

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

陈骁 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

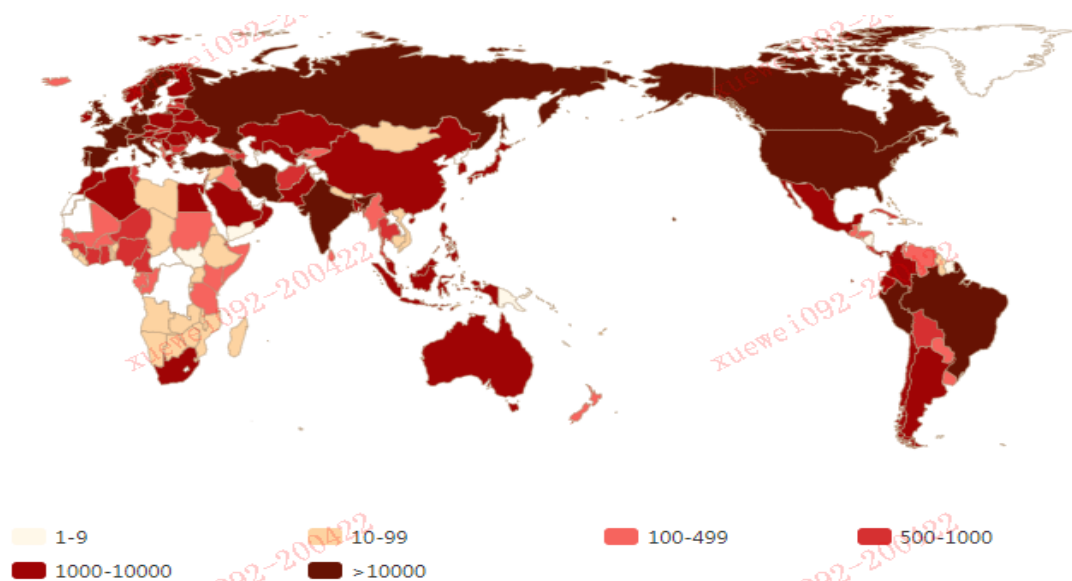
图表 33	2019 年中国在欧洲的主要贸易伙伴	21
图表 34	疫情下意大利经济数据情景分析（2020 年）	22
图表 35	疫情下西班牙经济数据情景分析（2020 年）	22
图表 36	2018 年意大利产业结构（%）	23
图表 37	2019 年意大利消费、投资、出口对 GDP 贡献（%）	23
图表 38	2018 年意大利部分行业增加值占比（%）	23
图表 39	2019 年意大利出口产品构成（%）	23
图表 40	2018 年西班牙产业结构（%）	23
图表 41	2019 年西班牙消费、投资、出口对 GDP 贡献（%）	23
图表 42	2019 年欧洲各经济体不同规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。

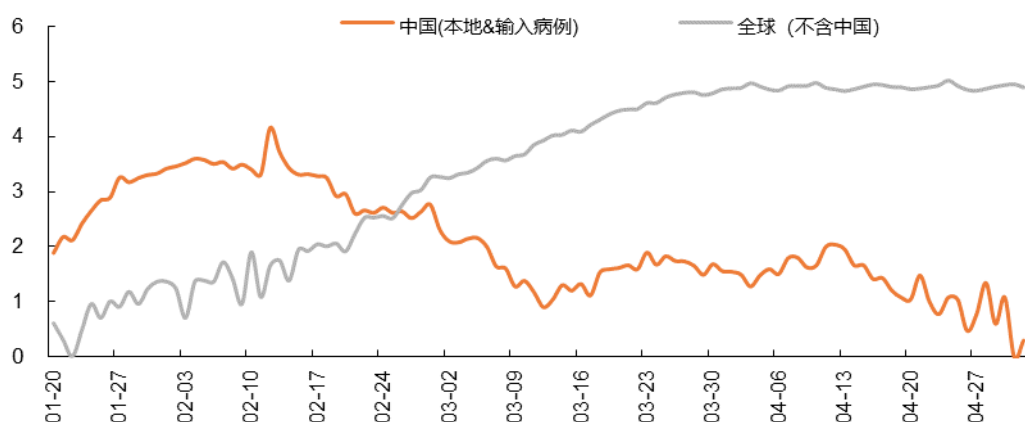
本篇深度报告的研究主体为欧洲主要经济体，基于疫情与相关措施对上述经济体的冲击，透视宏观和行业层面的变化，并给出相关的投资建议。

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

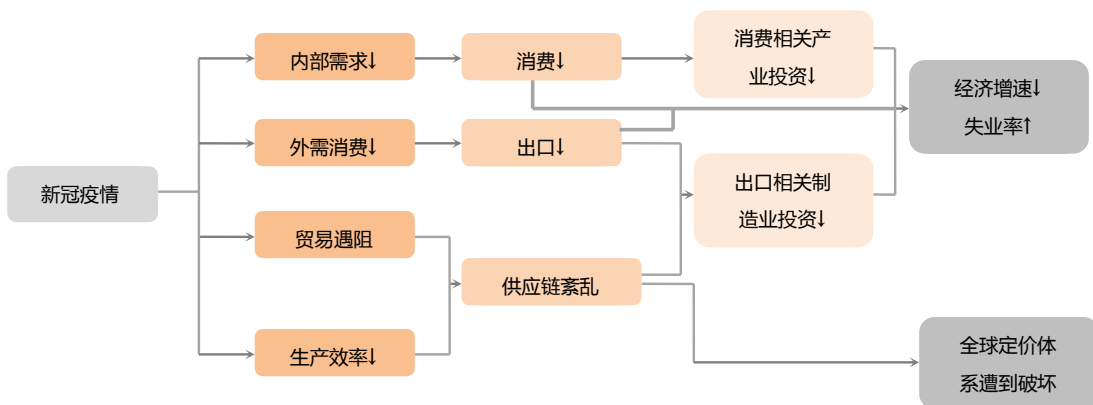
图表2 中国与海外“新冠疫情”新增确诊人数对比（经过常用对数处理后的结果）



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

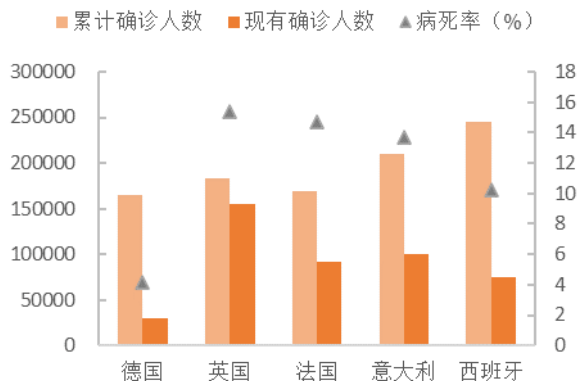
从累计确诊数来看，西班牙、意大利、英国、法国、德国，截至5月2日累计确诊病例分别为245567例、209328例、183500例、168517例和165610例。从现有确诊病例数来看，英国、意大利、法国、西班牙和德国分别为154403、100704、92249、74234和29673例。西班牙、意大利虽然累计确诊人数较多，但治愈人数也较多，因此现有确诊病例数大幅下降，而英国治愈人数较少，仅893例，现有确诊病例数后来居上，位居欧洲第一。

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, 且检测能力还在提升, 可达 20 万次; 3 月 24 日当天, 法国正式进入卫生紧急状态, 得益于从中国大规模采购检测试剂盒和口罩, 法国卫生总署署长萨洛蒙宣布, 到下周末将全国检测能力大幅提升至每天 2.9 万人次, 可以看出, 尽管法国已经从中国大规模采购了试剂盒, 其检测能力相比于德国依然有较大差距, 且其只检测重症患者, 对于锁定病毒携带者的意义十分有限; 4 月 25 日, 英国卫生部长汉考克表示由于 NHS 的测试能力已经从每天 4 万次提高到每天 5.1 万次, 所以, 周五起, 英格兰地区的所有关键人员及其家人都可以直接在网上预约接受新冠测试, 但由于需求量太大, 预约网站在开放后 2 小时关闭, 可以看出英国检测力度有所提高, 但依然无法满足需求。而西班牙从 4 月 13 日开始将血清抗体检测阳性患者也算进了确诊数据, 导致数据统计口径丧失一致性, 失去了参考价值。但从西班牙和意大利相比于德国较高的死亡率来看, 除去确诊患者中老年人口比例较高, 检测能力不足导致的分母较小也是需要考虑的因素, 因此可以估计西班牙和意大利检测能力相对有限。

从医疗应对措施来看, 各国均采取了较为有力的医疗救治措施, 但受制于医疗系统负载能力的差异, 救治能力有所不同。意大利将一些患者从感染率最高的伦巴第大区转移到其他地区的重症监护室,

以减轻医疗系统的负担，尚未进行国家执业考试的医学毕业生也被允许提前获得执业资格，作为值班医生加入抗疫后援工作，可以看出意大利在医疗救治方面做出的努力，但也可以看出意大利资源捉襟见肘。德国政府制订医疗紧急预案，决定临时征用康复机构、酒店及展会场所等改造为临时医院，以增强医疗系统收治能力。法国订购了大量口罩以阻隔疫情传播，但同意大利一样，迫于医疗资源不足，将部分重症病人转移至德国予以救治。根据 BBC 的数据，英国 NHS 的医疗资金总额在过去十年间的年增速考虑到通货膨胀的影响后仅有 1.4%，由于 NHS 近年来采取的紧缩政策，英国政府表示将以成本价征用私立医院的医疗资源，以供 NHS 调配使用，并允许医学院大学生提前毕业参加医务工作。西班牙同样面临医疗物资窘境，向中国订购了大量医疗物资，并征用私人诊所的呼吸机等医疗设备，以应对设备短缺问题。可以看出，除了德国以外，各国均面临较严重的医疗资源不足的问题。

综上所述，意大利、西班牙疫情较严重，也较早采取防控措施，但受制于检测能力以及医疗资源，未能有效减缓疫情蔓延；德国检测量较大且医疗系统负载能力较强；法国、英国采取措施较晚，检测能力有限且医疗系统存在一定压力。欧洲各国早期疫情防控效果不佳：一、在疫情出现的早期过度自信，准备不足，如德国卫生部长施潘在初期认为德国有重症监护室，有足够的隔离病房和普通病房，有足够的力量来应对疫情，反对德国关闭边境；二、政府政策节奏偏慢，部分国家担心疫情防控措施会给本就几乎显著承压的经济承担过大代价，在斟酌疫情防控政策的出台时点上犹豫不决；三、民众配合程度不高，欧洲文化崇尚自由，民众在自律性方面差于亚洲国家，社交梳理措施未能得到严格执行，影响政策效果。所幸随着管控升级，当前政策效果正在逐步显现。**当前，部分国家开始逐步解除隔离措施，需关注疫情反弹风险。**

图表10 欧洲主要经济体疫情防控政策一览

	对外封闭措施	对内隔离措施	医疗应对措施
意大利	在全国范围内实施为期四周的封锁，并对旅行进行限制。	禁止公共集会，所有的学校和大学都已关闭，四月初之前，关闭全国各地的非必要的生产活动，超市和杂货店、药房、银行、公共交通和基本公共服务除外。5月4日起在“解封”部分防疫限制措施的同时，将规定企业和商铺遵守必要防疫措施，同时考虑局部复工带来的人员流动和公共交通变化。	将一些患者从感染率最高的伦巴第大区转移到其他地区的重症监护室，以减轻医疗系统的负担。3月15日出台“治疗意大利”紧急法令，尚未进行国家执业考试的医学毕业生也被允许提前获得执业资格，作为值班医生加入抗疫后援工作。3月22日开始征用酒店用于隔离轻症患者。从5月4日起将在意大利全国范围内免费对15万人进行病毒血清抗体检测。
德国	3月14日，德国将封锁与部分邻国的边境。具体为：法国、瑞士、和奥地利边境将于柏林时间星期一早8点关闭，德国与丹麦的边境将于早6点关闭。	限制旅行、关闭学校和非必要业务以及禁止公共聚会。3月22日宣布，根据联邦与地方政府达成的协议，德国将在全国范围进一步限制公共活动，遏制新冠肺炎疫情蔓延。3月23日出台严格措施，包括在全国范围内禁止公共场所两人以上聚集，限制餐馆等服务业经营等。4月15日，德国总理默克尔与16个联邦州州长举行视频会议，宣布逐渐放宽防疫限制措施的计划。	3月17日，德国政府制订医疗紧急预案，决定临时征用康复机构、酒店及展会场所等改造为临时医院，以增强医疗系统收治能力。继续提升大规模检测能力，直至4月底，达到每天可检测20万人。

法国	3 月 17 日起将封闭欧盟以及申根区边境。	关闭学校、禁止所有非必要的外出和长途旅行，以及在一些城市实行夜间宵禁。3 月 17 日至 3 月 31 日，法国本土及海外省实行严格限行措施：原则上禁止所有人在住所之外的一切活动。4 月 13 日晚，法国总统马克龙宣布，将法国全境执行的限制措施延长至 5 月 11 日，并将这一天称作疫情防控的新起点。5 月 2 日决定将卫生紧急状态延长至 7 月 24 日。	为解决法国口罩短缺的情况，法国卫生部已向中国订购总共 10 亿只口罩。将部分新冠肺炎患者转移到德国进行治疗。从 4 月 13 日起，法国将对所有出现新冠肺炎疑似症状的病患进行病毒检测；并将允许所有民众购买口罩且系统性佩戴，二是大量采购和自产口罩。法卫生部长 4 月 14 日称，从 4 月 8 日开始，每周保持进口 6000 万只、自产 800 万至 1000 万只口罩，重点保障医院、养老院、家庭护理人员及药店工作人员使用。
英国	把边境关口解封日期延后，目前已经延后到了 5 月 7 日。	除购买生活必需品、外出锻炼、求医或核心工作者通勤以外，所有人必须待在家中，非同一家庭 2 人以上的聚集将被禁止。新规实施后，警察将有权驱散聚集的人群或进行罚款。4 月 16 日，英国政府宣布封禁措施将延长至少三周。	英国政府 3 月 21 日宣布，已和英国几乎所有私立医院达成正式协议。英国政府将以成本价征用私立医院的医疗资源，以供 NHS 调配使用。英国政府将会以成本价支付，私立医院不会从中获取任何利润。
西班牙	取消未来 15 天从意大利飞往西班牙的直航	针对疫情最严重的马德里大区、巴斯克自治区和拉里奥哈等地区，将禁止一切 1000 人以上聚集的活动；未来两周内全国所有的体育赛事都必须在没有观众的情况下空场举行；各工作单位将陆续执行线上办公的措施。暂停全国范围内除食品、医疗等行业外的非关键性生产活动直至 4 月 9 日	将马德里的一个会议中心改建为方舱医院，以收治新冠肺炎患者。征用私人诊所的呼吸机等医疗设备，以应对设备短缺问题。

资料来源：bloomberg，平安证券研究所

三、 欧洲各国采取的财政政策及货币政策

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

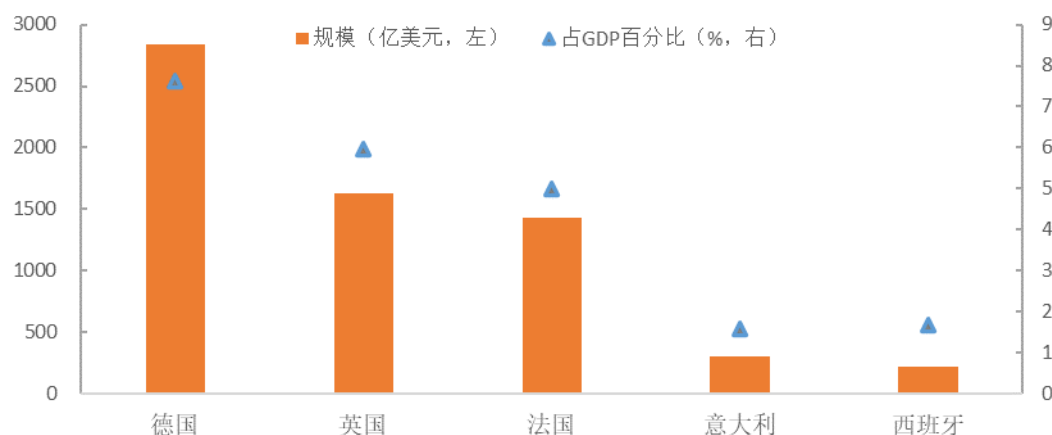
欧洲主要经济体采取的财政政策措施主要包括卫生设施支出、居民支持政策、企业支持政策，此外还包括既针对企业又针对个人的信贷支持政策、资金支持政策以及税收减免等措施。卫生设施支出是以健全卫生系统、加强检测与治疗能力、支持社区卫生支出、增加医务人员和隔离人员的补助为主，居民支持主要是对老年人、低收入人口、失业人口以及其他受疫情冲击的人进行救助和支持，企业支持主要是对企业部门进行信贷支持、税收减免或递延、发放补助以及降低公用支出等。

截至 5 月 2 日，欧洲各主要经济体均采取了扩张性的财政政策。意大利出台了约合 250 亿欧元的财政支出计划，并宣布了 36 亿欧元规模的税收抵免措施；德国 3 月 25 日通过了二战以来最大规模的经济援助计划，总额为 1560 亿欧元，此外还将从经济稳定基金中为企业贷款支持以及注资；英国出台了 300 亿英镑的支出计划，叠加就业支持支出以及税收减免直接支出约合 1200 亿英镑；法

国将原先 450 亿欧元的财政支持计划提高到 1100 亿欧元；西班牙宣布了近 200 亿欧元直接支出计划。此外，各国还出台了大规模的信贷担保措施，以缓解企业债务压力。

尽管各国均采取了扩张性的财政政策以对冲疫情的不利影响，但在财政刺激力度上不同。无论从直接支出的规模来看，还是从刺激额度占 GDP 的比重来看，德国财政政策力度都显著高于其他国家，其次则为英国、法国，意大利和西班牙的支出规模相对有限，且占 GDP 的比重也偏低，而与此同时意大利和西班牙是欧洲疫情最为严重的国家。各国在财政政策力度上存在分化，意大利和西班牙的刺激规模恐难以对冲疫情带来的不利影响。

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



资料来源: bloomberg, 平安证券研究所

图表12 欧洲主要经济体财政政策一览

财政政策类别		具体政策措施
意大利	卫生设施支出	政府拨款 32 亿欧元用以加强意大利医疗保健系统和公民保护。
	居民层面	政府拨款 103 亿欧元用以支持就业、向下岗工人和自营职业者提供收入补贴。
	企业层面	政府拨款 64 亿欧元，在受影响最严重的城市延迟缴税和推迟支付水电等费用的支付。宣布 36 亿欧元措施为公司提供税收抵免。为 7500 亿欧元贷款提供担保。
	信贷层面	政府拨款 51 亿欧元，并采取多种措施保障信贷流动性充足。
德国	卫生设施支出	在医疗设备、疫苗研发、扩大医院容量等领域予以财政支持。
	居民层面	扩大短期工作补贴范围，为低收入父母提供更多的育儿福利，并为自营职业者提供更多的基本收入补助。
	企业层面	向受到疫情严重影响的小企业主、自营职业者提供 500 亿英镑补贴，此外还将无息税收延期至年底。通过新设立的经济稳定基金(WSF)和公共开发银行 KfW 扩大不同规模企业的公共贷款担保额度和获取渠道，该举措至少需拨款 8220 亿欧元。
法国	卫生设施支出	增加为病人或其护理者提供的健康保险；增加保健用品支出。
	企业层面	延迟对企业的社会保障和税收征收从而给企业提供流动性；延迟征收受影响中小企业的租金和水电费。安排 450 亿欧元为企业纾困；为 3000 亿欧元贷款提供担保。

	居民层面	向受减少工时计划影响的工人予以一定补助；向受影响的中小企业和工人提供直接财政补助。
	资金支持	4 月 15 日将原先 450 亿欧元的财政支持计划提高到 1100 亿欧元。
英国	信贷支持	将推出 3300 亿英镑的贷款担保计划，英国央行将为大型企业提供低成本、更易获得的商业票据，确保其资金流动；为中小型企业提供总额 500 万英镑贷款，前六个月免息。 对于受到疫情影响而陷入困境的个人，抵押贷款机构将提供至少三个月的“抵押贷款假期”，贷款人可推迟偿还贷款。
	资金支持	财政刺激措施总值将会达到 300 亿英镑；斥资 70 亿英镑来支持劳动力市场，50 亿英镑来帮助医疗保健系统，180 亿英镑用以宽松财政。宣布 700 亿英镑支出支持就业。120 亿英镑将用于预防新冠病毒。 提供 200 亿英镑减税和现金补贴计划支持小企业，对零售、餐饮、娱乐等受疫情影响严重的行业，英国政府将为每家企业提供 25000 英镑现金支持。对于英国 70 万家规模最小的企业，英国政府将为每家企业提供 10000 英镑现金。
	税收政策	对于零售、餐饮、娱乐等受疫情影响严重的行业，英国政府将免除企业 12 个月营业税。
西班牙	资金支持	宣布 38 亿欧元医疗支出。出台 2000 亿欧元援助计划，金额已经达到了西班牙 GDP 的 20%。一半资金将用于为公司提供信用担保，保障社会公共服务的运行，还有部分将用于为弱势群体提供援助和贷款。
欧盟	资金支持	4 月 9 日欧盟成员国财长联合推出了 5400 亿欧元的纾困方案。4 月 25 日，欧盟领导人已经同意建立一个基金，筹集至少 1 万亿欧元(1.1 万亿美元)来重建被新冠疫情肆虐破坏的经济，但具体的方案还未形成。

资料来源：bloomberg，平安证券研究所

尽管受疫情影响的欧洲主要经济体已经陆续出台了一系列的财政政策以缓和疫情对经济的影响，但目前来看，部分国家财政政策的刺激力度还不够，但财政政策的加码存在掣肘：其一，欧洲部分国家的政府债务负担率较高，面对还在恶化的疫情发展形势，财政政策空间十分有限。其中，德国的财政状况良好，广义政府债务负担率为 69%，远低于欧元区 and 发达国家平均水平；西班牙、英国、法国和意大利的广义政府债务负担率均高于欧元区和发达国家平均水平；其中，意大利的广义政府债务负担率为 154.3%，若进一步扩大财政支出规模，带来财政赤字提高，有爆发主权债务危机的风险。在当前欧盟整体缺乏针对具体国家转移支付机制的前提下，各国应对疫情的能力存在分化。其二，欧盟内部存在利益分歧，导致财政政策回应不到位。在 4 月 7 日下午欧盟 27 国财长举行电话会议中，以法国和南欧受疫情冲击最严重国家为首的阵营与德国及北欧国家在是否有必要发行联合债的问题上依然存在分歧，欧洲财政复苏计划实施前景堪忧。尽管 4 月 9 日欧盟成员国财长就 5400 亿欧元的纾困方案达成了协议，但距离欧央行估计所需的 1.5 万亿欧元刺激力度还有距离。

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

货币政策方面，欧洲各国多存在常规政策空间不足的问题，所以多采取定向再融资、大规模资产购买等非常规政策。英国在货币政策方面享有较大的独立性，且还存在一定的降息空间，于 3 月 11 日宣布紧急降息 50 基点至 0.25%。欧元区针对疫情出台了 7500 亿欧元的资产购买计划，且取消 7500 亿欧元疫情紧急资产购买计划（PEPP）的购债结构限制，将合格资产扩大至非银行商业票据，以维持欧元区整体流动性水平。同时将公布新的 LTRO 工具，允许银行资本充足率下调，欧洲央行将以低至-0.75%的利率向银行提供贷款。此外，欧洲央行 4 月 7 日宣布采取一系列前所未有的抵押措施，以缓解整个欧元区紧张的金融环境，包括暂时降低欧元区银行寻求获得资金的抵押品标准，接受希

腊政府债券作为抵押。此举提高欧元区的风险承受能力，有利于欧洲在经济低迷期间保持信贷流动，加强欧元区流动性，缓和欧元区金融环境收紧势头。欧洲央行 4 月 30 日决定降低长期定向再融资操作利率，以加大对欧元区的流动性支持。

可见，欧元区推出的举措主要包括四个方面：其一是增加临时性长期再融资操作，注入充足流动性；其二是推出新的定向长期再融资操作，鼓励银行授信于受疫情影响较为严重的实体；其三是增加购债规模，扩大资产购买规模；其四是阶段性放松银行监管在流动性比例及资本金约束等方面的要求。欧元区的货币政策给予了实体经济尤其是中小企业一定的流动性支持，同时欧元区银行体系在欧债危机之后一直处于修复创伤的状态，在疫情的影响下恐难以达到监管要求，于是各国纷纷调节逆周期的资本缓冲率以呵护银行，增强银行服务实体经济的能力。

图表13 欧洲主要经济体货币政策一览

货币政策类别		具体政策措施
欧央行	流动性支持	根据现有计划，欧央行决定在 2020 年底之前额外购买 1200 亿欧元的资产；在 2020 年 6 月至 2021 年 6 月期间，以存款便利利率对全额配售、固定利率临时流动性工具进行临时额外拍卖，对现有的现有目标长期再融资业务提供更优惠的条款。在 2020 年底前增加一项 7500 亿欧元的私人及公共部门证券资产购买计划，扩大企业部门购买计划下的合格资产范围，放宽欧洲系统再融资业务的担保标准。暂时降低欧元区银行寻求获得资金的抵押品标准，接受希腊政府债券作为抵押。欧洲中央银行 4 月 30 日决定降低长期定向再融资操作利率，以加大对欧元区的流动性支持。
意大利	流动性支持	意大利央行宣布了一系列措施以帮助其监管下的银行和非银行中介机构，包括考虑在选定的资本和流动性要求之下进行临时操作、扩大报告范围、重新安排现场检查等。
德国	流动性支持	德央行等三部门宣布自 4 月 1 日起将逆周期资本缓冲比例降至零，至少持续到 12 月份；增拨 1000 亿欧元，通过公共开发银行与商业银行合作，为企业提供更多的短期流动性再融资。按照前金融稳定基金的结构，世界金融稳定基金将拨出 1000 亿欧元，直接收购受影响较大的公司的股权。
法国	流动性支持	将反周期的银行资本缓冲降低到 0%(从 0.25 个百分点提高到 0.5 个百分点，在 4 月生效)。在 4 月 16 日前禁止卖空股票。支持对中小企业的银行贷款进行重新审定。
英国	利率政策	3 月 11 日，宣布紧急降息 50 个基点。
	信贷政策	3 月 11 日，宣布了一项新的定期融资计划以支持中小企业，并采取措施帮助商业银行增加贷款。
	流动性支持	美联储已经和英国央行建立临时美元互换机制，以提供美元流动性。

资料来源：bloomberg，平安证券研究所

整体来看，欧元区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，但是欧洲常规的货币政策空间有限，伴随着经济活动陷入停滞，实体经济下行压力加大，市场风险偏好下降，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，尽管各国均采取了扩张性的财政政策，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，导致现阶段政策难以对冲疫情对经济的不利影响。

四、欧洲经济整体疲弱，疫情冲击下恐将陷入衰退

4.1 服务业首当其冲，制造业全球化下供需均受阻

由于疫情以及疫情防控冲击的是终端消费、跨境供应链与交运等行业，所以无论是服务业还是制造业整体都会受到严峻冲击。但是不同行业受疫情影响的程度有所不同，且有的主要是来自于需求端的冲击，有的则主要是来自于供给端的冲击，此外产业链复杂程度、分工协作程度不同的行业受到的影响也有所不同。整体来看，难以转移至线上的服务业首当其冲，劳动密集型制造业、耐用消费品制造业以及交通运输制造业形势较为严峻。

从服务业来看，出于恐慌情绪，疫情本身就会带来人员流动以及人员聚集的减少，社交疏离以及“封城”、“封国”等措施又进一步减少了人员流动和人员聚集，与人员接触直接相关的服务业会受到直接影响。具体来看，人员流动减少显著冲击公共交通行业，航空机场陷入停滞，与此同时旅游业也受到影响；人员聚集减少显著冲击依赖群体聚集和密闭空间的餐饮、酒店以及文体娱乐行业；零售行业受居民囤积物资影响受到的冲击相对较小；游戏、教育等可以以互联网为载体的行业受疫情冲击较小，甚至可能出现增长。

就第二产业而言，尽管疫情和疫情防控对第二产业直接冲击较小，但不同门类的制造业部门受影响程度存在异质性。医药制造业、食品制造业对疫情的抵御能力强，医药制造业甚至会享受疫情的“红利”；石油、天然气开采业、化学原材料及化学制品行业受价格因素影响收入下滑，飞机、船舶制造业受客流量大幅下降的影响导致需求不足，为工业门类中受疫情和疫情防控影响较大的部门；汽车制造、家电等耐用消费品受居民收入下滑、出行需求减弱的较大冲击；劳动密集型制造业因隔离需要，复工复产恢复较慢，导致供给端受到影响。此外，一些全球化程度较高的制造业产业，即便本国疫情已经逐步得到控制，受制于全球供应链的中断，恢复的速度也较慢。

总体而言，尽管疫情下服务业首当其冲，但是考虑到第二产业全球化程度较高，且世界各地疫情走势呈现出显著的差异性，部分制造业可能受到需求端和供给端的交替冲击，受到影响的持续时间可能比服务业更长。

4.2 欧洲经济整体疲弱，面对疫情显著收缩

自 2017 年四季度以来，欧洲经济整体处于震荡下行态势，表现较为疲弱。这主要是由于：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。具体来看，2019 年四季度欧元区 GDP 增速为 1%，英国为 1.05%，法国为 1%，德国为 0.3%，意大利为 0.11%。从制造业 PMI 来看，截至 2020 年 2 月份，欧元区制造业 PMI 已经持续 13 个月位于收缩区间，德国制造业 PMI 持续 14 个月位于收缩区间，意大利持续 17 个月位于收缩区间，英国和法国制造业表现相对较好，在荣枯线附近震荡。

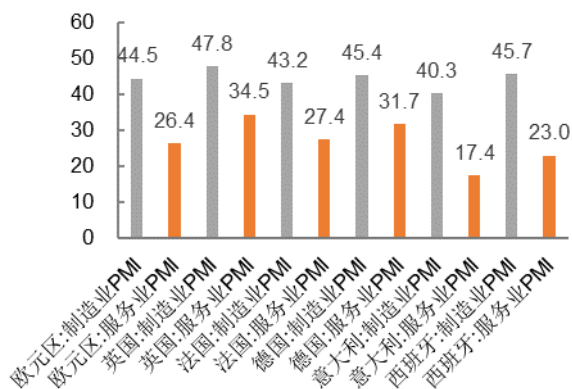
受疫情影响，截至 2020 年 3 月，欧元区及欧洲主要经济体英国、法国、德国、意大利制造业 PMI 全部在荣枯线以下，意大利跌至 40 附近；而服务业 PMI 则全部跌于 35 以下，意大利甚至跌至 17.4。

4 月制造业 PMI 均在 35 以下，服务业 PMI 均在 20 以下。

欧洲属于消费国、生产国混合的地区，以消费国居多，终端需求削减对欧洲经济的影响较大。欧洲服务业发达，对服务业的依赖程度较高。在增加值方面，欧盟服务业占总增加值的比重由 2000 年的 70% 提高到 2018 年的 73.8%，工业比重则由 2000 年的 27.9% 下降到 2018 年的 24.6%。结合欧元区各行业情况来看，2019 年对欧元区 GDP 拉动较多的行业包括批零贸易运输餐饮（0.31%）、公共管理国防教育卫生（0.19%）、信息和通讯业（0.18%）、科技管理等服务（0.18%）、房地产业（0.17%）、以及建筑业（0.14%）。2019 年对欧洲经济拉动较为显著的包括批零贸易运输餐饮、房地产以及建筑业都会遭受重创。

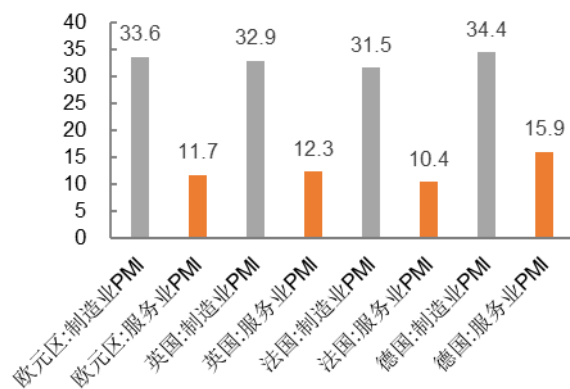
总体来看，欧洲经济对服务业的依赖程度较高，短期内受疫情及疫情防控影响可能出现显著收缩。欧洲的制造业就业密度较低，复工复产难度较小，但欧洲深度参与全球分工，汽车、飞机等产业链较复杂、全球化程度高的行业可能同时受到需求锐减以及全球供应链中断的影响，也面临较大冲击。

图表14 2020年3月欧洲主要经济体 PMI



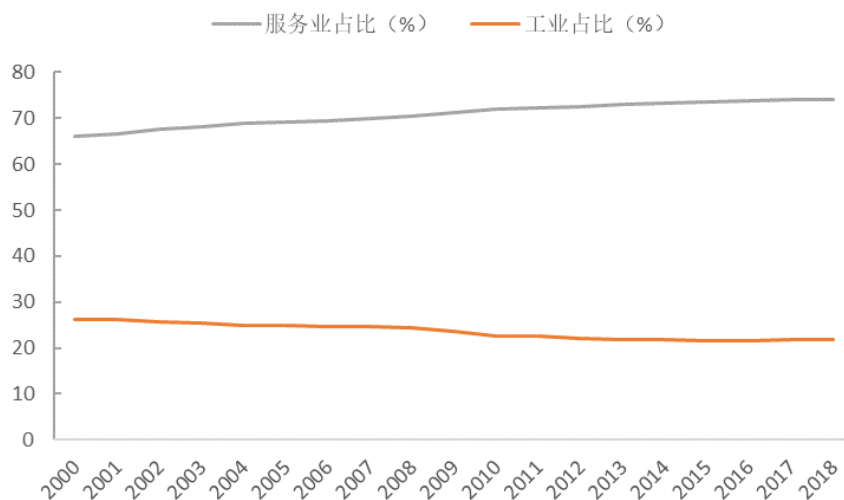
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 2020年4月欧洲主要经济体 PMI



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 欧元区 2000-2018 服务业占比及工业占比 (%)



资料来源: Eurostat, 平安证券研究所

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

欧洲整体面对疫情冲击时的应对相对于其他生产国以及资源国具备一定优势：其一，欧洲整体可以分为西欧的消费国以及中东欧的生产国，可以在一体化组织内形成生产和消费的闭环，这也提高了欧盟一致行动的必要性和收益；其二，相对于生产国以及资源国，欧洲经济受大宗商品价格、供应波动的影响相对较小，且由于在一定程度上掌握产业链上游零部件、材料的供给，相对而言占据主动性；其三，欧洲发达国家财政、货币政策相对成熟，传导机制相对畅通，且对企业和居民援助的能力也较强；四，欧洲一体化程度高，政策联动性较好，政策步调一致有利于减少不确定性，同时提高议价能力。

欧洲各国的政策应对，大致可以分为财政政策、货币政策、产业和贸易政策。财政政策主要为对企业部门和居民部门的援助，一方面降低企业的成本，为企业提供资金支持，另一方面则是保障居民就业、生活以及提供信贷支持。货币政策主要是采取了增强金融市场流动性，阶段性放松监管要求的措施。产业政策则主要是通过税收减免递延、补贴与融资便利来减轻受疫情冲击较大的一些产业，另外还包括针对性的加强防疫相关医疗物资的生产等。贸易政策则分为两个方面——加强跨境货物人流的检验检疫举措、通过减免关税等举措来促进医疗防疫物资的贸易。

从财政政策来看，通过扩张性的财政政策保障企业和居民度过难关是相对于货币政策更有效的方式，但各国之间财政政策空间的分化使得政策覆盖范围有所不足。尽管欧洲财政框架在预算规则方面具备一定的灵活性，且各国财政联合出台了 5400 亿欧元的纾困方案，但是距离欧央行估计所需的 1.5 万亿欧元刺激力度还有距离，主要矛盾在于意大利、法国等国所主张的发行共同债券计划并未得到所有成员国的认可，大规模的复苏计划难以出台。而以意大利为代表的南欧国家作为荷兰等北欧国家在欧洲的商品倾销地，经济难以得到有效支撑，实际上影响了整个欧洲地区的复苏。公共债务工具迟迟难以推出使得欧洲的一体化行动效果减弱，但是推出则会提高欧洲整体的债务风险。

从货币政策来看，由于欧洲已经基本没有了常规货币政策空间，只能通过非常规货币政策疏通传导机制。欧洲各国向金融体系注入了大量的流动性，这有利于避免金融市场出现流动性危机和系统性风险，但是对经济的提振作用相对有限。首先，由于避险情绪下美元指数重回 100 左右，对大宗商品价格形成了打压，宽松政策下价格依旧低迷；此外，由于物理隔离下，影响经济的主要是实体变量，而非名义变量，货币政策对实体变量的影响相对有限；最后，再融资、资产购买等非常规操作使得央行资产负债表规模扩大，将对财政形成较大压力。

从产业政策来看，欧洲国家侧重医疗物资保障以及航空等受疫情影响较大行业的援助。欧盟动员了超过 3.8 亿欧元资金支持治疗，诊断和疫苗研究，并支出大笔资金支持欧盟国家的医疗系统，其中 30 亿欧元来自欧盟预算，另外 30 亿欧元来自成员国，以资助紧急支援工具。欧盟为航空公司提供援助，发布了邀请欧盟成员国在冠状病毒危机期间支持空运业务的指导，以保持包括医疗物资和人员在内的基本运输流程的畅通。尽管产业政策对特定行业起到了一定扶持作用，但是无法解决疫情期间需求锐减的问题，受疫情影响较大的航空、旅游、餐饮、住宿的复苏更依赖疫情得到及早控制，这也是欧洲各国急于复工复产的原因。

从贸易政策来看，得益于一体化程度较高，成员国之间的贸易障碍较小。欧盟向成员国发布了关于“绿色通道”的指南，以确保整个欧盟范围内货物的快速、连续流动，并避免在关键的内部过境点出现瓶颈，适用于几个欧盟贸易伙伴的豁免也在逐步扩展到其他相关地区，包括西巴尔干地区。但是当前欧洲国家疫情走势一致，同时出现产能不足的问题，而外来物资的进入则面临一定的技术标准壁垒，也无法享有欧盟内部的政策红利，交易成本较高，叠加港口、物流业超负荷，国际运力不足，贸易存在一定的阻碍。

我们认为疫情或将拖累欧洲经济陷入衰退，原因如下：其一，欧洲经济整体疲弱、动能不足；其二，欧洲经济整体对服务业过于依赖，主要工业部门中飞机制造业、汽车制造业受冲击大，受疫情影响程度大；其三，欧洲整体货币政策空间不足，财政政策力度略有不足，对经济复苏缺乏足够支撑。

五、英国、德国经济抗冲击能力较强，意大利受疫情影响显著

5.1 英国：疫情发展相对滞后，内需收缩持续时间有所延长

从产业结构看，英国严重依赖服务业，英国的服务业产值占国内生产总值的 80.1%。英国各行业增加值中，公共管理、国防、教育、医疗卫生占比最高，达 18.4%，其次为批发和零售、交通、住宿和餐饮业（17.7%）、专业、科学技术活动、行政和支持性服务（13.3%）以及房地产业（13%）。2019

年对英国 GDP 拉动较多的行业主要是服务业，其中运输仓储、政府服务以及酒店餐饮占比较高，分别为 0.52%、0.4% 和 0.34%。而工业以及第一产业农林牧渔对经济的拉动都是负增长。受疫情和疫情防控影响，英国的主要产业中，公共事业的相关行业抗疫情冲击能力相对加强，而其余的服务业、房地产业短期内都面临较大冲击。

在服务业中，英国银行业发达，银行业总资产占 GDP 的比例高达 385%，银行业在英国经济运转中不仅规模庞大，且具有系统重要性。而当前银行业在疫情冲击下脆弱性凸显，资产负债两端承压。自欧债危机以来，欧洲银行体系还处于修复阶段，叠加负利率和英国脱欧等因素，欧洲银行业利润不尽如人意。近年来，欧洲银行大量裁员更是表明了欧洲银行业处于收缩阶段，整体较为脆弱。尽管英国出台了诸如购买资产、放松银行资本缓冲要求在内的一系列增强银行业流动性的措施，但结合银行业息差收窄、资本充足率水平低、需承担更多社会责任的情况，银行业风险降低有赖疫情好转和政策支持。

就英国的工业而言，尽管英国制造业增加值占 GDP 的比例较低，但其主要工业部门食品饮料、汽车、航空航天、化工以及医药行业有非常强的竞争力，食品饮料占制造业比例高达 16%，这部分受疫情影响较小，医药行业的知名制药企业葛兰素史克、阿斯利康等则将应医疗物资需求大增而获利，而汽车、航空航天、化工等行业则将面临较大冲击。

从“三驾马车”对 GDP 的贡献看，消费占比最高，2019 年达 63.1%，其次为出口和投资。可以看出，英国经济主要依靠内需拉动，此外出口也对经济有一定贡献。美国、德国、法国和荷兰分别为英国的前五大出口国，在当前欧美疫情发展态势还未得到有效控制的情况下，英国内外需两端承压，但内需的企稳相对更重要。

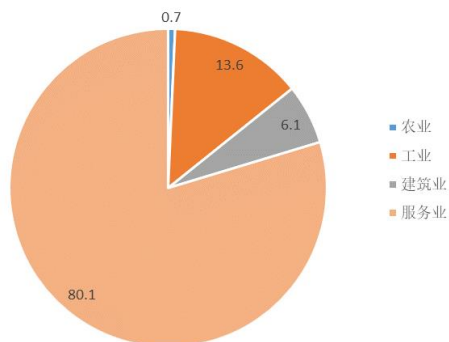
整体而言，英国由于较晚执行大力度人群、人流管控，且产业中抗周期性行业有一定占比，3 月 PMI 表现较其它欧洲主要经济体较好。考虑到英国近日来高于其他国家且未出现明显下降趋势的新增确诊人数，较高的服务业占比，以及主要出口国的疫情发展态势，疫情对英国经济影响的时间将有所延长，但英国经济结构中食品、药品、公用事业等抗周期性行业占比较高，且财政状况相对健康，一旦疫情得到有效控制，经济复苏相对较快。基于国际疫情 8 月消退，本国疫情基本控制的假设情景，我们推算出英国全年 GDP 增速将收缩 6.5%，失业率将上升至 7.75%。

图表17 疫情下英国经济数据情景分析（2020 年）

情景	具体情景	GDP 实际增速	平均失业率
乐观情景	国际疫情 6 月消退，本国疫情基本控制	-5.18%	7.09%
中观情景	国际疫情 8 月消退，本国疫情基本控制	-6.50%	7.75%
悲观情景	国际疫情 10 月消退，本国疫情基本控制	-7.82%	8.41%

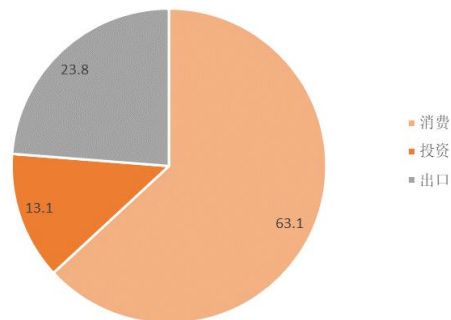
资料来源：平安证券研究所

图表18 2018年英国产业结构(%)



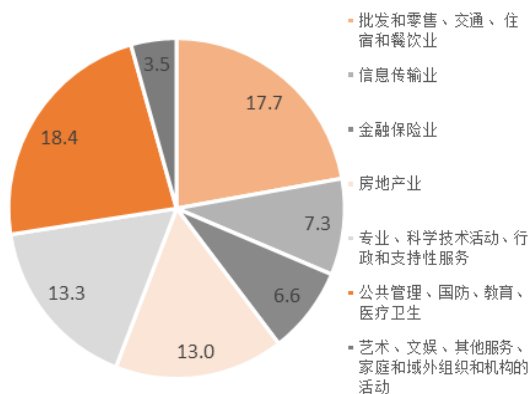
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 2019年英国消费、投资、出口对GDP贡献(%)



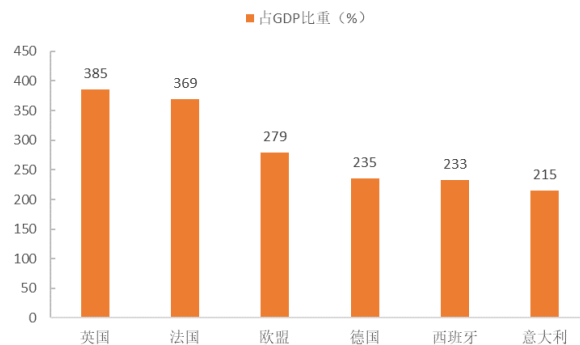
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 2018年英国部分行业增加值占比(%)



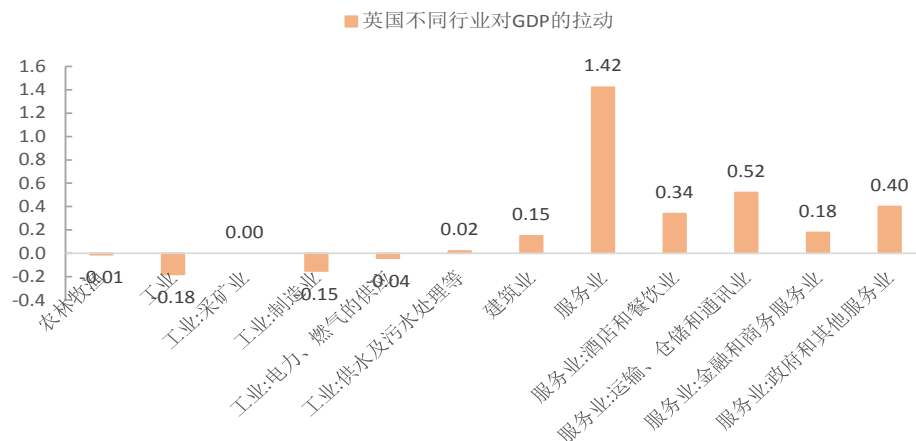
资料来源: Eurostat, 平安证券研究所

图表21 2018年英国银行业总资产占GDP比例较高



资料来源: Eurostat, 平安证券研究所

图表22 2019年英国不同行业对GDP的拉动(%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

5.2 法国：疫情防控形势依然严峻，服务业和工业均受阻

法国服务业增加值占 GDP 的比例高达 70.3%，工业增加值占比为 16.9%。法国的服务业中，批发零售、住宿餐饮、民航业、公共管理等为支柱产业；制造业中，飞机制造、汽车制造、民用核能、化妆品以及奢侈品行业为支柱产业。2020 年 4 月法国制造业 PMI 录得 31.5，服务业 PMI 录得 10.4，低于德国、英国。

疫情冲击下，服务业整体承压。2019 年法国国际旅游业收入达 673 亿美元，仅次于美国和西班牙，位列世界第三，且增速较快，达 10.9%。在疫情和疫情防控的影响下，旅游业这一重要经济增长点无疑将受到重大打击，收入锐减。就制造业而言，法国的航空工业、汽车工业、高铁工业较为发达，与美国波音共同垄断全球客机市场的空客，其核心为位于法国的赛峰集团，是主要的航天发动机供应商，法国是欧洲第二大汽车生产国，知名的汽车品牌包括标致、雪铁龙及雷诺等，但 3 月以来法国新车销量同比下降了 72%。在国际国内交通运输业陷入停滞的形势下，法国的交通运输制造业无疑也将受到冲击。除了运输制造业之外，法国的化妆品行业、奢侈品行业受到旅游业、零售业萧条的影响，需求不足，也将受到重创。

法国消费和出口对 GDP 的贡献较大。出口产品中，机电产品、运输设备、化工产品占比较高，出口市场也是以欧美为主，无论是从出口的产品类型还是出口市场来看，法国出口均没有有效支撑。

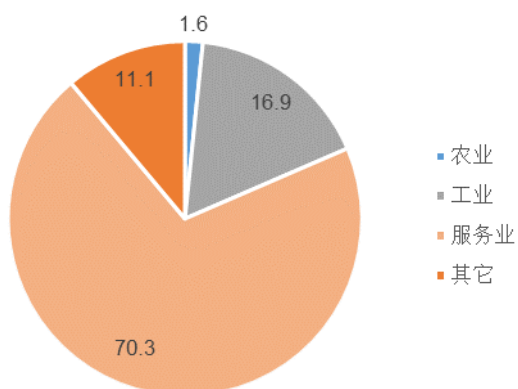
当前法国现有确诊病例数依然较多，同时法国近期将卫生紧急状态持续时间进一步延长，疫情防控形势依然严峻。结合产业结构以及疫情严重程度，法国工业服务业两端受阻，经济受疫情影响较大。基于国际疫情 8 月消退，本国疫情基本控制的假设情景，我们推算出法国全年 GDP 增速将收缩 7.2%，失业率将上升至 12.15%。

图表23 疫情下法国经济数据情景分析（2020 年）

情景	具体情景	GDP 实际增速	平均失业率
乐观情景	国际疫情 6 月消退，本国疫情基本控制	-5.78%	11.44%
中观情景	国际疫情 8 月消退，本国疫情基本控制	-7.20%	12.15%
悲观情景	国际疫情 10 月消退，本国疫情基本控制	-8.62%	12.86%

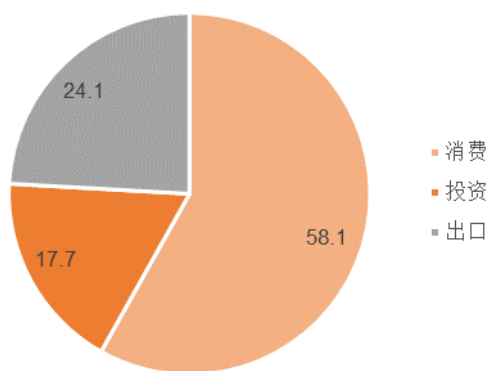
资料来源：平安证券研究所

图表24 2018 年法国产业结构（%）



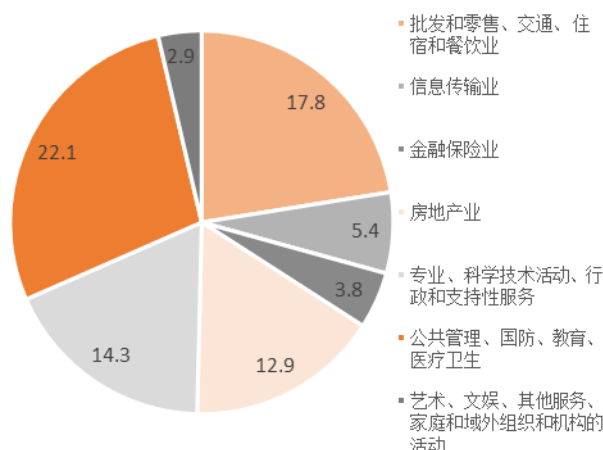
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表25 2019 年法国消费、投资、出口对 GDP 贡献（%）



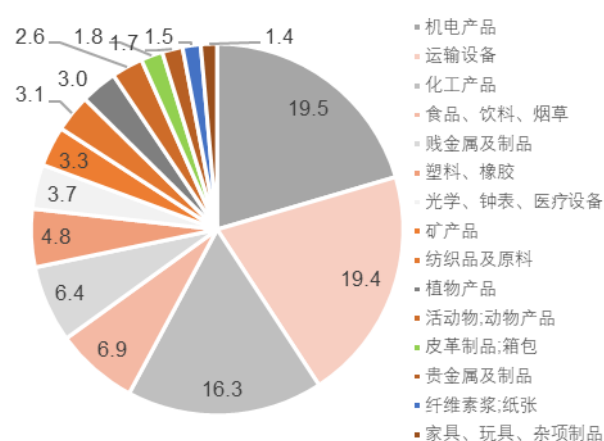
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表26 2018年法国部分行业增加值占比(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表27 2019年法国出口产品构成(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

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

德国是欧洲第一经济大国,也是世界上屈指可数的制造业强国。德国服务业占 GDP 的比例为 61.8%,工业为 27.5%,高于其它欧洲主要经济体。有别于英、法、意、西等消费国,德国在欧洲是生产国,是欧洲的制造业中心,经济复苏有赖于供给修复。此外,尽管德国消费对 GDP 的贡献最高,但考虑到德国居民部门举债消费的倾向偏低,出口对德国经济的拉动同样显著,因此相比于其他国家,国际疫情走势对德国经济的影响更大。

相比于英国、法国及意大利等其它欧洲主要经济体,德国工业增加值占比比较高,达 24.2% (其中制造业占比 21.6%),工业基础深厚,且在医药、医用设备领域有充足的技术积淀和产能储备,这对于疫情防控、经济复工复产都有所帮助,同时制造业短期内受疫情影响较服务业更小。但是由于德国主要制造业产业中,机电产品、运输设备等产业链相对复杂,全球化程度高,在国际疫情走势存在不同步,全球供应链中断的情况下,制造业供需两端承压,受疫情影响还将持续。

德国是中国在欧洲的第一大贸易伙伴和出口国,随着中国生产生活走上正轨,经济逐步恢复,对德国经济有一定带动作用。此外,从政策端看,德国广义政府债务负担率为 69%,远低于其它欧洲主要经济体,财政政策的空间较大,德国在疫情期间又出台了欧洲规模最大的财政支持计划,德国的实体经济能得到相对较好的呵护。

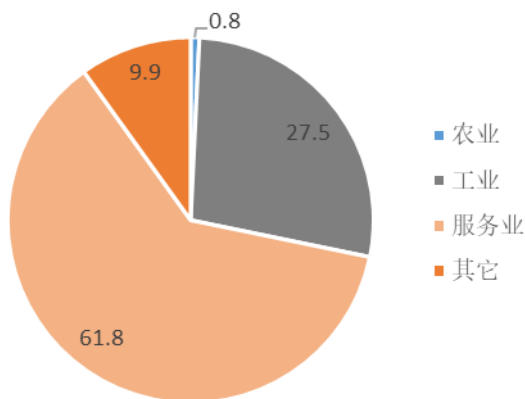
就现有数据看,德国极有可能是五国中最先控制住的疫情国家。工业制造业短期受疫情影响相对服务业较小,对德国经济基本面有一定支撑作用,加之德国财政政策刺激力度较大,当前经济表现出一定韧性。但德国经济形势受国际疫情影响较大,叠加大宗商品价格波动、国际运力削弱,全球供应链中断,受影响持续时间较长,全年经济增速不容乐观。基于国际疫情 8 月消退,本国疫情基本控制的假设情景,我们推算出德国全年 GDP 增速将收缩 7%,失业率将上升至 7%。

图表28 疫情下德国经济数据情景分析(2020年)

情景	具体情景	GDP 实际增速	平均失业率
乐观情景	国际疫情 6 月消退,本国疫情基本控制	-5.72%	6.36%
中观情景	国际疫情 8 月消退,本国疫情基本控制	-7.00%	7.00%
悲观情景	国际疫情 10 月消退,本国疫情基本控制	-8.28%	7.64%

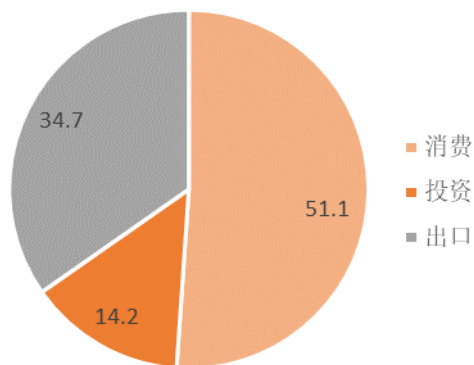
资料来源: 平安证券研究所

图表29 2018年德国产业结构(%)



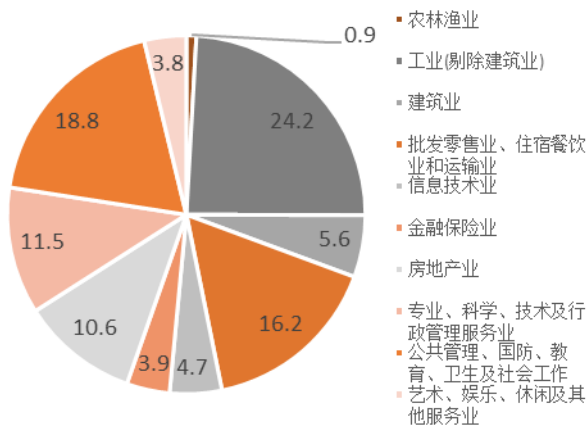
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表30 2019年德国消费、投资、出口对GDP贡献(%)



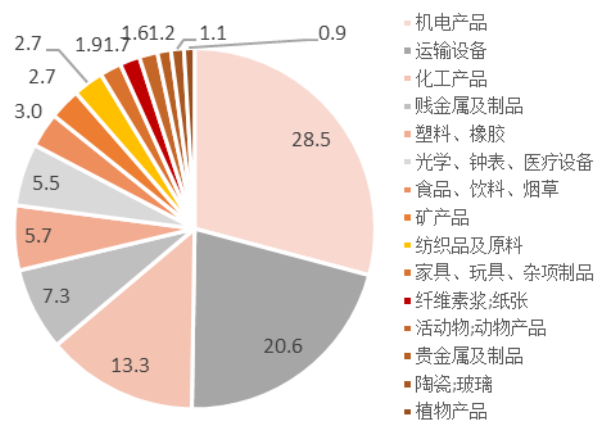
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表31 2018年德国部分行业增加值占比(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 2019年德国出口产品构成(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表33 2019年中国在欧洲的主要贸易伙伴

国家(地区)	进出口额(亿美元)	出口额(亿美元)	进口额(亿美元)
总值	45753	24984	20769
欧洲	7449	4367	3082
欧盟	7051	4285	2766
德国	1849	798	1051
英国	863	624	239
荷兰	852	740	112
法国	655	330	326
意大利	549	335	214

资料来源: 商务部, 平安证券研究所

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

意大利是欧洲第四大经济体，以中小企业闻名，中小企业数量占企业总数的 99% 以上，被誉为“中小企业王国”，且吸收就业占比达 72.2%，高于其他国家。意大利服务业增加值占 GDP 的比例为 66.3%，制造业增加值占 GDP 的比例为 21.4%。意大利的服务行业中批发零售、住宿餐饮、公共管理占比较高，制造业中汽车工业、专用设备、医药、纺织服装及奢侈品制造业为支柱产业，此外房地产业占比也较高。

由于意大利疫情形势相对严峻，病死率高，且意大利中小企业众多、资金周转困难、抗风险能力弱，在疫情面前经济脆弱性凸显。意大利的主要服务业部门中酒店、餐饮、商业及旅游业都是受疫情冲击较大的行业，主要制造业部门中汽车工业也受到较大影响，意大利 3 月汽车销量同比大跌 85%，而在 1、2 月份，下滑幅度仅为 5.9% 和 8.8%。意大利 3 月制造业 PMI 和服务业 PMI 分别跌至 40.3 和 17.4。

此外，意大利广义政府债务负担率高达 154.3%，远高于欧元区平均 86% 的水平，在援助中小企业压力较大而财政政策空间不足的情况下，受到疫情的影响相对显著。基于国际疫情 8 月消退，本国疫情基本控制的假设情景，我们推算出意大利全年 GDP 增速将收缩 9.1%，失业率将上升至 14%。

西班牙疫情发展态势同意大利类似，累计确诊人数位居世界第二，但现有确诊人数低于意大利。西班牙对旅游业的依赖程度在欧洲主要经济体中相对较高，2019 年西班牙国际旅游人数位列世界第二，仅次于法国，国际旅游收入高达 738 亿美元，仅次于美国，受疫情和疫情防控影响，旅游业及其关联的酒店业、餐饮业及零售业陷入萧条。此外，西班牙中小企业吸纳就业人数占比同样较高，稳就业压力较大。虽然西班牙近年债务水平增加较快，但其政府财政状况稳健，经济增长也相对良好，因此违约风险小于意大利，政策空间好于意大利。

考虑到意大利、西班牙经济结构的脆弱性，政府财政政策空间以及严峻的疫情形势，经济受到冲击的程度较大。考虑到疫情控制程度以及财政政策空间，西班牙整体好于意大利，3 月制造业 PMI 和服务业 PMI 分别为 45.7 和 23，均强于意大利。基于国际疫情 8 月消退，本国疫情基本控制的假设情景，我们推算出西班牙全年 GDP 增速将收缩 8%，失业率将上升至 19.28%。

图表34 疫情下意大利经济数据情景分析（2020 年）

情景	具体情景	GDP 实际增速	平均失业率
乐观情景	国际疫情 6 月消退，本国疫情基本控制	-7.53%	13.22%
中观情景	国际疫情 8 月消退，本国疫情基本控制	-9.10%	14.00%
悲观情景	国际疫情 10 月消退，本国疫情基本控制	-10.67%	14.79%

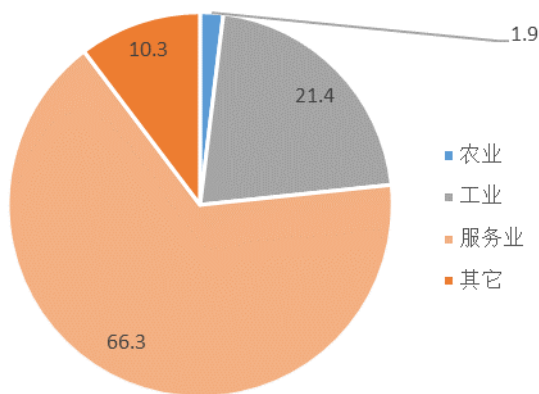
资料来源：平安证券研究所

图表35 疫情下西班牙经济数据情景分析（2020 年）

情景	具体情景	GDP 实际增速	平均失业率
乐观情景	国际疫情 6 月消退，本国疫情基本控制	-6.27%	18.41%
中观情景	国际疫情 8 月消退，本国疫情基本控制	-8.00%	19.28%
悲观情景	国际疫情 10 月消退，本国疫情基本控制	-9.73%	20.14%

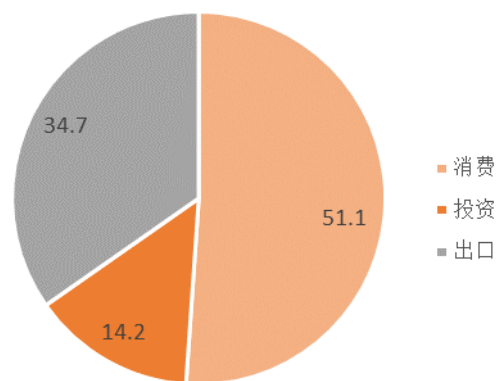
资料来源：平安证券研究所

图表36 2018 年意大利产业结构 (%)



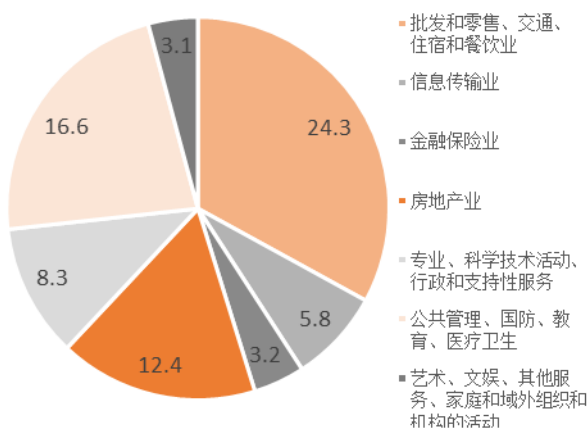
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表37 2019 年意大利消费、投资、出口对 GDP 贡献 (%)



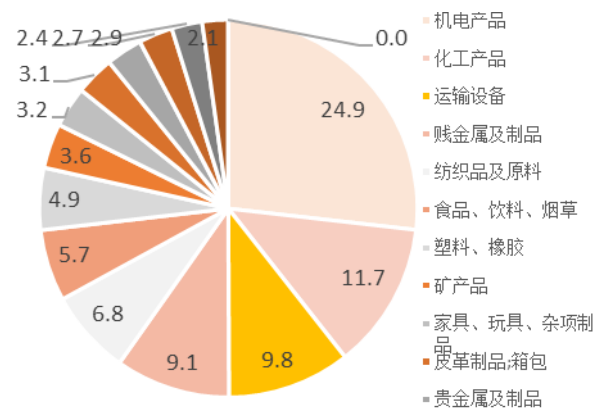
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表38 2018 年意大利部分行业增加值占比 (%)



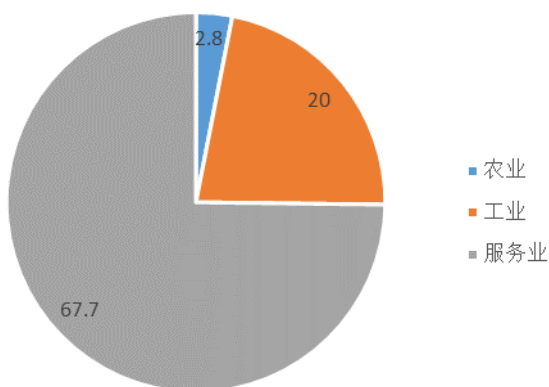
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表39 2019 年意大利出口产品构成 (%)



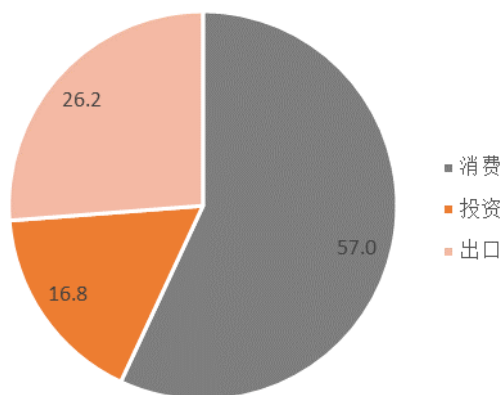
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表40 2018 年西班牙产业结构 (%)



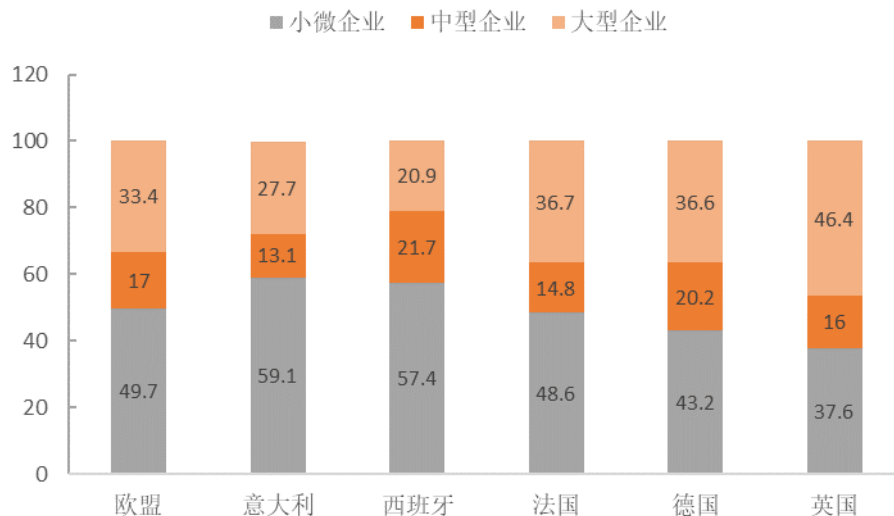
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表41 2019 年西班牙消费、投资、出口对 GDP 贡献 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表42 2019年欧洲各经济体不同规模企业吸收就业占比(%)



资料来源: Eurostat, 平安证券研究所

总体来看, 欧洲各国经济对服务业和消费依赖程度较高, 因此短期内收缩程度较大, 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, 但经济结构中抗周期性行业占比较高, 一旦疫情得到有效控制, 恢复相对较快。

六、 关注信用债违约风险, 股票市场存在投资机会

欧洲的投资机会, 主要取决于疫情走势, 风险规避优先级提高。当前欧洲疫情主要经济体新增确诊病例数有所下降, 疫情出现好转迹象, 部分国家解封在即, 需关注疫情反弹风险。当前市场风险偏好抬升, 权益市场或存在更多机会。

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

就货币而言, 由于欧洲整体基本面偏弱, 无论是从 GDP 增速、当前经济景气程度还是财政政策、货币政策空间来看, 欧洲经济复苏前景存在较大不确定性。此外, 由于前期流动性偏紧, 市场偏好持有美元, 导致欧元、英镑汇率一度下跌。年初至今, 欧元兑美元汇率下跌了 2.1%, 英镑兑美元汇率下跌了 5.71%。尽管欧元、英镑当前汇率偏低, 流动性偏好依然较高, 且欧洲经济复苏尚未有明显的支撑因素, 欧元、英镑未来走势还不明朗, 应当谨慎持有。而一旦国际疫情形势得到较好控制, 避险情绪得到缓解, 美元指数下跌, 欧元和英镑存在较大的上升空间。

就债券而言, 利率债方面, 现阶段部分欧洲国家主权债务风险整体可控, 但仍需关注。除德国外, 欧洲主要经济体广义政府杠杆率水平均高于欧元区平均水平, 其中意大利自欧债危机以来政府部门债务负担还未得到很好的减轻, 政府财政状况还未充分修复, 在疫情如此严重的情况下, 政府必将加大政府开支以促进经济复苏, 这又将加重政府债务压力, 且税收收入也将显著下滑, 减收增支的形势下, 存在一定债务风险。所幸在欧央行加大购债力度、欧洲稳定机制的作用下, 违约风险整体可控, 但内在脆弱性依然, 还需进一步关注。

部分受冲击较大行业信用债的风险需要警惕，疫情冲击叠加大宗商品价格波动，航空、汽车以及能源等行业企业经营状况不佳，偿付压力上升，其信用债可能存在雷区。而银行业与实体经济联系紧密，在实体经营状况恶化的情况下不良率攀升，对于欧洲金融债也应警惕。此外，欧洲主要经济体中，法国整体杠杆率水平高，其中私人非金融部门杠杆率和非金融企业部门杠杆率分别高至 216.3% 和 155%，在疫情对企业生产经营造成冲击的情况下，企业债券信用风险值得注意。

图表43 2019 年三季度部分国家和地区不同部门杠杆率水平 (%)

国家和地区	所有非金融部门	政府	私人非金融部门	非金融企业部门	居民部门
新兴市场	187.9	49.9	137.8	96.5	41.3
发达国家	271.6	109.1	162.5	90.4	72
美国	254	98.7	150.5	75.3	75.2
欧元区	267.1	86	166.5	108.7	57.8
德国	182.7	69	113.7	59.3	54.3
法国	332.6	116.3	216.3	155	61.4
西班牙	267.3	114.8	152.4	95	57.4
意大利	264.8	154.3	110.5	69.2	41.3
英国	281	115.7	165.3	81.5	83.9

资料来源：BIS，平安证券研究所

6.2 市场风险偏好有所抬升，股票市场存在投资机会

就股市而言，疫情冲击叠加市场恐慌造成欧洲股市暴跌，很大一部分泡沫也被挤出，股价整体已经消化了此前市场对经济负面冲击的悲观预期，许多优质公司估值偏低。而当前疫情出现拐点，欧洲股市正在进行估值修复，英国富时 100、法国 CAC40、德国 DAX 等指数均从 3 月中下旬开始缓慢爬坡，市场预期正在好转。当前股市反弹的主要影响因素依然还在于疫情，随着欧洲各国陆续将逐步宣布解封，市场情绪高涨，但此轮上涨是否可持续，需要关注疫情反弹风险。全球货币政策或将长期处于宽松周期，若是后续欧元区财政、货币政策达成较大力度的一致，股市还有上涨的可能。

就具体行业来看，短期内，疫情带来了包括互联网、原料药、仿制药、医疗器械、口罩防护服等防护用品、消毒剂生产等在内的产业发展机会，短期内存在投资机会，而一旦预期被消化完毕，则更需关注零售、公用事业、食品、农产品、纺织服装等抗周期性较强的投资标的，这些行业短期内风险较小，而长期存在上涨空间，可以选择上述行业的大型企业股票择优布局。此次疫情中，互联网在未来经济活动中的作用凸显，且疫情对欧洲居民线上消费的偏好起到了一定积极作用，存在较大增量市场，TMT 行业公司存在一定投资机会。此外，一旦欧洲疫情在 6-7 月得到基本控制，经济出现企稳迹象，前期跌幅较大的汽车、航空、酒店等行业股票将出现估值修复，可以观察疫情走势提前布局。

地产方面，欧洲旅游业发展对房地产市场拉动作用明显，因此疫情形势严重的国家房地产市场受到的冲击也较大，现阶段不宜投资，投资机会的出现有赖后续疫情得到有效控制，旅游业逐步复苏。而希腊、葡萄牙等国近年来经济形势较好，旅游业发展较快，且受疫情影响相对较小，相对适合布局。

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。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ± 10%之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号 平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033	