中航证券研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师　成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
电话：010-59562558
邮箱：chengg@avicsec.com

医疗资源严重挤兑放大了疫苗对外盘的催化

策略点评报告　　2020 年 11 月 11 日

摘　要

- 10 月份以来，欧美医疗资源充沛程度开始恶化，多数国家医疗资源已经发生挤兑。
- 法国的检测阳性率已达 20.63%，突破 14%警戒线。西班牙 ICU 病床占用率为 51.71%，法国 ICU 病床占用率为 47.33%，都已突破 40%警戒线。美国 ICU 病床占用率 10 月以来突破 70%的警戒值（美国统计口径与欧洲不同）。
- 医疗资源发生挤兑的情况下，新冠新增人数与美国经济重要的领先指标初请失业金人数同涨同跌。医疗资源挤兑情况得到缓解，新冠新增确诊人数与初请失业金人数的相关性消失。
- 目前美国 ICU 病床利用率超过警戒值，新冠新增的上升可能迫使当局封锁经济，造成就业数据恶化，中断经济复苏，对美股形成压制。
- 欧美各国医疗资源的严重挤兑放大了疫苗研发进展快于预期对风险资产的提振作用。
- 疫苗供应量与需求量的缺口仍值得我们的警惕：大规模接种前，未来一到两个月欧美各国医疗资源的挤兑仍然可能迫使当局封锁经济，冲击整体 EPS，加大外盘的波动。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布　　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

美国制药集团辉瑞公司（Pfizer）11 月 9 日宣布，与德国生物科技公司 BioNTech 研制的新冠 mRNA 疫苗有效性达 90%，预计今年年底前生产 5000 万剂新冠疫苗。消息一出，全球股市全线上涨。我们认为外盘市场之所以对疫苗的反应如此剧烈，是因为欧美国家医疗资源已发生严重挤兑，疫苗加速问世是目前保障欧美各国 EPS 继续处于恢复状态的唯一方法。我们的监测显示 10 月以来欧美各国医疗资源陆续进入挤兑状态，经济复苏趋势大概率中断，欧美权益资产的上升趋势在同一时间被破坏，进入横盘震荡的状态。

一、欧美医疗资源已发生二次挤兑

欧美新冠疫情日益严重，自 10 月份新冠疫情在全球二次爆发以来，单日新增确诊病例屡创新高，欧美医疗资源充沛程度开始恶化，多数国家医疗资源已经发生挤兑。我们在 7 月 26 日发布的研究报告《美国疫情恶化到什么程度会导致美股下跌》设定了三个观测医疗资源充沛情况的指标，即当日检测阳性率、全部病床利用率（欧洲口径为新冠患者住院人数与全部医院床位之比）和 ICU 病床利用率（欧洲口径为新冠重症患者与 ICU 床位之比）。

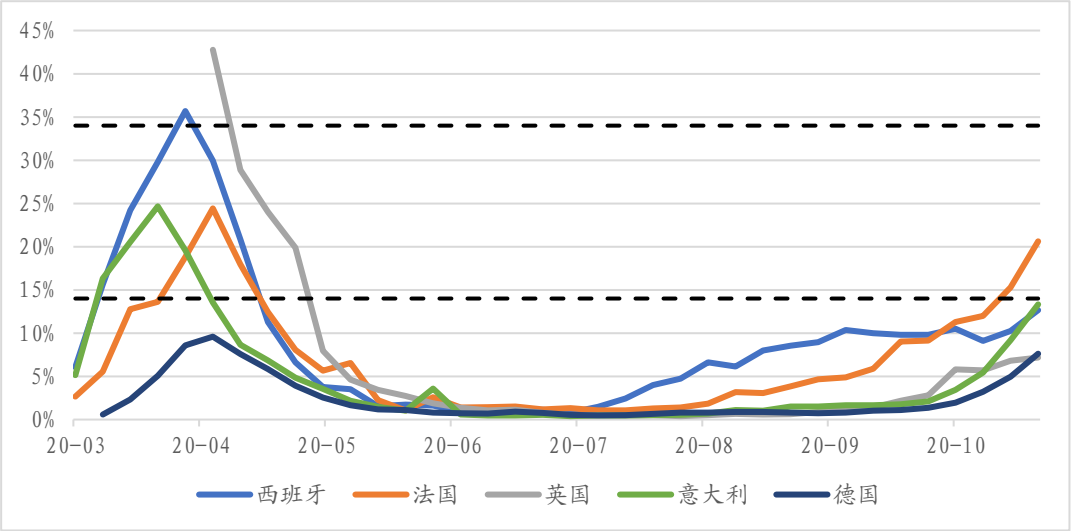
截至 11 月 1 日，**法国的检测阳性率已达 20.63%，突破 14%警戒线。**西班牙、意大利的检测阳性率也分别攀升至 12.67%和 13.31%，接近所设警戒值。英国和德国离警戒值则较远，分别为 7.16%和 7.64%。

从全部病床利用率(德国未公布该项数据)来看，西班牙的全部病床利用率为 11.45%，意大利为 10.98%，均突破了 10%警戒线。法国和英国的病床占用率分别为 6.06%和 7.07%，虽然两国医疗资源相对丰富，占用率未触及警戒线，但不断攀升的数据还是值得警惕。

从 ICU 病床占用率来看，**西班牙为 51.71%，法国为 47.33%，都已突破 40%警戒线。**英国和意大利的 ICU 病床占用率分别为 23.7%和 33.08%，医疗资源充沛程度在五国中首屈一指的德国则为 6.41%。

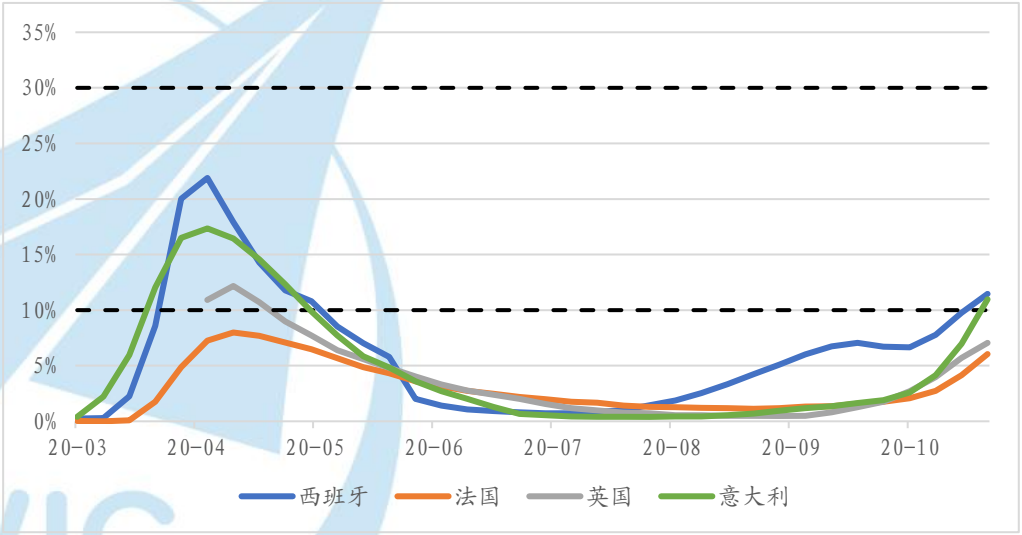
整体来看，西班牙、法国和意大利三国都已在不同指标层面发生医疗资源的挤兑情况，西班牙和法国均有两项超过警戒值，意大利也有一项检测指标超过警戒值。

图 1：西班牙、法国、英国、意大利和德国五国当日检测阳性率



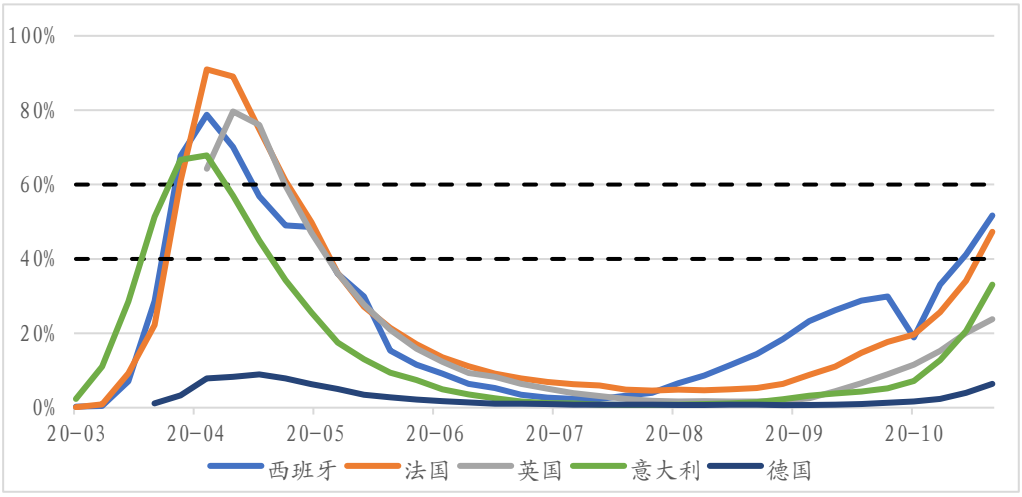
数据来源：ECDC，英国政府网站，中航证券研究所

图 2：西班牙、法国、英国和意大利新冠患者住院人数与全部医院床位之比



数据来源：IHME，英国政府网站，中航证券研究所

图 3：西班牙、法国、英国、意大利和德国 ICU 病床利用率



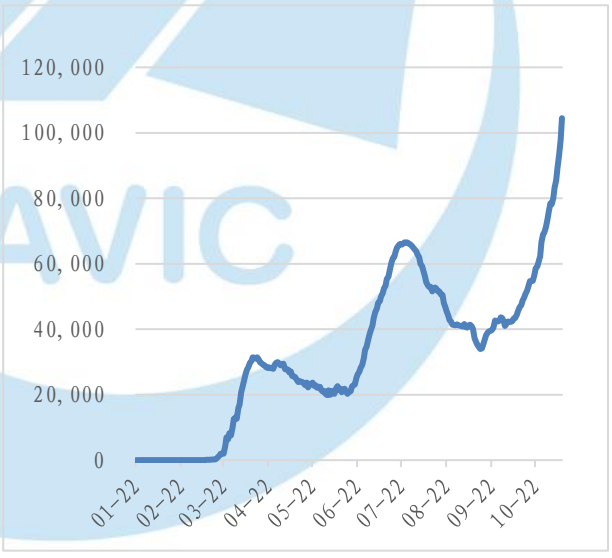
数据来源：IHME，英国政府网站，中航证券研究所

注：欧洲各国 ICU 病床利用率 = 新冠造成的 ICU 病床占用/ICU 总病床数

美国方面，据世界卫生组织公布的数据显示，截至 11 月 9 日，美国单日新增已达 133546 例，为历史新高。

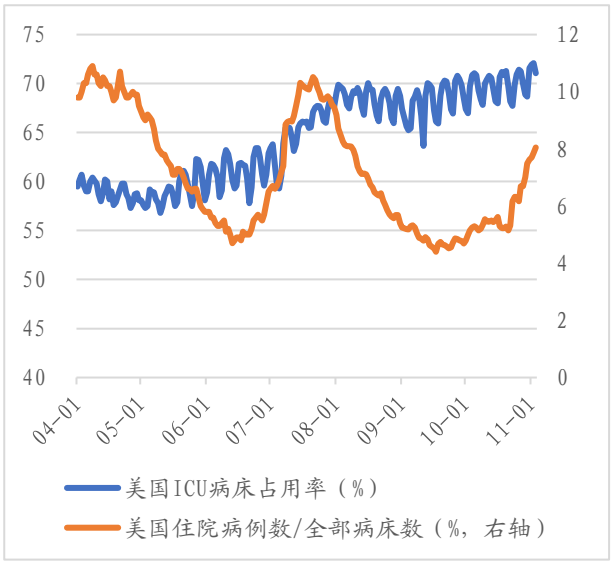
根据我们所设置的指标显示，全部病床利用率随着新冠新增确诊人数的增加略有提升，但仍低于我们为美国口径所设的 15%警戒值。当日检测阳性率自 5 月以来一直维持在 10%以下，也低于 14%-34%警戒值，但**美国 ICU 病床占用率 10 月以来明显突破 70%的警戒值，已经发生医疗资源挤兑。**

图 4：美国新增新冠确诊病例 7 天移动平均值



数据来源：WHO，中航证券研究所

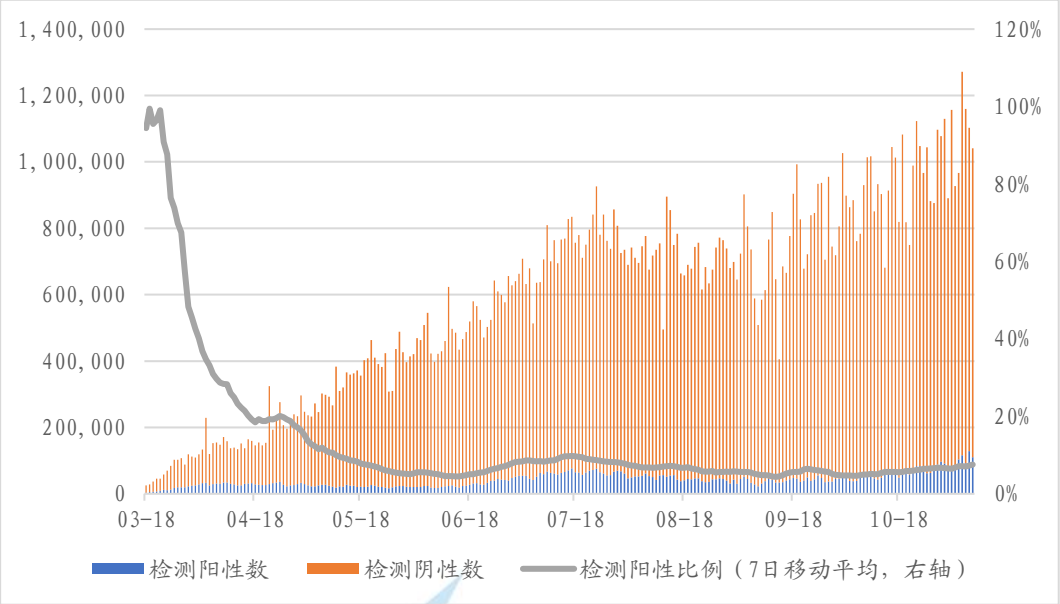
图 5：美国 ICU 病床利用率



数据来源：美国疾控中心，中航证券研究所

注：美国 ICU 病床利用率 = 所有疾病造成的 ICU 病床占用/ICU 总病床数

图 6：美国新冠病毒检测阳性率



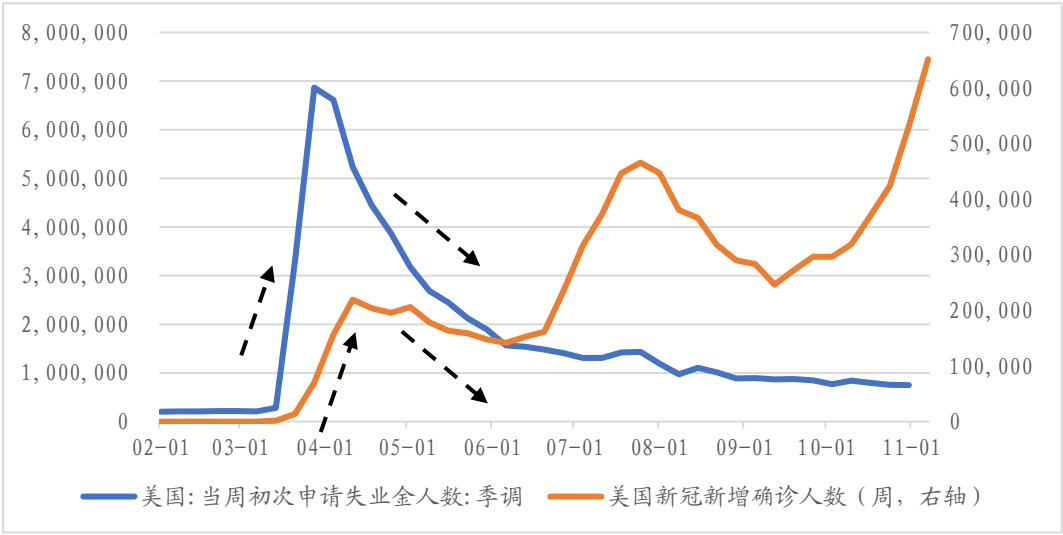
数据来源：约翰霍普金斯大学，中航证券研究所

二、疫苗预期短期解除医疗资源挤兑担忧

我们在《美国疫情恶化到什么程度会导致美股下跌》中明确指出，疫情对经济最重要的影响路径是疫情冲击下医疗资源挤兑，迫使政府封锁经济，只要医疗资源充足，新增人数创新高并不能阻碍经济复苏进程，新冠新增确诊也将逐渐与经济数据脱钩。

以美国为例，第一波疫情高峰期间（3 月-6 月），新冠检测阳性率高企，ICU 病床利用率在 70%以上。**医疗资源发生挤兑的情况下，新冠新增人数与美国经济重要的领先指标初请失业金人数同涨同跌。**但 6 月份之后随着 ICU 病床利用率、全部病床利用率和当日检测阳性率三个指标回到警戒线以下，**医疗资源挤兑情况得到缓解，新冠新增确诊人数的再次升高并未同步抬升初请失业金人数**，新增确诊与经济数据脱钩。

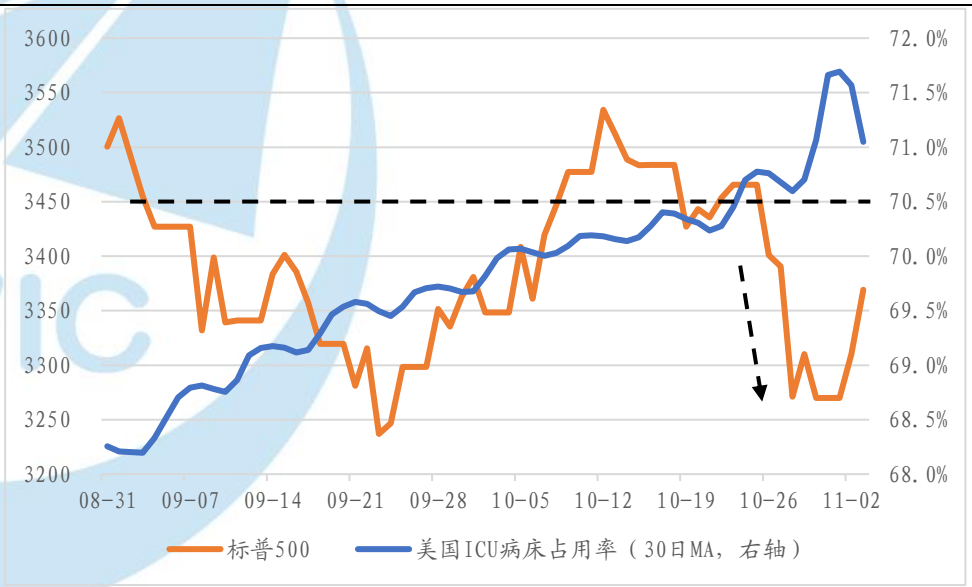
图 7：美国新冠新增确诊人数与初请失业金人数在第一波疫情阶段同步上升



数据来源：Wind，中航证券研究所

然而随着美国进入第三波疫情后半段，ICU 病床利用率升高并突破 70%警戒值，医疗资源第二次发生挤兑，经济数据与新冠新增确诊有可能再次同步。虽然目前美国还未像第一波疫情一样出现停工停产，但市场对于再次进入封锁的预期开始上升。股票市场上，标普 500 指数自 10 月开始进行横盘整理，停工停产的预期对指数造成了压制。

图 8：8 月底以来，美国 ICU 利用率的上升抑制了大盘的上涨



数据来源：Wind，中航证券研究所

我们认为正是因为欧美各国医疗资源的严重挤兑放大了疫苗研发进展快于预期对风险资产的提振作用。

虽然疫苗研发进展超预期催化了权益市场的上涨，但疫苗供应量与需求量的缺口仍值得我们的警惕。11 月 9 日辉瑞的声明中表示，预计 2020 年可以生产 5000 万剂疫苗，2021 年可生产 13 亿剂。需求端，则有至少 9 亿 3000 万剂的需求（美国 6 亿、英国 3000 万、欧盟 3 亿），产能的缺口无法在短期内缓解医疗资源挤兑的问题。所以在大规模接种前，未来一到两个月欧美各国医疗资源的挤兑仍然可能迫使当局封锁经济，冲击整体 EPS，加大外盘的波动。

风险提示：疫苗推出不及预期

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，波士顿大学工商管理硕士，中航证券研究所首席策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。