2020 年 7 月 22 日（星期三）

宏观报告 – 事件点评

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

欧盟达成应对疫情复苏的历史性财政计划

- **欧洲理事会特别峰会达成为数7,500亿欧元的新复苏计划**
- **为期 3 年的新协议在欧盟北方与南方国家诉求之间取得平衡**
- **首次以共同债务的形式发债极具历史意义**

新看点。7月21日，欧洲理事会特别峰会打破了为期四天的僵局，达成为数18,243亿欧元的一系列财政计划，其中包含欧盟框架预算（Multiannual Financial Framework，MFF，10,743亿欧元）与旨在协助欧盟进行疫情后重建的复苏工具（Next Generation EU，NGEU，7,500亿欧元）。

欧盟北方和南方国家达成一致。长达四天的马拉松式谈判反映出欧盟各国领导人对此项提议的立场分歧。自从今年5月法德两国牵头提出这项提议以来，被称作“节俭四国”的奥地利、丹麦、荷兰和瑞典立即表达了强烈的反对。主要分歧在于如何在贷款和补贴之间分配资金。最后双方都做了一些妥协。虽然补贴金额已从德法原提议的5,000亿欧元大幅削减至仅3,900亿欧元，但补贴总额仍然超过贷款总额（3,600亿欧元），给人一种核心国家德法和南方国家也同时成为了赢家的印象。此外，节俭四国亦成功保障了它们的欧盟预算返还款。

欧盟将首次以共同债务的形式借款。通过NGEU设立的复苏基金将向欧盟提供应对疫情的必要措施。根据协议，欧盟委员会将在市场上凭借欧盟自身的顶级信用评级，并作为单一实体借入最多7,500亿欧元。这些资金亦可用于背对背贷款和通过MFF计划的形式调拨支出。在金融市场上筹集的资金将在2058年前偿还。此外，欧盟各国也就新一轮的七年（2021-2027年）财政预算MFF达成协议，金额为10,743亿欧元。

价值7,500亿欧元的复苏工具将分配给七个独立计划（图1），其中复苏基金（Recovery and Resilience Facility, RRF）将在新冠疫情后的重建发挥最关键的作用。该计划确保资金流向受疫情重创的国家和行业：70%的RRF拨款将在2021年和2022年到位，30%将在2023年到位。具体而言，2021年和2022年的RRF将根据各成员国的生活水平、规模和失业水平的标准分配。就2023年的拨款而言，失业标准将被2020年和2021年GDP的下跌幅度所取代。欧盟领导人同意为欧盟提供新的资源，以用来偿还NGEU筹集的资金，如塑料税、碳排放措施和数字税。此外，将设立50亿欧元的英国退欧储备金，支持受英国退欧影响最严重的欧盟成员国和行业。

我们的观点。我们认为此协议的达成是欧盟历史上极具里程碑意义的时刻，首次使用欧盟的顶级信用评级发行共同债券以及直接向成员国发放补贴象征着欧盟在欧洲各国多年并不算成功的政治角逐之后，对建立更为紧密的财政联盟作出的一次关键性承诺。复苏基金将会为意大利和西班牙的经济重建带来巨大推动力。声明发布后，欧元的立即走强和意德国债收益率差收窄表明市场将该协议视为一个相当积极的消息。

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121
jessieguo@cmschina.com.hk

张轩扬, PhD

+852 3189 6751
harringtonzhang@cmschina.com.hk

钱鹭, CFA

+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

相关报告

1. 宏观报告 -美国6月零售数据进一步超预期 (2020/07/17)
2. 宏观报告 - 欧洲经济在疫情封锁结束后开启复苏 (2020/07/15)
3. 宏观报告 - 美国6月就业数据超预期 (2020/07/03)
4. 美国经济展望 - 翻篇疫情；重回轨道 (2020/06/24)
5. 绝地求生 III：在经济恢复中寻找机会 (2020/06/22)
6. 美联储维持量化宽松步伐，但未提及收益率曲线控制 (2020/06/11)
7. 东边日出西边雨：关于中概股的思考 (2020/06/08)
8. 通往白宫之路 (2020/06/04)

图表 1：欧盟复苏工具（Next Generation EU）各元素之间的资金分配

（十亿欧元）	补贴	贷款	
第一支柱：支持成员国复苏	**405**	**250**	• 支持投资及改革 • 支持公正过渡
复苏基金（Recovery and Resilience Facility）	310	250	
REACT-EU	50		
农村发展（Rural development）	15		
公正过渡基金（Just Transition Fund）	30		
第二支柱：重启经济，支持私营部门投资	**56.3**		• 支持重要行业和技术 • 投资重要价值链 • 支持仍有生机的公司的偿付能力
偿付能力支持工具（Solvency Support Instrument）	26		
投资欧洲（InvestEU）	15.3		
战略投资基金（Strategic Investment Facility）	15		
第三支柱：从危机中汲取教训	**38.7**		• 支持与日后危机有关的关键计划 • 支持全球合作伙伴
健康计划（Health programme）	7.7		
拯救欧洲（rescEU）	2		
地平线欧洲（Horizon Europe）	13.5		
加强邻国关系、运用国际发展合作（Neighbourhood, Development and International Cooperation）	10.5		
人道援助（Humanitarian Aid）	5		
合计	**500**	**250**	

资料来源：欧盟委员会，招商证券（香港）研究部

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及／或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司　版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828