

## 发改委回答了哪些关键问题？

### 核心观点：

4月17日下午3时国新办举行新闻发布会，发改委就当下经济问题答记者问。在一季度经济数据公布后，市场对于年初经济和未来政策走向存在一些讨论，而本次发布会对几个关键问题给出了重要信息，尤其是涉及财政政策方面，对于去年万亿国债的使用情况、今年专项债的发行节奏、下一步超长期特别国债的发行计划，从本次会议内容中均能一窥究竟。

**去年年底新增的万亿国债使用情况如何？**2月份已完成了三批总计1万亿国债的项目清单下达工作，目前资金已落实到1.5万个具体项目，下一步推动全部新增国债项目于今年6月底前开工建设。今年年初1-2月份的财政数据与往年的显著区别就是一般公共预算支出显著靠前发力，且中央财政显著靠前发力，根据国家发展改革委副主任刘苏社的介绍“截至目前，中央预算内投资计划已下达超2000亿元，占全年比重超过30%”。以上财政资金投入推动与基建相关的城乡社区、农林水事务领域财政支出在1-2月份分别同比增长19.6%、24.9%，这与去年增发万亿国债的主要投向（防震救灾、水利建设）较为一致。而根据本次会议透露的信息，目前应该还有部分资金已拨付未使用，因此从这个角度看今年二季度一般公共预算支出对基建的支持力度仍有一定保障。

**今年专项债发行进度如何，为何年初节奏偏慢？**今年专项债项目已完成初选，项目充足、资金需求较大，年初发行节奏偏缓除国债资金充足外，或许还有用途调整的因素。需要注意的是，这里提到的今年项目应该主要是集中在二季度发行的专项债券，而一季度发行的专项债主要是去年底申报的提前批项目。根据目前各省披露的二季度专项债发行计划，合计新增专项债规模为1.16万亿，这一规模显著大于一季度的净融资规模6668亿元，项目和资金需求确实较为充足，如果二季度专项债券全部如期发行将完成全年进度的47%。其次，对于年初专项债发行节奏的问题，本次会议也提到“此前，发改委联合财政部适当扩大专项债券投向领域和用作项目资本金的行业范围”，这对于新项目审核的要求和时间或许有所提高，再加上去年底开始申报的超长期特别国债也可能与专项债项目存在一定的重合，继而造成年初专项债项目有所减少。当然，对于债务高风险地区，还有化债因素的影响。

**超长期特别国债项目进度如何？未来投向哪些领域？**目前已拟定行动方案处于待审批阶段，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，发行时间节点或在5-6月。对于特别国债的表述略落后于我们之前对于发行时间的预期，按照目前发改委表述行动方案虽然拟定，但仍需经过批准同意后开始组织实施。结合上述对于去年新增国债使用时间节点是6月底前。因此，我们此前预计于4月份启动发行的时间节点或将延后至5-6月份，这样在资金使用上能较好衔接去年的新增国债。但根据目前专项债发行计划，二季度之后还有约2万亿未发行额度，再加上1万亿超长期特别国债，如果全部债券资金在当年形成实物工作量，所有债券应不晚于10月发行，这样来看三季度或是今年政府债券供给的高峰。

**首发超长期特别国债，或将伴随投向和体制机制改革。**此外，还需要注意的一点是超长期特别国债在行动方案上提出兼顾“硬投资”和“软建设”，用改革办法和创新思路破解深层次障碍。我们认为这一方面将使得政府债券资金不同于以往主要支持传统基建的增长，或将带动相关科技、教育和服务业发展，这也是当前高质量发展和新质生产力的体现。另一方面，伴随今年第一次超长期特别国债的发行，将需要推动一系列体制机制改革以打破过去传统财政、基建、房地产的路径依赖。

### 分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

### 研究助理

聂天奇

### 政府债 Q1 实际发行与 Q2 计划发行规模（亿元）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

### 风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.财政政策不及预期的风险
- 3.经济超预期下行的风险

## 目 录

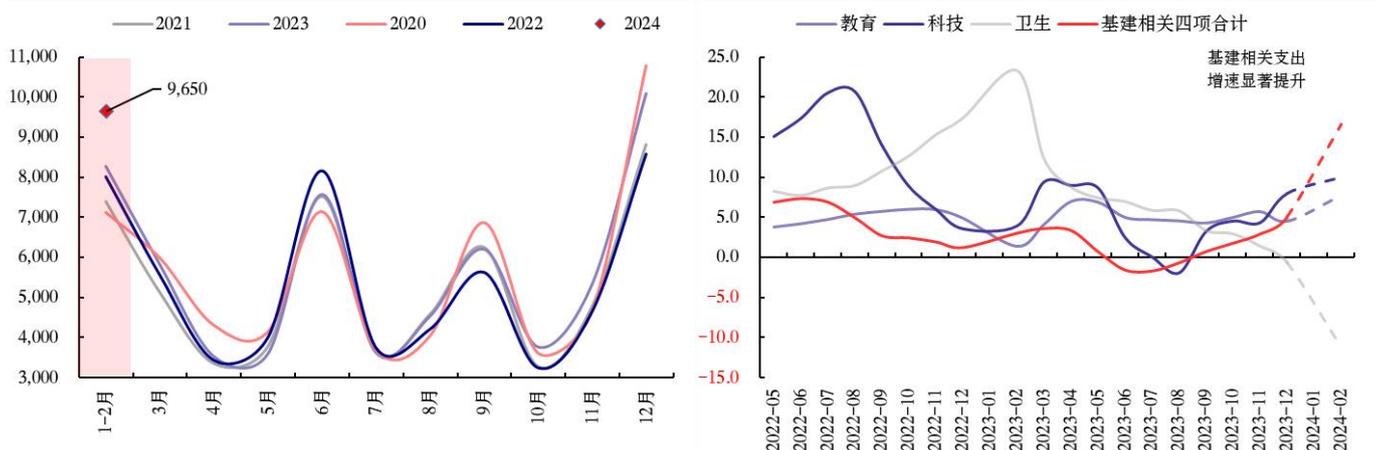
一、 去年底新增的万亿国债使用情况如何? .....	3
二、 今年专项债发行进度如何, 为何年初节奏偏慢? .....	3
三、 超长期特别国债项目进度如何? 未来投向哪些领域? .....	4
四、 今年首发超长期特别国债, 或将伴随投向和体制改革.....	4

4月17日下午3时国新办举行新闻发布会，发改委就当下经济问题答记者问，其中涉及到特别国债、专项债发行、民营经济等多个问题。在一季度经济数据公布后，市场对于年初经济和未来政策走向存在一些讨论，而本次发布会对几个关键问题给出了重要信息，尤其是涉及财政政策方面，对于去年万亿国债的使用情况、今年专项债的发行节奏、下一步超长期特别国债的发行计划，从本次会议中均能一窥究竟。

## 一、去年年底新增的万亿国债使用情况如何？

2月份已完成了第三批总计1万亿国债的项目清单下达工作，目前资金已落实到1.5万个具体项目，下一步推动全部新增国债项目于今年6月底前开工建设。今年年初1-2月份的财政数据与往年的显著区别就是一般公共预算支出显著靠前发力，且中央财政显著靠前发力，根据国家发改副主任刘苏社的介绍“截至目前，中央预算内投资计划已下达超2000亿元，占全年比重超过30%”。以上财政资金投入推动与基建相关的城乡社区、农林水事务领域财政支出在1-2月份分别同比增长19.6%、24.9%，这与去年增发万亿国债的主要投向（防震救灾、水利建设）较为一致。而根据本次会议透露的信息，目前应该还有部分资金已拨付未使用，因此从这个角度看今年二季度一般公共预算支出对基建的支持力度仍有一定保障。

图1：节能环保、城乡社区、农林水、交通四项基建支出绝对值水平（亿元）图2：全国公共预算主要支出项目累计同比增速（%）



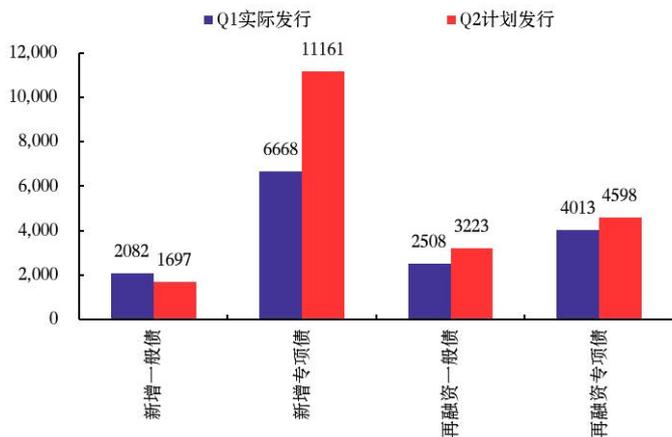
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、今年专项债发行进度如何，为何年初节奏偏慢？

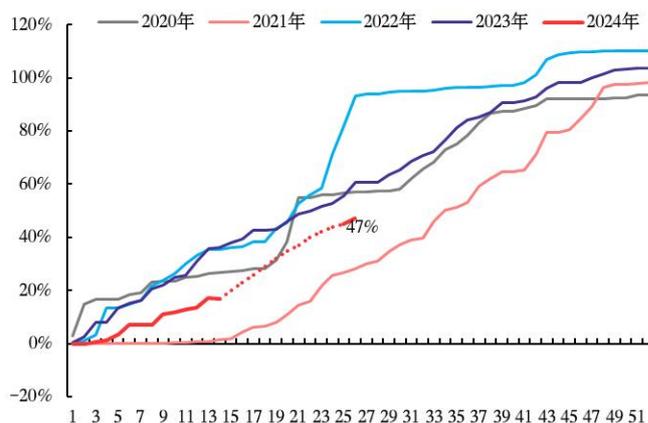
**今年专项债发行进度如何，为何年初节奏偏慢？**今年专项债项目已完成初选，项目充足、资金需求较大，年初发行节奏偏缓除国债资金充足外，或许还有用途调整的因素。需要注意的是，这里提到的今年项目应该主要是集中在二季度发行的专项债券，而一季度发行的专项债主要是去年年底申报的提前批项目。根据目前各省披露的二季度专项债发行计划，合计新增专项债规模为1.16万亿，这一规模显著大于一季度的净融资规模6668亿元，项目和资金需求确实较为充足，如果二季度专项债券全部如期发行将完成全年进度的47%。其次，对于年初专项债发行节奏的问题，本次会议也提到“此前，发改委联合财政部适当扩大专项债券投向领域和用作项目资本金的行业范围”，这对于新项目审核的要求和时间或许有所提高，再加上去年年底开始申报的超长期特别国债也可能与专项债项目存在一定的重合，继而造成年初专项债项目有所减少。当然，对于债务高风险地区，还有化债因素的影响。

图 3：地方政府债券 Q1 实际发行与 Q2 计划发行规模（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：历年专项债发行进度（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院（虚线为预测值）

### 三、超长期特别国债项目进度如何？未来投向哪些领域？

目前已拟定行动方案处于待审批阶段，统筹兼顾硬投资和软建设，重点聚焦加快实现高水平科技自立自强、推进城乡融合发展、促进区域协调发展、提升粮食和能源资源安全保障能力、推动人口高质量发展、全面推进美丽中国建设等方面的重点任务。对于特别国债的表述略低于我们之前对于发行时间的预期，按照目前发改委表述行动方案虽然拟定，但仍需经过批准同意后开始组织实施。结合上述对于去年新增国债使用时间节点是 6 月底前。

因此，我们此前预计于 4 月份启动发行的时间节点或将延后至 5-6 月份，这样在资金使用上能较好衔接去年的新增国债。但这也意味着第三季度的债券供给压力相应提升，根据目前专项债发行计划，二季度之后还有约 2 万亿未发行额度，再加上 1 万亿超长期特别国债，如果全部债券资金在当年形成实物工作量，所有债券应不晚于 10 月发行，这样来看三季度或是今年政府债券供给的高峰。

### 四、今年首发超长期特别国债，或将伴随投向和体制改革

不一样的“超长期特别国债”。此外，还需要注意的一点是超长期特别国债在行动方案上提出兼顾“硬投资”和“软建设”，用改革办法和创新思路破解深层次障碍。我们认为这一方面将使得政府债券资金不同于以往主要支持传统基建的增长，或将带动相关科技、教育和服务业发展，这也是当前高质量发展和新生产力的体现。另一方面，伴随今年第一次超长期特别国债的发行，将需要推动一系列体制机制改革以打破过去传统财政、基建、房地产的路径依赖。

## 图表目录

图 1: 节能环保、城乡社区、农林水、交通四项基建支出绝对值水平 (亿元) .....	3
图 2: 全国公共预算主要支出项目累计同比增速 (%) .....	3
图 3: 地方政府债券 Q1 实际发行与 Q2 计划发行规模 (亿元) .....	4
图 4: 历年专项债发行进度 (%) .....	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。**

## 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。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上

## 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