

货币战疫（三）

——特别国债手册

总论：负债的扩张和资产的构建

3月27日政治局会议指出，要加大宏观政策调节和实施力度。积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。

我们对负债工具——特别国债和地方政府转向债——进行解读，本篇聚焦于特别国债。

分论一：特别国债

特别国债的“特别”体现：1) 财政部发行特别国债的资金并非用以弥补“赤字”，而是和收益性资本相匹配；2) 特别国债不列入财政赤字，收支纳入中央政府性基金预算，依然受到国债余额管理要求；3) 特别国债的增发仅需要人大常委会审议通过，时间更短，一般经历2-6个月不等。

特别国债的历史：1) 1998年发行一期30年期特别国债2700亿元，用于补充四大行资本金，提高我国商业银行风险处置能力；2) 2007年发行八期特别国债共计1.55万亿元，用于对冲外汇占款增加和组建中投公司；3) 2017年发行三期特别国债共6964亿元，为2007年发行的10年期国债到期续发。

特别国债的展望：在目前的宏观环境和政策语境下，1) 对内特别国债可以作为疫情之下的托底防守——通过注资银行降低银行体系金融风险，通过设立中小企业贷款担保基金为实体经济降成本等；2) 对外特别国债可以作为疫情之下的进攻选择——通过注资中投公司，为疫情下海外资产的扩张提供资金支持，从而构建扩大的人民币资产池。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[货币战疫（一）](#)

[——COVID-19冲击下的货币政策](#)

2020-03-24

[资产价格的崩溃](#)

[——兼谈美联储政策工具箱和影响](#)

2020-03-19

[出口冲击对国内流动性影响的推演](#)

2020-03-17

[疫情对美股不同行业回购的影响](#)

2020-03-10

[美国信用周期下行的风险加大——以COVID-19对CLO的影响为例](#)

2020-03-08

[国内通胀预期探讨](#)

2020-02-23

[新冠肺炎或将解决“融资贵”难题——宏观利率的影响再考察](#)

2020-02-11

特别国债的“特别”

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，由全国人大常委会批准发行。特别国债与一般国债在资金用途、预算管理和发行流程方面存在明显差异。

表格 1：特别国债和一般国债对比

	一般国债	特别国债
募集资金用途	弥补财政赤字，补充国家财政资金	支持特定项目和服务特定政策
是否计入财政赤字	是	否
是否纳入国债余额管理	是	是
收支管理	纳入一般公共预算	纳入中央政府性基金预算
发行流程	年初由国务院提请人大审议发行额度，由财政部安排发行	由国务院提请人大常委会审议增发，财政部根据议案安排发行
发行期限	1Y、2Y、3Y、5Y、7Y、10Y、15Y、20Y、30Y、50Y	10Y、15Y、30Y、7Y、5Y

资料来源：华泰期货研究院整理

· 资金用途：并非弥补赤字

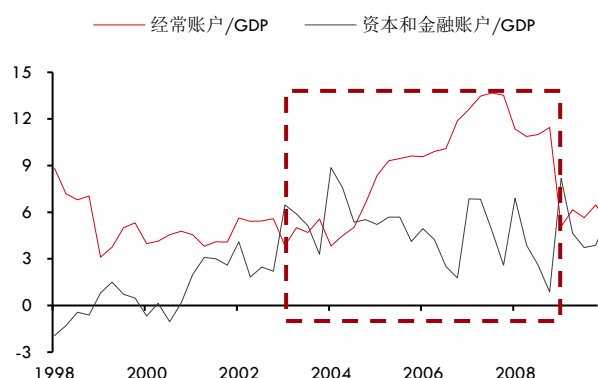
不同于一般国债的筹集资金用于弥补财政赤字、补充国家财政资金，**特别国债资金用途是专门服务于特定政策，支持特定项目需要**。从我国历史上两次新发和一次续作的特别国债来看，特别国债的资金均用于资本性支出，即资产等值交换或购买资产，而非对预算赤字的融资——财政部发行的特别国债纳入基金预算（见下），基金预算的编制原则是“以收定支，收支平衡”，不存在差额，财政部发行特别国债并不会增加财政赤字¹。

1998 年在亚洲金融危机的背景下，以降低银行业系统性风险，维持国内金融稳定，增强银行业支持实体经济的能力为目标，特别国债募集资金用于形成四大国有银行的资本金；

2007 年在我国经常、资本项目“双顺差”导致国内流动性过剩的背景下，以抑制流动性过快增长，高效使用外汇储备为目标，特别国债用于购买外汇资产和形成中投公司股权。

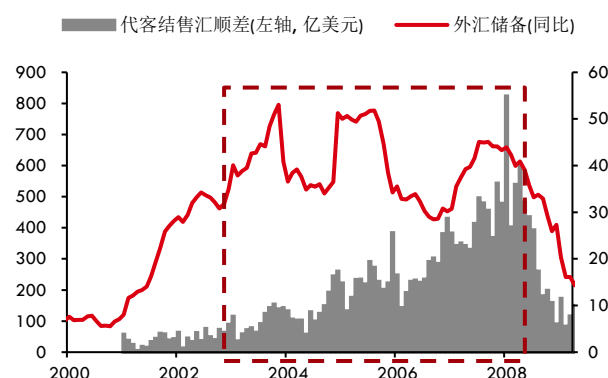
¹ 《财政部：特别国债购汇不会增加我国的财政赤字》指出，财政发行特别国债购买外汇纳入基金预算，基金预算的编制原则是，以收定支，收支平衡，不存在差额。因此，根据全国人大常委会 2005 年 12 月 16 日同意的《国务院关于实行国债余额管理的报告》（国函〔2005〕93 号）规定，特别国债不列入预算赤字。

图 1: 2003-08 年经常与资本项目“双顺差”



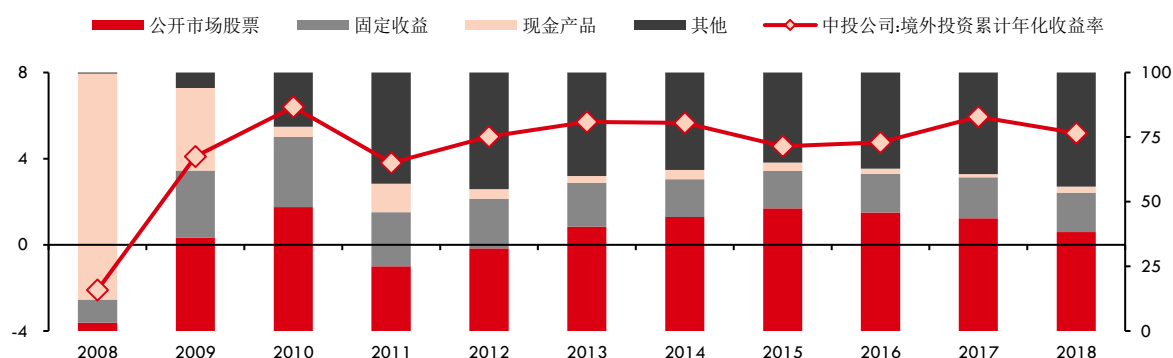
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 我国外汇储备快速增长



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 中投公司境外投资收益趋于稳定



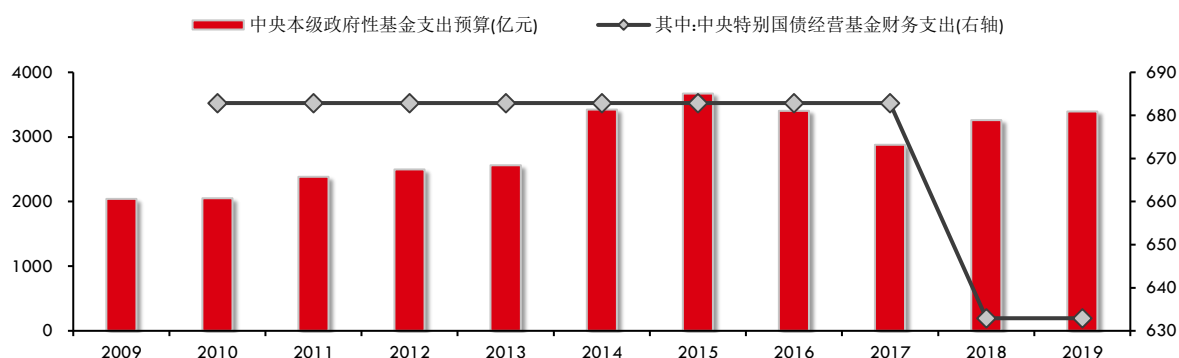
数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 预算管理: 纳入余额管理

特别国债仍属于政府债务,按照国债余额管理办法,纳入中央财政国债余额管理,在发行时调整国债余额。但由于特别国债发行的目的并非弥补预算赤字,而是对应于等值的股权等资产,无需通过预算安排还本付息,因此特别国债不列入财政赤字。其收支纳入中央政府性基金预算,而非一般公共预算。

具体而言,特别国债在中央政府性基金收入下计入“中央特别国债经营基金收入”科目,其对应资产取得的股息等收入,计入“中央特别国债经营基金财务收入”科目,还本付息则通过中央政府性基金支出项下的“中央特别国债经营基金支出”和“中央特别国债经营基金财务支出”科目核算。

图 4: 特别国债收支纳入政府性基金预算管理



数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 发行流程：无需通过两会

一般国债于年初由国务院提请人大审议年度发行额度，由财政部合理安排年内国债发行。
特别国债首先需要国务院提请人大常委会审议增发特别国债，调整年末国债余额限额，然后财政部根据议案决定发行特别国债，并按特定投向使用。从历史情况来看，从提请审议到最终发行，需要经历 2-6 个月。

特别国债的历史

从历史上看，我国共发行过三次特别国债，包括两次新发和一次续发：

1998 年发行一期 30 年期特别国债 2700 亿元，用于补充四大行资本金，提高我国商业银行风险处置能力；

2007 年发行八期特别国债共计 1.55 万亿元，期限包括 10 年和 15 年，用于对冲外汇占款增加和组建中投公司；

2017 年发行三期特别国债共 6964 亿元，为 2007 年发行的 10 年期国债到期续发。

表格 2：历史上特别国债发行情况

时间	债券简称	计划发行规模(亿元)	实际发行规模(亿元)	期限(年)	票面利率	发行方式	所筹资金用途
1998.08	98 国债 2	2700	2700	30	7.2%，2004 年 12 月 1 日起调整为 2.25%	向四大国有银行定向发行	补充四大行注册资本金
2007.08	07 特别国债 01	6000	6000	10	4.30%	向农行定向发行，发行当日央行从农行购入	向央行置换外汇储备，作为资本金组建中投公司
2007.09	07 特别国债 02	300	319.7	15	4.68%	在银行间债券市场公开发行	
2007.09	07 特别国债 03	300	350.9	10	4.46%		
2007.01	07 特别国债 04	320	363.2	15	4.55%		
2007.11	07 特别国债 05	300	349.7	10	4.49%		
2007.11	07 特别国债 06	300	355.6	15	4.69%		
2007.12	07 特别国债 07	7500	7500	15	4.45%	向农行定向发行，发行当日央行从农行购入	
2007.12	07 特别国债 08	263.5	263.18	10	4.41%	在银行间债券市场公开发行	
2017.08	17 特别国债 01	4000	4000	7	3.60%	向有关商业银行定向发行，当日央行即从商业银行购入	2007 年定向发行特别国债的续发
2017.08	17 特别国债 02	2000	2000	10	3.62%		
2017.09	17 特别国债 03	360	360	5	3.59%	在银行间债券市场公开发行	
2017.01	17 特别国债 03 (续发)	340	340	5	3.59%		
2017.11	17 特别国债 03 (续 2)	264	264	5	3.59%		

资料来源：华泰期货研究院整理

· 1998 年特别国债

发行背景

目的：1998 年发行的 2700 亿特别国债是为了提高我国四大行资本金，使其满足《巴塞尔协议》关于资本充足率的要求，同时解决坏账问题而对我国银行体系带来的冲击。

原因：1992 年南巡讲话后开启新一轮经济改革，带动起了投资热潮，但很快转化为经济过热，产能过剩。随着 1996 年我国正式加入国际清算银行，根据《巴塞尔协议》银行资本充足率不得低于 8%。但当时我国四大国有银行的资本充足率较低，不良贷款率较高，特别是在经历金融危机，经济发展不景气之时，银行坏账比率迅速提升，急需采取措施确保银行体系不面临系统性风险。1998 年为提高我国商业银行风险处置能力，补充四大行资本金，财政部首次发行特别国债。

方式：1998 年 8 月 18 日，经全国人大常委会同意，财政部面向四大国有银行定向发行 2700 亿元特别国债，四大行通过央行降准释放的流动性进行申购，财政部以 2700 亿元对四大行进行注资，注资所得资金仍存放于央行作为准备金。

发行过程

1998 年 2 月，第八届全国人大常委会第三十次会议审议通过《国务院关于提请审议财政部发行特别国债补充国有独资商业银行资本金的议案》。

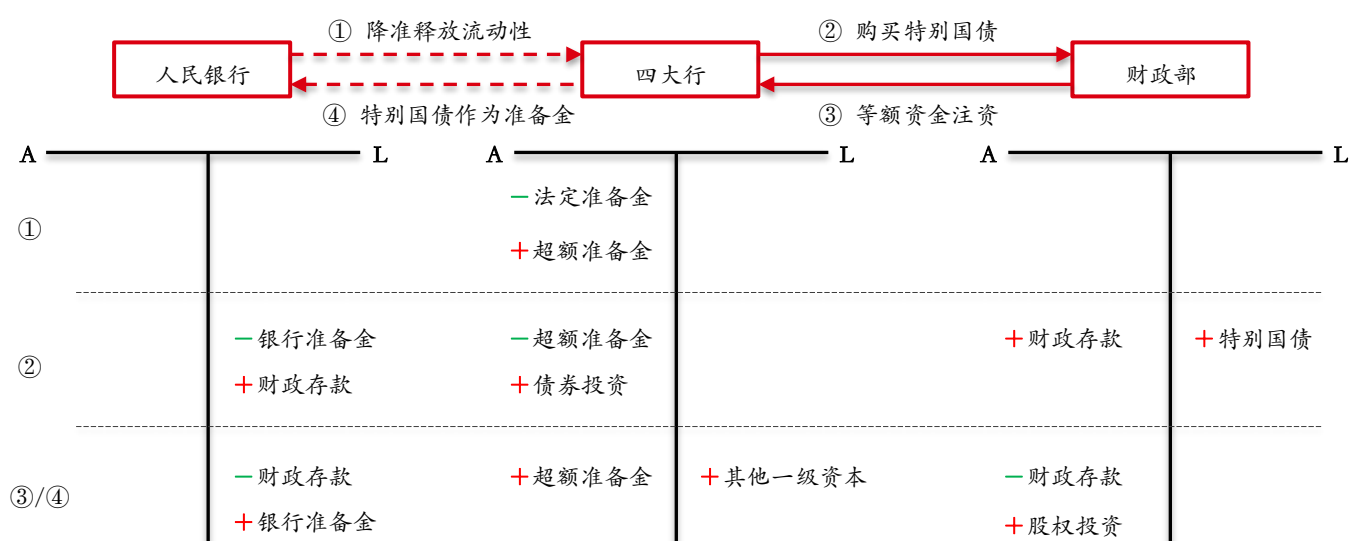
1998 年 3 月，央行将存款准备金率从 13% 降至 8%，为四大商业银行释放了近 2400 亿的资金，央行要求四大行将这些资金以及 300 亿超储共计 2700 亿元存到在中央银行的“临时存款”账户上，为日后认购国债做准备。

1998 年 8 月 13 日，财政部发布 1998 年第 6 号公告《关于发行 1998 年 2700 亿元特别国债的通知》，宣告了特别国债的发行。

1998 年 8 月 20 日，财政部发布《关于发行特别国债补充国有独资商业银行资本金有关问题的通知》，明确了特别国债发行的相关细节。特别国债的发行总额为 2700 亿元，面向中国工商银行、中国农业银行、中国银行和中国建设银行定向发行，不向社会公开发售，由四家银行全额承购，所筹资金全部用于补充四家银行的资本金，份额分别为：中国工商银行 850 亿元，中国农业银行 933 亿元，中国银行 425 亿元，中国建设银行 492 亿元。特别国债为附息国债，期限为 30 年，年利率为 7.2%。同时，特别国债为记帐式国债，在中央国债登记结算有限责任公司托管注册。

在付息的处理方式上，2004 年之前，每年底由财政部付给四大银行特别国债利息，四大银行同时将特别国债利息收入等额上交中央财政。为全面真实反映银行财务状况，简化手续，四大银行对特别国债利息不确认收入，也不作等额上交中央财政支出，会计处理上作备查登记。但 2004 年为支持国有银行股份制改造，经人大常委会批准，财政部调降特别国债利率至 2.25%（参照政策性再贷款利率），正常付息，利息支出列入中央本级预算支出。

图 5： 1998 年特别国债发行流程图（上）和资产负债表变动（下）



数据来源：华泰期货研究院

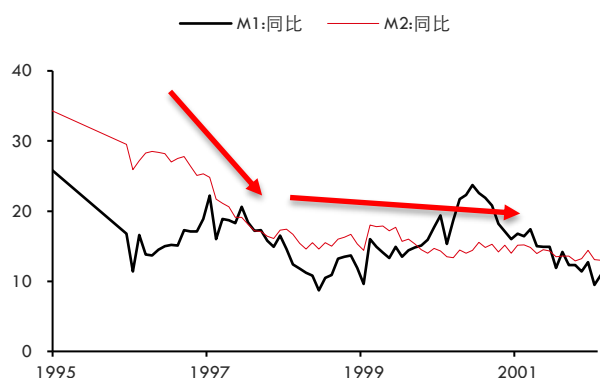
对流动性的影响

从银行间流动性来看，此次特别国债为面向四大行的定向发行，且央行降准为四大行提供资金，因此对货币市场流动性的释放与回笼影响较小（图 5 下左：央行资产负债表不变）。1998 年特别国债的发行，央行通过降准为四大行提供资金以认购国债，同时自财政部收到的注资仍存放在央行作为准备金，本质上是基于特殊目的的资产购买与交换。从央行资产负债表来看，仅通过“临时账户”进行资金流转，最终的负债方并无变化，短期内并未对货币市场流动性造成明显冲击。

从实体流动性的角度上看，补充四大行资本金有利于信用创造过程，对市场流动性有积极影响（图 5 下中：银行资产负债表扩张）。在经过 2700 亿元注资后，四大行均已满足《巴塞尔协议》对于银行资本充足率的要求，给予了我国商业银行在货币政策传导中更加积极有为的底气。根据国家统计局公布的数据，自 1993-1998 年，我国 M2 增速持续下降，1998 年

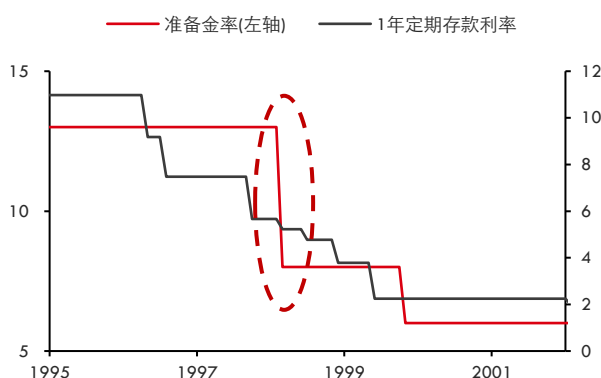
财政部发行特别国债对四大行注资后，M2 增速开始企稳，使 M2 增速在 21 世纪初保持在 15%左右的合理区间内波动。

图 6： 商业银行注资之后 M2 增速逐步企稳



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 1998 年降准释放流动性



数据来源：Wind 华泰期货研究院

· 2007 年特别国债

发行背景

目的：2007 年特别国债的发行旨在解决因持续增加的外贸创汇而导致的基础货币增加，同时对超过合理规模的外汇储备进行有效投资管理。

原因：2001 年底加入 WTO 以后，我国充分发挥入世后的全球化及全球产业链红利，经常账户顺差攀升，外汇储备增速常年保持在 30% 以上，至 2007 年底，外汇储备已超过 15000 亿美元。而由于缺乏外汇管理经验，面对超出合理规模激增的外汇储备无法进行合理利用，投资收益不及预期，急需专业团队进行投资管理。

此外，外汇储备的快速增长，也带来了人民币升值压力，M2 增速持续超过 15% 的合理区间，通胀压力上升。

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_5968

