

面對油價暴跌，石油輸出國家陷入困境

摘要

- 以供需趨勢來看，全球油價長期看漲。但是近來新冠肺炎疫情蔓延，導致需求下滑，加上石油輸出國家組織與其盟友(OPEC+)決定解除減產限制，原油供給增加，於是造成油價暴跌。
- 儘管沙烏地阿拉伯和俄羅斯有本錢延續價格戰，但其他許多石油輸出國則將在預算平衡上面臨極大壓力，甚至可能出現外匯缺口。科威特、伊拉克、阿曼、沙烏地阿拉伯、阿爾及利亞和安哥拉等國的預算赤字恐將於2021年擴大至(近)兩位數。
- 阿曼和巴林尤其脆弱，可能影響海灣地區的穩定度。我們認為沙烏地阿拉伯在必要時會提供其鄰國所需支援。

油價底部短暫失守

2019年時，OPEC+國家透過控制供給設定油價下限，加上美國業者彈性生產則提供了天花板價，於是油價波動維持在每桶50至70美元的區間。地緣政治衝突(包括美國與伊朗的緊張對立，以及沙國煉油廠遭到攻擊)曾數度造成油價逼近上限，而需求減弱則將價格拉回底部。

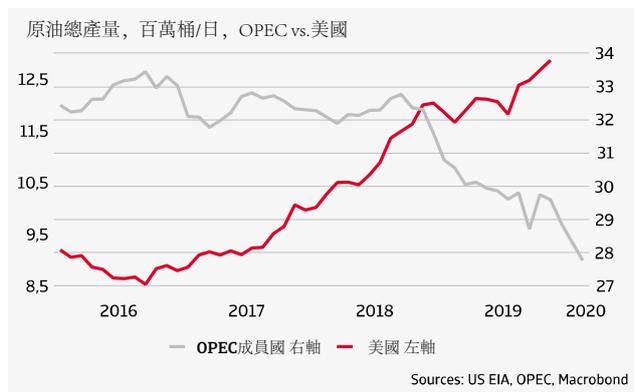
布蘭特原油價格在2019年平均每桶63美元，但是從2020年起已自約70美元一路下滑。中國爆發新冠病毒疫情以及後續封城，都影響了原油需求及相關預期，於是一月時油價下跌20%。原本各界預期需求僅係短暫下滑，結果卻因供給面的變化而雪上加霜。OPEC+國家(主要是俄羅斯與沙國)之間無法就減產達成共識，於是轉而採取擴大市佔率的策略，價格戰就此開打。油價一路狂瀉，跌至每桶25美元(見圖一)，比之前下挫40%(年初至今的跌幅則超過60%)。隨著新冠肺炎疫情蔓延全球，油價更進一步走跌。

圖一 油價底部失守



OPEC+政策之所以轉向，主要是因為美國石油業持續增產。目前美國石油產量已創新高，達到每日近1300萬桶。據估計，2019年美國石油資源已較2018年增加35%，且集中於二疊紀盆地。由於油價低迷，2019年資本支出已減少5%，產業調查顯示2020年料將再降11%。全國油井總數(683個)逐年減少18%。而投資增幅有限，產量增長也跟著放緩(見圖二)，根據美國能源資訊署(EIA)截至2019年十月最新數據，產量增幅已自2018年的17.5%跌至13%。整體而言，美國石油業的快速成長已近尾聲，目前產量來到歷史新高，而尚待開採的油氣蘊藏量也較之前預期更為龐大。

圖二 OPEC減產 美國持續增產



市場動盪應為短暫現象

石油的供給和需求，短期而言價格彈性極低，所以如此大幅的價格震盪，事前根本無法預測。2020年三月油價暴跌，肇因於兩件出乎意外的發展：一是新冠肺炎疫情爆發導致需求下滑，二是OPEC+國家解除產量上限以致供給增加。結果造成油價短期展望跌落預估值位。EIA也因此大砍其2020年預估平均油價，從43美元降至21美元，而目前變數仍多的情況下，布蘭特原油期貨顯示油價在下半年會落在55美元。

我們認為目前的市場波動應為短暫現象，不會持續下去。不論是沙國或俄國，價格戰打太久，都將重創經濟。OPEC之前面對美國頁岩油氣盛產採取緊抓市佔率的策略，結果造成2014年油價崩跌。等到2016年十一月，OPEC+已經改變政策方向，轉而以設定油價底部來管理市場。

美國石油業由於獲利不佳，投資放緩，近來已露疲態。因此，現在正是其競爭者提高市佔率的最佳時機。像沙國與俄國等蘊藏量豐富的國家，固然可以持續打價格戰，可是我們預計今年稍後各國就會屈服於經濟現實，重返談判桌。新冠肺炎的疫情升高，加上對石油需求帶來的嚴重壓力，都將加速產油國重啟談判。屆時即便減產幅度不若前一波協議，仍將為2020

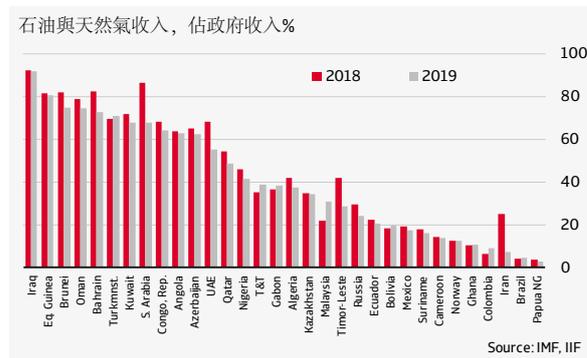
年的油價打底，並支持價格在2021年逐步回升。所以我們預期目前市場震盪僅為短期現象，到2021年價格就會再度上漲，至2025年可望回到每桶70美元。

石油輸出國錯過晴天修屋頂的機會

俗語說趁天晴修屋頂，但石油輸出國並未掌握超前部署的機會。上一波2014/2016年市場暴跌時，油價一度觸及每桶30美元，已然敲響警鐘。雖然當時石油輸出國曾加速財政改革，可是之後逐漸失去危機意識。經濟成長低迷與社會動盪日深也促使這些國家採取更多成長導向政策。而全球能源轉型牛步化，或許也讓石油輸出國心存僥倖，以為中長期而言油價仍可續揚。

對大部分的石油輸出國來說，石油和天然氣仍為政府歲收的主要來源(見圖三)，特別是海灣國家，但是在赤道幾內亞但是在赤道幾內亞、汶萊、土庫曼、剛果共和國、安格拉和亞塞拜然也都是類似情形。當中部分國家確實推行了財政改革，包括沙烏地阿拉伯、巴林和阿拉伯聯合大公國都開始課徵增值稅，可是非石油的收入在2019年仍然增幅甚微。

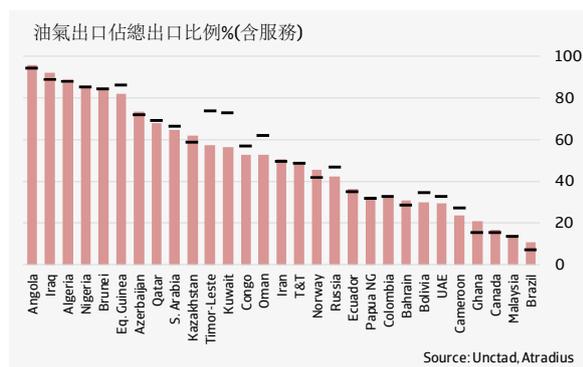
圖三 政府高度仰賴油氣收入



公共財政仰賴石油收入的問題，在經濟發展不夠多元的情況下，很難獲得解決，而要促進經濟多元發展並非一蹴可幾，因此在可預見的未來，石油出口仍為這些國家的主要收入來源。像伊拉克、安哥拉和阿爾及利亞等國的出口即以油氣為最大宗，占比約90%。

有些國家正在積極推動經濟的多元化，例如海灣合作理事會(GCC)成員國就致力發展旅遊業，但與此同時他們(和其他國家一起)持續投資油氣產業。結果在2018年，僅少數國家確實將油氣出口比重降至五年平均水準以下(見圖四)，有一部分和OPEC+國家所實施的暫時性減產有關。在油氣出口占比下滑的國家中，只有玻利維亞、喀麥隆、科威特、阿曼、俄羅斯、東帝汶和阿聯等國可歸功於多角化經濟發展，反映在其服務及/或油氣以外商品出口的顯著成長。

圖四 2018年經濟多元發展國家仍屬少數



油價暴跌將改變國家風險

我們利用Oxford Economics全球經濟模型進行情境分析，設想油價每桶30美元時，輸出石油的新興經濟體短期內預算平衡會有何影響。

- 第一個情境以極端假設為基礎：低油價持續至2021年。
- 第二個情境是價格僅短暫暴跌，隨即恢復中期漲勢，並一路走揚至2025年。
- 分析重點在於首回影響(first-round effects)，所以(已調整的)設定價格之反饋迴路不得回頭影響油氣價格。
- 假定財政政策不變。

在低油價情境下，各國預算平衡都會大幅惡化，尤其政府歲收以油氣收入為主的國家受創最深。科威特、伊拉克、阿曼、沙烏地阿拉伯、阿爾及利亞和安哥拉等國的預算赤字將在2021年擴大至(將近)兩位數。巴林的預算赤字似乎受到影響較小，可是油價走低將使該國無法達成其財政平衡的遠大目標，且其公共債務佔GDP比值將於2021年擴大至幾近115%。

中期情境與上述結果形成強烈對比：預算平衡一般來說可望改善，只是中期而言，確有部分國家即便油價上漲，仍無法避免總經失衡情形惡化，例如阿曼、伊朗和伊拉克。

經常帳餘額也有類似情形，亦即對阿爾及利亞、阿曼和迦納等長期為雙赤字所苦的國家來說，短期內等於會承受雙重打擊。

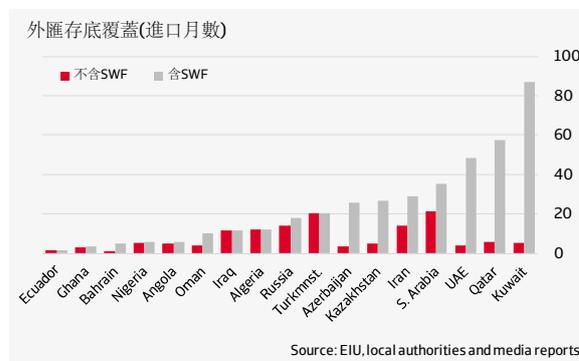
圖五 低油價代表預算赤字擴大



面對短期赤字暴增，很多石油輸出國將無法順利獲得融資。而價格戰的始作俑者—沙烏地阿拉伯和俄羅斯—則有充裕財力堅持下去。兩國的公共債務比例相對較低，搭配大量外匯存底輔以主權財富基金積極運作。亞塞拜然、汶萊、哈薩克、科威特、卡達、土庫曼、東帝汶和阿聯等國也都具備較佳的抗壓性。

不過大部分石油輸出國因應外部衝擊的能力偏低且/或開始下滑。某些國家已有債台高築、外部流動性不佳的情形，例如巴林、阿曼、安哥拉、厄瓜多和奈及利亞，有可能最先陷入困境。

圖六 部分國家抵禦風險能力偏低



厄瓜多和巴林的外匯存底最少(見圖六)，且前者屬美元化經濟，後者採取釘住美元的匯率政策，因此都易受美元短缺所苦。阿曼同樣外匯存底不足，匯率難以長期釘住美元，而且該國主權財富基金規模有限，一旦外部融資壓力升高，並無法提供額外的緩衝保護。許多非洲產油國都有財政緩衝空間不足的問題，包括安哥拉、迦納和奈及利亞。至於仍受到國際制裁的伊朗，以及政局不穩的阿爾及利亞和伊拉克，低油價可能造成這些國家的外匯存底迅速告罄。

海灣地區未來可能出現動盪

如果目前油價超跌情況繼續下去，許多石油輸出國都將面臨財政壓力。各國政府現在為了提振經濟增長，減緩新冠肺炎疫情產生的衝擊，需要採取財政刺激措施，此時此刻要大力推行財政改革，確實有難度。因此有些國家可能會需要國際流動性支援。厄瓜多已宣布將開始與債權人協商，而國際貨幣基金與其他多邊組織也表示隨時準備提供各國所需協助。

我們最擔心的還是巴林和阿曼，因為兩國除了高度仰賴石油輸出的收入外，負債高且持續增加，財政緩衝空間也偏低。此外，只要其中一個國家出現主權債違約，就可能在區域爆發大規模外溢效果，導致海灣區域的金融、甚至地緣政治動盪，如此一來，沙國釘住美元的匯率政策將會受壓，而且若要捍衛匯率也將加速耗盡其外匯存底，所以沙國絕對無法坐視區域動盪擴散。

因此我們估計萬一巴林或阿曼出現流動性壓力，沙國可能會出手相救，儘管它與阿曼的關係堪稱微妙。過去沙國曾提供大量財務援助給這兩個國家。最近海灣鄰國提供給巴林100億美元紓困方案，但條件是巴林必須推動嚴格的財政改革。這次沙國對於提供他國紓困恐怕興趣缺缺，因為本身就有極大的財政壓力。可是如果到最後逼不得已，沙國還是會為自身利益而出手援助。

John Lorie, 首席經濟學家
john.lorie@atradius.com
+31 20 553 3079

Dana Bodnar, 經濟學家

Niels de Hoog, 經濟學家
niels.dehoog@atradius.com
+31 20 553 2407

如果您喜歡我們的最新經濟情勢分析，您可以訪問安卓信用保險網站www.atradius.com，並在發表刊物頁面找到更多安卓信用保險針對全球經濟的出版品，包括國家風險報告、產業分析、對信用管理的建議，以及討論目前商業議題的文章。

透過社群媒體與Atradius保持聯繫



揭露事項

本文僅作資訊提供之用，不得視為以任何方式對任何讀者提供特定交易、投資、或策略之建議。閱讀本文資訊後，讀者採取之商業決策或其他決策均為其獨立決策。Atradius 已竭力確保本文援用之資訊取自可靠之來源，對於任何資訊之錯誤、缺漏、或使用本文資訊產生之結果概不負責。本文所含資訊均以其在內文中之形式呈現，且不保證資訊之完整性、準確性、時效性、以及使用本文資訊產生之結果，亦不做任何形式之明示或暗示之保證。在任何的情況下，及其相關機構或企業、或其合作伙伴、代理人、或員工概不負責讀者或任何人依據本文資訊採取之任何決策與行為，亦不負責因此產生之任何損害、特定損害、或類似之損害，無論讀者或任何人是否知曉發生此類損害之可能性。

Copyright Atradius N.V. 2020

Atradius N.V.
David Ricardostraat 1 - 1066 JS Amsterdam
Postbus 8982 - 1006 JD Amsterdam
The Netherlands
Phone: +31 20 553 9111

info@atradius.com
www.atradius.com