

## 专题研究

2020年3月30日

## 宏观经济

## 经济停摆财政承压，抗疫情、稳增长特殊时期

## 财政工具如何使用？

——兼论 327 政治局工作会议

联络人

作者

研究院 宏观金融研究部

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

卞欢 010-66428877-199

hbian@ccxi.com.cn

汪苑晖 010-66428877-281

yhwang@ccxi.com.cn

相关报告：

【2020年第9期2月金融数据点评】社融虽有波动但不改平稳运行趋势，货币政策延续结构性宽松，2020年3月20日

疫情冲击一季度或现负增长，新冠全球蔓延加剧不确定性——2020年1-2月宏观经济形势分析与展望，2020年3月20日

地方政府债与城投行业监测周报总第109期 2020年第10期——稳健货币政策助力复工，地方债收益率多数回落，2020年3月19日

【2020年第8期2月价格数据点评】CPI小幅回落结构性风险仍存，疫情冲击PPI重回负值区间，2020年3月11日

【2020年第7期1-2月进出口数据点评】外贸增速回落如预期，关注疫情全球带来的出口压力，2020年3月11日

【地方政府债与城投行业监测周报总第108期 2020年第9期】万亿新基建助力稳增长，地方债收益率多数下行，2020年3月11日

专题研究：新冠肺炎疫情冲击下会迎来通胀吗？2020年3月6日

## 内容要点

- ◇ 当前我国财政情况：经济停摆财政平衡承压，区域实力加剧分化
  - 经济停摆财政收入承压，稳增长需求下财政平衡难度加大
  - 区域财政实力或显著分化，中部地区面临更大财政压力
- ◇ 我国现有财政工具分析：储备丰富多元，多方面稳定经济
  - 减税降费等工具：常用财政工具，用于支持特殊时期社会发展、降低失业率等
  - 地方政府专项债：纳入政府性基金预算管理，具有补短板、防风险、稳增长的重要作用
  - 特殊财政工具：分别为长期建设国债、特别国债、专项建设基金，曾在特殊时期发挥重要稳定经济的作用
    1. 长期建设国债：用于国民经济和社会发展急需的基础设施建设，重点投向农业、水利、交通、通信等领域以及中西部地区
    2. 特别国债：服务于特定政策特定项目，可相机决定资金用途，发行流程相对简化
    3. 专项建设基金：由政策性银行设立，用于支持重点领域基建，具有规模大、成本低、期限长、带杠杆等特点
- ◇ 抗疫情、稳增长的特殊时期财政工具应如何使用？
 

在巩固国内抗疫成果、加速推进复工复产背景下，3月27日中央政治局会议明确指出，要加大宏观政策逆周期调节和实施力度，并抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，其中，积极的财政政策要更加积极有为，具体为使用“三支利箭”，分别是适当提高财政赤字率、发行特别国债、进一步增加地方政府专项债券规模。在此前的疫情冲击分析中，我们也多次提出考虑提高赤字率、重启特别国债、提高专项债额度等建议，与此次中央政治局会议要求基本吻合。下阶段，在稳增长及防风险的双底线思维下，我们认为可以将财政赤字率提升至3-3.5%，特别国债或增发万亿支持脱贫攻坚、实体纾困、基建、银行注资等方面，地方政府专项债限额也可上调至3.5万亿元并进一步提效发力新基建。此外，在经济增长仍存在较大不确定性的情况下仍需积极做好其他财政工具的充足储备，必要时可进一步推广专项建设基金、重启长期建设国债等。

  - 赤字率可提升至3-3.5%，国债及新增地方政府一般债券最多可发行6万亿
  - 特别国债或可增发万亿，稳定经济财政运行
  - 新增专项债限额可以提升至3.5万亿元，扩容提效发力新基建的同时需兼顾风险防范
  - 持续推进减税降费、稳定就业政策，巩固抗疫成果助力复工复产
  - 视疫情与经济发展情况，必要时可重启专项建设基金及长期建设国债

3月27日中央政治局会议提出“积极的财政政策要更加积极有为，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”，积极财政的“三支利箭”已蓄势待发，对逐步恢复疫情后经济社会秩序、助力复工复产具有较大意义，新冠疫情对我国经济财政的负面影响或将进一步得到缓解。在此前的疫情冲击分析中，我们也多次提出适当提高赤字率、重启特别国债、增加专项债额度等建议，与此次中央政治局会议要求基本吻合。目前，我国疫情趋于稳定、有序步入复工阶段，但国外疫情仍持续发酵冲击全球经济，我国经济增长的不确定性较大，对财政的负面影响仍将持续。此背景下，未来财政工具的使用将更加多元灵活，我们认为可以将提高赤字率至3-3.5%、或发行万亿特别国债、也可以提高地方政府新增专项债额度至3.5万亿元并加强支持新基建力度、持续加码减税降费措施等；此外，为应对国外疫情持续输入导致的国内疫情反复以及后续稳增长效果不及预期的情况，必要时可进一步推广使用专项建设基金、重启长期建设国债。本文结合当前我国财政状况，以及特殊时期可以使用的财政工具，详细分析了当前抗疫情、稳增长时期我国应如何有效使用财政工具，助力积极财政更加积极。

## 一、当前我国财政情况：经济停摆财政平衡承压，区域实力加剧分化

2019年以来，我国经济下行压力不断加大，财政整体上也面临减收增支压力，财政运行处于紧平衡状态。2020年初在新冠肺炎疫情爆发，疫情对经济的短期冲击影响地方财政收入增长，同时，地方财政资源将持续向疫情防控倾斜，医疗卫生等领域的财政支出力度加大，财政收支承压。根据最新财政数据显示，1-2月财政收入出现近5年来首次负增长，与此同时，社保及就业、卫生健康领域财政支出大幅增加。截至目前，在积极防控下国内疫情趋于平稳、逐步推进复工复产，但国外疫情大面积爆发冲击全球经济，对我国经济财政的负面影响仍将持续；同时，地区财政实力或将出现更明显分化，湖北等地由于此前受疫情冲击严重将面临更大的财政压力。

### （一）经济停摆财政收入承压，稳增长需求下财政平衡难度加大

1月下旬，国内新冠肺炎疫情爆发，对我国经济财政均带来较大冲击。目前在社会各方积极有效防控措施下，国内疫情整体趋于缓和，已实现确诊病例多日零增长。但3月起国外疫情大面积爆发且迅速发展，3月底累计确诊约70万例，日均增加超3万例，考虑到疫情对全球经济的冲击，我国经济社会及财政情况仍将受到较大影响，且在后续推动经济复苏及稳增长方面仍需财政积极配合，财政平衡难度将持续加大。

从财政收入看，疫情冲击影响地方税收增长，后续复工复产仍需加大减税降费等力度，财政收入增速或面临持续下滑风险。2019年，由于经济下行压力不断加大叠加减税降费政策延续，财政收入增速进一步放缓，全年未达成增长5%的目标，多个主要税种收入出现负增长或增速下降。2020年初又遭遇新冠疫情冲击，经济下行压力继续增加，1-2月全国固定资产投资、社会消费品零售总额同比大幅回落均超20%，税收收入规模同比回落11.2%，财政收入同比大幅下降9.9%，均为近5年首次负增长且幅度较大；另外，在中共中央政治局会议“积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用”的要求下，疫情后为助力复工复产、稳增长，减税降费政策仍将延续并进一步加大幅度，其他财政工具也可能进行更大规模使用，短期内，我国财政收入或继续承压。

从财政支出看，疫情期间社保就业、健康卫生等领域支出明显增加，叠加稳增长需加码投资性支出，财政收支矛盾或进一步加剧。2019年，财政支出规模持续增加，财政收支差额继续扩大，全国财政支出规模同比增速远超年初制定的6.5%的预算增速，达到8.10%。2020年初，在疫情影响下，各级财政部门继续加大疫情防控经费投入力度，进一步增加了财政压力，截至3月25日，各级财政累计下达超千亿元统筹用于疫情防控，坚决打赢疫情防控阻击战，1-2月，卫生健康支出2716亿元，同比增长22.7%，其支出规模增长幅度居于各支出项目的首位，社会保障和就业支出6120亿元，同

比增长 2.5%，建设类支出规模由于疫情期间的隔离措施和交通不便明显下降。值得注意的是，在习近平总书记“积极财政政策要更加积极有为”的重要指示下，国内复工复产进程持续加速推进，基建投资相较进出口和消费可控性较高，财政政策发力见效快，未来投资性支出或将逐步增加。

## （二）区域财政实力或显著分化，中部地区面临更大财政压力

受此次疫情影响中部地区的经济发展或受到更为严重影响，进而影响其财政收入，且中部地区针对医疗卫生领域的财政支出将明显增加，财政平衡难度或进一步加大。此次疫情在国内呈现以湖北为中心、向全国扩散的特征，截至 3 月底湖北累计确诊近 6.8 万例，占全国确诊数的 83%，累计死亡 3163 例，占全国死亡数的 96%，其他中部地区疫情也相对严重，累计确诊均超 900 例。疫情冲击下，这些地区经济财政受影响程度均大于其他地区。通过类比 SARS<sup>1</sup> 疫情期间各地区财政缺口的情况并运用模型进行测算，新冠疫情影响下，作为重灾区的湖北在经济增长放缓、财政收支承压的双重冲击下，虽得到较多财政补助但缺口增幅仍高居全国首位，河南、湖南、安徽、江西这四个与湖北相邻的中部省份同样位于全国前列。结合全国财政收入地图，中部省份财政实力处于全国中游水平，疫情冲击下的财政压力或较财政实力较强的东部地区以及受疫情影响相对较弱的西部及东北地区更大；此外，考虑到疫情对第三产业的冲击，交通运输业等占比较高的中部地区或将面临更大的税收压力，财政收支矛盾或因此加剧。在后续稳增长政策的持续推进下，中部地区财政压力或加大，各地财政实力或进一步分化。在复工复产阶段，从支出端看，以湖北为中心的中部地区或因受疫情负面影响较大，人员和企业恢复生产所需的财政补贴较大，补短板稳增长的基建项目也可能更急中到此区域，相关财政支出或较其他地区更多；从收入端看，中部地区复工复产进度慢于其他地区，且未来减税降费力度仍较大，财政收入短期内明显增长可能性较小。综合来看，中部地区与原本经济财政实力较强的东部地区和受疫情影响较小、稳增长压力相对较小的西部地区相比，相互间财政实力进一步分化的可能性也将加大。

图 1：截至 2020 年 2 月一般公共预算收入规模及增速



数据来源：choice, 中诚信国际区域风险数据库

图 3：财政收入地图（2018 年）

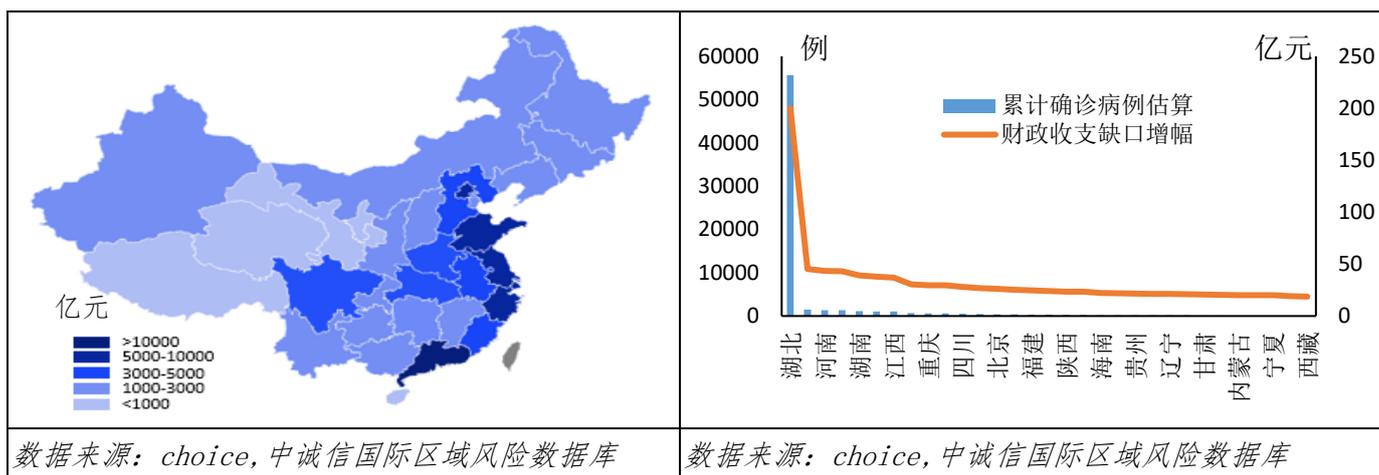
图 2：截至 2020 年 2 月一般公共预算支出规模及增速



数据来源：choice, 中诚信国际区域风险数据库

图 4：疫情下各省财政收支缺口扩大幅度预测

<sup>1</sup>根据 SARS 对各区域财政缺口的回归分析，疫情当年财政收支缺口变化幅度与确诊病例人数及疫情持续时间关系为： $\Delta$  财政缺口% =  $-0.181 \ln X_{\text{确诊人数}} - 0.007T_{\text{疫情持续时间}}$ 。



## 二、我国现有财政工具分析：储备丰富多元，多方面稳定经济

我国有较为丰富的财政工具储备，能够有效应对各类突发情况、助力稳定社会经济。从使用情况来看，减税降费政策是使用最为普遍的财政工具，发行地方政府新增专项债券支持补短板及稳增长也是近年来积极财政政策的重要着力点之一；此外，我国为应对特殊时期挑战和风险时也曾推出过一系列特殊财政工具，包括长期建设国债、特别国债、专项建设基金等。具体见下文分析。

表 1：各种财政工具列表

	使用主体	纳入何种政府预算	募集资金使用方向
减税降费	多部门	一般公共预算	降低各主要税种税率，助力政策使用期间产业平稳运行，降低社会运行成本，使用范围广
地方政府专项债券	财政部	政府性基金预算	各类重点基础设施建设、新基建等，是目前推行的重要政策工具
长期建设国债	财政部	一般公共预算	国民经济和社会发展急需的重点基础设施建设，倾向发展相对落后地区
特别国债	财政部	在发行时调整国债余额，是否纳入赤字，视情况而定	专门服务于特定政策，支持特定项目需要，可相机决定资金用途，达到维护经济稳定运行、物价稳定、补充流动性目的
专项建设基金	国开行、农发行	有政策性银行设立，需财政贴息，贴息纳入一般公共预算	用于“看得准、有回报、不新增过剩产能、不形成重复建设、不产生挤出效应”的重点领域项目

数据来源: choice, 中诚信国际区域风险数据库

### （一）减税降费等工具：常用财政工具，用于支持特殊时期社会发展、降低失业率等

减税降费措施可以通过降低企业所得税税率增加企业储蓄率，改善企业流动性并提高其投资效率，长远来看，税率降低或可扩大税基，未来财政收入有望增长。此外，稳定就业措施则通过失业保险稳岗返还、职业培训补贴等多种渠道，支持企业稳定现有的就业岗位，同时帮助个人尽快复工，

降低潜在失业率。在特殊时期减税降费、稳定就业政策使用较为普遍，且纳入一般公共预算管理，因此，大规模使用会增加一般公共预算支出。上述两者在抗击“非典”时期均有充分使用。减税降费方面，针对防疫人员提供特殊临时性工作补助等所得免征个人所得税；针对境外捐赠医疗物资等免征进口关税和进口环节增值税；企业向“非典”防治工作的捐赠允许在缴纳所得税前扣除，并给予税收优惠等。稳定就业方面，政策表现为对受损行业的定项支持，在拓展城镇就业空间、深掘农村就业潜力、发挥中小微企业积极提供劳动岗位等方面，各类保就业政策均起到一定积极作用。

## （二）地方政府专项债：纳入政府性基金预算管理，具有补短板、防风险、稳增长的重要作用

加快专项债发行有利于缓解地方政府财政压力。地方政府专项债券因纳入政府性基金预算管理不会增加一般公共预算赤字，且2019年以来减税降费影响下财政收入持续承压，一定程度上掣肘了财政支出，为缓解财政资金压力，2019年6月专项债新规允许将专项债作为重大项目资本金保障重大项目正常推进，同年9月国常会进一步扩大专项债用作资本金领域范围，或继续减少地方政府在基建项目建设中的财政压力；此外，近年来积极财政政策下新增专项债在政策鼓励下加快发行，并以收益自求平衡的项目收益专项债为主，由其产生的现金流收入或对增加地方政府收入带来长期正面影响。专项债可发挥稳基建与稳增长的重要作用。在近年来地方政府专项债快速扩容的同时，其品种也不断创新，从起初的土地储备、收费公路和棚户区改造三个标准化专项债品种逐步拓展，资金的使用范围和灵活性显著提高，且投向重大项目建设及重点短板领域的项目收益专项债规模占比持续上升，起到了缓解相关重点项目融资难的作用。发行专项债有利于规范引导债务显性化，助力隐性债务化解。2014年新《预算法》及43号文出台后，地方政府债务管理逐渐规范，在地方政府“开前门、堵后门”的背景下，地方政府专项债逐渐替代以往融资平台在基建和公共服务等领域的地方政府融资功能，对缓释地方隐性债务风险有重要意义。

表 2：地方政府专项债与地方政府一般债比较

	专项债	一般债
资金用途	有一定收益的公益性项目	弥补一般公共财政赤字而发行的地方债券，没有收益的公益性项目
资金来源	偿债资金来源于政府性基金或公益性项目所对应的专项收入	偿债资金来源于一般公共预算收入

数据来源：choice, 中诚信国际区域风险数据库

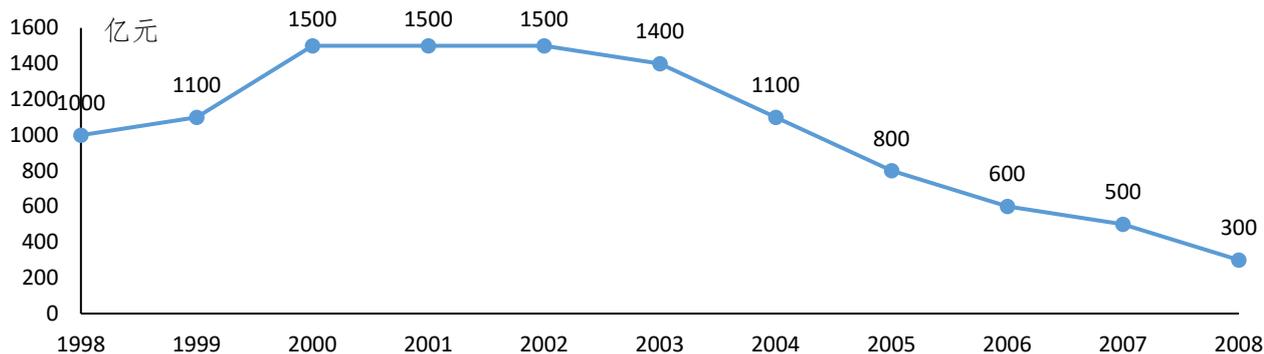
## （三）特殊财政工具：分别为长期建设国债、特别国债、专项建设基金，曾在特殊时期发挥重要稳定经济的作用

1. 长期建设国债：用于国民经济和社会发展急需的基础设施建设，重点投向农业、水利、交通、通信等领域以及中西部地区

长期建设国债是为了应对特定社会经济情况而采取的积极财政措施，可为国民经济和社会发展急需基建提供成本较低的融资。发行长期建设国债可以帮助加大基础设施建设力度，有利于在经济低迷时期通过进行重要基础设施建设任务，有效刺激国内需求，促进经济较快复苏步入发展正轨；同时，长期建设国债融资成本较低，相较于社会融资，更利于项目达到收益平衡，促进基础设施长期服务国民经济，在经济财政情况较为困难的时期其作用尤其明显。从其发行历史看，1998年，由于亚洲金融危机影响，在外贸出口增长速度大幅度回落，内需对经济拉动的力度不足背景下，为克服亚洲金融危机的不利影响、扩大内需、拉动经济增长，经第九届全国人大常委会第四次会议通过，在扩大财政赤字由460亿元到960亿元的基础上，财政部于当年9月向四大行定向发行了1000

亿元十年期长期建设国债用于国民经济和社会发展急需的基础设施性建设专项投资,重点投向农业、水利、交通、通信等领域以及当时发展程度相对落后的中西部地区。1998-2004年间,长期建设国债拟发行规模均超过1000亿元,2005年后,随着国内经济复苏、通胀抬头,财政政策从适度从紧转为稳健,长期建设国债发行规模减少,2008年后《政府工作报告》不再提及长期建设国债。此外,长期建设国债纳入一般公共预算管理。根据1998年《关于提请审议增发国债用于加快基础设施建设和今年中央财政预算调整方案(草案)议案的说明》,十年期长期建设国债作为中央财政收入,需纳入一般公共预算管理,并增加相应的财政赤字。

图 5: 长期建设国债历年发行情况



数据来源: choice, 中诚信国际区域风险数据库

## 2. 特别国债: 服务于特定政策特定项目, 可相机决定资金用途, 发行流程相对简化

特别国债是为实施某种特殊政策而在特定范围内或为特定用途而发行的国债。特别国债与普通国债相比在资金用途、预算管理和发行流程方面存在明显差异。资金用途方面, 特别国债专门服务于特定政策, 支持特定项目需要, 可相机决定资金用途相比普通国债更为灵活。预算管理方面, 特别国债纳入中央财政国债余额管理, 是否纳入赤字, 视具体情况而定, 从其发行历史看, 1998年用于提高银行资本充足率的特别国债并未有明确的官方预算管理归类, 2007年特别国债被纳入政府性基金预算管理。发行流程方面, 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, 以国务院向人大常委会提请审议增发特别国债议案为起点, 到特别国债最终发行为止, 历时2-6个月不等。截至目前, 我国共发行过三次特别国债, 资金使用针对性高, 对维护经济稳定运行、物价稳定、补充流动性起到了一定作用。第一次发生在1998年, 为达到《巴塞尔协议》要求, 提高四大行资本充足率, 中央政府发行2700亿元期限为30年的特别国债, 用于补充四大国有银行资本金; 第二次是在2007年发行1.55万亿元特别国债, 在经济危机中为维护经济稳定运行和物价稳定, 缓解人民银行对冲压力; 第三次则是为了保持流动性合理充裕, 财政部向有关商业银行定向发行两期特别国债, 为2007年发行的部分特别国债提供再融资, 共计6000亿元。

## 3. 专项建设基金: 由政策性银行设立, 用于支持重点领域基建, 具有规模大、成本低、期限长、带杠杆等特点

专项建设基金是国家发改委会同国家开发银行和农业发展银行于2015年8月设立, 用于支持满足“看得准、有回报、不新增过剩产能、不形成重复建设、不产生挤出效应”的重点领域项目建设。作为“稳增长”的主要政策工具之一, 专项建设基金主要集中在民生改善、重点水利工程、各

类交通物流建设、能源基建以及促进制造业核心竞争力方面的转型升级项目建设等 5 大领域，2015 年到 2017 年间，国家发改委共安排 7 批次专项建设基金，总规模较大，达到 2 万亿元。其使用方式为：首先，国家开发银行和中国农业发展银行向邮储银行等定向发行债券，中央财政对债券贴息<sup>2</sup>，政策性银行募集到资金后成立专项建设基金；其次，符合要求的企业向地方政府申请专项建设基金支持；最后，专项建设基金以股权的方式，对企业或者项目公司注资，达到国家发改委要求的项目资本金比例要求<sup>3</sup>后，再配套贷款或者发债筹集其余资金，进行项目开发。

根据专项建设基金的使用方式，其拥有以下特点。第一，市场化运行效率高，专项建设基金由政策性银行设立，资助行为由政策性银行执行更加市场化，执行效率较行政体系更高；第二，使用成本低，专项建设基金在使用中可获中央财政贴息，有利于促进企业在特殊时期较快恢复正常生产；第三，使用期限长，专项建设基金资金可以股权方式参与到项目中因而退出期限比较长，有利于企业获得较为稳定支持；第四，可通过加杠杆带动给更多资金，专项建设基金所支持项目在资本金达标后，可以通过配套贷款、吸引社会资本的方式筹集剩余投资，共同进行基础设施建设，为带动全社会资金拉动经济增长创造了条件。但是，专项建设基金仍有潜在的补贴过多影响社会资本参与积极性、监管过严使得申请使用不积极等问题需要持续关注。

### 三、抗疫情、稳增长的特殊时期财政工具应如何使用？

在巩固国内抗疫成果、加速推进复工复产背景下，3月27日中央政治局会议明确指出，要加大宏观政策逆周期调节和实施力度，并抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，其中，积极的财政政策要更加积极有为，具体为使用“三支利箭”，分别是适当提高财政赤字率、发行特别国债、进一步增加地方政府专项债券规模。在此前的疫情冲击分析中，我们也多次提出考虑提高赤字率、重启特别国债、提高专项债额度等建议<sup>4</sup>，与此次中央政治局会议要求基本吻合。下阶段，在稳增长及防风险的双底线思维下，我们认为可以将财政赤字率提升至 3-3.5%，特别国债或增发万亿支持脱贫攻坚、实体纾困、基建、银行注资等方面，地方政府专项债限额也可上调至 3.5 万亿元并进一步提效发力新基建。此外，在经济增长仍存在较大不确定性的情况下仍需积极做好其他财政工具的充足储备，必要时可进一步推广专项建设基金、重启长期建设国债等。

#### （一）赤字率可提升至 3-3.5%，国债及新增地方政府一般债券最多可发行 6 万亿

在稳增长、防风险双底线要求下，适当提高财政赤字率，将有效助力复工复产、利好未来经济发展。从稳增长方面看，适当放松赤字率从而加大防疫和助复工相关的财政支出将对稳定目前社会秩序起到重要作用，虽然短期内增加了财政赤字，但可以降低企业和社会运行成本，在拉动投资与消费、新旧动能转换以及产业结构调整等方面起到一定积极作用，在疫情冲击经济短期内仍将延续的背景下，赤字率大概率将超过 3%。从防风险方面看，由于中国目前面临较为严峻的地方政府隐性债务问题，而政府债务率水平仍在可控范围内，中央政府加杠杆仍有一定空间但，在疫情冲击下，中央财政相较地方财政更有责任发挥财政政策积极作用，赤字率因此存在一定调升空间，但赤字率调升幅度不宜过大，避免造成未来政府债务风险大幅增加，我们建议赤字率调升幅度控制在 3.5% 以下。在上述赤字率基础上，今年国债及新增地方政府一般债最大发行规模或超 6 万亿元。若按 3.5% 赤字率以及 2020 年名义 GDP 增速 5% 估算，赤字规模预计 3.64 万亿元。国债方面，若按中央赤字 65% 比例可得中央财政赤字安排 2.36 万亿元，按照国债实际发行量占赤字目标的比重 95% 估算，2020

<sup>2</sup> 此类债券初期的中央财政贴息比例达到了 90%。

<sup>3</sup> 比例要求多数为 20% 或 25% 这两档。

<sup>4</sup> 相关建议可查看文章：《新型冠状病毒疫情对中国经济短期冲击将显现，中期影响或总体可控，中国信用趋势稳定》、《新型冠状病毒疫情对中国经济的影响及应对》、《新冠疫情对湖北省经济的影响及对策分析》、《新冠肺炎疫情对经济运行的影响分析（人大国家高端智库报告）》等

年需国债净融资 2.24 万亿元，将较 2019 年大幅增加 0.5 万亿元。结合 2020 年到期 2.40 万亿元、1 年以内的贴现国债发行及到期规模等因素，2020 年国债预计发行 5.24 万亿元，较 2019 年全年发行规模增加超万亿元。**地方政府一般债方面**，地方财政赤字估算为 1.27 万亿元，新增一般债受预算赤字约束，额度约为 1.27 万亿元。

## （二）特别国债或可增发万亿，稳定经济财政运行

在目前复工复产阶段，我国财政收支缺口因各类政策优惠，财政支出有所扩大，**通过发行特别国债以较低成本弥补财政收支缺口具有重要意义**，可针对性的用于支持脱贫攻坚、实体纾困、重点基建、注资商业银行等，其功能较地方政府专项债更加多样化，可以放大积极财政政策的效果。**同时，特别国债为中央政府的直接加杠杆措施，符合防范地方政府债务风险的要求。**虽然我国仍面较为突出的地方政府隐性债务风险，但当前政府债务风险总体可控，2018 年不含隐性债务的我国政府负债率为 37.1%，明显低于发展中国家 49%和发达国家 100.9%，特别国债作为中央政府直接加杠杆的手段，存在使用空间。**更值得注意的是，特别国债只需人大常委会审批，与需要“两会”决议通过的增加专项债额度和提高赤字率等措施相比更具有时效性。**截至目前地方债发行规模已超提前下达限额的 80%，但由于疫情影响今年“两会”仍未确定召开时间，若“两会”召开前地方债提前下达限额已用完，特别国债将起到承前启后的重要作用，持续为重点基建输血。

结合特别国债的发行流程，我们认为，此次特别国债有较大可能在 4 月的人大常委会会议审议通过，最快于 4 月底、5 月初开始发行。从规模上看，此次发行或更接近 1998 年推出的用于基建投资扩大内需的特别国债，因此我们预计此次特别国债发行规模大概率不超过 2008 年强刺激模式下的 1.55 万亿元、或在 1 万亿元左右。由于疫情对经济财政负面影响持续，我国积极财政政策仍需进一步加力提效，在目前政府显性负债率仍处于可控范围背景下，我们可适当增加政府杠杆助力稳增长。在估算 2019 年末我国政府负债率<sup>5</sup>的基础上，若允许 2020 年我国政府负债率有一定程度上升、但不超过 44%<sup>6</sup>，结合 2020 年名义 GDP 增速 5%、地方政府债务余额增幅 4.8 万亿元、国债余额增幅 2.24 万亿元，估算特别国债的发行规模或在 1 万亿元左右。

## （三）新增专项债限额可以提升至 3.5 万亿元，扩容提效发力新基建的同时需兼顾风险防范

在此前的疫情分析报告中，我们曾多次指出专项债对于补短板稳增长的重要作用以及提高其发行额度的必要性。根据我们此前测算，近几年新增专项债额度增速均保持在 60%以上，为做好疫情防控以及助力后续经济增长，新增专项债额度增速或仍保持高位，若按增幅 64%<sup>7</sup>估算，**今年新增专项债额度将在 3.5 万亿元左右**；值得注意的是，若需通过专项债对冲经济更多负面冲击，利用基建投资来带动 GDP 增速更大规模的增长，新增专项债额度或接近 4 万亿元。截止目前，新增专项债发行规模已接近财政部提前下达限额 1.29 万亿元的 84%。**在近期政策利好及稳增长需求下，后续专项债将进一步加大发行力度，投向领域也将更精准针对**。此前在疫情背景下投向医疗领域去

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\\_6218](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6218)

