



关于特别国债的四种情形猜想

Four Possible Scenarios for Special Treasury Bond Issues

— 中诚信国际特别国债研究课题组

摘要：作为特殊时期的特殊工具，在当前疫情反复频发、经济运行压力加大、财政收支矛盾进一步加剧的背景下，特别国债的出台存在一定必要性，但目前时点落地可能性相对较小，或作为政策“压舱石”预留使用。同时，考虑到2022年有近万亿特别国债到期，在财政持续承压下存在到期续作的可能性。本文针对2022年特别国债会否新发及是否续作，提出四种发行情形的猜想，同时结合当前形势，更倾向于认为本轮特别国债或采取“新发+到期续作”的方式，发行总量或超2万亿元。

关键词：特别国债 地方财政 稳增长 保民生

Abstract: Special treasury bonds are designed to serve specific policies and support specific project needs over a designated period of time. Special treasury bonds are seen as an important financial tool in light of the outbreak of Covid-19, increased pressure on the economy, and a mismatch of fiscal revenue and expenditure. Nonetheless, the likelihood of any issues at this time is relatively low, though the policy may be held in reserve for use in the second half of the year. Considering that one trillion yuan in special treasury bonds will mature this year, there is a possibility of an extension of these instruments. This article proposes four possible scenarios whereby special treasury bonds could be issued this year. In the current situation, it is most likely that the next round of special treasury bonds will be issued in the form of "new issuance + renewal upon expiration." The total amount may exceed 2 trillion yuan, of which the newly issued part could reach 1.2 trillion yuan. It is likely to be submitted for approval in June, with the bonds launched at the beginning of the third quarter.

Keywords: Special Treasury Bond, Local Government Finance, Steady Growth, Protecting People's Livelihood

特别国债是特殊时期的特殊工具，对保民生、稳增长具有重要作用

为应对特殊时期挑战和风险，我国曾推出过一系列特殊财政工

课题组成员：闫衍，中诚信国际信用评级有限责任公司董事长、总裁；袁海霞，中诚信国际信用评级有限责任公司研究院副院长；汪苑晖，中诚信国际研究院助理总监；王晨，中诚信国际研究院研究员。



具，包括长期建设国债、特别国债、专项建设基金等^①，其中特别国债作为特殊时期的特殊工具，专门服务于特定政策，支持特定项目需要，对稳定金融市场与宏观经济等具有重要作用。特别国债由中央财政统一发行，但与一般国债在使用目的、审批发行、预算管理方面均有不同。其一，特别国债专款专用，是基于某特殊背景发行的用于应对重大公共危机或服务于重大政策的国债品种，与一般国债作为常态化债务工具弥补财政赤字不同；其二，特别国债不列入财政赤字，收支纳入中央政府性基金预算，而非一般公共预算；其三，特别国债的发行通常出于资金紧迫需要，由国务院提请人大常委会审议增发，并相应纳入当年国债余额限额管理，随后由财政部根据议案规定发行，审批机制及流程更为灵活，可在必要时启动发行。

从历史发行情况看，为应对特殊时期重大事件，我国特别国债共有三次新发。

第一次特别国债于1998年发行，发行规模为2 700亿元，向工、农、中、建四大行定向发行补充资本。1997年，亚洲金融危机爆发，国内商业银行资产质量恶化，工、农、中、建四大行资本充足率不满足《巴塞尔协议》关于商业银行资本充足率不得低于8%的要求。在此背景下，1998年

2月，人大常委会审议通过《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》，以补充银行资本，提高金融系统稳定性。同年3月，央行降准，释放资金约2 400亿元，为商业银行认购国债做准备。同年8月，财政部面向工、农、中、建四大行定向发行2 700亿元特别国债，全部用于补充银行资本金。

第二次特别国债于2007年发行，发行规模为1.55万亿元，采用定向与市场化结合的方式，用于购买外汇缓解流动性过剩问题。伴随我国加入世界贸易组织（WTO），国际收支顺差额不断扩大，外汇占款加速增加，由外汇占款不断增加而引起的流动性过剩问题日益凸显。在此背景下，人大常委会于2007年6月通过《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》，批准发行特别国债用于购买外汇，以缓解流动性过剩的问题。此次特别国债采用定向与市场化结合的方式发行，其中1.35万亿元面向农业银行定向发行，2 000亿元为市场化发行。

第三次抗疫特别国债于2020年发行，发行规模为1万亿元，通过特殊转移支付机制直达基层，用于公共卫生等基础设施

① 中诚信国际报告《经济停摆财政承压，抗疫情、稳增长特殊时期财政工具如何使用？——兼论327政治局工作会议》，2020年3月30日。



建设和抗疫相关支出。2020年初受新冠疫情影响，经济下行压力较大。为应对疫情冲击，筹集财政资金，2020年《政府工作报告》明确表示发行1万亿元抗疫特别国债，全部转给地方主要用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出。此次特别国债采用市场化方式发行，发行期限以10年为主，并适当搭配5年、7年期。同时，与此前两次本息全部由中央承担不同，此次特别国债本金中3 000亿元由中央还本，7 000亿元由地方还本。

此外，特别国债还存在一次到期续发，于2017年针对2007年发行的特别国债进行到期续作，发行规模为6 964亿元，发行期限为5年、7年、10年。

特别国债出台存在必要性，但当前时点发行可能性相对较小

2022年以来，疫情反复频发，且持续时间久、波及范围广，经济运行整体偏弱，财政收支缺口进一步扩大，政策稳增长及保民生需求进一步上升，中央高层会议多次提出研究增量政策工具，而特别国债作为用途明确、专款专用、发行灵活的特殊政策工具，在当前与2020年抗疫特别国债出台背景类似的形势下，其出台存在一定的必要性及合理性。但考虑到2022年上半年新增地方债的大规模发行、货币政策的持续发力以及特别国债审批流程等，目前时点出台特别国债的可能性相对较

小，或作为政策“压舱石”预留使用。

疫情反复、经济承压、财力紧平衡下，特别国债出台存在必要性

疫情反复、频发，持续时间长，经济稳增长的压力逐步加大。2022年3月以来的疫情表现出点多、面广、频发的特点，上海、北京等大型城市疫情相对严重，经济畅通循环受阻，对供需两端冲击均较大，4月，消费、投资、工业增加值同比增速均有所回落。4月29日，政治局会议表示“要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”，在目前疫情仍在反复、经济下行压力加大的形势下，全年经济增速实现5.5%的目标难度进一步加大，稳增长政策或继续加码。但受美联储货币政策转向、输入性通胀压力仍存等影响，货币政策后续发力或受一定掣肘，此背景下需财政政策协同发力，特别国债作为特殊财政政策工具，其出台存在一定的必要性。

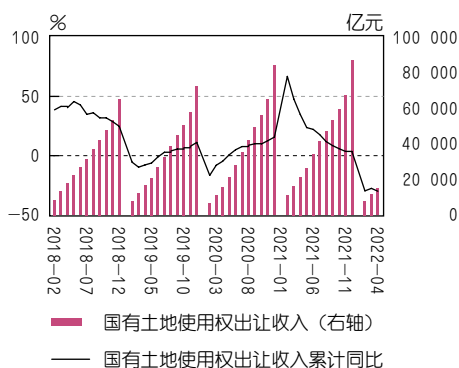
减税降费持续、土地出让低迷叠加常态化核酸支出力度加大，地方财政收支矛盾进一步加剧。从财政收入看，一方面，2020年下半年起，房地产政策持续加码，土地供应、溢价率等均有所下滑。近期地产政策虽边际放松，但由于房企融资端和需求端均未明显改善，房企拿地意愿依然不强，土拍市场热度继续走低，2022年4月国有土地使用权出让收入累计同比大幅下降29.8%。另一方面，疫情扰动下生产



生活均出现不同幅度的停摆，加大财政收入压力，且在经济仍面临下行压力、部分微观主体经营较为困难的背景下，减税降费政策持续推进，5月11日发展改革委等四部门要求“提高减免幅度、扩大适用范围”，或进一步加大财政收入压力。从财政支出看，本轮疫情持续时间久、波及范围广，多个大型城市启动常态化核酸检测，叠加其他社保就业、公共卫生、民生保障等刚性支出，财政支出压力持续加大，收支矛盾进一步加剧。此外，值得注意的是，近年来中央持续加大对地方转移支付力度，2022年中央对地方转移支付总规模为9.8万亿元，同比增长18%，目前各项转移支付资金绝大部分都已经下达地方，但在当前疫情反复、地方财政收支缺口进一步加大的背景下，地方财力或需得到进一步

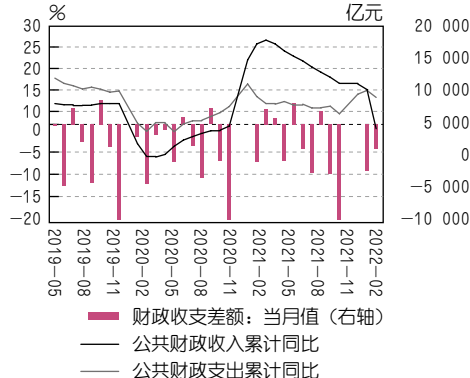
补充，出台特别国债直达基层的必要性正在上升。

政策要求全面加强基础设施建设，且基建下沉信号逐步明确，特别国债或可精准直达区县，补充基层财力紧平衡下的建设资金。2022年4月29日，政治局会议要求“全面加强基础设施建设”，5月6日，中办、国办发布《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，县城基础设施领域建设及资金需求将进一步加大，基建下沉信号进一步明确。结合2020年抗疫特别国债看，当年万亿特别国债通过特殊转移支付机制全部转给地方、直达市县基层，为疫情冲击下的基层政府提供了更为高效的资金来源，对于弥补地方发展短板、推进公共项目建设也具有重要助力作用，能弥补区县项目获得专项债分配额度的不足，也能发挥类似专项债资金对基建



数据来源：财政部，中诚信国际整理。

图1 土地出让收入同比大幅下滑



数据来源：财政部，中诚信国际整理。

图2 财政收支矛盾进一步加剧



投资的杠杆效应^①。在当前地方财政收支缺口加大、抗疫保民生等刚性支出压力不减、县城城镇化建设资金需求进一步上升的背景下，或可再次通过发行特别国债，将资金精准直达区县，缓解基层建设压力，并通过一定的杠杆效应发挥特别国债稳基建、稳投资的重要作用。

当前时点特别国债出台可能性相对较弱，或作为政策“压舱石”预留使用

2022年以来，央行货币政策工具陆续出台支持重点领域，且上缴足额利润补充一定地方财力，短期内特别国债的迫切性或不足。总量层面，央行1月下调中期借贷便利（MLF）利率和公开市场逆回购操作利率各10个基点，4月全面降准0.25个百分点，为实体经济提供有力支持；结构

层面，再贷款类型不断丰富，规模持续增加，对重点领域和薄弱环节精准支持。除此之外，货币政策与财政政策也加强协调联动，3月8日央行公告称，将向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元，截至5月10日已上缴8 000亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付，短期内地方财力或仍维持紧平衡，且疫情频发区域多为上海、北京等财政实力相对较强省份，当前时点特别国债补充地方财力的迫切性相对不足。

2022年上半年利率债供给压力较大，特别国债出台或加大流动性扰动。从历史看，三次新发特别国债均伴随流动性调节。第一次特别国债发行中，央行下调存款准备金率以调节银行间流动性；第二次

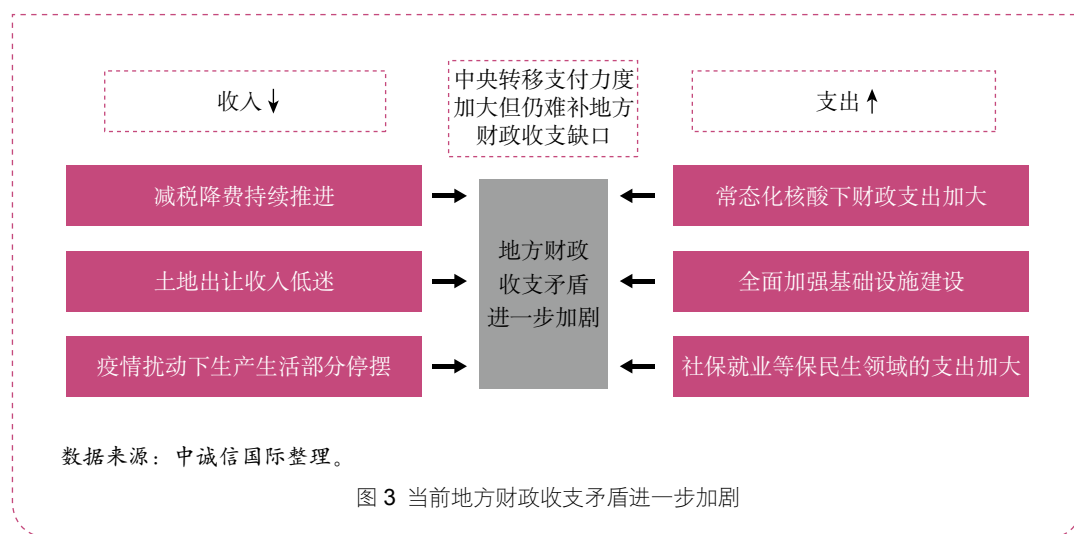


图3 当前地方财政收支矛盾进一步加剧

① 中诚信国际报告《特殊时期特别国债如何看？》，2020年6月19日。



特别国债发行背景为外汇储备上升、流动性过剩，央行投放流动性必要性较小；第三次特别国债发行中，央行通过公开市场操作调节流动性，同时财政部调整一般国债和地方债发行节奏，为发行特别国债预留空间。据测算^①，二季度国债发行规模或仍处于较高水平，同时结合财政部要求，预计上半年完成大部分新增专项债的发行，因此二季度利率债供给压力或较大。在2022年4月全面降准后短期内继续降准的可能性较小的情况下，若于二季度发行特别国债，或进一步增加利率债供给压力，从而加大流动性扰动。因此，当前时点或不适宜特别国债的发行。

新增专项债额度高、发行节奏快，对目前地方经济建设及基建投资仍有支撑。根据政府工作报告，2022年新增专项债额度3.65万亿元，仍保持较高水平。同时，在政策要求靠前发力、财政前置的背景下，新增专项债发行节奏较往年明显加快，截至4月30日，新增专项债累计发行14 018.91亿元，完成提前下达限额（14 600亿元）的96.02%，完成全年限额（36 500亿元）的38.41%，且安排项目已超过1.1万个，并有1 200亿元专项债用作重大项目的资本金，为扩大有效投资、稳定宏观经济提供了有力支撑。结合财政部

关于二季度末完成大部分新增债发行的要求，上半年将有大规模新增债落地，虽然疫情仍在反复、持续对经济发展带来负面冲击，但短期内政策对地方项目建设支持仍有支撑，此背景下增发特别国债支持基建的迫切性同样不足。

特别国债审批决策尚需时日，上半年内落地发行难度较大、可操作性较低。特别国债审批机制及流程虽较一般国债更为灵活，但其提请审批至决策执行仍需一定时间。根据此前三轮特别国债相关公开信息可以看到，从人大常委会、全国人大会议通过特别国债相关议案到该轮首期特别国债发行均需一定时间，但耗时逐步缩短，2020年特殊时期耗时仅21天，然而在增发特别国债的审议通过之前，由于涉及预算调整等问题，还需进行方案讨论等环节，实际流程所需时间或更长。基于此，上半年内特别国债落地或有较大难度。

2022年下半年或可视经济运行压力、地方财力、基建需求等择机发行特别国债

在疫情反复、经济承压、地方财力紧平衡的背景下，特别国债出台存在一定的必要性，但由于2022年上半年新增专项债供给压力较大、对地方基建尚有支撑，叠

① 中诚信国际报告《货币政策靠前发力降准将落地，下半年收益率中枢或有所抬升——货币政策及利率债一季度回顾与展望》，2022年4月。



加央行上缴利润补充地方财力等，本文认为，短期内特别国债出台的可能性相对不大，更有可能作为宏观调控的政策“压舱石”预留使用，或可根据下半年经济运行压力、地方财力状况、基建需求等择机发行。同时，考虑到2022年有0.95万亿元特别国债到期，存在到期续作的可能性。因此，本节针对2022年特别国债会否新发及是否续作，提出四种发行情形的猜想，同时结合当前形势，更倾向于认为本轮特别国债或采取“新发+到期续作”的方式，发行总量或超2万亿元，其中新发部分或为1.2万亿元。

情形一：疫情持续反复且涉及区域进一步扩大，经济下行压力加大，财政收支矛盾进一步加剧，存在发行特别国债补充地方财力及到期续作的可能性

新发特别国债预测：规模或在1.2万亿元左右，主要用于补充地方财力，或于三季度初启动发行

目前政府举债仍有空间，特别国债或可安排新发1.2万亿元左右。截至2021年底，我国政府负债率约为47%，相比国际

清算银行（BIS）公布的发展中国家政府部门杠杆率64%仍有较大距离，在保障宏观杠杆率基本稳定、不出现大幅增长的情况下，若经济下行压力进一步加大、地方财力进一步收紧，我国政府举债仍有一定空间。在2022年国债余额限额增幅2.65万亿元、地方债新增额度4.37万亿元的基础上，假设一系列稳增长措施出台稳住了全年经济增长大盘，全年GDP增速仍实现了5.5%的目标，若按政府杠杆率小幅上升至50%左右估算，特别国债或安排新发1.2万亿元左右。

新发特别国债或主要用于补充地方财力，部分财力尚可区域或用于重点基建。此情形下疫情仍在反复，常态化核酸等财政支出将持续增加，叠加部分微观主体经营困难下减税降费力度加大、全面加强基础设施建设要求下地方基建资金需求较大，部分区域尤其是基层政府财政收支矛盾进一步加剧，保民生、保市场主体、保基层运转下出台特别国债进行区域财力补充；同时，对于部分受疫情影响相对不大、财力维持紧平

表 1 历史三轮特别国债审批决策流程耗时

审议通过时间	相关文件	首期特别国债发行时间	间隔时间
1998-02-28	人大常委会审议通过《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》	1998-08-18	171天
2007-06-29	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》	2007-08-29	61天
2020-05-28	全国人大会议通过《政府工作报告》	2020-06-18	21天

数据来源：Wind，公开资料，中诚信国际整理。



衡、刚性支出仍能承受的区域，特别国债或可重点用于当地基础设施建设，加大基建投资力度。2022年若有新发特别国债的必要，或可参考2020年抗疫特别国债，通过特殊转移支付机制全部转给地方，直达市县基层、直接惠企利民补充地方财力。

综合考虑经济压力及流动性扰动，2022年三季度集中发行特别国债的可能性较高。一方面，2022年大规模新增专项债或于上半年完成发行，下半年发行压力整体不大，对流动性扰动相比上半年大幅减轻，可为特别国债发行留出一定空间。另一方面，考虑到此情形下疫情超预期扩散，持续时间久且波及范围广，对经济基本面修复存在较大扰动，为稳妥实现全年5.5%的增长目标，政策仍需靠前发力，特别国债作为预留的宏观政策工具，或提前一季度实施，结合以往审批流程，本轮特别国债或于三季度启动发行，整体安排时点与发行节奏或可参考2020年抗疫特别国债的发行情况。

新发特别国债通过市场化方式发行较为可能，期限或以10年期为主。当前宏观形势与2020年有相似之处，结合当年特别国债发行情况，对于缓解经济下行压力、补充地方财力需求下的特别国债，仍可采用市场化发行方式，同时国债是多层次资本市场的核心基础，在要素市场化改革的要求下，也适合采用市场化方式，但为避免集中发行对流动性的扰动，或需选择政府债发行任务相对宽松的流动性窗口，这也进一步佐证前述关于发行时点大概率在专项债完成大规模发行之后的观点。从发行期限看，在匹配财政资金使用周期的基础上，出于对进一步完善国债收益率曲线的考量，我们认为此次特别国债发行可参考2020年，整体或以10年期为主，并搭配部分5年期和7年期。

特别国债到期预测：或进行续作以缓解财政偿还压力，规模或在0.85万亿—0.95万亿元

2022年共有9 502.5亿元特别国债到

表 2 特别国债的四种猜想

	情形一：新发+续作	情形二：仅新发	情形三：仅续作	情形四：不新发且不续作
新发发行方式	市场化公开发行业	市场化公开发行业	—	—
续发发行方式	定向0.85万亿元，公开0.1万亿元	—	定向0.85万亿元，公开0.1万亿元	—
总规模	2万亿—2.2万亿元左右	1.2万亿元	0.85万亿—0.95万亿元	—
政府杠杆率变化情况	推升3个百分点至50%	推升3个百分点至50%	—	—

数据来源：中诚信国际整理。



期，包含2007年发行的15年期特别国债8 538.5亿元，以及2017年为当年到期特别国债滚动续发的964亿元。情形一中，由于疫情持续扰动，经济基本面修复难度上升，中央加大对地方转移支付力度，央地财力持续紧张，财政偿还特别国债压力加大，或存在类似2017年对2007年特别国债到期续作的可能，续作规模或为0.85万亿（仅2007年特别国债）—0.95万亿元（2007年及2017年特别国债）。结合当年特别国债发行方式，到期续作的特别国债中8 500亿元或可采用定向发行方式，剩余或可通过市场化公开招标发行。

情形二：疫情有所缓解但仍未得到有效控制，经济逐步修复但仍偏弱，央地财政状况边际改善但仍承压，中央财政尚能偿还到期特别国债但大规模对地方转移支付空间有限，地方财力弱化下或新发特别国债直达基层

此情形下，若疫情有所缓解但仍在反复，经济运行或边际好转，财政状况也将有所改善。但疫情扰动下对经济仍存在一定负面影响，且核酸检测等财政支出压力仍存，叠加减税降费等推进，地方财力弱化仍然显著。相较情形一，此情形下的中央财政尚能偿还到期特别国债，续作的可能性相对较低，但大规模对地方转移支付空间不足，特别国债或将新发为主，替代中央转移支付等

手段直达基层、补充地方财力，参考情形一或安排1.2万亿元，且大概率以市场化方式发行。

情形三：疫情得到有效防控，经济基本面及财政状况边际好转，特别国债新发行的可能较小，但财政紧平衡下或进行特别国债到期续作，腾挪财力预留未来转移支付空间

此情形下，疫情逐步得到有效防控，对经济运行的负面影响下降，经济基本面逐步修复，带动央地财力边际改善，政策稳增长需求或有所下降，特别国债新发行的可能性较小。但在经济基本面仍未完全修复，央地财政依旧维持紧平衡的情况下，或可通过对年内到期特别国债采取等额续作的方式，腾挪出有限财力预留未来对地方转移支付及补助空间，参考情形一中的到期续作规模，或为0.85万亿—0.95万亿元。

情形四：疫情基本消退，经济基本面稳步向好，地方财力同步改善，特别国债新发行及到期续作的可能性均较小

此情形下，疫情基本消退，经济基本面稳步向好，央地财力同步改善，年内虽有近万亿元特别国债到期，但偿还压力或相对较小，在此背景下，发行特别国债的必要性大幅降低，新发及到期续作的可能性均较小。^[N]

学术编辑：卢超群