中航证券金融研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
分析师　符旸
证券执业证书号：　S0640514070001
电话：　010-59562469
邮箱：　fuyyjs@avicsec.com

美国疫情恶化到什么程度会导致美股下跌

A 股策略分析报告　　2020 年 7 月 25 日

核心观点

- 中美摩擦是一个风险点，美国疫情的恶化同样是一个风险点。
- 新冠新增和初请失业金人数见顶的情况下经济复苏叠加货币放水催生美股走牛。
- 美国新冠新增第一波顶峰与**初请失业金人数**顶峰基本重合，是经济的重要领先指标。
- 美国新冠新增第二波顶峰创新高，但美股并没有下跌。其原因是美国医疗资源仍然没有发生挤兑，疫情发展还没有能够扭转美国总体的复工复产趋势。虽然新冠新增创新高，但初请失业金人数保持下滑态势，**高频领先指标仍在恢复**。
- 关于美国疫情是否会导致美国经济复苏的中断，需要关注**当日检测阳性率（警戒值 14%-34%）、ICU 病床利用率（警戒值 70%-80%）和病床利用率(警戒值 15%-30%)**。一旦超过警戒值，美股的上升趋势可能将受到破坏。

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布　证券研究报告

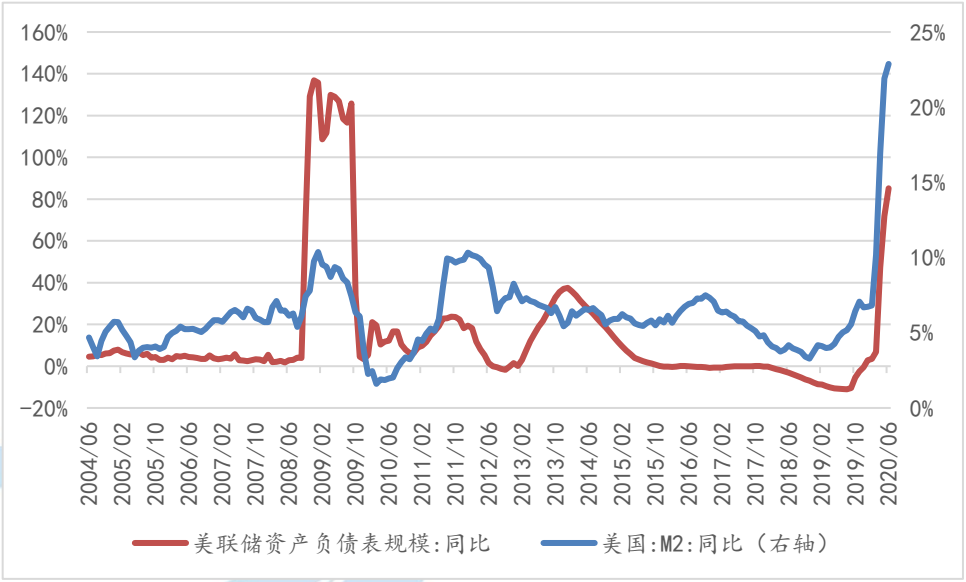
请务必阅读正文后的免责条款部分

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

目前中美摩擦是市场关注的核心风险点。我们提示美国疫情可能的恶化也是一个必要的监测方向。

一般市场走牛的必要条件是货币的超发和盈利的见底。这一规律在各国市场都有所体现。三月以来美股的牛市正是 QE 重启下货币的超发和复工复产下经济的见底复苏所造就的。

图 1：美国重启 QE 货币超发

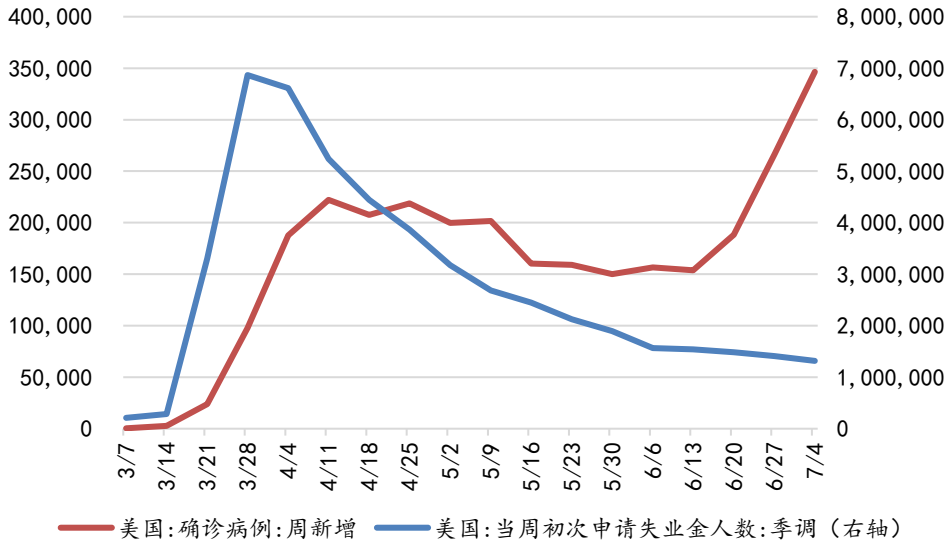


资料来源：Wind，中航证券金融研究所

一季度美国新冠疫情新增顶峰是美股的最佳买点。其内在逻辑为：初请失业金人数顶峰是美国经济一阶导由负转正的临界点，而美国新冠新增顶峰与初请失业金人数顶峰基本重合。新冠新增见顶时触发市场走牛的货币超发与经济见底同时得到了满足。

目前美国新冠新增已经创出新高，但美股并没有下跌。其原因是美国医疗资源仍然没有发生挤兑的情况，新冠新增创新高还没有能够扭转美国总体的复工复产趋势。对应到经济数据层面，我们可以看到虽然新冠新增创新高，但初请失业金人数保持下滑态势。

图 2：疫情第二波上升没有影响到失业率（单位：人）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

美国疫情的二次爆发暂时也没有影响到高频领先指标的恢复趋势。

图 3：高频领先指标仍在恢复

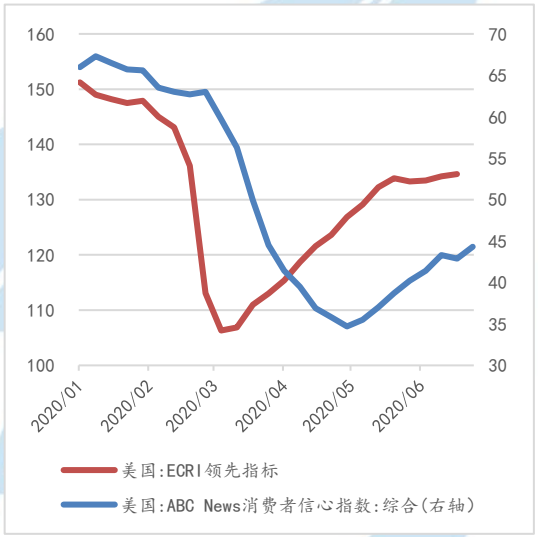
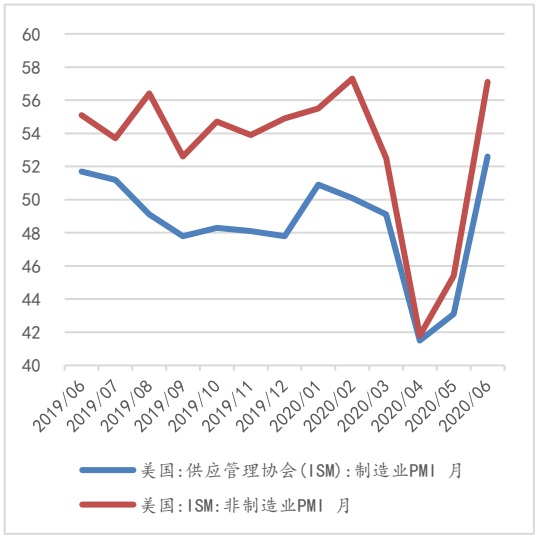


图 4：PMI 仍在恢复



资料来源：Wind，中航证券金融研究所

我们认为衡量美国新冠疫情是否会影响到复工复产，可以参考三个数据，当日检测阳性率、ICU 病床利用率和病床利用率。借鉴意大利、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。意大利 3 月 10 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。

图 5：意大利当日检测阳性率

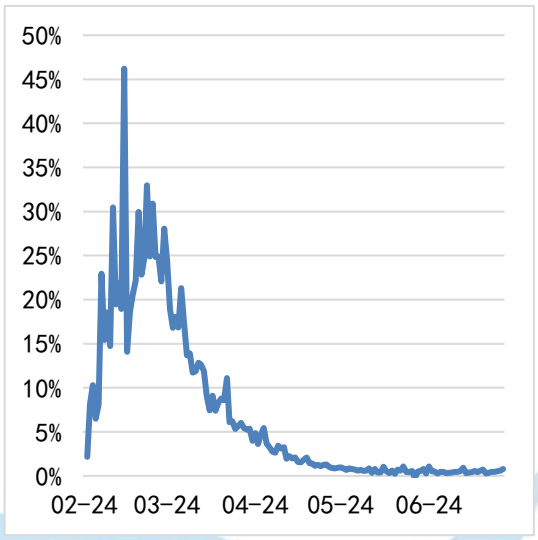
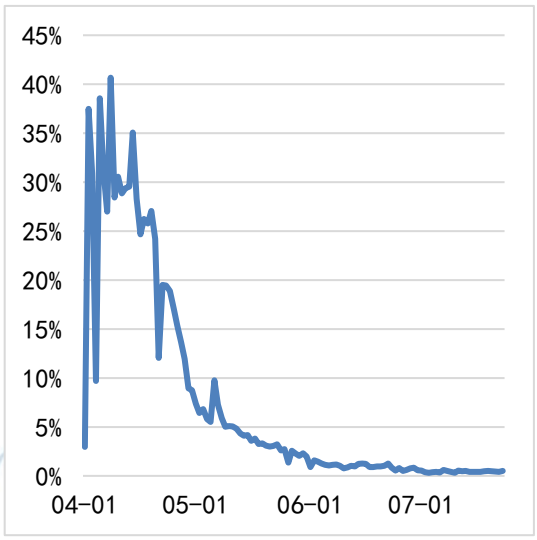
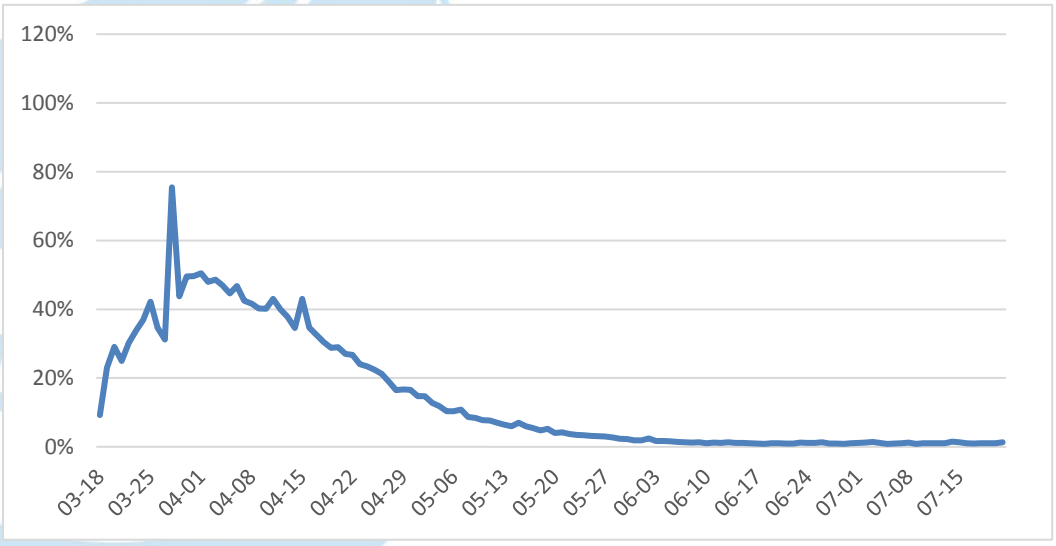


图 6：英国当日检测阳性率



资料来源：意大利民事保护部，英国 GOV.UK，中航证券金融研究所

图 7：纽约当日检测阳性率

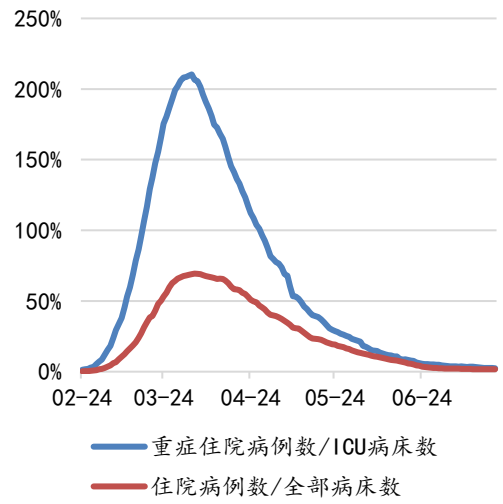


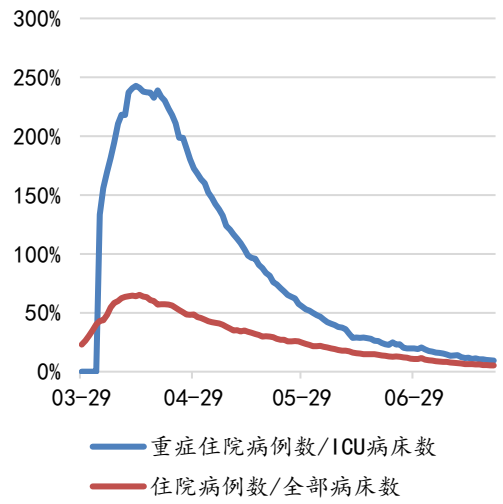
资料来源：美国疾控中心，中航证券金融研究所

第二个指标，ICU 病床利用率达到 70-80%时当局会封锁地区。意大利、英国和纽约进入封锁时的指标分别为 45%、80%、75%。进入封锁之后意大利和英国的 ICU 病床利用率都达到过 200%以上的超负荷状态。

第三个指标，全部病床利用率达到 15%-30%时当局会封锁地区。

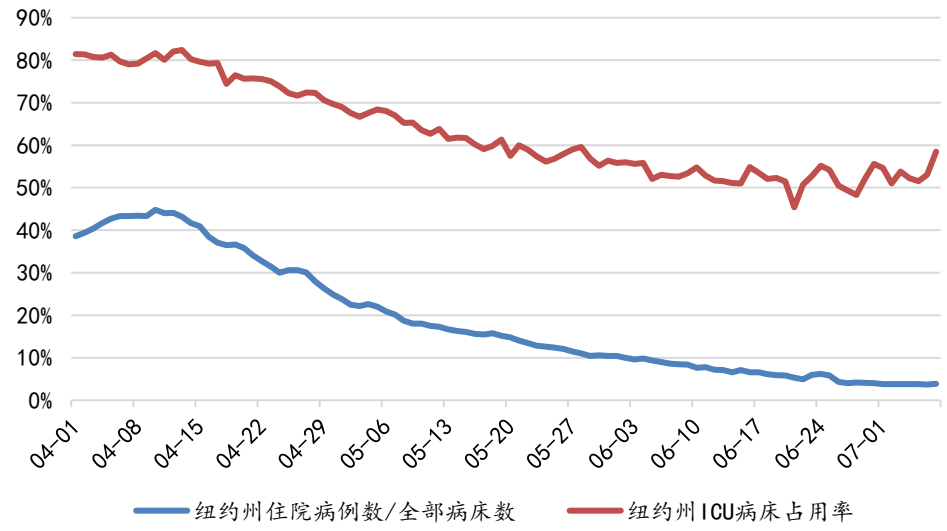
图 8：意大利 ICU 病床和全部病床利用率　图 9：英国 ICU 病床和全部病床利用率





资料来源：意大利民事保护部，英国 NHS，中航证券金融研究所

图 10：纽约 ICU 病床和全部病床利用率



资料来源：美国疾控中心，中航证券金融研究所

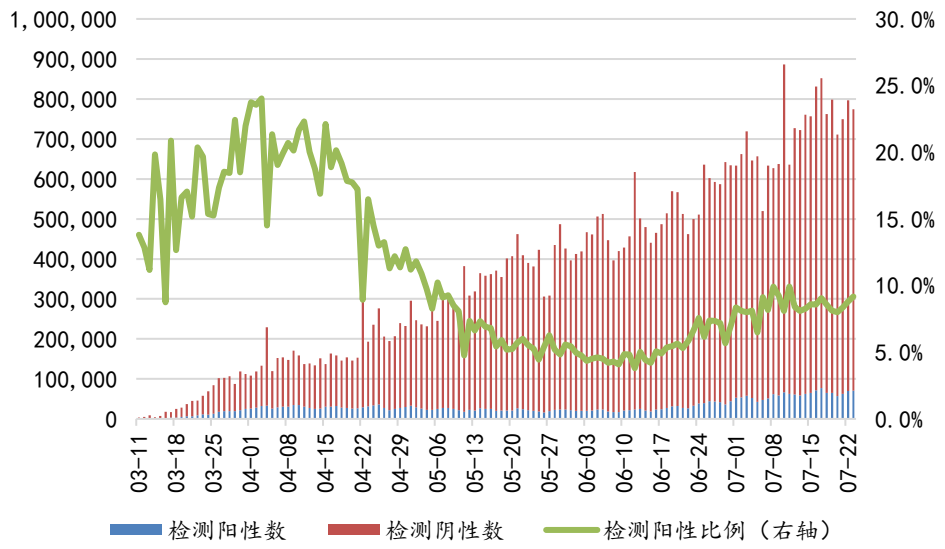
分析美国疫情的严重程度，我们认为当日检测阳性率、ICU 病床利用率和全部病床利用率这三个数据比新冠新增的数据更加有意义。**当下美国的这三个数据还没有达到危及复工复产的水平。**

此次反弹从各州疫情分布结构上来看，这一波反弹呈现“多中心”的特点，主要体现在南部佛罗里达、得克萨斯及西部加利福尼亚、亚利桑那病例数激增，而此前在 3、4 月爆发期处于震中的东北部纽约、新泽西并未明显恶化。我们还观察到，此次疫情反弹中处于震中的各州复工时并未出现新增确诊的

趋势性下行，就州别疫情数据来看，6 月疫情实际上是 3、4 月的进一步延续，只不过规模与斜率显著增大。尽管疫情数据绝对数值已经超过 3 月末 4 月初的前期高点，但全国范围重回经济封锁极端情形的概率较小，加之部分州有了成功应对疫情的经验，目前负面影响更多在局部重点地区。

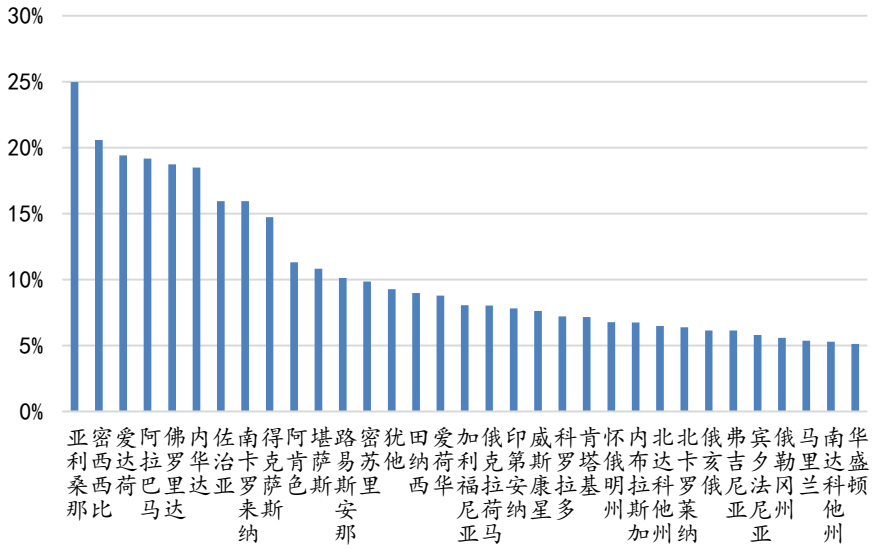
检测阳性比例依然远低于 4 月初时期。美国 7 月 23 日新增确诊突破 7.8 万人，最新检测阳性比例反弹至 9.2%，逼近上周创出的 9.9%高位。但平滑后的阳性比例有见顶迹象，且远低于 4 月初的超 20%的水平。分地区来看，据约翰霍普金斯大学 7 月 23 日统计，美国亚利桑那（25%）等 12 个州检测阳性比例高于 10%的重启经济的最高要求，34 个州阳性比例高于 5%的警戒水平，其中密西西比（21%）、亚拉巴马（19%）州等南部地区上周阳性比例上升较快，但上述各州依然远远低于纽约州 4 月初约 40%-50%的阳性比例水平。

图 11：6 月以来美国每日新增检测数量与阳性率均有提升



资料来源：约翰霍普金斯大学，中航证券金融研究所

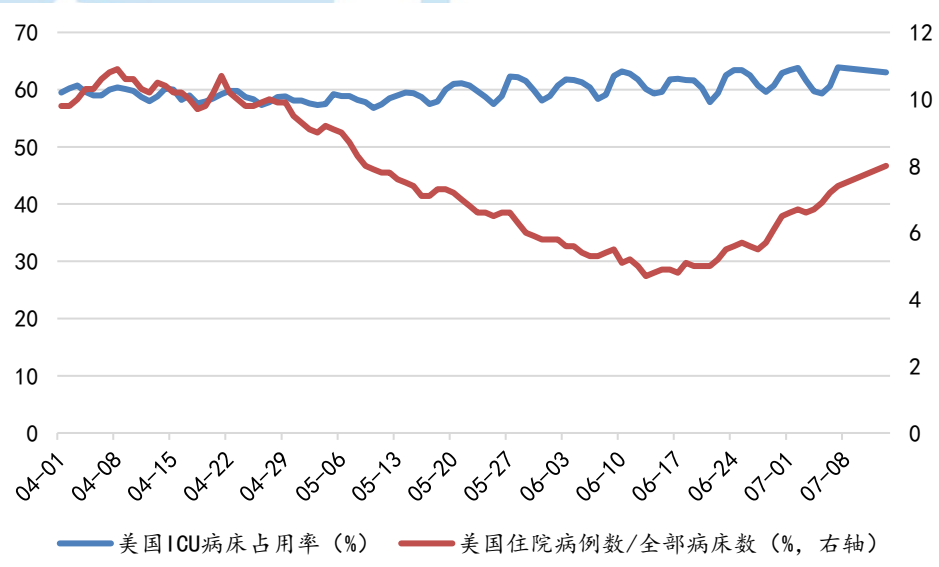
图 12：美国各州检测阳性比例七日平均（截至 7 月 23 日）



资料来源：约翰霍普金斯大学，中航证券金融研究所

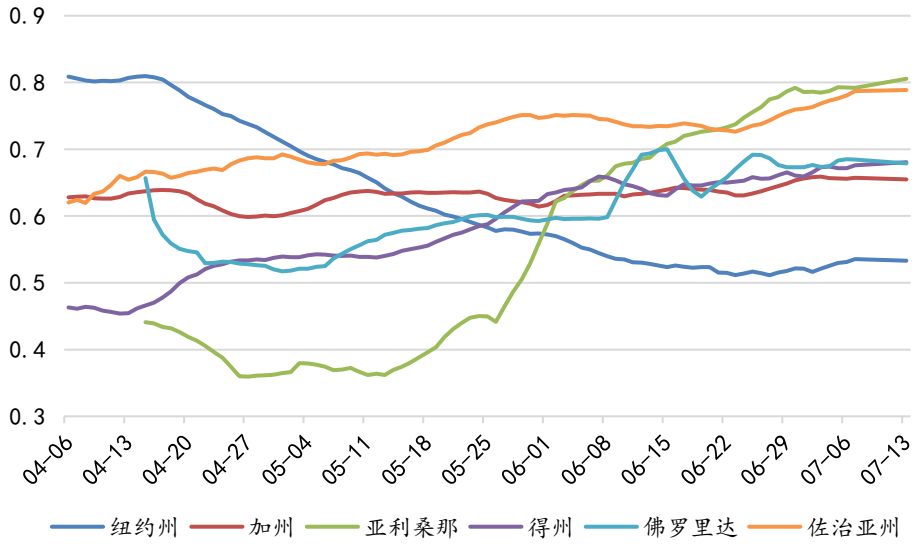
ICU 病床利用率和全部病床利用率未显著恶化，但部分州 ICU 病床余量不容乐观。当前全美国 ICU 病床占用率超过 60%，与 4 月初的平均水平相近。但分地区看，医疗资源压力分化，其中亚利桑那、乔治亚、阿拉巴马等州 ICU 病床占用率均超过 80%，与 4 月初纽约州疫情最严重时期相当，且高于美国疾控中心建议的重启经济的标准。德州病床占用率也在持续提升，如果上述重点地区医疗条件进一步紧张，超过纽约州的最高水平，州政府可能在目前加强管制的基础上进一步采取严格的封锁措施。

图 13：美国 ICU 病床利用率及全部病床利用率



资料来源：美国疾控中心，中航证券金融研究所

图 14：美国部分州 ICU 病床占用率（7 日移动平均）持续提升



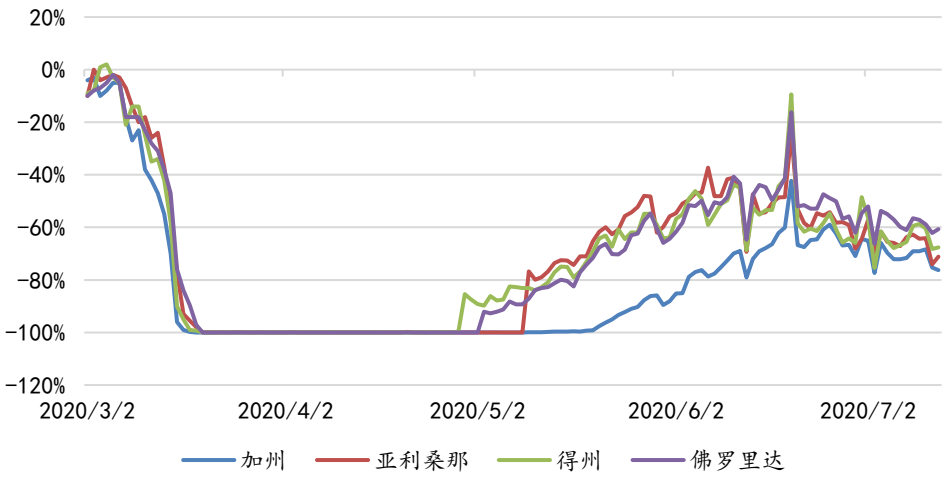
资料来源：约翰霍普金斯大学，中航证券金融研究所

虽然在美国医疗资源整体充足的情况下经济复苏趋势没有变化，但在微观层面新冠新增屡创新高对经济的影响是毋庸置疑的。

部分州经济重启进程减缓。由于近期疫情出现反弹，此前陆续步入经济重启的各州开始重新增强管制。截至 7 月 23 日，已有 39 个州宣布强制要求戴口罩，超半数的州暂缓复工或者实施新限制。以美国实际 GDP 占比前两名的加州、得州为例，最早一批宣布经济重启的得州已于 6 月底发布强制戴口罩令、并强制酒吧关闭、禁止人群大规模聚集；人口最多的加州目前逆转了复工并加大经济限制，实施戴口罩令，关闭酒吧、海滩及公园。其他如佛罗里达、新泽西、华盛顿等州也纷纷延缓了经济重启的进程。

6 月下旬以来，美国居民出行活动恢复节奏放缓，甚至略有回落。特别是疫情较重的加州、亚利桑那、得州、佛罗里达，居民外出就餐以及百货商场销售活动不再像 5 月及 6 月上旬那样快速回升，而是出现拐头下行。疫情二次冲击下就业修复前景也不乐观。首次申领失业金人数尽管在 4 月初就开始不断下滑，但上周环比修复的节奏中断，上周首次申领失业金人数 141.6 万人，环比多增 11 万人。若第二波疫情持续加重，将对提升经济封锁的压力，反映到失业率数据可能出现进一步反弹，众多暂时性失业人口可能转化为永久性失业。

图 15：6 月下旬以来疫情较严重的州外出就餐人数同比拐头向下



资料来源：OpenTable，中航证券金融研究所

新冠疫苗的研制进展较为顺利，这是二次爆发和医疗资源动态监测之外的一个重要跟踪点。截至 7 月 23 日，世卫组织数据显示全球已经有 24 项新冠疫苗研发项目进入临床试验，近期全球多家机构报告临床试验早期结果。其中进度最快的候选疫苗有英国阿斯利康的"ChAdOx1-S"、中国康希诺生物的"Ad5-nCoV"和美国 Moderna 的"mRNA-1273"。7 月 20 日，英国阿斯利康与牛津大学发布论文显示共同研发的腺病毒载体疫苗临床 I 期试验结果积极、中和抗体水平较高；中国康希诺生物研发的同类型疫苗临床 II 期试验结果安全、可诱发免疫反应；俄罗斯加马列亚研发的同类型疫苗临床 I 期试验也顺利完成。美国辉瑞和德国 BioNTech 联合研发的 mRNA 疫苗报告了好消息，疫苗诱导产生稳健抗体和 T 细胞应答。7 月 14 日，Moderna 发表 mRNA 疫苗的临床 II 期试验结果，该疫苗产生的中和抗体与已康复患者产生抗体的中上水平相当。而中国国药集团武汉所、科兴生物研发的灭活疫苗均已在 7 月下旬开始临床三期试验阶段。7 月美国、欧盟相继宣布与多家医药研发公司签订了上亿剂量的疫苗采购订单。如果后续试验进展以及试验数据符合预期，新冠疫苗就能正式全面推广，将为经济生产恢复提供有力保障。

综上分析，我们认为目前美国医疗资源仍然能够承受日均七万以上的新冠新增而不会扭转经济整体的复苏趋势，再叠加超常的宽松政策还将延续，在这个层面上美股将获得支撑。但我们建议密切关注当日检测阳性率、ICU 病床利用率和全部病床利用率，参照意大利、英国和纽约进入封锁状态的临界值，我们认为当日检测阳性率的警戒值为 14%-34%，ICU 病床利用率的警戒值为 70%-80%，全部病床利用率的警戒值为 15%-30%。三者当中如果有一个或者多个超过警戒值，那么美国经济复苏的势头也将中断。一旦美国经济二次探底，那么美股的上涨趋势可能也将被破坏，从而成为影响 A 股的一个重要风险点。

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，金融学博士，中航证券首席经济学家，金融研究所所长。

符 旸，SAC 执业证书号：S0640514070001，经济学硕士，中航证券首席宏观分析师。

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。