



تقارير إيدج الاقتصادية

عصر الدين الجديد في الكويت

كيف يعيد الاقتراض السيادي
تشكيل السياسة المالية
وسيلة البنوك وسوق المال الكويتي

سبتمبر 2026

الملخص التنفيذي

عودة الكويت إلى الاقتراض السيادي ليست في جوهرها استجابةً لضعف في الملاءة، بل تحوّل في بنية تمويل المالية العامة. فبعد سنوات جرى فيها امتصاص العجزات أساساً من صندوق الاحتياطي العام، منح قانون التمويل والسيولة رقم 60 لسنة 2025 الخزنة ثلاث قنوات: منحى سيادي محلي متكرر، ونفاذاً إلى أسواق السندات الدولية، ثم، بعد تعديل سبتمبر 2026، قدرة منظمة على الاقتراض من احتياطي الأجيال القادمة.

والتوقيت له وزنه. فقد أفلتت السنة المالية 2025/2026 على عجز فعلي قدره 7.14 مليارات دينار بعدما تراجعت الإيرادات %25.4 إلى 16.457 مليار دينار وهبطت الإيرادات النفطية %29.8 إلى 13.589 مليار، بينما ارتفعت المصروفات %2.1 فقط إلى 23.598 مليار، وقال مجلس الوزراء إن العجز سيُغطى بالكامل من صندوق الاحتياطي العام. وفي الأثناء بلغت أدوات الدين العام المحلية والتورق 3.7 مليارات دينار بنهاية يوليو 2026، أي أكثر من أربعة أمثال مستواها قبل عام، فيما بلغ مجموع الإصدارات الدولية منذ قانون 2025 نحو 19.4 مليار دولار عبر إصدار أكتوبر 2025 البالغ 11.25 مليار دولار وطرح مارس 2026 الخاص بقيمة 2.15 مليار وبيع يوليو 2026 بقيمة 6 مليارات. وعلى أساس رصيد العمل الذي تحتسبه ذي إيدج يناهز الدفتران معاً 9.7 مليارات دينار، أي نحو ثلث السقف القانوني البالغ 30 مليار دينار.

هبط عائد القطع المحلي لأجل خمس سنوات 150 نقطة أساس في عام واحد، من %4.875 في أغسطس 2025 إلى %3.375 في 19 أغسطس 2026، بينما لم يتحرك سعر الخصم سوى 50 نقطة. وذلك أجلاً واحداً موثق لا منحى معاد بناؤه، والأداة ليست سنداً تقليدياً ثابت القسيمة: فبنك الكويت المركزي يجمع سندات الخزنة والتورق في مزاد واحد ويسجل نوع العائد متغيراً. أما الدفتر الدولي فتقليدي: سُعرت سندات يوليو 2026 عند 70 و75 و85 نقطة أساس فوق سندات الخزنة الأميركية، بطلب نهائي أعلنته وزارة المالية فوق 18 ملياراً.

وتتجاوز الدلالة تمويل العجز. فالإصدار السيادي المنتظم يبني مرجعاً بالدينار للبنوك والشركات والمشاريع، ويمنح الخزنة بديلاً عن التسجيل القسري للأصول، والأدلة حتى الآن أكثر اتساقاً مع امتصاص سيولة مصرفية وفيرة منها مع مزاحمة الائتمان الخاص. وليست المفاضلة بين الدين والثروة السيادية، بل بين كلفة الاقتراض وكلفة الفرصة البديلة لتسييل الأصول السيادية أو التخلي عن عوائدها؛ وعند كلف التمويل الحالية قد ترجح الكفة للاقتراض متى فاقت العوائد طويلة الأجل المتوقعة كلفة التمويل الشاملة بهامش كافٍ، وهي أفضلية مشروطة لا دائمة. وسيناريو ذي إيدج الأساسي اقتراضاً مُدار: مزايدات محلية منتظمة، وإصدارات دولية دورية، واستخدام انتقائي لسيولة الاحتياطي، مع تحرك الدين تدريجياً نحو النطاق المفترض لدى وكالات التصنيف لا اندفاعاً نحو السقف.

عصر الدين الجديد في الكويت

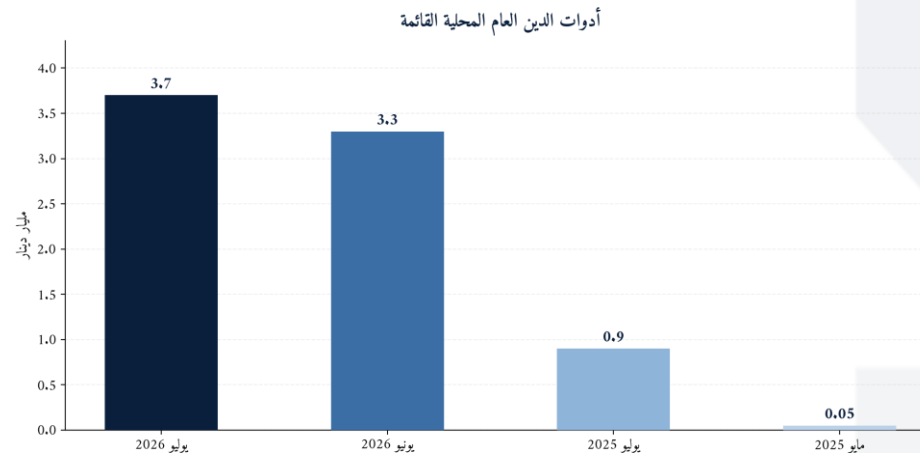
كيف يعيد الاقتراض السيادي تشكيل السياسة المالية وسيولة البنوك وسوق المال الكويتي

من 50 مليون دينار إلى سوق دين سيادية

كانت الكويت مُصدراً متقطعاً لا منتظماً. فبعد موجة أوراق الدينار في 2016-2017 وإصدارات الدولار في 2017 انقضى قانون الدين ونضب الرصيد المحلي: تُظهر سلاسل بنك الكويت المركزي أدنى مستوى مسجل عند 50 مليون دينار في مايو 2025 مقابل ذروة 4.97 مليارات في سبتمبر 2017، مع نسبة دين إلى ناتج قرب 3% في 2024 وفق صندوق النقد الدولي. ثم جاء قانون التمويل والسيولة رقم 60 لسنة 2025، الصادر في مارس 2025، لينهي التجميد: سقف 30 مليار دينار، وأجال حتى 50 عاماً، وسندات تقليدية وأدوات خزانة وصكوك.

وكانت الاستئناف فورية. فبحلول نهاية سبتمبر 2025 أظهرت سلسلة المركزي 1.6 مليار دينار من أدوات الدين المحلية القائمة؛ وحمل أكتوبر 2025 الإصدار الثلاثي البالغ 11.25 مليار دولار في دفتر قدرته وزارة المالية قرب 28 ملياراً؛ وأضاف مارس 2026 طرحاً خاصاً بقيمة 2.15 مليار. وجمع سلسلة المركزي المحلية مع بيانات الوزارة الخارجية، يضع حساب ذي إيدج إجمالي الدين العام عند نحو 8.6 مليارات دينار بنهاية يونيو، أي قرابة 17.2% من الناتج المقدر لعام 3.3) 2026 مليارات محلياً زائد 17.25 مليار دولار خارجياً، نحو 5.3 مليارات دينار عند 0.308). ويختلف رقم يونيو هذا عن رصيد العمل البالغ 9.7 مليارات المستخدم لاحقاً لسببين ميكانيكيين: شهر إضافي من الإصدار المحلي رفع دفتر المركزي إلى 3.7 مليارات بنهاية يوليو، ورقم 19.4 مليار دولار التراكمي يتضمن إصدار يوليو البالغ 6 مليارات اللاحق لقطع يونيو. ويُحتفظ بالورق المحلي أساساً داخل الجهاز المصرفي المحلي، بينما الدفتر الخارجي عالمي إذ خُصص أكثر من أربعة أخماس إصدار يوليو خارج المنطقة: منحى الدينار يبني مرجعاً محلياً ويمتص فائض السيولة، ومنحى الدولار يعيد التمويل بأحجام كبيرة ويبقي الكويت حاضرة في مؤشرات السندات.

وملاحظة توفيقية واحدة: سجل الدين العام الأوسع وسلسلة أدوات المركزي ليسا متطابقين، إذ تنشأ فروق صغيرة عن عوائد التورق المستحقة والطروح الخاصة وتوقيت التسوية، ولهذا يعتمد هذا التقرير رصيد عمل خاصاً بذِي إيدج بدل رقم رسمي موحد واحد. ولم يحمل سبتمبر 2026 في السجل العام إصداراً دولارياً ضخماً جديداً؛ بل حمل تعديل احتياطي الأجيال واستمرار روزنامة المزايدات المحلية.



الشكل 1. أدوات الدين العام المحلية القائمة: من 50 مليون دينار إلى 3.7 مليارات في نحو عام. المصدر: سلاسل بنك الكويت المركزي.

المؤشرات المالية والدين الرئيسية

الجدول أدناه هيكل بقية التقرير. فبنود السنوات المالية أرقام إقفال وموازنات من وزارة المالية؛ وبنود رصيد الدين تجمع بيانات بنك الكويت المركزي المحلية مع بيانات الوزارة ووكالات التصنيف الدولية؛ ونسب الأصول تقديرات الوكالات وصندوق النقد الدولي لا تقيماً سوقياً من الهيئة العامة للاستثمار.

المؤشر	2024/25	2025/26 فعلي	2026/27 موازنة	الوحدة	ملاحظة
إجمالي الإيرادات	22.06	16.46	16.31	مليار دك	-25.4% سنوياً
الإيرادات النفطية	19.36	13.58	12.81	مليار دك	-29.8% سنوياً
الإيرادات غير النفطية	2.70	2.87	3.50	مليار دك	إقفال نحو 2.87 مليار
إجمالي المصروفات	23.11	23.60	26.07	مليار دك	+2.1% سنوياً
الرصيد المالي	-1.06	-7.14	-9.76	مليار دك	يُغطى من الاحتياطي العام
الرصيد/الناتج (صندوق النقد، الحكومة المركزية الموازنة)	-	-8.7%	-9.4%	%	المادة الرابعة، فبراير 2026
حصة النفط من الإيرادات	~88%	82.6%	79%	%	ما زالت مهيمنة
دفتر المركزي المحلي	0.9*	3.7†	صاعد	مليار دك	4.1 أمثال سنوياً
الإصدار الدولي التراكمي	-	19.4	مفتوح	مليار \$	ثلاث عمليات
السقف القانوني	30	30	30	مليار دك	قانون 60 لسنة 2025
الدين/الناتج (موديز ، نهاية مارس 2026)	-	دون 19	-	%	أساس الوكالة
الدين/الناتج (صندوق النقد، توقع 2026)	-	-	24.2	%	WEO يطبع 22.3
أصول الهيئة/الناتج (نهاية السنة الميلادية)	605 (2024)	640 (2025)	-	%	المادة الرابعة
الأصول المالية الحكومية/الناتج (موديز)	-	>475	-	%	مايو 2026
صافي الأصول الأجنبية/الناتج (فيتش)	-	-	668	%	تثبيت أغسطس 2026
التصنيفات السيادية	-	AA- / A1 / AA-	مستقرة	-	ستاندرد أند بورز / موديز / فيتش
تحرك سعر الخصم، أغسطس 2025-أغسطس 2026	-	-50	-	ن.أ	دورة تيسير
عائد قطع الخمس سنوات المحلي	4.875 (أغسطس 25)	3.375	-	%	19 أغسطس 2026؛ أداة متغيرة العائد

الجدول 1. المؤشرات المالية والدينية الرئيسية. *يوليو 2025. †نهاية يوليو 2026. التحويل عند 0.308 دينار للدولار؛ رصيد العمل = $0.308 + (19.4 \times 3.7)$.

عصر الدين الجديد في الكويت

كيف يعيد الاقتراض السيادي تشكيل السياسة المالية وسيولة البنوك وسوق المال الكويتي

لماذا تقترض الكويت رغم ثروتها السيادية

الاحتياطي العام مقابل احتياطي الأجيال

ثروة الكويت السيادية ليست وعاءً واحداً. ف صندوق الاحتياطي العام هو الرصيد التشغيلي للخزانة، سائل وقابل للسحب؛ واحتياطي الأجيال القادمة هو المحفظة طويلة الأمد التي تديرها الهيئة العامة للاستثمار لعائد الأجيال. وقد وضعت مشاورات المادة الرابعة لصندوق النقد الدولي في فبراير 2026 أصول الهيئة عند 640% من الناتج بنهاية 2025 ومعظمها في احتياطي الأجيال؛ وتضع موديز الأصول المالية الحكومية فوق 475% من الناتج، بما يكفي بتقديرها لتغطية نحو عشر سنوات من الإنفاق؛ وتضع فيتش صافي الأصول الأجنبية عند 668% من الناتج في 2026، وهو الأعلى بين السبائك التي تصنفها. أما سيولة الاحتياطي العام فمسألة أخرى: سنوات من تمويل العجز بلا قانون دين استنزفت الشريحة السائلة حتى وهو احتياطي الأجيال يتراكم. الاقتراض يعيد بناء خيارات الاحتياطي العام من دون بيع قسري للدفتر طويل الأمد.

عجز 2025/2026 المتبقي وتعديل سبتمبر لاحتياطي الأجيال

ولم يكتمل التحول التمويلي في 2025/2026: فحين اعتمد مجلس الوزراء الحساب الختامي في يوليو قال إن كامل عجز الإقفال البالغ 7.14 مليارات دينار سيُغطى من صندوق الاحتياطي العام. لقد جدد الإصدار قاعدة التمويل ونوعها، لكنه لم يحل، بنص كلام المجلس نفسه، محل الفجوة المتبقية؛ فأهمية البرنامج الجديد استشرافية بقدر ما هي راهنة.

نشر المرسوم بقانون رقم 81 لسنة 2026 في الجريدة الرسمية (الكويت اليوم) في 1 سبتمبر معدلاً المرسوم بقانون رقم 106 لسنة 1976: يجوز للخزانة، استثناءً وبموافقة مجلس الوزراء ومجلس إدارة الهيئة العامة للاستثمار، الاقتراض من احتياطي الأجيال القادمة ضمن حدين قانونيين، بحيث لا يتجاوز الاقتراض السنوي 100% من متوسط عوائد الاحتياطي في السنوات الخمس المدققة السابقة، ولا يتجاوز الرصيد القائم 10% من صافي أصوله وفق آخر تقييم مدقق، مع تسجيل القرض أصلاً من أصول الاحتياطي وأولوية سداها من أي فائض لاحق وعدم جواز إسقاطه إلا بقانون. وتؤطر المذكرة الإيضاحية المنشورة مع المرسوم التعديل بوصفه تعزيزاً للحماية القانونية والمؤسسية للاحتياطي لا انتقاصاً منها؛ وبقرائه مع قانون التمويل والسيولة لسنة 2025 يكتمل بناءً تمويلي تعمل كل قنواته الآن بموجب نصوص قانونية.

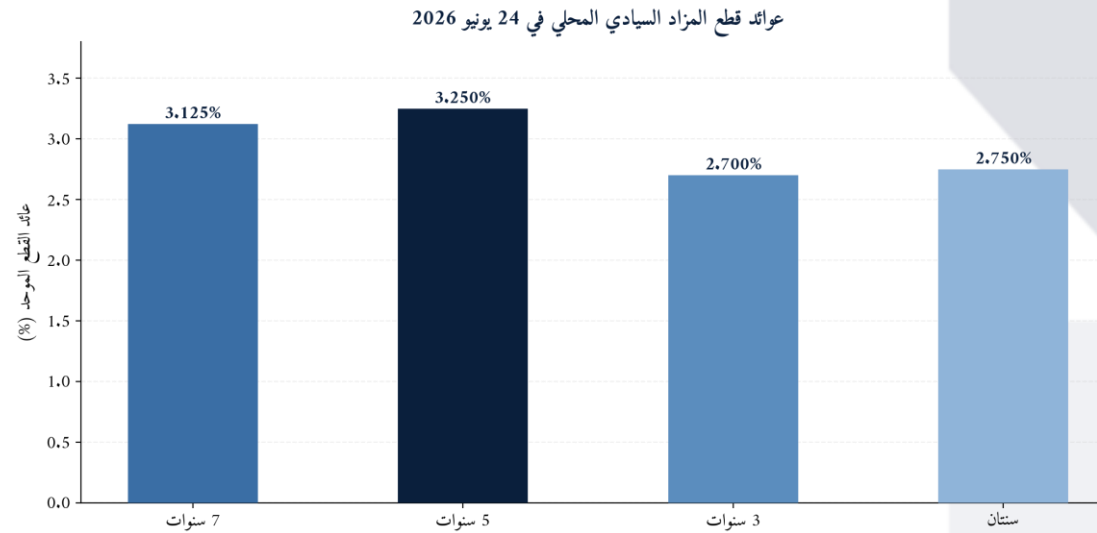
وتبدو الحدود الرقمية للاحتياطي واسعة قياساً باحتياج الكويت التمويلي الراهن، وإن كانت غير قابلة للمقارنة المباشرة مع سقف الثلاثين ملياراً في قانون الدين العام لأن التشريعين يحكمان قناتين مختلفتين. فحد الرصيد القائم 10% من صافي القيمة المدققة الأخيرة، والحد السنوي مرتبط بمتوسط عوائد خمس سنوات مدققة لا يمكن احتسابه من خارج الهيئة. فالطاقة العملية لهذه القناة تتوقف إذًا على الحساب القانوني المتاح للسلطات وعلى الموافقات المطلوبة من مجلس الوزراء ومجلس إدارة الهيئة معاً: كل قرض يجب أن يحدد مبلغه وغرضه وعائده وأجله وجدول سداها، ويصبح الاحتياطي دائماً للاحتياطي العام. إنه حدثٌ حوكمة بقدر ما هو حدثٌ تمويل.

بيع الأصول مقابل الاقتراض

بيع أصول احتياطي الأجيال لنفادي ورقة دينار بعائد 3.4% أو ورقة دولار مسعرة فوق الخزنة الأميركية قرارٌ آجالي وسيولة يتنكر في زي الحصافة؛ وما إذا كان رخيصاً يتوقف على العائد الذي كانت تلك الأصول ستحققه وعلى خسائر إعادة التقييم عند بيعها. ويعرض قسم الدين مقابل الأصول الحسبة بوصفها حساسية لا حكماً.

المنحنى المحلي: مزادات منتظمة وعوائد هابطة

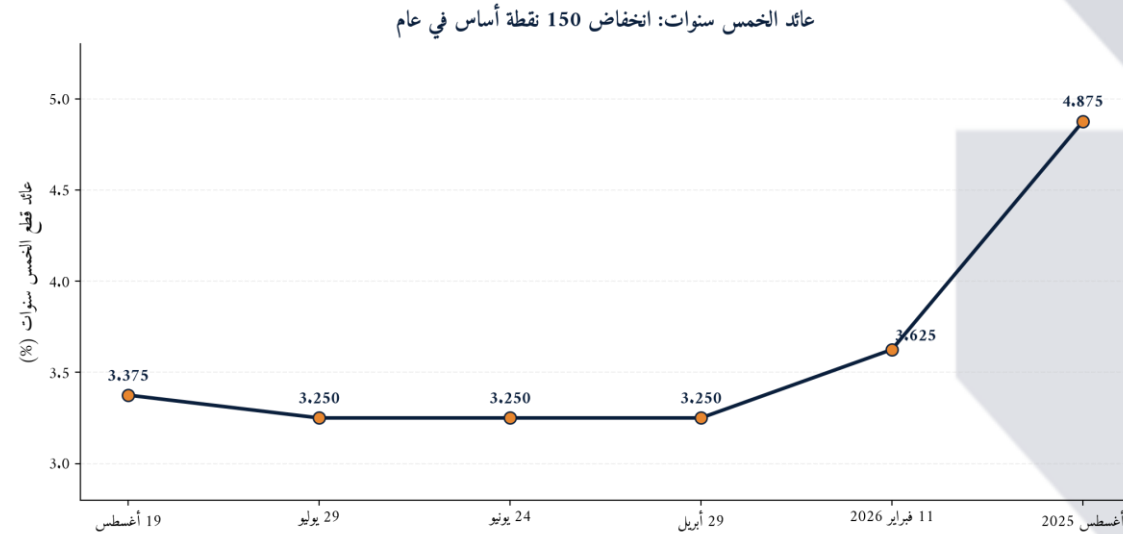
يدير بنك الكويت المركزي، نيابةً عن وزارة المالية، روزنامة مزادات متعددة الأجل. ففي جلسة واحدة يوم 24 يونيو 2026 بيع ما قيمته 550 مليون دينار (سنتان 150 مليوناً عند 2.750%، ثلاث سنوات 250 مليوناً عند 2.700%، خمس سنوات 100 مليون عند 3.250%، سبع سنوات 50 مليوناً عند 3.125%) مقابل عطاءات بلغت 1.75 مليار دينار وتغطية 3.19 مرات؛ ومن بداية السنة المالية 2026/2027 حتى تلك الجلسة بلغ الإصدار المحلي طويل الأجل 1.25 مليار دينار عبر تسع عمليات مقابل عطاءات مجموعها 4.08 مليارات.



الشكل 2. عوائد قطع موحدة في جلسة واحدة، لا منحنى مُقدَّراً. المصدر: إعلانات بنك الكويت المركزي.

ويمكن الآن عرض نقطة الخمس سنوات سلسلةً زمنية موثقة: 4.875% في أغسطس 2025، ثم 3.625% في 11 فبراير 2026، ثم 3.250% في 29 أبريل و24 يونيو و29 يوليو، ثم 3.375% في 19 أغسطس. فمن أغسطس إلى أغسطس هبط عائد القطع 150 نقطة أساس بينما هبط سعر الخصم 50 نقطة: المنحنى سعر فائض دنانير البنوك لا سعر السياسة وحده. وتنبهان: الرقم عائد قطع موحّد لحزمة خزانة وتورق مسجلة متغيرة العائد لا قسيمة سيادية ثابتة، فمقارنة 3.375% بورقة دولارية خمسية مسعّرة عند 75 نقطة أساس فوق الخزانة الأميركية مقارنة بين أداتين مختلفتين؛ ونقطة العشر سنوات المحلية ما زالت رقيقة، فيقوم العشري الدولي بعمل الطرف الطويل حالياً.

عصر الدين الجديد في الكويت كيف يعيد الاقتراض السيادي تشكيل السياسة المالية وسيولة البنوك وسوق المال الكويتي



الشكل 3. علامات مزادات موثقة فقط. المصادر: إعلانات بنك الكويت المركزي؛ حساب ذي الإنج لفارق الـ 150 نقطة.

الدفتر الدولي: اختبار ما بعد الاضطراب

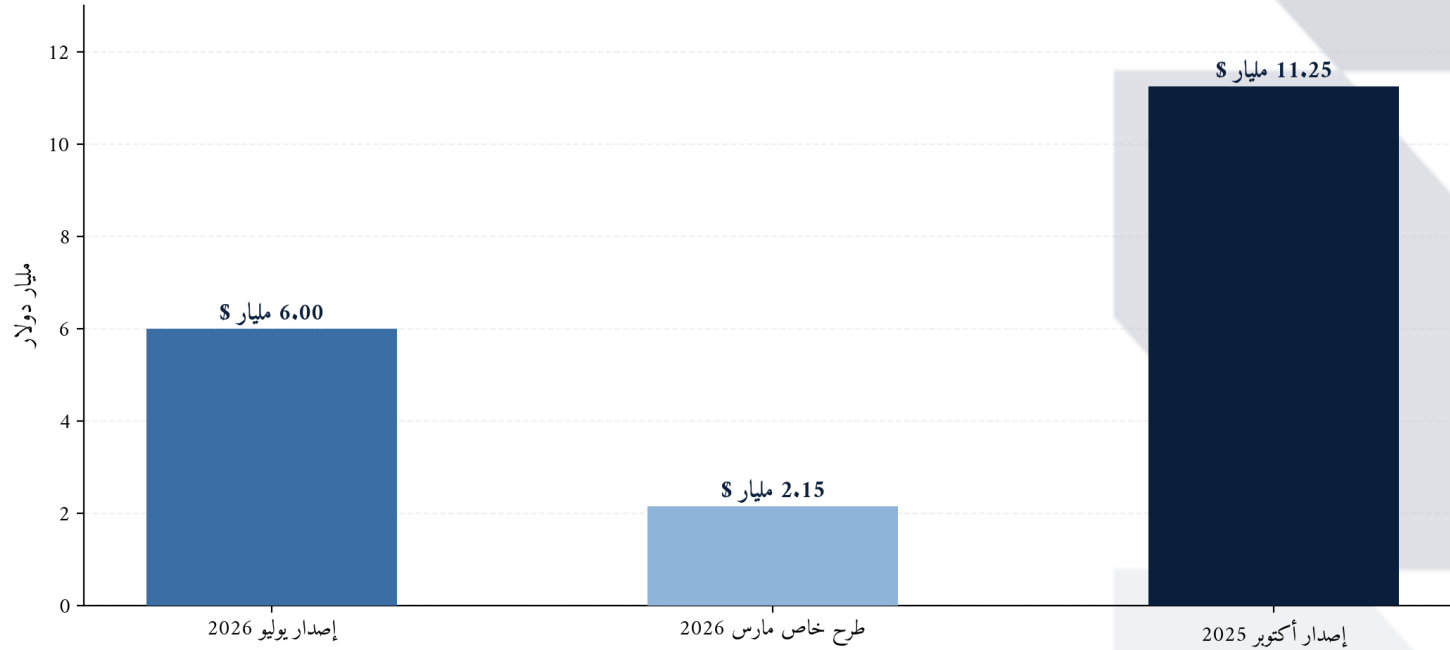
رسم أكتوبر 2025 القالب: 3.25 مليارات دولار لثلاث سنوات عند 40 نقطة فوق الخزانة الأميركية، و3.00 مليارات لخمس سنوات عند 40، و5.00 مليارات لعشر سنوات عند 50، في دفتر أعلنته الوزارة عند 28 مليار دولار، أي مرة حجم الإصدار. وأضاف مارس 2026 طرحاً خاصاً بـ 2.15 مليار. وكان تسعير 22 يوليو 2026 أول اختبار خارجي كبير بعد الاضطراب الإقليمي: مليارات لثلاث سنوات عند 70 نقطة أساس فوق الخزانة الأميركية، و1.5 مليار لخمس سنوات عند 75، و1.5 مليار لعشر سنوات 3.0 عند 85، بطلب نهائي أعلنته الوزارة فوق 18 ملياراً، أي أكثر من ثلاثة أمثال حجم الإصدار. التوزيع: الأميركيكتان 48%، المملكة المتحدة وأوروبا 28%، الشرق الأوسط وشمال 16%، إفريقيا 4%، وآسيا 4%، وغيرها 4%.

جاءت الفروق أوسع بثلاثين إلى خمس وثلاثين نقطة عن أكتوبر 2025، وهي مع ذلك ضيقة لمصدر يسر مباشرة بعد اضطراب إقليمي في التصدير؛ ومن المرجح أن محدودية معروض الكويت من الإصدارات القياسية دعمت الصفقة إلى جانب أساسيات الائتمانية. ورقة دولارية عشرية مسعرة عند 85 نقطة أساس فوق الخزانة الأميركية كائنٌ نقدي مختلف عن عائد قطع دينار عند 3.4%، ولهذا يرفض قسم الحساسية اعتبار 3.4% الكلفة المخلوطة للدفتر.

عصر الدين الجديد في الكويت

كيف يعيد الاقتراض السيادي تشكيل السياسة المالية وسيولة البنوك وسوق المال الكويتي

الإصدارات الدولية منذ قانون 2025: 19.4 مليار دولار



الشكل 4. ثلاث عمليات خارجية منذ القانون بمجموع 19.4 مليار دولار. المصادر: وزارة المالية؛ ستاندرد آند بورز غلوبال (طرح مارس الخاص).

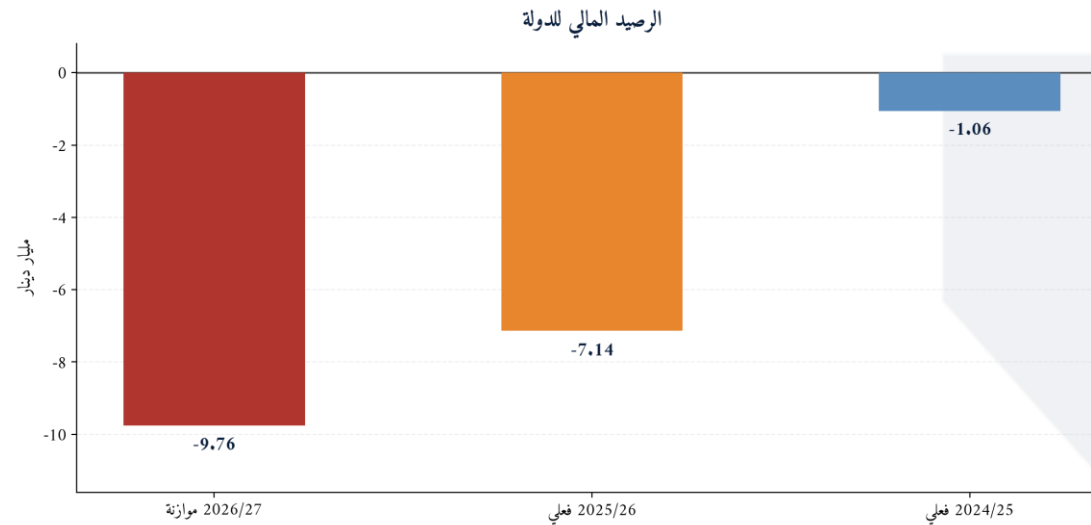
الشريحة	أكتوبر 2025 مليار \$	الفارق	يوليو 2026 مليار \$	الفارق
ثلاث سنوات	3.25	نقطة +40	3.00	نقطة +70
خمس سنوات	3.00	نقطة +40	1.50	نقطة +75
عشر سنوات	5.00	نقطة +50	1.50	نقطة +85
طرح خاص ثلاثي	-	-	2.15 (مارس)	ثابت، غير معلن
الطلب	~28 مليار \$ نهائي	~2.5 مرة	فوق 18 مليار \$ (الوزارة)	أكثر من 3 مرات

الجدول 2. البرنامج الدولي، شروط مختارة. الشروط من إعلان وزارة المالية في 1 أكتوبر 2025 و 23 يوليو 2026؛ وطرح مارس 2026 من ستاندرد آند بورز غلوبال.

الواقع المالي: عجز اتسع لأن النفط أخلف

كل ما سبق جوابُ تمويل. أما السؤال فهو الحساب الختامي للسنة 2025/2026: عجز فعلي 7.14 مليارات دينار، وإيرادات 16.457 مليار (أدنى بـ25.4% من السنة السابقة وبـ9.7% من موازنة 18.231 مليار)، وإيرادات نفطية 13.589 مليار (أدنى بـ29.8% وبـ11.2% من الموازنة)، وإيرادات غير نفطية قرب 2.87 مليار، ومصروفات 23.598 مليار مرتفعة 2.1% وأدنى من الاعتماد بـ3.8%. وكانت الموازنة قد افترضت عجزاً بـ6.31 مليارات على نفط بـ68 دولاراً وإنتاج 2.5 مليون برميل يومياً؛ اتسعت الفجوة لأن المتحصلات النفطية أخلفت، لا لأن الإنفاق انفلت.

وقراءتان سياقيتان تجاوران الحساب الختامي. فعلى نسب المادة الرابعة لصندوق النقد يعادل عجز 2025/2026 نحو 8.7% من الناتج، مع موازنة 2026/2027 قرب 9.4%، وهما الأوسع منذ سنة الجائحة. لكن التركيبة نقطة لصالح الكويت: المصروفات ارتفعت 2.1% فقط وأُقللت دون الاعتماد، وهو انضباط بين في الحسابات الختامية ذاتها، فالإتساع حدثُ إيرادات دفعه بطء تفكيك تخفيضات أوبك+ واضطراب التصدير منتصف العام، لا فقدان سيطرة على الإنفاق. أما 2026/2027 فمكتوبة أوسع: إيرادات 16.31 مليار (نفطية 12.81 مليار، 79%)، ومصروفات 26.07 مليار مع رأسمالية مرتفعة 36.8% إلى 3.07 مليارات، وعجز 9.76 مليارات. تلك موازنة ستحتاج مزيج تمويل لا أداة واحدة.



الشكل 5. من عجز محدود إلى عجوزات واسعة: عجز الإقفال 2025/2026 يُغطى كاملاً من صندوق الاحتياطي العام وفق مجلس الوزراء. المصدر: وزارة المالية.

عصر الدين الجديد في الكويت كيف يعيد الاقتراض السيادي تشكيل السياسة المالية وسيولة البنوك وسوق المال الكويتي

الاحتياج التمويلي ليس هو الإصدار

عجز موازنة 2026/2027 البالغ 9.76 مليارات دينار ليس توقعاً بإصدار دين صافٍ بالمقدار ذاته. فمزيج التمويل يمكن أن يشمل موارد الاحتياطي العام وسلف احتياطي الأجيال بموجب المرسوم بقانون 81 والمزادات المحلية والاقتراض الخارجي. وسيعكس الإصدار الإجمالي إضافة إلى ذلك إعادة التمويل مع بدء دوران أوراق 2025-2026. فالعجز المالي والإصدار الإجمالي والتغير في صافي الدين ثلاثة أرقام مختلفة، ومعاملتها رقمياً واحداً هي الطريقة التي يُساء بها قراءة برنامج دين.

الدين مقابل الأصول: حسبة الفارق

إدارة الأصول والخصوم السيادية في الكويت صفقة فارقٍ بأطراف عدة غير مرصودة: في كفة العائد الكلي المتوقع على أصول كان يلزم بيعها أو التخلي عن عوائدها زائد كلف التنفيذ وإعادة التقييم؛ وفي الكفة الأخرى الكلفة الشاملة لورق الدينار والدولار ومخاطر إعادة تمويل رصيد ينمو. وإيضاحٌ آلي مسمى باسمه: حاجة بمليار دينار ممولة عند مرجع 3.4% تكلف 34 مليون دينار في السنة الأولى؛ فإن كان البديل تسهيل أصول يُتوقع أن تدر 6 إلى 8%، فالعائد المضخى به 60 إلى 80 مليوناً، والفارق في السنة الأولى 26 إلى 46 مليوناً قبل إعادة التقييم. اعكس افتراض العائد إلى 3% فتختفي الأفضلية؛ مَوْل عند العائد الدولار العشري ليوليو فيرتفع الحاجز. الحساسية هي السياسة: تُكتب وتؤرخ وتُراجع كلما تحركت عوائد الولايات المتحدة أو أحجام النفط.

ولجان التصنيف تتعامل مع الميزانية بهذا المنطق أصلاً. فتثبتت ستاندرد آند بورز في مايو 2026 عند AA- افتراض تغطية العجزات بمزيج من الإصدار والسحب من الاحتياطي العام مع صعود الدين نحو 42% من الناتج بحلول السنة المالية 2030 من نحو 19%؛ واستخدم تثبيت موديز عند A1 البنية ذاتها بمسار نحو 40% بحلول 2029/2030. فالافتراضات المنشورة للوكالات لا تقوم على استراتيجية صفر دين؛ وهي متسقة مع مزيج تمويلي يجمع الإصدار السيادي والسحب من الاحتياطي العام مع الحفاظ على حاجز الكويت الاستثنائي من الأصول المالية.

البنوك: امتصاص سيولة لا مزاحمة، حتى الآن

يعيش المنحنى المحلي على ميزانيات البنوك. ففي أبريل 2026 بلغت أصول البنوك المحلية 105.19 مليارات دينار بارتفاع 9.5% سنوياً، والائتمان المحلي 54.30 ملياراً بارتفاع 6.7%، مع ودائع مقيمين قرب 55.65 ملياراً تنمو أسرع من الائتمان. وتضع بيانات المركزي لنهاية يوليو ودائع المقيمين عند 56.48 ملياراً بارتفاع 9.8% سنوياً، مع ودائع حكومية عند 5.85 مليارات مقابل 3.74 مليارات بنهاية ديسمبر، وفق حسابنا من الجداول الشهرية للمركزي: فأموال المؤسسات العامة جزء من الدورة نفسها التي يجري فيها ورق الدين العام. وكانت المزاحمة ستظهر ارتفاعاً في الحيازات السيادية مع تسطح الائتمان الخاص وضغطاً في نسبة القروض إلى الودائع؛ وبيانات 2025-2026 لا تُظهر هذا النمط بعد: الائتمان يتوسع وإن أبطأ من الودائع، وتراجع تسهيلات الاستيراد المدفوعة في النصف الأول صدمة تجارة لا ضغط سيادة. فالأدلة حتى الآن أكثر اتساقاً مع امتصاص الإصدار سيولة وفيرة، والاختبار يأتي إذا صعد الإصدار نحو عشرات المليارات فيما يتعافى طلب الائتمان الخاص.

عصر الدين الجديد في الكويت كيف يعيد الاقتراض السيادي تشكيل السياسة المالية وسيولة البنوك وسوق المال الكويتي

وللبنوك يمثل الورق الجديد أصلاً سيادياً عالي الجودة بين إيداعات المركزي والإقراض الخاص؛ وتبقى المعالجة الرقابية لأوزان المخاطر مذكورة فنية مستقلة. وحين ترتفع الودائع الحكومية وودائع المؤسسات العامة بالتزامن مع الحيازات السيادية، فبعض ما يبدو فائض دنانير هو القطاع العام يدور عبر البنوك، ولذا يجب أن يراقب اختبار المزاحمة الائتمان الخاص والودائع الخاصة لا النسبة الإجمالية وحدها. وقد بقيت ربحية البنوك المدرجة في النصف الأول صلبة، متأثرة من دخل الفوائد والرسوم لا من انهيار في كلفة الائتمان، كما فصل تقرير أغسطس الخاص؛ ولو كان الدفتر السيادي يفتن الإقراض الخاص فعلاً لكان ذلك الرقم أصعب تفسيراً. التحذير يخص خطوة الإصدار المقبلة لا الخطوة المتخذة.

سوق المال: المنفعة العامة الغائبة

منحنى سيادي متكرر هو المنفعة العامة التي كانت غائبة عن سوق المال الكويتي. فقد وجدت صكوك وسندات شركات في عزلة؛ واليوم توفر قواعد بورصة الكويت لعام 2026 للسندات والصكوك الإدراج والتداول والإفصاح، ويوفر المنحنى السيادي المرجع الذي تحتاجه تلك الإدراجات. فتمويل المشاريع والشراسة والإسكان ومناقصات المرافق كلها تُسعر عن معدل خالٍ من المخاطر كان يتعين ارتجاله حتى 2025؛ ومنحنى دينار من سنتين إلى سبع، ولو رقيقاً، يتيح لشركة خمسية أن تُسعر فارقاً لا تخميناً. وتقوم شريحة التورق في مزادات المركزي بجزء من دور المرجع الإسلامي أصلاً.

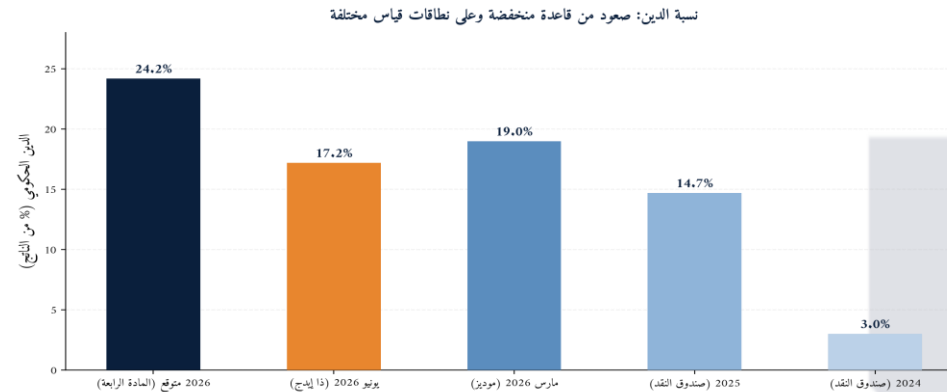
النفط ما زال يقرر السعة

اثنتان وثمانون بالمئة من إيرادات 2025/2026 الفعلية نفطية، وهبوط ذلك البند 29.8% مقابل ارتفاع الإنفاق 2.1% أنتج جل الاتساع. وتحرك 10 دولارات في سعر التصدير المحقق، عند 2.5 مليون برميل يومياً و0.308 للدولار، يعادل نحو 2.8 مليار دينار في سنة مالية، وهو حساب رتبة حجم من ذي إيدج. والإنتاج المطلوب من الكويت في أوبك+ لشهر سبتمبر 2026 عند 2.676 مليون برميل يومياً، المحدد في 2 أغسطس، يدعم الإيراد بقدر ما يترجم إلى أحجام تصدير فعلية. وسعر محقق مستدام قرب 60 دولاراً يضع ضغطاً صاعداً ملموساً على عجز الموازنة البالغ 9.76 مليارات؛ و90 دولاراً مع استعادة الأحجام يضيقه مادياً. فتنويع التمويل يسبق تنويع الإيراد.

الموقع الخليجي: صعود من قاعدة منخفضة

على نسبة الدين إلى الناتج ما زالت الكويت الأدنى خليجياً، وإن كان تاريخ القياس مهماً: موديز دون 19% في نهاية مارس 2026، وتوفيق ذي إيدج 17.2% في نهاية يونيو، والمادة الرابعة لصندوق النقد 24.2% للسنة الميلادية 2026، وقاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي لأبريل 22.3%، نطاقات قياس وتواريخ مختلفة تتقاسم اتجاهها واحداً: نسبة تصعد من قاعدة لا تنفجر من منتصف المدى. وعلى الرصيد المالي لم تعد الكويت الاستثناء المريح؛ وعلى الأصول السيادية تبقى في فئة وحدها؛ وعلى التصنيف تجلس مع الإمارات وقطر في جوار AA / A1. ومقارنات كلفة الاقتراض بين السادات تتطلب أجلاً دولارية متطابقة وتواريخ رصد موحدة، ولذا يعتمد هذا التقرير منحنى الكويت نفسه في يوليو 2026، عند 70 و75 و85 نقطة، مقياساً أنظف: سيادة استوعبت للتو اضطراب تصدير إقليمياً وسعرت عشرينها دون 90 نقطة فوق الخزنة الأميركية، بما يعكس الأساسيات الائتمانية ومحدودية المعروض القياسي معاً.

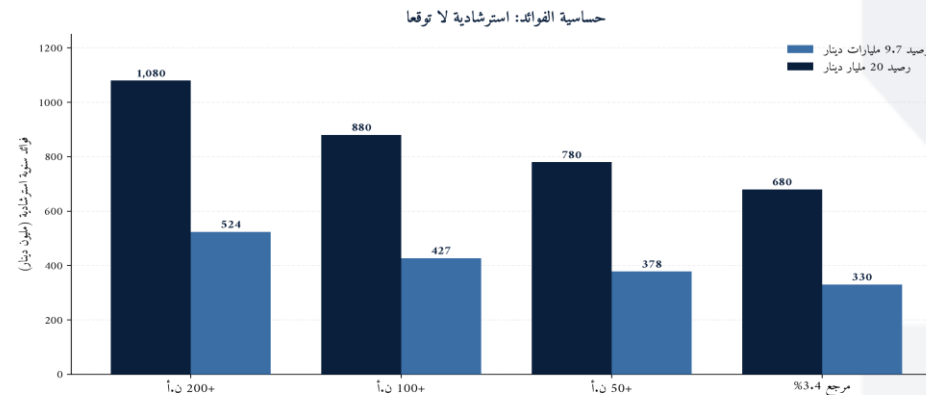
عصر الدين الجديد في الكويت كيف يعيد الاقتراض السيادي تشكيل السياسة المالية وسيولة البنوك وسوق المال الكويتي



الشكل 6. اتجاه واحد على مقاييس مختلفة، مع اختلاف النطاق والتاريخ. المصادر: صندوق النقد الدولي؛ موديز؛ حساب ذي إيدج.

كلفة الحمل: حساسية لا توقع

الرصيد الحالي صغير بما يكفي كي لا تكون الفوائد بنداً يحرك السياسة؛ ويتغير ذلك مع الأسعار أو الحجم. فعلى رصيد العمل البالغ 9.7 مليارات دينار ينتج مرجع آلي عند 3.4% فاتورة استرشادية قدرها 330 مليون دينار سنوياً، خط أساس للحساسية لا قسيمة مخلوطة: فسنادات يوليو الدولارية وحدها سعت عند 70 إلى 85 نقطة أساس فوق الخزنة الأميركية، فالكلفة المخلوطة الحقيقية أعلى من عوائد قطع الدينار. خمسون نقطة أساس تضيف نحو 48 مليون دينار، ومئة 97 مليوناً، ومئتان 194 مليوناً؛ لا شيء منها يهدد - AA. وسع الرصيد إلى 20 مليار دينار فتصبح الصدمات ذاتها 680 و780 و880 مليوناً و1.08 مليار، والأخيرة نحو 4.6% من إنفاق 2026/2025، ظاهرة لا حاسمة. الخطر هو التقاء رصيد أعلى بدورة أسعار أعلى حين يكون النفط ضعيفاً أيضاً. واستخدام السقف المقياس الأبسط: نحو 32% من 30 ملياراً على رصيد العمل، يتحرك مع كل مزاد واستحقاق.



الشكل 7. حساسية ميكانيكية عند مرجع 3.4% وصدمات 50 و100 و200 نقطة أساس: استرشادية بتسمية صريحة. المصدر: حسابات ذي إيدج.

عصر الدين الجديد في الكويت

كيف يعيد الاقتراض السيادي تشكيل السياسة المالية وسيولة البنوك وسوق المال الكويتي

الآفاق: ثلاثة مسارات وقائمة مراقبة

تحسين إدارة الأصول والخصوم: يستمر الإصدار بأحجام تبقى منحنى حياً وتعيد تمويل الدفتر؛ ويُغطى معظم أي فجوة متبقية من سيولة الاحتياطي العام وسلف احتياطي الأجيال ضمن الحدود القانونية. تبقى نسبة الدين دون 25% من الناتج بوضوح حتى 2028؛ وتمتص البنوك الورق من دون إزاحة الائتمان الخاص. الخطر سياسي: سوق رقيقة يمكن إطفائها مجدداً.

الاقتراض المُدار: سيناريو ذي إيدج الأساسي: هذا المسار متسق عموماً مع المسار المفترض لدى ستاندرد آند بورز وموديز، بما فيه إشارة الأولى إلى اقتراض سنوي قد يبلغ 4-5% من الناتج في 2027-2029؛ وهو ليس توقعهما. مزايدات محلية منتظمة؛ وإصدار دولي واحد سنوياً بين 5 و8 مليارات دولار يعيد التمويل ويضيف؛ وينجرّف الدين نحو 35-42% من الناتج بحلول 2030؛ ولا يعود الاحتياطي العام الممتصّ الأول؛ ويغدو تطوير سوق المال ناتجاً جانبياً.

العجز المستمر / سيناريو الدين الأعلى: يبقى النفط ضعيفاً وتصمد جمودية الإنفاق فيملاً الإصدار كامل فجوة سنوية بين 8 و10 مليارات دينار تقريباً؛ يتجه الرصيد نحو السقف داخل العقد، وتغدو المزامحة شاغلاً حياً للمركزي، وتتسع الفروق نحو أسماء خليجية أوسع، ويكون الاستقرار في نظرة A1- / AA أول ما يتحرك. هذا المسار اختياري؛ وهو أيضاً مسار أدنى مقاومة إدارية متى وُجدت سوق.

قائمة المراقبة الأمامية

أربع سلاسل ستحدد أي مسار يُسلك، وكلها قابلة للرصد من دون انتظار الحساب الختامي التالي.

المؤشر	آخر علامة	عتبة ذي إيدج لإعادة التقييم
سعر التصدير وأحجامه	موازنة \$68؛ 2.676 مليون ب/ي مطلوب أوبك+ سبتمبر 2026	استدامة دون \$60 أو توقف تصدير ثانٍ
عائد قطع الخمس سنوات المحلي	19 (3.375% أغسطس 2026)	العودة فوق 4.0% أو فشل مزاد
دفتر المركزي المحلي	3.7 مليارات دينار (يوليو 2026)	قفزة عبر 8 مليارات بلا نمو ائتماني
عجز إقبال 2026/2027	موازنة 9.76 مليارات	إقبال فوق 12 ملياراً
فارق العشر سنوات الدولار	85 نقطة أساس (يوليو 2026)	اختراق 150 نقطة فوق الخزانة
استخدام السقف (ذي إيدج)	نحو 32% من 30 ملياراً	بلوغ 50% خلال سنتين

الجدول 3. مجموعة مراقبة سيناريو الاقتراض المُدار.

عصر الدين الجديد في الكويت`

كيف يعيد الاقتراض السيادي تشكيل السياسة المالية وسيولة البنوك وسوق المال الكويتي

الخلاصة

السيادة لا تقتصر لأنها فقيرة. إنها تقتصر لأن صندوق الاحتياطي العام حساب سيولة، ولأن احتياطي الأجيال القادمة حساب عائد طويل الأمد، ولأن سنة 2025/2026 أثبتت اللاتناظر المالي: هبط الإيراد النفطي نحو 30% بينما بقي الإنفاق الجاري جامداً نسبياً. والعجز الناتج البالغ 7.14 مليارات دينار غُطي، بقول مجلس الوزراء، بالكامل من الاحتياطي العام. البنية الجديدة، منحني محلي، ونفاذ دولي، وقناة احتياطي أجيال مقننة، تمنح الكويت ما افتقدته طويلاً: مرونة تمويل تحت سقف قانونية وبأسعار معلنة.

المخاطر ليست في الاقتراض بل في الاعتياد: معاملة سوق AA رخيصة بديلاً عن قاعدة إيراد غير نفطي. ما دام الإصدار يبني سوقاً ويحمي الأصول طويلة الأمد ويجسر تقلب الإيراد، فهو سياسة جيدة بأدوات جيدة؛ ومتى صار الطريق الأسهل لتفادي الاختيارات، سيرويه المنحنى شهرياً: في عوائد القطع، وفي نسب التغطية، وفي المسافة إلى السقف. تلك شفافية لم تكن متاحة من قبل، وهي وحدها مكسب للكويت.

المنهجية وملاحظة التحقق

الأرقام الفعلية للسنة 2025/2026 من إقفال وزارة المالية وإعلان مجلس الوزراء للحساب الختامي في يوليو 2026؛ وأرقام 2026/2027 من الموازنة المعتمدة. الرصيد المحلي ونتائج المزايدات من عمليات بنك الكويت المركزي وإحصاءاته الشهرية، ومنها رصيد نهاية يوليو البالغ 3.7 مليارات وسلسلة عوائد قطع الخمس سنوات. الشروط الدولية من إعلانات الوزارة، ومنها بيان 23 يوليو 2026، مطابقةً بتحديث ستاندرد آند بورز في مايو 2026. وهبوط الـ 150 نقطة حساب ذي إيدج من علامتي مزاد موثقتين؛ ولا تُستدل نقاط أخرى لعام 2025. وتحول حسابات الحساسية 19.4 مليار دولار عند 0.308 وتطبق مرجعاً واحداً عند 3.4% لعزل صدمات الأسعار فقط. ونسب المقارنة تحمل نطاقات قياس وتواريخ مختلفة ومسماة كذلك. وحيث يقول التقرير حسابنا أو رصيد عمل ذي إيدج فالحساب لنا من سلاسل رسمية مذكورة؛ وحيث يُنسب لوكالة تصنيف أو صندوق النقد أو الوزارة فالرقم لهم. وينبغي إعادة التحقق من الأرقام مقابل المصادر الأولية أدناه قبل إعادة النشر، وليس في هذا التقرير عرض أو التماس أو نصيحة.

عصر الدين الجديد في الكويت

كيف يعيد الاقتراض السيادي تشكيل السياسة المالية وسيولة البنوك وسوق المال الكويتي

المصادر والمراجع

المراجع مرقمة؛ ويوصل كل منها بمصدر أولي أو موثوق. البيانات محدثة حتى 4 سبتمبر 2026.

المصادر الكويتية الرسمية

- [1] وزارة المالية؛ إقبال السنة 2025/2026 والحساب الختامي (عجز 7.14 مليارات؛ إيرادات 16.457 مليار؛ مصروفات 23.598 مليار)؛ موازنة 2026/2027؛ مرسوم موازنة 2025/2026 (إيرادات 18.231 مليار وعجز 6.31 مليارات)؛ إعلانات الإصدار الدولي ومنها بيان 23 يوليو 2026. - [الرابط](#) وزارة المالية، دولة الكويت
- [2] بنك الكويت المركزي؛ الإحصاءات النقدية الشهرية (ودائع المقيمين 56.48 ملياراً والودائع الحكومية 5.85 مليارات بنهاية يوليو 2026؛ وسلاسل أصول البنوك المحلية والائتمان وأدوات الدين العام)؛ وإشعارات إصدار الدين العام في 11 فبراير و29 أبريل و24 يونيو و29 يوليو و19 أغسطس 2026. - [الرابط](#) بنك الكويت المركزي
- [3] المرسوم بقانون رقم 81 لسنة 2026 بشأن احتياطي الأجيال القادمة ومذكرته الإيضاحية، الجريدة الرسمية (الكويت اليوم)، 1 سبتمبر 2026؛ وقانون التمويل والسيولة رقم 60 لسنة 2025. - [الرابط](#) دولة الكويت / الهيئة العامة للاستثمار

وكالات التصنيف والمؤسسات الدولية

- [4] ستاندرد آند بورز: تثبيت الكويت عند AA-/A-1+ في 21 مايو 2026 (دين نحو 42% من الناتج بحلول 2030؛ اقتراض سنوي 5%-4 من الناتج 2027-2029). - [الرابط](#) ستاندرد آند بورز غلوبال
- [5] موديز: تثبيت A1 في 22 مايو 2026 (أصول فوق 475% من الناتج؛ دين دون 19% في مارس 2026؛ مسار نحو 40% بحلول 2029/2030). - [الرابط](#) موديز
- [6] فيتش: تثبيت الكويت عند AA- في 7 أغسطس 2026 (صافي أصول أجنبية 668% من الناتج في 2026). - [الرابط](#) فيتش للتصنيف
- [7] صندوق النقد الدولي: مشاورات المادة الرابعة لعام 2025 مع الكويت، فبراير 2026 (أصول الهيئة 640% من الناتج؛ عجوزات 8.7% و9.4%؛ نمو حقيقي 3.8% في 2026)؛ وقاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2026. - [الرابط](#) صندوق النقد الدولي

سلاسل رسمية مستخدمة في حسابات ذي إيدج

- [8] سلاسل بنك الكويت المركزي ووزارة المالية وراء رصيد العمل (3.7 مليارات + 19.4 مليار دولار عند 0.308) وتوفيق نهاية يونيو (نحو 8.6 مليارات؛ 17.2% من الناتج المقدّر). - [الرابط](#) بنك الكويت المركزي؛ وزارة المالية
- تحليلات ذي إيدج ذات الصلة
- [9] سلسلة أبحاث ذي إيدج عن استئناف الدين الكويتي: هبوط كلفة الخمس سنوات 150 نقطة (20 أغسطس)؛ الأدوات المحلية عند 3.7 مليارات (26 أغسطس)؛ إصدار يوليو بـ 6 مليارات دولار؛ تعديل احتياطي الأجيال (2 سبتمبر)؛ تقرير البنوك للنصف الأول 2026. - [الرابط](#) مؤسسة الحافة للاستشارات الاقتصادية

إخلاء مسؤولية: يُقدّم هذا المحتوى من شركة ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية ذ.م.م لأغراض المعلومات فقط ولا يمثل نصيحة استثمارية أو مالية أو قانونية أو ضريبية ولا عرضاً أو التماساً بشأن أي ورقة مالية. والأرقام أحدث ما جرى التحقق منه وقت الكتابة وقد تراجعها المصادر الرسمية، وينبغي التحقق منها مجدداً مقابل المصادر الأولية أعلاه قبل إعادة النشر. ولا تتحمل الشركة، إلى أقصى حد يجيزه القانون، أي مسؤولية عن خسارة تنشأ عن الاعتماد على هذا المحتوى.

حقوق النشر © 2026 لشركة ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية ذ.م.م. جميع الحقوق محفوظة.

لا يجوز تعديل أو عمل هندسة عكسية أو إعادة إنتاج أو توزيع أي محتوى وارد في هذا التقرير (بما في ذلك البيانات أو التحليلات أو النتائج) أو أي جزء منه ("المحتوى") بأي شكل أو وسيلة أو تخزينه في قاعدة بيانات أو نظام استرجاع دون الحصول على إذن خطي مسبق من شركة ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية ذ.م.م. ("ذي إيدج"). لا يجوز استخدام "المحتوى" لأي غرض غير قانوني أو غير مصرح به. لا تقدم شركة ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية ذ.م.م.، أو أي من مديريها أو مساهميها أو موظفيها أو كوارها (ويُشار إليهم مجتمعين بـ"أطراف ذي إيدج") أي ضمانات أو تعهدات صريحة أو ضمنية بشأن اكتمال أو دقة أو توقيت أو توافر "المحتوى". ولا تتحمل أطراف ذي إيدج أي مسؤولية عن أي أخطاء أو سهو (سواء كان ذلك بسبب إهمال أو غيره) بغض النظر عن السبب أو عن أي نتائج يتم الحصول عليها من استخدام "المحتوى". لا تتحمل "أطراف ذي إيدج" في أي حال من الأحوال أي مسؤولية تجاه أي طرف عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو عرضية أو نموذجية أو تعويضية أو عقابية أو خاصة أو تبعية، أو أي تكاليف أو مصاريف أو أتعاب قانونية أو خسائر (بما في ذلك على سبيل المثال لا الحصر: فقدان الدخل، أو الأرباح، أو تكاليف الفرصة البديلة، أو الخسائر الناتجة عن الإهمال) مرتبطة باستخدام "المحتوى". قد يكون جزء من المحتوى قد تم إنشاؤه بمساعدة أداة ذكاء اصطناعي (AI) ويتم تحرير ومراجعة واعتماد أي "محتوى" منشور تم إنشاؤه أو معالجته باستخدام الذكاء الاصطناعي من قبل كوار ذي إيدج". على الرغم من أن "ذي إيدج" قد حصلت على معلومات من مصادر تعتقد أنها موثوقة، فإنها لا تُجري تدقيقاً ولا تلتزم بإجراء العناية الواجبة أو التحقق المستقل من أي معلومات تم الحصول عليها.

هذا التقرير مخصص لأغراض إعلامية وتعليمية فقط ويتم توزيعه على أساس مجاني واختياري. ولا يشكل هذا التقرير نصيحة استثمارية أو توصية أو عرضاً أو دعوة لشراء أو بيع أي أدوات مالية أو أوراق مالية وأي آراء واردة في التقرير قابلة للتغيير دون إشعار مسبق. ولا تتحمل "أطراف ذي إيدج" أي مسؤولية عن أي خسائر أو أضرار تنشأ عن استخدام هذه المعلومات. يُنصح القراء بشدة بإجراء العناية الواجبة الخاصة بهم والتشاور مع مستشار مالي مؤهل قبل اتخاذ أي قرارات استثمارية أو مالية.

ملحوظة عامه بشأن جميع الأنشطة: جميع الخدمات الاستشارية المقدمة - وفقاً لشروط التعاقد مع العملاء - خاضعة لقوانين دولة الكويت والتعليمات والضوابط الصادرة من الجهات الرقابية المختلفة، وفي حالة تطلب تقديم الخدمات بموجب العقود المبرمة مع العملاء الاستعانة بمهنيين أو شركات متخصصة في أي مجال أو الاستعانة بأشخاص مرخص لهم لتنفيذ أي من المهام المذكورة أعلاه - حسب طبيعة نشاط الجهات المستعان بها - فسيتم الاستعانة بهم وفقاً لما سيتم الاتفاق عليه.

شركة ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية ذ.م.م.

edgeconsultancykw.com — +965-22286370

القبلة، قطعة 14، شارع حمد الصقر، برج 15 (برج يعقوب)، مكتب C11

مدينة الكويت، دولة الكويت