

德国财政接棒，成色如何？

2025 年 10 月 18 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@glms.com.cn

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@glms.com.cn

➤ 美国财政在疫情后维持“暴走模式”。中国在去年“926”之后也正式拉开了“宽财政”的序幕，开始上调中央政府的赤字率。

➤ 但美国今年下半年财政开始乏力，对于全球需求的支撑有限，中国财政的主要发力点也在化解存量债务和内需。而正在此时，世界第三大经济体——德国则接过了“宽财政”的接力棒，究竟能否给全球需求提供新的活力？提交审议的2026年财政预算成色几何？

➤ 随着德国2026年财政预算案提交议会审议，欧洲财政政策的战略转向或将正式拉开帷幕。在年初设立的5000亿欧元特别基金与“债务刹车”规则松绑的双重推动下，德国财政正从延续数十年的“紧缩共识”向“扩张周期”迈出关键一步。巨量的基础设施与国防项目投资支出，既是德国应对工业增长下降、主动重塑经济动能的破局之举，也为整个欧元区的财政协同机制与复苏进程注入了新的能量。

➤ 德国在欧洲经济中的作用毋庸置疑：德国的财政既给其他国家做出了表率，也为欧洲新一轮需求循环点燃引擎。欧洲的经济循环始于德国，也终于德国。生产环节德国给其他国家提供外需，提振他们的收入之后，在消费环节再反过来成为德国的外需。虽然表面上德国是先开始“负债”的那一个，但最后扩张的好处也被其分走大头，这笔买卖的账并不难算，大概率是盈利的。

➤ 并且相较于其他国家，德国的融资优势非常明显，德国的融资成本甚至是低于美国的，在财政扩张中他的痛感最低，自然当仁不让。本次德国扩张与去年的中国国债置换地方债务有相似之处，带来的利息节省也是一笔不容忽视的“好处”。

➤ 具体来看，德国2026年财政预算案主要有哪些内容：

➤ 在国防支出与基础设施投资的双轮驱动下，德国联邦政府预算与债务规模再度扩张。2026年德国联邦政府预算支出规模达5205亿欧元，较上年增长3.5%。如果叠加特别基金的额外支出（不计入预算内，例如今年设立的5000亿欧元基础设施基金，以及国防特别基金、气候与转型基金等），总支出规模将达到约6300亿欧元。

➤ 从结构看，变化最显著的是国防预算支出——2026年将增至837亿欧元，较本年度大幅增长32%，若进一步计入国防特别基金的额外资金，国防总支出将进一步升至1172亿欧元。这将使得德国国防开支占GDP比重将于2026年升至2.8%，2029年预计进一步提升至3.5%，以支撑强有力的欧洲安全与防务政策。

➤ 其中最引人注目的是公共投资规模创下历史新高，这一扩张得益于年初设立的5000亿欧元基础设施特别基金。2026年德国总投资额将达到1267亿欧元，较2025年、2024年分别增长近10%、70%。其中561亿欧元来自核心预算，另外的489亿欧元、217亿欧元将分别从基础设施和气候中和特别基金、气候与

相关研究

1. 美国政策跟踪：特朗普的“生财之道” -2025/10/15

2. 2025年9月贸易点评：9月进出口：加速回升的成色？ -2025/10/13

3. 海外市场点评：外部变数下的市场悬念 -2025/10/12

4. 经济动态点评：十一假期消费“打几星”？ -2025/10/08

5. 海外市场点评：10幅图“速通”假期风云 -2025/10/06

转型基金中拨出。

➤ 从投资方向上看，基础设施特别基金主要聚焦公共基础设施（交通、医院、能源等）、数字化发展、研发创新及住房建设等领域。其中交通基础设施现代化改造占比最高，约占特别资金投资总额的一半。

➤ 除此之外，德国投资计划还着力增加经济适用房供给、改善教育与儿童保育服务，并加大人工智能、生物医药等领域研发投入，通过全方位公共投资与结构性改革，提振经济活力、提升就业水平。

➤ 巨额投资背后是债务规模的同步扩张——随着德国放宽“债务刹车”限制，政府借贷水平急剧攀升。2026 年德国预算内借贷规模较 2025 年增加 80 亿欧元，达 899 亿欧元；若计入国防特别基金与基础设施特别基金的融资需求，总借贷规模将升至 1743 亿欧元，这意味着近三分之一支出需依赖贷款融资。这一规模在德国历史上位列第二，仅次于新冠疫情期间（2021 年借款额达 2150 亿欧元）。

➤ 从经济影响看，财政扩张效果可以期待。作为欧洲经济“火车头”，德国因工业萎靡与改革滞后陷入下行困境，尽管欧元区持续大幅降息，但缺乏财政支撑依然“杯水车薪”，二季度德国更因关税冲击导致实际 GDP 增速再度转负。但德国政府最新预测显示，依托大规模财政刺激，2026 年经济增速预计从 2025 年的 0.2% 加速至 1.3%，有望终结持续三年的低迷态势。

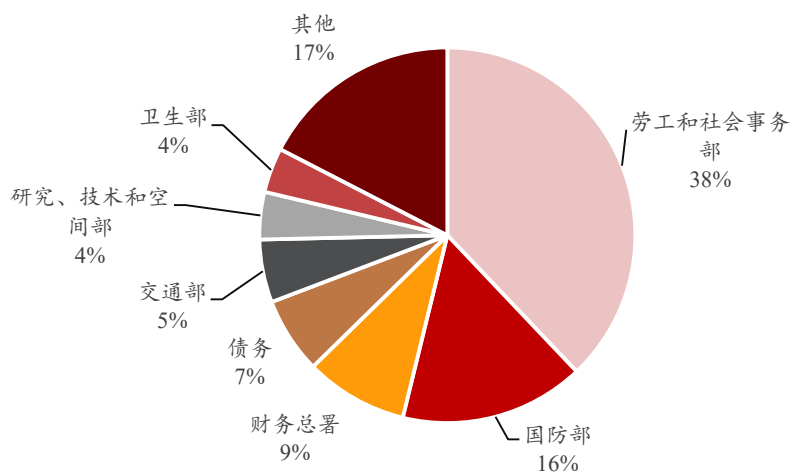
➤ 最后，值得关注的是德国财政扩张对中国出口的联动影响。尽管德国在中国出口中的占比仅约 3%，其 1% 左右的 GDP 增长对中国出口总量的拉动作用或相对有限，但结构性机会仍值得挖掘。由于德国本轮投资扩张重点聚焦交通、清洁能源、国防等基建领域，覆盖机械设备、电力设备、金属等行业——德国对华进口存在较高依赖，因此中国相关行业出口也将因此直接受益。

➤ 资产定价上，今年德国财政扩张催生的欧洲“觉醒”叙事，推动欧元资产迎来一波全面上涨行情。宽财政推动下，欧元资产或将进一步重估——德债收益率上行、欧股超额收益扩大、欧元汇率走强等趋势值得期待。

➤ 这也将进一步压制美元走势。正如我们此前报告《美元弱一定需要降息吗？》所言，当前美欧经济与通胀周期呈现反向相位：疫情后美国经济在积极财政推动下持续扩张，如今已显“强弩之末”；而欧元区（尤其是德国）的财政政策转向及俄乌局势缓和，则构成更关键的结构性变量。

➤ 其中，在预算（扣除利息）和专项基金的推动下，德国 2026 年财政支出增速有望达到 7% 左右，但美国受制于债务利息的飙升，非利息支出增速仅为德国的一半左右（约 3.4%）。虽然 2024 年美国 GDP 是德国 GDP 的 6 倍以上，但如果分母是欧元区，这个数字就下降到了 1.5 倍。如果欧元区其他国家可以跟上，欧洲财政的崛起或是 2026 年全球需求最大的变数。财政分化下，美欧经济与通胀预期差也将逐步收敛，中期美元或延续弱势格局。

➤ 风险提示：美国经贸政策大幅变动；德国财政扩张不及预期；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：德国 2025 年财政预算案分项支出一览
德国2026年财政预算案财政支出占比


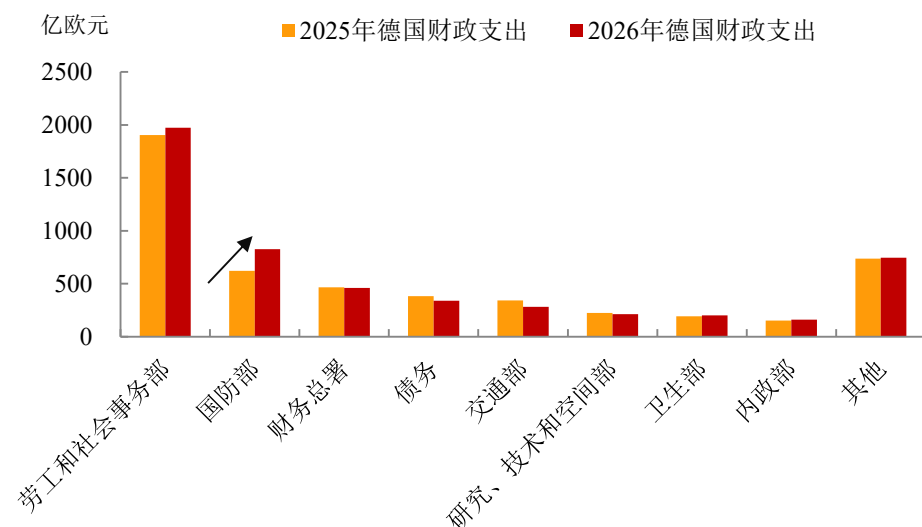
资料来源：德国财政部，民生证券研究院

图2：德国 2026 年财政支出和借款规模再度上升

德国财政计划（十亿欧元）					
	2025年	2026	财政计划		
			2027	2028	2029
支出	503	520.5	507.5	546.4	572.1
同比变化%	6.1	3.5	-2.5	7.7	4.7
总收入	503	520.5	507.5	546.4	572.1
税收	386.8	383.8	400.6	412.3	423.9
净借款	81.8	89.9	88.1	116.5	126.9
专项资金	61.3	83.4	84.4	58	59.4
基础设施和气候中和专项基金	37.2	58.9	57	58	59.4
德国联邦国防军专项基金	24.1	25.5	27.5	-	-

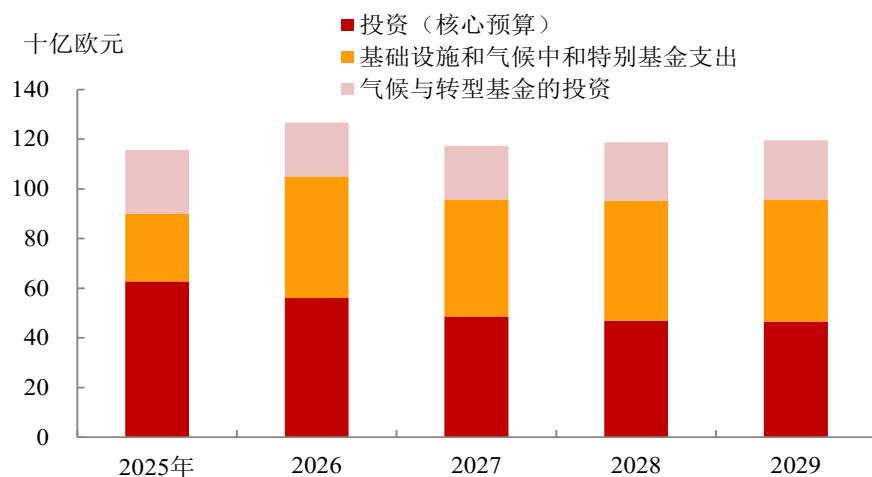
资料来源：德国财政部，民生证券研究院

图3：2026 年国防预算支出提升最大



资料来源：德国财政部，民生证券研究院

图4：在专项基金支撑下，2026 年德国公共投资再创新高

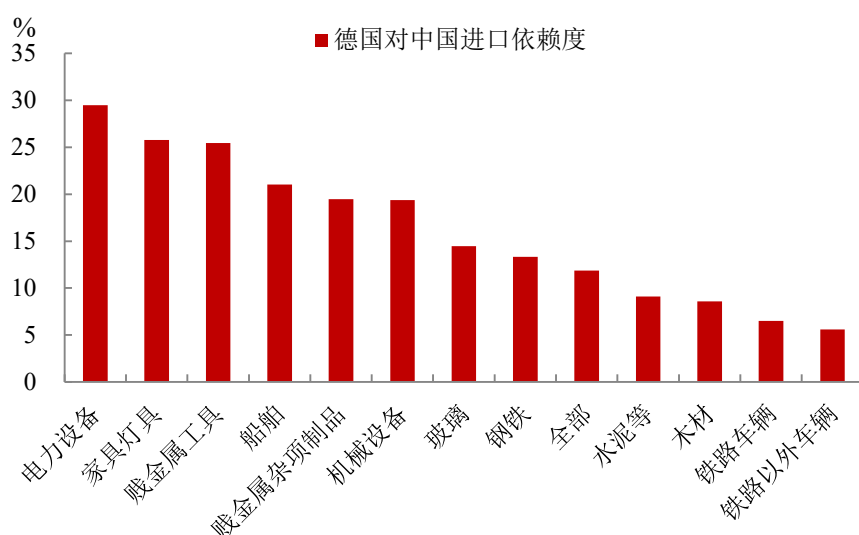


资料来源：德国财政部，民生证券研究院

图5：专项基金主要投向交通等基础设施建设

基础设施和气候中和特别基金的计划支出（十亿欧元）					
	2025	2026	2027	2028	2029
交通基础设施	11.7	21.3	20.2	20.3	19.8
医院基础设施	1.5	6	3.5	3.5	3.5
能源基础设施	0.9	2.1	2.8	3.2	3
教育和儿童保育基础设施	0	1.2	1.4	1.4	1.5
研究与开发	0.5	1	1.5	2.1	3.4
数字化	4	8.5	8.6	8.6	8.5
房屋建筑	0.3	0.5	0.7	1	1.2
联邦部分（总计）	18.9	40.5	38.8	40.1	40.8
分配给各州和地方当局	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
气候与转型基金的拨款	10	10	10	10	10
总支出	37.2	58.9	57.1	58.4	59.2

资料来源：德国财政部，民生证券研究院

图6：德国对中国电力设备、机械设备等进口依赖度高


资料来源：TRADE MAP，民生证券研究院

图7：欧元走强对美元形成压制



资料来源：Iifind，民生证券研究院

图8：美德利差预计进一步收窄



资料来源：Iifind，民生证券研究院

图9：美欧经济周期收敛



资料来源：Iifind，民生证券研究院

图10：德国经济探底回升



资料来源：Iifind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048