新冠疫情下欧洲市场的风险和预期差

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

————他山之石·海外精译第 226 期

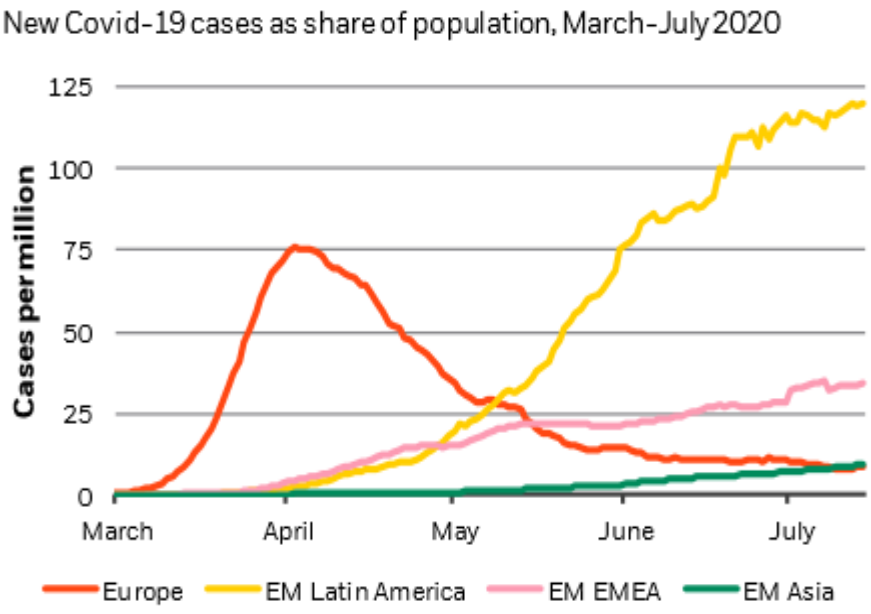
❖ **背景：新冠疫情使今年一季度欧洲股市受到较大幅度的冲击。**

在今年一季度欧洲股市受到较大幅度的冲击之后，二季度出现了较为明显的反弹。为了解外资机构对新冠疫情下欧洲股市吸引力和风险的看法，我们编译整理了 Blackrock 的 Mike Pyle、Elga Bartsch、Scott Thiel 和 Beata Harasim 以及 Schroders 的 Simon Corcoran 和 Sean Markowicz（分别发表于 2020 年 7 月 20 日和 7 月 24 日）的观点，供市场参考和交流。

❖ **现阶段影响欧洲股市的重要因素**

Blackrock 的 Mike Pyle、Elga Bartsch、Scott Thiel 和 Beata Harasim 认为欧洲股市为全球差异化经济重启中较为有吸引力的区域敞口。欧洲拥有强大的卫生基础设施以及财政刺激性政策的支撑。因此，它也许比传统的经济增长中的受益者（一部分新兴市场）能提供更好的风险回报。

图 1： 2020 年 3 月-7 月新冠病例占总人口的比例



资料来源：Blackrock，川财证券研究所

经济活动重启的速度有时取决于国家在重启时成功抑制病毒的速度。这使欧洲在与一些新兴市场国家相比更有优势。一些新兴市场国家的公共卫生系统不够健全，疫情发展还未到达峰值。拉丁美洲的感染率在经历了最初的平缓发展后迅速上升，而在欧洲欠发达地区、中东和非洲（EMEA）以及南亚的感染率也在逐步上升。与之相对的，欧洲发达地区的感染率自 4 月达到峰值出现一定好转。当然，新兴市场国家之间是有差异的。病毒的爆发和抵御能力在这些国家之间差异巨大。例如，一些东亚经济体似乎已经控制住了疫情，并拥有相对稳健的资产负债表和抵御经济下滑的政策空间。

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 他山之石

报告时间 | 2020/07/31

分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

王一棠
证书编号：S1100118050005
wangyitang@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

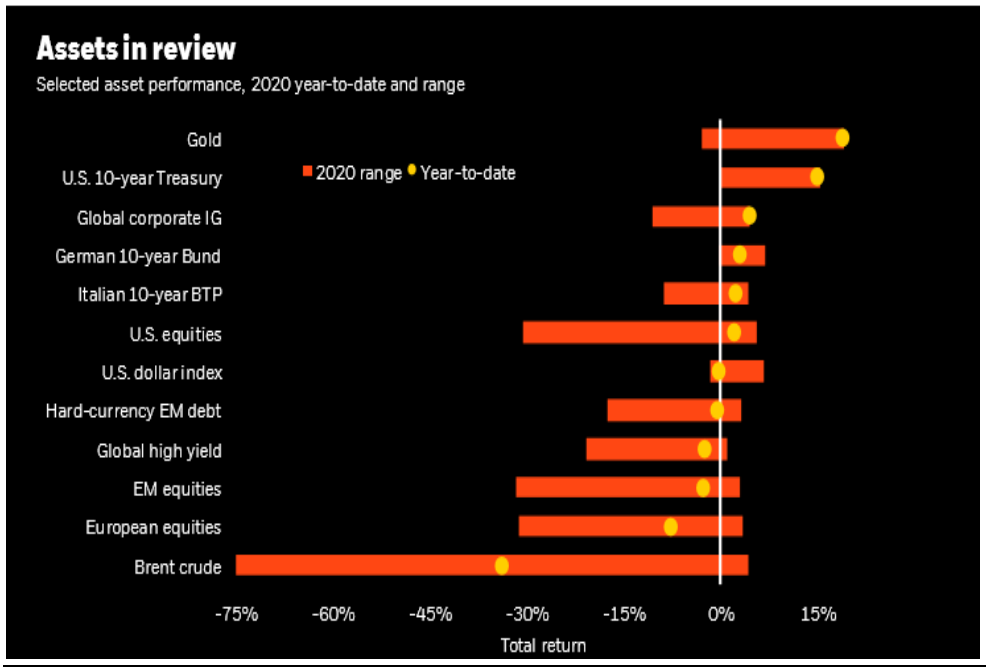
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

欧洲的卫生能力和遏制措施为该地区的经济复苏奠定了良好的基础。欧洲企业也高度重视全球贸易的改善和中国经济的复苏。一些新兴经济体也可能从中受益，而专注于科技的亚洲国家正显示出贸易复苏的早期迹象。一些政治不确定性对新兴市场、欧洲和日本股市的情绪带来风险。然而，与俄罗斯和巴西等严重依赖大宗商品和自然资源的新兴经济体相比，欧洲更不容易受到大宗商品价格的过多影响。重要的是，欧洲为缓解疫情冲击而提供的货币和财政支持要比一些新兴经济体和日本更为强劲，并且有足够的空间和需求来刺激经济。在经历了最初缓慢的起步之后，欧元区已经加强了政策支撑。欧洲央行已明确表示，它随时准备增加更多的货币刺激措施。相比之下，有一些新兴市场国家的政策空间要有限得多，因为一些相对经济落后的新兴市场国家为了应对更多的财政或货币刺激而冒着利率飙升和货币贬值的风险。另一方面，欧洲市场也存在着一些挑战。疫情发展趋势难以预测并可能带来意外风险，包括病毒在欧洲的二次爆发。此外，如果美元兑新兴市场货币出现贬值，或者全球经济增长回升幅度远超预期，新兴市场股票的表现可能会进一步超过欧洲。

❖ 对比欧洲而言，美国的局势更加复杂

Blackrock 的 Mike Pyle、Elga Bartsch、Scott Thiel 和 Beata Harasim 还认对比欧洲而言，美国的局势更加复杂。之前许多发达经济体逐步放松遏制疫情传播的措施，并在 6 月增加了经济活动和就业，这些一度提振了风险资产的走势，也使美国在阳光地带（美国南部）多州的疫情感染率重新抬头，财政刺激政策可能会逐渐减弱，成为主要的市场风险。随着额外的失业救济和小企业支持即将到期，美国国会正走向财政“悬崖”，各州面临巨大的预算短缺。

图 2： 2020 年初至 7 月重要资产的表现和范围

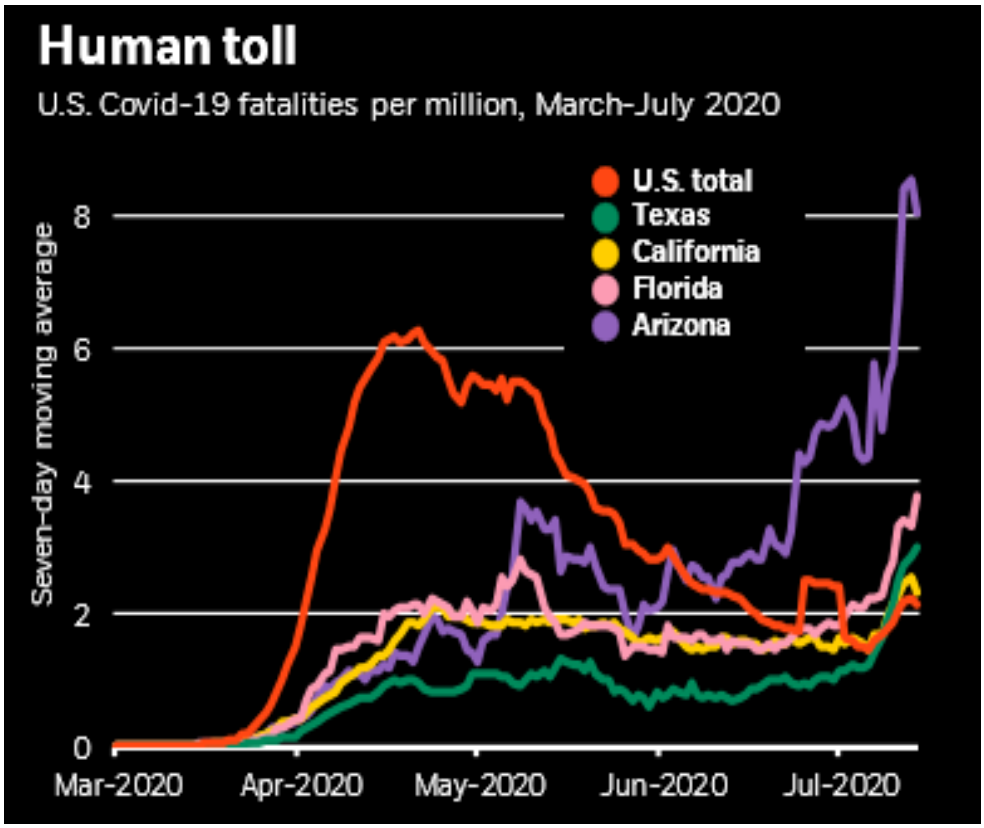


资料来源：Blackrock，川财证券研究所

注：统计时间数据截至 2020 年 7 月 20 日。

Blackrock 的 Mike Pyle、Elga Bartsch、Scott Thiel 和 Beata Harasim 指出美国疫情的死亡人数再次上升主要是由于美国南部的几个州疫情激增造成的，这些州的新增死亡人数已经超过了之前的峰值。这表明经济重启可能会被中断。加州、德克萨斯州和佛罗里达州等大州已经出台了新的保持距离的措施，或是重新收紧了先前已经放松的限制措施。一个很重要的点是，消费者也可以自行改变他们的行为，而这比政府的措施对经济活动的影响更大。各种高频数据的回升要么减速，要么停滞不前——而且通常是在没有新的政府限制的情况下。这包括消费者在餐馆、服装店和百货公司的消费；还包括机票销售、酒店预订等。这些趋势也反映在移动大数据上，该数据自 7 月初以来呈下降趋势。市场面临的关键问题将是这种情况将对未来几个月的经济活动产生何种影响。Schroders 的 Simon Corcoran 认为相比之下，美国一些州面临新的封锁措施，同时还有今年秋季总统大选的不确定性，而欧洲则不存在这些问题。同时，与美国相比，欧洲股市的估值仍然具有吸引力。截至今年 6 月底，欧洲（不包括英国）经周期调整后的市盈率为 18.2 倍，英国为 12.7 倍，而美国为 27.7 倍。

图 3： 美国新冠疫情死亡人数



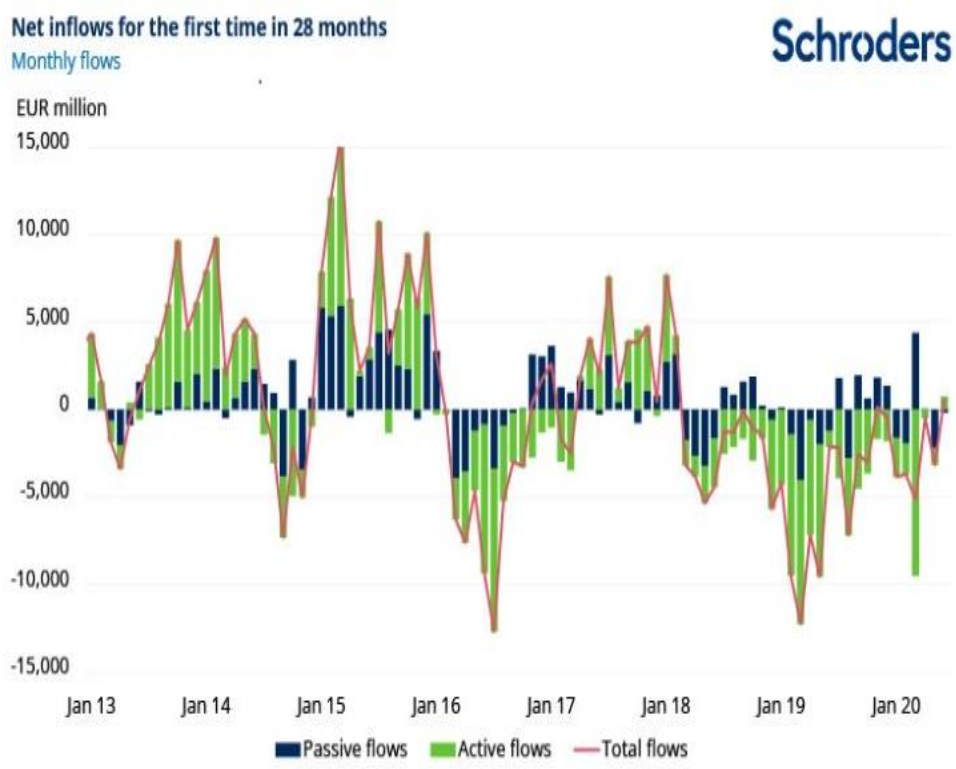
资料来源：Blackrock，川财证券研究所

❖ 欧洲市场的吸引力和风险

Schroders 的 Sean Markowicz 认为英国和欧洲市场受到适度盈利增长和股息的双重推动。然而，市场未能在估值上反映出这些基本面的支撑，估值已经暴跌。过去五年来，对英国脱欧的担忧、中美贸易摩擦和新冠疫情都是导致其下降的原因。Schroders 的 Simon Corcoran 认为这几年对泛欧股市来说是艰难的，包

括英国脱欧在内的政治担忧和疲弱的经济增长，意味着许多投资者回避了这一资产类别；相反，股票投资者更青睐美股市场。不过，有初步迹象表明，投资者对欧洲重新产生了兴趣。今年 6 月，有境外正向资金流入积极管理的欧洲股市。这是这种资产类别中的投资基金连续 28 个月流出之后首次的流入。

图 4： 28 个月来欧洲市场首次出现外资净流入



资料来源：Schroders，川财证券研究所

Schroders 的 Simon Corcoran 认为激起投资者的兴趣的因素存在以下几个方面。首先，欧洲在控制新冠疫情方面相对成功。虽然一些国家——尤其是意大利——在疫情发生后的最初几个月受到严重影响，但政府采取的严格封锁措施成功地减缓了病毒的传播速度。包括国际旅游在内的经济活动已经在许多国家重启了。或许更重要的是，欧盟的应对措施帮助人们建立了信心。各个国家支持家庭和企业的方式多有不同，但 7500 亿欧元的欧盟复苏基金是一个重要突破。欧盟委员会将在资本市场上举债，并向因 Covid-19 而在经济上受到削弱的成员国提供 3900 亿欧元的援助计划。复苏基金被首次提出时，其规模之大对市场起到了提振作用。尽管经过了漫长的谈判，欧洲当局现在已经达成一致的这一事实表明，欧洲当局有能力作出可信的和协调一致的应对手段。这是积极的举动，可能令一些观察人士和资产配置者感到惊讶。显然，前景并不明朗，尤其是关于疫情未来的发展情况。聚集性病例不断出现，不能排除第二次大规模爆发的可能性。不过，欧洲目前为止对疫情的应对措施可能是吸引投资者投资该地区股市的一个因素，无论是在遏制还是在对复苏基金采取集体行动方面。

风险提示

美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，全球经济增长不及预期，全球范围内黑天鹅事件。

本期报告编译自了 Blackrock 的 Mike Pyle、Elga Bartsch、Scott Thiel 和 Beata Harasim 以及 Schroders 的 Simon Corcoran 和 Sean Markowicz 发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399