

欧美财政刺激将陆续兑现修复金银比

报告导读/核心观点

7月21日，欧盟达成规模7500亿欧元的财政刺激《欧洲次代振兴计划》；同时，明确2021-2027年1.1万亿欧元财政预算投向，合计财政支持规模共计1.85万亿欧元。反观美国，我们预计国会的下一轮财政刺激将在7月底或8月初落地。美欧财政刺激方案共振将带动全球经济持续复苏，工业需求提升将带动银价上涨，推动金银比继续下行。从美元指数看，我们认为其将继续围绕在前低95的附近波动。

□ 欧盟出台一揽子财政刺激方案

7月21日，欧盟达成规模7500亿欧元的财政刺激方案《欧洲次代振兴计划》，方案由3900亿欧元的财政拨款和3600亿欧元的低息贷款构成，资金将以发行欧元公债的方式筹集。同时，欧盟还明确了2021-2027年间1.1万亿欧元的财政预算规模及其投向。《欧洲次代振兴计划》将不占用预算规模，合并后未来7年欧盟总预算将达1.85万亿欧元，相较上一个7年预算规模（2014-2020年）增长近70%。

欧盟本次出台的一揽子财政刺激方案（含预算）实质是一部基建刺激计划，主要侧重于提振内需和加深可持续性发展；刺激力度基本符合预期，整体方案的规模与此前欧盟5月发布的方案草稿一致；意大利以及西班牙将成为本次财政刺激计划中的最大受益国。

□ 美国下一轮财政刺激将很快落地

反观美国，在《CARES法案》下提供的两项重要财政刺激措施将在2-3周内集中到期：

一是薪资报酬保护计划（PPP计划）在经过7月的延期处理后，将在8月8日再度到达截止日期。PPP计划在出台之后支撑了全美超过1/3的就业岗位，美国5、6月以来出色的非农就业表现在较大程度上依靠PPP计划的支撑。

二是失业保险600美元的提升计划即将于7月31日到期。新冠疫情以后，美国政府的各类救济措施为居民的收入提供了强劲的支撑，转移支付在个人收入中的占比达26%。得益于政府对个人收入的支持，美国的月度零售数据也在疫情后快速复苏。

在两项政策即将到期的背景下，美国经济对新一轮财政刺激需求的迫切度将上升。根据前期报告，我们预计下一轮财政刺激将在7月底或8月初出台。

□ 美欧财政刺激共振将带动金银比继续下行

后续，美欧财政刺激方案共振将带动全球经济持续复苏，工业需求提升将带动银价上涨，推动金银比继续下行。

从美元指数看，我们认为其将继续围绕在前低95的附近波动。伴随着欧洲财政刺激政策的率先出台，美元指数已在价格中计入大量利空因素。后续，中美两大经济体的对峙与摩擦将继续在前低95附近对美元形成支撑。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫情二次爆发

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

1 《美联储的缩表将是昙花一现》

2020.07.15

2 《疫后经济五问：海外经济，危机乍现？》 2020.06.26

3 《G20 豪掷五万亿，多少子弹已落地？——全球5万亿美元经济刺激计划深度解析》 2020.04.12

正文目录

1. 欧盟出台一揽子财政刺激方案	3
1.1. 整体财政方案（7500 亿+11000 亿）	3
1.2. 财政政策的具体投向	3
2. 美国下一轮财政刺激将很快落地	4
3. 美欧财政刺激共振将带动金银比下行	6
风险提示	6

图表目录

图 1：欧洲主要国家新冠累计确诊病例（例）	4
图 2：失业保险和政府转移支付在个人收入的占比中快速提升	5
图 3：美国月度零售数据在疫情后快速复苏	5
图 4：疫后美国经济复苏强度远超欧洲	5
图 5：历史金银价比	6
图 6：欧元兑美元、美元指数走势	6
表 1：《欧洲次代振兴计划》投资方向梳理	3
表 2：1.1 万亿欧元预算的主要投向总结	4

1. 欧盟出台一揽子财政刺激方案

1.1. 整体财政方案（7500 亿+11000 亿）

7 月 21 日，欧盟达成规模 7500 亿欧元（折 8600 亿美元）的财政刺激方案《欧洲次代振兴计划》，方案由 3900 亿欧元的财政拨款和 3600 亿欧元的低息贷款构成，资金将以发行欧元公债的方式筹集。与此同时，欧盟还明确了 2021-2027 年间 11000 亿欧元的财政预算规模及投向。《欧洲次代振兴计划》将不占用预算规模，合并计算后未来 7 年欧盟总预算将达 1.85 万亿欧元，相较上一个 7 年预算规模（2014-2020 年）增长近 70%。

该计划最初源自欧盟于 5 月公布的《欧洲次代振兴计划》草案，彼时计划的刺激规模同样为 7500 亿欧元，分配方式为 5000 亿欧元的财政拨款和 2500 亿欧元的低息贷款。相较最初公布的版本，本次通过的刺激方案减少了无偿财政拨款的份额，提高了对欧元区国家的财政约束。

1.2. 财政政策的具体投向

7500 亿欧元的《欧洲次代振兴计划》中，最主要的投资工具极为复苏振兴计划（Recovery and Resilience Plans），规模共计 6725 亿欧元，占该计划投资总规模近 90%。其中 3600 亿欧元的低息贷款全部来自该项目，除此之外另有 3125 亿欧元规模的财政拨款额度。其中，拨款部分的 70%将在 2021 年和 2022 年到位，剩下的 30%将在 2023 年底前全部到位；贷款方面，每个成员国的最高贷款额不得超过其国民总收入的 6.8%。

根据会议纪要的概述，该计划将为各国的公共投资和改革提供大规模的财政支持。欧盟在评估成员国的用款申请时，将主要从是否有助于提高申请国的要素生产率、国民经济复苏以及绿色和数字转型等方面进行评估。

表 1：《欧洲次代振兴计划》投资方向梳理

序号	投资方向	投资金额（亿欧元）
1	复苏振兴计划（RRF）	6725（3600 亿贷款、3126 亿拨款）
2	公共卫生投资	475
3	科技投资	50
4	产业投资金融工具	56
5	农业发展	75
6	过渡基金	100（为实现绿色目标而设）
7	公共卫生事业补助	19
	合计	7500

资料来源：欧盟理事会，浙商证券研究所

除了 7500 亿欧元的《欧洲次代振兴计划》，欧盟还公布了 2021-2027 财年的预算以及计划的投资方向，共有 7 项细分投资领域，分别为经济社会恢复型投资、自然资源与环境治理投资、产业升级型投资、移民与边境管理投资、国防投资、睦邻投资与公共行政设施投资。其中前二者的规模合计 7342 亿欧元，占预算总规模的 67%。

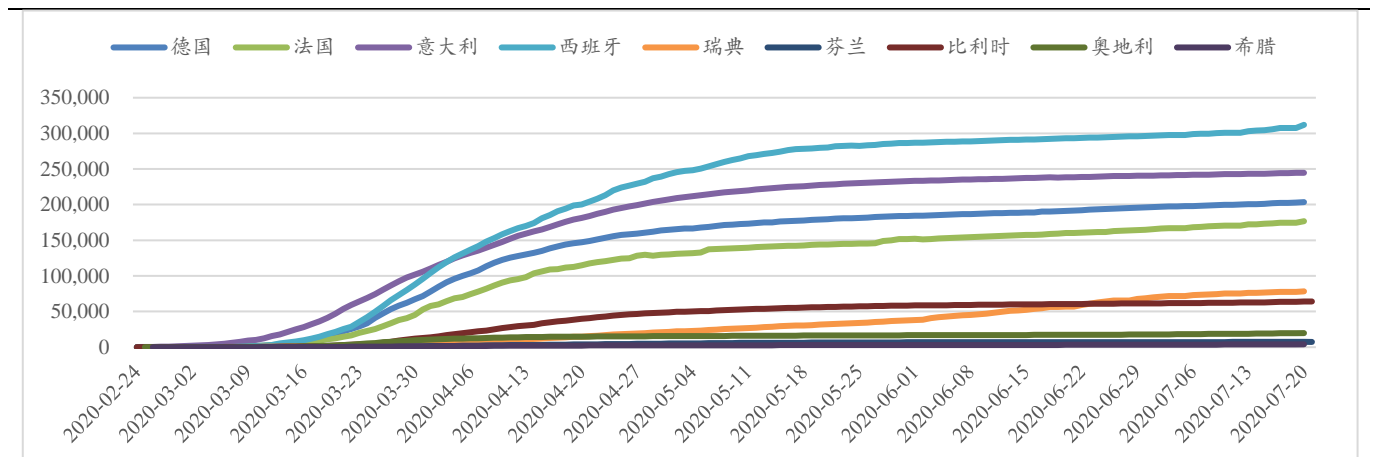
表 2：1.1 万亿欧元预算的主要投向总结

序号	投资类型	投资规模 (亿欧元)	投资方向
1	产业升级型投资	1328	热核等大项目投资 (182)、科研投资 (759)、欧洲投资产业基金 (28)、物流运输设施 (284)、人工智能等数字经济开发 (68)
2	经济社会恢复型投资	3778	该项投资主要以带动就业增长, 缩短地区发展差距为目标 (欠发达地区 2023 亿; 普通地区 478 亿; 较发达地区 272 亿)
3	自然资源与环境治理投资	3564	全部集中于自然资源以及环境治理, 是本次方案中绿色投资的重要体现
4	移民与边境管理投资	227	避难所和移民管理, 边境修建等
5	国防投资	132	核设施、军事设施修建等
6	睦邻投资	984	区域间合作项目
7	公共行政设施投资	731	致力于投资公共行政设施
合计规模 (亿欧元)			10744

资料来源：欧盟理事会，浙商证券研究所

整体来看，本轮财政刺激方案主要有以下特点：一是欧盟本次出台的一揽子财政刺激方案(含预算)实质是一部基建刺激计划，主要侧重于提振内需和加深可持续性发展。二是刺激力度基本符合预期，整体方案的规模与此前欧盟 5 月发布的方案草稿一致。三是根据欧洲国家疫情分布以及前次预算比例的分配推测，我们预计意大利以及西班牙将成为本次财政刺激计划中的最大受益国。

图 1：欧洲主要国家新冠累计确诊病例（例）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 美国新一轮财政刺激将很快落地

反观美国，在《CARES 法案》下提供的两项重要财政刺激措施将在 2-3 周内集中到期：

一是薪资报酬保护计划（PPP 计划）在经过 7 月的延期处理后，将在 8 月 8 日再度到达截止日期。该项工具下，如果企业在规定时间内将贷款总额的 75% 用于支付员工薪

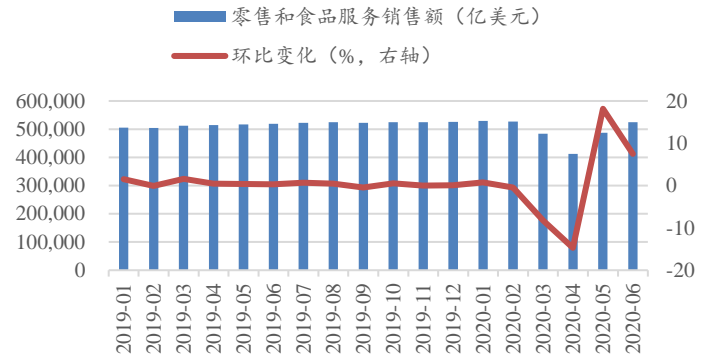
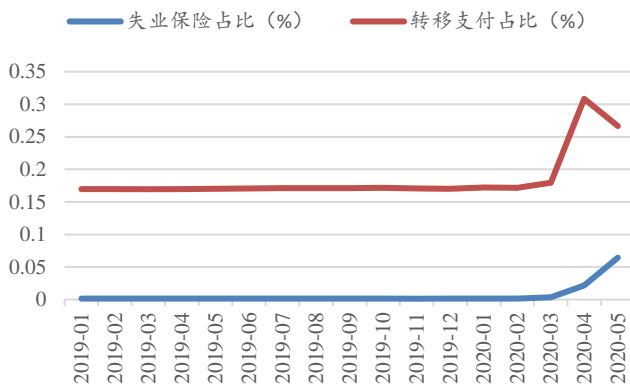
酬，则可以免除贷款偿还义务。根据美国小企业管理局统计，截至6月末，PPP项下共发放贷款5214亿美元，支撑了全美5113万个就业岗位，而6月美国适龄就业人数约为1.42亿人。换言之，PPP计划在出台之后支撑了全美超过1/3的就业岗位，美国5、6月以来出色的非农就业表现在较大程度上依靠PPP计划的支撑。

二是失业保险额度提升计划即将于7月31日到期。目前，美国根据《CARES法案》，每周在州政府提供的失业救济基础之上增加600美元的现金额度。新冠疫情以后，美国政府的各类救济措施为居民的收入提供了强劲的支撑作用，转移支付在个人收入中的占比不断提升，自正常水平上升超过10%，目前高达26%。得益于政府对个人收入的及时支持，美国的月度零售数据也在疫情后快速复苏。

在两项重要政策即将到期的背景下，美国经济对新一轮财政刺激需求的迫切度将上升。根据我们前期的报告，我们预计下一轮财政刺激将在7月底或8月初出台，刺激规模将在1万亿美元以上。根据我们对白宫官员的发言跟踪，下一轮财政计划的导向可能较《CARES法案》出现较大变化。上述两项直接的收入补偿措施大概率将在后续方案中有所缩减，未来将更加聚焦于刺激复工并将削减工资税作为个人收入领域的一项重点政策。在此背景下，相较过去直接领到现金的做法，美国居民需要逐步走出家门寻找工作才能进一步提升收入以满足生活需要，而疫情高峰下企业的雇佣意愿难以在短期内大幅提升。美国经济修复的速率可能放缓，与欧洲经济修复的速率差将逐渐收敛。

图 2：失业保险和政府转移支付在个人收入的占比中快速提升

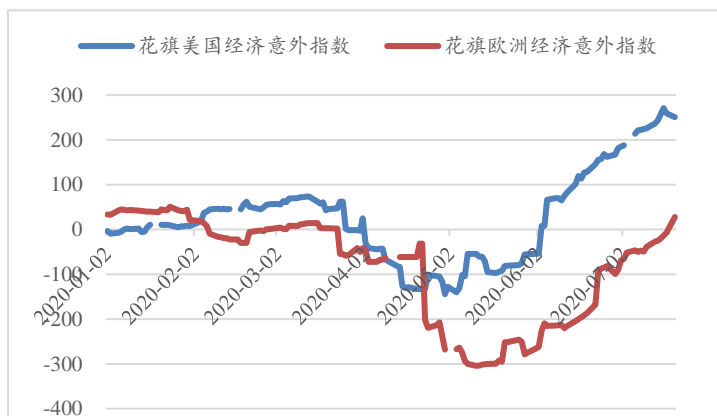
图 3：美国月度零售数据在疫情后快速复苏



资料来源：Wind，浙商证券研究所

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：疫后美国经济复苏强度远超欧洲



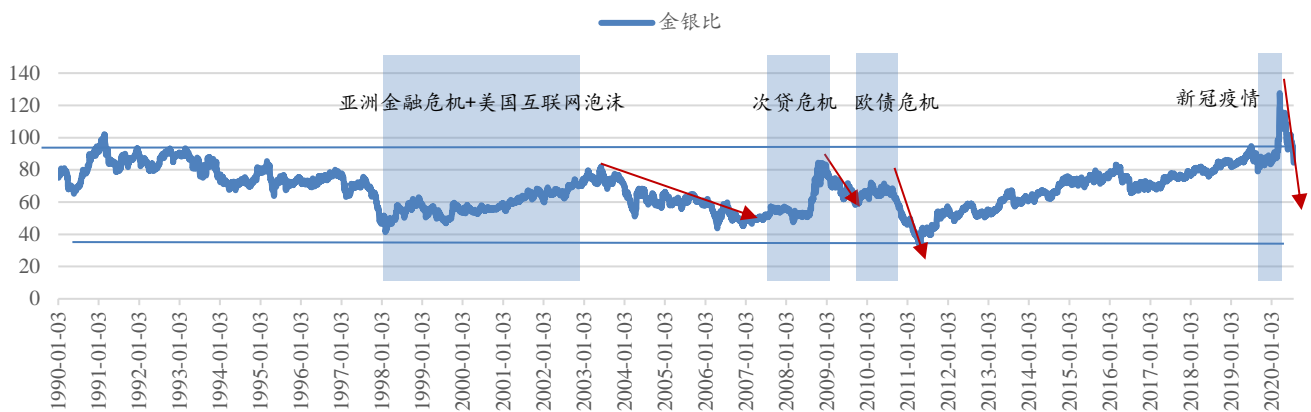
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 美欧财政刺激共振将带动金银比下行

新冠疫情期间，受避险因素驱动，金银比价最高曾升破 120。伴随经济的触底修复，目前金银比价已回至疫情前水平。后续，美欧财政刺激共振将带动全球经济持续复苏，白银相较黄金的商品属性更强，工业需求提升将带动银价上涨，推动金银比继续下行。参照历史运行走势，金银比价在历次危机事件期间均出现异动大幅上行，危机过后，伴随经济修复，金银比价均将进入长期的下行通道并回到正常运行区间。

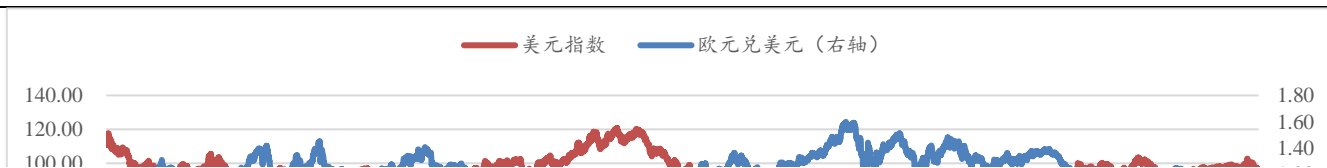
从美元指数看，我们认为其将继续围绕在前低 95 的附近波动。由于美元指数篮子中近 60% 的货币成分为欧元，因此美元指数与欧元兑美元汇率往往呈现极强的负相关性。伴随着欧洲财政刺激政策的率先出台，美元指数已在价格中计入大量利空因素，包括落后于欧洲的疫情控制和财政步伐、美欧经济修复速率收敛预期等。后续，中美两大经济体的对峙与摩擦将继续在前低 95 的附近对美元形成支撑。

图 5：历史金银价比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：欧元兑美元、美元指数走势



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3738



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn