

作者：程泽宇；王祎凡
邮箱：research@fecr.com.cn

历史五次国际疫情对主权信用质量的影响

摘要

自2009年以来，世界卫生组织共发出过6次“国际关注的突发公共卫生事件（PHEIC）”警报，分别为2009年甲型H1N1流感、2014年脊髓灰质炎疫情、2014年西非埃博拉疫情、2015年~2016年寨卡疫情、2018年开始的刚果(金)埃博拉疫情以及2020年新型冠状病毒肺炎疫情。本文主要分析前5次国际疫情对相关国家主权信用质量的影响：

从经济增速看，虽然受疫情影响国家所处的经济增长周期不同，但在疫情发生当年（N年）和次年（N+1年），大多数受疫情影响严重国家的实际GDP增速均呈现下降趋势，当年经济增幅平均下降约4.60个百分点，次年经济平均增幅继续下降约2.10个百分点，经济拐点会发生在疫情发生后的第二年（N+2年），经济增幅平均回升约4.09个百分点。

从资本市场看，短期疫情会对全球资本市场产生较大冲击，尤其会促进黄金、国债等避险资产价格上涨，相反股票、原油、工业金属等风险资产则普遍下跌，其中股市波动较为明显。但从长期看，疫情对资本市场的影响微乎其微。

从公共财政看，疫情发生后，各国政府均采取增大财政支出和税收优惠的财政政策，在一定程度上增加了政府财政赤字和政府债务上升的压力。在疫情发生当年，大多数受疫情影响严重国家的财政赤字率呈现上升趋势（+2.45个百分点），但在次年财政收支结构明显趋于平衡；疫情发生当年政府债务压力小幅上涨（+4.23个百分点），但次年政府债务压力有所回落。

从主权信用质量看，疫情作为突发风险事件，会对主权国家的经济、财政以及部分行业造成一定冲击。一方面，如果主权国家（如美国）自身经济实力雄厚、金融市场制度完善、产业分布合理且韧性强劲，则整体抵御外部风险的能力较强，主权信用质量受影响较小。另一方面，如果主权国家（如墨西哥和巴西）自身政治局势动荡，经济结构依赖单一行业、财政收支弹性较差，则疫情的发生无疑会加大这些国家的经济下行压力和政府债务偿付压力，对主权信用质量造成一定影响。

相关研究报告：

- 1.《标普、穆迪、惠誉国家主权信用评级方法比较研究》，2019.08.13
- 2.《香港经济短期存在下行风险但长期发展活力依旧》，2019.09.10
- 3.《全球降息潮来袭 机遇与挑战并存》，2019.09.18
- 4.《土耳其军事行动加剧地区政治经济风险》，2019.10.12
- 5.《美联储10月如期降息 全球央行继续利率博弈》，2019.11.01
- 6.《保守党获得绝对优势 英国脱欧逐步明朗》，2019.12.13
- 7.《“一带一路”核心国家主权信用风险分析（2019）》，2020.01.07
- 8.《新型肺炎疫情对中国经济的影响》，2020.02.05

北京时间1月31日凌晨，世界卫生组织（WHO）就中国发生的新型冠状病毒（COVID-19）疫情再次召开突发事件委员会会议，并宣布新型冠状病毒疫情为“国际关注的突发公共卫生事件”（Public Health Emergency of International Concern, PHEIC）。

WHO将中国发生的新型冠状病毒疫情列入“PHEIC”后引起一阵恐慌，不少民众错误地将本次事件看作中国被列入“疫区国”，认为中国经济可能会因此而大幅衰退。为此，本文首先介绍什么是“PHEIC”以及辟谣其与“疫区国”的区别，然后梳理历史上被列入“PHEIC”的前5次国际疫情，最后分析国际疫情对主要受影响国家主权信用质量的影响。

一、“PHEIC”介绍

（一）列入“PHEIC”与“疫区国”的区别

不少民众错误地将本次事件看作中国被列入“疫区国”，且受到飞机禁飞以及限制为期3年的处理，引发了舆论对于中国是否会被经济封锁以及经济陷入衰退的担忧。以下简要对这一错误观念进行辟谣：

一是定义不同。“PHEIC”与“疫区国”是两个完全不同的概念。一方面，根据《国际卫生条例（2005）》（简称《条例》），被划定为“PHEIC”需要满足以下条件：一是该事件具有突发性、特殊性或严重性；二是疾病的国际传播可能对其他国家的公共卫生构成风险；三是需要采取协调一致的国际应对措施。另一方面，在WHO的医疗体系中并不存在“疫区国”的用法，但存在“受染地区”（Affected Area）的概念，“受染地区”是指WHO根据《条例》明确建议采取卫生措施的某个地理区域。简言之，“受染地区”只是指受到卫生安全举措限制的地区，是一个地理总称的概念；WHO卫生体系中并不存在“疫区国”的误导性说法，因此“疫区国”字样的使用是非官方、非科学的。

二是使用阶段不同。“PHEIC”的正式提出源于2005年的《国际卫生条例》，被WHO列入“PHEIC”的国家或地区则会成为“受染地区”，历史上共有6次被列入“PHEIC”的国际疫情；但在2005年之前确实存在WHO将某些地区列为“受染地区”的情况，根据WHO资料显示，2003年中国受严重急性呼吸综合征（SARS）肆虐时，WHO先后把中国内地10个省份列入受染地区，而当SARS疫情得到控制后，逐步将这些地区从受染地区名单中删除。因此，列入“PHEIC”和“受染地区”存在一定异曲同工之处，但随着时间推进和制度完善，WHO逐步采用列入“PHEIC”的疫情应对方式。

三是时间和影响不同。通常“PHEIC”发布后有效期为3个月，之后需要对所在地情况进行重新评估，如果疫情减弱或消除，则可自动解除；并非如网传所言，一旦列入“疫区国”就受限3年。此外，“PHEIC”真正的影响体现在会对受染地区人员和货物的国际流动造成不同程度的限制；而“疫区国”禁飞的说法主要是对不同“PHEIC”限制级别的片面理解，夸大了事件的严重性。

（二）列入“PHEIC”所受到的限制

WHO提出“PHEIC”是在减少对国际贸易和交通造成不必要干扰的前提下，从国际层面统一行动应对国际公共卫生突发事件，以达到防止或减少疫情跨国传播的目的。列入“PHEIC”会对该国家或地区的人员和货物国际流动造成不同程度的限制。具体来看，根据《条例》规定，如果被认定为“PHEIC”则需要突发事件委员会就当下卫生风险情况提出“临时建议”并告知缔约国和其他国家，以达到共同防治突发公共卫生事件并减少疫情扩散的目的。

这些“临时建议”可以对人员和货物提出一定安全限制，措施力度可以从“不必采取特定的卫生措施”到对来自受染地区人员“限制出境”以及货物“不准离境或入境”等不同程度的处理。

根据《条例》内容来看，WHO 针对人员流动向缔约国发布的临时建议包括：不必采取特定的卫生措施；审查在受染地区的旅行史；审查医学检查证明和任何实验室分析结果；需要做医学检查；审查疫苗接种或其它预防措施的证明；需要接种疫苗或采取其它预防措施；对疑似者进行公共卫生观察；对疑似者实行检疫或其它卫生措施；对受染者实行隔离并进行必要的治疗；追踪与受染者接触的人员；不准受染者入境；拒绝未感染的人员进入受染地区；以及进行出境检查并（或）限制来自受染地区的人员出境。

WHO 针对行李、货物、集装箱、交通工具、物品和邮包向缔约国发布的临时建议可包括以下内容：不必采取特定的卫生措施；审查载货清单和航行路线；实行检查；审查离境或过境时采取消除感染或污染措施的证明；处理行李、货物、集装箱、交通工具、物品、邮包或骸骨以消除感染或污染源（包括病媒和宿主）；采取具体卫生措施以确保安全处理和运输骸骨；实行隔离或检疫；如果现有的一切处理或操作方法均不成功，则在监控的情况下查封和销毁受感染或污染或者嫌疑的行李、货物、集装箱、交通工具、物品或邮包；以及不准离境或入境。

二、“PHEIC”历史回顾与分析

自 2009 年以来，WHO 共发出过 6 次“PHEIC”警报，分别为 2009 年甲型 H1N1 流感、2014 年脊髓灰质炎疫情、2014 年西非埃博拉疫情、2015 年~2016 年寨卡疫情、2018 年开始的刚果（金）埃博拉疫情以及 2020 年新型冠状病毒肺炎疫情。以下详细分析前 5 次国际疫情数据，并与本次新型冠状病毒肺炎疫情进行横向对比。

（一）五次“PHEIC”疫情分析

1. 2009 年甲型 H1N1 流感（又称猪流感）

2009 年 3 月底，该流感在墨西哥和美国先后爆发，短短数月流感蔓延至世界 6 大洲 136 个国家和地区。本次疫情是由流感病毒新型变异株甲型 H1N1 流感所引发的全球性流行疫情，流感病毒主要通过患者的咳嗽或打喷嚏在人与人之间传播，亦可通过接触感染。本次流感的基本传染数 R_0 （在没有对该疾病的免疫力的人群中，每个感染个体将感染的其他个体的平均数量）约为 1.4~1.6。本次疫情牵扯范围广泛，为抑制病毒的传播，墨西哥政府关闭墨西哥城大部分的公共和私人设施；美国于 10 月 24 日宣布进入“国家紧急状态”，财政和医院全力应对疫情。2009 年 4 月，WHO 宣布把这次疫情定位为“国际关注的突发公共卫生事件（PHEIC）”，但不建议关闭边界或限制旅游。

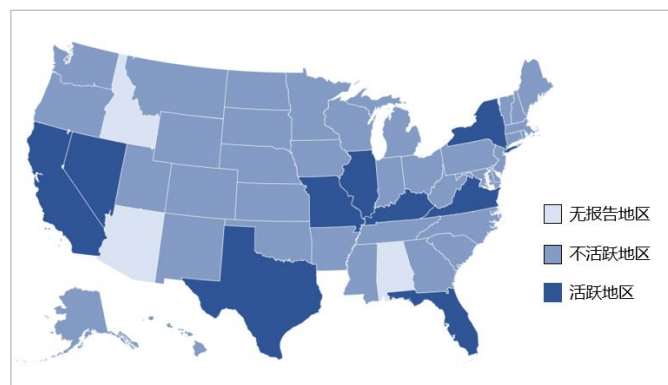


图 1：美国受甲型 H1N1 流感影响情况

数据来源：WHO

2. 2014年脊髓灰质炎疫情

脊髓灰质炎（又称小儿麻痹症）是由脊髓灰质炎病毒引发的严重危害人类健康的急性传染病。脊髓灰质炎在20世纪50年代较为常见，随着时代的发展和疫苗的研发成功，感染机率已经大幅降低。但是，在疫苗接种人群中疫苗病毒长期存在，突变可以使病毒重新激活从而产生脊髓灰质炎衍生病毒株。在2013年~2014年期间，全球范围内野生型脊髓灰质炎病毒感染病例激增86%，病毒逐步扩散到中亚、中东以及非洲中部。因此，2014年5月5日，WHO将防控脊髓灰质炎疫情升级为“国际关注的突发公共卫生事件（PHEIC）”，并提出几个临时建议（国际旅客接种疫苗等）以减少病毒的进一步传播。

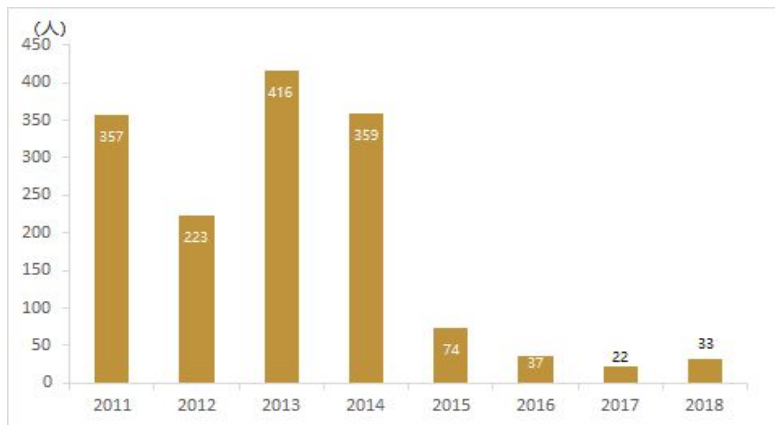


图2：脊髓灰质炎感染人数变化图

数据来源：WHO

3. 2014年西非埃博拉疫情和2018年起的刚果（金）埃博拉疫情

埃博拉病毒是一种能引起人类和灵长类动物产生埃博拉出血热的烈性传染病病毒，通常通过血液和其他体液等途径传播，基本传染数（R0）在1.5~2.5之间，但病死率超过50%，因其极高的致死率而被WHO列为对人类危害最严重的病毒之一。2014年2月，西非爆发大规模埃博拉病毒疫情。根据WHO数据显示，截至12月17日受疫情肆虐的利比里亚、塞拉利昂和几内亚等西非三国的感染病例（包括疑似病例）已达19031人，其中死亡人数达到7373人。2014年8月，西非埃博拉病毒疫情被WHO宣布构成“国际关注的突发公共卫生事件（PHEIC）”。但考虑到列入“PHEIC”可能对当地本就落后的经济雪上加霜，因此不对西非施加旅行限制。2018年5月8日，刚果（金）西北部爆发新一轮埃博拉疫情，但由于该地区经常爆发反对派与政府的武装冲突，造成超过6万人流离失所，难民迁移叠加医疗设施严重落后，导致病毒传播难以控制。2019年7月17日，WHO正式宣布将此次疫情列为“国际关注的突发公共卫生事件（PHEIC）”，但并不采取限制国际旅行或贸易的措施。

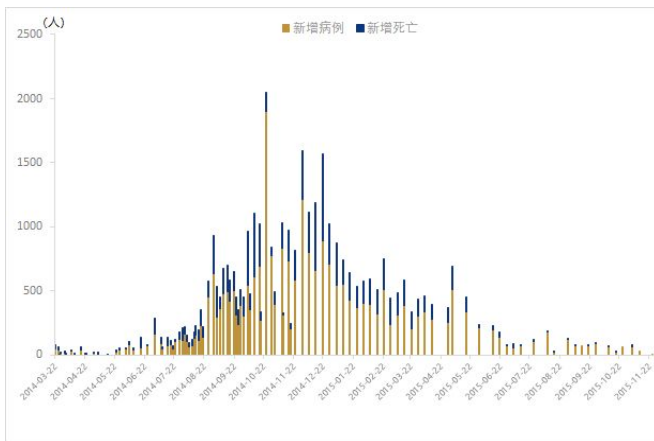


图 3: 2014 年西非埃博拉疫情

数据来源: WHO

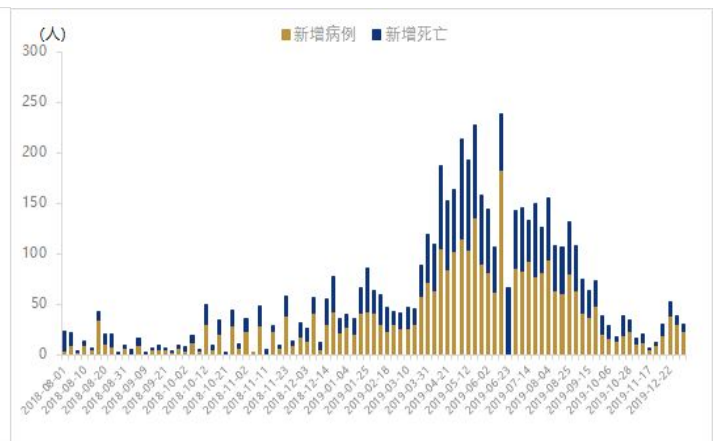


图 4: 2018 年~2020 年刚果(金)埃博拉疫情

4. 2015 年~2016 年南美寨卡疫情

寨卡病毒主要是通过带有病毒的蚊虫叮咬而引起急性疾病，多数人群(约 80%)在感染之后没有异常感觉，只有少数患者会出现低烧、头痛、关节痛以及皮肤充血变红等症状，但会引起新生儿小头畸形症。2015 年 5 月，巴西开始出现寨卡病毒感染疫情。截止 2016 年 1 月 26 日，有 24 个国家和地区有疫情报道，其中 22 个在美洲，目前欧洲多国也有报道，有蔓延全球之势。2016 年 2 月，WHO 宣布南美地区爆发的寨卡病毒疫情已构成“国际关注的突发公共卫生事件(PHEIC)”，但并不建议推迟 2016 年里约奥运会。



图 5: 2015 年~2016 年南美寨卡疫情全球感染情况

数据来源: WHO

(二) 被列入“PHEIC”的国际疫情对比

从影响范围看，被列入“PHEIC”的 6 次疫情中，2009 年甲型 H1N1 流感的影响范围最广，截至 2010 年 4 月 10 日，全球感染人数超过 610 万，其中死亡人数约 1.24 万人，但病死率保持在 0.20%左右的极低水平；2014 年脊髓灰质炎疫情的影响范围最小，主要是因为随着医学技术的不断发展，已经有相应疫苗“口服脊髓灰质炎疫苗(OPV)”和“灭活脊髓灰质炎疫苗(IPV)”预防该疾病的传播。从危害程度看，两次埃博拉疫情的感染者死亡率极高，尤其是 2019 年刚果(金)埃博拉疫情的死亡率更是高达 65%以上，主要是因为受染地区的医疗条件严重落后，再加

上战争频发以及难民数量庞大，进一步加剧了治疗的困难程度；2015年~2016年寨卡病毒感的致死率极低，约80%的感染病例没有明显症状，但可能增大感染者分娩出小头畸形儿的概率。与前5起疫情相比，虽然本次新型冠状病毒传染性较强，但得益于政府采取前所未有的强有力举措，使病死率保持在极低水平，预计战胜疫情的速度也相对较快。

表1: 被列入“PHEIC”的6次国际疫情对比

序号	国际疫情	主要影响国家	基本传染数 (R0)	感染病例	死亡病例	病死率	列入 PHEIC 时间	持续时间
1	2009年甲型 H1N1 流感	墨西哥、美国	1.4-1.6	610万人*	1.24万人	0.20%	2009年4月25日	16个月
2	2014年脊髓灰质炎疫情	阿富汗、巴基斯坦、尼日利亚	5.0-7.0	525人*	/	/	2014年5月5日	至今
3	2014年西非埃博拉疫情	几内亚、利比里亚、塞拉利昂	1.5-2.5	2.86万人*	1.13万人	39.52%	2014年8月	4个月
4	2015年~2016年寨卡疫情	巴西、哥伦比亚	3.0-6.6	150万人*	/	/	2016年2月	9个月
5	2018年~至今刚果(金)埃博拉疫情	刚果(金)	1.5-2.5	3428人*	2246人	65.52%	2019年7月	至今
6	2020年新型冠状病毒肺炎疫情	中国	1.4-5.5	4.27万人*	1017人	2.38%	2020年1月31日	待定

注：*数据截止时间分别为2010年4月10日、2018年12月31日、2016年1月14日、2016年6月1日、2020年2月3日和2020年2月10日
 数据来源：WHO

三、前5次国际疫情对主权信用质量的影响

(一) 疫情对宏观经济的影响

1. 受疫情影响严重的国家通常在 N+2 年经济大幅回升，此外庞大的经济体量有助于抵御风险冲击

前5次国际疫情对各国经济均造成不同程度的影响。从经济增速看，由于各国¹所处的经济增长周期不同，也不乏影响因素不同，因此疫情不是导致经济增速变化的主要原因，但确实起到一定推波助澜的作用。从数学统计的角度看，在疫情发生当年(N年)和次年(N+1年)，大多数国家的实际GDP增速均呈现下降趋势，当年经济增幅平均下降约4.60个百分点，次年经济增幅继续下降约2.10个百分点，经济拐点会发生在疫情发生后的第二年(N+2年)，平均经济增幅回升约4.09个百分点。

从经济体量看，2009年美国遭遇美国次债危机和甲型H1N1疫情的叠加影响，虽然疫情爆发并不是导致其经济增速下滑的主要原因，但在一定程度上起到了推波助澜的作用。值得注意的是，如果政府采取边境管制、增加贸易检疫等举措，将会使本就陷入衰退的经济雪上加霜。根据世界银行年报所言，由于当时美国经济在全球经济规模中的占比将近24%，如果美国采取严格医疗限制将可能导致全球经济缩水4.80%。因此，美国采取相对宽松的政府应对举措，只是部分学校采取了停课措施，对于边境出入、贸易旅游、开工就业等均没有任何限制。再者，由于美国是全球第一大经济体，2009年经济总量已经达到14.45万亿美元，庞大的经济规模为抵御外部风险冲击提供保障。虽然2009年实际GDP增速下降至-2.54%（主要受金融危机拖累），但次年经济增速大幅回升至2.56%，较上年增加5.10个百分点，说明美国经济结构多元且经济复苏韧性强劲。

¹ 样本选取每次疫情受影响较大的国家，分别为美国、墨西哥、尼日利亚、塞拉利昂、巴西和刚果(金)。

横向对比看，同样受甲型 H1N1 疫情肆虐以及全球金融危机影响的墨西哥，2009 年经济体量达到 9000.47 亿美元，同年实际 GDP 增速大幅下滑 6.43 个百分点至 -5.29%，经济陷入严重衰退，说明墨西哥作为中等体量国家抵御外部风险冲击的能力一般。此外，受西非埃博拉疫情的影响，2014 年塞拉利昂实际 GDP 由常年两位数的增速急转直下至 4.56%，下降幅度超过 16 个百分点。主要是因为塞拉利昂经济体量极小（50.07 亿美元），国内产业结构单一且多依赖铁矿石的生产，埃博拉疫情爆发后当地多个矿场关停，导致大量外资也随之撤出，说明其经济体量抗风险能力极差。

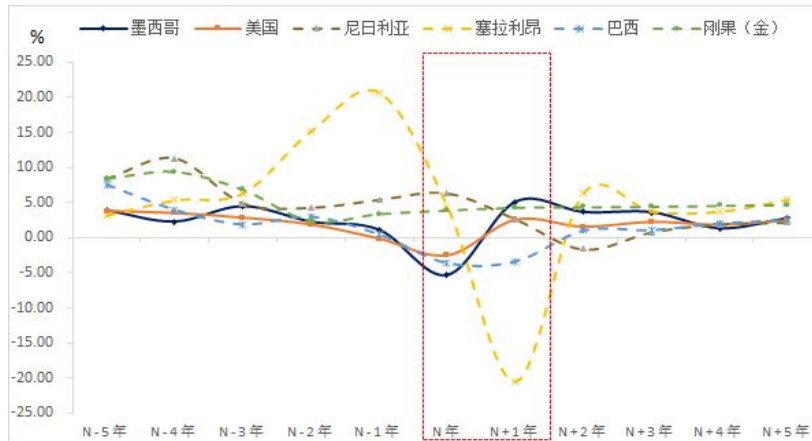


图 6: 主要受疫情影响国家实际 GDP 增速情况

注：N 年是指各国疫情发生当年的时间（以下同）

数据来源：IMF

2. 疫情发生当年（N 年）多数国家 CPI 增幅呈现小幅回落，但整体看疫情对物价的影响不大

从物价水平看，在疫情发生当年（N 年）多数国家 CPI 增幅变化并不显著，比如墨西哥（+0.17 个百分点）、尼日利亚（-0.45 个百分点）和塞拉利昂（-0.87 个百分点）。2018 年刚果（金）CPI 增幅飙升至 29.30%，并于次年大幅回落至 8.40%，主要是因为政府军与反对派战争冲突进一步加码，使基础商品价格飞速上涨进一步导致整体物价水平上升。直到 2019 年总统大选尘埃落定，这对国内政治稳定性形成一定支撑，恶性通胀问题因此大幅缓解。刚果（金）的物价大幅波动具有一定特殊性，物价变化主要受武装冲突影响。整体看，剔除战争等极端因素对物价的影响，当年 CPI 增幅平均下降约 0.52 个百分点，次年小幅回升 0.71 个百分点，疫情对物价水平的影响不大。

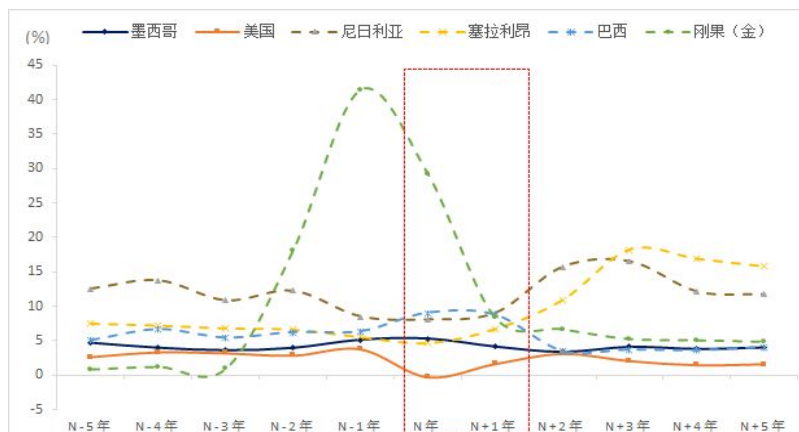


图 7: 主要受疫情影响国家 CPI 增幅情况

数据来源：IMF

3. 疫情对就业市场造成一定惯性影响，当年（N年）和次年（N+1年）失业率上升明显

疫情叠加全球经济危机以及战争频发等因素，对各国就业市场均造成明显冲击。由于尼日利亚经济发展不均衡且人口众多，经济部门无法满足就业需求，导致国内失业率长期居高不下。说明尼日利亚就业市场内生结构性问题严重，疫情并不是主要影响因素。剔除尼日利亚的极值数据，其他主要受疫情影响国家在疫情发生当年（N年）失业率平均上升约2.14个百分点，次年（N+1年）失业率继续增长约1.08个百分点。疫情对就业市场造成一定惯性影响，由于受疫情影响较大的行业主要为服务业，而服务业又是吸纳就业最多的产业，因此疫情可能会导致N年和N+1年失业率明显上升。随着经济逐步回暖，就业拐点会发生在疫情发生后的第二年（N+2年），说明就业市场情况与经济表现具有一致性。

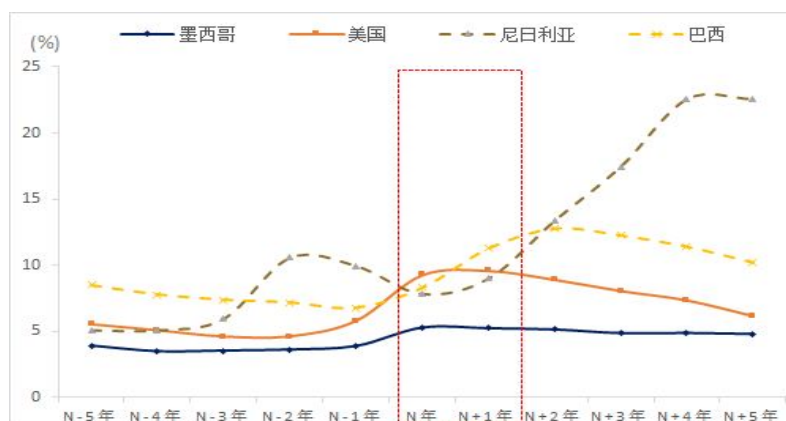


图8：主要受疫情影响国家失业率情况

注：由于部分国家失业率数据不可得，本次样本为墨西哥、美国、尼日利亚和巴西
数据来源：IMF

（二）疫情对金融结构的影响

1. 从短期看，疫情对当地餐饮、酒店、旅游以及交通运输行业造成一定冲击

从餐饮、酒店行业看，作为甲型H1N1流感疫情的“重灾区”，墨西哥首都墨西哥城关闭了大部分餐饮场所和娱乐场所，相关产业每天的损失估计达到1亿美元。以墨西哥城餐饮业为例，在拥有3.5万家各色餐馆的墨西哥城，政府要求所有餐馆不得在店内接待顾客，只允许提供外送服务且晚6点前必须停业。根据墨西哥城商业服务旅游委员会的数据显示，墨西哥城的商业销售额同疫情暴发前相比下降了25%，餐饮业营业额一路滑坡，降幅达70%。此外，估计在5月1日~5月10日黄金旅行周期间，墨西哥全国主要旅游胜地宾馆客房入住率仅在50%左右。其中，著名旅游城市洛斯卡沃斯和坎昆的客房入住率仅为28%和45%；墨西哥城当地宾馆入住率也仅为15%。

从旅游行业看，一是在2009年甲型H1N1流感疫情中，由于旅游业是墨西哥第三大外汇收入来源，2008年共有2260万国外游客访问了墨西哥的白色沙滩、殖民城镇和古代遗迹，为墨西哥创下132亿美元收入。但受甲型H1N1流感疫情影响，墨西哥政府关闭了墨西哥城的大部分公共和私人设施，宣布全国学校放假，取消了首都的数百场公众聚会。墨西哥旅游业占经济总量的8%，由于旅游业遭受重创，导致经济损失高达数百亿美元。二是在2015年~2016年出现的寨卡疫情中，根据联合国开发计划署办公室(UNDP)2017年公布的一项数据表明，寨卡病毒对拉丁美洲和加勒比地区的社会经济造成了严重的影响，初步估计经济损失高达572亿雷亚尔。尤其是巴西社会卫生条件较差，国内有感染寨卡病毒风险的人数高达1.20亿，疫情爆发时正值巴西2016年奥运会期间，寨卡病毒间接造成了310

亿雷亚尔的经济损失。三是在2014年脊髓灰质炎疫情中，由于脊髓灰质炎病例中有60%是由国际范围内传播而造成的，有越来越多的证据表明成年旅行者与这种传播相关，因此WHO对巴基斯坦、喀麦隆以及叙利亚等国提出对国际旅行者进行疫苗注射，在一定程度上限制了国际旅游的发展。

从交通运输行业看，一是在2014年西非埃博拉疫情中，为了阻断埃博拉病毒在西非的进一步传播，总部设在多哥首都洛美的ASKY航空公司宣布，暂停所有进出塞拉利昂首都弗里敦和利比里亚首都蒙罗维亚的航班。这家航空公司还停飞所有从几内亚首都科纳克里运出食品的货运飞机，并检查所有飞离那里的乘客。此外，尼日利亚阿里克航空公司宣布，将暂停所有飞赴利比里亚和塞拉利昂的直航。二是在2009年H1N1流感疫情中，多国政府发布赴墨西哥旅游警告。古巴、加拿大、阿根廷、厄瓜多尔、秘鲁、智利等国暂停了本国与墨西哥间的飞机航班；法国最主要的两家旅游行业协会和加拿大跨大西洋航空公司取消所有飞赴墨西哥的航班；欧洲各大旅行社也纷纷取消赴墨西哥游组团计划，并取消预订航班；日本旅行社甚至还取消了6月份的赴墨游组团计划；以往赴墨旅游最多的美国游客数量也出现大幅下降。与此同时，几大豪华游轮公司宣布取消在墨西哥64个港口的停泊计划，造成13.4万游客流失，经济损失估计超过1000万美元。

2. 疫情短期内会加剧资本市场波动，但长期看影响微乎其微

从短期看，疫情会对全球资本市场产生较大冲击，尤其会催生黄金、国债等避险资产价格上涨，相反股票、原油、工业金属等风险资产则普遍下跌，其中股市受冲击波动较为明显。但从长期看，疫情对资本市场的影响微乎其微。首先，从2009年甲型H1N1流感对墨西哥资本市场的影响来看。WHO于4月25日将本次疫情列为“PHEIC”，此后墨西哥MXX指数的区间振幅加剧且当日最终收跌。但意外的是，在经历连续两日下跌的调整之后，墨西哥MXX指数迅速企稳并保持一路上扬。从疫情爆发至结束，墨西哥MXX指数整体上涨约65.58%，说明短期的疫情冲击无法改变市场的长期趋势。其次，从2015年~2016年南美寨卡疫情对巴西资本市场的影响来看，在WHO宣布该疫情为“PHEIC”次日，巴西股票市场迅速反映，巴西圣保罗指数次日暴跌了4.87%，但之后巴西股票市场虽然有所震荡却一路走高。至疫情结束，整个市场上涨约53.70%，长期看疫情对资本市场的影响可能较小。

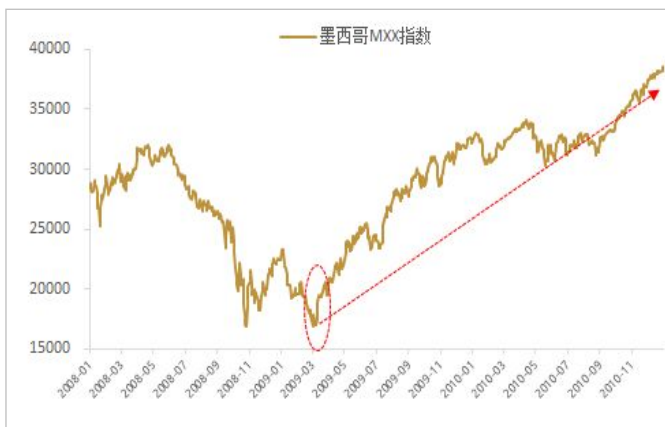


图9：疫情期间墨西哥MXX指数变化情况

数据来源：Wind 资讯

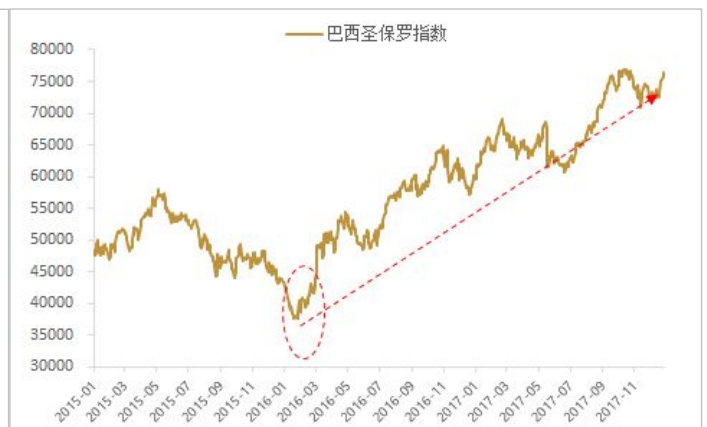


图10：疫情期间巴西圣保罗指数变化情况

（三）疫情对公共财政的影响

1. 在疫情发生当年（N年）财政赤字上升且政府债务压力增大，但均在次年（N+1年）明显改善

在疫情发生之后，各国政府均采取增大财政支出和税收优惠的财政政策，在一定程度上增加了政府财政赤字和政府债务上升的压力。在疫情发生当年（N年），大多数国家的财政赤字率呈现上升趋势，平均增长2.45个百分点，但在次年（N+1）财政收支结构明显趋于平衡；疫情发生当年政府债务压力也呈现小幅增长，平均增幅达到4.23个百分点，次年债务压力有所回落，平均增幅下降至3.98个百分点。

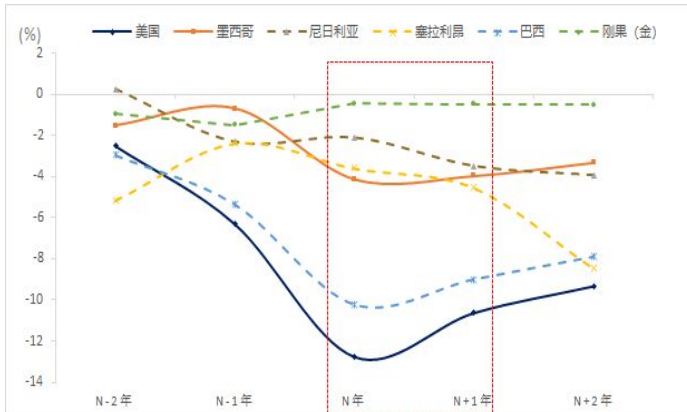


图 11: 主要受疫情影响国家财政赤字/GDP 情况

数据来源: IMF

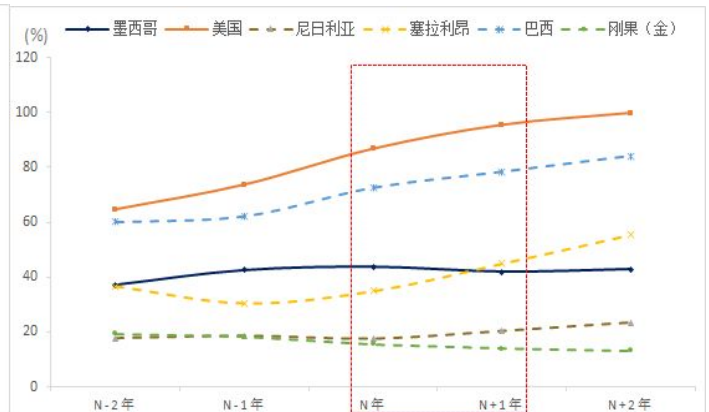


图 12: 主要受疫情影响国家政府债务/GDP 情况

以墨西哥政府为例，墨西哥政府财政部于2009年5月公布政府为应对甲型H1N1流感疫情而制定的经济发展计划。在财政支出方面，为了尽可能地弥补因甲型H1N1流感而造成的经济损失，政府将拨款288亿比索（约合21.70亿美元）来刺激经济发展。这些资金将主要用于对企业减免税收以及为有需要的企业提供优惠贷款融资，重点将针对旅游业、餐饮业和娱乐业等部门。在财政收入方面，为重振墨西哥经济，墨西哥财政部对受流感冲击较大的行业施行13亿美元的减税措施，并提供3.8亿美元的企业贷款和补助。针对观光、餐饮和娱乐业等疫情头号“受灾户”，墨西哥联邦政府还将补偿州政府25%的税收损失，让后者提供部分企业减税优惠。此外，政府把航空公司第二季的导航费削减50%，并将墨西哥港口的码头停船费减少一半。根据墨西哥财政部数据，因实行防疫紧急措施，本年度该国财政收入将减少100亿比索（约合7.52亿美元）。

在财政赤字方面，受国际金融危机和甲型H1N1流感的双重影响，墨西哥财政支出不断增加，再者其三大外汇来源侨汇收入、旅游收入和石油出口收入都出现了不同程度的下降，造成墨财政赤字达到了14年来的最高水平。此次大规模缩减的财政开支主要集中在基础设施建设和对中小企业提供的补贴方面。其中，基础设施建设开支将被墨削减126.37亿比索（约合9.76亿美元），政府行政开支将被缩减124.59亿比索（约合9.58亿美元），对中小企业的补贴和优贷开支将在原有基础上缩减4.30%。在政府债务方面，世界银行已表示将向墨西哥贷款2.05亿美元，以资助该国对抗流感疫情。而国际货币基金组织（IMF）向墨西哥提供的贷款将作为应急备用金，在外债偿付出现困难时使用。

2. 疫情会增大主权国家的信用风险敞口，但对信用质量的影响取决于主权国家自身综合实力

疫情作为突发风险事件，会对主权国家的经济、财政以及部分行业均造成一定冲击。一方面，如果主权国家（如美国）自身经济实力雄厚、金融市场制度完善、产业分布合理且韧性强劲，则整体抵御外部风险的能力很强，主权信用质量受影响较小。但另一方面，如果主权国家（如墨西哥和巴西）自身政治局势动荡，经济结构依赖单一行业、财政收支弹性较差，则疫情的发生无疑会加大这些国家的经济下行压力以及政府债务偿付压力，对主权信用质量造成一定影响。

以巴西为例，巴西是传统的农业和矿业出口大国，易受国际大宗商品市场波动影响。随着全球经济增速放缓，主要经济体对大宗商品需求减弱。2015年~2016年受国际大宗商品价格下跌影响，巴西矿业和农业遭受严重打击。寨卡病毒疫情爆发则使得巴西经济下行压力进一步加大，尤其对巴西的旅游业发展产生较大影响。两年间，巴西实际GDP增速分别下降至-3.55%和-3.31%，经济出现严重衰退。受2015年和2016年经济衰退影响，政府税收收入大幅缩减导致财政收支严重失衡，财政赤字水平分别高达9.83%和7.47%，创1996年以来新高。由于政府公共部门雇员工资以及社会福利的刚性财政支出较大，造成财政支出缺口不断累积，导致近年巴西政府债务呈现上升趋势。虽然寨卡病毒疫情不是导致巴西主权信用等级遭到下调的主要原因，但其增大了巴西主权信用风险敞口，再者巴西政府财政状况进一步恶化以及债务水平持续攀升，最终导致国际评级机构下调了巴西的主权信用等级。

表 2: 疫情前后主权信用质量情况

国家	评级机构	疫情发生前			疫情发生后		
		评级时间	信用等级	展望	评级时间	信用等级	展望
墨西哥	标普 (S&P)	2009年5月	A+/A+	负面	2009年12月	A/A	稳定
	穆迪 (Moody's)	2005年1月	Baa1/Baa1	稳定	2014年2月	A3/A3	稳定
	惠誉 (Fitch)	2008年11月	A-/A-	负面	2009年11月	BBB+/BBB+	稳定
巴西	标普 (S&P)	2015年9月	BBB-/BBB-	负面	2016年2月	BB/BB	负面
	穆迪 (Moody's)	2015年12月	Baa3/Baa3	关注降级	2016年2月	Ba2/Ba2	负面
	惠誉 (Fitch)	2015年12月	BB+/BB+	负面	2016年5月	BB/BB	负面

数据来源: S&P、Moody's、Fitch

(四) 疫情对外部金融的影响

1. 疫情对各国对外贸易整体影响有限，但墨西哥受猪流感影响出口下滑明显

对美国而言，WHO 将 2009 年甲型 H1N1 流感疫情列入“PHEIC”后不建议关闭边界或限制贸易，对美国货物和服务出口影响较小。美国货物出口增速从 2009 年 4 月的-26.4%逐步反弹至 2010 年 8 月的 18.6%；同期，服务业出口增速从-6.2%反弹 10.6%。受益于金融危机后，主要国家采取宽松的货币或财政政策刺激措施促进经济增长，在全球需求回暖的情况下货物和服务贸易出口增速均有所回升，整体受疫情影响较小。

对墨西哥而言，由于甲型 H1N1 流感的中间宿主是猪，尽管世卫组织官员多次表示，人们不会因吃猪肉制品而感染病毒，但一些国家还是停止从墨西哥进口猪肉。有超过 20 个国家和地区宣布禁止进口来自墨西哥和美国等地的猪肉和猪肉制品。这些国家中包括俄罗斯、菲律宾、韩国、泰国等。其中，俄罗斯禁止进口来自墨西哥、美国加州、得州、堪萨斯州和俄亥俄州的所有肉类，上述国家的贸易禁令给墨西哥养猪户带来冲击。根据墨西哥农业部公布数据，受日渐严重的疫情影响，墨西哥猪肉出口骤减 80%，损失约 200 万比索(约合 14.4 万美元)，至少直接导致约 3000 个家庭收入减少。

对巴西而言，2016 年 2 月 WHO 将寨卡病毒疫情列为“PHEIC”，并于同年 11 月宣布寨卡疫情结束，列入 PHEIC 持续时间为 9 个月。由于 WHO 建议不对相关国家的旅行和贸易实行普遍限制，本次疫情对巴西货物、服务出口影响有限。2015 年寨卡病毒流行期间，巴西商品和服务出口出现下行，并且服务出口下行幅度更大。具体来看，商品出口从-7%（2014 年）下行至-15%（2015 年）；同期，服务从 5%回落至-15.4%，下行较为明显。但 2016 年，

巴西货物进出口却出现回升，服务进出口也基本平稳，表明虽然寨卡病毒疫情被 WHO 纳入“PHEIC”，但对贸易的影响有限。

2. 疫情叠加其他因素，会增大受影响国家本币贬值和资本外逃风险

在疫情发生当年（N 年），主要受影响国家的本币均呈现不同程度的贬值，虽然疫情并不是造成本币贬值的主要因素，但疫情可以叠加全球金融危机、国内政治环境不稳定以及军事政变等因素，使得避险资金可能大规模流出，增大本币贬值风险。此外，如果本币贬值态势继续延续，可能进一步加剧受影响国家的资本流出和外汇储备消耗。

以巴西为例，2014 年~2016 年，巴西经常账户长期保持赤字状态。长期较高的经常账户逆差增大了巴西的外部风险：第一，巴西不得不高度开放资本账户以持续获得外资流入，在直接投资、证券投资和贸易信贷方面均采取鼓励政策，但高度开放的资本市场存在热钱流出的潜在风险，推高央行基准利率。第二，基于“三元悖论”理论，在保证资本项目高度开放和主动调整本国货币政策两个前提下，必然得放松对汇率的干预，自由浮动的汇率制度增大了本币恶性贬值风险。2016 年巴西雷亚尔贬值幅度达到 32.60%，本币大幅贬值传导至国内通胀以及外汇储备缩水。

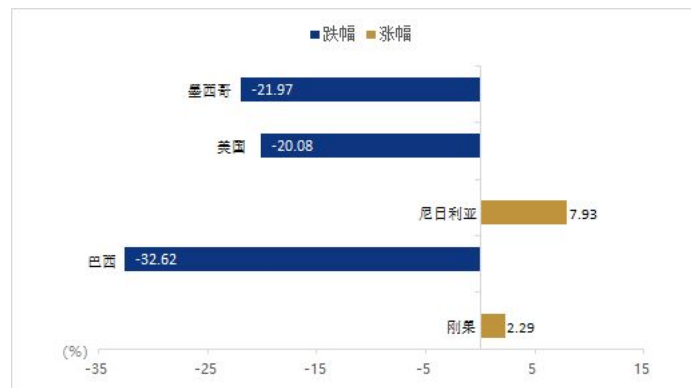


图 13: 主要受疫情影响国家货币涨跌幅情况

注：由于塞拉利昂采取固定汇率制度，因此在样本中剔除
数据来源：Wind 资讯

【作者简介】

程泽宇，澳洲国立大学国际商务硕士，研究部高级研究员。
王祎凡，新加坡国立大学统计学硕士，研究部助理研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座
11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。