

## 如何看待超长期特别国债？

### 核心观点：

**主要事件：**根据 21 世纪经济报道及多地县区政府公开新闻显示：近期地方正谋划储备超长期特别国债项目，支持方向为粮食安全、能源安全、产业链供应链安全、新型城镇化、乡村振兴等领域。如何看待超长期特别国债？

**何谓超长期国债？**“超长期债券”一般指 10 年期以上的债券，而在国债市场主要为 30 年和 50 年期，其中目前我国发行规模较大的为 30 年期超长期国债。**发行方式方面：**目前我国 10 年期以下的国债长期实行关键期限定期发行制度，而超长期国债则由财政部根据经济和市场情况择机发行。**超长期国债的规模和交易量：**从 2016 年开始，为了建全合理的超长期国债收益率曲线，财政部开始增加 30 年期国债的发行次数，超长期国债的规模、流动性逐年上升，二级市场的流动性也持续提升。但自 2019 年开始超长期国债与专项债发行额此消彼长。

**何谓特别国债？**特别国债是指为特定目标发行的、具有明确用途的国债。特别国债与普通国债相比，具有一定的特殊性。**从资金用途看：**特别国债具有明确特定用途，其资金需专款专用；而普通国债主要用于弥补财政赤字。**从预算管理看：**特别国债不纳入一般公共预算、不计入财政赤字，但需纳入国债余额限额进行管理。**从发行流程看：**新发特别国债仅需国务院提请全国人大常委会审议批准，并相应追加年末国债余额限额，在发行流程上审批简易、灵活快捷。

### 当“超长期”遇上“特别”，如果新增特别国债额度会有哪些影响？

**为何发行超长期特别国债？**从之前发行的特别国债来看，其债券发行期限普遍为 10 年期国债，而本次为何是超长期国债？我们认为在政策意图上，发行超长期特别国债有替代专项债、中央加杠杆的长期趋势。从一季度各省目前公布的新增债券发行计划来看，专项债规模较去年有所降低，其中不乏大多数地方的申报项目难以满足专项债的预期收益要求。而超长期国债在项目审批和发行使用上更加灵活，更加注重长期综合社会回报率。相较于普通国债，超长期债券能够缓解中短期的偿债压力，以时间换空解决经济发展和地方债务的不平衡。

**对市场流动性的影响？**取决于发行方式、总债券发行量和发行节奏。我国上次发行超长期特别国债是在 1998 年，主要用于定向补充四大行资本金，对市场流动性影响较小。而 2007 年及 2020 年特别国债基本均为公开发行为，对流动性和资金利率水平有一定影响（目前大概率会采取公开发行为方式）。其次，还需综合考虑全年新增政府债规模及货币政策取向，我们在财政年度策略报告中对于 2024 年的预测是：3.5% 的赤字率和 4 万亿的新增专项债额度，合计 8.6 万亿，而 2023 年计算上特殊再融资和万亿国债后全年新增政府债务为 9.8 万亿，也就是说仅从政府债规模的角度来看，如果 24 年新增特别国债在 1.2 万亿以下，财政债务融资对资金造成的压力不会大于去年。最后还要考虑发行节奏问题，即如果债券发行工作能够尽早开始，并在年内平滑发行，将有别于去年集中在下半年发行给市场带来的流动性冲击。

**对于经济和市场的影响？**参照之前历次新增国债的发行，在货币政策的配合之下，对于经济或能起到一定的提振作用。在过去三次特别国债发行时期，股市均呈现了积极表现，包括去年新增万亿国债时资本市场也有正面反馈。但是长期来看能否持续改善经济基本面，还需要观察总体发行规模以及政策的持续性。对于当前经济而言，或许需要一个不低的发行规模、较长的持续投资期以及平缓的发行节奏。

### 分析师

章俊

☎：010-8092 8096

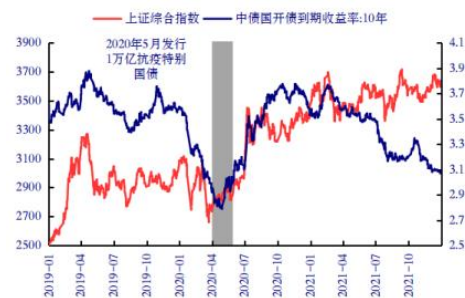
✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

### 分析师助理

聂天奇

### 2020 年特别国债对股债的影响(右轴单位%)



### 风险提示

- 1.国内经济复苏不及预期风险
- 2.国内政策落实不及预期风险
- 3.海外加息及经济衰退的风险

## 目 录

一、何谓超长期国债和特别国债? .....	3
二、超长特别国债对市场流动性的影响? .....	3
三、超长特别国债对于经济和股票市场的影响? .....	4

## 一、何谓超长期国债和特别国债？

在债券市场中，一般认为债券发行期限在 10 年以上利率债为“超长期债券”，主要期限有 15 年、20 年、30 年和 50 年期。而在国债市场中主要为 30 年期和 50 年期的债券，其中发行规模较大，较受市场关注的为 30 年期超长期国债。**发行方式方面：**目前我国 10 年期以下的国债长期实行关键期限定期发行制度，而超长期国债则由财政部根据经济和市场情况择机发行。**超长期国债的规模和交易量：**从 2016 年开始，为了健全合理的超长期国债收益率曲线，财政部开始增加 30 年期国债的发行次数，近年来我国超长期国债的规模逐年上升，二级市场的流动性也持续提升。但自 2019 年以来我国新增国债中 10 年以上占比降低，而超长期专项债的发行占比逐步提升。

图 1：每年新增各类期限国债金额占比

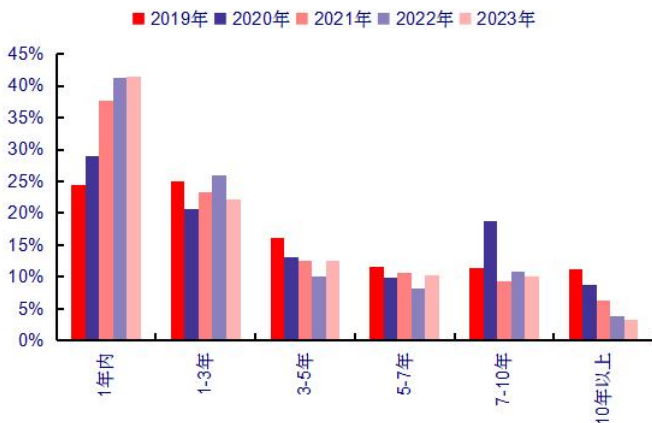
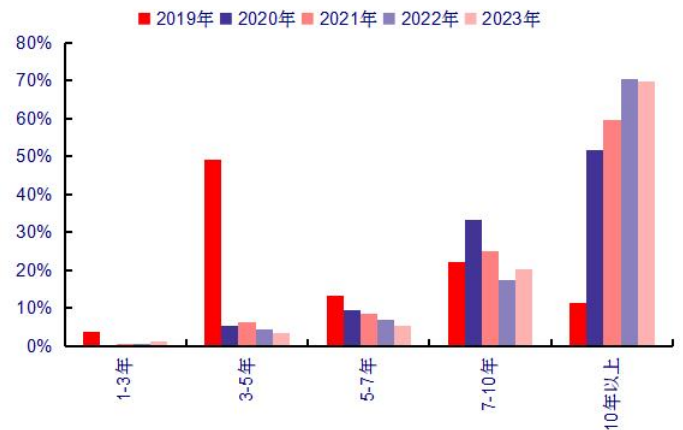


图 2：每年新增各类期限专项债金额占比



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

**何谓特别国债？**特别国债是指为特定目标发行的、具有明确用途的国债。特别国债与普通国债相比，具有一定的特殊性。**从资金用途看：**特别国债具有明确特定用途，其资金需专款专用；而普通国债主要用于弥补财政赤字、补充国家财政资金。**从预算管理看：**特别国债不纳入一般公共预算、不计入财政赤字，但仍属于政府债务，需纳入国债余额限额进行管理。**从发行流程看：**新发特别国债仅需国务院提请全国人大常委会审议批准，并相应追加年末国债余额限额，在发行流程上审批简易、灵活快捷；而普通国债的新增限额一般在每年向全国人民代表大会作预算报告时提出，由全国人大予以审批。根据 21 世纪报道：本次各地正在申报的特别国债或主要投向为粮食安全、能源安全、产业链供应链安全、新型城镇化、乡村振兴等领域。如果本次国债采取钱跟项目走，则可以视为资金专款专用。

表 1：特别国债与普通国债的区别

	特别国债	普通国债
资金用途：	特性用途、专款专用	弥补财政赤字
预算管理：	一般纳入政府性基金预算管理	纳入一般公共预算管理
是否计入财政赤字：	否	是
是否纳入国债余额管理：	是	是
发行流程：	全国人大常委会审议通过	全国人大审议通过

资料来源：国务院、财政部，中国银河证券研究院

**为何发行超长期特别国债？**从之前发行的特别国债来看，其债券发行期限普遍为 10 年期国债，而本次为何是超长期国债？我们认为在政策意图上，发行超长期特别国债有替代专项债、中央加杠杆的长期趋势。从一季度各省目前公布的新增债券发行计划来看，专项债规模较去年有所降低，其中不乏大多数地方的申报项目难以满足专项债的预期收益要求。而超长期国债在项目审批和发行使用上更加灵活，更加注重长期综合社会回报率。相较于普通国债，超长期债券能够缓解中短期的偿债压力，以时间换空间解决经济发展和地方债务的不平衡。

## 二、超长特别国债对市场流动性的影响？

我们认为超长国债对于市场流动性的影响取决于发行方式、总债券发行量和发行节奏。我国上次发行超长期特别国债是在 1998 年，但当时主要用于定向补充四大行资本金，其最终是由中央银行承接，对市场流动性影响较小。而 2007 年及 2020 年特别国债采取公开市场发行，对流动性和资金利率水平有一定影响，如表 2 所示。我们认为鉴于当前我国金融市场建设已较为完善，且去年以来对于融资平台的紧约束，当前部分机构处于缺资产状态，长久期的国债大概率采取公开发行的方式。

表 2：我国三次特别国债发行的对比总结

	1998 年： 补充四大行资本金	2007 年： 购汇注资成立中投公司	2020 年： 发行抗疫特别国债
发行背景	1998 年发行的 2700 亿特别国债主要用于对四大行补充资本金，以满足《巴塞尔协议》及《商业银行法》对人民币迅速增加，出现流动性过剩、通货膨胀严重等问题。为回收流动性、防范金融风险。	中国加入 WTO 后，出口增长迅速，国际收支处于双顺差，由此带来基础货币迅速增加，出现流动性过剩、通货膨胀严重等问题。为回收流动性、防范金融风险，2007 年我国发行 1.55 万亿元特别国债注资成立中投公司	2020 年为对冲疫情影响，4 月 17 日召开的中共中央政治局会议指出将发行 1 万亿元抗疫特别国债。5 月 22 日，两会政府工作报告提出，发行 1 万亿元抗疫特别国债。
发行方式	全部定向发行	定向发行+公开发行	全部公开发行
发行期限及规模	30 年期：2700 亿	10 年期：6963.78 亿元，占 45% 15 年期：8538.5 亿元，占 55%	10 年期：10000 亿元
最终持有者	中国人民银行	中国人民银行(定向部分)+金融机构、企业和居民(公开发行部分)	金融机构、企业和居民

资料来源：国务院、财政部，中国银河证券研究院

其次，对于流动性的影响还需要综合考虑全年新增政府债券的发行量，我们在财政年度策略报告中对于 2024 年的预测是：3.5% 的赤字率和 4 万亿的新增专项债额度，不考虑特别国债因素下 24 年新增政府债额度合计 8.6 万亿，而 2023 年考虑到特殊再融资和万亿国债新增额为 9.8 万亿，也就是说在今年财政增量债务规模不超过 1.2 万亿，理论上资金压力便不会大于去年。

最后，还要考虑发行节奏问题，通过目前的报到来看，各县区已经在积极谋划项目，如果债券发行工作能够尽早开始，将有别于去年集中在下半年发行，给市场带来的流动性冲击。

## 三、超长特别国债对于经济和股票市场的影响？

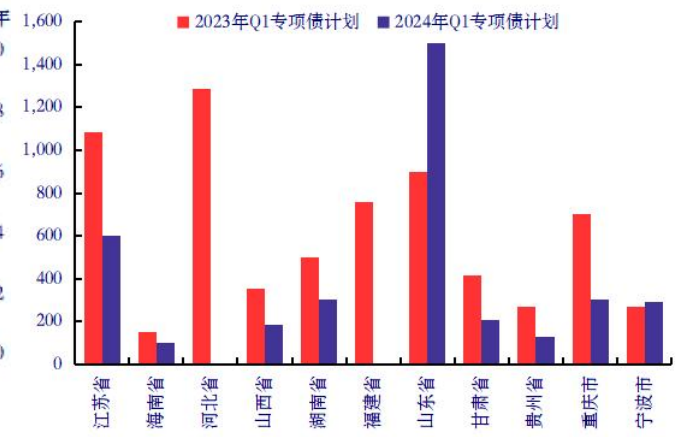
首先我们认为在政策意图上，发行超长特别国债有替代专项债、中央加杠杆的长期趋势。从一季度各省目前公布的新增债券发行计划来看，专项债规模较去年有所降低，其中不乏大多数地方的申报项目难以满足专项债的预期收益要求。而超长国债在项目审批和发行使用上更加灵活，更加注重长期综合社会回报率。目前来看，近年来发行的大部分地方专项债中超长期占比也逐年上升，且在发行资金利率方面，较国债的融资成本还是相对较高。在政府投资整体收益率降低的趋势下，通过国债方式降低融资成本，减轻地方政府压力无疑是政策的“更优解”。

图 3：地方政府债券与国债资金利率水平及利差（%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图 4：一季度部分省份公布的新增专项债发行规模大部分小于去年（亿元）



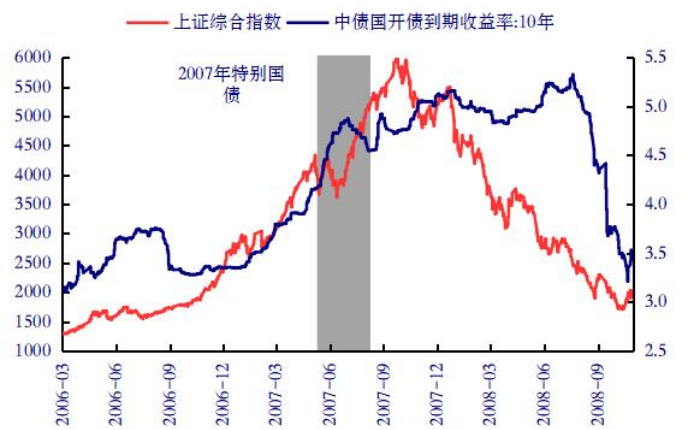
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

其次，对于经济和股票市场的影响，参照之前历次新增国债的发行，在货币政策的配合之下，对于经济或能起到一定的提振作用。在过去三次特别国债发行时期，股市均呈现了积极表现，包括去年新增万亿国债时资本市场也有正面反馈，如图 5-7 所示。但是长期来看能否持续改善经济基本面，还需要观察总体发行规模以及政策的持续性。对于当前经济的复苏而言，或许需要一个不低的总发行规模、政策的持续投资期以及平缓的发行节奏。

图 5：2020 年抗疫特别国债发行对于 A 股及债券收益率影响（右轴单位：%）图 6：2007 年特别国债发行对于 A 股及债券收益率影响（右轴单位：%）

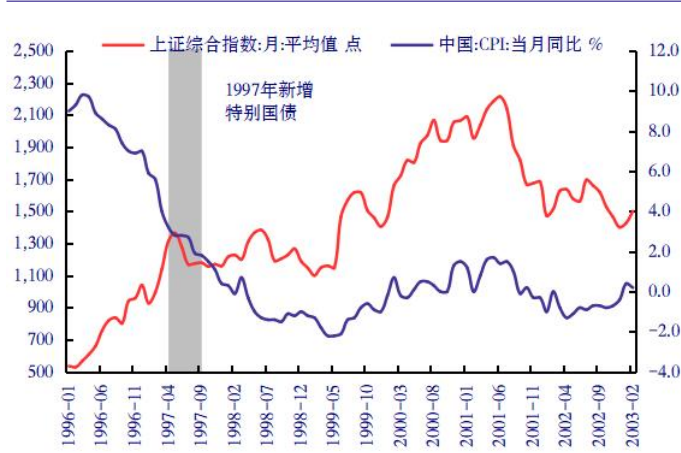


资料来源：Wind、中国银河证券研究院



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图 7：1997 年特别国债发行对于 A 股及物价水平影响



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1: 每年新增各类期限国债金额占比 .....	3
图 2: 每年新增各类期限专项债金额占比 .....	3
图 3: 地方政府债券与国债资金利率水平及利差 .....	5
图 4: 一季度部分省份公布的新增专项债发行规模大部分小于去年 .....	5
图 5: 2020 年抗疫特别国债发行对于 A 股及债券收益率影响 .....	5
图 6: 2007 年特别国债发行对于 A 股及债券收益率影响 .....	5
图 7: 1997 年特别国债发行对于 A 股及物价水平影响 .....	5

## 表格目录

表 1: 特别国债与普通国债的区别 .....	3
表 2: 我国三次特别国债发行的对比总结 .....	4

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊 中国银河证券首席经济学家。**

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn