

# 宏观经济专题研究

## 3%与60%红线的历史溯源

### 核心观点

本文对赤字率与政府债务率红线的由来和发展进行简单的梳理。

1991年著名的《马斯特里赫特条约》对成员国的赤字率和政府债务规模上限的规定：一是赤字率不应超过3%；二是政府债务总额占GDP的比例不应超过60%。进入21世纪，法国、德国、意大利和英国先后超过60%的债务率红线，2003年“马线”已经名存实亡。2020年欧盟启动了一般例外条款，允许成员国在特殊情况下超过红线并免于处罚，爆发乌克兰冲突后该条款延长至2023年，该财政纪律正式停用。在此期间为了刺激经济，欧洲各国的政府债务占比继续攀升，根据IMF的数据，2022年欧盟整体的公共债务率已达到91%。

2023年，欧盟委员会发布了修订经济治理框架的提案，开启了改革《稳定与增长公约》中财政纪律规则的进程。新规则下红线维持不变，但更加灵活。当政府债务率超过参考值、赤字率超出限额0.3个百分点，或累计超出0.6个百分点，欧盟理事会将启动过度赤字程序，要求财政净支出每年降低GDP的0.5个百分点。在欧洲各国债台高筑、经济复苏乏力的现状下，上述改革能否落地、新规则能否真正生效尚未可知。

2009年次贷危机蔓延全球后，许多国家的量化宽松和财政救助导致政府债务创历史新高，Rogoff和Reinhart于2010年提出90%的新红线，即公共债务占比超过90%的经济体陷入停滞，债务率对经济增长有非线性影响。目前来看，关于公共债务上限或存在以下几点共识：

**一是不存在统一的债务红线，公共债务与经济增长也并非单方面的因果关系。**日本政府债务占GDP比例超过200%，但并没有爆发债务危机。而与之相反，乍得的债务率到2020年只有48%，却深陷债务危机。

**二是一个国家的债务上限受到债务结构、融资使用效率、增长前景等因素的影响。**其中一个关键的因素是内外债的比例，如果内债为主，财政可持续性相对较强，政府可以通过隐形铸币税的形式化解债务。如果外债为主，通常以美元或欧元计价，则债务的可持续性取决于该国的外汇储备、对外贸易、资本流入等因素。

**三是我国的公共债务上限或相对较高。**一方面我国经济增长预期稳定，另一方面我国政府债务对外依赖度较低、内债为主，期限较长，同时外汇储备规模较大。因此我国的财政政策空间横向比较来看仍然充足，中央政府加杠杆的空间较大。

**风险提示：**政策不及预期，经济增速下滑。

### 经济研究·宏观专题

证券分析师：董德志 联系人：王奕群

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

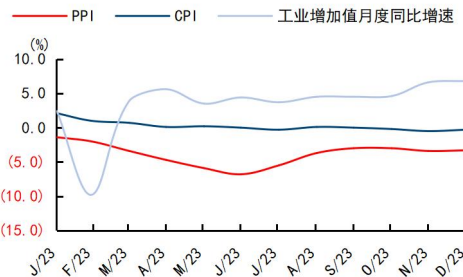
wangyiqun1@guosen.com.cn

S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	3.00
社零总额当月同比	7.40
出口当月同比	2.30
M2	9.70

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《宏观经济专题研究-财政政策力度指数的构建（上）》——2024-01-22
- 《宏观经济专题研究-宏观经济回顾和展望2024》——2024-01-03
- 《名义经济增速、双核资产配置模型与资本市场风险偏好指数》——2024-01-01
- 《多类资产配置模型叠加与资本市场风险偏好指数》——2024-01-01
- 《宏观经济专题：东风破冻，消费持续回暖可期——2024年中国消费展望》——2023-12-31

## 内容目录

“马线”：从坚持到放弃 .....	4
公共债务的上限 .....	7
风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1: 全球政府债务率热力图 (IMF 口径)	5
图 2: 主要国家赤字率	5
图 3: 部分欧盟国家财政赤字率	6
图 4: 主要国家政府债务/GDP	6
图 5: 部分欧盟国家政府债务占 GDP 比	7
图 6: 公共债务与增长的非线性关系	7

自从 2023 年出台一揽子化债政策后，10-11 月连续发行 1.3 万亿特殊再融资债，偿还地方政府隐性债务。在探讨化债的过程中，3%和 60%两道红线常被提及。本文简单梳理了赤字率和债务红线的由来与发展，并对公共债务上限的影响因素进行初步梳理。

## “马线”：从坚持到放弃

1991 年，欧共体首脑们在荷兰小城马斯特里赫特签订协议，以推动欧洲经济货币联盟成立，实现成员国经济、通胀、利率和财政稳定性等多方面的趋同<sup>1</sup>，即著名的《马斯特里赫特条约》，规定了成员国的赤字率和政府债务规模的上限，也被称为马斯特里赫特红线（马线）：一是赤字率不应超过 3%；二是政府债务总额占 GDP 的比例不应超过 60%。其中还规定了过度赤字程序（EDP）来识别和纠正过度赤字，对各国预算进行持续的纪律审查。

20 世纪 90 年代欧盟对“马线”的执行不断强化，1997 年签订的《稳定与增长公约》（SGP）重申 3%和 60%的上限要求，连续超出红线三年的成员国将面临欧盟的巨额罚款（最高为 GDP 的 0.5%）以及暂缓为其融资等惩罚手段。每个成员国都必须定期向欧盟委员会和部长理事会提交一份合规报告以接受评估和审查，该报告还包括成员国当前和未来三年的预期经济发展情况。除了纠正程序（即 EDP）之外，SGP 还添加了预防措施。

“马线”在 90 年代初根据当时的各国经济情况确立，经过一段时间已经跟不上时代的发展，并被逐渐放弃。进入 21 世纪，法国、德国、意大利和英国先后超过 60%的债务率红线<sup>2</sup>。由于欧盟政策投票以经济体量加权，2003 年欧盟财长们决定暂缓制裁德国和法国，“马线”已经名存实亡<sup>3</sup>。此后包括欧盟在内的主要发达国家，政府债务占 GDP 的比例都远远超过了 60%，即使德国这种完全不存在政府债务问题的国家，政府债务率也达到 66%。2020 年 3 月起，欧盟启动了一般例外条款，允许成员国在特殊情况下超过红线并免于处罚，爆发乌克兰冲突后该条款延长至 2023 年。在此期间为了刺激经济，欧洲各国的政府债务占比继续攀升，根据 IMF 的数据，2022 年欧盟整体的公共债务率已达到 91%。

如果 2024 年不进行改革，按照原有的 SGP 规定，一般例外条款结束后，欧盟将实行紧缩性财政政策。2023 年 4 月，欧盟委员会发布了修订经济治理框架的提案，并在 2023 年底就改革《稳定与增长公约》中的财政纪律规则达成一致<sup>4</sup>。该提案的创新之处是对每个成员国采取差异化的方法，以考虑整个欧盟财政状况、公共债务和经济挑战的异质性。新框架将允许每个成员国制定四到五年的中期财政结构计划，承诺财政轨迹以及公共投资和改革，共同确保持续和渐进的债务削减以及可持续和包容性增长。新规则规定红线维持不变，欧盟成员国需在四年的调整期内削减财政赤字，如果成员国进行某些改革和投资以提高增长潜力并符合财政可持续性标准，则调整期可以延长至最多七年。当政府债务与 GDP 的比率超过参考值、赤字率超出限额 0.3 个百分点，或累计超出 0.6 个百分点，欧盟理事会将

<sup>1</sup> 欧盟成员国之间存在货币联盟，但没有财政联盟，这导致部分国家的政府有过度支出的激励，并期望财政状况更好的国家对他们进行救助，否则货币稳定将被破坏。

<sup>2</sup> 批评人士说，是因为在部长会议中占有大量不成比例的代表权，法国和德国受到保护免于处罚。在 2016 年英国脱欧公投之前的政治竞选活动中，SGP 是一个主要话题。

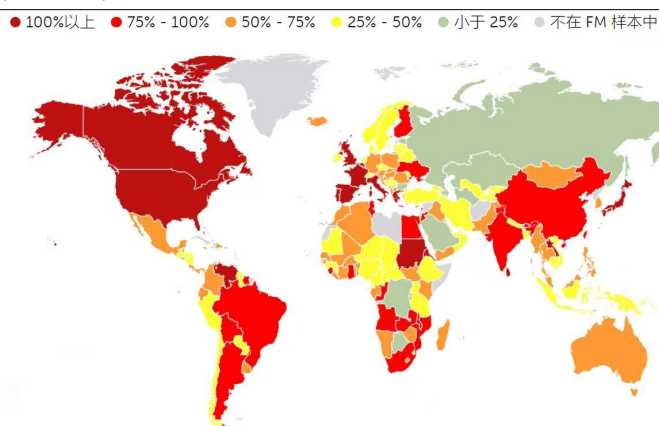
<sup>3</sup> 该财政规则也开始饱受争议，一些成员国认为其在限制了在经济下行周期利用财政政策刺激经济增长的能力，欧委会建议放松公约中免于制裁的规定，把只有在经济下跌 2%的情况下超标才可以不受制裁，改为在经济长期低速增长的情况下超标就可以免受制裁。另外，对赤字超标的国家，应根据其具体经济情况，规定不同的纠正期限和预算目标，不搞一刀切。

<sup>4</sup> Economic governance review: Council agrees on reform of fiscal rules.

启动过度赤字程序（EDP），要求财政净支出<sup>5</sup>每年降低至少 GDP 的 0.5 个百分点。最后，对违规行为的罚款变为最高达 GDP 的 0.05%，并每六个月累加一次。

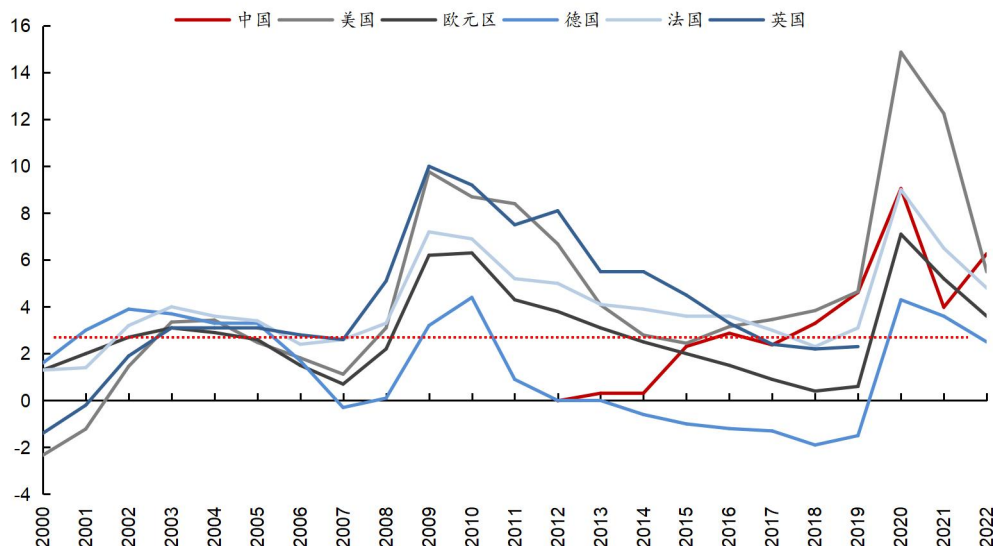
在欧洲各国债台高筑、经济复苏乏力的现状下，上述改革能否落地、新规则能否真正生效尚未可知。事实上，增长与削减赤字总是面临权衡取舍，对于财政制度仍然割裂的欧盟诸国，实施一致的财政纪律困难重重。赤字率和债务率红线应因时而变、因地制宜，不变的上限规定在变化的时代面前无异于刻舟求剑。

图1: 全球政府债务率热力图（IMF 口径）



资料来源：IMF、国信证券经济研究所整理

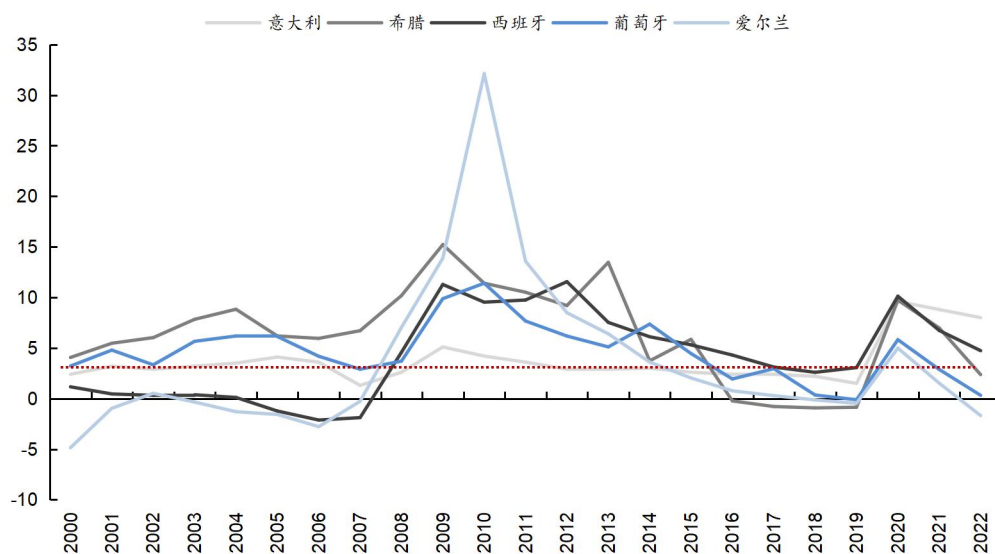
图2: 主要国家赤字率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

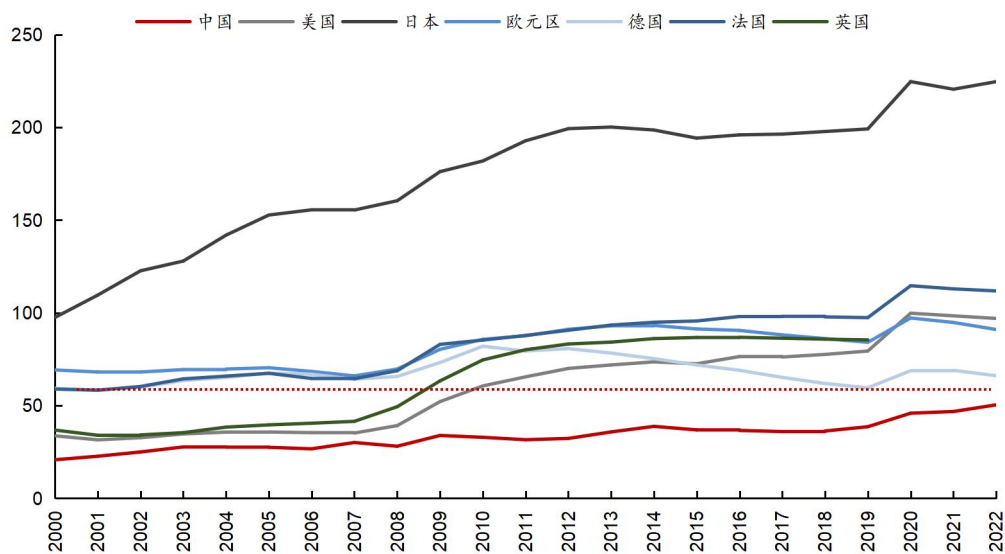
<sup>5</sup> 即财政支出去掉利息支出、自由支配收入和其他政府预算外项目的净支出。详见 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2023%3A241%3AFIN>

图3: 部分欧盟国家财政赤字率



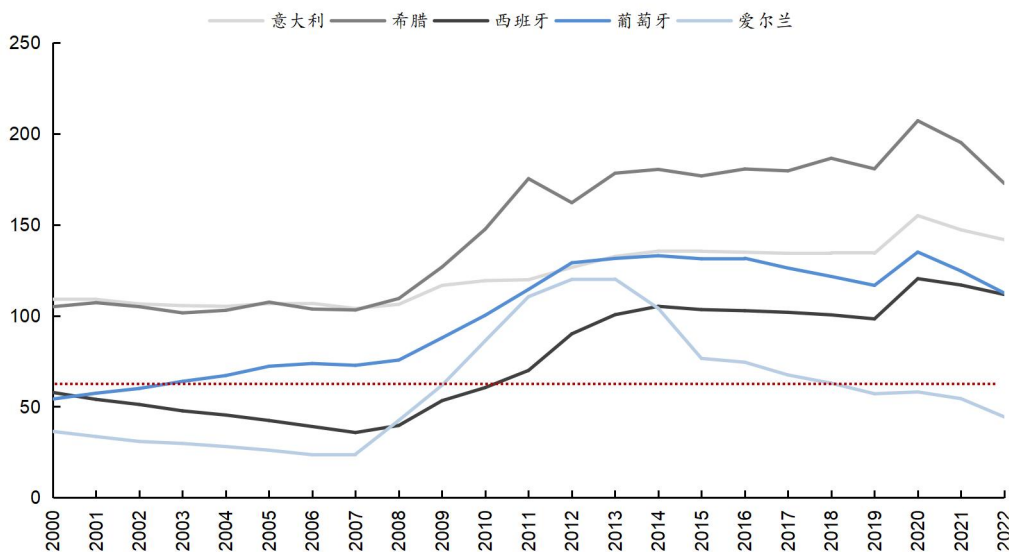
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图4: 主要国家政府债务/GDP



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图5: 部分欧盟国家政府债务占 GDP 比

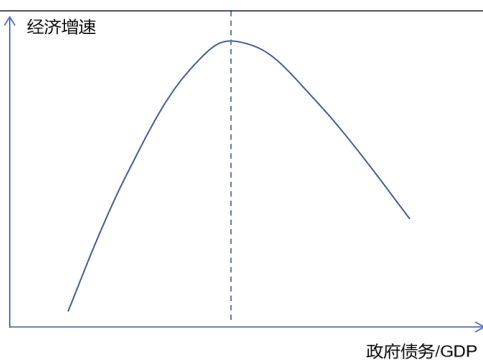


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 公共债务的上限

2009 年次贷危机蔓延全球后, 许多国家的量化宽松和财政救助导致政府债务创历史新高, 关于政府债务规模与长期经济增长的关系再次引起思考。Rogoff 和 Reinhart 于 2010 年在《债务时代的经济增长》<sup>6</sup>一文中提出 90% 的新红线, 即公共债务占比超过 90% 的经济体平均增长率为负、陷入停滞, 债务率对经济增长有非线性影响, 如下图所示。

图6: 公共债务与增长的非线性关系



资料来源: 国信证券经济研究所绘制

<sup>6</sup> Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, 2010. Growth in a Time of Debt. NBER Working Paper No. 15639.

这一研究引发热议，但后来这种观点被广泛否定<sup>7</sup>。目前来看，关于公共债务上限或存在以下几点共识：

**一是不存在统一的债务红线，公共债务与经济增长也并非单方面的因果关系。**2020年后，为刺激经济，主要经济体如美国、日本、英国的债务率都迅速攀升。尤其是日本，政府债务占GDP比例已经超过200%，虽然国债和汇率承压，但并没有爆发债务危机。而与之相反，非洲国家乍得的债务率到2020年也只有48%，却深陷债务危机。因此债务率高于60%或90%并非债务危机的必要条件或充分条件，不存在一条放之四海而皆准的债务率红线。

**二是一个国家的债务上限受到债务结构、融资使用效率、增长前景等因素的影响。**其中一个关键的因素是内外债的比例，如果内债为主，财政可持续性相对较强，政府可以通过隐形铸币税的形式化解债务。如果外债为主，通常以美元或欧元计价，则债务的可持续性取决于该国的外汇储备、对外贸易、资本流入等因素。

**三是中国的公共债务上限或相对较高。**一方面我国经济增长预期稳定，2023年起超额完成5%的增长目标，根据近期召开的地方两会24年增速目标来看，2024年我国GDP预期增速或仍为5%；另一方面我国政府债务对外依赖度较低、内债为主，期限较长，同时外汇储备规模较大。因此我国的财政政策空间横向比较来看仍然充足，中央政府加杠杆的空间较大。目前更多的是结构问题，随着后续一揽子化债政策效果逐渐显现，债务区域结构持续优化、转移支付力度加大、央地财权事权更加匹配、财政纪律整肃，我国地方政府债务的风险问题预计将得到有效化解。

## 风险提示

政策不及预期，经济增速下滑。

<sup>7</sup> 2013年该文被发现存在严重的数据处理问题，导致其超过90%红线的经济体增长率为负的结论错误，该增长率应为0.1%。仍然稳健的结论是超过90%后经济增速或许会由于债务率太高而下降。笔者认为，不管其结论正确与否，能够引发广泛议论的社会科学研究就是有意义的。



# 免责声明

## 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032