

外张内弛

专题报告

——2026 年全球财政年中展望

2026 年初，全球主要经济体曾规划财政温和扩张，但两大事件改变了这一图景：美国关税政策被判违法，原定以关税填补减税缺口的安排逆转，财政赤字面临大幅扩张；美伊冲突引发能源危机，各国紧急推出财政补贴，高通胀推升加息预期与债务成本，能源进口依赖型经济体还面临增长放缓与财政减收风险。上述因素推动财政赤字迅速扩大，美伊冲突以来主要经济体国债收益率普遍显著上行，全球财政风险上升也起到了推波助澜的作用。

展望 2026 年下半年，能够使海外财政风险降温的场景有二：各国主动收缩此前的财政扩张方案，或霍尔木兹海峡运力快速恢复且后续通航得到保障。但地缘格局与政府选举压力下支出易放难收，美伊停火协议后续发展尚不明朗，上述两项目前均难以看作是大概率场景。受制于债务成本与经济状况，央行难以大幅加息，国债收益率高于央行政策利率或成常态。若后续出现因财政超支减收导致债务持续扩大、或美伊冲突再起阻断原油供应，极易重现 5 月各国国债收益率同步快速上行的场景。

而中国财政展现出极强的稳定性，与海外财政形成鲜明对比，也为国内经济提供了重要支撑。2026 年财政预算扩张力度较 2025 年更为温和，美伊冲突后国债收益率未升反降，政府债务成本持续下行。得益于前瞻性能源政策，中国尚无需针对高油价进行大规模财政补贴。通胀带动税收改善，极大程度弥补了土地出让收入的下降。一季度经济超预期后，二季度财政力度有所调整，但为下半年储备了政策空间。预计全年财政节奏呈“V”型走势，三季度后期财政力度逐步加码，四季度集中发力。

- 中国：上半年财政力度在“开门红”后主动放缓，为下半年储备了充裕空间。随着债务到期压力释放与收入端改善，下半年财政具备发力条件，集中发力窗口大概率在四季度开启。1) 2026 年上半年财政政策前置发力但后续放缓。年初预算方案显示广义财政赤字率与支出规模自 2024 年以来首次下调，反映政府债务扩张步伐有所放缓，政策重点或由“扩大赤字”转向“收入与赤字协同增长”。年初财政前置发力主要依托 2025 年结余资金和加快政府债发行，以支撑一季度经济“开门红”。但一季度增速超预期后，3 月起财政支出力度开始调整，4 月进一步回落，地方债务到期压力亦对财政发力形成制约。2) 展望下半年，财政支出节奏预计呈“V 型”走势，三季度后期至四季度或迎来集中发力期。内需偏弱背景下，财政发力仍是实现全年增长目标的必要条件。一方面，上半年地方政府债务到期高峰过后，9 月起偿债压力将明显缓解；另一方面，PPI 回升推动税收改善，收入端对财政发力的制约有所减弱。政策节奏切换的触发条件或在于外需边际转弱或内需下行至一定区间。
- 美国：美国财政正处在“收入回撤、支出刚性”的困局中。特朗普关税政策被判违法后，原定以关税收入填补大美丽法案减税所造成财政减收的安排被迫逆转。由此，美国财政面临收入与支出两端的双重挤压，债务增长压力显著上升。1) 收入端遭受结构性削弱。此前关税收入是财政增量重要来源，但最高法院裁定关税违法后，大规模退税迫使这一收入渠道逆转。与此同时，减税法案的效应逐步兑现，企业税负明显下降，个人所得税增速也持续放缓。收入基础被侵蚀的同时，支出端却呈现刚性扩张态势，债务利息、社保福利与军费开支构成主要增量来源，且三者均呈趋势性增

相关报告

- 1、《半山微醉尽余欢——2026 年海外年中展望》2026-06-15
- 2、《新局方兴，去芜存菁——2026 年中观年中策略》2026-06-05
- 3、《细水慢流——6 月流动性月报》2026-06-05

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
张玉书 研究助理
zhangyushu@cmschina.com.cn

长。**2) 未来财政压力远未出清。**地缘冲突持续意味着军费开支难以回落；高油价若维持，能源补贴需求将随中期选举临近而上升；而国债规模已突破历史新高，利息成本在利率上行趋势下的滚雪球效应不容忽视。

3) 从弥补收入缺口、降低财政负担的角度，下半年美国对各国连续落地各项关税的概率极大。但关税收入完全弥补前期缺口时政府债务或已出现显著增长、考虑到美债利率也已显著上移，对财政平衡的影响已远不如2025年。

- **欧元区；欧元区财政正面临军费扩张、能源危机应对与债务约束三者的深层矛盾，政策腾挪空间正加速收窄。****1) 军费扩张计划的初步目标虽已实现，但明显依赖债务驱动。**北约欧洲成员国首次全部达到国防支出占GDP 2%的基准线，但这一进展高度依赖债务驱动，主要经济体债务率上升速度快于实际投资增长，暴露出军费扩张的根基脆弱。**2) 能源危机迫使短期财政重心从军费开支紧急转向价格干预与补贴。**美伊冲突爆发后，欧盟层面紧急推出能源合作与绿色能源投资协调方案，成员国则普遍对终端能源价格实施干预，并对特定行业和弱势群体提供收入补偿。这些应对措施进一步推高了本已紧张的财政支出。**3) 军费开支、能源补贴与债务利息三重压力正在形成叠加效应。**即便有国防支出豁免条款，总债务仍逼近历史高位；而高油价可能迫使欧央行重新加息，进一步推高融资成本。历史经验表明，油价高企周期中欧元区经济往往走弱、赤字趋于扩大，三重压力之下，欧元区财政的可持续性将在下半年面临更严峻考验。
- **日本：日本财政扩张的脆弱性被能源危机显著放大，能源补贴不仅消耗了短期财政缓冲，更通过影响债务成本、货币政策与日元汇率三条渠道，再度推高日本财政风险。****1) 2025 财年日本财政呈现增收与扩支相互对冲的局面。**经济复苏带动主要税种实现较快增长，本应推动日本财政平衡继续改善，但高市早苗政府的扩张性财政安排使收入改善被支出扩张所对冲。**2) 美伊冲突引发的能源危机进一步放大了财政压力。**作为原油进口依赖度极高的国家，日本迅速启动多维度应急响应，涵盖战略储备释放、价格干预、能源结构调整及国际能源合作。其中以财政补贴维持国内成品油价格区间为核心手段，相关预算高度集中于终端消费补贴，释放出投入将随油价上行而持续增加的信号，支出端压力不断累积。**3) 更深层的问题在于债务成本、通胀增速与日元汇率的多重约束正在快速挤压日本的财政空间。**国债收益率反弹推高偿债支出，财政债务付息支出占比升至近二十年高位。日本央行面临政策权衡困境，若维持利率不变以配合财政扩张，日元汇率将承受更大贬值压力，输入性通胀可能进一步加剧；若央行加息以应对汇率与通胀压力，债务成本将进一步攀升，财政持续性无法维持。而高油价对经济增长的抑制效应，则可能逆转当前改善的税收形势。
- **新兴市场：本轮能源危机形成对新兴市场财政形成极限压力测试。****1) 各经济体虽从价格干预、财政补贴、供应保障、需求管理等多维度展开应对，但受制于两个结构性劣势，整体应对能力明显受限。**其一，多数新兴市场为石化能源净进口国，战略储备与进口来源不足，稳定价格的财政代价高昂，且经济受损将侵蚀中期税收基础。其二，其国债收益率对美债高度敏感，政府通过债务扩张应对危机的成本极高，若陷入“巨额补贴—财政亏空—高位发债—利息攀升”的负向循环，将面临财政崩溃与资本外逃风险。横向比较而言，石油进口依赖度偏低、债务率控制较好的国家受影响相对温和；而进口依赖度高且债务率偏高的经济体，应对空间极为狭窄，下半年系统性风险将显著上升。
- **风险提示：海外地缘政治风险；政策节奏有变化；政策落实效果不及预期。**

正文目录

一、 2026 年下半年全球主要经济体财政节奏变化6

二、 中国：三季度中旬至四季度或为财政集中发力期.....7

1、 上半年财政政策回顾：前置发力，但后续节奏放缓.....7

2、 下半年财政展望：财政节奏预计“V”型走势 11

3、 财政政策工具情况展望.....13

三、 美国：关税政策调整使收入端承压，支出刚性下债务增长压力较大.....17

1、 收入端：关税退税与大美丽法案共同压制收入端17

2、 支出端：利息与社保福利负担加重，军费开支增加.....19

3、 未来的潜在支出压力：军费开支、能源补贴与利息支出20

四、 欧元区：军费开支加快落地，短期集中应对能源危机23

1、 军费扩张计划加快落地.....23

2、 应对能源危机成为短期政策重点.....23

3、 支出计划、债务增长与货币政策之间的矛盾.....27

五、 日本：加大财政投入应对能源价格冲击28

1、 2025 财年收入完成情况较好.....28

2、 美伊冲突后加大能源补贴力度.....30

3、 债务成本、货币政策与日元汇率压力.....33

六、 新兴市场：原油进口依赖国面临更严峻挑战.....35

图表目录

图 1：美伊冲突至今部分国家国债收益率变化幅度 7

图 2：中国、美国、欧元区、日本存量债务平均利率变化 7

图 3：2011 年以来狭义与广义财政预算赤字率变化..... 8

图 4：一般公共预算收入和支出规模..... 9

图 5：政府性基金预算收入和支出规模 9

图 6：两本账赤字规模占收入的比例 9

图 7：两本账合计预算支出占 GDP 的比例 9

图 8：广义财政支出与经济增速 10

图 9: 央行财政存款规模变化 10

图 10: 2022 年以来 1-4 月广义财政支出完成进度对比 11

图 11: 地方政府债本金偿还规模显著上升 11

图 12: 地方政府债到期规模分布 12

图 13: PPI 与税收收入增速 13

图 14: 税收增速与土地出让收入增速分化 13

图 15: 2022 年以来 1-4 月广义财政收入完成进度对比 13

图 16: 2024 年与 2025 年超长期特别国债投向领域比较 14

图 17: 各省份债务置换完成情况（截止 6 月 10 日） 16

图 18: 地方政府债务提前偿还规模（截止 6 月 10 日） 16

图 19: 非化债省份普通新增专项债发行占比 17

图 20: 化债省份特殊新增专项债发行占比 17

图 21: 美国关税收入 18

图 22: 美国 2026 财年前 8 个月主要税收分项同比 18

图 23: 美国财政收入与支出累计同比增速 18

图 24: 美国财政赤字累计同比增速 18

图 25: 美国个人所得税和企业所得税累计同比增速 19

图 26: 美国主要财政支出分项情况 19

图 27: 美国财政军事项目支出同比增速 19

图 28: 美国原油库存量与产量变化 20

图 29: 美国政府债务占 GDP 比例 21

图 30: 美国政府债务总规模 21

图 31: 美国短中长期国债发行总额占比 22

图 32: 美国 5 年期与 3 个月国债收益率利差 22

图 33: 美国存量政府债务平均利率变化 22

图 34: 美国国债收益率显著高于美联储政策利率 23

图 35: 欧元区 18 国财政固定资本形成支出占 GDP 比例 24

图 36: 欧元区公债收益率与欧央行政策利率 27

图 37: 欧元区未偿政府债务平均利率 27

图 38: 欧元区政府债务未偿余额占 GDP 比例 27

图 39: 欧元区政府债务未偿平均期限 27

图 40: 原油价格上升往往压制欧元区经济表现 28

图 41: 原油价格上升往往推动欧元区财政赤字增加 28

图 42: 日本税收与印花税同比增速..... 29

图 43: 日本 2025 财年各项税收情况（2026 年 4 月） 29

图 44: 日本初始预算和最终预算支出占 GDP 的比例..... 29

图 45: 日本汽油零售价被补贴控制在 170 日元/升以下 33

图 46: 日本政府债务占 GDP 的比例 34

图 47: 日本国债收益率与央行政策利率 34

图 48: 日本政府债务利息支出规模与未偿债务平均利率 34

图 49: 日本政府债务还本付息支出占总支出的比例 34

图 50: 日元接近 160 关口时日本政府往往通过消耗外汇储备进行干预 35

图 51: 主要新兴市场国家石油产品进口依赖与政府杠杆率 36

表 1: 2026 年以来中国推出的财政增量政策及调整情况 15

表 2: 美伊冲突以来美国各地区出台的高油价应对政策..... 21

表 3: 美伊冲突以来欧盟层面出台的高油价应对政策 25

表 4: 美伊冲突以来欧盟各成员国层面出台的高油价应对政策..... 26

表 5: 美伊冲突以来日本出台的高油价应对政策..... 31

表 6: 美伊冲突以来部分新兴市场国家出台的高油价应对政策..... 37

一、2026 年下半年全球主要经济体财政节奏变化

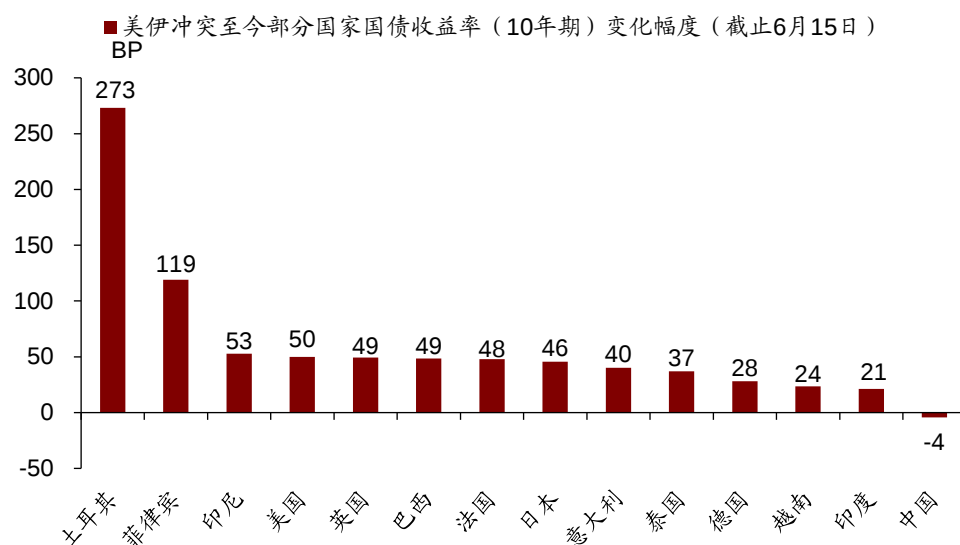
2026 年初，我们在报告《2026 财年全球宽财政力度有多大？》中对全球九大经济体 2026 财年财政预算报告进行了详细分析。尽管不同经济体财政节奏有所差异，但总体呈现出支出与赤字温和扩张的状态，对全球经济增长前景形成支撑。

但开年以来的两大事件改变了原定的财政温和扩张场景，并使得全球财政风险明显上升。第一，美国最高法院裁定特朗普关税政策违法，特朗普政府被迫开启退税，原定以关税收入填补“大美丽法案”减税所造成财政减收的安排被迫逆转，美国财政赤字即将出现大幅上升。第二，美伊冲突导致全球能源价格上涨和能源短缺，各国政府被迫推出财政补贴和税收减免进行应对，通胀上行带动全球加息预期升温使得政府债务成本增加，原油进口依赖经济体存在经济下行压力并可能导致财税减收，上述情况均将推动各经济体财政赤字迅速扩大。美伊冲突以来，各国国债收益率普遍上行，主要经济体国债收益率显著高于央行基准利率，通胀和加息预期是主导因素，全球财政风险上升也起到了推波助澜的作用。

展望 2026 年下半年，能够使海外财政风险降温的场景有二：第一，各国政府缩减此前的财政扩张计划以维持财政平衡，如美国降低此前“大而美法案”的减税力度、欧洲放缓军费扩张节奏、日本降低年初预算设定的民生补助和防卫支出。第二，美伊停火协议迅速落实，霍尔木兹海峡运量在未来数月出现明显恢复，且后续正常通航能够得到有效保障。然而，在当前的地缘格局和政府选举形势之下财政支出易放难收，美伊停火协议后续发展尚不明朗，上述两项目目前均难以看作是大概率场景。受制于政府债务成本和经济状况，海外央行难以实现大幅度加息，各国国债收益率高于政策利率或成为常态。考虑到海外财政当前的脆弱平衡，若后续出现因财政超支减收导致债务扩大、或美伊冲突再起阻断原油供应，极易重现 5 月各国国债收益率同步快速上行的场景，并对其他资产造成影响。

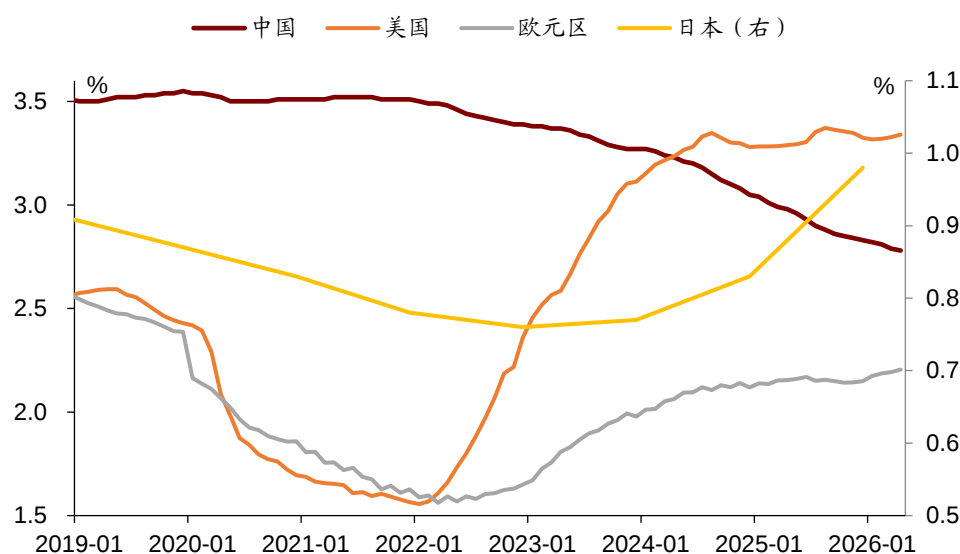
而中国财政展现出极强的稳定性，与海外财政形成鲜明对比。第一，2026 年预算中财政支出力度较去年进行调整，财政扩张力度更为温和。第二，中国国债收益率在美伊冲突后并未上行，而是出现小幅下行。第三，中国的平均政府债务成本仍在持续下降，与快速上升美国、欧元区、日本等经济体形成了鲜明对比。第四，得益于近年来能源政策的前瞻性，中国尚不需要开展大范围的能源补贴。第五，通胀上行带动税收收入在上半年出现明显改善，很大程度弥补了仍持续低迷的土地出让收入。一季度经济增速超预期之后，二季度以来国内财政政策力度出现调整，财政对宏观经济的支撑减弱，但这也使得下半年财政资源较为充裕。预计全年财政政策节奏呈“V”型走势，三季度后期财政力度逐步加码，四季度迎来财政的集中发力。

图 1：美伊冲突至今部分国家国债收益率变化幅度



资料来源：Wind，招商证券；巴西数据截止至 6 月 7 日。

图 2：中国、美国、欧元区、日本存量债务平均利率变化



资料来源：Wind，招商证券

二、中国：三季度中旬至四季度或为财政集中发力期

1、上半年财政政策回顾：前置发力，但后续节奏放缓

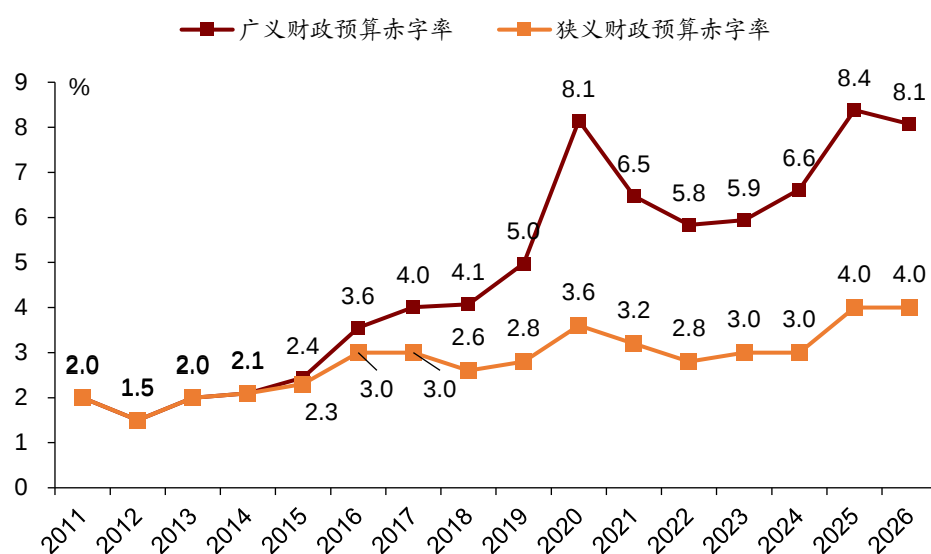
（1）全年财政预算方案：反映财政力度的调整

2025 年 12 月中央经济工作会议强调“继续实施更加积极的财政政策”，2026 年 4 月中央政治局会议强调“精准有效实施更加积极的财政政策”，2026 年财

政预算方案的调整体现了财政政策力度的变化。

广义财政预算赤字率、预算支出规模自 2024 年以来首次下调。2024 年，在超长期特别国债的支撑下，广义财政赤字率实现大幅回升。2025 年，狭义赤字率首次突破至 4%，同时新增专项债扩容、大行注资特别国债发行，推动广义财政赤字率升至 8.4%的历史新高。2026 年狭义赤字率维持 4%，但政府性基金方面的赤字规模出现了一定下调，叠加政府性基金收入目标的进一步下降，广义财政预算赤字率较 2025 年下降，广义财政预算总支出规模也较 2026 年下降了 0.7%，结束了 2024 年以来的上升趋势。

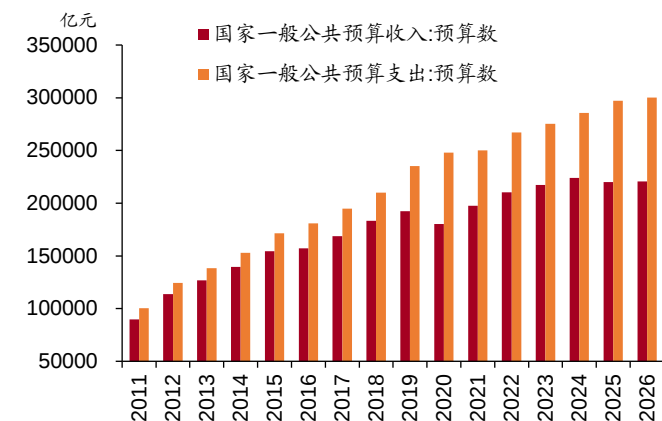
图 3：2011 年以来狭义与广义财政预算赤字率变化



资料来源：Wind，招商证券

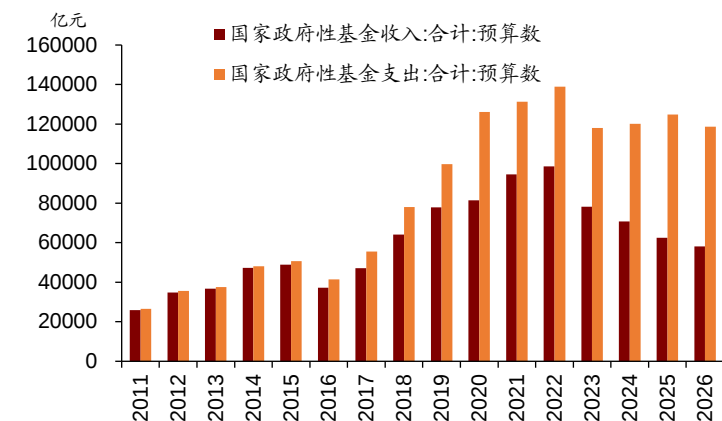
赤字率的调整反映政府债务扩张步伐的放缓。1) 2026 年再度上调一般公共预算收入预算规模，同时下调政府性基金支出规模。从此前数据来看，2025 年为近二十年来主动下调一般公共预算收入目标，同时支出目标继续上调。但 2026 年再度上调了收入目标。此外，2025 年通过增加超长期特别国债、地方新增专项债额度，保证了政府性基金预算支出规模继续上升，而 2026 年在政府性基金收入预算规模进一步下调的同时，未再进行支出规模的向上调整。2) “现金流”视角下，政府债务扩张步伐明显放缓。2026 年一般公共预算赤字规模除以当年收入的比例为 26.7% (2025 年为 25.7%)，政府性基金赤字规模除以当年收入的比例则达到 103.3% (2025 年为 99.2%)，由于一般公共预算收入目标的上调和政府性基金支出目标的下调，上升斜率已经较过去几年明显放缓。

图 4：一般公共预算收入和支出规模



资料来源：Wind，招商证券

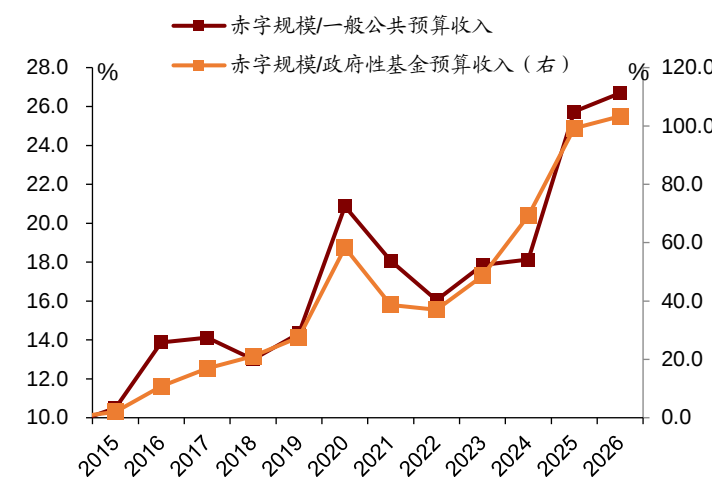
图 5：政府性基金预算收入和支出规模



资料来源：Wind，招商证券

综合来看，2026 年两本账预算支出占 GDP 的比例小幅下降，我们并不认为这反映了本轮财政扩张周期的结束，后续政策的调整重点或在于推动财政扩张的主要力量从“赤字增加”到“收入与赤字同步增长”。以两本账合计支出占 GDP 的比例可以较好地刻画财政支出的周期性变化。2012 年以来总体处于财政支出的扩张周期，财政扩张力度在 2018-2020 年期间进一步增加。2020 年以后财政支出明显下降，尽管在赤字上已经增加了不少空间，但财政收入下降的拖累更为明显。2026 年两本账预算支出占 GDP 的比例为 28.4%，与 2025 年基本持平。

图 6：两本账赤字规模占收入的比例



资料来源：Wind，招商证券

图 7：两本账合计预算支出占 GDP 的比例



资料来源：Wind，招商证券

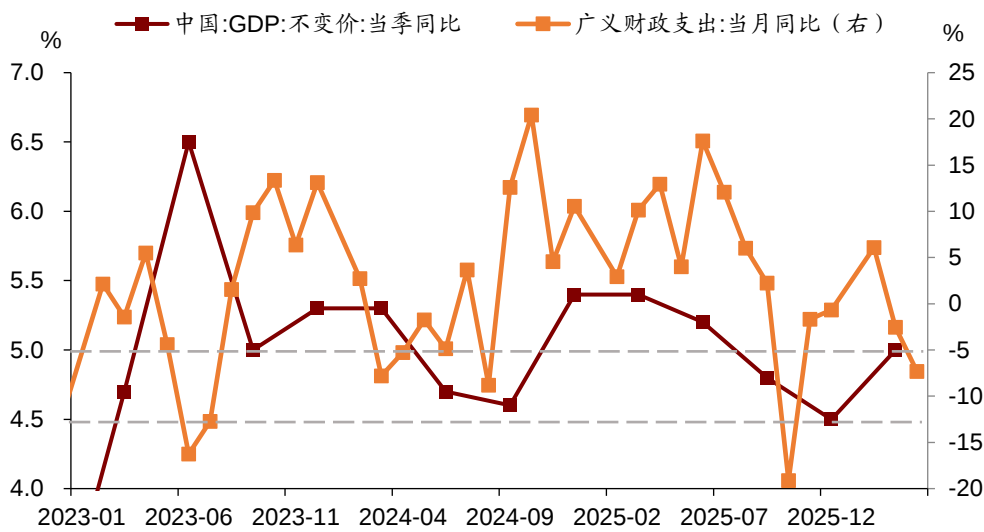
（2）上半年财政执行：实现“开门红”的政策导向较为明显，随后政策节奏调整

1-2 月财政前置发力的目标大概率为实现“十五五”首年经济的“开门红”，2025 年财政结余与政府债发行节奏前置共同支撑 1-2 月财政支出。2025 年四季度经济增速下行至 4.5%，尽管 2026 年经济增长目标调整为“4.5%~5.0%”，但经济增速运行至区间下沿，扭转经济运行的偏弱状态，势必需要增量政策的提振。而财政支出力度的提升就是政策节奏变化的最直接体现。1 月央行财政存款规模显著高于近年同期水平，表明财政在去年结余和发债节奏前置的支持

下处于资金充裕状态。

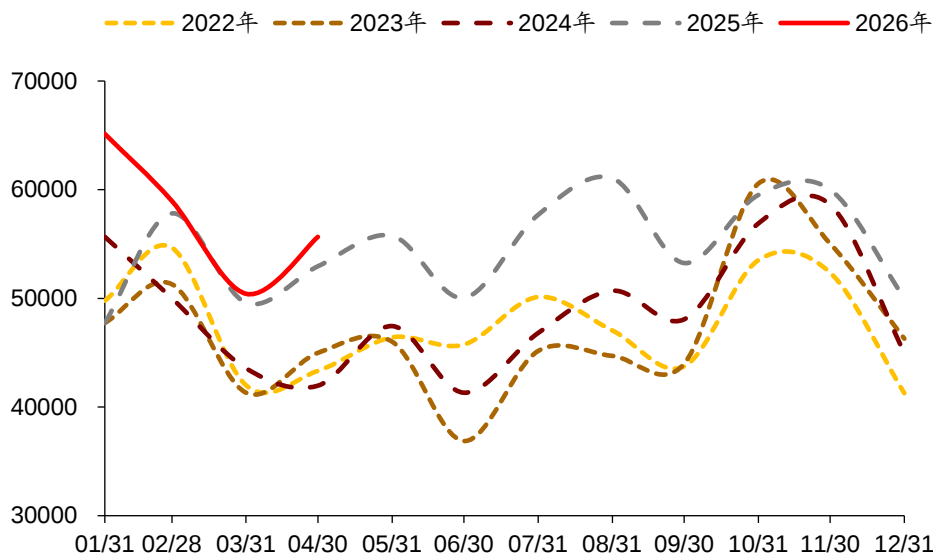
但出口增速超预期助力一季度增速目标实现，财政力度也在 3 月份开始出现调整，4 月财政支出力度继续下降。1-2 月广义财政支出增速从 25 年 12 月的-0.7% 大幅回升至 6.1%，财政支出进度为 14.3%，财政支出进度远高于近年同期水平，反映财政支撑经济的力度和政策导向。但 1-2 月出口增速大超预期成为影响一季度经济的关键变量，由于出口表现强势且对制造业生产的拉动效应明显，财政继续大幅发力的必要性下降，3 月份开始财政力度进行了较为明显的调整。一季度经济增长目标顺利完成，且出口仍然维持强势的背景下，4 月财政支出力度继续下降。

图 8：广义财政支出与经济增速



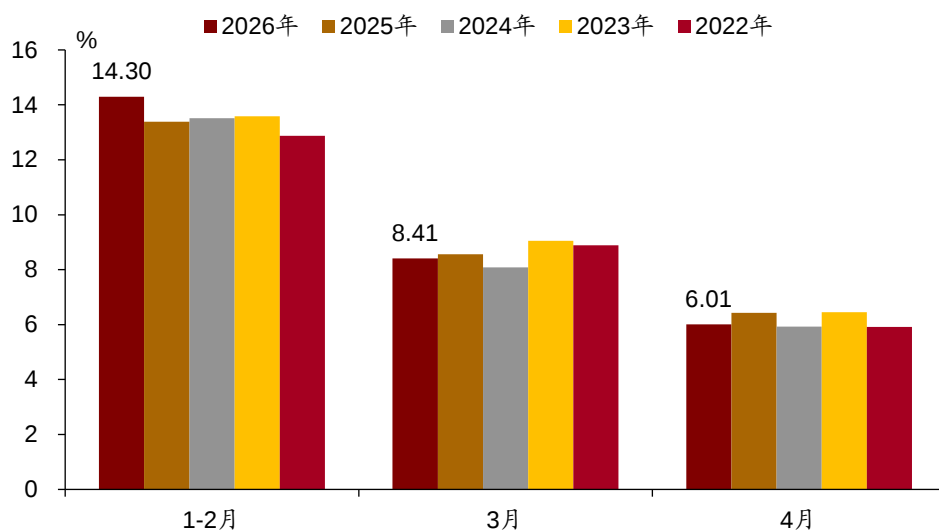
资料来源：Wind，招商证券

图 9：央行财政存款规模变化



资料来源：Wind，招商证券

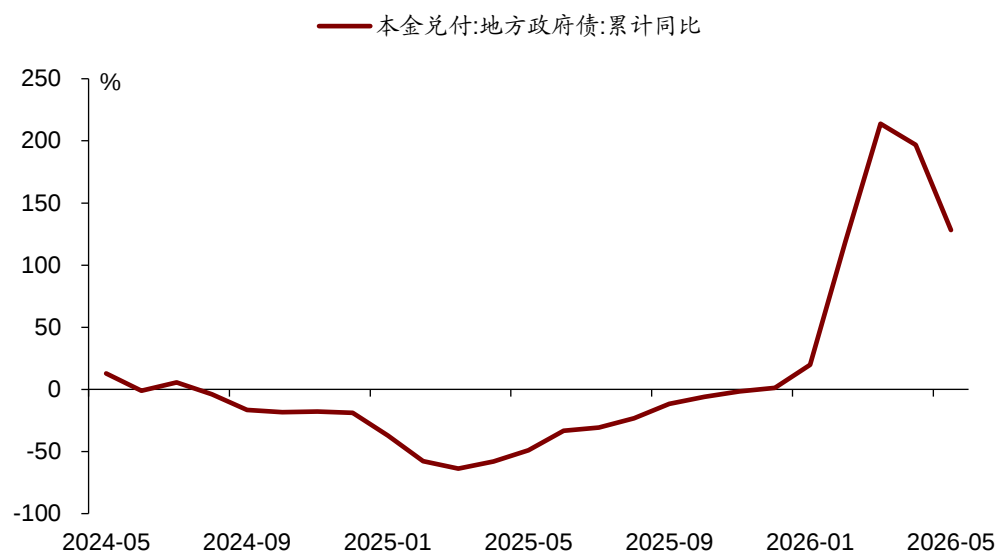
图 10：2022 年以来 1-4 月广义财政支出完成进度对比



资料来源：Wind，招商证券

同时，地方债务到期压力也是制约财政发力的核心因素。2026 年 2 月起，地方政府债的到期规模开始快速上升，且大幅高于去年同期。一方面，大规模到期偿付压力迫使地方财政优先腾挪资金用于偿债或再融资，挤占日常领域的增量支出空间；另一方面，在土地出让收入持续承压、隐性债务严监管背景下，偿债高峰可能加剧部分地区的流动性紧张，削弱专项债项目资金接续能力。因此，在地方政府债到期高峰压力下，地方财政也主动降低财政支出力度。

图 11：地方政府债本金偿还规模显著上升



资料来源：Wind，招商证券

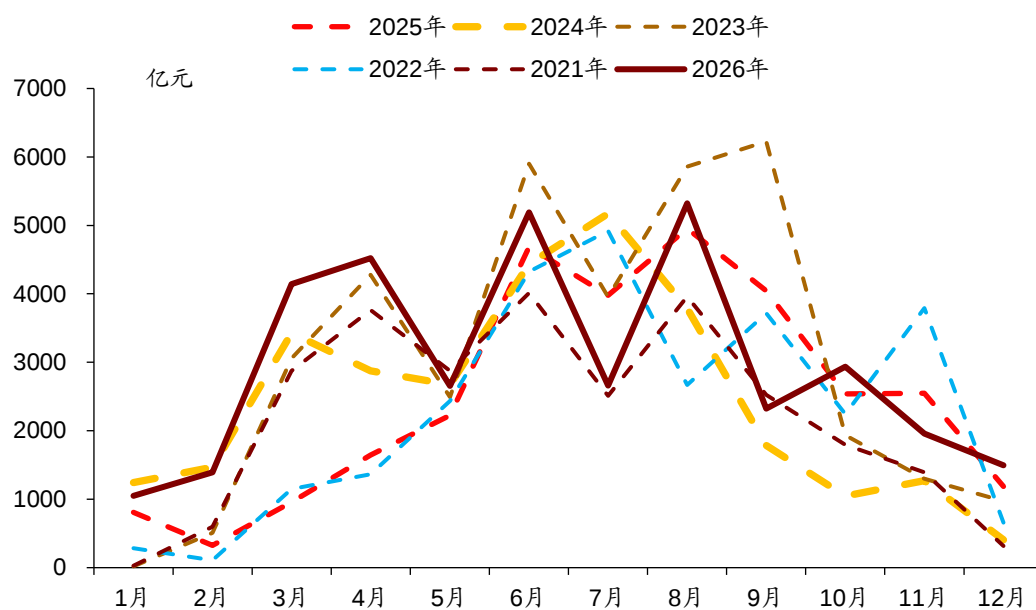
2、下半年财政展望：财政节奏预计“V”型走势

尽管一季度经济增速处在政策目标区间上沿，且今年经济增长目标较去年下调，

内需偏弱背景下，财政发力大概率仍是实现全年增速目标的必要条件。从 2026 年的数据来看，财政发力与内需数据存在较为密切的关联。3 月份财政支出与新增专项债发行节奏放缓之后，投资增速出现了显著下行，消费增速也处于明显偏弱状态。但由于 4-5 月出口仍然维持强势，对经济增速形成较强支撑，财政政策逆周期调节的必要性暂未出现明显强化。

两项因素为下半年的财政发力提供了有力的条件。第一，地方政府债务到期规模的过峰，债务压力得到释放。2026 年地方政府债务的到期高峰集中于上半年，尤其是 2-5 月地方政府债到期规模达到近年同期的较高水平。6-8 月仍有一定的地方政府债到期扰动，但进入 9 月后到期压力会出现较为明显的释放，地方政府用于应对债务续期的压力将有所减轻。

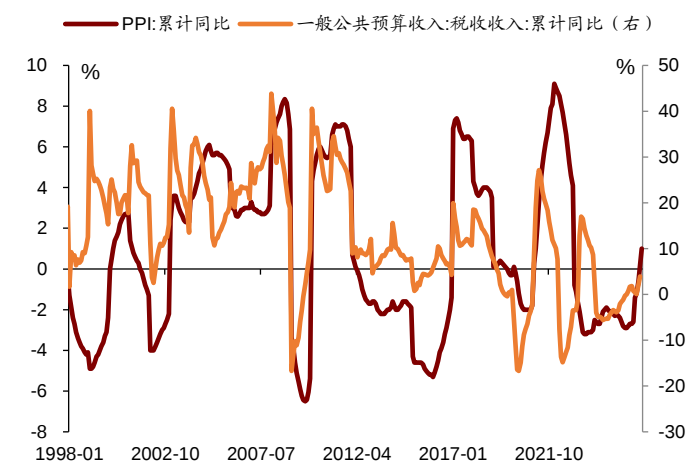
图 12：地方政府债到期规模分布



资料来源：Wind，招商证券

第二，PPI 回升有效拉动税收增速改善，2026 年或无需过度关注过去两年来困扰财政的收入不足问题，即收入端大概率不会成为下半年财政发力的制约。由于大量税收的计税依据均密切关联于价格水平，宏观价格水平波动对税收的影响较大。数据显示，PPI 持续维持负增长，是过去两年以来制约税收增速的重要原因。而随着 PPI 自 2025 年以来的持续回升和 2026 年一季度的实现大幅转正，税收表现也出现了显著改善，这一趋势也与仍在持续下行的土地出让收入形成了鲜明对比。2026 年 1-4 月广义财政收入完成进度为 33.6%（过去五年均值为 32.6%），这一表现仅弱于 2021 年。

图 13: PPI 与税收收入增速



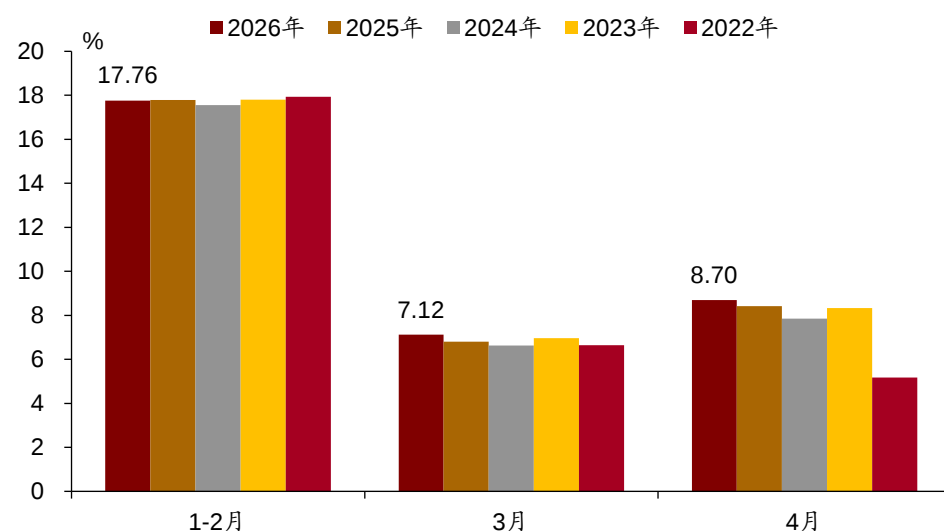
资料来源: Wind, 招商证券

图 14: 税收增速与土地出让收入增速分化



资料来源: Wind, 招商证券

图 15: 2022 年以来 1-4 月广义财政收入完成进度对比



资料来源: Wind, 招商证券

根据上述分析进行推演，三季度后期财政力度逐步加码，四季度迎来财政的集中发力。政策节奏切换的触发条件或在于外需边际转弱或内需下行至一定区间。基于上述分析，1) 5-6 月财政支出大概率较 3-4 月有所改善，但整体仍会处于偏弱状态，近期政府债发行节奏的偏慢状态也验证这一点。但这也意味着下半年财政资源将处于充裕状态。2) 由于税收增速显著回升、有效对冲土地收入下降，下半年收入端大概率不会对支出端形成掣肘。3) 8 月后地方政府债到期过峰，地方政府偿债压力下降，形成有利于支出提速的条件。

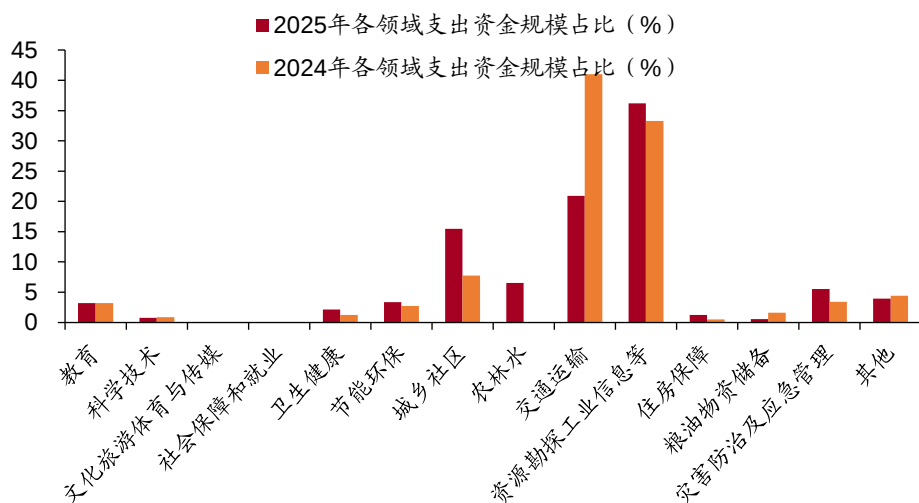
3、财政政策工具情况展望

(1) 超长期特别国债: 使用效果仍有待进一步改善

自 2024 年首次发行超长期特别国债以来，超长期特别国债的使用成效仍有待

进一步提升。1) 2025 年安排超长期特别国债 1.3 万亿，发行规模较 2024 年增长 30%，叠加 2024 年的结余资金，支持投资端的资源更为充裕，但固定资产投资增速却在 2025 年下半年出现明显回落。2) 使用进度偏慢可能是制约使用效果的核心原因，我们在《四问超长期特别国债》中的研究数据显示，2024 年地方超长期特别国债资金的支出完成度或在 50%左右。由于 2025 年披露的数据不全，我们只能从各个省份的决算数据进行估算。根据收集的 16 个省份的政府性基金决算数据，2025 年超长期特别国债合计支持 0.52 万亿，16 个省份 GDP 合计占全国的 61.2%，若假设超长期特别国债额度按照经济体量进行分配，支出完成度预计在 65%左右。尽管 2025 年超长期特别国债的发行节奏已经较 2024 年明显前置，使用情况仍然有待改善。3) 但从资金投向来看，超长期特别国债资金被用于更多的地方性项目，在一定程度上解决了项目不足的问题，增强了资金使用的灵活性。从 16 个省份的数据来看，超长期特别国债用于资源勘探工业信息等国家重点项目的占比仍然接近 30%左右，但用于交通运输领域的占比明显回落，用于城乡社区、节能环保、卫生健康、农林水等本地化项目的占比不同程度回升。

图 16：2024 年与 2025 年超长期特别国债投向领域比较



资料来源：Wind，招商证券

2026 年，超长期特别国债的使用机制迎来了进一步的完善，预计对经济的提振效应好于 2025 年。1) 下达机制优化，资金下达时间逐渐提前。2026 年支持“两新”资金在 2026 年年初即进行了第一批下达，“两重”项目资金在 4 月下达比例就已达到 76%。下达效率较 2025 年进一步提高。2) “六张网”建设可能成为超长期特别国债资金使用的重点领域。参考 2023 年增发国债的经验，一旦支出方向明确，特别国债类型的政策工具就能发挥有效的作用。6 月份发改委已表示安排 1600 亿超长期特别国债投向地下管网建设改造，比上一年增加 250 亿元，后续仍有望进一步增加。

(2) 增量财政政策工具：存在增量效应，但额度或有所不足

今年以来增量财政政策工具存在众多明显的优化，对经济主体也起到了积极的支持作用，这些效应未能体现在宏观数据上，核心原因或在于政策工具的规模有所不足，各项增量政策工具还处在探索和发展阶段。随着各项政策工具的规

模逐年增加，不应忽略其后续的累加与总量效应。今年以来推出的财政增量政策调整众多，包括小微贷款企业贴息、民间投资担保工具、财政金融协同促内需专项资金等工具为今年首次推出，但在总量数据中没有观察到过于显著的效果，可能的原因或在于单项政策工具的规模较小，而各项政策又作用于不同的领域。但与此同时，如育儿补贴、新型政策性金融工具等政策在今年出现了较大幅度的额度增长。后续随着工具种类的增加和现有工具的扩容，加总的财政工具金额可能会增长至相当可观的规模，进而对经济产生显著影响。

表 1：2026 年以来中国推出的财政增量政策及调整情况

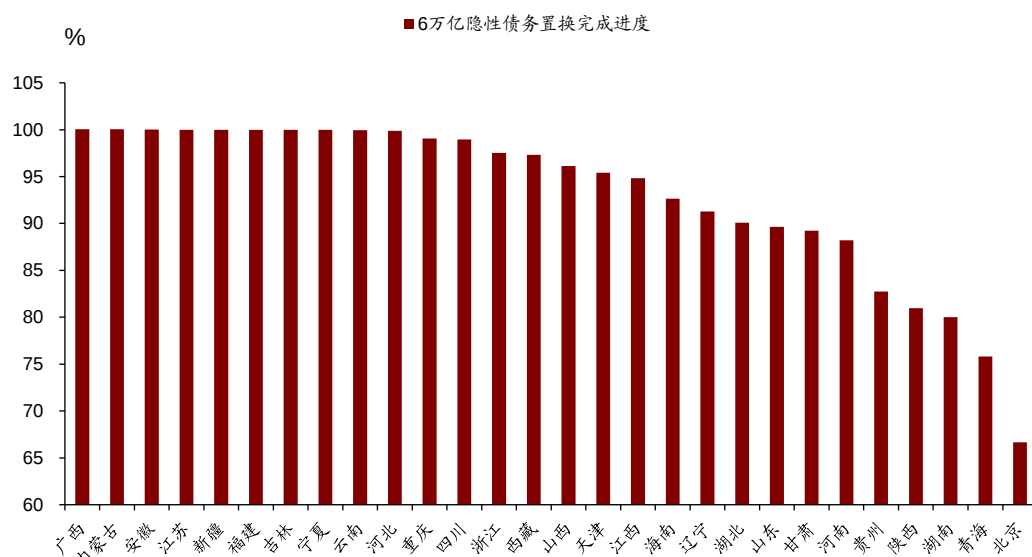
日期	政策内容
2025/12/30	国家发改委近日牵头印发《关于 2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，在支持范围、补贴标准、实施机制等方面做出优化。
2026/1/20	财政部、商务部、中国人民银行、金融监管总局四部门联合发布《关于优化实施服务业经营主体贷款贴息政策的通知》，自 2026 年 1 月 1 日起施行。通知主要明确以下几个方面：延长实施期限。延长服务业经营主体贷款贴息政策实施期限至 2026 年 12 月 31 日，政策到期后，可视情研究延长政策实施期限。提高贴息上限。单户可享受贴息的 2026 年新发放贷款规模最高可达 1000 万元，贴息期限不超过 1 年，年贴息比例为 1 个百分点，贴息资金由中央财政、省级财政分别按照 90%、10%承担。扩大支持领域。将数字、绿色、零售 3 类消费领域纳入政策支持范围。
2026/1/20	财政部等五部门对外发布通知，明确实施中小微企业贷款贴息政策。政策支持范围为 2026 年 1 月 1 日起经办银行发放的、符合条件的中小微民营企业固定资产贷款和中小微企业参与项目使用的新型政策性金融工具资金，支持领域包括重点产业链及上下游产业、生产性服务业等。据介绍，贴息方案为每年贴息 1.5 个百分点，最长贴息 2 年，单户贴息贷款规模上限 5000 万元，单户最多可享受贴息 150 万元。政策实施期暂定 1 年，后续可视情延长。
2026/1/20	财政部、国家发展改革委、中国人民银行、金融监管总局印发《关于优化实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》指出，扩大支持范围。经营主体实施设备更新行动且银行向其发放贷款的，中央财政对经营主体的设备更新项目相关固定资产贷款本金贴息 1.5 个百分点，按照相关固定资产贷款发放之日起予以贴息，贴息期限不超过 2 年。扩展支持领域。增加建筑和市政、用能设备、航空器材、电子信息、安全生产、设施农业、渔船、冷链设施、粮油加工、废弃物循环利用、小水电、消费商业设施、人工智能、养老等领域，加大对高端化、智能化、绿色化、数字化设备更新支持。
2026/1/20	财政部等 4 部门对外发布通知，明确通过国家融资担保基金设立专项担保计划，规模 5000 亿元，分两年实施。这一专项担保计划，将为符合条件的中小微企业民间投资贷款提供担保，不仅支持用于场景拓展和升级改造的中长期贷款，也支持改扩建厂房、店面装修、经营周转等生产经营活动，并在分险比例、代偿上限、担保额度、担保费等方面进行政策加力。
2026/1/20	财政部、中国人民银行、金融监管总局发布《关于优化实施个人消费贷款财政贴息政策有关事项的通知》。通知指出，将个人消费贷款财政贴息政策实施期限延长至 2026 年底。调整后，个人消费贷款财政贴息政策实施期为 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日。居民在上述期限内发生的符合条件的消费可按规定享受贴息。政策到期后，将根据实施效果视情研究延长政策期限等。《通知》还明确扩大支持范围：将信用卡账单分期业务纳入支持范围，年贴息比例为 1 个百分点。
2026/3/5	《政府工作报告》提出，设立 1000 亿元财政金融协同促内需专项资金，组合运用贷款贴息、融资担保、风险补偿等方式，支持扩大内需。
2026/3/5	《政府工作报告》提出，发行新型政策性金融工具 8000 亿元，带动更多社会资本参与投资。
2026/6/2	财政部下达 2026 年育儿补贴补助资金 999 亿元、较上年增长 10.6%，支持各地为符合条件的婴幼儿发放育儿补贴，预计全年各级财政共安排补贴资金约 1100 亿元。

资料来源：财政部、发改委官网，招商证券

（3）化债安排：三年债务置换计划完成在即

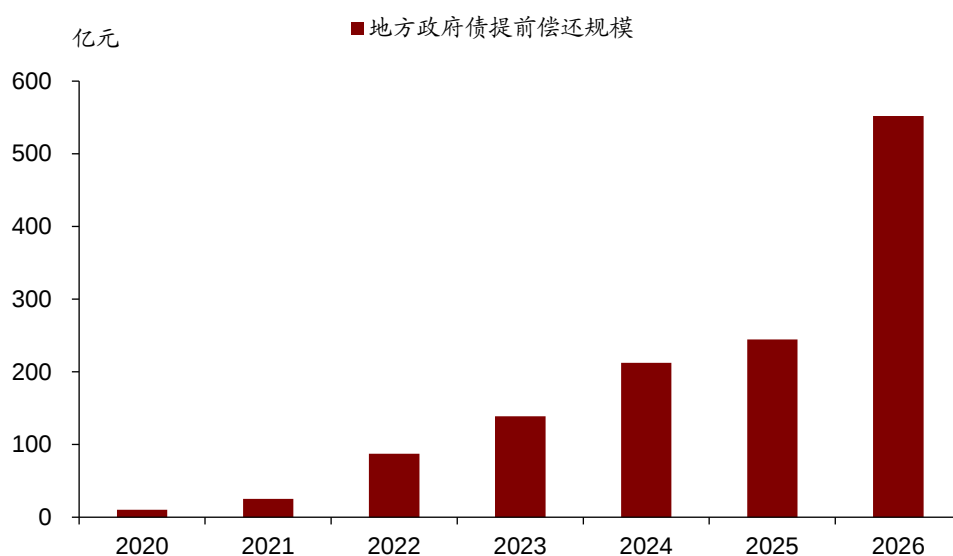
2024 年安排的三年 6 万亿债务置换计划即将于今年正式完成，对地方资产负债表形成明显修复效应。截止 2026 年 6 月上半月，总完成进度达到 93% 以上，9 个省份已提前完成目标，预计在 7-8 月即可基本完成。这项政策，地方政府存量债务利率显著下降，而债务期限显著拉长。上述两项变化有效减轻了地方政府负担，也促进了地方政府资产负债表的修复。最大的体现是今年部分地方政府开始主动提前偿还部分高利率债务。2026 上半年年地方政府债提前偿还规模达到 552 亿元，为近年来最高水平，较 2025 全年增长一倍。

图 17：各省份债务置换完成情况（截止 6 月 10 日）



资料来源：Wind，招商证券

图 18：地方政府债务提前偿还规模（截止 6 月 10 日）



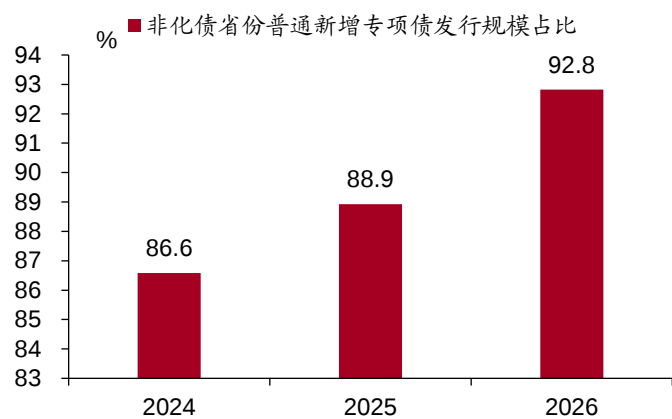
资料来源：Wind，招商证券

（4）新增专项债：机制优化成效明显，促投资效果有待提升

自 2024 年年底专项债“自审自发”与“绿色通道”试点启动以来，新增专项债发行使用机制出现了较明显的优化，建设性专项债向非化债省份集中，而化债省份获得了更多的特殊新增专项债份额。2024 年非化债省份普通新增专项债的发行占比为 86.6%，至 2026 年上半年已提升至 92.8%。2024 年化债省份用于处理置换存量债务的特色新增专项债的发行占比为 22.8%，至 2026 年上半年已提升至 31.9%。

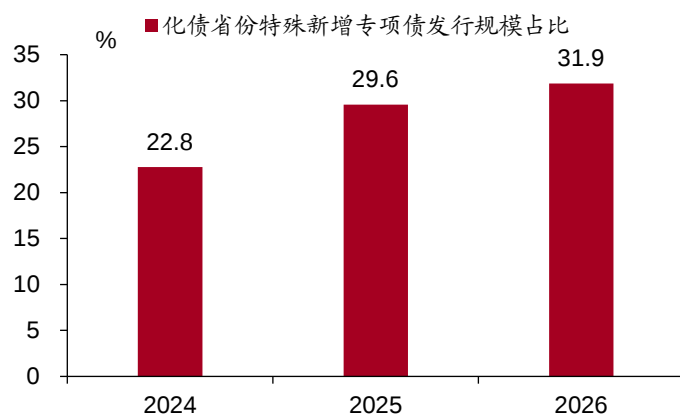
但新增专项债对投资的拉动效应在逐步减弱，除了特殊新增专项债、土地收储占比的上升之外，也在于宏观投资结构的转变。新增专项债大部分仍投向传统基建领域，而当前拉动投资的增量主要在于高科技和新经济领域。解决这一问题仍需等待全国的层面的进一步政策统筹。

图 19：非化债省份普通新增专项债发行占比



资料来源：企业预警通，招商证券

图 20：化债省份特殊新增专项债发行占比



资料来源：企业预警通，招商证券

三、美国：关税政策调整使收入端承压，支出刚性下债务增长压力较大

1、收入端：关税退税与大美丽法案共同压制收入端

从 2025 年的政策安排来看，特朗普政府的主要思路或在于以关税收入来弥补大美丽法案的减税政策形成的减收，但随着关税政策调整导致美国财政被迫退税，迅速加剧了美国的财政收入压力。

2026 年 5 月起，美国财政部开始退回此前加征的关税，5 月当月关税收入大幅降至负值。2 月 20 日，美国最高法院裁定特朗普关税政策违法。特朗普宣布以为期 150 天 10% 的 122 关税替代此前的系列 IEEPA 关税安排。同时，海关与边境保护局自 4 月 20 日起受理关税退税申请，根据美国海关与边境保护局（CBP）提供的证词，本轮退税将涉及超过 5300 万份报关单，总规模约 1660 亿美元。2025 年 4 月以来，因特朗普“对等关税”政策，美国关税收入出现大幅增长。2026 年 5 月，关税收入因退税启动，从 4 月的 221 亿美元骤降至-0.42 亿美元。

此前依据 IEEPA 征收的关税对当前美国财政收入有多重要？1) 从 2026 财年视角，即便 5 月进行了大规模的关税返还，关税仍然是最大的收入净增项目。

2026 财年前 8 个月（即 2025 年 10 月至 2026 年 5 月，下同），关税同比增加 1070 亿美元，为最大的收入净增加项目，远高于其他项目。2）若此前征收的 IEEPA 关税进行全部退税，2026 财年累计赤字将从同比下降转为同比大幅增长。2026 财年前 8 个月，美国财政赤字累计为 1.2 万亿美元，较上一财年同期的 1.3 万亿美元下降 910 亿美元，若后续 1660 亿美元全部于本财年内进行退还，即便 122 关税仍能提供一定增量，财政赤字也将转为同比大幅增加。

图 21：美国关税收入

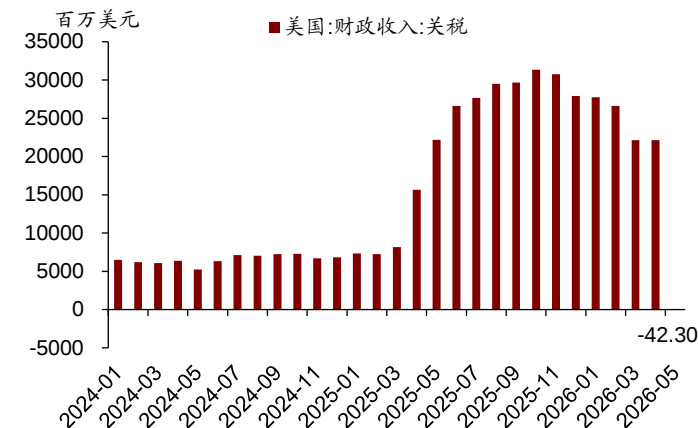


图 22：美国 2026 财年前 8 个月主要税收分项同比

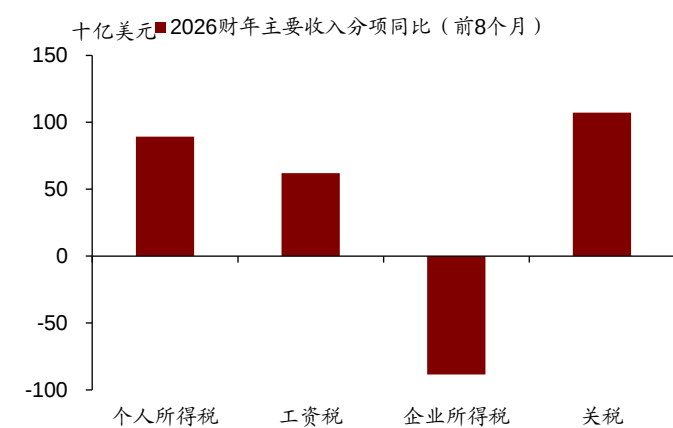


图 23：美国财政收入与支出累计同比增速

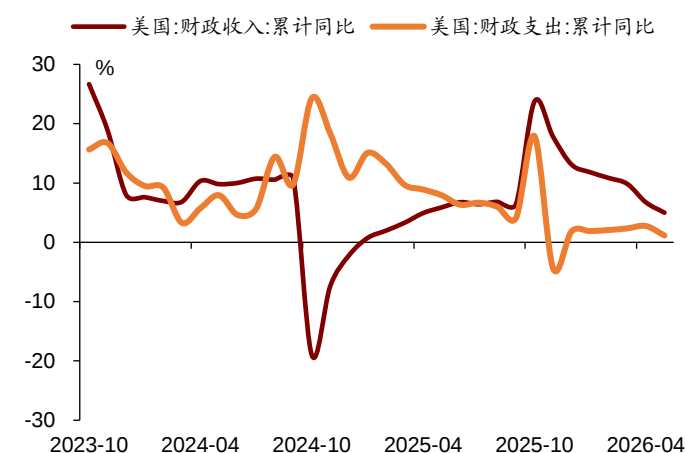
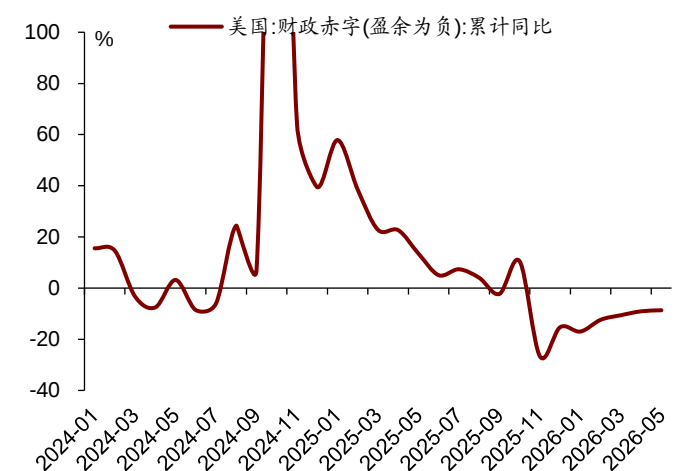
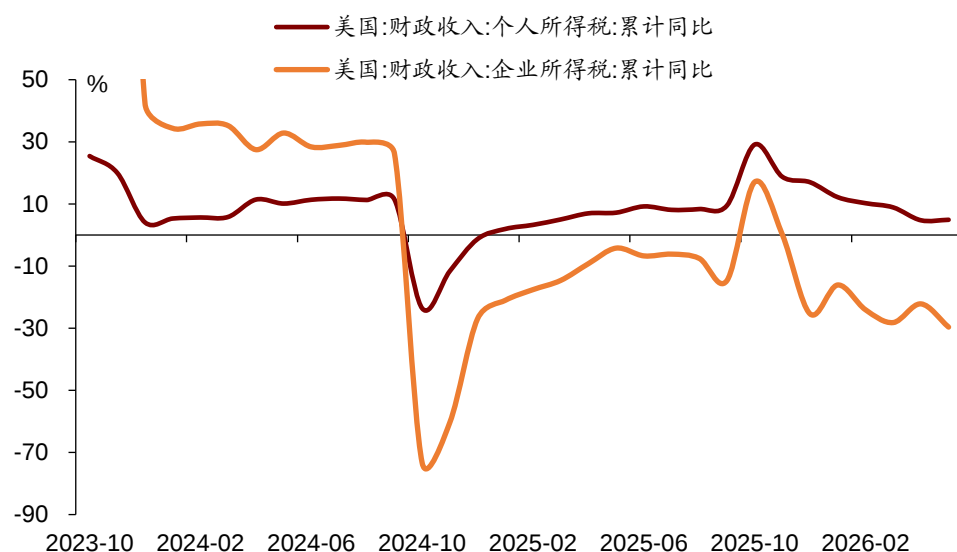


图 24：美国财政赤字累计同比增速



与此同时，大美丽法案的减收效应开始显现，个人所得税同比增速明显下行，企业所得税大幅低于 2025 财年同期。1）2025 财年前 8 个月，个人所得税同比增加 890 亿美元，工资税同比增加 620 亿美元，主要得益于美国个人薪资仍维持较快增长，但因大美丽法案的实施累计进行了 310 亿美元的个人所得税退税，个人所得税同比增速持续下行。2）2025 财年前 8 个月，企业所得税同比减少 880 亿美元、同比增速降至-29.6%，主要原因为大美丽法案的税收优惠和税费抵免政策正式生效。

图 25：美国个人所得税和企业所得税累计同比增速

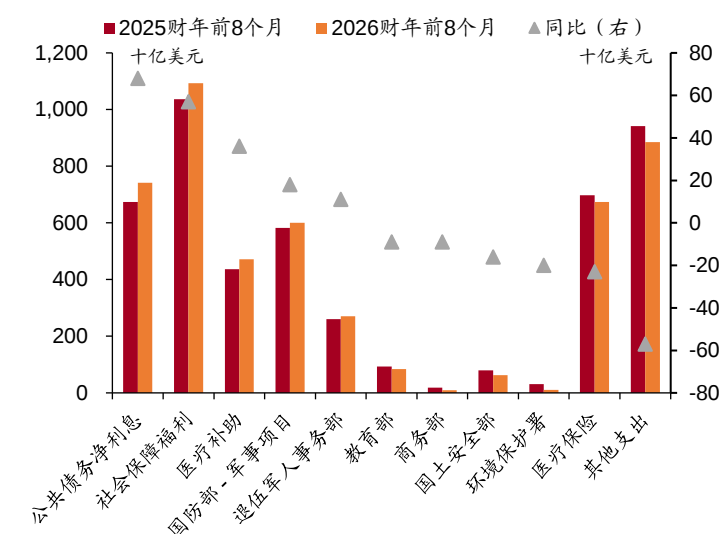


资料来源：Wind，招商证券；此处计算的是财年累计同比，与公历年份并不一致。

2、支出端：利息与社保福利负担加重，军费开支增加

从支出端来看，债务利息、社保福利与医疗补助、军费开支构成了 2026 财年增长最大的三项开支。1) 公共债务净利息同比增加 680 亿美元，债务总额增长与利率上行共同推动债务偿还成本增加。2) 社会保障福利、医疗补助两项合计同比增加 930 亿美元，主要源于平均福利金额和参保人数同比增加。3) 军事项目支出同比增长 180 亿美元，军费开支同比增速在 2025 年 12 月开始出现大幅上升，或对应委内瑞拉、伊朗方面的军事行动，但 2026 年 5 月增速有所回落。

图 26：美国主要财政支出分项情况



资料来源：Wind，招商证券

图 27：美国财政军事项目支出同比增速



资料来源：Wind，招商证券；此处计算的是财年累计同比，与公历年份并不一致。

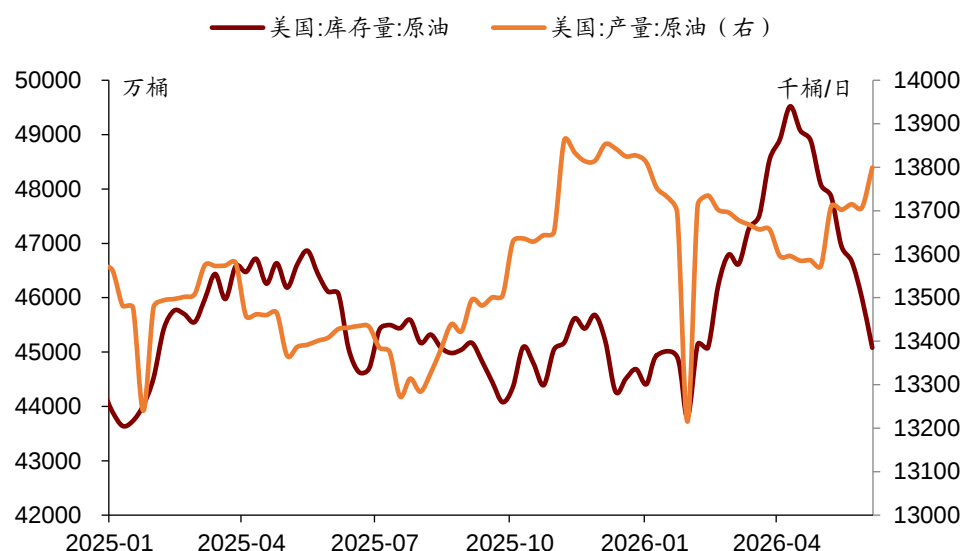
3、未来的潜在支出压力：军费开支、能源补贴与利息支出

往后看，美国财政起码还面临三项潜在的财政支出压力：

第一，伊朗局势持续与后续针对其他地区的军事支出。伊朗局势仍存在一定的不确定性，尽管目前双方已达成初步停火协议，后续落实情况仍存在较多难点，除非特朗普能够在年内实现大幅让步、完全解决伊朗问题，否则美国或需要在伊朗方向持续进行军费投入。此外，特朗普或正在计划针对古巴、哥伦比亚等地区采取军事行动，经过委内瑞拉事件后，军事行动成本可能要较此前更高。

第二，针对能源价格的补贴性支出。尽管特朗普在 3 月初授权能源部从战略石油储备中释放 1.72 亿桶石油以应对高油价，且美国在 5 月以来逐步提高原油产量。但原油价格中枢已经较年初明显上移，且目前来看难以回到年初水平。高油价大幅抬升了美国民众的生活成本，地方政府已经开始采取相应的举措进行应对。若后续高油价持续，为应对中期选举压力，针对能源价格的补贴性政策极有可能的应对举措之一。

图 28：美国原油库存量与产量变化



资料来源：Wind，招商证券

表 2: 美伊冲突以来美国各地区出台的高油价应对政策

日期	主要政策内容	地区
2026/3	弗吉尼亚州长为应对高能源成本，任命首席能源官，制定全州能源战略。	弗吉尼亚州
2026/3	佐治亚州议会通过法案，暂停征收机动车燃料消费税。	佐治亚州
2026/4	罗德岛州长提交预算修正案，最终确定 10 亿美元能源减负计划。	罗德岛州
2026/4	亚利桑那州长拨款 1500 万美元帮助承受高能源账单压力的家庭。	亚利桑那州
2026/4	加州州长宣布在 2026 年提供总额 14 亿美元的住宅抵免，其中包括给居民的天然气账单提供约 5.2 亿美元抵免。	加利福尼亚州
2026/4	印地安纳州长发布行政令，决定印第安纳州税务局在 2026 年 4 月 8 日至 6 月 7 日期间不征收汽油使用税，5 月 6 日至 6 月 7 日期间不征收汽油消费税。	印第安纳州
2026/4	密西根州长发布行政令，放宽燃料混合限制，允许销售更便宜的蒸汽压较高的汽油。	密歇根州
2026/4	德克萨斯先进核能办公室开放申请。其通过 3.5 亿美金的基金，支持核能建设，核制造能力和核燃料供应链。	德克萨斯州
2026/5	纽约州州长签署了作为 2027 财年已通过预算一部分的新立法，以控制不断上涨的公用事业账单，包括 10 亿美元一次性能源返利、对公用事业公司加强问责以及增加纽约清洁能源供应的举措。	纽约州
2026/5	密歇根州长和总检察长公布了消费者保护措施，包括密歇根州农业与农村发展部，总检察长办公室等资源。	密歇根州
2026/5	马里兰州长签署公用事业纾困法案，防止大型企业，公用事业公司和数据中心把相关能源成本转嫁给马里兰家庭。	马里兰州
2026/5	肯塔基州长将汽油税降低 10 美分，冻结 2027 年 1 月 1 日的机动车评估税率。	肯塔基州

资料来源：美国各州政府官网，招商证券

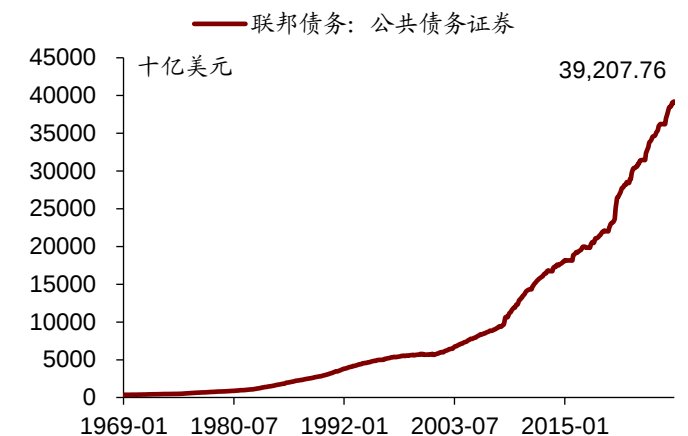
第三，债务利息负担或持续增加。美国国债总规模已经正式突破 39 万亿美元，大美丽法案推动的财政扩张也带动政府债务占 GDP 的比例重回快速上行趋势，并逐步接近疫情期间高点。目前来看，在今年以来的美国国债市场调整行情中，中期国债的上行幅度要大于短期国债，这也使得美国财政部不得不降低中期国债的发行占比、提高一年以下的短期国债的发行占比。但若后续短端收益率因通胀传导和降息预期调整进一步上移，还将进一步抬高国债的滚动利息成本。

图 29: 美国政府债务占 GDP 比例



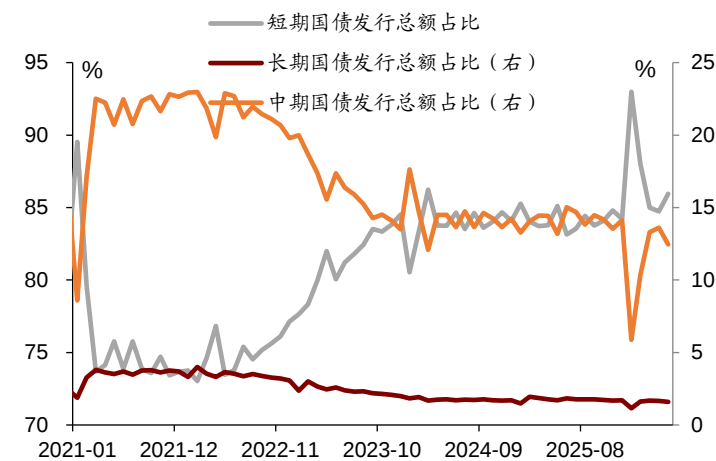
资料来源：Wind，招商证券

图 30: 美国政府债务总规模



资料来源：Wind，招商证券

图 31: 美国短中长期国债发行总额占比



资料来源: Wind, 招商证券

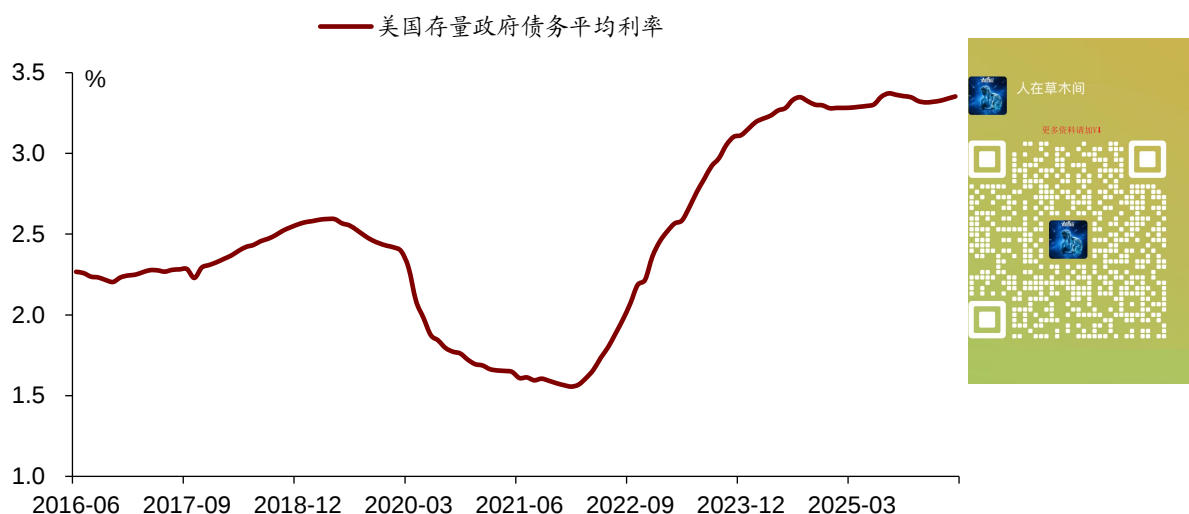
图 32: 美国 5 年期与 3 个月国债收益率利差



资料来源: Wind, 招商证券

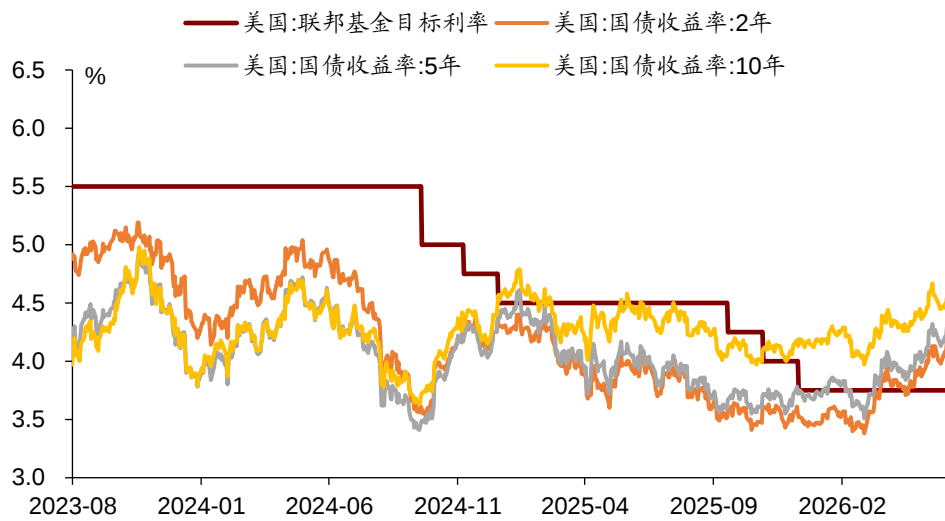
总结而言，美国财政正处在“收入回撤、支出刚性”的困局中。特朗普关税政策被判违法后，原定以关税收入填补大美丽法案减税所造成财政减收的安排被迫逆转。由此，美国财政面临收入与支出两端的双重挤压，债务增长压力显著上升。1) 收入端遭受结构性削弱。此前关税收入是财政增量重要来源，但最高法院裁定关税违法后，大规模退税迫使这一收入渠道逆转。与此同时，减税法案的效应逐步兑现，企业税负明显下降，个人所得税增速也持续放缓。收入基础被侵蚀的同时，支出端却呈现刚性扩张态势，债务利息、社保福利与军费开支构成主要增量来源，且三者均呈趋势性增长。2) 未来财政压力远未出清。地缘冲突持续意味着军费开支难以回落；高油价若维持，能源补贴需求将随中期选举临近而上升；而国债规模已突破历史新高，利息成本在利率上行趋势下的滚雪球效应不容忽视。3) 从弥补收入缺口、降低财政负担的角度，下半年美国对各国连续落地各项关税的概率极大。但关税收入完全弥补前期缺口时政府债务或已出现显著增长、考虑到美债利率也已显著上移，对财政平衡的影响已远不如 2025 年。

图 33: 美国存量政府债务平均利率变化



资料来源: 美国财政部, 招商证券

图 34：美国国债收益率显著高于美联储政策利率



资料来源：Wind，招商证券

四、欧元区：军费开支加快落地，短期集中应对能源危机

1、军费扩张计划加快落地

2025 年欧元区的军费扩张计划达成初步目标，北约成员国军费开支全部达到占 GDP2%的基准线。2025 年 6 月 25 日，北约成员国领导人就未来军费支出目标达成一致，决定在 2035 年前将年度国防开支提高至国内生产总值的 5%，其中 3.5%用于核心军费支出，1.5%用于关键基础设施防护和网络安全等。北约早在 2014 年就设定了 2%的国防支出目标，截止 2024 年仍有相当部分的欧元区北约国家尚未达到这一标准。北约秘书长马克·吕特在 2026 年 3 月的年度报告中确认，得益于 2025 年欧洲各国紧缩非必要开支、向军事财政倾斜，所有欧洲北约盟国首次历史性地全部达到了国防开支占 GDP 2%的基准线。

从 2025 年数据来看，政府债务扩张仍是支撑欧元区内各北约成员国完成军费扩张计划的重要因素。由于军费扩张计划，欧元区中的 17 个北约国家中有 14 个实现了 2025 年政府固定资产支出占 GDP 的比例较 2024 年同比提升，2 个国家维持不变，仅立陶宛出现小幅下降。但与此同时，12 个国家的政府债务占 GDP 比率较 2024 年出现上升，5 个国家较 2024 年下降。其中，德国、法国、意大利等主要经济体，政府债务率上升的速度要远高于固定资产支出比率上升的速度。

2、应对能源危机成为短期政策重点

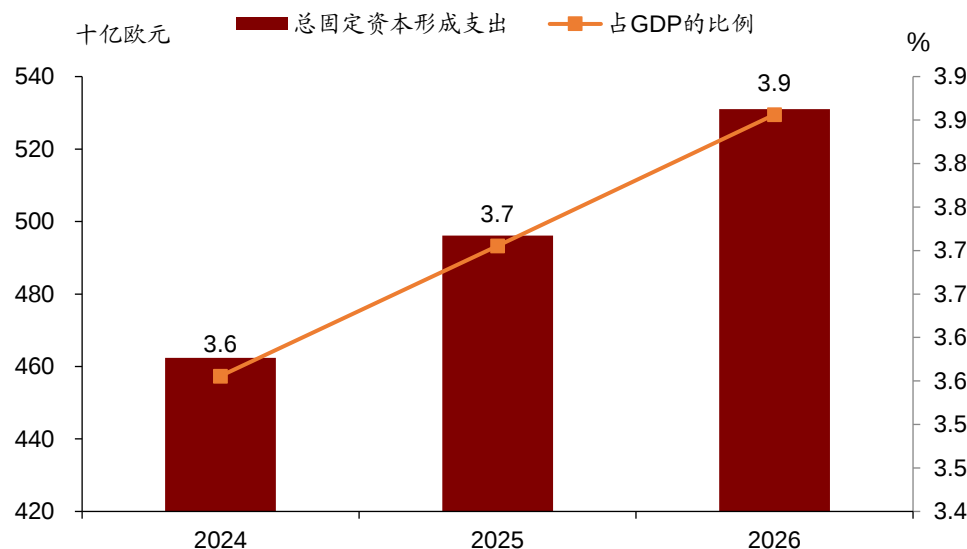
欧元区原定 2026 年的主要财政方向仍是加快政府投资和军费开支的落地，其中的相当部分将体现为政府的固定资产投资。欧元区财政预算并未披露完整的支出投向数据，但根据欧元区 18 国数据测算的财政固定资本形成支出占 GDP 的比例在 2025 财年将从 2024 财年的 3.6%上升至 3.7%，2026 财年将进一步上升至 3.9%，呈现加速上升趋势。

然而，美伊冲突的爆发使得短期财政重点由军费开支转向能源危机的应对。根据欧盟委员会公布的数据，欧盟当前仍有 57% 的能源为进口化石燃料，美伊战争爆发至 4 月底欧盟化石燃料支出额外增加了 240 亿欧元。欧盟及成员国层面迅速出台多项举措应对能源危机。

欧盟层面的应对措施主要表现为跨国协调、规则框架调整与财政授权。其核心行动包括：与国际能源署协调实施大规模紧急石油库存释放，以增加市场供应；欧洲理事会要求形成统一的临时应对框架，涵盖短期电价干预、排放交易体系审查及电网升级推进等方向。欧盟委员会为成员国提供了临时国家援助规则，允许其对受冲击行业进行成本补偿，同时启动相关协调网络以保障交通运输领域的消费者权益。此外，欧盟推出了一项以能源自主和绿色转型为导向的中期计划，内容涉及加强供应协调、临时消费者保护、清洁能源转型及动员私人资本，并允许成员国将部分财政灵活额度转向绿色能源支出，但明确排除化石燃料补贴。

成员国层面的应对措施则以直接干预终端市场价格和收入补偿为核心特征。这些措施集中于三大类：一是普遍下调或临时暂停汽柴油、电力、燃气的消费税与增值税；二是针对运输、农业、渔业等特定行业以及通勤者、低收入家庭提供定向补贴或直接财政支持；三是对燃油零售价格、利润率或每日调价次数设置上限，部分国家还实施了燃油购买量限制或对外国车辆差别定价。少数成员国同时配合需求侧管理，如下调公共交通票价或推广光伏、热泵等能效提升方案。

图 35：欧元区 18 国财政固定资本形成支出占 GDP 比例



资料来源：EU、招商证券；2025-2026 年数据为根据财政预算文件计算的预测值。

表 3: 美伊冲突以来欧盟层面出台的高油价应对政策

日期	政策应对	具体内容
2026/3/18	与 IEA 协调最大规模紧急石油库存释放	欧盟参与并协调 IEA 成员最大规模紧急释储，释放约 4 亿桶石油可用量以弥补供应缺口、维护市场稳定。
2026/3/19	欧洲理事会要求形成协调应对框架	欧盟领导人呼吁采取以下措施：制定一套有针对性的临时措施工具箱，以应对近期能源价格飙升；采取具体行动，在短期内降低电价并应对价格过度波动；同时，要求欧盟委员会与成员国共同推进临时性、有针对性的国家措施，以减轻燃料价格对发电成本的影响；审查排放交易体系（ETS）；就欧洲电网一揽子方案达成协议；加快落实“2030 能源联盟”议程。
2026/4/4	五国财长呼吁欧盟层面对能源企业超额利润征税	德国、意大利、奥地利、西班牙、葡萄牙五国财长致信欧委会，要求建立欧盟层面的能源企业超额利润税，将战争中获益的能源企业收入用于消费者临时纾困，降低财政赤字压力。
2026/4/22	“AccelerateEU”计划方案	“加速欧盟”计划旨在通过五大支柱强化欧盟能源自主与经济韧性：一是加强成员国间及与化石燃料供应商的协调，依托能源联盟工作组支持储气、释放石油库存等联合行动；二是通过收入支持、能源券及降低电力消费税等临时措施，保护消费者与工业免受价格冲击；三是加速向本土清洁能源转型，设定电气化目标并消除交通、建筑等领域电气化障碍；四是升级能源系统，全面执行现有规则，加快电网方案谈判并推进“能源高速公路”项目；五是动员公共资金撬动私人资本，借助清洁能源投资峰会等活动扩大脱碳投资。
2026/4/29	Middle East Crisis State Aid Temporary Framework, METSAF	欧委会通过“中东危机临时国家援助框架”，允许成员国对农业、渔业、交通运输和能源密集型行业因燃料、化肥、电价上涨造成的额外成本提供补偿，最高可覆盖 70%，并设置小额援助便利。
2026/5/8	启动/使用 Tourism Crisis Coordination Network	欧盟通过旅游危机协调网络收集航空、航运和旅游服务中断信息，协助成员国和企业在燃料短缺、航班取消和消费者保护方面保持一致口径。欧委会发布交通领域指导，说明油价上涨和潜在航空燃料短缺下的旅客退款/改签/照料义务；明确高油价本身通常不能构成航空公司免责的“非常情况”，且不可事后追收燃油附加费。
2026/6/3	允许部分财政空间转向绿色能源支出	欧委会将允许成员国把部分原用于国防财政灵活性的额度转向绿色能源支出，每年最高约 GDP 的 0.3%，用于电动车、光伏、热泵和电池等，不覆盖化石燃料补贴。

资料来源：EU、Reuters，招商证券

表 4: 美伊冲突以来欧盟各成员国层面出台的高油价应对政策

国家	应对政策内容
西班牙	1. 宣布约 80 项中东危机综合应对措施，总规模 50.46 亿欧元，覆盖家庭和企业能源成本。 2. 汽柴油、电力、天然气、丁烷等能源产品增值税从 21% 下调至 10%。 3. 将碳氢燃料消费税降至欧盟允许最低水平，并下调/暂停电力相关税费，包括降低电力特别税。 4. 计划包括面向运输、农业和渔业从业者的直接燃油援助；媒体报道称专业用油补贴约 20 欧分/升，并配套化肥成本支持。 5. 冻结瓶装丁烷/丙烷最高售价，并将强化版电力社会补贴及弱势家庭断供保护延长至 2026 年底。
德国	1. 规定加油站对 E5、E10 汽油和柴油每日仅可涨价一次，降价不受限，以提高价格透明度并压制不当涨价。 2. 强化燃油市场反垄断和滥用监管，包括在调查不当高价时由企业说明其定价依据。 3. 同意 16 亿欧元燃油纾困方案，核心是两个月内将汽柴油税每升降低约 17 欧分。在燃油成本纾困方案中引入 2026 年最高 1000 欧元的雇主免税奖金。
法国	1. 开设统一燃油援助入口，覆盖长距离通勤劳动者，以及渔业、公路运输、农业、建筑、小微企业、居家护理等受冲击部门。 2. 符合条件、因工作使用个人车辆的劳动者可申请 100 欧元燃油补贴，约等于按 6 个月平均用油每升补贴 20 欧分。 3. 将已实施的渔业、农业、运输和建筑行业月度燃油援助延长至 8 月底。 4. 欧盟批准法国 1500 万欧元农业和水产养殖非道路柴油补贴；对 2026 年 4 月采购的 GNR 每升补贴 0.0386 欧元，最高覆盖额外成本的 70%。 5. 在部门援助和长距离通勤者补贴之外，加快推出能源券计划。
意大利	1. 延长燃油消费税下调，以缓冲居民和企业受到的油价冲击。 2. 为公路货运和渔业提供定向税收减免，为农业提供定向税收抵免，并考虑惩罚借危机扩大利润率的企业。
葡萄牙	1. 宣布临时特别下调车用柴油税 3.55 欧分/升，将油价上涨带来的额外增值税收入返还给消费者。 2. 在临时燃油税减免之外，引入额外普惠柴油返还。 3. 面向最弱势家庭的团结瓶装燃气补贴提高三个月。
奥地利	1. 下调汽油和柴油税，以应对燃油价格冲击。 2. 限制燃油零售商利润率，每周仅可上调油价三次，但可随时降价。
比利时	1. 补贴雇主设立或提高通勤及公务驾驶燃油津贴。 2. 推迟燃油消费税上调，并向公共福利中心管理的社会能源基金拨款，定向支持弱势家庭。
克罗地亚	1. 对石油和柴油价格设上限，并下调燃油消费税。 2. 向弱势群体提供直接财政支持，并向运输和农业提供定向行业援助。
塞浦路斯	1. 下调用电增值税、降低燃油消费税，并取消绿色税。 2. 向受冲击的酒店、航空公司和农民提供定向经济支持。
希腊	1. 为农民提供柴油和化肥补贴，并向家庭发放数字燃油卡。 2. 对燃油利润率设置三个月上限。
爱尔兰	1. 延长燃料津贴、提高柴油返还，下调汽柴油消费税、降低 NORA 征费，并削减机动车燃油税。 2. 为养老金领取者、护理人员 and 残障人士提供定向能源支持。
拉脱维亚	下调柴油和绿色柴油消费税。
立陶宛	1. 要求燃油价格每日调整次数受限，并下调柴油消费税。 2. 将地方火车票价下调 50%，持续两个月，以鼓励减少私人燃油出行。
荷兰	1. 通过能源应急基金为低收入家庭追加支持，并为通勤者和商用车辆提供定向税收减免。 2. 启动国家石油危机计划第一阶段，并推出面向家庭和企业的效率提升方案，包括光伏、热泵、住房改造及加速燃油车置换电动车。
斯洛文尼亚	1. 下调汽油、柴油和取暖油消费税。 2. 临时限制燃油购买量。
斯洛伐克	限制燃油购买量，并对外国牌照车辆适用更高价格。
爱沙尼亚	取消原定 5 月和 7 月上调燃油消费税的安排。

资料来源：IEA、各国政府官方网站，招商证券

3、支出计划、债务增长与货币政策之间的矛盾

欧元区财政支出计划、债务增长与货币政策之间的矛盾在美伊冲突爆发前就持续存在。尽管欧盟在 2025 年推出国防支出豁免条款，允许成员国将特定国防支出暂时不计入赤字考核，以绕过《稳定与增长公约》的财政限制，但这并不影响欧盟国家总债务规模的继续增长。截止 2026 年 4 月，欧元区 21 国一般政府未偿债务占 GDP 的比重升至 77.8%，逐步接近 2020 年 77.9% 的历史高位。由于激进的债务增长和债务长期化安排，叠加对欧央行未来加息安排的担忧，欧元区公债收益率（3A）在并未在 2025 年的降息周期中出现回落，10 年期收益率反而逆势回升至 2023 年加息周期的高度附近，30 年期收益率更是在 2025 年中突破 2023 年高点。

图 36：欧元区公债收益率与欧央行政策利率



图 37：欧元区未偿政府债务平均利率

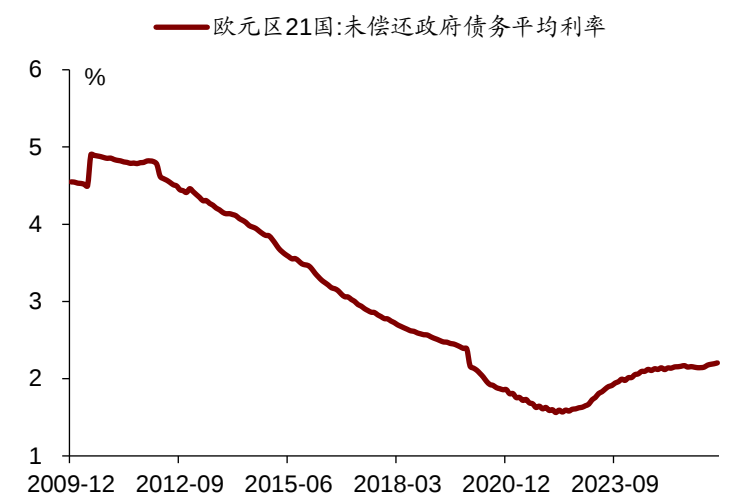


图 38：欧元区政府债务未偿余额占 GDP 比例



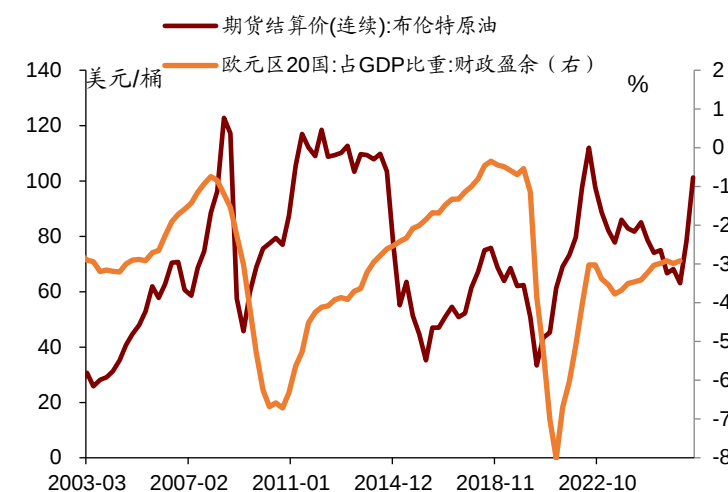
图 39：欧元区政府债务未偿平均期限



高油价对财政平衡的影响还将在下半年进一步显现。1) 最直观的影响是随着高油价的持续，欧元区财政用于补贴经济各部门的成本也将直线上升。2) 欧央行为抑制通胀再度开启加息，欧元区公债收益率的上行进一步抬升短期财政融资成本。3) 更深层次的影响在于，作为高度依赖进口能源的经济体，原油价格上涨周期中欧元区经济表现往往较弱，财政收入短期因价格水平上升而出现上涨，但长期仍趋于下降。从历史数据来看，原油价格中枢上涨至高位的年份，欧元区经济往往表现不佳，财政赤字也趋于扩大。

图 40: 原油价格上升往往压制欧元区经济表现

图 41: 原油价格上升往往推动欧元区财政赤字增加



资料来源: Wind, 招商证券

资料来源: Wind, 招商证券

总结而言，欧元区财政正面临军费扩张、能源危机应对与债务约束三者的深层矛盾，政策腾挪空间正加速收窄。1) 军费扩张计划的初步目标虽已实现，但其财政基础并不稳固。北约欧洲成员国首次全部达到国防支出占 GDP 2% 的基准线，但这一进展高度依赖债务驱动，主要经济体债务率上升速度明显快于实际投资增长，暴露出军费扩张的根基较为脆弱。2) 能源危机迫使财政重心从军费开支紧急转向价格干预与补贴。美伊冲突爆发后，欧盟侧重跨国协调与规则调整，成员国则普遍对终端能源价格实施干预，并对特定行业和弱势群体提供收入补偿。这些应对措施进一步推高了本已紧张的财政支出。3) 军费开支、能源补贴与债务利息三重压力正在形成叠加效应。即便有国防支出豁免条款，总债务仍逼近历史高位；而高油价可能迫使欧央行重新加息，进一步推高融资成本。历史经验表明，油价高企周期中欧元区经济往往走弱、赤字趋于扩大，三重压力之下，欧元区财政的可持续性正面临严峻考验。

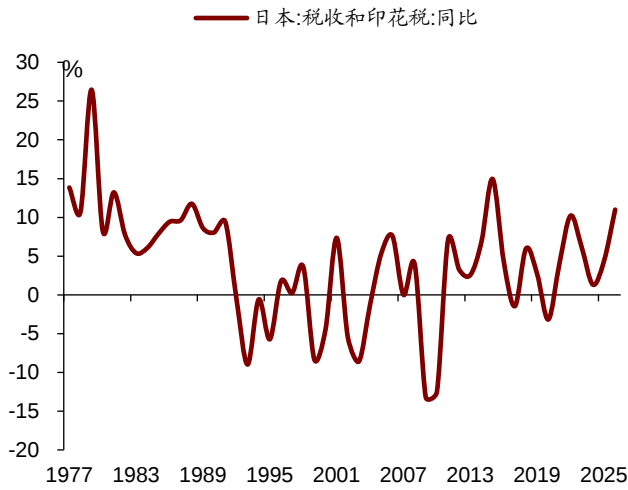
五、日本：加大财政投入应对能源价格冲击

1、2025 财年收入完成情况较好

日本 2025 财年预算收入完成情况较好，主要税种均实现明显增长，体现经济和通胀复苏对财政收入的拉动效应。截止 2026 年 4 月，日本 2025 财年税收收入已进入最后核算阶段。从 4 月累计数据来看，2025 财年日本财政收入完成情况较好，财政预算收入完成率达到 86.4%，高于 2024 财年同期的 85.6%，同

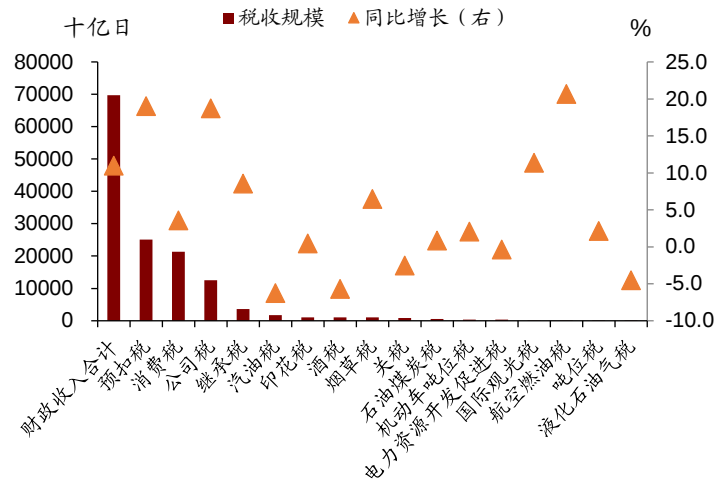
比增速 11%，全年有望实现 2015 年以来的最高增速。分税种来看，预扣税、公司税均实现 19% 左右的增长，反映居民工资和企业利润的增长。

图 42：日本税收与印花税同比增速



资料来源：日本财务省，招商证券

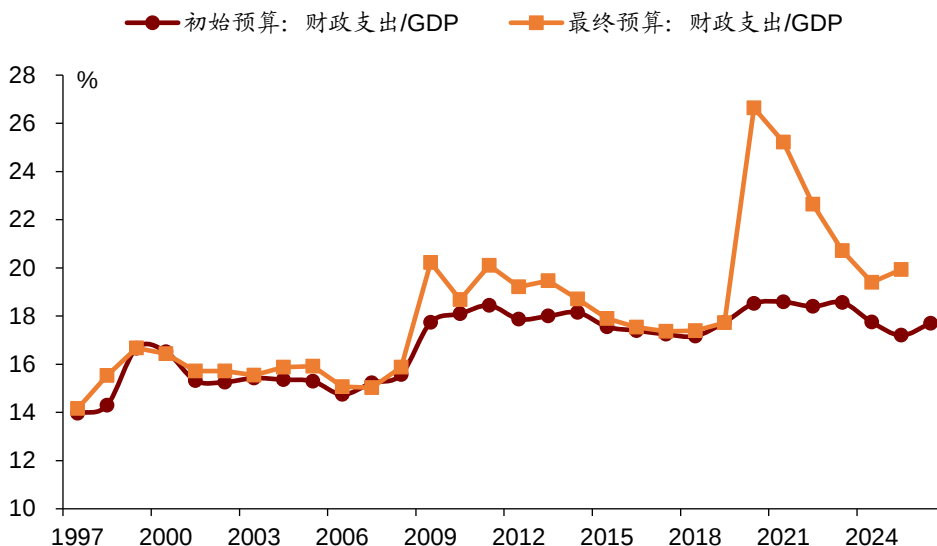
图 43：日本 2025 财年各项税收情况（2026 年 4 月）



资料来源：日本财务省，招商证券

财政收入本应推动日本财政平衡继续改善，但高市早苗的主导的 2025 财年预算调整和 2026 年财政预算再度推动日本财政转向扩张。2025 年 12 月预算调整后，2025 财年财政支出将上升至 133.5 万亿日元，占 GDP 比例也从 2024 财年的 19.4% 上升至 19.9%，为 2021 年以来的首次回升。日本政府将 2026 财年初始财政支出总规模定为 122.3 万亿日元，较 2025 财年增长 6.2%，根据对 2026 财年经济增长的预测，这一支出规模占 GDP 的比例为 17.7%，高于 2025 财年的 17.2%。

图 44：日本初始预算和最终预算支出占 GDP 的比例



资料来源：CEIC，招商证券

2、美伊冲突后加大能源补贴力度

美伊冲突造成的能源危机很大程度扰乱了高市早苗政府此前定下的财政扩张方案。作为原油进口依赖度极高的国家，日本政府在本次美伊冲突爆发后的应对极为迅速。日本的应对措施主要集中在战略储备释放、价格干预与财政补贴、能源结构调整及国际能源合作四个方面。1) 在战略储备方面，日本实施了史上最大规模的石油储备释放，通过同时降低民间企业法定储备义务并分阶段投放国家储备，多次延长释放期限以增加市场供应。2) 在价格干预与财政补贴方面，日本加强了对成品油零售价格的监测与监管，对销售企业和加油站提出定价及反垄断合规要求。政府动用专项基金实施应急补贴，对汽油设定零售价格上限，并对柴油、重油等建立差异化补贴机制。此后通过补充预算设立预备费，延续汽油补贴并新增对夏季电费、燃气费的补助。3) 在能源结构调整方面，为应对液化天然气进口的不确定性，日本暂时放松了对低效燃煤电厂的运行管制以保障电力供应，同时推动修订《电力业务法》，促进跨区域电网和大型电源开发。4) 在国际能源合作方面，日本启动了面向亚洲的能源与资源韧性伙伴关系框架，提供约百亿美元金融支持。分别与韩国、菲律宾加强双边合作，建立原油和液化天然气应急互换机制，帮扶菲律宾建设战略石油储备体系，推动东盟联合储油落地。此外，日本还恢复了从俄罗斯远东地区的原油进口。

其中，通过财政补贴使国内成品油价格维持在特定价格区间是力度最大的财政政策。首批预算为 3.1 万亿日元，大部分资金用于将汽油价格维持在 170 日元/升的政策上限之下，释放出财政“补贴”上不封顶的政策信号。在具体用途上，预算高度集中于终端消费补贴：约 81%（2.5 万亿日元）用于汽油补贴预备费，旨在延续并强化此前的零售价上限机制；约 17%（5135 亿日元）用于恢复电费和燃气费补贴资金池；剩余 1000 亿日元交由地方政府自主降低液化石油气和工业用电成本。直接瞄准家庭和企业的当期能源账单，旨在迅速减轻价格上涨的冲击。

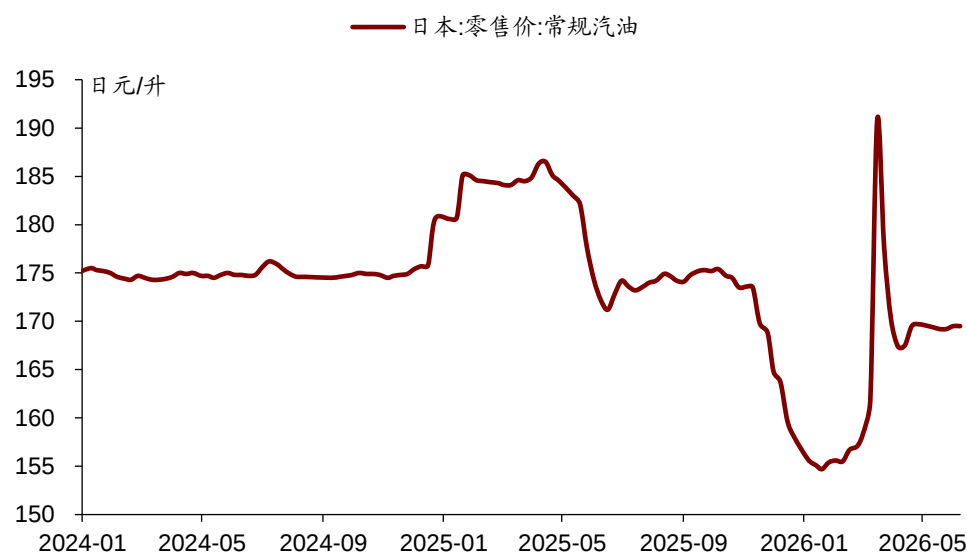
表 5: 美伊冲突以来日本出台的高油价应对政策

日期	政策类型	具体内容
2026/3/16	战略石油储备释放	史上最大规模战略石油储备释放，首次单独释放。 总量约 8000 万桶（相当于日本 45 天全国石油消耗量）分两阶段实施： 1. 先释放 15 天用量的民间强制储备（通过将《石油储备法》规定的企业储备义务从 70 天下调至 55 天实现） 2. 3 月下旬起释放 1 个月用量的国家储备
2026/3/19	价格管理与市场干预	加强对石油产品零售价格的监测与监管。资源能源厅每周调查并公布全国汽油、柴油、重油、煤油、航空燃料的平均价格。
2026/3/19	价格管理与市场干预	对成品油销售、进口商贸企业的经营约束要求： 定价管控：企业须结合油品采购、储运、配送等全链条实际供应成本，核算公允批发价格，依规定价对外供货。 反垄断合规：严禁针对下游加油站实施差别供货定价、差异化合作条款等涉嫌违反《独占禁止法》的歧视性交易行为；企业须完善内部合规管理制度，防范垄断违规风险。 政策传导义务：须将本文件定价、合规、数据上报相关要求，完整传达至旗下签约合作的系列特约门店，并督促落地执行。 下游特约加油站三项落地要求： 终端成品油售价需依托上游批发进价、门店运营成本合理制定，杜绝随意抬价； 遵照公平交易委员会燃油流通监管规则，禁止恶意低价倾销、差别定价等违规行为，持续强化反垄断内控管理； 配合资源能源厅常态化油价监测调研工作，按要求及时填报价格统计数据。
2026/3/19	价格管理与市场干预	石油流通行业三项经营管控要求（由行业联合会传达至全部加油站）： 定价管控：加油站定价需综合油品批发成本、油品储运与门店运营等合理开支，依规制定公允售价。 合规经营管控：遵循公平交易委员会规制文件，禁止恶意低价倾销、区别定价等不正当交易行为；严禁实施涉嫌违反《独占禁止法》的垄断类经营行为，企业须完善内部合规管理制度。 价格监测配合义务：各加油站须配合资源能源厅常态化油价统计调研工作，按要求填报、反馈油价相关调查数据。
2026/3/19	财政补贴政策	政府决定动用燃油价格激变缓和专项基金存量资金，落地临时性应急补贴政策。 各品类成品油应急补贴具体规则： 本次补贴覆盖汽油、轻油（柴油）、重油、灯油（民用煤油）、航空燃料五大品类，废止部分原有固定定额补贴机制，实行差异化补助标准： 车用汽油：设定全国零售均价管控基准 170 日元/升；若市场预判零售价突破该基准，超出 170 日元/升的价差部分由财政全额补贴（100% 补助），以此锁定汽油终端售价上限。 轻油（柴油）：基础补贴额度与当期汽油单位补贴金额保持一致；在 2026 年 4 月 1 日柴油临时税率正式废止前，在基准补贴之外，额外叠加 17.1 日元/升专项补助（补助额度等同于即将取消的柴油临时税税额）。 重油、煤油：取消原 5 日元/升固定定额补贴制度，补助标准同步参照汽油当期补贴金额执行。 航空燃料：废止此前 4 日元/升固定定额补助，调整为按当期汽油单位补贴额的 40% 核算补助资金。
2026/3/24	加大能源产业投资	2026 年 3 月 24 日，日本内阁就部分修订《电力业务法》法案作出内阁决议。该法案将提交至正在召开的第 221 届国会会议。 受俄罗斯对乌克兰的侵略以及中东局势持续紧张影响，国际能源形势正在发生变化；与此同时，随着数字化转型（DX）与绿色转型（GX）的推进，国内电力需求预计将持续增长。 在此背景下，为保障电力稳定供应、促进能源安全，将采取多项措施保障供电能力，包括推动区域内及跨区域大型输电线路和大型电源的开发；营造电力业务稳定可持续发展的环境；提升光伏发电设施等设备的安全性。
2026/4/6	能源结构调整	日本经济产业省宣布，为应对霍尔木兹海峡运输中断导致的液化天然气进口不确定性，将在 4 月新财年启动为期一年的紧急措施，放松对燃煤电厂运行的管制，暂停对发电效率低于 42% 的煤电机组 50% 的产能利用率上限。
2026/4/15	国际能源合作	4 月 15 日周三，高市早苗首相召开了关于能源韧性的 AZEC+ 线上会议，并宣布启动亚洲全域能源与资源韧性伙伴关系（POWERR Asia）。 该框架旨在通过原油、石油产品的融资采购开展亚洲应急响应合作，并维护亚洲地区的供应链。该框架还将从结构性层面采取应对措施，包括建立储备与投放体系、建设并利用储油罐以延长本地区原油储备可用天数；保障关键矿产供应、多元化生物燃料等能源资源；推动产业升级与节能行动。相关支持涉及约 100 亿美元的金融合作，由日本国际协力银行（JBIC）和日本出口投资保险（NEXI）提供融资支持。日本经济产业省将依托该框架，强化亚洲地区的供应链，以保障日本稳定获取关键物资。
2026/4/16	战略石油储备释放	自 3 月 16 日起实施的民间石油储备义务 15 天减免政策，将延长至 5 月 15 日。
2026/5/1	战略石油储备释放	国家石油储备第二轮投放：根据《石油储备法》（1975 年第 96 号法律）的规定，经济产业省将公布相当于约 20 天供应量的国家原油储备。

2026/5/3	进口来源多元化与采购调整	恢复从俄罗斯进口原油：霍尔木兹海峡封锁以来，日本首次接收来自俄罗斯远东地区的商业原油实货。原油来自萨哈林。该项目豁免于西方对俄制裁
2026/5/15	战略石油储备释放	私营石油储备义务的 15 天减免政策将持续至 6 月 15 日（周一）。
2026/5/18	国际能源合作	日本与大韩民国加强能源安全与供应链韧性合作。措施有： 一、夯实双边化石能源安全合作 1. 原油及成品油领域 依托两国均为原油净进口国、炼化产业具备优势的特点，通过政企公私对话落地应急协作：建立原油、成品油互换与应急互供机制，危机状态下互相调配油品，约定避免随意出台出口管制政策；协同开展原油采购、远洋运输合作，联合对接油气资源出产国，优化海外采油议价与物流保障能力。 2. 液化天然气（LNG）领域 日韩分列全球第二、三大 LNG 进口国，以企业先行合作带动政府协同：以 2026 年 3 月 14 日日本 JERA 与韩国 KOGAS 签署的 LNG 运营优化谅解备忘录为基础，深化两国 LNG 运营优化、应急相互供气合作；政府层面配套政策，打通两国 LNG 库存调度、货源调配通道，提升气源波动时的抗风险能力。 二、升级重点产业供应链韧性建设 以 2026 年 3 月 14 日两国经贸部长签署的《供应链伙伴协定》为基础：在关键产业细分领域深化双边供应链合作；完善供应链突发中断的联合应急处置机制，强化产业链危机协同响应能力。 三、拓展亚洲区域能源供给韧性合作 依托日本提出的 POWER Asia（亚洲全域能源与资源韧性伙伴关系），日韩携手探索区域协作：围绕能源战略储备等项目开展联合布局，通过多边协作提升整个亚洲区域能源库存与供给稳定性。 四、搭建常态化落地磋商机制 两国新设日韩产业与贸易政策高官对话机制，通过各级官方常态化会谈，逐项落地原油、LNG、供应链、区域能源等合作细则，推动各项合作方案从框架落地为实操项目。
2026/5/28	国际能源合作	日菲加强能源合作： 一、帮扶菲律宾建设本国战略石油储备体系 菲律宾本国落地规划：菲律宾推进国家级战略石油储备专项计划，重点规划、新建石油储备仓储设施，搭建本国石油储备管理制度。 日本全方位技术赋能：日本联合 ERIA（东盟与东亚经济研究所）、JOGMEC（日本金属和能源安全机构）、JBIC（日本国际协力银行）以及日本商贸、工程技术企业，为菲律宾储备项目开展可行性调研，并提供储油体系建设的专业能力培训与技术支撑。 政企参与项目建设融资：两国共同探索路径，吸引日本官方机构、私营企业参与菲律宾储油项目的 EPC（工程总承包）施工与项目投融资。 二、共同推动东盟全域联合石油储备落地 先行编制落地路线：由 ERIA 牵头制定东盟联合储油的融资细则与实施路线图，相关方案计划在东盟峰会、AZEC（亚洲零排放共同体）峰会正式对外发布。 打通上游供油资源：日本主动对接中东等全球主要石油产油国，从原油供给端助力东盟联合储油机制落地。 补强东盟本土机构能力：日方通过资源与技术扶持，助力东盟本土能源机构完善建制，提升整个东南亚区域能源安全与供应抗冲击能力。 三、合作整体目标 立足日菲长期双边能源合作基础，推动上述储备项目落地见效，打造安全、可持续的区域能源体系，保障两国及亚洲整体能源平稳供给。
2026/6/5	财政补贴政策	日本政府 2026 财年(2026 年 4 月至 2027 年 3 月)补充预算案 5 日获国会参议院批准。由于众议院前一日已通过该补充预算案，参议院的批准意味着该补充预算案在日本国会获得通过。核心内容是夏季电费及城市燃气费提供补助和延续汽油补贴。往年年秋季以后编制的补充预算此次提前。尽管中东局势长期动荡导致能源价格高涨，政府仍优先减轻家庭负担，而非采取抑制消费的措施。财源将全部通过作为借款的赤字国债来筹措。考虑到税收及税外收入等的估算，政府计划控制 2025 年度的国债发行额，避免发行总额增加，以缓解市场对财政状况的担忧。 补充预算案合计 3.1 万亿日元： （1）2.5 万亿日元将用于设立“中东局势等应对预备费”，目前设想的用途是汽油补贴，以应对原油价格上涨导致的汽油价格高企。 （2）5135 亿日元用于将因电费、燃气费补贴而动用的预备费恢复至原先的 1 万亿日元规模。 （3）1000 亿日元为地方政府可自主使用的“重点支援地方交付金”，预计用于降低各地广泛使用的液化石油气及企业使用的特高压电力费用。

资料来源：日本政府、财务省、经济产业省官网，招商证券

图 45：日本汽油零售价被补贴控制在 170 日元/升以下



资料来源：Wind、招商证券

3、债务成本、货币政策与日元汇率压力

高油价若持续，其对日本财政的连锁冲击在 2026 年上半年已初现端倪。这一影响主要通过财政支出扩张、债务成本上升、货币政策两难及经济增长承压四条路径传导。

1) 能源价格维持措施推升财政支出压力。高市早苗政府此前已连续多次上调财政预算，推动财政政策重回扩张轨道，市场对日本财政可持续性的担忧由此升温。伴随高油价的持续，政府在能源价格维稳方面的财政投入被迫进一步增加，支出端压力持续累积。

2) 财政扩张加剧政府债务偿还负担。日本国债收益率自 2025 年 10 月高市早苗正式当选以来呈明显反弹态势，政府融资成本随之攀升。据日本财务省估算，2026 财年未偿债券平均利率将从 2025 财年的 0.98% 升至 1.14%；2026 财年预算草案中，政府债还本付息支出占总支出的比例已达 25.6%，为近二十年来的最高水平。

3) 日本央行面临政策权衡困境。若维持利率不变以配合财政扩张，日元汇率将承受更大贬值压力，输入性通胀可能进一步加剧；若为抑制通胀和稳定汇率而大幅加息，则政府偿债成本将急剧上升，市场对财政可持续性的担忧可能加剧，最终还会导致国债收益率与日元汇率动荡。160 日元兑美元关口被视为日本政府的重要汇率防线，若财政失衡持续施压汇率并反复考验该关口，日本政府或被迫进行更大规模的外汇干预。

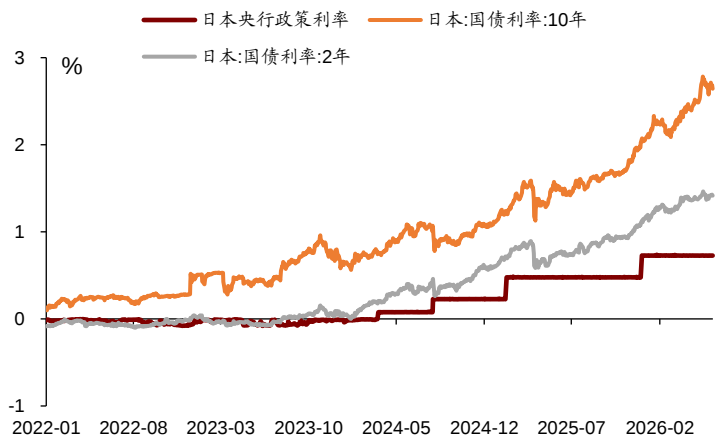
4) 此外，高油价对经济增长的抑制效应不容忽视。作为高度依赖原油进口的经济体，日本对能源价格上涨尤为敏感。若能源成本高企拖累经济活动走弱，近年来持续改善的税收状况或将出现逆转，届时日本财政将面临支出增加与收入减少的双重压力。

图 46：日本政府债务占 GDP 的比例



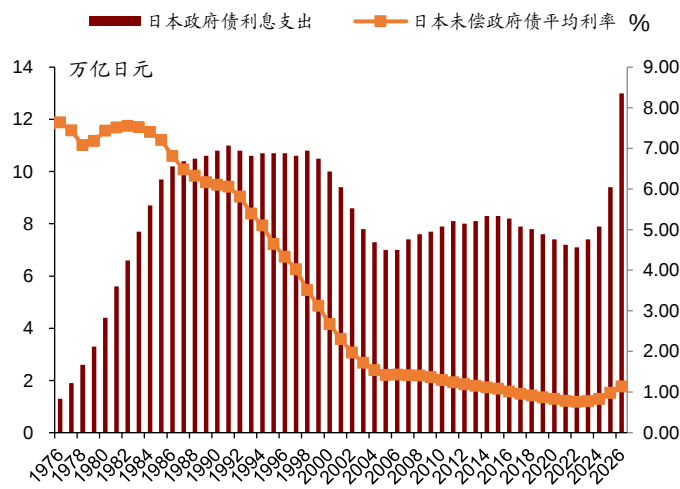
资料来源：Wind，招商证券

图 47：日本国债收益率与央行政策利率



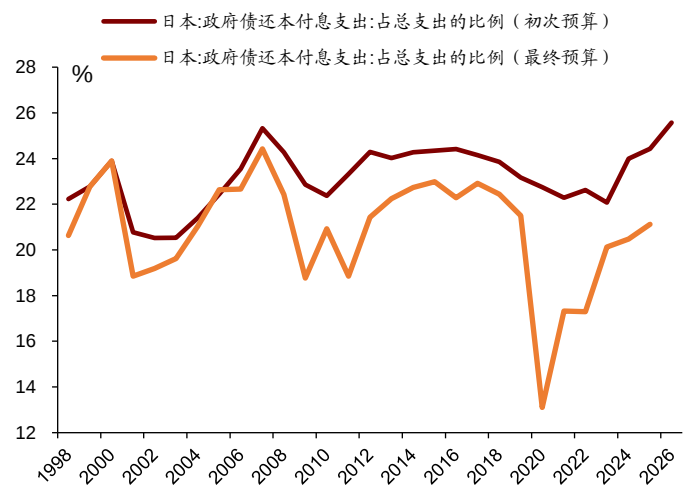
资料来源：Wind，招商证券

图 48：日本政府债务利息支出规模与未偿债务平均利率



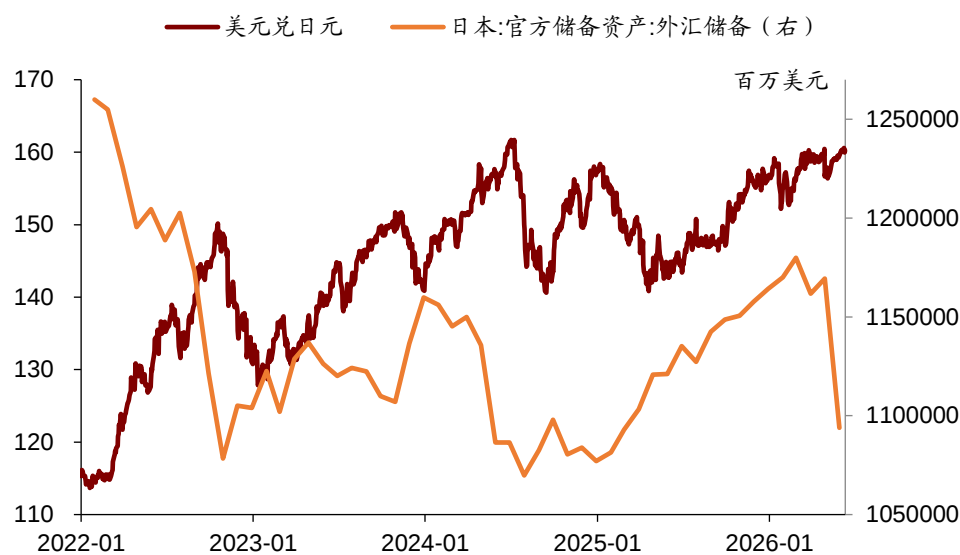
资料来源：日本财务省，招商证券

图 49：日本政府债务还本付息支出占总支出的比例



资料来源：日本财务省，招商证券

图 50：日元接近 160 关口时日本政府往往通过消耗外汇储备进行干预



资料来源：Wind、招商证券

总结而言，日本财政正处在一个外部冲击放大内部脆弱性的困局之中。能源危机不仅消耗了短期财政缓冲，更通过债务成本、货币政策与增长前景三条渠道，对中期财政可持续性形成持续性挑战。**1) 2025 财年日本财政呈现显著背离：**经济复苏带动主要税种实现较快增长，但扩张性财政安排使支出占 GDP 比重回升，收入改善被支出扩张所对冲。**2) 美伊冲突引发的能源危机进一步放大了财政压力。**作为原油进口依赖度极高的国家，日本迅速启动多维度应急响应，涵盖战略储备释放、价格干预、能源结构调整及国际能源合作。其中以财政补贴维持国内成品油价格区间为核心手段，相关预算高度集中于终端消费补贴，释放出投入将随油价上行而持续增加的信号，支出端压力不断累积。**3) 更深层的问题在于多重约束正在挤压日本的财政空间。**国债收益率反弹推高偿债支出，财政债务付息支出占比升至近二十年高位。日本央行面临政策权衡困境，若维持利率不变以配合财政扩张，日元汇率将承受更大贬值压力，输入性通胀可能进一步加剧；若央行加息以应对汇率与通胀压力，债务成本将进一步攀升，财政持续性无法维持。而高油价对经济增长的抑制效应，则可能逆转当前改善的税收形势。

六、新兴市场：原油进口依赖国面临更严峻挑战

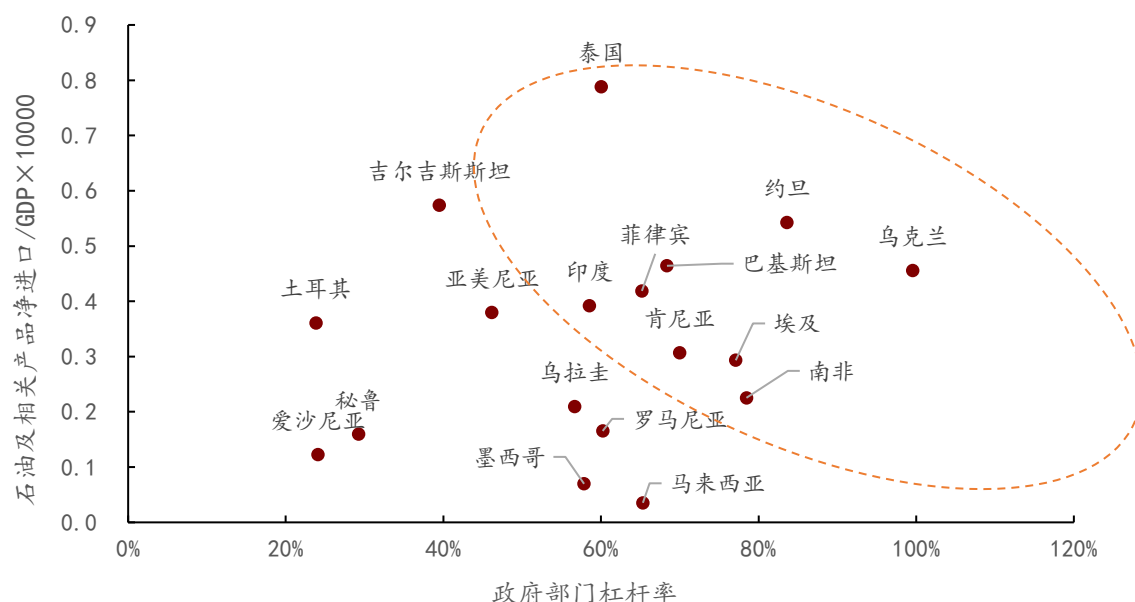
因原油价格的大幅上涨，新兴市场国家经济也受到严重冲击。新兴市场国家应对本次能源危机的主要措施可概括为以下几类：**1) 财政与价格干预。**通过减税、补贴和价格管控，直接平抑终端能源价格，将国际高油价与国内民生成本“隔离”。具体手段包括：削减或暂停燃油消费税、销售税及环保税；为生产商或进口商提供价格补贴以强制其让利消费者；动用价格稳定基金缓冲零售价涨幅；以及直接设定或限制最高零售价。**2) 能源供应保障。**从进出口和储备层面确保国内供应稳定。措施包括：对原油及成品油出口加征关税，优先保障国内市场供给；放宽环保限制，临时允许使用高污染燃料或提高煤电比例；以及通过行政命令，将工业用资源紧急转产为民用必需品。**3) 需求侧管理。**通过行政手段和倡议，直接降低全社会燃料消耗。主要方式有：限制非必要商业活动及政府

机构的运营时间；推行居家办公以减少通勤；发布限购令，限制个人单日购买量，并禁止囤积和投机行为。**4) 紧急行政与金融响应。**为快速应对供应链断裂，启动特殊行政状态和金融支持。包括：宣布全国进入能源紧急状态以简化行政流程；提供定向信贷支持，保障液化石油气等特定燃料的进口资金。**5) 进口渠道多元化。**主动调整海外采购策略，规避因地缘冲突导致的关键航道受阻，通过拓展供应来源国（包括不受传统制裁限制的渠道）来保障石油进口量。

新兴市场国家还存在两个天然的结构性的劣势。第一，除少数资源型国家外，大部分新兴市场国家均为对石化能源进口高度依赖的国家，过往能源储备和进口多元化举措也存在不足，这使得能源价格上涨和能源短缺的冲击来的极为猛烈，为稳定能源价格和能源供应所付出的财政成本也极为高昂。此外，能源价格上涨对国内经济的冲击，也为中期的财政减收埋下隐患。**第二，新兴市场国家利率大部分受到与美债之间利差的影响，**不论是美联储加息预期导致的美债收益率上行，还是避险情绪推动的全球资金回流美债，都容易带动新兴市场国家国债收益率上行。这也使得新兴市场通过政府债务扩张来应对能源危机的成本极高，且缺少自我调节能力。一旦形成“巨额能源补贴→财政亏空→被迫在收益率高位发债→进一步抬高国债偿付利息”的负向循环，就将面临财政崩溃、经济衰退和资本外流风险。

横向比较来看，石油及相关产品进口依赖度偏低、且此前政府债务率控制较好的国家，受影响的程度相对较小，能够较好维持国内财政和经济的稳定。而若同时具备石油及相关产品进口依赖度偏低、政府债务率偏高的国家，财政对能源危机的应对能力极差，更容易出现系统性风险。

图 51：主要新兴市场国家石油产品进口依赖与政府杠杆率



资料来源：CEIC、Trademap、招商证券。

表 6: 美伊冲突以来部分新兴市场国家出台的高油价应对政策

国家/地区	政策类型	政策内容
巴西	税收政策与价格补贴	由于近期国际油价显著上涨，卢拉于 3 月 12 日签署多项临时措施，将柴油进口税及销售税降至零，并为柴油进口商和销售商提供每升 0.32 雷亚尔补贴，前提是相关补贴金额需让利给消费者。经巴财政部测算，以上措施将使柴油进口商和销售商获得每升 0.64 雷亚尔总补贴。此外，巴政府已提高油品出口价格，对原油出口加征 12% 出口税，柴油产品加征 50% 出口税，以此调控国内油价，优先保障国内燃料油供应。
	信贷支持	巴西联邦政府发布一项临时措施，开放 3.3 亿雷亚尔的特别信贷，用于补贴液化石油气（GLP）的进口，以应对国际局势导致的价格上涨。该资金将确保进口 GLP 在巴西以与国产产品相同的价格销售，避免向最终消费者转嫁更高成本。措施初始有效期为 4 月 1 日至 5 月 31 日，可能根据国际价格走势延长两个月。
	税收政策	巴西联邦政府于 5 月 29 日发布第 12.991 号法令，将进口和销售航空煤油及生物柴油的 PIS/Pasep 和 Cofins 税收优惠延长两个月，至 2025 年 7 月 31 日。该措施由总统卢拉和财政部长杜里甘签署，航空煤油折扣系数维持 0.99987（相当于 99.99% 折扣），生物柴油为 1（100% 免税）。
	价格补贴	5 月 30 日，巴西联邦政府通过临时措施，正式授权向国内道路运输柴油生产商及进口商提供每升 1.12 雷亚尔的经济补贴，以稳定市场供应并保障能源安全。
印度	能源政策	印度政府 3 月依据《必需品法》，将工业资源转向基本民生消费。石油和天然气部长哈迪普·辛格·普里宣布，已下令国内炼油厂停止塑料生产，并增加民用液化石油气产量。
	税收政策	印度财政部 3 月 26 日宣布，汽油消费税将从每升 13 卢比降至 3 卢比，柴油消费税从每升 10 卢比降至 0 卢比。政府已决定承担能源价格上涨成本，稳住零售燃油价格；此次减税还将缓解石油企业面临的亏损，目前汽油每升亏损约 24 卢比，柴油每升亏损约 30 卢比。
	多元化采购	印度石油和天然气部 4 月 4 日表示，在中东局势导致霍尔木兹海峡石油供应受阻之际，印度炼油企业已采购伊朗石油。
	价格管控	印度政府 6 月 12 日出台了一项为期 90 天的汽油和柴油限购措施，禁止货运公司等机构用户在面向个人用户的加油站购买汽油和柴油，同时对普通消费者每日柴油购买量设限，一名消费者或一辆车每日购买量不得超过 200 升。
泰国	节能措施	泰国于 3 月 10 日发布紧急措施，通过推行居家办公、上调冷气温度及加快生物燃料替代等手段应对能源危机。
	价格补贴	泰国燃油基金管理委员会 3 月 16 日表示，为防止柴油零售价格超过每升 30 泰铢，已将柴油补贴提高至每升最高 18.31 泰铢，同时强调该措施仅为临时性安排。泰国燃油基金管理委员会表示，当前国际油价波动加剧，对能源成本及居民生活支出造成压力。此次上调补贴旨在短期内稳定国内燃油价格。
	价格管控	泰国能源部部长阿塔蓬宣布，燃油基金管理委员会决定将柴油零售价维持在每升 29.94 泰铢，为期 15 天，3 月 16 日起生效。
	价格管控	泰国燃油基金管理委员会 3 月 25 日批准削减柴油和汽油的燃料价格补贴，各类燃油零售价格 26 日起每升上涨 6 泰铢。
越南	节能措施	由于伊朗战争导致燃料供应中断和价格上涨，越南贸易部 3 月 10 日发表声明，呼吁当地企业鼓励员工居家办公以节省燃料。越南政府还呼吁企业和个人不要囤积或投机燃料。
	价格补贴	为缓解中东冲突对全球能源供应的冲击，越南已采取措施减轻燃料成本上涨对消费者的影响。越南政府周二午夜起动用燃油价格稳定基金，每升补贴最高 5000 越南盾，以抑制零售价上涨。
	税收政策	越南政府 3 月 27 日宣布，3 月 27 日至 4 月 15 日间暂停征收汽油、柴油和航空燃油的环保税以及汽油特别消费税。越南财政部说，这将使国家财政收入每月减少 7.2 万亿越南盾（约合 2.73 亿美元）。
	税收政策	越南国会办公厅 4 月 12 日宣布，为稳定国内油价，决定将暂停征收燃油税的期限由先前公布的 4 月 15 日延长至 6 月底。
菲律宾	能源政策	菲律宾政府 3 月宣布暂时提高燃煤发电比例，并允许在有限时间内使用成本更低但污染更大的欧 II 标准燃料。
	能源政策	菲律宾总统马科斯 3 月 24 日晚签署第 110 号行政令，宣布菲律宾全国进入能源紧急状态，以应对中东紧张局势对该国能源供应造成的冲击。
	税收政策	菲律宾总统马科斯 4 月 13 日宣布，暂时取消针对液化石油气及煤油的消费税，以应对国际能源供应紧张给菲律宾经济和民生造成的冲击。
	价格补贴	菲律宾政府在马尼拉大都会区启动向公共交通工具司机发放援助金，以及每公升柴油补贴 10 比索（约 0.21 新元）的援助计划，以应对中东冲突导致燃油价格上涨的压力。
	多元化采购	4 月 27 日，菲律宾能源部表示，美国已延长豁免，允许菲律宾继续从俄罗斯购买石油。该豁免从美国东部时间 4 月 17 日到 5 月 16 日生效，将“适用于所有国家”，也包括菲律宾。
非洲国家	税收政策与价格补贴	南非：政府实行燃油价格按月调整机制，并将燃油税下调约 0.17 美元，以减轻消费者负担。 埃塞俄比亚：政府通过实施燃油补贴政策，努力保持国内燃油价格相对稳定。 冈比亚：政府对柴油提供 24% 的补贴，使价格降至每升 1.29 美元；对汽油提供 3% 的补贴，使价格降至每升 1.32 美元。 摩洛哥：政府继续维持燃气补贴政策不变，以保障居民用气价格稳定。 纳米比亚：政府宣布将燃油税下调 50%，并计划将该措施延续至 6 月底。 赞比亚：政府已将燃油相关增值税降至零，并自 4 月 1 日起暂停征收消费税，为期三个月。 津巴布韦：政府已决定暂停征收柴油税，以稳定柴油市场价格。

资料来源：央广网、新华网、中国商务部官网、China Brazil Insight、联合早报、财联社、参考消息等，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。