲击超预期



目 录

一、五次预算调整和三次增发国债.....	6
二、三轮特别国债：应对特殊事件的特殊工具.....	8
三、本次增发国有哪些值得关注的点.....	11
四、启示.....	13

图表目录

图表 1：历史上五次预算调整和三次增发国债对比.....	6
图表 2：三轮特别国债对比.....	8
图表 3：2007 年特别国债发行情况.....	10
图表 4：特别国债到期续发情况.....	10
图表 5：2022 年抗疫特别国债发行情况.....	10
图表 6：我国中央政府政府占比偏低.....	12



一、五次预算调整和三次增发国债

回溯历史，我国曾出现过五次预算调整，其中 1998-2000 年连续三年增发国债并调整预算，2008 年和 2016 年仅调整预算，并不涉及追加赤字。增发国债会推高当年赤字，必须调整预算，但调整预算并不必然伴随着赤字增加，可能仅涉及账户间的调整或技术性调整。预算调整往往因年内发生了超预期变化，包括经济面临较大下行压力、重大自然灾害或财政制度调整等。

图表 1: 历史上五次预算调整和三次增发国债对比

时间	措施	背景	具体内容	投向
1998 年	增发国债、调整预算	亚洲金融危机冲击叠加特大洪汛，经济面临较大压力。	发行 1000 亿元国债，分两年纳入国家预算；1998 中央财政赤字将由年初预算的 460 亿元扩大到 960 亿元。	定向用于防洪、治涝、农田灌溉、铁路公路、重点空港、邮电通信、城市基础设施、环境保护等建设性支出。
1999 年	增发国债、调整预算	外贸出口和外商直接投资下降，消费需求持续不振，固定资产投资增长放慢，物价连续下降的趋势继续发展。	增发 600 亿元长期国债，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。	用于增加固定资产投资，主要用于在建的基础设施项目、一些重点行业的技术改造、重大项目装备国产化和高技术产业化、环保与生态建设以及科技基础设施等。
2000 年	增发国债、调整预算	经济回升的基础尚不稳固。	增发 500 亿元长期建设国债，中央预算赤字由 2000 年年初预算的 2298 亿元扩大到 2798 亿元。	新增国债基本用于在建的国债项目建设，促使这批项目早日竣工，发挥效益。
2008 年	调整预算	5 月 12 日，四川省汶川发生 8.0 级特大地震。	中央财政拟安排地震灾后恢复重建基金收入预算 700 亿元。	/
2016 年	调整预算	全面推进营改增改革试点，调整中央与地方增值税收入划分的过渡方案。	中央集中的收入增量 1780 亿元通过均衡性转移支付分配给地方，主要用于加大对中西部地区的支出力度。	/

资料来源：粤开证券研究院根据公开资料整理。

第一次（1998 年 8 月）：增发国债、调整预算。

1998 年，受亚洲金融危机的影响，我国经济面临极其复杂的内外部环境。外贸出口增幅下降，国内市场需求不旺，居民储蓄倾向增强，银行货币回笼大幅增加，已经出现某些通过紧缩的迹象。同时入汛以来，长江中下游地区和嫩江、松花江流域又遭受了极为严重的洪涝灾害。1998 年上半年 GDP 同比增长 7.1%，实现全年 8% 的经济增长目标难度较大，必须进一步加大宏观调控力度。这一年的“保八”，不仅具有重要的经济意义，促进国内经济社会发展、增加就业和居民收入，更具有重要的政治意义，增强全国人民战胜经济困难和外国投资者对中国经济发展前景的信心，也有利于香港经济稳定。

1998 年 8 月，全国人大常委会批准了国务院提出的增发当年国债和 1998 年调整中



央财政预算方案的决议。财政部向国有商业银行发行 1000 亿元国债，作为国家预算内基础设施建设专项投资，定向用于防洪、治涝、农田灌溉、铁路公路、重点空港等建设性支出。1000 亿元国债在 1998 年和 1999 年分两年纳入国家预算，打入财政赤字，1998 年列入中央预算支出 500 亿元，中央财政赤字由年初预算的 460 亿元扩大到 960 亿元。实践证明，这项政策的实施有力地拉动了经济增长，1998 年全年 GDP 增长 7.8%，基本实现了全年经济增长目标。

第二次（1999 年 8 月）：增发国债、调整预算。

1999 年 3 月份后，国内有效需求不足的问题再次凸显，集中表现在以下四个方面：一是外贸出口和外商直接投资下降。1-6 月出口同比下降 4.6%、外商直接投资实际使用资金同比下降 9.2%。二是消费需求不振。1-6 月社会消费品零售总额同比增长 6.4%，其中 4、5、6 月份分别增长 5.7%、5.3%和 5.4%，呈下降趋势。三是固定资产投资增速持续下行。1-3 月固定资产投资同比增长 22.7%，1-4 月增长 18.1%、1-5 月增长 17.6%，1-6 月继续降到 15.1%，下降速度较快。由于 1998 年安排的 1000 亿元国债资金基本拨付完毕，若没有增量措施，下半年投资增速将进一步下降。四是物价持续走低。6 月 CPI 同比-2.1%，已经是连续 14 个月负增长。

1999 年 8 月，全国人大常委会批准增发国债和 1999 年中央财政预算调整方案。在年初确定的国债发行规模的基础上，财政部在年内向商业银行增发 600 亿元长期国债，其中，300 亿元列入中央财政预算，相应扩大中央财政赤字，中央财政赤字将由年初预算的 1503 亿元扩大到 1803 亿元；300 亿元由中央代地方政府举借，不列入中央财政预算。筹集的资金用于增加固定资产投资，主要用于在建的基础设施项目、一些重点行业的技术改造、重大项目装备国产化和高技术产业化、环保与生态建设以及科技基础设施等。1999 年国民经济实现稳定增长，GDP 同比增长 7.7%。

第三次（2000 年 8 月）：增发长期建设国债、调整预算。

前期政策促进经济出现回升态势，但基础尚不牢固，多数消费品价格继续回落、1-5 月固定资产投资尚未回到两位数时代。为了进一步巩固和发展经济回升的良好势头，同时确保前两年安排的国债项目尽快建成并发挥效益，2000 年 8 月，全国人大常委会批准增发长期建设国债和 2000 年中央财政预算调整方案。财政部向商业银行增发 500 亿元长期建设国债，全部纳入中央预算，中央预算赤字由 2000 年年初的 2298 亿元扩大到 2798 亿元。筹集的资金基本用于在建的国债项目，带动这批项目早日完工，发挥社会效益。连续三年的积极财政政策的实施，将经济拉回快速增长的通道，同时加强重点领域基础设施建设，为以后的经济高质量发展打下基础。2000 年 GDP 增长率回升至 8.5%，CPI 同比上涨 1.5%，宏观经济稳定发展。

第四次（2008 年 6 月）：仅调整预算。

2008 年 5 月 12 日，四川省汶川县发生 8.0 级特大地震，成为新中国成立以来破坏性最强、波及范围最广、救灾难度最大的一次地震。汶川地震受灾面积约 50 万平方公里，截至 2008 年 9 月，累计受灾总人口达 4625.6 万人，造成直接经济损失 8451.4 亿元。为了开展灾后重建工作，恢复受灾地区正常的生产和生活秩序，中央财政拟调整 2008 年中央预算，从当年起建立地震灾后恢复重建基金。

从具体安排来看，2008 年中央财政拟安排地震灾后恢复重建基金收入预算 700 亿元，中央财政调用中央预算稳定调节基金 600 亿元，除此之外还对 2008 年预算支出做相应调整，车辆购置税、彩票公益基金、中央国有资本经营预算分别安排 50 亿元、10 亿元和 50 亿元用于灾后恢复重建。调整后，“中央财政收入”没有变化，“调入中央预算稳定调节基金”增加 600 亿元，“中央财政支出”增加 600 亿元，中央财政赤字规模不变。



第五次（2016年11月）：技术性调整预算。

自2016年5月1日起，我国开始全面推行营改增改革试点，同步实施调整中央与地方增值税收入划分的过渡方案。根据方案，将原中央、地方按照75:25比例分享的国内增值税和100%作为地方收入的营业税（除部分金融机构总部缴纳的营业税归属中央外），改为所有行业缴纳的国内增值税和5月1日后入库的营业税均由中央和地方按照50:50的比例分享。为了确保地方既有财力不变，中央集中的收入增量通过均衡性转移支付分配给地方，主要用于加大对中西部地区的支出力度。

据此，2016年中央一般公共预算收入调增1780亿元，相应中央对地方转移支付增加1780亿元。本次预算调整属于按照预算法进行的技术性调整，地方一般公共预算收入因上划中央而减少1780亿元，因中央新增对地方税收返还而增加1780亿元，两者相抵，地方一般公共预算收入总量不变。全国财政预算收支总额及赤字不变，仅在中央和地方财政预算收支结构有一些变化。

二、三轮特别国债：应对特殊事件的特殊工具

为了应对突发事件，除调整预算增发国债外，我国分别于1998年、2007年、2020年三次新发特别国债。1998年用于补充四大商业银行资本金，推动商业银行改革；2007年用于注册成立中投公司管理外汇，抑制通胀同时提高外汇收益水平，其中部分于2017年和2022年到期，故又分别发行特别国债续作；2020年抗疫特别国债用于应对突发疫情冲击，作为直达资金转移支付给基层政府，支持抗疫、减税降费和基建等，稳定总需求，维护经济社会稳定。

相较于普通国债，特别国债在资金用途、审批流程以及预算管理方面存在明显区别。**其一**，普通国债作为常态化债务工具用于弥补财政赤字，而特别国债是在特殊背景下发行的用于服务重大政策目标或应对重大公共危机，专款专用。**其二**，普通国债需要全国人大批准的预算赤字，而特别国债发行往往具有急迫性，仅需国务院提请全国人大常委会审议，批准后由财政部执行，发行相对灵活、审批流程高效。**其三**，特别国债一般不列入财政赤字，无需调整中央预算，仅纳入当年国债余额限额管理，收支纳入中央政府性基金预算。

图表2：三轮特别国债对比

年份	1998年	2007年	2020年
发行规模	2700亿元	1.55万亿元	1万亿元
发行方式	定向发行	定向1.35万亿元、公开2000亿元	全部市场化发行
期限	30年期	10年期、15年期	10年期
配套货币政策	将存款准备金率从13%降至8%，为四大行释放约2400亿元资金。	在央票到期高峰时段分期发行，农行发行的1.35万亿元由央行全部回购。	通过逆回购等维护流动性，其他政府债券错峰发行。
资金用途	补充四大行资本金	成立国家外汇投资公司	抗疫

资料来源：粤开证券研究院根据公开资料整理。



第一轮（1998 年）：发行 2700 亿元长期特别国债，补充四大行资本金。

1998 年发行的 2700 亿元特别国债发行目的在于向四大行注资，满足《巴塞尔协议》对资本充足率的要求和应对高不良贷款率。1996 年 9 月，中国人民银行加入国际清算银行，需满足《巴塞尔协议》规定的银行资本充足率不低于 8% 的要求，1995 年生效的《商业银行法》亦有相同规定。但实际上商业银行的资本充足率远低于这一要求，当时工商银行一级资本比例为 2.39%，农业银行为 2.53%，中国银行为 3.47%，建设银行为 2.95%。资本充足率不足和不良资产放大，严重限制了我国商业银行的生存和发展。

1997 年，全国人大常会通过决议，由财政部发行 2700 亿元特别国债补充国有独资商业银行资本金。本次特别国债的发行分两步走：一是 1998 年 3 月 21 日中国人民银行将存款准备金率从 13% 一次性降到 8%，四大行超 2400 亿元的资金从法定准备金变为可使用的超额准备金。人民银行要求四大行将这些资金以及其他超储共计 2700 亿元存放到专用户头上。二是 1998 年 8 月 18 日四大行将存放于央行账户上的资金用于认购特别国债。财政部用发行特别国债筹集的资金注资四大行，提高商业银行资本充足率和清偿能力，为金融体系平稳运行打下基础。

第二轮（2007 年）：回收流动性，抑制通胀，提高外汇经营收益，注资成立中投公司。

2007 年发行的 1.55 万亿元特别国债，采用定向与市场化结合的方式，用于购买外汇缓解流动性过剩问题，同时提高外汇经营收益。进入 21 世纪后，我国国际收支持续顺差，外汇储备持续攀升。截至 2007 年 8 月，官方外汇储备突破 1.4 万亿美元，远超偿付外债和进口所需的准备性资金额。同时，在强制结售汇背景下，国内出现流动性过剩、资产价格泡沫和物价上涨等问题。2007 年 6-7 月，我国 CPI 同比为 4.4% 和 5.6%，8-12 月一直稳定在 6% 以上，其中 11 月达到 6.9%，2008 年初连续突破 7% 和 8%。央行上调准备金率、发行票据等货币政策未能有效缓解问题，仅靠单一的货币政策不够，我国再次发行特别国债。

此次特别国债采取多对象、分批次的发行方式，财政部面向农业银行和社会公众发行 1.55 万亿元国债用于购买约 2000 亿美元的外汇。由于《中国人民银行法》规定人民银行“不得直接认购、包销国债”，故财政部先向农业银行定向发行 1.35 万亿元国债，筹集到人民币资金后向央行购买等值外汇，央行再用出售外汇换取的人民币资金向农行购买特别国债。这一过程属于资产置换，央行资产负债表中资产端减少 1.35 万亿人民币等值的外汇储备，同时增加 1.35 万亿元特别国债，负债端没有变化。同时，财政部向社会公开发行 2000 亿元国债，从市场回收流动性，所筹资金亦用来购买外汇。

财政部购买外汇作为成立中投的资本金，发挥了抑制货币流动性、提高外汇经营收益、促进财政政策和货币政策协调配合，以及支持国内企业的国际发展。一是注资中投，发展“主权财富基金”可降低过度集中的外汇投资带来的风险。过往大量的外汇储备主要是用于购买国外债券，其中 2/3 左右是用于购买美国国债，所以投资方向较为单一，风险较大。二是此次特别国债与等值的外汇资产相对应，属于有较强变现能力的金融资产，所购买的外汇资金以提高收益为主要目标，也提高外汇资产的收益能力。三是长期以来我国债券市场规模相对偏小、结构单一，成为制约公开市场操作效率的主要因素，此次特别国债的发行不仅为央行公开市场操作提供了有效的工具，还有助于改善和丰富国债的品种、期限结构，促进债券市场的健康发展。

本次特别国债期限集中分布在 10 年期和 15 年期，分别于 2017 年和 2022 到期，财政部分别发行 6964 亿元和 7500 亿元进行续作。


图表3：2007年特别国债发行情况

序号	交易代码	债券简称	发行起始日	发行方式	实际发行规模(亿元)	发行期限(年)	票面利率(%)	到期日
1	0700001.IB	07 特别国债 01	2007-08-29	定向	6000	10	4.30	2017-08-29
2	0700002.IB	07 特别国债 02	2007-09-17	公募	320	15	4.68	2022-09-18
3	0700003.IB	07 特别国债 03	2007-09-21	公募	351	10	4.46	2017-09-24
4	0700004.IB	07 特别国债 04	2007-09-28	公募	363	15	4.55	2022-09-29
5	0700005.IB	07 特别国债 05	2007-11-02	公募	350	10	4.49	2017-11-05
6	0700006.IB	07 特别国债 06	2007-11-16	公募	356	15	4.69	2022-11-19
7	0700007.IB	07 特别国债 07	2007-12-11	定向	7500	15	4.45	2022-12-11
8	0700008.IB	07 特别国债 08	2007-12-14	公募	263	10	4.41	2017-12-17

资料来源: wind、粤开证券研究院

图表4：特别国债到期续发情况

序号	交易代码	债券简称	发行起始日	发行方式	实际发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)
1	1700001.IB	17 特别国债 01	2017-08-29	定向	4000	7	3.60
2	1700002.IB	17 特别国债 02	2017-08-29	定向	2000	10	3.62
3	1700003.IB	17 特别国债 03	2017-09-18	公募	360	5	3.59
4	1700003X.IB	17 特别国债 03(续发)	2017-10-30	公募	340	5	3.59
5	1700003X2.IB	17 特别国债 03(续2)	2017-11-27	公募	264	5	3.59
6	2200001.IB	22 特别国债	2022-12-12	定向	7500	3	2.48

资料来源: wind、粤开证券研究院

第三轮（2020年）：抗疫特别国债。

2020年财政发行抗疫特别国债1万亿元，通过特殊转移支付机制直达基层，用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出。2020年初受新冠疫情影响，经济下行压力较大。2020年一季度GDP同比-6.9%。为应对疫情冲击，筹集财政资金，2020年《政府工作报告》明确，将发行1万亿元抗疫特别国债，全部转给地方主要用于公共卫生等基础设施建设和抗疫支出。本次抗疫特别国债均采用公开发行的方式，发行期限以10年期为主，共发行7000亿元，并适当搭配5年期（2000亿元）和7年期（1000亿元）。

此外，与前两次特别国债本息全部由中央承担不同，此次利息由中央全额负担，3000亿元调入一般公共预算收入，建立特殊转移支付转给地方，用于六保和应对2020年下半年不确定性，由中央还本；剩余7000亿通过政府性基金转移分配给地方用于基建和抗疫支出，由地方统筹项目投资收益等分年偿还。

图表5：2022年抗疫特别国债发行情况

序号	交易代码	债券简称	发行起始日	发行方式	实际发行规模(亿元)	发行期限(年)	票面利率(%)	到期日
1	2000001.IB	20 抗疫国债 01	2020-06-18	公募	500	5	2.41	2025-06-19
2	2000002.IB	20 抗疫国债 02	2020-06-18	公募	500	7	2.71	2027-06-19
3	2000003.IB	20 抗疫国债 03	2020-06-23	公募	700	10	2.77	2030-06-24



序号	交易代码	债券简称	发行起始日	发行方式	实际发行规模(亿元)	发行期限(年)	票面利率(%)	到期日
4	2000001X. IB	20 抗疫国债 01(续发)	2020-06-30	公募	500	5	2.41	2025-06-19
5	2000003X. IB	20 抗疫国债 03(续发)	2020-06-30	公募	700	10	2.77	2030-06-24
6	2000002X. IB	20 抗疫国债 02(续发)	2020-07-01	公募	500	7	2.71	2027-06-19
7	2000003X2. IB	20 抗疫国债 03(续 2)	2020-07-02	公募	700	10	2.77	2030-06-24
8	2000003X3. IB	20 抗疫国债 03(续 3)	2020-07-07	公募	700	10	2.77	2030-06-24
9	2000001X2. IB	20 抗疫国债 01(续 2)	2020-07-08	公募	500	5	2.41	2025-06-19
10	2000003X4. IB	20 抗疫国债 03(续 4)	2020-07-09	公募	700	10	2.77	2030-06-24
11	2000001X3. IB	20 抗疫国债 01(续 3)	2020-07-14	公募	500	5	2.41	2025-06-19
12	2000004. IB	20 抗疫国债 04	2020-07-15	公募	700	10	2.86	2030-07-16
13	2000004X. IB	20 抗疫国债 04(续发)	2020-07-21	公募	700	10	2.86	2030-07-16
14	2000004X2. IB	20 抗疫国债 04(续 2)	2020-07-23	公募	700	10	2.86	2030-07-16
15	2000004X3. IB	20 抗疫国债 04(续 3)	2020-07-28	公募	700	10	2.86	2030-07-16
16	2000004X4. IB	20 抗疫国债 04(续 4)	2020-07-30	公募	700	10	2.86	2030-07-16

资料来源: wind、粤开证券研究院

三、本次增发国有哪些值得关注的点

本次增发国债在操作上更类似于 1998-2000 年，纳入中央一般公共预算管理，扩大赤字，但在管理上作为特别国债管理，突出专款专用。10 月 24 日，全国人大常委会批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，财政部将在今年四季度增发 1 万亿元国债，并通过转移支付方式全部安排给地方，其中，今年拟安排使用 5000 亿元，结转明年使用 5000 亿元。在资金使用方面，将重点用于八大方面：灾后恢复重建、重点防洪工程、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 and 京津冀受灾地区高标准农田建设。本次调整后，中央本级支出不变，中央对地方转移支付比年初预算增加 5000 亿元，地方一般公共预算支出预算相应增加 5000 亿元。与此同时，财政赤字也相应增加。2023 年全国财政赤字由 38800 亿元提高至 48800 亿元，中央财政赤字由 31600 亿元增加到 41600 亿元，预计财政赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。

本次特别国债有三个值得关注的点：

1、为何在当前时点推出？

历史上三次调整预算增发国债均发生在八月底，而此次预算调整在十月末，接近年末，为何不直接增加 2024 年预算而是调整 2023 年预算。一方面，当前宏观经济形势总体持续恢复，但总需求不足、微观主体信心不振的问题依然存在，增发国债有利于加强基础设施建设，扩大总需求，巩固经济回升势头，为四季度和明年的经济运行打下好的基础。另一方面，有利于增加可支配财政资金，有利于更好地落实积极的财政政策。今年以来受制于房地产市场总体低迷等，土地出让收入继续大幅下行，政府性基金预算收入持续负增长，制约了财政支出的力度。1-9 月一般公共预算收入与政府性基金预算收入之和低于年初的预算目标，其中，一般公共预算收入与政府性基金预算收入之和两年平均增速为-4.5%；两本预算支出之和的两年平均增速仅为 2.7%。



2、为什么作为特别国债管理的增发国债推升赤字？ 本次政策工具选择增发国债计入赤字并调整预算，但作为特别国债管理。此次增加国债、追加赤字是自 1998 年、1999 年和 2000 年后，第四次年内作出预算调整，时隔 23 年，具有极其重要的信号意义。

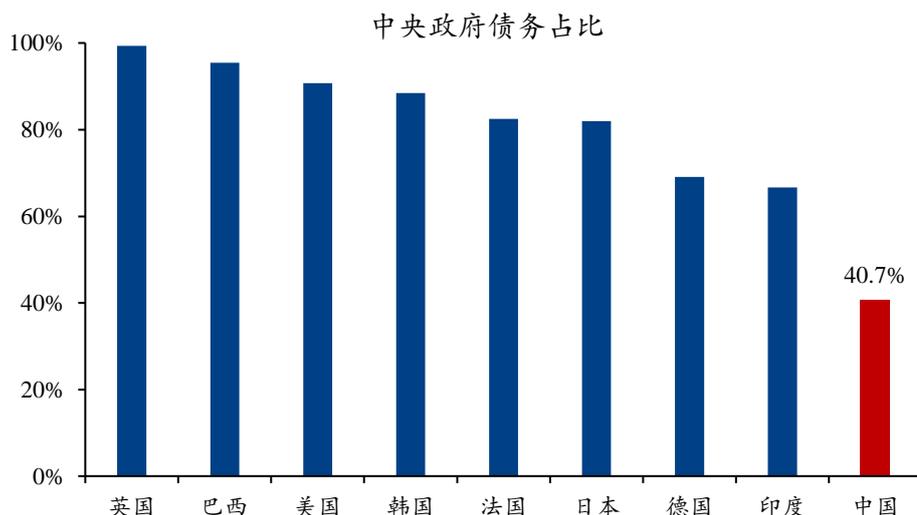
调整后，赤字率将上升到 3.8% 左右。长期以来，社会各界将赤字率 3% 视为财政纪律的警戒线，将赤字率 3% 视为财政积极与否的标志。此次党中央、国务院审时度势，实事求是根据经济社会发展形势及时作出调整，以实际行动突破 3% 的赤字率束缚，向国内国际市场传递更为积极的财政信号。同时，坚持赤字率控制在 3%，必须采取“控赤字+扩专项债”的财政政策组合形式，不仅会制约财政积极程度，而且导致专项债隐患以及地方债务风险等问题，不利于推动中国经济从债务和投资驱动转向创新和消费驱动。

3、为什么纳入中央赤字而非地方赤字？

本次国债筹集的资金全部通过转移支付的方式安排给地方使用，全部列入中央财政赤字，由中央政府承担还本付息责任，不增加地方债务负担。这主要是考虑到经过疫情三年的冲击以及地产、城投风险的持续发酵，地方财力受到极大影响，财政压力显著加大，各地通过自身造血能力已无法大幅增加在相关领域的支出，本次万亿国债的发行一定程度上可以缓解地方政府的支出压力。

与主要经济体相比，我国的地方政府债务占比偏高，债务增长对地方政府产生较大压力。截至 2022 年底，英国（99.4%）、巴西（95.5%）、美国（90.7%）、韩国（88.4%）、法国（82.5%）和日本（82.0%）等主要经济体中央政府债务占比均超过 80%；而我国的中央政府占比仅为 40.7%，在全球来看处于较低水平。相较于地方政府，中央政府加杠杆的空间较大，增发国债、降低地方债占比是长期趋势。我国政府债务风险总体可控的大前提下，可以调整中央和地方政府之间的债务比重，通过中央政府加杠杆，防止地方政府债务风险进一步攀升。

图表6：我国中央政府政府占比偏低



资料来源：国际货币基金组织、财政部官网、粤开证券研究院



四、启示

一是不存在一成不变的政策和财政警戒线，根据经济社会发展形势及时做出政策调整是必要的。当经济遭遇重大内外部冲击时，政策有必要及时做出调整，加大逆周期调节力度。过去 3% 赤字率的警戒线源自欧元区《马斯特里赫特条约》，中国有一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算四本预算，赤字仅覆盖一般公共预算，实际上，狭义的 3% 赤字率早已不能反映财政政策真实的积极程度。预算赤字率突破 3% 并不意味着放弃财政纪律，财政纪律依赖的是完善的财政管理制度和奖惩体系。

二是财政和货币政策要加强协同联动，才能发挥出更好效果，货币金融政策要从数量和价格上配合财政发债。增发国债一般需要有相对宽松的货币政策配合，包括降准动作等。

三是当前中国经济还存在部分短板，基建投资仍有空间，但呈现出区域不均衡和投向不均衡，关键是找到相应领域并加大补短板力度。随着近年来中国基建投资快速发展，一系列大国工程先后发挥重大作用，关于基建投资空间和潜力的讨论较多。我国基建投资仍具有较大空间，尤其是在减灾防灾比如城市排水防涝、防洪建设等方面，同时我国基建投资呈现出区域结构不均衡的特点。再比如，大城市停车场建设、新能源充电桩建设等均有较大空间。当然，要坚决防止过剩投资以及利用率低的基建投资。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

牛琴，粤开证券研究院宏观分析师，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，证书编号：S0300523050001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com