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

欧洲新冠新增再创新高，难改经济复苏趋势

宏观点评报告　　2020 年 10 月 18 日

摘要

- 欧洲新冠疫情继续肆虐，欧盟国家和英国每百万人的新增确诊病例总和的 7 日移动平均值已超过美国。
- 对比欧洲五国第一波疫情和第二波疫情的措施，我们可以看到，虽然新增确诊病例屡创新高，但第二波疫情的防控力度还远未达到第一波疫情时的力度。这也印证了我们在《迎接后疫情时代，重申可选消费配置价值》报告中对于自定义的“社会免疫”一观点的解释。
- 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。
- 衡量医疗资源是否充足，我们设定了三个观测指标，即**当日检测阳性率、ICU 病床利用率（新冠重症患者与 ICU 床位之比）以及全部病床利用率（新冠患者住院人数与全部医院床位之比）**，借鉴此前第一波疫情期间意大利、英国和纽约的情况，我们可以清晰看到这三个指标是当局决定是否封锁经济的重要参考依据。
- 基于目前数据显示欧洲五国医疗资源还没未发生挤兑，监控的三个指标都还未达到警戒值，我们重申此次疫情恶化导致欧洲主要国家全面停产停工的可能性不大。

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

一、欧洲第二波疫情爆发

我们曾在 9 月 27 日发布的报告《欧洲疫情反弹仅延缓复苏进程，把握市场回调机会》中对当时爆发第二波疫情的英国、西班牙和法国三个国家的新冠疫情状况进行了分析，指出第二轮疫情的爆发尚未造成医疗挤兑，难以阻止经济复苏进程。此后欧洲新冠疫情继续肆虐，欧盟国家和英国每百万人的新增确诊病例总和的 7 日移动平均值已超过美国。我们重点关注的 G7 工业国中的欧洲国家（英国、法国、德国和意大利）每日新增确诊病例都屡创新高，再次引发了投资者对经济复苏的担忧。这种风险偏好的降低也反应在了本周（10 月 12 日-10 月 16 日）全球股市的回调之上。根据我们的测算，英法德意的疫情尚未造成医疗资源挤兑，我们维持此前判断。

根据世界卫生组织的数据显示，截至欧洲中部时间 10 月 17 日下午 7:43，过去 24 小时英国新增确诊病例 15635 例，远超过 4 月 24 日第一波疫情高峰时的 5487 例，累计确诊病例近 69 万例。英国首相约翰逊在 10 月 12 日宣布应对疫情的“三级疫情警报制度”，将英国地区划分为中度风险区，高度风险区和极高风险区，并宣布关闭极高风险地区利物浦市的酒吧。据美国有线电视新闻网（CNN）报道，17 日起，英国伦敦将从应对新冠疫情的中度警戒提升至高度警戒。英国北爱尔兰地区要求学校停课 2 周，餐馆停业 4 周。

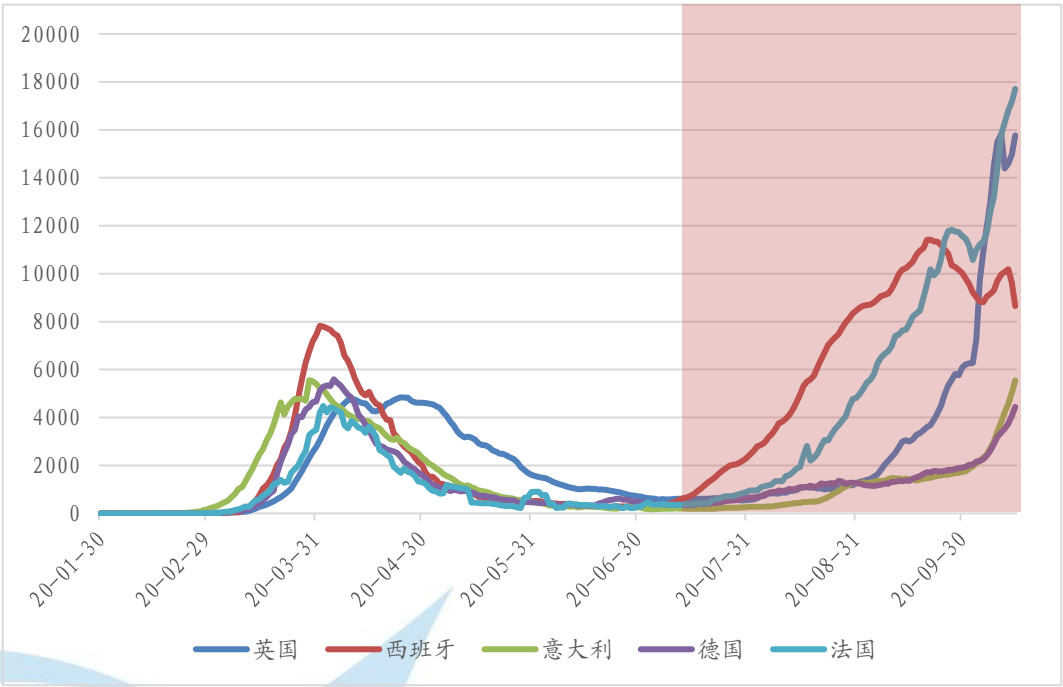
法国过去 24 小时新增确诊病例 24724 例，是 4 月 1 日约 7500 例峰值的近 3.3 倍，累计确诊病例已超 80 万例，法国总统马克龙在 14 日接受当地媒体电话采访时宣布，巴黎在内的法兰西岛大区，马赛，里昂，图卢兹等八个大城市区将从 17 日起每天晚上 9 点到次日晨间 6 点实施宵禁。

德国过去 24 小时新增 7830 例确诊病例，超过了 3 月 28 日第一波高峰的 6294 例，累计病例超 35.6 万例。德国总理默克尔于 10 月 14 日也宣布了新的措施，每 10 万人确诊超过 35 人的地区的居民将被要求戴上口罩，酒吧和餐厅被要求提早每日的闭业时间，公共集会和私人集会也被限制在 25 人和 15 人以下。

意大利过去 24 小时新增 10009 例确诊病例，也超过了 3 月 22 日 6557 例的第一波高峰，累计病例超 39 万例。意大利总理孔特于 10 月 13 日签署了新的疫情防疫法，加紧管控措施来应对新冠疫情的反弹。

西班牙过去 24 小时新增确诊病例 15186 例，累计病例超 93.6 万例。新增病例仍高于第一波疫情高峰的 7937 例，但西班牙是我们所关注统计的欧洲五国中唯一一个第二波疫情新增确诊病例 7 日移动平均值出现下降趋势的国家。西班牙加泰罗尼亚大区政府也从当地时间 15 日起，关闭了该区所有酒吧、餐馆的堂食服务。影院和剧院的最大容量也被限制在 50%以下。

图 1：英国、法国、德国、意大利和西班牙五国新增确诊病例 7 日移动平均值（人）



数据来源：WHO，Wind，中航证券研究所

表 1：英国、法国、意大利、西班牙和德国五国第一波疫情和第二波疫情防控措施对比

	第一波疫情	第二波疫情
英国	3 月 23 日发布三周“禁足令”； 禁止一切不必要外出； 禁止举行除葬礼外所有社交活动； 关闭所有出售非必需品商店； 关闭图书馆，游乐场，户外体育馆和礼拜场所。	发布三级疫情防控措施； 关闭极高风险地区利物浦市酒吧； 极高风险地区禁止室内外聚会，禁止婚宴，禁止酒吧营业； 高风险地区禁止室内聚会； 中风险地区室内外聚集人数不得超 6 人，酒吧和餐厅 21：00 至次日 5：00 宵禁； 北爱尔兰地区餐厅仅允许外卖服务，外卖及快餐店需 23：00 前结束营业，禁止组织室内体育活动。
法国	自 3 月 17 日起全面封锁； 关闭国界，限制居民活动； 关闭餐馆和非必要企业； 禁止超过 100 人的集会； 关闭学校和旅游景点。	巴黎，里昂等九个地区实施宵禁； 宵禁时间为晚上 21 时至次日 6 时，为期至少四周。
意大利	3 月 9 日执行封锁禁令； 禁止人员跨区域流动； 关闭学校、体育馆、博物馆和夜总会等场所； 全部学校停课至 4 月 3 日； 餐厅和咖啡馆营业时间 6：00-18：00，	禁止在户外或室内举办私人庆祝活动； 婚礼，宗教相关庆祝活动参加人数不得超过 30 人； 学校停止开展交流活动； 暂停非职业体育活动； 剧院电影院等室内活动人数不得超 200 人； 体育赛事观众上座率不得超过 15%；

	须保持 1 米社交距离。	暂停所有无法保证安全距离的活动; 餐饮场所零点结束营业，21：00 后禁止站立消费。
西班牙	3 月 16 日起实施封锁; 禁止居民不必要的外出; 关闭所有学校、博物馆、体育馆; 餐厅、咖啡馆仅提供外卖服务。	所有酒吧，餐馆将关闭堂食服务; 限制电影院，剧院最大容量不得超过 50%。
德国	3 月 9 日要求取消超过 1000 人的大型活动; 3 月 16 日关闭学校、儿童活动中心和大部分商店; 加强对边境管控，禁止旅游进出; 禁止两人以上聚会; 禁止在公共场所、私人场所举行大规模聚会; 餐厅禁止堂食; 暂停理发店等人机接触店铺营业; 3 月 23 日关闭所有非必要经营场所。	高风险区柏林、法兰克福等地实施宵禁，进一步收缩防疫措施; 当十万人七日新增数超 50 将采取宵禁，扩大口罩强制令适用范围和限制聚会活动规模等。

数据来源：新华社，BBC，金融时报，费加罗报，CNN，中航证券研究所整理

通过对比欧洲五国第一波疫情和第二波疫情的措施，我们可以看到，虽然新增确诊病例屡创新高，但第二波疫情的防控力度还远未达到第一波疫情时的力度。这也印证了我们在《迎接后疫情时代，重申可选消费配置价值》报告中对于自定义的“社会免疫”一观点的解释，即国家在第二波疫情当中充分吸取第一波疫情的经验和教训，使第二波疫情对经济的冲击大幅降低，而这一观点在疫情防控层面就表现为低于第一波疫情时的防控力度。

二、疫情监控指标显示医疗资源尚未挤兑

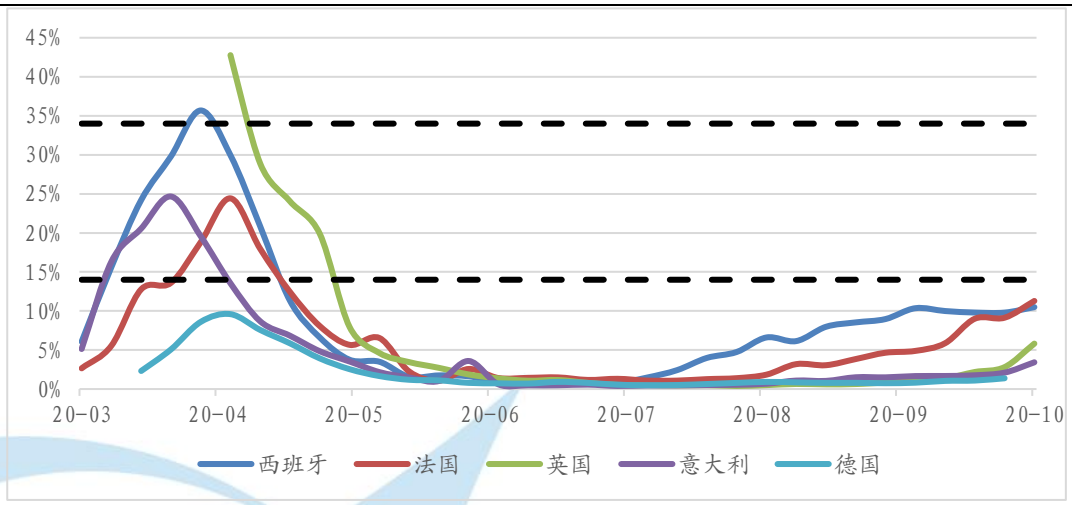
我们于 7 月 26 日发布了报告《美国疫情恶化到什么程度会导致美股下跌》，明确指出疫情对经济最重要的影响路径是疫情冲击下医疗资源挤兑，迫使政府封锁经济。只要医疗资源充足，新增人数创新高并不能阻碍经济复苏进程，新冠新增确诊也将逐渐与经济数据脱钩，而衡量医疗资源是否充足，我们设定了三个观测指标，即**当日检测阳性率、ICU 病床利用率（新冠重症患者与 ICU 床位之比）以及全部病床利用率（新冠患者住院人数与全部医院床位之比）**，借鉴此前第一波疫情期间意大利、英国和纽约的情况，我们可以清晰看到这三个指标是当局决定是否封锁经济的重要参考依据。

这次我们对西班牙、法国和英国的数据进行更新，与上篇报告 9 月 13 日的时间节点进行对比，且新添加了意大利和德国（德国仅有当日检测阳性率数据）的数据。

第一个指标，当日检测阳性率达到 14%-34%时当局会封锁地区。对于该指标的界定我们在 9 月 27 日的报告中分析过，这里不再赘述（另两个指标也不再赘述，具体分析请详见上篇报告）。西班牙 10 月 11 日的检测阳性率 10.49%与我们上篇报告中所统计的 9 月 13 日的检测阳性率基本持平。英国从 9 月 13 日的

1.39%上升到 10 月 11 日的 5.82%。法国从 9 月 13 日的 4.89%也有较大幅度上升，10 月 13 日已达 11.28%。意大利则从 7 月 5 日的 0.4%上升到 10 月 11 日的 3.43%。德国检测阳性率则相对较低，仅从 7 月 12 日的 0.48%上升到 10 月 4 日的 1.38%。**虽然各国上升势头明显，但目前五国的检测阳性率还没有达到导致政府采取封锁措施的警戒值。**

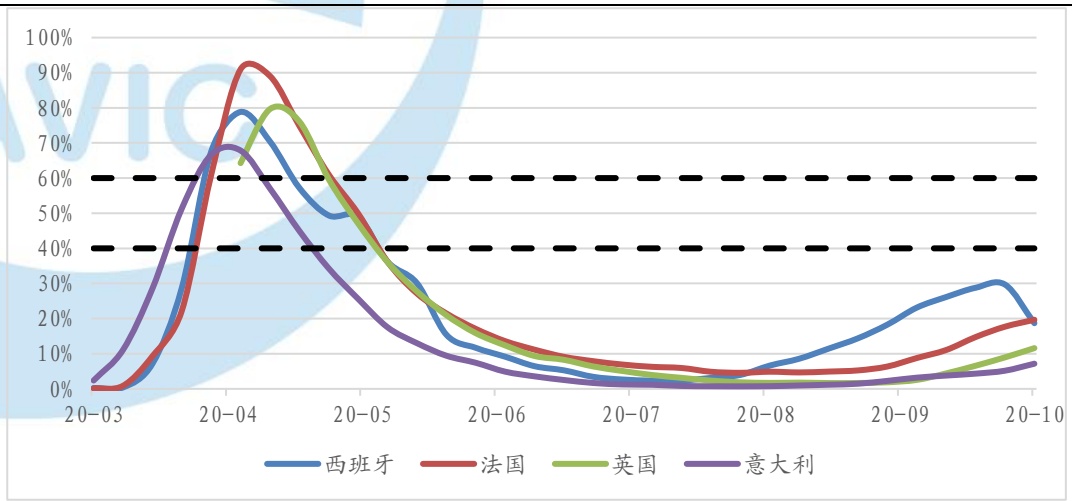
图 2：西班牙、法国、英国、意大利和德国五国当日检测阳性率（%）



数据来源：ECDC，英国政府网站，中航证券研究所

第二个指标，ICU 病床利用率达到 40%-60%时当局会封锁地区。英国、法国和意大利三国 ICU 病床利用率均在近期出现回升，法国和英国从上篇报告的 9 月 13 日的时间节点有较大提升，分别从 8.78%提升到 10 月 13 日的 19.67%，以及从 2.55%提升到 11.6%。意大利的 ICU 病床利用率也从 7 月份的低点有较大的上升。但**英法意三个国家的 ICU 病床利用率仍然还没有达到我们设置的 40%-60%警戒值。**而且西班牙的情况较 9 月 13 日的时间节点有所好转，从当时的 23.13%下降到 10 月 13 日的 18.69%。

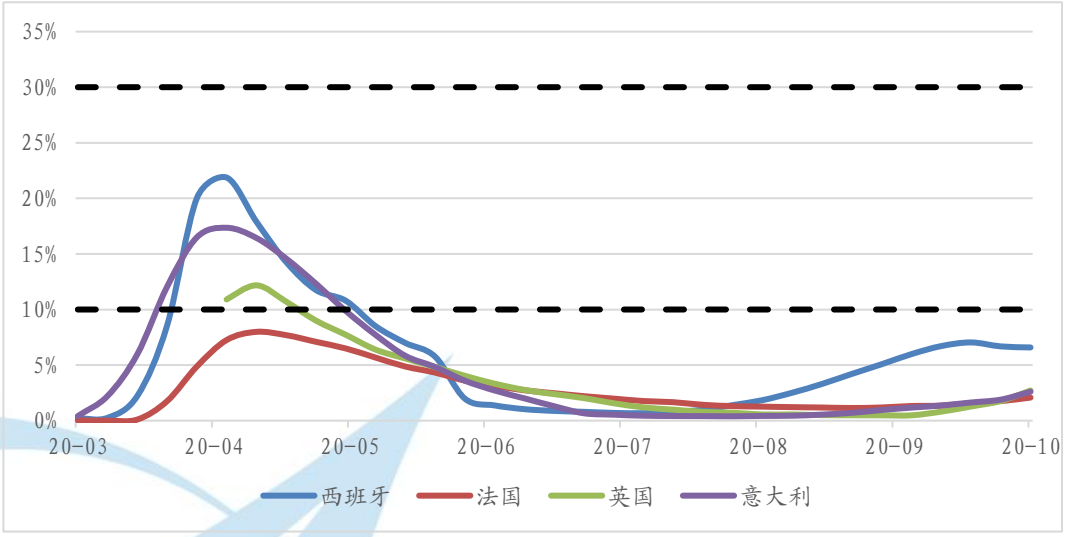
图 3：西班牙、法国、英国和意大利新冠重症患者与全部 ICU 床位之比（%）



数据来源：IHME，英国政府网站，中航证券研究所

第三个指标，全部病床利用率达到10%-30%时当局会封锁地区。法国和英国较9月13日的1.32%和0.48%均有所上升，分别在10月11日达到2.08%和2.71%。意大利从8月份0.4%的低点也上升到10月11日的2.6%。虽然西班牙的全部病床利用率较高，在10月11日到达6.59%，但能看到近期趋势已经走平。英法西意四国的全部病床利用率也均未达到我们所设定的警戒值。

图 4：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

法国、英国和意大利三国疫情再度出现恶化，但三项指标目前均还未达到我们所设定的警戒值，医疗资源仍旧尚未出现挤兑现象，加强了我们“大概率不会再次出现全国范围的停产停工现象”的判断。受限于德国未披露相关数据，我们并未得到德国的ICU病床利用率和全部病床利用率两个数据。但从德国医疗资源相对的充沛程度（我们在《欧洲疫情反弹仅延缓复苏进程，把握市场回调机会》中对比了G7+西班牙8国的医疗资源充沛程度，德国医疗资源充沛程度高于其他欧洲四国）、较低的当日检测阳性率和较低的新增确诊病例这三个指标来判断，德国医疗资源发生挤兑的概率比较低。

西班牙当日检测阳性率和全部病床利用率两个数据趋势已经走平，而ICU病床利用率则出现下降趋势，且新增确诊病例的7日移动平均值也在走低，这给予我们一个积极的信号，即作为欧洲最早爆发第二波疫情的西班牙，疫情或已趋于缓和。

综上所述，基于目前数据显示欧洲五国医疗资源还没未发生挤兑，监控的三个指标都还未达到警戒值，我们重申此次疫情恶化导致欧洲主要国家全面停产停工的可能性不大。美国时间10月16日，辉瑞表示其与德国BioNTech合作研发的新冠疫苗有望在11月的第三周在美国申请紧急授权使用，使其有望成为中国和俄罗斯外第一支获得监管机构批准的疫苗。美国已经和辉瑞签署了6亿支疫苗供应协议，英国在7月份也签署了3千万支的协议，欧盟目前正处于和辉瑞商讨2亿支的供应协议的阶段。根据纽约时报的统计，截止10月16日已经有6支疫苗获批注册（中国4支，俄罗斯2支），6支疫苗进入第三阶段临床试验。

疫苗的良好进展也使得我们强化对全球疫情高峰已过的判断，全球经济复苏的趋势没有改变，疫情的反扑可能会延缓复苏的进程但难逆转复苏的趋势。

表 2 全球疫苗进展情况（获批注册和进入第三阶段临床试验的疫苗）

阶段	研发单位	国家
获批注册	康希诺	中国
	Gamaleya Research Institute	俄罗斯
	VectorInstitute	俄罗斯
	武汉生物制品研究所	中国
	北京生物制品研究所	中国
	北京科兴生物	中国
第三阶段	Moderna	美国
	辉瑞/BioNTech	美国/德国
	强生	美国
	阿斯利康/牛津大学	英国/瑞典
	Novavax	美国
	Murdoch Children’ s Research Institute	澳大利亚

资料来源：纽约时报，中航证券研究所整理

风险提示：第二波疫情发展超出预期

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。