

宏观研究/动态点评

2020年07月22日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：外需渐复苏，外贸显韧性》2020.07
- 2《宏观：人民币汇率仍有稳的基础》2020.07
- 3《宏观：盈利改善趋势确定，力度有限》2020.06

Deal! 欧元复苏基金

核心观点

在经过连续四天的协商之后，欧盟于7月21日就规模7500亿欧元的复苏基金达成协议，达成联合发债协议，以资助成员国疫后重建。为达成协议，最终协议总赠款规模(由原提议的5000亿欧元降低至3900亿欧元)降低，且加入一些折中方案。但刺激力度仍较强，投向复苏和韧性工具的赠款规模与最初提议变化不大，贷款支付利率仍非常低，援助意义仍较大，且通过联合发债的方式为复苏基金筹资成为欧盟财政深入一体化的重要一步。疫情以来，欧盟已接连出台资产购买计划等货币政策及5400亿欧元抗疫救助计划以应对疫情冲击，但都未达到此次复苏基金的财政协调度。

7500亿欧元复苏基金达成协议，欧盟财政一体化再深入

复苏基金最终达成规模与欧盟委员会原提议一致，但赠款额度更为保守。资金来源或将授权欧盟委员会代表欧盟在资本市场上筹集资金。资金投向，3600亿欧元低息贷款以及3125亿赠款投向复苏和韧性工具，其余赠款投向“欧洲地平线计划”等。为了争取财政“节俭”国的支持，最终协议中还包括从欧盟经常预算中向德国、丹麦、荷兰、奥地利、瑞典返还现金回扣。虽然最终协议折中，但刺激力度仍较强，其投向复苏和韧性工具的赠款规模与最初提议变化不大，低息贷款的救助性意义依然重大，发行“欧盟债券”的方式为复苏基金筹资成为欧盟财政深入一体化的重要一步。

疫情以来，欧盟“财政货币双管齐下”

自疫情在欧洲爆发以来，欧盟已接连出台经济刺激政策，但都未达到此次复苏基金的财政协调度。货币政策方面，欧央行主要引入两类措施以提供足够的流动性，消除银行的流动性风险，同时确保融资条件能够为企业纾困，其一，欧央行采取了大规模有针对性的措施，确保流动性注入经济薄弱环节，为受疫情影响最为严重的企业和家庭纾困，其二，欧央行推出紧急抗疫购债计划，大量购买公共部门和私营实体发行证券，帮助降低了欧元区国家的借贷成本，一定程度上体现出对希腊等国家政府的支持。财政救助方面，欧盟财长于4月9日就5400亿欧元抗疫救助计划达成一致。

相较美国，欧盟更需要“财政刺激”

受到疫情冲击以来，美联储宣布开启无限量QE，此后随着流动性危机逐渐缓释，货币政策的重心逐渐转移至向企业与居民提供信贷支持，同时美国实施了财政刺激计划，总额约占美国2019年GDP12%。相比较于美国，欧洲企业融资更加倾向于银行贷款融资，直接融资中的债券融资占比相对较低，资产购买计划对市场的支持度或相对较低，在此背景下，欧盟联合发债建立复苏基金进行财政刺激的效率或将好于美国。全球救济性财政、货币政策或已接近尾声，欧盟已经确认在2021年复苏基金发放之前将不会有新的过渡性融资，美联储总资产规模或达到峰值，扩表速度降低。

风险提示：海外疫情扩散范围和持续时间超出预期，各国疫情防控和政策刺激不及预期，全球资本市场剧烈波动。

7500亿欧元复苏基金达成协议，欧盟财政一体化再深入

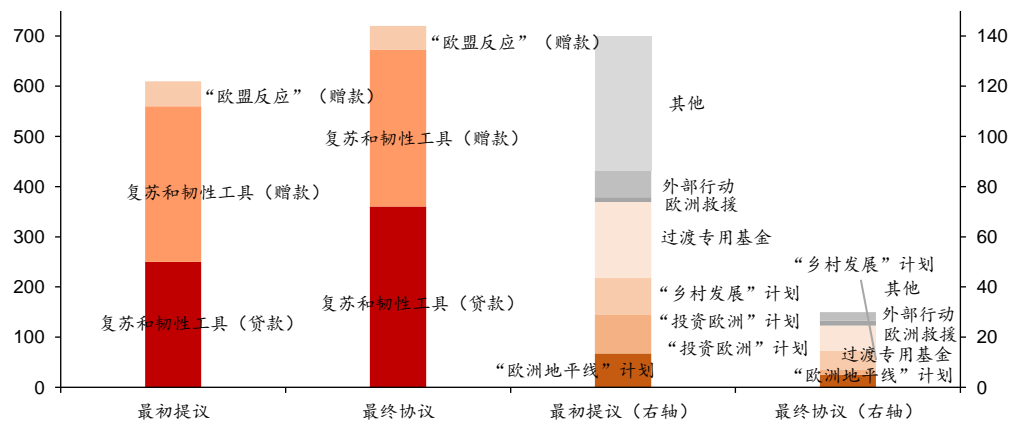
在经过连续四天的协商之后，欧盟于7月21日就规模7500亿欧元的复苏基金达成协议，达成联合发债协议，以资助成员国疫后重建。该协议的达成经过27个成员国一致投票通过，讨论如何赠款和贷款比例及复苏基金的架构成为欧盟峰会的焦点。最终达成规模与欧盟委员会原提议一致，但达成协议中赠款由原提议的5000亿欧元降低至3900亿欧元，剩余3600亿欧元以低息贷款形式提供，赠款额度更为保守。资金来源或将授权欧盟委员会代表欧盟在资本市场上筹集资金。资金投向上，3600亿欧元低息贷款以及3125亿欧元赠款投向复苏和韧性工具，其余赠款投向“欧洲地平线计划”、“欧洲投资计划”等。投放进度上，70%的赠款将于2021-2022年发放，其余30%于2023年前发放。分配标准上，2021-2022年，赠款的分配将以2015-2019年失业率等指标为标准进行分配，而2023年的分配将以2022年6月底计算的2020年实际GDP损失及2020-2021年实际GDP累计损失为标准。

为达成协议，不仅赠款规模降低，且加入一些折中方案。为了争取财政“节俭”国的支持，最终协议中还包括从欧盟经常预算中向德国、丹麦、荷兰、奥地利、瑞典返还现金回扣，以降低它们每年的净贡献。并且加入其他临时解决方案以促进协议达成，例如允许荷兰保留较大港口海关收入份额等。如果欧盟理事会批准票数超过合格票数，那么赠款将得以发放，但此外欧盟还采用“紧急自动”，使得任何国家都有机会反对相关赠款发放，这时需要欧盟财长进行裁决，此外在有证据证明赠款申请违反规则的情况下，欧盟可中止向某国的赠款。

除复苏基金外，欧盟也就2021年至2027年总额为1.074万亿欧元的预算规模达成一致，两者合计达到1.824万亿欧元，其中复苏基金和下一个欧盟预算的30%将用于实现与气候变化相关的目标，将构成历史上规模最大的绿色刺激计划之一。复苏基金将从2021年1月开始提供，在此之前将不会有新的过渡性融资。

虽然最终协议比最初提议减少了赠款及投向部分重要计划的规模，但刺激力度仍较强。其一，投向复苏和韧性工具的赠款规模与最初提议变化不大，赠款最终各国分配比例尚未确定，但意大利或将是该计划的最大受益者，据意大利总理，意大利预计将获得820亿欧元的赠款，据西班牙总理，西班牙将从欧盟复苏基金中获得720亿欧元的赠款，复苏计划将因此有效地弥合欧元区在2020-2023年期间的政府资金缺口；其二，虽然贷款规模上升，但其支付利率仍非常低，因此援助意义仍较大；其三，尽管谈判过程曲折，且最终协议做出一些折中，但通过发行“欧盟债券”的方式为复苏基金筹资成为欧盟财政深入一体化的重要一步。

图表1：最终协议减少了赠款、提高了贷款份额



注：左边两柱数值对应左轴，右边两柱均为赠款投向，数值对应右轴

资料来源：欧盟委员会，华泰证券研究所

疫情以来，欧盟“财政货币双管齐下”

自疫情在欧洲爆发以来，欧盟已接连出台经济刺激政策，但都未达到此次复苏基金的财政协调度。新冠疫情对经济带来的冲击不同于以往的金融危机或常规衰退，疫情爆发时“居家隔离”这一应对疫情的必然要求造成了经济活动急剧下降这一必然结果，企业和家庭面临了巨大的收入损失，疫情得到控制后经济重启也不会一蹴而就，所以防止有生存能力的公司倒闭和避免员工因暂时的危机而失业势在必行。

图表2：经济数据显示新冠疫情对欧元区经济带来全面冲击

宏观指标		2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07
GDP	环比折年率%	-	-	-	-13.60	-	-	0.20	-	-	1.20	-	-
出口	同比 %	-29.50	-29.90	-5.90	1.20	0.30	4.90	-2.60	4.50	5.30	-1.90	6.00	
进口	同比 %	-26.70	-25.40	-10.30	-1.80	-0.60	1.00	-4.20	-2.60	2.20	-3.60	3.00	
贸易差额	百万欧元	9394.20	2612.30	29105.60	23213.00	1779.40	23108.80	20336.00	27297.80	18412.70	14480.50	23097.10	
工业产值	环比 %	-20.90	-28.70	-13.60	-2.20	-2.10	-3.40	-1.30	-1.60	-1.20	-2.30	-1.30	
房价指数	同比 %	-	-	-	5.00	-	-	4.50	-	-	4.30	-	
零售销售	环比 %	17.80	-12.10	-10.60	0.70	0.80	-1.00	0.90	-0.10	-0.20	0.60	-0.50	
失业率	%	7.40	7.30	7.10	7.20	7.40	7.30	7.40	7.40	7.50	7.50	7.60	
HICP	同比 %	0.30	0.10	0.30	0.70	1.20	1.40	1.30	1.00	0.70	0.80	1.00	
核心HICP	同比 %	-0.90	0.10	1.10	1.00	1.00	1.10	0.90	0.90	1.10	0.90	1.10	
PPI	同比 %	-	-5.00	-4.50	-2.80	-1.30	-0.70	-0.60	-1.30	-1.10	-0.80	0.10	
德国经济景气指数		81.90	75.30	72.10	92.00	101.90	101.20	99.10	98.60	98.20	98.40	99.60	
制造业PMI		47.40	39.40	33.40	44.50	49.20	47.90	46.30	46.90	45.90	45.70	47.00	
服务业PMI		48.30	30.50	12.00	28.40	52.60	52.50	52.80	51.90	52.20	51.60	53.50	
消费者信心指数		-14.70	-18.80	-22.00	-11.60	-6.60	-8.10	-8.10	-7.20	-7.60	-6.60	-7.10	
欧央行总资产	万亿欧元	5.79	5.50	5.27	4.85	4.68	4.70	4.70	4.69	4.69	4.68	4.68	
GDP	环比折年率%	-	-	-	-8.50	-	-	0.00	-	-	2.10	-	
CPI	同比 %	0.60	0.50	0.80	1.50	1.70	1.80	1.30	1.50	1.50	1.70	2.10	
制造业PMI		50.10	40.70	32.60	47.80	51.70	50.00	47.50	48.90	49.60	48.30	47.40	
GFK消费者信心指数		-30.00	-34.00	-34.00	-9.00	-7.00	-9.00	-11.00	-14.00	-14.00	-12.00	-14.00	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

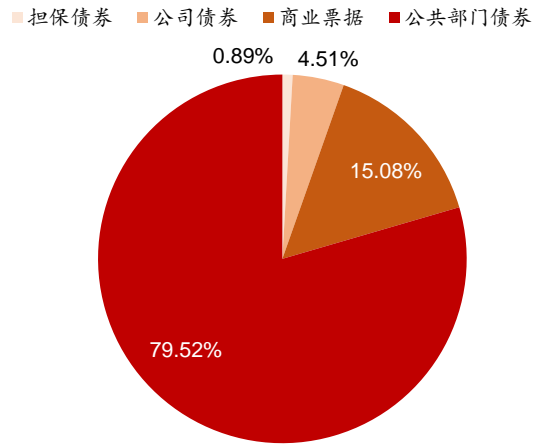
货币政策方面，为应对疫情冲击，欧央行主要引入两类措施以提供足够的流动性，消除银行的流动性风险，同时确保融资条件能够为企业纾困，对整个经济构成支撑。

(1) 欧央行采取了大规模有针对性的措施，确保流动性注入经济薄弱环节，为受疫情影响最为严重的企业和家庭纾困。3月12日欧央行放宽定向长期再融资操作 (TLTRO)，降低利率 25 个基点，以低至 -0.75% 的负利率向银行提供流动性，意在为中小企业提供支持。据欧央行预计，这一新的定向贷款工具向银行提供了高达 3 万亿欧元的流动性，且前两轮定向操作已鼓励银行放贷约 1250 亿欧元。此外，为确保银行充分利用这一工具，欧央行还推出了放宽标准的抵押品调整方案，扩大额外信贷债权 (ACC)，将与企业部门融资相关的债券包括在内，鼓励银行向通常无法获得信贷的中小企业和个体交易商提供贷款，将流动性注入实体经济的薄弱环节。

(2) 为应对因冠状病毒 COVID-19 的爆发和扩散而给货币政策传导机制和欧元区带来的严重风险，支持欧元区经济各部门的流动性和财务状况，3月18日欧央行推出规模达 7500 亿欧元的紧急抗疫购债计划 (PEPP)，大量购买公共部门和私营实体发行证券，于 3 月 26 日开始进行购买。又由于欧央行预测通胀前景急剧恶化，欧央行希望推动通胀率回到疫情之前的轨道上，6月4日，欧洲央行决定将 PEPP 的 7500 亿欧元上限增加 6000 亿欧元，总额达到 1.35 万亿欧元，PEPP 下的净购买期将至少延长至 2021 年 6 月。此外资产购买计划 (APP) 下的净购买额将继续以每月 200 亿欧元的速度进行，到今年年底前将增加额外的 1200 亿欧元的临时购债。

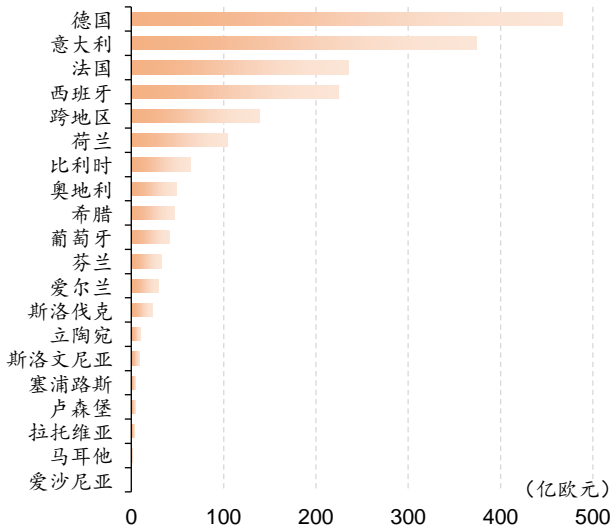
PEPP 购买范围包括现有资产购买计划 (APP) 下所有符合条件的资产类别，此外希腊政府发行的证券将被豁免相关资格要求，非金融商业票据可以在 PEPP 和企业部门购买计划 (CSPP) 下购买。PEPP 与 APP 下的净购买额分开，对于购买公共部门证券，跨国分配的分配标准是国家中央银行的资本金。但是，PEPP 的设计方式灵活，可以有针对性地处理 COVID-19 爆发引起的特殊情况。据欧洲央行，截至 6 月末，PEPP 下购债总额为 3549 亿欧元，随着市场稳定性提高，PEPP 购债进度也在放缓。

图表3: PEPP 下以购买公共部门债券居多 (截至5月末)



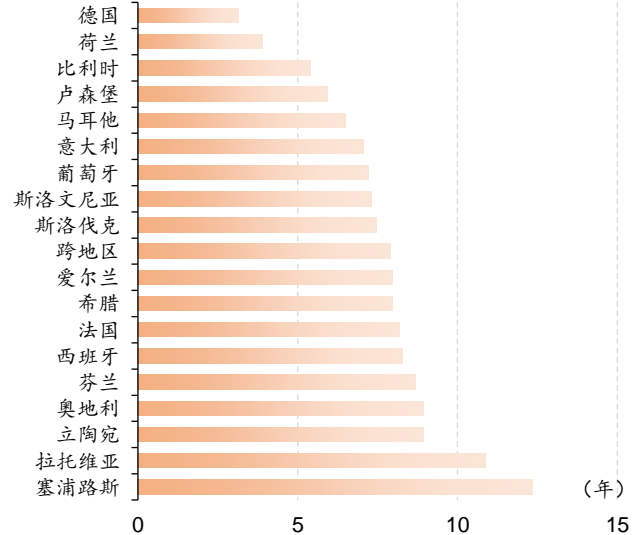
资料来源: ECB, 华泰证券研究所

图表4: PEPP 下公共部门债券购买量德国居多



资料来源: ECB, 华泰证券研究所

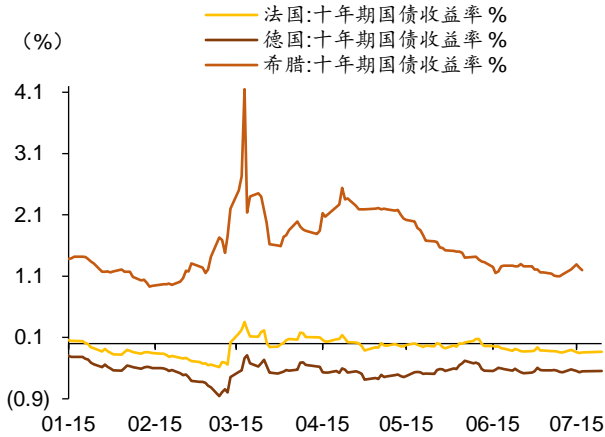
图表5: 对各国公共部门债券购买的加权平均期限



资料来源: ECB, 华泰证券研究所

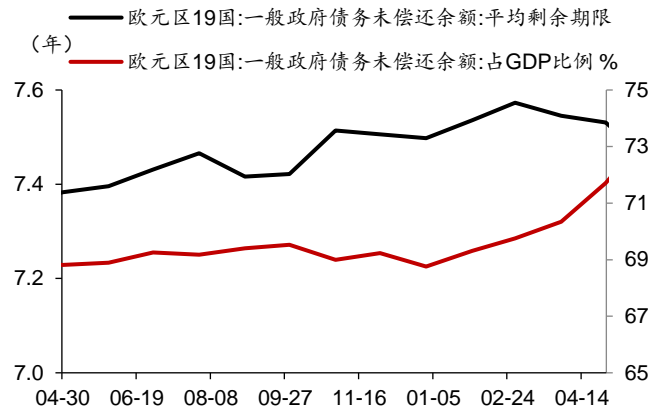
PEPP 帮助降低了欧元区国家的借贷成本，一定程度上体现出对希腊等国家政府的支持。欧央行不仅在 PEPP 中纳入希腊债券，4 月 7 日的抵押品宽松措施中也开始接受希腊债务作为欧元区信贷业务的抵押品。在上述政策的支持下，希腊政府发行新债的门槛有所降低。欧央行的操作能够在一定程度上支持希腊的财政政策。而随着欧央行对抵押品的整体宽松，欧元区其他国家也将更倾向于发行债券填补财政政策空间，从而形成货币政策对财政的间接支持。

图表6：主要欧元区国家十年期国债收益率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：欧元区政府债券余额攀升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

财政救助方面，欧盟财长于4月9日就5400亿欧元抗疫救助计划达成一致。该救助计划主要从三个方面着力呵护经济：一是保护劳动者和个体商户免受失业冲击；二是扶持企业尤其是中小企业渡过难关；三是帮助成员国政府应对财政压力。为企业纾困的具体举措主要包括：欧盟委员会提供1000亿欧元贷款支持各国就业，用于向企业发放工资补贴以尽量避免裁员；欧洲投资银行（EIB）提供2000亿欧元中小企业贷款担保，以增加企业的流动资金；各国可向欧洲稳定机制（ESM）借款不超过本国2019年GDP的2%，各国借款总金额共计约为2400亿欧元，用于各国稳定经济的救助措施。此外，由于疫情冲击下供应链受损，需求端遇冷，服务业受损严重，大批中小企业面临破产，欧盟放宽了各成员国资助企业的政策限制。

综合来看，欧元复苏基金计划成为欧盟史上最为重大的救助措施之一，实现联合发债协议，意味着疫情危机下欧盟各国财政一体化的推进，打破了具有单一货币但财政协调度不高的局面，增强了货币财政协同效应，同时也代表着巨大冲击下，欧元区原有货币、财政政策协调力度已不足够。

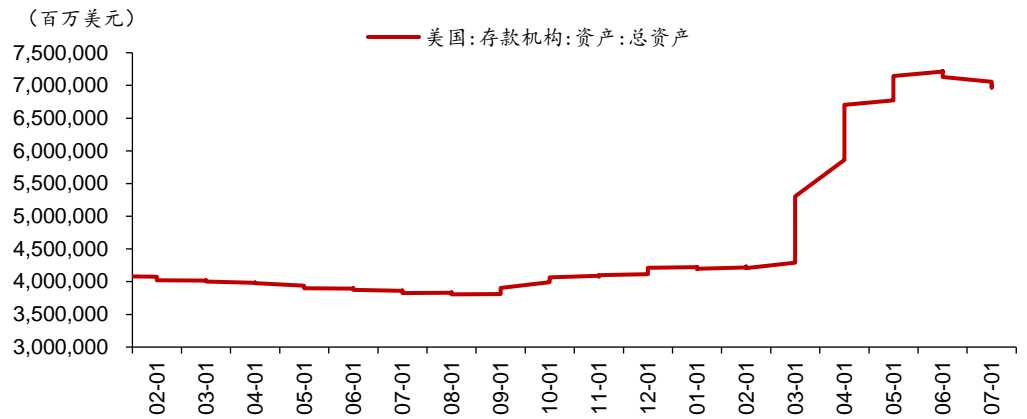
相较美国，欧盟更需要“财政刺激”

疫情冲击下美国“货币+财政”结合出拳。受到疫情冲击以来，美联储开启了从紧急降息50BP到宣布7000亿美元QE，再到陆续重启2008年期间流动性工具，3月23日起，美联储开启新一轮“货币大放水”，宣布开启无限量QE，随着流动性危机逐渐缓释，货币政策的重心逐渐转移至向企业与居民提供信贷支持，同时美国实施了四轮财政刺激计划，总额约2.6万亿美元，占美国2019年GDP的比重约12%。

相较于美国，欧央行资产购买效率更低。相比较于美国，欧洲企业融资更加倾向于银行贷款融资，直接融资中的债券融资占比相对较低，资产购买计划对市场的支持度或相对较低，在此背景下，欧盟联合发债建立复苏基金进行财政刺激的效率或将好于美国。

全球救济性财政、货币政策或已接近尾声。欧盟已经确认在2021年复苏基金发放之前不会有新的过渡性融资，美联储总资产规模或达到峰值，扩表速度降低，此外据美国众议院议长南希·佩洛西表示，接近3.5万亿美元的抗疫纾困计划接近达成，我们预计该经济刺激计划后，美国或不会再有新的刺激法案。

图表8：美联储总资产



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

风险提示

海外疫情扩散范围和持续时间超出预期，各国疫情防控和政策刺激不及预期，全球资本市场剧烈波动。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张继强、芦哲本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司