荷兰王国
2024 年跟踪评级报告

本次评级结果[1]：

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：2024 年 7 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型（打分表）	V3.0.201910

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

分析师：张敏　程泽宇

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

本次评级模型打分表及结果：

本币指示评级	AAA*i*		本币评级结果	AAA*i*
外币指示评级	AAA*i*		外币评级结果	AAA*i*
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	A	国家治理		B
		宏观经济政策和表现		A
		结构特征		E
公共财政实力	b	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	c
			政府债务负担	c
			政府偿债能力	d
外部融资实力	a	国际收支及外部债务状况	国际收支	a
			外债压力	b
			外债偿付能力	g
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级；公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级；模型内指标为五年加权平均值；通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果，结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果

[1] 本评级结果为主动评级结果，评级资料主要来源于公开信息，与委托评级相比，评级调查工作（可能无）和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议，联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

评级概况：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对荷兰王国（以下简称“荷兰”）的主权信用进行了跟踪评级，确定维持其主权长期本、外币信用等级为AAA_i，评级展望为稳定。

2023年，时任首相马克·吕特因其所在的执政联盟在移民问题上存在分歧而辞职，极右翼党派在随后举行的荷兰众议院选举中获得最多席位，成为议会第一大党。荷兰政治碎片化加剧，政治“右转”倾向愈发明显。在经历了连续两年的强劲复苏后，能源价格冲击、高利率环境延续以及外部需求减弱导致荷兰经济增速在2023年大幅放缓。随着食品及能源价格陆续回落，荷兰通胀已得到明显缓解，低于欧盟及欧元区平均水平。实际工资保持增长以及劳动力短缺使荷兰就业市场持续吃紧，失业率降至历史低位，且显著低于欧盟及欧元区平均水平，劳动参与率居欧元区之首。荷兰银行业表现稳健，资本充足率保持高位，盈利水平有所提升。尽管政府出台的能源产品补贴计划使荷兰财政赤字有所走扩，但财政状况仍表现良好，政府债务水平近一步下滑，且显著低于欧盟及欧元区平均水平。在出口贸易额增加和进口贸易额减少的双重作用下，荷兰贸易顺差继续扩大，经常账户盈余也较去年进一步走扩。荷兰外债水平虽有所下降，但仍明显高于同级别样本平均水平。

2024年5月，自由党与自由民主人民党、新社会契约党和农民党就组建联合政府达成协议，新任执政联盟提名迪克·斯霍夫为新一届政府首相。7月2日，斯霍夫正式宣誓就职，议会出现明显“右转”预计将明显增加荷兰未来的政局走向以及荷兰与欧盟的关系等方面的不确定性。另一方面，高利率限制以及外部需求疲软、出口下滑导致荷兰一季度经济陷入衰退，同比萎缩0.7%。考虑到欧洲央行已经开始降息，利率政策放松有望带动荷兰投资及其他经济活动回暖，预计荷兰全年有望实现0.5%左右的经济增长。财政表现方面，2024年荷兰财政赤字预计小幅走扩至2.0%左右，债务水平有望保持在45%左右的较低水平。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 经济规模庞大、经济结构多元化程度高，且人均 GDP 水平很高

荷兰是欧盟内第五大经济体，2023 年 GDP 规模达 11,171.0 亿美元（约 10,328.4 亿欧元），同比增长 0.1%，低于欧盟（0.4%）、欧元区（0.4%）以及同级别样本平均水平。2023 年，荷兰人均 GDP 较上年增长 9.2%至 62,718.7 美元，高于同级别样本平均水平。荷兰产业结构十分多元，食品加工业、电子电气业和机械制造业等行业的发展均位居世界前列。荷兰是全球领先的牛奶和乳制品生产国，2023 年牛奶供应量达 1,389.3 万吨。除此之外，荷兰还是电子电气行业的发展先驱，拥有皇家飞利浦、阿斯麦以及恩智浦等多家顶尖半导体公司。

2024 年以来，受制于外部需求疲软，以及欧洲央行直至 6 月才开始放松利率环境，较长时间的高利率限制和出口贸易下滑导致荷兰经济活动陷入低迷，一季度 GDP 同比萎缩 0.7%，显著低

于欧盟（0.1%）及欧元区（0.1%）平均水平。考虑到欧洲央行已下调利率水平，且未来货币政策仍有放松空间，荷兰内部需求有望得到提振，经济活动预计也将有所转暖，全年经济增速或在 0.5%左右。

2. 政府治理能力很强，国家治理指数排名较高

根据世界银行公布的最新国家治理能力指数，2022 年荷兰政府各项治理能力百分比排名均值为 91.8，各单项排名及各项均值都高于同级别样本平均水平，荷兰政府在话语权和问责制方面的表现较上年度有明显提升。

2023 年 7 月，由于时任荷兰首相吕特领导的执政联盟在移民政策等问题上未能达成一致意见，吕特及其所领导的政府宣布集体辞职，在新一届政府上任前作为看守政府继续履职，原定于 2025 年举行的荷兰众议院选举被提前至同年 11 月。在此次选举中，维尔德斯领导的极右翼自由党爆冷获得 150 个席位中的 37 席，成为议会第一大党。由于未能获得组建政府的绝对多数席位，自由党随后与得票较多的自由民主人民党、新社会契约党和农民党就组阁进行谈判。2024 年 5 月中旬，4 党就组建联合政府达成协议，并随后提名斯霍夫为新任政府首相，斯霍夫目前未加入任何政党。7 月 2 日，斯霍夫正式宣誓就职。

此次议会选举出现的明显“右转”倾向一度引发市场热议，与吕特在担任首相时期推行的对内政策和外交方针相比，荷兰未来的政局走向以及荷兰与欧盟的关系等方面的不确定性预计将明显增加。但考虑到荷兰政局高度碎片化已持续多时，国家机构运作一直保持在较高水平，荷兰政局出现较大规模政治动荡的可能性较小，荷兰预计仍将保持较好的政府治理能力。

3. 财政状况保持较好；政府债务长期处于较低水平，偿债压力较小

得益于长期保持严格的财政纪律，荷兰财政状况在疫情暴发前常年保持盈余，新冠疫情期间推出的大规模救助措施虽然转使财政状况由盈余转为赤字，但随着疫情因素逐渐消退，相应的支持政策陆续退出，荷兰财政赤字在 2020 年至 2022 年期间逐年收窄。2023 年，俄乌冲突爆发导致全球能源产品价格阶段性大幅走高，其中欧洲国家受地缘因素影响能源及电力产品价格涨幅相对更大。为缓解民众及企业能源和电力账单应对压力，2023 年荷兰政府阶段性推出能源及电力价格补贴政策，财政赤字率小幅走扩至 1.1%，但仍优于欧盟（-3.5%）、欧元区（-3.6%）及同级别样本平均水平。

荷兰政府对于举债保持审慎，债务水平常年保持在欧盟要求的 60%以内。2023 年，政府债务相当于 GDP 的比重较 2022 年进一步下滑 2.9 个百分点至 47.2%，显著低于欧盟（81.7%）、欧元区（88.6%）及同级别样本平均水平，政府偿债压力较小。

2024 年以来，考虑到政府预计加大在社会福利、国防以及公共投资方面的支出，财政赤字或有所走扩。另一方面，荷兰政府逐步取消减少消费税和能源补贴将在一定程度上降低赤字走扩幅度。在此背景下，预计荷兰政府债务水平有望保持在 45%左右的较低水平。

4. 外部融资实力很强，经常账户常年保持高额顺差；官方货币欧元可以为其提供较强的融资支持及债务偿付保障

荷兰作为典型的“外向型经济体”，国际贸易体系高度发达，对外贸易规模常年保持在较高水平。2023 年，受益于大规模跨国企业强劲的营收表现以及较高的贸易盈余，荷兰经常账户盈余相当于 GDP 的比值较上年进一步走扩 0.9 个百分点至 10.2%，贸易账户盈余较上年走扩 0.3 个百分点至 11.1%。

荷兰作为欧元区成员国，其官方货币欧元是国际主流货币之一，具有很强的流动性和避险属性。2024 年一季度，欧元在全球各国外汇储备中的占比达 19.69%，是仅次于美元的第二大储备货币，国际地位十分稳定。欧元强大的货币地位为荷兰在国际金融市场融资提供了有力支持，外债偿付风险较低。

主要关注：

1. 中长期财政支出压力预将出现明显上涨，需要及时进行财政整固避免财政状况大幅恶化

尽管荷兰目前财政状况表现较好，但考虑到人口老龄化的问题日益加重、平均寿命延长使得政府需要持续加大对医疗保健的投入力度、以及政府需要在应对气候变化、劳动力短缺和稳定房地产市场发展方面提供较大支持，荷兰的财政支出压力预将在中期出现明显上涨，政府需要及时提出有效的财政整固计划以合理应对相应支出，避免出现财政状况大幅恶化、财政赤字超过欧盟限定的 3%红线的情况。

2. 家庭债务水平很高，积累了长期风险并在一定程度上减弱了其抵御外部冲击的能力

荷兰是欧盟家庭债务水平最高的国家，2022 年家庭债务相当于 GDP 的比重高达 95.9%，远超欧盟（58.3%）及欧元区（59.7%）平均水平。较高的家庭负债导致荷兰积累了一定长期风险，并在一定程度上限制了其应对外部冲击的能力。

评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 荷兰出现比预期更长的经济衰退；
2. 政府债务水平大幅上行，财政状况明显恶化。

附件 1：

表 1　荷兰 2019－2023 年主要数据

项目	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
宏观数据					
GDP（亿欧元）	10,328.4	9,585.5	8,705.9	7,965.3	8,130.6
GDP（亿美元）	11,171.0	10,101.9	10,303.6	9,090.7	9,103.0
实际 GDP 增速（%）	0.1	4.3	6.2	-3.9	2.0
CPI 增幅（%）	4.1	11.6	2.8	1.1	2.7
失业率（%）	3.6	3.5	4.2	4.9	4.4
结构特征					
人均 GDP（美元）	62,718.7	57,427.8	58,960.7	52,222.4	52,672.5
最终消费支出占 GDP 的比值（%）	43.6	68.0	67.2	68.2	68.1
资本形成总额占 GDP 的比值（%）	20.5	21.2	21.5	21.8	22.1
净出口占 GDP 的比值（%）	11.1	10.8	11.3	10.1	9.8
第一产业占 GDP 的比值（%）	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
第二产业占 GDP 的比值（%）	19.4	19.5	18.2	17.9	17.6
第三产业占 GDP 的比值（%）	69.3	68.7	69.3	69.6	70.0
产品税净额占 GDP 的比值（%）	9.8	10.3	11.0	10.9	10.8
银行业资本充足率（%）	21.0	21.0	22.4	22.8	22.9
银行业不良贷款率（%）	1.6	1.6	1.7	1.9	1.8
银行业 ROA（%）	1.0	0.6	0.7	0.3	0.6
银行业 ROE（%）	11.5	8.0	8.8	3.3	7.6
公共财政					
财政收入（亿欧元）	4,436.8	4,160.2	3,816.3	3,514.0	3,571.2
财政收入/GDP（%）	43.0	43.4	43.8	44.1	43.9
财政支出（亿欧元）	4,551.1	4,169.2	4,010.9	3,809.9	3,424.9
财政支出/GDP（%）	44.1	43.5	46.1	47.8	42.1
财政盈余（亿欧元）	-114.3	-9.0	-194.7	-295.9	146.3
财政盈余/GDP（%）	-1.1	-0.1	-2.2	-3.7	1.8
政府债务（亿欧元）	4,872.3	4,800.7	4,490.3	4,354.6	3,947.3
政府债务/GDP（%）	47.2	50.1	51.6	54.7	48.5
财政收入/政府债务（%）	91.1	86.7	85.0	80.7	90.5
利息支出/GDP（%）	0.6	0.4	0.3	0.5	0.6
外部融资					
出口额（亿美元）	9,495.4	9,444.2	8,650.9	7,124.1	7,512.3
进口额（亿美元）	8,255.4	8,354.7	7,493.2	6,206.3	6,619.7
外贸顺差（亿美元）	1,240.0	1,089.5	1,157.7	917.8	892.5
经常账户收入（亿美元）	13,719.7	12,898.1	11,953.0	9,689.6	10,748.8
经常账户余额（亿美元）	1,135.7	936.6	1,248.2	467.4	629.9
经常账户余额/GDP（%）	10.2	9.3	12.1	5.1	6.9
国际投资净头寸（亿美元）	8,205.2	7,686.9	9,204.2	11,044.8	8,184.6
国际投资净头寸/GDP（%）	73.5	76.1	89.3	121.5	89.9

外债总额（亿美元）	38,677.1	38,291.1	40,465.9	43,913.7	42,653.2
外债总额/GDP（%）	346.2	379.0	392.7	483.1	468.6
政府外债（亿美元）	2,100.6	1,995.2	2,076.0	2,408.1	2,074.9
政府外债在外债总额中的占比（%）	5.4	5.2	5.1	5.5	4.9
经常账户收入/外债总额（%）	35.5	33.7	29.5	22.1	25.2
外汇储备（亿美元）	647.5*	628.4	645.1	537.9	434.2
外汇储备/外债总额（%）	1.7	1.6	1.6	1.2	1.0

数据来源：世界银行、IMF、欧洲央行，联合资信整理
注：*为 2023 年 2 月数据

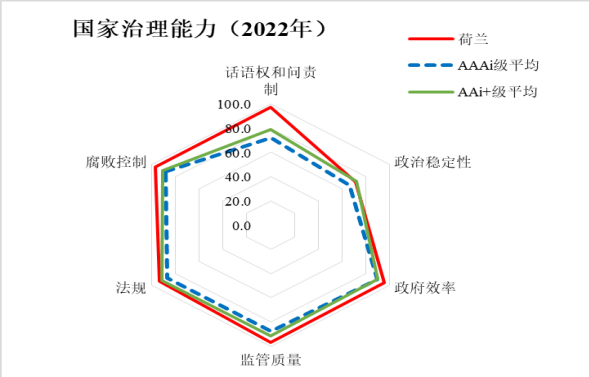
表 2　荷兰 2024－2025 年核心数据及预测

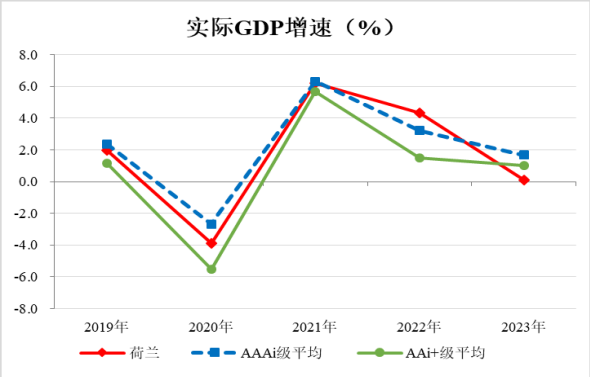
项目	2024 年一季度	2024 年预测	2025 年预测
实际 GDP 增速（%）	-0.7	0.5	1.0
CPI 增幅（%）	2.7*	2.5	2.0
失业率（%）	3.7**	3.7	3.3
人均 GDP（美元）	-	63,000.0	65,000.0
财政盈余/GDP（%）	-	-2.0	-2.0
政府债务总额/GDP（%）	-	46.0	45.0
经常账户余额/GDP（%）	-	10.0	9.0
外债总额/GDP（%）	-	330.0	310.0

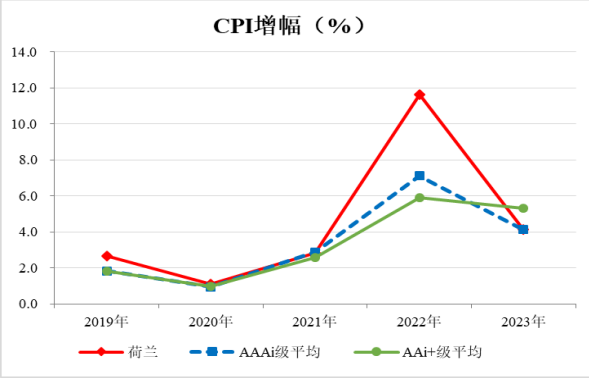
数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、荷兰中央统计局，预测数据来源于联合资信
注：*为 2024 年 5 月数据；
**为 2024 年 4 月数据

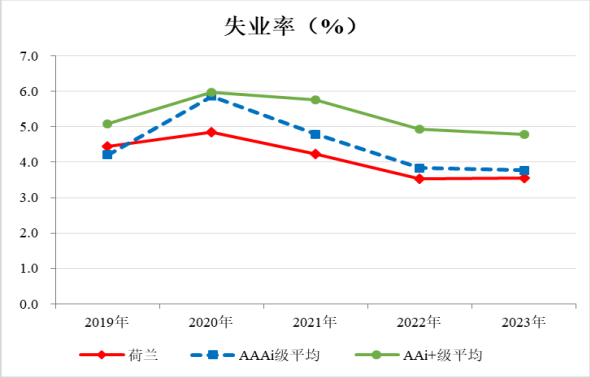
附件 2：

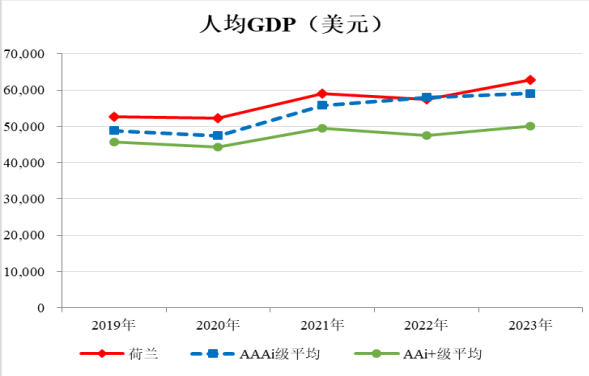
相近信用等级国家主要数据对比

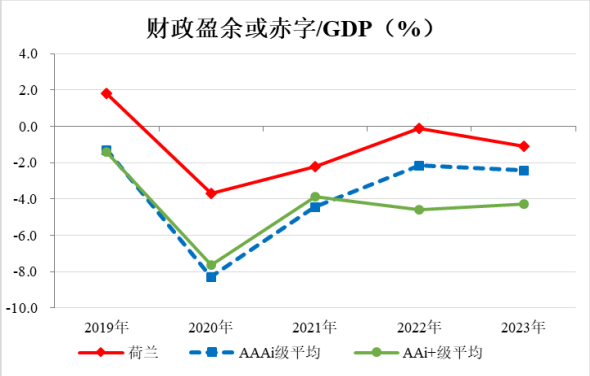


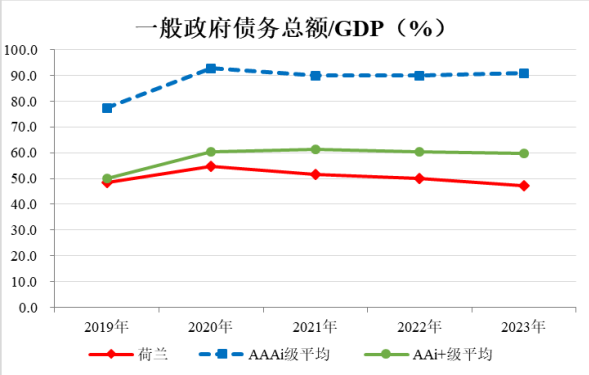


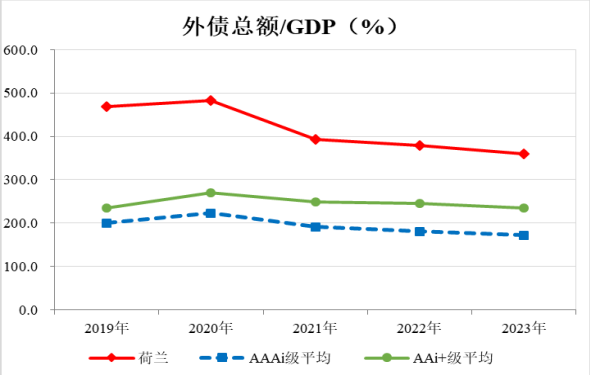












数据来源：世界银行，IMF，联合资信整理

附件 3：

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA_i	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA_i	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A_i	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB_i	信用风险一般，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB_i	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B_i	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC_i	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC_i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C_i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D_i	已经违约，进入重组或者清算程序。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。