

# 欧美银行业对宏观和大宗商品影响分析

中信期货研究所

大宗商品策略组

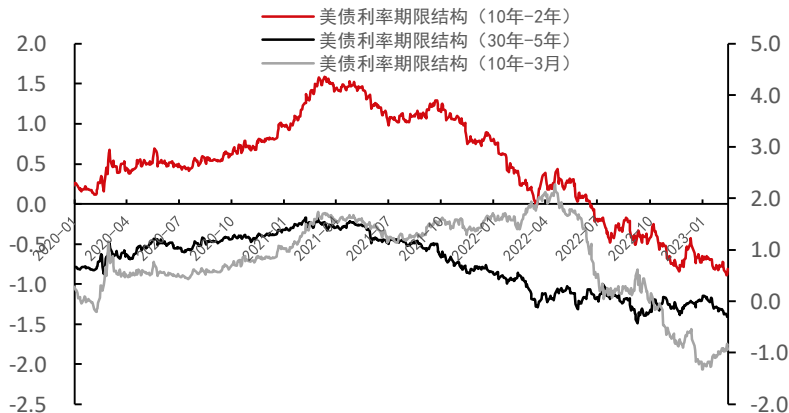
张文



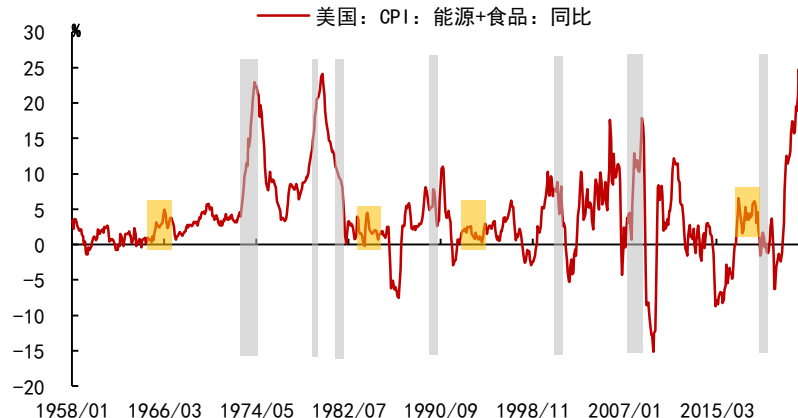
中信期货有限公司  
CITIC Futures Company Limited

- 本次硅谷银行事件使得市场认识到，利差作为银行主体的成本-收益表征，倒挂仍将体现后续需求回落可能，长短利差倒挂和降息预期体现金融端用脚投票结果。
- 历史看，四次加息后软着陆的情况，1966年、1985年、1995年、2018年加息后的软着陆都以食品+能源通胀的稳定性为必要条件（不超过6%），但2022年6月美国CPI能源+食品同比增速已经高达24.72%，**使得后续出现弱衰退概率仍大，近期金融风险预计将加速美国需求回落，因此贵金属具备支撑。**

美债利差判断，预计下半年总需求明显下降



四次加息软着陆的必要条件：能源+食品通胀不为极值



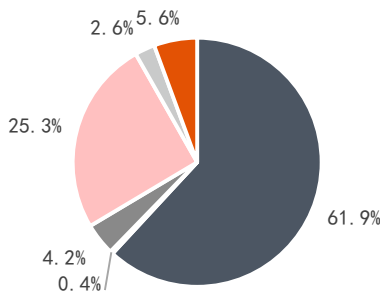
# 硅谷银行SVB解析：加息加剧资负错配的流动性风险

■ **硅谷银行基本情况：**成立于1982年，截至2022年末，合并资产规模约2090亿美元，全美第16。与传统商业银行不同，硅谷银行是专注服务于科创企业及PE/VC的资金需求，截至去年年底，PE/VC在SVB贷款投向占比中高达56%，其中主要是由科技（39%）和生物领域（12%）组成。

## ■ **原因剖析：SVB前期快速扩张、资负错配、加息加剧了资负错配的流动性风险**

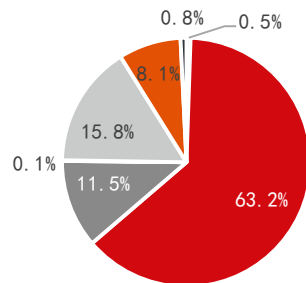
2020年初低利率环境下，大量资金流入科创行业→SVB迅速扩张&扩表→低利率背景下，市场没有足够多与大量存款匹配的贷款资源，于是SVB买入过多的长久期MBS资产，埋下“资负错配”的种子→2022年起加息周期下，创投企业融资困难，进而为解决自身问题而拿回存款→SVB变卖在加息背景下贬值的MBS资产并将亏损进入报表→市场察觉SVB“困难”，引发恐慌情绪，形成“挤兑”→SVB资不抵债，随后被FDIC接管

SVB可供出售证券中61.9%为美国国债



■ 美国国债 ■ 美国机构债券 ■ 外国政府债券 ■ MBS ■ 固息CMO ■ 机构CMBS

SVB持有至到期资产中63.2%为MBS

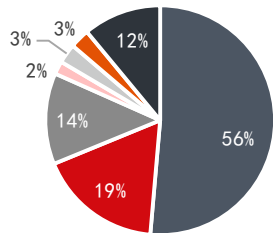


■ 美国机构国债 ■ MBS ■ 固息CMO ■ 浮息CMO ■ 机构CMBS ■ 市政债券 ■ 公司债券

# 硅谷银行SVB：暂不足以引起系统风险，但增加经济衰退的可能

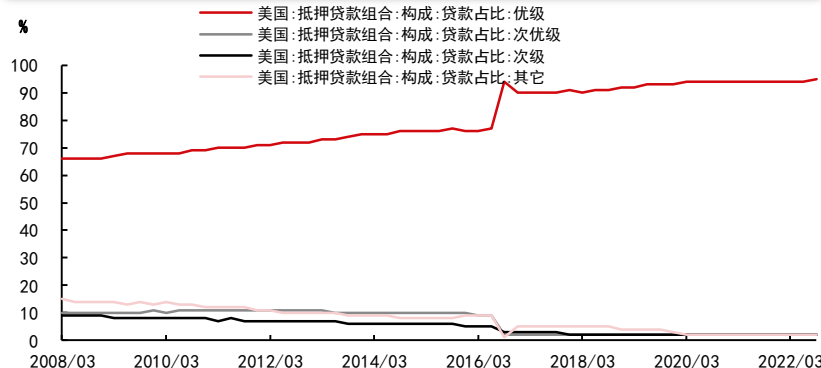
- **影响：**由于硅谷银行自身的特殊性 & 当前金融环境的相对稳健性，硅谷银行事件引发系统性风险的可能性较低。但无论大小，金融体系出现问 题都会削弱投资者与消费者的信心，增加经济衰退的可能性，但由于美联储有三大目标，单一的金融市场稳定目标并不能作为美联储货币政策 转向的理由。
- **1) 自身特殊性：**业务上，SVB的客群集中且多为科创、初创企业等风险较高的行业；经营上，资产配置能力较弱，资产端贷款比例低且过度持有债券，资产负债 错配的风险在高利率环境下被放大。
- **2) 金融环境的稳定性：**在次贷危机爆发后，美国金融监管加强，美国抵押贷款组合中优级占比提高，银行贷款拖欠率也处于低位，同时由于居民在次贷危机后 多选用固定利率住房贷款，因此尽管当前利率较高，居民已有的住房贷款成本仍然保持稳定，商业银行板块的信用风险相比次贷危机前大大降低。
- **3) 风险传染的有限性：**相比于雷曼兄弟银行这类规模更大、业务更全面的投资性银行，SVB的规模及业务范围较小，风险传染有限。雷曼银行事件主要由于高 杠杆及当时的金融机构普遍持有大量的次级资产及衍生品，SVB是存款负债与优质债券资产之间纯粹的久期错配。

## SVB贷款主要投向PE/VC及科创领域



■ PE/VC ■ 科创公司 ■ 私人银行 ■ 优质葡萄酒 ■ 企业地产 ■ PE收购 ■ 其他

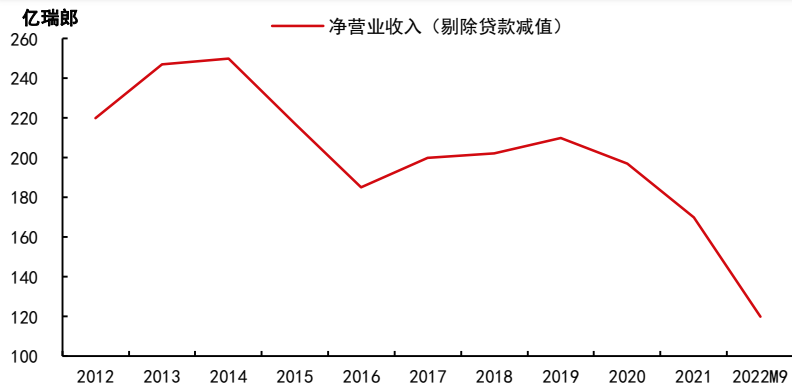
## 美国抵押贷款优级比例明显升高



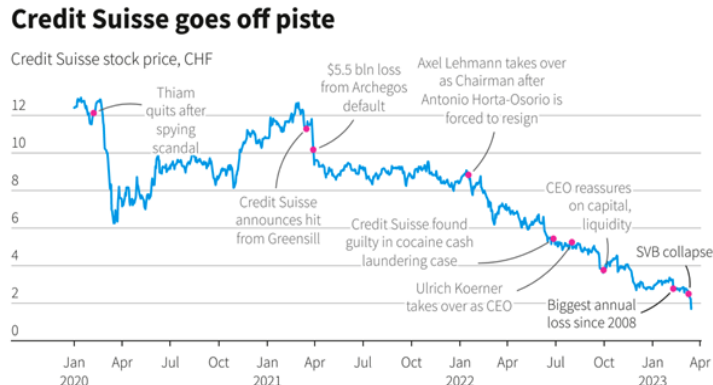
# 瑞士信贷CS：SVB事件放大经营问题，流动性风险暂可控

- **瑞士信贷基本情况：**仅次于UBS瑞银的瑞士第二大银行，2022年总资产约5800亿美元，是硅谷银行规模的两倍之大，并且根据国际银行规则，瑞信属于全球系统重要性银行。
- **事件梳理：**经营问题由来已久，受硅谷银行事件发酵、市场恐慌情绪蔓延及大股东沙特国家银行主席发言催化，股价暴跌  
近年来，CS经营上一直深陷各类经营及内控问题→硅谷银行事件发酵、恐慌情绪蔓延、市场风险偏好大幅下降→**由于CS编制合并财务报表的控制系统存在缺陷，被迫推迟了2022年年报发布**→**市场恐慌情绪引发大规模抛售CS股票**→**沙特国家银行主席表明不会对CS提供更多援助**→**市场恐慌情绪持续蔓延**→**瑞士央行愿意提供CS流动性支持**→**CS股价略微反弹，但整个市场仍处于恐慌中**→**UBS瑞银正讨论收购CS全部或部分业务**
- **事件分析：**1) 与雷曼及硅谷银行不同，瑞信的问题源自自身的经营和盈利能力上，并不是偿付能力。同时，瑞信有大量的流动资产，叠加瑞士央行的及时介入，因此瑞信的流动性风险暂时可控；2) 从硅谷银行到瑞士信贷，短期悲观情绪可能继续主导市场，并且也一定程度上会影响到各主要央行的货币政策，建议关注瑞信事件进展及近期股价变化，由于瑞信其规模以及系统重要性银行的地位，近期股价的变化一定程度上是近期市场对金融稳定的观点变化。

## 瑞信近年来净营收收入表现不佳



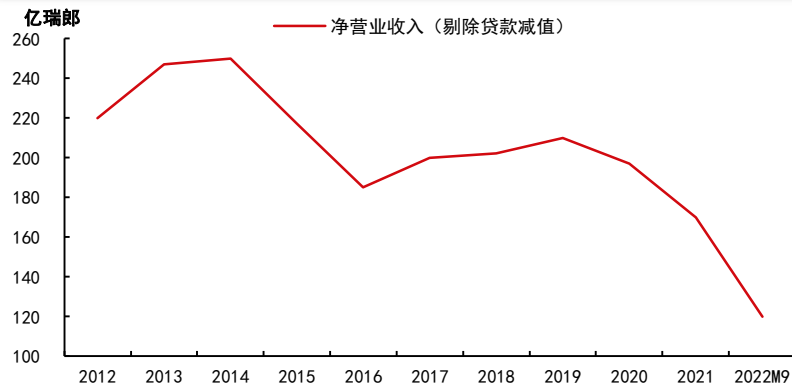
## 瑞信股价变化



# 瑞士信贷CS：SVB事件放大经营问题，流动性风险暂可控

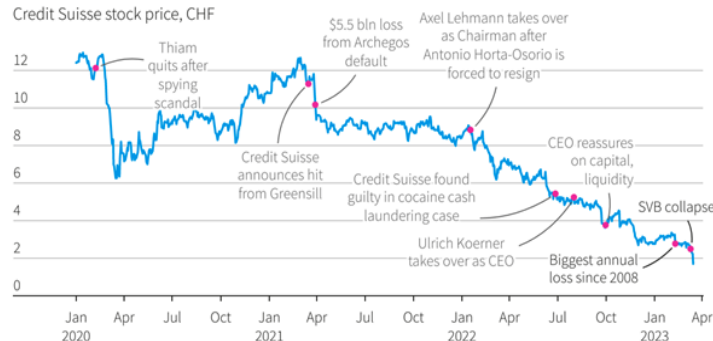
时间	事件
3月9日-3月10日	硅谷银行亏损出售可销售证券，再融资计划失败，银行资不抵债，形成挤兑，FDIC接管
3月12日	美联储推出银行定期再融资计划（BTFP），规模250亿美元
3月14日	第一共和银行暂停资金电汇业务，监管机构关闭Signature银行
3月16日	美国大型银行对第一共和银行联合存款300亿美元
3月20日	UBS以30亿瑞郎收购瑞士信贷，Flagstar银行接管Signature银行

## 瑞信近年来净营收收入表现不佳



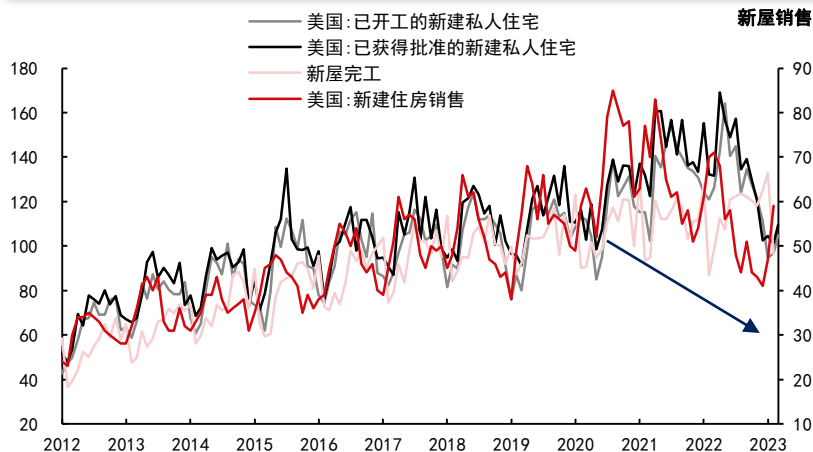
## 瑞信股价变化

### Credit Suisse goes off piste

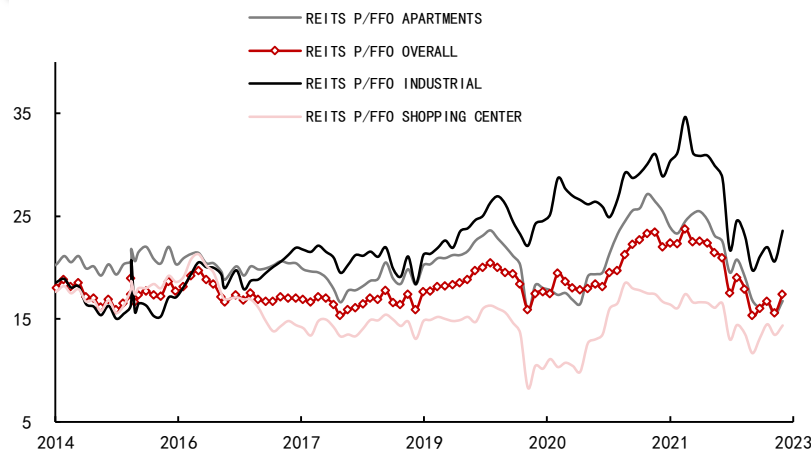


- **黑石集团违约CMBS以缓解旗舰地产信托基金（BREIT）赎回压力。**前期低利率环境激发天量地产需求，但随后地产因高房价与信贷收紧失去增长斜率，美国各类REITS P/FFO估值持续回落至2022年底。去年年底以来，黑石集团旗下旗舰房地产信托基金（BREIT）已连续4个月遭受大量赎回。当前为应对持续赎回压力，BREIT已经限制赎回窗口和数量，并出售旗下商业地产，违约以芬兰地产企业Sponda Oy所持有商业地产做担保的商业地产抵押贷款证券（CMBS）。尽管BREIT回购计划提供一定程度流动性保护，赎回连续触及上限侧面显示投资者信心受损，预计未来赎回申请将反扑，黑石集团“开源节流”难度上升，继续酝酿流动性风险。

## 美国地产尚未恢复先前增长斜率



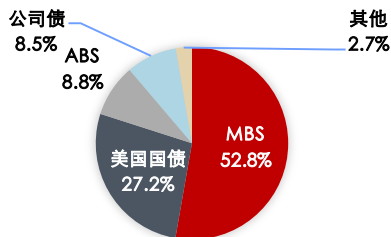
## 美国各类REITS P/FFO回落



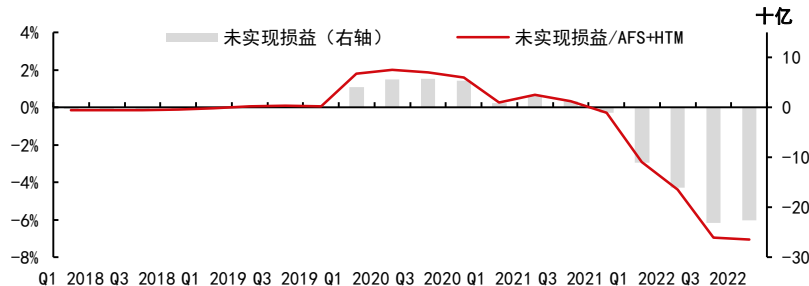
# 其他企业的潜在风险：嘉信理财股价暴跌，触及熔断

- 嘉信理财自上世纪70年代以来，由小型折扣证券经纪商转型为全球龙头财富管理综合金融服务商。2022年，嘉信理财AFS中52.8%为地产抵押贷款证券（MBS），27.2%为美国国债，加息环境与地产前景转冷使其AFS+持有至到期资产(HTM)规模自2021年四季度开始逐步下行，未实现损失大幅上行。由于其负债端存款占比近九成，**当嘉信理财MBS浮亏转现或形成潜在兑付压力与流动性风险。**

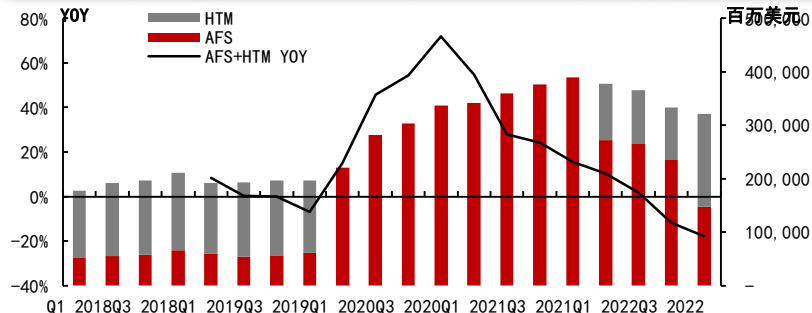
## 嘉信理财2022年度AFS细分



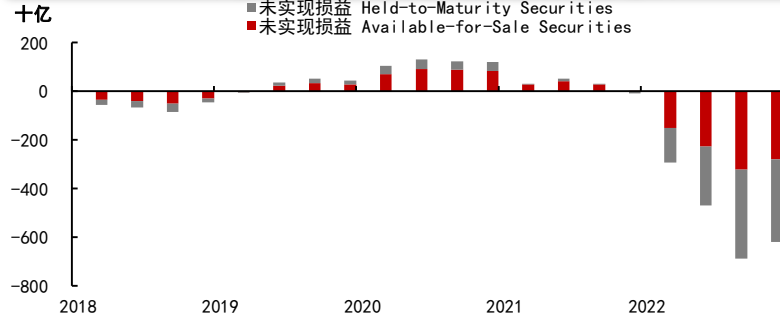
## 嘉信理财2022年末实现损失大幅增长



## 嘉信理财AFS+HTM规模2021年四季度见顶



## FDIC已保险机构未实现损失大幅增长



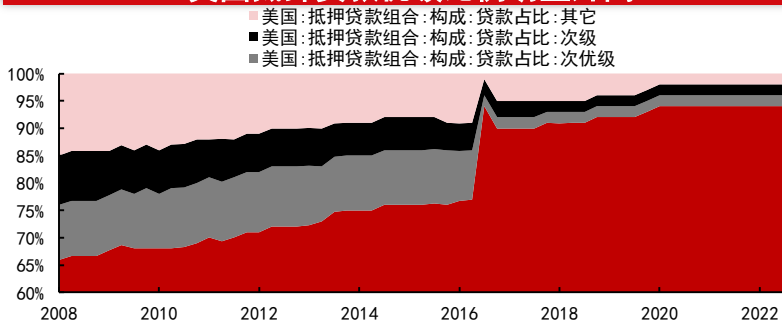


- 金融系统流动性充裕，家庭部门杠杆较低。目前美国隔夜逆回购使用量约为2万亿美元，商业银行准备金约为3万亿，高于临界值（GDP10%）约4000亿美元，金融系统整体流动性充裕。截至去年三季度，整体居民部门杠杆率约在75%，远低于金融危机时97%，美国家庭部门杠杆率较低。在次贷危机爆发后，美国金融监管加强，美国抵押贷款组合中优级占比提高，银行贷款拖欠率也处于低位。

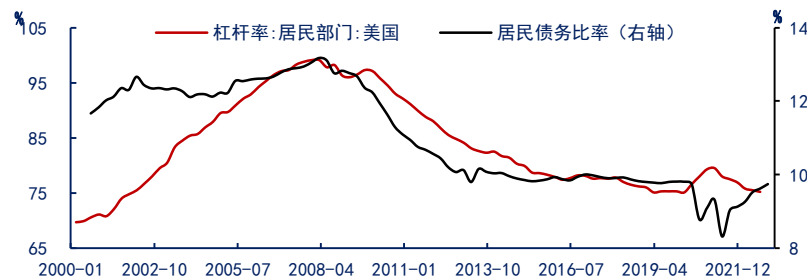
## 隔夜逆回购与准备金形成缓冲



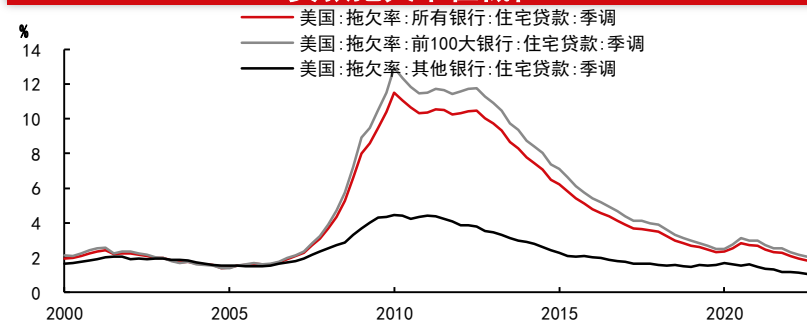
## 美国抵押贷款优级比例明显升高



## 美国家庭部门杠杆率较低

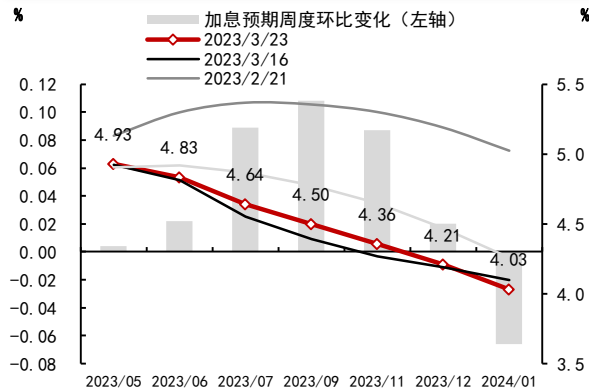


## 贷款拖欠率在低位

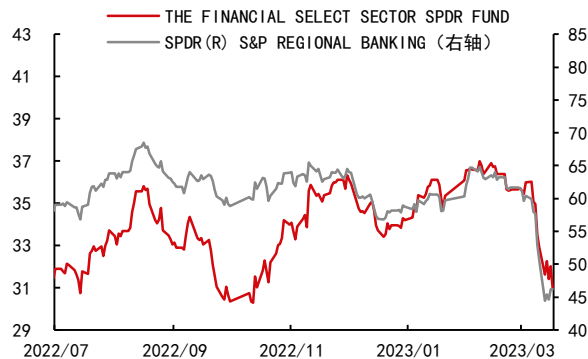


- 市场定价衰退，美联储缩表进程受阻。我们认为此时联邦基金利率高点在5%附近，加息趋于终点，但预计利率高点时间将会延长，这主要是基于通胀结构问题的考虑，预计服务业通胀回落需要时间，但美国经济和通胀已经在下行通道之中。美国5年CDS攀升。加息预期方面，3月10日，市场尚计入今年年中5%以上终端利率，目前市场终端利率预期大幅下挫至4.7%附近，计价5月加息见顶并随后开启降息进程。截至3月15日当周，美联储贴现窗口贷出1528亿美元，显示缩表进程短期受阻。

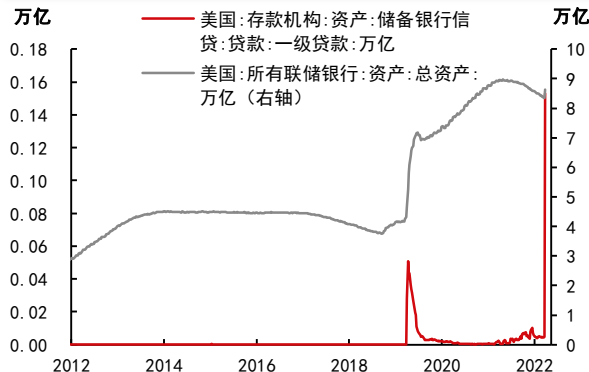
## 加息预期受黑天鹅影响重挫



## 金融业与地方银行ETF暂持稳



## 贴现窗口贷出量创纪录



## 系统性金融压力指数攀升但可控



# 美联储：加息趋于中止，今年难降息或使衰退概率上升

- **议息会议分析可见信息资讯部分，其中关注点：**（1）加息趋于中止，但23年降息概率较低（新博弈点）；（2）系统性风险不大，但会使银行收紧信贷，此时经济受到冲击，因此不必上调加息目标，但收紧信贷的程度不可观测；（3）衰退非线性，难以预测，但调降经济增长和失业率表明，今年难降息或将使得衰退概率上升；（4）拜登积极财政政策目前对通胀没有扰动。
- **今日凌晨议息会议结果验证了我们对这次议息会议分析的观点：加息 5 月份趋于中止，但之后降息过程或并不顺畅。**

## 美联储3月经济预测摘要

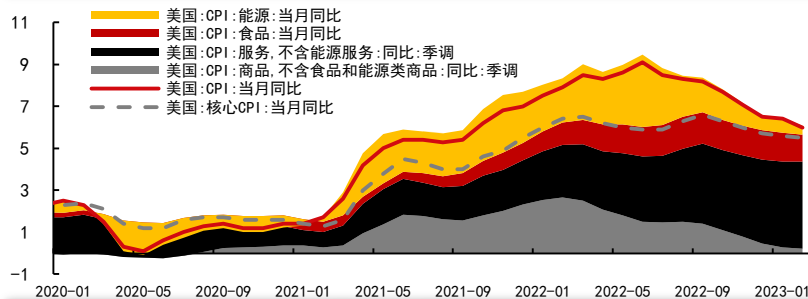
Percent

Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
December projection	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
Unemployment rate	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
December projection	4.6	4.6	4.5	4.0	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
PCE inflation	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
December projection	3.1	2.5	2.1	2.0	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
December projection	3.5	2.5	2.1		3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2		3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6
December projection	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3

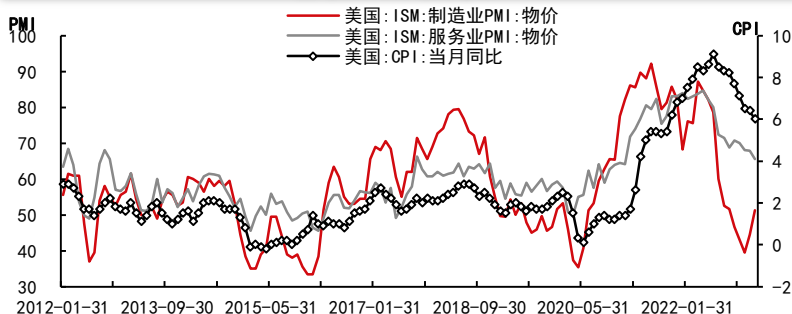
# 美国CPI：美国2月通胀数据仍高，结构问题改善需时间

- 美国2月CPI同比6%，前值6.4%，核心CPI同比5.5%，前值5.6%，环比0.4%，前值0.5%。值得关注的业主等价租金同比上涨8%（前值7.8%），环比上涨0.7%（前值0.7%），并未出现改善；去除房租的服务业通胀同比上涨6.9%（前值7.2%），环比上涨0.1%（前值0.6%），显示增速放缓，有改善迹象，但回落正常区间仍任重道远。

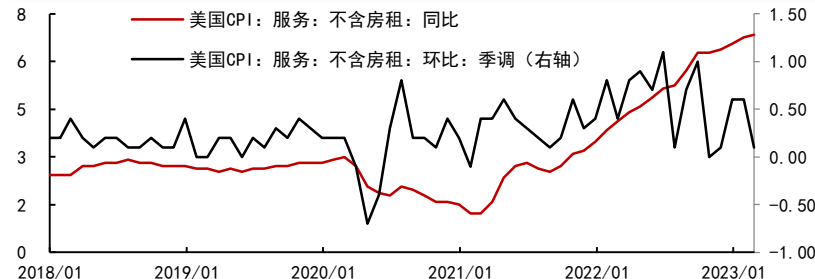
## 服务通胀仍是主要贡献



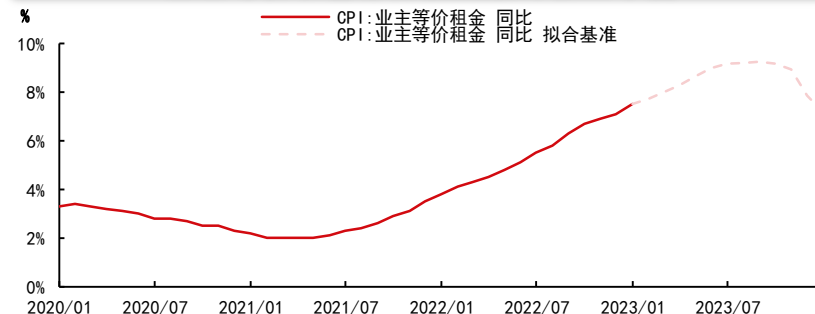
## 物价PMI领先CPI



## 不含房租的通胀同比继续上升，环比增速趋缓



## 业主等价租金部分拐点预计在三季度

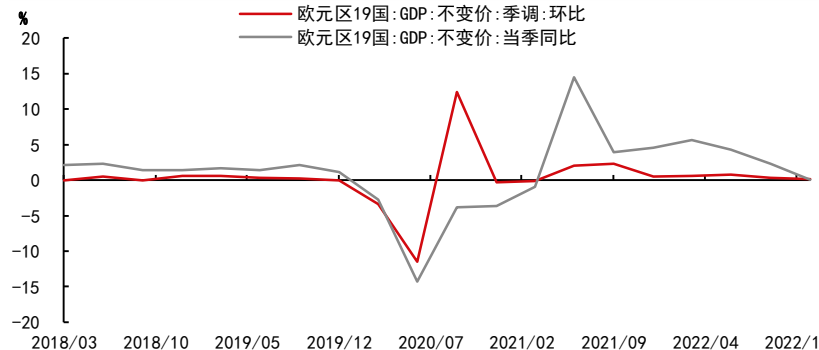


- 欧元区2月通胀继续放缓，但核心通胀创新高。2月调和CPI同比+8.5%（前值8.6%，预期8.3%），环比0.8%（前值-0.2%，预期0.5%），核心调和CPI同比+5.6%（前值5.3%，预期5.3%），环比+0.3%。
- 细分项中，食品和服务价格上涨速度明显，食品价格同比增长15%（前值14.1%），服务价格同比增长4.8%（前值4.4%）；非能源工业品小幅增长（初值6.8%，前值6.7%）；能源价格继续下跌（初值13.7%，前值18.9%）。
- 综合来看，欧元区2月通胀下行速度缓于预期，且2月食品和服务价格的上涨速度表明今年欧洲通胀下行的速度或不及预期。

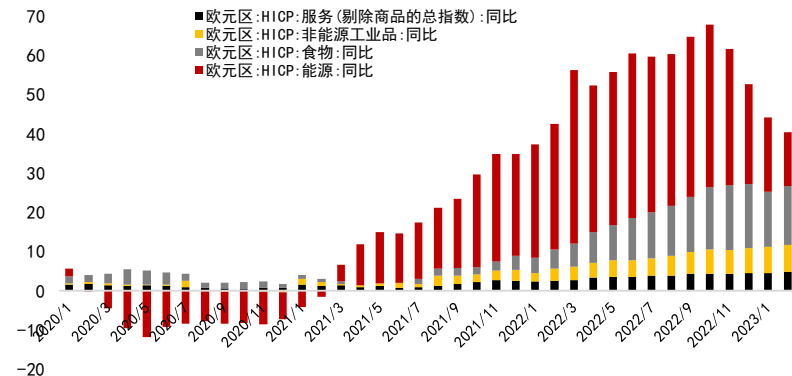
## 欧元区2月通胀降温速度不及预期



## 欧元区四季度GDP环比上升0.1%



## 除能源外的其他商品及服务价格均上涨

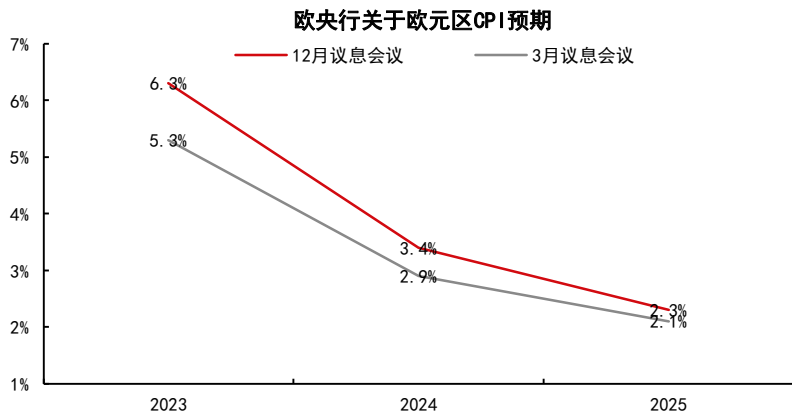


- 在硅谷银行、瑞士信贷事件爆发后，市场预期欧央行于3月继续加息50bp的概率减少，**但上周四，欧央行仍然如期加息50bp**。本次会议有几点需要关注：

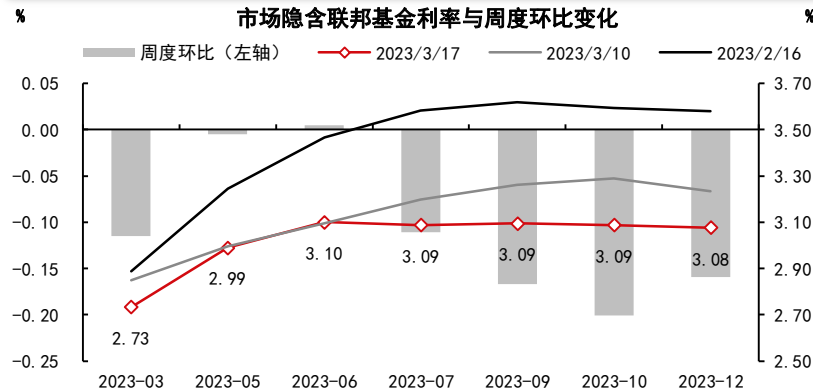
**1) 通胀方面**，欧央行本次下调了未来三年的通胀预测，同时表示通胀将会在长时间内保持较高的水平，潜在的价格压力仍然强劲，主要是受到过去能源成本上涨的逐步传导、经济重新开放和工资上涨带来的被压抑需求的推动。（需要注意，本次公布的未来三年通胀预期为银行业动荡发生前的3月初完成的）。

**2) 经济活动方面**，若金融业动荡加剧、世界其他地区经济疲软，欧元区经济面临下行风险。但在基准情况下，欧央行预计经济将在未来几个季度修复。随着供应情况的继续改善、信心逐渐恢复以及企业处理大量积压订单，工业生产预计会回升。工资增长和能源价格下跌将部分抵消许多家庭因高通胀而遭受的购买力损失，反过来，这也将支撑消费者支出。

## 欧央行下调通胀预期



## 市场隐含利率曲线小幅下移



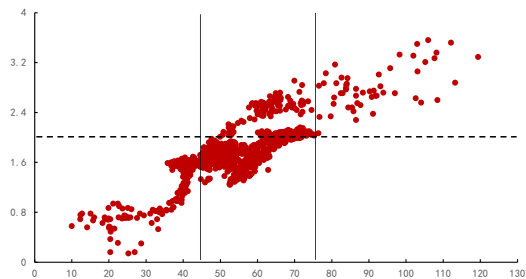
## 3) 对于近期的银行业动荡，本次议息会议较前期存在以下不同：

- ✓ 与2月的会议不同，这次会议欧央行理事会的成员放弃了之前的说辞，即“保持以稳定的步伐大幅提高利率”，这表明尽管他们认为通胀仍然很高，但在面对当前金融动荡的时候，他们不确定接下来的加息路径。
  - ✓ 与2月会议声明不同，3月的会议声明缺少了指引，一定程度上表明若市场动荡持续，央行可能会转向不那么激进的货币政策。
  - ✓ 拉加德表示，金融市场稳定与物价稳定同等重要，不会在两者间作出权衡，正密切关注当前的市场紧张局势，并随时准备在必要时做出回应。
- 综合来看，本次会议拉加德继续强调了后续加息决定的数据依赖性，同时也表明不会在价格稳定和金融稳定间权衡，必要时将会使用各自的工具解决各自的问题（利率——价格稳定；其他工具，包括外币和抵押池——金融稳定）。**因此，鉴于瑞信事件给市场带来的风险，但欧元区仍然面临通胀压力，我们认为欧央行5月或继续加息，但加息幅度或根据近期银行事件的发展有所权衡。**

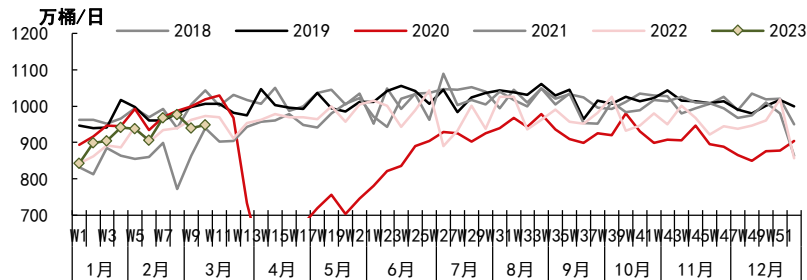
# 对大宗商品价格的影响：美国总需求加速回落，利空原油

- 美联储反复强调，货币政策收紧无法瞬时作用于实体经济，具有滞后性，这使得我们很难直接对总供给和总需求关系做出判断。但是，我们可以通过美联储关注并即时影响的中间变量——盈亏平衡通胀率寻找其中的联系。**美联储的调控政策限制原油价格上限不超过80美元/桶，美国近期出行旺季证伪再次验证后续总需求回落，原油价格下或下跌。**

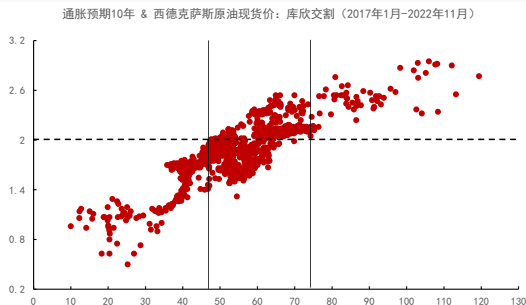
## 5年通胀预期2%：WTI油价47-76.5美元



## 5年通胀预期2%：WTI油价47-76.5美元



## 10年通胀预期2%：WTI油价46.7-75.3美元



## OPEC主要成员国23年的财政盈亏成本约为65.8美元/桶





# 供应：OPEC+供应政策维持不变，但供应问题不大

- 石油库存连续累积，油价估值下行压力加速增大。2023年2月，OECD商业石油库存环比上升1028万桶，连续7个月累库；同比上升1.98亿桶，库存持续累积。2023年发达国家需求仍然偏弱，预计OECD商业库存将延续累库趋势。从库存看估值，随着石油库存的累积，油价支撑位逐步下移至70美元/桶以下。

图 29： OECD商业石油库存

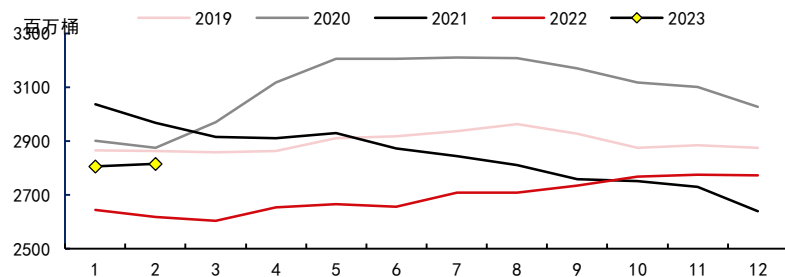


图 30： 高频石油库存与油价



图 33： OPEC+原油产量与配额

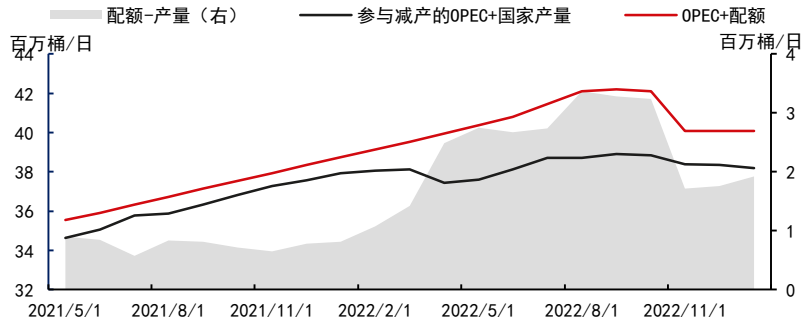
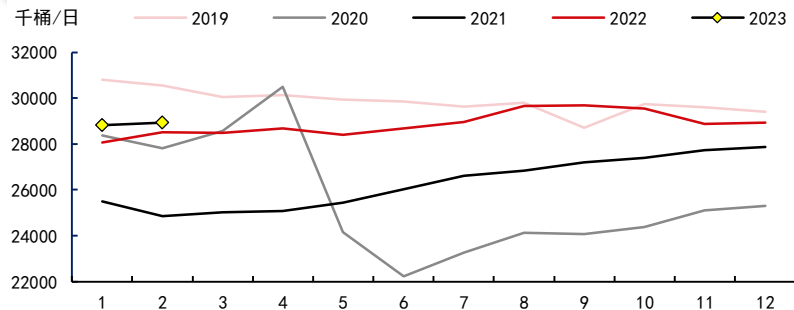


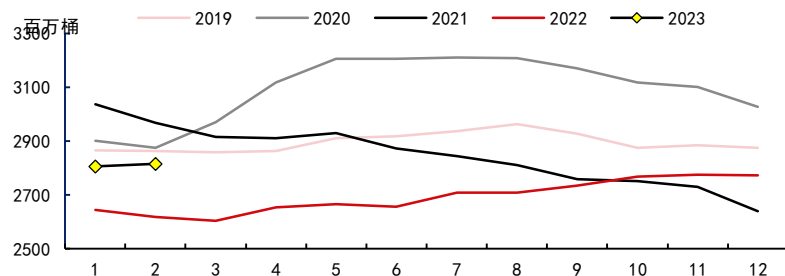
图 34： OPEC月度产量



# 供应：OPEC+供应政策维持不变

- **OPEC+产量维持稳定，减产政策将维持至年底。** OPEC 2月产量2892.4万桶/日，环比上升11.7万桶/日，主要增量来自沙特及豁免国，剔除豁免国后，实际上升8万桶/日。1月参与配额生产的OPEC+国家合计原油产量为3818万桶/日，环比下降16万桶/日，配额与产量的差距上升至192万桶/日左右。另外，随着新一轮减产基本完成，OPEC+产量持稳，剩余产能亦维持稳定，截至1月末，OPEC+合计（不含豁免国）剩余产能接近414万桶/日，环比上升16万桶/日。

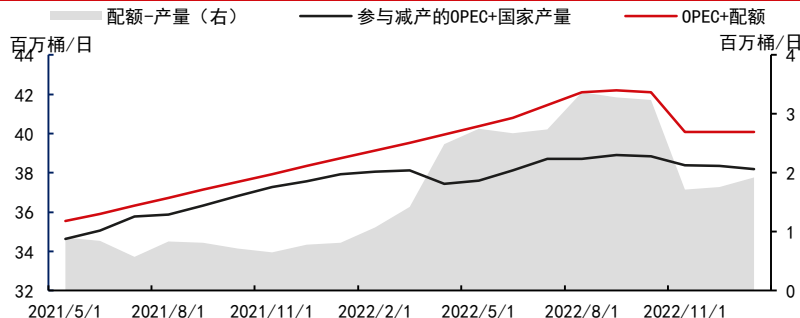
## OECD商业石油库存



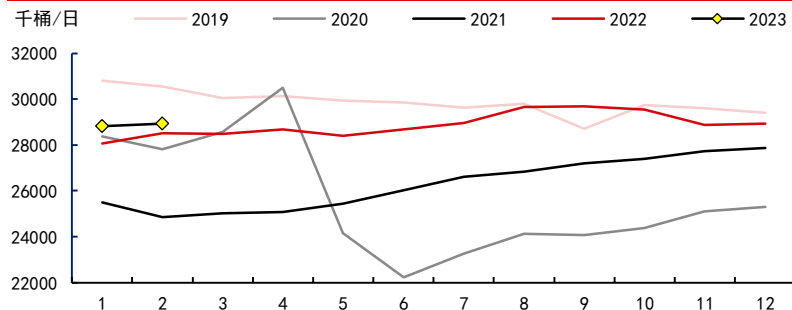
## 高频石油库存与油价



## OPEC+原油产量与配额



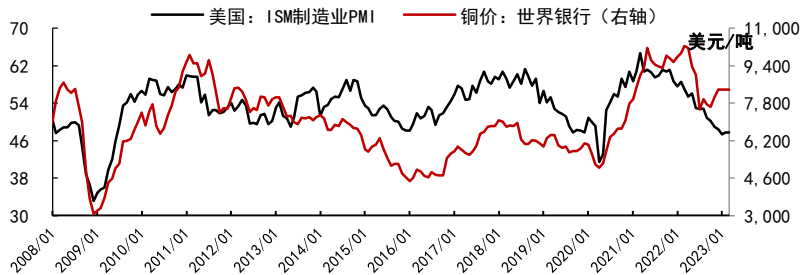
## OPEC月度产量



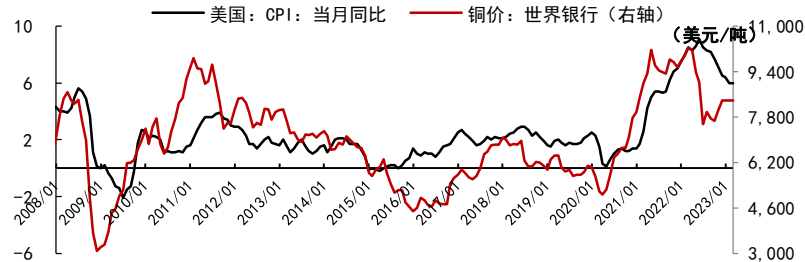
# 铜表征全球总需求：铜价震荡难上行，有转跌可能

- 原油和铜均可视为风险资产代表，在金融风险冲击下价格均呈现压力。在信贷收缩冲击海外经济过程中，我们发现与美国经济较高的相关性使得其价格很难上行。

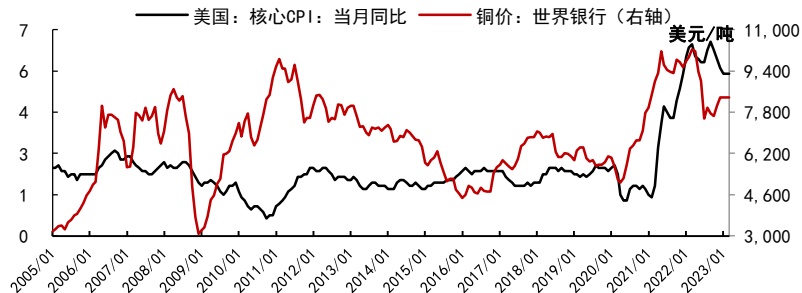
美国制造业PMI与铜价相关性：0.53，与国内相关性0.25



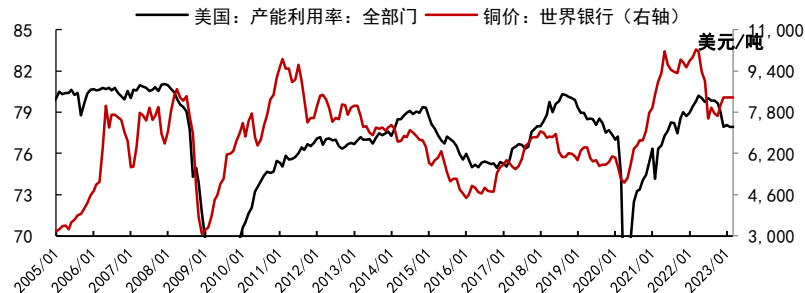
美国CPI同比与铜价相关性：0.67



美国核心CPI同比与铜价相关性：0.40



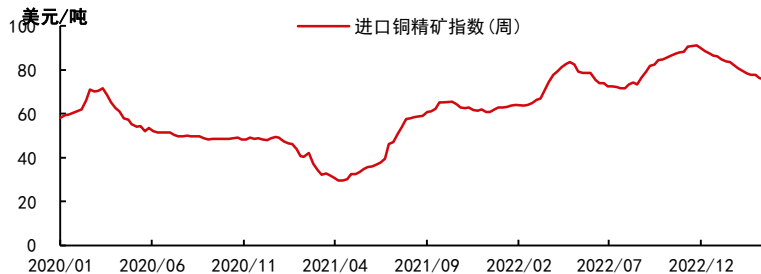
美国产能利用率与铜价相关性：0.40



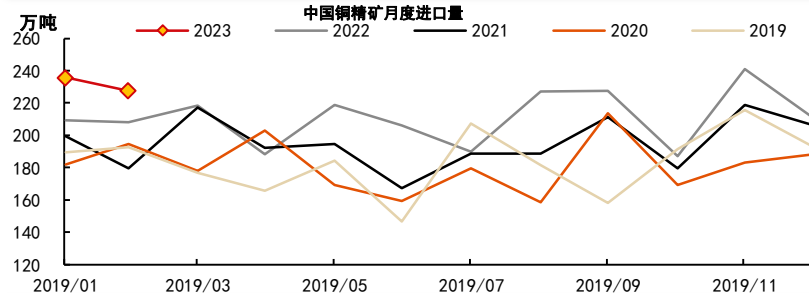
# 铜：国内需求上升，但供给同样宽松

- 2023年铜矿供给偏松的预期。国内方面，1-2月中国铜矿砂及精矿进口量为463.5万吨，同比增长11%，虽然铜精矿TC报价近几个月以来呈缓慢下行趋势，但据SMM，目前市场上多数冶炼厂对后市加工费持观望情绪，预计4月起加工费或触底反弹。综合来看，原料端供应或较为充裕。冶炼端，2月国内电解铜产量达到90.78万吨，超出预期的89.93万吨。据SMM，3月炼厂的检修计划并不会影响实际产量，且华中地区新投产的产量也将增加，预计3月产量或大幅走高。

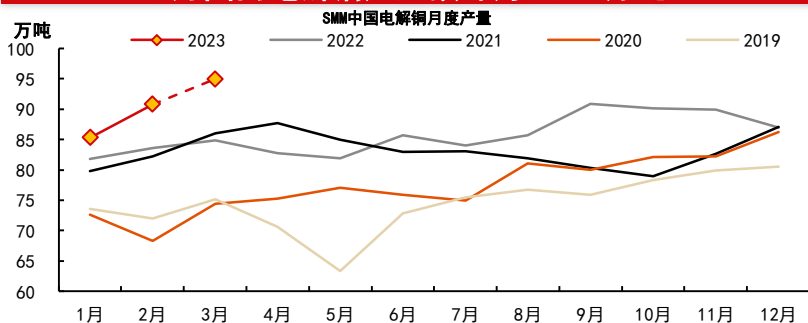
## 进口铜精矿TC自去年12月以来逐步下降



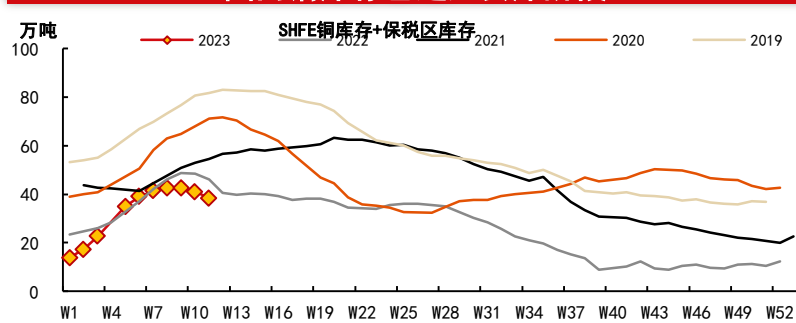
## 1-2月中国铜精矿进口量同比增11%



## 3月国内电解铜产量预计为94.95万吨



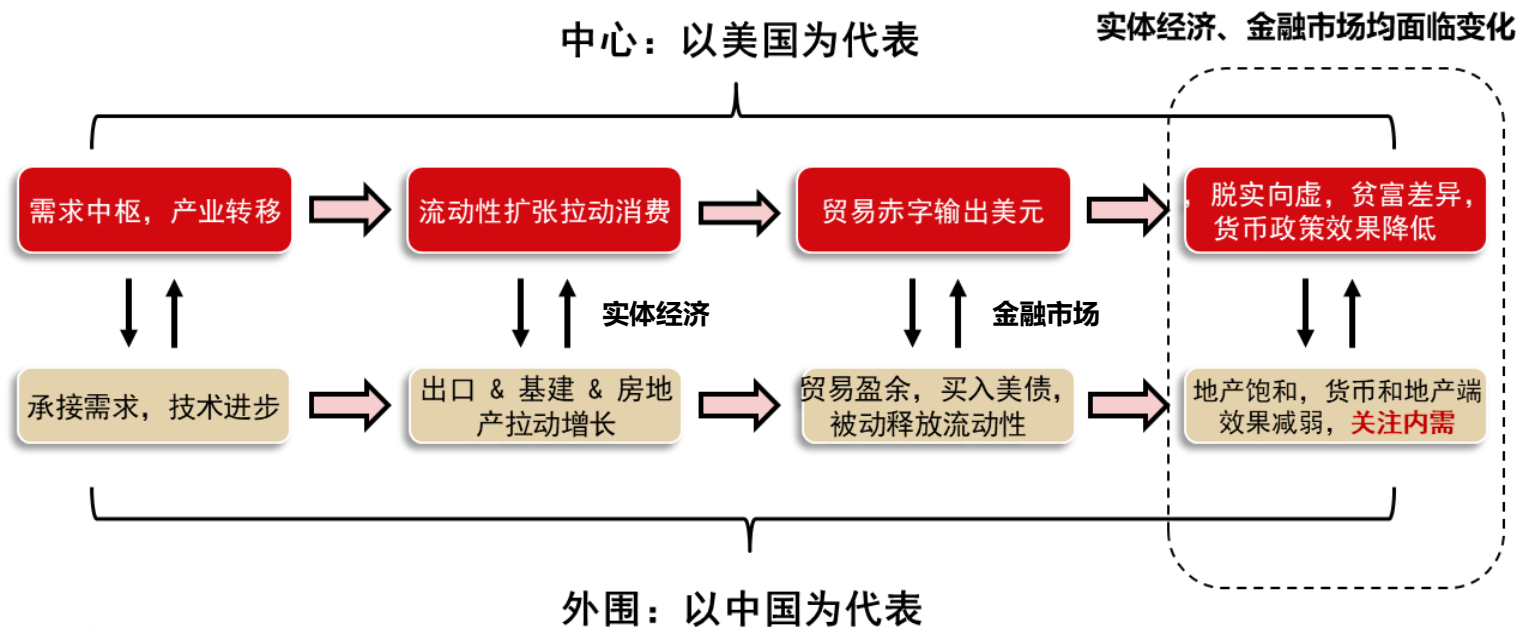
## 国内铜库存已进入去库阶段



# 全球化亟需升级，实体经济和金融市场重构，不能照搬历史

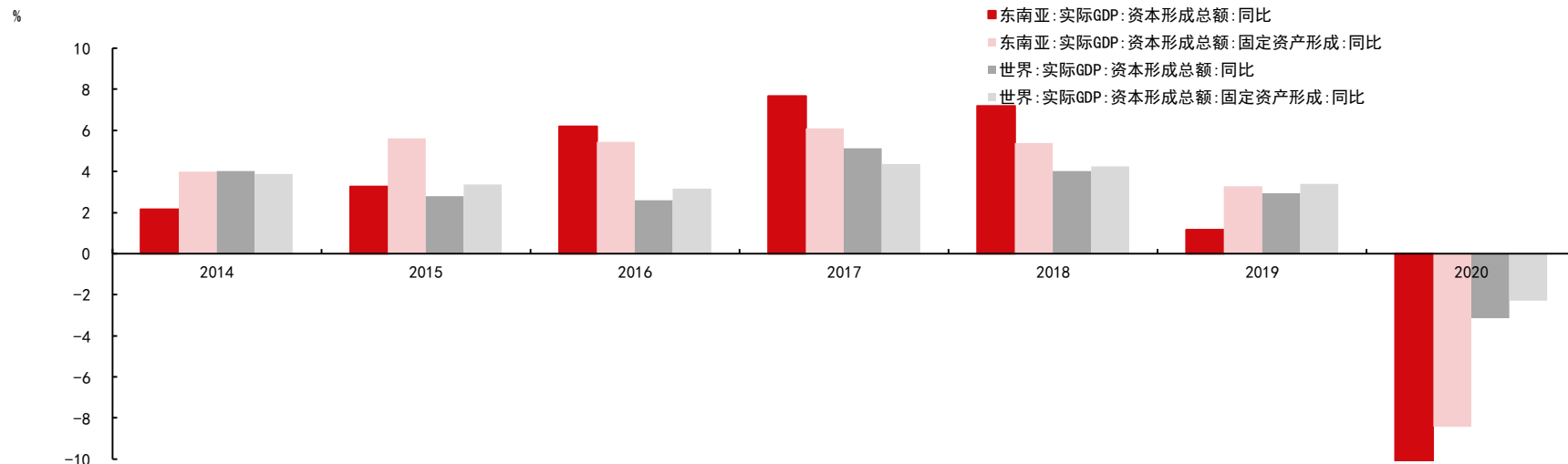
## ■ 历史全球化总结：中心——外围模型，中心：美国；外围：发展中国家

- **实体经济**：发达国家通过流动性扩张拉动需求，发展中国家承接需求和海外产业链；
- **金融市场**：发展中国家将收益通过金融市场换成美债，回流美国金融市场。
- **结果**：中心——外围全球化模式后期，**实体经济和金融市场动荡**，俄乌冲突和新冠疫情加速了这一过程。



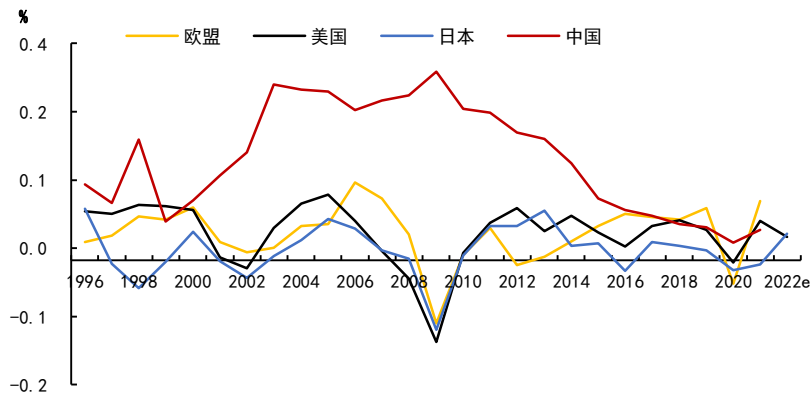
- 2016年1月1日，联合国大会第七十届会议正式启动《2030年可持续发展议程》，其中指出，未来发展在亚洲，重心将在东南亚地区，官方测算其基建投资缺口约为4万亿美元。
- 考虑到地区“人口红利”优厚但固定资本和高级人力资本相对不足的现状，预计或将带来新一轮的投资需要，支撑需求。当前政策端主要有我国的一带一路计划，以及美国的B3W全球基建计划。

## 东南亚的投资在不断上升，与人民币国际化需要对应

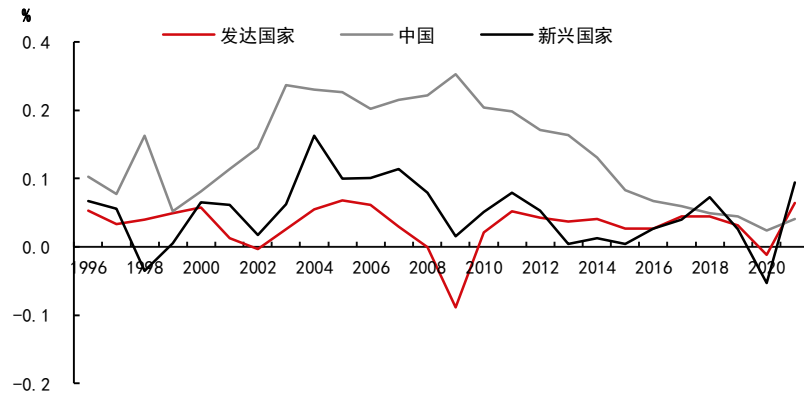


- 当前中、美、欧、日、英、印等国均有正在推进的基础设施建设和收入分配政策，跨国制造业企业开始构建自身的全产业链体系。这与我们第一部分结论，全球产业链将面临重构和升级，经济体开始依靠财政端调节经济周期对应。本节我们重点介绍国内以及美国《重建更好未来》计划、欧洲《下一代欧盟计划》及其之后的改革路径、日本《新资本主义》、以及未来东南亚投资建设的相关内容，重点强调其与之前政策的差异。

## 固定资产投资：国别划分



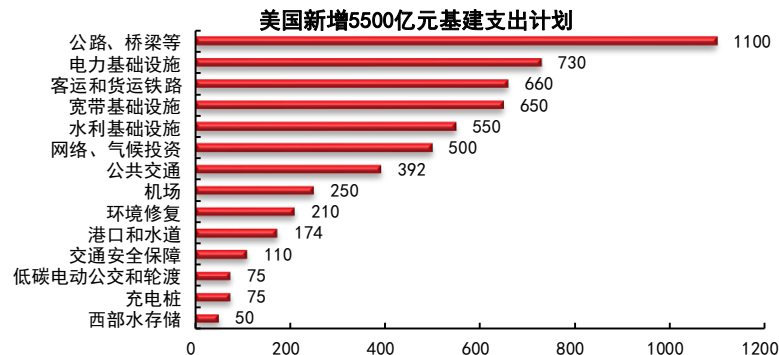
## 固定资产投资：经济体划分



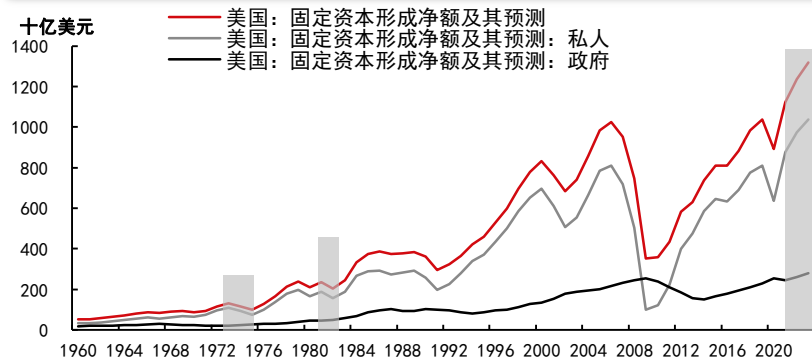
# 2022-23年美国固定资本净额上升，与上世纪“滞胀”形成差异

- 美国当前的财政刺激计划主要来自于拜登提出的“创造更好未来”（Build Back Better）内政蓝图，其中包括美国救济计划、美国就业计划和美国家庭计划三大计划。2021年11月15日签署的《基础设施投资与就业法案》就包含在美国就业计划和家庭计划之中。
- 2022年和2023年的固定资本形成净额分别为1355.5和1292.37亿美元，2021年为1176.64亿美元。

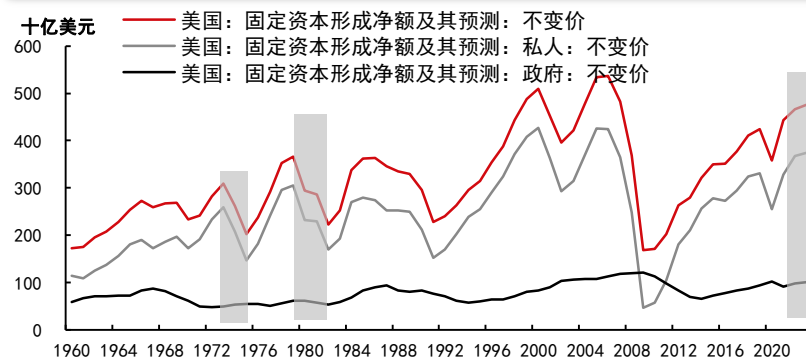
## 美国初步落地新增5500亿投资计划



## 2022-23名义固定资本形成预期上升



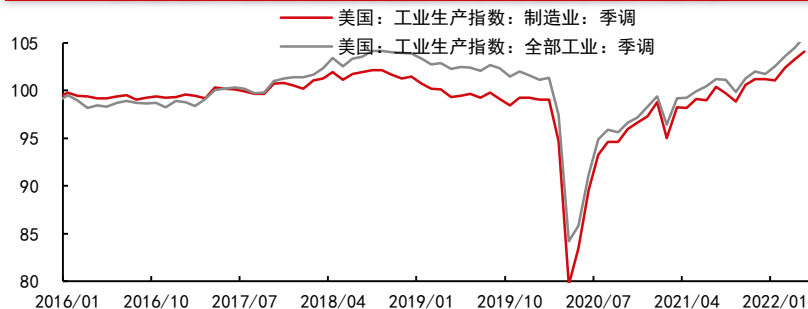
## 2022-23实际固定资本形成预期上升





- **工业生产指数**：不同于大多数其他经济指标。它衡量生产的商品数量的变化。也就是说不用担心通货膨胀的扭曲效应。这使它成为一种更纯粹的产出衡量标准，因此它更接近于实际（经通胀调整的）GDP 的表现。
- **产能利用率**：极难监测，但作为投资周期的常用领先指标

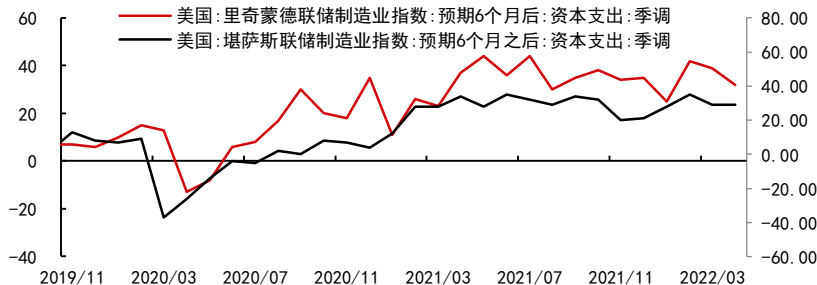
## 工业生产指数细分美国87个行业的生产情况



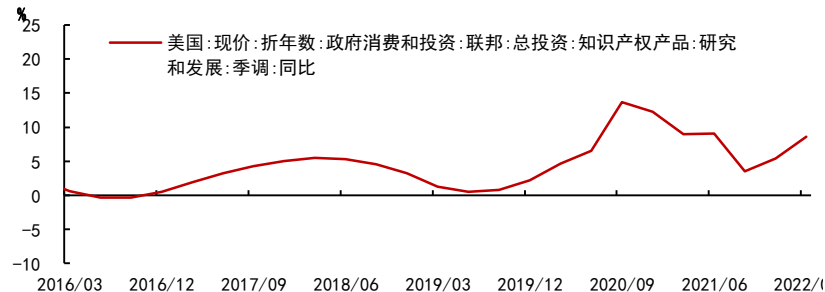
## 产能利用率



## 地方联储均有预测6个月后的资本开支数据

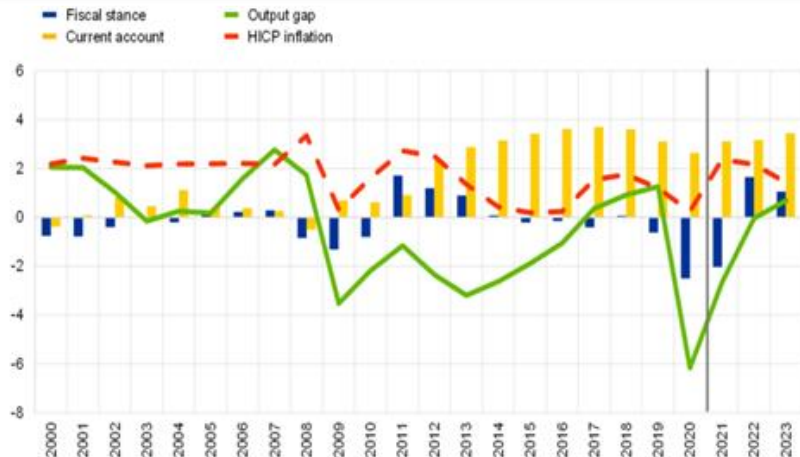


## 计算机、知识产权投资是不被人关注的重要指标



- 与美国情况类似，2020年5月下旬欧盟提出预算总额8000亿欧元的“下一代欧盟”经济刺激计划，主要包括支持成员国投资与改革、拉动私人投资重启欧盟经济、提升危机应对能力三项。“下一代欧盟”复苏基金（RRF）是本次计划的实施主体，复苏基金的最大投向是支持欧盟成员国的绿色和数字转型项目，包括电力领域清洁技术和可再生能源发展、建筑节能优化、宽带服务提速、公共管理数字化、数字技能的教育和培训支持等。

## 欧盟过去财政政策具有顺周期性质



## 欧盟自身财政框架面临改革



# 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。



中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）

北座13层1301-1305室、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

---

致謝