

欧洲财政转向之路漫漫

——详解欧洲财政机制、现状、空间以及制约因素

摘要

- **欧盟财政治理框架：演变与革新。**欧盟目前并没有统一的财政联盟，大多数关于财政预算的决定仍在国家层面，欧债危机后，欧盟不断加强财政监管。近年来欧盟的新财政框架更加灵活和进步，优化了欧盟成员国财政预算调整路径。各成员国单独制定财政预算之外，欧盟层面也会制定预算作为国家预算的补充，采用多年期财务框架（MMF），另外还可以出台临时性工具作为 MMF 的补充，比如 2021 年批准的恢复与韧性基金（RRF），但每年欧盟层面的预算规模仅占 GDP 的 1.7% 左右，意味着欧盟财政扩张仍将主要依赖各个成员国。
- **欧洲国家财政现状：趋势与分化。**欧盟整体赤字率和债务占比正逐步改善，但财政压力仍然较大。大部分欧盟国家不满足 3% 赤字率和 60% 债务占比的财政规则。其中，老龄化程度较深的国家债务压力相对较大，如希腊、意大利、法国、葡萄牙、西班牙等；受地缘政治威胁较大的国家近年来赤字/债务提升较多，如芬兰、波兰、立陶宛、爱沙尼亚等。从支出结构上看，社会保障是欧盟国家政府支出的最大组成部分，国防支出目前占比仅为 1.3%，但近年来欧盟国家对国防的共同诉求正在升高，绝大部分欧盟成员国的国防支出占比提升。欧洲经济目前面临多重挑战，根据欧洲央行的保守估计，2025-2031 年期间需要增加 1.3 万亿欧元财政支出。在国家层面，德国、爱尔兰、丹麦、荷兰、瑞典等国家具有较大潜在财政空间，同时新财政框架也可能将在近期为欧盟最高创造 7000 亿欧元的财政回旋余地；在欧盟层面，“重新武装欧洲”计划预计可以筹集近 8000 亿欧元，此外，在 2021-2027 年期间还可以创建或进一步补充预算外工具，为欧洲共同优先事项提供融资。
- **财政转向的实际经济效应：有驱动，也有桎梏。**德国此次一系列财政扩张措施或对 2025 年德国 GDP 形成约 1.8%-2.4% 的拉动作用。欧盟也在放松对各国国防支出的限制，若欧盟整体将国防支出占 GDP 的比例提升至 2%-3.5%，预计将拉动欧盟整体 GDP 增长约 0.7%-2.2%。但在实际落地过程中可能会面临结构性、制度性问题的阻碍。（1）欧洲的国防部门隶属于国家，欧盟成员国订购武器和弹药彼此独立，欧洲国防工业只能以高单价小批量生产。因此大部分欧洲国家更倾向于从非欧盟国家购买现成设备；（2）欧洲的极右翼政党在欧盟共同债务上的分歧较大，可能会阻碍欧洲财政一体化，且右翼民粹主义者更加倾向于在国家层面加强军队建设和增加军费开支，而不是在欧盟的领导层面。
- **欧洲资产表现：定价积极财政，但遇关税逆风。**2025 年初以来，大类资产中欧洲股市表现亮眼，甚至超过美股。市场定价德国财政转向将推动经济增长，而非增大债务风险。然而在 3 月 4 日之后，欧洲股市普遍回落，关税隐忧是市场博弈重点。后续需要关注美国“对等关税”实际落地情况及对欧洲出口的冲击，若实际冲击较大，不排除欧盟国家进一步扩张财政的可能性，同时关注欧洲国防工业建设的进展。
- **风险提示：**欧洲财政政策落地不及预期，全球经济下行风险超预期增大。

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. 稳中促新，“抓手”与“后手”——2025 年全国“两会”解读（2025-03-06）
2. 风禾尽起，逐光而行——经济效能提升与要素创新配置下的投资抉择（2025-02-25）
3. 降息后美国地产该如何展望？——需求、供给以及房价的三维解析（2025-01-06）
4. 踏浪前行，如日之升——2025 年宏观经济与政策展望（2024-12-02）
5. 励远致新，顺势而动——政策新阶段下的经济趋势与产业聚焦（2024-10-01）
6. 励远致新，待时而动——政策新阶段下的经济趋势与产业聚焦（2024-09-03）

目 录

1 欧盟财政治理框架：演变与革新.....	1
2 欧洲国家财政现状：趋势与分化.....	4
2.1 各国债务状况及支出重心：虽分化但共同诉求正上升	4
2.2 欧洲财政扩张的空间：来自国家和欧盟两个层面	9
3 财政转向的实际经济效应：有驱动，也有桎梏.....	10
4 欧洲资产表现：定价积极财政，但遇关税逆风.....	14

图 目 录

图 1：欧盟经济和财政的主要治理框架.....	1
图 2：欧盟于 2024 年通过的新财政框架大致内容.....	2
图 3：欧盟 2021-2027 年长期预算和 NGEU 复苏工具.....	3
图 4：欧盟 2021-2027 年长期预算和 NGEU 分类别支出.....	3
图 5：欧盟委员会的统一融资方法.....	4
图 6：欧盟 27 国赤字率和债务占 GDP 比例近年来回落.....	4
图 7：欧洲国家的净支出增长率变化（按债务状况分类）.....	4
图 8：截至 2024 年 Q3，欧盟 27 国赤字率情况.....	5
图 9：地缘政治威胁越大的欧盟国家近年来赤字率提升越多.....	5
图 10：2024 年 Q3 欧盟各国政府债务占 GDP 的比例，以及 2022 年以来的变化.....	6
图 11：老龄化程度越严重的欧洲国家，债务压力通常越大.....	6
图 12：1995 年以来，2022 年欧盟 27 国整体财政支出结构的变化趋势.....	6
图 13：2022 年欧盟 27 国财政支出的结构.....	7
图 14：1960 年以来部分欧盟国家军费支出占 GDP 的比例变化.....	8
图 15：IMF、欧盟委员会对欧洲结构性赤字率的测算.....	9
图 16：2024 年欧盟各国结构性赤字率与一般政府赤字率的对比.....	9
图 17：对欧盟额外私人/公共的绿色、数字和国防开支的估计.....	10
图 18：“重新武装欧洲”计划：欧盟 8000 亿欧元的国防计划.....	10
图 19：2023 年主要国家名义国防支出与经购买力平价调整后的国防支出（单位：十亿欧元）.....	12
图 20：欧洲协同国防装备采购实际支出与 35% 的采购基准对比（按 2021 年不变价计算）.....	12
图 21：2024-2029 年欧洲议会分党派的席位构成，多数为右翼势力.....	13
图 22：欧洲部分国家对一体化欧洲军队的支持率的变化.....	14
图 23：2024 年按政治偏好划分，对一体化欧洲军队的支持率.....	14
图 24：2025 年以来欧洲股市经历先涨后落.....	15
图 25：2025 年 3 月德国国债收益率快速走高，而后有所回落.....	15
图 26：欧元兑美元自 3 月以来走高.....	15
图 27：2025 年以来德国和意大利 CDS 价格波动不大.....	15

表 目 录

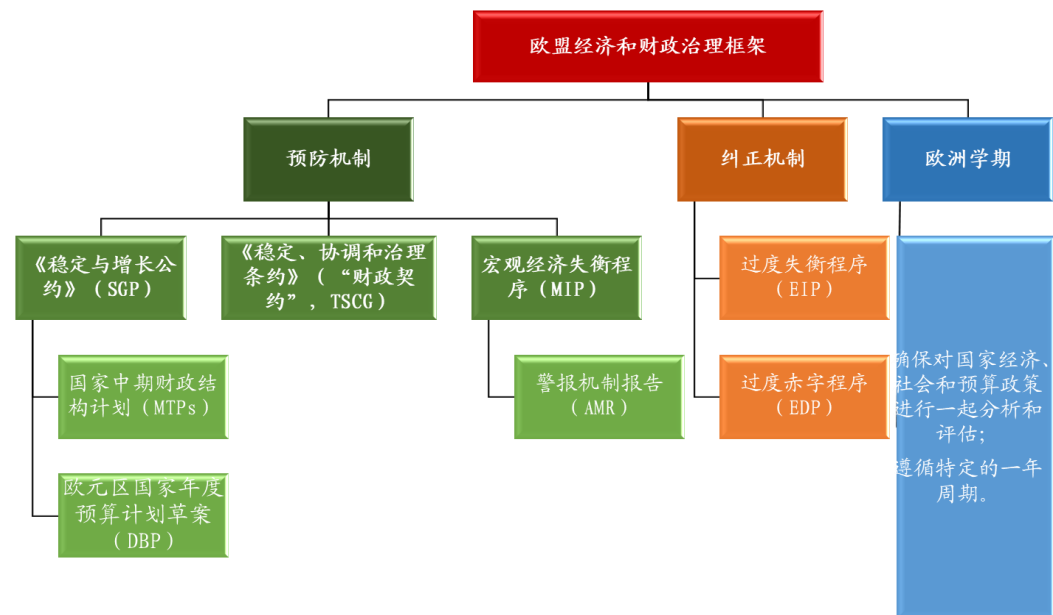
表 1：大部分欧洲国家武器进口主要来自于美国.....	11
-----------------------------	----

2025 年以来欧洲资产表现亮眼，随着特朗普上台后与俄罗斯讲和，欧洲防务自主的紧迫性提升，欧洲财政改革也进入新阶段。3 月欧盟提出“重新武装欧洲”计划，旨在强化欧洲国防工业。与此同时，长期以来坚持财政保守主义的德国也开始出现转折，提出修改“债务刹车”机制，并设立 5000 亿欧元的专项投资基金。本文从当前欧洲财政运行机制出发，分析了欧洲的财政现状，发现欧洲财政仍以国家层面为主，欧盟共同财政作用较小，且欧洲国家大部分财政支出用于社会保障，尽管欧洲国家转向意愿强烈，但实际对经济的拉动作用仍受到碎片化国防工业、极右翼势力崛起等因素的制约。

1 欧盟财政治理框架：演变与革新

预算决定权仍在国家层面，欧盟不断加强财政监管。欧盟目前并没有统一的财政联盟，大多数关于税收和支出的决定仍在国家层面。但在欧元区统一的货币政策下，缺乏共同的财政政策可能会引发严重风险，比如 2010 年爆发的欧债危机。为了确保经济和货币联盟的稳定，欧盟不断加强财政监管。《稳定与增长公约》（SGP）于 1997 年出台，2005 年和 2011 年接连得到修订，是欧盟财政框架的核心。《公约》设置了 3 条原则：公共赤字占 GDP 的比重不得突破 3% 的上限；公共债务占 GDP 的比例不能超过 60%；中期预算应实现平衡。2012 年 25 个欧盟成员国签署了《经济货币联盟稳定、协调与治理条约》（TSCG），也称为“财政契约”，规定了平衡预算的“黄金法则”。《条约》要求缔约国的年度结构性赤字不超过 GDP 的 0.5%，政府债务超过 GDP 60% 的国家，应每年以 5% 的平均比例作为基准实施减债等。目前为止，欧盟的财政治理框架大致由预防机制、纠正机制、欧洲学期等构成。

图 1：欧盟经济和财政的主要治理框架

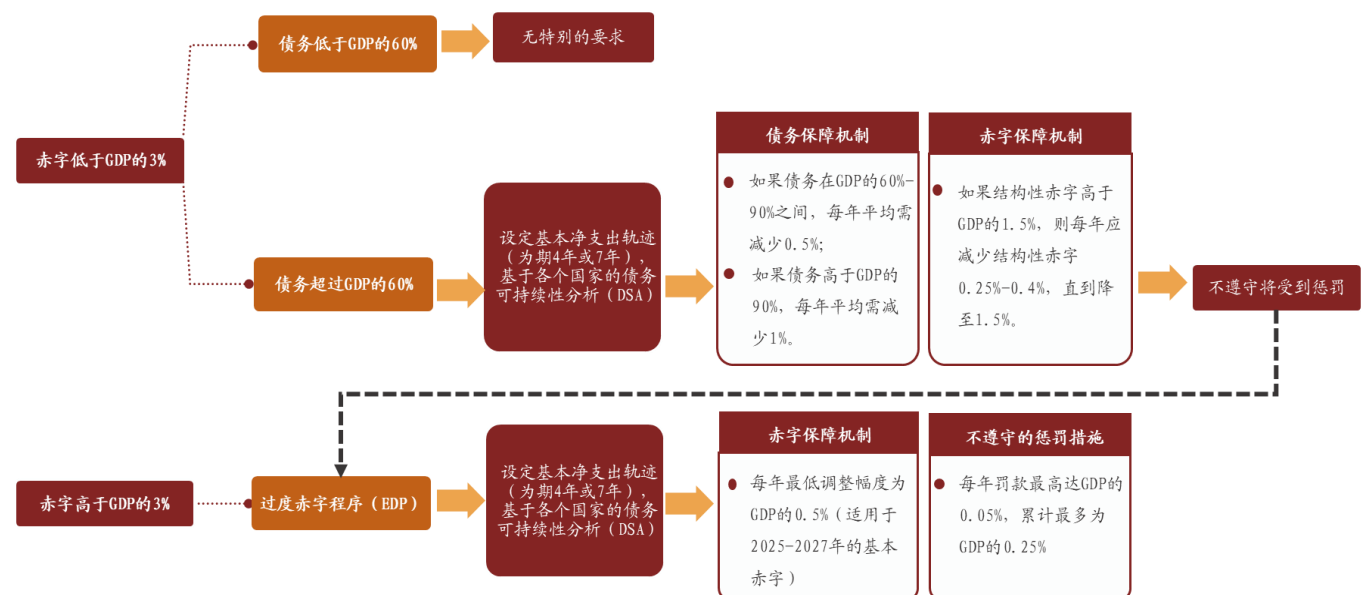


资料来源：European Commission，西南证券整理

新财政框架更加灵活和进步。然而，此前的预算框架被认为过于“一刀切”，由于新冠疫情和接踵而至的俄乌冲突，《稳定与增长公约》的“严重经济衰退条款”于 2020 年初启动，而后多次延期至 2023 年底，预算规则被暂停执行，成员国可以增加开支来应对经济动荡。由于俄乌冲突持续肆虐、欧洲能源转型诉求强烈等，以法国为首的一些国家寻求更大的融资空间。2024 年 2 月，欧洲议会和各成员国就改革欧盟预算规则达成协议，提供了更灵活的财政规则，用国家的债务可持续性分析（DSA）来替代原来愈发“一刀切”的财政制度，允许开支较大的国家放慢重回紧缩的步伐，各国都可以提出自己的调整路线以确保自身债务的可持续性。新财政规则下，如果《公约》中赤字或债务目标的任何一个都没有达到，将采取为期四年的“国家中期结构性财政计划”（MTPs），如果进行某些改革或投资，可以延长至七年。具体来看，新财政框架下，如果赤字率高于 3%，将进入过度赤字程序（EDP），每年至少实现 0.5%GDP 的调整；如果赤字率低于 3%，但 $60\% < \text{债务/GDP 比例} < 90\%$ ，平均每年减少 GDP 的 0.5%，如果债务/GDP 比例 $> 90\%$ ，平均每年减少 GDP 的 1%。此外，未满足财政规则的成员国应该实现中期财政缓冲目标 1.5%，每年需调整 GDP 的 0.25%-0.4%，未遵守 EDP 的国家每半年处以 GDP 的 0.05% 的罚款。

和此前的财政规则相比有三点不同，优化欧盟成员国财政预算调整路径：（1）旧框架要求债务/GDP 比例 $> 60\%$ 的成员国每年减少 $1/20$ （5%）的债务，需要非常紧缩的财政政策，因此很少得到执行，新框架使得各成员国能够在调整期间实现更加务实的债务削减；（2）旧框架下，当成员国债务占 GDP 比率高于 60% 时，每年需要降低的结构性赤字率为 GDP 的 0.5%，而新框架下每年需要降低的结构性赤字率为 GDP 的 0.25%（七年期）至 0.4%（四年期）；（3）惩罚机制方面，旧框架要求未遵守 EDP 的国家每半年处以 GDP 的 0.5% 的罚款，新框架仅用支付 GDP 的 0.05%，执行起来比之前更容易。

图 2：欧盟于 2024 年通过的新财政框架大致内容

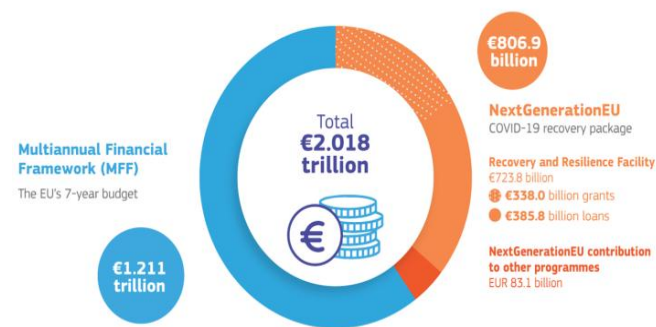


资料来源：European Commission，西南证券整理；注：基本净支出为政府收入与非利息支出之间的差额

各成员国单独制定财政预算之外，欧盟层面也会制定预算作为国家预算的补充。欧盟预算整合了欧盟层面的资源，使欧盟国家可以共同采取一些行动。**收入来源方面**，欧盟预算的收入来源主要包括基于成员国征收的增值税、国民总收入的贡献、关税、基于不可回收塑料包装废弃物的贡献以及捐款、逾期付款的利息和罚款等。欧盟预算的原则是支出必须与收入相匹配；**决策流程方面**，欧盟委员会向欧盟理事会和欧洲议会提交预算草案，欧洲理事会和欧洲议会分别对草案进行修订，若立场不同，欧洲理事会和欧洲议会将展开谈判、达成共识。如果遭遇预期之外的新挑战，可以对预算进行修订；**分配原则方面**，预算主要用于成员国之间的资金再分配，通过农业收入支持、研究与创新支持、跨境基础设施建设等途径，重点支持经济表现较弱的成员国。

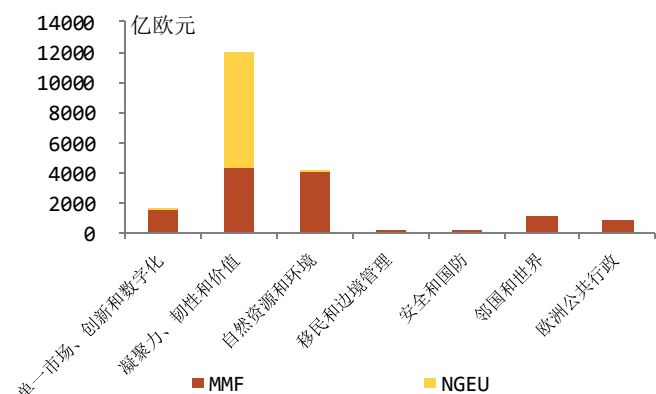
欧盟采用 5-7 年的长期支出计划，称为多年期财务框架（MMF）。欧盟国家会对 5-7 年的长期预算达成一致，制定多年度财务框架（MFF），规定未来几年的优先支出事项和限制，在该框架内欧盟每年还会制定年度预算，MFF 设定了年度支出最高金额和主要支出的类别。比如，目前欧盟的多年度财政框架为 2021-2027 年，预算重心是绿色和数字化转型，2023 年欧盟委员会提议对现有框架进行修订，包括增加对乌克兰的支持、支持内外部移民、强化主权和竞争力等。下一届（2028-2034 年）的长期预算提案可能会在 2025 年三季度左右发布。

图 3：欧盟 2021-2027 年长期预算和 NGEU 复苏工具



数据来源：European Commission，西南证券整理

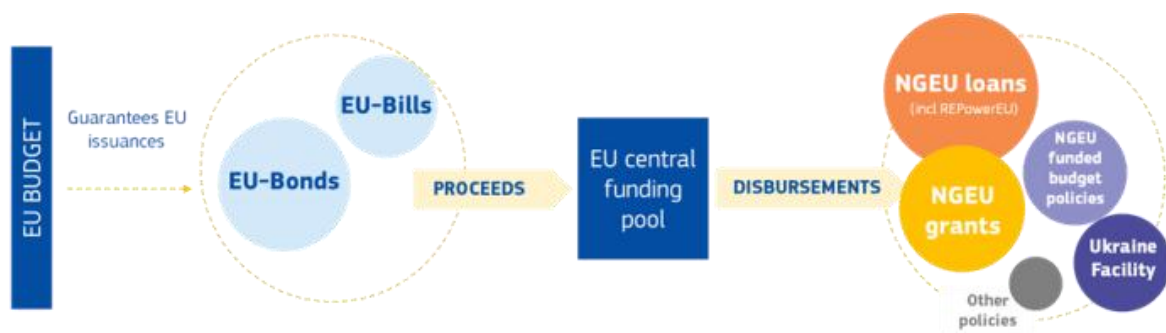
图 4：欧盟 2021-2027 年长期预算和 NGEU 分类别支出



数据来源：European Commission，西南证券整理

欧盟也可以出台临时性工具作为 MMF 的补充。欧盟委员会通过发行统一标识的欧盟债券，例如欧盟债券、欧盟票据等，并将融得的资金分配到一个中央资金池，从该资金池中为欧盟的不同政策计划提供资金。比如，为应对疫情带来的经济损失，2020 年欧盟发布 8069 亿欧元（按当前价格计算）的“下一代欧盟”计划（NGEU），与 MMF 相比更加聚焦于绿色、数字化等领域的公共投资，2021 年欧洲议会批准了恢复与韧性基金（RRF），成为 NGEU 的核心工具，为欧盟成员国提供 7238 亿欧元（按当前价格计算）支持，其中 3858 亿欧元为贷款，3380 亿欧元为拨款。为了获得 RRF 的支持，各成员国需要向欧盟委员会提交复苏计划。2025 年 3 月欧盟委员会提出“重新武装欧洲”融资计划，旨在提升欧洲各国的防务能力并加强对乌克兰的军备支持。2021-2027 年长期预算加上 NGEU 复苏工具后，按当前价格计算总计约 2.018 万亿欧元，每年预算规模仅占欧盟 GDP 的 1.7% 左右，也就意味着欧盟财政扩张仍将主要依赖各个成员国层面。

图 5：欧盟委员会的统一融资方法



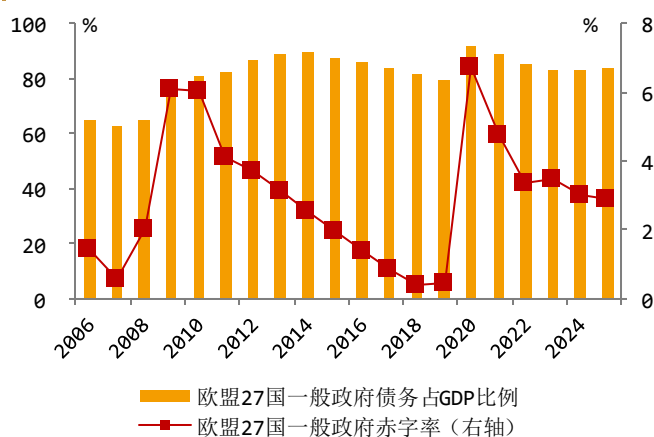
资料来源：European Commission，西南证券整理

2 欧洲国家财政现状：趋势与分化

2.1 各国债务状况及支出重心：虽分化但共同诉求正上升

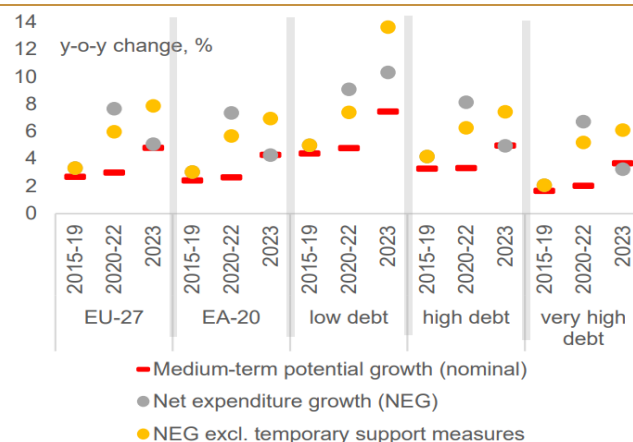
欧盟整体赤字率和债务占比正逐步改善，但剔除临时性措施后的实际支出可能仍在上升，财政压力仍然较大。欧盟一般政府赤字率自 2020 年的 6.7% 高位持续走低至 2023 年的 3.5%，因疫情以及能源危机出台的支持性措施逐步取消，预计 2024 年和 2025 年将分别继续走低至 3% 和 2.9%。欧盟债务占 GDP 的比例也从 2020 年以来逐渐走低，自 91.7% 降至 2023 年的 82.9%，欧洲通货膨胀率处于高位在一定程度上稀释了欧洲债务占 GDP 的比重，但欧盟委员会预计 2025 年该比例可能会有所回升。然而，根据欧盟财政委员会的估算，虽然从表面上看欧盟的财政指标逐步改善，但如果剔除掉临时支持措施，2023 年的基础净支出增长 7.7%，远高于疫情前水平，主要由社会福利增加和公共部门工资上涨贡献。

图 6：欧盟 27 国赤字率和债务占 GDP 比例近年来回落



数据来源：European Commission，西南证券整理

图 7：欧洲国家的净支出增长率变化（按债务状况分类）



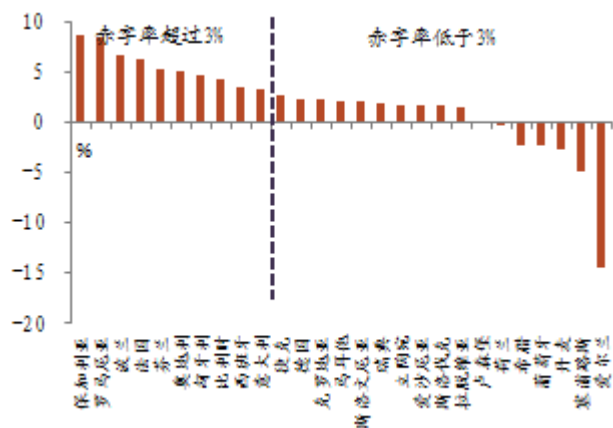
数据来源：欧洲财政委员会 2024 年年度报告，西南证券整理

大部分欧盟国家不满足 3%赤字率和 60%债务占比的财政规则。截至 2024 年 Q3，欧盟平均政府赤字率为 2.9%，欧元区平均政府赤字率为 2.6%。其中，欧盟里面有 10 个国家的赤字率高于 3%的规定，从高到低分别包括保加利亚、罗马尼亚、波兰、法国、芬兰、奥地利、匈牙利、比利时、西班牙和意大利（2024 年）；按债务占 GDP 的比例来看，截至 2024 年 Q3，希腊、意大利、法国、比利时、西班牙、葡萄牙等 13 个国家政府债务占 GDP 的比例超过 60%的规定。按照债务占比来看，可以将欧盟国家划分为“超高债务”、“中高债务”和“低债务”国家，“超高债务国”（债务占 GDP > 90%）包括比利时、希腊、西班牙、法国、意大利和葡萄牙，“中高债务国”（60% < 债务占 GDP < 90%）包括德国、斯洛伐克、斯洛文尼亚、塞浦路斯、匈牙利、芬兰、奥地利；“低债务国”（债务占 GDP < 60%）包括克罗地亚、波兰、罗马尼亚、拉脱维亚、马耳他、捷克、荷兰、爱尔兰、立陶宛、丹麦、瑞典、卢森堡、保加利亚、爱沙尼亚。总共 16 个国家不满足赤字率高于 3%或债务占 GDP 比例 60%的要求，另外 11 个国家同时满足两个要求。若不满足要求，会接受来自欧盟委员会削减财政赤字的指导：2024 年 6 月，欧盟委员会宣布，对比利时、法国、意大利、匈牙利、马耳他、波兰和斯洛伐克七国启动“过度赤字程序”（EDP），根据新财政框架，这些成员国必须每年将赤字减少 0.5 个百分点。

老龄化程度较深的国家债务压力相对较大。主要因为人口老龄化通过增加净公共支出和降低潜在增长率两方面来增加政府债务负担。比如，“超高债务国”中，希腊、意大利、法国、葡萄牙、西班牙的 65 岁以上人口占比均在 20%以上，已经进入到超老龄化社会中。

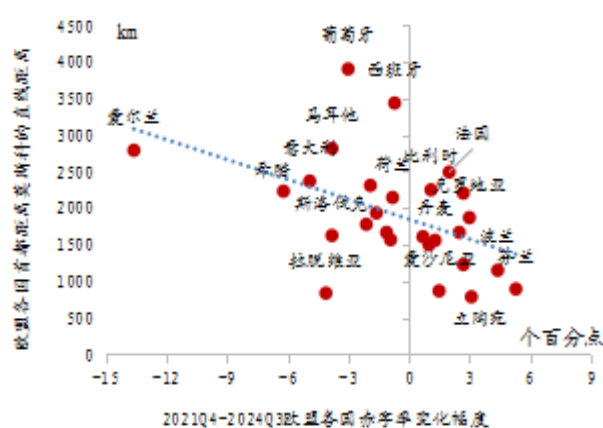
受地缘政治威胁较大的国家近年来赤字/债务提升较多。与 2021 年末相比，赤字率不降反升的欧洲国家约占一半，上升幅度相对较多的包括芬兰、波兰、立陶宛、克罗地亚、卢森堡、瑞典等，尤其是距离俄罗斯较近的国家（立陶宛、芬兰、拉脱维亚和爱沙尼亚），俄乌战争爆发之后，不得不增大国防开支保卫自身国家安全，如芬兰、波兰、立陶宛、爱沙尼亚等。按债务占 GDP 的比例来看，2022 年以来，芬兰、爱沙尼亚、罗马尼亚、捷克、卢森堡、拉脱维亚等国家债务占 GDP 比例提升较多，大部分也是受地缘政治威胁相对较大的国家。

图 8：截至 2024 年 Q3，欧盟 27 国赤字率情况



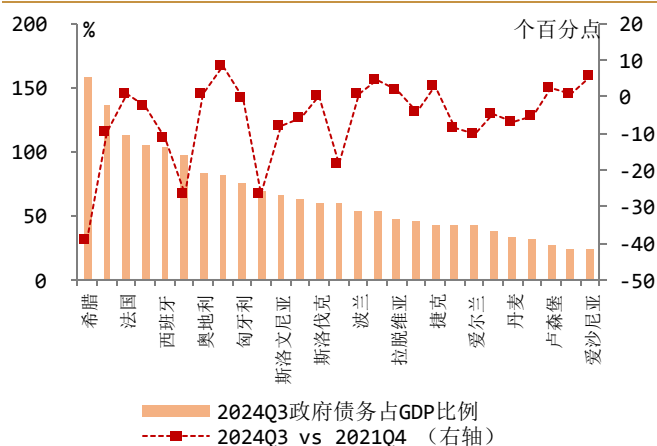
数据来源：欧盟统计局、IMF，西南证券整理

图 9：地缘政治威胁越大的欧盟国家近年来赤字率提升越多



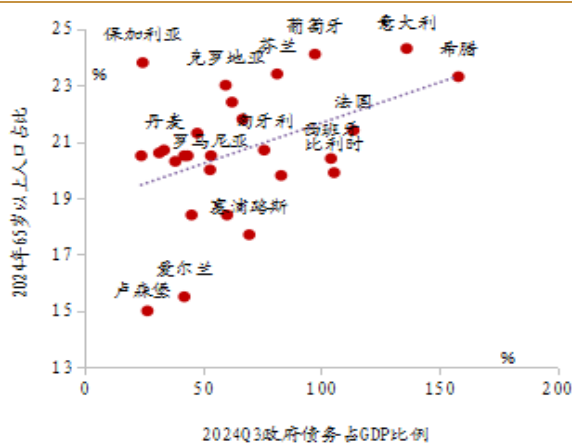
数据来源：欧盟统计局、IMF，西南证券整理

图 10: 2024 年 Q3 欧盟各国政府债务占 GDP 的比例, 以及 2022 年以来的变化



数据来源: 欧盟统计局、IMF, 西南证券整理

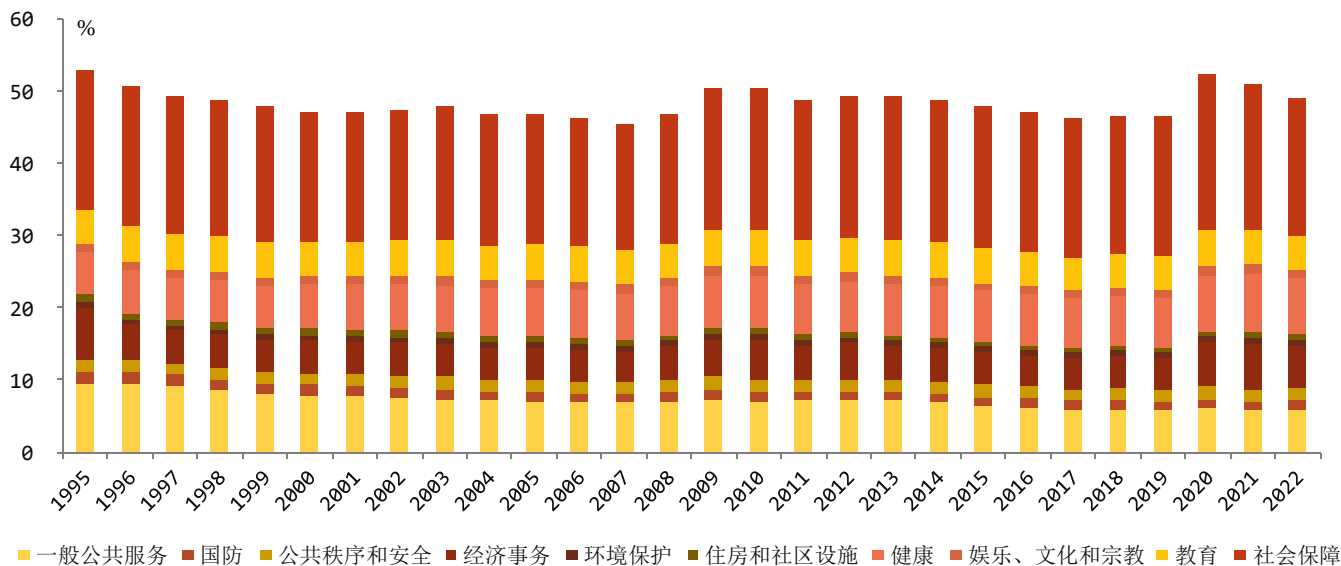
图 11: 老龄化程度越严重的欧洲国家, 债务压力通常越大



数据来源: 欧盟统计局、IMF, 西南证券整理

从支出结构上看, 社会保障是欧盟国家政府支出的最大组成部分, 国防支出占比较小。2022 年社会保障支出约占欧盟国家 GDP 的 19.3%, 主要是养老金和失业救济金等, 其次占比较大的是卫生健康、一般公共服务、经济事务和教育等。然而, 国防支出在欧盟政府支出中的占比相对较低, 仅占 1.3%。分国别来看, 法国、芬兰、奥地利、意大利、德国、比利时等国家社会保障支出占比较大, 均超过 20%, 奥地利、法国、捷克等国在卫生健康方面的支出最高, 匈牙利、希腊等国在经济事务方面的支出较多, 希腊、拉脱维亚、爱沙尼亚、立陶宛在国防方面的支出较多, 占比均在 2% 以上。

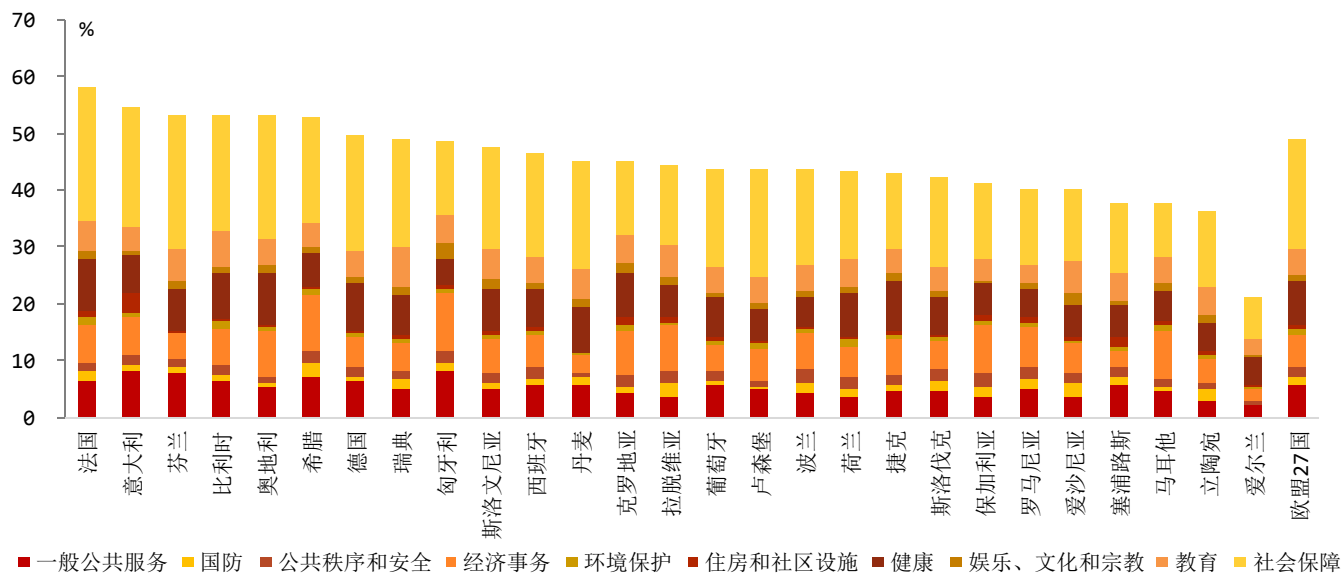
图 12: 1995 年以来, 2022 年欧盟 27 国整体财政支出结构的变化趋势



数据来源: 欧盟统计局, 西南证券整理

不同成员国对于社会保障和国防的诉求不同，但绝大部分欧盟成员国在疫情之后国防支出占比提升。1995 年以来，作为欧盟政府支出中最大的一项——社会保障，在总支出中的占比先经历了下降，而后自 2008 年全球金融危机之后明显抬升，之后保持平稳，占比中枢在 19.5% 左右，疫情期间社会保障支出占比显著抬升，但 2022 年又回到疫情前的中枢水平，健康支出占比也自 1995 年之后不断走高。而一般公共服务和国防支出占比自 1995 年以来持续走低，分别从 9.5%、1.6% 左右降至 2022 年的 5.8%、1.3% 左右，即便是在 2008 年俄罗斯战争以及 2022 年俄乌冲突爆发后，欧盟国家整体的国防支出占比也仅仅抬升了 1-2 个百分点。分国别来看，大部分国家国防支出占 GDP 比例自 1995 年以来持续走低，但受地缘政治威胁较大的爱沙尼亚、拉脱维亚、立陶宛自上世纪 90 年代以来国防支出占比不断走高，绝大部分欧盟成员国在疫情之后国防支出占比提升，尤其是丹麦、芬兰、卢森堡、波兰等国家国防支出占比自 2022 年后迅速走高，甚至超过上世纪 90 年代水平。

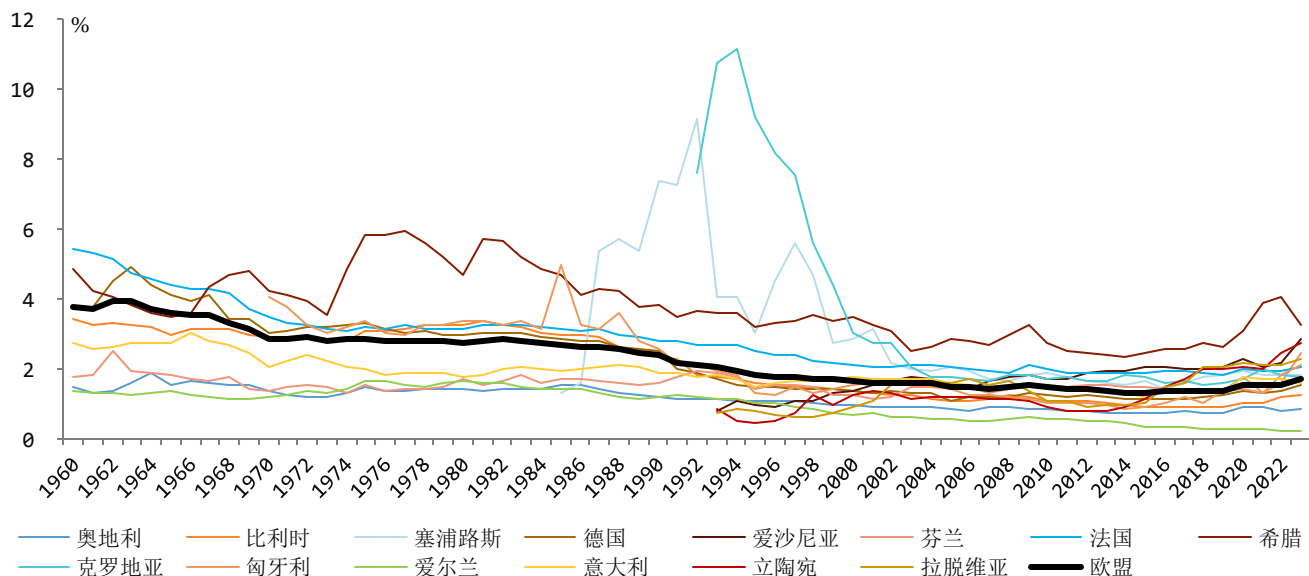
图 13：2022 年欧盟 27 国财政支出的结构



数据来源：欧盟统计局，西南证券整理

近年来欧盟国家对国防的共同诉求正在升高，国防支出占比相比冷战时期依然较少。欧盟数据显示，2021 年至 2024 年间，欧盟成员国的国防总开支增长了 30% 以上。2024 年，估计达到 3260 亿欧元，约占欧盟 GDP 的 1.9%。该比例远低于欧盟在冷战激烈时期的军费开支占比，据 IMF 数据，1960 年欧盟军费支出占 GDP 的比例为 3.8%，然而该比例自 1963 年之后持续走低。同时我们也发现，虽然大部分欧盟国家军费开支占 GDP 比重近年来走高，但不同国别之间还是有所分化，波兰、爱沙尼亚、立陶宛、芬兰等军费开支占 GDP 比重上升明显，而爱尔兰、马耳他、葡萄牙、法国等军费开支占 GDP 比重近年来保持相对平稳。

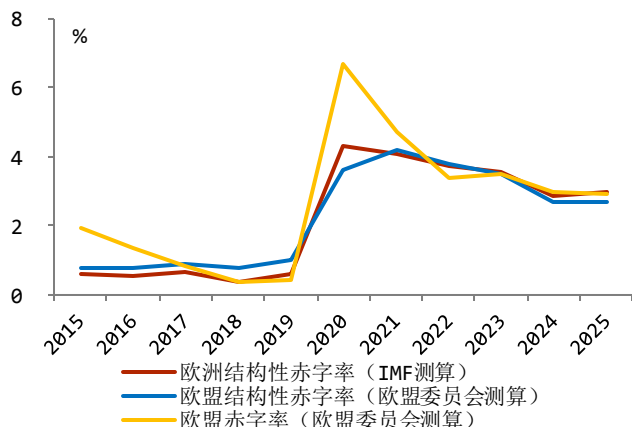
图 14：1960 年以来部分欧盟国家军费支出占 GDP 的比例变化



数据来源：IMF，西南证券整理

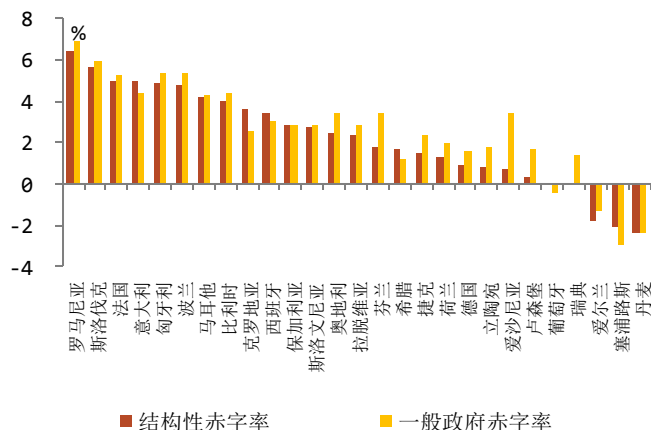
除了赤字率和债务占 GDP 比例之外，结构性赤字也是欧盟财政框架的重要组成部分。比如，新财政框架要求成员国在中期将结构性赤字占 GDP 的比例控制在 1.5% 以内。在剔除经济周期和临时一次性措施影响后，结构性赤字更接近于预算平衡的永久性部分。根据 IMF 财政监测报告的预测，2024 年欧洲结构性赤字率（经周期性调整的一般政府预算赤字）约为 2.9%，较 2020 年的 4.3% 已经明显下降，预计赤字率将在 2029 年进一步降至 2.7%。欧盟委员会的测算与 IMF 较为相似，但有细微差别，欧盟委员会预期欧盟 2024 年和 2025 年的结构性赤字率约为 2.7%，虽较 2020 年峰值回落，但仍远高于疫情前水平。与赤字率下降的斜率相比，结构性赤字率下降的斜率更小。分国别来看，根据欧盟委员会春季预测，2024 年结构性赤字率低于 1.5% 的仅有 10 个国家，包括荷兰、德国、立陶宛、爱沙尼亚、卢森堡、葡萄牙、瑞典、爱尔兰、塞浦路斯和丹麦，而罗马尼亚、斯洛伐克、法国、意大利等国家的结构性赤字率较高。但以结构性赤字率作为中期财政目标也备受争议，因为需要测算一个国家的潜在产出，潜在产出则基于对资本、劳动力、全要素生产率等要素的假设，测算的结果具有较大不确定性。

图 15：IMF、欧盟委员会对欧洲结构性赤字率的测算



数据来源：IMF、European Commission，西南证券整理；注：2024、2025 年为预测数据

图 16：2024 年欧盟各国结构性赤字率与一般政府赤字率的对比



数据来源：European Commission，西南证券整理；注：2024 年为欧盟委员会的预测数据

2.2 欧洲财政扩张的空间：来自国家和欧盟两个层面

欧洲经济目前面临多重挑战，人口老龄化、绿色和数字化转型、国防安全等都需要财政支持。根据欧洲央行的测算¹，2025-2031 年期间将增加 5.4 万亿欧元的投资需求(包括绿色、数字化、国防等领域的投资)，其中 1.3 万亿欧元预计将由财政来提供（每年约 1857 亿欧元）。假设条件包括绿色投资的 Fit-for-55 一揽子计划、RePowerEU、净零工业法案等，以及所有欧盟成员国的国防开支达到北约承诺的 2% GDP。这一估计相对较为保守，不考虑卫生或教育等领域所需的其他战略投资。根据前文，欧洲的财政资源主要来自于国家和欧盟两个层面。

从国家层面来看，在满足赤字率低于 3% 的国家中，德国、爱尔兰、丹麦、荷兰、瑞典等国家具有较大潜在财政空间。其中，德国于 3 月 15 日公布了一项涉及数千亿欧元的财政方案草案，18 日获得德国联邦议院通过，21 日获得联邦参议院通过，之后将由德国总统施泰因迈尔签署后正式生效。这项财政方案主要有三个措施，一是国防支出超过 GDP 1% 的部分将不受约束，二是成立 5000 亿欧元的基础设施基金，在未来十年内支付，三是将联邦州的债务刹车限制从 0% 提升至 0.35%。这三项措施预计将使德国在未来十年平均每年增加约 826-1256 亿欧元，对应赤字率提升约 1.9-2.9 个百分点。另外，新财政框架使得欧盟成员国可以选择最多 7 年时间来完成结构性赤字率的目标，最少可以降低至每年削减 0.25% 的 GDP，根据欧洲央行测算，该调整可能将在近期为欧盟最高创造 7000 亿欧元的财政回旋余地。

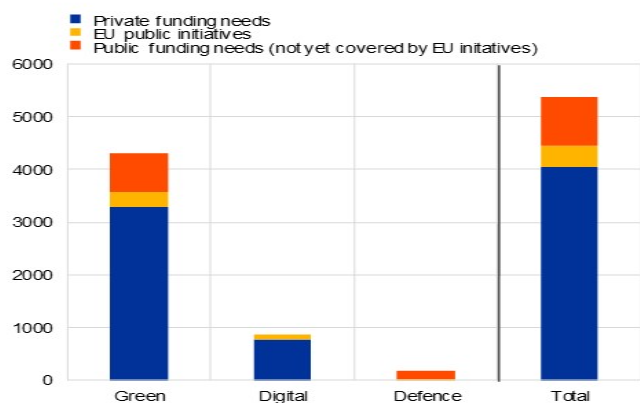
从欧盟层面来看，3 月 6 日，欧盟各国领导人就“重新武装欧洲”（ReArm Europe）计划达成共识，预计可以筹集近 8000 亿欧元。具体措施上，一是允许成员国在不触发赤字程序的情况下大幅增加国防开支，若成员国额外增加 1.5%GDP 的国防开支，或在未来四年释放 6500 亿欧元的财政空间；二是建立欧洲安全与行动工具（SAFE），提供 1500 亿欧元贷款用于国防投资；三是允许成员国使用凝聚力政策计划增加国防开支，2021-2027 年，欧

¹ Othman Bouabdallah, Ettore Dorrucchi, Lucia Hoendervangers and Carolin Nerlich (2024). Mind the gap: Europe's strategic investment needs and how to support them, European Central Bank.
<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2024/html/ecb.blog240627~2e939aa430.en.html>

盟分配给凝聚力政策的资金约为 3920 亿欧元（截至 2024 年末剩余 2311 亿欧元待分配）；四是扩大欧洲投资银行在资助国防项目方面的作用；五是鼓励私人资本参与国防投资。但是由于部分国家本身面临着高债务负担，不愿意使用该计划提出的贷款，比如法国、意大利和西班牙等。此外，在 2021-2027 年期间还可以创建或进一步补充预算外工具，为欧洲共同优先事项提供融资，比如 2021 年 3 月成立的欧洲和平基金（在经过三次上限调整后目前价值约 170 亿欧元），该基金的资金来源为成员国的贡献，主要按成员国的国民总收入来分配贡献额度。

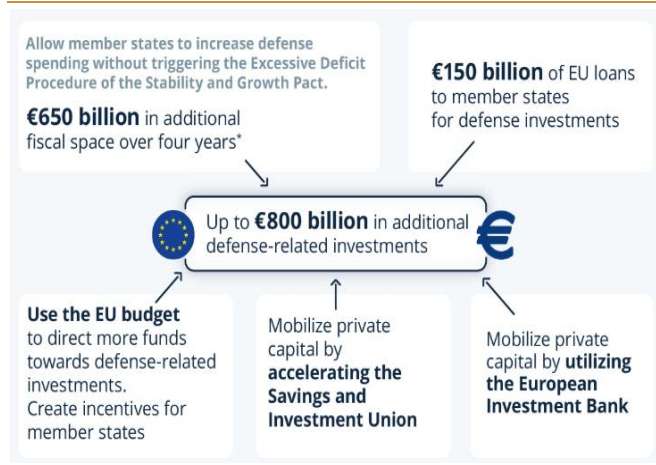
图 17：对欧盟额外私人/公共的绿色、数字和国防开支的估计

(2025-2031; by funding entities and in billions of euro)



数据来源：ECB，西南证券整理

图 18：“重新武装欧洲”计划：欧盟 8000 亿欧元的国防计划



资料来源：European Commission，西南证券整理

3 财政转向的实际经济效应：有驱动，也有桎梏

目前市场普遍认为此次德国一系列扩财政动作对于德国乃至欧洲经济能起到积极的推动作用，大多数研究显示欧洲的财政乘数在 0.25-1.00 之间²不等，其中基建投资的财政乘数比国防开支的更高，国防开支的财政乘数大约在 0.4-0.7 左右³。假设德国此次新设的 5000 亿欧元的基础设施基金以及联邦州赤字率的放松全部用于投资，一系列财政扩张措施或对 2025 年德国 GDP 形成约 1.8%-2.4% 的拉动作用。除德国外，欧盟也在放松对各国国防支出的限制，假设欧盟国家整体将国防支出占 GDP 的比例提升至 2%-3.5%，预计将增加国防支出 1130-3552 亿欧元左右，拉动欧盟整体 GDP 增长约 0.7%-2.2%。但在实际落地过程中可能会面临结构性、制度性问题的阻碍。

当前欧洲国家抵御俄罗斯以及摆脱对美国依赖的共同诉求正在上升。俄罗斯入侵是欧洲国家共同面临的主要安全挑战。与此同时，特朗普新政府颠覆了美国过去三年的乌克兰政策，暂缓对乌克兰的军事援助，也就意味着欧洲国家需要逐步摆脱对美国的依赖，实现“战略自主”来应对俄罗斯的威胁。2020-2024 年与 2015-2019 年期间相比，欧洲北约成员国的武器进口量增加了 105%，其中美国提供了 64% 的武器，远高于 2015-2019 年的 52%，其他主要供应国是法国和韩国（各占 6.5%）、德国（4.7%）和以色列（3.9%），欧洲对美国军

² 高盛在整理学术文献后将财政乘数按支出、投资、税收和军事四类划分，中位数分别约 0.7、1.05、0.25 和 0.6；欧盟委员会在《债务可持续性监测 2024》中假设短期财政乘数为 0.75

³ Neil Shearing 在 Capital Economics 的一篇报告中指出当前大多数研究认为国防开支的财政乘数在 0.4-0.7 左右，Łukasz Wiktor Olejnik（2023）的研究指出中东欧国家的军事支出的累计财政乘数约为 0.6。

事依赖越来越深。为逐步摆脱对美国的军事依赖，欧盟首个《欧洲国防工业战略》（EDIS）提出的目标包括：确保到 2030 年，欧盟内部国防贸易额至少占欧盟国防市场额的 35%；稳步推进国防采购欧洲本土化进程，到 2030 年，在欧盟境内国防采购的份额至少达到国防采购预算的 50%，到 2035 年增至 60%。根据 Bruegel 和基尔世界经济研究所的一项分析，初步估计如果美国撤出欧洲，欧洲防务开支在短期内需要每年增加约 2500 亿欧元（约占 GDP 的 3.5%）。

表 1：大部分欧洲国家武器进口主要来自于美国

进口国	2020-2024 年 进口武器 占全球比重	2015-2019 年 进口武器 占全球比重	主要的供应商以及在该国进口中的占比					
			第一大供应商	占比	第二大供应商	占比	第三大供应商	占比
乌克兰	8.80%	0.10%	美国	45%	德国	12%	波兰	11%
英国	2.50%	1.80%	美国	86%	以色列	6.9%	西班牙	3.3%
波兰	2.40%	0.40%	美国	45%	韩国	42%	意大利	3.5%
荷兰	1.80%	0.60%	美国	97%	意大利	0.7%	芬兰	0.6%
挪威	1.50%	1.10%	美国	91%	韩国	4.2%	意大利	2.4%
希腊	1.30%	0.80%	法国	64%	英国	19%	英国	7.5%
意大利	1.10%	1.50%	美国	94%	德国	2.0%	英国	1.5%
丹麦	0.90%	0.20%	美国	79%	瑞士	7.6%	德国	7.2%
罗马尼亚	0.80%	0.20%	美国	61%	挪威	15%	瑞士	8.4%
德国	0.70%	0.20%	美国	70%	以色列	13%	瑞典	5.1%
比利时	0.70%	0.10%	西班牙	49%	美国	43%	德国	8.1%
匈牙利	0.70%	<0.05%	德国	51%	美国	17%	挪威	11%

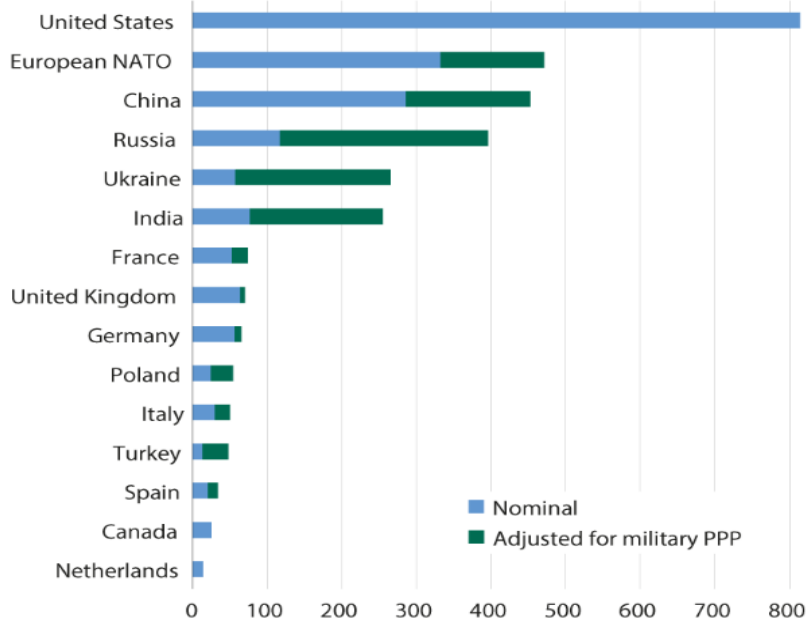
数据来源：SPIRI、西南证券整理

碎片化的国防工业使得资金使用效率偏低，且欧洲防务合作进展缓慢。欧洲的国防部门隶属于国家，所以欧盟成员国订购武器和弹药都是彼此独立的，缺乏联合采购。由于欧洲的国防公司很少合作，所以欧洲在坦克、战斗机、潜艇和弹药等类别的武器系统数量是美国的五倍多，而且这些系统之间很难相互兼容。这也导致欧洲国防工业缺乏规模效应，只能以高单价小批量生产。据 Florian Dorn⁴测算，欧洲北约国家是世界军费开支第二高的区域，第一是美国，欧洲的国防开支甚至是俄罗斯的两倍多，但如果考虑到军事人员和设备的投入价格，即各国军事购买力平价，欧洲北约国家与俄罗斯之间几乎不存在差距，而单个欧洲国家却完全落后于俄罗斯。比如，俄罗斯的军事购买力几乎是法国的五倍，是德国、英国的六倍。因此，欧洲国家更加倾向于花钱从非欧盟国家购买现成设备，尤其是美国制造的设备。**要解决这一问题，欧洲国家除了要增大国防开支之外，还需要进一步增强国防合作，才能进一步提升武器采购和资金的使用效率。但是尽管近年来欧洲国防支出普遍增加，欧洲防务合作却进展缓慢。**2021 年，欧盟成员国在欧洲协作国防设备采购项目的拨款约为 79 亿欧元，较 2020 年翻了一番，但占比仅为 18%，离 35% 的欧洲协作国防设备采购基准还有大约 70 亿欧元的差距。3 月 27 日，仅有十余个欧盟国家参加了由法国和英国主导、旨在为乌克兰提供安全保障的“志愿联盟”峰会，前沿国（波兰、爱沙尼亚、拉脱维亚、立陶宛）认为北约才是

⁴ Florian Dorn (2024). Defence Spending for Europe's Security – How Much Is Enough?. Intereconomics.
<https://www.intereconomics.eu/contents/year/2024/number/4/article/defence-spending-for-europe-s-security-how-much-is-enough.html>

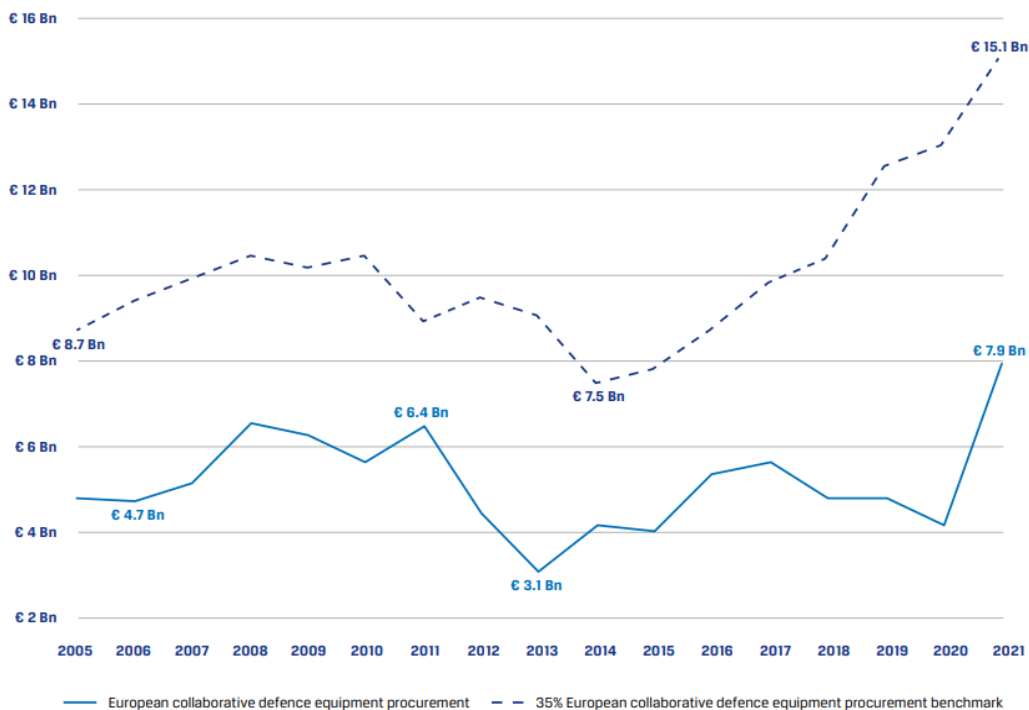
抵御俄罗斯的首要保障，而捷克、斯洛伐克等中东欧国家则将欧盟防务合作视为现代化的机遇。

图 19：2023 年主要国家名义国防支出与经购买力平价调整后的国防支出（单位：十亿欧元）



数据来源：Intereconomics, SIPRI、ECB 等，西南证券整理

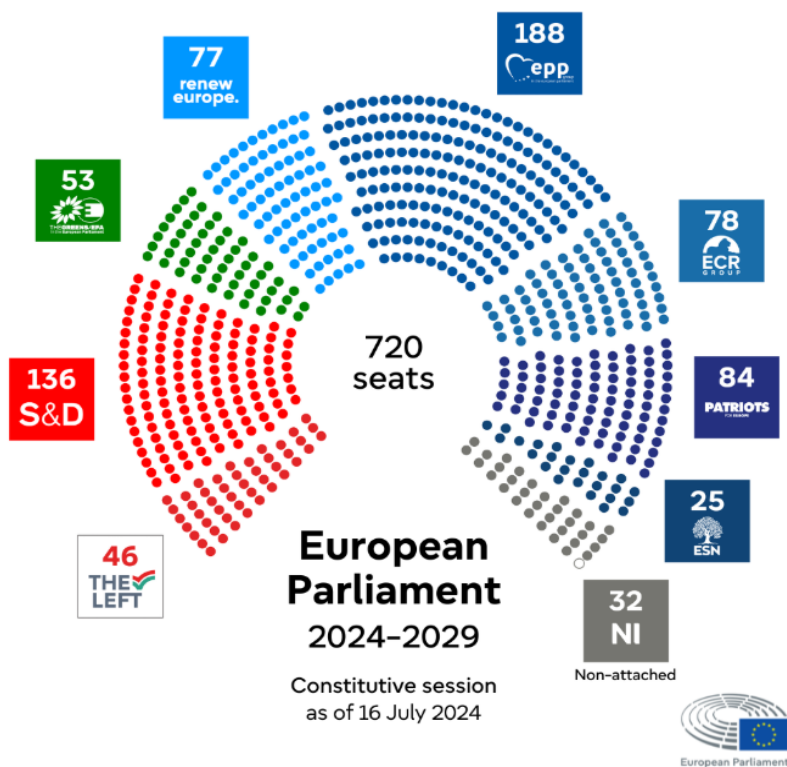
图 20：欧洲协同国防装备采购实际支出与 35%的采购基准对比（按 2021 年不变价计算）



数据来源：EDA，西南证券整理

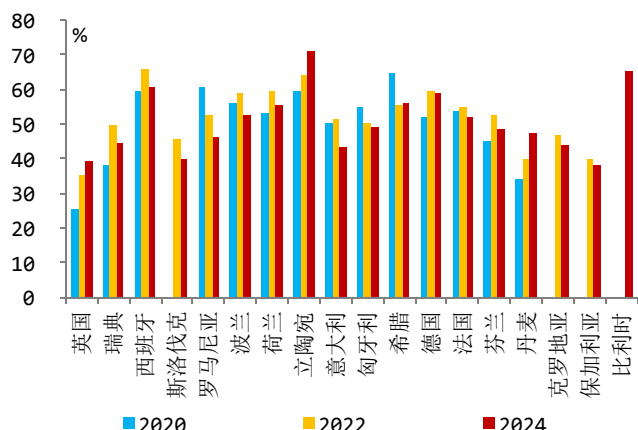
近年来欧洲右翼势力快速崛起也可能会阻碍欧洲财政一体化以及国防合作。2024 年欧洲议会选举中，中右翼的欧洲人民党党团成为欧洲议会第一大党，极右翼的欧洲保守派和改革主义者党团与“认同与民主”党团的席位也有所增长，欧洲议会向右转的倾向明显。极右翼势力在欧洲国家的执政地位上也越发巩固，主流党派为拉拢选票在政策上也开始主动向极右翼倾斜。比如，2025 年德国新一届联邦议院选举中，中右翼联盟党获得第一，极右翼选择党则快速上升至第二；法国执政党在欧洲议会选举中得票率远低于极右翼国民联盟，法国总统马克龙宣布解散国民议会提前选举，选举结束后形成了左翼、中间派和极右翼“三分天下”的格局。另外，克罗地亚、捷克共和国、芬兰、匈牙利、意大利、荷兰和斯洛伐克政府内部也都有极右翼政党的影子。在财政一体化方面，欧洲的极右翼政党在欧盟共同债务上的分歧较大，可能阻碍欧洲财政一体化进程。以“欧洲国防债券”计划为例，德国财政部长表示其对欧元债券本身持怀疑态度，但当存在欧洲共同利益的项目时，德国对通过欧洲预算进行融资持开放态度；荷兰首相表示虽然同意加强防务准备，但是仍反对采用欧元债券或者联合贷款来增加国防开支；法国极右翼政党拒绝在国防和外交政策方面向欧盟“转移权限”，并可能反对总统马克龙一直以来推动的欧盟联合借款；匈牙利目前执政党为极右翼的青民盟，近期匈牙利总理也表示匈牙利支持欧洲共同防务政策，但不支持联合借款。在军事合作方面，右翼民粹主义者更加倾向于在国家层面加强军队建设和增加军费开支，而不是在欧盟的领导层面。根据 EUI-YouGov 调查显示，2022 年俄乌冲突爆发之后，欧洲国家对于建立一体化的欧洲军队的支持率普遍抬升，但到 2024 年不同国家之间对于一体化欧洲军队的支持率有所分化，2024 年一体化欧洲军队支持率较 2020 年升高的包括英国、瑞典、德国、丹麦等，下降的则包括罗马尼亚、希腊、意大利、匈牙利等。按政治偏好来划分，2024 年调查中右翼相对左翼对于建立共同欧洲军队的支持率更低。

图 21：2024-2029 年欧洲议会分党派的席位构成，多数为右翼势力



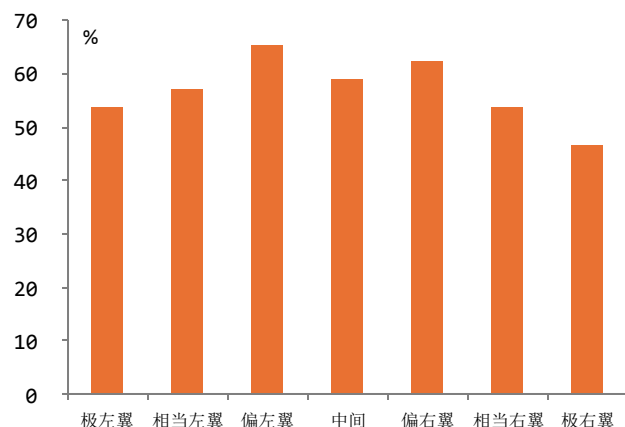
数据来源：European Parliament，西南证券整理

图 22：欧洲部分国家对一体化欧洲军队的支持率的变化



数据来源：EUI-YouGov，西南证券整理

图 23：2024 年按政治偏好划分，对一体化欧洲军队的支持率



数据来源：EUI-YouGov，西南证券整理

4 欧洲资产表现：定价积极财政，但遇关税逆风

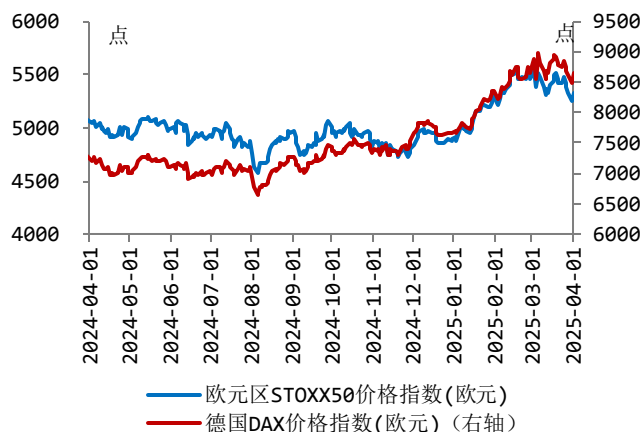
2025 年初以来，大类资产中欧洲股市表现亮眼，甚至超过美股。欧元区 STOXX50 指数最高在 3 月 3 日升至 5568.19，涨幅超过 10%；德国 DAX 指数、法国 CAC40 指数分别在 3 月 18 日和 3 月 3 日最高升至 23476.01、8257.88，年初以来涨幅分别为 17%、10%。可见德国股市的上涨持续性、高度强于欧洲其他国家。与此同时，欧洲国家债券收益率也快速走高，收益率曲线趋于陡峭，其中德国的表现尤为突出。德国 10 年期国债收益率从年初的 2.36% 快速上行 56bp 至 3 月 12 日的峰值 2.92%，与 2 年期国债收益率的利差从年初的 30bp 扩大至 69bp。此外，欧元在 3 月份之前表现平平，但自 3 月初以来也迎来了一波上扬，欧元兑美元从 2 月末的 1.0375 升至 3 月 18 日最高 1.0955。年初以来欧洲资产的上涨得益于多方面因素，一是因为欧洲经济基本面出现改善迹象，欧洲经济意外指数自 2025 年 1 月下旬左右持续走高；二是俄乌和谈在即也使得市场对欧股盈利修复预期抬升，因为原油、天然气价格大概率因为供给恢复而走低；三是 3 月 4 日德国总理默茨提出一项宪法修正案，放宽严格的财政规则，为德国股市上涨又添了一把薪。

市场定价德国财政转向将推动经济增长，而非增大债务风险。德国债券收益率走高以及曲线趋陡，伴随着欧股、欧元的上涨，通常意味着市场正在定价经济增长和通胀预期上涨。此外，欧洲国家的信用违约掉期（CDS）价格也并未上升，仍处于低位，尤其是债务压力较大的意大利的 CDS 价格也未出现上涨，说明当前市场认为德国财政立场的转变并不会导致太大的财政风险，更多将其解读为促进经济增长。

然而在 3 月 4 日之后，欧洲股市普遍回落，关税隐忧是市场博弈重点。截至 4 月 1 日，欧元区 STOXX50 指数、德国 DAX 指数和法国 CAC40 指数分别自高点回落 2.78%、2.65% 和 2.90%；德国国债收益率也有所下调，德国 10 年期国债收益率从高点下降 24bp 至 2.68%，2 年期国债收益率也从阶段性高位 2.24% 下降 23bp 至 2.01%；欧元兑美元也下降约 1.2% 至 1.079 左右。欧洲资产价格调整背后的原因可能包括：其一，2 月末特朗普宣布将对欧洲征收 25% 的关税，3 月 4 日，美国对中国、加拿大和墨西哥的关税政策正式生效，并且 4 月 2 日特朗普宣布对欧盟出口商品征收 20% 关税，市场开始定价关税对欧洲经济的负面冲击；其二，俄乌和谈波折重重，距离全面停火仍有距离，难以实现如预期般的快速且持久的和平；

其三，市场也逐渐意识到欧洲防务政策的转变可能在短期难以对欧洲经济形成实质性的利好，且欧洲防务政策转变以及财政限制的突破可能还将有很长的路要走，并不会一帆风顺。后续一方面需要关注美国“对等关税”实际落地情况以及对欧洲出口的冲击，若实际冲击较大，不排除欧盟国家进一步扩张财政的可能性，同时关注欧洲国防工业建设的进展。

图 24：2025 年以来欧洲股市经历先涨后落



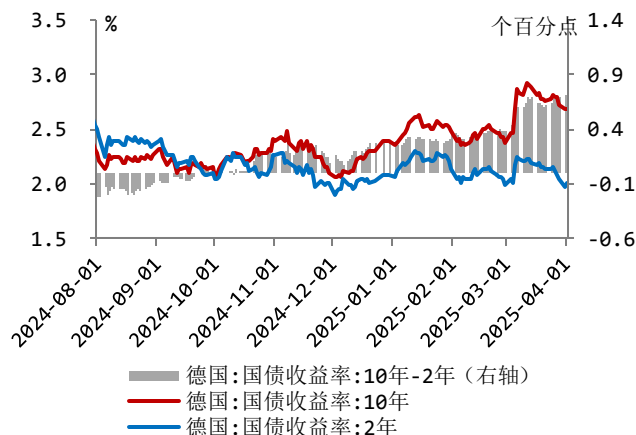
数据来源：Wind，西南证券整理

图 26：欧元兑美元自 3 月以来走高



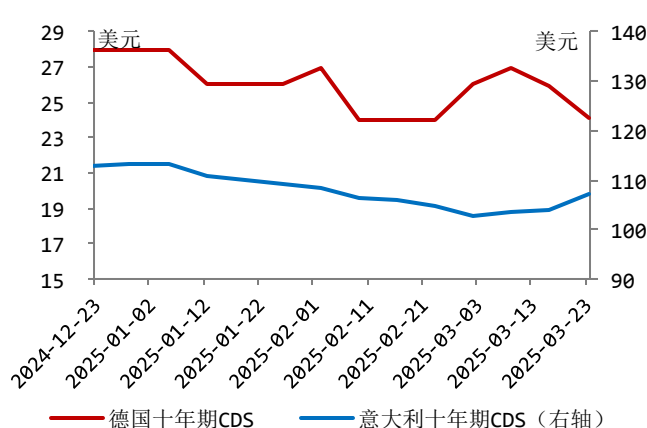
数据来源：Wind，西南证券整理

图 25：2025 年 3 月德国国债收益率快速走高，而后有所回落



数据来源：Wind，西南证券整理

图 27：2025 年以来德国和意大利 CDS 价格波动不大



数据来源：英为财经，西南证券整理

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn