仅供内部参考，请勿外传！

财通证券 CAITONG SECURITIES

一篇文献综述：经济萧条、右翼民粹与债务扩张

证券研究报告

宏观专题报告 / 2026.09.01

分析师 张伟
SAC 证书编号：S0160525060002
zhangwei04@ctsec.com

分析师 连桐杉
SAC 证书编号：S0160526080001
liants@ctsec.com

相关报告

1. 《补库仍待启动》 2026-08-31
2. 《财政整顿：贝森特能切动哪块蛋糕？》 2026-08-31
3. 《地产新政：慢药治本》 2026-08-30

核心观点

❖ **经济危机是右翼民粹崛起的重要催化剂，但关键并非一般意义上的经济下行，而是金融危机带来的信任崩塌。**

跨越 140 年、20 个发达经济体和 800 多次选举的历史证据显示，系统性金融危机后极右翼政党得票率平均上升约 30%，而普通衰退并不会产生同等效应。其核心机制在于，金融危机不仅造成失业和收入下降，更容易形成“精英获利、普通人埋单”的分配与道德叙事，进而削弱选民对传统政治体系的信任。从 1930 年代德国到 2008 年金融危机后的欧美政治变化，“金融危机—信任崩塌—右翼民粹”的链条具有较强的跨时代稳定性。

❖ **右翼民粹上台后，财政扩张与债务积累往往成为下一阶段的核心矛盾。**

Funke、Schularick 和 Trebesch 对 1900—2020 年 60 个国家、51 位民粹领导人的研究显示，民粹执政 15 年后，实际人均 GDP 相较非民粹反事实低约 10%，公共债务/GDP 则高约 10 个百分点，而且这一结论在左翼和右翼民粹中均成立。右翼民粹尤其面临“减税＋维持本土选民福利”的内在矛盾：既难以削减核心选民福利，又难以通过加税弥补财政缺口，最终更容易诉诸赤字融资；反精英政治进一步削弱财政部、央行等技术官僚约束，使财政纪律持续弱化。

❖ **但“民粹必然导致债务失控”并非无条件成立，制度约束决定了债务扩张的程度。**

欧洲与 OECD 国家的反面证据表明，在议会制、联合政府以及财政规则较强的经济体中，民粹执政与政府债务上升之间的因果关系明显减弱；而在总统权力集中、制度制衡较弱、民粹长期独占执政的国家，财政扩张更容易演变为不可持续的债务动态。因此，民粹的财政影响更接近一种受制度环境调节的慢性过程，制度约束是决定民粹最终能否转化为债务风险的重要变量。

❖ **民粹周期并非不可逆，但财政纪律重新获得民意支持需要较为苛刻的条件。**

文献显示，当通胀、债务或货币危机足够严重，使财政失衡转化为居民能够直接感知的成本时，选民可能重新接受财政整顿；与此同时，整顿方案需要更多依靠削减低效支出而非全面加税，并尽可能选择经济景气阶段实施。问题在于，紧缩本身又可能强化社会不满、重新滋养民粹，因此“民粹扩张—债务累积—财政整顿—政治反弹”可能形成循环。

❖ **风险提示：**历史经验的外推风险;民粹主义界定及政治立场划分存在主观性;财政与政治之间存在复杂的双向因果关系。

内容目录

1 民粹主义的概念与框架 3
2 经济萧条与右翼民粹崛起 3
3 右翼民粹与政府债务扩张 6
4 建制回归与财政纪律重建 8
5 当代全球政治环境与特征 10
6 主要结论与未来趋势展望 11
7 风险提示 12

图表目录

图 1：纳粹党在德国国会选举中的得票率（1928—1933） 5
图 2：民粹主义领导人执政 15 年后的经济后果（相对非民粹反事实） 7
图 3：海外主要经济体现任领导人政治立场分布，截至 2026 年 8 月 11

表 1：拉美民粹主义宏观经济周期的四阶段演化 7
表 2：海外主要经济体现任领导人及政治立场梳理 10



1 民粹主义的概念与框架

政治学界目前的主流共识，是荷兰学者卡斯·穆德（Cas Mudde）提出的“观念路径”（ideational approach）定义：民粹主义是一种“薄中心意识形态”，它把社会切成两个同质且敌对的阵营——“纯洁的人民”与“腐败的精英”，并主张政治应当是人民“公意”的直接表达。这个定义有两个要点值得咀嚼。其一，民粹主义的核心是道德二分而非利益二分：人民与精英的区别不在于阶级、不在于贫富，而在于“纯”与“腐”——这决定了民粹话语天然带有道德审判色彩。其二，它“薄”。薄意味着它不能独立回答“好日子长什么样”这类厚问题，必须依附于某种“厚意识形态”才能落地——附着于民族主义、排外主义，就是右翼民粹；附着于社会主义、再分配主义，就是左翼民粹。

与穆德相互补的是杨-维尔纳·穆勒（Jan-Werner Müller）的“反多元”判据：民粹主义者不仅是反精英的，更是反多元主义的——他们声称自己独占对“真正人民”的代表权，凡不认同者即非人民。这一特征解释了民粹执政后为何倾向于侵蚀制衡机制：如果反对者被定义为“人民的敌人”，那么法院、央行、媒体的独立性就都成了“人民意志”的障碍物。

经济学界对民粹另有一套更“实”的定义。多恩布什（Rudiger Dornbusch）与爱德华兹（Sebastian Edwards）在研究拉丁美洲的基础上提出“宏观经济民粹”（macroeconomic populism）：一种强调增长与收入分配、同时系统性地低估通胀风险、赤字融资风险、外部约束以及经济主体反应的政策范式。请注意这个定义的锋芒所在——它根本不谈政治修辞，只看财政货币行为：只要一个政府习惯性地用赤字和印钞去兑现竞选承诺，它在经济学意义上就是民粹的，无论其自我标榜是左是右。本文讨论“债务扩张”时，采用的正是这个定义。

再看光谱：“左”与“右”的标签起源于 1789 年法国国民议会的座位安排——支持旧制度者坐右侧，支持变革者坐左侧。历经两个多世纪的演化，当代西方语境下的基本分野大致稳定：左翼强调平等、再分配、国家干预、劳工权利与文化进步主义；右翼强调秩序、传统、市场自由、国家认同与等级权威。光谱两端各有极端形态：极左通向共产主义，极右通向法西斯主义。

套到民粹主义上，左右两翼的民粹共享“人民 vs 精英”的薄内核，但填充物截然不同。左翼民粹（如西班牙“我们能”党、法国“不屈法国”）把“人民”定义为被新自由主义剥削的多数，敌人是金融资本与政治寡头的合谋，政策主张以再分配和凯恩斯式扩张为核心。右翼民粹（学界常称“民粹激进右翼”，PRR）则把“人民”按族群和文化边界来定义，穆德概括其三大构件：民粹主义＋本土主义（nativism）＋威权主义——本土主义主张国家应由“本土族群”独占，非本土元素本质上是威胁；威权主义主张以严厉秩序惩罚越轨。因此右翼民粹的敌人清单上，除了“腐败精英”，还有移民、少数族裔、国际组织和“全球主义者”。

罗德里克（Dani Rodrik）为这种分野提供了经济学解释：民粹取左还是取右，取决于全球化冲击以何种形式打到选民身上。当冲击主要来自资本流动与金融全球化（拉美典型），矛盾指向富人，催生左翼民粹；当冲击主要来自贸易与移民（欧洲典型），矛盾指向外国人和外来者，催生右翼民粹。这一判断对本文至关重要：发达经济体过去四十年承受的主要冲击形态，决定了其民粹浪潮天然偏右。这也是为什么本文聚焦于“右翼”民粹——不是因为左翼民粹不存在，而是因为在大萧条以来发达经济体的危机政治史中，右翼始终是更大的受益者。

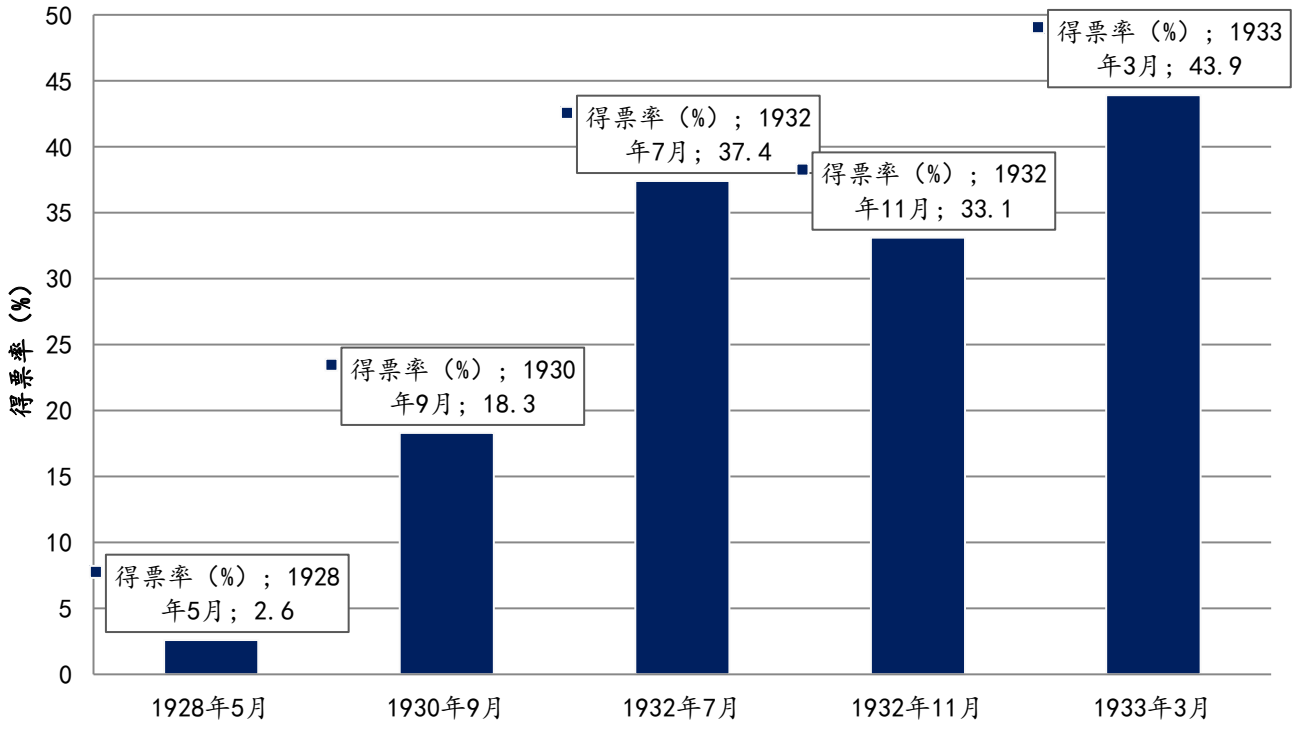
2 经济萧条与右翼民粹崛起

1930 年代的德国是理解“萧条—极端主义”因果链的教科书样本，但过去十五年间的经济史计量研究，把这个“众所周知的故事”变成了可检验的因果推断。

德布罗姆海德（Alan de Bromhead）、艾肯格林（Barry Eichengreen）与奥罗克（Kevin O’Rourke）考察了 1919—1939 年间 28 个国家的 171 次选举，聚焦公开主张推翻现行体制的“反体制政党”得票。核心结论有三：第一，大萧条确实利好法西斯——决定极端政党得票的不是选举当年的经济增速，而是累计增长表现，持续的深度收缩才是燃料；第二，这种效应并非均匀分布，在民主历史短、已有极端政党进入议会、选举制度门槛低、且是一战战败国的国家最强；第三，最关键的一条——萧条拖得越久，极端主义越凶。这组条件叠在一起，几乎就是对魏玛德国的逐条画像，但作者强调：德国的特殊性放大了效应，却并没有发明效应，跨国样本的统计显著性不靠德国一个国家撑起来。

更精细的证据来自多尔、吉斯勒、佩德罗与福特（Doerr, Gissler, Peydró & Voth）对 1931 年德国银行危机的微观研究。1931 年夏，奥地利信贷银行倒闭引发中欧银行恐慌，德国四大银行之一的达纳特银行（Danatbank）因纺织业大客户违约而遭挤兑，德累斯顿银行随之倒下，德国被迫休市三周、事实退出金本位。研究者利用五千多家企业的“危机前银企关系”数据发现：企业越是暴露于倒闭银行，所在城市的信贷收缩越狠、工资总额和居民收入降幅越大，纳粹党得票增幅也越猛——由银行危机驱动的一个标准差的收入下降，对应纳粹党支持率上升 4.3 个百分点（1930—1933 年纳粹党得票率平均上升约 22 个百分点）。更具寒意的是非经济渠道：达纳特银行的董事长是犹太裔银行家雅各布·戈德施密特，纳粹宣传机器立即把危机包装成“犹太金融祸国”的活证据——结果，暴露于达纳特银行的城市纳粹得票显著上升，而暴露于同样倒闭、但没有被反犹宣传点名的德累斯顿银行的城市，则几乎没有额外极化；在反犹传统深厚的城市，同样的经济冲击转化出了更多的纳粹选票。这个设计的识别力在于：同样的钱荒，有没有“替罪羊叙事”可用，决定了它转化为经济不满还是转化为政治仇恨。

图1: 纳粹党在德国国会选举中的得票率（1928—1933）



数据来源：NBER，de Bromhead, Eichengreen & O'Rourke（2013, JEH），财通证券研究所

总量层面的走势同样直观：1928 年纳粹党还是只得票 2.6%的边缘小党，1930 年 9 月（大萧条传导至德国后首次大选）跃升至 18.3%，1932 年 7 月达到 37.4%成为国会第一大党，1933 年 3 月在半威权环境下录得 43.9%。值得一提的是艾肯格林在《民粹主义的诱惑》中做的另一个跨国对照：同样面对萧条失业，英国的救济削减滞后于工资下降，德国则相反——福利体系对危机受害者的“缓冲能力”差异，在很大程度上解释了两国政治走向的分野。萧条本身不自动生产法西斯，萧条加上失效的社会安全网才生产。

单个时代、单个国家的证据再扎实，也难免被质疑“会不会只是巧合”。芬克（Manuel Funke）、沙拉里克（Moritz Schularick）与特雷贝施（Christoph Trebesch）2016 年发表于《欧洲经济评论》的研究，把时间轴一口气拉到 140 年：他们构建了覆盖 20 个发达经济体、1870—2014 年、800 多次大选的长周期数据库，专问一个问题——系统性金融危机之后，政治会发生什么。

答案是清晰且冷峻的。金融危机之后，极右翼政党的得票率平均上升约 30%（相对危机前水平）；政府多数席位缩水、议会碎片化加剧、政策不确定性显著抬升；罢工、骚乱与反政府示威等社会动荡同步上升。更重要的是两个“否定性发现”：普通衰退不会触发这种动态，非金融性质的严重宏观冲击也不会——也就是说，把选民推向极右的不是“日子难过”本身，而是金融危机特有的叙事结构：银行家肇事、纳税人埋单、精英互保、无人担责。选民的怒火需要一个具体的、道德上可憎的对象，而金融危机恰好把这个对象递到了极右翼的嘴边——极右翼惯用的归因方式，正是把灾难归咎于少数族群或外国人。

同一批作者的延伸研究还发现了一个常被忽略的不对称：经济下行期，受益的是右翼（包括温和右翼与极右翼）；左翼政党反而在经济景气期表现更好。这一模式

在 140 年、20 个国家的样本里跨时代、跨地域地稳定存在，并且在控制提前选举和在任者惩罚效应后依然成立。类似地，布吕克纳与格律纳（Brückner & Grüner）对 1970—2002 年 OECD 国家的分析发现，人均 GDP 增速每下降 1 个百分点，右翼/民族主义政党得票率约上升 1 个百分点，而极左与共产主义政党并不能同等受益。**把三条证据链并排看，结论是令左翼沮丧的：经济寒冬里，选民向右走，这不是 1930 年代的偶然，而是过去一个半世纪的统计规律。**

2008 年危机是上述历史规律的现代重演，也是文献密度最高的一段。先看危机的体量：希腊 GDP 缩水约 25%、失业率达 30%；西班牙失业率突破 20%；美国失业率翻倍至 10%——这是自大萧条以来发达经济体最深的一次集体坠落。

古里耶夫与帕帕约安努（Guriev & Papaioannou）在其被引用逾千次的综述《民粹主义的政治经济学》中，把 2008 年后民粹崛起的机制拆成四条。其一，危机前执政的恰是中右与中左主流政党，民粹领袖可以毫不费力地把账算到“建制派”头上。其二，银行救助制造了强烈的相对剥夺感——纳税人掏钱救了肇事者，民粹主义者顺势指控“银行家与旧政党串通脱罪”。其三，危机后的紧缩削弱了社会安全网，制造了普遍的不公平感；阿尔干等人（Algan et al., 2017）的研究证实，地区层面的失业冲击同时推高了对政治体制的不信任与对民粹政党的支持，信任危机与民粹崛起是同一枚硬币的两面。其四，紧缩往往是 IMF 和欧盟等超国家机构施压的结果，这让民粹主义者得以把国内不满与反全球化、反欧盟纲领缝合在一起。瑞典的微观证据给出了量化尺度：每多两名被裁员的低技能本土工人，瑞典民主党就多一张选票，低技能本土裁员约能解释极右翼得票增量的三分之一。

英国脱欧则是“紧缩政治”的标志性案例。费策（Thiemo Fetzer）的研究显示，2010 年后英国保守党政府大幅削减社会福利与地方财政，受紧缩冲击最重的地区对英国独立党（UKIP）的支持显著上升，并在 2016 年脱欧公投中投出了决定性的 Leave 票——紧缩通过剥夺“全球化输家”的补偿性社会政策，直接喂大了右翼民粹。美国一侧，艾肯格林把 2016 年特朗普胜选置于近两百年民粹史中定位：民粹在“经济不安全感＋国家认同受威胁＋政治体系无回应”的三重组合下被激活，而美国补丁式的福利体系恰恰无力缓冲全球化与制造业衰落的冲击。罗德里克则从理论层面指出，高级阶段的全球化本身就会在政治上“超调”——贸易与移民冲击的可分配性，决定了反弹迟早会来，差别只在以左还是以右的面目出现。

从 1870 年到 2020 年，从柏林到俄亥俄，“金融危机→信任崩塌→右翼民粹”的传导机制表现出惊人的跨时代稳定性。金融危机制造的不只是失业，更是一种“规则被精英操纵”的道德叙事，而这正是右翼民粹最趁手的武器。

3 右翼民粹与政府债务扩张

右翼民粹执政后，财政会发生什么?民粹政权在财政上几乎总是不负责任的——这不是道德指控，而是有百年跨国数据支撑的统计事实；其深层机制在于，民粹政治的运作逻辑本身就瓦解了财政纪律所依赖的约束结构。

多恩布什与爱德华兹 1990/1991 年的经典研究，为拉美民粹政权总结出一条近乎机械的四阶段周期：

表1: 拉美民粹主义宏观经济周期的四阶段演化

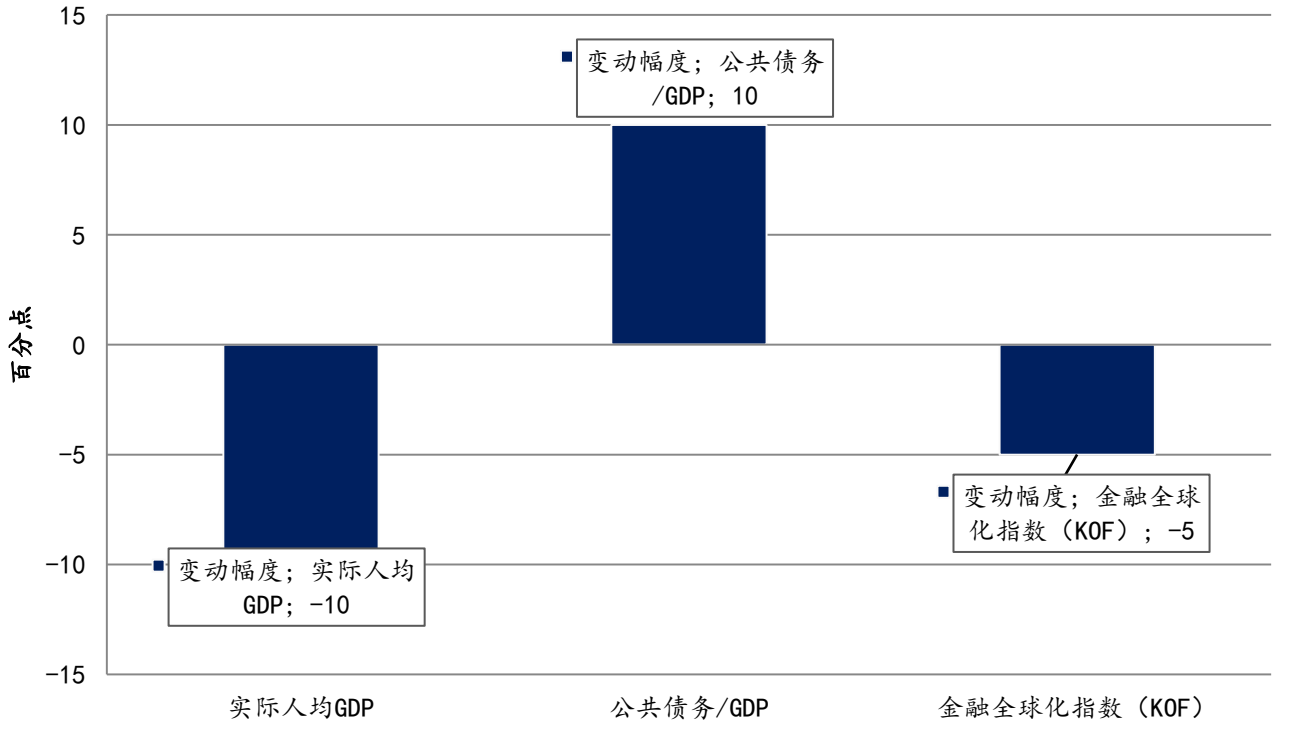
阶段	政策与经济表现	财政后果
Ⅰ 蜜月期	大规模财政扩张，实际工资与就业上升，GDP 增长，通胀暂时温和，闲置产能消化	储备下降或举债开始
Ⅱ 瓶颈期	通胀抬头，供给瓶颈出现，政府诉诸物价与汇率管制	补贴激增，预算赤字大幅扩大，经济滑向滞胀
Ⅲ 崩溃期	短缺、通胀加速（乃至恶性通胀）、资本外逃	税收萎缩＋通胀税失效，赤字失控
Ⅳ 清算期	新政府被迫推行正统稳定化方案	实际工资跌破周期起点

数据来源： Dornbusch, R. & Edwards, S. (1991), The Macroeconomics of Populism in Latin America, University of Chicago Press；财通证券研究所整理

两位作者总结这一范式的定义性特征——“强调增长与分配，贬低通胀与赤字融资的风险、外部约束和经济主体的反应”——并指出一个历史讽刺：民粹政策失败时，代价总是精确地落在它宣称要帮助的群体头上。克鲁格曼后来将基什内尔时代的阿根廷与委内瑞拉列为这一范式的当代案例。需要说明的是，多恩布什爱德华兹的原始样本是拉美左翼民粹。那么右翼民粹是否适用？这正是近十年文献要回答的问题。

芬克、沙拉里克与特雷贝施 2023 年发表于《美国经济评论》的研究，构建了 1900—2020 年间 60 个大国的民粹领导人数据库（51 位可识别的民粹总统/总理，样本覆盖全球 GDP 的 95%以上），用合成控制法为民粹执政“算总账”。结果如图所示：

图2: 民粹主义领导人执政 15 年后的经济后果（相对非民粹反事实）



数据来源：Funke, Schularick & Trebesch（2023, AER），财通证券研究所

执政 15 年后，民粹治下的实际人均 GDP 比可信的非民粹反事实低约 10%；公共债务占 GDP 之比高出约 10 个百分点；金融全球化指数下降约 5 个点；通胀趋于

上行，制度质量持续侵蚀，且这些结果在按左翼/右翼、地区、时代切分的子样本中都稳健成立。就债务而言，作者明确指出：扩张性财政不是左翼民粹的专利，右翼民粹执政同样出现显著更高、乃至不可持续的债务动态——1990 年代以前左翼民粹的债务激增更迅猛，但右翼民粹治下的高债务比率同样清晰可辨。换言之，在“用明天的钱买今天的选票”这件事上，左右民粹是殊途同归的。

右翼民粹还有一套自己的财政逻辑。文献指出，激进右翼的经济政策由其意识形态三要素推导而来：本土主义推导出“福利沙文主义”（welfare chauvinism）——福利只对“本土人民”敞开，移民被排除在外；同时推导出贸易保护与经济民族主义（“国际贸易是零和游戏”）；民粹本身则推导出“生产者主义”——恩惠只给“辛勤工作的人民”，不给“懒惰者”和“寄生虫”。这套组合的政治后果是：右翼民粹无法严肃地削减福利——因为福利是其核心选民（本土蓝领与退休者）的命根子；它也无法严肃地加税——因为其选民反感为“外人”纳税。两头堵死之后，赤字融资就成了唯一的出口。与此同时，民粹政权对央行独立性的系统性施压（实证研究显示民粹程度与“施压央行”显著正相关）进一步拆除了债务货币化的最后闸门。

把机制链条收拢一下：右翼民粹的政治环境之所以天然侵蚀财政纪律，原因有三——第一，反精英叙事瓦解了技术官僚约束（财政部、央行、独立财政委员会的“专家权威”被贴上“建制派”标签）；**第二，**“人民公意”的独占性主张把任何痛苦的财政选择都变成了政治自杀，政策被即期民意裹挟；**第三，**福利沙文主义与减税承诺的组合在算术上只能由赤字弥合。特朗普第一任期后美国联邦债务的持续攀升、2025 年连任后进一步的大规模减税议程，与文献描述的右翼民粹财政行为高度吻合。

严谨的综述还必须报告反面证据。斯坦科夫（Petar Stankov）2025 年针对欧洲与 OECD 国家 1950—2022 年的研究发现：在这些议会制民主国家，民粹执政与政府债务上升之间并没有足够强的因果证据，效应即便存在也很小。**存在三个解释：其一，**这些国家的财政规则与民主制衡使糟糕的财政行为会在下次选举中被惩罚；**其二，**欧洲民粹政党迄今多在联合政府中担任次要伙伴，对预算的掌控有限；**其三，**议会制与总统制的结构差异可能解释了为何民粹的财政破坏性主要集中在总统制国家（拉美、美国）。其援引的相关研究甚至发现，极右翼组阁的内阁倾向于限制赤字，而极左内阁更倾向财政扩张。

如何调和这与上文的百年证据？民粹的财政毒性不是即时的化学反应，而是受制度浓度稀释的慢性过程。在制衡薄弱、总统集权、民粹长期独占执政的地方，债务扩张迅猛而剧烈；在议会制、联合政府、财政规则健全的地方，毒性被约束机制部分中和——但 2008 年后欧洲民粹从“次要伙伴”走向“主要执政党”的趋势，恰恰在抽掉这层稀释剂。制度约束是变量，不是常量。

4 建制回归与财政纪律重建

右翼民粹环境下，财政纪律松散、债务无序扩张；而任何试图收拾残局的建制派政府，都必须推行痛苦的财政整顿——可如果民意已被民粹化，选民凭什么投票支持“勒紧裤腰带”的政党？这个死结并非无解，但解开它需要一组相当苛刻的条件同时就位。

班萨克、贝克特尔与马加利特（Bansak, Bechtel & Margalit）2021 年发表于《美国政治科学评论》的跨国调查发现：面对严重经济衰退，多数选民实际上偏好紧缩方案而非财政刺激——基于五个欧洲国家的原创调查与联合实验，选民对整顿的支持高度依赖于方案的具体构成：对所得税上调和养老金削减的抵触最强，而对

精心设计的组合包可以给出多数支持；意识形态与党派信号在其中起重要作用。作者由此提出一个尖锐的判断：历史上各国紧缩方案的民意支持度，很大程度上反映的是政府对方案的战略性设计能力，而非选民的非理性。这与“财政保守主义”文献一脉相承：多项调查实验发现，选民普遍厌恶政府债务、原则上支持平衡预算——选民要的是“既要、又要”之外的取舍真相。德国前财长朔伊布勒那句名言可作注脚：“愿望的总和永远大于可支配的钱。多数人想要更多的公共服务、更少的税、还没有债务——这三样无法同时成立。”

硬币的另一面同样扎实。许布舍尔、萨特勒与瓦格纳（Hübscher, Sattler & Wagner）基于德、意、葡、西、英五国调查发现：选民确实惩罚推行紧缩的政府，连任概率显著下降，且对削减开支的反感强于对增税的反感。阿莱西纳等人（Alesina et al.）为 IMF 完成的研究把分解做得更细：以增税为主的紧缩（规模相当于 GDP 的 1%）平均使执政领袖所在党的得票率下降约 7 个百分点；以削减支出为主的整顿平均而言选票代价中性，且对右翼执政者反而有利、对左翼执政者不利；在经济景气期推行整顿，选票代价显著小于衰退期。这解释了为什么阿莱西纳等人在《紧缩：何时有效，何时无效》中坚持“支出型整顿优于税收型整顿”——不仅是增长效应更好，政治存活率也更高。

还有一条更沉重的文献链：紧缩本身会反哺民粹。费策对英国的因果研究显示紧缩显著助推了 UKIP 与脱欧；对拉美、南欧的多国研究同样发现财政紧缩与民粹得票、政党体系极化、社会动荡正相关。阿莱西纳与德拉赞 1991 年的“消耗战”模型则从理论上解释了这一困局：稳定化之所以被延迟，是因为各政治集团都想把整顿成本转嫁给对方，拖延本身成了均衡。

把两面对起来，答案逐渐成形：民意重新支持建制派财政整顿的条件，大致有四条——第一，危机要“够疼”：通胀、债务逼债或货币危机把抽象的财政可持续性问题变成每个家庭的具体痛感，选民才会把整顿视为“止损”而非“剥夺”——这正是班萨克等人发现“衰退中多数选民偏好紧缩”的前提：他们偏好的是对危机的回应，而非平时的自残；第二，方案构成要正确：以削减低效支出为主、辅之以对富人和寻租者的增税，比全面加税的民意代价小得多——左翼选民更能接受累进税，右翼选民更能接受支出削减，聪明的整顿方案会精确配比；第三，时机要在景气期：衰退期推行整顿，选民分不清“痛”来自危机还是来自政策，会把账全算在执政者头上；景气期推行则代价大减；第四，执行者的政治身份要“对口”：支出型整顿由右翼政府推行几乎无损，左翼政府推行则遭自家选民惩罚——“尼克松去中国”式的政治不对称真实存在。

阿根廷为上述条件清单提供了罕见的检验。米莱 2023 年 12 月上台时，阿根廷正处在民粹宏观经济学周期的“第III阶段”：三位数月度通胀、财政货币双失控。他推行的电锯式紧缩——砍补贴、裁部委、放开汇率——在教科书意义上属于最痛苦的支出型整顿。然而结果是：月度通胀降至个位数，财政实现平衡，2025 年 10 月中期选举中，其政党“自由前进”以约 41%的全国得票率横扫，国会席位翻倍，。米莱的支持率虽有波动，但在执政第三年仍维持在相当高的水平。

米莱恰好同时满足了全部四个条件——危机疼到无须动员（条件 1）；整顿以砍支出和砍官僚为主而非普遍加税（条件 2 的前半）；他本人是政治局外人、且把整顿定义为“向种姓政治精英开战”，身份上不属于被惩罚的建制派，反而用民粹话语为民意打了麻药（条件 4 的变体）；至于时机，他的赌注是先深跌、后在复苏期收获选票（条件 3 的倒用）。这个案例的启示颇为反讽：把选民从民粹财政里拉回来的，未必是建制派，也可能是一个“财政正统的民粹者”——但历史数据表明这种组合是稀缺品，51 位民粹领导人里，债务下降者寥寥。

5 当代全球政治环境与特征

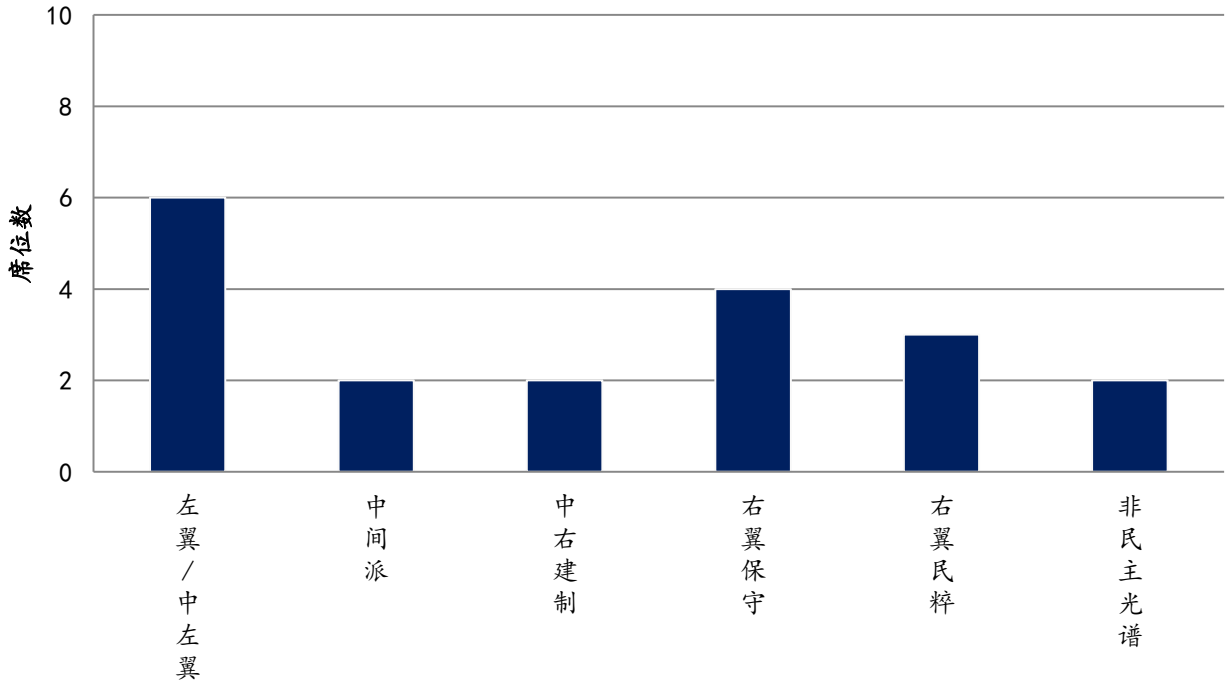
以下对海外主要经济体现任国家元首/政府首脑的政治立场作客观梳理，截至 2026 年 8 月，仅作事实陈列，不作主观评价。

表2: 海外主要经济体现任领导人及政治立场梳理

成员	现任领导人	所属政党	政治立场（客观描述）
美国	唐纳德·特朗普	共和党	右翼民粹、民族主义保守
阿根廷	哈维尔·米莱	自由前进党	右翼自由意志主义民粹
印度	纳伦德拉·莫迪	人民党	右翼民族保守、印度教民族主义
意大利	焦尔吉娅·梅洛尼	兄弟党	右翼民族保守
土耳其	雷杰普·塔伊普·埃尔多安	正义与发展党	右翼民族保守、伊斯兰主义倾向
印度尼西亚	普拉博沃·苏比延多	大印尼运动党	右翼民族主义民粹
日本	高市早苗	自民党	保守右翼、防务鹰派
德国	弗里德里希·默茨	基民盟/基社盟	中右翼建制保守
俄罗斯	弗拉基米尔·普京	-	威权保守民族主义
沙特阿拉伯	穆罕默德·本·萨勒曼	君主制	威权君主制下的经济改革者
法国	埃马纽埃尔·马克龙	复兴党	中间派、自由建制派
加拿大	马克·卡尼	自由党	中间派技术官僚
英国	安迪·伯纳姆	工党	中左翼
澳大利亚	安东尼·阿尔巴尼斯	工党	中左翼
韩国	李在明	共同民主党	中左翼
巴西	卢拉·达席尔瓦	劳工党	左翼
墨西哥	克劳迪娅·辛鲍姆	国家复兴运动党	左翼
南非	西里尔·拉马福萨	非国大	中左翼

数据来源：各国政府官网、BBC、Reuters、NPR、AP、The Economist、European Commission 等，财通证券研究所整理

图3: 海外主要经济体现任领导人政治立场分布，截至 2026 年 8 月



数据来源：Funke, Schularick & Trebesch（2023, AER），财通证券研究所

6 主要结论与未来趋势展望

根据前文可以得到一幅完整的图景:

危机造民粹。 从 1870 年以来的 140 年、20 国、800 次选举的数据看，系统性金融危机之后极右翼得票率平均上升约 30%，而普通衰退无此效应；大萧条的跨国计量与德国 1931 年银行危机的微观证据，分别从宏观与微观两端钉死了“金融危机→右翼极端主义”的因果链；2008 年危机后的欧美政治余波——信任崩塌、紧缩怨恨、脱欧与特朗普——是同一机制的现代版本。经济萧条之所以特别滋养右翼而非左翼，根源在于金融危机提供了“精英作恶、外人分食”的叙事原料，而这恰是右翼民粹的标准弹药。

民粹造债务。 百年间 51 位民粹领导人的执政记录显示，民粹执政 15 年后人均 GDP 低约 10%、公共债务/GDP 高约 10 个百分点，左右皆然。右翼民粹侵蚀财政纪律的机制是结构性的：反精英叙事瓦解技术官僚约束，“公意独占”使痛苦财政选择成为政治自杀，福利沙文主义与减税承诺的算术缺口只能由赤字弥合，对央行的施压则抽掉最后闸门。在制衡薄弱的总统制国家，这一毒性立竿见影；在议会制与联合政府约束下则被部分稀释——但稀释剂本身正在被抽走。

民意可以再校准，但条件苛刻。 选民并非永远拒绝整顿——危机足够疼、方案设计得当（减支为主、精准加税）、时机落在景气期、执行者身份“对口”时，多数选民可以支持财政纪律的回归。米莱在阿根廷的中期选举大胜证明这种再校准在现

实中可行；但同样坚实的证据是，紧缩本身会反哺民粹，“消耗战”式的拖延是政治均衡的常态。

落到当下：海外主要经济体的版图上，右翼民粹与右翼保守力量已占相当分量，而中左翼建制派的回潮（英、澳、韩、加）也在同步发生——历史文献提示我们，这两条线的角力结果，将很大程度上取决于下一轮经济下行以何种形态到来、以及各国财政缓冲垫还剩多厚。**债务是民粹时代留给后民粹时代的账单；谁来说服选民付账，是未来几年西方政治的核心悬念。**

7 风险提示

（1）历史经验的外推风险。 本文主要基于欧美及拉美历史样本，不同国家在政治制度、财政规则、央行独立性及社会结构等方面存在明显差异，历史规律未必能够完全解释当前政治经济环境。

（2）民粹主义界定及政治立场划分存在主观性。 学术文献对“右翼民粹”“右翼保守”及“建制派”等概念尚无完全统一的分类标准，不同口径可能影响样本划分及实证结论。

（3）财政与政治之间存在复杂的双向因果关系。 债务扩张既可能是民粹执政的结果，也可能受到经济衰退、战争、人口老龄化等因素共同驱动；财政紧缩与民粹支持率之间同样可能存在内生性，因此相关研究结论不宜简单理解为单向因果关系。

信息披露

● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。
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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。