

荷兰王国

本次评级结果

长期本币信用等级：AAA_i

长期外币信用等级：AAA_i

评级展望：稳定

上次评级结果

长期本币信用等级：AAA_i

长期外币信用等级：AAA_i

评级展望：稳定

本次评级时间

2017年12月18日

分析师：丁翔

邮箱：dingx@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层

<http://www.unitedratings.com.cn>

评级观点

联合评级于2017年12月18日对荷兰王国（以下简称“荷兰”）的主权信用进行了跟踪评级，决定维持长期本、外币信用等级AAA_i，评级展望为稳定。

荷兰的君主立宪政治体制长期稳定。2017年，自由民主人民党在大选中再次胜出，最终与多个政党组成联合政府，但联合政府各党派间分歧较大，政府的稳定性存在一定的隐患。作为欧盟和北约成员国，荷兰的地缘政治环境相对优越，与美国的盟友关系维持良好，但与俄罗斯的关系短期内难以好转。受内需及出口拉动，经济增长强劲，创近年来新高；通货膨胀率下降；失业率小幅下降。银行业的资本状况改善，资产质量良好，行业稳定性有所提高，但对房地产相对较高的信贷构成了一定的行业风险。政府推行的严厉财政整固政策成效显著，财政赤字呈持续下降局面；公共债务持续下降，已经回到60%的警戒线以下。外向型经济特征突出，经常性账户继续维持高额盈余，外部风险极小。

综上所述，荷兰的主权信用风险极低，保障债务按期偿付债务本息的能力强，几乎不受可预见的不利情况影响。

评级依据

自由民主人民党在大选中再次胜出，最终与多个政党组成联合政府，但因联合政府各党派间分歧较大，政府的稳定性存疑

因为在财政紧缩、移民和医疗保健等政策领域遭到民意反弹，在 2017 年 3 月举行的荷兰下院大选中，原执政联盟的自由民主人民党和工党都失去了部分议席，其中，工党失去的席位尤多，直接跌至议会第七大党，而自由民主人民党的损失相对较轻，虽丢失 8 个席位，但仍以 33 席夺取了议会第一大党的位置，在大选中再次胜出。

但此后的联合组阁进程却历经坎坷，经过半年之久的谈判，最后自由民主人民党与基督教民主联盟、六六民主党和基督教联盟达成协议，共同组成了新一届政府。来自自由民主人民党的吕特于 10 月 26 日宣誓就职，续任总理。因为联合政府各党派合计在议会中仅占有极其微弱的优势，本届政府的弱势地位将不可避免，其稳定性遭到普遍质疑。传统上，荷兰政府的稳定性一直较弱，上届政府是近二十年来唯一执政至期满的政府。另一方面，组成本届联合政府的各党派，特别是六六民主党和基督教联盟之间的政见差异很大，为现任政府的稳定性再添变数。

此外，民粹主义的右翼政党自由党在本次大选中一举夺得 20 个席位，成为下院第二大党和主要反对党。反应了民粹主义的势力在荷兰同样快速扩张。该党和另一个最近兴起且进入议会的右翼民粹主义政党民主论坛党将共同对建制派各政党形成一定的挑战。

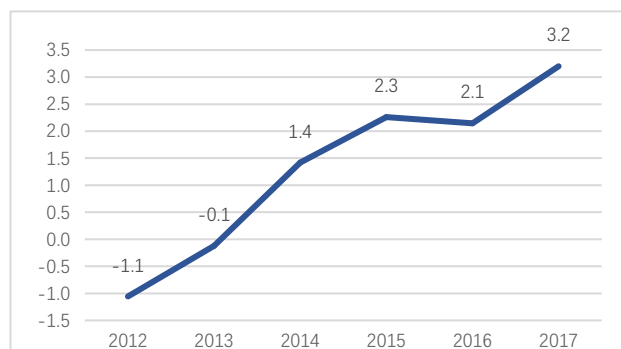
作为欧盟和北约成员国，荷兰的地缘政治环境相对优越，与美国的盟友关系维持良好，但与俄罗斯的关系短期内难以好转

作为欧盟和北约成员国，荷兰基本无需面对地缘政治风险，但英国脱欧将使得荷兰在欧盟内失去一位最可倚重的盟友。荷兰与美国的关系维持良好，对美贸易的出超比例较大，但因总额占美国贸易逆差的比重很小，目前还不是特朗普政府重点攻击对象。因马航班机在乌克兰被击落事件（机上主要为荷兰乘客）而与俄罗斯关系恶化的态势在短期难以改变。

受内需及出口拉动，经济增长强劲，通货膨胀率止跌回升，失业率出现小幅下降

次贷和欧债危机给外向型的荷兰经济造成了较大冲击，尤其是欧债危机以后，荷兰于 2012 年和 2013 年连续两年经济出现萎缩，但从 2015 年起，荷兰经济又恢复了较为强劲的增长，预计 2017 年，经济增速可进一步提升至 3.2%，创最近 10 年来新高。未来两年，随着欧盟货币政策趋紧，荷兰的经济增速预计将出现小幅下降，但依然有望维持在 2% 以上。

图 1: 荷兰 GDP 增长率 (%)

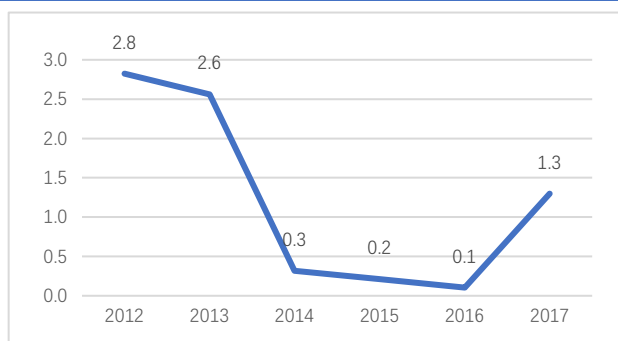


数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

欧债危机不仅造成了荷兰经济的收缩，而且导致了其通货膨胀率的上升，2012 和 2013 年，荷兰的通货膨胀率分别达到 2.8% 和 2.6%，经济实际上出现了某种程度的滞涨。从 2014 年起，因为国际大宗商品价格的下跌，

荷兰的通货膨胀率较前两年大幅度降低，至2016年的三年间，通货膨胀率跌至年平均0.2%的水平。进入2017年，因为国际大宗商品价格回升及经济强劲增长等原因，荷兰的通货膨胀率预计将上升至1.3%，未来两年预计将继续维持上升的趋势，但可控制在2%以内。

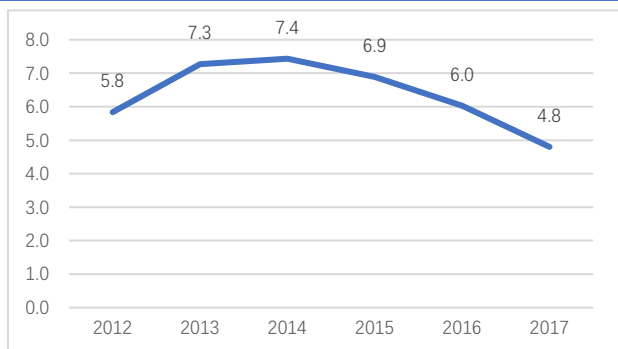
图 2：荷兰通货膨胀率 (%)



数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

欧债危机后的经济萎缩还导致了荷兰失业率的上升，从2012年的5.8%上涨至2014年的7.4%。此后，随着经济的复苏，失业率开始逐步下降，至2017年，预计将降至4.8%的水平，达到充分就业的状态。

图 3：荷兰失业率 (%)



数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

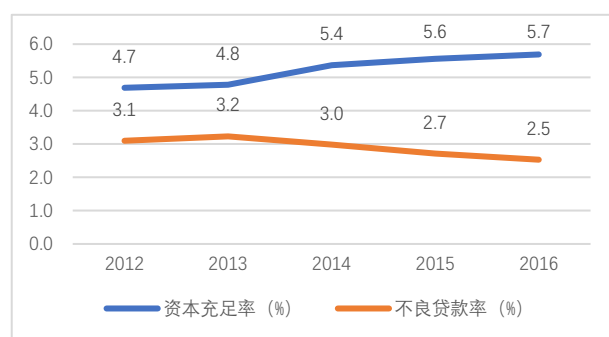
银行业的资本状况改善，资产质量良好，行业稳定性提高，但对房地产也相对较高的信贷构成了一定的行业风险

2008 年的次贷危机给荷兰的银行业带来

沉重打击，相当部分的主要银行和保险公司，包括荷兰银行、富通银行、ING 银行、SNS 银行和荷兰全球保险集团均出现了经营困难，政府被迫向他们提供了超过 400 亿欧元的救助资金，帮助其度过危机。

随着经济的复苏，荷兰银行业的经营情况逐步好转。银行业的资本状况也在更加严格的监管要求下有所提高，从2012年至2016年，荷兰银行业的资本资产比率从4.7%上升至5.7%，而不良贷款率则从3.1%下降至2.5%。

图 4：荷兰银行业资本资产比率和不良贷款率



数据来源：联合评级主权数据库

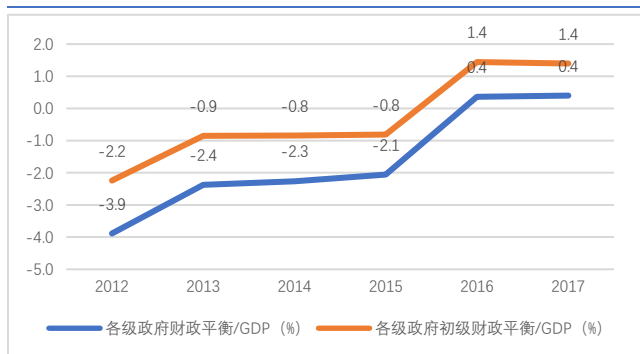
荷兰银行业面临的风险之一是对居民住房的贷款较多，且杠杆率很高。目前荷兰居民的负债率虽然已小幅降低，但还是达到人均收入的240%，位居全球最高之列。

政府推行的严厉财政整固政策成效显著，财政赤字呈持续下降局面，公共债务持续下降，已经回到60%的警戒线以下

次贷危机中政府对银行业的注资大幅度推高了荷兰政府的财政赤字，财政平衡从2008年的占GDP约0.2%的盈余陡然变化为2009年的占GDP约5.4%的赤字。此后荷兰采取了包括增加税收、削减公共支出、控制医保支出等一系列措施，使得财政支出在过去5年基本维持不变，加上经济逐步复苏带来的财政收入增长，财政赤字占GDP的比重逐年收

窄，至 2016 年实现了占 GDP 的 0.4% 的财政盈余，而初级财政盈余更是达到了 GDP 的 1.4%。我们预计 2017 年荷兰的财政平衡将维持与 2016 年相同的水平。未来两年，因为经济增速的小幅下降和政府支出的小幅增长，财政盈余预计也会随之小幅下跌，但依然可以维持盈余的状态。

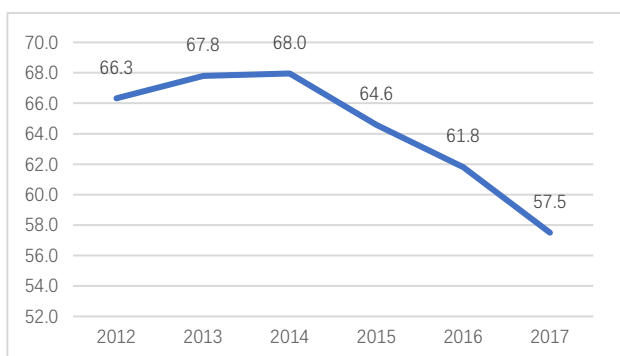
图 5：荷兰财政和初级财政平衡/GDP



数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

财政赤字的下降还推动了荷兰公共债务占 GDP 的比重一路走低，从 2014 年 68% 的高位下降至 2016 年的 61.8%，2017 年，这一指标预计可进一步下降至 57.5%，成功降至 60% 的警戒线和欧盟规定要求之下。我们预期，未来两年，这一指标将维持继续下降的趋势。

图 6：荷兰公共债务占 GDP 比重 (%)



数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

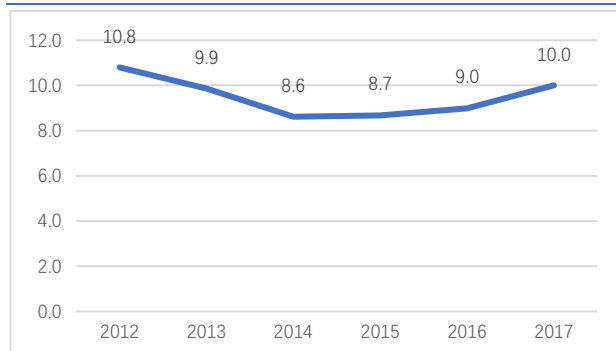
从公共债务的结构看，荷兰的公共债务全部为本币债务，债券的平均期限为 6.3 年，

短期债务占比为 37.5%，因此，短期内政府的偿债压力可控。

外向型经济特征突出，经常性账户继续维持高额盈余，外部风险极小

荷兰的国际贸易枢纽和欧洲再出口（转口）中心地位使得荷兰长期以来享有高额贸易顺差。2014 至 2016 年，因国际贸易需求收缩，荷兰初次账户收入小幅下降，但其经常性账户余额占 GDP 的比重依然达到了平均 8.8%，随着近两年经济恢复强劲增长，荷兰经常账户的余额再次上升，预计 2017 年可以重新回到占 GDP 比重 10.0% 的水平；加之荷兰拥有很高对外投资头寸，所以其外部风险极低。

图 7：荷兰经常性账户余额占 GDP 比重 (%)



数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

展望

综合以上，荷兰已经完全摆脱了欧债危机带来负面影响，经济增长创近年来新高，且在未来两年有望持续；财政和经常账户实现双盈余，且经常账户的盈余很高。公共债务占 GDP 的比重持续收缩，且收缩趋势可以在中期继续；公共债务全部为本币债务，期限合理，短期债务比例相对较低，政府偿债压力不大；同时对外投资头寸较高，外部风险很小。因此，联合评级对未来 1-2 年荷兰本、外币主权信用评级展望维持稳定。

荷兰主权信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f
名义 GDP (十亿美元)	829.2	867.0	881.1	758.5	777.4	829.6
人均 GDP (美元,PPP)	46,765.8	48,742.2	49,122.1	50,178.4	51,442.3	53,700.0
实际 GDP 增长率 (%)	-1.1	-0.1	1.4	2.3	2.1	3.2
通货膨胀率 (%)	2.8	2.6	0.3	0.2	0.1	1.3
国内信贷增长率 (%)	4.9	-9.6	5.9	-2.6	1.3	-3.6
M2 增长率 (%)	2.3	-0.2	-2.6	-1.6	2.4	1.6
各级政府财政平衡/GDP (%)	-3.9	-2.4	-2.3	-2.1	0.4	0.4
各级政府利息支付/GDP (%)	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
各级政府初级财政平衡/GDP (%)	-2.2	-0.9	-0.8	-0.8	1.4	1.4
各级政府总债务/GDP (%)	66.3	67.8	68.0	64.6	61.8	57.5
经常项目余额/GDP (%)	10.8	9.9	8.6	8.7	9.0	10.0

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值