

总量研究

关于今年新增特别国债的 8 点思考

——财政政策专题研究系列之九

要点

思考 1：今年发行新增特别国债有一定的必要性，背景与以往并不完全相同。目前的情况，与 2020 年特别国债发行时期比较类似，是疫情影响下，经济下行压力加大叠加财政收入减少，但又需继续维持较高的财政支出强度；但不同的是，2020 年特别国债在当年政府工作报告和预算报告中就已经提出，不涉及到年中预算调整。

思考 2：预计今年新增特别国债规模区间在 8000-20000 亿元，大致在 1.5 万亿左右。2022 年一般公共预算收入减少的规模大致在 3000-8000 亿元之间，均值为 5500 亿元。这部分缺口，预计将通过增加一般公共预算内新增政府债务的方式解决；政府性基金预算收入减少的规模大致在 5000-12000 亿元之间，均值为 8500 亿元。这部分缺口，预计将通过增加政府性基金预算内新增政府债务的方式解决。目前来看，进一步增加地方政府专项债的可能性不大，因而还是要落地到增加中央政府债务规模。上述两项缺口，即是今年新增特别国债的大致规模，区间在 8000-20000 亿元，我们预计大致会在 1.5 万亿左右。

思考 3：预计新增特别国债主要用于留抵退税、防疫、保证基本民生支出，部分用于支持基础设施建设。

思考 4：预计新增特别国债仍将采取市场化分批次发行方式，央行将采取适当方式配合。

思考 5：由于涉及年中预算调整，今年特别国债的发行决策程序相对更为复杂，目前可能尚处于前期讨论或酝酿阶段。

思考 6：新增特别国债很难快速推出，预计发行时点在三季度。

思考 7：在财政收入降速而支出高增速情况下，特别国债发行对流动性的冲击或不大。

思考 8：其他可能使用的政府债务工具：往年政府债结转额度。往年结转国债、地方债尚有 1.3 万亿额度可供使用，如果使用的话，可以一定程度上减少新增特别国债的规模。

风险提示

近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍存；国内经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险也不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwux@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

联系人：董乃睿

010-56513032
dongnr@ebsecn.com

相关研报

收弱支强——2022 年 3 月财政数据点评兼债市观点（2022-04-21）

目标和政策明确，后续看执行——2022 年政府工作报告点评兼债市观点（2022-03-05）

《财政存粮：内涵、规模及影响——财政政策专题研究系列之八》（2022-01-21）

目 录

思考 1：今年发行新增特别国债有一定的必要性，背景与以往并不完全相同	3
思考 2：预计今年新增特别国债规模区间在 8000-20000 亿元，大致在 1.5 万亿左右	7
思考 3：预计新增特别国债主要用于留抵退税、防疫、保证基本民生支出，部分用于支持基础设施建设	11
思考 4：预计新增特别国债仍将采取市场化分批次发行方式，央行将采取适当方式配合	12
思考 5：由于涉及年中预算调整，今年特别国债的发行决策程序相对更为复杂，目前可能尚处于前期讨论或酝酿阶段	13
思考 6：新增特别国债很难快速推出，预计发行时点在三季度	14
思考 7：在财政收入降速而支出高增速的情况下，特别国债发行对流动性的冲击或不大	14
思考 8：其他可能使用的政府债务工具：往年政府债结转额度	16
风险提示	17

图表目录

图表 1：2022 全年有超过 9500 亿元特别国债到期	3
图表 2：2022 年预算草案中收入、支出、政府债务安排情况	4
图表 3：截至 3 月底 2022 年财政累计支出较收入多 1550 亿元	5
图表 4：截至 3 月底全国土地出让收支差为 3480 亿元	5
图表 5：2020 年抗疫特别国债发行情况	6
图表 6：长期建设国债和三次特别国债发行情况比较	7
图表 7：近年来财政合计支出增速与名义 GDP 增速比较情况	8
图表 8：不同场景下 2022 年一般公共预算收入与预算草案中计划收入的差值	9
图表 9：2017 年以来，土地出让收入增速整体处于下降通道中	10
图表 10：土地出让收入主导全国政府性基金预算收入走势	10
图表 11：不同土地出让收入增速假设下的收入缺口	11
图表 12：特别国债发行可能采取的三种方式	12
图表 13：今年新增特别国债的大致决策程序	13
图表 14：财政活动对流动性影响的示意图	15
图表 15：2020 年特别国债发行过程中，市场资金表现为收敛态势	16
图表 16：2020 年 5-8 月，特别国债发行过程中，财政存款快速积累	16

思考 1：今年发行新增特别国债有一定的必要性，背景与以往并不完全相同

2007 年，财政部分批发行共 1.55 万亿元特别国债，向央行购买外汇储备及中央汇金公司股权，成立中投公司。2017 年，财政部对这批特别国债中到期的 6000 亿元进行了续发。2022 年，这两批特别国债将有 9502.5 亿元到期，主要集中在 3、4 季度，根据上次续发的情况，我们预计财政部将对这部分到期的特别国债进行续发。

图表 1：2022 全年有超过 9500 亿元特别国债到期

代码	债券简称	债券全称	余额 (亿元)	发行日期	到期日
0700002.IB	07 特别国债 02	2007 年二期特别国债	319.7	2007-09-17	2022-09-18
1700003.IB	17 特别国债 03	2017 年特别国债(三期)	964.0	2017-09-18	2022-09-19
0700004.IB	07 特别国债 04	2007 年四期特别国债	363.2	2007-09-28	2022-09-29
0700006.IB	07 特别国债 06	2007 年六期特别国债	355.6	2007-11-16	2022-11-19
0700007.IB	07 特别国债 07	2007 年七期特别国债	7500.0	2007-12-11	2022-12-11
合计	--	--	9502.5	--	--

资料来源：Wind，光大证券研究所

然而在当前背景下，对特别国债的讨论，并非这部分即将到期的特别国债续发的问题，而是要解决经济下行压力加大背景下，财政收入增速预计将低于预算安排，且稳增长逆周期调节下，财政支出需加强的情况下，新增财政收支缺口如何平衡的问题。

财政收入方面，根据今年 3 月第十三届全国人民代表大会第五次会议审议通过的《关于 2021 年中央和地方预算执行情况与 2022 年中央和地方预算草案的报告》，**2022 年全国一般公共预算预计收入 21.01 万亿元，增长 3.8%；政府性基金预算预计收入 9.86 万亿元，增长 0.6%。****收入实际执行情况**，今年 1-3 月全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.6%，其中税收收入同比增长 7.7%，非税收入同比增长 14.2%。但需要注意的是，由于 1-2 月财政收入可能存在开年集中入库的情况（2021 年 9-12 月，公共预算收入增速偏低，而今年 1-2 月又明显提升，因此推测可能存在去年下半年公共预算收入压缩入库而今年开年集中入库的情况），且 3 月以来，我国经济基本面的走势有所变化，因此 3 月数据可能更能体现当前公共财政在收入端的实际情况。测算下来，3 月当月我国一般公共预算收入增速为 3.4%，已经低于预算安排增速；而税收收入增速为-0.2%，较 1-2 月下降超过近 10 个百分点（1-2 月增速为 10.1%）。另外，3 月当月非税收入增速为 14.9%，仍维持在高增速水平（前值为 13.7%）。另外，从主要税种来看，3 月当月国内增值税、消费税、企业所得税、个人所得税收入同比增速分别为-4.0%、8.6%、45.7%、-75.6%（前值分别为 6.1%、18.7%、5.4%、46.8%）。3 月税收收入以及主要税种增速下降，一方面与退税减税政策有关（根据财政部在一季度财政收支新闻发布会上说法，年初以来财政部门已经出台 20 多项税费支持政策），另一方面相对疲弱的税收情况也印证了目前经济下行压力较大的现实状况。政府性基金预算方面，1-3 月全国政府性基金预算收入、地方政府性基金收入和土地出让收入分别为 1.38、1.30 和 1.20 万亿元，增速分别为 -25.6%、-26.5%和-27.4%。2021 年全国政府性基金预算收入、地方政府性基金收入和土地出让收入增速分别为 4.8%、4.5%、3.5%。可以看到，今年一季度这三项收入增速均出现明显下降，考虑到土地出让收入占据地方性政府基金预算收入中的绝大部分，因此，地方性政府基金收入增速下降主要是由于土地出让

收入快速下降所致。另外，3月当月土地出让收入增速为-22.8%，1-2月则为-29.5%，降幅继续维持在高水平。

财政支出方面，2022年全国一般公共预算安排支出26.71万亿元，增长8.4%（2021年全年增速为0.3%）；政府性基金预算安排支出13.90万亿元，增长22.3%（2021年为下降3.7%）。**支出实际执行情况**，1-3月全国政府性基金预算、地方政府性基金和土地出让相关支出分别为2.48、2.45、1.54万亿元，同比增速分别为43%、42.9%和-1.5%，尽管土地出让对应支出下降，但政府性基金预算支出同比增速提升明显（2021年全国和地方政府性基金预算支出增速分别为-3.7%、-4.2%）。地方政府性基金预算支出有两个重要项，一个是土地出让的相关收支，另一个则是专项债对应的收支。土地出让对应的支出，一季度增速为-1.5%，3月当月增速则为11.1%，显示支出是在加强的。2021年，专项债对应支出增速为-15.1%，而测算下来，2022年一季度增速为505.6%，3月当月增速则为534.9%，持续加强。

从上述梳理可以看到，尽管财政收入方面出现一定颓势，但财政支出方面基本是按照稳增长的要求，依照预算案的安排在推进。截至3月，2022年一般公共预算财政累计支出比收入多1550亿元，政府性基金预算则累计支出比收入多1.1万亿。另外，也需要注意到，截至3月，土地出让累计收支已经出现3480亿元的缺口，这一情况在2019、2020年同期均出现过。2019、2020年一季度土地出让收支缺口分别为3459、1460亿元，但后续月份缺口减少，至年末收均大于支。后续的情况目前来看尚需进一步观察，但结合目前土地市场的颓势，后续很难乐观。

图表 2：2022 年预算草案中收入、支出、政府债务安排情况

		2022 年		2021 年	
		额度 (万亿)	增速 (%)	额度 (万亿)	增速 (%)
收入端	一般公共预算	21.01	3.8%	20.25	10.7
	税收收入	--	--	17.27	11.9
	非税收入	--	--	2.98	4.2
	政府性基金预算	9.86	0.6	9.80	4.8
	土地出让	--	--	8.71	3.5
支出端	一般公共预算	26.71	8.4	24.63	0.3
	中央(含转移支付)	13.40	14.3	11.73	-0.9
	地方	23.11	8.9	21.12	0.3
	政府性基金预算	13.90	22.3	11.36	-3.7
	中央	0.72	--	0.40	--
	地方	13.18	19.3	11.05	-4.2
政府债务	中央赤字	2.65	--	2.75	--
	新增地方一般债	0.72	--	0.82	--
	新增地方专项债	3.65	--	3.65	--

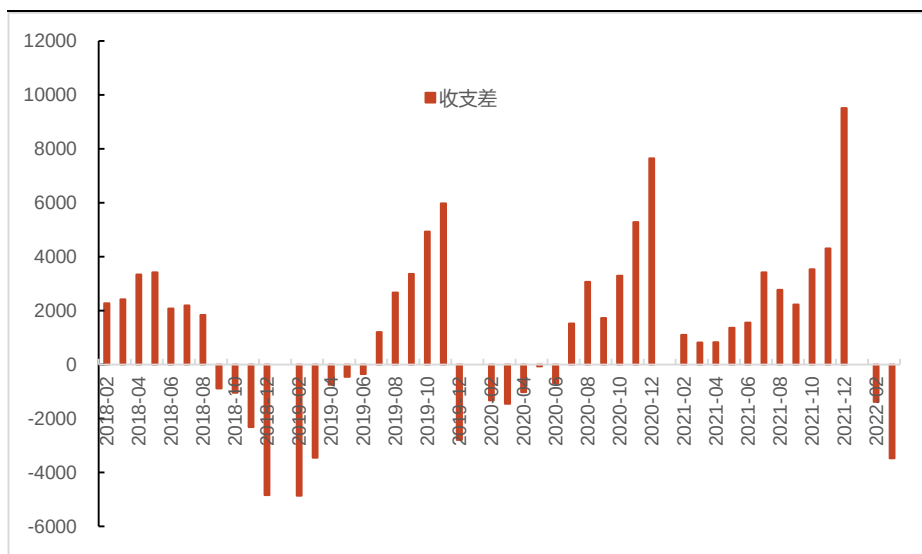
资料来源：财政部，光大证券研究所 注：2022 年为预算草案计划情况，2021 年实际执行情况；2021 年一般公共预算中央部分，包括本级支出为 3.505 万亿，对地方转移支付 8.222 万亿。

图表 3：截至 3 月底 2022 年财政累计支出较收入多 1550 亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：亿元

图表 4：截至 3 月底全国土地出让收支差为 3480 亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：“收支差”是地方土地出让收入与土地出让相关支出的差值，均为累计值，纵轴单位为亿元

我国历史上，如果以国债名称中是否出现“特别”二字，那么在我国国债发展过程，有过三次新发和一次续发特别国债的历史，新发的三次分别为 1998 年的 2700 亿、2007 年的 1.55 万亿以及 2020 年的 1 万亿；续发的为 2017 年的 6964 亿，是 2007 年特别国债的续发。三次新发的特别国债的基本情况大致如下：

第一次是发行特别国债是在 1998 年，额度 2700 亿元（约占当年 GDP 的 3.2%）。其大背景是在亚洲金融危机影响下，中国银行业资产质量变差，财政部向工、农、中、建四大国有独资银行定向发行 2700 亿元的特别国债，用于补充四大银行资本金；

第二次发行特别国债是在 2007 年，额度 1.55 万亿元（约占当年 GDP 的 5.6%）。财政部分批发行共 1.55 万亿元特别国债，向央行购买外汇储备及中央汇金公司股权，成立中投公司；

第三次行特别国债是在 2020 年，额度 1 万亿元（约占当年 GDP 的 1%）。当年 6、7 月密集发行 16 批特别国债，主要是疫情时期，用于保居民就业、保基本民生、保市场主体，支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等。

图表 5：2020 年抗疫特别国债发行情况

债券全称	发行日	发行规模(亿)	期限(年)	发行利率(%)
2020 年抗疫特别国债(一期)	2020-06-18	500.0	5	2.41
2020 年抗疫特别国债(二期)	2020-06-18	500.0	7	2.71
2020 年抗疫特别国债(三期)	2020-06-23	700.0	10	2.77
2020 年抗疫特别国债(一期)(续发)	2020-06-30	500.0	5	2.41
2020 年抗疫特别国债(三期)(续发)	2020-06-30	700.0	10	2.77
2020 年抗疫特别国债(二期)(续发)	2020-07-01	500.0	7	2.71
2020 年抗疫特别国债(三期)(续 2)	2020-07-02	700.0	10	2.77
2020 年抗疫特别国债(三期)(续 3)	2020-07-07	700.0	10	2.77
2020 年抗疫特别国债(一期)(续 2)	2020-07-08	500.0	5	2.41
2020 年抗疫特别国债(三期)(续 4)	2020-07-09	700.0	10	2.77
2020 年抗疫特别国债(一期)(续 3)	2020-07-14	500.0	5	2.41
2020 年抗疫特别国债(四期)	2020-07-15	700.0	10	2.86
2020 年抗疫特别国债(四期)(续发)	2020-07-21	700.0	10	2.86
2020 年抗疫特别国债(四期)(续 2)	2020-07-23	700.0	10	2.86
2020 年抗疫特别国债(四期)(续 3)	2020-07-28	700.0	10	2.86
2020 年抗疫特别国债(四期)(续 4)	2020-07-30	700.0	10	2.86

资料来源：Wind，光大证券研究所

从上述梳理来看，前两次特别国债的发行均与国有大行注资有关，特别国债是专款专用，与调节宏观经济运行的关系并不强，其对宏观经济的影响效果有限。与当前对特别国债讨论的背景明显不同。从用途上来看，第三次特别国债的发行更具可比性。另外，如果以“发行过特别类型的债券来满足特定的支出目的”这一内涵来看特别国债，则我国国债发行历史上，长期建设国债同样属于广义“特别国债”的范畴，而当时长期建设国债的发行与当前经济形势同样有一定的类似性。1998 年亚洲金融危机，我国也受到波及，当时境外需求不足，进而影响到国内经济增长和就业，物价指数也处于低位的位置。当年 6 月份，财政部提出年终预算调整，增加 1000 亿元建设国债，其中五百亿由中央支出，增列赤字五百亿，另五百亿转借地方，实际是中央代地方发债。这个建设国债，又称“长期建设国债”，是财政部从 1998 年 9 月开始向四大银行定向发行的 10 年期国债，募集资金专项用于基础设施建设、国企技术改造等方面，意在“扩大国内需求、拉动经济增长、促进结构调整”，还款来源建立在此类国债所形成的资产和收益上。

图表 6：长期建设国债和三次特别国债发行情况比较

	时间	规模 (万亿)	定向发行	是否列赤字	用途	审议机制
长期建设国债	1998 年	0.1	否	是	经济建设	首次为年中预算调整， 后续年度预算
第一次特别国债	1998 年	0.27	是	否	四大行注资	年中特别动议
第二次特别国债	2007 年	1.55	定向 1.35 万 亿元，公开 0.2 万亿元	否	向中投公司注 资	年中特别动议
第三次特别国债	2020 年	1	否	否	对抗疫情冲击	年初预算

资料来源：财政部，光大证券研究所

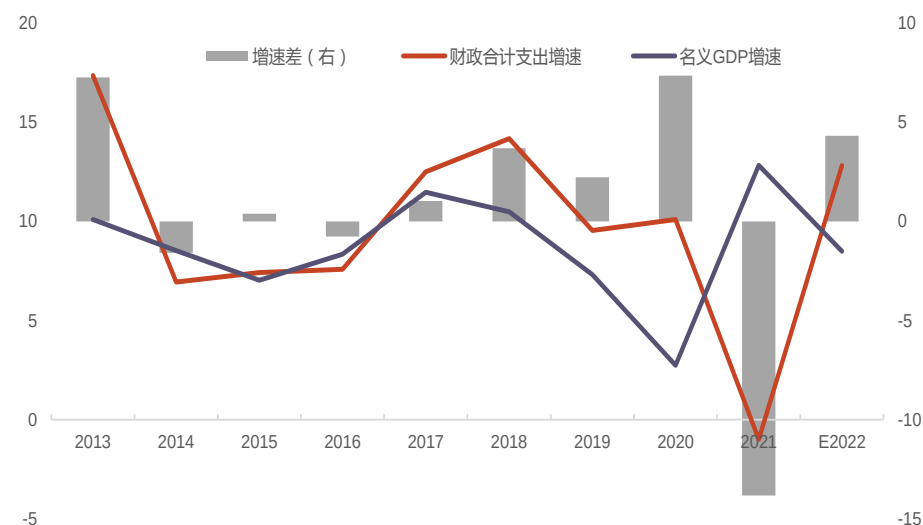
从上述分析，可以看到目前对特别国债的讨论与以往相比，有类似之处，也有不同：从背景来看，目前的情况，与第三轮特别国债发行时期比较类似，也是疫情背景下，为了应对经济下行压力和保证民生需求；但不同的是，第三轮特别国债，是在当年全国“两会”时期，政府工作报告和预算报告中就已经提出，不涉及到年中预算调整。另外，对于可能出现的新增特别国债其他发行情况，如是否定向发行，是否列示赤字，这些问题，我们结合其规模再进一步探讨。

思考 2：预计今年新增特别国债规模区间在 8000-20000 亿元，大致在 1.5 万亿左右

前文说到，今年新增特别国债的背景是经济下行压力加大背景下，财政收支出现新的缺口。因此，对于今年新增特别国债规模的预测，就需要回答：新增收支缺口有多大？这同样涉及到两方面的问题：

第一个问题是，年初预算安排的支出强度是否会调整？当前在俄乌事件、疫情等冲击下，经济下行的压力加大，财政政策承担着稳增长的重任。因此，财政支出强度收缩的可能性较小，这种场景不在我们的讨论中。但是否需要进一步加强支出强度呢？我们可以通过对比当年预算安排的支出增速与当年名义 GDP 增速来判断。我国 4 本预算账本中，一般公共预算和政府性基金预算规模排名前二，与宏观经济的关联也最为直接，因此我们可以通过将两本预算的支出合计在一起作为当年财政支出强度的指标（实际情况，这两本预算之间有资金往来，不宜直接相加，但由于资金往来情况没有公开数据，我们这里暂不考虑，而只是简单相加，以观察趋势）。2022 年一般公共预算和政府性基金预算支出分别为 26.71、13.90 万亿元，合计为 40.61 万亿元，比 2021 年执行情况（36.0 万亿）增长 12.8%。另外，我们假设 2022 年实际经济增速为 5.5%，平减指数为 3%，则名义经济增速大致为 8.5%。测算下来，两者的差值为 4.3 个百分点，是 2014 年以来除 2020 年以外的最高值。从这点来说，**我们认为，全年两本预算合计支出强度维持在 40.61 万亿的水平（增速为 12.8%）是合适的，基本不需要进一步加大支出强度。**

图表 7：近年来财政合计支出增速与名义 GDP 增速比较情况



资料来源：Wind，光大证券研究所测算 注：左轴单位为%，右轴为百分点；2022 年以前为实际执行情况，2022 年测算依据见正文

第二个问题是，与预算计划相比，财政收入端减少的情况？前文提到，根据预算计划，2022 年我国一般公共预算、政府性基金预算收入增速分别为 3.8% 和 0.6%。我们对两本预算分开分析。

一般公共预算中收入端可以划分为税收收入和非税收入。其中，税收收入与经济本身相连，而非税收入有一定的弹性，往往是税收收入增速低，非税收入增速就高一些（如 2019 年）；税收收入增速高，非税收入增速就低一些（如 2021 年）。另外，在我国一般公共预算中，税收收入占据主导，2021 年一般公共预算收入总计 20.25 万亿，税收收入为 17.27 万亿（占比为 85.2%），非税收入为 2.98 万亿（占比为 14.8%）。今年一季度，非税收入增速为 14.2%，而 1-2 月增速为 13.7%，可见整体增速相对平稳。但也需要注意到的是，这一增速明显超出了名义经济增速，我们认为通过非税收入获取财政收入的做法未必可取。因此我们以 2 个百分点为间隔，测算了非税收入增速在 0 到 14% 增速区间内，非税收入的变化情况。对于税收收入，我们以 1 个百分点为间隔，测算了在 -4% 到 4% 增速区间内，不同税收增速下的税收收入的变化情况。在不同税收和非税收入增速情况下，我们测算了一般公共预算收入与预算草案中收入计划的差值。

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_41732

