

宏观点评

年内有可能发行特别国债吗？

事件：受疫情冲击，财政支出压力加大，近期市场对年内发行特别国债的预期升温。

核心结论：基于历史经验和当前实际，年内发行特别国债的必要性上升、操作上可行。

1、近期市场对年内发行特别国债的预期升温，主因3月以来疫情恶化，财政收支压力明显加大，叠加“动态清零”、常态化核酸等防疫举措需更多财政资金支持。

>当前疫情严重冲击生产、消费，拖累财政收入。受疫情影响，3月工业增加值同比由12.8%大幅下降至5.0%、社会消费品零售总额同样由6.7%大幅下降至-3.5%；据我们测算，疫情将拖累4月消费约7%，若5月底疫情基本受控，将拖累Q2 GDP约2%，合计拖累全年GDP 0.7%。对应到财政端，3月一般财政收入由1-2月的10.5%下降至3.4%，尤其是税收收入下滑明显，其中：3月个人所得税增速从1-2月的46.8%大降至-51.3%，增值税增速、消费税增速均下滑了10个百分点；此外，3月土地财政收入同比-22.8%，一季度累计下滑-27.4%。

>3月卫生健康、社保等财政支出超季节性大增，“动态清零”、常态化核酸等防疫举措也将进一步加大财政支出压力。3月卫生健康相关支出增速由1-2月的4%抬升至9%，社保相关支出增速由1-2月的4.8%抬升至10.4%，近几年看这两项支出都是环比下降，指向的是建设方舱医院、核酸检测、失业险等防疫相关的支出明显增加。此外，常态化核酸检测如果全国范围内推广，也将进一步加大财政支出压力。

2、机制上看，相比一般国债，特别国债有3大不同：

>资金用途：一般国债主要用于弥补财政赤字、补充财政资金；特别国债主要用于特定目的、服务特定政策，比如2020年抗疫、1998年补充四大行银行资本金等。

>管理方式：一般国债计入财政赤字，发行后纳入一般公共预算进行管理和使用；特别国债不计入财政赤字，发行后统一纳入中央政府性基金预算进行管理和使用。

>发行流程：一般国债需纳入当年财政收支预算草案，并提交“两会”审议，通过后由财政部安排发行；特别国债由国务院向人大常委会提交议案进行审议，通过后由财政部安排发行，发行时间不局限于“两会”期间、总体上相对灵活。

3、历史上看，我国共发行过4次特别国债，包括3次新发、1次续发：

>1998年特别国债：主因四大行资本充足率不满足《巴塞尔协议》要求，亟需补充资本金、提高我国银行体系的风险应对能力。1998年2月，人大常委会通过《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》；3月，央行降准向四大行释放资金约2400亿；8月，财政部向四大行定向发行2700亿元特别国债，所筹资金全部用于补充四大行资本金。

>2007年特别国债：主因当时出口大幅创汇，需解决国内市场流动性过剩问题，并成立中投公司有效管理外汇储备。2007年6月，人大常委会通过《国务院关于提请审议财政部发行特别国债购买外汇及调整2007年末国债余额限额的议案》；8月，财政部采取公开和定向两种方式开始发行特别国债，分为8期，共募资1.55万亿。其中，1.35万亿由央行借道农业银行认购，0.2万亿由银行、保险、个人认购。募集资金用于向央行购买现汇及汇金公司股权，用作中投公司的资本金。

>2017年续发特别国债：主要是针对2007年到期的特别国债进行续发。2017年8-11月，分四次共续发特别国债，规模为6964亿；方式上，财政部向有关商业银行定向滚动发行，同日央行通过公开市场操作，从有关商业银行全部买断。

>2020年抗疫特别国债：主要是应对新冠肺炎疫情的影响，属于“特殊时期的特殊举措”；2020年5月“两会”审议通过草案；6月起，财政部开始公开发行抗疫特别国债，分为4期，共募资1万亿。本次特别国债为市场化公开招标，资金主要来源为个人和机构。募集资金通过特殊的转移支付机制，直达市县基层、直接惠企利民，主要用于疫情特殊时期的保就业、保基本民生、保市场主体。

4、综合看，年内发行特别国债的必要性上升、操作上也完全可行，可作为4.29政治局会议所提“增量工具”的可选政策，应有助于更好控疫情、稳增长。

>必要性：一是鉴于奥密克戎传播快、防控难度大，本轮疫情持续时间可能会较长，预示财政收支压力短期内难以缓解，常态化核酸等防疫支出压力也会大增；二是近几个月来房地产市场持续降温，土地财政收入大降；三是年内有部分特别国债到期（合计到期规模约9500亿，最快9月到期；见附表6），参考历史经验，届时可能续发。

>操作性：如前所述，发行特别国债只需人大常委会审议即可，机制上较为灵活。

风险提示：疫情演化、政策力度等超预期变化

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 穆仁文

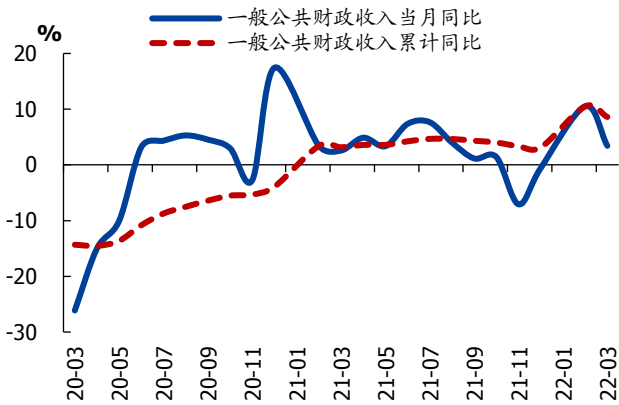
执业证书编号：S0680121120001

邮箱：murenwen@gszq.com

相关研究

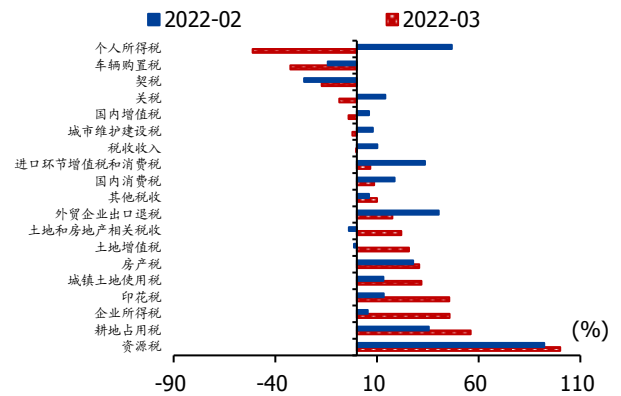
- 1、《不一样的反转—逐句解读 4.29 政治局会议》
2022-04-29
- 2、《全面评估当前疫情的经济影响与演变特征》
2022-04-27
- 3、《4月政治局会议前瞻—兼评 A 股大跌、人民币大贬》
2022-04-26
- 4、《“省以下财政体制改革”提速，影响几何？》
2022-04-20
- 5、《如何理解一季度经济和后续政策取向？》
2022-04-18

图表 1: 受疫情影响, 3月一般财政收入明显回落



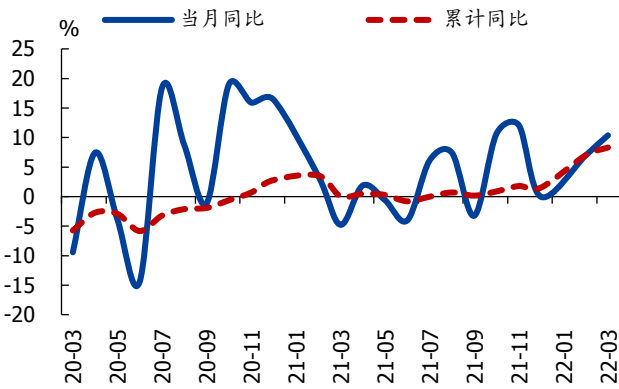
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 增值税、消费税、个税等主要税种均出现明显回落



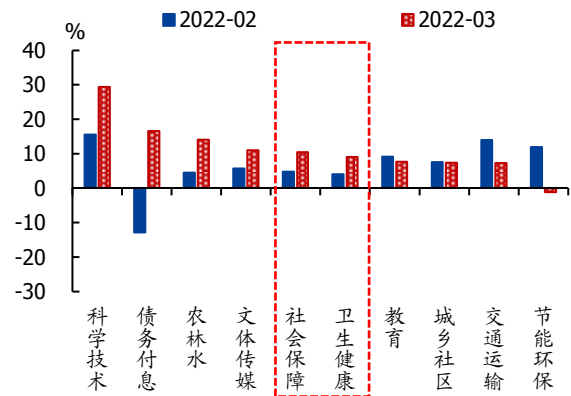
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 3月一般财政支出继续加快



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 3月社保、卫生健康相关支出明显提速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 一般国债与特别国债区别

	一般国债	特别国债
资金用途	主要用于弥补财政赤字、补充财政资金	主要用于特定目的, 服务于特定政策
管理方式	计入财政赤字; 纳入一般公共预算	不计入财政赤字; 纳入中央政府性基金预算
发行流程	纳入当年财政收支预算草案, 提交“两会”审议, 通过后财政部安排发行; 发行时间固定。	国务院提交议案, 全国人大常委会议审议, 通过后财政部安排发行; 发行时间灵活。

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 年内有 9500 亿左右特别国债到期

	到期时间	到期规模 (亿元)
2007 年特别国债 (二期)	2022/9/18	319.7
2017 年特别国债 (三期)	2022/9/19	964
2007 年特别国债 (四期)	2022/9/29	363.2
2007 年特别国债 (六期)	2022/11/19	355.6
2007 年特别国债 (七期)	2022/12/11	7500
合计		9502.5

资料来源: 财政部, 国盛证券研究所

图表 7: 历次特别国债发行背景、规模、资金来源等

发行时间	发行背景	规模	资金来源	资金用途	付息方式
1998.8	四大行资本充足率不满足《巴塞尔协议》要求，银行体系风险应对能力较差	2700 亿	央行降准释放认购资金（存款准备金率由 13% 下调至 8%）	补充四大国有银行资本金	2004 年之前四大行对利息不确认收入，只做会计处理；2004 年以后参照政策性再贷款利率，以 2.25% 的利率列入中央本级预算支出
2007.8	出口大幅创汇，需解决国内市场流动性过剩问题，并成立中投公司管理外汇储备投资	1.55 万亿	定向发行来源于央行外汇储备资产置换；公开招标来源于个人和机构	购买外汇储备成立中投公司	财政部正常付息，利息支出列入中央本级预算支出
2017.8	部分 2007 年发行的特别国债到期续发	6964 亿	定向发行来源于央行；公开招标来源于个人和机构	对接到期特别国债产品	财政部正常付息，利息支出列入中央本级预算支出
2020.6	应对新冠肺炎疫情	1 万亿	个人和机构	疫情防控	财政部正常付息，利息支出列入中央本级预算支出

资料来源：中国人民银行、财政部、国盛证券研究所

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_41272

