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
研究助理郑梓淳
证券执业证书号：S0640118110026
电话：010-59562558
邮箱：chengg@avicsec.com

欧洲疫情反弹仅延缓复苏进程，把握市场回调机会

宏观点评报告　　2020 年 9 月 27 日

摘要

- 英法西三国新冠新增持续创历史新高，投资者担忧第二轮疫情是否会中断全球经济复苏的进程。
- 7 月 24 日美国新冠新增曾达到 7.8 万人的高点，远高于五月份的第一轮高点 4.4 万人。新冠新增新高并没有从根本上影响美国经济复苏的进程。
- 只要医疗资源充足，新冠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，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（新冠患者住院人数全部医院床位之比）。
- 从我们观测的三个指标来看，英法西三个国家的医疗资源都未出现挤兑现象，大概率不会再次出现全国范围的停工停产。
- 虽然目前医疗资源还未出现挤兑现象，但法国、英国和西班牙还是与良好控制第二波疫情的美国和日本在医疗资源的充沛程度上存在差距。需要持续关注三个国家的医疗资源利用情况。
- 我们维持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很难逆转复苏的趋势。在全球央行宽松、疫苗预期强劲等的情况下，把握市场回调机会。

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

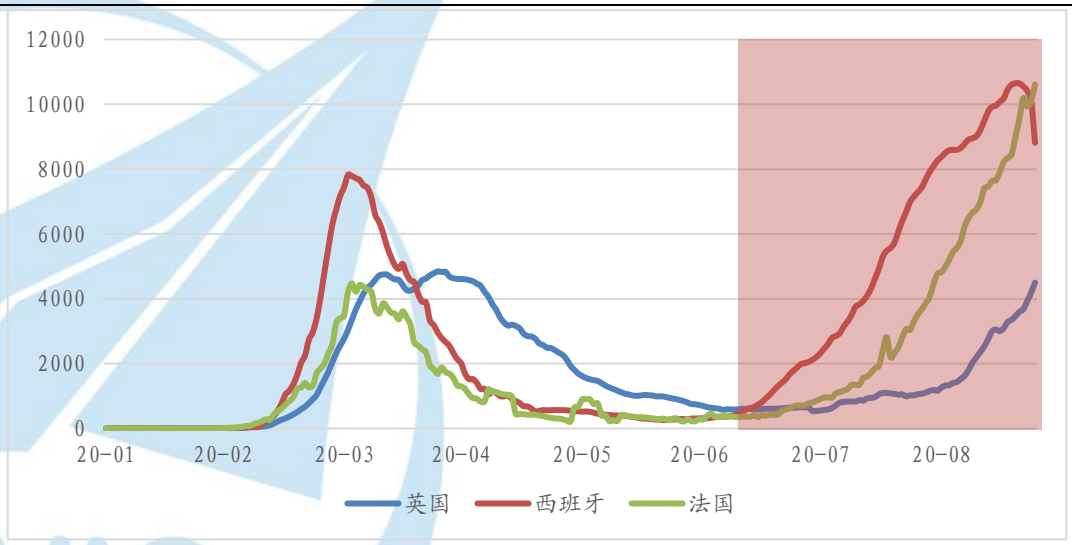
联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

一、欧洲疫情反弹

随着开学开工的推进，欧洲各地新冠新增出现大幅反弹，新增病例数不断创新高。与此同时全球股票市场波动加大，令投资者担忧第二轮疫情是否会中断全球经济复苏的进程。

世界卫生组织数据显示，截至欧洲中部时间 9 月 26 日，过去 24 小时法国新增确诊病例 15613 例，已经远远超过第一波疫情期间 4 月 1 日约 7500 例的新增高峰，并且已是近 7 天内第 5 次超过 1 万例，累计确诊病例数已达 48.98 万。法国总理警告国民，由于新冠病毒疫情局势再次恶化，不排除再次实施全面防疫限制措施的可能性；西班牙过去 24 小时新增 12272 例确诊病例，超过第一波疫情最高的 9222 例新增病例，累计确诊病例已近 71.65 万例，居西欧之首；其中，马德里大区疫情反弹严重。马德里大区政府 9 月 23 日宣布，马德里大区将请求西班牙政府批准聘用 300 名非欧盟医护人员以面对第二波疫情，同时马德里大区将正式向中央政府请求军事和后勤上的援助，以支持野战医院的建设并对居民进行大规模的快速检测；英国方面，新增病例也在大幅增长，过去 24 小时新增达 6873 例，也已经超过 4 月 24 日的 5487 例的新增高峰，累计病例达 42.32 万例，基于此，英国政府对社交聚会实施了新的限制。

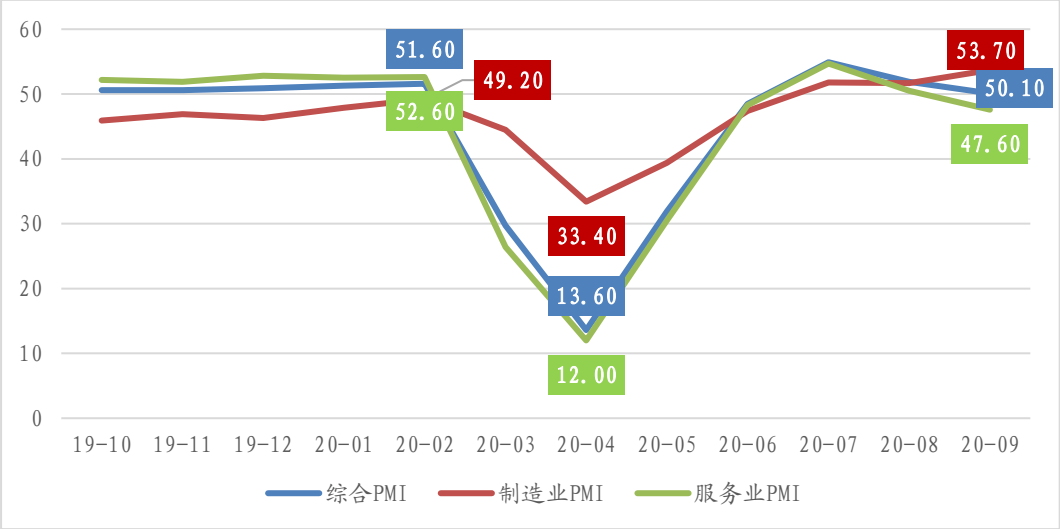
图 1：法国、西班牙和英国新增确诊病例 7 日移动平均值（人）



数据来源：WHO，Wind，中航证券研究所

9 月 23 日发布的 MarkitPMI 数据反映出欧洲第二波疫情对经济复苏造成了拖累，欧元区综合 PMI 从 8 月份的 51.9 降至 50.1，服务业 PMI 更是降至荣枯线以下，仅制造业 PMI 表现亮眼，继续处于回升的态势。

图 2：受欧洲疫情影响，9 月份欧元区 Markit 综合 PMI 和服务业 PMI 均较 8 月份有所下降



数据来源：Wind，中航证券研究所

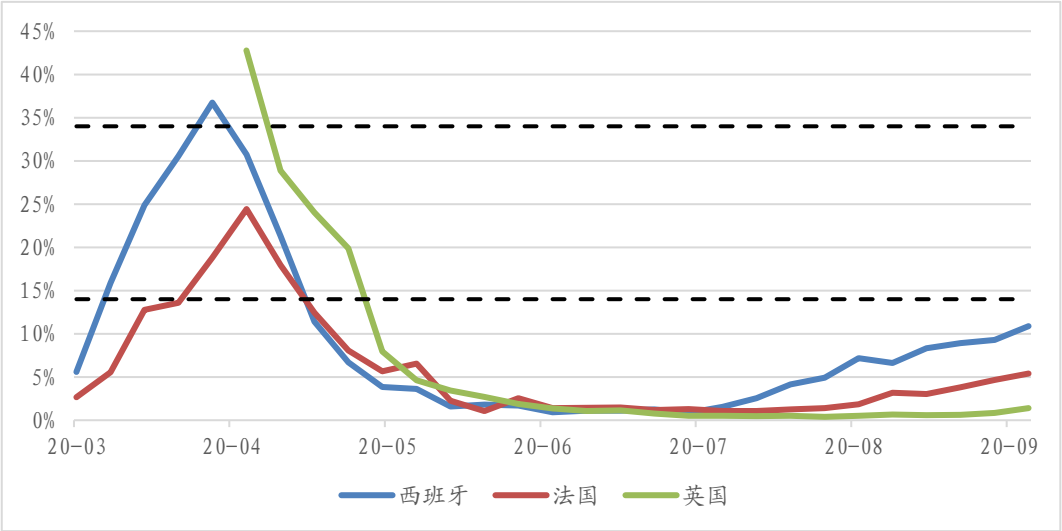
二、疫情监控指标显示医疗资源尚未挤兑

7 月 24 日美国新冠新增曾达到 7.8 万人的高点，远高于五月份的第一轮高点 4.4 万人。在市场担忧美国可能重新进入封锁，经济复苏停滞，导致股市调整时，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。

第一个指标，当日检测阳性率达到 14%-34%时当局会封锁地区。在第一波疫情爆发期间意大利 3 月 10 日进入封锁状态，当日检测阳性率为 14%。英国 3 月 23 日进入封锁状态，当日检测阳性率为 30%。纽约 3 月 23 日进入封锁状态，当日检测阳性率为 34%。当日检测阳性率处于持续攀升状态，意味着实际感染人数大于确诊人数，对未来医疗资源的占用非常大。

法国在 8 月 2 日检测阳性率仅为 1.39%，9 月 13 日的数据检测阳性率已经达到 5.40%。西班牙的检测阳性率也从 7 月初的 1-2%水平上升到 9 月 13 日的 10.89%。英国虽然目前检测阳性率不高，但也从 9 月初的不到 1%，上升到 9 月 13 日的 1.4%。**虽然上升势头明显，但目前法国、西班牙和英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 3：西班牙、法国和英国三国当日检测阳性率（%）

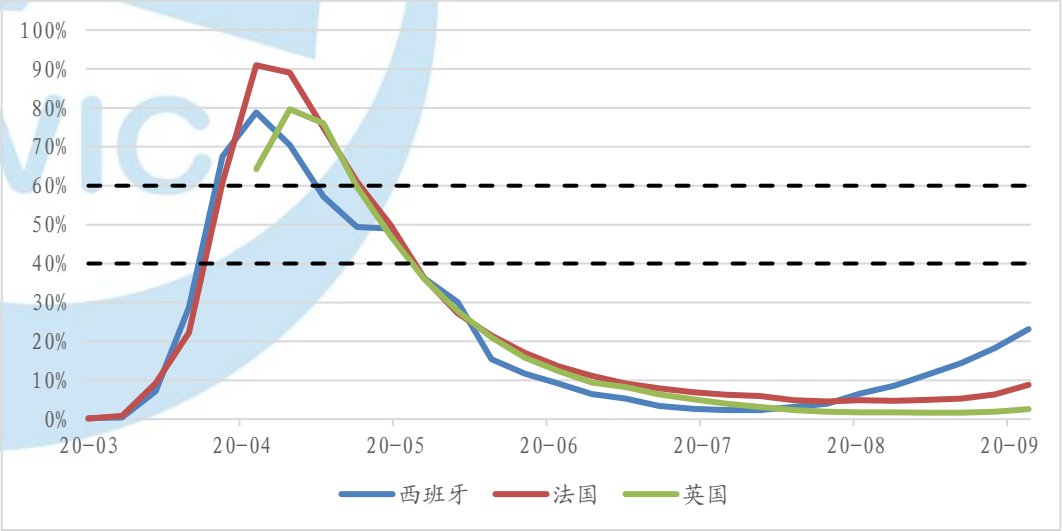


数据来源：ECDC，英国政府网站，中航证券研究所

第二个指标，ICU 病床利用率达到 40%-60%时当局会封锁地区。参考第一次疫情爆发期间，西班牙于 3 月 30 日封锁，当时该比例达到 67%；法国于 3 月 17 日封锁，当时该比例在当周达到 22%；英国 3 月 26 日正式封锁，缺乏相关数据，但 4 月 1 日的数据显示，该比例达 44.1%。

英法西三国 ICU 病床利用率均在近期出现回升。9 月 13 日的数据显示，英国虽然回升幅度不明显，但也较 8 月份的 1.65%提升了 0.9 个百分点到 2.55%。法国 ICU 病床利用率指标由 4-5%的水平升至 8.78%。西班牙的情况更为严峻，ICU 病床利用率从 7 月 2-4%的水平猛增到 9 月 13 日的 23.13%。**英法西三个国家的 ICU 病床利用率还没有达到我们设置的 40%-60%警戒值。**

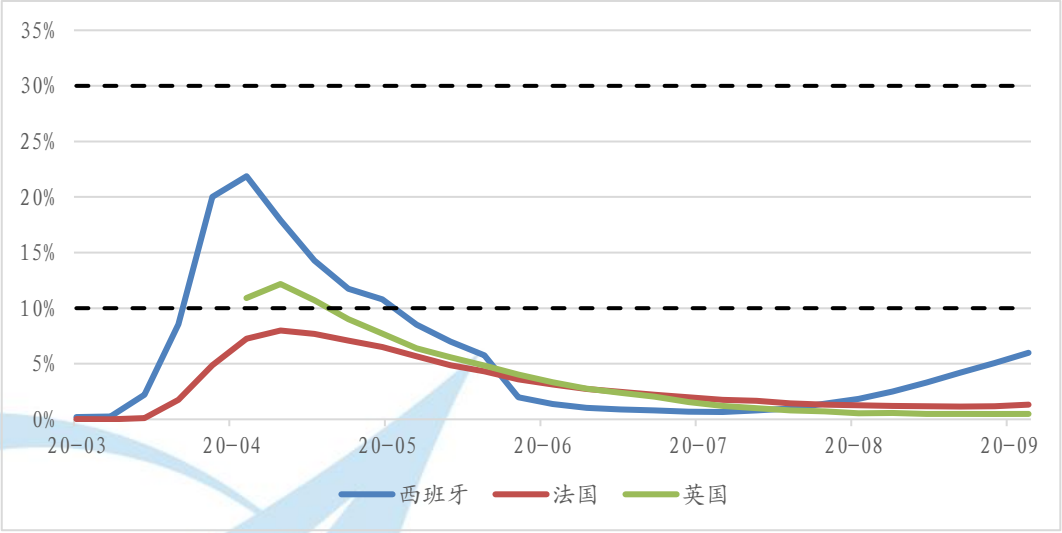
图 4：西班牙、法国和英国三国新冠重症患者与全部 ICU 床位之比（%）



数据来源：IHME，英国政府官网，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。法国情况较为稳定，维持在 1%-2%的低水平，没有出现大幅度的增长，且远低于 4 月份 7%以上的水平。西班牙的该项数据则从 7 月低于 1%的水平上升到 9 月 13 日的 5.99%。而英国该项数据则在第一波疫情后一直降低，截止 9 月 13 日，该数据为 0.48%，远低于高峰时期的 10%左右。

图 5：西班牙、法国和英国三国新冠患者住院人数与全部医院床位之比（%）



数据来源：IHME，英国政府官网，中航证券研究所

法国、西班牙和英国近期疫情均出现恶化，但从我们观测的三个指标来看，三个国家的医疗资源都未出现挤兑现象，大概率不会再次出现全国范围的停工停产。

三、工业国医疗资源对比

虽然目前医疗资源还未出现挤兑现象，但法国、英国和西班牙还是与良好控制第二波疫情的美国和日本在医疗资源的充沛程度上存在差距。我们根据每千人医生数（权重 40%）、每千人医院病床数（权重 40%）和每 10 万人 ICU 病床数（权重 20%，原因是各国 ICU 数据源存在多样性，口径统一性较低，所以给予低权重以降低影响）三个指标的加权平均值进行排序，可以发现美国和日本在 G7 加西班牙八国中排名前两位，而法国、英国和西班牙排名靠后。

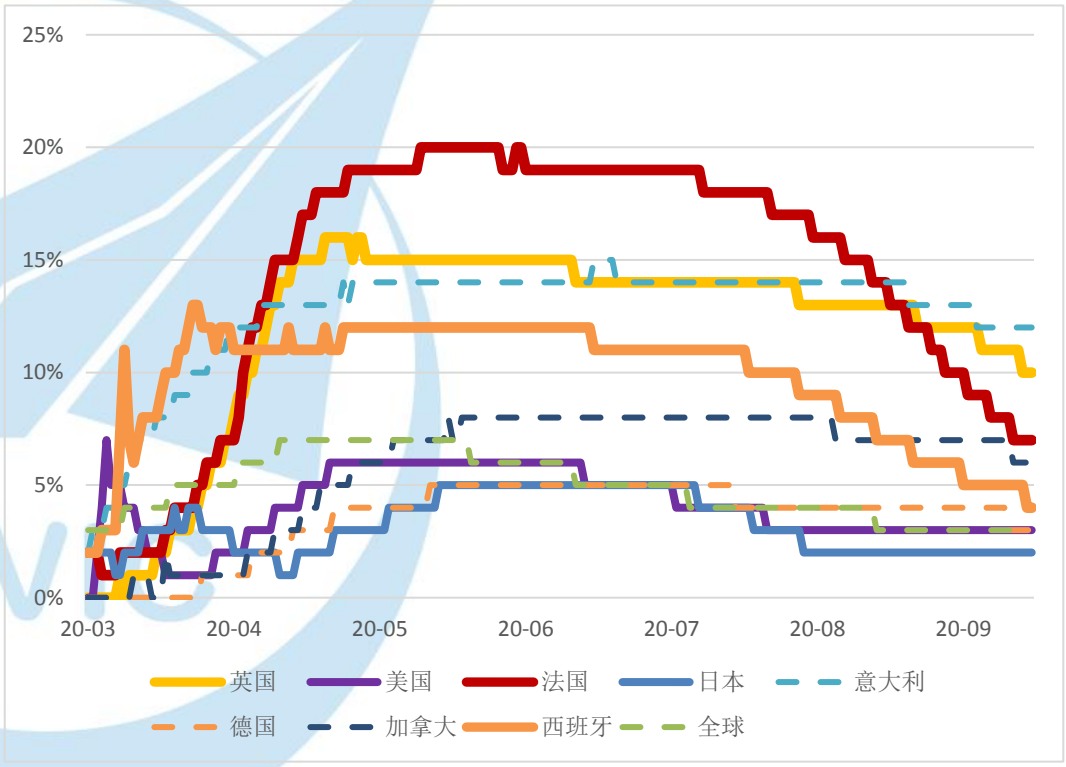
法、英、西三国的医疗资源充沛程度也与其死亡率负相关，相对较低的医疗充沛程度反映出较高的新冠病毒患者死亡率。从图 6 可以看出，三国的死亡率在第一波疫情期间处于一个较高的水平，处于 10%-20%的区间，而同时期美国和日本的死亡率仅处于 0%-5%的区间，说明英、法、西三国医疗体系运行效果和公共卫生应急能力远不如美国和日本。这是我们需要警惕的风险点。

表：G7+西班牙医疗资源充沛程度

	每千人医生数（人）	每千人医院病床数（张）	每 10 万人 ICU 病床数（张）
美国	2.60	10.50	38.70
日本	2.40	12.98	13.50
加拿大	2.60	2.52	29.43
德国	4.20	8.00	8.88
法国	3.30	5.91	11.60
意大利	4.00	3.14	9.70
英国	2.80	2.46	12.50
西班牙	3.90	2.97	6.60

数据来源：世界银行，OECD，Society of Critical Care Medicine，AHA，日本厚生劳动省医政局，DIVI，《Critical care capacity in Canada: results of a national cross-sectional study》，《The variability of critical care bed numbers in Europe》，中航证券研究所

图 6：G7+西班牙八国新冠病毒死亡率对比（%）



数据来源：Wind，中航证券研究所

综合而言，我们认为疫情在欧洲的二次爆发虽然引起了股市的下跌，但是目前数据显示此次疫情反弹的国家医疗资源没有受到挤兑，我们监控的三个指标都没有达到警戒值，疫情恶化导致全面停工停产的可能性不大。参考美国新冠新增第二波顶峰新增病例创下新高，而美股却没有下跌，根本原因就是美国医疗

资源没有发生挤兑，疫情的反弹不足以逆转经济复苏的趋势。欧洲各国疫情的反弹导致全面停工停产的概率不大。各个国家在第二波疫情当中会充分吸取第一波疫情的经验教训，使第二波疫情对经济的影响大幅降低。同时，多国正在研制的疫苗研发工作进行顺利，多支疫苗临床试验结果令人鼓舞，预计未来疫苗的成功研发将进一步减轻第二波疫情对于经济的冲击。我们维持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很难逆转复苏的趋势。在全球央行宽松、疫苗预期强劲等的情况下，把握市场回调机会。

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。