

2025年，全球公共债务动态并未出现任何实质性改善，中东地区战争的爆发又给本已紧张的全局局势带来了新的财政压力。这场冲突在全球范围内造成了重大影响，不仅扰乱了能源供应、收紧了金融环境，还迫使各国政府在保护本国民众免受价格飙升冲击与维持财政空间之间作出两难抉择。冲突产生的财政影响也极不对称。能源进口国、尤其是低收入的发展中国家承受着最大的代价；与此同时，海湾地区主要能源出口国本身直接受到冲突影响，因此，与以往能源冲击的情况相比，这场冲突中受益者的范围可能更加狭窄。

一年前急剧飙升并主导经济前景的政策不确定性虽已从高位回落，但底层的财政与地缘政治压力并未缓解。尽管全球经济展现出韧性，但财政形势却有所恶化。2025年，全球政府债务总量与GDP之比已攀升至接近94%，按照当前路径，预计到2029年其将达到100%——这一水平此前仅在第二次世界大战结束后出现过。

核心问题不仅在于全球债务水平高企，还在于当前财政政策所隐含的未来路径。利率上升以及市场对财政消息敏感度提高，意味着能够容纳这一路径的政策空间正在收窄。全球财政缺口（即基本余额预测值与稳定债务率所需基本余额之间的差额）几乎已经消失：十年前这一缓冲超过GDP的1%，如今已接近于零。这一变化表明形势的恶化是结构性的，也就是说，其反映了导致永久性福利支出扩大或财政收入减少的政策选择，这在一些规模最大的经济体尤为明显。即便在债务动态得到改善的国家，不少国家的公共债务水平仍高于新冠疫情危机期间的峰值。此外，随着各国政府在当前利率升高的背景下为到期债务再融资，利息支付在短短四年内大幅增加，与全球GDP之比从2%升至接近3%。鉴于借款成本预计仍将维持高位，基本财政状况疲弱叠加偿债负担上升的状况已不容任何自满情绪。

尽管美国的经济已接近潜在产出水平，其广义政府赤字仍处于GDP的7%至8%的水平，且政府尚未出台任何债务整顿计划。到2031年，美国总债务预计将达到GDP的142%。中国为在通缩压力下提振国内需求而实施的短期财政扩张也导致其总体赤字扩大至接近GDP的8%。到2031年，持续的大规模赤字预计将把中国的债务水平推高至GDP的127%。面临全球性财政挑战的远不止这两大经济体。在日本，通胀上升、GDP增长以及基本赤字减少正在改善其债务动态，但主权债券收益率已攀升至历史高位，且可能会对其他国家产生溢出影响。在欧洲，多个欧盟成员国为满足国防支出不断增加的需求，已经启动了欧盟赤字规则豁免条款。为国防支出而发生的实际支出可能会持续存在，这凸显了财政空间有限的国家所面临的财政权衡问题。得益于美元走弱，新兴和前沿市场经济体在2025年整体上享受了有利的入市融资条件，但这些经济体的债务水平依然高企，低评级借款方的债券发行量已减半，债务期限也大幅缩短。在世界最贫困的国家中，利息支付占财政收入的比重已达到历史高位，援助资金的持续减少也导致部分国家出现难以填补的融资缺口。中

东地区的战争可能会推高全球利率、推动美元升值并引发能源价格飙升，进而加剧不利的金融和大宗商品价格动态，由此加重新兴市场和发展中经济体面临的宏观经济压力。

自2025年4月《财政监测报告》发布以来，财政前景已进一步恶化。三年后的全球在险债务目前已接近GDP的117%，中位预测与右尾风险情景之间存在约20个百分点的差异，凸显出下行风险加剧。多重相互强化的因素也可能拖累财政前景。中东冲突可能推高食品和燃料价格、收紧金融环境、抑制经济活动、增加国防支出，进一步加重政府财政压力；在冲突持续存在的情景下，全球在险债务水平可能会再升高4个百分点。另外，如果人工智能相关资产的估值出现调整，且美国股市在此情况下下跌20%并对全球金融环境产生溢出效应，则会导致全球在险债务水平再升高2.4个百分点。

保护主义压力和地缘经济割裂继续推动各国政府实施产业补贴和贸易支持政策，而这些政策在生产率方面的回报存在不确定性。若经济增长不如预期，基本余额就有可能低于稳定债务所需的水准。国内不稳定因素进一步加剧了财政压力。在许多国家，不同收入群体中的社会动荡均有所增加，而此类动荡激增与经济增长放缓和基本赤字增加存在相关性。同时，中央银行独立性无论是受到显性还是隐性的压力，都会推升通胀预期和风险溢价——即便是在信用评级较高的经济体也是如此，而这会削弱可抑制借款成本的央行信誉。

主权债务市场的结构也在发生变化，从而放大了脆弱性，且这些变化在发达经济体中尤为明显。随着央行缩表，私人投资者（通常是杠杆化投资者）已经成为政府债券的边际买方。对冲基金在金融中介方面的作用日益突出，其通过交易吸收新发行的债券，但当市场波动加剧时，这些交易可能迅速逆转。相比之下，部分主要新兴市场已经转向另一个方向，即越来越依赖由国内投资者吸收的本币债券（2025年10月《全球金融稳定报告》）。美国国债供应增加正在压缩其以往享有的安全性溢价，这种溢价缩减在全球范围内推高了借款成本。部分政府、特别是美国等系统性经济体的政府还通过缩短债务期限结构来控制短期利息支出，但这也增加了面临短期融资环境突然变化的风险。这种传导效应会波及全球：受供给推动的美国国债收益率上升几乎会同步传导到其他国家的债券市场，并对依赖外部融资的国家产生尤为显著的影响。

推进有序财政调整的窗口正在收窄。债务负担较高的发达经济体需要的是次序得当的具体整顿措施，而不仅仅是理想化的中期目标。就美国而言，财政的算术关系是无法回避的：要稳定债务路径，必须在财政收入与支出两方面采取行动，包括对主要福利项目的支出作出调整。欧洲各国政府必须通过切实调整支出优先顺序，兼顾国防支出承诺和人口老龄化压力。

新兴市场经济体应将解决或有负债、逐步取消造成财政负担的燃料补贴以及扩大税基作为可信中期财政计划的核心内容。就中国而言，仍应继续实施以提振消费和支持房地产业为重点的短期财政扩张，直至再通胀具有持续性。要稳定中国的债务，需要进行大规模的长期财政整顿和税制与社保改革，同时推动地方政府融资平台的债务重组。就低收入国家而言，外部援助不断减少使得

调动国内财政收入变得至关重要，而且有证据表明，执行得当的税收征管改革能够带来切实成效。

鉴于财政缓冲已被消耗，针对能源成本上升所采取的应对政策应予以严格校准，重点支持弱势家庭和具备持续经营能力的企业，并与遏制通胀的货币政策保持一致。如果广泛的价格补贴会提高财政成本、难以撤销，或者会抑制国内价格信号并波及全球大宗商品市场，则应避免实施。国内燃料和天然气价格应继续反映国际市场价格变化，并促进需求调整，即使在实行有针对性的临时支持措施时也应如此。

对于所有国家组别来说，在各国努力应对能源价格冲击影响时，均必须提高财政政策的前瞻性和结构性锚定程度。维护中央银行独立性和财政框架的完整性对于发达经济体和新兴市场经济体都至关重要。就财政状况开展清晰沟通并提高透明度，有助于稳定预期并为必要的财政调整提供支持。