

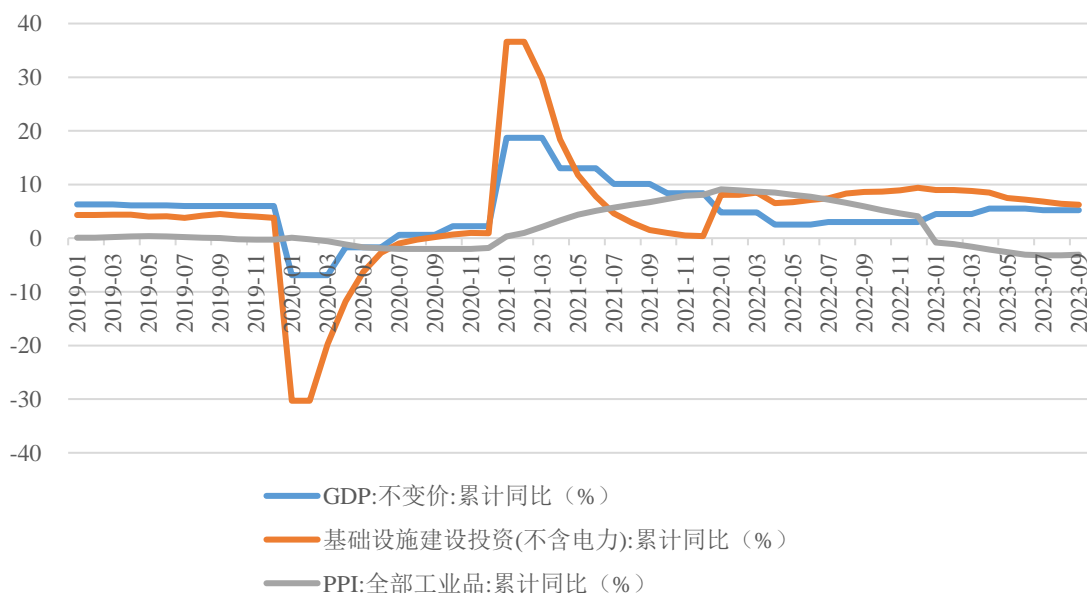
特别国债的一大目标和三点意义

联合资信 研究中心

10月24日，全国人大常委会批准了国务院增发国债和中央预算调整方案。中央财政将在今年四季度增发1万亿元国债，作为特别国债管理，全国财政赤字将由3.88万亿元增加到4.88万亿元，预计2023年赤字率会从3.0%提高到3.8%左右，成为1994年分税制改革以来财政赤字率最高的一年。根据国务院新闻发布会内容，特别国债主要是落实党中央关于灾后重建的重大任务，但客观上起到了扩大内需的宏观调控作用。从基建投资支持GDP增速目标角度来看，一万亿特别国债在完成2023年5%增长目标，并且提振2024年经济增长预期方面具有重大作用。

2023年前三季度，基建投资累计同比增长6.2%，再考虑到负价格因素，远高于三季度5.2%的GDP累计同比增速，是完成全年5%增长目标的关键拉动因素。考虑到2024年经济增长目标要稳定在5%的附近，房地产投资处于深度调整阶段，具有相当不确定性，PPI同比降幅收窄，基建投资增速要保持全年7%左右的水平，因此保证有充足资金支持是基建投资增速保持强势的关键。

图1 GDP、基建投资（不含电力）、PPI累计同比增速的对照关系



数据来源：Wind，联合资信整理

此次中央在经济工作会议召开之前就做出预算调整，提前为基建增速筹集资金，这保证了基建增速将在明年一季度继续保持强势。在明年一季度之后，需要观

察房地产重组进展，经济信心恢复程度，基建投资应会做出相应调整。从宏观调控角度来看，基建投资增速保持强势，可以向经济体中注入足够流动性，缓解房地产债务重组带来的流动性陷阱风险，并且向市场传递明确的稳增长信号，是非常重要的调控手段。当这一信号向市场传递的信息越明确，市场信心恢复越快，内生动能越稳固，基建投资后续退出才会有序，带来如下三点重要意义。

一是特别国债历史上发行灵活、目标多样，现阶段相较其他基建投资融资方式更加展现财政积极性。历史上发行过三次特别国债，均被归为政府性基金进行管理，不计入财政赤字。三次特别国债安排分别是：1998 年发行 2700 亿元，用来补充四大国有银行资本金；2007 年发行 1.55 万亿元，用来购买央行持有的外汇储备及汇金公司股权，以成立中投公司（2017 年续发 6964 亿元）；2020 年发行 1 万亿元，用于抗击疫情的支出（2022 年续发 7500 亿元）。关于追加财政赤字，我国历史上发生过三次，分别在 1998 年 8 月、1999 年 8 月及 2000 年 8 月，通过调整中央预算，追加年内财政赤字，为后续发行长期建设国债铺路。特别国债通过多样化方式，向经济中的关键点注入或回收流动性，调控内需。

中央政府在处理民生工程建设中常用的融资方式，一是中央财政采取贴息方式，以地方政府为主要施工单位，采取 PPP、贷款等方式为项目建设筹集资金；二是央行为特定行业提供专项再贷款，以商业银行为枢纽，撬动特定行业的投资扩张。此次增发国债，记入当年赤字，作为特别国债管理，直接用于投资民生工程，是历史首次，属于政策调控的创新之举。特别国债是一种垂直体系，由中央以市场化方式筹集资金，统一管理投资项目，专款专用，可以在较短时间内完成工程建设的整体周期。相较另外两种方式，特别国债具有进展快、目标明确的特点，且更加关注长久投资、改善民生、提振信心，其实际工作量有利于今明两年的经济增长目标衔接，也向市场发出了明确的稳中求进调控信号，财政政策展现出更加积极的一面。

二是考虑到短期内信用债市场的流动性，发行特别国债预示着货币政策将加大流动性投放。特别国债的发行有可能伴随着央行的短期 MLF 放量投放。在活跃资本市场的大背景下，由于市场预期美国短期利率阶段性见顶，内外利差的变化对中国资本市场产生的影响将是有限的。相反，流动性投放将会有利支撑资产价格。根据历史实践经验，在长期建设国债增发期间，宽松的货币政策更多以数量化操作为主。例如，在 1998 年发行长期建设国债时，即便受到人民币不贬值承诺的约束，央行仍在 1998 年 3 月和 1999 年 11 月大幅下调存款准备金率共 700 个基点，同时还取消了贷款规模控制。目前，企业债券融资增长并不理想，居民贷款增速低迷，M2 同比增速显著高于社融同比增速，进一步降准的必要性也值得关注。可能要关注银行间、交易所的短期利率走势来判断释放长期资金的必要性。

此次增发国债对债券市场的供给面和资金面都带来了一定影响。新增一万亿国债在今年四季度发行，叠加 10 月以来特殊再融资债券密集发行，挤占了一定市场资金流动性。总体来看，政府债券在短期内供给大幅增加，提高了债券利率上升的可能性。当然，这还要取决于上文所说的央行如何投放流动性。参考历史上的特别国债发行期，若央行采取保守措施不释放长期资金，债市长端利率有上行空间。考虑到本次国债主要用于北方地区的灾后重建，客观上大幅的资金投入能够带动当地基建投资相关上下游行业开工建设，缓解资金紧张状况，进一步带动当地税收和政府性基金收入，对化解地方财政短期收支困境具有积极意义。从更长的时间周期来看，北方相关地区的债券融资风险溢价有可能显著收窄，长期政府债务压力得到释放空间。

三是中长期看，房地产投资企稳后，中国财政以平衡预算为目标的政策取向是否会发生转变值得关注。全球主要经济体在宏观调控中对于财政赤字率的认识，是采取功能财政还是平衡预算的政策取向，制约因素很多，包括：党派辩论、经济发展质量、经济不平等演变、税收制度公平性。总体来说，这是一个大系统工程，单一的财政赤字统计量只是表面现象。

中国长期以来采用的是平衡预算的财政政策，财政赤字长期控制在 3.0% 以内。本次发行特别国债并提升到 3.8% 的财政赤字率，主要是为应对当前内需不足而采取的短期调控举措。但此次财政赤字率的提高是否打开了中国提高中央政府财政赤字率，并转向功能财政的政策取向，取决于以下两点因素。一是在房地产市场深度调整之后，中国科技创新等新动能对国家经济增长的推动能力如何。二是税收体系的效率改革。对于第一点，依靠科技创新驱动的经济增长将创造足够的财富来消化历史债务问题，而不是由高债务驱动的经济增长，这是消化财政赤字的基础。对于第二点，中国接下来的民生支出压力将是十分繁重的，若能将劳动税为主的税收体系转向更广泛的劳动税、资本税共同架构，来扩大税基、降低边际税率，财政对于保障民生将更为有力。否则，财政体系将依然面临紧张局面。