

相关研究

《后地产时代：存钱，还是买股票？——居民财富“迁徙”研究三》2023.03.26

《控通胀仍是首要目标——美联储3月议息会议点评》2023.03.23

《翻开财政账本：今年怎么看？》2023.03.21

阿联酋：多元化转型有何成果？ ——新兴经济研究系列之八

投资要点：

- 在“新兴经济研究系列七”专题中，我们提到，中东作为“世界油库”，石油产业是中东大多数经济体的核心命脉，而阿联酋作为中东典型的资源型国家，依靠石油产业实现了经济的跃升。
- 那么，阿联酋的经济动能是什么？近些年来有何转变？阿联酋资本市场表现如何？外资更加青睐哪些行业？以及与我国的双边合作发展如何？本文拟从阿联酋经济结构、经济转型以及资本市场等方面进行深入探析。

风险提示：全球经济下行风险，地缘政治风险加剧。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:贺媛

Tel:(021)23185639

Email:hy15210@haitong.com

目 录

1. 经济结构：二三产业主导	4
2. 经济转型：多元化发展	6
3. 资本市场：金融业主导	8
4. 双边合作：有哪些机会？	10

图目录

图 1	阿联酋 GDP 总量在中东主要国家中中等偏上 (亿美元)	4
图 2	阿联酋 GDP 占中东地区的份额超过 10% (%, 2022 年)	4
图 3	阿联酋人均 GDP 水平较高 (美元, 2022 年)	4
图 4	阿联酋最终消费支出占比相对较高 (%)	5
图 5	阿联酋内需和外需对实际经济增长的拉动 (%)	5
图 6	阿联酋第二产业和第三产业占主导 (%)	5
图 7	第二产业对阿联酋经济的边际贡献更大 (%)	5
图 8	阿联酋可再生能源消耗份额有所提升 (%)	6
图 9	阿联酋化石能源消耗以天然气和石油为主 (%)	6
图 10	阿联酋经济中非石油产业份额持续提升 (%)	6
图 11	阿联酋非石油产业贡献占主导 (%)	6
图 12	阿联酋非石油类商品出口份额接近 7 成左右 (%)	7
图 13	阿联酋主要商品出口份额 (%, 2021 年)	7
图 14	阿联酋财政收入中石油和天然气份额下降 (%)	7
图 15	阿联酋的经济多元化程度高于其他主要中东产油国	8
图 16	阿联酋的出口多元化程度处于领先地位	8
图 17	阿联酋营商环境指数全球第 16, 显著高于中东其他国家	8
图 18	阿联酋拥有良好的税收环境 (%)	8
图 19	阿联酋金融发展指数相对较高	9
图 20	阿联酋股市市值占 GDP 比重持续提升 (%)	9
图 21	迪拜金融交易所股市市值行业分布 (%)	9
图 22	阿布扎比交易所股市市值行业分布 (%)	9
图 23	阿布扎比证券交易所各行业外资持股占比 (%, 2023 年)	9
图 24	迪拜金融交易所股市分行业表现 (%, 过去一年)	10
图 25	阿布扎比证券交易所股市分行业表现 (%, 过去一年)	10
图 26	我国是阿联酋最主要的进口来源国 (%, 2022 年)	10
图 27	阿联酋最主要从我国进口机电类产品 (%, 2022 年)	10
图 28	我国从阿联酋进口的份额在近几年加速提升 (%)	11
图 29	我国主要从阿联酋进口原油类矿物燃料 (%, 2022 年)	11
图 30	中国对中东主要国家直接投资存量 (十亿美元)	11

1. 经济结构：二三产业主导

阿联酋全称阿拉伯联合酋长国，成立于1971年，目前是由阿布扎比、迪拜、沙迦、阿治曼、乌姆盖万、哈伊马角和富查伊拉7个酋长国组成的联邦国家，首都为阿布扎比。

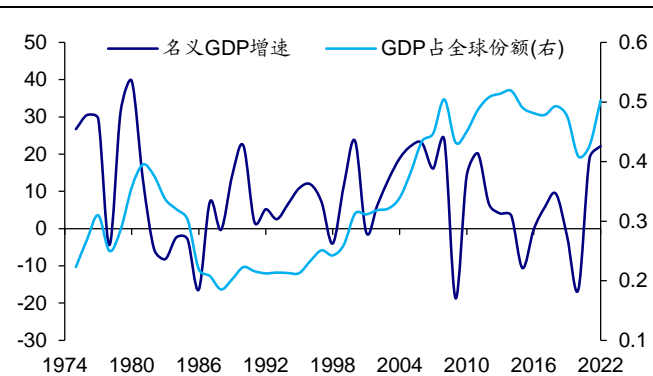
阿联酋经济快速发展。阿联酋名义GDP规模从1974年的117.7亿美元迅速上升至2022年的5070.6亿美元；占全球经济的份额虽然略低，但也从0.2%左右上行至0.5%左右。

目前已经发展为中东第四大经济体。从中东各国经济份额来看，截至2022年，阿联酋占中东地区经济总量的份额高达11.5%，与以色列相当，为中东第四大经济体，仅低于沙特和土耳其（二者份额均在20%以上）。

不过，阿联酋经济在发展过程中波动较大，在1979-1981年期间经济增速持续保持两位数增长，但此后连续5年处于负增长；在1989-1997年期间以及2002-2008年期间均表现不错，尤其是后一时期维持年均17.6%的增长；从2012年之后，阿联酋经济增速较之前下一台阶，进入相对低速增长。

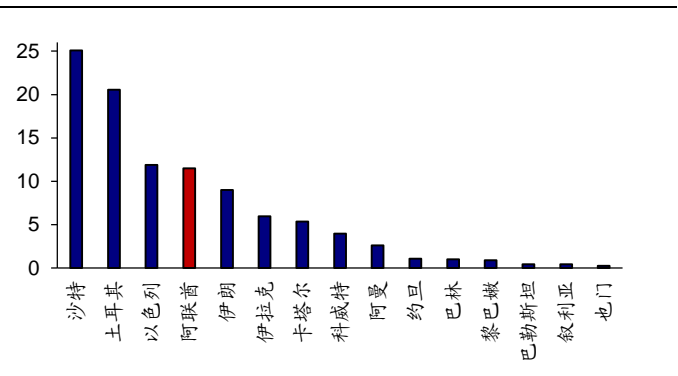
此外，阿联酋也较为富裕。从人均GDP角度来看，截至2022年，阿联酋人均GDP高达5.4万美元，远高于全球平均水平的1.3万美元，也显著高于发达国家平均水平的4.5万美元。在中东地区，也处于较高水平，仅次于卡塔尔和以色列。

图1 阿联酋GDP总量在中东主要国家中等偏上（亿美元）



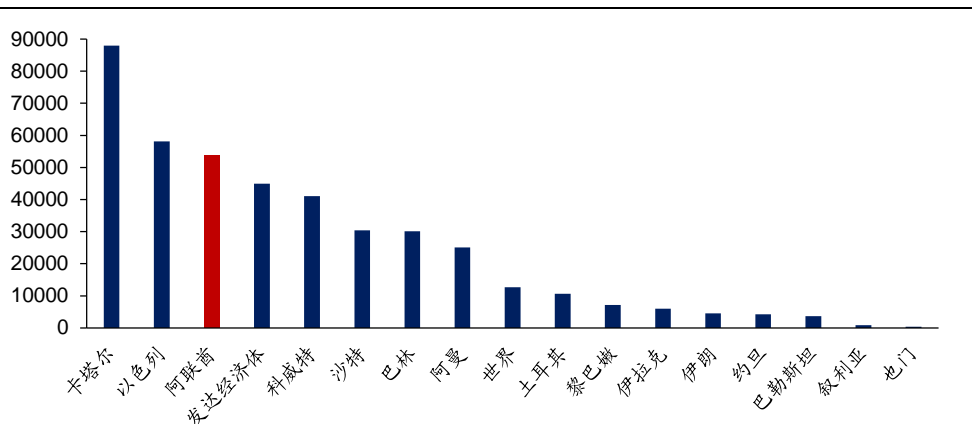
资料来源：UNCTAD，海通证券研究所

图2 阿联酋GDP占中东地区的份额超过10%（%，2022年）



资料来源：UNCTAD，海通证券研究所

图3 阿联酋人均GDP水平较高（美元，2022年）



资料来源：UNCTAD，海通证券研究所

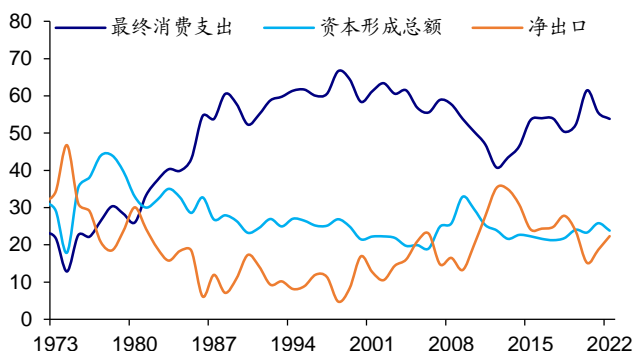
进一步来看，阿联酋经济以消费为主导。从支出角度来看，在1981年其最终消费

支出占 GDP 的比重首次超过投资和净出口，此后不断攀升至历史高位。尽管，自 2000 年开始，消费的份额有所放缓，但依然占据主导地位。截至 2022 年，最终消费支出占 GDP 的比重为 53.8%，而投资和净出口的份额分别为 23.8%和 22.3%。

从经济贡献来看，在 2002-2013 年期间，外需相对来说对阿联酋的经济增长贡献更大。其净出口占 GDP 的比重也在此期间明显抬升，尤其是出口占 GDP 的比重抬升相对更多。这很大程度上，与阿联酋拥有丰富的能源资源以及独特的地理位置有关。

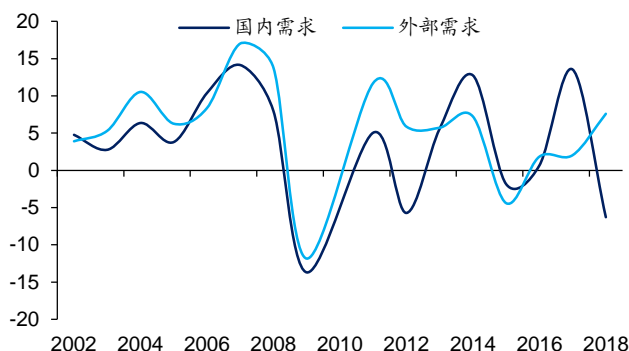
例如，阿联酋位于阿拉伯半岛东南端，是扼波斯湾进入印度洋的海上交通要冲，连接了亚洲、欧洲和非洲等多个国家和地区，是中东地区重要的交通枢纽。截至 2022 年，阿联酋的石油产量占全球的比重为 4.3%，是全球第七大石油供应国；原油储量和天然气储量均处于世界前十水平。在 1995 年-2008 期间，阿联酋石油类产品出口占其总出口的比重持续维持在 50%及以上水平（当前仍有 3 成以上）。

图4 阿联酋最终消费支出占比相对较高 (%)



资料来源：UNCTAD，海通证券研究所

图5 阿联酋内需和外需对实际经济增长的拉动 (%)



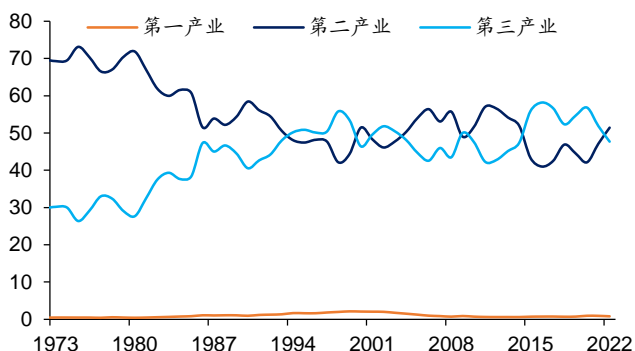
资料来源：Wind，海通证券研究所

从产业结构来看，阿联酋以第二、第三产为主。我们在此前的报告《中东：“油库”中的机遇——新兴经济研究系列之七》中指出，受水资源和可耕种土地稀缺等因素影响，中东地区在产业发展过程中并未经历由农业向工业与服务业转型的过程，一直以第二、第三产业为主。

阿联酋也是较为典型的案例，自 1970 年以来，阿联酋第一产业占 GDP 的比重持续处于低位，至 2022 年仍在 1.0%以下。而第二产业和第三产业占 GDP 的比重在 50%上下交替领先。截至 2022 年，第二产业占比更高为 51.5%，第三产业占比为 47.7%，是阿联酋的主导产业。从边际贡献来看，第二产业对阿联酋经济的边际贡献更为显著。这或也与其拥有丰富的石油等能源资源有关。

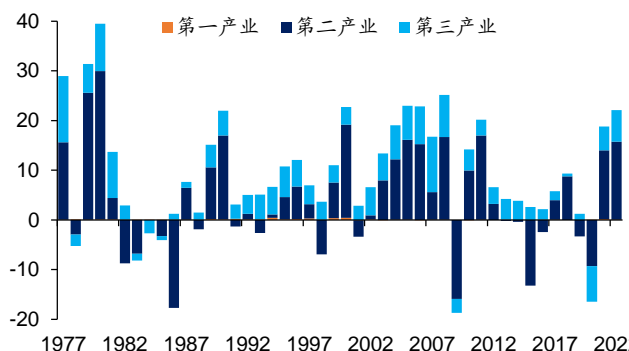
不过，我们认为，阿联酋和其他中东经济体类似，过度依赖石油资源，第二产业结构单一、依赖原油出口贸易或转口贸易以及经济受油价波动干扰较大等问题。

图6 阿联酋第二产业和第三产业占主导 (%)



资料来源：UNCTAD，海通证券研究所

图7 第二产业对阿联酋经济的边际贡献更大 (%)



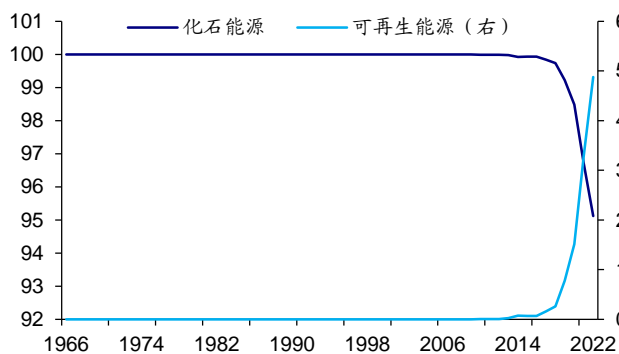
资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 经济转型：多元化发展

为摆脱经济过度依赖石油，实现经济的可持续发展，阿联酋在积极寻求多元化经济转型。例如，2010年2月，阿联酋内阁推出《阿联酋愿景2021》，将可持续发展置于阿联酋未来几十年的发展核心；2012年，阿联酋提出绿色增长战略；2015年1月，阿联酋内阁批准并正式实施《2015—2030年阿联酋绿色议程》；2017年1月，阿联酋发布《2050年能源战略》，计划在未来30年清洁能源在能源结构比例从目前的25%提高至50%；2019年10月，阿布扎比出台《经济愿景2030》，强调发展多元化经济与知识型产业，打造绿色稳定的金融市场等等。

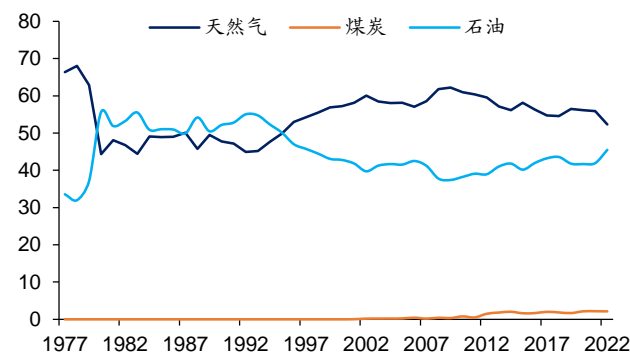
阿联酋多元化转型颇有成果。从能源结构来看，可再生能源消耗份额提升明显。2009年之前，阿联酋能源消耗均是化石能源提供，自2010年开始可再生能源有所表现，尤其是2017年之后加速提升。截至2022年，可再生能源消耗份额提升至4.9%，可再生能源以核能和太阳能为主，尤其是核能贡献更多。进一步来看，化石能源以天然气和石油为主，尤其是从1996年之后，更多以消耗天然气为主，相对来说也比石油更加清洁。

图8 阿联酋可再生能源消耗份额有所提升 (%)



资料来源：Our World in Data，海通证券研究所

图9 阿联酋化石能源消耗以天然气和石油为主 (%)

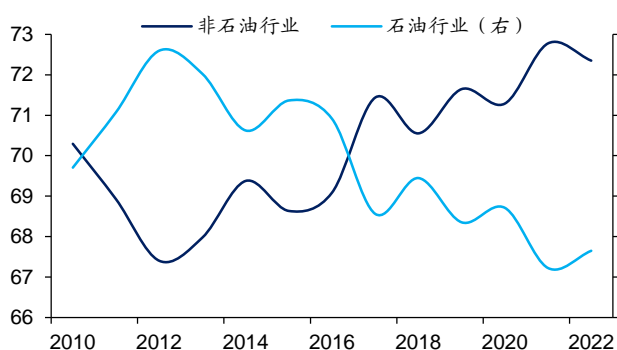


资料来源：Our World in Data，海通证券研究所

从产业结构来看，非石油行业贡献占主导。在80年代之前，阿联酋石油行业占经济的份额相对较高，从1980年之后开始逐步回落；在1990-2017年期间的大多数年份保持在30%以上的份额，从2017年之后，石油行业份额进一步下滑到28%以下。而非石油行业则在持续稳步的提升，截至2022年，非石油行业占经济的份额超过72%，已经连续6年在70%以上。从贡献率来看，近10来年，非石油产业贡献占绝对主导地位。

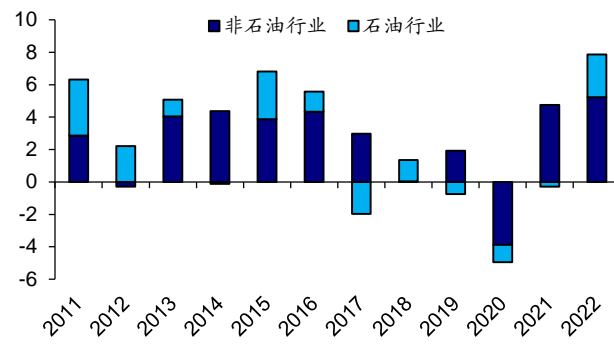
进一步来看，截至2022年，非石油行业中批发零售业、制造业、金融保险业以及建筑业等份额相对较高，尤其是批发零售和制造业份额均在10%以上。且从2012年以来的变化来看，份额提升幅度较大的是制造业（3.2个百分点）、金融保险业（1.3个百分点）以及批发零售业等（1.3个百分点）。

图10 阿联酋经济中非石油产业份额持续提升 (%)



资料来源：FCSC，海通证券研究所

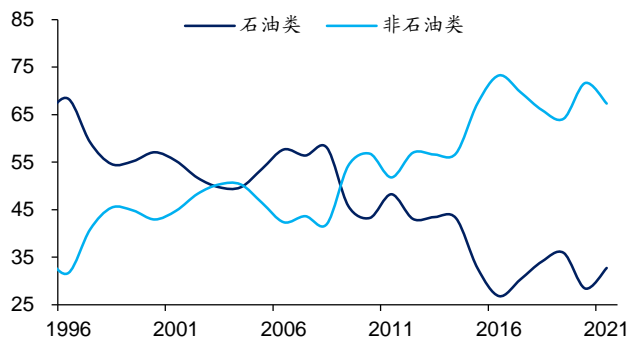
图11 阿联酋非石油产业贡献占主导 (%)



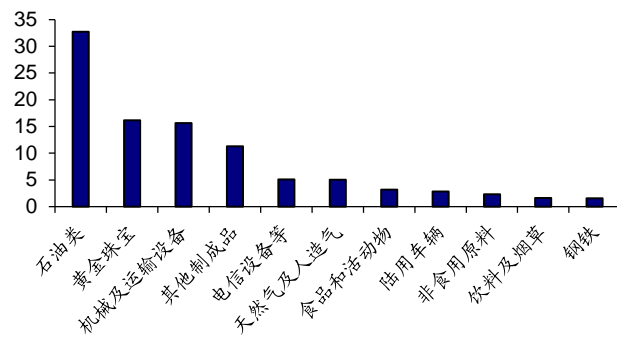
资料来源：Wind，海通证券研究所

从出口贸易来看，非石油产品出口份额接近7成。在2009年之前，阿联酋出口以石油类矿物燃料为主，份额基本上在60%以上；自2009年开始，石油类产品出口份额开始下滑，非石油类产品出口份额不断提升。截至2021年，石油类产品出口份额降至30%左右，而非石油产品出口份额高达7成左右。根据阿通社发布的数据，2023年阿联酋非石油货物和服务对外贸易总额创下新纪录，非石油商品出口额增长16.7%，是2018年出口额的两倍多。同时，服务贸易也在快速发展，2023年顺差扩大至2070亿美元，很大程度上来自旅游业的支撑。

进一步来看，在非石油产品出口中，黄金、电话机及智能手机、钻石、贵金属制品等较多，其中智能手机主要以转口的形式进行。全球每年约20%-40%的黄金交易经过迪拜，迪拜也被称为“黄金之城”。

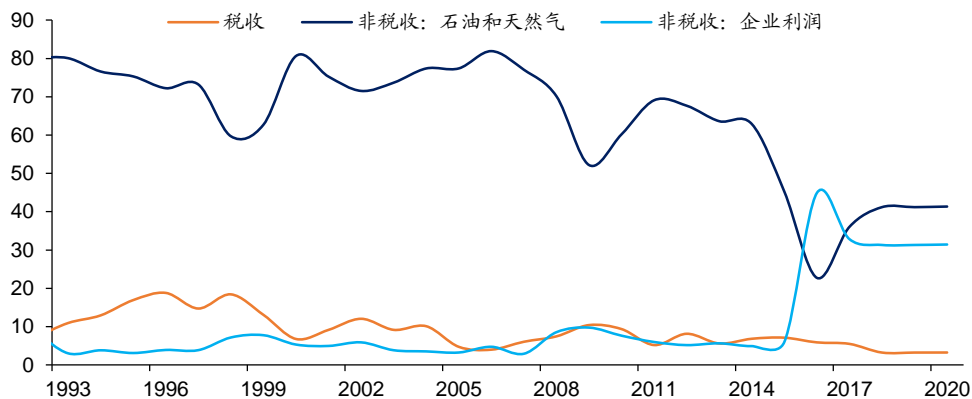
图12 阿联酋非石油类商品出口份额接近7成左右 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 阿联酋主要商品出口份额 (%)，2021年


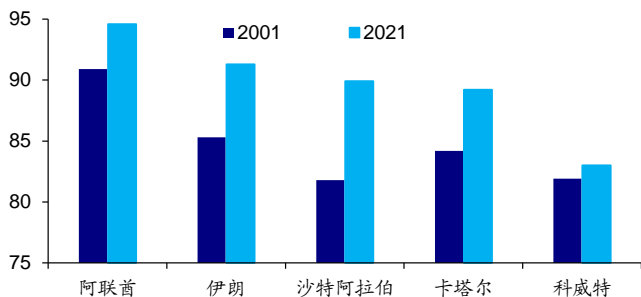
资料来源：Wind，海通证券研究所

此外，政府收入中非石油收入也在不断提升。从阿联酋政府收入结构来看，贡献的主力一直是非税收入，尤其是2010年之后份额基本在90%以上。税收中主要贡献来自海关，无个税，2023年才开始征收企业所得税。非税收入中主要贡献来自石油和天然气，在2009年之前，其比重稳步在70%以上，此后逐步放缓，截至2020年下降至40%左右。一定程度上与2014年之后，国际油价明显下跌有关。而非税收入中的企业利润在明显提升，目前在30%左右。一定程度上或与阿联酋政府控股企业利润提升有关。

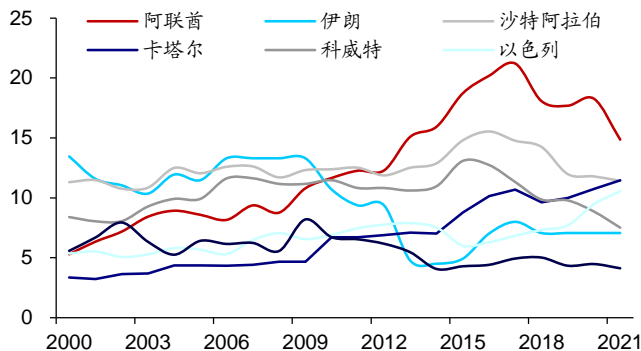
图14 阿联酋财政收入中石油和天然气份额下降 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

从多元化指标来看，阿联酋在中东地区处于领先地位。例如，从经济多元化来看，阿联酋在中东主要产油国中处于领先地位；从出口多元化程度来看，也是如此。阿联酋的出口多元化程度从2000年开始不断上行，2012年后在中东地区中处于领先地位。

图15 阿联酋的经济多元化程度高于其他主要中东产油国


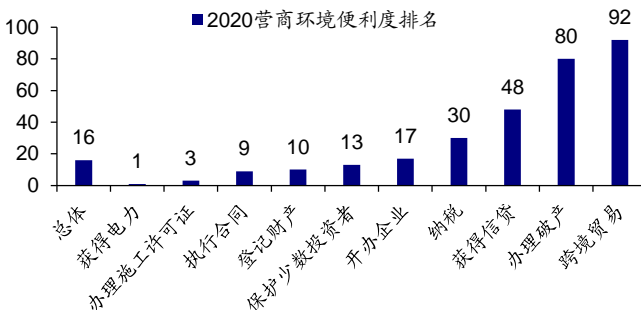
资料来源：World Government Summit, 海通证券研究所，指标选取为经济多元化指数。

图16 阿联酋的出口多元化程度处于领先地位


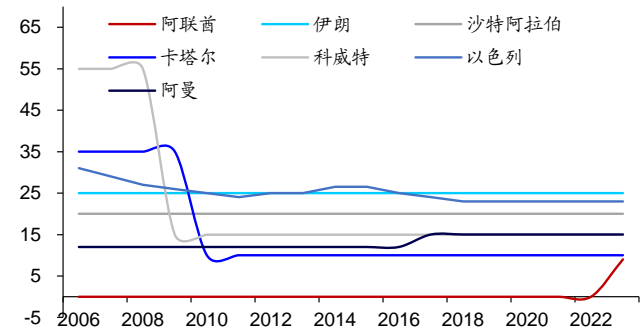
资料来源：WITS, 海通证券研究所。指标选取赫芬达尔-赫希曼指数的倒数，该指数越高，意味着出口多元化程度越高。

阿联酋能在多元化转型方面取得成果，并领先中东其他经济体，与多方面因素有关。其一，与阿联酋政府积极推动对外开放，经济自由化程度较高有关。例如，截至2023年底，阿联酋共有46个自由贸易区，在自贸区内实行特殊的税收优惠、资本汇回和外商持股比例政策，以促进商品和服务交易。其二，与阿联酋整体营商环境位于全球前列水平有关。例如，截至2020年，阿联酋营商便利度指数位于全球第16，高于中东其他经济体。其三，与阿联酋良好的低税收环境有关。例如，2023年6月开始，阿联酋政府才首次征收企业所得税，且9%的企业所得税率与中东其他国家相比也处于较低水平。

此外，大量外来移民流入为其建筑、制造及服务产业发展提供了充足劳动力供给。截至2021年，外来移民占阿联酋总人口的比重高达92.9%（从2010年开始，就持续在80%以上）。这与阿联酋营商环境较好、不征收个税、税收环境优良、政府放松签证以及实施优惠措施吸引海外人才等因素有关。

图17 阿联酋营商环境指数全球第16，显著高于中东其他国家


资料来源：World Bank, Doing Business, 海通证券研究所

图18 阿联酋拥有良好的税收环境 (%)


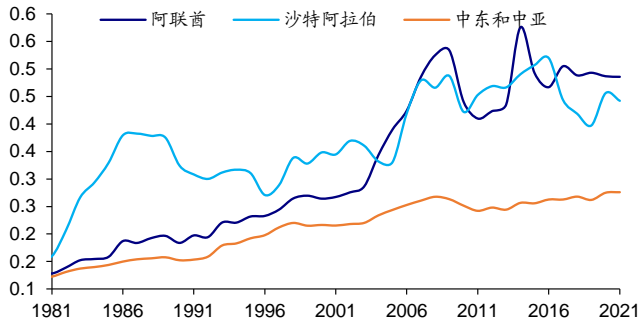
资料来源：CEIC, UAE, WCTG, OECD, ORBITAX, 海通证券研究所

3. 资本市场：金融业主导

阿联酋金融发展程度较高。根据国际货币基金组织测算，阿联酋金融发展指数自2003年后开始快速上升，2018年后已基本稳定于0.49的水平，高于全球平均水平0.32，也在中东经济体中处于相对较高的位置。同时，2021年，迪拜在全球金融中心指数中排名第18名，是中东和北非地区唯一入选的城市。

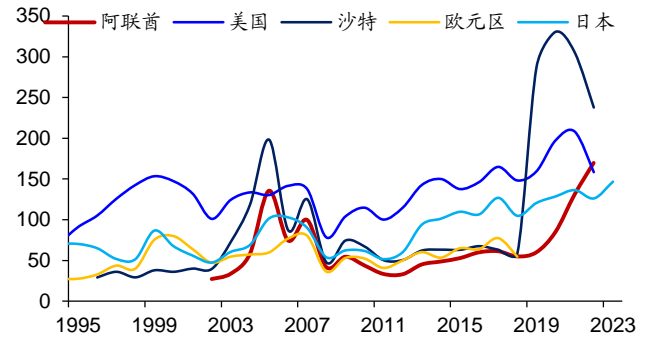
从权益市场来看，阿联酋近年权益市值规模也不断提升，尤其是从2020年开始加速增长，截至2023年规模高达9794.4亿美元，一定程度上或与阿布扎比国际控股公司(IHC)股价大幅上涨有关。阿联酋股市市值占GDP的比重也在2020年突破80%，并继续提升，截至2022年提升至170.0%，高于美国、日本等发达经济体。

图19 阿联酋金融发展指数相对较高



资料来源：CEIC，IMF，海通证券研究所

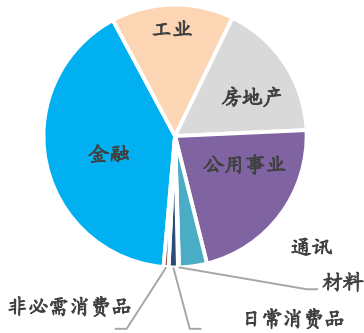
图20 阿联酋股市市值占 GDP 比重持续提升 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

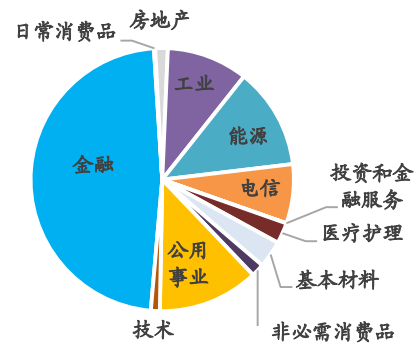
股市特征之一：以金融业为主。截至 2024 年 1 月，阿联酋迪拜金融交易所和阿拉扎比证券交易所中金融业几乎占半壁江山，市值份额分别为 40.8%和 47.6%。其他行业分布则略有不同，例如，迪拜金融交易所中除金融业外，公用事业、房地产、工业份额相对较高，分别为 21.8%、17.1%以及 15.0%，三者超过 50%，行业分布较为集中。而阿布扎比证券交易所中除金融业外，公用事业、能源、工业以及电信份额相对较高，分别为 12.4%、12.5%、10.0%以及 7.3%，合计在 40%左右，行业分布相对分散。

图21 迪拜金融交易所股市市值行业分布 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

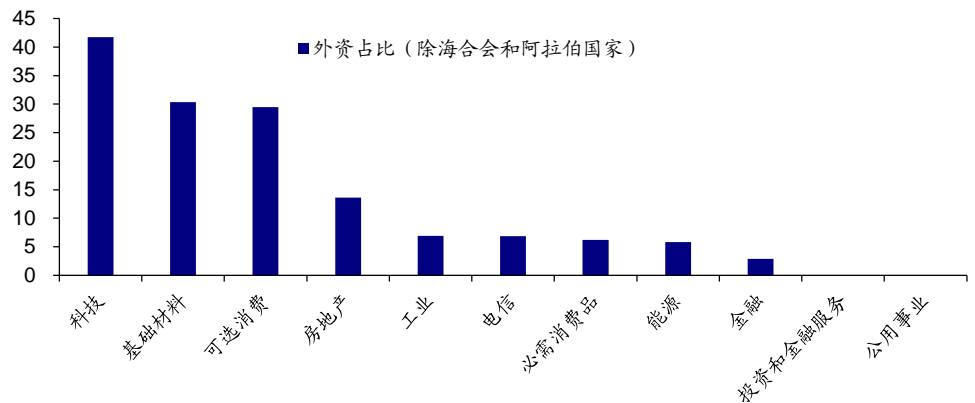
图22 阿布扎比交易所股市市值行业分布 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

股市特征之二：外资青睐科技板块。从阿布扎比证券交易所主要上市公司外资持股比例来看，截止 2023 年，外资更加青睐的行业为科技、基础材料以及可选消费等，持股比例分别为 41.7%、30.4%以及 29.5%；房地产行业外资持股比例也有 13.6%，而工业、电信、必需消费品以及能源等外资持股比例则相对较低。

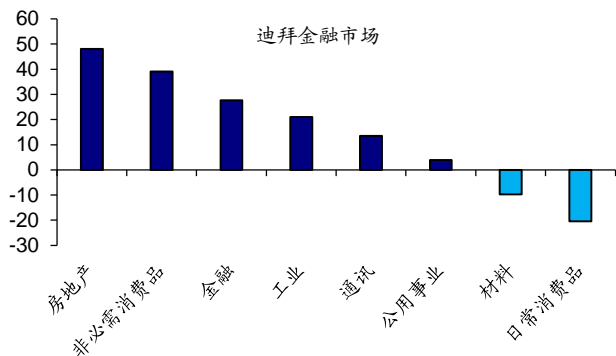
图23 阿布扎比证券交易所各行业外资持股占比 (%)，2023 年



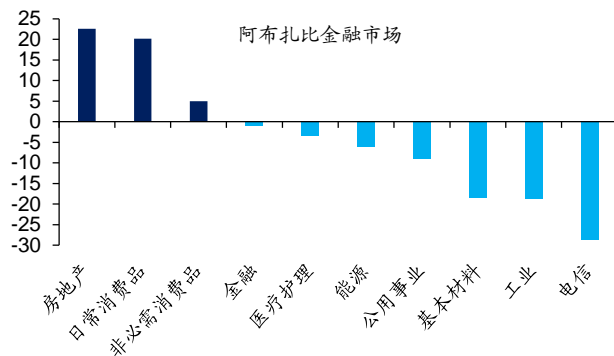
资料来源：ADX，海通证券研究所，外资持股占比数据除海合会和阿拉伯国家，截至 2023/12/31。

股市表现：不同交易所表现分化。截至 2024 年 2 月，过去一年，迪拜金融交易所整体指数上涨了 25.3%，其中，**房地产、非必需消费品表现突出，涨幅分别为 48.1% 和 39.1%**；金融、工业表现也不错（涨幅均在 20% 以上）；材料和日常消费品表现不佳，尤其是日常消费品下跌 20.5%。

而阿布扎比证券交易所整体指数在过去一年下跌了 6.0%，其中，**房地产、日用品消费表现突出，涨幅均在 20% 以上**，非必需消费品也有 5.0% 的增长；而其他行业则表现不佳，尤其是基础材料、工业和电信跌幅较大，分别下跌了 18.5%、18.8% 和 28.7%。

图24 迪拜金融交易所股市分行业表现（%，过去一年）


资料来源：CEIC，海通证券研究所，截至 2024 年 2 月。

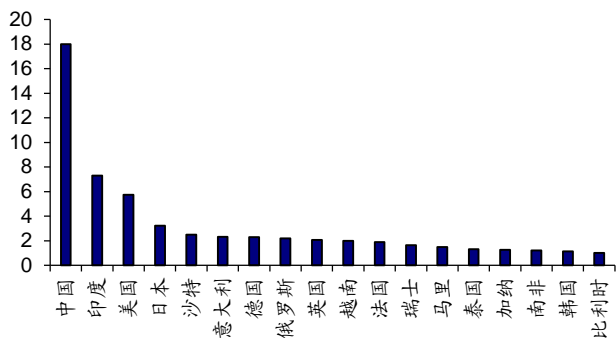
图25 阿布扎比证券交易所股市分行业表现（%，过去一年）


资料来源：CEIC，海通证券研究所，截至 2024 年 2 月。

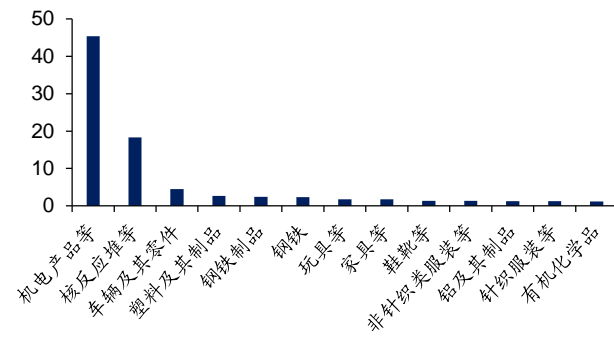
4. 双边合作：有哪些机会？

自 1984 年 11 月 1 日，中阿两国建交以来，中阿双边关系取得了长足发展。并于 2012 年 1 月，两国建立战略伙伴关系；2018 年 7 月，两国建立全面战略伙伴关系。

外贸领域：联系密切，集中在能源、机电以及高新技术等领域。一方面，阿联酋连续多年是我国在中东地区第一大出口市场和第二大贸易伙伴。截至 2022 年，我国是阿联酋最主要的进口来源国，进口比重高达 18.0%，大幅领先于其他经济体，即使是印度、美国和日本等重要进口来源国的份额也均在 8% 以下。进一步来看，**阿联酋最主要从我国进口机电类产品，比重超过 45%**；其次为核反应堆等，比重接近 20%。

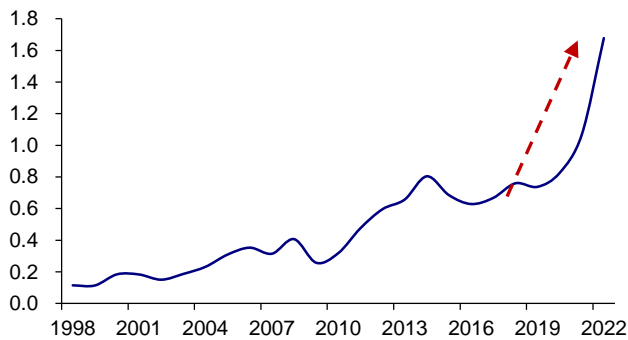
图26 我国是阿联酋最主要的进口来源国（%，2022 年）


资料来源：Wind，海通证券研究所

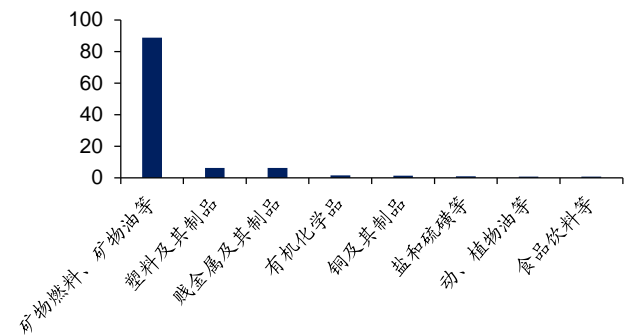
图27 阿联酋最主要从我国进口机电类产品（%，2022 年）


资料来源：Wind，海通证券研究所

另一方面，截至 2022 年，我国从阿联酋进口商品 454.2 亿美元，占我国总进口的份额上升至 1.7%，较 2021 年提升了约 0.6 个百分点（在 2010 年之前，这一比重不足 0.5%）。进一步来看，我国最主要从阿联酋进口原油类矿物燃料产品，阿联酋是我国第四大原油进口来源国。

图28 我国从阿联酋进口的份额在近几年加速提升 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

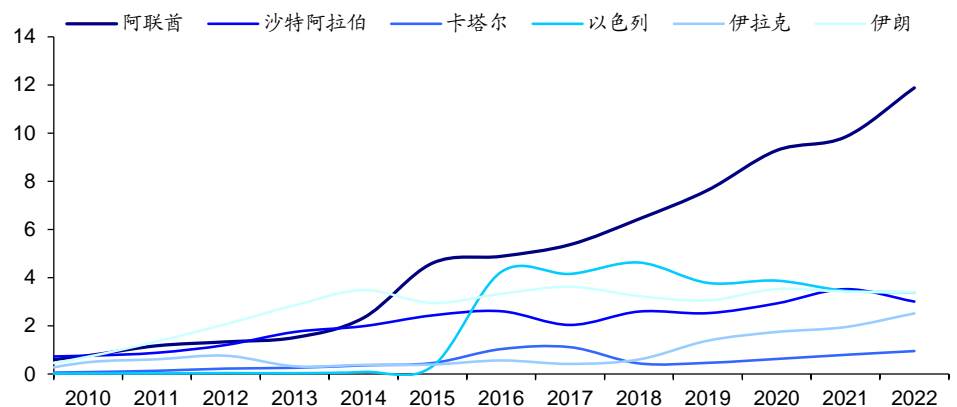
图29 我国主要从阿联酋进口原油类矿物燃料 (%)，2022年


资料来源: Wind, 海通证券研究所

投资领域：双边合作密切，集中在能源、港口以及建材等领域。从 FDI 流量角度来看，自 2010 年以来，中国对阿联酋直接投资持续增加；从 FDI 存量角度来看，自 2014 年之后，阿联酋是中东地区中国最主要的投资国，明显领先于其他中东经济体。

进一步来看，中国对阿联酋投资主要领域为能源、港口、建材、建筑机械等。例如，2014 年，ADNOC 和中石油合资成立 Al Yasat 石油作业公司，中石油占股 40%；2015 年，中阿宣布成立 100 亿美元的共同投资基金；2016 年，中远海运收购阿布扎比哈利法港 2 号码头运营权；2017 年，中石油获得阿布扎比陆上石油区块 8% 的股份权益，为期 40 年；2018 年，振华石油获得阿布扎比陆上石油区块 4% 的股份权益；2018 年，中石油获得阿布扎比海上石油区块中两个区块各 10% 股份权益等等。

阿联酋对中国的投资主要集中在港口、化工等领域。例如，2008 年 12 月，阿联酋博禄公司 (Borouge) 投资 2980 万美元在上海奉贤区海港开发区建立工程塑料生产基地，年产复合树脂 5 万吨；2010 年 5 月，博禄与广州市南沙区政府签署协议，在广州南沙建立生产工厂，该工厂于 2012 年中期建成，设计年产复合聚丙烯树脂 10.5 万吨；2014 年，迪拜著名酒店集团朱美拉宣布在华新签 3 家酒店和度假村的管理协议，其在华管理的酒店地产项目已达 8 处；2020 年，阿联酋在中国投资新设企业 13 个，实际投资金额 311 万美元。

图30 中国对中东主要国家直接投资存量 (十亿美元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示：全球经济下行风险，地缘政治风险加剧。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。