



# 孙彬彬：积极财政并不局限于特别国债



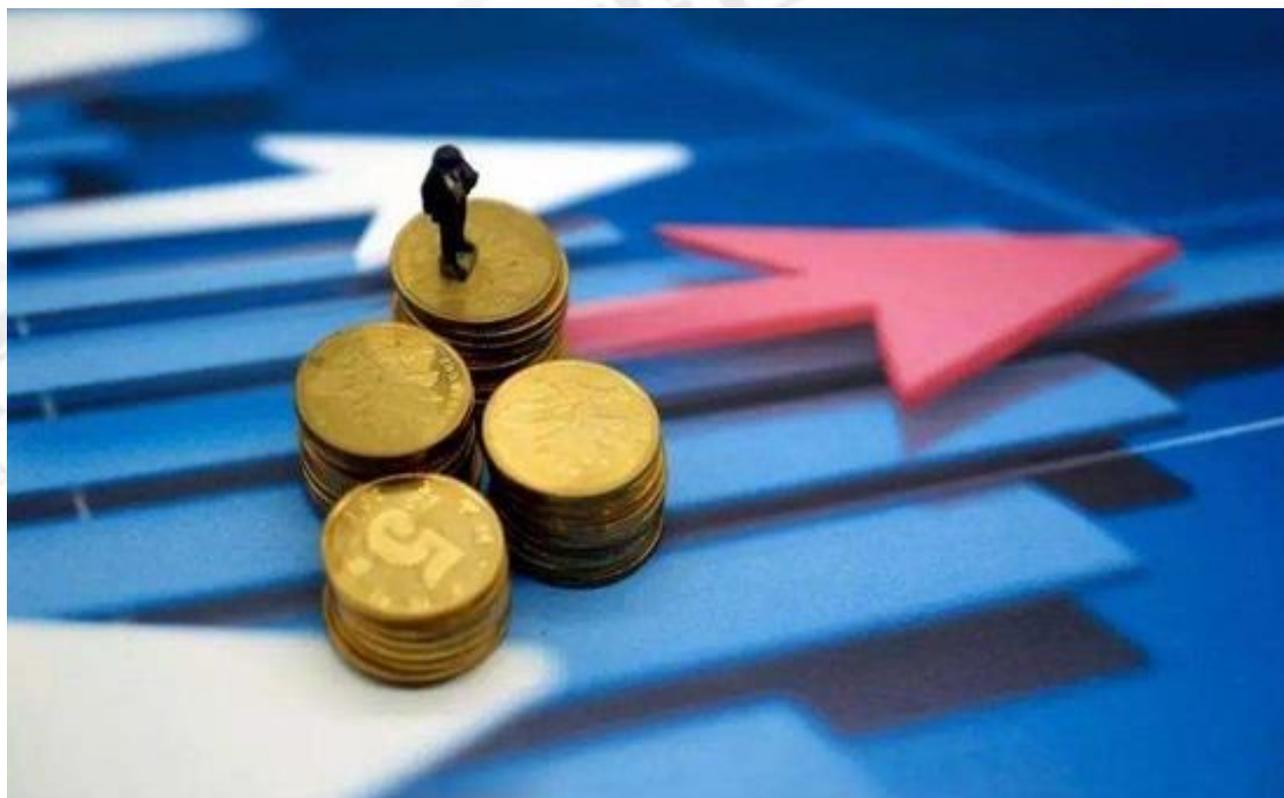
意见领袖 | 孙彬彬

因为疫情，预算节奏被打断，财政有入不敷出的压力，维持预算收支平衡和对冲经济新的下行压力，调增预算的可能性在上升。

如何调增预算？按照过往历史经验，有如下方式：从预算调节基金或者结转结余中调入、增发国债、增发地方债，或者以上兼而有之。

我们预计可能预算调入 3000 亿，利用结转结余 4000 亿，特别国债发行 5000 亿-8000 亿，地方专项债增发 3000-5000 亿。总预算调剂和追加规模大约在 1.5 万亿-2 万亿之间。政策公布窗口可能是 6 月下旬。

预算调整，特别是涉及到政府债券新增发行，公告之后长端利率容易承压上行，风险资产则有所改善，中期内，需要观察货币政策的支持力度和基本面效果：基本面改善、货币政策退坡，则利率曲线承压；基本面继续下行或者货币政策延续宽松，则利率曲线不受影响，继续交易宽松。



未来债市怎么看？市场关注经济压力，同时关注经济修复的可能与斜率。这个过程中，因为三重压力和疫情与地缘政治错综复杂的交织在一起，所以难免患得患失。

特别国债，或者更准确的表述是预算追加调整，对于债市无疑是利空（至少短期内），但是利空有多大？短期还是中期？市场是否已有部分定价？这取决于以下四个方面问题的回答：

首先，政府债净融资会有多大规模的增加？其次，可能带来多大幅度社融斜率的提升？第三，这个过程中货币政策会扮演什么样的角色？最后，最终基本面效果会如何？

如果说以上四个问题逐步递进的过程中，效果越来越积极，而货币政

策愈发消极，债市就只能防御。否则，债市仍然有利可图，无非是过程翻花样。

这个过程中，最重要的关注指标，仍然是社融，对应的高频观察指标仍然是国股票据利率、政府债净融资和企业债净融资。

周五央行调降 5 年期 LPR 超出市场预期，叠加资金利率有所收敛，市场也一直有特别国债的传言，所以长端利率上行，但是幅度最终有所回落，这其中一方面有市场自身交易性因素，另一方面总体债券净融资和国股票据利率的走势并没有超预期，这意味着政策传导依然不畅，宽信用仍有阻碍。

这一阶段预计市场会在政策加大刺激与传导效果变化间展开交易，摇摆与震荡仍然是市场的基本情况。

至于资金面，央行加速上缴利润、助力财政资金落地是当前资金利率保持又低又稳的关键。央行仍有利润待上缴，按照过去一个多月的缴付节奏，预计 6 月中旬以前流动性仍能维持充裕，资金利率月末或有波动，但幅度有限。央行利润上缴完毕，若没有其他增量，资金利率可能有所回升。

目前最优策略仍是票息加杠杆，利率维持中性久期，等待更进一步的信号。

风险提示：货币政策收紧，疫情大幅蔓延，财政发力不及预期

## 内容目录

1. 市场为什么关注特别国债发行？ .....	5
1.1. 问题的起因在于预算存在缺口 .....	5
1.2. 托底经济，财政需要进一步增加支出 .....	7
2. 如何追加预算？ .....	8
2.1. 历史案例分析：1998、2008、2020 .....	8
2.2. 今年会不会发特别国债？发多少特别国债？ .....	11
2.3. 财政发力关键是撬动社会资金 .....	12
2.4. 如何看待补充预算资金的时点？ .....	13
3. 如何看待政策作用？ .....	14
3.1. 财政支出能为基建投资带来多少增量资金？ .....	14
3.2. 预算外配套资金是重点 .....	17
3.3. 全年基建增速怎么看？ .....	19
4. 预算调整对债市有何影响？ .....	19
4.1. 预算调整期间债市怎么看？ .....	19
4.2. 未来债市怎么看？ .....	22
5. 小结 .....	22
6. 市场点评与展望 .....	23
6.1. 市场点评：资金面均衡，长债收益率小幅下行 .....	24
7. 一级市场 .....	24
8. 二级市场 .....	26
9. 资金利率 .....	27
10. 实体观察 .....	29
10.1. 4月经济数据点评——经济底已现，修复斜率是核心 .....	29
11. 国债期货：国债期货价格上涨 .....	30
12. 利率互换：利率全线下行 .....	31
13. 外汇走势：美元兑人民币回落 .....	31
14. 大宗商品：原油价格震荡 .....	31
15. 海外债市：美债收益率回落 .....	32

近一段时间市场持续关注并探讨发行特别国债的可能性，实际上是关注后续积极财政的具体操作，围绕特别国债和积极财政，我们需要更全面的加以认识：

## 1. 市场为什么关注特别国债发行？

### 1.1. 问题的起因在于预算收入存在缺口

我们先看一个公式：

全年预算支出=预算收入+债券发行收入+预算调节调入

以上四项，预算支出、债券发行收入和预算调节调入是年初预算安排给定的数值，而预算收入和估计数，一般情况下实际收入与预算收入偏差在合理范围内，则全年预决算基本一致，无须在年内调整年初预算。

现在的问题是，预算收入在大幅下滑，可能入不敷出。

2022 年预算财政支出力度较大。今年一般公共预算支出计划增长 8.4%，政府性基金预算支出计划增长 22.3%，整体力度较大。我们在团队前期报告（《疫情拐点明确，政策火力全开，债市怎么看？》，20220502）中曾指出，今年两本账支出均比去年增长 2 万亿以上，虽然增量来自预算调节基金和专项债收入，但支出来源主要还是预算收入，以一般公共预算中的税收和政府性基金预算中的土地出让收入为主。

但在疫情之下，预算收入在减少，导致年初安排的支出难以落实。

4月财政数据落地，其中一般公共预算收入下滑41.34%，主要是因为4月留抵退税规模较大，但剔除留抵退税后的增速也仅录得-4.89%，财政收入大幅下滑之下，4月一般预算支出下滑1.96%。

从政府性基金预算来看，1-4月政府性基金预算收入下滑27.6%，其中国有土地使用权收入是最主要拖累项，比去年同期下降29.8%，虽然政府性基金支出仍然保持较高增长，主要在于专项债发行前置，资金加速落地，1-4月安排的相关支出1.11万亿，比去年同期多1万亿元。但后续政府性基金支出势必承压。

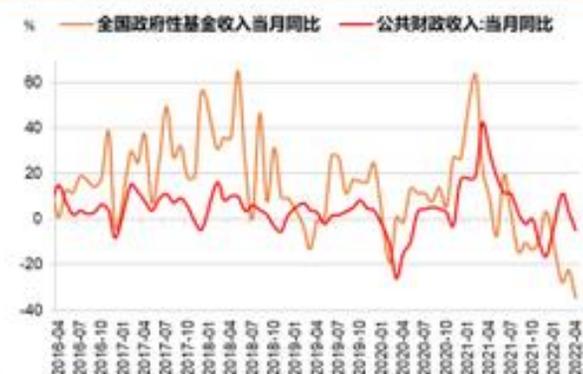
而且，这还仅仅是4月，按照目前5月全国疫情的态势，虽然环比或有改善，但是落在财政收入上，估计难有明显起色，结合目前的财政支出节奏观察，后续财政支出增速大概率将显著下滑。如果全年预算支出规模保持不变，财政收支就有缺口。

图1：今年财政预算支出力度较大



资料来源：Wind，天风证券研究所

图2：疫情冲击下财政收入大幅下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

疫情造成的财政缺口有多大？静态测算下，财政减收约1.3万亿。

我们首先测算疫情造成的GDP缺口有多大，因为这涉及到税收基数问

题。

在我们团队前期报告（《GDP 4.8%，央行 23 条，债市怎么看？》，20220419）中，我们曾进行初步测算，3 月 1 日到 4 月 17 日，疫情对全年 GDP 影响约 0.7 个百分点。

从 4 月 18 日至今，新增疫情城市实际上并不多，仅呼伦贝尔、丹东、上饶和邵阳；但有众多城市疫情不断反复，例如吉林、上海、天津、杭州、南昌、成都等；也有一部分城市疫情加重，例如郑州、北京、湛江等。

这就意味着诸多城市仍然紧绷“防疫的弦”，生产生活不能恢复到常规状态。因此我们前期测算中，需要新增加的受疫情影响城市不多，最需要调整的是不同城市经济增速受疫情影响的幅度。

最新测算结果是，本轮疫情对全年 GDP 增速影响上升到 0.97 个百分点左右。

图 3：不同城市疫情对全国 GDP 增速冲击幅度

城市	冲击幅度	城市	冲击幅度	城市	冲击幅度	城市	冲击幅度	城市	冲击幅度
北京	0.28%	辽宁:丹东	0.00%	江苏:镇江	0.01%	山东:淄博	0.02%	广东:惠州	0.01%
天津	0.17%	辽宁:葫芦岛	0.00%	江苏:盐城	0.03%	山东:烟台	0.03%	广东:东莞	0.06%
河北:石家庄	0.01%	吉林:吉林	0.14%	浙江:杭州	0.04%	山东:威海	0.02%	广东:中山	0.01%
河北:唐山	0.03%	吉林:松原	0.00%	浙江:宁波	0.05%	山东:滨州	0.02%	广东:肇庆	0.01%
河北:邯郸	0.02%	吉林:长春	0.09%	浙江:绍兴	0.01%	山东:德州	0.02%	广东:百色	0.00%

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\\_42226](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42226)

