

# 南非共和国

## 本次评级结果

长期本币信用等级：A<sub>i</sub>

长期外币信用等级：A<sub>i</sub>

评级展望：稳定

## 上次评级结果

长期本币信用等级：A<sub>i</sub>+

长期外币信用等级：A<sub>i</sub>+

评级展望：负面

## 本次评级时间

2017 年 10 月 22 日

分析师：王倩

邮箱：

wangqian@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 评级观点

联合评级决定将南非共和国（以下简称“南非”）长期本、外币信用等级由 A<sub>i</sub> 下调至 A<sub>i</sub>，评级展望上调为稳定。

2017 年 3 月底，祖马政府撤换财长、内阁大改组引发政坛震荡，加剧了执政党非国大内部裂痕，政治不确定性显著上升；严重旱灾有所缓解，经济在低位温和回升，但政治不确定性的上升对商业信心、私人投资及信贷成本均造成不利影响；金融体系运行大体稳健，但政治不确定性有可能加大流动性风险及资金成本；央行国有化如实现或在一定程度上损害货币政策独立性。政府继续财政整固方向，财政赤字有所收敛，但撤换财长后南非审慎财政政策方向面对的变数增加，政府债务负担上升，对债务融资的依赖令偿债来源安全性减低；外债负担适中，但兰特走贬、融资成本上升令外部脆弱性有所加大。另一方面，南非处于区域金融中心地位，金融市场的流动性较强，良好的外部融资环境为其提供了一定支撑。综上所述，联合评级认为本、外币偿债能力出现明显下降；但偿债前景较为稳定。

## 级别下调理由

### 祖马政府撤换财长、内阁大改组引发政坛震荡，加剧了执政党非国大内部裂痕，政治不确定性显著上升

2017 年 3 月底，南非政坛发生震荡，总统祖马突然召回在国外参加招商活动的财政部部长和副部长，宣布内阁大改组：10 名内阁部长和 10 名副部长均被撤换，合计被撤换人数接近南非政府部门部长和副部长总人数的 1/3。此次内阁洗牌中，被视为南非金融市场“定盘星”的财政部长戈尔丹被缺乏经济治理经验的原内政部长吉加巴替换，引发国际社会对南非财政及金融稳健性的担忧，政策连续性受到负面影响。

由于对撤换财长不满、以及一系列腐败丑闻，继去年启动弹劾总统祖马失败后，南非主要反对党民主联盟、南非工会大会等党派，及部分非国大党内部高级官员于 2017 年 8 月再次发起对祖马的不信任案投票，虽然最终不信任案未获超过半数议员支持，祖马再次涉险过关，但祖马上任以来八次不信任案投票，加上此次投票首次获批采用不记名方式，都体现出其政治支持度的下降。另一方面，执政党党内“挺祖马派”与“反祖马派”的裂痕扩大。非国大将于 2017 年 12 月举行五年一次的党全国代表大会，祖马将卸任党主席。对后继党首人选，祖马本人及挺祖马派倾向于支持前非盟主席、祖马前妻德拉米尼·祖马，延续祖马政治影响力；而由城市人口及中间派人士等组成反祖马阵营则支持奉行更务实政策的现任副总统及党副主席西里尔·拉马福萨，意图消除之前腐败丑闻对党派选情带来的不利影响。短期内党内角力在可能会趋于激烈，南非政党的稳定度有所下降。

南非将于 2019 年举行大选，执政党非国大自南非取消种族制度以来每次都以超过 60% 的选票领先，但 2016 年 8 月非国大在关键选区的地方选举中输给了反对党民主联盟，全国支持率由上次大选的 61.9% 下降至 53.91%；加上腐败丑闻及内阁改组等影响，非国大胜选的不确定性加大。但鉴于其多年积累的执政优势，年底党首换届扭转形象以及反对党力量相对薄弱，预计非国大仍在大选中具备胜算，但其一党独大的局面逐步改变。中期内，即使非国大连任，也面临打击腐败、改善政府服务效率及创造就业机会等方面的艰巨任务。

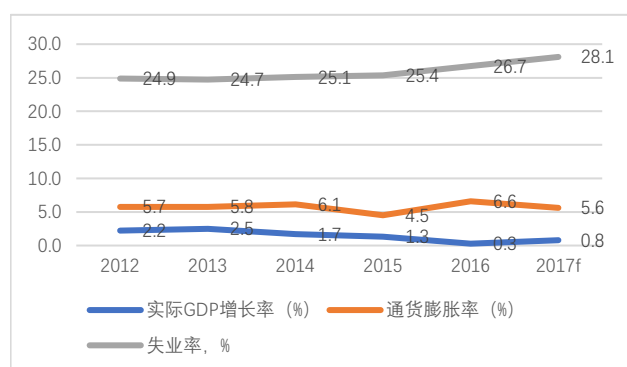
### 经济增长在低位回升，但政治不确定性及结构性瓶颈将持续制约长期增长的前景

2017 年，随着南非降雨量回归历史正常水平使得严重旱情有所缓解，以及国际大宗商品市场回暖拉动矿产品出口等因素，南非经济预计将出现回升。2016 年，南非经济增速仅 0.3%，创下了自 2009 年以来的新低；2016 年，南非 30 年来最严重的旱情导致农业大幅减产 7.8%。此外，欧洲等主要进口地对黄金、铁矿石及金属需求下降导致出口下滑，私人消费低迷，投资信心不振。严重旱灾加上兰特疲软令食品价格飞涨，2016 年南非通货膨胀率达到 6.6%，超出南非储备银行（中央银行）设定的 3%-6% 的通胀区间；制造业不振，就业岗位新增不足导致失业率攀升至 26.7%，是自 2003 年以来的最高水平。

进入 2017 年，南非经济发展脆弱性依然较大。3 月底南非政坛撤换财政部长引发政坛不稳。政治不确定性的上升对商业信心、私人投资及信贷成本均造成不利影响，2017 年前四个月南非零售业及制造业产出均继续下滑。此外，南非全国金属矿工工会罢工持续，

也将为经济前景蒙上阴影。另一方面，因为南非降雨量回归正常水平，旱情大幅缓解，大部分地区农业生产恢复较快增长。同时，国际大宗商品市场回温，南非矿业产量及出口也随之温和提振。此外，国内新电站投产将进一步改善电力供应短缺的局面，旅游业也有望连续第二年增长。综合各项因素，预计南非2017年经济增长将较上年小幅上升0.5个百分点至0.8%。2017年，因为旱情缓解，南非的食品价格将出现下行；此外随着新电站的投产，电价涨幅将趋缓，加上2017年上半年兰特币值小幅回升都将遏制通胀，预计通胀将回归5.6%的目标区间中值偏上水平。但2017年后半年，由于政治和政策的高度不确定性，兰特贬值压力仍未能消除，通胀压力仍在；同时失业率仍较难下降。

图1：南非宏观经济情况



数据来源：联合评级主权数据库；2017年数据为预测值

联合评级认为，中长期内，随着南非主要交通及能源基础设施的完工，加上黑人中产阶级规模扩大、选举周期政府加大福利支出提振内需，南非经济将延续复苏趋势。但其经济瓶颈问题突出，如电力、水力基础设施落后、技能工人短缺、失业率高企等。投资和矿业法案存在显著的不确定性，也将成为抑制外资流入的主要障碍。因此，其长期经济增长潜力将取决于结构性改革力度。

## 南非银行业及金融体系整体运行依然稳健；但主权评级下调有可能加大流动性风险及资金成本；央行国有化或在一定程度上损害货币政策独立性

南非银行业已经实施世界最先进的监管标准，按照巴塞尔III实施流动性和资本监管，并实施IFRS9关于拨备的要求，具体包括要求2017年的流动性覆盖率提高10个百分点，达到80%；2018年将开始实施净稳定资金比例（NSFR）100%的要求。南非银行业业绩良好、准备金充分，规模增长水平较低但收益足以覆盖可能增加的损失，对资本水平影响有限，银行将保持稳健的增长。2016年，南非银行业资产增长2.9%，资产净值增长11.5%。四大银行净利润同比增长2.1%，资本回报率和资产收益率下降0.54和0.01个百分点；不良贷款率下降0.2个百分点到3.25%，资产质量整体有所改善。

另一方面，南非银行业持有大量政府债券。据统计，南非大型银行的主权风险敞口已达到了资本的140%左右。主权下调的影响如果持续发酵有可能对银行资产质量、流动性、资金成本及客户信心造成负面影响。此外，2017年以来总统祖马释放出的将央行收归国有化动议和已经在政策会议上通过的相关提案的政策导向或将损害南非中央银行在政策上的独立性（目前南非央行虽然有600名私人股东，但其在央行货币政策制定上并无话语权），加大政府及执政党对其干涉，对金融稳定造成不利后果。

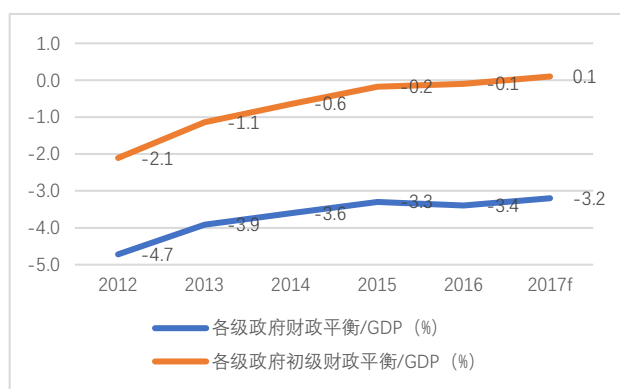
## 财政赤字虽有望收敛，但撤换财长后南非审慎财政政策方向出现变数的可能性增加，财政形势仍具一定的挑战性

2016年南非经济大幅减速导致税收增长乏力，财政支出不断扩大，政府财政赤字占

GDP 比重扩张至 3.4%，继续高于 3%的国际警戒线；初级财政也处于 0.1%的赤字状态。2017 年 2 月，南非前财政部长戈尔丹发布了 2017/18 财年预算报告，提出继续财政整固步伐的政策方向：一方面增加财政收入——对高收入群体提高税率；推出带糖饮料税，在中期修改碳排放税政策；另一方面，在未来三年将非利息预算支出的增长限制在 1.9%以内。

新任财长吉加巴表示，将继续戈尔丹 2017/18 财年审慎的财政政策，因此 2017 年财政赤字率有望小幅收敛至 3.2%，初级财政达到 0.1%的盈余。但是，由于其政治立场限制，未来与审慎财政政策背离的风险存在。如对管理失当、亏损严重的国有企业实行大规模救助；重启耗资 1 万亿兰特的核电站建设

图 2：南非政府财政状况 (%)



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

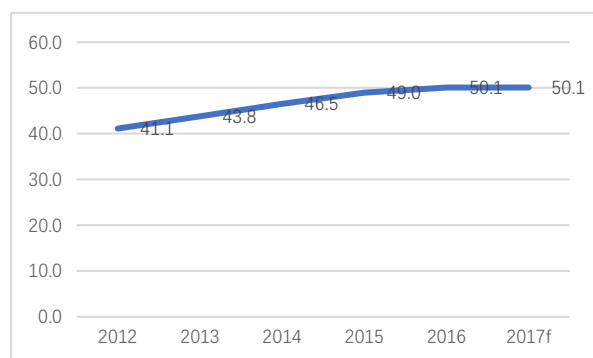
计划等。由于南非财政部较为成熟的政策制度，预算执行情况较好，加上司法机构对其的监督作用，短期内，财政失序的可能性不大。对于 2017/18 预算案中 2018/19 财年及 2019/20 财年财政赤字率分别降至 2.8%和 2.6%，并实现初级财政实现盈余的目标，如果新任财长改变财政整固及审慎的财政政策方向，

完成上述财政目标的难度会显著上升。

### 政府债务负担上升，对国际债务融资的依赖降低了偿债来源的安全度

2016 年，南非政府债务占 GDP 比重达 50.1%。近年来，南非政府债务率上升较快，从 2009 年到 2016 年，已大幅上升近 20 个百分点。从结构看，虽然南非政府以本币计价债务占绝对多数，约 90%；但政府本币债权人 有 30%左右为非本国居民。因此，政府有关的经济结构化改革、政治稳定性和财政政策的收缩等因素都对国际投资者的信心产生较大影响。在政局不稳、财政政策前景不明确的背景下，偿债来源的安全性风险显著加大。

图 3：南非政府债务占 GDP 比重 (%)



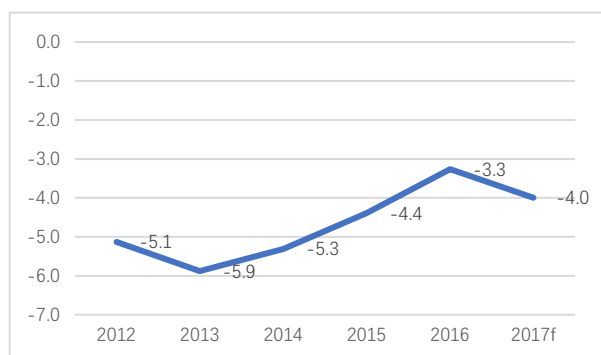
数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

### 经常项目逆差规模较大且持续

2016 年，大宗商品价格处于低位，欧洲等主要进口地对黄金、铁矿石及金属需求下降导致出口下滑；同时，国内经济低迷企业需求不振，进口也有较大萎缩，商品贸易近四年首次出现了 0.3%左右的顺差；带动经常项目逆差收窄至占 GDP 3.3%左右，较 2015 年下降 1.1 个百分点。进入 2017 年，由于国际矿业市场温和回升提振南非矿产品出口；同时，南非兰特贬值以及继续享受美国《非洲增长机会法案》中的免税待遇，将继续拉动

其矿产品出口。另一方面，随着南非政府持续推动大型基建项目，对能源及资本性设备的需求也将增加，贸易状况将再次转向占 GDP 0.7%左右的赤字。外国投资者自南非向外大量的利润汇回、向“南部非洲关税同盟”的转移支出将抵消南非旅游业等的流入，导致服务账户、收入账户及经常转移方面的大量赤字，且中期内，此种状况难以扭转。因此，预计南非2017年经常项目赤字将扩大至占GDP 4.0%的规模，中期内继续在 4.3%-4.5%之间波动。

图 4：南非经常项目平衡占 GDP 比重（%）



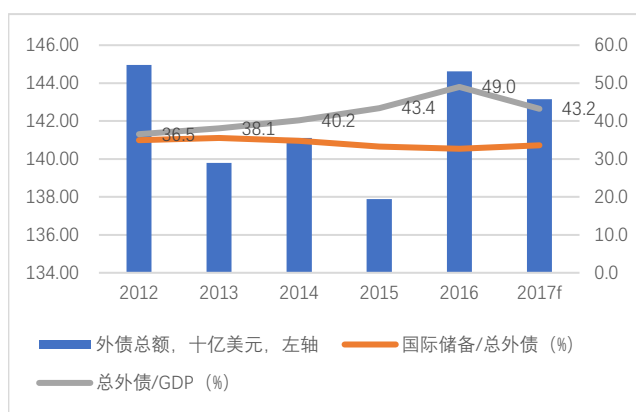
数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

### 外债负担适中，但外部脆弱性有所加大，外币偿债能力下降

近年来，南非外债负担整体呈现上升趋势；2016 年，由于兰特贬值等原因，南非总外债为 1,446.2 亿美元，占 GDP 比重增加至 49%，国际储备对总外债覆盖率为 32.7%。其中，短期外债占比约 21%；公共部门中长期外债占总外债比重约 42%，政府外债占比约 10%，政府外债负担相对较轻。从币种结构看，2016 年南非 93%左右的外债为美元和欧元债务。中期内，南非兰特对美元、欧元走贬压力仍

较大，政府外债增加压力较大。此外，南非撤换财长，主要国际评级机构将其主权降至垃圾级，也将损害债权人信心，提高其融资成本，致使其外债偿债能力下降。但鉴于南非处于区域金融中心地位，金融市场的流动性较强，良好的外部融资环境为其提供了一定的支撑。

图 5：南非外债情况



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

## 展望

综合以上，祖马政府撤换财长、内阁大改组引发政坛震荡，政治不确定性有所上升，但非国大 2019 年大选仍有较多胜算，将继续推进结构性改革。经济在低位温和回升，中期内将延续缓慢复苏态势；金融体系运行大体稳健；政府继续财政整固政策，财政赤字有所收敛；外债负担适中，虽外部脆弱性有所加大，但南非处于区域金融中心地位，金融市场的流动性较强，良好的外部融资环境为其提供了一定支撑。因此，联合评级决定对未来 1-2 年南非本、外币主权信用评级展望为稳定。

### 南非共和国信用评级关键数据

| 指标                | 2012     | 2013     | 2014     | 2015     | 2016     | 2017 <sup>f</sup> |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------------|
| 名义 GDP（十亿美元）      | 396.7    | 367.0    | 351.0    | 317.4    | 295.3    | 331.3             |
| 人均 GDP（美元,PPP）    | 12,428.3 | 12,709.5 | 12,970.7 | 13,100.0 | 13,140.0 | 13,370.0          |
| 实际 GDP 增长率（%）     | 2.2      | 2.5      | 1.7      | 1.3      | 0.3      | 0.8               |
| 通货膨胀率（%）          | 5.7      | 5.8      | 6.1      | 4.5      | 6.6      | 5.6               |
| 国内信贷增长率（%）        | 10.2     | 2.5      | 9.5      | 8.0      | 9.5      | 0.6               |
| M2 增长率（%）         | 3.9      | 9.7      | 8.6      | 9.6      | 6.6      | 0.2               |
| 各级政府财政平衡/GDP（%）   | -4.7     | -3.9     | -3.6     | -3.3     | -3.4     | -3.2              |
| 各级政府利息支付/GDP（%）   | 2.7      | 2.9      | 3.0      | 3.2      | 3.4      | 3.3               |
| 各级政府初级财政平衡/GDP（%） | -2.1     | -1.1     | -0.6     | -0.2     | -0.1     | 0.1               |
| 各级政府总债务/GDP（%）    | 41.1     | 43.8     | 46.5     | 49.0     | 50.1     | 50.1              |
| 总外债/GDP（%）        | 36.5     | 38.1     | 40.2     | 43.4     | 49.0     | 43.2              |
| 短期债务/总外债（%）       | 19.2     | 19.5     | 19.9     | 21.1     | 21.1     | 23.0              |
| 经常项目余额/GDP（%）     | -5.1     | -5.9     | -5.3     | -4.4     | -3.3     | -4.0              |
| 国际储备/总外债（%）       | 35.0     | 35.5     | 34.8     | 33.3     | 32.7     | 33.6              |

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值

注：财政数据为财政年度，截止时间为每年的 3 月 31 日