

宏观研究/专题研究

2020年05月08日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

1《宏观：逆全球化下的价值链重构与行业冲击》2020.05

2《宏观：两会前瞻：增长目标让位于稳就业》2020.05

3《宏观：保就业需要多少 GDP 增速？》2020.04

各国重启经济准备好了吗？

核心观点

欧美渐进重启经济是二三季度宏观核心主线之一。随着疫情在全球范围内趋于稳定，多国纷纷开始放松社会管制措施，开展复工复产计划。疫情稳定期的国家复工是全球经济复苏的重要标志，但解封可能带来疫情二次爆发的隐忧仍然存在，各国须统筹兼顾疫情防控和复工复产，难以掉以轻心。五月是下半年全球经济走势的重要观察期，决定了下半年全球经济关键词能否从“疫情防控”顺利转向“重启经济”。

北美：疫情处于平台震荡期，重启风险大

4月中旬，美国疫情出现好转迹象，先是新增确诊病例开始回落，随后多州州长表示新冠肺炎住院病例开始减少。目前，美国已有24个州进入复工复产阶段。然而，复工后美国疫情几乎立刻出现反弹，多州单日新增确诊病例和新增死亡病例大幅回升。加拿大与美国同属疫情爆发期，多省解封后同样导致了显著的疫情反弹。面对庞大的感染基数、尚未下降的现有确诊数量、处于“平台震荡期”的新增确诊数量，过早重启经济无疑将为北美疫情带来很大的不确定性。

欧洲：多国疫情开始趋稳，具备复工条件

随着疫情趋稳，欧洲多国宣布复工计划。瑞士、芬兰、奥地利、德国、挪威等纷纷于4月底之前宣布放松管控措施。总体来看，欧洲各国基本都已跨过现有确诊病例的峰值，进入了疫情稳定期，具备了复工复产的基础条件。已解封的国家在解封后疫情普遍出现了小幅反弹，但很快得到控制，维持住了下降趋势；几乎所有政府对复工的态度都十分谨慎，解封措施多以渐进、分区、协调的方式展开。我们预计欧洲多数国家的医疗系统可以承受渐进式复工可能带来的小幅疫情反弹。

韩伊：疫情已稳定，复工正当时

作为疫情早期的代表性国家，韩国和伊朗也于近日宣布了解封措施。两国现在的疫情状况已十分稳定。韩国的现有确诊病例早在两个月前就已达到峰值，目前的治愈率高达85%，近日新增确诊多为个位数；伊朗开始复工以来新增病例继续维持下降趋势，现已低于1000例/日，远低于疫情严重的时期。此时选择复工，两国面临的疫情反弹风险相对较低，可以较好地平衡公共卫生与经济发展。

其他新兴市场国家：疫情尚在扩散，解封恐引反复

除了新增确诊病例近几周显著下降、治愈率高达70%的马来西亚以外，其他多数新兴市场国家仍处在疫情扩散期，新增确诊病例的增长势头尚未见顶，现有确诊病例更是一路飙升。然而，为了恢复经济运行，印度、南非先后宣布将放松封城措施。事实证明，印度新增确诊数据近日屡创新高，南非复工首日亦创下新增确诊数据新高，可见仍未到达复工时机。

复工复产需谨慎，严防严控稳疫情

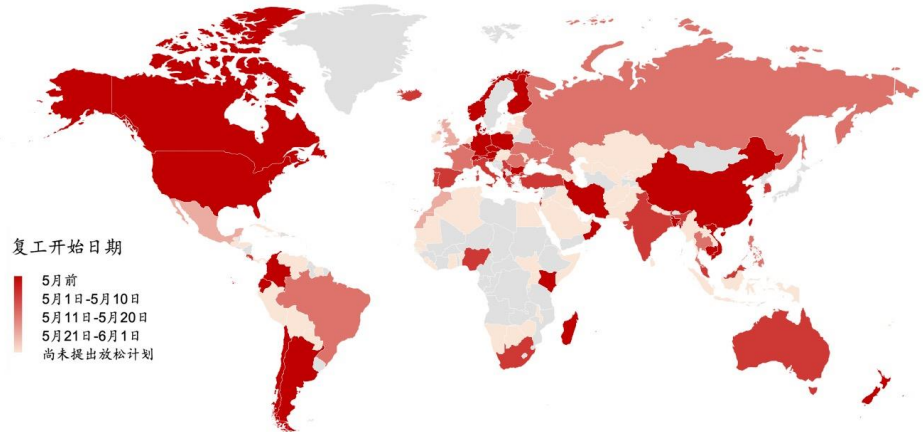
流行病学首席专家吴尊友表示目前疫苗研发进程距离得到有效结论仍需要至少6个月时间。短期内有效的隔离措施仍然是阻断病毒传播周期的主要手段。全球大规模复工复产势必面临着疫情反复的风险，存在一定的不确定性。在各国逐渐解封的过程中，除了病毒传播周期和医疗卫生水平的影响，政府统筹疫情防控和复工复产的综合治理能力和居民自身的文化素养，将共同决定复工复产效率和经济恢复速度。五月将是一个重要的观察期，决定了下半年全球经济关键词能否从“疫情防控”顺利转向“重启经济”。

风险提示：海外疫情扩散超预期，疫苗研发进展不达预期。

自“全球大流行”以来，新冠肺炎疫情在各国呈现着不同的传播态势。全球疫情蔓延的第一阶段以中国为代表，第二阶段以意大利和西班牙为主要代表，当前仍处在以美国为重灾区的第三阶段。从 4 月起，先后成为疫情“震中”的欧美国家新增确诊病例开始下降，逐渐进入疫情稳定期，治愈率不断走高，同时带动全球疫情势头趋稳。

随着疫情逐步得到控制，多国纷纷开始放松社会管制措施，开展复工复产计划。计划复工的国家是否已经达到“解封”条件，恢复经济运转是否会带来疫情的二次爆发？这关系着疫情在全球范围内的未来走势，更直接决定了全球经济能否顺利进入“攀岩期”、正式开启全面复苏。

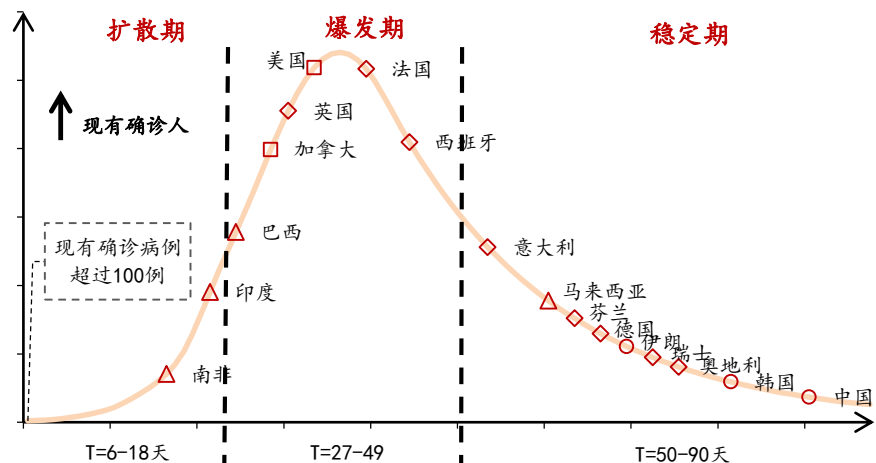
图表1：全球复工时间热力地图（截至 2020 年 5 月 8 日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们通过 SIR 模型对各国的疫情发展趋势进行拟合，得到新冠疫情发展的曲线。该模型将各国人口分为三类：易感者（Susceptible）、感染者（Infective）、恢复者（Recovered）。核心参数包括单位时间内人均有效传染次数 λ （反映疫情扩散特性）和单位时间治愈患者比例 μ （反映医疗水平）。使用累计确诊病例-累计死亡病例-累计治愈病例表示模型中的感染者人数，将各国现存确诊人数过百的第一天对齐，结合现有数据与防控情况、医疗条件，对已发布复工计划的各个国家疫情的所处阶段进行判断。结果显示，中韩的疫情已经得到基本控制，欧洲多数复工国家的现有确诊病例数量已经越过峰值并显著下降，进入稳定期，美国新增确诊病例较峰值已有明显的回落开始震荡减少，但现有确诊病例尚未封顶。同时，中东、拉美等新兴市场国家疫情正在加速蔓延的迹象不容忽视，印度、巴西等国家新增确诊人数屡创新高，仍然存在进一步爆发的潜在风险。

图表2：主要复工国家新冠疫情发展阶段



资料来源：Wind，华泰证券研究所

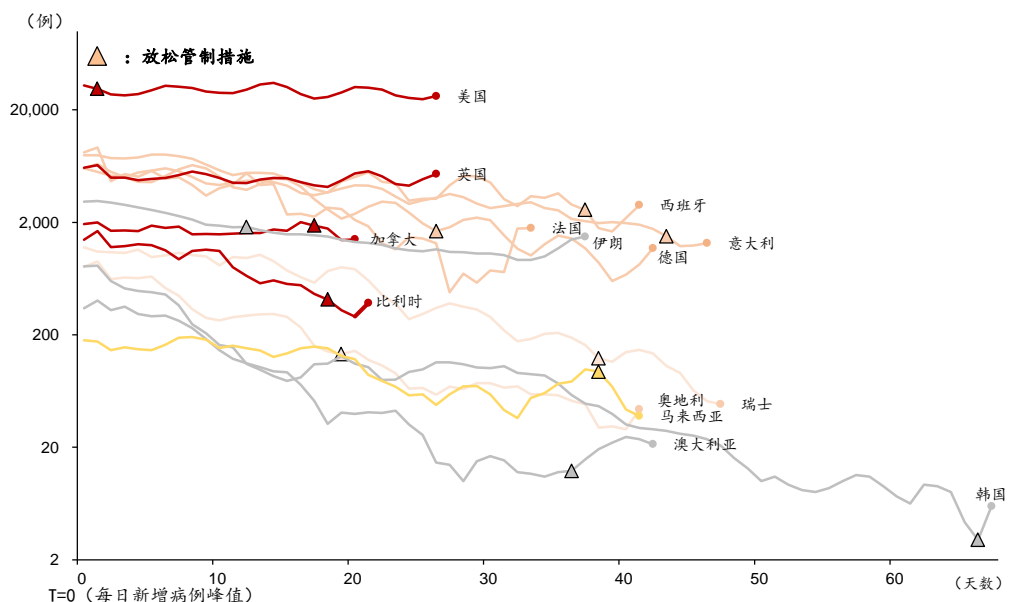
北美：疫情处于“平台震荡期”，重启风险大

自疫情在美国爆发以来，白宫及联邦政府官员多次表达了早日放松防控措施，进而恢复经济活动的意愿。4月中旬，美国疫情出现好转迹象，先是新增确诊病例开始回落，随后多州州长表示新冠肺炎住院病例开始减少。截至5月4日，美国包括得克萨斯州和佐治亚州在内的24个州进入复工复产阶段，逐步恢复餐饮、零售和其他商业活动。佐治亚州4月25日成为美国首个正式“重启”的州，理发店、健身房、电影院和餐厅等商业场所重新营业；得克萨斯州和俄亥俄州在5月1日开始第一阶段经济重启计划；纽约州州长科莫表示，纽约州预计将从5月15日起重新开放。

然而，复工后美国疫情几乎立刻出现反弹：据路透社报道，4月30日，宾夕法尼亚州等7个州新增确诊创新高，新泽西州等8个州的新增死亡创新高；5月1日，华盛顿特区、路易斯安那州和佐治亚州等地单日新增确诊病例大幅上升。目前美国累计确诊病例已经超过129万，仍处在爆发期，面对如此庞大的感染基数、尚未下降的现有确诊数量、处于“平台震荡期”的新增确诊数量，过早重启经济无疑将为美国疫情带来很大的不确定性。此外，特朗普政府推行的新冠病毒抗体检测也遭到了世卫组织及病毒学家的警告。美国国家过敏症与传染病研究所所长福奇表示，如果操之过急地复工，疫情将会再度失控，美国将重回几周前的状态。

加拿大的10个省份中目前已有8个省份宣布即将解封或已解封。加拿大新不伦瑞克省4月24日宣布四个阶段的重启计划立即开始实施，萨斯喀彻温省宣布5月4日重启，不列颠哥伦比亚省将在5月中旬开始缓慢地重新开放经济，阿尔伯塔省将从5月14日开始逐步解禁企业和商户。然而，5月3日加拿大疫情同样出现反弹，当日新增确诊病例几乎追平4月16日的峰值。目前，加拿大的现有确诊超过3万例且未现放缓迹象，与美国同属疫情爆发期，解封很可能致使疫情反复，医疗系统继续承压。

图表3：复工各国每日新增病例数据变化趋势（3日移动平均值）（截至2020年5月7日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

欧洲：多国疫情趋稳，具备复工条件

随着疫情趋稳，欧洲多国宣布复工计划。瑞士、芬兰、奥地利、挪威等纷纷于4月底之前宣布放松管控措施。一个月前到达现有确诊病例峰值的德国宣布，自4月20日起，营业面积小于800平方米的零售商可以恢复营业，学校从5月4日陆续复课。欧洲疫情“重灾区”西班牙、意大利、法国也先后宣布，从5月开始渐近、分步地放松限制性措施。

总体来看，欧洲各国基本都已跨过现有确诊病例的峰值，进入了疫情稳定期，具备了复工复产的基础条件。已经解封的国家在解封后新增确诊病例普遍出现了小幅反弹，但很快得到了进一步控制，现有确诊病例维持住了下降趋势；目前西班牙的现有确诊病例约为峰值时的 70%，治愈率高达 60%；意大利的新增确诊病例持续稳定下降，屡创新低。此外，几乎所有政府对复工的态度都十分谨慎，解封措施多以渐进、分区、协调的方式展开。德国在 8 月 31 日前仍禁止大型集会活动，奥地利的社会公共活动可能在 7 月才能恢复，意大利在 6 月 1 日才重新开放酒店、餐馆的堂食，法国政府强调在解封期间将评估解禁措施的影响，综合考虑病毒传播活跃程度和医院重症监护承压程度两个标准分区解封。如此看来，我们预计欧洲多数国家的医疗系统可以承受渐进式复工可能带来的小幅疫情反弹。

不同的是，英国疫情仍处在爆发期，复工形势较其他国家更为严峻，而英国首相约翰逊称希望英国从 5 月 26 日开始恢复工作。虽然英国政府首席科学顾问帕特里克·瓦兰斯确认英国目前的疫情感染率介于 0.6-0.9 之间，已经控制在低于 1 的水平，确诊患者人数在 4 月 10 日达到峰值 8,720 例，但英国近日的新增确诊数据仍位居世界前列，现有确诊峰值亦未见减缓势头，尚未达到解封条件。

韩伊：疫情已稳定，复工正当时

作为疫情早期的代表性国家，韩国和伊朗也于近日宣布了解封措施。韩国政府凭借高效的大范围病毒检测迅速控制了疫情，延长“社交距离”措施至 5 月 5 日，但部分放宽“社交距离”限制的强度，并计划在 5 月 6 日后转入日常生活和防疫工作并行的生活防疫阶段。伊朗首都德黑兰 4 月 18 日恢复部分“低风险”经济活动，德黑兰以外地区“低风险”经济活动 4 月 11 日获准恢复。

两国现在的疫情状况已十分稳定。韩国的现有确诊病例早在两个月前就已达到峰值，目前的治愈率高达 85%，近日新增确诊多为个位数；伊朗开始复工以来新增病例继续维持下降趋势，现已低于 1000 例/日，远低于疫情严重的时期。此时选择复工，两国面临的疫情反弹风险相对较低，可以较好地平衡公共卫生与经济发展。

其他新兴市场国家：疫情尚在扩散，解封恐引反复

除了新增确诊病例近几周显著下降、治愈率高达 70% 的马来西亚以外，其他多数新兴市场国家仍处在疫情扩散期，新增确诊病例的增长势头尚未见顶，现有确诊病例更是一路飙升。然而，为了恢复经济运行，印度内政部宣布印度将封锁期自 5 月 4 日起再延长两周，封锁期内将允许进行有限的经济活动；南非也宣布将从 5 月 1 日起根据情况逐步放松封城措施。

虽然印度卫生部表示已对全国疫情轻重程度作了全面摸底，可能将其作为地区放开的依据，但其披露的数据显示近日印度新增确诊屡创新高，最大贫民窟累计确诊已达 773 例；复工企业包含纺织和电子等制造业，大量来自贫民区的劳动人口流动将带来较大的疫情反复风险。南非作为非洲较早采取封城措施的国家，疫情控制在隔离期间取得了显著成效，但在 5 月 1 日复工首日，南非即创下新增确诊数据新高，可见其仍未到达复工时机。

此前，巴西总统博索纳罗 4 月 20 日表示，希望周内在全国范围内结束隔离措施；巴西人口最多的圣保罗州当局也宣布将从 5 月 11 日开始逐步恢复经济活动。随着隔离措施的放松，巴西疫情严重恶化，5 月 4 日新增确诊 7,473 例，成为全球新增确诊第三多的国家。迫于形势，圣保罗市和里约市先后决定在 5 月 10 日之后继续延续目前的社会隔离令。可见，在疫情曲线仍处高位时松动社会隔离，将带来疫情的迅速反弹和持续蔓延。

结论：全球经济重启仍是渐进的过程

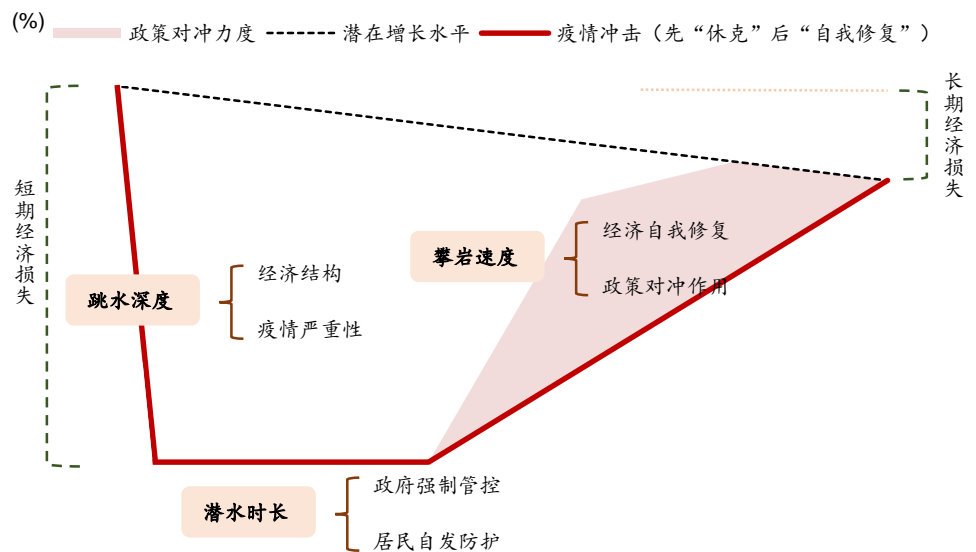
根据世界卫生组织的数据，目前全世界有 70 种新冠病毒疫苗正在研发中，其中三种已经进行了临床试验。中国疾病预防控制中心流行病学首席专家吴尊友表示，疫苗研发一般需要经历前期设计、动物实验和总计三期临床试验，每个阶段都有严格的时间及试验规模要求，以最快的速度得到疫苗有效结论仍需要至少 6 个月时间。短期内，有效的隔离措施（即便是戴口罩）仍然是阻断病毒传播周期的主要手段。

进入疫情稳定期的国家发布复工计划，是全球经济开始从疫情阴影中恢复的重要标志。然而此前，世界卫生组织总干事谭德塞在 4 月 20 日日内瓦的新闻发布会上警告“最糟糕的时刻尚未到来”，并重申尽管一些国家已在计划放松新冠疫情期间的社会管制措施，但这并不意味着任何国家疫情的结束。日本和瑞典作为早期出现疫情的国家，由于防疫措施力度不足，与同期爆发疫情的其他国家相比，疫情曲线被大大拉长；此外，印度等人口大国在疫情扩散期解封，也可能造成疫情的二次爆发，为其他国家造成输入性压力。全球大规模复工复产势必面临着疫情反复的风险，存在一定的不确定性。

同时，在各国逐渐解封的过程中，除了病毒传播周期和医疗卫生水平的影响，还有众多额外因素共同决定了复工复产效率和经济重启的速度。国家层面上，各国统筹疫情防控和复工复产的综合治理能力决定了公共安全的政策基础。比如对感染患者的行程追踪，错峰通勤的协调设计，公共场所的有效管理，防疫物资的合理储备与分配等等，各种常态化防疫下的综合治理效率都牵制着疫情反扑的传播链条。社会层面上，居民自身的文化素养和社会公德决定了公共安全的群众基础。能否严格遵循安全社交距离、自觉佩戴口罩并减少不必要的聚集，乃至能否准确评估自身感染风险以及自觉进行必要的隔离，都最终决定了各国复工复产环境的整体安全水平。

我们认为，从当前的疫情趋势看，全球重启经济仍是渐进的过程。五月将是一个重要的观察期。如果解封的国家能够在五月平稳、渐进的复工复产进程中成功抑制疫情反弹风险，将意味着全球经济“触底反弹”，成功迈出复苏第一步；如果多数复工国家在五月出现了大规模的疫情反弹，被迫面临再次“封城”的选择，那么下半年全球经济形势很可能继续笼罩在疫情阴影之下，经济“潜水期”将被再次拉长。

图表4： 疫情对全球经济冲击的 U 型分析框架



资料来源：华泰证券研究所

风险提示

- 1、海外疫情扩散超预期。各国常态化防疫政策效果如果不达预期，极有可能难以限制疫情的持续扩散。
- 2、疫苗研发进展不达预期。如果新冠肺炎疫苗研发进展缓慢，阻断疫情将长期依赖隔离措施，不利于全球经济重启。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张继强、芦哲本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

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：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司