# 特别国债发行对流动性的影响分析

宏观研究部

**雷迅**
分析师
电话：021-22852651
邮箱：leixun@cib.com.cn

**郭于玮**
高级分析师
电话：021-22852641
邮箱：guoyw@cib.com.cn

**鲁政委**
兴业银行 首席经济学家
华福证券 首席经济学家

## 摘要

4 月 17 日政治局会议明确，未来我国将发行抗疫特别国债，预计相关发行工作会在 5 月份全国人大结束后很快进行。特别国债的出现，意味着债券供给的增加，那么，其对流动性会产生什么样的影响呢？

为此，本文回顾了我国历史上特别国债发行的相关情况，及当时对金融市场流动性的影响。1998 年用于补充四大行资本金、2007 年用于购买外汇资产和形成中投公司股权的特别国债，由于发行方式较为特殊，对市场流动性仅存在短期扰动。

以史为鉴，在当前宏观经济下行压力加大，内外部环境面临高度不确定性的情况下，适时、适度重启特别国债发行具有一定的必要性、有效性和适当性。在发行方式上，或将参照 2007 年的机制，以定向发行为主，辅以少量市场化发行的方式进行，预计央行届时将启动货币政策工具予以配合。而认购主力或以商业银行为主，与 1998 年更为相似。根据历史经验，若央行直接或间接额外投放资金购买特别国债，则对市场流动性影响较小。若财政部采取公开方式向市场发行超预期额度特别国债，或央行的货币政策工具与商业银行筹资认购特别国债之间存在一定时间差，则可能对流动性产生一定短期冲击。我们预计，在整体货币宽松和流动性合理充裕的背景下，特别国债发行将对总体流动性产生较小影响。

**关键词： 特别国债，流动性**

扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

4 月 17 日，中共中央政治局召开会议，会议指出“积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用”。

作为积极财政政策的有力抓手之一，“发行抗疫特别国债”的表述引起市场高度关注。特别国债是服务于特定政策、支持特定项目需要而发行的国债，高度契合当前较为复杂的宏观经济环境，且与赤字国债在资金用途、预算管理和发行流程方面存在明显差异。

为此，本文着眼于特别国债的发行历史，对彼时的宏观背景和发行模式进行梳理回顾，并探究特别国债发行对市场流动性产生的作用，进而展望后续特别国债发行的影响。

## 一、 我国历史上发行的特别国债

自 1995 年我国开始实施第一部《预算法》以来，我国的国债主要可以分为三种：第一，额度在每年两会时确定、用于弥补财政赤字的赤字国债；第二，在特定时期，人大可能批准调整两会时所确定的赤字规模，追加赤字额度，如 1998 年年中确定增发的 1000 亿建设国债；第三，为特定用途发行、形成特定资产的特别国债。由于这类国债对应着特定的资产而非赤字，无需列入一般公共预算，而是纳入政府性基金预算管理，如 1998 年、2007 年和 2017 年发行的特别国债。[①]其中，后两种国债往往在年初两会的计划之外，且单次发行规模通常较高，可能带来超预期的流动性需求。本节将回顾历史上这两种类型国债的发行情况及其对流动性的影响。

### 1. 1998 年第一次特别国债发行

1998 年 8 月，财政部宣布一次性发行期限为 30 年的 2700 亿特别国债，资金用途主要为国有四大行补充资本金。**从发行方式来看**，特别国债采用定向发行的方式，并由央行降准提供资金支持。1998 年 3 月央行将存款准备金率从 13%降到 8%，为四大行释放了超过 2400 亿可使用储备资金，同年 8 月，四大行以降准释放的 2400 亿可使用储备资金和另外 300 亿超额准备金认购特别国债，财政部借此用发债获得的资金向四大行进行股权注资。

**从资金用途来看**，1998 发行的 2700 亿特别国债是我国首次发行如此大规模长期限的特别国债，有其特殊的历史背景。首先，我国于 1995 年加入国际清算银行，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；其次，1995 年生效的《商业银行法》根据巴塞尔协议对银行资本金方面做了相同要求，然而现实中商业银行资本充足率远低于这一要求[②]；再次，此次特别国债发行的重要推手是亚洲金融危机带来的对银行系统性危机的警惕，特别是银行业集中度较高的国家，2700 亿的注资操作提高了四大行的资本充足率，提升了

[①] 注：在 1995 年以前，我国曾发行过特种国债、国家重点建设债券、保值国债等多种类型的国债。由于当时的预算管理方式和债券发行方式与现在有较大的差异，本文不对此进行讨论。
[②] 截止 1997 年 6 月底，四大行资本充足率平均为 5.86%。

风险处置能力，而且增加了其资产流动性，改善了资产质量，对防范系统性金融风险、促进银行业改革发挥了重要作用。由于特别国债筹集的资金用于对四大行注资，对应着特定的金融资产，不形成财政赤字，因而纳入政府性基金预算管理。

**从对资产负债表的影响来看**，特别国债发行后，在四大行资产负债表上表现为实收资本增加 2700 亿，资产端的债券也同时增加 2700 亿，而央行资产负债表中商业银行的准备金规模下降。

### 2. 1998 年-2004 年发行的长期建设国债

1998 年，受亚洲金融危机影响，我国经济形势严峻，国内消费和投资需求增长乏力，对外贸易受到严重冲击，通货紧缩出现。政府选择实施积极的财政政策，主动运用财政政策工具对经济进行逆周期调节。积极财政政策以国债为“发力点”，通过增发长期建设国债来扩大财政支出，并以此带动内需，实现经济的快速、稳定增长。1998 年 8 月的全国人大常委会批准国务院提出的调整原预算安排方案，当年发行 1000 亿长期建设国债，主要用于加大基础设施建设力度。其后我国国债发行规模增长迅速，长期建设国债发行一直持续至 2004 年，7 年间共发行 9100 亿。

**从发行方式看**，长期建设国债均由财政部向国有四大行定向发行，在财政管理上，长期建设国债所筹措的资金纳入国家预算管理，计入财政赤字。

**从资金用途看**，资金主要投资于基础设施建设、西部开发、重点行业改造、环保与生态建设等方面，总体成效显著，对国内总需求和经济增长的拉动作用明显。

### 3. 2007 年第二次特别国债发行

2007 年 6 月 18 日，财政部经授权宣布发行 2000 亿美元特别国债，共分 8 期发行，期限分 10 年和 15 年两种，发行利率位于 4.3% -4.7%之间。

**从发行方式看**，2007 年特别国债发行方式分为两种，第 1 期和第 7 期为定向发行，规模分别为 6000 亿和 7500 亿，另外 6 期特别国债则通过市场化方式发行，规模合计约为 2000 亿。其中，1.35 万亿定向发行的国债以当时未上市的中国农业银行为通道周转，财政部先向农行定向发行特别国债，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回人民币资金在二级市场向农行购买特别国债。

**从资金用途看**，此次特别国债发行筹集的约 1.55 万亿资金用于向中国人民银行购买等值美元外汇储备（约 2000 亿美元），并将其作为注册资本金成立了中国投资有限责任公司，中投公司作为国家主权基金，履行国家资金多元化投资职责。由于特别国债筹集的资金形成了特定金融资产，因此不计入预算赤字，纳入政府性基金预算管理。

**从对资产负债表的影响来看**，1.35 万亿定向发行的特别国债在发行形式上属于闭环发行，实质是资产置换，无需额外资金来源，具体表现为央行资产负

债表负债端没有变化，而资产端仅仅是结构性调整，减少 1.35 万亿人民币等值外汇储备的同时增加 1.35 万亿对政府债权。

相比 1998 年的特别国债，2007 年的特别国债不仅发行规模明显扩大，而且发行对象、发行方式、发行期限和发行流程都更加丰富，其发行背景也更加复杂，发行目的和意义也更加多元。首先，国际背景是国际经济失衡，我国国际收支呈现经常项目和资本项目双顺差，外汇资金大量流入，本币规模被动增长；其次，国内背景是改革外汇储备管理体制，缓解流动性偏多问题带来的央行对冲压力和通胀压力。

### 4. 2017 年第三次特别国债发行

2017 年 8 月，2007 年发行的近 7000 亿特别国债到期，其中包含 6000 亿定向特别国债和近 1000 亿公开发行特别国债。8 月 29 日，财政部向有关商业银行定向滚动发行 2 期共 6000 亿特别国债，第 1 期 4000 亿为 7 年期，票面利率 3.6%，第 2 期 2000 亿为 10 年期，票面利率 3.62%，当日央行开展公开市场操作，启用现券买断工具从有关商业银行买入全部特别国债，与 2007 年定向发行方式一致。同时，在 9 月、10 月、11 月分三次公开发行共计 964 亿特别国债，完全续发剩余到期规模，发行利率、期限和起息日均一致。总体实现财政债务总额不变、人民银行资产负债表不变、相关金融机构资产负债表不变、银行体系流动性不变。

图表 1　历年特别国债发行信息汇总

| 债券简称 | 发行日期 | 发行规模（亿元） | 发行期限（年） | 发行方式 | 央行货币政策操作 |
|---|---|---|---|---|---|
| 98 国债 2 | 1998/08/18 | 2700 | 30 | 定向 | 降准 5% |
| 07 特别国债 01 | 2007/08/29 | 6000 | 10 | 定向 | “借道”农行购买 |
| 07 特别国债 02 | 2007/09/17 | 320 | 15 | 公开 | - |
| 07 特别国债 03 | 2007/09/21 | 351 | 10 | 公开 | - |
| 07 特别国债 04 | 2007/09/28 | 363 | 15 | 公开 | - |
| 07 特别国债 05 | 2007/11/02 | 350 | 10 | 公开 | - |
| 07 特别国债 06 | 2007/11/16 | 356 | 15 | 公开 | - |
| 07 特别国债 07 | 2007/12/11 | 7500 | 15 | 定向 | “借道”农行购买 |
| 07 特别国债 08 | 2007/12/14 | 263 | 10 | 公开 | - |
| 17 特别国债 01 | 2017/08/29 | 4000 | 7 | 定向 | 现券买断工具 |
| 17 特别国债 02 | 2017/08/29 | 2000 | 10 | 定向 | 现券买断工具 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 17 特别国债 03 | 2017/09/18 | 360 | 5 | 公开 | - |
| 17 特别国债 03（续发） | 2017/10/30 | 340 | 5 | 公开 | - |
| 17 特别国债 03（续发 2） | 2017/11/27 | 264 | 5 | 公开 | - |

资料来源：WIND，兴业研究

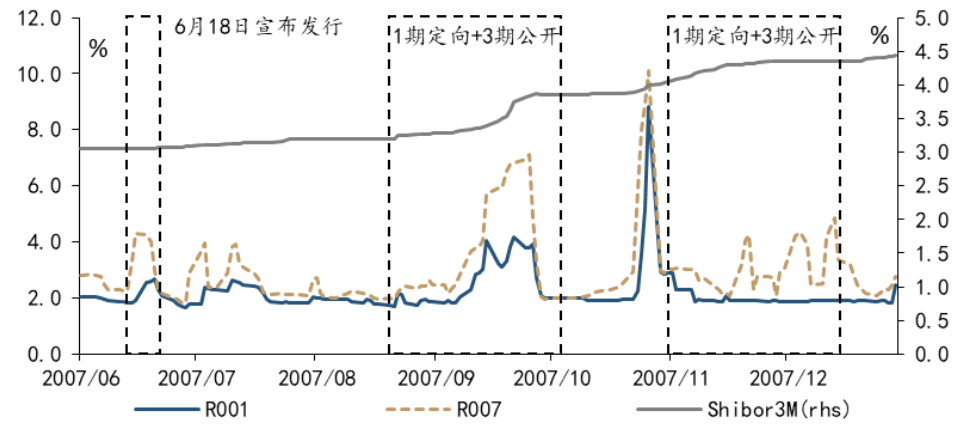
## 二、 特别国债发行对市场流动性的影响

作为财政政策工具之一，特别国债发行对我国金融市场流动性产生何种影响？由于早年债券与货币市场还不成熟，长期建设国债则发行周期较长，本文故主要围绕 2007 年和 2017 年展开分析。

### 1. 2007 年：短端利率有波动

从市场流动性看，2007 年特别国债定向发行的 1.35 万亿部分并不影响基础货币，超储率保持在 2.5%-3.0%的稳定区间。对于其余公开发行的特别国债而言，则直接吸收了约 2000 亿流动性，虽然规模仅占全部特别国债发行规模的约 1/8，但仍对市场构成了一定压力。从货币市场表现看，以 R001、R007 和 Shibor 3M 为代表的资金价格在特别国债发行前随着存款准备金多次上调而上升，但变动幅度较小。6 月 18 日财政部宣布发行特别国债前后短期资金利率有一定幅度跳升，而进入 2017 年 9 月后，R001 表现较为平稳，R007 明显走高且波动放大，Shibor 3M 加速上涨，说明当时特别国债在 9 月的集中发行确实在一定程度上引发了市场对流动性和货币供给的担心，在特别国债第二次集中发行的 11 月至 12 月期间我们仍然可以观察到类似短期流动性扰动较大的现象。

图表 2 2007 年 R001、R007、Shibor3M 运行情况



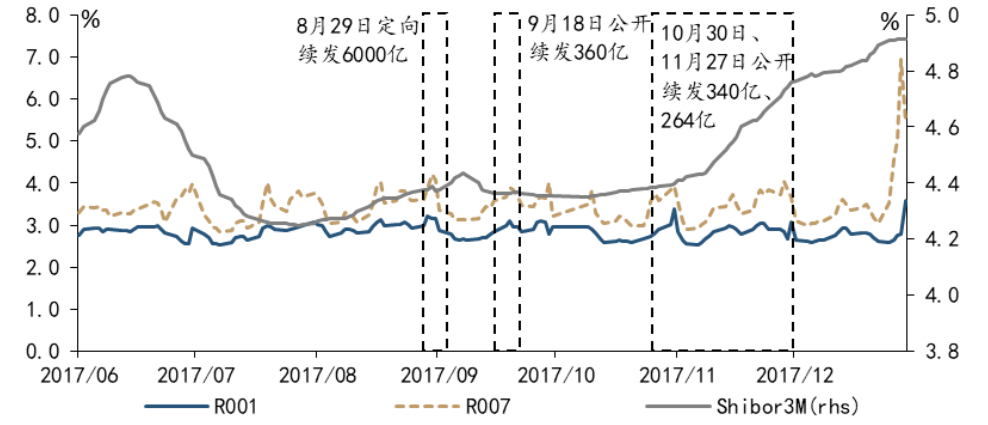

资料来源：WIND，兴业研究

### 2. 2017 年：实质影响较小

从市场流动性来看，2017 年特别国债续发采用与 2007 年几乎一致的模式，对超储率影响很小，2017 年全年超储率保持低位。在货币市场方面，这次特别

国债续发央行通过公开市场操作在一个交易日内启用现券买断工具向有关银行购回相应债券，因此即使彼时超储率较低，对短期流动性冲击依然较小。但如果财政部发行特别国债和央行启动现券买断工具之间存在一定时间差，则会造成储备货币的下降和资金面的收紧。

图表 4　2017 年 R001、R007、Shibor3M 运行情况




资料来源：WIND，兴业研究

综合观察 2007 年和 2017 年的特别国债发行，货币市场利率即便受其影响有波动，这种波动也是非常短暂的，并不具有趋势性，随着发行期过去，利率通常都会再度回到不高于之前的水平上。

## 三、 2020 年：特别国债发行思考及对市场流动性的影响分析

### 1. 财政加杠杆的必要性、有效性和适当性

突如其来的 COVID-19 疫情给我国和世界经济都带来了挑战，随着疫情防控常态化和复产复工的有序推进，我国经济活动开始逐渐恢复，但海外疫情持续致使外部需求仍面临严重不确定性。3 月以来随着宏观高频数据开始改善，前期部分推后的消费、投资需求也将逐步得到释放，在逆周期政策引导下，第

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_5305