2020 年 05 月 21 日

作　者：王祎凡
邮　箱：research@fecr.com.cn

疫情背景下油价下跌对主权信用影响几何？

相关报告研究：

1.《香港经济短期存在下行风险 但长期发展活力依旧》，2019.09.10

2.《全球降息潮来袭 机遇与挑战并存》，2019.09.18

3.《土耳其军事行动加剧地区政治经济风险》，2019.10.12

4.《美联储 10 月如期降息 全球央行继续利率博弈》，2019.11.01

5.《保守党获得绝对优势 英国脱欧逐步明朗》，2019.12.13

6.《美联储急速降息 50bp 引领新一轮全球降息热潮》，2020.03.04

摘 要

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，各国纷纷出台交通运输管制、停工停产等相关措施，石油价格受此影响大幅走跌，本文将分析石油价格下降对主要石油输出国的主权债务风险影响。

自 2020 年 1 月新冠肺炎疫情爆发以来，由于疫情传染性极强，截至 5 月 20 日，全球累计确诊病例已超过 500 万例，其中确诊人数超过十万例的国家已达 12 个，且仍有持续扩散趋势。据 WHO 最新数据显示，5 月 20 日全球单日新增确诊病例已达到 10.6 万例，创最大单日增幅，说明疫情仍处于快速上涨阶段。在尚未取得特效药品和疫苗的前提下，预计未来短期内新冠肺炎的影响仍将持续，石油价格难以恢复至原有水平。

首先，简要分析 2014 年以来石油价格走势及原因。本文先梳理了 2014 年以来石油市场价格变动的重要影响因素。2014 年以来，全球石油市场受供求失衡影响共经历三轮较大幅度下跌。截至 5 月 21 日，本轮布伦特原油期货的最低价收于 19.33 美元/桶（4 月 21 日），年内累计最大跌幅达到 71.95%。油价的急剧下跌对主要石油输出国的主权信用将产生重大影响。

然后，重点分析 2020 年石油价格变动对主权债务影响。本文将从以下几个方面分析主权债务风险变化受石油价格变动影响：经济增长受石油价格走低影响，下行风险增加；政府财政赤字走扩，债务水平上升；宽松的货币政策和财政纾困政策将加大政府债务杠杆率和偿债压力；石油出口收入下降导致外汇储备缩水，同时相关企业面临破产风险。在上述分析中，本文尝试通过结合 2014-2016 年的油价下跌对相关经济变量的影响来探寻本轮油价下跌可能带来的变化。

2020 年以来，新冠肺炎疫情在全球急剧蔓延，各国纷纷出台包括交通运输管制、停工停产等系列措施，经济停摆导致全球石油需求大幅下降，进而引发全球原油价格大幅走低，本文对 2014 年以来石油价格变动影响因素进行梳理，并重点从经济增长、财政收支、债务负担等角度分析油价低位运行对主要石油输出国家主权债务风险的影响。

一、 国际原油价格变动梳理及原因分析

（一）国际原油价格变动梳理

2014 年至今，全球原油价格共经历三轮较大幅度下跌（图 1）。**一是，2014 年~2016 年期间美国页岩油革命、OPEC 未能有效限产叠加需求不足引发全球原油价格下跌。**美国页岩油技术于 2008 年进入快速增长阶段，并自 2011 年起得到蓬勃发展。根据美国能源署的数据显示，2008 年美国原油产量仅为 5000 千桶/天，2011 年上升至 5667 千桶/天，2014 年~2015 年原油产量进一步提升至达到 8787 千桶/天和 9439 千桶/天，原油供给量持续上涨。同时叠加主要进口国需求疲软的影响，全球石油市场供过于求，进而导致国际石油价格走低。本次原油价格下跌周期持续至 2016 年 2 月，布伦特原油期货价格最大跌幅约为 75.76%。**二是，美国原油产量高位运行加上对中美贸易摩擦的持续担忧，2018 年 10 月全球能源价格再次经历新一轮暴跌。**2018 年前三季度石油价格震荡式走高，同年美国原油产量约为 10990 千桶/天，不仅突破 1970 年 9637 千桶/天的峰值，而且 75 年来首次成为原油和成品油净出口国。本轮油价在 2018 年 12 月 24 日达到最低点，布伦特原油和 WTI 原油期货价格分别收于 50.47 美元/桶和 42.53 美元/桶。引发本轮石油价格下跌的主要原因是中美贸易摩擦、主要经济体需求疲软，同时叠加原油库存储量增加。**三是，2020 年 1 月至今，受全球新冠肺炎疫情影响，石油价格呈现急剧下跌趋势，已跌破 2014 年的历史低位，且在短期内难以恢复至原有水平。**

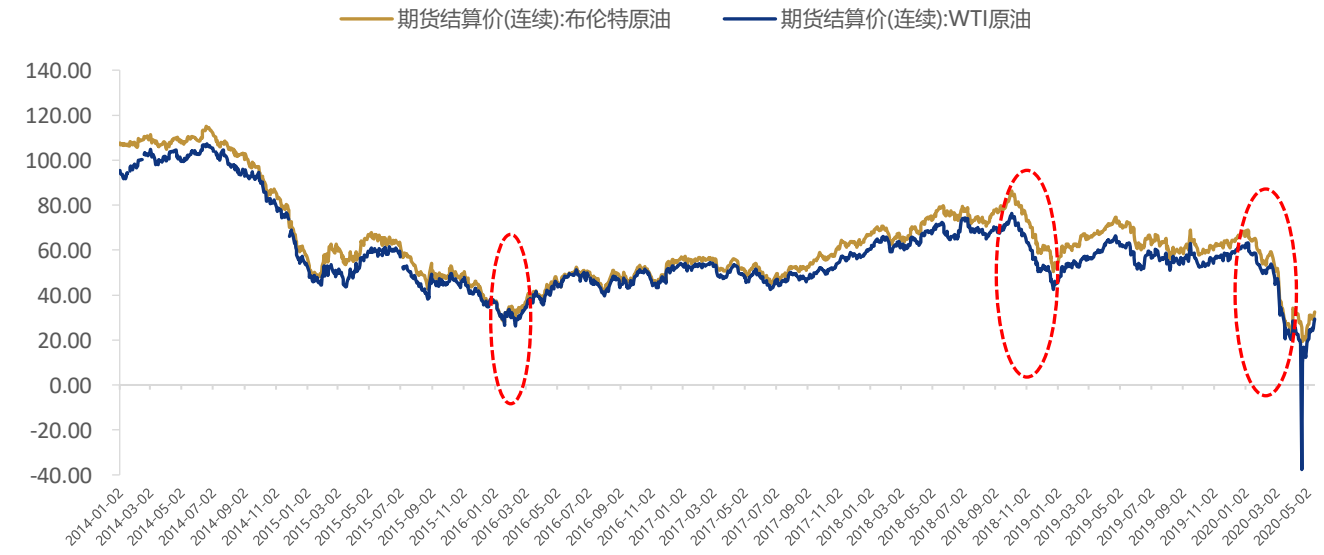

图 1: 2020 年石油价格变动情况（单位：美元/桶）

数据来源：Wind 资讯

（二）本轮影响石油价格变动的供需分析

2020 年以来，受新冠肺炎疫情全球爆发影响，多国采取停工停产、交通运输管制等措施防止疫情蔓延，石油市场供需急剧失衡，进而导致石油价格再次大幅下跌。本文将从供给和需求两个方面分析石油价格变动的原因。

1. 新冠疫情大规模蔓延触发各国采取限制措施运输与出行限制、居家隔离措施，导致石油需求急剧下降

自 2020 年 1 月新冠肺炎疫情爆发以来，由于疫情传染性极强（R_0=1.4~3.9），截至 5 月 20 日，全球累计确诊病例已超过 500 万例（图 2），其中确诊人数超过十万例的国家已达 12 个，分别为美国、俄罗斯、巴西、西班牙、英国、意大利、法国、德国、土耳其、伊朗、印度、以及秘鲁。受益于中国政府采取史上最为严格的公共卫生防控措施，使疫情在短时间内得到有效控制，自 3 月后复工复产在全国范围内逐步有序推进。但其他国家的疫情却不容乐观，疫情在多国仍处于上升趋势。据 WHO 最新数据显示，5 月 20 日全球单日新增确诊病例已达到 10.6 万例，创最大单日增幅，说明疫情仍处于快速上涨阶段，全球疫情峰值或许还未到来。在尚未取得特效药品和疫苗的前提下，预计未来短期内新冠肺炎的影响仍将持续，未来确诊病例可能会继续呈现快速上涨。为此，多国政府加强管控力度，包括实施宵禁、出行限制、关闭边境、暂停公共交通服务等措施，旨在遏制病毒传播。

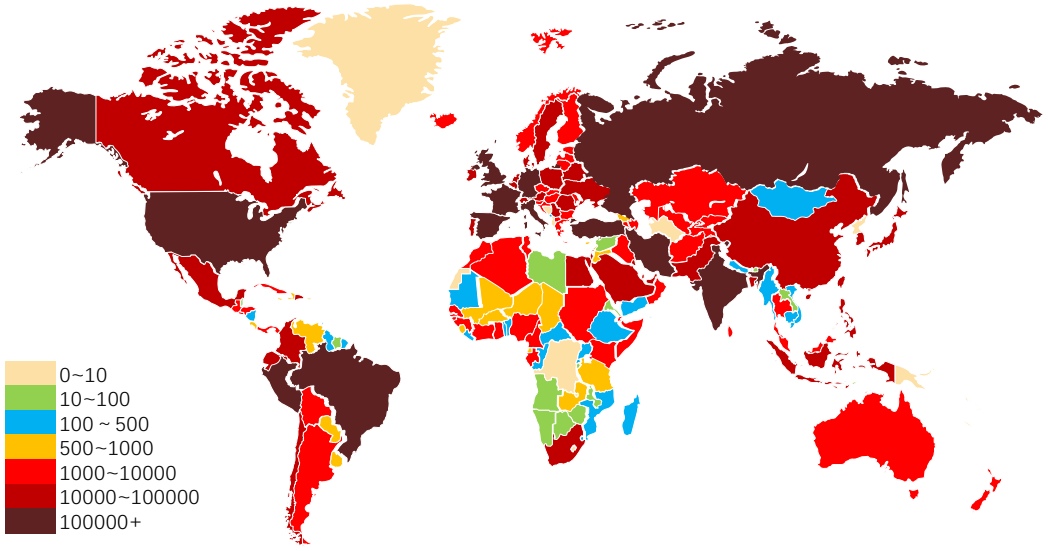

图 2： 全球疫情情况（截至 2020 年 5 月 20 日）

数据来源：Wind 资讯

一是大量停工导致制造业需求减少，制造业停产导致石油及相关产品需求大幅缩减（图 3）。目前全球经济体量领先的美国疫情最为严重。2020 年 2 月 15 日，美国总统特朗普宣布进入国家紧急状态，随后疫情严重的纽约、加州等地颁布居家令，要求非必要企业员工居家办公。截至目前，美国的“国家”紧急状态已经超过 60 天。5 月 15 日，疫情最严重的纽约州宣布延长居家令至 5 月 28 日，虽然达标地区可分阶段重启，但全面解封仍然困难重重。由于长期停工，4 月美国供应管理协会（ISM）制造业采购经理人指数（PMI）录得 41.5%，创自 2009 年 5 月以来新低（41.7%）。欧元区延续自 2019 年 3 月以来的萧条趋势，4 月 PMI 数值录得 33.4%。其中，作为欧元区的经济核心的德国 2020 年第一季度 GDP 增速环比下降 2.2%，这是继 2019 年第四季度下跌 0.1%后的连续第二个季度下跌，

说明德国已经陷入技术性衰退。虽然疫情已经初步进入平稳阶段，但欧元区复工之路仍然艰难。中国 PMI 数值呈现“v”型走势，在 2 月录得 35.7%之后，3 月 PMI 录得 52.00%。说明目前中国的经济已经处于逐步恢复的阶段。但由于全球疫情难以在短时间内得到有效遏制，在未来短期内全球石油在制造业方面的需求难以恢复至疫情前水平。

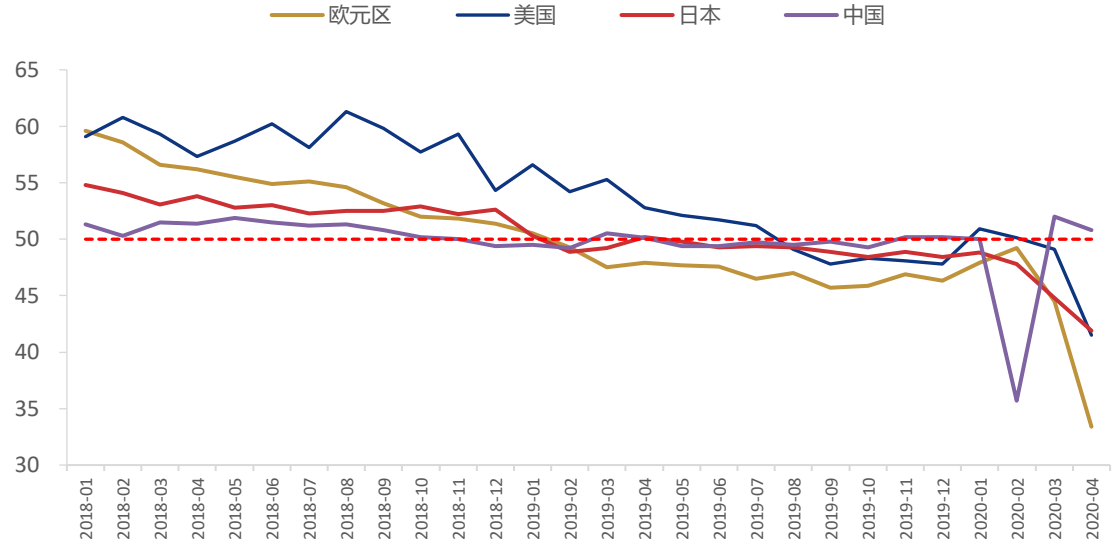

图 3： 2018 年~2020 年主要经济体 PMI 变化情况 （单位：%）

数据来源：Wind 资讯

二是各类限制入境措施的推行使国际旅游市场、国际运输市场受阻，汽车业、航空业等燃油需求下降。为遏制新冠疫情蔓延，多国实行入境管制。交通运输及航空业受到重创。根据联合国世界旅游组织数据显示，在 2020 年第一季度，COVID-19 大流行使国际游客人数下降了 22%。据联合国专门机构称，全年入境旅客总人数将同比下降 60%~80%。自 1 月新冠肺炎疫情爆发以来，多国首先宣布暂停往返中国的国际航班。据不完全统计，1 月 28 日~2 月 2 日期间，共有来自 23 个国家的 30 个航空公司宣布停飞。截至 5 月 20 日，共有超过一百个国家取消国际航班，另有多国宣布延长停飞期间。例如，土耳其航空宣布所有国际航班将暂停至 2020 年 6 月 1 日，所有国内航班将暂停至 2020 年 5 月 28 日；巴基斯坦延长国际航班停飞令至 5 月 15 日。燃油类需求的下降是石油需求减少的另一重要因素。同时，停工停产引发货物运输需求骤降、建筑机械施工量减少，居家隔离使得私人汽车、客运班车出行次数明显回落，这些都导致汽柴油需求锐减。美国能源信息管理局数据显示，美国汽油需求同比下降 48%，降至 50 年来的最低点。

2. “OPEC+”会议谈判失败导致供给增加，原油价格大幅暴跌

为解决油价继续下行的困境，沙特联合俄罗斯等国于 3 月 6 日举行会议商讨对策，但“OPEC+”会议最终意外谈崩，OPEC 及非 OPEC 产油国未能就进一步减产达成共识。沙特首先开启石油价格战，4 月起将石油日产量从本月的 970 万桶/日增至 1000 万桶/日，甚至达到 1200 万桶/日的创记录水平；此外，在取消限产的同时大幅调低售往欧洲、亚洲以及美国等地的主要原油定价，折扣幅度创 20 年来最大。随后，俄罗斯也宣布 3 月底减产协议终止后向市场增产。

二、 油气产业拖累经济增长，经济增长波动性增大背后凸显产业结构调整滞后

（一）经济增长受石油及相关产业严重拖累，增速下行压力增大

2014 年~2016 年石油价格走低大幅拖累主要产油国经济增长，引发多国陷入经济衰退（图 4）。2015 年，受石油价格大幅下跌和美欧实施制裁等因素影响，俄罗斯在 2015 年率先陷入经济衰退，当年实际 GDP 增速下降至-2.50%，较上年下降 3.2 个百分点。2016 年以来，受到全球主要石油国限产、美国制裁伊朗和委内瑞拉、中东地缘政治危机升级等因素影响，全球石油价格大幅上涨，因此带动俄罗斯经济转向复苏。2018 年，俄罗斯实际 GDP 增速进一步回升至 2.33%，较上年增长 0.68 个百分点。2016 年，尼日利亚实际 GDP 增速下滑至-1.62%，较上年大幅下滑 4.27 个百分点，经济陷入严重衰退。作为当时世界最大产油国的沙特阿拉伯，2014 年实际 GDP 增速高达 3.68%，受石油价格持续走低影响，2015 年~2017 年实际 GDP 增速持续下降，2017 年降至-0.74%，较上年大幅下降 2.41 个百分点，创 2009 年以来新低。科威特 2014 年和 2015 年的实际 GDP 增速分别降至 0.50%和 0.59%，但 2017 年由于推行石油经济改革促进石油减产，同时石油及相关产业在国民经济中占有重要比重，科威特经济增速下降至-3.84%。同年阿联酋实际 GDP 增速仅为 0.79%，较 2016 年减少 2.20 个百分点。就主要产油国来说，根据 2014 年~2016 年趋势分析来看，油价下跌将会在后来的 2~3 年持续对其经济增长产生负面影响。

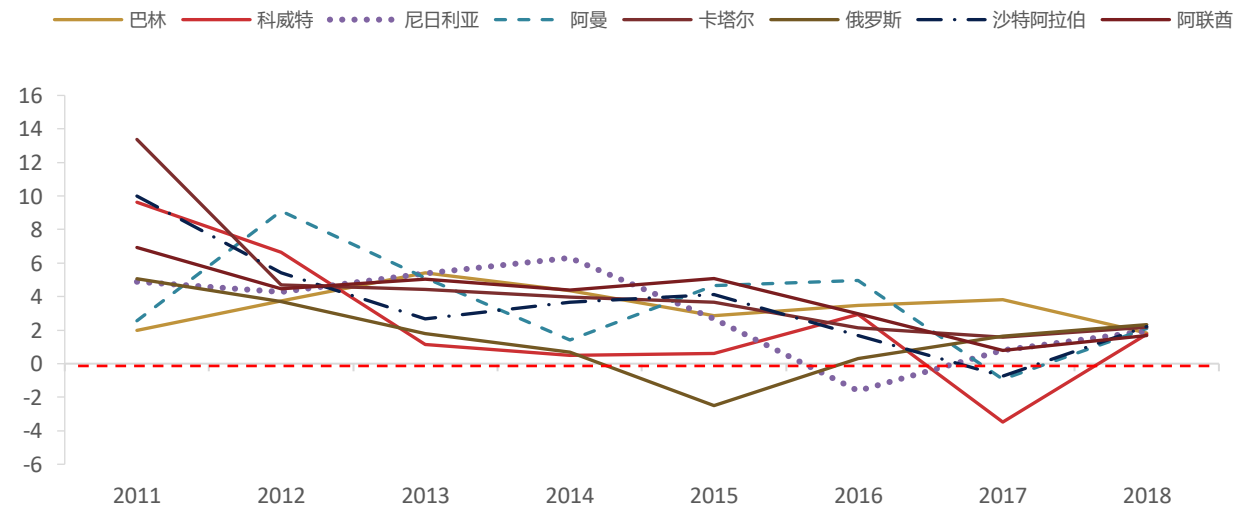

图 4： 2011~2018 年实际 GDP 增速（单位：%）

数据来源：IMF

（二）经济增长波动性进一步增大

由于经济增长对石油价格变动具有较强的敏感性，石油输出国经济增长的波动性较大（图 5）。卡塔尔和科威特近 10 年经济增长波动率（为 2018 年数据，下同）高达 5.74%和 4.80%，经济增长不稳定性极高。巴林的近 10 年经济增长波动率仅为 1.14%，在海湾六国中最为稳定，主要是因为其减少为对石油产品依赖性和促进经济结构转

型，巴林积极发展金融等产业，2017 年石油天然气、金融业、制造业占 GDP 比重分别为 18%、17%、14%，产业结构分布较为合理，因此经济增长较为稳定。其余各国近 10 经济增长波动性情况是：尼日利亚为 3.74%、阿联酋为 3.40%、俄罗斯为 3.39%、沙特阿拉伯为 3.37%、阿曼为 2.85%。2019 年~2020 年石油价格的变动将使得各石油输出国经济增长波动性进一步提升，加大其主权债务风险。

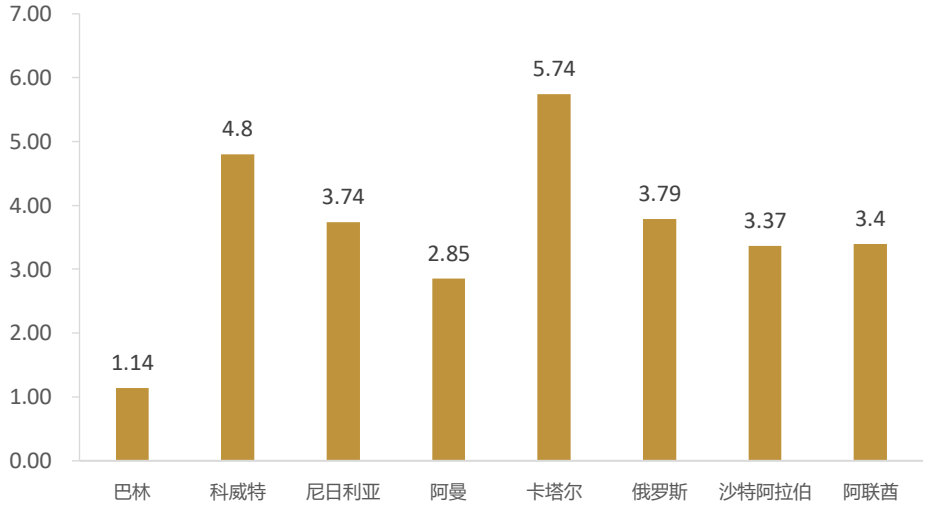

图 5： 截至 2018 年的近 10 年经济增长波动性（单位：%）

数据来源：IMF

（三）各国产业结构改革并未取得明显效果，且改革进程将会进一步受阻

为减少对石油及相关产业的依赖，各国纷纷出台系列政策，促进产业结构改革，但并未取得显著成效。阿曼政府提出“2020 愿景”规划，核心目标是改变过度依赖油气单一产业结构，重点发展旅游业、农业、渔业和服务业，以实现经济多元化发展。沙特为解决财政赤字问题提出《2030 愿景》，政府推出一系列改革措施，一是减少政府部门财政支出及民众补贴；二是扩充税源以增加政府收入；三是大力推动私营部门经济发展、提高私营经济在税收中的占比至 5.7%，以期实现 2020 年国家财政收支平衡的目标。卡塔尔政府于 2013 年发布《愿景 2030》，旨在促进非油产业发展和经济多元化结构改革。受海湾断交事件影响，2017 年~2018 年，卡塔尔经济增速有所提升但仍显低迷，物价水平受经济增速影响呈下降趋势。2018 年卡塔尔 CPI 增幅降至 0.22%，较上年下降 0.18 个百分点，存在通货紧缩风险。海湾断交事件促使卡塔尔政府加快经济结构多元化改革，加速经济特区发展进程。2019 年 7 月，卡塔尔增设投资局，鼓励外资企业投资并刺激房地产行业的发展。虽然各国政府致力于经济结构改革，且在非能源领域的投资不断增加，但石油和天然气仍占国内生产总值较大比重，产业结构单一问题并未得到显著改善。

三、 油气收入缩减叠加财政纾困举措，政府财政失衡风险加

(一) 政府财政收入降低，财政失衡风险加剧

2014 年~2016 年间，受国际能源价格大幅走低影响，主要石油输出国出现不同程度的财政收支失衡（图 6）。多国由财政盈余转为财政赤字。其中，阿曼共和国的财政赤字连续三年走扩，并于 2016 年达到 20.90%的历史低位，远超 3%的国际赤字警戒线水平。2015 年~2017 年，沙特财政赤字水平分别高达 15.84%、17.20%以及 9.24%。2017 年~2018 年，随着国际能源价格的回升，各主要石油输出国的经济增速和财政收支结构均有所好转：一是财政收入大幅增加。随着国际能源价格的上涨，原油出口国的财政收入得到保障。二是财政收入对政府债务的偿付能力增强。财政收支失衡有所改善但难以恢复至原有水平。

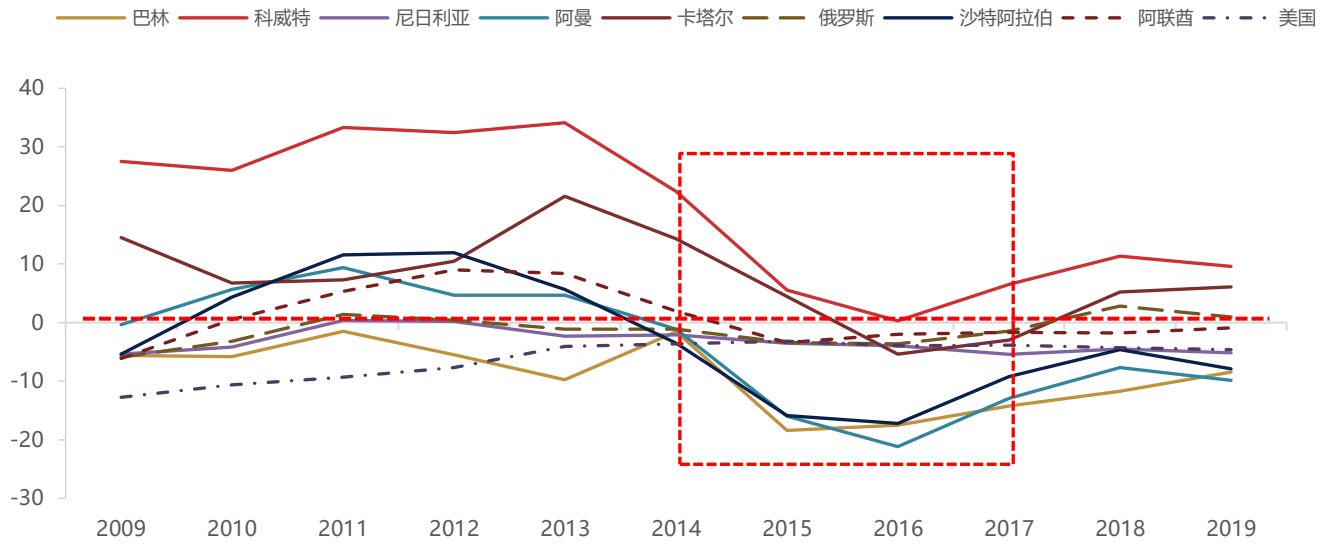

图 6： 2009~2018 年财政收支平衡情况（单位：%）

数据来源：IMF

（二）政府债务水平将进一步上升

2014 年石油价格大幅下跌后，各主要石油输出国债务水平（一般政府债务总额/GDP%）均呈现显著上升趋势（图 7）。其中，2018 年巴林政府债务规模达到 134.43 亿第纳尔，政府债务总额相当于 GDP 的比重为 93.37%，较上年增加 5.13 个百分点，显著高于 BBs+和 BBs-级样本平均水平，债务负担持续加重，远超 60%的国际警戒线水平。其他国家虽然债务占比低于 60%，但上升趋势明显。

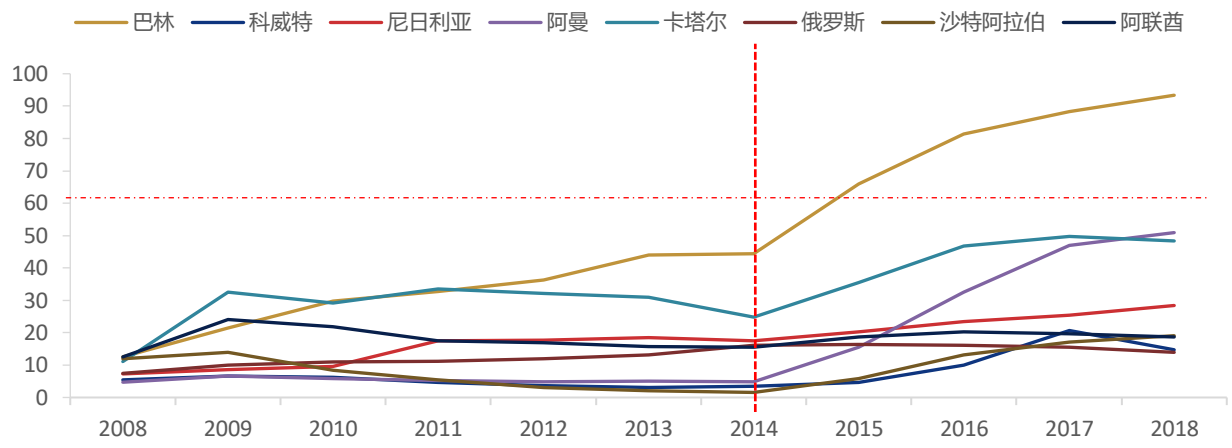

图 7： 2008~2018 年主要石油输出国政府债务情况（单位：%）

数据来源：IMF

（三） 主权财富基金受到全球资本市场影响缩水风险加大

为应对石油天然气资源的不可再生性，各石油输出国设立主权财富基金（图 8）。其中阿联酋的阿布扎比投资局是世界第三大主权财富基金，截至 2018 年末，其资产规模已经达到 6966.6 亿美元，为主权债务偿付提供良好保障。此外，科威特投资局、卡塔尔投资局资产规模分别高达 5920 亿美元、3280 亿美元，但 2020 年全球资本市场危机加剧，以美国三大股指为代表的全球资本市场走低，主权基金缩水风险增加，政府债务偿付能力有可能进一步减弱。

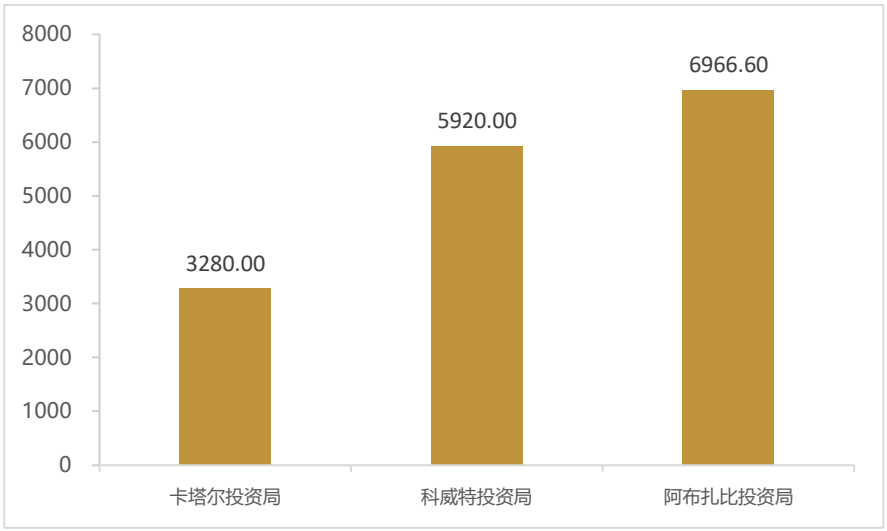

图 8： 2018 年主权财富基金规模（单位：亿美元）

数据来源：IMF

四、 宽松政策加剧债务风险

（一） 各国财政纾困政策，或加剧财政收支失衡风险

为缓解由疫情停工带来的负面影响，各国纷纷出台财政纾困措施。一方面增加了政府的财政压力，另一方面迫使政府推行紧缩性财政政策以寻求财政平衡。例如，阿联酋宣布从中央银行资金中向阿联酋所有商业银行划拨 500 亿迪拉姆（约合 137 亿美元）抵押贷款以及从银行缓冲资本中释放 500 亿迪拉姆（约合 137 亿美元）资金、向受疫情影响的私营企业以及零售商户提供必要的支持与便利、暂时免除支付未偿还贷款的本金和利息等经济救助措施。沙特央行于 3 月宣布推出 500 亿里亚尔援助计划，但为需求财政平衡，沙特政府表示将削减政府支出并采取紧缩措施，预计总计将削减 1000 亿里亚尔（约合 266 亿美元）的支出，并宣布将增值税提高两倍，从 5%增至 15%，并自 6 月 1 日起暂停发放生活津贴、取消或推迟多个政府机构的一些运营和资本支出，并减少多个国家项目的贷款。沙特自 2018 年起增设增值税，目的是为改善财税收支结构，减少对石油及相关产业的依赖度。本次大幅提高增值税税率，将对国内经济活动产生一定的抑制作用，增加其在疫情期间的经济负担。

（二） 量化宽松的货币政策或激励主权债务杠杆率的增加

受全球疫情蔓延以及资本市场狂跌的影响，2020 年全球经济面临衰退风险。以美国为首的多个国家开启降息模式以刺激经济增长。3 月 3 日，美国开启本年度第一轮降息，本次降幅为 50bp，利率水平降至 1%~1.25%。本次降息后各国均采取跟随策略，其中阿联酋降息 50bp，科威特降息 25b，巴林降息 25bp；美国随后在 3 月 16 日开启单月内第二轮降息，本次降息幅度为 100bp，利率水平降至 0%，这是美国自 2008 年金融危机后再次启动“零利率”政策，随后各国再次采取跟随策略，两轮降息后石油输出国平均利率水平下调至 1.42%（图 9）。低利率的政策有利于经济增长，但可能也激励了国家主权债务杠杆率的增加，长期看这会加重债务负担和债务风险。

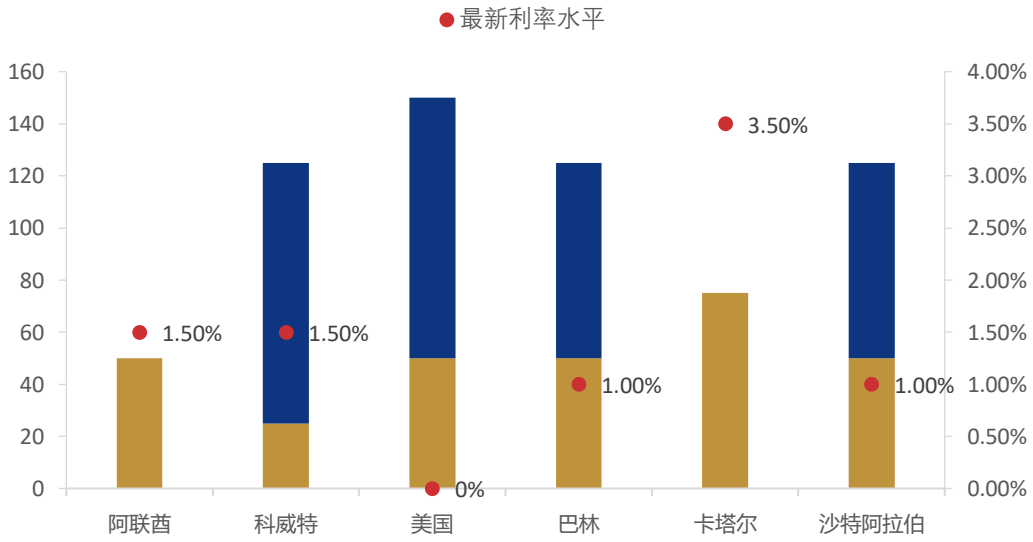

图 9： 2020 年石油输出国降息情况（截至 2020 年 5 月底）（左轴单位：BP）

数据来源：Trading Economics

五、 外币债务风险加剧，相关企业经营面临困境或带来诸多问题

（一）外汇储备受石油出口下降大幅缩水

石油及相关产品出口是经常账户收入和外汇收入的主要来源。阿曼、沙特、阿联酋等国均采取盯住美元的固定汇率制度。由于经济结构较为单一，这一制度有利于维持经济稳定性，特别是石油输出国大量生产生活物资依赖进口，固定汇率有利于保持物价稳定，避免输入性通胀。但是在石油经济乏力，出口量大幅下降的背景下，由石油出口产生的外汇收入大幅下降，同时叠加美元走强因素影响，会造成短期内外汇储备大幅下降（图 10）。2014 年~2017 年，沙特外汇储备连续三年下降，由 7444 亿美元下降至 5094.57 亿美元，2018 年受国际能源价格上涨影响，小幅回升至 5094.68 亿美元。2020 年 3 月，沙特外汇储备大跌 240 亿美元，自 2017 年中以来首度跌破 5000 亿美元关口（4730 亿美元）。外汇储备下降将降低国家对外币债务的偿付实力。

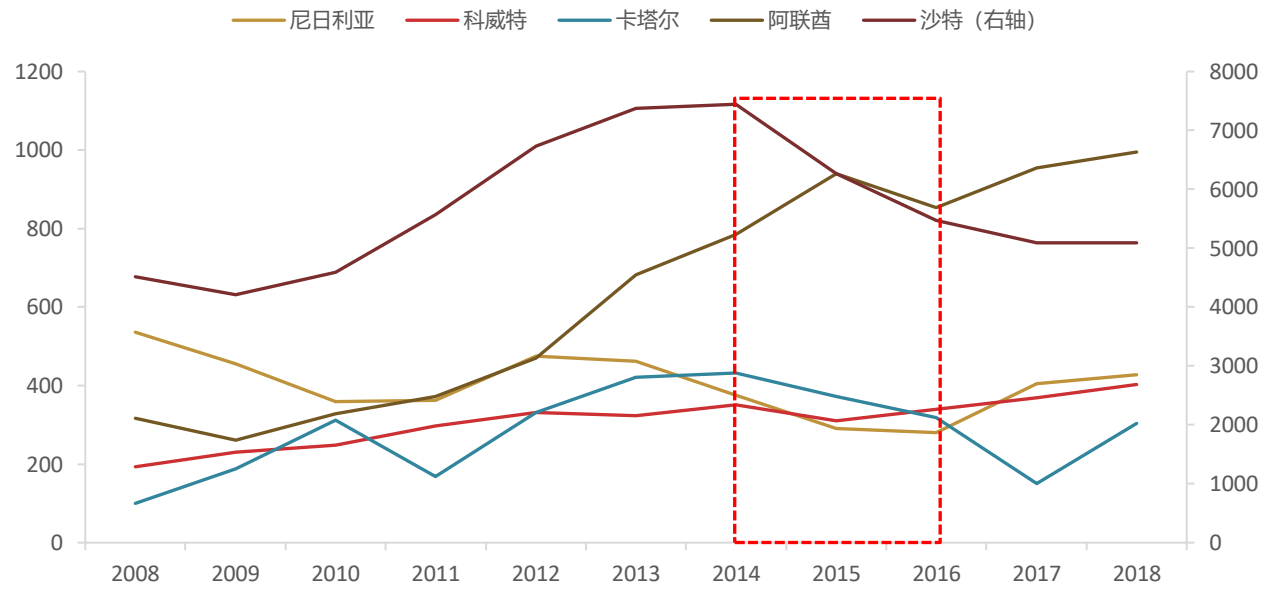

图 10：2008 年~2018 年部分石油输出国外汇储备变动情况（单位：亿美元）

数据来源：Trading Economics

（二）石油及相关企业面临破产危机可能带来诸多问题

目前，全球已有多家石油及相关企业面临破产危机。4 月 2 日，美国惠廷石油公司申请破产，这是美国第一家申请破产的页岩油生产商。4 月 26 日，美国戴蒙德海底钻探公司申请破产保护。同时，沙特石油巨头沙特阿美在 5 月 19 日公布其一季度财报，由于受到需求衰减叠加国际石油价格下跌的双重影响，该季度一季度净利润下滑 25%。如果石油公司的财务和经营情况进一步恶化，将带来税收及财政收入下滑，失业率上涨等一系列社会问题，政府将面临主权债务风险进一步上升的压力。

【作者简介】

王祎凡，南开大学经济学学士、新加坡国立大学统计学硕士，研究部助理研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于 1988 年 2 月 15 日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业 30 余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。

远东资信评估有限公司　　网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 B 座 11 层

电话：010-53945367　010-53945366

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路 990 号海上海新城 9 层

电　话：021-61428088　021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。