



# 以史为鉴

海湾合作委员会国家强力应对全球金融危机

迪拜摩天大楼的建造情况。

May Khamis 和 Abdelhak Senhadji

阿拉伯半岛的国家已对石油市场的变幻莫测习以为常。在20世纪70年代油价长期坚挺的时期，海湾合作委员会（GCC）的成员国赚足了石油美元，同时这些国家的政府支出也相当惊人，而当油价骤降时，它们只能面对预算赤字的残酷现实。

在最近的这次经济危机期间，主要由于国际需求的下降，油价从2008年中期最高点的每桶144美元暴跌至2008年12月的每桶34美元。但这次GCC（见专栏）6个成员国的政府将2003年至2008年石油牛市期间石油收入的很大一部分储存起来，积累了大量储备并成立了大规模的主权财富基金。它们谨慎地使用这些储备资金，将之用于实体性基础设施和人力资本投资。一些国家降低了

债务（见图1），如沙特阿拉伯将其债务从10年前占GDP超过100%降低到2008年底占GDP 13%。

因此尽管最近出现的一些混乱情况暴露了该地区金融部门的某种脆弱性，但是GCC成员国政府还是能够遏制此次数十年最为严重的全球经济危机的冲击。

## 逐步浮现的不平衡

油价暴涨导致GCC国家巨大的财政盈余和国际收支顺差。这些盈余在为后代保留石油财富的同时提供了解决该区域促进经济多元化和减少失业这两大挑战所必须的财政空间（至少在一段时期内是这样）。

图1

### 从油价飙升中获益

2003年到2008年的油价暴涨提高了GCC国家的财政盈余和国际收支顺差。



资料来源：各国政府，IMF工作人员的估算。

## 海湾合作委员会

海湾合作委员会（GCC）由巴林、科威特、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯和阿联酋于1981年组织成立，目的是促进各国之间的经济和金融一体化。2008年，GCC总人口——包括移民——约为3800万，GDP为1.1万亿美元。石油产出大约占该地区GDP的50%，占财政和出口收入的80%。该地区是石油市场的主要参与者，大约占石油输出组织（OPEC）石油产量的50%以及OPEC闲置产能的70%（其中仅沙特一国就占到58%）。除科威特以外的所有GCC国家的货币都与美元挂钩。该地区是一些规模最大、历史最悠久的主权财富基金的发源地，这些基金管理的资产规模在2008年底估计约在6000亿美元和1万亿美元之间，这其中还不包括超过5000亿美元的官方储备。

但油价暴涨也导致了国内不平衡，这种不平衡随着全球信贷紧缩的到来逐步显现——由于这些国家钉住美元，因此补偿性政策工具的使用受到一定限制，在此背景下，充足的流动性推动了信贷扩张、通货膨胀和资产价格上升。油价暴涨也与金融部门和公司部门更高的杠杆比率相关联（见图2）。随着全球信贷紧缩的到来，这些国家的资产负债表的脆弱性变得越发清晰可见，尤其是阿联酋、科威特和巴林，后者与全球股票市场联系密切，对外债的依赖程度不断提高，并且房地产和建筑业贷款存在风险敞口（见图3）。

## 快速反应

随着全球去杠杆化的持续以及油价下降和石油产量的减少，GCC国家的贸易顺差和财政盈余显著下降，主权债务的信用违约互换（CDS）利差也在扩大，同时股票和房地产市场急剧下滑（见下表）。随着月度房地产交易金额从2008年5月顶峰时的接近30亿美元骤减至2009年11月的2.5亿美元，阿联酋的房地产市场遭到重创。金融部门和公司部门外部融资也被收紧：2008年末，计划的项目融资总额约为2.5万亿美元，到2009年末，其中大约5750亿美元被暂停。

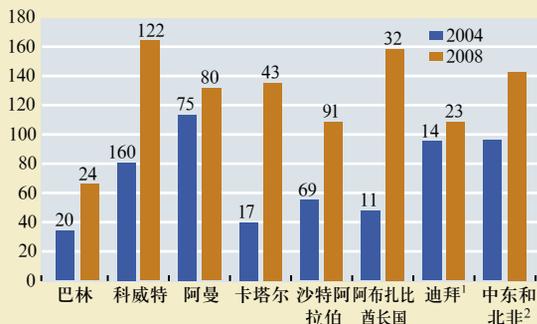
不过银行仍然保持盈利并能承受损失，这在很大程度上是因为在GCC的大多数国家中银行的资本充足率在危机前都足够高。一些非银行金融机构和商业组织确实出现了违约，但并未导致系统性的后果——部分原因是政府为确保稳定迅速采取了行动。

图2

### 借贷剧增

一些GCC国家的公司的债务权益比率在2004年和2008年之间增加超过1倍。

(百分比)



资料来源：Zawya公司, IMF工作人员的估算。

注：柱形图顶部的数字显示了公司的数量。

<sup>1</sup> 迪拜的比率不包括未上市的政府相关公司(GREs)。该比率涵盖的上市GREs是迪拜环球港口公司、迪拜金融、Emaar公司和Tamweel银行。

<sup>2</sup> 公司数量无法获取。

## 在危机中震荡

在全球经济衰退中，金融市场对GCC国家的主权债务和股权提出了更高的风险溢价，同时海湾国家的房地产价格出现下跌。

	CDS利差 (基点)			股市变动 (%)		
	本期最低水平	本期最高水平	本期最大升幅	本期变动	本期最大跌幅	本期变动
迪拜事件之前危机的影响 <sup>1</sup>						
巴林	92	716	624	79	-50	-50
科威特	不适用	不适用	不适用	不适用	-59	-55
阿曼	252	483	231	274	-65	-45
卡塔尔	43	379	335	49	-66	-40
沙特阿拉伯	30	333	303	74	-58	-34
迪拜	114	944	830	200	-75	-63
阿布扎比酋长国	42	446	404	55	-58	-43
迪拜事件的影响 <sup>2</sup>						
巴林	172	260	88	6	-2	2
科威特	不适用	不适用	不适用	不适用	-2	4
阿曼	275	277	3	-30	-7	0
卡塔尔	94	120	26	-1	-9	-7
沙特阿拉伯	74	107	34	9	-5	1
迪拜	317	634	316	123	-27	-22
阿布扎比酋长国	100	175	75	38	-15	-9

资料来源：Markit公司，彭博资讯，以及IMF工作人员的估算。

注：信用违约互换（CDS）是一种金融衍生品合约，它承诺在违约这样的信用事件发生时提供赔付。这种衍生品与保险单类似。CDS利差是用基点（一个基点是0.01%）表示的参考利率（如美国国债的利率）和CDS利率之差。其本质上相当于一种保费；当预计风险上升时，保费（利差）也随之上升。

<sup>1</sup> 2008年6月1日至2009年11月22日。

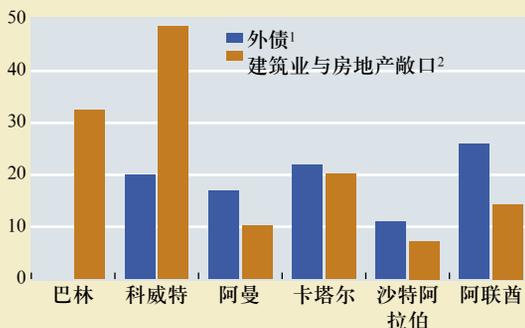
<sup>2</sup> 2009年11月23日至2010年1月21日。

图3

### 银行的脆弱性提高

大规模的外债和房地产与建筑业贷款的风险敞口是造成一些海湾国家银行资产负债表脆弱性的重要原因。

(百分比)



资料来源：Zawya公司, IMF工作人员的估算。

<sup>1</sup> 银行外债占总负债的比重在2008年达到峰值；无巴林的数据。

<sup>2</sup> 占总贷款的比重(2008)。

为抵消危机造成的冲击，GCC政府凭借其强大的国际货币储备头寸来维持高额支出和力度空前的金融救助措施。除中央银行和政府注入的流动性之外，科威特、沙特和阿联酋都提供了存款担保。此外，卡塔尔和阿联酋注入的资本分别达到GDP的2%和7.3%。科威特通过了一部金融稳定法案，其不仅为金融部门提供了具体的担保措施，而且还通过各种政府实体建立了金额达GDP 3%的股票市场稳定基金。卡塔尔购买了达GDP 6%的银行股份和房地产资产。作为5年期4000亿美元投资计划的一部分，沙特实施了在G20（由发达和新兴经济体组成）成员国中占GDP份额最大的一揽子刺激计划。这些措施不仅有助于稳定GCC国家的金融体系并保持经济的持续增长，而且对邻国也有积极的溢出效应，并对全球需求的复苏做出了贡献。

## 陷入信贷危机的迪拜

本地区在全球经济危机中似乎并未受到太大影响。但迪拜高度杠杆化的准主权实体所面临的压力在2009年11月达到了顶点，当时国有控股公司迪拜世界宣布将寻求债务重组——换句话说，就是要与债权人谈判并寻求达成协议，以修改最初的贷款条件并避免进入止赎权诉讼程序。

事态发展至此是由一系列事件造成的：具有迪拜政府背景的实体在2004—2008年间为大规模建设商业和住宅地产进行了大量借贷。杠杆比率的急剧提高导致了房地产泡沫，而泡沫最终在2008年中期破灭。

阿联酋7个酋长国中最大的并拥有阿联酋超过95%的石油储量的阿布扎比政府在2009年12月14日开始救助迪拜。阿布扎比提供了一笔贷款来偿还迪拜世界公司的部分债务，这些债务中包括其房地产子公司Nakheel欠下的、2009年12月14日当天到期的约42亿美元的伊斯兰债券（sukuk）。阿布扎比的救助行动有助于稳定市场情绪，但由于迪拜政府采取了挽救其公司部门的策略，不确定性仍然存在。

由于迪拜事件的发展，该地区股票市场再次面临短期压力，而迪拜政府和实体的CDS利差则有所提高（该地区其他地方的CDS利差只受到轻微影响）。迪拜的困境可能以别的方式影响该地区其他地方。例如，市场对该地区的准主权和私营公司的债务风险可能不再像以前那样乐观，这可能增加GCC国家中一些实体的借贷成本并减少其进入国际资本市场的途径。

## 展望未来

虽然GCC国家的短期经济前景被全球金融危机

和最近的迪拜事件笼罩上了阴影，但由于得到不断上涨的大宗商品价格的支撑，该地区的中期发展前景还是比较乐观的。2009年其非石油GDP增长率估计达到2.8%，并且2010年总体增长率的反弹预计要比发达经济体的更加强劲。

不过，GCC国家的决策者还有很多工作要做。一些国家的当务之急是清理银行的资产负债表（即继续进行银行损失的提前确认并立即进行银行的资本重组），而其他一些国家需要重组非银行部门。对银行的资产质量进行压力测试和定期检查将有助于确定资本支持的水平是否充足。可能的话，应该在私营部门投资的基础上进行资本重组以将道德风险最小化，同时一旦市场情况允许，政府当局就应该撤出在公共部门的注资。

当局还应该支持系统的、可持续运营的实体，并从不可持续的实体中平稳退出，以此为非银行金融机构的重组提供便利——尤其是在科威特和阿联酋。当局清晰的沟通将有助于实施政策、缓解投资者的不确定情绪，并减少投机和市场波动。

从中期来看，由于贷款人风险厌恶程度提高，因而改进公司治理和透明度是最重要的，这就使GCC国家的企业集团和与政府相关的公司面临进一步改善信息披露的压力。

该地区各国政府还应该考虑以下措施：

- 由于钉住美元的汇率制度为货币政策带来限制，所以需要由一组恰当的宏观审慎性政策工具支持的财政政策，这种宏观政策工具旨在遏制石油周期向整体经济的传导；

- 用于推进审慎的贷款损失准备计提的监管政策（我们看到沙特已经开始实施反周期的拨备政策），以及针对经济周期中的资本缓冲的监管政策；

- 对银行实施积极的准备金要求和审慎的限制措施，以应对投机性资本再度流入和经济过热的压力；

- 对房地产和股票交易征收资本利得税；

- 避免公司部门过度负债并监测离岸金融中心引发的风险；

- 发展本地和地区债务市场，以期在银行之外开辟多样化的融资渠道。

为实现经济多样化的长期目标，GCC国家的政府应当致力于为私营部门的经济活动提供便利。改善监管环境和消除官僚作风是实现这一目标的关键。经济多样化不仅可以增加就业，还可以帮助该地区实现减少对石油的依赖这一基本目标。■

May Khamis是IMF中东和中亚部的副处长，Abdelhak Senhadji是该部门的处长。