

## 《商報》專欄

### 中東的黑暗時代—財赤之懸念

澳洲又減息，近期央行減息放水之頻繁為近年少見。無他，雖然美國經濟穩步而上，但油價低企所引發的通縮風險揮之不去，放水穩經濟變成重中之重。故此，所有問題都可歸咎於油價，亦即是中東大國的所作所為。話說回來，近年最能動盪全球投資氣氛的，亦可能是中東國而非歐美也。

自 2011 年阿拉伯之春後，中東國的恩怨情仇大爆發。繼敘利亞問題、以色列及加沙事件與烏克蘭及俄羅斯危機後，去年更有美國空襲伊拉克。但股市上，以阿拉伯國家（GCC200 指數）計算，去年初至高位共升近兩成，表現不俗。若以 2013 年計起更升近五成，表現大幅拋離同期炒復蘇的德國 DAX 及美國道指。就算區內政局如何不穩，中東經濟與資產之火爆，可能連美國都自愧不如。

雖然今年彭博 GCC200 指數仍升逾半成，但自去年油價大跌後，中東產油國股市就跌至天昏地暗，這在上週一文已作分析。資產價格下跌本來就沒什麼大不了，正如港交所去年也曾跌至 100 元，現在大家又不是炒到天花龍鳳。不過，坊間有言油價尚未見底，賭見 20、30 元仍大有人在，但這真的有可能嗎？

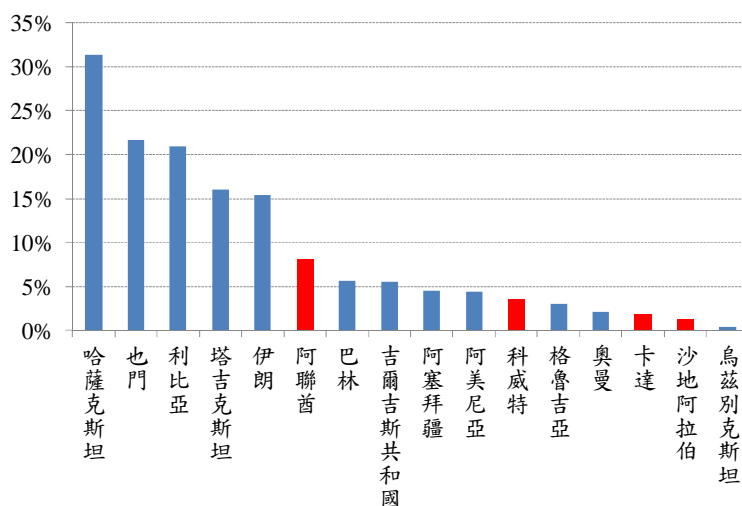
凡是都有可能，就算跌至 20、30 元亦不太驚訝，因為近月油價是政治市，人為力量影響價格高低。但重要的是，這種人為力量可維持多久？一眾油產國是否真的承受到如此低油價？去年 8 月至今筆者已撰寫不同文章指低油價不單對小產油國，甚至對沙地阿拉伯等大油組國都有負面影響，最後筆者結論是：油組國不敢「做得太盡」。

今年 1 月國際貨幣基金（IMF）對中東經濟發出最新報告，當中有樂觀及悲觀預測。先講前者，今次報告與去年 5 月有點不同，加插了油價對銀行業的影響。因為如先前加拿大減息時見到，央行頗擔憂油價下跌對油企的財政影響，當中銀行負債萬一變成呆壞帳，銀行業即時受到衝擊。當一眾銀行的資產負債表都出現問題時，大家可想像對經濟會帶來何等的負面影響。中東大國倚賴原油收入不需多解釋，故此銀行出事的可能性或真的遠大於加拿大。

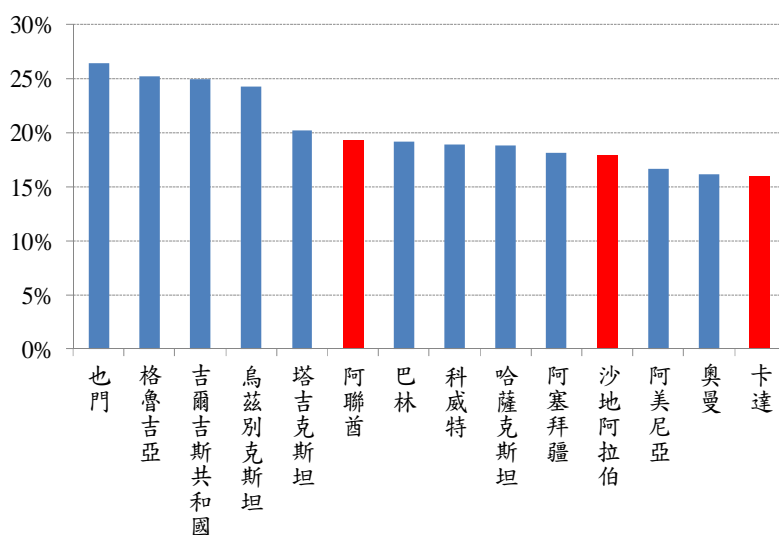
看銀行業的財政健康情況，其中一個指標是不良貸款比率。先看圖一，現時區內不良貸款比率確實有點偏高，當中也門及利比亞等已高達 20%。不過，原油出口大國如沙地阿拉伯及卡達等卻低至 1.3% 及 1.9%，低於現時美國或德國的平均數。故此，區內的貸款質素是否健康，仍然有待觀察。

貸款質素差自然令人聯想到銀行是否有充足資本來迎接任何突如其來的衝擊。當現時全球正應對巴塞爾協議 III 對資金充足比率的要求下，圖二見到最差的卡達，其國內銀行的資金充足比率都達 15%，更不要講其他如也門及格魯吉亞等近 25%，當中沙地阿拉伯及科威特等亦逾 15%，比起國際大行如滙豐銀行還要高。由此可見，雖然貸款質素或遭人口實，但起碼現在中東銀行的資本準備仍然充足，全面爆發銀行危機的機會仍低。

圖一：2013年中東石油輸出國與中亞國家不良貸款比率



圖二：2013年中東石油輸出國與中亞國家資本充足比率



中東國家產業過度集中黑金石油人所共知。先前已有報告指大部分非中東國的非油產收入佔其總收入（或國民生產總值）起碼五成以上；相反，伊拉克或沙地阿拉伯等主要油產國的非油產收入只佔約三成左右，利比亞更低至一到兩成。可見油價一死，中東即死。IMF 最新預測，2014 年部分中東油產國及中亞國家將會出現財政赤字。報告更揚言，若果油價長期維持在如此低水平，沙地阿拉伯及科威特等更將齊齊進入赤字俱樂部，當中沙地阿拉伯的赤字將達 10.1%，遠遠拋離其他國家，卡達亦由本來盈餘的 9.2%

變成財赤 1.5%，一眾中東產油國中只有科威特仍能維持盈餘狀態。

### 中東產油國及中亞國家的財政情況（佔 GDP）

%	2015年	2014年		2015年	2014年
	中東國家			中亞國家	
科威特	11.1	21.9	烏茲別克斯坦	0.2	0.5
卡達	-1.5	9.2	土庫曼斯坦	0.0	1.4
伊朗	-3.4	-1.4	哈薩克斯坦	-2.3	3.2
阿聯酋	-3.7	6	阿塞拜疆	-14.5	-2.3
也門	-5.2	-5.4			
伊拉克	-6.1	-4.9			
沙地阿拉伯	-10.1	1.1			
巴林	-12.1	-5.4			
阿爾及利亞	-15.1	-7.4			
奧曼	-16.4	-1.4			
利比亞	-37.1	-43.3			

頁岩氣的挑戰確實不容忽視，因為這預示了過往半世紀以來，以石油作為全球主要能源的時代會否終結。若然這成為事實的話，無論在經濟或政治角度上，油組國將會「很大鑊」。但話說回來，現時油組因政治問題而一心壓低油價，最後亦可能只會惹來其他產油國反彈之餘，更影響自身長遠的財政問題。對於極度倚賴原油收益的中東油國來說，再壓油價來打擊頁岩氣，最後可能只會自討苦吃。這個兩難的問題，看怕未來一眾油組國都「有排煩」。

參考：

Regional Economic Outlook Update: Middle East & Central Asia, International Monetary Fund, January 2015.

劉振業  
環球金融市場部