Atradius
Managing risk, enabling trade

2025 年 9 月

Atradius 中東與北非地區經濟展望

在分裂的地區尋找避風港

目錄

摘要 iii

在分裂的地區尋找避風港 1

1. 經濟成長速度加倍 2
1.1 石油驅動的反彈 2
1.2 海灣合作委員會在非石油的強勁成長 2
1.3 其他地區消費主導的復甦 3

2. 高度抗震性 5
2.1 川普關稅的有限影響 5
2.2 加薩戰爭的有限蔓延效應 6
2.3 區域性衝突升級將帶來災難性後果 6

3. 海灣國家擁有改革動力 7
3.1 財政實力 7
3.2 外國直接投資避風港 8

4. 從赤字到不滿 8
4.1 根本性的投資不足 9
4.2 高債務、低信貸成長成為障礙 9
4.3 改革面臨的苦難太多 10
4.4 尋求財政友善型成長 11

摘要

中東和北非 (MENA) 地區在過去兩年就像是航行在波濤洶湧的水域中，但地平線已露出曙光。雖然加薩戰爭仍在持續，但以色列已與黎巴嫩真主黨和伊朗達成停火協議，降低了區域衝突升級的風險。胡塞武裝對紅海航道和亞丁灣沿線船隻的攻擊頻率較先前降低，但目標更為明確。繼 2022 年油市繁榮後經歷一段溫和期，石油生產正在復甦。而通貨膨脹趨緩和利率下調將刺激整個地區的家庭支出。因此，中東和北非地區的實際 GDP 成長預計將幾乎翻倍，從 2024 年的 2.0% 增加到 2025 年的 3.3% 和 2026 年的 3.8%。不過，該地區仍然分化，無論是在地緣政治意義上還是在經濟成長潛力方面。若與伊朗恢復核協議談判失敗，可能導致以色列和美國重新採取軍事干預，尤其考慮到伊朗剩餘核能力和野心的不確定性。在經濟方面，石油出口國和石油進口國面臨不同的挑戰。石油出口國將居於上風。隨著石油減產措施的轉向，這些國家將繼續投資於經濟多元化。對這些國家來說，關鍵問題是這一勢頭能否在 2027/28 年後油價進一步下跌時得以持續。相反地，高度負債的石油進口國財政空間有限，難以進行促進成長的投資。財政改革是必要的，但持續的社會動盪阻礙了改革的推進。

- 中東和北非地區正準備迎來顯著的經濟復甦 – 其成長速度將超過世界上任何其他地區。在 2024 年至 2026 年間，實際 GDP 成長預計將近乎翻倍，達到驚人的 3.8%。雖然這一飆升在很大程度上與石油市場動態有關，但它也凸顯了中東和北非地區對外部衝擊的韌性。該地區受全球貿易緊張局勢的影響最小，且其後院衝突地區的外溢效應仍然受到控制。

- 在海灣合作委員會國家，非石油成長強勁且由改革驅動，沙烏地阿拉伯和阿拉伯聯合大公國引領該集團雄心勃勃的多元化發展努力。雖然油價趨緩，但政府仍保有財政空間繼續投資，這得益於低公共債務、規模可觀的主權財富基金以及持續努力開拓非石油收入來源。即使區域動盪加劇，該地區做為避風港的聲譽依然不受影響。不斷成長的外國直接投資為其轉型議程提供了額外的財政助力。

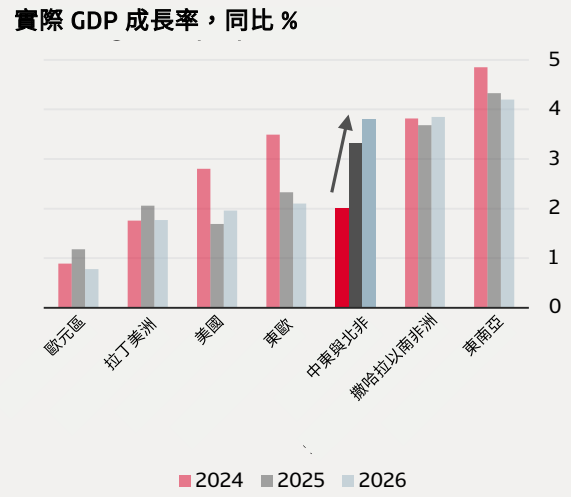
- 相形之下，中東和北非地區的能源進口經濟體正經歷更為循環性的、由消費帶動的復甦，這得益於較低的油價、緩和的通貨膨脹以及下降的利率。不過，有限的財政空間、宏觀經濟失衡和政治不確定性阻礙了投資，而社會經濟緊張局勢則阻礙了改革。釋放更強勁成長需要有利於成長的財政改革和更強有力的政策框架。摩洛哥提供了一個有前景的模式，將漸進式的財政整頓與公私合作夥伴關係相結合，以促進策略部門的投資。埃及可以仿效，將國際貨幣基金組織支持的宏觀經濟穩定與雄心勃勃的私有化計畫相結合。

在分裂的地區尋找避風港

1. 經濟成長速度加倍

2024 年至 2026 年間，中東和北非地區的實際 GDP 成長率將幾乎翻倍至 3.8%（圖 1 和表 1）。這種預期的成長幅度遠強於世界上其他任何地區。雖然這符合該地區新冠病毒大流行後所呈現的特別波動的經濟成長模式，但它也凸顯了中東和北非地區對近期外部衝擊的顯著韌性。例如，中東和北非地區是全球受川普貿易關稅影響最小的地區。加薩戰爭及相關衝突所帶來的區域性連鎖反應至今仍然有限，而且自 2022 年油價趨於穩定以來，特別是海灣國家的非石油產業持續展現強勁成長。

圖 1 中東和北非地區實質 GDP 成長回升最強勁



資料來源：Oxford Economics，Atradius

表格 1 MENA 成長逆全球趨勢

實質 GDP 成長，% 同比

	2024	2025*	2026*
沙烏地阿拉伯	2.0	4.3	4.8
阿拉伯聯合大公國	4.0	5.1	5.6
卡達	2.3	2.7	4.8
摩洛哥	3.2	3.5	3.4
埃及	3.1	4.3	4.5
突尼西亞	1.4	1.6	1.8
海灣合作委員會	**2.2**	**4.2**	**4.7**
中東與北非	**2.0**	**3.3**	**3.8**

資料來源：Oxford Economics，Atradius（*預測）

若排除少數因戰爭而遭受經濟損失的國家，如伊朗和以色列，區域經濟成長前景將更加亮眼。這些國家在中東與北非地區具有舉足輕重的經濟地位。若沒有這些因素，預期今年的實質 GDP 總成長就會達到 3.8%，而非明年 – 這表示加速成長速度加快 0.5 個百分點。

1.1 石油驅動的反彈

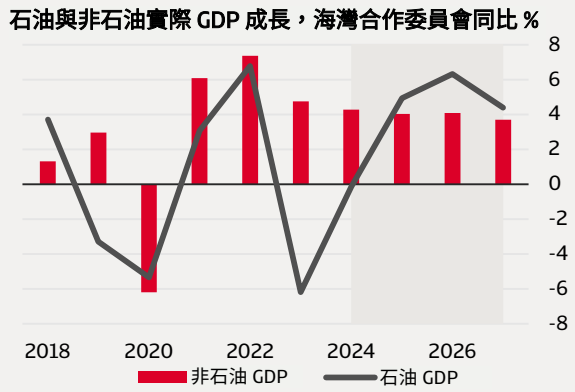
由於中東和北非地區擁有全球大部分的石油和天然氣產量，碳氫化合物市場的發展在經濟成長的波動中扮演重要角色。目前的復甦是由逐步解除 OPEC + 自 2022 年底以來實施的嚴格石油減產措施所推動，當時後疫情時代的石油繁榮結束，且對全球經濟衰退的恐懼開始蔓延。沙烏地阿拉伯和科威特是海灣合作委員會國家中最依賴石油出口的國家，並承受了這些減產的衝擊，導致 2023 年和 2024 年經濟顯著放緩甚至輕度衰退。現在他們將看到最強勁的經濟復甦，從 2024 年的 2.0% 和 -2.6% 分別成長到 2026 年的 4.8% 和 2.8%。雖然阿拉伯聯合大公國不必大幅減少石油產量，但它將經歷大致相似的石油產量反彈，從它在OPEC內談判的基準水平逐步增加中受益（見第 4 頁焦點內容）。

展望未來，碳氫化合物的成長也將由天然氣產量增加所驅動。阿曼、沙烏地阿拉伯、阿拉伯聯合大公國和卡達都正大量投資擴充天然氣生產能力。他們希望能從例如歐洲等地區不斷成長的需求中獲利。做為過渡性燃料，天然氣的前景也比石油更好。對於以天然氣出口為主要收入來源的卡達而言，2025-2030 年間液化天然氣 (LNG) 生產能力大幅擴增超過 80%，將推動其經濟成長率從 2026 年起遠高於 4%。沙烏地阿拉伯甚至擱置了將石油產能從每日 120 億桶擴增到 130 億桶的計畫 – 理由是現有產能過剩 – 以便能夠將重點轉向天然氣。這一策略轉變旨在於 2021 年至 2030 年間將該王國的天然氣產量提高 60%，同時發展相關的下游活動。總體而言，我們預見天然氣在海灣合作委員會碳氫化合物生產組合中的重要性將日益成長，而石油的重要性則會下降。

1.2 海灣合作委員會在非石油的強勁成長

雖然海灣合作委員會的經濟成長路徑波動，包括即將到來的上升趨勢，完全是由於石油市場的發展，但非碳氫化合物部門對海灣國家的經濟成長表現變得越來越重要。自 2021 年後疫情復甦以來，非石油成長的強勁性令人矚目。在 2022 年達到 7% 以上的峰值後，非石油成長保持強勁，維持在 4% 以上（圖 2）。

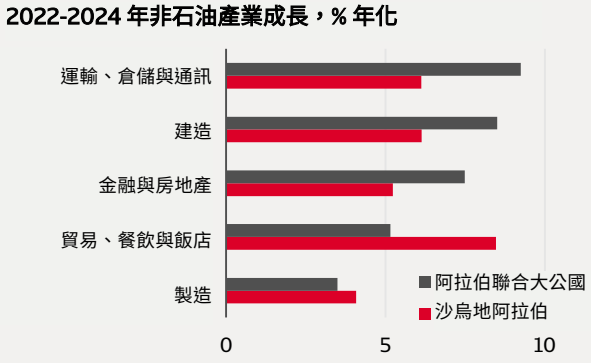
圖 2 海灣合作委員會的非石油部門穩定成長



資料來源： Oxford Economics

這表明他們全面的經濟多元化計畫開始獲得成效，使非石油部門能夠更加獨立地發展，而此前，石油市場的任何放緩都會自動抑制非石油經濟成長。阿拉伯聯合大公國和沙烏地阿拉伯正引領這一趨勢。後者繼續實施其雄心勃勃的 2030 願景策略。在阿拉伯聯合大公國，聯邦和酋長國層面都有各種多元化計畫正在進行中。一項聯邦計畫旨在將阿拉伯聯合大公國的製造業產值從 2023 年的 1970 億迪拉姆（佔 GDP 的 11.2%）提升至 2031 年的 3000 億迪拉姆。做為最大且最依賴石油出口的酋長國，阿布達比計畫將非石油部門對 GDP 的貢獻率從 2023 年的 54.7% 提高到 2030 年的 64%。杜拜經濟議程 (D33) 的目標是在 2033 年前的十年內使杜拜的 GDP 翻倍。金融業、物流、資訊通信技術、建築業、旅遊業和製造業是 2022-2024 年間在阿拉伯聯合大公國和沙烏地阿拉伯成長最快的產業（圖 3）。由於海灣合作委員會央行因與美元掛鉤而緊跟美聯儲的步伐，貨幣寬鬆政策的開始將僅在 2025 年和 2026 年為非石油活動提供新的推動力。

圖 3 新的成長驅動因素正在形成

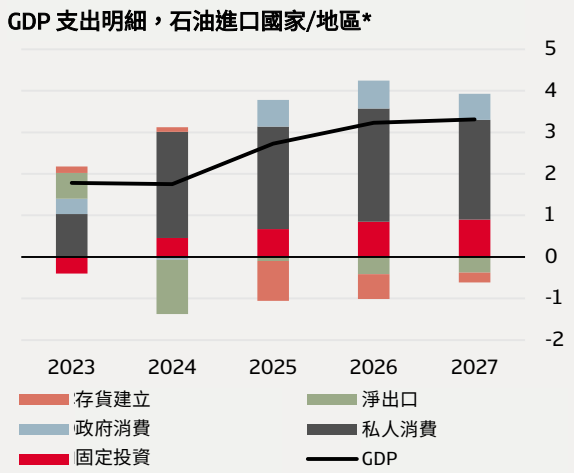


資料來源： Macrobond

1.3 其他地區消費主導的復甦

中東及北非地區其他國家的經濟前景較不受改革支持，更多屬於週期性。雖然我們預期他們的經濟復甦仍將優於世界其他地區，但並非那麼全面。突尼西亞、約旦、黎巴嫩和埃及等能源進口國主要受益於油價趨緩、通貨膨脹正常化和利率下調。這主要推動了私人消費的復甦，而私人消費是這些國家傳統的經濟成長動力。在某些國家/地區，政府消費增加 – 包括社會福利支出和公共部門工資 – 將提供額外的經濟刺激。非海灣合作委員會國家的投資成長也在反彈，但相對溫和（摩洛哥除外），而淨出口將對經濟成長產生負面影響（圖 4）。

圖 4 消費推動非石油國家的經濟復甦



資料來源：Oxford Economics（* 石油進口國包括突尼西亞、埃及、黎巴嫩、約旦、摩洛哥）

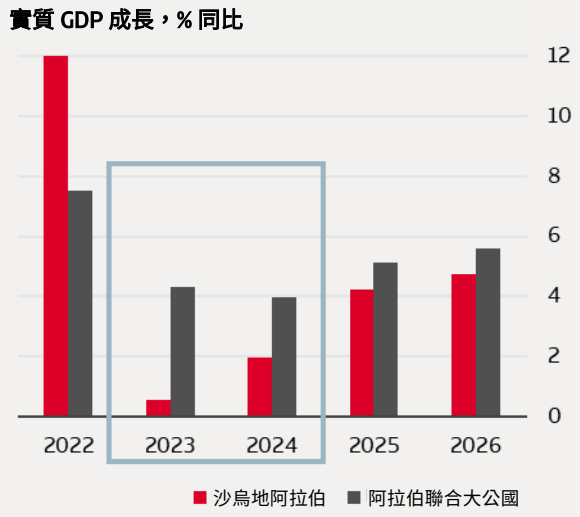
摩洛哥和約旦是石油進口國家中，在 2023 年初期便已設法使通貨膨脹恢復正常的國家，這發生在 2022 年全球大宗商品價格繁榮結束後不久。不過，由於這些國家的匯率與歐元和/或美元掛鉤，貨幣政策寬鬆措施被推遲到 2024 年夏季，即歐洲中央銀行和美國聯邦儲備局開始降息的時候。這些降息措施現在正在促進私人消費（目前經濟上升的主要驅動力），而在摩洛哥的情況下，也在支持投資。強勁的旅遊活動和來自海外僑民的匯款流入也為私人消費成長做出貢獻。

在海灣合作委員會以外的多個中東和北非國家 – 尤其是埃及、黎巴嫩和突尼西亞 – 持續的通貨膨脹繼續影響家庭收入和消費更長時間，這主要反映了潛在的金融不穩定性。不過，這些國家的經濟前景也有所改善。埃及在國際貨幣基金組織的指導

焦點：阿拉伯聯合大公國與沙烏地阿拉伯之間的區域競爭與經濟成長差距

石油減產分配的不均及經濟多元化程度是導致海灣合作委員會中兩大爭奪區域主導地位的經濟體之間出現顯著經濟成長差距的關鍵因素：沙烏地阿拉伯與阿拉伯聯合大公國。沙烏地阿拉伯在 2023 年經濟成長幾近停滯，隨後在 2024 年出現 2.0% 的疲弱復甦。相較之下，阿拉伯聯合酋長國在同期呈現約 4% 的強勁成長，形成鮮明對比。阿拉伯聯合酋長國的石油減產幅度不到 10%，而沙烏地阿拉伯自 2022 年 8 月以來已將石油產量削減了近 20%。這帶來特別嚴重的衝擊，因為沙烏地阿拉伯的經濟仍有約一半依賴石油出口，而石油僅佔阿拉伯聯合酋長國經濟的 20%。這也表示非石油經濟的成長，雖然與阿拉伯聯合酋長國一樣強勁，但在沙烏地阿拉伯的影響力較小。

圖 5 沙烏地-阿拉伯聯合大公國經濟成長差異



資料來源： Oxford Economics

不過，這只是沙烏地阿拉伯在與阿拉伯聯合大公國日益成長的經濟競爭中暫時遭遇的挫折。我們預期石油市場復甦將帶動沙烏地阿拉伯的經濟成長加速，並縮小與阿拉伯聯合大公國的差距。誰將在中期內最終確立區域經濟領導地位尚未確定。兩國仍然大量投資於碳氫化合物，同時也是區域經濟多元化的領先者。沙烏地阿拉伯期望擔任阿拉伯聯合大公國在區域貿易樞紐的角色。另一方面，阿拉伯聯合大公國越來越感到受到沙烏地阿拉伯對石油市場控制的限制。自 2021 年 OPEC 會議衝突以來，阿拉伯聯合大公國已為 2023 年和 2024 年的石油生產配額單方面增加進行了談判，並透過加速擴大其石油生產能力繼續向沙烏地阿拉伯施壓。反過來，阿拉伯聯合大公國面臨沙烏地阿拉伯於 2021 年提出的要求，即外國公司必須在 2024 年前於利雅德設立區域總部，才有資格獲得政府合約。雖然目前已有數百家跨國企業將總部遷至沙烏地阿拉伯，但阿拉伯聯合大公國對國際企業仍然極具吸引力，並且是該地區外國直接投資的首選目的地。

區域競爭的負面副作用可能會在未來顯現。令人擔憂的是，沙烏地阿拉伯和阿拉伯聯合大公國 – 以及其他海灣合作委員會國家 – 正瞄準完全相同的非石油部門進行發展。這種一心一意成為該地區旅遊、物流、金融科技、人工智慧、氫能等樞紐的雄心，可能導致過度投資和資產閒置。沙烏地阿拉伯與阿拉伯聯合大公國之間的競爭也可能削弱海灣合作委員會貿易集團內部的凝聚力。沙烏地阿拉伯已經收緊了來自其他海灣合作委員會國家免稅進口的規定，而阿拉伯聯合大公國自 2021 年以來一直在與第三國尋求眾多雙邊貿易協議，而非涵蓋所有海灣國家的協議。

下，在減少宏觀經濟失衡方面取得了進展。因此，預計今年經濟成長將加速至 4% 以上，到 2027 年將接近 5%。與此同時，黎巴嫩在經歷長期延遲的新總統選舉和恢復與國際貨幣基金組織重啟停滯不前的談判之後，開始從長期的經濟和政治危機中走出來。以色列-黎巴嫩真主黨衝突後的重建工作預計將提供短期提振，並標誌著七年經濟衰退的結束。不過，在突尼西亞，賽義德總統仍專注於鞏固權力而非解決宏觀經濟失衡問題，實際 GDP 成長預計僅會小幅上升 – 從 2024 年的 1.4% 上升到 2026 年的 1.8% – 使其成為該地區表現最弱的國家之一。

除了貨幣政策寬鬆外，高額政府支出也助長了伊拉克、阿爾及利亞和摩洛哥等國家的經濟成長。不過，這代表另一種暫時性的刺激形式。在摩洛哥，這對中期成長的影響較小，因為社會支出的增加是更廣泛經濟發展計畫的一部分，該計畫同時優先考慮投資和財政改革。在其他國家，如伊拉克和阿爾及利亞，政府消費的增加反映了一種較不可持續的成長策略。他們利用石油收入意外之財來增加公共部門工資和社會支出，以努力限制反政府抗議活動再次出現的風險。由於這表示經常性支出在沒有永久性收入來源支持的情況下穩步增加，他們本已脆弱的

公共財政狀況將會惡化。目前，高公共支出為阿爾及利亞相當高的 3.5% 經濟成長做出了貢獻。不過，從中期來看，阿爾及利亞可能不得不實施至少某種形式的財政整合，這將使經濟成長顯著降低至約 2%。在伊拉克，經濟成長將在 2027 年達到 4.25% 的峰值，之後隨著石油市場發展疲軟而下降。

2. 高度抗震性

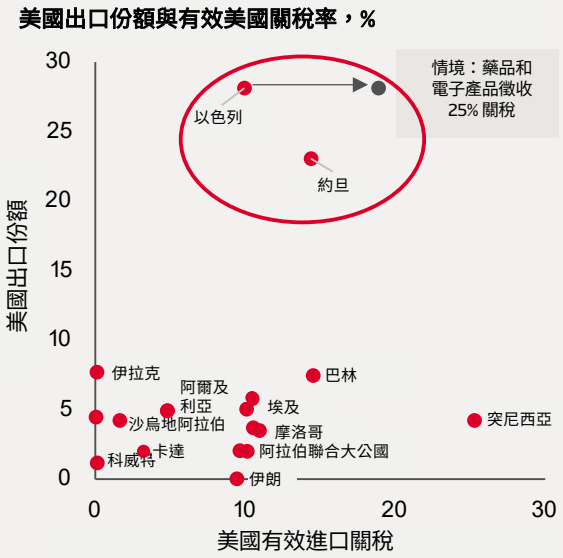
該地區面臨多重衝擊，但已證明相當具有韌性。在全球所有地區中，中東和北非地區受美國進口關稅的影響最小，同時中東和北非地區在很大程度上抵禦了加薩戰爭帶來的貿易溢出效應。中東地區的出口將在 2025 年和 2026 年回升，雖然受到全球貿易復甦乏力的限制。在北非，突尼西亞和摩洛哥受到歐洲經濟復甦特別疲弱的影響，而歐洲是他們的主要貿易合作夥伴。

2.1 川普關稅的有限影響

川普關稅對中東和北非地區的直接負面影響相對有限。這是因為美國通常不是主要貿易合作夥伴，而且中東和北非地區對美國的出口主要集中在能源產品，這些產品免徵關稅。此外，該地區許多國家符合最低 10% 的預設稅率，這表示相對於其他出口到美國的國家，他們的競爭力至少不會減弱。

阿拉伯聯合大公國和巴林在某種程度上受到特定產品類別進口關稅的影響，特別是鋁和鋼鐵。美國總統川普已將這些產品的關稅第二次從 25% 提高到 50%。雖然這表示阿拉伯聯合大公國和巴林最終將支付該地區相對於其對美國總出口額最高的進口關稅，但這種所謂的有效稅率仍然僅約為 10%，相較於世界各地其他國家來說是較低的。為避免成為川普貿易戰的主要對象，區域內較富裕的國家已極力討好美國總統。例如，阿拉伯聯合大公國、沙烏地阿拉伯和卡達同意在未來十年內向美國能源、人工智慧、國防、航空和製造業投資總計超過 2 兆美元。

圖 6 約旦、以色列受川普關稅打擊最嚴重



資料來源：惠譽、聯合國貿易和發展會議

不過，有少數幾個中東及北非國家受到相對嚴重的衝擊，或可能會受到衝擊，尤其是約旦和以色列（圖 6）。約四分之一的出口產品銷往美國。此外，這些國家面臨較高的互惠進口關稅，雖然在川普於七月底確定互惠稅率時，這些關稅從分別為 20% 和 17% 略微降至 15%。雖然以色列目前在其出口至美國的商品中，有近一半享有關稅豁免，但這些豁免正面臨風險，因為川普現在也在考慮對電子產品、半導體、製藥等產品徵收高額特別關稅。實質上，約旦與美國的貿易幾乎沒有任何符合免稅待遇的資格。

美國關稅也對該地區產生了間接影響。這些影響可能會更大，但到目前為止，它們也受到了限制。例如，關稅威脅可能促使石油價格趨於緩和，這是由於對全球貿易成長放緩的擔憂所驅動。不過，影響似乎僅限於今年已經出現的每桶約 10 美元的下跌。雖然這使得自 4 月以來每月實施的石油減產加速縮減看起來時機不佳，但 OPEC + 不太可能向市場釋出額外供應。像哈薩克斯坦和伊拉克這樣的超產成員國被要求為其早前的不遵守規定進行補償，這至少將抵消部分計畫中的增產。這些以不遵守規定而聞名的成員國是否會完全遵守這些新的補償計畫，仍有待觀察。無論如何，對於中東和北非的大多數石油出口國而言，較高的產量有助於維持石油收入並改善其財政收支平衡的石油價格。同時，石油進口國在石油價格走低的情況下，受益於燃料進口支出的進一步減少。

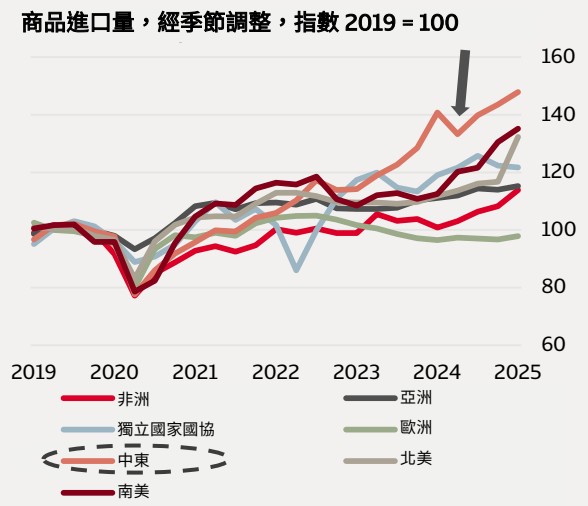
美國關稅也可能對該地區與美元掛鉤的國家產生通貨膨脹影響，例如海灣國家。透過這種匯率掛鉤，美元兌歐元今年貶值約 10% 的近期趨勢可能推高進口價格。不過，海灣國家日益專注於亞洲和非洲而非歐洲的貿易合作夥伴，減輕了這種影響（參閱先前的中東和北非地區報告）[1]。這反映在海灣國家名義有效匯率 (NEER) 的貶值幅度更為有限 – 平均不到 5%，這是它們對貿易合作夥伴加權籃子的匯率。因此，我們預期海灣國家的通貨膨脹率將保持在低位且穩定，2025 年和 2026 年僅略高於 2%。適度的匯率貶值與低且穩定的通貨膨脹相結合，將提高海灣國家的國際競爭力，這可能會刺激非石油商品的出口。

2.2 加薩戰爭的有限蔓延效應

自 2023 年 10 月以來影響該地區的另一個外部衝擊是以色列與哈馬斯在加薩地區的戰爭，以及其引發的區域骨牌效應，將黎巴嫩的真主黨、葉門的胡塞武裝，最終甚至伊朗都捲入其中。不過，對於該地區未直接捲入的國家而言，這些衝突的蔓延效應有限。最大的干擾來自於胡塞叛軍對紅海航線船隻的攻擊。在今年年初的一段平靜期後，胡塞武裝的攻擊已經恢復，但方式更加有針對性。該組織從頻繁攻擊轉變為更具選擇性但策略影響力更大的攻擊，正在測試其與美國在 5 月達成的停火協議的界限，該協議禁止攻擊非以色列資產。只要以色列與哈馬斯之間的停火協議仍難以達成，胡塞武裝將持續構成威脅。由於可能進行重新規劃路線，對貿易的影響已屬暫時性且有限。2024 年初因胡塞武裝威脅造成中東進口量下降的情況，已在 2024 年底前克服（圖 7）。此外，世界貿易組織預測，中東在未來數年將在國際貿易擴張中居領先地位，在出口方面亦然。

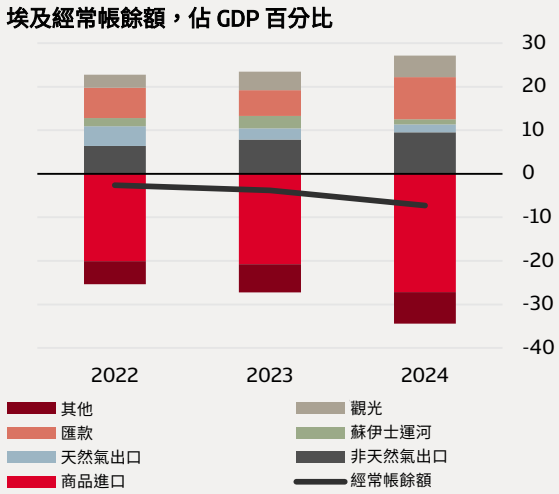
在未直接捲入戰爭的國家中，約旦和埃及距離戰火最近。埃及主要感受到的痛苦來自貿易物流的改道。這嚴重減少了蘇伊士運河的收入，而蘇伊士運河是埃及外匯的重要來源。不過，這種外幣流入的損失已部分被出口和匯款的增加所抵消（圖 8）。同時，鑑於區域安全威脅加劇，旅遊業仍然保持著令人驚訝的強勁表現。埃及和約旦的領空在區域敵對行動期間基本保持開放，這一事實在其中扮演重要角色。例如，今年上半年約旦接待的遊客比 2023 年上半年增加了 14%。而埃及的旅遊收入在 2024 年比 2023 年高出近 10%，比 2022 年高出 25%。埃及目前帳戶赤字在 2024 年仍然急劇惡化的事實，因此不太可能是由於戰爭，而是一個正面的跡象。由於埃及恢復經濟改革計畫，外幣可得性提高，促使埃及進口貿易回升。

圖 7 中東貿易不受加薩戰爭影響



資料來源： WTO

圖 8 埃及蘇伊士運河收入下降，進口上升



資料來源： Macrobond

2.3 區域性衝突升級將帶來災難性後果

區域性衝突升級是另一個層面的問題。以色列和伊朗之間的停火協議十分脆弱，使該地區面臨衝突再度爆發的風險。區域升級最嚴重的情境之一是伊朗封鎖霍爾木茲海峽，這是石油和液化天然氣貿易的全球主要樞紐。這可能暫時使油價飆升至每桶 100-150 美元。區域液化天然氣出口，主要來自卡達，也將受到嚴重干擾。在這種情境下，價格上漲可能是短暫的，因為由

[1] 中東和北非地區經濟展望 - 2023 年 10 月，Atradius

美國領導的海上安全行動最終會開闢道路。不過，短期內它將導致海灣國家的經濟成長顯著放緩。

較高能源價格的後果對能源進口國最為嚴重，加劇現有的國際收支壓力。埃及由於其近五分之一的總天然氣消耗嚴重依賴以色列的天然氣供應，因而特別脆弱。該國已經在努力應對國內天然氣短缺問題，並在去年被迫停止其天然氣出口。自從加薩戰爭開始以來，以色列的利維坦氣田因安全理由已多次暫時中斷供氣。若該氣田長期關閉，埃及將面臨更高的液化天然氣進口成本，或被迫再次實施每日停電措施，如同 2024 年夏季時所做的那樣。

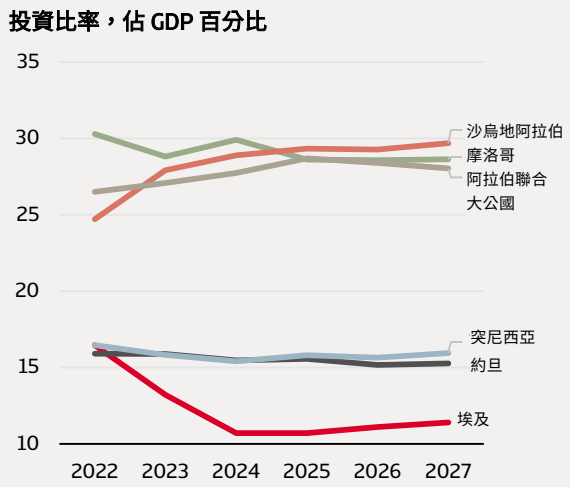
不過，這種最壞情況的可能性並不高。伊朗此舉將是搬石頭砸自己的腳，因為它高度依賴霍爾木茲海峽進行自身的進出口貿易。這也會疏遠中國，這個其石油產品主要且幾乎唯一的買家。此外，伊朗不想冒與美國發生全面戰爭的風險，也不願危及其與海灣國家不斷改善的關係。

3. 海灣國家擁有改革動力

海灣國家非石油部門和貿易的強勁成長，是持續投資以確保其經濟面向未來的結果。他們管理能源轉型的策略基於兩個方面。首先，在石油和天然氣資源仍有需求的情況下，盡可能地開採這些資源。這需要額外投資以及加大力度對化石燃料生產進行去碳化，包括透過碳捕獲技術。他們未來策略的第二個方面要求更大的投資，並著重於發展替代收入來源以使其經濟多元化。

這種後疫情時期的投資激增讓海灣國家與該地區大多數能源進口國形成了積極的區別，但摩洛哥除外，後者也在大力投資。投資比率顯示，沙烏地阿拉伯、阿拉伯聯合大公國和摩洛哥每年投資佔 GDP 的近 30%，而突尼西亞、約旦和埃及等國僅為 GDP 的 10-15%（圖 9）。但是，即使在石油價格趨緩和地緣政治緊張局勢加劇的情況下，是什麼原因解釋了經濟多元化和投資動力的持續強勁？

圖 9 海灣國家具有投資動力



資料來源： Oxford Economics

3.1 財政實力

這種持續投資動能的原因之一是財政實力。第二個原因是，有鑑於這種財政實力，自 2022 年以來石油市場的緩和程度並不足以使海灣國家政府放棄其經濟多元化努力。在我們的基準情境中，石油價格將在中期內繼續逐漸下降。而且由於公共債務低以及主權財富基金 (SWF) 規模可觀，大多數海灣國家政府應該能夠有良好的條件來應對由此造成的收入損失。此外，在 2021 年至 2023 年間，海灣國家利用石油收入意外之財來減輕債務負擔並充實其主權財富基金。只有嚴重的石油價格衝擊才會導致一個嚴重的（雖然很可能是暫時的）脫軌情況。強大的財政緩衝也使得這些國家能夠繼續其漸進式的財政整頓方法，為經濟轉型所必需的大規模投資留下足夠的財政空間。此外，碳氫化合物不再是他們唯一的收入來源。自 2018 年開始在海灣合作委員會各國全面推行增值稅以來，海灣合作委員會國家繼續透過企業所得稅和消費稅來增加非石油收入。例如，阿拉伯聯合大公國於 2023 年 6 月引入 9% 的企業稅率 (CIT)，而巴林做為唯一尚未設立企業稅率的海灣合作委員會國家，計畫於今年或明年引入。在沙烏地阿拉伯，過去十年間，非石油政府收入佔政府總收入的比例從 30% 上升至接近 50%，佔 GDP 的比例則從 6% 上升至 11%。只有科威特在非石油收入產生方面取得有限進展，但我們預計中期內該國也會進行改革。

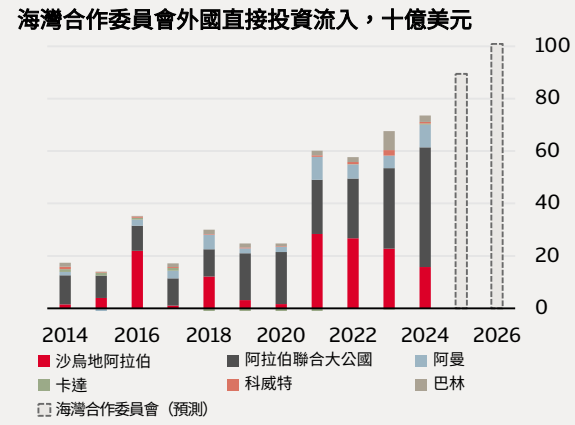
強勁的私營部門信貸成長是石油驅動的流動性尚未低於標準並仍然支持投資活動的進一步跡象。雖然利率升高，私營部門銀行貸款一直以健康的速度擴張，在大多數海灣合作委員會經濟體中成長率介於 5% 至 15% 之間。對大規模經濟轉型計畫的信心仍然很高，預期的投資回報正在鼓勵企業借款擴張，即使成本更高。展望未來，近期及預期的利率下調可能會為信貸擴張提供新動力，從而強化該地區的投資勢頭。

這並不表示海灣國家在短期至中期內不會面臨財務限制。除了卡達和阿拉伯聯合大公國外，大多數政府預算在 2023 年至 2025 年期間重新陷入赤字。在沙烏地阿拉伯，經常帳也轉為赤字，預計今年將超過 GDP 的 3%。因此，這個王國正在重新調整優先順序，縮減一些最為雄心勃勃的專案規模，例如未來主義巨型城市 NEOM 的建設。而沙烏地阿拉伯價值 9250 億美元的主權財富基金，不僅在國外投資，且越來越專注於國內，也被要求削減 20% 的支出。這表明主權財富基金做為維持投資動力的緩衝器存在限制。這些基金與更廣泛的財政策略密切相關，因此它們的支出也必須與長期財政可持續性目標保持一致。

3.2 外國直接投資避風港

這就是外國直接投資者進入市場的時機，減少了海灣國家需要動用主權財富基金來資助國內專案的必要性。雖然地區局勢動盪，海灣合作委員會仍被視為一個避風港，吸引了不斷增加的外國直接投資 (FDI) 流入。這些投資大多投向非碳氫化合物領域，特別是金融、通訊和運輸等服務業。為了進一步鼓勵投資者的興趣，海灣國家已加大力度增強已經強大的商業環境，特別是關於投資法律方面。在過去五年，大多數海灣合作委員會國家已經升級了這些法律，其中放寬外資所有權限制是最顯著的改進之一。這些改革已經取得成效：根據國際金融協會的預測，流入海灣合作委員會的外國直接投資已從 2019 年略高於 200 億美元成長至 2024 年近 800 億美元（圖 10），並有望在 2026 年達到 1000 億美元的標誌。這與能源進口同儕國家如突尼西亞、黎巴嫩和約旦形成鮮明對比，在同一時期，這些國家的外國直接投資流入量下降至僅 20 億美元的總和。

圖 10 海灣合作委員會的外國直接投資成長了四倍



資料來源：聯合國貿易和發展會議《2025 年世界投資報告》，國際金融協會

阿拉伯聯合大公國仍然是該地區最具吸引力的投資目的地，佔海灣合作委員會所有外國直接投資流入量的一半以上，相當於其 GDP 的 8.5%。阿曼和巴林的表現也相對較好。做為海灣國家中財政空間最少用於資本支出的國家，巴林依賴公私合作夥伴關係 (PPP)，並於 2023 年推出「黃金執照」計畫來吸引大量私人投資。該計畫是巴林經濟復甦計畫的關鍵組成部分，旨在恢復財政可持續性並促進經濟多元化。獲得黃金執照的公司可受益於一系列激勵措施，包括土地優先分配和監管靈活性。透過與私營部門合作，政府目標為投資超過 300 億美元。科威特、卡達以及沙烏地阿拉伯呈現落後。區域內競爭是一個問題（見第 4 頁焦點內容）。不過，我們預計沙烏地阿拉伯的外國直接投資對 GDP 的貢獻將從 2024 年的 1.8% 上升到 2030 年約 3%。該王國的 2030 年願景目標訂定更具雄心的目標，即 5.7%（或 1000 億美元）。

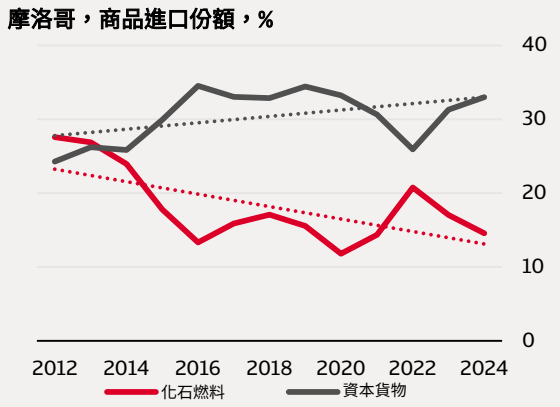
4. 從赤字到不滿

在海灣合作委員會以外國家的投資普遍因財政空間不足、宏觀經濟失衡和政治不確定性而受到限制。如前一節的圖 8 所示，約旦、突尼西亞和埃及的投資比率相對較低。若要提升這些國家普遍較低的潛在經濟成長率，需要實施有利於成長的財政改革及更強健的政策框架。

4.1 根本性的投資不足

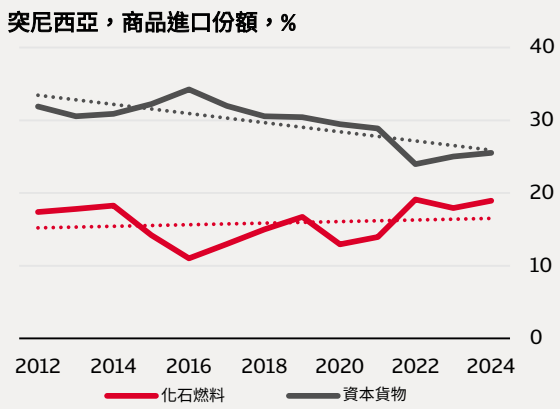
在突尼西亞、約旦和埃及等國家，投資成長對較低利率和較低油價的反應遲緩，這種現象與直覺相悖。通常而言，較低的利率會透過降低融資成本來刺激投資成長，而較低的油價則允許國家減少能源進口支出，為進口資本貨物創造更多財務空間。這確實是在摩洛哥發生的情況。在能源進口國當中，這是一個積極的例外，投資動力強勁且經濟發展是優先考慮。由於摩洛哥的化石燃料進口比例正在下降 – 部分原因也是因為國內可再生能源發電增加 – 與投資相關的進口比例正在增加（圖 11）。這種轉變並未在其他能源進口國家發生。突尼西亞的情況最為嚴峻（圖 12）。其燃料佔比甚至沒有下降，因為由於進口壓縮（一項政府實施的政策，旨在減輕對國家收支平衡的壓力），總進口量已經下降。

圖 11 摩洛哥：石油節約使投資成為可能



資料來源： UNCTAD

圖 12 突尼西亞進口較少資本貨物



資料來源： UNCTAD

4.2 高債務、低信貸成長成為障礙

顯然有更基本的力量在發揮作用，抑制了海灣合作委員會以外的中東和北非國家的投資成長。除了不利的商業環境和薄弱的制度等結構性因素外，這些問題也涉及宏觀金融限制。例如，突尼西亞的投資停滯與其自 2022 年以來一直瀕臨主權債務違約邊緣的事實直接相關。同樣，其他能源進口國由於持續高水平的公共債務，使得自 2021 年以來平均達到 GDP 的 85%，因此面臨有限的財政空間。這不包括黎巴嫩，黎巴嫩的債務比率顯著更高，在 2024 年超過 GDP 的 160%。

高額的公共債務負擔不僅透過限制財政空間而對公共投資產生負面影響，也透過增加經濟不確定性和排擠私人融資而抑制私營部門投資。這種排擠效應在突尼西亞很明顯，自 2023 年中期以來，私營部門信貸成長僅徘徊在 2% 至 3% 左右，而銀行對政府的債權則以超過 30% 的驚人年成長率上升。在約旦，這種動態相似，雖然不那麼明顯，因為銀行對政府的曝險較低。自 2020 年國家主權違約以來，雖然最近有開始重組的努力，黎巴嫩的銀行業仍在技術上處於資不抵債狀態。

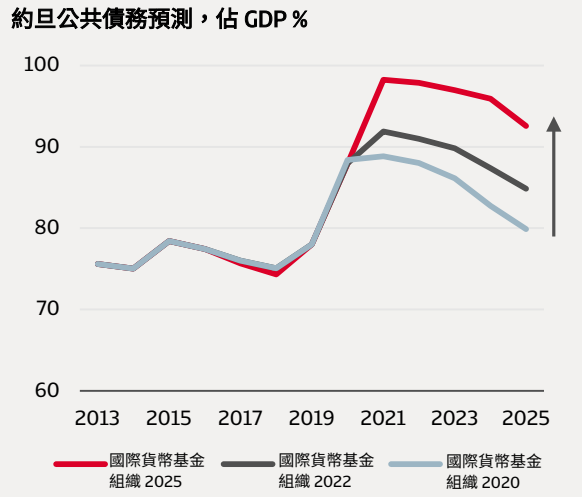
國際收支的脆弱性進一步加劇了這些投資限制。在突尼西亞、埃及和黎巴嫩等國家，政府進入國際資本市場的能力有限，且國際儲備壓力增加，限制了整個經濟體獲取外幣的途徑。這種美元短缺直接阻礙了資本貨物的進口，削弱了投資。即使在阿爾及利亞，由於能源出口使得外部壓力較小，但多年的進口壓縮已導致長期投資不足。自 2023 年起，阿爾及利亞開始放寬進口限制，並啟動了強勁的投資復甦，主要目標是復興其日漸衰退的碳氫化合物產業。不過，該國最近再次收緊了那些進口限制，以再次遏制其國際儲備長期以來的耗損。在經歷了兩年的進口壓縮後，突尼西亞也在 2 月份成功贖回 10 億美元的歐洲債券後，允許進口小幅成長。不過，在沒有國際貨幣基金組織指導下的全面財政和經濟改革方案的情況下，外匯儲備的持續耗損以及經常帳赤字的再度擴大，使得這種做法不具可持續性。

4.3 改革面臨的苦難太多

潛在的社會動盪是多個中東和北非國家缺乏投資意願和公共債務居高不下的首要原因。民眾抵抗的威脅徹底削弱了實施必要但痛苦的財政改革的可能性。一個明顯的例證是 2018 年的約旦，當時國際貨幣基金組織支持的增稅措施在大規模抗議後被撤回。這種動盪不安的遺緒繼續影響著約旦今日的財政政策：在其 2025 年預算中，政府再次避免對家庭和企業增稅。

多年來，國際貨幣基金組織連續推出的多項計畫試圖引導約旦以及埃及和摩洛哥的財政改革。這些計畫主要透過隨附的財政支持成功緩解了流動性壓力，但在實現將公共債務引入穩定下降軌道這一最終目標方面的成效則明顯較低。這些計畫經常被重新調整，債務預測不斷上修 – 就像約旦的情況（圖 13）– 通常是考慮到了 2020 年疫情或 2022 年全球商品價格上漲等衝擊因素。但社會動盪才是真正考驗各國對改革承諾的關鍵，因此，從某種意義上來說，也束縛了國際貨幣基金組織的手腳。

圖 13 約旦債務預測上修

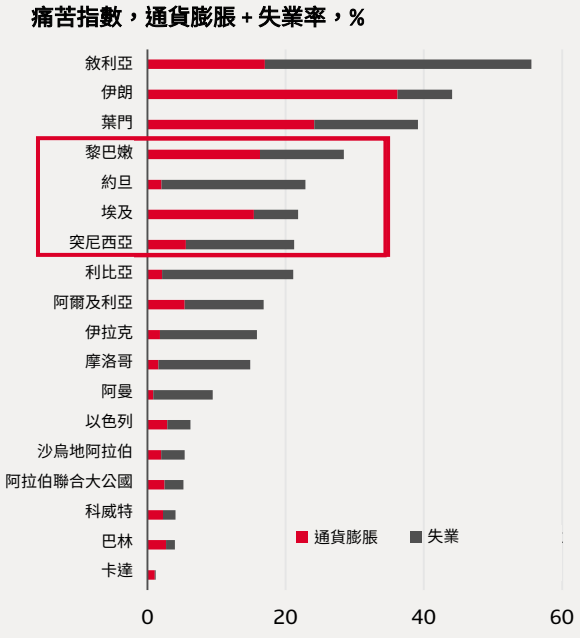


資料來源：國際貨幣基金組織

在某些情況下，改革的政治代價導致了對國際支援的徹底拒絕。雖然在緊縮政策方面進展有限，但約旦至少設法讓國際貨幣基金組織持續支持，而突尼西亞則自 2021 年以來堅決拒絕了一項由國際貨幣基金組織支持的改革方案。擬議的改革包括削減昂貴的補貼、重組虧損的國有企業以及縮減龐大的公共工資支出。拒絕的主要原因：來自強大工會的強烈反對。

要衡量中東和北非地區社會經濟問題的嚴重程度，一個簡單但有說服力的指標是痛苦指數，它結合了通貨膨脹率和失業率。該指數顯示突尼西亞、黎巴嫩、埃及和約旦的結果特別不佳，尤其與經濟社會地位更強勢的海灣國家和以色列相比（圖 14）。阿爾及利亞、伊拉克和摩洛哥也面臨社會經濟問題。這些問題長期累積，源於政策失誤和經濟結構的脆弱性。高度依賴進口是結構性脆弱性之一，但即使 2022 年全球商品價格飆升帶來的通貨膨脹效應大部分已經消退，阿爾及利亞、突尼西亞、伊拉克和埃及等國家仍繼續受到其他因素如預算赤字的貨幣融資和匯率貶值所驅動的通貨膨脹殘餘影響而苦苦掙扎。在突尼西亞和阿爾及利亞，取得外匯的管道有限，導致必需品短缺，從而推高物價。同時，高失業率（通常超過 10%）是一個長期問題，這不僅與經濟成長緩慢有關，也與私營部門發展不足有關，尤其是在埃及。在摩洛哥，由於反覆出現的乾旱嚴重影響了僱用約四分之一勞動力的農業部門，失業情況惡化。在伊拉克和阿爾及利亞，碳氫化合物部門的主導地位雖然是收入來源，但創造的就業機會很少。

圖 14 痛苦指數顯示社會經濟壓力



資料來源： Oxford Economics

4.4 尋求財政友善型成長

面對財政問題和潛在的社會動盪，政府往往採取阻力最小的途徑：削減資本支出。不過，這將延續一個惡性循環。投資不足扼殺經濟成長，加劇社會經濟緊張，使未來實施財政改革更加困難。有利於成長的改革可以帶來差異。因此，摩洛哥和埃及的經濟成長將在中期表現優於海灣合作委員會國家，2028 年成長率約為 4%，而約旦和突尼斯將繼續落後。

摩洛哥證明，即使面臨社會經濟挑戰和高公共債務負擔，也能實現強勁的投資和成長前景。公私合作夥伴關係 (PPP) 是其經濟發展議程的核心，該議程著重於創造就業機會和私營部門的擴張。透過讓私營部門參與投資專案，政府旨在加速基礎設施發展，同時減輕國家的財政負擔。例如，公私合作夥伴關係在摩洛哥準備共同主辦 2030 年 FIFA 世界盃方面發揮著作用，這是該國強勁投資驅動力背後的主要催化劑之一。它們也被用來吸引對汽車、航空、電子、農業企業和製藥等高潛力產業的投資。其目標是將私人投資的份額翻倍至總投資的三分之二。同時，摩洛哥政府正在推行有利於經濟成長的財政整合策略，以減少公共債務。預計預算赤字將從 2024 年佔 GDP 的 4.1% 逐漸下降至 2027 年的 3.8%。雖然確保更公平分配稅收負擔是財政整合進展緩慢的原因之一，但預計這些努力將透過減少勞動市場非正規化並解決逃稅問題，帶來長期效益。健全的政策框架、穩定的外部地位和穩固的融資管道也是摩洛哥成功方程式的一部分。2022 年，摩洛哥獲得了國際貨幣基金組織的彈性信貸額度 – 這是專為擁有最強經濟基本面和最健全政策框架的國家所設立的機制。最近這一信貸額度的延長進一步增強了投資者對摩洛哥宏觀經濟管理的信心。

埃及有潛力追隨摩洛哥的腳步，將宏觀經濟穩定與促進成長的舉措相結合。雖然在國際貨幣基金組織指導下的改革可能最終難以大幅減少公共債務，但它們確實包含一個有希望的元素：一項雄心勃勃的私有化計畫。出售國有資產旨在減少政府在經濟中的過大角色 – 這在新興市場中是最大的之一 – 並提高私人投資份額，而該份額目前是最低的之一。私有化的另一個優勢是，私有化所得可用於償還債務，雖然這只是一次性的。與其他財政改革不同，私有化不太可能引發社會動盪，使其成為走向經濟轉型的政治可行路徑。私有化也預期將吸引外國直接投資，這有助於強化埃及的國際收支平衡。阿布達比於 2024 年宣布投資 350 億美元開發 Ras el-Hekma 度假村的里程碑交易，已為外匯儲備提供重大提升，並將做為未來外國直接投資的催化劑。

不過，埃及的私有化計畫迄今表現不佳。自 2024 年 3 月國際貨幣基金組織計畫擴大以來，埃及僅從資產銷售中籌集了 1.6 億美元，使自 2022 年以來的總額僅達 57 億美元，約佔 GDP 的 1.8%。主要障礙之一是軍方在國有實體中的既得利益，這使得減少公共部門佔比的努力變得複雜。雖然面臨這些挑戰，埃及已承諾加速私有化進程，修訂後的目標是在 2025/26 年度從資產剝離中獲得 30 億美元的新外國直接投資流入，所有資金都將用於減少債務。我們預計埃及的整體固定資產投資將從 2026 年開始回升，屆時通貨膨脹和利率將進一步下降，對埃及經濟的信心也將恢復。要恢復投資者信心，加強政策框架（如摩洛哥所做的）極為重要。埃及在幾次失敗的嘗試後，於 2024 年 3 月終於開放匯率，這是朝這個方向邁出的一個良好步驟。這有助於防止外部不平衡的再次積累。中央銀行現在專注於穩定通貨膨脹預期，以進一步支持宏觀經濟穩定。

Atradius 經濟研究

Niels de Hoog
資深經濟學家
niels.hoog@atradius.com
+31 (0) 20 553 24 06

運用社群媒體與 Atradius 交流互動

youtube.com/user/atradiusgroup
linkedin.com/company/atradius

版權所有 © Atradius N.V. 2025

免責聲明：本刊物僅供參考，無意針對任何讀者提供投資建議、法律建議或向讀者推薦任何特定交易、投資或策略。讀者參酌本文提供之資訊時，無論應用於商業或其他用途，務請自行獨立判斷決定。Atradius 已盡全力確保本刊物所含資訊來自可靠來源，但不論是任何錯誤或疏漏，或因使用本報告所載資訊而得到的結果，Atradius 概不負責。本刊物內所有的資訊均按「原樣」提供，不保證其完整性、準確性、時效性，或因使用此份報告而得到的結果，亦不提供任何形式的明示或暗示保證。Atradius 及其相關合夥人或合作企業，或其合作夥伴、代理商或員工，不為您或其他任何人因採用本刊物所載資訊而進行之任何決定或行動，或任何商機損失、利潤損失、生產損失、業務損失或間接損失、任何種類的特別或類似之損害負責，無論事前是否得知會有此類損失或損害之可能。

Atradius
David Ricardostraat 1
1066 JS Amsterdam
P.O. box 8982
1006 JD Amsterdam
The Netherlands
電話：+31 (0)20 - 553 91 11

info@atradius.com
www.atradius.com