宏观研究

特别国债和洪涝灾害如何影响基建投资？

——政策研判专题研究

宏观专题报告

2020 年 07 月 15 日

报告摘要：

7000 亿元特别国债加码基建投资，基本上确定全年有两位数增速。

- **背景：抗疫特别国债只为疫情而生，稳预期和避免赤字惯性“一箭双雕”**

过去两次特别国债并非专门服务于积极财政政策，抗疫特别国债可能是积极财政政策的终极形式。我国财政“积极”十二年，导致财政状况趋紧。为了避免赤字惯性和体现抗冲击促增长目标，第三次特别国债应运而生。

- **配套：财政部修改目录明确投向，补充资本金和下调资本金比例政策适用**

6 月 23 日，财政部发布《关于修订 2020 年政府收支分类科目的通知》，明确特别国债投向 12 类基建项目和抗疫相关支出。从偿还分配、使用规定和投向来看，特别国债对地方政府来说是更低成本的专项债。因而，专项债的测算方法同样适用于特别国债。

- **洪灾：受灾人次较2016年仍有距离，实际影响具有两面性**

6 月至今，长江与淮海流域降雨量大幅高于往年均值，湖北省再次成重灾区。根据 2016 年建安工程增速走势，洪灾对两湖地区及全国并未有确定性影响。原因有二：一是后期可能赶工程，如湖南；二是政策倾斜帮扶受灾地区，水利部表示 2020-2022 年将重点推进 150 项重大水利工程建设，总投资 1.29 万亿元。

- **测算：虽然测算结果区间大，但是支撑两位数基建投资增速的问题不大**

理论上，根据 2019 年基建投资完成额，7000 亿元特别国债可直接拉动投资 3.85%。考虑到过去政府资金对基建项目的覆盖率在五成左右，杠杆比率为 2，特别国债可间接带动投资 3.85%。经过对配套政策的考量，我们推测特别国债的最终拉动作用可能在 7.7%至 8.6%区间内。因而，全年基建增速达到两位数的问题不大。

- **风险提示：**

气候影响超预期、宽松政策不及预期、新冠疫情超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008

电话： 010-85127730

邮箱： fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

一、为什么提出特别国债？ 3
1.1 从财政目标出发看特别国债 3
1.2 从财政状况看特别国债 4
二、特别国债相关政策与洪灾影响：政策对抗自然力量 6
2.1 追踪与回顾：特别国债相关政策和投向 6
2.2 洪灾的影响具有两面性 7
三、特别国债对基建投资的影响测算 9
风险提示 11

一、为什么提出特别国债？

1.1 从积极财政目标出发看特别国债

财政政策需考量六个目标。与货币政策类似，财政政策也要兼顾多个目标。薛涧坡和张网（2018）在《积极财政政策：理论发展、政策实践与基本经验》中表示，积极财政政策目标可以总结为六方面：抗冲击、促增长、可持续、有协调、守规则和能转换（表 1）。六个目标既有先后顺序之分，也有从始至终需要考虑的。在今年经济形势下，考虑到财政投资性乘数高于消费性支出和作用时间更长，财政政策的重点倾向于基础设施工程建设，也就是更多地调控投资需求。尽管力度上不如投资支出，阶段性减税降费等减收政策也在齐头并进。可持续性是财政赤字上升后需要考虑的，与能转换目标类似：当经济回升趋势形成之后是否要增收减支和择机退出？近年来，财政与货币政策有协调颇具争议。守规则的核心是预期指引：从不断上升的基建项目总计划投资额可以看出，财政依靠基建托底经济的预期非常牢固。

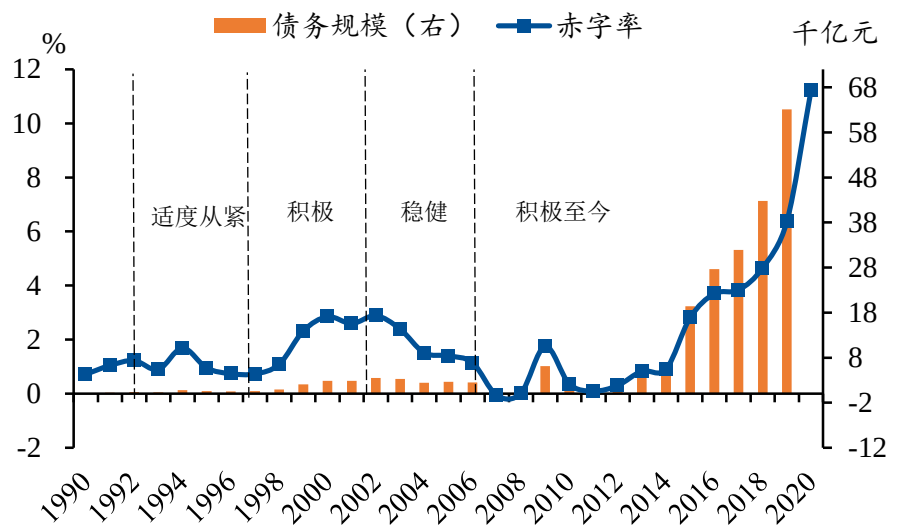
表 1：财政政策的六个目标及其具体内容

积极财政政策六个目标	具体内容
抗冲击	在短期，应侧重于需求管理，通过反周期操作，实现经济稳定的目标
促增长	在长期，应侧重于供给管理，通过影响经济结构调整，实现经济增长的目标
可持续	应维持适当的债务规模和赤字水平，降低财政风险，保证财政政策的可持续性
有协调	应与适当的货币政策相协调，厘清政策边界，根据实际经济形势选择政策的松紧组合
守规则	应重视**预期管理**，通过增强政策透明度、提高政策规则性，形成稳定的政策预期、良好的景气预期、确定的收入和支出预期
能转换	应重视和尊重市场的调节作用，推动市场化改革，降低市场对政府政策的依赖，**择机转向**

资料来源：薛涧坡和张网（2018），《积极财政政策：理论发展、政策实践与基本经验》，民生证券研究院

特别国债可能是积极财政政策的终极形式。从上世纪 90 年代开始，我国仅在 1993 年至 1996 年间实施过“适度从紧”财政政策；在投资过热的 2004 年至 2008 年上半年实施过“稳健”财政政策（图 1）。在其余大部分时间内，尽管边际力度有所不同，财政政策均以“积极”定调。从 2008 年下半年转向开始，财政政策已经“积极”十二年有余。尤其是近年来，通过扩容地方债和引入专项债来同时应对地方债务问题和宏观经济下行压力，导致赤字率呈加速上升趋势。2020 年疫情使得本应触底回升的经济再次陷入困境。**为了避免赤字惯性和体现抗冲击促增长目标，第三次特别国债应运而生。**

图 1：长期以来，财政政策基调以“积极”为主

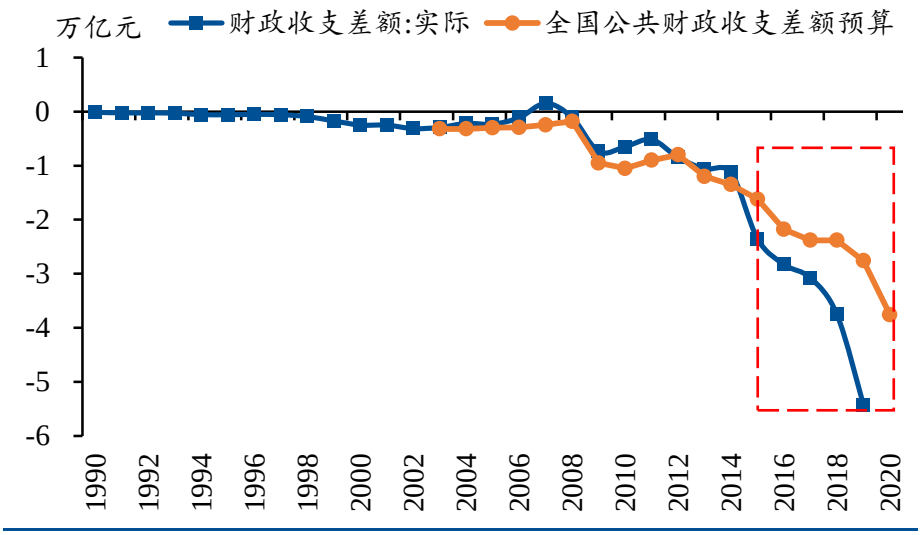


资料来源：IMF，Wind，民生证券研究院

1.2 从财政状况看特别国债

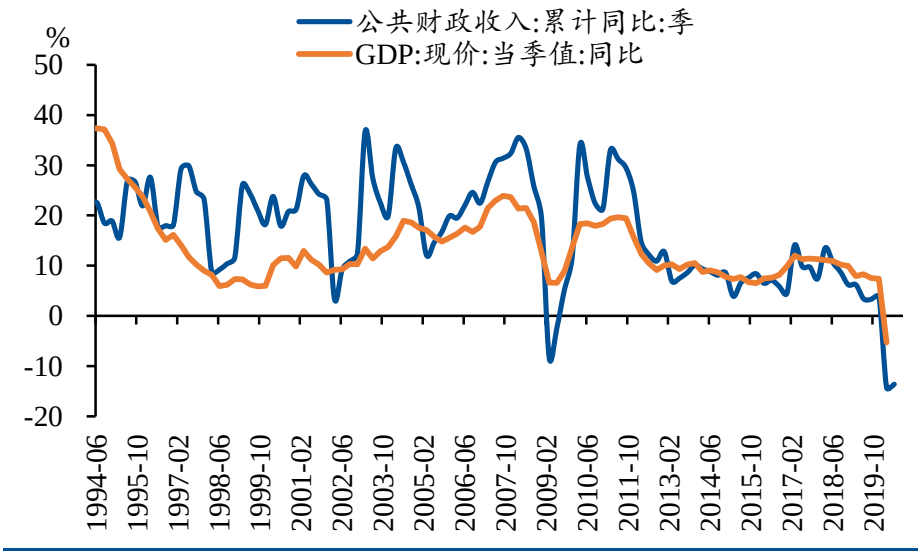
抗疫特别国债是财政缺口的最好补充。从上文的赤字率加速上升并可看出我国财政缺口的压力越来越大。照此趋势来看，过去积累的结转结余财政资金可能难以应付连续多年的万亿财政缺口（图 2）。同时，近三年来连续减税降费，叠加财政收入的顺周期属性（图 3），又要防范地方债务风险，中央加杠杆可能是最优选择。但是，大幅提升赤字率不符合我国中央政府素来偏谨慎的传统，可能会让公众形成债务依赖性（上世纪 70 年代以后日本的教训）。因而，不被计入赤字又非常规的特别国债在时隔 13 年后再次出现在公众眼前。

图 2：财政实际缺口远远大于预算缺口，并有走扩的趋势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：财政收入是顺经济周期的走势，预计全年负增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、特别国债相关政策与洪灾影响：政策对抗自然力量

2.1 追踪与回顾：特别国债相关政策和投向

特别国债主要用于基建和抗疫相关支出。6 月 23 日，财政部公布《关于修订 2020 年政府收支分类科目的通知》，为抗疫特别国债增设新目录。至此，特别国债的流向已经明朗，既有减免房租补贴、重点企业贷款贴息和困难群众生活补助等抗疫相关支出，又有公共卫生建设、交通运输和旧改等 12 类基建项目（表 2）。从基建投向来看，特别国债与专项债基本上一致。根据第一财经报道，特别国债中的 7000 亿元本金需要地方政府来偿还。中央则承担全部利息和 3000 亿元疫情纾困支出。虽然特别国债用途和项目要求均与专项债类似，但是特别国债收益率低于地方债，利息负担更低，本质上是中央资助各省搞基建和补短板。因而，特别国债或许可以称之为“专项国债”，即在 3.75 万亿元专项债上加入 7000 亿元特别国债。

表 2：财政部《关于修订 2020 年政府收支分类科目的通知》

政府性基金预算支出		一般公共预算支出
基础设施增设项目	抗疫相关支出	增设项目
公共卫生体系建设	减免房租补贴	减免房租补贴
重大疫情防控救治体系建设	重点企业贷款贴息	重点企业贷款贴息
粮食安全	创业担保贷款贴息	应急物资储备
能源安全	援企稳岗补贴	
应急物资保障	困难群众基本生活补助	
产业链改造升级	其他抗疫相关支出	
城镇老旧小区改造		
生态环境治理		
交通基础设施建设		
市政设施建设		
重大区域规划基础设施建设		
其他基础设施建设		
合计：7000 亿元，地方政府偿还		3000 亿元，中央政府偿还

资料来源：财政部，民生证券研究院

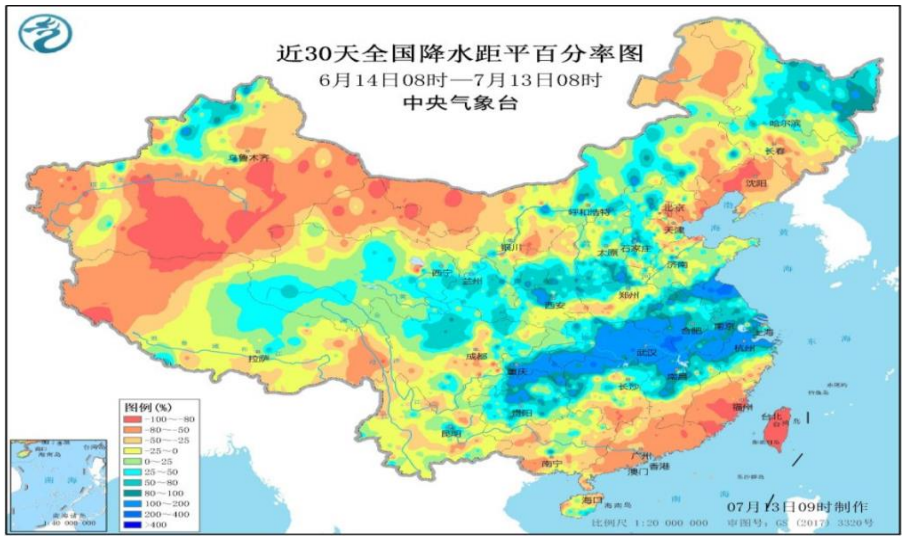
特别国债亦可使用资本金政策。2019 年 6 月，国务院办公厅发布了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，明确允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金。同年 11 月 13 日，国常会决定降低部分基建项目资本金比例，降幅最高为 5

个百分点。时间来到 2020 年 2 月下旬，发改委督促地方抓紧申报合格基建项目，基建稳增长的预期再次升温。最后是今年 6 月 21 日，第一财经报道特别国债 7000 亿投基建可做资本金。政策方面，特别国债与专项债基本上一样。因而，专项债对基建的拉动测算也适用于特别国债。

2.2 洪灾的影响具有两面性

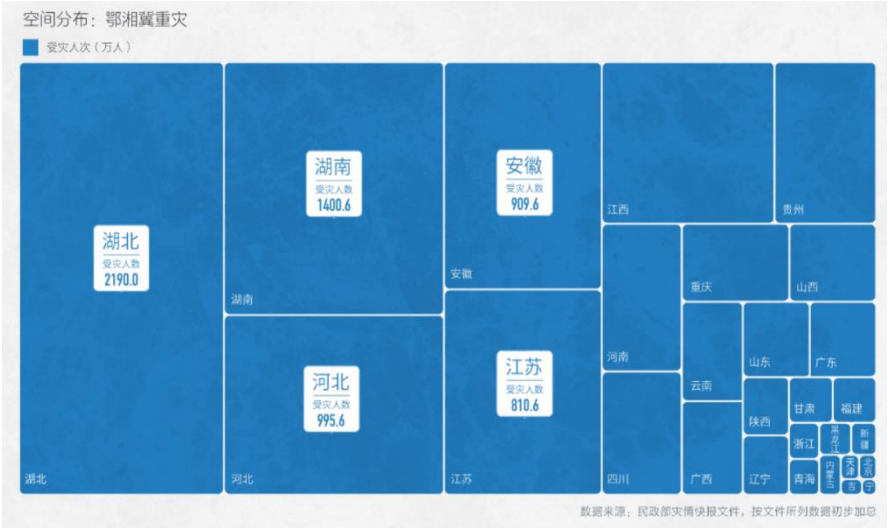
南方洪灾影响可能低于 2016 年。据水利部信息显示，截至 7 月 13 日，全国共有 433 条河流发生超警以上洪水。为支持灾区做好应急救灾工作，国家发展改革委紧急下达救灾应急补助中央预算内投资 3.09 亿元，专项用于**安徽、江西、湖北、重庆**受灾严重地区的基础设施和公益性设施应急恢复建设。目前来看，2020 年洪汛期的降水量仍低于 2016 年；超常降雨量集中在长江和淮河流域，**安徽、湖北、浙江和重庆**的累计降雨量创下 1961 年来新高（图 4）。从受灾人数对比来看，截至 7 月 3 日，今年以来洪涝灾害先后造成贵州、四川、湖南、广西、广东、湖北等 26 省市区共计 1938 万人次受灾，而民政部数据显示 2016 年仅湖北受灾人数就超 2000 万人次（图 5）。

图 4：长江和淮河流域地区的降雨量大幅高于往年均值



资料来源：中央气象台，民生证券研究院

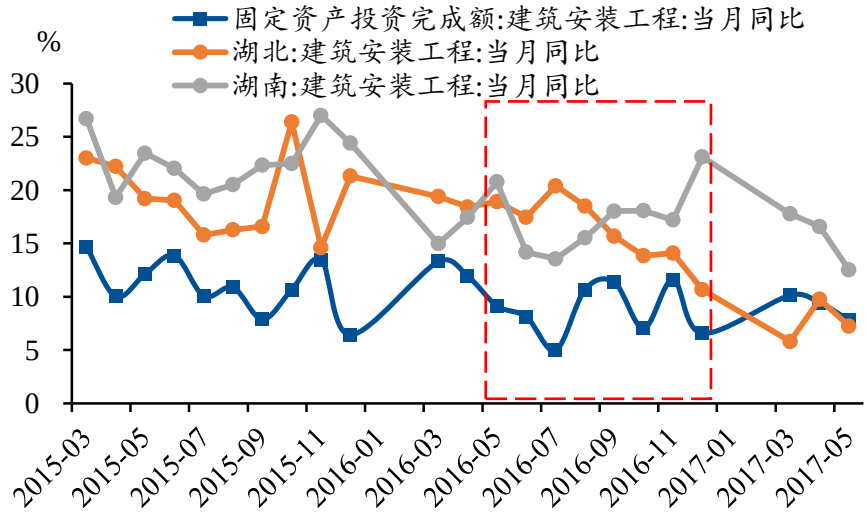
图 5：2016 年两湖受灾人数合计约 3590 万，严重程度超过当前状况



资料来源：民政部，民生证券研究院

洪灾影响具有两面性。虽然洪灾会延缓工程建设进度，但是洪灾也会带来更多的民生工程和财政投入。从 2016 年两湖地区与全国建安投资来看，洪灾对建筑活动的影响没有一致性：湖南的建筑活动在 7 月后加速上升，湖北则是从 7 月高位持续下滑，而全国建筑投资并没有显著下滑（图 6）。基建的核心变量是政策走向和财政力度。7 月 13 日，水利部副部长叶建春在国务院政策例行吹风会上表示，2020-2022 年将重点推进 150 项重大水利工程建设，主要包括防洪减灾、水资源优化配置、灌溉节水和供水、水生态保护修复、智慧水利等 5 大类，总投资 1.29 万亿元。

图 6：洪灾对建筑投资的短期冲击难免，全年影响并不明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、特别国债对基建投资的影响测算

特别国债与专项债一样，可以根据资金来源来推测投资完成额。特别国债可以增厚基建的自筹资金，再通过资本金政策及配套融资计划来拉动银行贷款和民间投资。但是，受限于数据可得性和假设差异性，推测结果往往差别较大（表 3）。

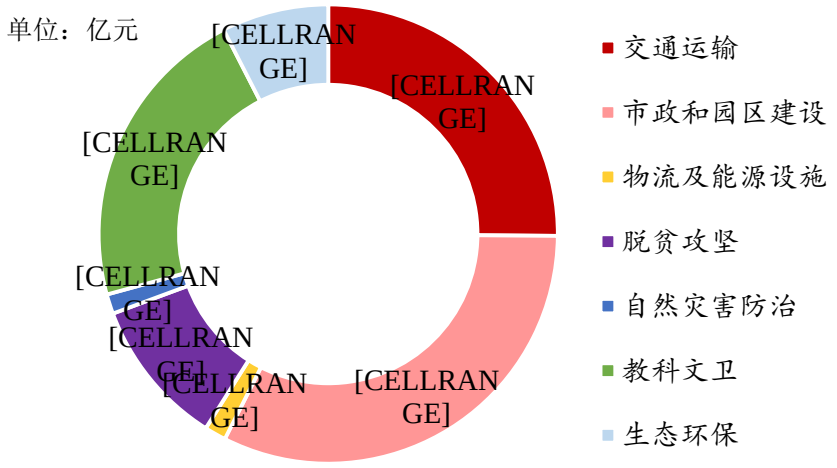
表 3：特别国债对基建项目的拉动测算结果

假设	政府覆盖率 50%	政府覆盖率 45%	政府覆盖率 20%
直接作用	3.85%	3.85%	3.85%
间接作用	3.85%	4.71%	15.4%
合计	7.70%	8.56%	19.25%

资料来源：Wind，民生证券研究院

测算结果可能会受四点因素影响。第一点是基建在特别国债的占比。虽然上半年基建项目在专项债中占比较去年大幅提升至 60%左右（图 7），但是仍有可能受到下半年棚改项目的挤压，而且还要考虑 2000 亿元用于补充银行资本金。同样，特别国债需要考虑抗疫相关支出，还被允许部分留用以备后患。因而，7000 亿元特别国债是自筹资金净增量的上限，直接拉动投资额 3.85%（=7000 亿元/182050 亿元）。

图 7：截至 5 月，基建规模在新增专项债中的占比约为 57.7%



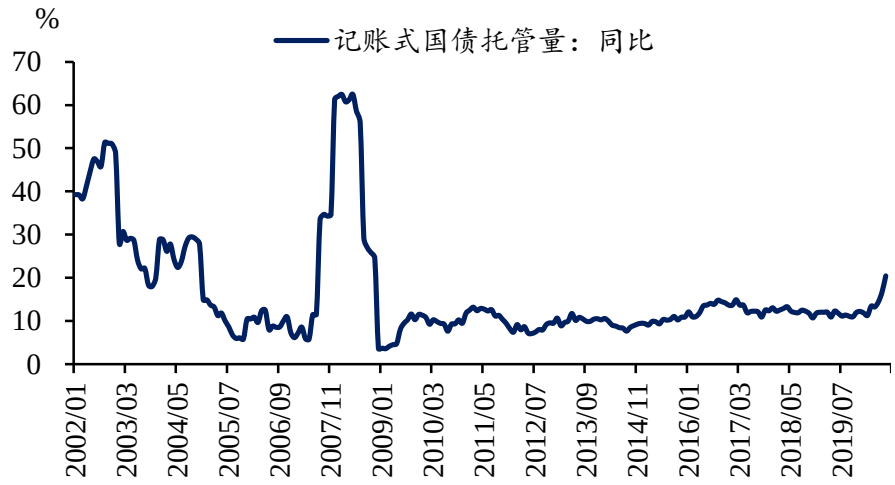
资料来源：Wind，财政部，民生证券研究院

第二点是模糊的杠杆比率。不管是专项债补充资本金还是降低资本金比例政策，如果不能额外拉动非政府资金进入基建项目，实际效果基本上为零。例如补充资本金政策，如果地方政府只是将债务资金转为权益资金，虽然资金属性发生变动，但是政府资金对项目的覆盖率仍维持在 50%左右（杠杆比率为 2），则 7000 亿元特别国债将间接拉动投资额为 3.85%。这里还需考虑银行贷款意愿、政金债配合程度、非标监管和民营企业参与度等潜在因素。

第三点是资本金比例下调的作用。这里分成两种情况：第一种情况是资本金比例下调5个百分点带动政府覆盖率下滑5个百分点，从而提升杠杆比率至2.22，间接拉动投资额4.71%。此处潜在假设是所有基建项目符合资本金下调的项目要求。根据国常会公布信息，该类项目必须是重点工程或补短板工程。这也引出了第二种情况：重点工程的资本金可以低至20%，并且政府只负责资本金，债务资金完全来自非政府部门，杠杆比率大幅上升至5，间接拉动15.4%。更为极端的是，以机场项目为例，企业部门参与项目资本金投资，政府覆盖率可能低至个位数，实际杠杆比率达到两位数。显然，这两种情况都难以出现。合理的情况应是部分重点工程降低政府资金的投入，进而少量降低政府覆盖率，最终体现资本金政策的杠杆作用。**因而，特别国债的最终间接拉动可能在3.85%至4.71%区间内。**

第四点也是最关键的一点：投资预期可能更为重要。根据资金来源测算，今年的基建投资增速可能在12%以上。但是，项目进度仍受其他不可测因素影响。假如今年南方暴雨和各地洪灾频发，或是四季度新冠疫情重来和疫苗不及预期，工程进度势必会受影响。如果基建不及预期，甚至影响到全年经济不及预期，财政政策是否过于保守？至少，今年的国债增速已是金融危机以来的最高值（图8）。从赤字率3.6%以上和上半年城投债放量来看，中央稳经济保就业的决心是较为充足的。另一方面，财政稳预期的作用较为关键，尤其是对信心的提振。在3月经济最为悲观的时候，各省纷纷抛出上万亿元投资计划。以浙江为例，从2006年开始争论的城际磁悬浮列车终于在今年进入基建计划，千亿元重大工程落地已经不算保守。另一边，美股的反转也是开始于史无前例的财政政策出台。随后，美国消费者信心指数连续两个月回升。因而，即便今年基建投资不及预期，投资计划总额仍在，只需坚定信心即可。

图8：考虑到国债规模不可同日而语，中央稳增长保就业的决心足够强烈

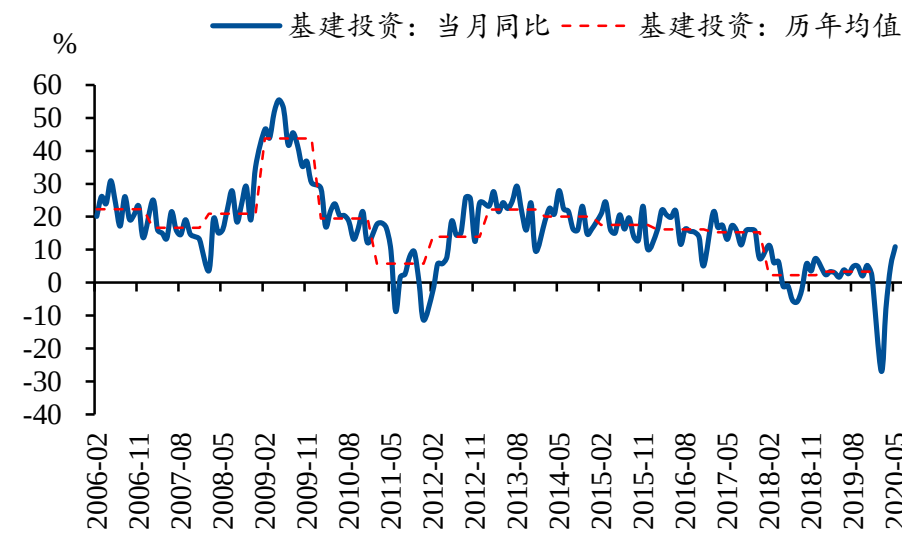


资料来源：Wind，民生证券研究院

下半年基建投资均速只需“梦回”2017即可达到全年两位数增长。因为2008年4万亿基建和随之而来的地方债务问题，不走强刺激的老路是合理的。但是，经济遇上百年一遇的大流行疾病，不依靠基建托底经济和对冲下行风险，可能会影响社会稳定。在金融去杠杆作用下，基建增速已经连续两年处于低位。既然今年政策允许宏观杠杆可以适度上升，

基建增速将大概率重回两位数。截至 5 月份，基建投资当月同比已经上升至 10.9%。简单计算下，只要剩余月份的平均同比增速达到 16%，即可完成全年 10%以上的增速。这仅仅是 2017 年的平均增速。虽然难以达到 2009 年水平，实现 2013 年至 2017 年增速的难度并不大。

图 9：基建投资当月同比走出“V”型趋势，5 月增速已经达到两位数



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

气候影响超预期、宽松政策不及预期、新冠疫情超预期等。

插图目录

图 1：长期以来，财政政策基调以“积极”为主 4
图 2：财政实际缺口远远大于预算缺口，并有走扩的趋势 4
图 3：财政收入是顺经济周期的走势，预计全年负增长 5
图 4：长江和淮河流域地区的降雨量大幅高于往年均值 7
图 5：2016 年两湖受灾人数合计约 3590 万，严重程度超过当前状况 8
图 6：洪灾对建筑投资的短期冲击难免，全年影响并不明显 8
图 7：截至 5 月，基建规模在新增专项债中的占比约为 57.7% 9
图 8：考虑到国债规模不可同日而语，中央稳增长保就业的决心足够强烈 10
图 9：基建投资当月同比走出“V”型趋势，5 月增速已经达到两位数 11

表格目录

表 1：财政政策的六个目标及其具体内容 3
表 2：财政部《关于修订 2020 年政府收支分类科目的通知》 6
表 3：特别国债对基建项目的拉动测算结果 9

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。