

相关研究

《阿联酋：多元化转型有何成果？——新兴经济研究系列之八》2024.03.17

《中东：“油库”中的机遇——新兴经济研究系列之七》2024.01.20

《“印度制造”：前景如何？——印度经济结构篇》2024.01.13

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:王宇晴

Tel: (021)23154148

Email:wyyq14704@haitong.com

## 沙特：哪些投资机会？ ——新兴经济研究系列之九

### 投资要点：

- **经济概况：石油是命脉。**沙特是中东第一大经济体和全球最大的石油出口国，经济增长高度依赖石油资源。从需求结构来看，石油出口是经济的重要贡献；从产业结构来看，沙特高度集中于石油相关行业；从财政收入来看，石油收入是主要来源。此外，沙特的固定汇率制度也一定程度与其依赖石油资源有关。
- **寻求转型：经济有隐患。**沙特在依赖石油资源快速发展的同时，经济中也存在若干问题。例如，沙特产业结构单一，经济波动性较大；沙特私人部门发展未达目标；沙特青年失业率偏高等。沙特政府希望推动经济多元化发展降低对石油的依赖。
- **资本市场：金融业主导。**沙特证券交易所市值位于全球前列，与沙特阿美上市关联较大。沙特股票市场中，金融业权重最高（37.8%），占主导地位；沙特本地机构投资者股票市场所有权价值占比高达93.0%；沙特早期对外国投资者限制较为严格，近些年有所放松。过去一年表现较好的是公用事业与科技行业。
- **贸易投资：空间很广阔。**我国与沙特的经济发展具有较高的互补性，近年来中国和沙特贸易合作也不断加深。我国既是沙特最大的出口贸易国，也是沙特最大的进口贸易国。我国主要从沙特进口原油类矿物燃料，主要对沙特出口机电产品。未来随着沙特经济多元化的持续推进，我国和沙特的合作仍存在较大的拓展空间，尤其是新能源领域。

风险提示：全球经济下行风险，地缘政治风险加剧。

## 目 录

---

1. 经济概览：石油是命脉.....	4
2. 寻求转型：经济有隐患.....	6
3. 资本市场：金融业主导.....	9
4. 贸易投资：空间很广阔.....	10

## 图目录

图 1	沙特石油储备、产量及出口均位居世界前列（2022 年，%）	4
图 2	沙特人均 GDP 水平位于世界前列（2022 年，美元）	4
图 3	石油价格上涨带动了沙特经济的快速发展	5
图 4	石油部门是沙特经济增长的核心引擎（%）	5
图 5	沙特净出口占 GDP 比重显著高于其他国家（%）	5
图 6	净出口对沙特经济的带动作用较为明显（%）	5
图 7	沙特采矿业占 GDP 比重超过 30%（%）	5
图 8	沙特第二产业占据较高比重（%）	5
图 9	石油收入贡献了沙特将近 70% 的财政收入（%）	6
图 10	沙特采取盯住美元的固定汇率制度	6
图 11	沙特经济波动性明显高于世界平均水平（%）	6
图 12	沙特出口多样性程度较低	6
图 13	沙特私人部门占比相对较低	7
图 14	沙特政府消费占 GDP 比重处于较高水平	7
图 15	沙特青年失业率处于较高水平（%）	7
图 16	沙特各行业就业人员占比（%）	7
图 17	沙特居民就业主要集中在政府部门（%）	8
图 18	员工薪酬占沙特政府支出比重在 40% 以上	8
图 19	沙特《2030 愿景》目标完成情况	8
图 20	沙特股票市场市值在 2019 年大幅提升	9
图 21	沙特股票市场以金融与能源板块为主（%）	9
图 22	前十大公司权重占比超过 50%（%）	9
图 23	沙特股票市场所有权价值占比（%）	10
图 24	外国投资者沙特股票市场所有权价值（百万沙特里亚尔）	10
图 25	沙特股指与市盈率走势	10
图 26	各子行业指数近一年涨跌幅（%）	10
图 27	我国是沙特最大的出口国（%）	11
图 28	我国也是沙特最大的进口国（%）	11
图 29	沙特是我国最大的原油进口国（2022 年，%）	11
图 30	我国主要对沙特出口机电产品（2022 年，%）	11

在中东经济概览篇《中东：“油库”中的机遇——新兴经济研究系列之七》中，我们对中东 15 国的经济结构、金融市场、贸易等方面进行了介绍。其中，沙特作为中东第一大经济体、世界能源大国、伊斯兰教发源地，在中东乃至世界范围内均具有较大的影响力。并且，在“一带一路”的倡议下，我国与沙特在经济、贸易、能源等方面的合作也日益密切。在本篇专题中，我们将从经济、金融与贸易等方面对沙特进行深度剖析。

## 1. 经济概览：石油是命脉

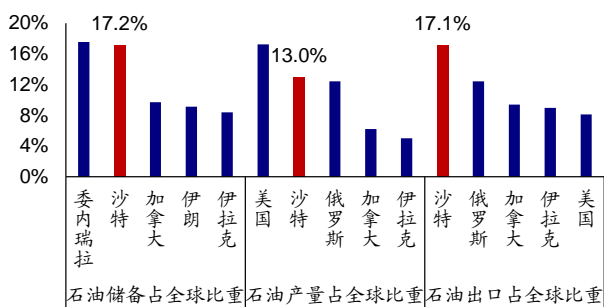
**沙特是中东第一大经济体。**沙特阿拉伯王国于 1932 年正式成立，位于阿拉伯半岛，地处连接亚非欧三大洲的枢纽位置，国土面积近 215 万平方千米（世界排名第 13），是中东地区面积最大的国家。同时，2022 年沙特名义 GDP 达 1.1 万亿美元（世界排名 17），同样位列中东之首。不过，沙特 70% 的面积为半干旱荒地或低级草场，因此，尽管其国土面积相当于我国的五分之一，总人口仅 3200 万人（2022 年）。

**沙特在全球经济、政治与宗教等领域均具有重要的影响力。**一方面，沙特具有丰富的石油资源。沙特作为世界重要石油产销组织 OPEC 的原始成员国之一，其石油储备占全球总储备的 17.2%，全球第二；其石油产量占全球的比重为 13.0%，仅次于美国，全球第二；其石油出口占全球的比重为 17.1%，全球第一。并且，沙特东西两侧分别接壤波斯湾与红海，为全球石油运输提供了重要通道。

得天独厚的石油资源使得沙特成为世界上较为富有的国家之一。例如，截至 2022 年，沙特人均 GDP 水平高达 3.0 万美元，明显领先于世界平均水平（1.3 万美元）。

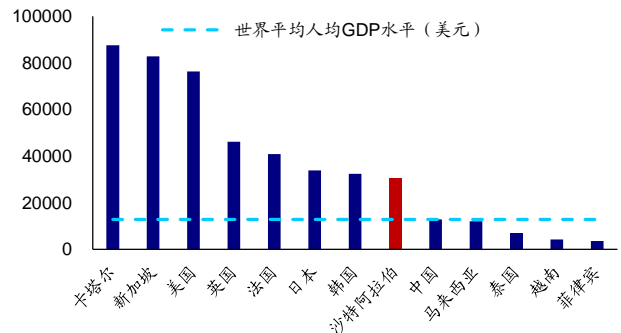
另一方面，沙特具有重要的政治和宗教地位。沙特是阿拉伯国家联盟、伊斯兰合作组织、海外合作委员会（GCC）的重要成员国，也是 G20 中唯一的阿拉伯国家，具有一定的国际政治影响力。同时，沙特还是伊斯兰教的发源地和两大圣地的所在地，每年均有数百万穆斯林前往麦加朝觐。

图1 沙特石油储备、产量及出口均位居世界前列（2022 年，%）



资料来源：Energy Institute，海通证券研究所

图2 沙特人均 GDP 水平位于世界前列（2022 年，美元）

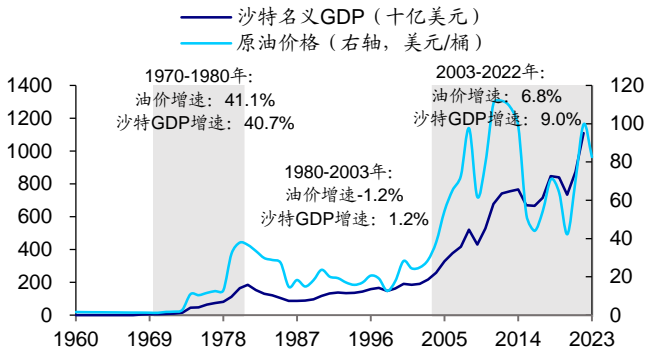


资料来源：World Bank，海通证券研究所

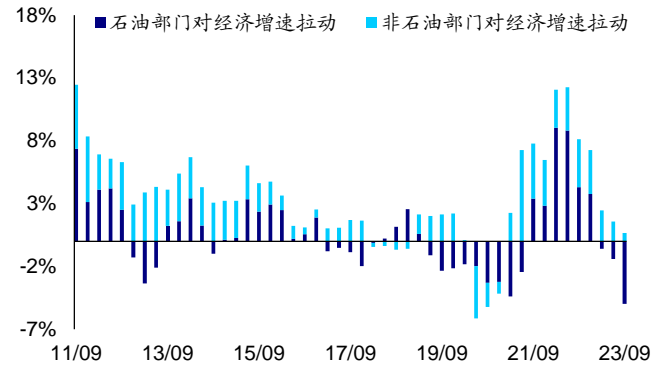
### 沙特具有典型的高度依赖石油的特征：

**从经济增长来看，沙特高度依赖石油资源。**一方面，在石油价格大幅上涨时期，沙特经济通常具有优异的表现，例如，在 1970-1980 年和 2003-2022 年期间，沙特经济均获得了与油价涨幅相近的增速，尤其在 1970-1980 年石油危机期间，沙特名义 GDP 平均增速达到 40% 以上。而在石油价格表现平平的 1980-2003 年期间，沙特 GDP 平均增速仅为 1.2%。

另一方面，从经济增速的拆分来看，大部分时期石油部门也是拉动沙特经济增长的核心引擎。例如，在 2022 年上半年石油价格大幅上涨期间，沙特石油部门 GDP 增速一度达到 20% 以上，对经济增速的拉动高达 9 个百分点。而 2023 年以来，则是拖累。

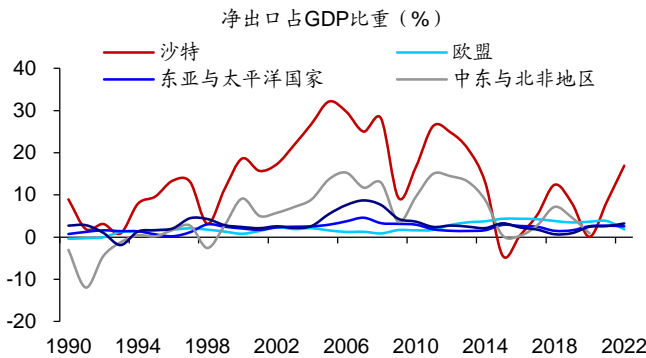
**图3 石油价格上涨带动了沙特经济的快速发展**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

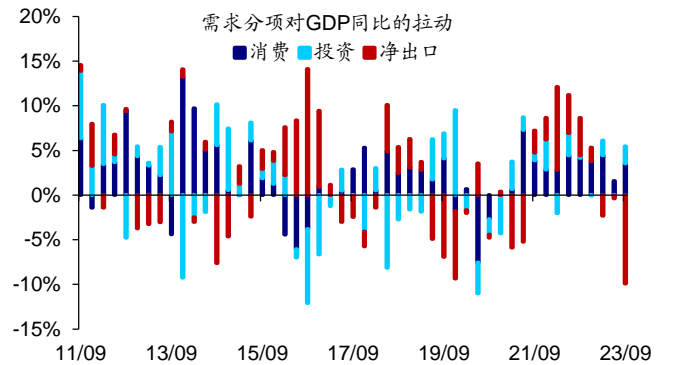
**图4 石油部门是沙特经济增长的核心引擎 (%)**


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

从需求结构来看,石油出口是沙特经济的重要贡献。作为全球第一大石油出口国,石油是沙特出口的核心要素,尽管近年来沙特在持续推进多元化改革,石油出口占其总出口的比重仍在7成左右。受此影响,沙特净出口占GDP的比重也高达16.9%,显著高于其他经济体。尤其是在油价高涨时期,净出口占GDP的比重更高,净出口对经济的贡献也较为显著。

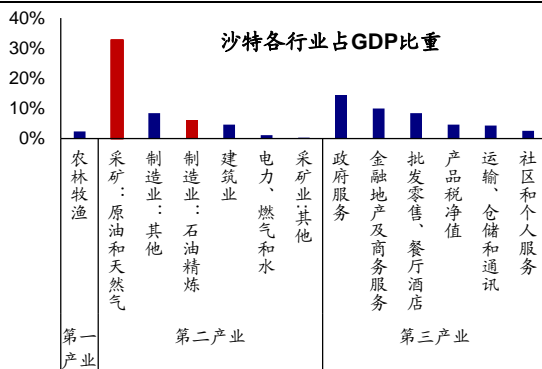
**图5 沙特净出口占GDP比重显著高于其他国家 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

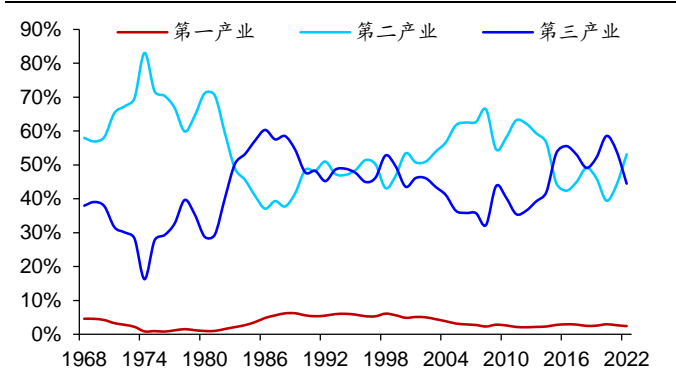
**图6 净出口对沙特经济的带动作用较为明显 (%)**


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

从产业结构来看,沙特高度集中于石油相关产业。作为全球第二大产油国,沙特采矿业占GDP比重更高,截至2022年,这一比重高达32.6%,远高于其他产油国。而其制造业发展则较为薄弱,制造业占GDP的比重仅14.4%,其中还有超过4成是石油精炼产业。沙特农业占比一直在7%以下,很大程度上与其大部分面积为半干旱荒地或低级草场有关。

**图7 沙特采矿业占GDP比重超过30% (%)**


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

**图8 沙特第二产业占据较高比重 (%)**


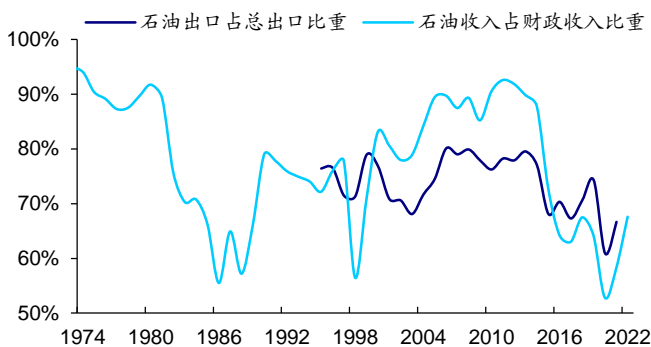
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

从财政收入来看,石油收入也是沙特财政的主要来源。在2000-2013年期间,沙特平均86.5%的财政收入来自石油。即使在经济多元化改革的推进下,财政收入对石油的

依赖有所下降，2022 年仍有 67.6% 的财政收入来自石油贡献。

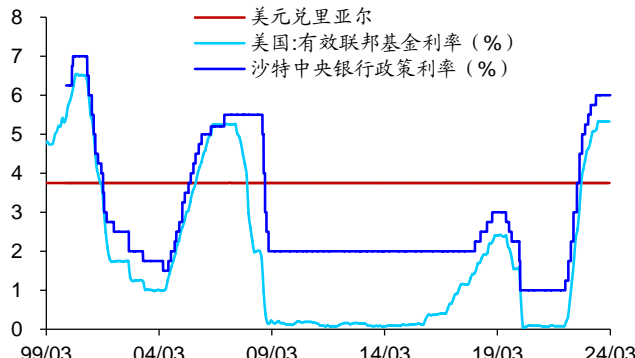
此外，沙特货币政策也与石油依赖有关。目前沙特采取的是与美元挂钩的固定汇率制度，美元与沙特里亚尔的汇率稳定在 1:3.75。这很大程度上与国际原油贸易多以美元计价有关，沙特经济财政较为依赖原油，盯住美元的制度有助于其降低汇率风险，不过这也丧失了其货币独立性。实际上，中东主要产油国，如阿联酋、卡塔尔等都采取了与美元挂钩的固定汇率制度。

图9 石油收入贡献了沙特将近 70% 的财政收入 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图10 沙特采取盯住美元的固定汇率制度



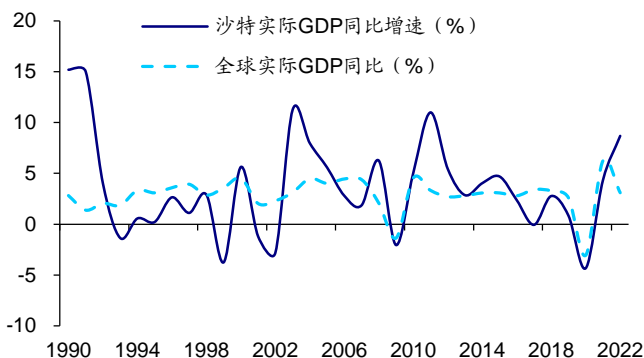
资料来源 Wind, 海通证券研究所

## 2. 寻求转型: 经济有隐患

沙特在依赖石油资源快速发展的同时，经济中也存在若干问题:

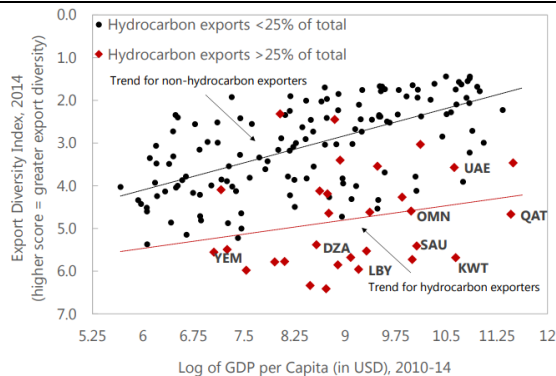
一方面，沙特产业结构单一，经济波动性较大。对石油的高度依赖，使得沙特产业结构单一，经济受油价的波动干扰较大。例如，1990-2022 年期间，沙特实际 GDP 同比增速标准差为 4.7，显著高于世界平均 GDP 增速的波动 (1.6)。实际上，从全球范围来看，油气出口占比较高的国家经济多样性都相对较低。

图11 沙特经济波动性明显高于世界平均水平 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 沙特出口多样性程度较低

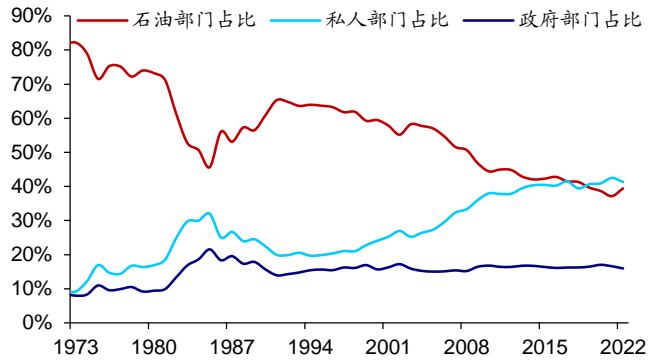


资料来源: IMF, 海通证券研究所

另一方面，沙特私人部门发展未达目标。近年来，在沙特多元化转型驱动下，沙特石油部门占 GDP 比重有所下降，私人部门占比明显提升，已经超过石油部门。不过，截至 2022 年，私人部门占 GDP 比重为 41.3%，离其 65% 的目标仍有距离。

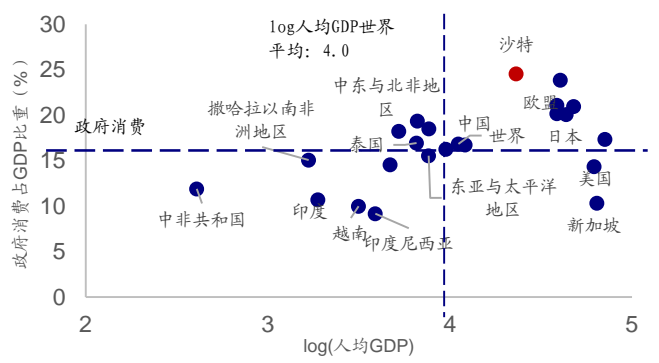
目前沙特公共消费占比仍明显高于其他经济体处于较高水平，主要用于医疗、教育和军队支出。例如，沙特全体国民享受免费医疗 (私人医院除外)，公立学校实行免费教育。

图13 沙特私人部门占比相对较低



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图14 沙特政府消费占 GDP 比重处于较高水平



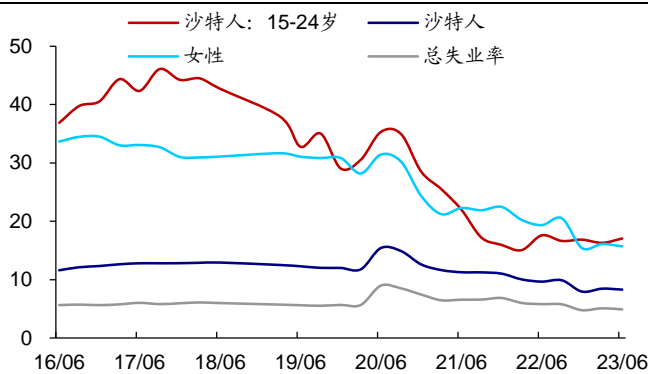
资料来源：World Bank，海通证券研究所

此外，沙特青年失业率偏高。尽管沙特整体失业率一直处于相对较低的位置，但截至 2023 年 2 季度，沙特本地人失业率为 8.3%，明显高于外籍的 1.5%。尤其是沙特青年群体（15-24 岁）失业率和女性群体失业率分别高达 17.0%和 15.7%。沙特青年失业率甚至一度达到 46.1%的高位（2017 年 3 季度）。

不过沙特人口整体偏年轻化。例如，截至 2022 年，沙特 65 岁以上人口占比仅 2.8%，沙特黄金年龄人口（15-64 岁）高达 71.2%。此外，沙特人更偏好公共部门的就业。例如，在丰厚的石油收入支持下，沙特公共部门通常能比私人部门提供更高的工资和福利待遇，如养老金、健康保险等。并且在沙特文化背景下，公共部门的工作被认为更加体面与稳定。2015 年的一项调查显示，78%的沙特失业者更偏好公共部门的工作，仅有 14%的人更愿意在私人部门工作。

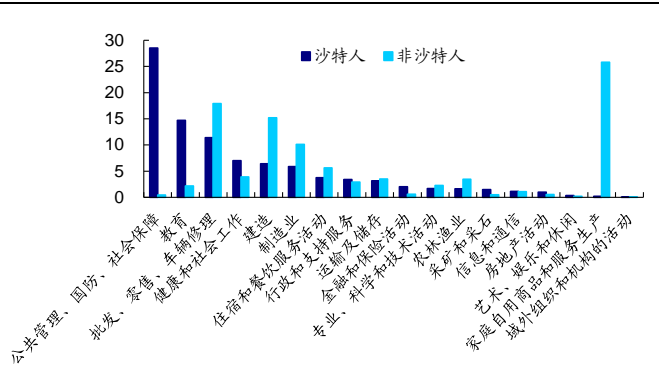
因此，沙特劳动力市场呈现出较为明显的本籍和外籍劳动力的二元分化。即沙特本地劳动者就业主要集中在公共部门，如公共管理、国防、教育等。而技能要求较低，劳动密集度较高，但对劳动力需求旺盛的行业，如批发零售、建筑、家庭自用商品和服务生产等行业则主要依赖外来劳动力。2022 年，外籍人员在沙特总人口中的比重为 41.6%。

图15 沙特青年失业率处于较高水平（%）

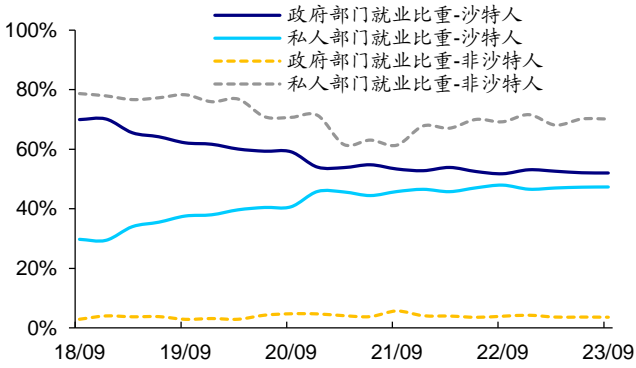


资料来源：沙特统计局，海通证券研究所

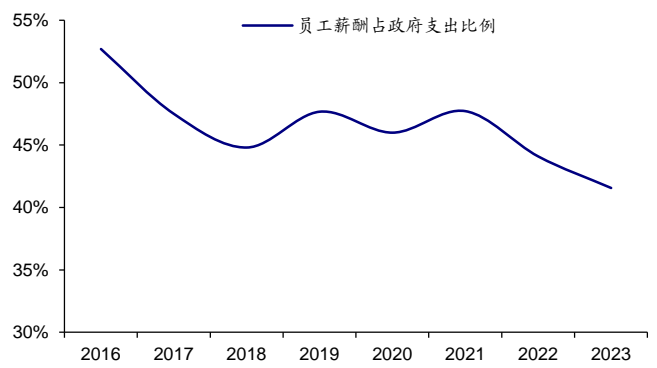
图16 沙特各行业就业人员占比（%）



资料来源：沙特统计局，海通证券研究所

**图17 沙特居民就业主要集中在政府部门 (%)**


资料来源：沙特统计局，海通证券研究所

**图18 员工薪酬占沙特政府支出比重在 40%以上**


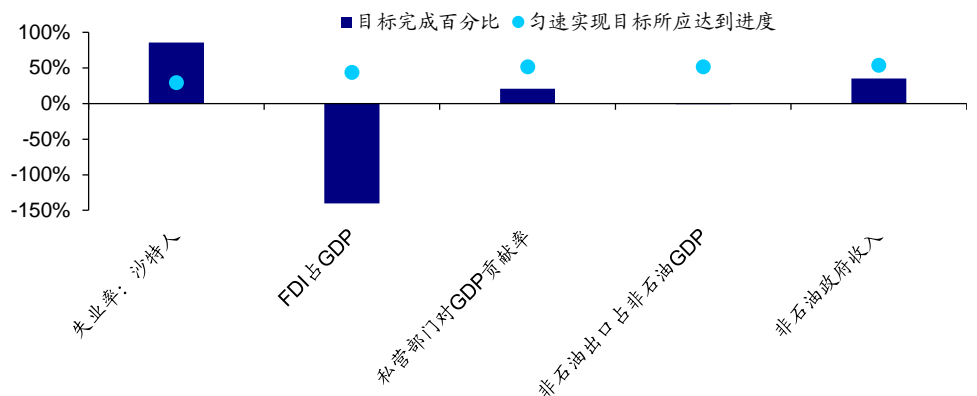
资料来源：CEIC，海通证券研究所

近年来沙特也进行了一系列改革，以推动经济多元化发展。2016年，沙特发布《2030愿景》，希望通过经济和社会政治多元化来摆脱对石油的依赖。在愿景中，沙特明确了要成为阿拉伯与伊斯兰世界的核心国家、全球投资强国以及连接亚欧非三大洲的世界枢纽目标。其中，沙特明确提到要降低失业率、增大投资、推动非石油部门的发展、提升私营部门对GDP的贡献等具体规划。

**表1 沙特《2030愿景》主要内容**

三大支柱	承诺	2030年目标
充满活力的社会	“Daem 工程”为公民提供有意义的娱乐卫生服务企业化，提供高效、高质的卫生服务	朝觐游客数量从每年 800 万增加到 3000 万 国民平均寿命从 74 岁提高到 80 岁
	中小型企业发挥更大作用 建立新兴能源市场 实现国防工业本地化 重组阿卜杜拉国王金融区 繁荣发展的零售业	失业率从 11.6% 降低至 7%； 公共投资基金资产从 6000 亿美元增加至 7 万亿美元； 外国直接投资占 GDP 比重从 3.8% 增加到 5.7% 的国际水平； 私营部门对 GDP 的贡献从 40% 增长到 65%； 非石油出口占非石油国内生产总值的比例从 16% 提高到 50%
充满抱负的国家	萨勒曼国王人力资本发展规划 政府部门间共享服务 “Qawam 项目”提高开支效率	非石油政府收入从 1630 亿沙特里亚尔增加到 1 万亿沙特里亚尔； 家庭存款占家庭总收入的比例从 6% 提高到 10%；

资料来源：沙特政府官网，海通证券研究所

**图19 沙特《2030愿景》目标完成情况**


资料来源：Wind、CEIC，沙特政府官网，海通证券研究所测算

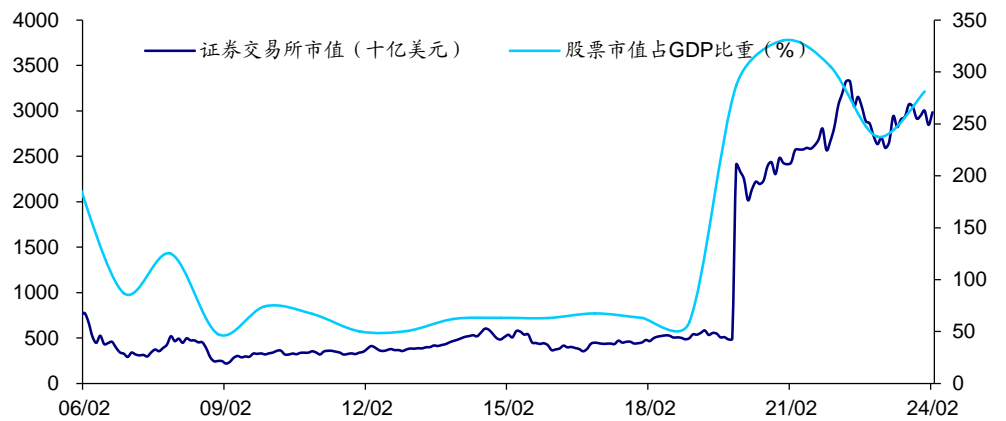


### 3. 资本市场：金融业主导

沙特证券交易所市值位于全球前列。沙特证券交易所（Tadawul）是沙特目前唯一的证券交易所，由主板市场和平行市场（Nomu）组成。其市值不仅是中东最大的，在全球范围内也位于前列。截至 2023 年 12 月，沙特证券交易所主板市场一共有 232 家上市公司，总市值达 3 万亿美元，位居全球第 11 位。

沙特证券交易所市值能跻身世界前列离不开沙特阿美上市的助力。2019 年 12 月，沙特阿拉伯国家石油公司（沙特阿美）在沙特证券交易所上市，首日市值便达到 1.9 万亿美元，成为当时全球市值最大的上市公司。沙特证券交易所市值也从 2019 年 11 月的 4900 亿美元飙升至 2.4 万亿美元，涨幅达到 390%。其市值占 GDP 的比重也由 2018 年底的 58.6% 上升至 287.0%。截至 2024 年 3 月，沙特阿美市值仍在 1.9 万亿美元左右，全球排名第四。

图20 沙特股票市场市值在 2019 年大幅提升

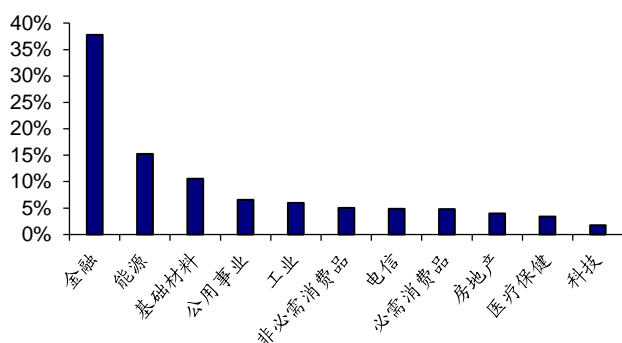


资料来源：CEIC，海通证券研究所

**股市特征之一：金融业占主导。**截至 2024 年 3 月，沙特证券交易所中金融业占据主导地位，权重高达 37.8%；其次，为能源业和基础材料行业，权重分别为 15.3% 和 10.6%，仅次于金融业，三者合计高达 63.6%。

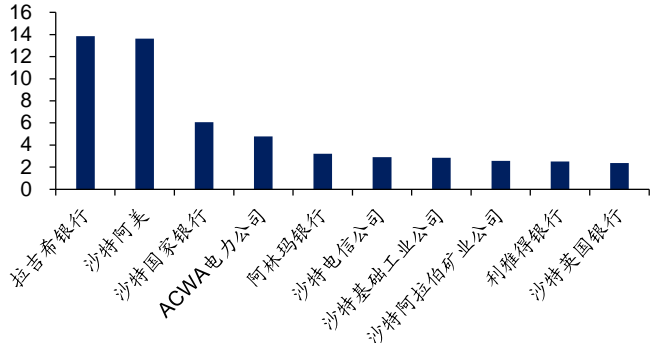
**进一步来看，**在 200 多家上市公司中，前十大权重股的总权重高达 55%，主要分布在银行、能源、公用事业等行业。其中，拉吉希银行和沙特阿美均占据了近 14% 的权重（虽然沙特阿美市值远超过其他公司，但沙特证券交易所中股票指数引入了 15% 的权重上限，以降低大公司对股票指数的主导作用）。

图21 沙特股票市场以金融与能源板块为主 (%)



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图22 前十大公司权重占比超过 50% (%)

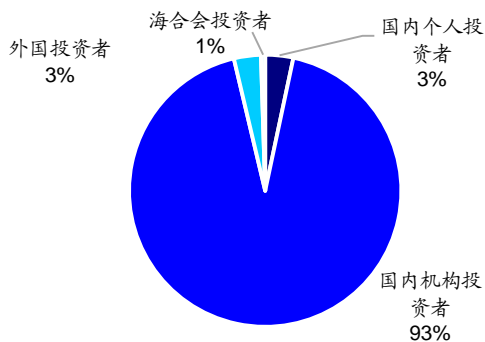


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

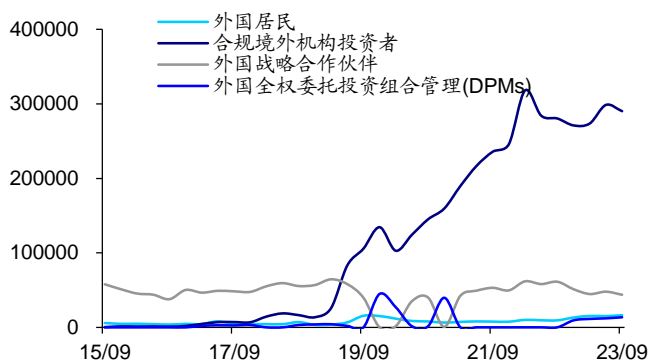
**股市特征之二：本地投资者占主导。**截至 2023 年 3 季度，沙特本地机构投资者股票市场所有权价值占比高达 93.0%，而个人投资者与外国投资者占比均在 3% 左右，相对较低。

**股市特征之三：对外国投资者限制较为严格。**根据早期规定，除通过共同基金外，只有海湾合作委员会成员国的居民才可以直接投资沙特上市企业。直到2015年6月，沙特才首次向外国企业投资者开放股票市场，但仍具有较多限制。例如，持有单家上市公司的股票份额不得超过5%，上市公司中外国投资者联合体的股权上限为49%等。

不过，为提升对外国投资者的吸引力，近些年沙特逐渐放松了对外资投资股票市场的限制。例如，2019年沙特放宽了外国战略投资者持有沙特上市公司股票不能超过49%的限制等。截至2023年3季度，境外机构投资者持有沙特股票市场所有权价值已较2019年初增长了近1000%。

**图23 沙特股票市场所有权价值占比 (%)**


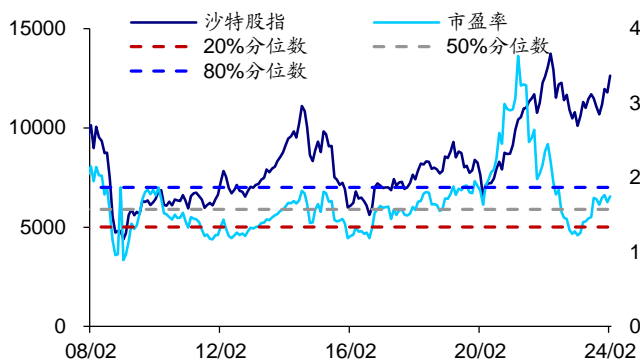
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图24 外国投资者沙特股票市场所有权价值 (百万沙特里亚尔)**


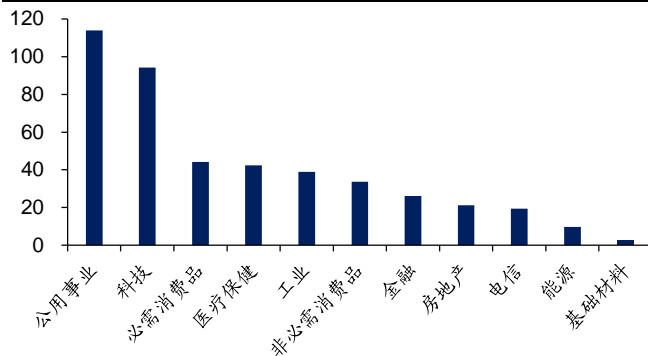
资料来源: Wind, 海通证券研究所

从股票市场表现来看，截至2024年2月，沙特股指为12630点，与2023年同期相比累计上涨了25%，处于历史高位（2007年以来98%分位数）。市盈率为17.5倍，处于2007年以来的70%分位数。

具体来看，过去一年表现较好的是公用事业与科技行业，涨幅分别达到114.0%和94.2%。这或与近年来沙特正加大力度推进经济多元化转型有关。而权重较高的金融、能源以及基础材料等板块表现则相对逊色。

**图25 沙特股指与市盈率走势**


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

**图26 各子行业指数近一年涨跌幅 (%)**


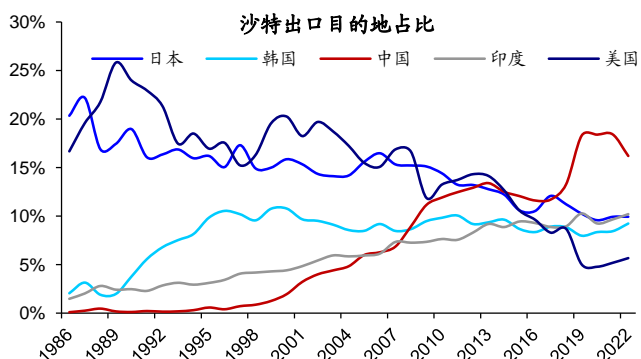
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

## 4. 中沙合作：迎来哪些机遇？

我国与沙特的经济发展具有较高的互补性。一方面，我国作为全球最大的石油进口国，与沙特这一全球最大的石油出口国在能源上有天然的合作基础。另一方面，我国的“一带一路”倡议与沙特的“2030愿景”规划在战略上也高度契合。沙特作为连接亚、非、欧的重要交通枢纽，在“一带一路”倡议中的战略位置不可或缺；而我国强大的制造业与基建基础、先进的创新能力也有助于帮助沙特进行经济多元化转型，摆脱对能源的依赖。

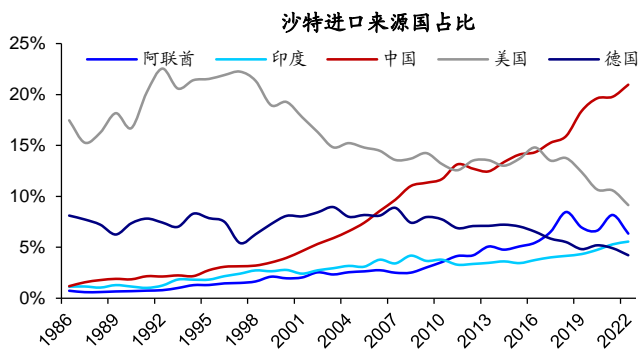
贸易合作不断加深。自 2001 年以来，沙特一直是我国在中东地区第一大贸易伙伴，我国也在 2013 年之后成为沙特最大的贸易伙伴。2016 年 1 月，习近平主席对沙特进行国事访问，中沙两国建立全面战略伙伴关系，经济合作进一步加强。截至 2022 年，我国既是沙特最大的出口贸易国，也是沙特最大的进口贸易国。

图27 我国是沙特最大的出口国 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

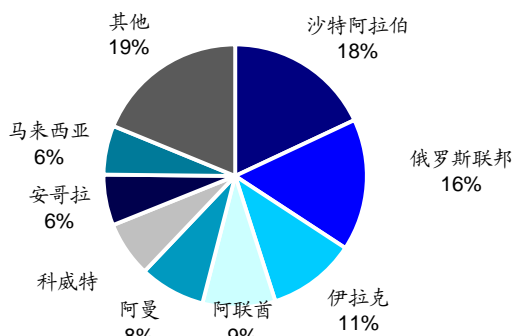
图28 我国也是沙特最大的进口国 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

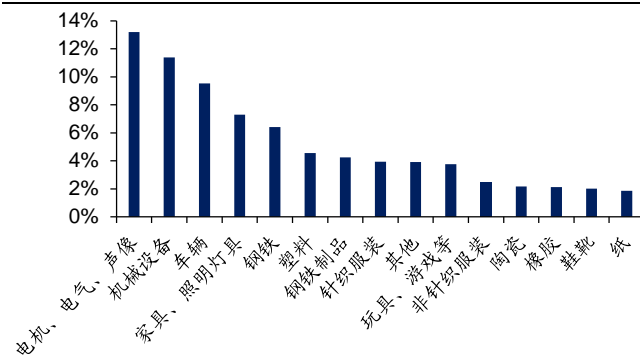
进一步来看，我国主要从沙特进口原油类矿物燃料。截至 2022 年，我国从沙特进口原油占总进口的 18.0%，是我国最大的石油供应国。我国主要对沙特出口机电产品。截至 2022 年，电机电气、机械设备和车辆是我国出口到沙特最多的产品，占比分别达到了 13.2%、11.4%和 9.5%。

图29 沙特是我国最大的原油进口国 (2022 年, %)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图30 我国主要对沙特出口机电产品 (2022 年, %)



资料来源: UN Comtrade, 海通证券研究所

未来随着沙特经济多元化的持续推进，我国和沙特的合作仍存在较大的拓展空间，尤其是新能源领域。一方面，沙特太阳能和风能资源丰富，有利于新能源产业的发展。沙特国土面积多半为沙漠，干燥少雨，太阳能水平辐射量每年达到 2200 千瓦时/平方米，是全球接受太阳能辐射能量最多的国家。并且东部波斯湾、西部红海沿岸以及西北部地区风力条件优越，能为风力发电提供了稳定的自然动力。

另一方面，沙特政府也在积极推动新能源产业的发展，加快能源转型。《沙特 2030 年可再生能源规划》将 2023 年可再生能源装机目标将从 9.5GW 提升至 27.3GW；到 2030 年，沙特可再生能源装机目标为 58.7GW。

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。