

疫情对新兴市场的影响及相关应对措施

——基于南非样本的研究

李涛 焦芑

摘要：新冠肺炎疫情的暴发和持续蔓延，给全球产业链和贸易带来了巨大冲击。南非作为金砖国家成员、非洲发展中国家的重要代表，为应对疫情造成的经济衰退影响，推出了一揽子经济刺激计划，配合货币政策和金融监管制度调整等措施，在发展中国家具有代表性。本文以南非作为新兴市场研究样本，对南非政府、央行、金融监管机构相关应对措施进行解读，结合实际对南非产业生态变化以及银行业面临的机遇和挑战进行了分析。

关键词：南非；经济刺激；货币政策；金融监管
中图分类号：F832 **文献标识码：**A

面对新冠肺炎疫情的冲击，南非作为金砖国家成员、非洲发展中国家，其应对举措在新兴市场中具有一定代表性。南非现阶段实施的应对方案是包括了财政政策和货币政策在内的一揽子经济刺激措施，涉及大量基础设施项目规划、融资安排，以及利率政策和金融监管调整。

一、疫情对南非经济的影响

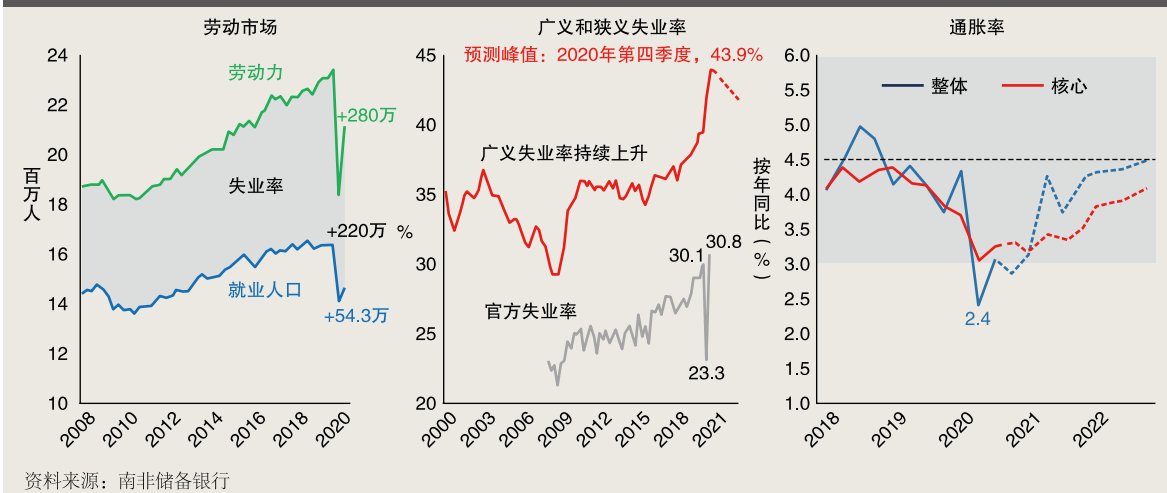
2019年，南非GDP按年同比增长0.15%，第三季度和第四季度按季环比分别下降0.8%和1.4%，陷入技术性衰退。2020年，新冠肺炎疫情严重打击了南非的经济复苏势头。疫情对南非经济影响主要体现在三个方面。一是政府采取的限制人员流动、设置国内交通及国际旅行管制等措施带来直接经济损失；二是全球疫情蔓延导致需求疲软、供应链中断、融资环境收紧，对南非经济造成连锁打击；三是大宗商品价格大幅波动，市场风险持续增加。

（一）经济深陷衰退

受新冠肺炎疫情及封城措施影响，南非2020年第二季度GDP按年同比下降17%，按季环比下降51%，创历史最大跌幅。2020年上半年除农业逆势增长11.7%以外，其他产业均为负增长，其中矿业、制造业、建筑业出现近20%的跌幅。随着经济快速触

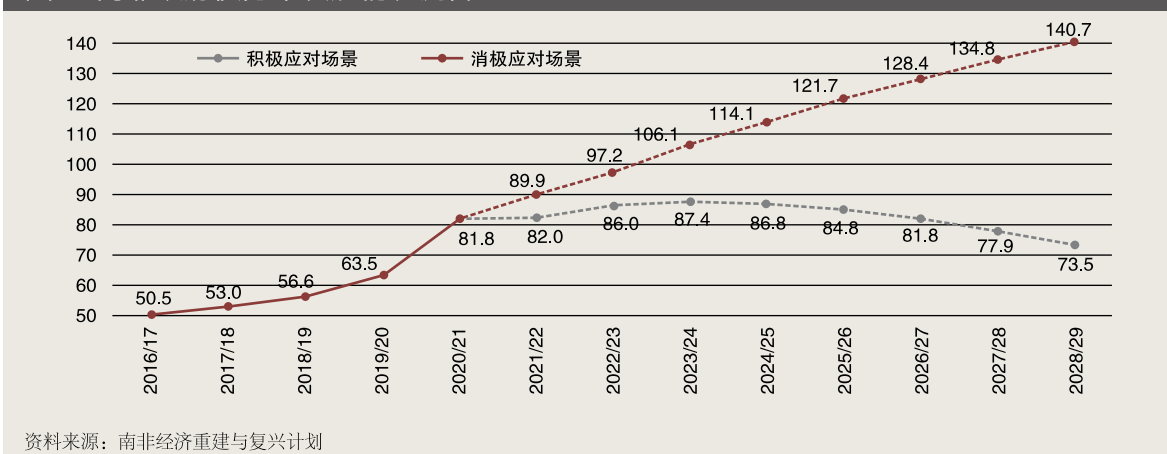
作者简介：李涛，中国银行约翰内斯堡分行行长；焦芑，中国银行约翰内斯堡分行。

图1 南非失业率、通胀率情况



资料来源：南非储备银行

图2 南非政府债务率发展情况测算



资料来源：南非经济重建与复兴计划

底，其他主要指标也出现了比较严重的恶化。就业方面，2020年第二季度南非实施了比较严格的封城措施，实际失业率达到42%，创历史新高；物价方面，在南非央行2020年以来将回购利率下调275个基点的背景下，2020年10月通胀率维持在3%的历史最低水平，较2019年末下降1%；PMI在2020年5月一度触及32.5的历史最低水平（见图1）。

（二）政府债务率快速上升

南非2019/2020财年政府债务率（公共债务占GDP比例）为63.5%，赤字率6.4%。根据南非财政部2020年10月28日发布的2020/2021财年中中期预算案，预计政府债务率将大幅上升至81.8%，赤字率增至15%。此外，2020年6月，南非财政部从积极应对和消极应对两个方面预测了未来政府债务率

的发展情况。在主动积极应对场景下，新冠肺炎疫情较快得到控制，政府各项经济改革措施顺利落地，经济基本企稳反弹，财政增收减支效果较好，预计政府债务率将在2023/2024财年达到峰值拐点87.4%，并在后续财年逐渐回落；在消极应对场景下，新冠肺炎疫情长期存在，经济会有所反弹但将维持低增速，财政增收减支计划无法实现，导致债务水平持续上升，汇率在当前水平上会进一步破位下行，预计政府债务率在2023/2024财年会达到106.1%，并于2028/2029财年达到140.7%且难以判断拐点何时形成（见图2）。

（三）主权评级降至非投资级

目前，三大国际评级机构给予南非的信用评级均为非投资级（见图3）。其中，穆迪2020年第一季度末将南非信用评级从Baa3调降至Ba1，标志着南

图3 南非主权评级变化情况

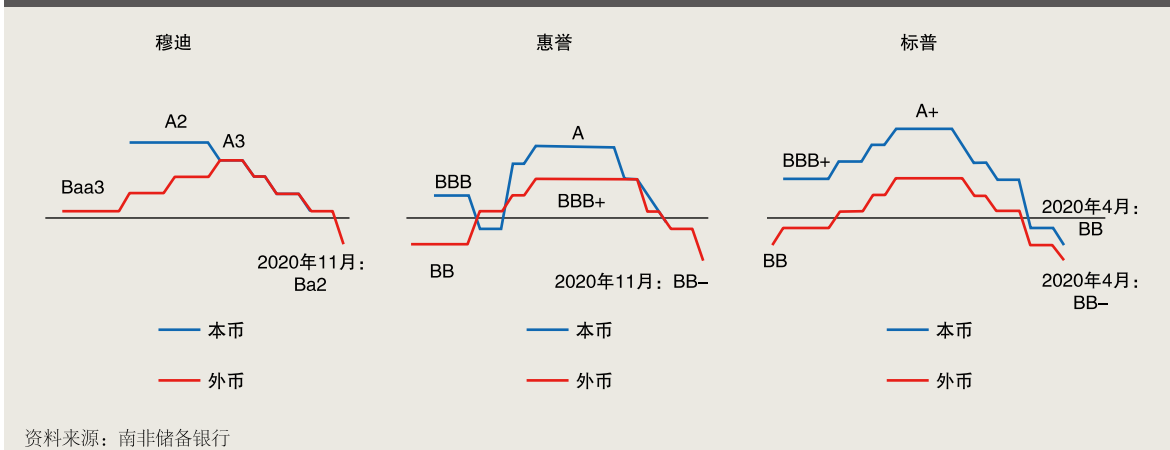
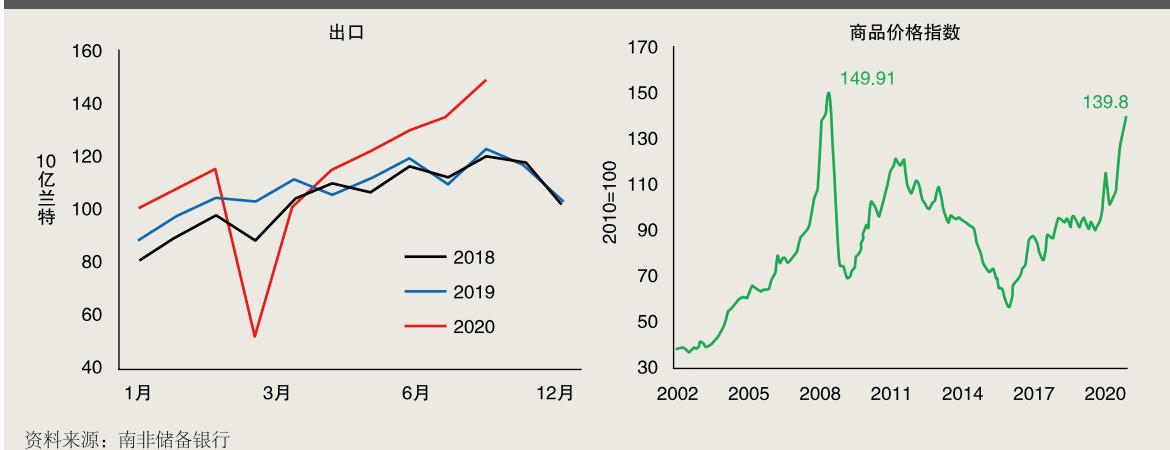


图4 全球商品价格指数及南非出口总额走势



非信用评级实质性从投资级降至非投资级。评级下调叠加新冠肺炎疫情蔓延，南非兰特汇率一度大幅下跌；债市指标品种 R186 收益率一度触及 7.799%。据约堡证交所披露的情况，2020 年外国投资者净抛售的南非兰特国债及财政票据，虽占南非政府境内债务总量的约 2%，但其仍持有超过 8000 亿南非兰特境内发行的国债（占比约 30%）。因此，下调引发的外国投资者减持规模比较有限。

（四）商品价格走势利好贸易表现

新冠肺炎疫情对全球大宗商品价格走势影响先抑后扬，2020 年第一季度受新冠肺炎疫情暴发影响，工业需求大幅萎缩，大宗商品除贵金属外，均出现普跌的情况。在需求和价格双萎缩的情况下，南非 2020 年第一季度出口暴跌。南非贸易结构中，进口商品主要为原油，出口商品主要为矿石、农产品等大宗商品。

随着多国新冠肺炎疫情的缓和，全球集中复工复产，以矿石产品为首的大宗商品价格大幅反弹，同时原油价格触底后低位震荡。在两项因素叠加影响下，南非出口有所恢复，贸易盈余创历史新高（见图 4）。

二、财政政策应对措施

2020 年 10 月 15 日，南非总统拉马福萨宣布经济重建和恢复计划，拟通过推进改革、简政放权、稳定能源供应、加强数字基础设施等措施，实现恢复经济、创造就业的目标。若该计划顺利落实，南非有望在未来十年内实现年均经济增长约 3%。该计划具体包括四大举措。

（一）在全国范围内推进大型基础设施项目
南非政府公布的未来十年总投资 2.3 亿南非兰

特的优先发展基础设施项目清单包含了涉及全国范围的 276 个项目，并从中筛选出了 50 个战略综合项目和 12 个特殊项目，拟以此拉动 3400 亿南非兰特新增投资。上述项目多为港口、道路、铁路等关键基建项目，数字宽带建设项目，学校、供水、卫生、住房等社会服务类项目。未来，南非将重点推进茨瓦内和开普敦城市轨道交通翻新改造、雇用大量工人对城乡道路进行养护等项目，加速推进已获融资和许可的战略设施项目、通过公私合作模式调动新投资等。

（二）增扩发电能力

加速推进综合能源计划，丰富电力来源。南非计划在 2022 年前新增发电量 11800 兆瓦，其中一半来自可再生能源；推进独立电厂发电并网，在 2021 年 6 月前新增电量 2000 兆瓦；实行能源紧急采购计划，将在未来一年内提供紧急用电 2000 兆瓦；继续推进国家电力公司（ESKOM）改革，将其拆分为发电、输电和配电三部分。通过上述举措，南非有望在未来两年内实现充足、安全、可靠的电力供应。

（三）实施就业增长计划

南非政府将在未来三年拨款 1000 亿南非兰特用于公共和社会机构创造就业，计划在未来数月内增加 80 万个就业岗位。将在全国范围雇用 30 万名青年作为学校助教、雇用 6 万工人从事道路交通养护、雇用 6000 名社区卫生工作者；政府还将推出全国招聘平台，帮助失业青年择业；将为 10 万名幼教教师和 7.5 万农民提供生计支持，为 4 万濒临失业的教师稳定就业。

（四）推动产业增长

着力支持产业本地化。每年进口的约 1.1 万亿南非兰特商品中约 1/10 实现本地化生产，预计拉动 GDP 年均增长 2%。在非洲其他国家每年进口的 2.9 万亿南非兰特制成品中，将由南非提供的比例提高至约 2%，预计拉动 GDP 年均增长 1.2%。政府将于近期公布农产品加工、医疗保健、基本消费品、工业设备、建筑材料和运输车辆等本地化的目标，确保所有公共基础设施项目使用本地生产材料。政府呼吁南非民众选择本地采购，为经济复苏做出贡献。

三、货币政策及金融监管政策调整情况

货币政策方面，南非储备银行 2020 年多次下调回购利率，累计下调幅度达 300 个基点至 3.5%（见图 5）。公开市场回购操作以储备银行作为最终贷款人，目前已成为当地金融机构从央行融资的主要途径。

另外，为应对新冠肺炎疫情期间金融市场的大幅波动，南非储备银行还在 2020 年 3 月启动被称为“南非版 QE”的债券购买计划。截至 2020 年 10 月末，南非储备银行共购买了约 300 亿南非兰特国债，国债持有量占央行总资产的比例首次超过 4%。该工具稳定了市场预期，金融市场在经历 2020 年第一季度末的大幅波动后基本保持平稳。

金融监管政策方面，南非监管机构已经全面实施巴塞尔 III 的监管要求，核心指标包括 LCR 不低于 100%、NSFR 不低于 100% 等。新冠肺炎疫情期间，一方面，全球资产价格波动持续增加，高流动性资产出现了价格大幅下跌的情况；另一方面，2020 年第一季度末出现了美元收益率大幅提高，流动性风险向短期工具集中的情况，双重因素叠加下 LCR 合规压力持续增加。对此，南非央行推出放松银行监管要求三大措施。一是将 LCR 合规要求降低至 80%；二是取消中小企业、个人住房贷款等几类资产债务重组对资本的增加消耗；三是 Pillar 2A 最低资本占用从风险权重资产的 1% 调整为 0。相关措施降低了南非银行业短期流动性和资本压力，预计南非总资产市占率超过 90% 的前五大银行的资本充足率可维持在现有 15% 的水平。

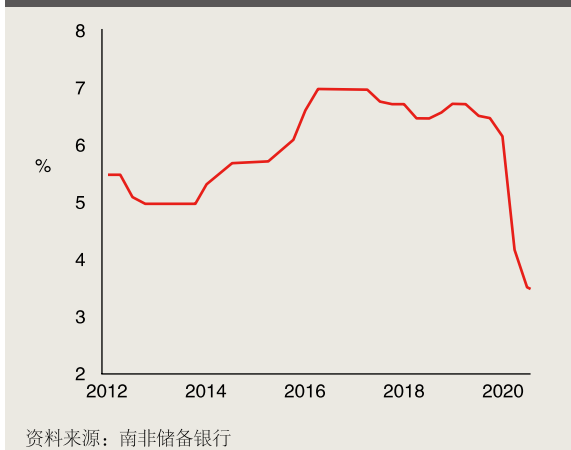
四、一揽子经济刺激措施对主要产业的影响

市场普遍预期在财政、货币政策发力影响下，南非房地产、交通基础设施建设、新能源、水利、5G 数字等产业将首先获益，具体分析如下。

（一）电力基础设施

近五年来，电力成为南非经济发展的天花板。南非最大的电力公司是国有独资控股企业 ESKOM，发电量占比达到 90%。由于经营不善，ESKOM 负债已累

图5 南非央行回购利率走势



积至近 5000 亿南非兰特 (占 GDP 的 10%)，并使用了 3500 亿南非兰特政府担保额度中的 3200 亿。因债务无法持续、设备老化等因素影响，其发电效率日益低下，电力供应无法满足国民经济活动的正常需求。

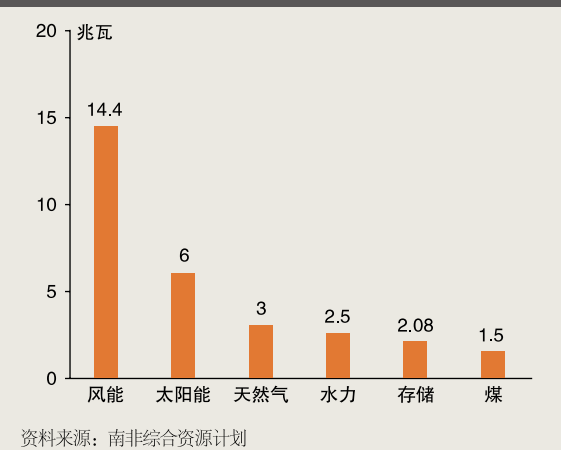
在本次经济刺激计划中，电力基础设施总投 580 亿南非兰特，大部分资金用于向独立发电商采购电力，这将对南非境内中小电企形成直接利好。此外，政府要求加快落实“综合资源计划”(IRP)，重点关注新能源产业的发展，目标是在 2030 年新能源发电占比从目前的 10% 左右，提升至 50% 左右 (见图 6)。为满足新能源产业发展的相关融资需求，南非政府拟于 2021 年发行绿色债券对接部分资金需求。

(二) 房地产及基础设施建设

房地产及基础设施建设是本次财政政策中提振经济、解决就业的关键产业，相关项目总投资达到 1800 亿南非兰特。其中，房地产项目主要集中在经济发达省份，例如，豪登、西开普、夸纳省等，以城郊大型定居点为主，总投资达到 1380 亿南非兰特，并优先推进 18 个项目，部分涉及贫困人口搬迁的公益类项目将采用 PPP 模式开展；交通基础设施建设总投资 470 亿南非兰特，涉及 15 个项目，主要集中在铁路、港口、桥梁等。政府还计划扩建城际轨道交通，计划从 2024 年起，在城市轨道网络中增加 149 公里的铁路线和 19 个新的车站。

南非房地产和基建属于建设周期较长的产业，经济刺激计划中的大部分项目已在前期启动，但受融资成本较高、项目周期较长以及其他不确定因素的影响，

图6 南非2030年能源发展计划新建项目情况



实施缓慢或已完全停滞。目前的低利率环境和政府的适当参与，将有利于降低资金成本和控制政治风险。

(三) 数字基础设施

南非总统拉马福萨在 2019 年召开的 4IRSA 数字经济峰会上，概述了南非政府利用数字经济实现增长的战略，明确表示 5G 是南非的数字化进程的核心环节，南非政府希望加强与华为的合作，加快推进数字基础设施建设，为布局 5G 夯实基础。

一是数字迁移计划。将南非境内电视台、广播电台发送的模拟信号更换为数字信号，同时释放模拟信号占用的高需求无线电频谱供移动运营商使用，以更好地提供无线数据传输服务。目前，南非以 88% 的地面线路和 12% 的卫星传输形式在全国提供数字信号服务。截至 2019 年年底，南非 470 万贫困电视用户中，仅有 110 万户完成了迁移，尚有 360 万户需要登记注册并获得援助以实现数字迁移。

二是宽带建设。目前，南非政府在宽带部署具体实施方案上还未完全统一，预计在一年后出台最终方案。拍卖频谱能为南非政府带来可观的收入，负责拍卖事宜的南非独立通信局 (ICASA) 为其拍卖的全部频谱设定的底价合计达到 82.75 亿南非兰特。政府原定于 2020 年 12 月底对高需求无线电频谱进行拍卖，南非包括 Vodacom、Telcom、MTN 等在内的大型电信企业均表达了投标意向，但由于受新冠肺炎疫情的影响，拍卖时间已被延期到 2021 年。

2019 年年底，南非内阁批准的数字迁移计划资金缺口约为 57 亿南非兰特，除了政府拨款 16 亿外，

尚有 41 亿的融资缺口。目前，南非政府计划在 6 个月内，将已购买的库存信号解码器全部使用完毕，随后将采取发放代金券补贴的形式推动数字迁移工作。

五、政策前景分析

（一）南非基础设施发展空间广阔

南非电力和交通基础设施落后，是制约经济发展的主要瓶颈。南非第一波新冠肺炎疫情自 2020 年 8 月起逐渐缓和，但基础设施落后，无法支持社会中复产复工。例如，用电规模激增导致部分发电设施故障，ESKOM 启动了限电措施；铁路和港口运力无法缓解货物积压的情况。现阶段，南非基础设施的短缺现状和经济复苏对相关设施的集中需求，有望引导资金流入相关产业，并在短期获得一定效益。

（二）南非财政现状难以支持政府大规模增加支出

南非政府 2020 年年末债务占 GDP 的比重超过 100% 的国际警戒线。债务余额预计在 2021 年会进一步从 3.97 万亿增至 5.54 万亿南非兰特（预计占 2021 年 GDP 的 92%），主要是失业救济补贴和医疗用品采购支出的大幅增长。从债务指标来看，以外部融资做为解决经济刺激计划的资金来源，空间相对有限。

从南非财政部 2020 年 10 月 28 日公布的中期预算情况来看，在总额 2.3 万亿南非兰特的经济刺激计划中有 5000 亿的资金缺口，其中，3000 亿南非兰特由财政安排，短期内到位了 1000 亿；2000 亿南非兰特为政府担保计划，由商业银行在政府增信基础上发放贷款。该部分业务利润有限，商业银行参与意愿不高，目前该项目下实际提款仅为 160 亿南非兰特。这意味着，约 2 万亿的资金投入需通过吸引外部投资完成。鉴于短期内实际新增资金需求比较有限，暂时未对财政形成较大压力。但若后续基础设施投资的资金来源建立在持续增加债务和政府支出的基础上，政府财政将面临较大压力。2020 年 11 月 20 日，穆迪、惠誉再次下调了南非主权评级，并表达了对于南非政府控制支出政策实施前景的不乐观态度，市场预期政府支出在经济刺激计划中起到的作用比较有限。

（三）公益类项目启动难度较大

南非财政部在经济刺激计划中多次强调运用 PPP 模式撬动外部投资，希望通过政府出资提供一定的安全垫，从而吸引民营资本广泛参与项目运营。但鉴于现阶段财政资金的参与程度较低，PPP 模式下安全垫的作用有限，项目本身的持续盈利能力将成为外部投资决策的核心要素。经济刺激计划中涉及的部分供水、乡村道路、贫困人口定居点等公益性质项目预计难以吸引外部资金投入，启动难度较大。

（四）以存量项目为主，新增项目有限

目前，南非政府已披露的项目绝大多数为前期政府已经部署的存量项目，部分甚至可追溯至 2012 年的《国家基础设施规划》，相关项目因为种种原因实施未达预期或已经陷入停滞状态。尽管政府已经表达要重点推动这些项目的决心，但前期影响这些项目实施的问题是否已得到解决，是能否吸引外部投资并最终实现项目落地的关键因素。

以经济刺激计划中单笔投入最大的 500 亿南非兰特紧急能源采购项目为例。南非政府在 2011 年提出要通过大规模集中采购来刺激独立发电商扩大产能，以解决电力资源过度依赖 ESKOM 的问题。但在实施过程中，ESKOM 作为南非唯一一家经营电力输配业务的企业，却在新能源和独立发电商供电并网上层层设障，致使多年来项目进展非常缓慢，远不及预期。ESKOM 改革中涉及的输配电业务分拆能否顺利推进，新成立的实体能否独立实施电力采购，将成为该项目能否取得预期进展的关键。

（五）货币政策继续发力空间有限

南非执政党长期以来希望将促进经济增长和降低失业率纳入央行授权职能，但央行行长康亚戈则明确表示，如果央行承担币值管理以外的职能，将不可避免影响货币政策制定过程中的独立原则。标普、穆迪、惠誉等国际评级机构也认为，修宪举动影响南非储备银行的独立性，存在使货币政策异化为政治工具的风险。

在上述背景下，南非央行对于进一步运用货币政策配合经济刺激计划持比较谨慎的态度，以避免受到超授权的质疑。从 2020 年 11 月召开的货币政策委

员会相关会议纪录来看,通胀已经触底,在一揽子经济刺激计划和全球复工背景下,通胀将缓慢复苏,继续降息的空间有限,低利率环境将持续一段时间;债券回购计划的定位以防风险、保流动性为主,不会跟随美欧实施大规模 QE。

(六) 商品贸易有望成为经济复苏突破口

在新冠肺炎疫情的冲击和贸易摩擦影响下,全球商品产业链加速洗牌重组,需求错配情况加剧。铁矿石自 2020 年以来涨幅超过 60%,自 2013 年以来年均价格首次在 100 美元/吨以上。这也带动了铬、镍、铜等有色金属价格的大幅反弹。南非出口贸易产品结构中,矿产品占比超过 30%,黄金、铂金、钯、铑等贵金属品种受全球货币宽松影响维持高位震荡,铁、锰、铬、镍等有色金属大幅上涨。尽管受限电、物流运力和新冠肺炎疫情影响,该国矿业产量数据仍未恢复至疫情前水平,但出口价格的持续上涨,推动南非成功扭转贸易赤字,实现了历史上最大的季度盈余。

在经济刺激计划中,对电力、铁路、港口的投资升级,有望成为南非矿业发展破局的关键。受相关预期影响,2020 年下半年,南非金融市场大幅反弹,约堡全股指数从年内低点 35000 左右反弹至接近 60000,矿业股更创出历史新高。在市场普遍预期 2021 年持续商品牛市行情的情况下,政府顺势出台关键措施以解决长期以来阻碍矿业发展的问题,有望打破多年以来财政、贸易“双赤字”局面,成为带领经济复苏的突破口。

六、对南非银行业的机遇和挑战

(一) 经济刺激计划为相关重点产业投放带来重要机遇

经济刺激计划提出的十年发展规划,对相关产业中长期环境起到持续改善作用。由于政府资金有限,融资缺口普遍较大,预计将主要采用 PPP 模式撬动社会资金,银行可参与的空间比较大。

(二) 政府发行绿色债券带来承销机会

南非政府提出发行绿色债券方案,预计通过打包绿色项目,提高其国际债务资本市场上的吸引力。

大概率在离岸市场发行美元或欧元计价债券,这将有可能成为大型商业银行争抢的项目。

(三) 如南非财政恶化,债券投资业务面临较大压力

为确保 LCR、NSFR 等流动性指标合规,南非银行业大量配置财政票据、国债等政府债务证券品种。若政府财政进一步恶化,信用风险将向市场及银行流动性风险传导,这对金融机构风险前瞻性管理提出更高要求。

(四) 低利率环境影响净息差水平

预计南非央行在 2020 年大幅度降息的基础上,2021 年仍将维持低利率环境,银行业净息差将持续下行。另外,央行实施的债券回购计划持续增持短期国债,导致短端市场收益率持续下行,增加了银行管理流动性并兼顾安全性和效益性的难度。

(五) 行业生态变化增加风险管理难度

鉴于经济重建和恢复计划中,相关项目的建设运营周期普遍较长,因此,对基础设施项目建设、运营现金流的把握有一定难度。项目分析过程中要对相关政治、市场和融资主体信用风险进行综合性跨周期压力评估,找准风险点,落实相应控制措施。此外,鉴于经济重建和恢复计划的推出加剧了后疫情时代南非产业生态变化,银行应进一步注重行业研究,对授信政策和偏好进行适当重检及动态调整,在夯实风险控制能力的前提下积极抢抓高质量发展机遇。

参考文献:

[1] 朱民. 新冠肺炎疫情对全球经济和金融市场造成的冲击[J]. 国际金融,2020(04):3-5

[2] David Fowkes, Lushendren Pather. South African Reserve Bank. Economic Overview[R]. 2020

[3] National Treasury. Medium Term National Budget[R]. 2020

[4] South African Reserve Bank. Monetary Policy Committee Minutes in November[C]. 2020

(责任编辑:周宇)