



## 油價急跌將對文萊經濟產生嚴重影響

張瓊  
高級經濟研究員  
Tel:28266195  
zhangqiong@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

本輪 3 月初的 OPEC+會議上俄羅斯退出減產協議，沙特增產減價回應；沙特與俄羅斯之間石油價格戰爆發，隨後伊拉克等主要產油國隨沙特下調油價，沙特阿美和俄羅斯先後提高目標產量，價格戰影響進一步蔓延。石油供給放量疊加新冠疫情下全球需求疲軟，WTI 原油價格在 3 月 9 日創下 1991 年以來最大單日跌幅。

文萊是東南亞主要的產油國和天然氣生產國，其經濟增長和財政收入對油氣資源的依賴程度很大。本輪石油價格戰造成油價腰斬逾 30%，將對面臨油氣資源枯竭、財政赤字高企的文萊造成嚴重影響。

### 一、沙特與俄羅斯石油價格戰爆發，油價一度腰斬逾 30%

#### (一) 減產協議未達成，引爆石油價格戰

受累新冠疫情在歐美多國蔓延，OPEC 預期本年度石油需求將顯著減少，同時 OPEC 當前石油減產協議將在 3 月底到期。為平衡供需和穩定油價，當地時間 3 月 6 日 OPEC+部長級會議在奧地利維也納召開，沙特希望達成共同實施日均 150 萬桶的額外減產，並將現有的日均 170 萬桶的減產計劃延續到年底。但由於俄羅斯拒絕執行減產協議，OPEC+會談破裂，既沒有擴大減產規模，也沒有延長減產時間，國際油價當日應聲下跌逾 10%，收報 41 美元/桶。

隨後 3 月 7 日，為報復俄羅斯退出減產協議，沙特阿美宣佈 3 月底減產協議到期後提高原油產量到每日超過 1000 萬桶，並宣佈 4 月起出口亞洲的原油價格下調 4 至 6 美元/桶，出口美國石油價格下調 7 美元/桶，出口西北歐油價下調 8 美元/桶。俄羅斯隨後全面迎戰，俄羅斯總統普京 10 日表示，俄羅斯可以從容度過石油

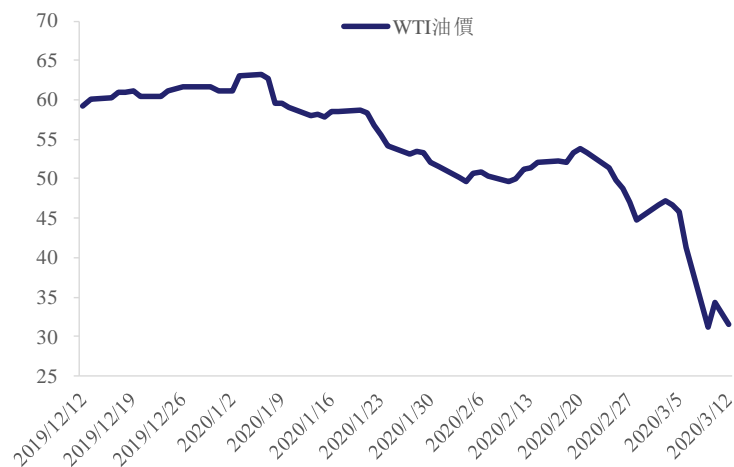
市場動盪時期。能源部長諾瓦克也表示，俄羅斯石油市場擁有可靠的資源基礎和足夠的資金儲備，能夠應對可以預見的油價波動，並能保持在世界石油市場上的競爭性。其後沙特宣佈下月產量增加至 1230 萬桶，俄羅斯回應日產量增加 50 萬桶，伊拉克等多國跟隨沙特下調油價。

## (二) 油價暴跌，多國股市應聲下跌

3 月 9 日在兩國石油價格戰正酣之時，布蘭特原油低開 25%，並在幾秒內跌幅高達 31%。受油價暴跌影響，全球金融市場哀鴻遍野，其中中東股市劇烈動盪，多地股指跌幅觸及熔断。據最新消息，俄羅斯表示目前沒有看到和 OPEC+ 夥伴重返談判桌進行討論的基礎，同時美國宣佈對歐洲神根國家的旅行禁令加劇了市場對需求端不足的恐慌，需求疲軟和供應激增預計將導致油價在 30 美元以上低位徘徊。

但市場普遍認為受制於開採成本和各國財政壓力，石油價格不可能一直在 30 美元附近波動。根據 EIA 數據，今年二季度原油在原本減產力度下自然產能過剩約 90 萬桶/日，受新冠疫情影響導致需求端減少需求約 70 萬桶/日，OPEC+ 由於石油價格戰增加的產量約 70 萬桶，加總將導致供給過剩約 230 萬桶/日。2014 年美國頁岩油、頁岩氣開採帶來的產能過剩約 250 萬桶/日，當時油價一度跌穿 30 美元/桶。本輪油價下跌到 30 至 35 美元之間的位置，已經充分體現近期衝擊，油價再度下探機會不大。期貨市場上多空輪番博弈，油價亦頻現反復，種種跡象表明油價不會一直停留在 35 美元以下的位置。

圖 1、WTI 油價一度跌逾 30%



數據來源：Wind、中銀香港金融研究院

**聲明：**

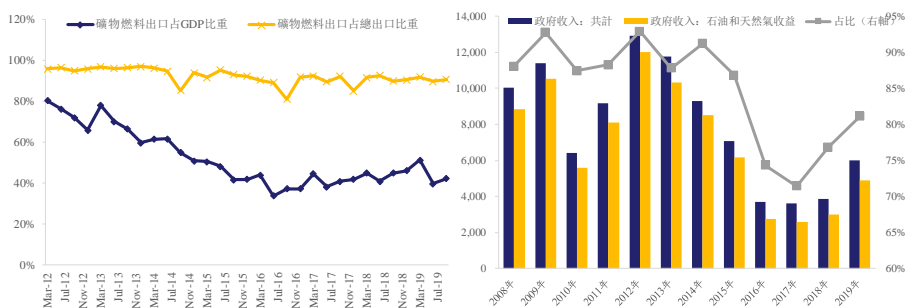
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

## 二、文萊經濟和財政高度依賴石油出口

### (一) 經濟財政高度依賴油氣資源

文萊是東南亞第三大產油國，幾十年來依靠豐饒的石油資源躍居發達國家行列（2018 年人均 GDP 達 29152 美元）；但該國經濟和財政高度依賴油氣出口。2012 年以來該國礦物燃料出口占總出口比例保持在 90% 以上，占 GDP 比重也保持在 40% 附近。2019 年三季度出口油氣資源占出口貨物和服務的 91%，占 GDP 比重接近 42%。同時，文萊財政高度依賴油氣收益。2015 年以前油氣收益占政府收入比重在 85% 以上，2015 年後由於石油價格震盪等原因比例逐漸降低，但比例最低時（2017 年）仍占文萊財政收入的 70% 以上。2019 年最新數據顯示文萊財政對石油的依賴程度在 80% 以上。

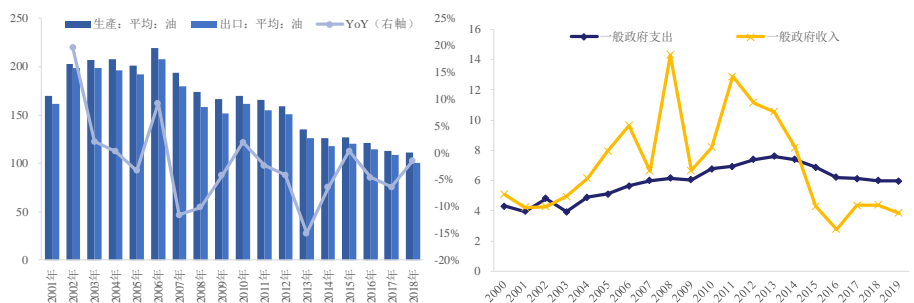
圖 2、經濟產值及財政收入高度依賴油氣資源



數據來源：CEIC、Wind、中銀香港金融研究院

單位：百分比，百萬文萊元

圖 3、產油量逐步下降，財政赤字加大



數據來源：CEIC、Wind、中銀香港金融研究院

單位：千桶/天，十億文萊元

### (二) 油氣枯竭減產，財政赤字加大

2006 年以來文萊石油開採量不斷下滑，2018 年較 2006 年最高峰時日均產油量下跌近 50%。BP 數據顯示，文萊目前探明石油儲量或將於 2039 年耗盡，而新探明儲量幾乎為 0。同時，2015 年

以來，昔日依靠出口石油拉動經濟的文萊，在油氣資源枯竭、國際油價波動的情況下，財政赤字也不斷擴大，2019年赤字高達21億文萊元。此前匯豐銀行、花旗銀行撤出文萊，與文萊高度石油依賴和油氣枯竭等原因亦有一定關係。

### 三、石油價格戰短期或致文萊損失慘重

本輪石油價格戰導致國際油價暴跌，由於文萊產油量較少，對於石油沒有定價權，隨行就市下，若國際油價暴跌，本國財政和出口將全面承壓，給文萊經濟、出口與財政造成嚴重損失。

我們可從維持經常賬或財政盈虧平衡的油價角度來審視本輪石油價格戰對文萊的影響。對文萊出口而言，由於文萊人口較少，經常賬常年處於盈餘狀態，因此該國經常賬盈虧平衡油價相對較低，該平衡價格除了2016年略高於國際油價以外均低於國際油價平均水準。按2019年數據測算，油價下跌對經常賬盈虧平衡影響相對溫和。

對文萊財政而言，由於文萊財政石油依賴度較高，且近年來出現油價震盪，油氣資源枯竭等不利因素，文萊財政赤字有擴大跡象，2015年以來文萊財政盈虧平衡油價一直高於國際油價，且差距有所擴大。本次國際油價下降到35美元/桶以下，將對文萊財政造成巨大壓力。

表1、財政盈虧平衡和經常賬盈虧平衡油價測算

年份	財政盈餘 (億美元)	經常賬盈 (億美元)	布倫特原油 (美元/ 桶)	年產油量 (萬桶)	財政盈虧平衡 油價(美元/ 桶)
2012	12.25	56.70	112.00	5803.95	90.89
2013	9.64	37.80	109.00	4933.34	89.47
2014	2.55	47.50	99.00	4615.36	93.48
2015	(8.46)	9.20	54.00	4627.56	72.28
2016	(11.17)	(6.30)	45.00	4413.18	70.32
2017	(5.78)	0.70	55.00	4130.71	69.00
2018	(5.23)	8.60	72.00	4070.12	84.84
2019E	(6.86)	23.50	64.40	4270.50	80.46

數據來源：Wind、CEIC、中銀香港金融研究院

我們模擬石油價格戰的三種情境下，文萊財政收入損失與GDP損失。情形一（樂觀情況）：OPEC+會議重啟，國際油價 Q3

回升至 40 美元/桶的水準，Q4 疫情控制，減產協議順利，國際油價回升至 50 美元/桶的水準，則文萊石油收入減少 8.63 億美元，占文萊 GDP 的 6% 左右。**情形二(中性情況)**:目前局勢不變，2020 年油價維持在 35 美元/桶水準，則文萊石油收入減少 10.77 億美元，占文萊 GDP 的 8% 左右。**情形三(悲觀情況)**:價格戰加碼，國際油價 Q2 和 Q3 跌至 20 美元/桶的水準，Q4 回升到 35 美元左右，則文萊收入減少 13.97 億美元，占文萊 GDP 的 10% 左右。

**恒逸石化在文萊的大型項目或影響不大。**恒逸(文萊)PMB 石油化工項目(一期)作為中國“一帶一路”節點上的重大項目，是浙江恒逸集團有限公司和文萊財政部全資設立的主權基金(SDC)合資建設的千萬噸煉油化工一體化項目；2019 年 11 月正式投產並貢獻利潤。該項目主營“原油-芳烴-PTA-聚酯”煉油煉化產業鏈，一期煉油規模為 800 萬噸。本次石油價格戰導致原油價格暴跌，反而可能降低恒逸石化採購原油的成本，提高該項目煉油煉化產品的毛利率，負面因素主要是對其現有部分庫存生產的產品會造成不利影響。加上該項目在新加坡有進行套期保值對沖風險，預計本次原油價格下跌對恒逸石化影響不大。資本市場反應方面，3 月 6 日公司股價一度沖高，近日有所波動但股價表現堅挺。

## 近期報告

1.	美聯儲再啟零利率與量化寬鬆	韓鑫豪	03.16
2.	泰國失業率或攀升至 3%，降息壓力進一步增大	張瓊	03.12
3.	馬來西亞央行本年第二次降息 25 基點	李睿正	03.05
4.	美聯儲緊急降息 50 基點，世界降息潮再臨	蔡永雄、韓鑫豪、張謙	03.04
5.	黃金與日圓走勢背道而馳	張文晶	03.02
6.	央行多管齊下全力支持抗擊疫情	席帥	02.28
7.	香港特區政府推出大規模逆周期紓困措施	黃思華	02.28
8.	印尼央行啟動預防性降息 下調利率 25 基點	李睿正	02.26
9.	泰國 2019 年經濟增長放緩至 2.4%	李睿正	02.19
10.	央行新政策為境外投資者進入內地衍生品市場提供便利	孔玲	02.17
11.	馬來西亞第四季經濟同比增長 3.6% 遠遜預期	李睿正	02.13
12.	泰國央行降息至歷史新低	李睿正	02.07
13.	疫情對離岸人民幣市場拆息的影響分析	梁紹仁、張華琳	02.06
14.	疫情發生後人民幣匯率走勢分析	張謙	02.05
15.	疫情發展對離岸人民幣市場的階段性影響及分析	孔玲	02.05
16.	美聯儲維持利率不變，疫情或為新風險	韓鑫豪	02.04
17.	警惕全球債務高企的“灰犀牛”	張文晶	02.03
18.	穆迪下調香港信貸評級分析	蔡永雄	01.21
19.	澳門擬建人幣計價證券交易所的機遇與挑戰	蘇傑	12.17
20.	中美貿易暫時休戰	蔡永雄	12.16

|