下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券 CAITONG SECURITIES

主要经济体财政负担横评

证券研究报告

宏观专题报告 / 2026.10.08

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

分析师 万琦
SAC 证书编号：S0160525090007
wanqi@ctsec.com

相关报告

1. 《9 月 PMI：出口韧性与供给偏紧并存》2026-09-30
2. 《装备制造业依旧是核心利润支撑》2026-09-28
3. 《主权债务危机期间的大类资产表现》2026-09-28

核心观点

- **全球长端国债收益率持续上行背景下，财政可持续性压力成为当前市场核心关切。**近期主要经济体长端国债收益率同步走高至多年高位，本轮债市调整受地缘冲突推升通胀、高债务存量下信用风险溢价抬升、产业创新浪潮引发融资分流等多重因素驱动。本文从财政收支流量、债务存量、偿债压力、财政潜在空间、结构性压力等维度，对全球主要大型经济体开展跨国对比与历史对照，尝试评估当前财政压力水平与债务风险。

- **横向跨国对比显示，主要经济体财政压力整体呈结构性抬升态势，内部梯队分化特征显著。**财政收支层面，近年多数经济体赤字中枢较此前阶段抬升：德国由财政盈余转向结构性赤字；美国财政赤字规模处于高位；仅日本、加拿大依托税收回暖或支出约束出现边际改善。债务存量呈现明确梯队格局：日本政府负债率处于全球最高水平，意大利、美国、法国、加拿大稳定运行在高债务区间；中国债务率上行节奏相对更快。偿债压力分化鲜明：美国、英国利息负担抬升显著，日本仍维持净利息收入格局。债务可持续性核心指标显示，仅俄罗斯、意大利、英国债务存在内生扩张压力，其余多数经济体具备自发收敛基础；全球普遍面临支出刚性抬升、生产性财政投入占比下行的结构性约束。

- **纵向对比历史典型主权债务危机，当前主要经济体尚未释放系统性债务危机信号。**历史主权债务危机普遍呈现赤字失控扩张、债务率大幅跳升、偿债压力快速攀升的共振特征，本币贬值往往显著放大外债风险。当前主要经济体赤字水平虽偏高，但未出现危机期典型的失控式跳升；债务率攀升节奏平缓，远低于危机期间的剧烈涨幅，且主要债务大国内债占比高，汇率驱动型债务冲击概率较低；利息负担分化明显，未出现普遍的偿债压力恶化。

- **整体风险分层可控，中长期结构性压力仍需警惕。**德国、加拿大财政安全垫较厚、债务动态收敛，处于低风险层级，可持续性稳健。日本、英国、美国、中国、印度、俄罗斯仅存在局部结构性约束，各自依托本土投资者基础、储备货币地位、增长韧性或资源禀赋形成风险对冲，未形成系统性风险。法国、意大利财政脆弱性相对突出，分别受制于财政整固落地不畅与高债务低增长的内生压力。总体来看，当前主要经济体无即时债务危机风险，但老龄化刚性支出、利率上行再定价等中长期压力仍将持续考验财政可持续性。

- **风险提示：**利率上行超预期推升偿债压力；财政支出刚性强化与财政整固不及预期导致债务累积；外部冲击共振放大债务风险

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 横向对比 3
1.1 财政收支流量 3
1.2 政府债务存量 7
1.3 付息压力 9
1.4 财政潜在空间与结构性财政压力 12
1.5 财政支出刚性 14
2. 纵向对比 14
风险提示 19

图表目录

图 1：海外发达经济体 10 年期国债收益率处于上行趋势 3
图 2：全球主要经济体一般政府净借出/借入占 GDP 比重对比 4
图 3：社保是欧盟政府的重要支出分项 5
图 4：欧盟人口金字塔图：2010 年与 2025 年（占总人口比重，%） 5
图 5：日本老龄化加大社保刚性支出压力 6
图 6：日本社保相关支出占比较大 6
图 7：俄罗斯财政收入受能源行情影响 7
图 8：全球主要经济体一般政府总债务占 GDP 比重对比 8
图 9：全球主要发达经济体负债率贡献效应拆分 9
图 10：日本一般政府利息收入占 GDP 比重领先 10
图 11：日本金融资产存量占 GDP 比重领先 10
图 12：全球主要经济体一般政府净利息支付占 GDP 比重对比 11
图 13：重点经济体利息收支占比 GDP 变动 11
图 14：全球主要经济体一般政府净利息支付占政府收入比重对比 12
图 15：全球主要经济体利率与增长率差值（IMF 预测）对比 13
图 16：发达经济体与新兴经济体之间 r-g 的分化 14
图 17：全球主要经济体一般政府净借出/净借入占 GDP 比重纵向对比 16
图 18：全球主要经济体一般政府总债务/GDP 纵向对比 16
图 19：全球主要经济体一般政府利息支付净额占 GDP 比重纵向对比 17

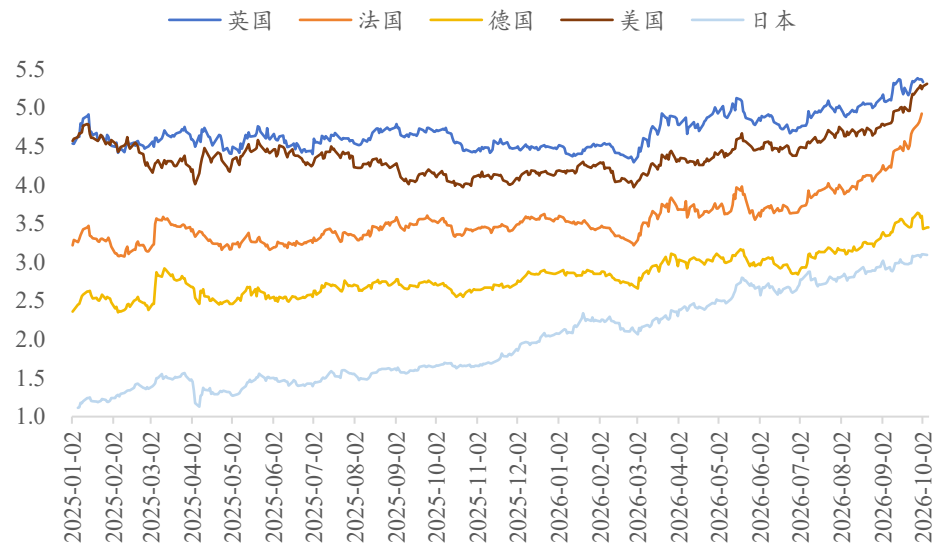
下载日志已记录，仅供内部参考

近期，全球主要经济体国债收益率持续上行引发市场广泛关注。美国 10 年期国债收益率突破 5.27%，创 2007 年 6 月以来新高；日本 10 年期国债收益率突破 3%，为 1996 年以来高位；英法德等欧洲经济体长端收益率亦同步攀升至多年高点。

本轮债市调整由多重因素共同驱动：AI 产业浪潮引发的企业融资需求对主权债形成资金也形成一定分流效应，地缘冲突推升国际油价形成通胀传导效应，同时高债务存量下财政可持续性担忧加剧信用风险溢价。

本文尝试从财政负担角度，系统梳理全球主要经济体的财政压力水平。

图1: 海外发达经济体 10 年期国债收益率处于上行趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

1. 横向对比

考虑数据口径的统一性，我们基于财政收支流量、债务存量、偿债压力、财政潜在空间、结构性财政压力等角度，选取不同指标开展跨国对比；样本经济体按 2025 年全球名义 GDP 规模筛选，排名前十经济体分别为美国、中国、德国、日本、英国、印度、法国、俄罗斯、意大利、加拿大。

1.1 财政收支流量

财政收支流量维度，本文选取一般政府净借出/净借入占 GDP 比重作为核心观测指标，用以刻画财政收支的综合平衡状况。

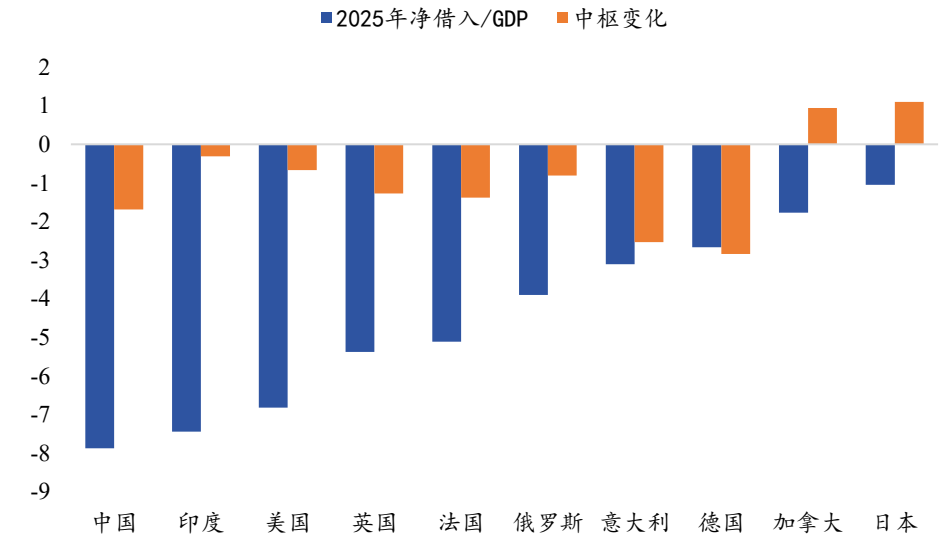
通过对比 2016-2020 年、2021-2025 年两个五年区间指标中枢可以发现，样本内全球主要经济体财政立场整体呈现扩张特征。十大经济体中，多数经济体一般政府净借入占 GDP 比重的五年中枢抬升；仅日本、加拿大两个经济体该指标中枢边际回落。其中日本的改善，源于名义经济回升叠加企业盈利改善带动税收收入增长；加拿大则依托政府对新增支出的管控，体现较强的财政纪律约束。

其余经济体来看，德国财政立场边际变化最为突出，由 2016-2020 年的财政盈余，转为 2021-2025 年的结构性赤字，指标中枢上行幅度达 2.8 个百分点。美国指标中枢抬升幅度相对温和，但 2025 年一般政府净借入占 GDP 比重已至 6.8%，赤字绝

下载日志已记录，仅供内部参考

对水平在样本中处于高位。中国 2025 年一般政府净借入占 GDP 比重在十大经济体中居于首位，2021-2025 年五年中枢较前一阶段也有所上行。

图2: 全球主要经济体一般政府净借出/借入占 GDP 比重对比



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。
注：负值为财政赤字（净借入），正值为财政盈余（净贷出）；中枢变化=近 5 年均值-前 5 年均值，负值表示赤字中枢抬升。

发达经济体赤字中枢系统性抬升，是短期外部冲击滞后影响与中长期内部结构性约束共振的结果。

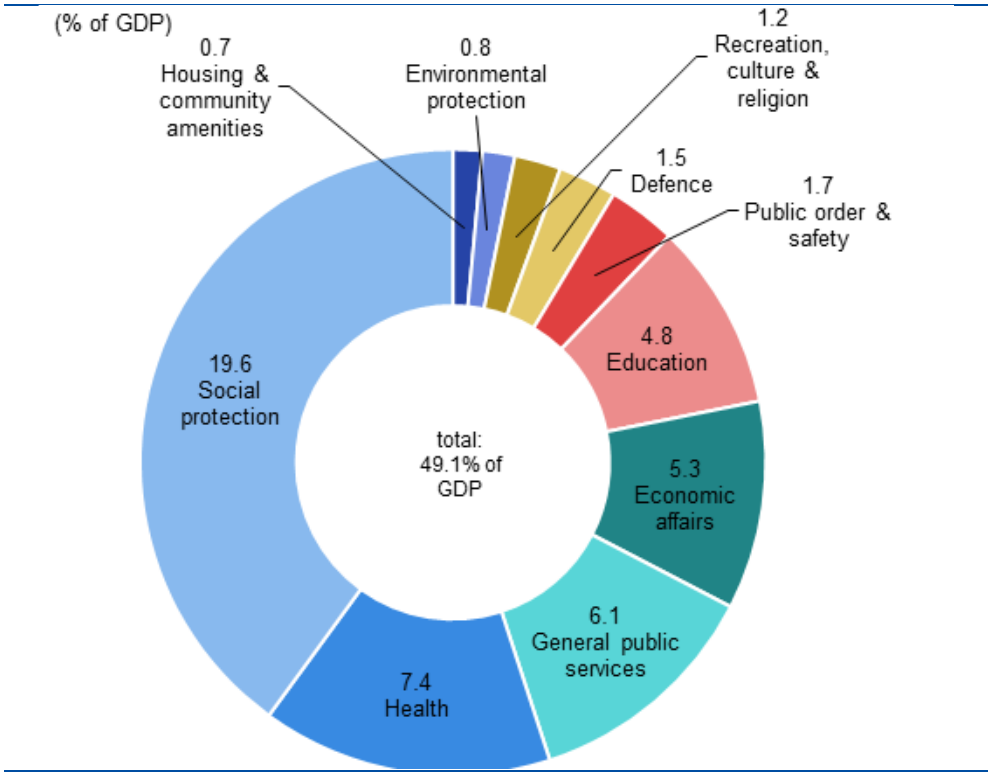
其一，地缘冲突引发欧洲能源价格剧烈上行，叠加后疫情阶段全球供应链扰动，各国政府为对冲居民生活成本压力、保护工业生产，曾推出大规模能源补贴、居民物价补贴与产业纾困政策，此类支出具有较强的一次性与阶段性特征，直接推高财政支出规模，放大当期收支缺口。尽管后续补贴逐步退坡，但部分救助机制被保留，形成支出粘性。

其二，高通胀倒逼货币政策收紧，前期超宽松货币政策有序退出，全球利率中枢进入上行周期。发达经济体存量债务规模庞大，随着低息时代发行的债券陆续到期，新发行债券融资成本抬升，利息支出对财政预算的挤压效应持续显现。

其三，安全诉求抬升推高国防预算，碳中和目标下绿色转型资本投入持续加码，叠加人口老龄化驱动养老金、医疗护理等福利类刚性支出自然增长，构成长期财政压力。这类支出大多具备制度刚性，难以通过短期财政整肃快速压缩，在欧洲与日本体现得尤为突出。欧洲高福利体系下养老医疗支出本已基数庞大，老龄化则进一步放大支出增速；日本在超高老年抚养比约束下，社保相关支出持续挤占一般公共预算。

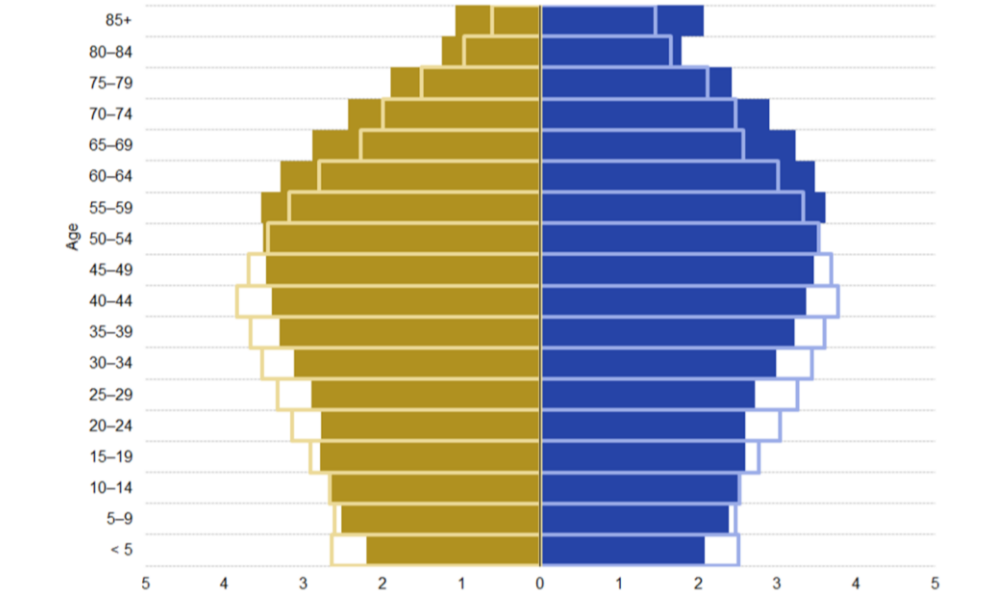
下载日志已记录，仅供内部参考

图3: 社保是欧盟政府的重要支出分项



数据来源：欧盟统计局，财通证券研究所

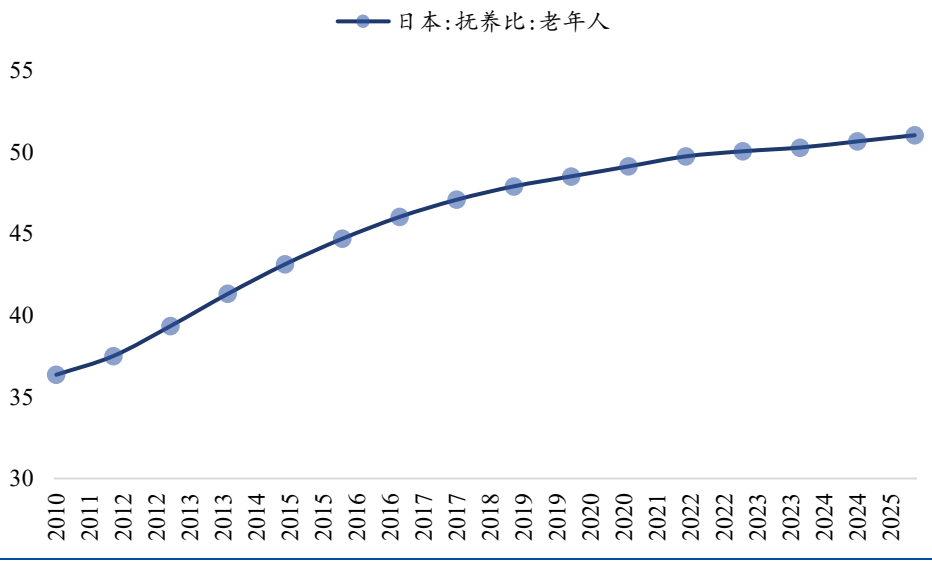
图4: 欧盟人口金字塔图：2010 年与 2025 年（占总人口比重，%）



数据来源：欧盟统计局，财通证券研究所。
注：实心色块为 2025 年，边框线为 2010 年；棕色为男性，蓝色为女性。

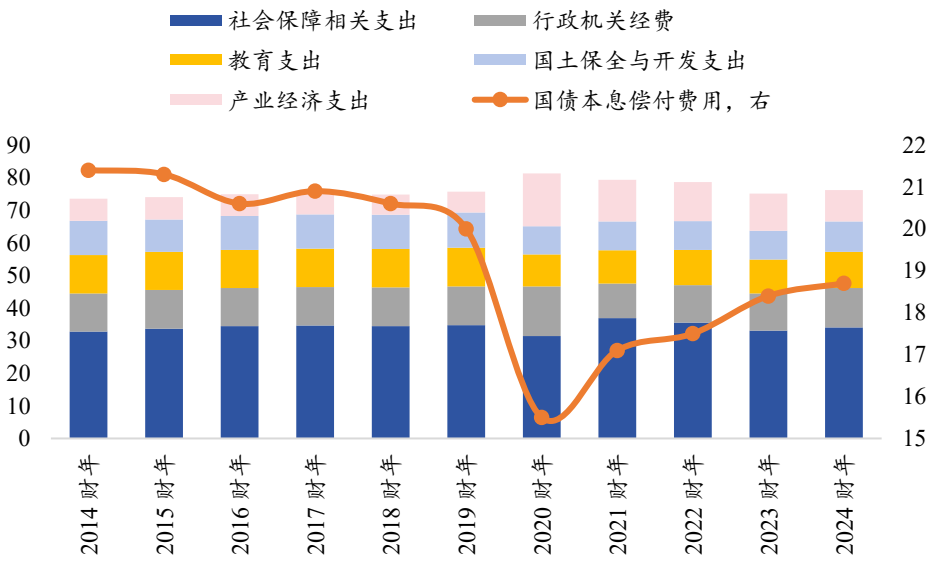
下载日志已记录，仅供内部参考

图5：日本老龄化加大社保刚性支出压力



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

图6：日本社保相关支出占比较大



数据来源：日本总务省，财通证券研究所；单位：%。

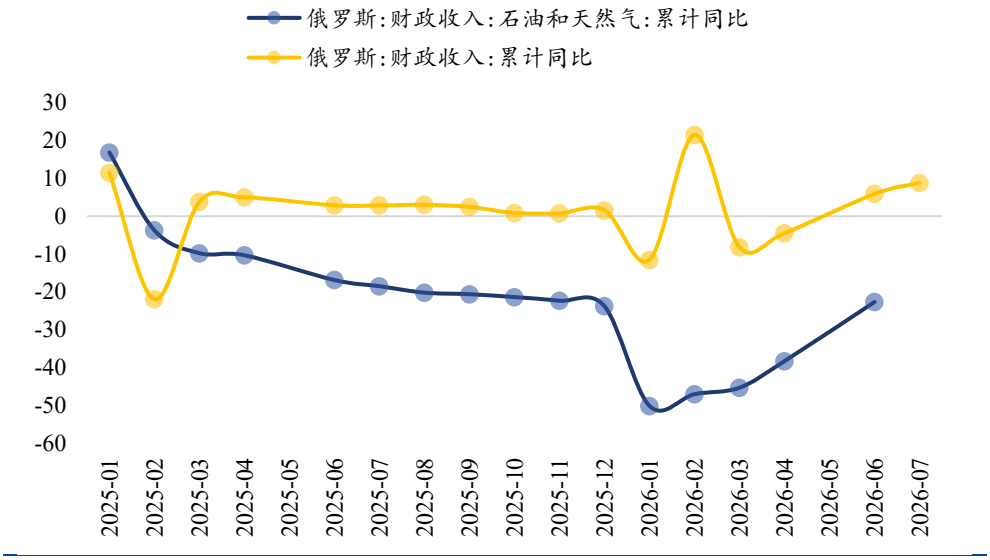
新兴市场内部呈现明显分化特征。中国一般政府净借入占 GDP 比重绝对水平偏高，背后存在多重力量的交织：一方面，地方债务风险约束使得政策层主动控制赤字扩张，防范财政风险累积；另一方面，房地产市场调整带来土地出让收入持续收缩，地方自有财力承压；同时在地方隐性债务化解进程中，中央部门适度加杠杆形成跨层级对冲，专项债、特别国债等工具的放量使用，也改变了广义政府收支结构。

俄罗斯赤字中枢较 2016-2020 年有所抬升，主要受地缘冲突因素驱动：国防、安全相关支出大幅扩张，构成财政支出端主要增量；同时国际能源市场价格波动、

下载日志已记录，仅供内部参考

能源出口相关税费收入弹性较高，财政收入随能源行情起伏，收入端不确定性上升，二者共同推高财政借入水平。

图7: 俄罗斯财政收入受能源行情影响



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

1.2 政府债务存量

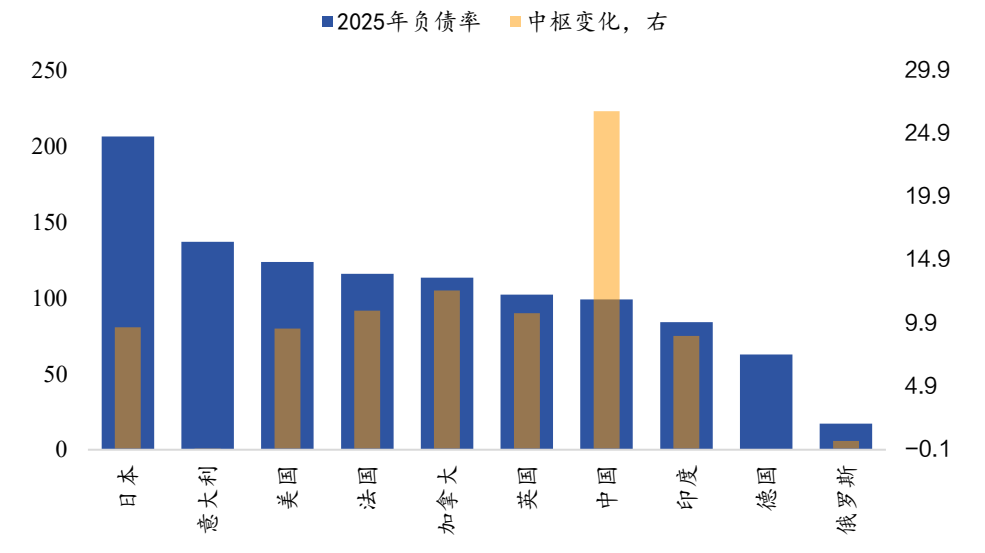
债务存量类维度，我们选取一般政府总债务/GDP（政府负债率）作为基准观测指标，衡量广义政府部门历史债务累积形成的整体杠杆水平。

从 2025 年静态截面观察，十大经济体政府负债率呈现清晰的梯队分化格局：日本显著高于其他经济体，一般政府总债务/GDP 突破 200%；意大利、美国、法国、加拿大共同构成 130%－140%区间的高债务梯队；俄罗斯负债率处于样本最低水平，不足 20%。

对比 2021-2025 年与 2016-2020 年两个五年区间的指标中枢变化，各经济体债务杠杆变动差异显著：中国债务率上行幅度在样本内最为突出，累计抬升约 27 个百分点；加拿大（+12.5pp）、法国（+10.9pp）、英国（+10.7pp）、日本（+9.6pp）、美国（+9.5pp）、印度（+8.9pp）的债务率中枢均上行 8 个百分点以上；德国、意大利债务率中枢基本保持平稳；俄罗斯则小幅上行。

下载日志已记录，仅供内部参考

图8: 全球主要经济体一般政府总债务占 GDP 比重对比



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。
注：中枢变化=近 5 年均值-前 5 年均值，正值表示债务率中枢抬升。

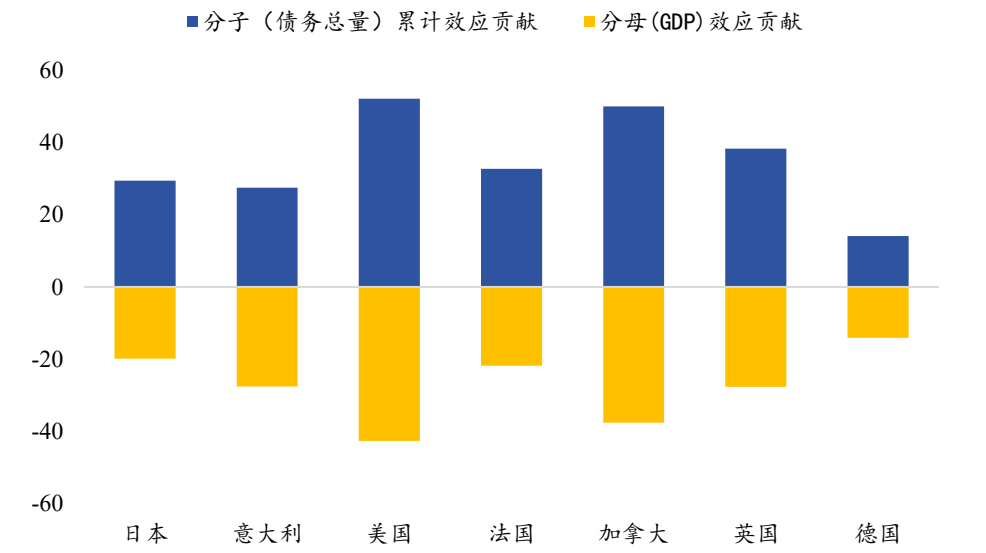
发达经济体债务率中枢普遍抬升，是多轮冲击下债务持续累积的结果。疫情阶段各国推出大规模财政补贴与居民、企业救助计划，直接扩大赤字并新增债务；叠加人口老龄化带来的社保、医疗等福利支出刚性，财政收支缺口长期存在。而在利率上行环境中，利息支出持续增加，部分利息无法通过当期财政收入覆盖，进一步滚入债务存量，形成债务分子持续扩大的累积效应，共同推高政府杠杆水平。

基于 IMF 一般政府总债务/GDP 与世界银行现价本币 GDP 数据，我们以近 5 年（2021-2025）均值与前 5 年（2016-2020）均值为窗口，对负债率中枢变化作贡献分解：分子累计效应定义为，假设 GDP 停在前 5 年水平、仅债务增长推高的百分点，分母效应=负债率中枢变化−分子效应（即名义 GDP 增长的摊薄）。

结果显示，主要发达经济体普遍呈现债务扩张推升杠杆、名义 GDP 增长摊薄杠杆的组合特征。其中**德国、意大利的名义 GDP 增长几乎完全抵消债务增量带来的杠杆上行压力**，负债率中枢基本保持稳定；**美国、加拿大、英国、法国、日本债务扩张幅度超过名义 GDP 的摊薄效应，债务率中枢出现净抬升。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图9：全球主要发达经济体负债率贡献效应拆分



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。
注：指标衡量的是各国素对 2021-2025 年较 2016-2020 年中枢变动的贡献

中国一般政府总债务/GDP 中枢上行较为显著，来自分母、分子两端的共同作用。分母端，经济换挡转型背景下名义 GDP 增速中枢有所回落，在同等债务增量条件下对负债率形成抬升压力。分子端，稳增长诉求带动财政发力，赤字规模扩大、专项债持续放量推升法定债务；与此同时，地方大规模隐性债务的显性化处置，将原有表外债务逐步纳入法定债务口径，进一步推高账面债务余额。

1.3 付息压力

付息压力类维度，本文选取一般政府利息支付净额占 GDP 比重作为观测指标，衡量广义政府整体利息偿付的宏观负担水平。

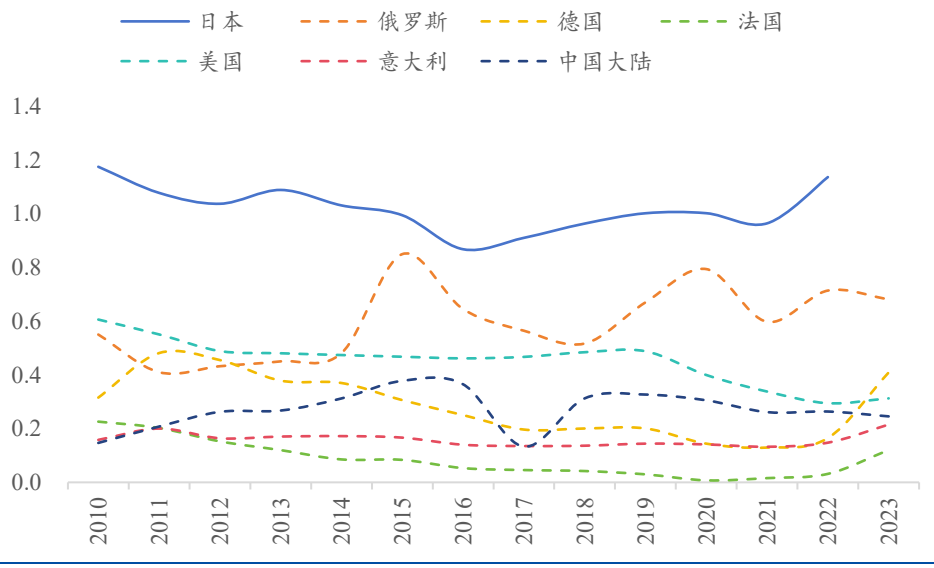
依据 OECD 统计数据，从 2025 年数据来看，G7 经济体中美国净利息支付占 GDP 比重最高；日本则呈现净利息收入特征。

一般政府利息支付净额定义为一般政府利息支出减去一般政府利息收入，即债务付息与政府持有的金融资产利息收入之间的差额。另外 OECD 的一般政府的口径，内含社保基金（具体包括中央、州和地方各级的部委/部门、机构、办公室以及部分非营利机构，同时涵盖社会保障基金），该口径与国内常规财政统计口径存在差异。基于该统计口径，日本广义政府呈现净利息收入的特征便不难理解。

一方面，日本政府债务存量规模虽高，但存量国债的加权票面利率长期维持低位，将广义政府债务利息支出锁定在较低水平。依据日本财务省数据，截至 2026 年 3 月末，日本普通国债存量加权平均利率为 0.98%。此外，日本央行持有国债所获取的利息收益，部分可能以国库缴纳金形式返还国库，进一步压低政府实际净利息负担。另一方面，日本广义政府持有大量生息金融资产，利息收入规模可观。相关资产主要涵盖外汇储备、政府养老金投资基金（GPIF）、政策性股权和贷款债权等，其产生的利息收益构成广义政府利息收入的核心来源。2022 年，日本一般政府利息收入占 GDP 比重逾 1%，金融资产存量占 GDP 比重超 120%，在主要经济体中处于较高水平。

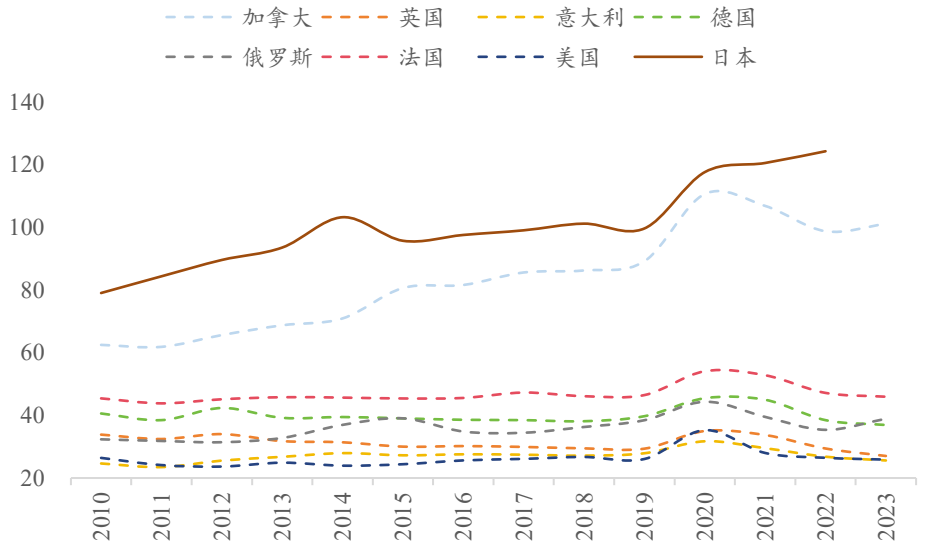
下载日志已记录，仅供内部参考

图10：日本一般政府利息收入占 GDP 比重领先



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

图11：日本金融资产存量占 GDP 比重领先

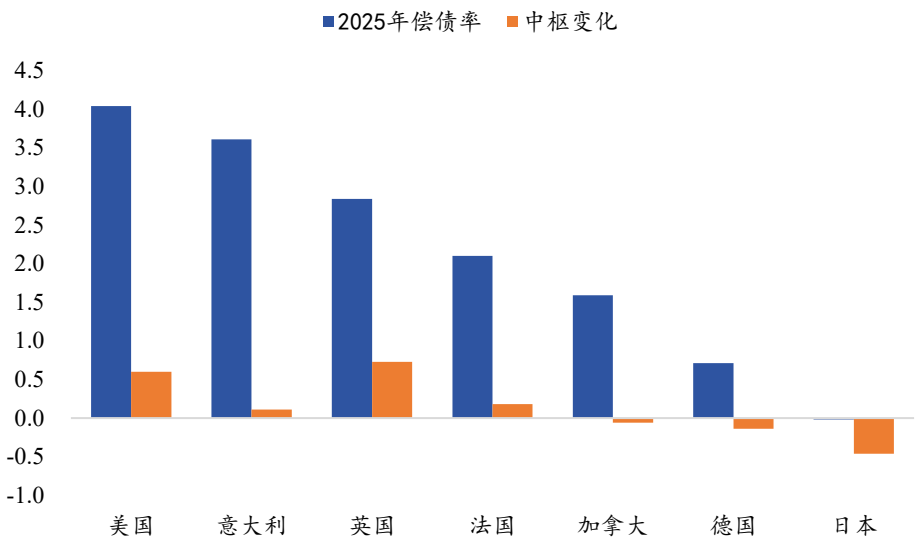


数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

对比 2021-2025 年与 2016-2020 年两个五年区间的指标中枢变动：英国（+0.7pp）、美国（+0.6pp）净利息负担上行幅度最为突出；法国（+0.2pp）、意大利（+0.1pp）小幅抬升。日本净利息支出中枢下行 0.5 个百分点，德国、加拿大的利息负担亦出现小幅回落。

下载日志已记录，仅供内部参考

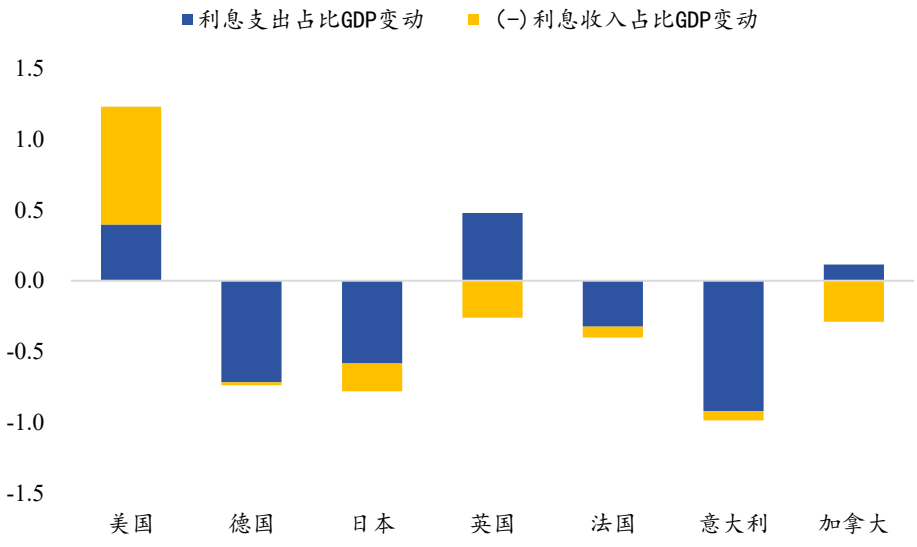
图12：全球主要经济体一般政府净利息支付占 GDP 比重对比



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。
注：净利息支付=政府利息支出-利息收入。

为理解利息收、支对净利息支出的驱动，我们基于 OECD 利息收支占 GDP 比重数据对 2014–2023 年数据进行拆分梳理：**美国净利息支出扩张由利息收入收缩主导；英国净利息支出上行源于利息支出增加**；加拿大依靠利息收入增长压低净利息支出；意、法、德三国净利息支出回落的主要驱动均来自利息支出下行；日本则是利息支出下降与利息收入回升共同推动净利息支出改善。

图13：重点经济体利息收支占比 GDP 变动



数据来源：OECD，财通证券研究所；单位：%。
注：变动指 2023 年相较于 2014 年的变化。由于利息收入对净利息支出的影响方向相反，故在分解中对其取负值

净利息负担上行，一方面源于持续扩大的财政赤字带来新增债务，新增发债在更高的利率环境下定价，直接推高付息规模；另一方面来自全球利率上行周期带来的存量债务再融资重定价效应。前期低利率环境发行的存量债券陆续到期，政府需要按照当前更高市场利率滚动续发，存量债务融资成本被动抬升，持续放大利息支出压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

根据 OECD《2025 年全球债务报告》，主权债务利息负担上行具备显著滞后特征。利率抬升不会即刻推高整体付息成本，仅通过到期债务再融资、新债发行逐步传导。高息新债发行后将锁定长期利息支出，而大量 2022 年前发行的低息固定利率债尚未完成置换。

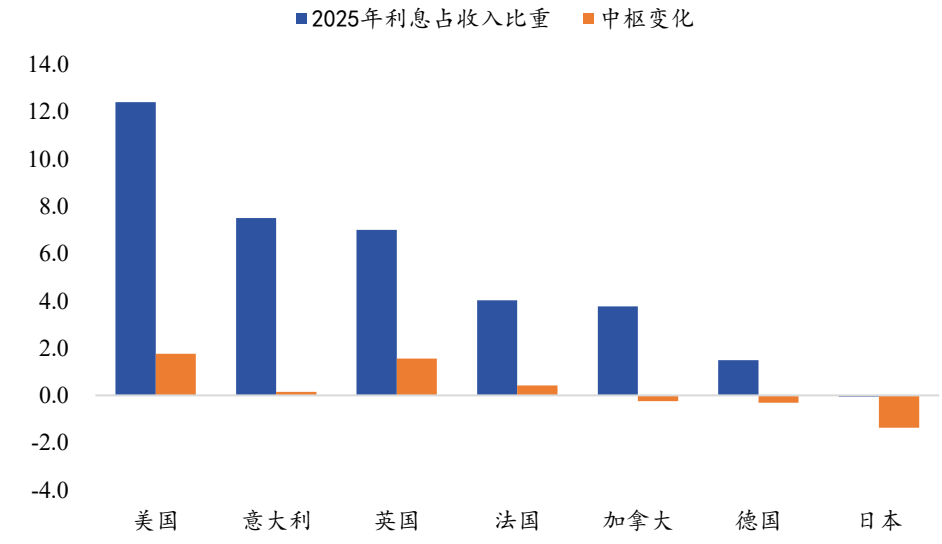
截至 2024 年末，OECD 约三分之一固定利率存量债务将在 2027 年前到期，其中六成是加息周期前发行的低息债券。按未偿金额加权计算，2025-2027 年到期债务加权收益率不足 2%，显著低于经合组织国家 10 年期利率的预测均值（2025 年），这批债务再融资将推高付息成本。**据 OECD 测算，该再融资过程预计推动 OECD 利息支出/GDP 平均上行 0.2 个百分点。**

延伸至利息支付净额/财政收入，2025 年单年数据显示，G7 经济体净利息支付占政府收入的比重呈现明显分化：美国最高，达 12.4%；意大利（7.5%）和英国（7.0%）居中；法国（4.0%）、加拿大（3.8%）处于中等偏低水平；德国仅 1.5%；日本则呈现净利息收入特征（-0.1%）。

从动态变化看，对比 2021-2025 年与 2016-2020 年两个五年区间的中枢变动，美国（+1.8pp）和英国（+1.6pp）的净利息负担上行最为突出；法国（+0.4pp）、意大利（+0.2pp）小幅抬升；日本净利息支出中枢下行 1.4 个百分点，德国（-0.3pp）、加拿大（-0.2pp）亦小幅回落。

值得注意的是，净利息支出占政府收入口径与占 GDP 口径的经济体排序大体相近，但不同经济体间的差距有所放大。换算为占财政收入比重后，美国财政腾挪空间比占 GDP 口径所显示的更为紧张，而欧洲高福利经济体本身政府收入占 GDP 比重偏高，付息规模占收入比重则被摊薄。

图14：全球主要经济体一般政府净利息支付占政府收入比重对比



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

1.4 财政潜在空间与结构性财政压力

财政潜在空间与结构性财政压力维度，本文主要依托 IMF《财政监测报告》及债务可持续性评估框架中的量化测算结果展开分析。

下载日志已记录，仅供内部参考

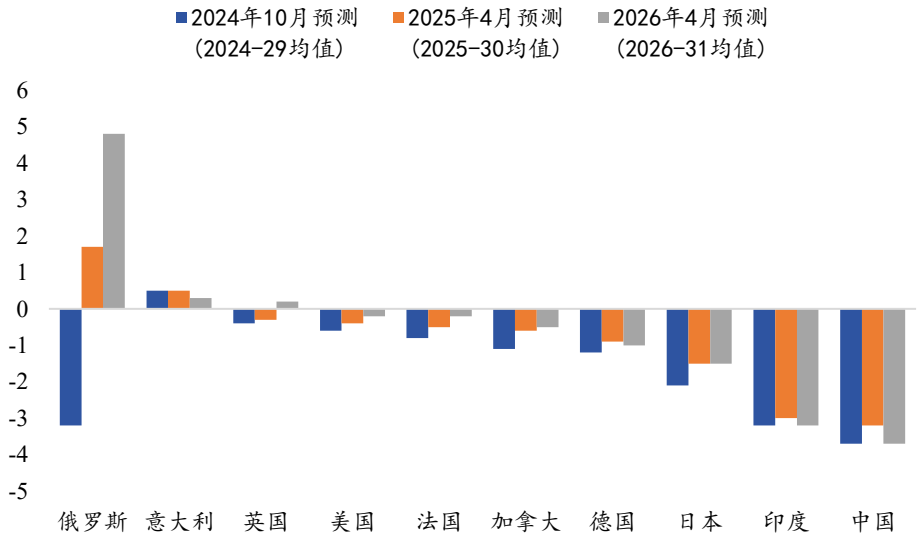
从政府债务可持续性来看，本文采用 IMF 预测的 2026－2031 年债务平均利率与 GDP 增速之差（r-g）作为核心观测指标。当 r＞g，即债务利息成本高于经济名义增速时，债务杠杆会在基本财政平衡不变的前提下自发抬升，经济体需要维持更高的基本财政盈余，才能够稳定债务率；当 g＞r，名义经济增速高于债务利息成本，债务率具备自发收敛的基础，这将为财政政策预留更大操作空间。

在本次选取的十大经济体样本中，**俄罗斯、意大利、英国落入 r＞g 的区间**；其余七国满足 g＞r，债务率在基本财政平衡情景下具备自发收敛特征，其中中国、印度的收敛效应更为突出，核心来自相对更高的名义经济增长。

梳理 2024 年以来的三期预测，十大经济体变动特征不一：俄罗斯 r-g 从深度负值大幅跳升至正区间，债务雪球效应迅速放大，意大利则持续处于 r>g 脆弱区间但整体平稳；英国、美国、法国负值持续收窄，英国正式由负转正进入 r>g 区间；日本、加拿大负值收窄后企稳，仍维持温和 r<g 格局；德国、印度、中国 r-g 基本稳定，债务缓冲相对充足。

拉长周期来看，根据 IMF 工作论文（2020 年 3 月），长周期跨国数据显示，负 r-g 是常态：发达经济体约 61% 的年份（样本期为 1800 年至 2018 年）、新兴经济体约 75% 的年份 r-g 处于负值区间（样本期为 1865 年至 2018 年）。20 世纪 70 年代初之前，两类经济体 r-g 走势高度同步，差值几近于零。1975-1995 年二者出现显著分化：发达经济体推进资本市场自由化，名义利率随通胀快速上行；新兴经济体依托金融抑制压制名义利率，叠加高通胀环境，r-g 负值程度显著更深。90 年代后期缺口逐步收窄，2005 年前后分化态势再度显现。

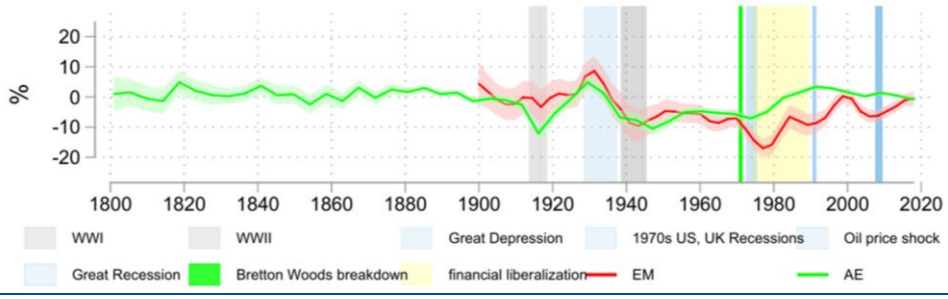
图15: 全球主要经济体利率与增长率差值（IMF 预测）对比



数据来源：IMF，财通证券研究所；单位：%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图16: 发达经济体与新兴经济体之间 r-g 的分化



数据来源：Mauro, P., & Zhou, J. (2021). r − g < 0: Can we sleep more soundly? 财通证券研究所

1.5 财政支出刚性

从支出刚性及其对潜在增长的影响来看，全球公共财政呈现支出规模持续扩张的大趋势，但普遍面临生产性投入不足、支出刚性抬升的双重约束，公共支出对潜在产出的拉动效率逐步减弱。

依据 IMF（2025 年 10 月）研究结论，全球公共支出的总量扩张与内部结构分化，共同决定财政对经济增长的支撑效率。

自 20 世纪 60 年代至今，发达经济体与新兴市场公共支出占 GDP 比重几乎实现翻倍，至 2023 年，发达经济体公共支出占 GDP 比重达到 42%，新兴经济体为 32%，低收入发展中国家仅 18%。但在总量扩张背后，支出结构持续向非生产性领域倾斜。全球公共投资在总财政支出中的占比趋势下行：1995－2022 年，发达经济体公共投资占总支出比重由 13%回落至 11%；剔除中国后的其他新兴市场，该比重由 22%降至 20%。

公共资本投入占比持续压缩，长期将削弱经济体供给侧增长潜力。刚性支出持续挤占战略性投资的预算空间，体现为财政支出僵化特征。受多层级预算机制、法定福利给付义务、长期项目合同承诺以及各类政治经济约束影响，财政支出在短期缺乏灵活调减空间，即公共支出僵化。IMF 针对 151 个经济体的测算显示，2011－2022 年发达经济体支出僵化指数均值为 0.33，覆盖社保、医疗、教育等领域，意味着约三分之一财政支出难以在短期内压缩，该水平显著高于新兴市场及低收入发展中国家。国别层面，中国、新西兰、美国、英国的财政支出刚性约束相对更强。

最后结合 IMF、欧盟等机构的主权财政风险评级，在十大样本经济体中，目前尚无经济体被判定为债务高风险或已陷入债务危机，但部分经济体中长期债务风险边际上行。比如美国债务率持续走高带来债务可持续性隐忧；德国需要持续应对人口老龄化叠加国防投入扩张的长期压力；日本面临利息支出、养老与医疗福利支出共同推升债务存量的长期挑战；意大利则受制于生产率低迷叠加人口老龄化，构成难以快速化解的结构性财政约束。

2. 纵向对比

在此前报告中，我们梳理了历史上的几轮主权债务危机，包括 1982 年拉美债务危机（墨西哥、巴西、阿根廷、委内瑞拉等）、1998 年俄罗斯债务危机、2001 年阿

下载日志已记录，仅供内部参考

根廷债务危机、2010 年欧债危机（希腊、葡萄牙、意大利、爱尔兰、西班牙）。详见《主权债务危机期间的大类资产表现》。

进一步，我们结合主权债务危机期间各经济体财政负担相关指标的表现，展开纵向对比。

比较直观的是，危机期间涉及经济体的一般政府净借入占 GDP 比重、一般政府总债务/GDP、一般政府利息支付净额占 GDP 比重均有明显的上行。

1998 年俄罗斯危机：危机前一年（1997 年）负债率仅 51.5%，但 1998 年卢布贬值叠加债务违约，一般政府净借入占 GDP 比重骤扩至 7.4%，一般政府总债务/GDP 因债务美元化效应单年跳升 83.7 个百分点至 135.2%；随后两年通过债务重组与油价回升，财政快速转盈（2000 年+3.1%），负债率回落至 55.9%。

2001 年阿根廷危机：危机前三年一般政府净借入占 GDP 比重已从 1.8%扩大至 3.4%，2001 年违约当年扩至 5.4%，2002 年比索贬值后负债率单年飙升 99 个百分点至 147.2%，随后靠危机后财政盈余与债务重组逐步化解。

2010-2012 年欧债危机因身处欧元区、无汇率出清渠道，呈现出缓慢但持续的单边恶化：意大利负债率从 2007 年 103.5%一路升至 2015 年 134.8%，累计上行 31.3 个百分点，一般政府净借入占 GDP 比重在 2009 年上行至 5.1%后逐步整顿至 2.5%；偿债压力方面，爱尔兰从危机前 2007 年的 0.6%飙升至 2013 年 3.5%，希腊从 4.4%升至 2011 年 7.2%，西班牙从 1.1%升至 2014 年 3.0%，葡萄牙从 2.6%升至 2014 年 4.4%，上行幅度在 1.7~2.9pp。

回到当前，主要经济体释放的债务危机信号整体并不突出。

一则，一般政府净借入占 GDP 比重没有出现危机期间失控式的赤字扩张。目前该指标绝对值水平较高的中国、印度、美国，处于 5%~8%区间，虽与危机爆发年份的水平相当，但缺乏单年急剧跳升的危机特征。

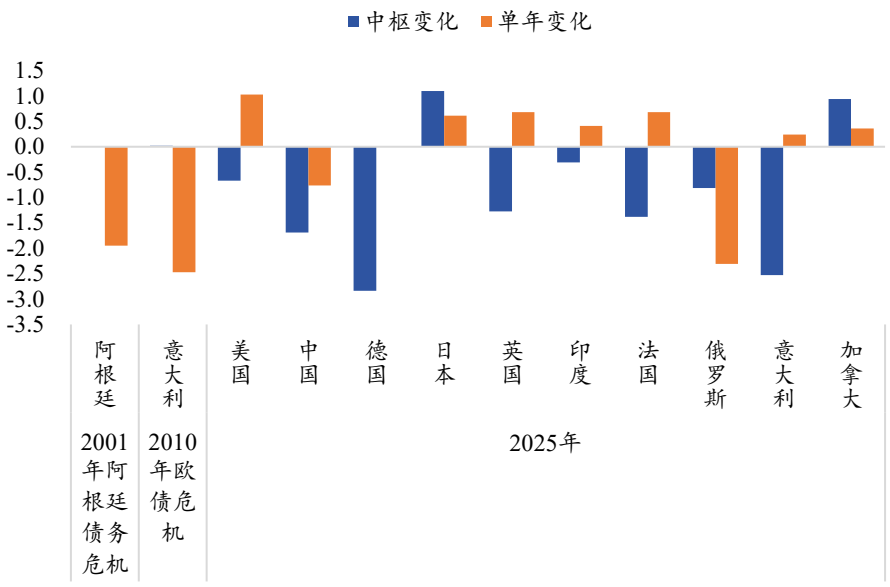
二则，一般政府总债务/GDP 方面，十大经济体中枢虽然大部分都有抬升，但是单年抬升的幅度对比危机期间（单年+80~100pp）并不算高，且中枢抬升较快的中国，与负债率绝对水平较高的日本，债务均以内债为主，复刻汇率危机型跳升的概率较低。

三则，危机期间典型特征是净利息支付/GDP 上行明显。当前 OECD 七国中，一般政府利息支付净额占 GDP 比重中枢并非统一上行，而上行的经济体中，幅度相比危机期间峰值时点的上行幅度，也不算高，且多数经济体偿债率绝对值较低。

综合三个维度，当前十经济体均未出现俄罗斯 1998、阿根廷 2001、欧债危机期间赤字失控+总债务单年跳升+利息负担翻倍的共振。

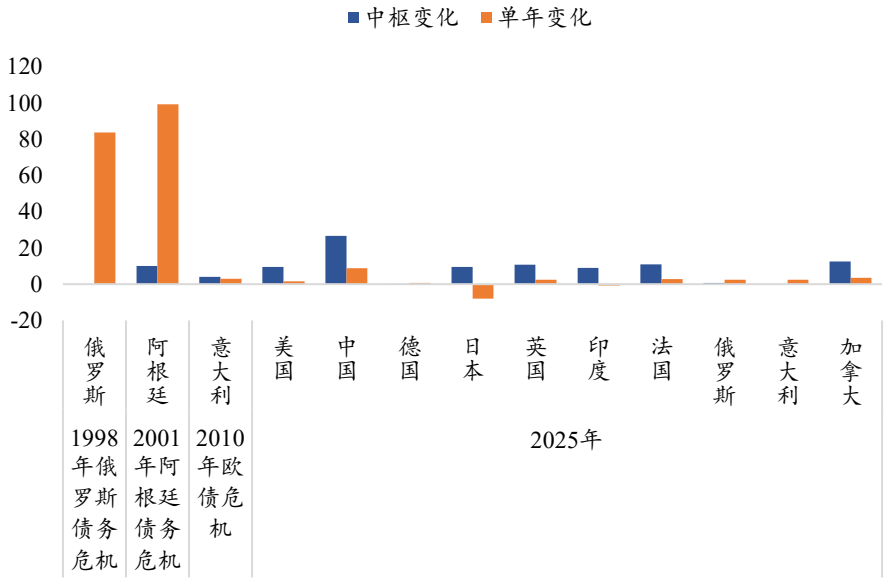
下载日志已记录，仅供内部参考

图17：全球主要经济体一般政府净借出/净借入占 GDP 比重纵向对比



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。
注：单年变化指峰值当年较上年、2025 年较上年的边际变化；中枢变化为跨周期区间对比：危机后五年相对危机前五年，以及 2021–2025 对比 2016–2020。下同。

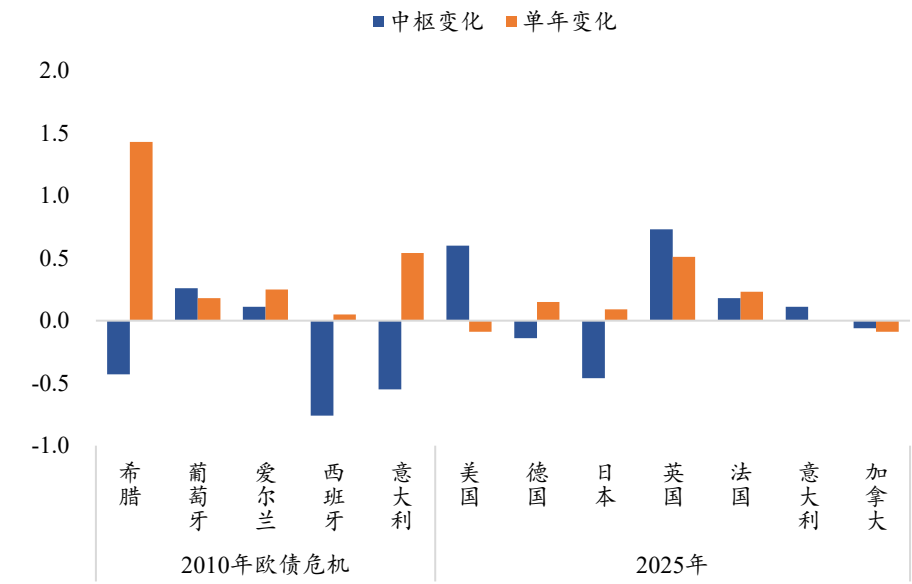
图18：全球主要经济体一般政府总债务/GDP 纵向对比



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图19：全球主要经济体一般政府利息支付净额占 GDP 比重纵向对比



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

不过依据当前各项指标特征与前述定性判断，我们可以尝试对十个经济体进行不同层级上的划分。

处于低风险层级的经济体财政可持续性整体稳健，核心特征是债务动态具备自发收敛属性，存量债务压力整体可控，财政缓冲空间较为充裕，该层级涵盖德国与加拿大。其中德国债务规模在发达经济体中处于相对低位，尽管公共支出存在一定刚性，但低存量优势与动态收敛趋势形成双重安全垫；加拿大债务规模处于中等水平，债务呈温和收敛态势，利息负担长期保持平稳，财政运行具有一定稳定性与韧性。

其他主要经济体普遍显现结构性矛盾，存在局部维度的财政可持续性约束，但尚未形成多指标共振的系统性风险，整体风险仍处于可控区间。

具体而言，日本的脆弱性集中在绝对债务存量层面，高福利体系下养老医疗支出刚性显著，利息支出随利率周期上行而持续膨胀；但其债务动态具备自发收敛基础，深厚的国内投资者基础、超长平均剩余期限与储备货币地位形成有效对冲，市场融资不易出现外部性挤兑。

英国的压力主要来自利息负担上行斜率与支出刚性，老龄化、国防与绿色转型叠加构成中长期支出天花板；不过其财政整固已进入执行通道，且主权货币框架下货币政策与财政政策仍保留互补调节余地。

印度的财政赤字长期偏高，但相对更高的名义经济增长对债务形成持续稀释效应。

俄罗斯债务自发扩张压力显著，动态层面有所承压，但债务基数低，存量缓冲充足，能源出口对财政收入有一定支撑，外债敞口有限。

美国债务自发收敛效应偏弱，债务存量偏高，利息负担上行较快，公共支出刚性较强，边际财政压力持续积累；但深度流动的国债市场与美元储备货币地位提供了融资缓冲，本国的即时偿付危机发生概率较低。

下载日志已记录，仅供内部参考

中国当前债务规模虽有上行，但其抬升源于名义增速阶段性回落，叠加法定债务扩张、隐性债务显性化的共同作用。随着宏观逆周期调节与结构性改革持续推进，债务率上行斜率有望收窄，同时地方隐性债务显性化进程推进，存量风险处于释放通道中。

财政缓冲空间有限，债务脆弱性突出的集中于欧洲部分经济体。

法国财政的核心矛盾体现为财政整固受阻，这源于长期结构性赤字高企叠加政治约束。其公共支出占 GDP 比重位居欧元区前列，福利、国防等刚性支出占比高，下调空间有限。赤字收敛的改革方案常受制于国内政治博弈，落地节奏滞后。叠加人口老龄化持续抬升长期支出压力，法国财政调整陷入执行落地偏弱的困局。

意大利的财政脆弱性相对更为突出。政府债务存量长期运行于高位平台，债务本身具备内生扩张特征；另一方面潜在经济增速低迷，依靠名义增长自然稀释债务负担的空间不足。其债务动态对利率波动、经济增长预期与市场信心较为敏感，外部冲击也易放大债务风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

利率上行超预期推升偿债压力。全球利率中枢若维持高位甚至进一步上行，前期低利率环境下发行的存量债券陆续到期、按更高利率再融资，政府融资成本将持续抬升，利息支出对财政预算的挤压效应逐步放大。高债务存量经济体对利率波动更为敏感，偿债压力上行斜率可能超出市场预期。

财政支出刚性强化与财政整固不及预期导致债务累积。人口老龄化驱动的养老与医疗支出、安全诉求下的国防投入、绿色转型相关资本开支，均具有较强的制度刚性；财政整固措施又易受政治与社会约束而落地不及预期，可能导致财政赤字持续偏高、政府债务存量逐步累积。与此同时，刚性支出持续挤占生产性财政投入，削弱长期经济增长潜力，进而反向弱化债务可持续性。

外部冲击共振放大债务风险。地缘冲突、大宗商品价格波动等外部冲击可能推升通胀、延长高利率持续时间，并迫使政府增加能源补贴、国防安全等临时性财政支出。若同时叠加汇率大幅波动，外币债务敞口较高的经济体将面临债务规模被动跳升与偿债压力骤增的双重冲击，局部经济体债务风险不排除阶段性显著放大的可能。

下载日志已记录，仅供内部参考

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

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。