

全球疫情冲击研究系列专题（三）

消费大国之欧洲篇——疫情下欧洲经济的危与机

相关研究报告

宏观深度报告20200224-疫情对国际市场冲击显性化
宏观深度报告20200312-梦回2008——警惕国际市场“危机模式”
宏观深度报告20200406-全球疫情冲击研究系列专题（一）——资源大国篇：澳巴俄沙受冲击几何？
宏观深度报告20200422-全球疫情冲击研究系列专题（二）——生产大国篇：警惕印墨东盟跨国供应链重构风险

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

陈晓 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

薛威 投资咨询资格编号
S1060519090003
021-20667920
XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

研究助理

郭子睿 一般从业资格编号
S1060118070054
010-56610360
GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

本篇报告是“全球疫情冲击研究系列专题”的第三篇，主要是研判疫情对欧洲主要经济体的影响程度，并在此基础上给出相关的投资建议。

■ “大流行”中心疫情放缓，各国疫情防控时效性、力度有所不同

欧洲是此次疫情大流行的中心之一，受到疫情的冲击较大，现阶段各国疫情均有放缓态势，面临抗击疫情和复工复产艰难抉择。各国疫情走势有所不同：意大利、西班牙、法国确诊人数高且死亡率高，医疗系统负担重；德国现有确诊病例数最低、死亡率最低，医疗系统压力相对较小；英国现有确诊病例数最多，疫情发展态势较其他国家相对滞后。

■ 货币政策扩大非常规操作，财政政策存在债务工具分歧

货币政策方面，由于欧洲各国常规货币政策空间有限，于是采取了大规模的量化宽松政策来提供一定的流动性支持，降低实体融资成本。但是伴随着经济活动陷入停滞，货币政策对经济的刺激作用有限，支撑经济复苏主要还是应以财政政策为企业和家庭提供援助为主。而财政政策方面，尽管各国均采取了不同程度的扩张性措施，但受制于政策空间的分化，以及在公共债务工具上的分歧，财政政策的加码存在一定制约，难以对冲疫情对经济的不利影响。

■ 欧洲经济整体疲弱，疫情冲击下恐将陷入衰退

欧洲经济整体疲弱。其一，欧洲经济在欧债危机后的复苏主要依靠量化宽松推动，经济内在增长动能不足；其二，2017年欧洲经济的复苏主要受益于中国和美国经济增长带来的外需改善，随着中美经济转为下行，外需的疲弱导致欧洲经济下行压力加大。考虑到欧洲服务业占比高，经济增长主要依靠消费拉动，疫情冲击下短期内收缩明显。此外，欧洲货币政策、财政政策未能有效对冲疫情对经济的不利影响，疫情或将使得欧洲经济陷入衰退。

■ 英国、德国经济抗冲击能力较强，意大利受疫情影响显著

经济复苏与国内疫情走势强相关，但各国经济受疫情影响程度有所不同。意大利、西班牙疫情最为严重，经济基本面、结构稳健性以及政策力度均弱于其他国家，受疫情冲击最大；法国疫情形势依然严峻，服务业、工业两端受阻，受疫情影响较大；德国经济短期内韧性较强，但全年增速不容乐观；英国疫情发展相对滞后，但疫情得到有效控制后恢复将相对较快。

■ 信用债投资应避免踩雷，股票市场存在一定机会

由于欧元区基本面偏弱，经济复苏前景还存在较强的不确定性，且欧元区整体杠杆率偏高，存在一定信用风险，在货币和债券的投资上应当持谨慎态度，尤其是部分行业的信用债投资应避免踩雷，但后续汇率存在上涨空间。而股市方面，当前市场风险偏好有所抬升，若出台超预期的政策措施，股市估值有望加速修复，股票市场存在一定的投资机会。

正文目录

一、	前言	5
二、	欧洲各国疫情进展与相关防控政策	6
2.1	“大流行”中心疫情正在放缓，各国面临抗击疫情和复工复产艰难抉择	6
2.2	德国现有确诊及死亡率均最低，英国疫情走势存在明显滞后	6
2.3	西班牙意大利较早采取措施，德国检测能力强且医疗资源相对丰富	8
三、	欧洲各国采取的财政政策及货币政策	10
3.1	财政政策：各国财政政策力度存在分化，公共债务工具难以推出	10
3.2	货币政策：大量采取非常规操作，政策空间及政策效果受限	12
四、	欧洲经济整体疲弱，疫情冲击下恐将陷入衰退	13
4.1	服务业首当其冲，制造业全球化下供需均受阻	14
4.2	欧洲经济整体疲弱，面对疫情显著收缩	14
4.3	应对政策影响：一体化行动具备一定优势，但政策效果相对有限	15
五、	英国、德国经济抗冲击能力较强，意大利受疫情影响显著	16
5.1	英国：疫情发展相对滞后，内需收缩持续时间有所延长	16
5.2	法国：疫情防控形势依然严峻，服务业和工业均受阻	19
5.3	德国：短期内经济韧性较强，全年经济增速受国际疫情影响较大	20
5.4	意大利、西班牙：经济结构脆弱性凸显，严峻疫情形势下冲击显著	22
六、	关注信用债违约风险，股票市场存在投资机会	24
6.1	关注疫情控制后欧元、英镑升值空间，信用债市场应避免踩雷	24
6.2	市场风险偏好有所抬升，股票市场存在投资机会	25

图表目录

图表 1	全球现有确诊人数分布	5
图表 2	中国与海外“新冠疫情”新增确诊人数对比（经过常用对数处理后的结果）	5
图表 3	本文逻辑框架	6
图表 4	欧洲主要经济体累计确诊人数及病死率	7
图表 5	德国累计确诊病例数及新增确诊病例数	7
图表 6	英国累计确诊病例数及新增确诊病例数	7
图表 7	法国累计确诊病例数及新增确诊病例数	7
图表 8	意大利累计确诊病例数及新增确诊病例数	8
图表 9	西班牙累计确诊病例数及新增确诊病例数	8
图表 10	欧洲主要经济体疫情防控政策一览	9
图表 11	欧洲主要经济体直接财政刺激额度及其占 GDP 的比重一览	11
图表 12	欧洲主要经济体财政政策一览	11
图表 13	欧洲主要经济体货币政策一览	13
图表 14	2020 年 3 月欧洲主要经济体 PMI	15
图表 15	2020 年 4 月欧洲主要经济体 PMI	15
图表 16	欧元区 2000-2018 服务业占比及工业占比（%）	15
图表 17	疫情下英国经济数据情景分析（2020 年）	17
图表 18	2018 年英国产业结构（%）	18
图表 19	2019 年英国消费、投资、出口对 GDP 贡献（%）	18
图表 20	2018 年英国部分行业增加值占比（%）	18
图表 21	2018 年英国银行业总资产占 GDP 比例较高	18
图表 22	2019 年英国不同行业对 GDP 的拉动（%）	18
图表 23	疫情下法国经济数据情景分析（2020 年）	19
图表 24	2018 年法国产业结构（%）	19
图表 25	2019 年法国消费、投资、出口对 GDP 贡献（%）	19
图表 26	2018 年法国部分行业增加值占比（%）	20
图表 27	2019 年法国出口产品构成（%）	20
图表 28	疫情下德国经济数据情景分析（2020 年）	20
图表 29	2018 年德国产业结构（%）	21
图表 30	2019 年德国消费、投资、出口对 GDP 贡献（%）	21
图表 31	2018 年德国部分行业增加值占比（%）	21
图表 32	2019 年德国出口产品构成（%）	21

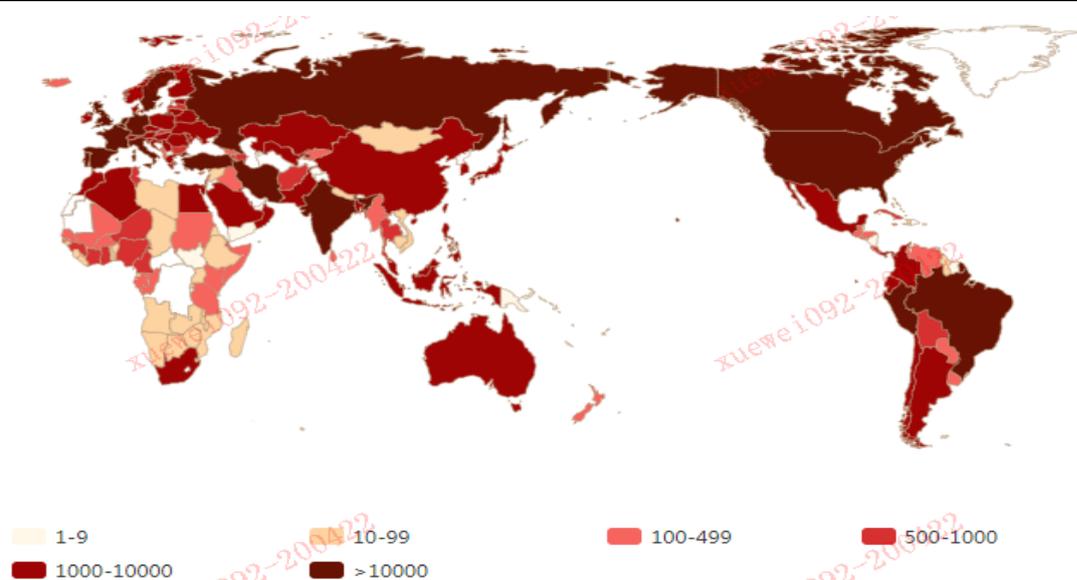
图表 33	2019 年中国在欧洲的主要贸易伙伴	21
图表 34	疫情下意大利经济数据情景分析（2020 年）	22
图表 35	疫情下西班牙经济数据情景分析（2020 年）	22
图表 36	2018 年意大利产业结构（%）	23
图表 37	2019 年意大利消费、投资、出口对 GDP 贡献（%）	23
图表 38	2018 年意大利部分行业增加值占比（%）	23
图表 39	2019 年意大利出口产品构成（%）	23
图表 40	2018 年西班牙产业结构（%）	23
图表 41	2019 年西班牙消费、投资、出口对 GDP 贡献（%）	23
图表 42	2019 年欧洲各经济体不同规模企业吸收就业占比（%）	24
图表 43	2019 年三季度部分国家和地区不同部门杠杆率水平（%）	25

一、前言

截至5月3日上午，全球范围已有200多个国家和地区出现确诊病例，累计超330万（来源：美国约翰·霍普金斯大学数据），且140多个国家和地区出现死亡病例，范围覆盖欧洲、亚洲、北美、南美、非洲、大洋洲，全球主要经济体均处于疫情的阴影之下。在经历了近3个月艰苦卓绝的搏斗之后，我国疫情整体得到较好控制，且防控重点也转为“防输入”；但海外经济体仍处于疫情较快发展的阶段，拐点尚未到来。

本篇深度报告的研究主体为欧洲主要经济体，基于疫情与相关措施对上述经济体的冲击，透视宏观和行业层面的变化，并给出相关的投资建议。

图表1 全球现有确诊人数分布



资料来源：WIND，平安证券研究所

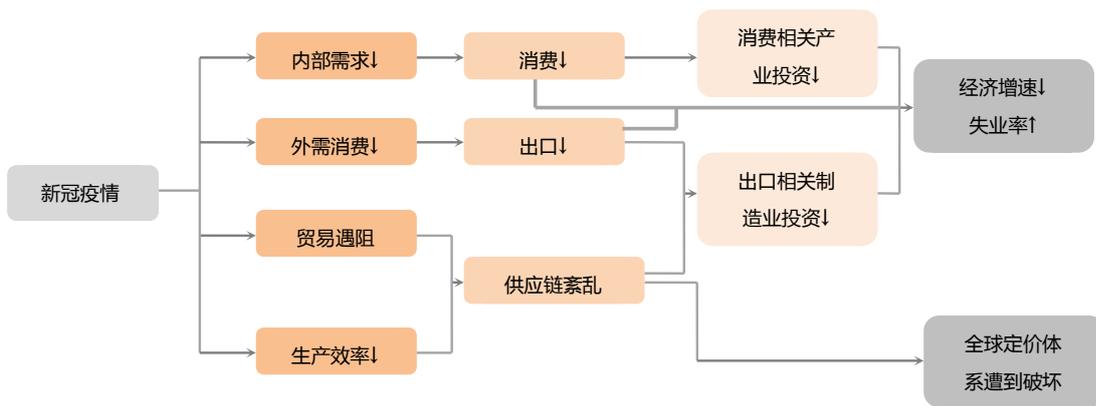
图表2 中国与海外“新冠疫情”新增确诊人数对比（经过常用对数处理后的结果）



资料来源：WIND，平安证券研究所

注：图表中数据经过 $\log_{10}(x)$ 处理进行平滑

图表3 本文逻辑框架



资料来源：平安证券研究所

二、 欧洲各国疫情进展与相关防控政策

2.1 “大流行”中心疫情正在放缓，各国面临抗击疫情和复工复产艰难抉择

截至5月2日，全球累计确诊新冠肺炎患者数量3393437例，其中欧洲合计1425609例，占比过40%，且确诊人数全球前十的国家，欧洲国家就占了六个，欧洲无疑是当前新冠肺炎“大流行”的中心地区。近日来，欧洲肺炎疫情新增确诊人数呈现出放缓甚至有所下降的趋势，这意味着“大流行”中心的疫情拐点正在出现，各国已逐步开始放松疫情防控措施，渴望经济及早恢复正常秩序。但我们注意到，由于欧洲主要疫情国家同时也是欧洲主要经济体的英国、法国、德国、意大利和西班牙开始检测疫情的时间、疫情防控的力度、国民的文化习惯以及医疗条件存在差异，疫情发展的态势也有所不同。

2.2 德国现有确诊及死亡率均最低，英国疫情走势存在明显滞后

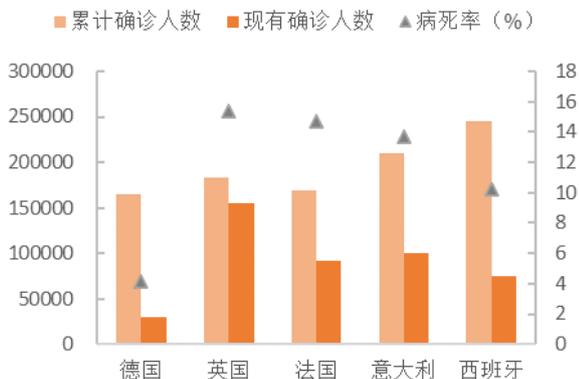
从累计确诊数来看，西班牙、意大利、英国、法国、德国，截至5月2日累计确诊病例分别为245567例、209328例、183500、168517例和165610例。从现有确诊病例数来看，英国、意大利、法国、西班牙和德国分别为154403、100704、92249、74234和29673例。西班牙、意大利虽然累计确诊人数较多，但治愈人数也较多，因此现有确诊病例数大幅下降，而英国治愈人数较少，仅893例，现有确诊病例数后来居上，位居欧洲第一。

从病死率来看，意大利、西班牙、英国及法国均在10%以上，分别为13.7%、10.2%、15.4%、14.7%，其原因主要在于感染的老年人口占比高、检测能力不足、医疗系统负载过高；德国人相对严谨、听话、保守，此前政府号召保护老年人和有基础病群体，建议年轻人和长辈减少见面，避免推高死亡率；同时德国医保制度完备、医疗条件发达，人均重症病床数位列欧洲第一，是意大利的三倍，使得德国病亡率显著低于其它国家。

从每日新增确诊病例数来看，德国、法国、意大利和西班牙这四个国家都出现明显的波动下滑迹象，5月2日新增病例数分别为813、1171、1900、2579例。而英国5月2日新增确诊病例数达4815例，占累计确诊数的比例高于其它四国，尽管新增病例数有所放缓，但下降趋势明显滞后于其他四国。考虑到英国较晚从“集体免疫”转为逐渐升级加强的疫情防控措施、相较于其它欧洲主要经济体偏高的新增确诊人数、高死亡率，英国疫情数发展态势存在一定程度的不确定性，整体滞后于其他国家。

总体来说，欧洲是此次疫情大流行的中心，受到疫情的冲击较大，现阶段部分经济体疫情有放缓态势，面临抗击疫情和复工复产艰难抉择。各国疫情走势有所不同：其中意大利、西班牙、法国确诊人数高且死亡率高，医疗系统负担重；德国现有确诊病例数最低、死亡率最低，医疗系统压力相对较小，且现有病例数少；英国现有确诊病例数最多，疫情发展态势较其他国家相对滞后。

图表4 欧洲主要经济体累计确诊人数及病死率



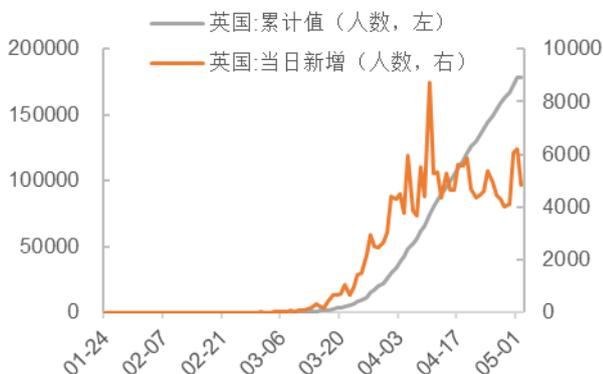
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表5 德国累计确诊病例数及新增确诊病例数



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表6 英国累计确诊病例数及新增确诊病例数



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表7 法国累计确诊病例数及新增确诊病例数



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表8 意大利累计确诊病例数及新增确诊病例数



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表9 西班牙累计确诊病例数及新增确诊病例数



资料来源: WIND, 平安证券研究所

2.3 西班牙意大利较早采取措施，德国检测能力强且医疗资源相对丰富

随着欧洲疫情迅速蔓延，欧洲各国也逐步出台措施强化疫情防控，纷纷宣布进入国家紧急状态。其中最为严格的管控措施包括“封城”、“封国”，普遍采取的措施则是诸如禁止聚会、交通管制、停止举办大型活动以及关闭学校、公司等社交疏离措施，此外病毒检测以及医疗物资供应等措施也有所加强。总体而言疫情防控措施可以分为对外封闭措施、对内隔离措施以及医疗应对措施三类，各国均执行了较为严格的措施，但在采取措施的时点早晚、检测能力的大小以及医疗应对能力方面存在差异。

从采取措施的时点看，根据现有的疫情防控经验，可以知道，“封城”、“封国”是防止疫情扩散以及输入方面最为严厉也最为有效的措施，无论是在控制疫情传播的规模，还是在阻断疫情传播的关键环节方面都具有较好的效果。从本国确诊第一例新冠肺炎患者病例起，到采取“封城”的措施，西班牙、意大利、德国、英国以及法国分别经过了 36、37、48、52 以及 53 天，可以看出，意大利和西班牙采取“封城”措施的时点相对较早，英国、法国采取“封城”措施的时点相对较晚。此外英国早期采取相对消极的防控政策，主张让至少 60% 的英国人感染轻症新冠肺炎，从而让整个英国尽早获得“群体免疫”。直到 3 月 23 日晚，英国首相鲍里斯·约翰逊才宣布，英国开始实施更加严格的管制措施，失去了疫情防控的宝贵时间。

“早发现、早报告、早隔离”，检测是隔离的前提，找到感染者并迅速将其隔离，是打破传播链控制疾病的最佳策略。从检测能力的大小来看，德国最大新冠病毒检测能力已经达到每天 12 万次，且检

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5393



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn