

目录

1 历史上的财政增量政策	3
1.1 调增预算赤字.....	3
1.2 发行特别国债.....	9
1.3 动用地方债结存限额.....	13
2 政策与债市，还将如何演绎？	16
3 小结	20
4 风险提示	22
插图目录	23
表格目录	23

二季度以来，财政收支平衡以及稳增长压力再次有所凸显，当前宏观图景下，为实现全年发展目标，亟需政策加大发力，对应看到7月以来，政策端先后发声表示，将研究储备并适时推出增量政策举措。

相应地，后续增量政策会是什么、力度如何，尤其是财政增量政策怎么看，于债市而言又将有何影响，成为当前市场关切，本文聚焦于此。

对此，我们先从历史上的增量财政工具说起。

1 历史上的财政增量政策

回顾来看，历史上的增量财政工具主要包括调增预算赤字、发行特别国债、使用地方债结存限额等，此外便是督促加快年内政府债的发行和使用，以及运用政策性金融工具等广义财政工具。

我们聚焦于以上几种主要的财政增量政策，逐一展开来看。

1.1 调增预算赤字

历史上看，我国曾进行6次预算调整，当中有4次追加赤字，对应的背景通常是当年宏观环境发生了较大变化，例如经济下行压力超预期增加、发生重大自然灾害等，对应增发国债、追加赤字，致力稳增长。

其中，1998-2000年以及2023年的预算调整涉及追加赤字；而2008年和2016年的预算调整仅涉及账户间调整与央地收支预算结构的变化，并未涉及赤字调整。

聚焦于四次调增预算赤字来看，在预算调整的时点及流程上，1998-2000年三次追加赤字是经8月底人大常委会批准，2023年则是经10月底人大常委会批准：

(1) 1998-2000年三次调增预算赤字均发生于8月底，经过当年8月人大常委会批准通过后，增发国债并纳入赤字；

(2) 2023年调增预算赤字则发生于10月底，经10月人大常委会批准增发万亿元国债，纳入中央赤字，但作为特别国债管理。

表1：我国历次预算调整情况

时间	增发国债	追加赤字	具体情况
1998/08	1000亿元	500亿元	1998年8月，全国人大常委会批准国务院增发国债和调整中央财政预算方案的决议，决定增发1000亿元国债，加大基建投入。 财政部向国有商业银行增发1000亿元国债，同时银行配套发放1000亿元贷款 ，重点用于农林水利、交通通信、环境保护、城乡电网改造、粮食仓库和城市公用事业等方面的基础设施建设。 其中500亿元于1998年列入中央预算 ，中央财政赤字由年初预算460亿元扩大至960亿元； 另外500亿元则列入1999年的财政赤字 ，但考虑到实际操作中，这部分资金全部用于地方项目，为增强地方责任、提高资金使用效益， 中央决定将这部分国债资金转贷给地方，由地方逐年归还，而不再列入中央预算，也不作扩大中央财政赤字处理。
1999/08	600亿元	300亿元	1999年8月，全国人大常委会批准增发国债和1999年中央财政预算调整方案， 决定增发600亿元国债 ，用于增加固定资产投资。为巩固促进经济回升，中央决定在年初预算确定的国债发行规模的基础上，由财政部向商业银行增发600亿元长期国债。 其中，300亿元列入当年中央预算，相应扩大中央赤字 ，由年初预算的1503亿元扩大至1803亿元； 剩余的300亿元，则由中央政府代地方政府举借，不列入中央预算。
2000/08	500亿元	500亿元	2000年8月，全国人大常委会批准增发国债和2000年中央财政预算调整方案， 决定增发500亿元长期建设国债 ，用于增加固定资产投资，巩固促进经济回升向好， 相应调整中央财政预算 ，中央财政赤字将由年初预算批准的2298亿元扩大到2798亿元。
2023/10	10000亿元	10000亿元	2023年10月，全国人大常委会批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。 中央财政决定于2023年四季度增发国债1万亿元，全部列入中央财政赤字，但作为特别国债管理 ，即2023年中央赤字由3.16万亿元增加至4.16万亿元，财政赤字率相应由3%提高至3.8%左右。资金使用方式上， 增发国债资金全部通过转移支付方式安排给地方 ，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力， 其中，2023年安排使用5000亿元，剩余5000亿元结转至2024年使用。

资料来源：中国政府网，中国国史网，光明日报等，

具体回顾来看：

(1) 1998年8月：增发1000亿元国债，其中500亿元列入中央预算，另外500亿元转贷地方。

1998年，国内经济发展面临诸多不利因素，实现当年目标增速的难度有所增加
1998年，亚洲金融危机压力仍在加大，外贸出口增速下滑，国内需求亦偏弱，叠加自然灾害影响严重，尤其是6-9月长江以南和东北北部地区发生特大洪水，上半年GDP同比为7.1%，实现全年8%目标增速的难度有所增加，经济增长压力凸显之下，亟需政策进一步加大发力。

1998年8月，全国人大常委会批准国务院增发国债和调整中央财政预算方案的决议，决定增发1000亿元国债，加大基建投入。财政部向国有商业银行增发1000亿元国债，同时银行配套发放1000亿元贷款，重点用于农林水利、交通通信、环境保护、城乡电网改造、粮食仓库和城市公用事业等方面的基础设施建设。

但由于增发国债的时点是在1998年下半年，节奏偏后，故而人大常委会批准当年增发的1000亿元国债分两年纳入国家预算：

其中500亿元于1998年列入中央预算，中央财政赤字由年初预算460亿元扩大至960亿元；

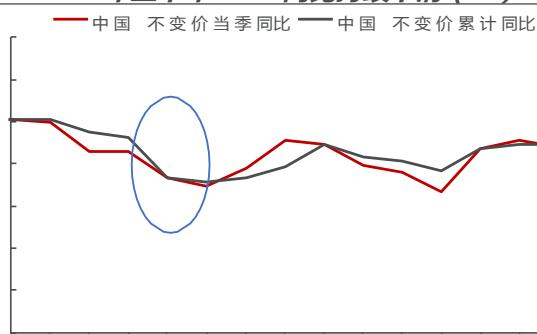
另外500亿元则列入1999年的财政赤字，但考虑到实际操作中，这部分资金全部用于地方项目，为增强地方责任、提高资金使用效益，中央决定将这部分国债资金转贷给地方，由地方逐年归还，而不再列入中央预算，也不作扩大中央财政赤字处理。

从最终结果看，增发国债有效拉动经济增长，同时也没有导致货币超量发行和通胀，全年GDP增长7.8%，基本完成当年8%的经济增长目标：

“这是在特定时期为增加投资、扩大消费、拉动经济增长而采取的一项特殊政策。去年的实践表明，这项政策的实施，有力地拉动了经济增长，对去年国民经济增长基本达到预定目标起了关键作用，同时也有利于调整投资结构和经济结构，增强经济发展后劲。这样做，虽然财政赤字和债务规模扩大了一些，但并没有导致货币超量发行，也没有引发通货膨胀，效果是好的。”

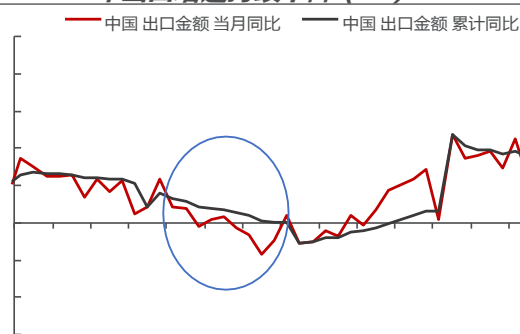
——1999年3月6日财政部部长项怀诚讲话

图1：1998年上半年GDP同比持续下滑（%）



资料来源：wind，

图2：1998年出口增速持续下降（%）



资料来源：wind，

(2) 1999年8月：增发600亿元国债，其中300亿元列入中央预算，另外300亿元由中央代地方举借。

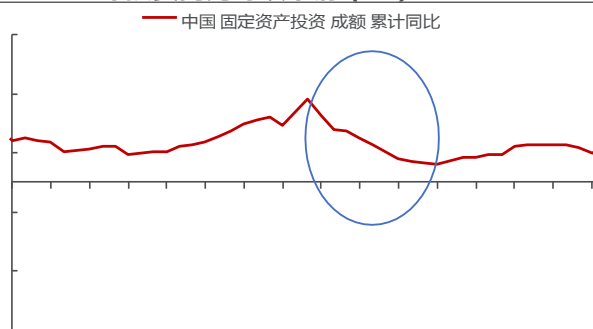
1999年3月后，国内有效需求不足的问题再度凸显，主要体现在外贸出口和外商直接投资增速下滑，上半年累计同比分别为-4.6%、-9.2%；消费需求持续不振，社零当月同比由2月的10.6%持续下滑至6月的5.4%；固定资产投资增长放慢，投资累计同比由2月的28.3%持续下滑至6月的15.1%；物价连续下降的趋势继续发展，6月CPI同比为-2.1%，已连续15个月呈负增长。

1999年8月，全国人大常委会批准增发国债和1999年中央财政预算调整方案，决定增发600亿元国债，用于增加固定资产投资。为巩固促进经济回升，中央决定在年初预算确定的国债发行规模的基础上，由财政部向商业银行增发600亿元长期国债。

其中，300亿元列入当年中央预算，相应扩大中央赤字，由年初预算的1503亿元扩大至1803亿元；剩余的300亿元，则由中央政府代地方政府举借，不列入中央预算。

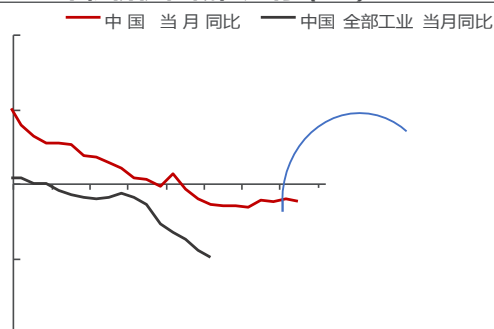
从政策最终效果来看，在积极财政及其他宏观措施的有效配合之下，1999年国民经济实现稳定增长，全年GDP同比7.7%实现稳定增长，经济运行质量和效益均呈现显著提升。

图3：1999年投资同比持续下滑(%)



资料来源：wind，

图4：1999年物价仍在低位运行(%)



资料来源：wind，

(3) 2000年8月：增发500亿元国债，全部纳入中央赤字。

进入2000年，在前期政策发力带动下，经济逐步企稳回升，但有效需求不足的情况仍未呈现根本性好转，仍需确保前两年国债投资项目建成投产，保持和发展当前国民经济增长的良好势头。

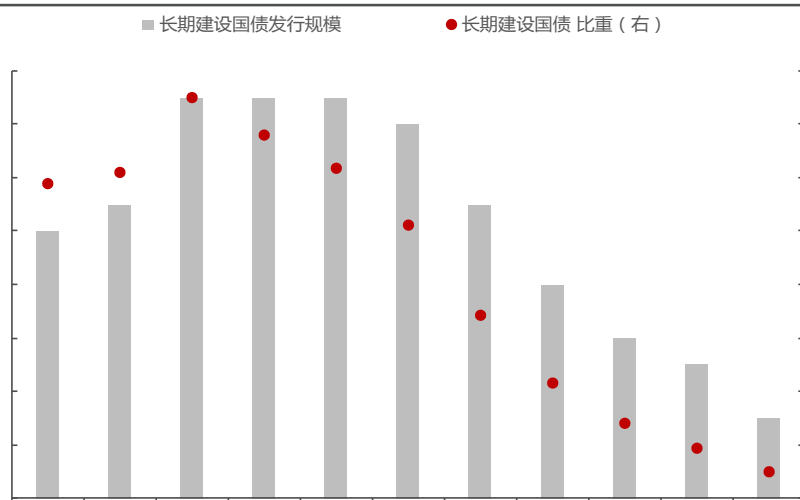
“今年以来，我国经济发展势头良好，经济运行出现了一系列积极变化，这是十分喜人的。但是也要看到，这些变化还是初步的，经济回升的基础还不稳固，经济发展中有些结构性和深层次的问题还没有得到解决，有效需求不足的状况还未得到根本好转。国务院还要作坚持不懈的努力，以保持经济发展的良好势头。”

——2000年8月25日人大常委会闭会委员长讲话

2000年8月，全国人大常委会批准增发国债和2000年中央财政预算调整方案，决定增发500亿元长期建设国债，用于增加固定资产投入，巩固促进经济回升向好趋势。在此背景下，要继续实施积极的财政政策并保持必要的力度，国务院提出下半年由财政部再向商业银行增发500亿元长期建设国债，并相应调整中央

财政预算，中央财政赤字将由年初预算批准的 2298 亿元扩大到 2798 亿元。

图5：1998-2008 年长期建设国债发行情况 (%)



资料来源：wind，历年政府工作报告，

注：长期建设国债发行规模包含预算内和年内增发规模

总结来看，1998-2000 年我国累计发行 3600 亿元长期建设国债：

其中，1998 年发行 1000 亿元长期建设国债投资，定向用于加快农林水利、交通、城市基础设施和环保、城乡电网建设与改造、中央直属储备粮库、经济适用房等六个方面的建设；

1999-2000 年又分别发行 1100、1500 亿元长期建设国债，继续安排在建国债项目的同时，进一步增加安排了重点行业技术改造、重大项目装备国产化和高技术产业化、环保与生态建设、教育基础设施等方面的建设。

从最终成效看，国债投资成果显著，有效扩大投资需求，带动经济发展增长：

“1998 年以来，累计发行 3600 亿元长期建设国债，国债项目直接带动地方、部门、企业投入配套资金和银行安排贷款约 7500 亿元，对促进经济增长发挥了重大作用。1998 年国债项目投资带动经济增长 1.5 个百分点，1999 年带动 2 个百分点，2000 年带动 1.7 个百分点左右。”

——2001 年 1 月国家计委负责人谈 1998-2000 年国债投资的成效

(4) 2023 年 10 月：增发 10000 亿元国债，全部纳入中央赤字，但作为特别国债管理。

2023 年，我国多地遭遇暴雨、洪涝、台风等灾害，部分地区灾后恢复重建任务较重，近年来自然灾害多发亦对我国防灾减灾救灾能力提出了更高要求。2023

年8月政治局会议召开，研究部署防汛抗洪救灾和灾后恢复重建工作。

2023年10月，全国人大常委会批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。中央财政决定于2023年四季度增发国债1万亿元，作为特别国债管理，但全部列入中央财政赤字，即2023年中央赤字由3.16万亿元增加至4.16万亿元，财政赤字率相应由3%提高至3.8%左右。

资金使用方式上，增发国债资金全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力，其中，2023年安排使用5000亿元，剩余5000亿元结转至2024年使用。

资金主要用于8个方向：灾后恢复重建、重点地区骨干防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。

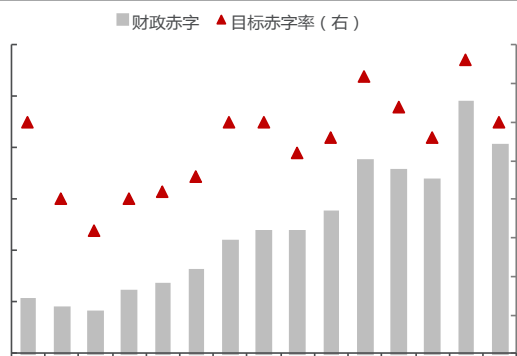
此次国债增发有一定特殊性，其列入中央财政赤字，但作为特别国债管理，这主要兼顾两方面考虑：

(1) **作为特别国债管理，突出其专款专用的特点**，能够较好地保障和促进资金使用精准有效，精准聚焦灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力；

(2) **列入中央预算，并通过转移支付方式安排给地方，由中央承担还本付息，避免增加地方债务负担**，同时简化了特别国债“纳入政府性基金预算→转入一般公共预算→转移支付给地方”的流转链条，提高了资金使用效率。

截至7月11日，2023年增发的1万亿元国债资金已安排到1.5万个项目，且已全部开工建设。目前，一批学校、医院、道路等灾后恢复重建项目已经投入使用，国家发改委表示下一步将继续做好实地督导检查，加快推进项目实施，在年内形成更多实物工作量。

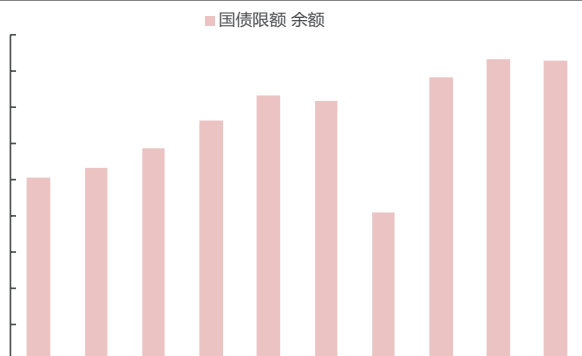
图6：历年财政赤字规模与赤字率(%)



资料来源：wind，

注：2023年为考虑调增赤字后对应的赤字规模及赤字率

图7：国债限额-余额(亿元)



资料来源：wind，

注：2023年为考虑调增赤字后对应的限额剩余空间

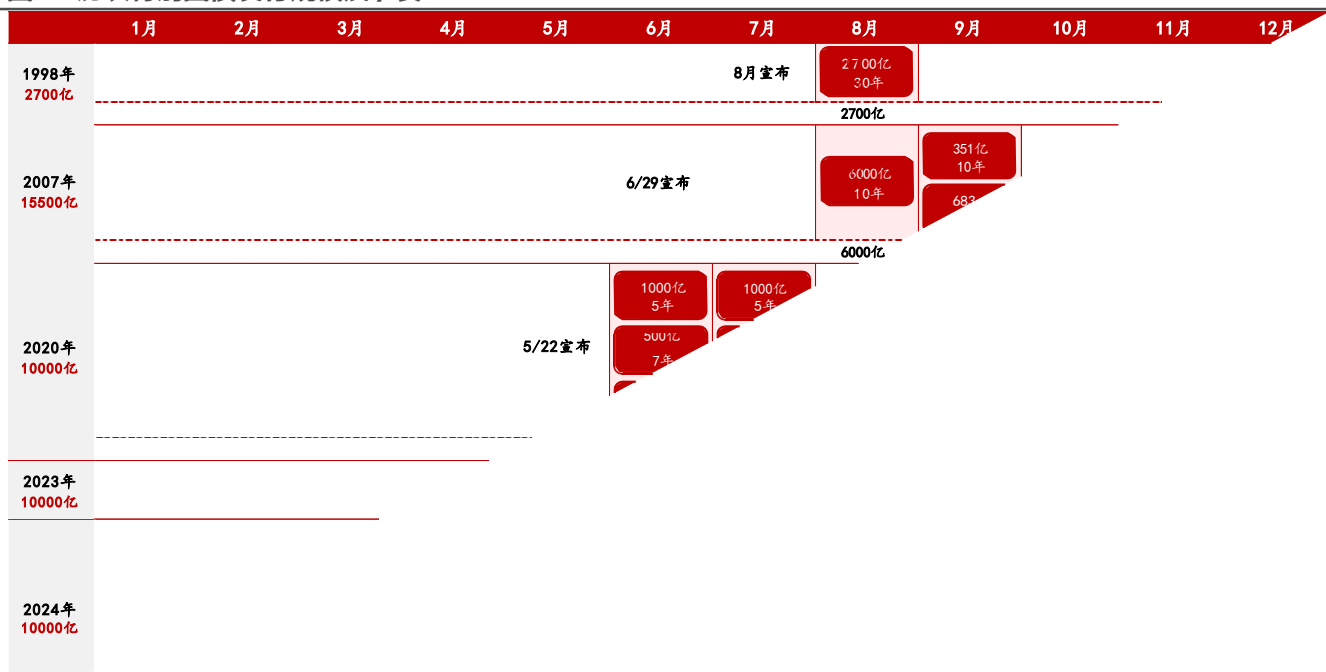
1.2 发行特别国债

除了调增赤字外，我国也曾多次发行特别国债。区别于一般国债，特别国债是指阶段性发行的具有特定用途的国债，主要服务于经济改革、应对重大突发事件等。

审批流程来看，一般国债需要全国人大批准预算赤字，相较而言，特别国债发行的审批流程更为简洁高效，仅需国务院提请全国人大常委会审议，批准后由财政部执行，发行相对灵活。

历史上看，我国曾于1998年、2007年、2020年新发特别国债，以及今年启动发行超长期特别国债。此外，2023年四季度增发1万亿元国债并计入中央赤字，但也作为特别国债管理，对此前文已有探讨。

图8：历次特别国债发行规模及节奏



资料来源：中国人民银行，中国政府网，财政部，iFind，绘制

我们进一步聚焦于另外四次新发特别国债来看：

(1) 1998年：发行2700亿元特别国债，注资四大行

特别国债的首次发行是在1998年。1997年，受亚洲金融危机影响，国内四大行遭受一定冲击，且当时国内银行仍存在为支持经济建设而超额违规投放贷款的现象，致使四大行资本充足率整体较低，而未能满足《巴塞尔协议》关于商业银行资本充足率不得低于8%的要求。

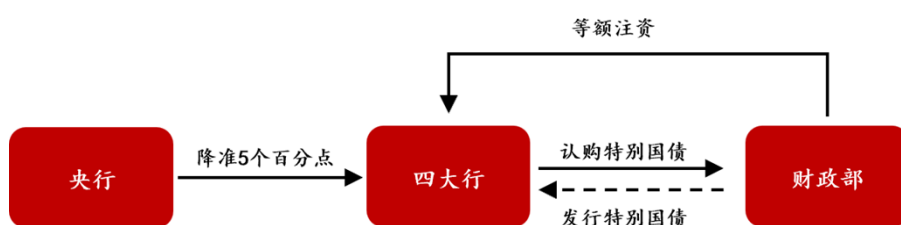
在此背景下，为提升商业银行风险处置能力、解决银行资本金不足等问题，特别国债首次“亮相”，财政部发行特别国债以补充四大行资本金。

1998年2月，全国人大常委会审议通过发行特别国债的议案。同年8月，财政部向工、农、中、建四大国有银行一次性定向发行2700亿元30年期特别国债，全部用于补充四大行资本金，专款专用。

从货币政策配套措施来看，央行下调存款准备金率5个百分点，由13%下调至8%，为四大行释放了超2400亿元流动性，再加上四大行原有可用超储，共计2700亿元，四大行将这些资金用于认购特别国债，随后财政部用筹集的资金注资给四大行。

从政策效果看，在经过2700亿资本补充后，四大行基本满足了《巴塞尔协议》对银行资本充足率的要求，为金融体系的平稳运行打下了坚实基础。

图9：1998年发行特别国债情况



资料来源： 绘制

(2) 2007年：发行1.55万亿元特别国债，成立中投公司

第二次是在2007年发行。我国自加入WTO以来，经常项目顺差持续增加，并于2007年达到峰值，外汇储备规模快速上升至1.5万亿美元。同时，在强制结售汇背景下，国内出现流动性过剩问题，通胀压力凸显。

为提高外汇资产运营的安全性及效益，亟需成立专门的投资平台，对超额外汇储备进行投资管理。在此背景下，财政部发行特别国债用于向央行购买等值美元外汇，作为注册资本成立中国投资有限责任公司。

2007年6月，全国人大常委会审议发行特别国债议案，国债余额限额相应调整为5.34万亿元。此次特别国债分8期发行，发行期限分为10年和15年期，共计1.55万亿元。

发行方式上，采用定向与公开相结合的方式。央行通过农行通道向财政部认购定向发行的1.35万亿元，同时公开发行的2000亿元。

从政策效果看，此次特别国债发行后，财政部将资金用于购买外汇，作为资本金成立中投公司，对国内企业的国际发展给予支持，同时一定程度提高外汇经营收

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，
请访问：<https://d.book118.com/578054015052006132>