

匈牙利 2025 年第一期人民币债券 信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕3202号

联合资信评估股份有限公司通过对匈牙利及其拟发行的匈牙利2025年第一期人民币债券的信用状况进行综合分析和评估，确定匈牙利主体区域长期信用等级为AAA，匈牙利2025年第一期人民币债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年七月十七日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受匈牙利委托所出具，除因本次评级事项联合资信与匈牙利构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与匈牙利不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由匈牙利或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

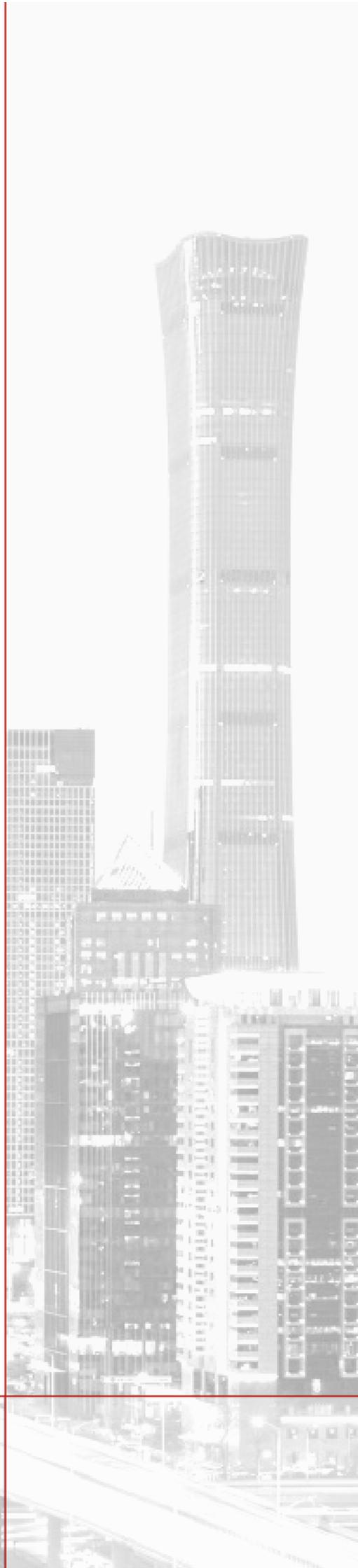
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



匈牙利 2025 年第一期人民币债券信用评级报告

| 主体评级结果 ¹ | 债项评级结果 | 评级时间 |
|---------------------|--------|------------|
| AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2025/07/17 |

债项概况

拟发行的匈牙利 2025 年第一期人民币债券（以下简称“本期债项”）基础发行金额为人民币 30 亿元，发行金额上限为人民币 50 亿元。其中，品种一的期限为 3 年，初始发行金额为人民币 40 亿元；品种二的期限为 5 年，初始发行金额为人民币 10 亿元。两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行金额合计不超过人民币 50 亿元。本期债项将每年支付利息，到期一次性偿还本金。本期债项发行的募集资金净额将汇出境外兑换为欧元，成为发行人的一般预算资金为发行人所使用。本期债项构成发行人直接、无条件及无担保的义务。

评级观点

匈牙利政治体制较为完善，国家治理能力较强。作为一个开放型经济体，2020 年以来，受新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）、俄乌冲突和全球经济放缓的影响，匈牙利经济增长出现震荡。2024 年匈牙利经济复苏相对乏力，失业率小幅上升，但通胀水平大幅下降至健康水平。近年来，匈牙利经济和产业结构保持稳定，银行业相关风险处于可控水平。匈牙利财政赤字呈收窄趋势，但仍处于较高水平。政府债务呈下降趋势，财政收入对政府债务的覆盖程度保持稳定。虽然匈牙利外债水平相对较高，但其外债偿付实力仍然很强。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）还考虑到了中国和匈牙利之间持续加深的双边政治经贸关系、续签且规模扩大的货币互换协议等因素。

评级展望

展望未来，匈牙利经济有望在 2025 年和 2026 年实现反弹，财政和外部状况也有望得到进一步改善。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：未能有效解决宏观经济政策可信度和政府治理方面的风险，可能会对中期经济增长前景产生负面影响；持续宽松的财政政策可能会导致政府债务压力增加。

优势

- **匈牙利外债偿付能力很强。**匈牙利外债偿付能力很强，经常账户收入对外债的覆盖率保持在健康水平。
- **匈牙利银行业表现稳健。**匈牙利银行业保持健康运行，资产质量持续改善。
- **匈牙利政府的债务偿付能力有所改善。**匈牙利政府的债务偿付能力持续改善，且有望在未来几年进一步增强。
- **匈牙利政府治理能力较强。**匈牙利在 2024 年地方政府选举后保持了政策的连续性，政府应对经济重启的举措显示出匈牙利政府强大的制度力量，这些措施有望有效提升匈牙利的治理能力、改善与欧洲联盟（以下简称“欧盟”）之间的国际关系。
- **债券偿付能力强。**本期债项本金和利息的偿还来源为一般政府预算，偿还来源可靠且稳定。

关注

- **2024 年匈牙利复苏相对乏力。**受欧盟外部需求疲软、工业和建筑业投资活动放缓、部分欧盟援助资金中止拨付、劳动力成本上涨以及部分行业劳动力短缺等因素影响，2024 年匈牙利经济复苏乏力，但有望在 2025 年和 2026 年实现反弹。
- **近年来政府财政赤字和政府债务仍处于较高水平。**由于匈牙利政府在新冠疫情和俄乌冲突后接连推出了一系列财政扩张政策以刺激经济，财政赤字和政府债务近年来处于较高水平，且可能在未来几年继续保持相对高位。
- **人口老龄化及中期劳动力短缺。**匈牙利中期经济增长潜力或将受制于人口老龄化以及劳动力短缺问题。
- **高度对外依赖。**匈牙利对外贸易依存度较高，易受外部环境变化影响。

¹ 主体区域长期信用等级。

主要数据

| 项目 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| GDP (亿美元) | 1,585.0 | 1,831.8 | 1,773.3 | 2,139.2 | 2,231.8 |
| GDP 增长率 (%) | -4.3 | 7.2 | 4.3 | -0.8 | 0.5 |
| CPI 增幅 (%) | 3.3 | 5.1 | 14.5 | 17.6 | 3.7 |
| 失业率 (%) | 4.1 | 4.0 | 3.6 | 4.1 | 4.5 |
| 人均 GDP (美元) | 16,390 | 19,021 | 18,458 | 22,302 | 23,285 |
| 财政盈余/GDP (%) | -7.5 | -7.1 | -6.2 | -6.7 | -4.9 |
| 政府债务/GDP (%) | 78.7 | 76.2 | 73.9 | 73.0 | 73.5 |
| 财政收入/政府债务 (%) | 55.3 | 53.8 | 57.6 | 58.1 | 57.1 |
| 外债总额/GDP (%) | 83.9 | 88.9 | 94.0 | 86.0 | 87.9 |
| CAR/外债总额 (%) | 101.3 | 96.2 | 102.5 | 103.4 | 94.7 |
| 外汇储备/外债总额 (%) | 31.1 | 26.7 | 24.7 | 24.9 | 23.7 |

注：1. GDP 增长率指实际 GDP 增长率，以本币计算，不考虑汇率变动因素；2. CAR 为经常账户收入；3. 外汇储备为官方外汇储备

评级历史

| 债项简称 | 债项评级结果 | 主体评级结果 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|------------------------------|--------|--------|------------|--------------|--|--------------------------|
| 21 匈牙利债 01BC 22 匈牙利债 01BC | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/07/23 | 程泽宇 张敏 | 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 | 匈牙利 2024 年跟踪评级报告 |
| 17 匈牙利债 01BC | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2017/07/20 | 余雷 李为峰 张强 | 主权信用评级方法（2017 年修订） | 匈牙利 2017 年第一期人民币债券信用评级报告 |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
数据来源：联合资信根据公开资料整理

评级项目组

项目负责人：李为峰 liwf@lhratings.com

项目组成员：张敏 zhangmin@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、国家概况

匈牙利是一个位于中东欧地区的内陆国家，领土面积 9.3 万平方公里。行政区域划分为首都和 19 个州，首都布达佩斯是全国政治、经济和文化中心。匈牙利全国总人口约 958 万（截至 2024 年末）。匈牙利是欧盟、北大西洋公约组织（NATO）、经济合作与发展组织（OECD）、维谢格拉德集团和《申根公约》等国际或区域性组织的重要成员国，但尚未加入欧元区，其官方货币为匈牙利福林。

二、本期债项概况²

匈牙利（“发行人”）在 2025 年人民币债券发行计划项下，可于银行间市场交易商协会（NAFMII）发布的关于该项目的注册通知之日起两年时间内，在全国银行间债券市场（以下简称“银行间市场”）发行总额不超过人民币 50 亿元的债券（以下简称“本债券”），包括发行人即将发行的总额不超过人民币 50 亿元的匈牙利 2025 年第一期人民币债券（以下简称“本期债项”）。本期债项基础发行金额为人民币 30 亿元，发行金额上限为人民币 50 亿元。其中，品种一的期限为 3 年，初始发行金额为人民币 40 亿元；品种二的期限为 5 年，初始发行金额为人民币 10 亿元。发行人与簿记管理人有权根据簿记建档结果对本期债项各品种发行规模进行回拨调整；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行金额合计不超过人民币 50 亿元。本期债项采用固定利率形式。

本债券构成发行人直接、无条件及无担保的义务。本债券之间以及与发行人发行的未清偿的所有其他无担保及非次级公共外债³在清偿顺序方面相同，不存在任何优先权，前提是，发行人在任何时候都没有义务就其他公共外债进行同等或按比例清偿。具体而言，发行人没有义务就其他公共外债与本债券同时进行清偿或将发行人清偿其他公共外债作为发行人清偿本债券到期总额的前提条件，反之亦然。

本期债项发行的募集资金净额将汇出境外兑换为欧元，成为发行人的一般预算资金为发行人所使用。

本期债项在付息期限内每年支付一次利息，到期时一次性偿还本金。利息偿还资金来源于匈牙利实际年度预算，本金偿还资金来源于到期当年政府实际融资计划收入。

三、国家治理

近年来，匈牙利政治环境保持稳定，政府推行的经济重启、应对俄乌冲突以及促进经济复苏措施显示出其较强的治理能力，政府还采取了一系列措施以提高治理能力和改善国际关系。

匈牙利政治体制较为完善。国会是匈牙利的立法机关和最高权力机构，下设 14 个常设委员会，实行一院制。根据匈牙利新《选举法》的规定，自 2014 年起国会议席减少至 199 席，每 4 年普选一次。匈牙利政府是国家最高行政机构，实行内阁制，总统由国会选举产生，每 5 年选举一次，为国家元首；总理是执掌国家行政权力的最高官员，负责任命内阁部长并有权解雇部长，由国会最大党的党魁出任，任期 4 年，可连选连任。匈牙利的司法系统由法院和检察机关构成。法院分最高法院、地区法院、州法院和地方法院四级，实行两审终审制；检察机关分最高检察院、州检察院和地方检察院三级。最高法院院长和最高检察院检察长均由国会选举产生，任期 6 年。总体来看，自现行政治体制确立以来，匈牙利政权保持相对稳定，政治和法律体系也较为完善。

近年来，匈牙利政局保持稳定。在 2022 年 4 月匈牙利举行的国会换届选举中，执政党青年民主主义者联盟（以下简称“青民盟”）和基督教民主人民党（以下简称“基民党”）组成的竞选联盟再次获得压倒性胜利，以 54% 的得票率和绝对多数席位（在国会 199 个席位中获得 135 个席位）第五次组建联合政府。青民盟主席欧尔班·维克多再次获得连任，开启他的第五个任期。2024 年 6 月 9 日，匈牙利举行了欧洲议会和匈牙利地方选举。在欧洲议会选举中，执政党青民盟和基民党组成的竞选联盟在欧洲议会选举中获得了近 45% 的选票，并获得了匈牙利在欧洲议会全部 21 个席位中的 11 个。在匈牙利地方选举中，执政党获得所有州议会的选举胜利，并在市长和市议员选举中占据多数席位，反映出民众对执政联盟执政能力的高度认可，保证了国内政局的稳定和政策的可持续。总体来看，匈牙利在 2024 年地方选举后有望继续保持政策的连续性。

欧尔班·维克多的多次连任反映出民众对其执政的大力支持，保证了国内政权的稳定，有利于匈牙利经济政策的持续推进。新冠疫情暴发后，匈牙利政府于 2020 年 3 月宣布进入紧急状态，同时采取了禁止疫区旅客入境、更为严格的边境管控以及关闭部分公共场所等措施，有效抑制了新冠疫情蔓延、减轻了不利影响。另一方面，随着俄乌冲突的爆发以及西方国家对俄罗斯采取一系列制裁举措，全球能源

² 具体条款以发行人和主承销商共同确定并经监管部门审批通过的内容为准。

³ 指符合以下条件的外债：（1）以债券、票据或其他类似证券为形式或代表的外债；并且（2）可以在任何证券交易所、自动交易系统、柜台或其他证券市场报价、上市或购买、出售。

价格飙升且欧洲通胀压力超预期走高，匈牙利的通货膨胀水平也在 2023 年初达到顶峰。为此，匈牙利政府采取了引入价格上限、推出线上价格监测系统、增加能源相关的预算支出等一系列抑制通胀举措。此外，匈牙利政府在 2024 年 10 月推出新经济政策行动计划 21 条，该计划旨在通过提高国民收入、扶持房地产市场以及中小企业的发展来刺激经济增长，同时保证财政可持续性。除了加大对家庭的扶持力度以外，新一届政府还将提升国家竞争力和促进经济可持续增长作为其首要目标。总体来看，匈牙利政府对经济重启、俄乌冲突以及促进经济复苏均做出及时反应，显示出政府拥有较强的国家治理能力。

此外，匈牙利政府采取了一系列措施，以提高治理能力并改善国际关系：一是政府于 2023 年 8 月成立欧盟事务部（从司法部分离而出），负责协调欧盟事务，以及处理匈牙利于 2024 年 7 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日担任欧盟理事会轮值主席的相关事务；二是经过匈牙利政府与瑞典政府的协商谈判，匈牙利议会于 2024 年初投票批准瑞典加入北约；三是匈牙利议会于 2024 年 6 月通过了《基本法》第 13 项修正案，其中包括保护儿童的一揽子立法。总体来看，这些措施有助于提高匈牙利的政府治理能力并改善与欧盟的国际关系。

匈牙利有望在未来持续获得欧盟的资金支持。

在匈牙利与欧盟的关系方面，双方共同投资的项目均进展顺利。欧盟对匈牙利的资金援助取决于三个独立但相互关联的程序：一是匈牙利与欧盟的“凝聚力基金”，欧盟以改革不充分为由冻结匈牙利部分欧元拨款，该项计划会影响匈牙利在 2021—2027 年间的援助资金；二是匈牙利需要完成符合欧盟司法标准的“附加条件机制”程序；三是匈牙利需要以实施多项体制改革为前提，才能获得欧洲“恢复和复原力基金（RRF）”框架内的“恢复和复原力计划（RRP）”资金援助。

“恢复和复原力计划”是欧盟各国为申请“恢复和复原力基金”而提交的执行层面上的具体计划，欧盟对匈牙利的“恢复和复原力基金”拨款总计为 104 亿欧元，其中包括 65 亿欧元捐助和 39 亿欧元贷款。截至目前，匈牙利已经从“恢复和复原力计划”中获得 9.2 亿欧元的先期融资。为了有资格提交付款申请并获得剩余资金，匈牙利必须完成“附加条件机制”中的 27 项超级里程碑改革。这 27 项超级里程碑改革既包括与有利条件相关的司法改革（涉及 4 项超级里程碑），也包括条件性程序的补救措施（涉及 21 项超级里程碑），其余 2 项超级里程碑与“恢复和复原力基金”的审计和控制措施相对应。目前，除了最后几项超级里程碑仍在推进中，其余超级里程碑改革已基本完成。

2022 年 4 月，欧盟委员会（以下简称“欧委会”）对匈牙利启动“附加条件机制”程序，这一程序允许欧盟暂停向匈牙利拨付资金，涉及资金数额约为 400 亿欧元。匈牙利与欧委会就此展开了建设性谈判，并承诺实施 17 项补救措施，以满足欧盟的司法标准。匈牙利政府已经采取各项补救措施来保障与欧盟的合作，匈牙利承诺设立一个新的独立反腐机构来整治腐败，并采取措施使司法程序更加透明。

“附加条件机制”和“恢复和复原力计划”是两个独立但相关的程序，匈牙利实施此前承诺的 17 项体制改革和其余 10 项体制改革，最初的 17 项补救措施也以里程碑的形式被纳入“恢复和复原力计划”。自 2023 年 1 月以来，匈牙利政府积极推进法制改革并已经取得多项进展，包括通过了法治报告中与司法相关建议的立法改革、落实了欧盟理事会（以下简称“欧理会”）针对具体国家的相关建议和匈牙利“恢复和复原力计划”中的相关承诺、采纳了欧洲议会对《欧盟运作条约》第 7（1）条程序所表达的建议。

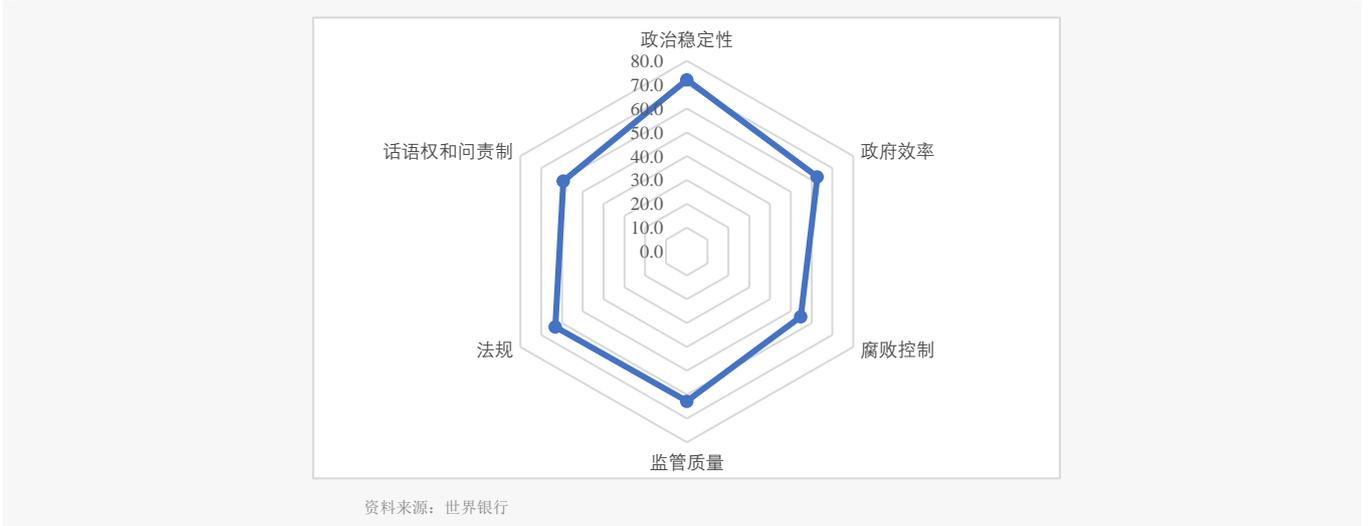
2023 年末，匈牙利在欧盟资金的获取方面出现两大积极信号：一是为符合《欧盟基本权利宪章》的横向授权条件，匈牙利必须在司法独立方面采取措施，匈牙利议会在 2023 年第 10 号法案中通过了一项全面的立法改革方案，欧委会认为匈牙利在司法独立方面已得到满足，预计可获得 2021—2027 年“凝聚力基金”中符合条件的约 102 亿欧元补偿，这也意味着匈牙利实现了“恢复和复原力计划”中的 4 项超级里程碑。二是在满足两个扶持条件的基础上，2024 年 2 月欧盟解禁了对匈牙利 20 亿欧元“凝聚力基金”的资金援助。但由于在公共采购和反腐败领域出现漏洞，仍有 63 亿欧元资金处于暂停状态。如果匈牙利未能满足相关条件，欧盟援助资金的拨付仍有一定不确定性。

展望未来，在政府的持续努力之下，匈牙利有望在 2021—2027 年获得来自于“凝聚力基金”约 217 亿欧元以及“农业政策基金”119 亿欧元资金，并有望从“下一代欧盟”复兴基金中获得 85 亿欧元贷款和 100 亿欧元授信额度。总体而言，匈牙利有望与欧盟保持相对良好的关系，且有望在未来持续获得欧盟的资金支持。

匈牙利政府治理能力较强。

根据世界银行公布的国家治理指数，2023 年匈牙利政府各项治理能力百分比排名均值为 62.5，较上年（63.0）小幅下降。尽管匈牙利在“政府效率”和“监管质量”方面的得分有所下降，但在“腐败控制”和“政治稳定性”方面较上年有所改善。总体来看，匈牙利政府治理能力相对较强（见图表 1）。

图表 1 • 匈牙利国家治理能力情况（2023 年）



四、宏观经济政策和表现

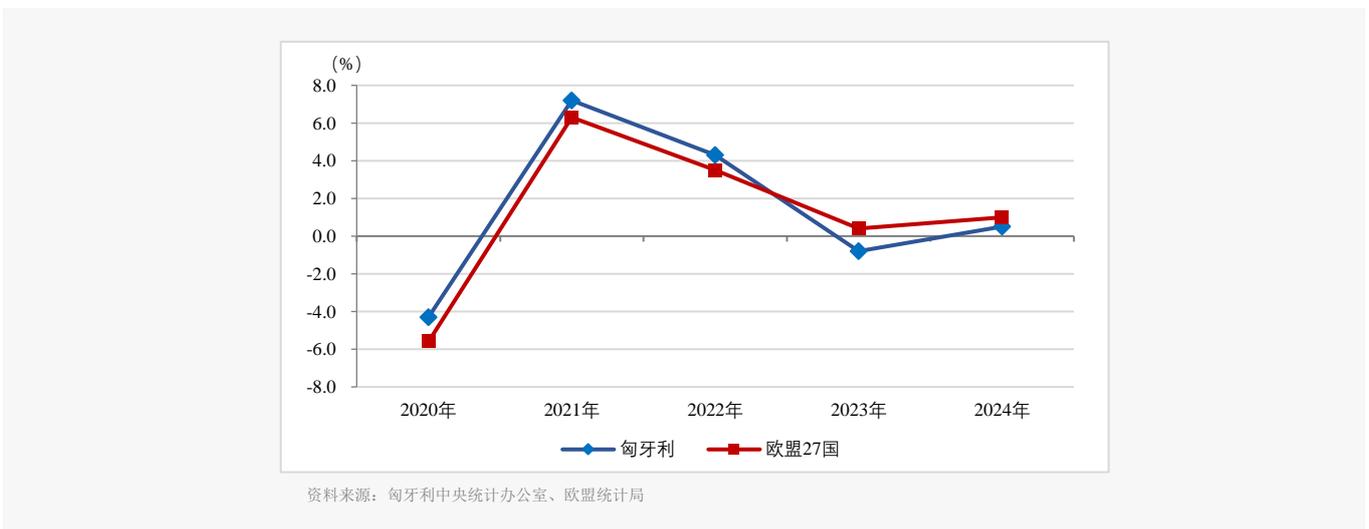
2020 年以来匈牙利经济增长有所震荡，2024 年匈牙利经济复苏较为乏力，但预计将在 2025 年和 2026 年实现反弹。

匈牙利是典型的外向型经济体，近五年贸易总额与 GDP 的比值平均高达 160%左右，这使得匈牙利的经济表现与全球经济形势紧密相关。受新冠疫情带来的供应链中断、需求下降以及政府为应对疫情采取的限制封锁措施等因素影响，2020 年匈牙利遭遇了严重的经济衰退（实际 GDP 增速为-4.3%）。受益于新冠疫情封控措施的有序解除、政府经济刺激政策的陆续出台以及投资者信心的逐步回暖，匈牙利经济从新冠疫情冲击中强劲复苏，2021 年实际 GDP 增速回升至 7.2%。2022 年，匈牙利经济继续以 4.3%的较高增速保持扩张，但在 2023 年陷入经济衰退（实际 GDP 增速为-0.8%），主要受俄乌冲突持续、欧盟暂停部分对匈资金援助、企业融资成本高企导致投资和消费活动减弱以及通胀飙升等因素影响。

虽然匈牙利国内需求有所回暖，但由于来自欧盟的外部需求疲软、工业和建筑业的投资活动减少、欧盟暂停提供部分援助资金，以及劳动力成本上升和部分行业出现劳动力短缺，2024 年匈牙利经济复苏较为乏力。为此，政府推出了一系列财政和经济刺激措施：一是继续将经济政策重心放在保就业、支持家庭和养老金领取者以及保持低税率上；二是推出一项提高家庭收入的综合行动计划，包括鼓励住房投资和支持中小企业；三是降低财政赤字和公共债务水平；四是通过限制食品价格继续保持低通胀。

2024 年，匈牙利 GDP 总额为 2,231.8 亿美元（或 81.5 万亿匈牙利福林），实际 GDP 同比增长 0.5%，低于欧盟国家平均经济增速 0.5 个百分点（见图表 2）。具体来看，利率下降导致家庭购买力有所增强，家庭消费支出同比增长 5.1%，而政府消费支出则因预算紧缩有所下降。与此同时，由于制造业和建筑业活动减少，资本形成总额同比下滑 6.5%。由于汽车行业面临挑战以及外部环境持续低迷，2024 年匈牙利出口贸易同比下降 3.0%，进口贸易则同比下降 4.0%。

图表 2 • 匈牙利经济增长情况



展望未来，考虑到匈牙利的劳动力市场具有较强韧性且保持活跃，强劲的劳动力市场叠加居民工资大幅上涨，匈牙利的家庭消费支出有望继续稳步增长。匈牙利正在采取一系列新措施以增强家庭购买力并推动经济扩张，包括对有两个或两个以上子女的母亲免征个人所得税、家庭税收优惠翻倍、为养老金领取者所购买的部分消费品提供增值税退税服务，以及大幅提高多个行业的工资水平。此外，家庭高储蓄率也有望支持消费增长。得益于政府采取积极的投资支持政策，匈牙利的投资活动在欧盟国家中仍表现活跃；随着匈牙利央行继续下调基准利率，低利率环境可能会进一步促进匈牙利的投资活动，外国直接投资流入也会为投资活动提供支持。此外，美国可能对欧盟增加 20% 的关税，或将为匈牙利带来一定挑战和机遇。综上所述，预计 2025 年匈牙利的实际 GDP 增速或回升至 2.5% 左右。匈牙利经济有望在宽松的货币条件、出口增长和欧盟资金流入的推动下实现持续复苏，再加上实际工资的增长将继续支持家庭消费，匈牙利 2026 年的经济增速有望进一步回升至 4% 左右。

图表 3• 匈牙利宏观经济表现情况

| 项目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| GDP（万亿匈牙利福林） | 48.8 | 55.6 | 66.1 | 75.6 | 81.5 |
| GDP（亿美元） | 1,585.0 | 1,831.8 | 1,773.3 | 2,139.2 | 2,231.8 |
| GDP 增长率（%） | -4.3 | 7.2 | 4.3 | -0.8 | 0.5 |
| CPI 增幅（%） | 3.3 | 5.1 | 14.5 | 17.6 | 3.7 |
| 失业率（%） | 4.1 | 4.0 | 3.6 | 4.1 | 4.5 |

注：GDP 增长率指实际 GDP 增长率，以本币计算，不考虑汇率变动因素

资料来源：匈牙利中央统计办公室、匈牙利央行

2020 年以来匈牙利通胀水平有所走高，但在 2024 年大幅下行，预计 2025 年通胀水平将保持稳定并有望在 2026 年回落至匈牙利央行的中期目标区间。

匈牙利央行以实现和维护物价水平稳定为主要目标，在不影响主要目标的前提下，匈牙利央行的重点工作在于维护金融系统的稳定性及增强其韧性，以保证其对经济增长做出持续贡献。此外，匈牙利央行还运用了大量金融政策工具来为政府的经济政策提供支持。

新冠疫情导致匈牙利经济遭受重创，并促使央行和政府采取宽松的货币政策和大规模的财政刺激计划。这些刺激措施虽然旨在减轻新冠疫情对经济造成的冲击，但同时也导致通胀水平逐步走高。具体来看，2020 年匈牙利的通胀率为 3.3%，2021 年上升至 5.1%。随后爆发的俄乌冲突和能源价格飙升导致通胀情况迅速恶化，2022 年匈牙利通胀率飙升至 14.5%，2023 年进一步攀升至 17.6%。

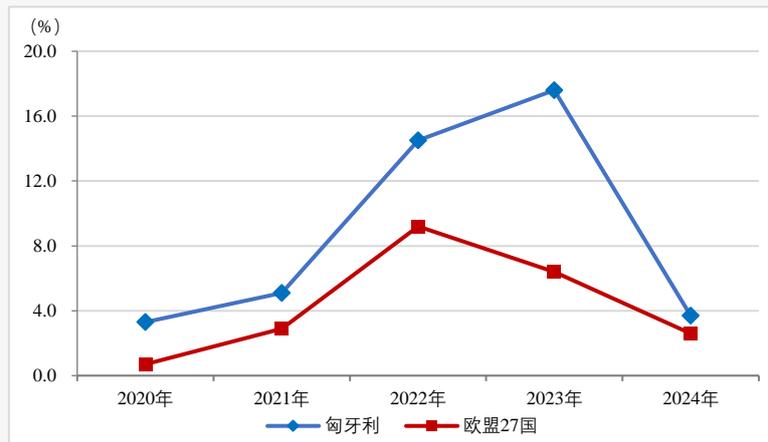
匈牙利央行通过加息来抑制通胀压力上涨并保持物价稳定，2021 年匈牙利央行开启加息周期，将基准利率和一周存款利率由 0.6% 和 0.75% 分别提高至 2.4% 和 4.0%，同时逐步停止资产购买计划。2022 年匈牙利央行将基准利率由年初的 2.4% 提高至 13.0%，10 月匈牙利央行又将一周存款利率提升至 18% 的历史高位。随着通胀压力逐步缓解，2023 年 5 月匈牙利央行将一周存款利率下调 1 个百分点至 17%，基准利率在 2023 年 10 月降至 12.25%。另一方面，政府也采取了一系列通胀抑制举措：一是政府引入对基础食品的价格上限，该举措有助于缓解家庭的生活支出压力；之后，政府逐步取消食品价格上限转而实施强制食品促销，目的在于确保食品价格在“限价令”取消后保持稳定。二是政府推出在线价格监测系统，在线价格监测系统通过对大型零售商的多数产品进行监测，带动价格竞争，以降低基础物价水平。三是政府增加能源相关的额外财政预算支出，以缓解家庭能源消费负担。

2024 年，匈牙利的通胀水平迅速下降至 3.7%，较 2023 年下降了 13.9 个百分点，但仍较欧盟的平均通胀水平（2.6%）高 1.1 个百分点（见图表 4）。与 2021—2022 年相比，2024 年匈牙利通胀下行主要由相对严格的货币政策、商品价格竞价政策、高基数效应以及外部成本下降所致。2024 年上半年，匈牙利通胀水平徘徊在 3.5%~4.0% 之间，位于匈牙利央行目标区间的上半部分。通胀水平波动主要是因为燃料价格波动、食品价格的适度变化以及电信和银行业重新定价，导致服务的价格涨幅高于平均水平。在 2024 年的最后几个月，匈牙利的通胀率开始回升，主要是因为燃料和食品价格加速上涨、匈牙利福林汇率快速变化影响了进口产品的价格。

2024 年 1—9 月，匈牙利央行通过一系列降息措施进入渐进式货币宽松周期，将基准利率从 10.75% 下调至 6.5%。在 2 月降息 100 个基点后，4 月和 5 月的降息幅度收窄至 50 个基点，6 月起降息 25 个基点，8 月暂停降息，9 月份又下调了 25 个基点。2024 年 10 月以来，匈牙利央行的利率中枢保持不变，匈牙利央行暂停降息主要是考虑到与新兴市场相关的风险不断增加、地缘政治和贸易政策的不确定性日益突出，以及对通胀前景的担忧。

2025 年一季度，匈牙利的通胀率上升至 5.3%，超过了匈牙利央行的目标区间。自 2025 年 3 月以来，匈牙利已对 30 种食品实施了价格限制，导致 4 月初的平均价格下降了 17.6%。展望未来，在高基数效应、大宗商品价格下降、对进口能源的依赖减少以及实际工资收入增长的推动下，匈牙利通胀率将在随后的几个季度逐步缓解，预计 2025 年匈牙利的通胀率约为 4.5%~5.1%。2026 年，通胀水平可能下降至 2.9%~3.9%，从而达到匈牙利央行的中期目标（2%~4%）。

图表 4 • 匈牙利 CPI 增幅



资料来源：匈牙利央行、欧盟统计局

近年来匈牙利就业市场保持良好，但人口老龄化或在中长期带来挑战。

近年来，尽管匈牙利面临新冠疫情、俄乌冲突以及全球经济放缓等挑战，但在政府多项保护就业及创造就业的激励措施下，匈牙利就业市场一直保持相对稳定。受新冠疫情影响，2020年匈牙利的失业率上升至4.1%。随着限制措施放松、疫苗接种率提高以及服务行业重新开放，就业市场迅速恢复，失业率在2021年降至4.0%。包括提供就业补贴等在内的政策进一步促进了就业市场的发展，2022年失业率降至3.6%。虽然2023年失业率上升至4.1%，但匈牙利就业市场总体上仍然保持良好。

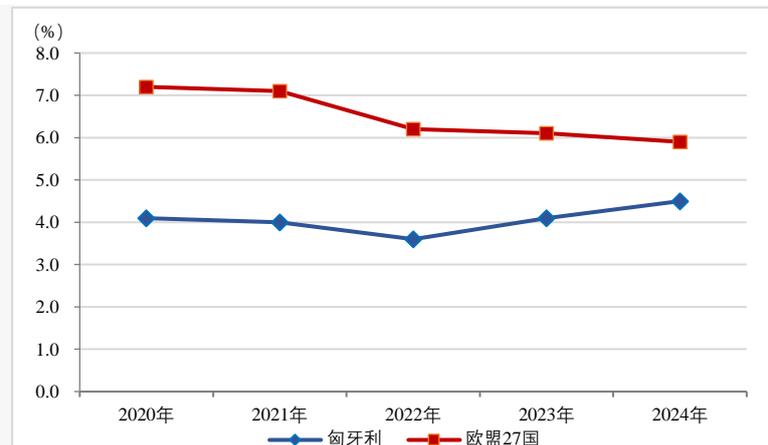
政府实施有针对性的就业计划和减税举措以保障劳动力市场的充分就业，政府通过了《新移民法案》，以保护劳动力短缺的行业；政府推出了针对30岁以上劳动者的就业支持计划，提供至少7.7万个工作岗位；政府延长中小企业贷款利率上限并推出工厂拯救计划，以保障企业的持续用工需求；政府将在两年内分两个阶段将家庭免税额提高一倍，以减轻家庭压力。总体来看，匈牙利的劳动力市场具有较强韧性，能抵御能源危机和经济衰退所带来的挑战。

尽管经济放缓导致就业市场承压，但提供就业补贴的措施极大促进了就业市场恢复，虽然匈牙利失业率在2024年小幅上升至4.5%，较2023年高出0.4个百分点，但仍是欧盟成员国中失业率最低的国家之一（见图表5）。

2025年一季度，匈牙利平均失业率小幅下降至4.3%，仍低于欧盟的平均失业率水平（5.8%）。展望未来，由于就业市场持续紧张，技能短缺导致的劳动力囤积以及强劲的用工需求（尤其是服务业用工需求）有望缓解经济放缓对就业市场的影响，因此2025年及之后的失业率有望下降至4.2%左右。

另一方面，人口老龄化仍是就业市场的主要问题。截至2025年1月1日，匈牙利65岁及以上人口为200万，占总人口的20.9%，较2024年（20.7%）相比上涨了0.2个百分点，仍处于较高水平。人口老龄化加剧可能导致未来的劳动力短缺。为应对老龄化社会，匈牙利政府近年来推出了多项举措，包括降低住房销售增值税率、提供家庭政策补贴和增加家庭住房补贴计划（CSOK）的金额，并试图通过支持家庭生育子女来缓解老龄化社会带来的风险。在这些政策的支持下，匈牙利生育率有望上升，人口增长或在未来转为正增长，但人口老龄化可能会在中长期带来更多挑战。

图表 5 • 匈牙利失业率



资料来源：匈牙利中央统计办公室、欧盟统计局

五、结构特征

近年来匈牙利人均 GDP 呈上升趋势，政府推出一系列改革措施以增强国家竞争力以及吸引外国直接投资。

匈牙利是一个中等发达经济体，人均 GDP 由 2020 年的 16,390 美元增长至 2021 年的 19,021 美元。但由于俄乌冲突和能源危机导致匈牙利福林贬值，2022 年匈牙利人均 GDP 同比下降 3.0% 至 18,458 美元。2024 年，匈牙利人均 GDP 达到 23,285 美元，与 2023 年相比增长了 4.4%，这主要得益于经济规模的增长。

根据瑞士洛桑国际管理发展学院（IMD）发布的《2024 年世界竞争力排名》，2024 年匈牙利在全球 67 个经济体中的竞争力指数排名第 54 位，较上年下降了 8 位，表明匈牙利的竞争力略有削弱。匈牙利在经济表现、基础设施和政府效率方面的竞争力相对较强（排名第 36 位、第 41 位和第 51 位），而在商业效率方面则相对落后（第 67 位）。

为了增强国家竞争力以及对外国投资者的吸引力，匈牙利政府在过去几年里采取了一系列改革措施，包含落实简政减税降负措施、加强数字政府建设、优化就业和投资环境、以及通过补贴政策吸引外国直接投资（FDI）等，这些措施的实施有助于改善匈牙利的全球竞争力。匈牙利 FDI 流入规模在全球和欧盟地区排名中均名列前茅，政府采取一系列措施鼓励 FDI 流入绿色领域：一是改变 VIP 现金补贴制度，与可再生能源生产相关的成本从投资额的 25% 提高到 50%；二是改变研发补贴计划，扩大有资格获得研发补贴的企业范围；三是设置新基建的最低投资额度；四是确定布达佩斯可再生能源的合格投资者身份；五是引入新的投资激励计划，旨在加速向“净零经济”过渡。

根据匈牙利投资促进局的数据，2024 年匈牙利 FDI 规模达 103 亿欧元，连续第二年超过 100 亿欧元大关，这在很大程度上得益于政府的投资促进政策。在 FDI 流入行业方面，汽车和电子业保持了领先地位，在新增就业和投资方面的占比合计高达约 90%。2024 年中国、韩国和德国成为匈牙利最大的 FDI 来源国。匈牙利未来的经济增长将在很大程度上受益于电池和汽车领域的发展，包括宁德时代、比亚迪、宝马、梅赛德斯和奥迪等企业已经开始在匈牙利扩建工厂，博世和三星也积极推动在匈牙利研发中心的建设。

消费依旧是拉动匈牙利经济发展的主要动力，近年来匈牙利产业结构保持稳定。

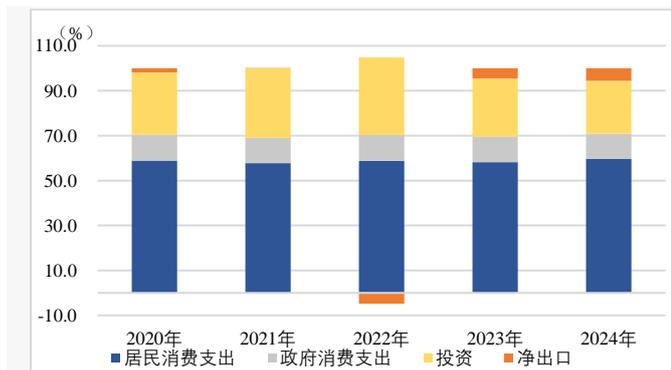
从经济结构看，2020—2024 年，匈牙利家庭消费和政府消费对 GDP 的平均贡献率分别为 58.7% 和 11.4%，前者呈上升趋势，后者保持稳定；资本形成总额的平均贡献率为 28.5%，呈下降趋势；净出口的贡献率有所波动，平均约为 1.5%（见图 6）。总体来看，近年来匈牙利的经济增长主要由家庭消费和资本形成总额拉动。

从产业结构看，近年来，匈牙利的产业结构整体保持稳定。2024 年匈牙利农业、工业和服务业增加值在 GDP 中的占比分别为 2.4%、23.9% 和 59.7%（不包括产品税减产品补贴）（见图 6）。具体来看，匈牙利的第一产业和第二产业保持相对稳定，第三产业温和增长。根据政府最近公布的《政府竞争力战略》，按照各个行业的经济比重、投资额、出口比例和就业情况确定了匈牙利的六大重点行业，包括汽车工业、健康产业、食品加工、原材料工业（包括化学、金属和塑料工业）、信息和通信技术以及创意产业。

汽车工业是匈牙利的支柱产业，但在 2024 年面临严峻考验，汽车制造业的工业产值下降了 9%，主要是由全球需求停滞以及欧盟旨在实现快速绿色转型的严格规定所致。美国对等关税风波也是阻碍匈牙利汽车行业发展的原因之一。匈牙利是欧盟第七大汽车制造国，汽车行业的旗舰企业梅赛德斯、奥迪和宝马近期宣布在匈牙利扩大产能，主要用于建设和发展电动汽车，此外比亚迪也在匈牙利投产其第一家欧洲工厂。目前，匈牙利与电池生产相关的投资总额已超过 7.6 万亿匈牙利福林，预计到 2030 年匈牙利的电池生产能力将位居世界第四位，欧盟第二位。从长远来看，电气设备行业（包括电池生产）的重要性持续提升以及近期宣布的大规模投资，都将令匈牙利成为全球汽车行业内的有力竞争者。

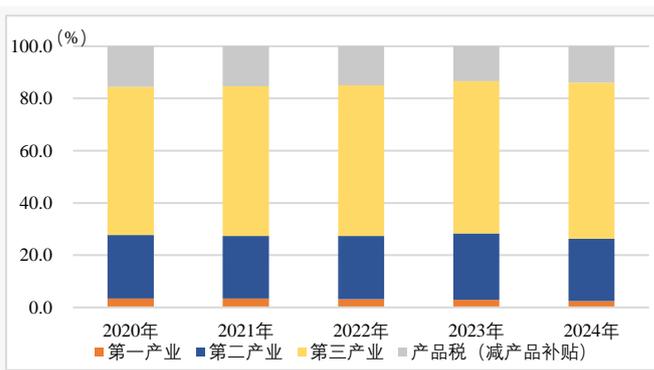
旅游业方面，2024 年匈牙利旅游业表现强劲，旅游住宿过夜人数同比增长 4.8%。虽然过夜总人数仍未回升至 2019 年峰值，但旅游业收入却较上一年增长近 6%。此外，政府还推出了一系列措施支持旅游业，包括暂停征收旅游税、提供就业和投资支持、能源价格上涨补偿、低利率贷款等。由于通胀压力得到缓解以及居民实际工资增长，带动旅游业显著复苏，标志着居民消费行为的积极转变以及经济的稳步复苏。

图表 6 • 匈牙利 GDP 构成情况（支出法）



数据来源：匈牙利中央统计办公室

图表 7 • 匈牙利 GDP 构成情况（三次产业）



数据来源：匈牙利中央统计办公室

对外贸易依赖度较高导致匈牙利易受到外部环境变化冲击。

匈牙利是出口驱动型国家，对外贸易的依赖程度较高，容易受外部环境变化冲击。2024年，匈牙利进出口总额与GDP的比值为143.8%，虽然较2023年下降13.3个百分点，但仍处于较高水平。

外部需求放缓可能会抑制匈牙利的出口表现，出口放缓进一步导致经济增长趋于疲软，就业和投资的增长也将受明显抑制。2024年全球经济持续放缓和地缘政治冲突不断继续抑制需求，为此匈牙利政府通过以下举措来应对外部需求的下降：一是扩大“Baross Gabor 工业复兴信贷计划”，承诺以优惠利率向关键行业投入1.2万亿福林以刺激生产和投资；二是优先发展战略性新兴产业，特别是电动汽车工业，以吸引大量FDI，巩固匈牙利在欧洲电动汽车市场的地位；三是调整货币政策，包括潜在的降息举措，旨在增强流动性；四是考虑采取进口限制和关税调整等监管措施，以保护国内产业；五是对受监管的公用事业提供财政支持，进一步稳定其价格并提高竞争力。

展望未来，虽然美国的关税政策或为匈牙利的国际贸易带来挑战，但随着全球供应链进一步修复、原材料短缺问题显著缓解以及国际旅游和运输行业的逐步复苏都将对匈牙利的贸易平衡起到积极作用。

近年来匈牙利银行业保持稳健运行，资产质量持续改善。

目前，匈牙利金融业由匈牙利央行实行统一监管。匈牙利央行的具体职责包括：确保金融中介系统的稳定、透明和高效运营；通过法令和其他监管提案，营造稳定而有序的金融市场运营环境；根据欧盟法律，搭建安全而有竞争力的金融市场发展框架；通过制定预防性措施，识别和有效防止损害个人、金融机构和金融部门利益的风险等。此外，匈牙利另设有金融稳定委员会（FSC），负责对金融市场进行持续不断的评估，这有利于加强对金融中介系统的监督和管控，防止或遏制系统性金融风险。

从匈牙利银行业对外资的依赖程度来看，根据匈牙利央行数据，匈牙利银行业资产约有68%由国内所有者持有。外资银行的母行主要位于奥地利和比利时，其银行业状况均处于稳健状态。若外国银行母行及其匈牙利子公司同时发生流动性问题，则可能对匈牙利银行系统造成风险。对此，匈牙利已经设立了预防性的宏观审慎工具，提升国内重要银行机构的抗冲击能力，限制其因破产或流动性不足造成的危机传导效应。同时，匈牙利央行也会对总部位于匈牙利的重要外国信贷机构及投资公司名单每年进行年度审查，对其运营进行持续监控，并在必要时对这些机构提出额外的资本缓冲要求。

为加强和保持银行业的稳健运行，匈牙利央行推出了多项监督和管理措施。自2023年7月起，匈牙利央行启动逆周期资本缓冲（CCyB）政策，并将缓冲率设定为0.5%，主要是因为匈牙利央行认为当前的周期性系统风险和房地产市场估值均过高。之后，鉴于经济不确定性和高利率导致的周期性系统风险有所缓解，缓冲机制的启动时间被推迟至2024年7月。自2024年7月起，匈牙利央行针对有问题的商业地产贷款重启系统性风险缓冲（SyRB）要求，此前该要求在新冠疫情后被无限期暂停。此外，匈牙利央行根据风险变化和宏观经济环境情况，自2024年1月起调整债务收入比和贷款价值比限额，对首次购房者适用优惠的贷款价值比限额（90%），以降低信贷风险。尽管在过去几年匈牙利银行体系面临诸多挑战，但仍然保持稳健，说明其抗风险冲击能力很强。2024年，匈牙利银行的流动性较上年进一步增强，年末运营流动性缓冲相当于私营部门存款（家庭和非金融公司）的近75%。2024年，匈牙利银行业的总资产回报率（ROA）稳定在2.1%，净资产回报率（ROE）较上年下降1.3个百分点至17.9%，尽管有所下滑但仍处于较高水平，银行业的整体盈利能力依然强劲，盈利表现强劲主要得益于持续较高的净利息收入、外国子公司增加股息支付以及超额利润税下降。匈牙利银行业资本充足，这意味着即使发生严重冲击，国内信贷部门也能满足流动性和资本充足率方面的监管要求。截至2024年末，匈牙利银行业的总资本充足率为20.1%，较上年末上涨0.1个百分点，但该比例仍为监管最低要求的两倍以上，银行业抗风险能力较强。匈牙利银行业的贷款组合质量较好，2024年信贷机构企业贷款组合的不良贷款率（NPL）下降至2.3%的历史低位，但由于家庭抵押贷款利率上限的前景仍不明朗，贷款组合中部分信贷风险可能有所增加。总体来看，匈牙利银行业在2024年依然保持稳健。

展望未来，银行业部分贷款组合信贷风险或将上升，特别是2025年6月之后家庭抵押贷款利率上限将逐步取消，但预计该影响将仅限于少部分借款人。考虑到近期市场价值的下降和相应的风险敞口，与匈牙利国内商业房地产贷款相关的风险也值得关注。与此同时，2024年匈牙利家庭贷款组合增长了9.7%，预计2025年两个信贷领域的需求都将更加强劲，其中家庭部门的增长预计将超过10%。

六、公共财政⁴

为应对新冠疫情和俄乌冲突，匈牙利政府采取了一系列扩张性财政政策以刺激经济复苏，打破了近几年保持较好的财政表现。

自2004年加入欧盟以来，匈牙利政府多年来一直致力于实现3%的财政赤字目标。通过落实一系列税收改革、削减财政支出和欧盟的资金支持，匈牙利财政赤字水平大幅下滑，并常年保持在3%以下，财政表现良好。

⁴ 除特殊说明外，均指一般政府。

新冠疫情打破了匈牙利近年来财政赤字的收窄趋势。为刺激经济复苏以及为家庭提供支持，匈牙利政府扩大财政支出规模，同时推出一系列扩张性的财政政策，包括退休人员可获得第 13 个月养老金、对 25 岁以下人群免征个人所得税、退还子女家庭 2021 年的个人所得税、向执法人员和军人发放一次性奖金、减免地方营业税、提供家庭住房补贴等各项措施。

2022 年初爆发的俄乌冲突将能源产品价格推向历史高位，并引发了严重的能源危机和通胀问题。为减轻能源价格激增带来的不利影响，匈牙利政府发布了包括家庭水电价格上限、汽车燃料价格上限、能源密集型中小企业扶持计划和食品价格上限在内的多项政策。此外，匈牙利政府还设定了抵押贷款利率、中小企业利率和其他贷款的上限为债务人提供偿付支持。

近年来匈牙利财政赤字呈下行趋势，但仍处于较高水平。

2020—2024 年，匈牙利财政收入规模呈增长趋势。虽然政府对银行业征收暴利税，对能源行业、金融交易、保险以及药品生产商的临时征税项目为财政收入做出巨大贡献，但经济增长疲软仍对税收收入（特别是增值税收入）产生一定不利影响。2024 年，匈牙利财政收入录得 34.2 万亿福林，虽然同比增长 6.7%，但财政收入相当于 GDP 的比值由 2023 年的 42.4% 小幅下降至 42.0%。从财政收入结构来看，税收收入占总财政收入的比重为 58.8%，较 2023 年增长 0.1 个百分点；社保收入占总财政收入的比重为 24.7%，较上年增长 1.4 个百分点。

2020—2024 年，匈牙利财政支出规模也呈增长趋势，但不及财政收入增速。2024 年，由于通胀水平超预期增长，匈牙利政府养老基金支出和利息支出均超出最初的预算规模，受此影响财政支出同比增长 2.9% 至 38.2 万亿福林。政府支出相当于 GDP 的比值由 2023 年的 49.2% 下降至 46.9%，同比下降 2.3 个百分点。从财政支出结构来看，雇员报酬和社会福利分别占总财政支出的 22.1% 和 23.1%。2024 年，利息支出同比增长逾 14% 至 4.0 万亿福林，占总财政支出的 10.6%，较 2023 年上涨 1.1 个百分点，利息支出压力进一步增大。

匈牙利政府在过去几年实施扩张性的财政政策，导致财政赤字率在 2020 年迅速走扩，但随后又恢复收窄趋势。2024 年，匈牙利财政赤字规模为 4.0 万亿福林，相当于 GDP 的 4.9%，较 2023 年收窄 1.8 个百分点，但仍高于欧盟的平均水平（3.4%）。

展望 2025 年，虽然部分临时征税项目结束和一些新的税收减免政策生效或对财政收入产生负面影响，但匈牙利政府还将引入新的税收计划以抵消潜在损失。此外，由于能源产品价格大幅下降、通胀压力得到一定缓解，匈牙利政府或将减少能源支出、利息支出和其他刚性支出。综上所述，在匈牙利经济加速恢复的支持下，预计 2025 年匈牙利的财政赤字率将收窄至 3.7% 左右。

图表 8 • 匈牙利财政状况

| 项目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 财政收入（万亿匈牙利福林） | 21.3 | 22.8 | 28.1 | 32.0 | 34.2 |
| 财政收入/GDP（%） | 43.5 | 41.0 | 42.5 | 42.4 | 42.0 |
| 财政支出（万亿匈牙利福林） | 24.9 | 26.7 | 32.2 | 37.1 | 38.2 |
| 财政支出/GDP（%） | 51.0 | 48.1 | 48.7 | 49.2 | 46.9 |
| 财政盈余（万亿匈牙利福林） | -3.7 | -4.0 | -4.1 | -5.1 | -4.0 |
| 财政盈余/GDP（%） | -7.5 | -7.1 | -6.2 | -6.7 | -4.9 |

注：财政盈余/GDP 为负表示财政赤字相当于 GDP 的比值。

数据来源：匈牙利中央统计办公室

近年来，政府债务水平呈下行趋势，债务结构保持相对稳定。

近年来，匈牙利政府债务管理的重点主要是减少外部风险、降低外币债务占比以及延长债务组合的偿还期限。2020—2024 年，匈牙利政府债务相当于 GDP 的比值呈下行趋势。截至 2024 年末，匈牙利政府债务增至 59.9 万亿匈牙利福林，同比增长 8.6%，相当于 GDP 的比值为 73.5%，较 2023 年末上涨 0.5 个百分点。

债务结构方面，截至 2024 年末，中央政府债务规模达 55.5 万亿匈牙利福林，占政府债务总额的比值高达为 92.7%。长期债务规模达 57.5 万亿匈牙利福林，占政府债务总额的 96.1%，较上年末上涨 1.8 个百分点。外币债务规模为 19.9 万亿匈牙利福林，其占政府债务总额的比值为 33.2%，较 2023 年末上涨 3.5 个百分点。此外，非居民持有债务占比由 2023 年末的 36.4% 上涨至 37.1%。

或有负债方面，匈牙利政府的或有负债主要来源于政府担保、表外 PPP 项目、一般政府以外的政府相关实体、政府提供的不良贷款等。截至 2024 年末，匈牙利政府的或有负债规模达 22.3 万亿匈牙利福林，其中政府担保规模达 9.7 万亿匈牙利福林，较 2023 年末同比增长 18.7%；不良贷款同比增长逾 20% 至 61.8 万亿匈牙利福林。

考虑到匈牙利的经济表现和政府财政状况有望在未来几年得到改善，匈牙利政府债务水平预计将进一步下滑，但短期内预计仍将维持在 70% 以上。

图表 9 • 匈牙利政府债务情况

| 项目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 政府债务（万亿匈牙利福林） | 38.4 | 42.3 | 48.9 | 55.1 | 59.9 |
| 政府债务/GDP（%） | 78.7 | 76.2 | 73.9 | 73.0 | 73.5 |
| 财政收入/政府债务（%） | 55.3 | 53.8 | 57.6 | 58.1 | 57.1 |

数据来源：匈牙利央行

近年来，匈牙利政府债务偿付能力持续改善，并有望在未来几年进一步增强。

近年来，匈牙利财政收入对政府债务总额的覆盖程度呈上涨趋势，并在 2024 年达到 57.1%，仍处在相对较高水平。根据最新的融资计划，匈牙利政府将采取措施以压降债务规模、提高债务组合多样性、提高投资者稳定性、加强政府债务融资安全性、提高债务平均到期期限以及巩固并加强在环境、社会和公司治理（ESG）市场上的地位。2025 年，匈牙利政府计划继续将固定利率债务占比限制在 60%到 80%之间，中期内将外币债务占比降至 30%以下，并采取更多措施以优化债务结构。这些措施将有效减轻政府债务负担，财政收入对政府债务的覆盖程度预计将在未来几年进一步提高。

七、外部融资

近年来，受能源价格剧烈波动和主要贸易伙伴需求减弱的影响，匈牙利贸易和经常账户平衡双双出现波动。

匈牙利作为出口导向型经济体，多年来一直保持贸易顺差，过去五年外贸总额相当于 GDP 的平均比值在 160%左右。新冠疫情和俄乌冲突显著抑制了匈牙利贸易伙伴的外部需求，并增加了匈牙利的能源商品进口价格，导致匈牙利在 2022 年转为贸易逆差，但在 2023 年和 2024 年再度恢复为顺差。2024 年，受益于能源价格持续下跌，匈牙利进口总额同比下降 5.5%至 1,542.5 亿美元。尽管服务出口表现有所改善，但由于其主要贸易伙伴（如德国）的外部需求疲软，匈牙利的出口贸易总额也有所下滑。2024 年，匈牙利出口贸易总额同比减少 3.6%至 1,666.3 亿美元。在国内需求疲软和匈牙利福林贬值的背景下，匈牙利总体出口表现有所改善，匈牙利的贸易顺差由 2023 年的 97.6 亿美元走扩至 2024 年的 123.9 亿美元，同比增长 26.9%。

近年来，匈牙利经常账户收入呈增长趋势；得益于能源价格自历史高位回落，匈牙利经常账户平衡自 2023 年起由赤字转为盈余。2024 年，匈牙利经常账户收入达 1,858.5 亿美元，同比下滑 9.3%；得益于服务业出口和收入转好，经常账户盈余激增至 49.2 亿美元，相当于 GDP 的比值为 2.2%。

国际投资净头寸方面，作为国际投资的主要目的地，匈牙利长期为国际投资净债务国。截至 2024 年末，匈牙利的国际投资净头寸达到-910.8 亿美元，国际投资净头寸与 GDP 的比值为-40.8%。

图表 10 • 匈牙利经常项目收支情况

| 项目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 出口总额（亿美元） | 1,237.6 | 1,454.9 | 1,586.8 | 1,729.3 | 1,666.3 |
| 进口总额（亿美元） | 1,208.0 | 1,452.9 | 1,671.9 | 1,631.6 | 1,542.5 |
| 净出口（亿美元） | 29.7 | 2.0 | -85.1 | 97.6 | 123.9 |
| CAR（亿美元） | 1,347.8 | 1,567.8 | 1,708.9 | 1,902.2 | 1,858.5 |
| CAB（亿美元） | -15.0 | -75.2 | -152.9 | 6.2 | 49.2 |
| CAB/GDP（%） | -0.9 | -4.1 | -8.6 | 0.3 | 2.2 |
| 国际投资净头寸（亿美元） | -750.7 | -816.3 | -773.3 | -934.6 | -910.8 |
| 国际投资净头寸/GDP（%） | -47.4 | -44.6 | -43.6 | -43.7 | -40.8 |

注：CAR 为经常账户收入；CAB 为经常账户余额

数据来源：匈牙利央行

近年来，匈牙利外债规模持续增长，外债结构保持稳定。

新冠疫情暴发以来，匈牙利政府和私人部门的外部融资需求持续增加，外债总额近年来持续增长，匈牙利外债总额相当于 GDP 的比值在过去五年一直保持在 88%左右。截至 2024 年末，匈牙利外债总额为 1,962.4 亿美元，同比增长 6.7%；外债总额相当于 GDP 的比值为 87.9%，较 2023 年末（86.0%）上涨 1.9 个百分点。

外债结构方面，匈牙利外债主要由政府外债构成。截至 2024 年末，政府外债同比增长 6.3%至 607.4 亿美元，占外债总额的比重为 31.0%，与上年基本一致。

截至 2024 年末，匈牙利外币债务在外债总额中的占比为 77.9%，较 2023 年末上涨了 2.9 个百分点。外债期限结构方面，匈牙利外债仍以长期债务为主（57.4%），短期债务占比小幅下滑至 15.9%，短期偿付压力有所缓解。

图表 11 • 匈牙利外债情况

| 项目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 外债总额（亿美元） | 1,330.0 | 1,629.3 | 1,667.0 | 1,839.4 | 1,962.4 |
| 外债总额/GDP（%） | 83.9 | 88.9 | 94.0 | 86.0 | 87.9 |
| 政府外债总额（亿美元） | 477.1 | 480.4 | 427.0 | 571.3 | 607.4 |
| 政府外债/外债总额（%） | 35.9 | 29.5 | 25.6 | 31.1 | 31.0 |
| CAR/外债总额（%） | 101.3 | 96.2 | 102.5 | 103.4 | 94.7 |
| 外汇储备（亿美元） | 413.5 | 434.8 | 412.4 | 457.5 | 464.6 |
| 外汇储备/外债总额（%） | 31.1 | 26.7 | 24.7 | 24.9 | 23.7 |

数据来源：匈牙利央行

匈牙利外债偿付实力很强，近年来经常账户收入对外债的保障能力保持在较高水平。

2020—2024 年，匈牙利经常账户收入对外债总额的覆盖程度保持在 100%左右，外债偿付实力很强。截至 2024 年末，匈牙利经常账户收入相当于外债总额的比值为 94.7%，虽然较 2023 年末下滑了 8.7 个百分点，但仍处于较高水平。

2020—2024 年，由于外汇储备增速落后于外债增速，匈牙利外汇储备对外债总额的覆盖程度呈下行趋势。截至 2024 年末，匈牙利外汇储备较上年末小幅增长 1.5%至 464.6 亿美元，外汇储备相当于外债总额的比值较 2023 年末下滑 1.2 个百分点至 23.7%。

2024 年，匈牙利福林兑美元和欧元汇率双双剧烈波动，央行趋稳的货币政策态度将支撑金融市场稳定。

匈牙利采取浮动汇率制，匈牙利福林在日常交易和资本交易中可实现完全自由兑换。

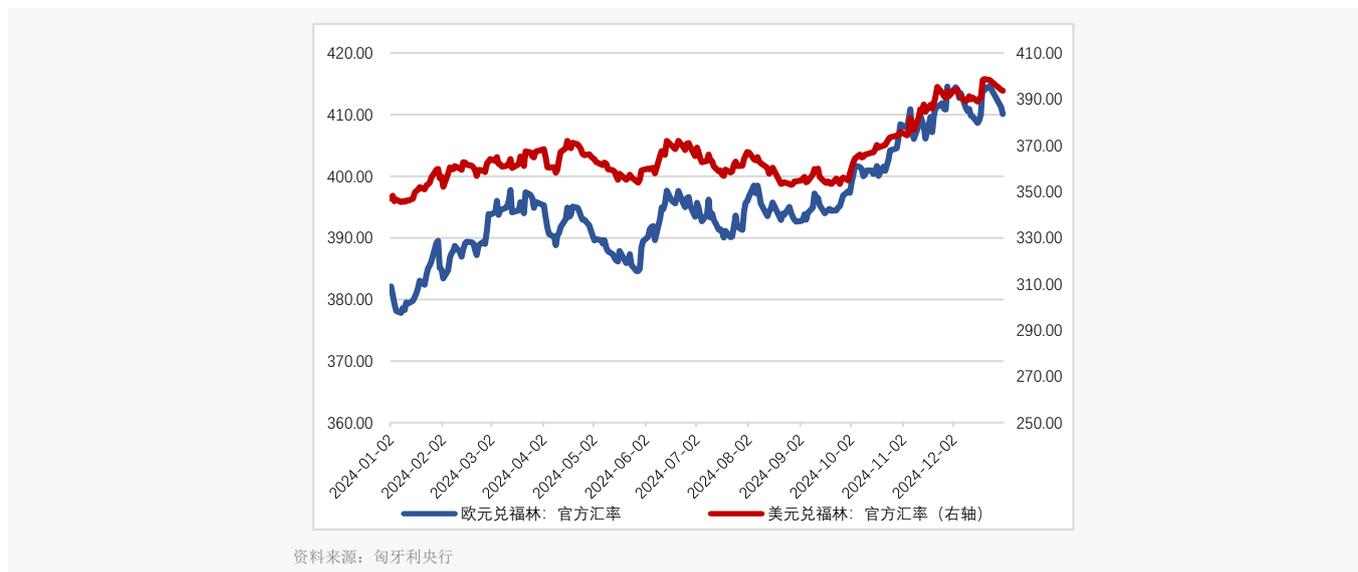
2024 年，匈牙利福林兑美元和欧元分别贬值 13.6%和 7.1%（见图表 12）。具体来看，匈牙利福林兑美元汇率较匈牙利福林兑欧元汇率经历了更大幅度的波动。匈牙利福林兑美元和欧元汇率自 2024 年初起持续走软，3 月份出现短暂回调，随后自 2024 年 9 月起受地缘政治风险加剧、美元走强等因素的影响匈牙利福林兑美元和欧元汇率出现波动。

2025 年以来，受美元兑欧元汇率走势、有利的国内货币政策以及正在进行的俄乌和谈等因素的影响，匈牙利福林兑美元和欧元均大幅升值。但美国政府宣布的关税措施导致全球金融市场受到冲击，匈牙利福林兑欧元汇率在避险情绪升温的推动下转为贬值。

展望未来，考虑到匈牙利央行将继续实施趋稳、可信及透明的货币政策，预计匈牙利福林汇率将得到持续的监控，并将有助于维护金融市场的稳定。

总体而言，匈牙利的外债规模仍在可控范围，且外债偿付能力保持强劲，关键外债指标均处于良好水平。

图表 12 • 欧元和美元兑匈牙利福林汇率走势



八、偿债能力分析

近年来，中匈两国的政治经济关系持续加深，为本期债项的偿付提供了良好的外部条件。

近年来中国和匈牙利之间的政治经济关系持续加深。

官方合作方面，中匈两国交往频繁。2015年6月，匈牙利成为首个与中国签署关于“一带一路”倡议政府间合作协议的欧洲国家。2017年3月，匈牙利正式加入亚洲基础设施投资银行（AIIB），为发展双方的金融和贸易关系提供助力。2017年5月，匈牙利总理欧尔班·维克多在出席“一带一路”国际合作高峰论坛前在北京会见了中国国家主席习近平，双方发表了关于建立全面战略伙伴关系的联合声明。2021年2月，欧尔班·维克多总理和习近平主席共同参加在北京举行的中国—中东欧国家领导人峰会，为双方合作促进共同基础设施投资提供了契机。2024年，两国庆祝建交75周年。中国国家主席习近平于2024年5月8日至10日对匈牙利进行了正式访问，同匈牙利总统舒尤克·道马什举行了双边会谈，并同总理欧尔班·维克多进行了一系列正式和非正式会晤。访问期间，两国决定将双边关系提升至全天候全面战略伙伴关系，并签署了涉及经济、贸易、投资促进、农产品出口、文化等领域共18项协议。

除官方合作之外，比亚迪、宁德时代、科达利和恩捷股份等中国企业已在匈牙利投资建厂。比亚迪在匈牙利最早的投资活动可以追溯至2016年，当时比亚迪在欧洲建立了第一家全电动公共汽车工厂。2023年，比亚迪宣布选择塞格德作为其首个欧洲电动汽车生产厂的所在地。塞格德项目是匈牙利过去几十年中最重要的投资之一，预计将创造数千个就业岗位，并惠及当地供应商。2022年，宁德时代宣布选择匈牙利作为其在欧洲的第二家电动汽车电池工厂所在地，这是匈牙利近十年来最大的绿地投资项目，该工厂计划于2025年竣工投产。此外，2025年初，中国机械制造商中联重科和中国电解液生产商昆仑新材也宣布在匈牙利投资，以在建筑和化工行业进行更深层次的开发，这些投资活动将促进当地就业市场的发展，并加强中匈之间的商业联系。

在过去十年中，中国已成为匈牙利在欧盟之外最重要的贸易伙伴。2024年，中国是匈牙利除欧盟以外最大的贸易伙伴，中匈双边贸易占匈牙利外贸总额的3.8%。具体来看，中国占匈牙利出口份额的1.2%，同时也是匈牙利的第二大进口国，占其进口份额的6.7%。

总体而言，中匈两国政治和经济关系的加强为本期债项的偿付提供了良好的外部条件。

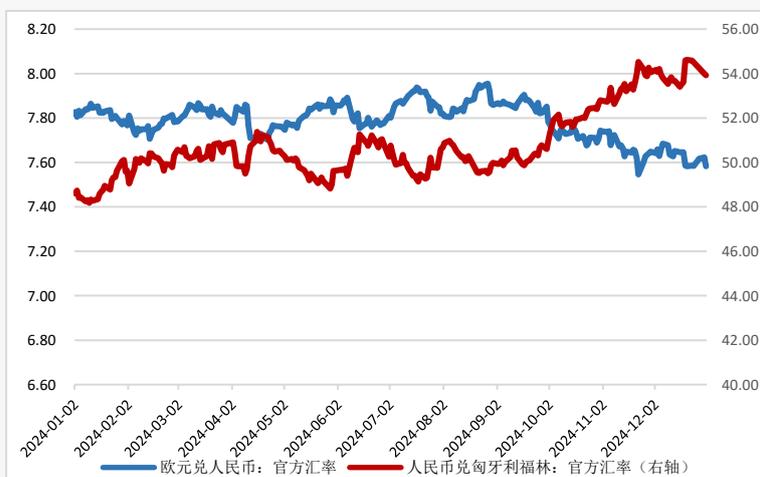
本期债项面临的汇兑风险较为有限。

2015年2月，匈牙利政府发布“布达佩斯人民币倡议”意图拓宽匈牙利投资范围和融资渠道，同年5月，其通过与国际清算银行合作以间接工具投资了少量中国国债。同年10月，中国银行在布达佩斯设立其在中东欧的首个人民币清算中心，助力促进双边贸易、减轻两国企业汇款成本。2016年12月，匈牙利央行宣布启动人民币和匈牙利福林在外汇市场的直接兑换。2017年1月，匈牙利央行和中国银行达成一项关于银行间市场代理业务的总协议，并就人民币账户结算服务达成了一项谅解性备忘录。此外，中国人民银行与匈牙利央行签订的货币互换协议在2020年1月续签展期（首次签订于2013年），双方互换货币总额也由100亿元人民币增至200亿元人民币。

汇率风险方面，2024年，欧元兑人民币汇率全年升值约3.1%，匈牙利福林兑人民币贬值约10.7%（见图表13）。

匈牙利的经常账户收入和外汇储备在未来几年保持充裕、以及中匈之间续签的货币互换协议都有助于降低本期债项面临的汇兑风险。

图表 13 • 欧元兑人民币、人民币兑匈牙利福林走势



资料来源：匈牙利央行

稳定的偿债资金来源为本期债项的偿付提供了充足的保障。

债券发行收入将汇往境外并兑换成欧元，纳入发行人的一般预算资金。

从偿债保障情况看，本期债项发行规模上限为 50.0 亿元人民币，相当于 2024 年末匈牙利政府外债的 1.2% 左右。从还款来源来看，发行债券将纳入政府预算，政府财政收入为存续债券的偿还提供了稳定而可靠的保障。2024 年匈牙利财政收入（34.2 万亿匈牙利福林）对本期债项的保障程度约为 135 倍，截至 2024 年末的外汇储备（464.6 亿美元）对本期债项的保障程度约为 66 倍，两者对本期债项的保障能力均极强。

九、评级结论

综合评估，联合资信确定匈牙利主体区域长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1 匈牙利主要数据

| 项目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 宏观经济 | | | | | |
| 名义 GDP (万亿匈牙利福林) | 48.8 | 55.6 | 66.1 | 75.6 | 81.5 |
| 名义 GDP (亿美元) | 1,585.0 | 1,831.8 | 1,773.3 | 2,139.2 | 2,231.8 |
| 实际 GDP 增长率 (%) | -4.3 | 7.2 | 4.3 | -0.8 | 0.5 |
| CPI 增幅 (%) | 3.3 | 5.1 | 14.5 | 17.6 | 3.7 |
| 失业率 (%) | 4.1 | 4.0 | 3.6 | 4.1 | 4.5 |
| 结构特征 | | | | | |
| 人均 GDP (美元) | 16,390 | 19,021 | 18,458 | 22,302 | 23,285 |
| 第一产业在 GDP 中的占比 (%) | 3.4 | 3.5 | 3.1 | 2.9 | 2.4 |
| 第二产业在 GDP 中的占比 (%) | 24.4 | 23.9 | 24.3 | 25.5 | 23.9 |
| 第三产业在 GDP 中的占比 (%) | 56.8 | 57.4 | 57.6 | 58.2 | 59.7 |
| 产品税 (减产品补贴) 在 GDP 中的占比 (%) | 15.5 | 15.3 | 15.0 | 13.4 | 14.0 |
| 居民消费在 GDP 中的占比 (%) | 58.9 | 57.8 | 58.7 | 58.2 | 59.6 |
| 政府消费在 GDP 中的占比 (%) | 11.5 | 11.2 | 11.5 | 11.4 | 11.2 |
| 资本形成总额在 GDP 中的占比 (%) | 27.7 | 30.9 | 34.5 | 25.9 | 23.6 |
| 净出口在 GDP 中的占比 (%) | 1.9 | 0.1 | -4.8 | 4.6 | 5.6 |
| 进出口总额在 GDP 中的占比 (%) | 154.3 | 158.7 | 183.8 | 158.1 | 143.8 |
| 银行业资本充足率 (%) | 19.4 | 19.6 | 19.1 | 20.0 | 20.1 |
| 银行业不良贷款率 (%) | 3.5 | 3.2 | 3.2 | 2.5 | 2.3 |
| 银行业 ROA (%) | 0.6 | 1.2 | 1.0 | 2.1 | 2.1 |
| 银行业 ROE (%) | 7.0 | 11.4 | 10.6 | 19.2 | 17.9 |
| 公共财政 | | | | | |
| 财政收入 (万亿匈牙利福林) | 21.3 | 22.8 | 28.1 | 32.0 | 34.2 |
| 财政收入/GDP (%) | 43.5 | 41.0 | 42.5 | 42.4 | 42.0 |
| 财政支出 (万亿匈牙利福林) | 24.9 | 26.7 | 32.2 | 37.1 | 38.2 |
| 财政支出/GDP (%) | 51.0 | 48.1 | 48.7 | 49.2 | 46.9 |
| 财政盈余 (万亿匈牙利福林) | -3.7 | -4.0 | -4.1 | -5.1 | -4.0 |
| 财政盈余/GDP (%) | -7.5 | -7.1 | -6.2 | -6.7 | -4.9 |
| 一般政府债务总额 (万亿匈牙利福林) | 38.4 | 42.3 | 48.9 | 55.1 | 59.9 |
| 一般政府债务总额/GDP (%) | 78.7 | 76.2 | 73.9 | 73.0 | 73.5 |
| 财政收入/一般政府债务总额 (%) | 55.3 | 53.8 | 57.6 | 58.1 | 57.1 |
| 外部融资 | | | | | |
| 商品和服务出口总额 (亿美元) | 1,237.6 | 1,454.9 | 1,586.8 | 1,729.3 | 1,666.3 |
| 商品和服务进口总额 (亿美元) | 1,208.0 | 1,452.9 | 1,671.9 | 1,631.6 | 1,542.5 |
| 商品和服务净出口额 (亿美元) | 29.7 | 2.0 | -85.1 | 97.6 | 123.9 |
| 经常账户收入 (亿美元) | 1,347.8 | 1,567.8 | 1,708.9 | 1,902.2 | 1,858.5 |
| 经常账户余额 (亿美元) | -15.0 | -75.2 | -152.9 | 6.2 | 49.2 |
| 经常账户余额/GDP (%) | -0.9 | -4.1 | -8.6 | 0.3 | 2.2 |
| 国际投资净头寸 (亿美元) | -750.7 | -816.3 | -773.3 | -934.6 | -910.8 |
| 国际投资净头寸/GDP (%) | -47.4 | -44.6 | -43.6 | -43.7 | -40.8 |
| 外债总额 (亿美元) | 1,330.0 | 1,629.3 | 1,667.0 | 1,839.4 | 1,962.4 |
| 外债总额/GDP (%) | 83.9 | 88.9 | 94.0 | 86.0 | 87.9 |
| 政府外债总额 (亿美元) | 477.1 | 480.4 | 427.0 | 571.3 | 607.4 |
| 政府外债/外债总额 (%) | 35.9 | 29.5 | 25.6 | 31.1 | 31.0 |

| | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经常账户收入/外债总额 (%) | 101.3 | 96.2 | 102.5 | 103.4 | 94.7 |
| 外汇储备 (亿美元) | 413.5 | 434.8 | 412.4 | 457.5 | 464.6 |
| 外汇储备/外债总额 (%) | 31.1 | 26.7 | 24.7 | 24.9 | 23.7 |

资料来源：欧盟统计局、匈牙利中央统计办公室、匈牙利央行

附件 2-1 主体区域长期信用等级设置及其含义

联合资信主体区域长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

| 信用等级 | 含义 |
|------|--------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高 |
| CC | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 不能偿还债务 |

附件 2-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 2-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

| 评级展望 | 含义 |
|------|-----------------------------------|
| 正面 | 存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大 |
| 稳定 | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大 |
| 负面 | 存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大 |
| 发展中 | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持 |

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

匈牙利应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

匈牙利或本期债项如发生重大变化，或发生可能对匈牙利或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，匈牙利应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注匈牙利的经济发展状况、外部融资环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对匈牙利或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如匈牙利不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。