

特别国债和洪涝灾害如何影响基建投资？

——政策研判专题研究

宏观专题报告

2020年07月15日

报告摘要：

7000亿元特别国债加码基建投资，基本上确定全年有两位数增速。

● 背景：抗疫特别国债只为疫情而生，稳预期和避免赤字惯性“一箭双雕”

过去两次特别国债并非专门服务于积极财政政策，抗疫特别国债可能是积极财政政策的终极形式。我国财政“积极”十二年，导致财政状况趋紧。为了避免赤字惯性和体现抗冲击促增长目标，第三次特别国债应运而生。

● 配套：财政部修改目录明确投向，补充资本金和下调资本金比例政策适用

6月23日，财政部发布《关于修订2020年政府收支分类科目的通知》，明确特别国债投向12类基建项目和抗疫相关支出。从偿还分配、使用规定和投向来看，特别国债对地方政府来说是更低成本的专项债。因而，专项债的测算方法同样适用于特别国债。

● 洪灾：受灾人次较2016年仍有距离，实际影响具有两面性

6月至今，长江与淮河流域降雨量大幅高于往年均值，湖北省再次成重灾区。根据2016年建安工程增速走势，洪灾对两湖地区及全国并未有确定性影响。原因有二：一是后期可能赶工程，如湖南；二是政策倾斜帮扶受灾地区，水利部表示2020-2022年将重点推进150项重大水利工程建设，总投资1.29万亿元。

● 测算：虽然测算结果区间大，但是支撑两位数基建投资增速的问题不大

理论上，根据2019年基建投资完成额，7000亿元特别国债可直接拉动投资3.85%。考虑到过去政府资金对基建项目的覆盖率在五成左右，杠杆比率为2，特别国债可间接带动投资3.85%。经过对配套政策的考量，我们推测特别国债的最终拉动作用可能在7.7%至8.6%区间内。因而，全年基建增速达到两位数的问题不大。

● 风险提示：

气候影响超预期、宽松政策不及预期、新冠疫情超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

一、为什么提出特别国债？	3
1.1 从财政目标出发看特别国债	3
1.2 从财务状况看特别国债	4
二、特别国债相关政策与洪灾影响：政策对抗自然力量	6
2.1 追踪与回顾：特别国债相关政策和投向	6
2.2 洪灾的影响具有两面性	7
三、特别国债对基建投资的影响测算	9
风险提示	11

一、为什么提出特别国债？

1.1 从积极财政目标出发看特别国债

财政政策需考量六个目标。与货币政策类似，财政政策也要兼顾多个目标。薛涧坡和张网（2018）在《积极财政政策：理论发展、政策实践与基本经验》中表示，积极财政政策目标可以总结为六方面：抗冲击、促增长、可持续、有协调、守规则和能转换（表 1）。六个目标既有先后顺序之分，也有从始至终需要考虑的。在今年经济形势下，考虑到财政投资性乘数高于消费性支出和作用时间更长，财政政策的重点倾向于基础设施工程建设，也就是更多地调控投资需求。尽管力度上不如投资支出，阶段性减税降费等减收政策也在齐头并进。可持续性为财政赤字上升后需要考虑的，与能转换目标类似：当经济回升趋势形成之后是否要增收减支和择机退出？近年来，财政与货币政策有协调颇具争议。守规则的核心是预期指引：从不断上升的基建项目总计划投资额可以看出，财政依靠基建托底经济的预期非常牢固。

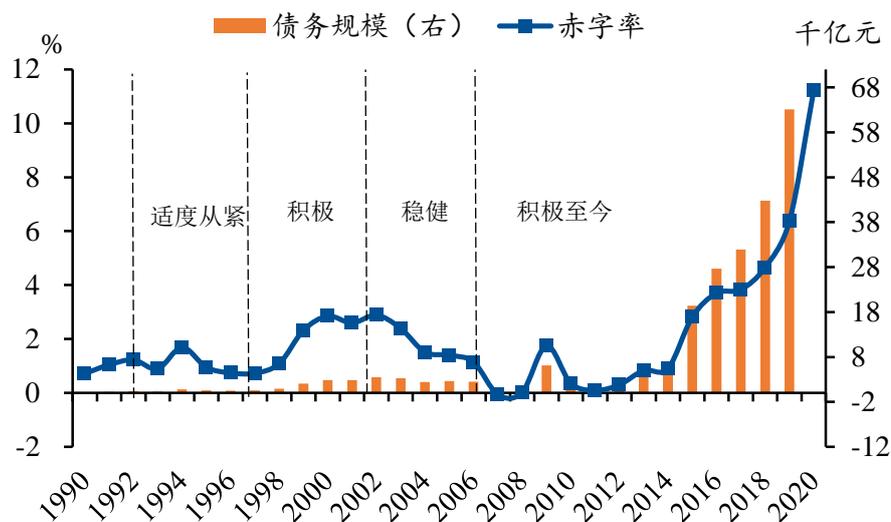
表 1：财政政策的六个目标及其具体内容

积极财政政策六个目标	具体内容
抗冲击	在短期，应侧重于需求管理，通过反周期操作，实现经济稳定的目标
促增长	在长期，应侧重于供给管理，通过影响经济结构调整，实现经济增长的目标
可持续	应维持适当的债务规模和赤字水平，降低财政风险，保证财政政策的可持续性
有协调	应与适当的货币政策相协调，厘清政策边界，根据实际经济形势选择政策的松紧组合
守规则	应重视 预期管理 ，通过增强政策透明度、提高政策规则性，形成稳定的政策预期、良好的景气预期、确定的收入和支出预期
能转换	应重视和尊重市场的调节作用，推动市场化改革，降低市场对政府政策的依赖， 择机转向

资料来源：薛涧坡和张网（2018），《积极财政政策：理论发展、政策实践与基本经验》，民生证券研究院

特别国债可能是积极财政政策的终极形式。从上世纪 90 年代开始，我国仅在 1993 年至 1996 年间实施过“适度从紧”财政政策；在投资过热的 2004 年至 2008 年上半年实施过“稳健”财政政策（图 1）。在其余大部分时间内，尽管边际力度有所不同，财政政策均以“积极”定调。从 2008 年下半年转向开始，财政政策已经“积极”十二年有余。尤其是近年来，通过扩容地方债和引入专项债来同时应对地方债务问题和宏观经济下行压力，导致赤字率呈加速上升趋势。2020 年疫情使得本应触底回升的经济再次陷入困境。为了避免赤字惯性和体现抗冲击促增长目标，第三次特别国债应运而生。

图 1：长期以来，财政政策基调以“积极”为主

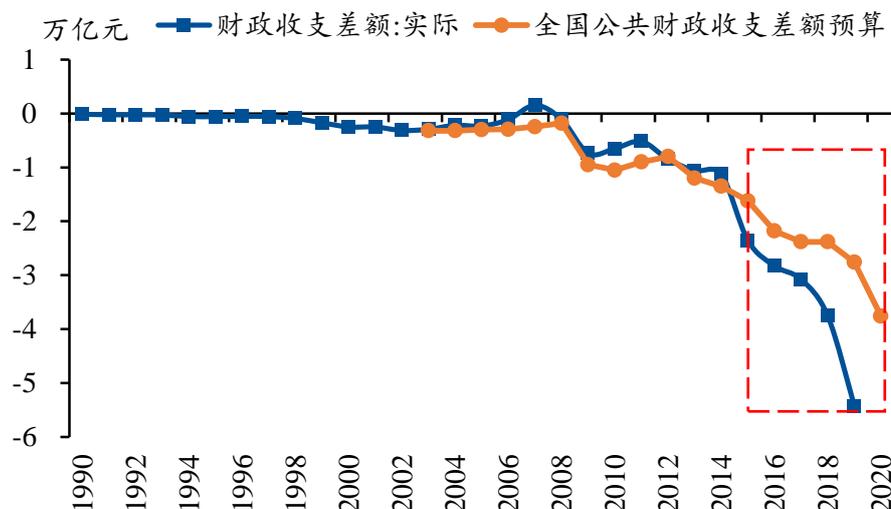


资料来源：IMF，Wind，民生证券研究院

1.2 从财政状况看特别国债

抗疫特别国债是财政缺口的最好补充。从上文的赤字率加速上升并可看出我国财政缺口的压力越来越大。照此趋势来看，过去积累的结转结余财政资金可能难以应付连续多年的万亿财政缺口（图 2）。同时，近三年来连续减税降费，叠加财政收入的顺周期属性（图 3），又要防范地方债务风险，中央加杠杆可能是最优选择。但是，大幅提升赤字率不符合我国中央政府素来偏谨慎的传统，可能会让公众形成债务依赖性（上世纪 70 年代以后日本的教训）。因而，不被计入赤字又非常规的特别国债在时隔 13 年后再次出现在公众眼前。

图 2：财政实际缺口远远大于预算缺口，并有走扩的趋势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：财政收入是顺经济周期的走势，预计全年负增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、特别国债相关政策与洪灾影响：政策对抗自然力量

2.1 追踪与回顾：特别国债相关政策和投向

特别国债主要用于基建和抗疫相关支出。6月23日，财政部公布《关于修订2020年政府收支分类科目的通知》，为抗疫特别国债增设新目录。至此，特别国债的流向已经明朗，既有减免房租补贴、重点企业贷款贴息和困难群众生活补助等抗疫相关支出，又有公共卫生建设、交通运输和旧改等12类基建项目（表2）。从基建投向来看，特别国债与专项债基本上一致。根据第一财经报道，特别国债中的7000亿元本金需要地方政府来偿还。中央则承担全部利息和3000亿元疫情纾困支出。虽然特别国债用途和项目要求均与专项债类似，但是特别国债收益率低于地方债，利息负担更低，本质上是中央资助各省搞基建和补短板。因而，特别国债或许可以称之为“专项国债”，即在3.75万亿元专项债上加入7000亿元特别国债。

表2：财政部《关于修订2020年政府收支分类科目的通知》

政府性基金预算支出		一般公共预算支出
基础设施增设项目	抗疫相关支出	增设项目
公共卫生体系建设	减免房租补贴	减免房租补贴
重大疫情防控救治体系建设	重点企业贷款贴息	重点企业贷款贴息
粮食安全	创业担保贷款贴息	应急物资储备
能源安全	援企稳岗补贴	
应急物资保障	困难群众基本生活补助	
产业链改造升级	其他抗疫相关支出	
城镇老旧小区改造		
生态环境治理		
交通基础设施建设		
市政设施建设		
重大区域规划基础设施建设		
其他基础设施建设		
合计：7000亿元，地方政府偿还		3000亿元，中央政府偿还

资料来源：财政部，民生证券研究院

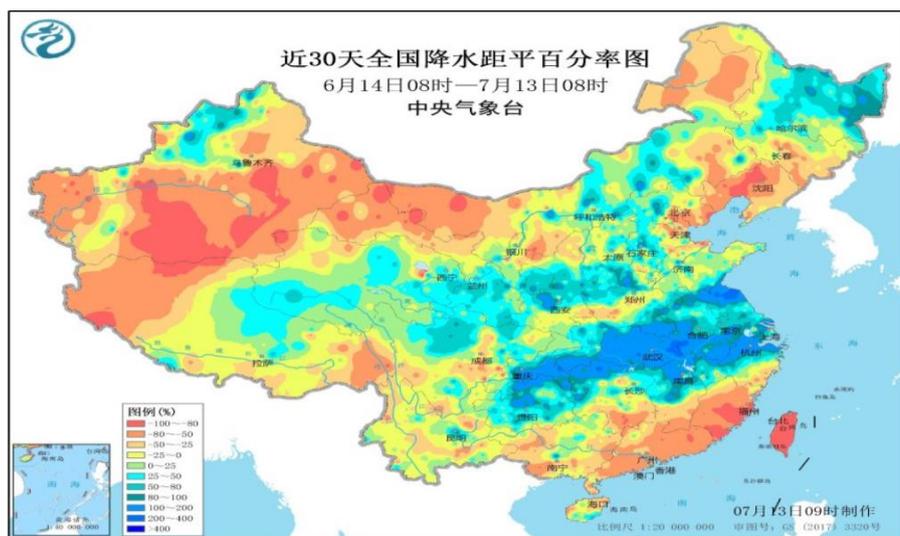
特别国债亦可使用资本金政策。2019年6月，国务院办公厅发布了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，明确允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金。同年11月13日，国常会决定降低部分基建项目资本金比例，降幅最高为5

个百分点。时间来到 2020 年 2 月下旬，发改委督促地方抓紧申报合格基建项目，基建稳增长预期再次升温。最后是今年 6 月 21 日，第一财经报道特别国债 7000 亿投基建可做资本金。政策方面，特别国债与专项债基本上一样。因而，专项债对基建的拉动测算也适用于特别国债。

2.2 洪灾的影响具有两面性

南方洪灾影响可能低于 2016 年。据水利部信息显示，截至 7 月 13 日，全国共有 433 条河流发生超警以上洪水。为支持灾区做好应急救灾工作，国家发展改革委紧急下达救灾应急补助中央预算内投资 3.09 亿元，专项用于安徽、江西、湖北、重庆受灾严重地区的基础设施和公益性设施应急恢复建设。目前来看，2020 年汛期的降水量仍低于 2016 年；超常降雨量集中在长江和淮河流域，安徽、湖北、浙江和重庆的累计降雨量创下 1961 年来新高（图 4）。从受灾人数对比来看，截至 7 月 3 日，今年以来洪涝灾害先后造成贵州、四川、湖南、广西、广东、湖北等 26 省市区共计 1938 万人次受灾，而民政部数据显示 2016 年仅湖北受灾人数就超 2000 万人次（图 5）。

图 4：长江和淮河流域地区的降雨量大幅高于往年均值



资料来源：中央气象台，民生证券研究院

图 5：2016 年两湖受灾人数合计约 3590 万，严重程度超过当前状况



资料来源：民政部，民生证券研究院

洪灾影响具有两面性。虽然洪灾会延缓工程建设进度，但是洪灾也会带来更多的民生工程和财政投入。从 2016 年两湖地区与全国建安投资来看，洪灾对建筑活动的影响没有一致性：湖南的建筑活动在 7 月后加速上升，湖北则是从 7 月高位持续下滑，而全国建筑投资并没有显著下滑（图 6）。基建的核心变量是政策走向和财政力度。7 月 13 日，水利部副部长叶建春在国务院政策例行吹风会上表示，2020-2022 年将重点推进 150 项重大水利工程建设，主要包括防洪减灾、水资源优化配置、灌溉节水和供水、水生态保护修复、智慧水利等 5 大类，总投资 1.29 万亿元。

图 6：洪灾对建筑投资的短期冲击难免，全年影响并不明显



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3878



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn