

特别国债增发的历史回顾与展望

相关研究

《(更新)回望 21 年付息压力、浅谈 22 年付息前景》2022.05.20

《按揭贷款占比提升,存款成本普升拉低净利差——债市角度看上市银行年报》2022.05.10

《国收+基金一季度表现如何?》2022.05.07

分析师:姜珮珊

Tel:(021)23154121

Email:jps10296@htsec.com

证书:S0850517070004

联系人:孙丽萍

Tel:(021)23154124

Email:slp13219@htsec.com

投资要点:

5月中旬以来市场关于特别国债的讨论增多,本报告我们复盘特别国债历史,并对今年特别国债到期续作、增发可能性进行探讨。

● 复盘历史上特别国债的发行背景及债市影响

● (1) 发行背景:均有特殊目的。我国目前为止共新发过三次特别国债:第一次是1998年,主要是用于定向补充四大行的资本金。第二次是2007年,用于组建中投公司来进行外汇储备的运营。第三次是2020年,对冲新冠疫情的冲击。此外,2017年的特别国债是2007年特别国债的到期续发。

● (2) 对债市影响:首发有冲击,续发影响小,政府债发行让路。2007年6月18日财政部宣布发行特别国债时,投资者担忧巨量供应是否会引起供需失衡,当日债市出现明显调整,首发对债市影响较大、之后6次小规模市场公开发行的特别国债以及7500亿定向发行符合市场预期,对市场影响不大。2017年特别国债续发资金利率波动较小且定向发行为主,对债市影响较小。2020年全部为公开发行的,但普通国债+地方债为特别国债发行让路,债市大幅下跌更多是因为资金面收紧、政策转向宽信用并打击资金空转。

● 今年特别国债续发增发的可能性与替代方案初探

● 到期续发概率较大。一方面是,参考2017年的续发情况;另一方面,今年1-4月财政收入不及预期,在稳增长、财政收不抵支的压力均增大的背景下,今年或许不是净偿还特别国债的合适时机。滚动续发或延续此前原有发行方式、或将以定向发行为主。今年8月、9月、11月均有两只10年期国债计划发行(一般情况下仅1只),参考在2017年特别国债到期续发前均有发行计划与之对应,预计今年到期的4只公开发行的特别国债有望延续原有方式续发,而到期的7500亿元定向发行特别国债大概率或将定向续发。

● 当前与2020年有相似之处,今年以来的疫情冲击始料未及,经济增长承压、财政收入不及预期、抗疫需资金支持,故有新发特别国债的可能性。疫情方面,3/12-4/29日累计新增确诊病例达到10万多例。经济方面,22Q1GDP不变价累计同比增速4.8%、相较于政府预期目标5.5%仍有较大差距,4月经济更是加速下降,5月以来中高频数据显示产需两端整体偏弱。财政方面,今年1-4月公共财政收入按自然口径计算下降4.8%,财政收支压力大。两会时点,2020年两会召开时已充分考虑当时疫情的负面影响,而今年疫情大面积反弹发生在两会召开之后,使得经济目标、财政收支计划均被打乱。

● 财政缺口或在1.1~1.6万亿元。2016年至2021年,财政一般公共预算收入的完成率在99%~103%、政府债基金预算收入的完成率也在103%以上,若今年要完成收入预算目标,预计公共财政缺口、政府性基金收入缺口或分别有2000~3000亿元、0.9~1.3万亿元,则总缺口或在1.1~1.6万亿元。

● 若增发特别国债之五大猜想:(1)定向发行或市场发行均有可能。(2)发行规模或在0.7~1.2万亿元左右。(3)Q3或为合适的发行窗口期。(4)用途或以抗疫、基建为主,消费补贴也有可能。(5)宣布发行特别国债时或影响债市,发行时对债市的影响或有限,中期支撑经济复苏或利空债市。如果不新发特别国债,其他增量空间有多少?通过调入资金及使用结转结余来弥补(近日,财政部已提前下达第三批转移支付资金预算),国债&地方债往年额度的使用、地方再融资债的超发(5月27日,北京市已增加今年新增地方债额度),提前下达来年新增地方债限额(仅作为替代方案讨论),加大盘活存量资产、增大财政收入,综合来看覆盖财政缺口是足够的。

● 风险提示:财政收支缺口大幅增加,供给超预期,测算误差。

目 录

1. 复盘历史上特别国债的发行背景及债市影响	5
1.1 历次特别国债的发行背景	5
1.2 对债市影响：首发有冲击，续发影响小，政府债发行让路	5
2. 今年特别国债续发增发的可能性与分析	8
2.1 到期续发概率较大	8
2.2 增发特别国债的可能性分析	8
2.3 若增发特别国债——五大猜想	10
3. 如果不新发特别国债，其他增量空间有多少？	11

图目录

图 1	2007 年特别国债的发行影响债市 (%)	6
图 2	2007 年特别国债的发行影响资金利率	6
图 3	2017 年特别国债的续发对债市扰动较小 (%)	7
图 4	2017 年特别国债的续发资金利率波动较小 (%)	7
图 5	2020 年央行公开市场操作投放量 (亿元, 月)	7
图 6	2020 年 6 月利率债波动 (BP)	7
图 7	2020 年 7 月利率债波动 (BP)	7
图 8	国债+地方债: 净融资规模 (不含储蓄国债, 亿元, %)	8
图 9	4 月经济加速下行 (%)	9
图 10	新冠肺炎日新增确诊病例 (例)	9
图 11	GDP 累计同比增速 (不变价, %)	9
图 12	公共财政收入累计同比 (%)	10
图 13	政府性基金收入累计同比增速 (%)	10
图 14	地方债、国债的余额与限额 (亿元)	11

表目录

表 1 特别国债发行情况.....	5
表 2 2022 年特别国债到期情况.....	8
表 3 2016 年~2021 年财政收入预算完成率.....	10

5月中旬以来市场关于特别国债的讨论增多，本篇专题我们复盘特别国债历史，并对今年特别国债到期续作、增发可能性进行探讨。

1. 复盘历史上特别国债的发行背景及债市影响

1.1 历次特别国债的发行背景

我国目前为止共新发过三次特别国债：

第一次特别国债的发行是 1998 年，主要是用于定向补充四大行的资本金。1995 年我国加入国际清算银行后，根据《巴塞尔协议》的规定，银行资本充足率应不低于 8%，而当时我国四大国有银行的资本充足率较低，不良贷款率高，银行体系面临较高的风险。为了解决这一问题，财政部发行了 2700 亿元的特别国债用于补充四大行的净资本，降低银行业的风险。

第二次特别国债的发行是 2007 年，当时我国正处于经济高速发展时期，常年保持贸易顺差，外汇储备大幅上升至 1.4 万亿美元。为了能够充分利用外储，实现多元化投资，财政部于 2007 年发行了 1.55 万亿元特别国债购买约 2000 亿美元外汇储备，用于组建中投公司来进行外汇储备的运营。在 2007 年发行的 1.55 万亿元特别国债中，有接近 7000 亿将于今年到期，特别国债的续作情况也受到了市场的密切关注。

第三次特别国债的发行是 2020 年，当时我国经济受到新冠疫情的严重冲击，2020 年 3 月 27 日的中央政治局会议指出¹“加大宏观政策对冲力度...积极的财政政策要更加积极有为...适当提高财政赤字率...”，财政部发行 10000 亿元抗疫特别国债，主要用于地方公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出，并预留部分资金用于地方解决基层特殊困难。

此外，2017 年发行特别国债与 1998 年、2007 年和 2020 年的新发不同，2017 年为 2007 年特别国债的到期续发。

1.2 对债市影响：首发有冲击，续发影响小，政府债发行让路

从发行规模来看，1998 年、2007 年、2017 年（为 07 到期续发）、2020 年特别国债的发行规模分别为 2700 亿元、1.55 万亿元、6964 亿元、1 万亿元。从发行方式来看，特别国债从定向发行为主、到市场化发行为主，以及续期仍延续此前发行方式等，1998 年、2007 年、2017 年（为 07 到期续发）、2020 年定向发行占比分别为 100%、87%、86%和 0%。

表 1 特别国债发行情况

类型	代码	证券简称	发行日	发行量 (亿元)	到期日	发行方式	其他重要内容 (%)
新发	9802.IB	98 国债 2	1998/8/18	2700	2028/8/18	定向发行	30 年期
新发	0700001.IB	07 特别国债 01	2007/8/29	6000	2017/8/29	定向发行	
	0700002.IB	07 特别国债 02	2007/9/17	319.7	2022/9/18	公开发售	10 年期 6964 亿元、15 年期 8539 亿元。 财政部发行 15500 亿元人民币特别国债用于购买 2000 亿美元外汇，减少了外汇占款，减轻了货币政策的操作压力 ² 。
	0700003.IB	07 特别国债 03	2007/9/21	350.9	2017/9/24	公开发售	
	0700004.IB	07 特别国债 04	2007/9/28	363.2	2022/9/29	公开发售	
	0700005.IB	07 特别国债 05	2007/11/2	349.7	2017/11/5	公开发售	
	0700006.IB	07 特别国债 06	2007/11/16	355.6	2022/11/19	公开发售	
	0700007.IB	07 特别国债 07	2007/12/11	7500	2022/12/11	定向发行	
	0700008.IB	07 特别国债 08	2007/12/14	263.18	2017/12/17	公开发售	

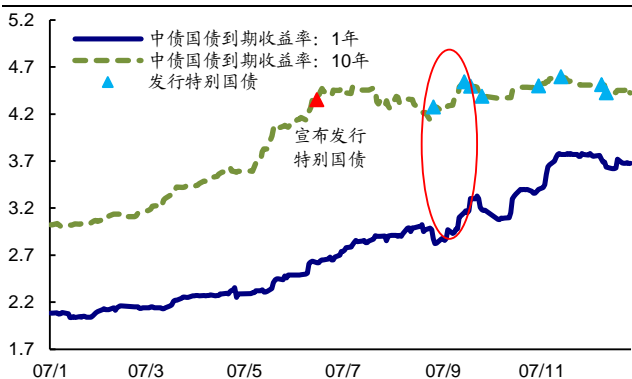
¹ <http://cpc.people.com.cn/n1/2020/0328/c64094-31651944.html>

² http://www.mof.gov.cn/gkml/caizhengshuju/200807/t20080728_59019.htm

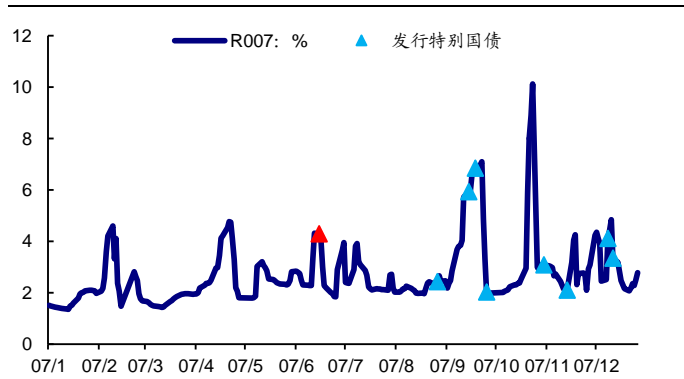
到期续发	代码	名称	发行日期	规模	到期日期	发行方式	备注
	1700001.IB	17 特别国债 01	2017/8/29	4000	2024/8/29	定向发行	5 年期 964 亿元、7 年期 4000 亿元、10 年期 2000 亿元。
	1700002.IB	17 特别国债 02	2017/8/29	2000	2027/8/29	定向发行	
	1700003.IB	17 特别国债 03	2017/9/18	360	2022/9/19	公开发行	
	1700003X.IB	17 特别国债 03(续发)	2017/10/30	340	2022/9/19	公开发行	
	1700003X2.IB	17 特别国债 03(续 2)	2017/11/27	264	2022/9/19	公开发行	滚动续发, 依法合规、稳妥有序地向有关银行定向发行 6000 亿元特别国债 ³ 。
新发	2000001.IB	20 抗疫国债 01	2020-06-18	500	2025-06-19	公开发行	5 年期 2000 亿元、7 年期 1000 亿元、10 年期 7000 亿元(为主)。抗疫特别国债资金 90%用于基础设施建设, 10%的额度用于抗疫相关支出 ⁴ 。
	2000002.IB	20 抗疫国债 02	2020-06-18	500	2027-06-19		
	2000003.IB	20 抗疫国债 03	2020-06-23	700	2030-06-24		
	2000003X.IB	20 抗疫国债 03(续发)	2020-06-30	700	2030-06-24		
	2000001X.IB	20 抗疫国债 01(续发)	2020-06-30	500	2025-06-19		
	2000002X.IB	20 抗疫国债 02(续发)	2020-07-01	500	2027-06-19		
	2000003X2.IB	20 抗疫国债 03(续 2)	2020-07-02	700	2030-06-24		
	2000003X3.IB	20 抗疫国债 03(续 3)	2020-07-07	700	2030-06-24		
	2000001X2.IB	20 抗疫国债 01(续 2)	2020-07-08	500	2025-06-19		
	2000003X4.IB	20 抗疫国债 03(续 4)	2020-07-09	700	2030-06-24		
	2000001X3.IB	20 抗疫国债 01(续 3)	2020-07-14	500	2025-06-19		
	2000004.IB	20 抗疫国债 04	2020-07-15	700	2030-07-16		
	2000004X.IB	20 抗疫国债 04(续发)	2020-07-21	700	2030-07-16		
	2000004X2.IB	20 抗疫国债 04(续 2)	2020-07-23	700	2030-07-16		
2000004X3.IB	20 抗疫国债 04(续 3)	2020-07-28	700	2030-07-16			
2000004X4.IB	20 抗疫国债 04(续 4)	2020-07-30	700	2030-07-16			

资料来源: WIND, 海通证券研究所

2007 年特别国债的发行冲击资金利率, 首发对债市影响较大。2007 年 6 月 18 日财政部宣布发行特别国债时, 投资者担忧巨量供应是否会引起供需失衡, 债市出现阶段性的明显调整(6 月 18~21 日, 10Y 国债利率持续上行 12BP)。2007 年 8 月 29 日第一批 6000 亿元的特别国债发行, 当天债市有明显回调(当日 10Y 国债利率上行了 7BP), 资金利率也受到明显的影响而大幅上行。之后 6 次小规模的市场公开发行特别国债以及 7500 亿定向发行符合市场预期, 对市场影响不大, 未见债券收益率明显上行, 资金利率也未出现明显波动。期间央行无降准降息, 反而处于持续提准加息的过程中, 在公开发行特别国债的时候央行也没有明显增加公开市场投放规模对冲。

图1 2007 年特别国债的发行影响债市 (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

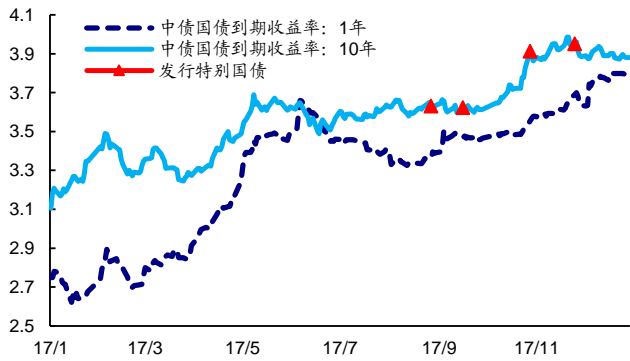
图2 2007 年特别国债的发行影响资金利率


资料来源: WIND, 海通证券研究所, 红色三角为宣布发行特别国债的时间

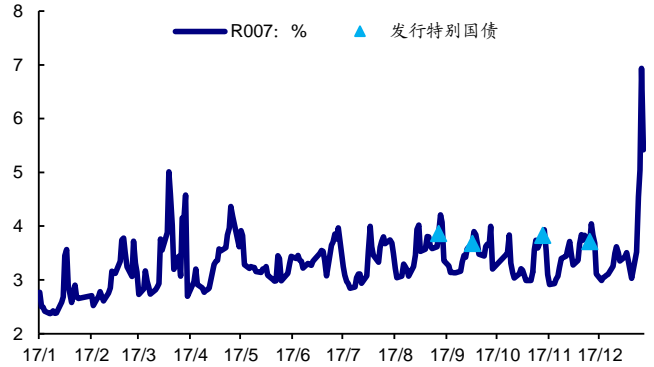
2017 年特别国债续发资金利率波动较小, 且定向发行为主, 对债市影响较小。与 1998 年和 2007 年新发特别国债不同, 2017 年是特别国债的续发, 例如 8 月 19 日定向续发 6000 亿元特别国债, 8 月 21 日 10Y 国债/国开债利率+2BP/2BP, 因此相较于 2007 年, 2017 年特别国债对债市和资金利率的影响较小。此外, 2017 年 9 月 18 日、10 月 30 日、11 月 27 日分别公开续发 360 亿元、340 亿元、264 亿元特别国债, 规模小且是

³ http://www.gov.cn/xinwen/2017-08/23/content_5219694.htm
⁴ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1673482416093681459&wfr=spider&for=pc>

续发，叠加 2017 年 10-11 月份央行暂停紧缩步伐，加大公开市场投放规模，来对冲特别国债发行和资金跨月，使得资金利率变动较小。

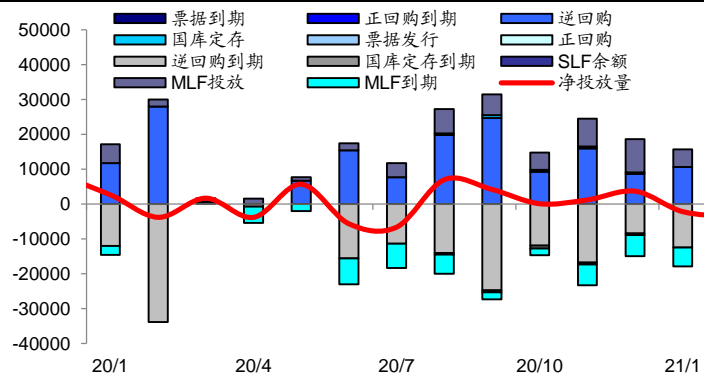
图3 2017 年特别国债的续发对债市扰动较小 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

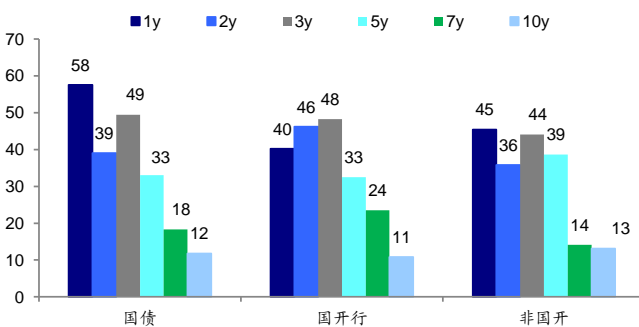
图4 2017 年特别国债的续发资金利率波动较小 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

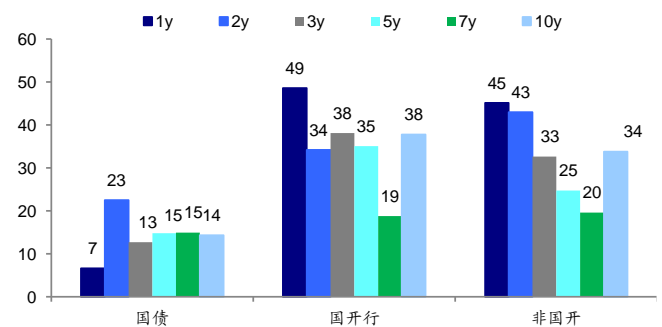
2020 年全部为公开发行业，但普通国债+地方债为特别国债发行让路，债市净供给压力大大减小，债市大幅下跌更多是因为资金面收紧、政策转向宽信用并打击资金空转。与以往三次特别国债以定向发行为主不同，2020 年 1 万亿抗疫特别国债均为公开发行业，抗疫特别国债在 2020 年的 6 月和 7 月发行，彼时普通国债和地方债均为特别国债的发行让路，相较于 5 月、8 月和 9 月政府债券净发行量均超过 9000 亿元而言，6 月和 7 月的政府债净供给仅 5000 亿元左右，6 月、7 月债市利率最终均大幅抬升，主要是因为央行公开市场连续净回笼资金，带动资金利率中枢大幅上行，叠加政策从宽货币转向宽信用、防止资金空转套利表态、新冠疫情反复、7 月股债跷跷板效应十分明显等。

图5 2020 年央行公开市场操作投放量 (亿元，月)


资料来源：WIND，海通证券研究所

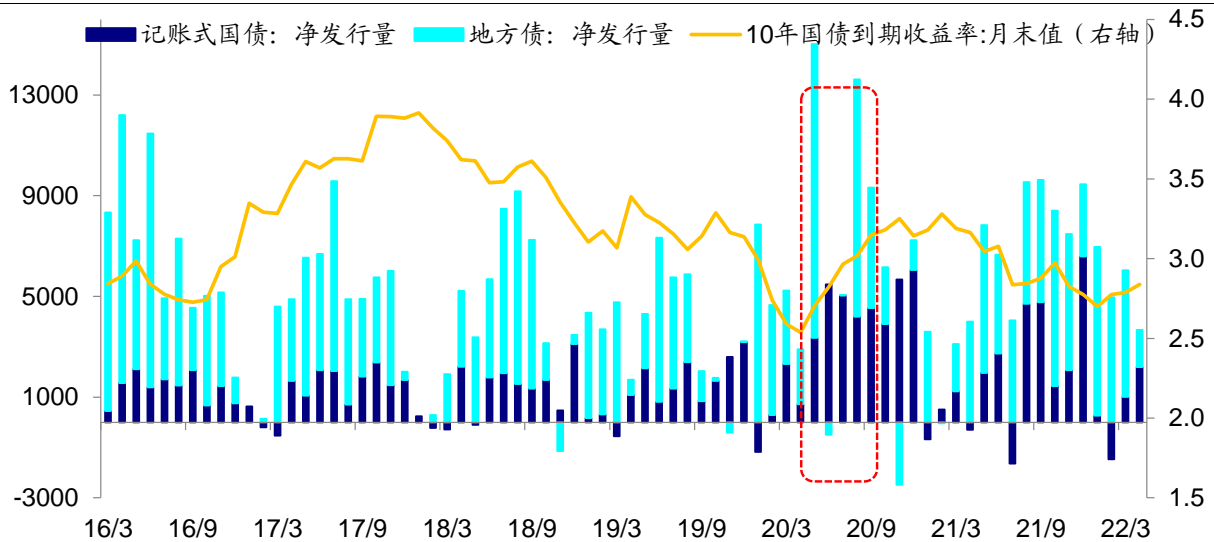
图6 2020 年 6 月利率债波动 (BP)


资料来源：WIND，海通证券研究所

图7 2020 年 7 月利率债波动 (BP)


资料来源：WIND，海通证券研究所

图8 国债+地方债：净融资规模（不含储蓄国债，亿元，%）



资料来源：WIND，海通证券研究所，国债不包含储蓄国债但包含特别国债

2. 今年特别国债续发增发可能性与分析

2.1 到期续发概率较大

今年特别国债到期规模9502.5亿元，大概率滚动续发。一方面，参考2017年的续发情况；另一方面，今年1-4月财政收入不及预期，财政收支压力较大，大规模净偿还特别国债的能力非常有限，在稳增长、财政收不抵支的压力均增大的背景下，今年或许并不是净偿还特别国债的合适时机。

市场化发行还是定向发行？根据国债发行计划来看，今年8月、9月、11月均有两只10年期国债计划发行（一般情况下仅1只），在2017年特别国债到期以公开方式续发时国债发行计划中9月、10月、11月也均有两只5Y期国债计划发行（一般情况下仅1只），实际结果也证实均为特别国债的到期续发（详见表1，17特别国债03、17特别国债03(续发)、17特别国债03(续2)），这意味着今年4只公开发行的特别国债到期后或仍将以公开发行人方式进行续发，而另外到期的7500亿元（定向发行）并无与之相对应发行计划，所以大概率仍是定向发行。因此，今年特别国债续发方式或延续原有方式以定向发行为主（7500亿元的原发行方式为定向发行、仅2002.5亿元的原发行方式为公开市场发行），则今年到期特别国债的滚动续发对债市影响或相对较小。

表2 2022年特别国债到期情况

代码	证券简称	到期日	到期规模（亿元）	发行方式
0700002.IB	07特别国债02	2022-09-18	319.7	公开发行
1700003.IB	17特别国债03	2022-09-19	964	公开发行
0700004.IB	07特别国债04	2022-09-29	363.2	公开发行
0700006.IB	07特别国债06	2022-11-19	355.6	公开发行
0700007.IB	07特别国债07	2022-12-11	7500	定向发行

资料来源：WIND，海通证券研究所

2.2 增发特别国债的可能性分析

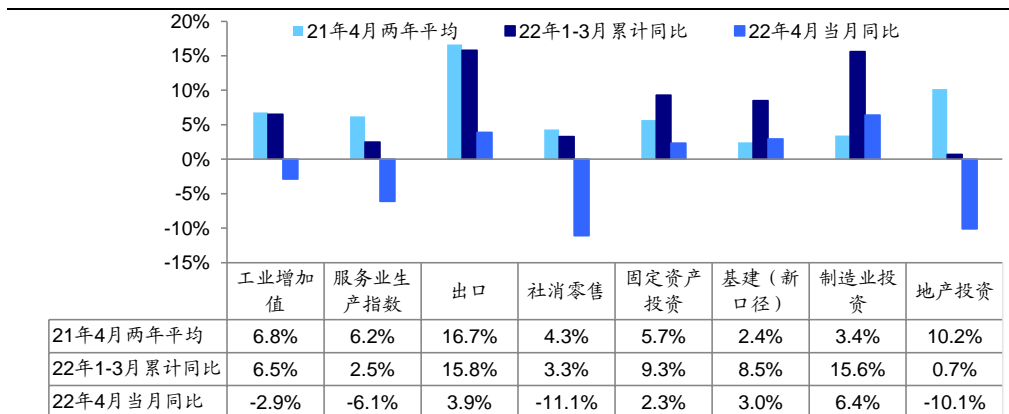
我们重点对增发特别国债的可能性进行分析：

从疫情状况、经济增长压力、财政收支缺口来看，当前与2020年有相似之处：

(1) 疫情: 3月中旬以来, 疫情在多地反弹, 3/12-4/29 日累计新增确诊病例达到 10 万多例, 截至 5 月末上海仍未全面复工复产, 北京部分地区疫情仍处在胶着状态。

(2) 经济压力: 2020 年疫情对经济冲击较大, 20Q1 和 22Q1 GDP 不变价累计同比增速下滑至 -6.9%、-1.7%, 今年疫情也已对经济造成明显的负面影响, 22Q1 GDP 不变价累计同比增速 4.8%、相较于政府预期目标 5.5% 仍有较大差距, 今年 4 月经济更是加速下降, 消费、工业均为负增长, 投资增速也失速下滑, 5 月以来中高频数据显示产需两端整体偏弱。

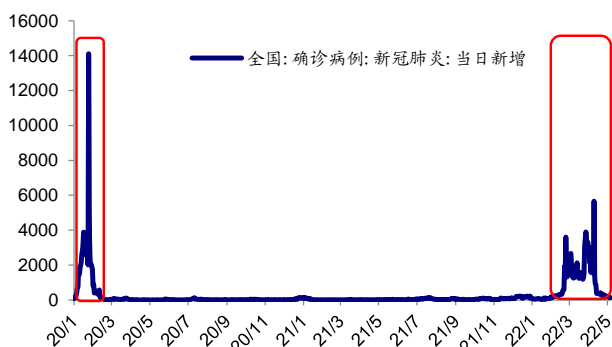
图9 4月经济加速下行 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

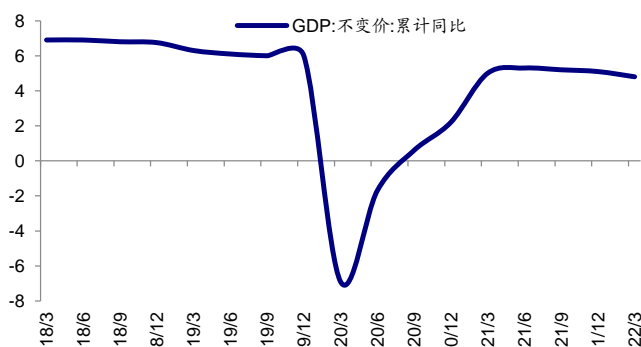
(3) 财政压力: 2020 年 1-5 月公共财政收入累计同比为 -13.6%, 为应对疫情对经济的冲击、保持我国疫情防控形势持续向好态势, 2020 年 5 月两会宣布 1 万亿元抗疫特别国债, 并设定 2020 年全国一般公共预算收入下降 5.3%⁵ 的目标。今年 1-4 月公共财政收入 74293 亿元, 扣除留抵退税因素后增长 5%, 按自然口径计算下降 4.8%⁶, 财政收入增速不及预期(关于 2021 年中央和地方预算执行情况与 2022 年中央和地方预算草案的报告中⁷“全国一般公共预算收入 210140 亿元, 增长 3.8%”), 财政收支压力较大。

图10 新冠肺炎日新增确诊病例 (例)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图11 GDP 累计同比增速 (不变价, %)



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 其中 2021 年数据为两年平均增速

⁵ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1667409831045124196&wfr=spider&for=pc>

⁶ http://www.gov.cn/xinwen/2022-05/18/content_5690904.htm

⁷ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202203/t20220314_3794760.htm

图12 公共财政收入累计同比 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

图13 政府性基金收入累计同比增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

(4) 两会时点：但今年与2020年不同的是2020年两会召开时疫情冲击最为严重的阶段已过，当时已充分考虑疫情的冲击和负面影响，而今年疫情大面积反弹发生在两会召开之后，使得经济目标、财政收支计划均被打乱。

今年以来的疫情冲击始料未及，经济增长承压、财政收入不及预期、抗疫需资金支持，故有增发特别国债的可能性。

2016年至2021年，财政一般公共预算收入的完成率在99%~103%左右、政府债基金预算收入的完成率也在103%以上，若今年要完成收入预算目标，则财政缺口或在1.1~1.6万亿元左右。具体来看，今年经济下行压力大，带动税收收入下滑，若GDP增速低于预期目标1~1.5个百分点，那么对应的公共财政缺口或有2000~3000亿元左右；1-4月国有土地使用权出让收入累计同比-29.8%，若全年国有土地使用权出让收入累计同比在-15%~-10%左右，那么政府性基金收入的缺口或有0.9~1.3万亿元左右。

表3 2016年~2021年财政收入预算完成率

年份	一般公共预算收入	政府性基金预算收入
2016年	全国一般公共预算收入159552.08亿元，为预算的101.5%	为预算的125.4%
2017年	全国一般公共预算收入172566.57亿元，为预算的102.3%	为预算的130.3%
2018年	全国一般公共预算收入183351.84亿元，为预算的100.1%	为预算的117.5%
2019年	全国一般公共预算收入190382.23亿元，为预算的98.9%	为预算的108.4%
2020年	全国一般公共预算收入182894.92亿元，为预算的101.5%	全国政府性基金预算收入93488.74亿元，为预算的114.8%
2021年	全国一般公共预算收入202538.88亿元，为预算的102.5%	全国政府性基金预算收入98023.71亿元，为预算的103.7%

资料来源：财政部，海通证券研究所

2.3 若增发特别国债——五大猜想

猜想一：今年若新发特别国债，定向发行或市场发行均有可能。一方面，为了财政的可持续性、稳定性，以及充分发挥特别国债的使用效率和杠杆撬动作用，新发特别国债或用于形成资产，那么与之相对应的发行方式或以定向发行为主。另一方面，若类似于2020年，并未形成资产则将进行市场化发行，届时为了避免给市场带来较大影响，央行或将通过公开市场操作予以配合，同时普通国债和地方债的发行或将让路等。

猜想二：发行规模或在0.7~1.2万亿元左右。考虑到近期财政部已提前下达第三批转移支付资金预算4000亿元，故特别国债的发行规模或在0.7~1.2万亿元。

猜想三：Q3或为合适的发行窗口期。其一，前期政策效果显现仍需时间，根据政策落地后的效果再制定增量政策也更为合适。其二，走流程尚需时间，特别国债的发行需全国人民代表大会常务委员会举行会议审批等。其三，今年Q1经济不及预期，Q2受

疫情影响或加速下滑，要完成全年经济增长目标，政策需要早出快出，但考虑到特别国债的发行需要与普通国债、地方债的发行错峰，而5-6月是政府债净供给高峰。因此，若有新发特别国债，我们认为Q3或为合适的发行时间窗口。

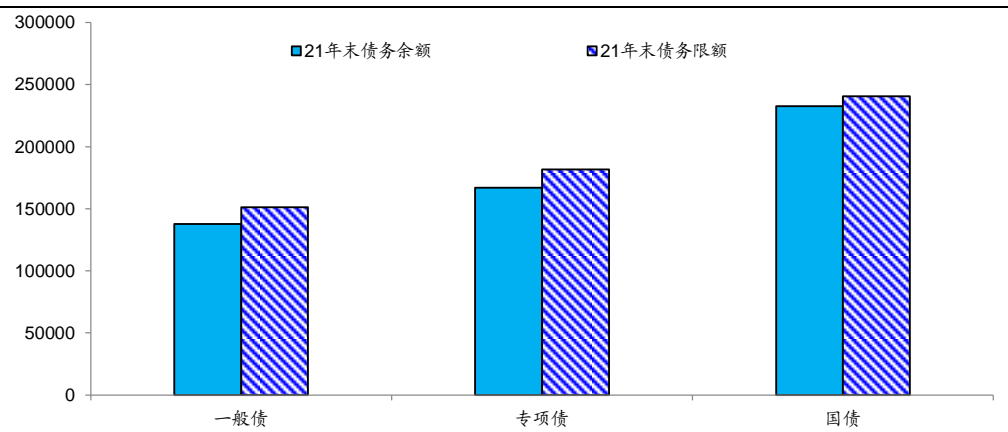
猜想四：用途或以抗疫、基建为主，消费补贴也有可能。今年与2020年较为相似，特殊目的或仍在于抗疫和对冲疫情对经济的影响，故参考2020年，抗疫和基建是特别国债的主要用途。此外，今年4月失业率已处于6.1%的历史第二个高的水平且消费需求弱，特别国债或部分用于相关补贴性支出等。

猜想五：宣布发行特别国债时或对债市产生一定影响，发行时对债市的影响或可控，中期支撑经济复苏或偏利空债市。若新发特别国债，在靴子落地时或影响债市情绪。在实际发行时（参考历史来看定向发行对债市影响较小，因此我们此处是分析市场化发行时对债市的影响），综合考虑市场对特别国债供给的预期、央行配合资金投放、普通国债和地方债发行让路等多方面因素影响，预计新发特别国债对债市的影响或可控，但是若特别国债新发时恰逢宽信用再超预期、经济修复进程加速、打击资金空转或资金面收紧等，多重利空因素叠加，则不排除债市受到较大影响的可能性（例如2020年6月&7月），单独看特别国债对债市的供给压力或可控。中期来看，特别国债的发行有利于经济修复加快，或将利空债市。

3. 如果不新发特别国债，其他增量空间有多少？

通过调入资金及使用结转结余来弥补，近日第三批转移支付资金预算4000亿元已提前下达。2021年末，中央预算稳定调节基金余额3854.01亿元⁸，其中对2022年一般公共预算收入预计和支出安排时从中央预算稳定调节基金调入2765亿元⁹，这意味着有1089.01亿元中央预算稳定调节资金余额可使用。此外2022年政府性基金预算收入预计比支出安排多4000亿元，财政部副部长许宏才表示¹⁰“由于留抵退税的进度比较快，今年政府性基金预算当中还安排了4000亿元资金结转下年使用，用于清算中央财政应当负担的留抵退税，满足地方资金调度的需要”。若二者均挪用于今年，则可补充今年的财政收支缺口约5089亿元。近日¹¹，中央财政提前下达第三批支持基层落实减税降费和重点民生等转移支付资金预算4000亿元...缓解财政收支矛盾...财政部明确，上述资金列入2023年预算，库款于2022年先行单独调拨。

图14 地方债、国债的余额与限额（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

国债&地方债往年额度的使用、地方再融资债的超发等，北京市已增加今年新增债务限额578亿元。例如2020年普通国债净融资规模比两会目标高出2550多亿元。至2021年末，中央财政国债债务限额减去余额还剩余近0.8万亿元的额度空间，地方一般

⁸ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202203/t20220314_3794760.htm

⁹ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202203/t20220314_3794760.htm

¹⁰ <http://www.scio.gov.cn/34473/34474/Document/1724529/1724529.htm>

¹¹ <http://jx.people.com.cn/n2/2022/0528/c186330-35290010.html>

债、专项债对应债务限额减去余额还分别剩余近 1.34 万亿元、1.47 万亿元的额度空间。2021 年国债净融资规模 2.33 万亿元、当年 27500 的中央赤字规模还剩余 4200 多亿元额度。2019 年~2021 年地方新增专项债、地方新增一般债的实际发行规模/政府目标的比值在 96%~98% 左右，例如 2021 年有近 1000 亿元的额度未用或可在今年充分使用。此外，2021 年再融资地方债的发行规模是地方债总到期规模的 1.17 倍，今年地方债到期规模约为 2.77 万亿元，参考 2021 年则再融资的超发空间或有近 4700 亿元。5 月 27 日¹²，北京市今年拟发行新增政府债券 908 亿元，扣除已纳入年初预算草案提前下达的债券资金 330 亿元，本次预算调整拟增加 578 亿元新增债务限额。

提前下达来年新增地方债限额。2018 年 12 月全国人大常委会常务委员会¹³“授权国务院在 2019 年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的 60% 以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额...授权期限为 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日”，若今年提前下达 2023 年的新增地方债的部分限额并将资金挪到今年使用，也可用于补充今年的财政收支缺口，但此方法会透支明年新增地方债空间且历史上并无类似操作，故此处仅作为特别国债的替代方案进行讨论。

加大盘活存量资产，增大财政收入。国办发〔2022〕19 号文表示¹⁴“聚焦盘活存量资产重点方向...优化完善存量资产盘活方式...加大盘活存量资产政策支持...用好回收资金增加有效投资...引导做好回收资金使用...对地方政府债务率较高、财政收支平衡压力较大的地区，盘活存量公共资产回收的资金可适当用于“三保”支出及债务还本付息”，加大盘活存量资产，有助于增加财政收入，增强地方财政活力。

总体来看，财政缺口或在 1.1~1.6 万亿元左右、中枢为 1.4 万亿元左右，若不新发特别国债，通过调入资金及使用结转结余来弥补（已补充 4000 亿元、仍有约 1000 亿元的空间）、国债&地方债往年额度的使用（国债额度或有 4200 亿元+新增地方债或 1000 亿元以上+再融资债或可超发 4700 亿元，以及盘活存量资产等）等覆盖财政缺口也是可行的。

风险提示：财政收支缺口大幅增加，供给超预期，测算误差。

¹² <http://bj.people.com.cn/n2/2022/0527/c82839-35288268.html>

¹³ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201901/t20190102_3112012.htm

¹⁴ http://www.gov.cn/zhengce/content/2022-05/25/content_5692190.htm

信息披露

分析师声明

姜珺珊 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

 邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

 余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

 梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
 应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
 李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com
 联系人
 侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
 李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com

金融工程研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林肯(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
 联系人
 孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
 张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com
 郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com
 黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com
 曹君豪(021)23219745 cjh13945@htsec.com

金融产品研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
 联系人
 吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
 张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
 滕颖杰(021)23219433 tjy13580@htsec.com
 江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com
 章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com
 陈林文(021)23219068 clw14331@htsec.com

固定收益研究团队

 姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
 联系人
 张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
 孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
 王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com
 方欣来(021)23219635 fxl13957@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
 吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com
 联系人
 余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
 杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com
 王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 李姝醒(021)231541361 lsx11330@htsec.com
 联系人
 纪尧 jy14213@htsec.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 朱赵明(021)232154120 zzm12569@htsec.com
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
 联系人
 孟陆(86 10 56760096) ml13172@htsec.com
 周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
 彭婷(010)68067998 ppt13606@htsec.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
 房乔华(021)23219807 fqh12888@htsec.com

公用事业

 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 联系人
 余致翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

批发和零售贸易行业

 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
 康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 联系人
 曹蕾娜 cin13796@htsec.com

互联网及传媒

 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 联系人
 崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com
 康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

有色金属行业

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
 联系人
 郑景毅 zjy12711@htsec.com
 余金花 sjh13785@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 华晋书 02123219748 hjs14155@htsec.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@htsec.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com 李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com 吴锐鹏 wrp14515@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 联系人 曹有成(021)63411398 cyc13555@htsec.com	农林牧渔行业 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒晖 zhx10170@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王祎婕(021)23219768 wj13985@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@htsec.com 高翩然 gpr14257@htsec.com 联系人 王文杰 wwj14034@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com
 张馨尹 0755-25597716 zxy14341@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hux10493@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 谭德康 tdk13548@htsec.com
 王祎宁(021)23219281 wyn14183@htsec.com

北京地区销售团队

朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com
 张钧博 zjb13446@htsec.com
 高 瑞 gr13547@htsec.com
 上官灵芝 sglz14039@htsec.com
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com