



张瑜：该出何招——细数三十年财政百宝箱





稳增长步入下半场，财政该出何招？财政四大类工具中，由于预算已定，我们聚焦债务、收入、支出三类工具，以史为鉴、细数 1989 年以来的财政工具箱：

对于债务工具，我们维持 5 月以来对特别国债存疑的判断，专项建设基金、专项债提前发行更优先；对于收入工具，年内退税减税降费总量空间已有限，结构上稳外贸仍有发力空间；对于支出工具，三种腾挪手段可创造近万亿空间。

一、债务工具：特别国债窗口渐逝，专项建设基金+专项债提前发更优先

历史上债务工具的用法花样繁多，主要有 4 类、5 种工具：一是特别国债类，包括特别/抗疫特别国债（1998、2007、2020）；二是国债/建设国债，可增发（调整赤字率，1998~2000）、超发（2013、2020）；三是地方债，可提前下达（2018~2022），今年或可提前发行；四是准财政债，设立专项建设基金，借道政策性银行扩张财力（2015~2017）。

预算执行中，5 种工具按是否计入赤字（可持续性）和是否需要预算调整（便利性），可划分为 2X2 优先级矩阵。其中，专项建设基金、专项债提前发行属于高优先级，特别国债属于低优先级。

专项建设基金 2015~2017 年规模曾达 2 万亿，最大优势是不进预算、不增加政府债务，发行极快。但需注意资金沉淀、挤出社会资本等现象。

专项债提前发行无历史先例、也无明确法规限制，对市场而言，更务实的是盯住两个时点：一是盯住 7 月底的委员长会议。若公布提前发行相关议程，则将走预算调整流程，最早 8 月下旬人大常委会审批后各地可获提前下达额度，9 月即可提前发行；二是盯住 8、9 月的潜在提前下达。2018~2020 年都晚于 11 月提前下达，主要是当年额度到三季度末才基本发完，考虑到冬季施工条件，提前下达实际都指向下年启动发行；而今年发完时点较往年提前了一个季度，若提前下达时点也随之前移至 8、9 月，提前发行将具备往年未有的施工条件，概率大增。

对于特别国债，我们维持 5 月以来存疑的判断，主要是三点原因：

一是从流程看，与不进预算、随时可发的专项建设基金和或能绕过预算调整的专项债提前发行相比，特别国债必须走预算调整流程，欠缺灵活性；二是从效果看，今年稳增长重点在基建，专项建设基金和专项债提前发行“名正言顺”，特别国债欠缺目的性；三是从可行性看，即便7月底明确特别国债发行，按历史耗时推算，发行通知最早也要等到10月中上旬才能发布，留给年内发行的时间窗口较为狭窄，不符合“该出手时就会出手”的增量政策工具初衷。

二、收入工具：历次应对危机，如何减税降费？

主要是退税减税降费，按其目的可分为促消费、扩投资、稳外贸、保主体4类。

应对历次危机的减税降费，主要有3次可供年内参考：1998~2002年应对亚洲金融危机，主要偏扩投资、稳外贸，同时帮扶国企下岗职工；2008~2012年应对次贷危机，采用较为均衡的结构性减税；2020年应对疫情冲击，大规模减税降费以保主体为主，降费是大头。2022年在疫情反复下稳增长，主要通过留抵退税扩投资、保主体。

对比历次危机，年内退税减税降费总量空间已有限，结构上稳外贸仍有发力空间；降费相比2020年仍有空间，或视疫情响应。

三、支出工具：三种腾挪手段可创造近万亿空间

一是盘活财政存量资金/资产：2015年积极财政的重要着力点，今年

积极财政的 X 因素，可弥补 5000 亿；二是从中央二、三本账调入：“财政后手”已补 4000 亿，可再补 4000 亿；三是从中央/地方预算稳定调节基金调入：余额有限，动用麻烦→难有增量。

风险提示：

疫情超预期，债务工具使用超预期，盘活存量和特定机构上缴不及预期

一、债务工具：特别国债窗口渐逝，专项建设基金+专项债提前发更优先.....	5
（一）高优先级：专项建设基金、提前下达发行专项债、国债超发	6
1、专项建设基金：灵活有力	6
2、专项债提前发行：两种情形	7
3、国债超发：简单易用	9
（二）低优先级：特别国债、国债增发	9
1、特别国债：窗口渐逝	10
2、国债增发：增加赤字	12
二、收入工具：历次应对危机，如何减税降费？	12
三、支出工具：三种腾挪手段可创造近万亿空间	15
（一）盘活财政存量资金/资产：2015 年着力点，今年 X 因素，可弥补 5000 亿 ..	16
（二）从中央二、三本账调入：“财政后手”已补 4000 亿，可再补 4000 亿	18
（三）从中央/地方预算稳定调节基金调入：余额有限，动用麻烦→难有增量	19

稳增长步入下半场，财政该出何招？财政四大类工具中，由于预算已定，我们聚焦债务、收入、支出三类工具，以史为鉴、细数 1989 年以来的财政工具箱，基本结论如下：

对于债务工具，我们维持 5 月以来对特别国债存疑的判断，专项建设基金、专项债提前发行更优先，主要是三点原因：一是从流程看，与不进预算、随时可发的专项建设基金和或能绕过预算调整的专项债提前发行相比，特别国债必须走预算调整流程，欠缺灵活性；二是从效果看，今年稳增长重点在基建，专项建设基金和专项债提前发行“名正言顺”，特别国债欠缺目的性；三是从可行性看，即便 7 月底明确特别国债发行，按历史耗时推算，发行通知最早也要等到 10 月中上旬才能发布，留给年内发行的时间窗口较为狭窄，不符合“该出手时就会出手”的增量政策工具初衷。

对于收入工具，对比历次危机，年内退税减税降费总量空间已有限，结构上稳外贸仍有发力空间；降费相比 2020 年仍有空间，或视疫情响应。

对于支出工具，三种腾挪手段可创造近万亿空间：一是盘活财政存量资金/资产：2015 年积极财政的重要着力点，今年积极财政的 X 因素，可弥补 5000 亿；二是从中央二、三本账调入：“财政后手”已补 4000 亿，可再补 4000 亿；三是从中央/地方预算稳定调节基金调入：余额有限，动用麻烦→难有增量。

具体来看：

债务工具：特别国债窗口渐逝，专项建设基金+专项债提前发更优先

历史上债务工具的用法花样繁多，主要有 4 类、5 种工具：一是特别国债类，包括特别/抗疫特别国债（1998、2007、2020）；二是国债/建设

国债，可增发（调整赤字率，1998~2000）、超发（2013、2020）；三是地方债，可提前下达（2018~2022），今年或可提前发行；四是准财政债，设立专项建设基金，借道政策性银行扩张财力（2015~2017）。

预算执行中，5 种工具按是否计入赤字（可持续性）和是否需要预算调整（便利性），可划分为 2X2 优先级矩阵（图 1）：右下角兼具可持续性和便利性，划为高优先级；左下角较可持续（不增赤字）但需要预算调整，政策出台流程较长，优先级低于右下角；左上角用法既增赤字又需预算调整，理论上优先级最低；右上角在我国现有债务工具中难以找到。以下我们分高优先级（矩阵右下角）和低优先级（矩阵左侧）两类梳理。

图表 1 债务工具的 2X2 优先级矩阵

		预算调整与否	
		需要预算调整	无需预算调整
计入赤字与否	计入赤字	国债增发	-
	不计赤字	特别国债	专项建设基金、专项债提前发行、国债超发

资料来源：华创证券整理，注：为预算执行中情形，蓝色（右下角）为高优先级，粉色（左侧）为低优先级，右上角在我国现有债务工具中难以找到

（一）高优先级：专项建设基金、提前下达发行专项债、国债超发

1、专项建设基金：灵活有力

6月30日国常会要求运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥；与之相似的是2015~2017年一度发行2万亿的专项建设债，短时间内为财政提供了大量资本金支持：

2015年地产、制造业投资持续疲软的背景下，专项建设基金由发改委牵头于8月推出、旨在补充项目资本金，被列为当年促投资稳增长十大举措之首；专项建设债一年半发行2万亿，按3~4倍的资本金撬动计算，可拉动8万亿投资，但实际撬动由于资金沉淀、挤出社会资本等存疑，2017年初淡出。

专项建设基金的本质是低息贷款，由政策性银行“筹钱+发钱”，财政部“贴钱”，分三步完成（图2）：第一步，政策性银行“筹钱”：国开行和农发行向邮储银行定向发行长期专项建设债，并以此建立专项基金；第二步，财政“贴钱”：中央财政按照债券利率的90%贴息，使实际融资成本降至1.2%；第三步，政策性银行“发钱”：基于资金池，国开行和农

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_43783

