

研究所

证券分析师:

021-61981316

樊磊 S0350517120001

fanl@ghzq.com.cn

欧洲二次疫情爆发对中国影响几何？

——供给冲击还是需求冲击主导？

投资要点:

相关报告

《宏观专题报告：美国对华实施国际清算制裁风险几何？》——2020-09-22

《站在2025看中国系列之二：新冷战、半脱钩与双循环》——2020-08-23

《2020年下半年宏观经济展望：市场风格转换的宏观基础》——2020-07-09

《如何在收紧流动性的同时降准降息？：具有中国特色的“扭曲操作”》——2020-05-31

《人工智能时代的经济增长、产业格局与大国博弈：智能经济》——2020-04-29

- **基准预测：**欧洲二次疫情爆发可能不会导致欧洲经济二次探底。虽然欧洲地区的单日确诊病例近期创出新高，但是参考美国6-7月间疫情恶化的经验来看，只要政府不采取全面经济停摆来防范疫情的措施，经济仍有可能持续复苏。疫情扩散与经济复苏并行不悖的关键在于通过社交隔离避免疫情急剧增长，保障医疗资源充裕使得重症患者可以得到救治。由于欧洲二次疫情重症率较低且医疗机构更有准备，目前医疗资源远远没有到挤兑的程度。我们预计欧洲各国政府不大会采取全面经济停摆遏制疫情的政策——欧洲经济仍会维持U型复苏，虽然复苏的斜率会更加平坦。因此，中国对欧洲的出口受到的冲击可能相对有限。
- **极端情况：**欧洲乃至更多国家全面经济停摆经济二次见底，但是中国整体反而可能从中受益。疫情爆发引发的经济停摆对全球的经济和贸易都构成了需求和供给的双重冲击，但是对于整体经济的冲击以需求为主，对于贸易特别是中国相关的货物贸易冲击则以供给为主。中国和海外经济体分别在1-2月和4-5月出现大规模停工停产，两个区段上中国贸易盈余的波动和主要贸易品价格的波动证明了供给冲击的影响更为主导——即使剔除抗疫物资的因素。这意味着如果欧洲出现了新一轮的经济停摆，虽然中国对欧洲的出口增速可能下降，但对欧洲的贸易盈余可能扩张——整体经济增长仍将获益。
- **欧洲二次疫情恶化可能对美元指数构成支撑，将对人民币的升值趋势构成一定的遏制作用。**欧洲疫情恶化即使不导致欧元区经济陷入二次探底，也会降低欧洲经济U型复苏的斜率，可能会导致欧元区货币政策宽松的时间更长甚至带来更宽松的货币政策。整体而言，美元指数可能受到一定支撑，这也意味着人民币汇率的升值会因此受到一定程度的遏制。

风险提示：经济地产下滑超预期，中外疫情恶化超预期，中美关系恶化

内容目录

引言	4
1、 基准预测：欧洲 U 型复苏与中国贸易环境	5
1.1、 新冠病毒衰退之后经济修复的四种类型	5
1.2、 疫情数据恶化与经济复苏或可并行不悖	7
1.3、 有效社交隔离与避免医疗资源挤兑是关键	7
1.4、 欧洲的 U 型复苏与中国对欧洲的出口	10
2、 如果欧洲乃至更多国家走向经济停摆	13
2.1、 一次疫情回顾：全球贸易下行的典型事实	13
2.2、 进出口同步大幅下滑的三种解释	16
2.3、 疫情冲击与中国的贸易盈余之感	17
2.4、 抗疫物资出口的影响	22
2.5、 中国经济整体或受益于海外经济再度停摆	23
3、 疫情二次爆发与人民币汇率	26
4、 风险提示	26

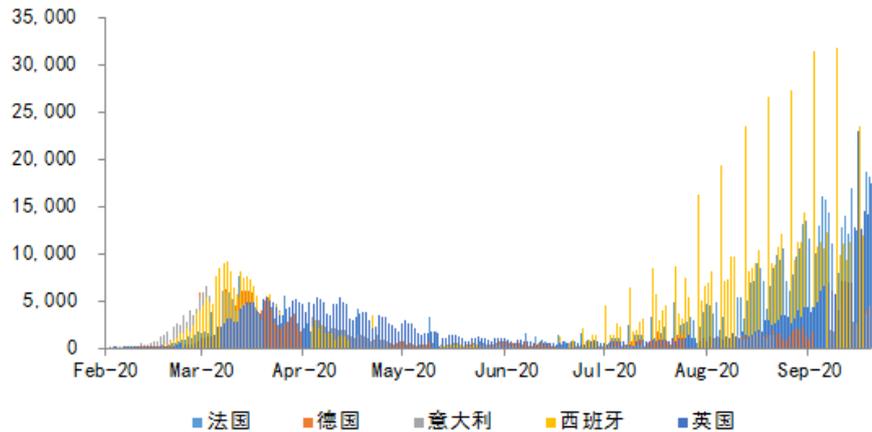
图表目录

图表 1: 主要欧洲国家单日新增病例.....	4
图表 2: 中国的 V 型复苏.....	5
图表 3: 美国 U 型复苏.....	6
图表 4: W 型复苏发生在美国 1980 年代.....	6
图表 5: 美国每日新增案例与工业生产指数 (2012 年=100) 对比.....	7
图表 6: 纽约每日新增病例.....	8
图表 7: 瑞典每日死亡案例.....	9
图表 8: 英法意三国住院人口统计.....	9
图表 9: 欧洲各国 ICU 使用率.....	10
图表 10: 欧洲各国死亡病例.....	10
图表 11: 欧洲公共交通再次收到疫情冲击.....	11
图表 12: 欧洲旅店预定也出现再次下滑.....	11
图表 13: 中欧贸易额与欧洲 GDP.....	12
图表 14: 美国货物贸易进出口同比增速 (%).....	13
图表 15: 日本货物贸易进出口同比增速 (%).....	13
图表 16: 德国货物贸易进出口同比增速 (%).....	14
图表 17: 印度货物贸易进出口同比增速 (%).....	14
图表 18: 英国货物贸易进出口同比增长.....	15
图表 19: 巴西货物贸易进出口同比.....	15
图表 20: 俄罗斯货物贸易进出口同比 (%).....	15
图表 21: 全球货物贸易金额的同比增速与全球名义 GDP 同比增速.....	16
图表 22: 2020 年 1-5 月主要经济体 PPI 同比大幅下行.....	17
图表 23: 2020 年 2-6 月主要经济体核心 CPI 同比明显下行.....	17
图表 24: 3 月份疫情在全球蔓延以来 RJ/CRB 指数也大幅下行.....	18
图表 25: 初始状态的贸易盈余.....	18
图表 26: 国内总需求收缩冲击下的贸易盈余扩张.....	18
图表 27: 初始状态的贸易盈余.....	19
图表 28: 全球总需求收缩价格下行, 贸易盈余缩小.....	19
图表 29: 中国贸易盈余经季调 (亿美元).....	19
图表 30: 中国货物贸易 (美元计价金额) 的构成 (2019 年).....	20
图表 31: 机电产品进出口价格指数 (2013 年=100).....	20
图表 32: 交运工具进出口价格指数 (2013 年=100).....	21
图表 33: 纺织品进出口价格指数 (2013 年=100).....	21
图表 34: 化工品进出口价格指数 (2013 年=100).....	21
图表 35: 中国抗疫物资的出口和其它产品出口.....	22
图表 36: 剔除抗疫物资额外贡献的中国贸易盈余.....	23
图表 37: 欧盟 27 国工业生产指数同比 (%).....	23
图表 38: 欧盟货物贸易进出口同比增速 (%).....	24
图表 39: 欧盟对美货物贸易进出口同比 (%).....	24
图表 40: 欧盟对俄罗斯货物进出口贸易同比 (%).....	24
图表 41: 中国对欧盟货物贸易进出口同比.....	24
图表 42: 美元指数与人民币汇率.....	26

引言

近期以来，不少欧洲国家的每日新增确诊病例大幅上升，甚至超过了春季高峰时期的病例，创出历史新高——例如在西班牙和法国。由于担忧疫情在秋冬季二次爆发对经济产生负面影响，甚至出现欧洲经济二次衰退，全球金融市场的风险偏好一度发生了明显的变化。那么在欧洲很可能出现的疫情二次爆发，对中国经济影响几何呢？

图表 1: 主要欧洲国家单日新增病例



资料来源：WHO，ECDC，国海证券研究所

我们认为欧洲经济对中国的影响主要包括贸易、汇率两个主要渠道。

- 在基准情况下，参考美国的经验，我们认为如果欧洲继续采取以只治重症、社交隔离为主的防疫措施并继续推动经济的复工复产，疫情的再度爆发只会影响欧洲经济复苏的斜率，并不会影响复苏的方向，或者说不会导致经济二次探底。在这种情况下，对中国出口部门的影响相对有限。
- 在极端情况下，如果欧洲二次疫情超出预期，并触发欧洲国家大面积“经济停摆”，欧洲地区可能出现需求与供给的双重收缩并引发经济二次探底。然而从一次疫情爆发的历史经验来看，虽然中国的出口有可能受到冲击，但是整体对欧元区的贸易盈余仍可能扩张，对中国经济的整体影响反而有可能是正面的。
- 欧洲疫情的二次爆发当然也意味着美元指数会获得一定支撑，导致人民币对美元升值会受到一定程度的遏制，尽管从基本面的角度而言短期人民币汇率还有一定上升空间。

1、基准预测：欧洲 U 型复苏与中国贸易环境

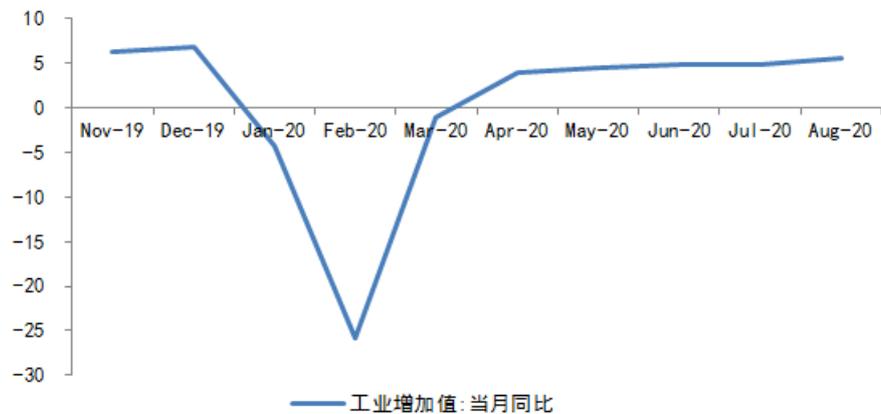
2020 年春季开始在全球蔓延的新冠疫情导致世界经济经历了明显的衰退，在衰退期间，全球贸易因为供给和需求两个方面的显著萎缩而出现了大幅下滑。现在欧洲面临疫情的二次爆发的局面，英国以及欧盟的每日新增已经创出历史新高，西班牙首都马德里更是已经宣布会重启封锁。欧洲的形势到底有多么严峻？对中国的贸易又会有怎样的影响？

1.1、新冠病毒衰退之后经济修复的四种类型

新冠疫情爆发之后市场对于全球经济的修复有多种预测，除了迅速控制疫情实现 V 型复苏之外，二次疫情爆发导致经济出现二次探底的 W 型复苏的可能性一直在投资者的关注之中。除此以外，U 型与 L 型复苏也是可能的经济复苏类型。

新冠疫情恢复的最佳情况是 V 型复苏。如果一个经济体比较迅速的控制住了疫情，生活和生产都很快回到疫情前的水平，就可以实现 V 型复苏。V 型复苏是产出水平和福利水平损失最小的复苏。中国经济在疫情之后的表现就是 V 型复苏的最好例子。从工业增加值来看，中国的工业产出已经回到了疫情前的水平。

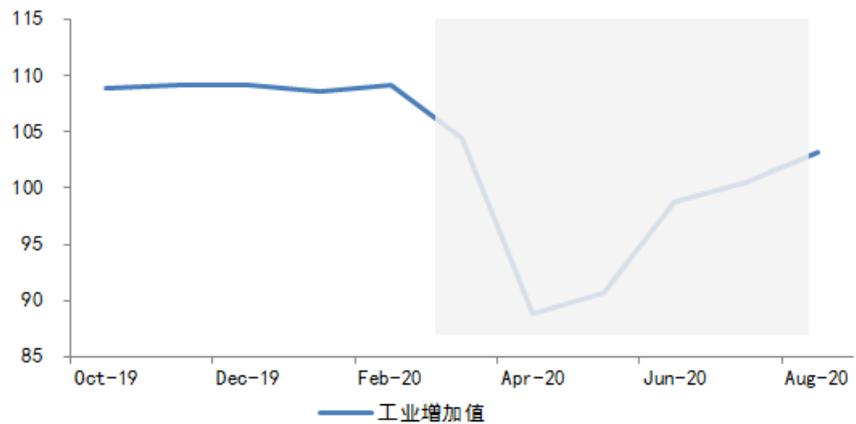
图表 2：中国的 V 型复苏



资料来源：Wind, 国海证券研究所

U 型复苏实现经济修复花的时间较长。在疫情没有在第一时间得到有效控制的情况下，生产和需求的恢复都会受到疫情持续的影响，回到疫情前的经济活动水平就需要更长的时间，这就意味着 U 型复苏。特别是当疫情持续时间偏长对经济影响较大，消费者企业家都信心不足，需求恢复的可能更慢，这也是经济出现 U 型复苏的重要原因。同样以工业附加值为例，美国在本次疫情中就呈现出 U 型复苏的态势。

图表 3: 美国 U 型复苏

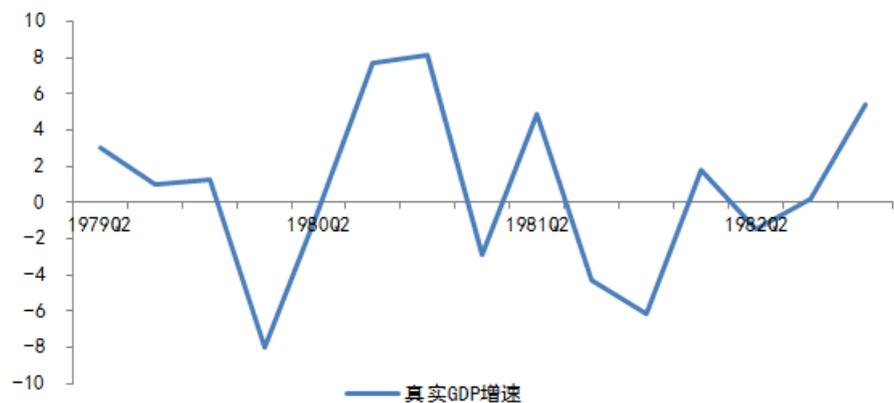


资料来源: FRED Economic Data, 国海证券研究所

W 型复苏意味着经济在衰退开始不久就快速复苏, 但是紧接着进入第二轮衰退。在新冠疫情爆发的特殊时期, 虽然第一波疫情受到一些控制, 但是如果疫情二次爆发经济活动再次被抑制, 就可能出现 W 型复苏——这也是当前市场对欧洲疫情最大的担忧。

历史上美国在 80 年代早期出现过 W 型复苏, 经历了第二次石油危机和较高的通货膨胀之后, 美国经济在 1980 年陷入衰退之后很快复苏, 美联储担忧高通货膨胀会卷土重来, 于是提高利率以抵御通胀, 导致美国经济在 1981 再次陷入衰退。

图表 4: W 型复苏发生在美国 1980 年代



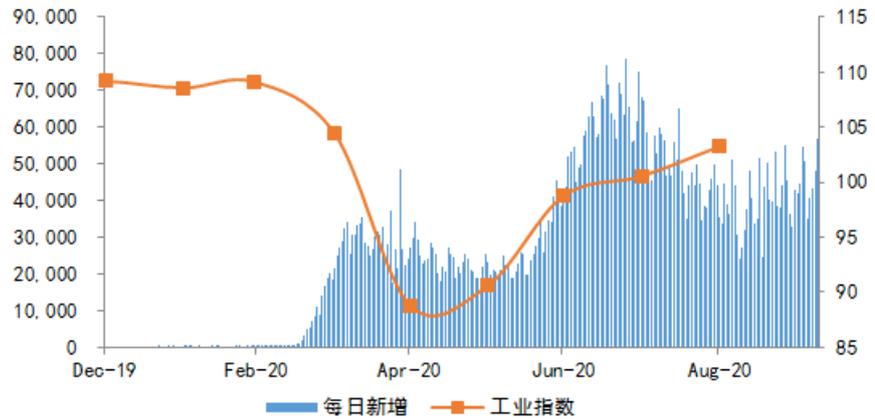
资料来源: FRED Economic Data, 国海证券研究所

最糟糕的经济复苏是 L 型复苏, 经济衰退也许在几个季度之内就会结束, 但是恢复到衰退前的经济水平需要几年。出现这种情况常常是经济增长的长期潜力受到了严重的破坏。例如, 如果疫情长期没有得到有效的控制, 大量劳动者长期失业, 可能会导致技能退化、工作意愿下滑甚至退出劳动力市场, 那么 L 型复苏就很有可能会出现。

1.2、疫情数据恶化与经济复苏或可并行不悖

虽然当前欧洲乃至更多经济体因为二次疫情经历 W 型复苏或者说经济二次探底的可能性不能排除，但是参考今年美国 6-7 月份疫情再度上升的情况来看，只要不出现新一轮大范围的经济停摆，疫情的再度恶化可以与经济持续修复同步出现——实际上，在疫情再度恶化期间，美国的经济复苏一直在持续，只是通过社交隔离等措施防范疫情过快上升。

图表 5: 美国每日新增案例与工业生产指数 (2012 年=100) 对比



资料来源: FRED Economic Data, ECDC, 国海证券研究所

如果欧洲采取和美国类似的措施,适当的社交隔离并且只治重症,继续重启经济,有理由相信当前的疫情二度复发不会导致欧洲经济重新陷入衰退。

实际上,截止到目前为止,尽管新增案例仍然在创新高,但没有任何一个欧洲国家宣布全国性的停摆。各国都只是采取针对性、局部性的措施来遏制疫情的发展。英国部分地区如利物浦进入最高级别警戒状态,禁止在室内与非家人会面,关闭酒吧夜店等场所,但是依旧保持学校开放。法国对餐馆的容量以及酒精销售的时间有严格的限制。西班牙禁止任何往返马德里的旅游与出行。德国将慕尼黑列为新冠红色区域,禁止酒吧餐馆晚上十点之后出售酒,强制行人口罩佩戴,禁止五人以上的聚集活动等等。

1.3、有效社交隔离与避免医疗资源挤兑是关键

对于中国的抗疫而言,基本上是采取全面封锁、经济停摆来彻底消灭疫情。在疫情还没有得到控制的情况下,推动经济重启会导致疫情恶化到不可承受的地步并且迫使政府重新实施经济停摆吗?

从一些地区和国家的经验看,通过一定程度的社交隔离——例如戴口罩,排队保持距离,工位之间保持距离等——就可以将新增病例控制在一定的范围。而没有出现大规模的新增病例,就可以避免出现医疗资源的挤兑——特别是当前只救治重症的策略大幅节约了医疗资源。在重症患者能够得到医疗护理的情况下,死亡率就可以维持在社会可以承受的范围内。在这种情况下,疫情扩散——当然是有

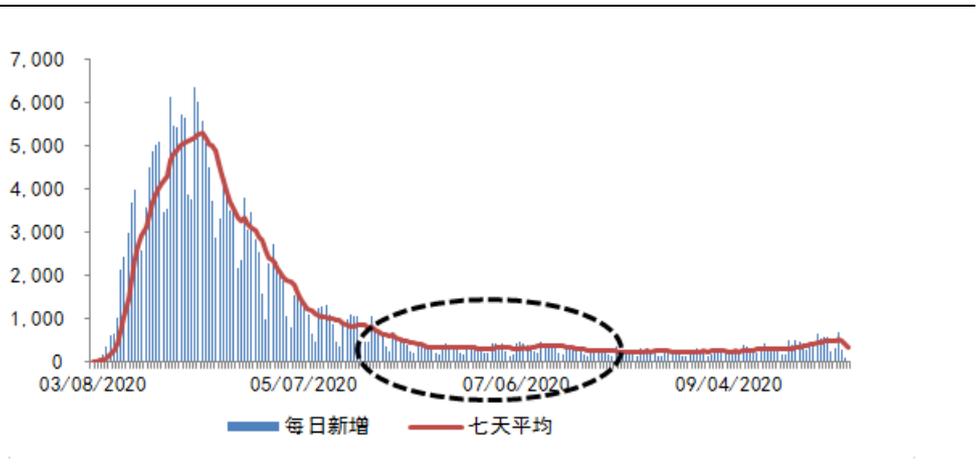
限制的扩散——就可以与经济社会重启同步，直到疫苗等最终解决方案的到来。

1.3.1、通过社交隔离避免疫情指数式扩散

对许多国家而言，全面经济停摆或并非控制疫情性价比最高的选择。早在四月份，《华尔街日报》就有文章对今年春季实施的全面封锁提出质疑。认为全面封锁停工带来的经济损失过于沉重且同时也没有能够很好地控制住疫情。

事实上，一些案例表明实施有效的社交隔离也许已经足以遏制疫情指数式的扩散。例如，纽约市在三月就迎来了疫情的大爆发，也是美国最早爆发疫情的城市之一，累计感染人数已经达到了 24 万人。进入六月份之后，随着纽约市逐渐复工复产（一阶段重启 6/8，二阶段重启 6/22，三阶段重启 7/6，四阶段重启 7/20），其每日新增稳定在 300 人左右（如图），并没有因为复工而出现感染人数的增长。相较于纽约市人口密度与数量，可以说疫情得到了不错的缓解，也提供了一个很好的兼顾复工与抗疫的范例。

图表 6: 纽约每日新增病例



注：虚线圈出部分是纽约经济重启阶段。资料来源：纽约市卫生局 NYC health, 国海证券研究所

另一个更极端的例子是瑞典。瑞典以其“瑞典抗疫模式”在世界引发了广泛讨论，其在疫情最严重的春季并没有实施全面封锁，仅仅强制取消了 50 人以上的集会。瑞典媒体更是坚持认为口罩对于防疫的作用非常小，从而倡导民众不要戴口罩。

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_2126



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn