



当美欧成为金融风险之源

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：钟天（执业 S1130526020001）

zhongtian@gjzq.com.cn

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

当美欧成为金融风险之源

基本内容：

过去讨论联储加息和美元流动性收紧，往往从资本回流美国出发，寻找外债较高、储备不足的新兴市场国家。本轮最大的不同是，新兴市场对强美元冲击的传统外部融资缓冲有所增强，发达经济体却面临更大的压力。

回看 2022 年以来的政策周期，从英国养老金危机到美国区域银行问题再到法国财政紧缩困境，发达经济体自身的利率与资产负债表风险已经反复暴露。如今，更显著的边际变化在于财政负担。公卫事件后覆水难收的财政扩张留下了更高的债务存量，而初级赤字迟迟未能收敛，高利率又通过付息压力持续消耗财政整体空间。

随着美欧国债利率保持高位，以及对联储紧缩周期的担忧，核心发达经济体的融资约束日益增强，紧缩效应会沿着融资成本与抵押品链条向外传递。除此之外，高通胀带来的实际价格水平压力依然推动着 2008 年至今全球民粹主义周期的继续演绎，在野党裹挟着民意去宣传难以落地的福利计划，使得执政政府更难以实质性推进赤字削减。

货币当局作为官僚机构，在滚滚向前的低利率时代存量债务的续作压力，势不可挡的科技发展趋势以及愈演愈烈的民粹主义面前，是极其渺小的。总的来说，美欧需要重估其作为全球利率基准的稳定性，这也正是“美欧正代替新兴市场，成为金融风险之源”的核心含义。

风险提示

1) 宏观经济数据频率较低，对于跨境行业数据估计存在滞后性；2) 美国产业政策受党派影响明显，执政党派的更换可能引发产业政策回溯；3) AI 技术发展与产业投资存在较大不确定性。



内容目录

风险提示..... 7

图表目录

图 1：财政三项指数（总债务，利息负担与初级赤字），G7 恶化的更加明显..... 3

图 2：2019 年至今，G7 压力更多来自于利息负担与初级赤字（对财政指数变化贡献）..... 4

图 3：发达经济体将持续面临债务续期的压力（右图增量变化）..... 4

图 4：样本国家的财政三项指数排名..... 5

图 5：样本国家与地区中，民粹主义政府占比..... 5

图 6：EME 指数广义脆弱性指数..... 6

图 7：新兴市场国家的抗击打能力显著增强（数据截至 2024 年）..... 6

图 8：EME 脆弱性六项指数的缓冲来自于信贷与外部收支..... 7



过去讨论联储加息和美元流动性收紧，往往从资本回流美国出发，寻找外债较高、储备不足的新兴市场国家。本轮最大的不同是，新兴市场对强美元冲击的传统外部融资缓冲有所增强，发达经济体却面临更大的压力。

回看 2022 年以来的政策周期，从英国养老金危机到美国区域银行问题再到法国财政紧缩困境，发达经济体自身的利率与资产负债表风险已经反复暴露。如今，更显著的边际变化在于财政负担。公卫事件后覆水难收的财政扩张留下了更高的债务存量，而初级赤字迟迟未能收敛，高利率又通过付息压力持续消耗财政整体空间。

随着美欧国债利率保持高位，以及对联储紧缩周期的担忧，核心发达经济体的融资约束日益增强，紧缩效应会沿着融资成本与抵押品链条向外传递。除此之外，高通胀带来的实际价格水平压力依然推动着 2008 年至今全球民粹主义周期的继续演绎，在野党裹挟着民意去宣传难以落地的福利计划，使得执政党更难以实质性推进赤字削减。

货币当局作为官僚机构，在滚滚向前的低利率时代存量债务的续作压力，势不可挡的科技发展趋势以及愈演愈烈的民粹主义面前，是极其渺小的。总的来说，美欧需要重估其作为全球利率基准的稳定性，这也正是“美欧正代替新兴市场，成为金融风险之源”的核心含义。

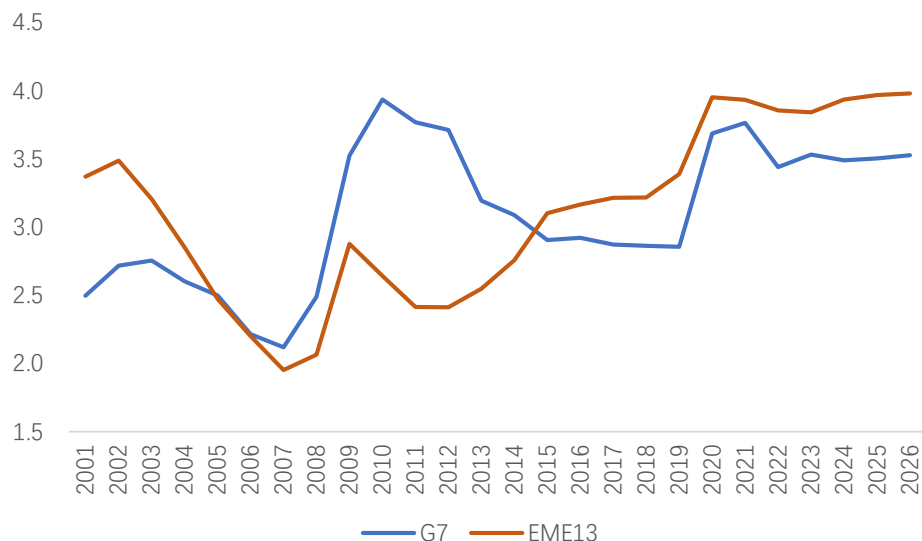
一、财政压力是共性，但发达经济体因初级赤字恶化更加明显

发达经济体与新兴经济体的财政压力都已高于公卫事件前水平。按 2026 年预测口径，G7 财政三项指数（总债务、利息负担与初级赤字）较 2019 年上升约 0.67 分，略高于 EME13 的 0.59 分。更值得关注的是恶化的来源：初级赤字贡献了 G7 约一半的增量，而 EME13 的压力主要来自债务与付息负担。G7 的财政压力虽未超过 2010 年及公卫事件前区间高点，却长期停留在均值水平之上，财政扩张退出缓慢的问题已经十分突出。

某种程度上，市场已经习惯了印度、巴西、土耳其等偶发的财政风险和利率压力，但对于 5% 以上的 10 年期美债，以及 5.5% 的 30 年期美债却如临大敌——核心原因是发达经济体的高利率可以向下传导，而新兴经济体的高利率很难向上倒流。美债收益率的走高直接抬升了债券的融资基准，并通过保证金追缴与杠杆收缩放大抛售压力；高信用资质并不妨碍发达国家国债成为流动性冲击的起点。

另一方面，发达市场的韧性也决定了无需发生实质性的主权风险，单纯的市场风险就能对其他资产构成约束；核心发达经济体国债利率稳定性的下降，以及股债相关性的变化，本身就十分值得重新审视。因此，需要强调的是，新兴市场仍是承压端，新增冲击仍来自全球融资基准利率本身——既包括了市场交易出的更高债券利率，也包括央行调控出的更高政策利率。

图 1：财政三项指数（总债务，利息负担与初级赤字），G7 恶化的更加明显

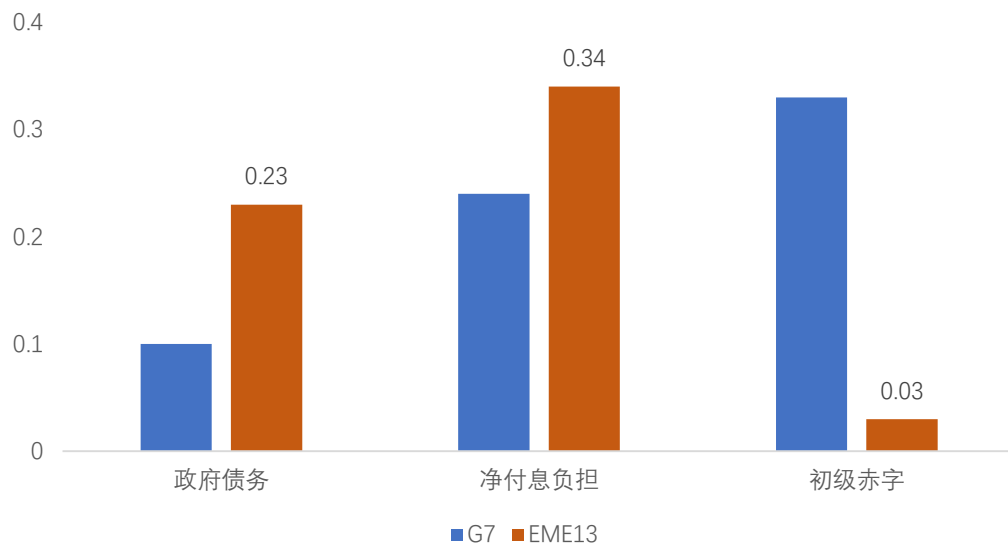


来源：IMF Fiscal Monitor DataMapper，国金证券研究所（G7：美国、加拿大、英国、德国、法国、意大利、日本；EME13：巴西、智利、中国、哥伦比亚、印度尼西亚、印度、韩国*、墨西哥、马来西亚、菲律宾、泰国、土耳其、南非——韩国因历史货币脆弱性被划入 EME 序列，后文均以此样本统计）

通胀缓和可以降低短端政策利率预期，但财政融资与逐步消耗的久期吸纳能力，仍需要更高的长期补偿。这其中很重要的一点来自于“初级赤字”的过度放纵：如果说付息压力还具备某些程度的被动属性，即全球利率与货币政策周期的联动，那“初级赤字”几乎是各国政府主动作为的结果——降息能减轻付息压力，却无法替代财政收支本身的调整。



图 2：2019 年至今，G7 压力更多来自于利息负担与初级赤字（对财政指数变化贡献）



来源：IMF Fiscal Monitor DataMapper, 国金证券研究所

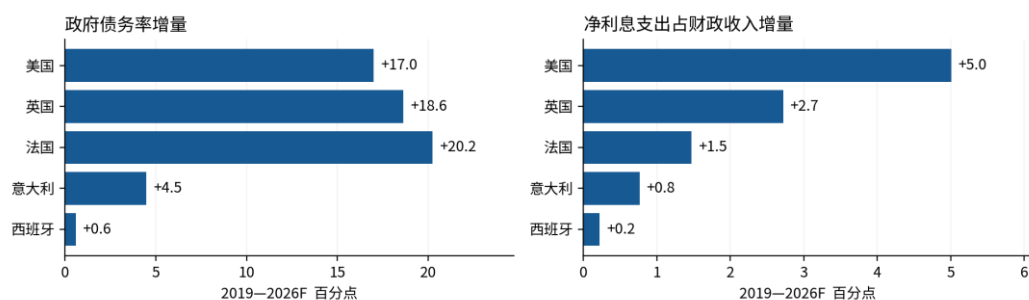
更为关键的是，债务滚续的副作用正在逐步呈现。只要那些到低利率时代债务票息低于当前水平，即使市场利率不再上升，平均付息成本也会继续抬高；初级赤字若不收敛，新增融资与到期再融资便会持续叠加。高债务对融资成本与名义增长之差的敏感性，也随之放大。

美国国债最能说明这种慢性压力：从 2019 年至今（2026 年为估计水平），其债务率从 108.8% 升至 125.8%，增加约 17 个百分点；净付息支出占财政收入比例由 7.6% 升至 12.6%，增加约 5 个百分点，但初级赤字却仍在原地踏步，保持在 GDP 的 3.5% 左右——经济和税收尚需消化的存量利息负担与未来仍需融资的财政流量同时存在。

欧洲主要经济体则存在明显差异，而这种差异恰恰说明，在存量债务压力之外，财政收支调整能力同样决定压力的方向。法国面临初级赤字、债务与付息负担同步上行的问题；意大利仍有初级盈余，但高债务存量使其对融资成本与名义增长的组合更敏感。西班牙初级余额改善、债务率较 2019 年变化较小，反而表现更好。

对高债务国家而言，能否形成持续的初级盈余，直接影响融资成本上升后的财政周转空间——但要达成初级盈余，就必须实现某种程度的财政紧缩，对于发达经济体而言这似乎陷入了无解循环。

图 3：发达经济体将持续面临债务续期的压力（右图增量变化）

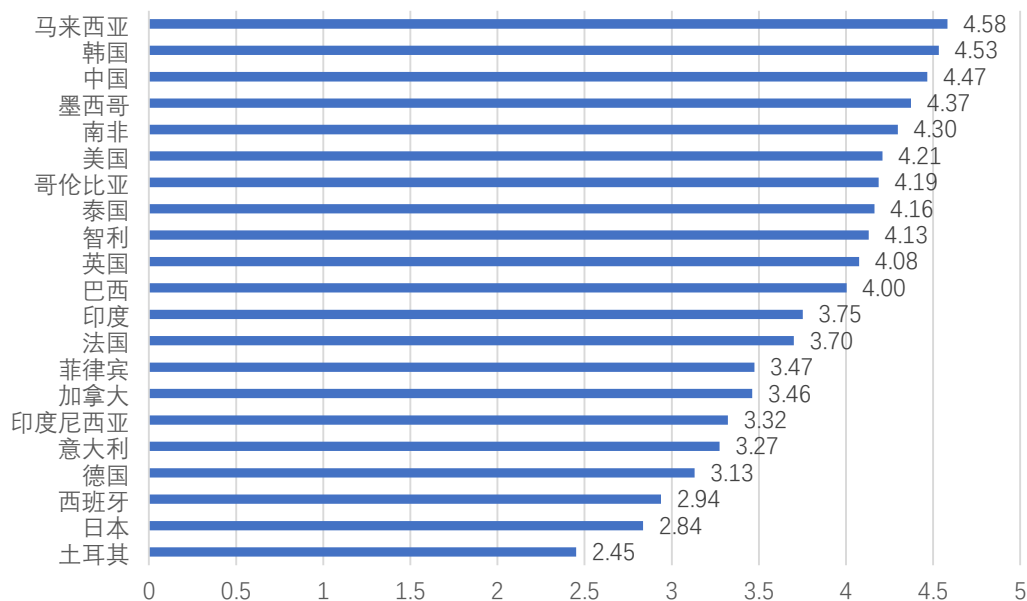


来源：IMF Fiscal Monitor DataMapper, 国金证券研究所（债务率选用 IMF 口径的 General Government Gross Debt）

值得一提的是，以上指数衡量的是各国相对自身历史的压力水平，分数趋于平坦，并不意味着实际情况停止恶化。美国财政指数较 2019 年仅高 0.07 分，但实际情况是美国债务分项早已触及评分上限，付息分项也接近上限，新增负担难以继续推高得分。此时更应回到绝对数值水平：40 万亿的联邦总债务水平和 1 万亿的净利息支出谁来买单。



图 4：样本国家的财政三项指数排名

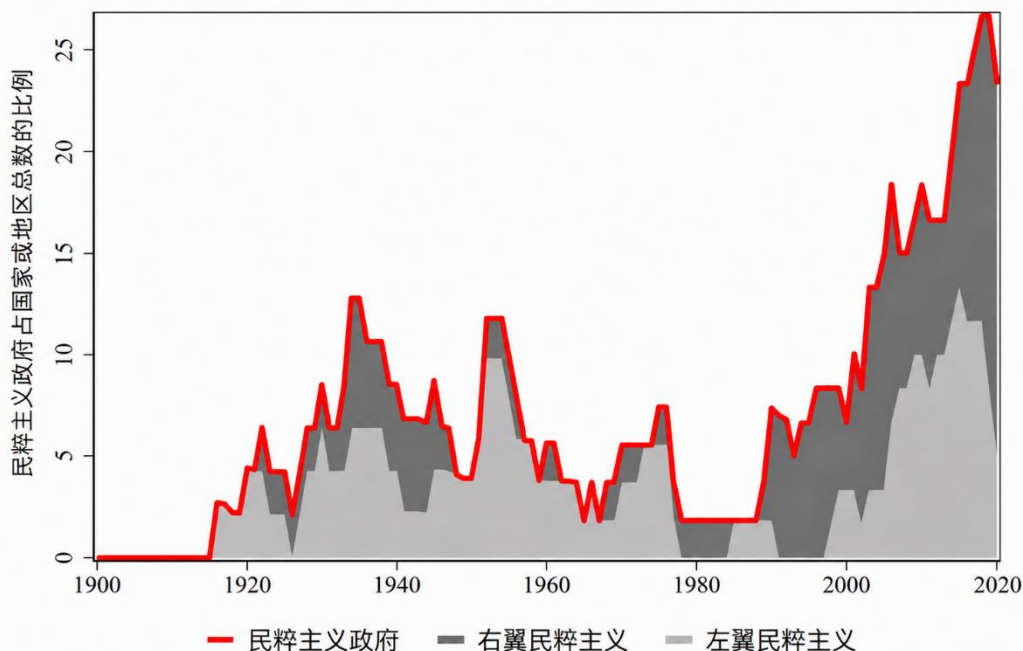


来源：IMF Fiscal Monitor DataMapper, 国金证券研究所

现如今，发达经济体的财政问题不仅在于债务规模较大，还在于赤字越来越难削减。然而，无论是开源还是节流，都会影响居民收入，容易遭到选民反对。且随着民粹主义在公卫事件后的再次强化，财政紧缩面临的政治阻力也在加大。

究其原因，民粹主义产生主要与收入分配有关。收入和财富差距扩大，选民开始要求政府提供更多保护，形成了左翼扩福利、右翼保本土产业的不同民粹主张，自此，民粹主义逐渐成为影响经济活动的一项因素。虽然左翼和右翼提出的政策不同，但两者都会增加财政调整的难度，这主要体现在 21 世纪至今左翼与右翼民粹的交织展现。

图 5：样本国家与地区中，民粹主义政府占比



来源：Manuel Funke, Moritz Schularick, Christoph Trebesch. Populist Leaders and the Economy. AER, 2023, 113

(12), pp. 3249-3288. , 国金证券研究所

左翼更关注收入差距，因此主张提高最低工资，扩大社会福利。但是为了弥补相关支出，左翼通常支持向高收入群体和企业加税。与此相对，右翼则更关注移民和产业外迁，所以往往主张限制移民，并通过关税保护本国企业；同时，



右翼通常也支持减税降费。两类政策看似相反，却存在一个共同点。无论是扩大福利还是降低税负，都容易得到特定选民的支持。

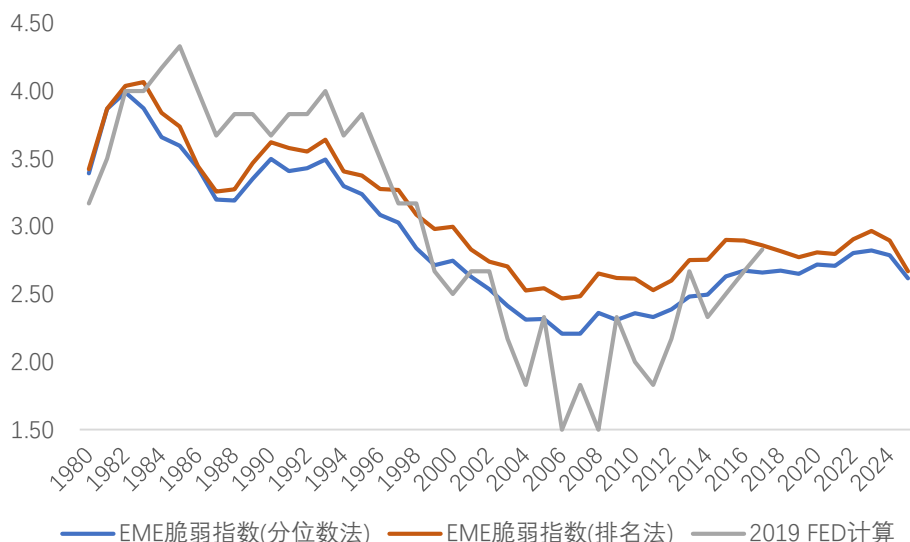
民粹主义使政府更难解决债务问题。由于削减支出面临选举压力，短期财政支持更容易转化为长期负担。

二、新兴市场的缓冲垫明显增加，广义脆弱性保持平稳

强美元之所以容易触发外部融资危机，是因为它会同时收紧融资条件，并在存在外币负债错配时推高海外主体偿债压力。若国内信用还在扩张、经常账户依赖持续资金流入，汇率贬值就会加剧再融资约束。过去危机中最危险的组合是外债、信用扩张与外部融资缺口的同时失衡，但当前却并未发生。

新兴经济体近年的财政恶化并未显著推升其广义脆弱性，核心原因是财政仅是风险组成部分之一。采用 13 国六项数据齐全口径，其指数约为 2.61，略低于 2015—2019 年的均值水平（2.66）——彼时联储利率最高只有 2.5%，10 年期美债更是只有 3% 出头。可以说过去几年更严酷的金融环境，实际上锻造出了新兴市场国家更坚韧的抗风险能力。

图 6：EME 指数广义脆弱性指数

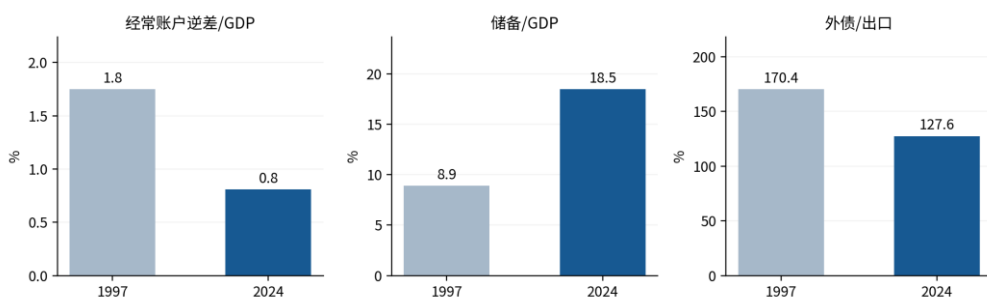


来源：IMF Fiscal Monitor DataMapper, 国金证券研究所

财政走弱演化为外部融资危机还需要资产负债表的放大机制。当下融资缺口更小、信用扩张更缓、储备更厚，同样的强美元冲击就更容易演变为全面的债务压力与再融资危机。这些缓冲，正是理解本轮新兴市场韧性的关键。

与 1997 年相比，缓冲的变化尤其显著。EME13 的外债/出口均值由 170.4% 降至 127.6%，外储/GDP 由 8.9% 升至 18.5%，经常账户逆差/GDP 由 1.8% 收窄至 0.8%。一方面，需要依靠外部资金填补的缺口缩小；另一方面，应对资本流出与外债偿付的资源增加——强美元不再单纯只是“新兴市场的问题”，而更是“美欧日的问题”。

图 7：新兴市场国家的抗击打能力显著增强（数据截至 2024 年）



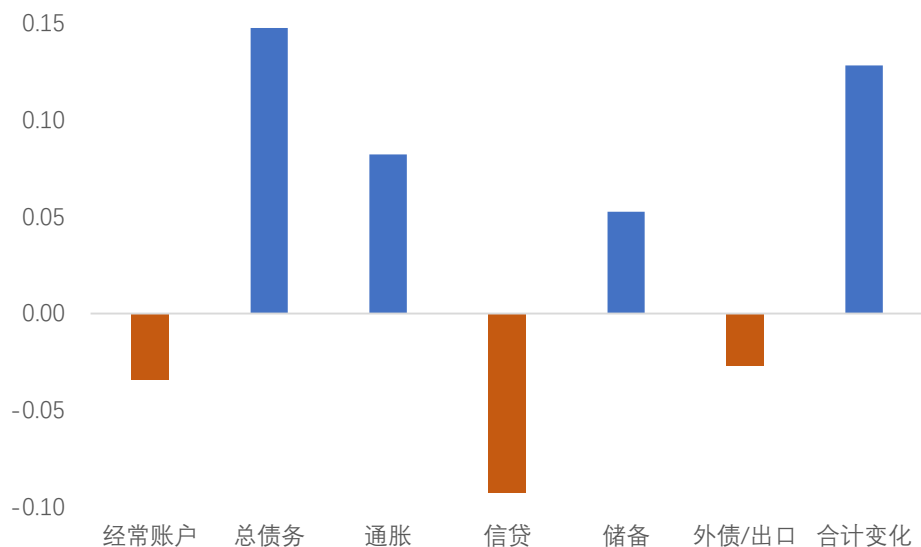
来源：Anthropic Economic Index, BLS, 国金证券研究所

但这并不意味着新兴市场国家毫无风险，对 EME 广义脆弱性的拆解进一步说明，压力在不同经济因子间并不一致。

从 2017 到 2024 年，政府总债务、平均通胀水平和外汇储备分项仍指向更大脆弱性，但银行信贷水平、经常账户差额和外债规模形成了缓冲。将当下联储加息直接外推为某种新兴市场危机的前序，是无视了这些真实存在的缓冲与金融抗风险能力的改善。



图 8: EME 脆弱性六项指标的缓冲来自于信贷与外部收支



来源: Anthropic Economic Index, BLS, 国金证券研究所

全球财政恶化是共性，但核心发达经济体融资约束的增强，才是更值得重视的边际变化。总的来说，美欧需要重估其作为全球利率基准的稳定性，这也正是“美欧正代替新兴市场，成为金融风险之源”的核心含义。

风险提示

1) 宏观经济数据频率较低，对于跨境行业数据估计存在滞后性；2) 美国产业政策受党派影响明显，执政党派的更换可能引发产业政策回溯；3) AI 技术发展与产业投资存在较大不确定性。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究