

# 匈牙利

## 本次评级结果

长期本币信用等级：A<sub>+</sub>

长期外币信用等级：A<sub>+</sub>

评级展望：稳定

## 本次评级时间

2017 年 10 月 27 日

分析师：高畅  
邮箱：gaoc@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 10 月 27 日对匈牙利主权信用评级，确定其长期本、外币主权信用等级 A<sub>+</sub>，评级展望稳定。

匈牙利国内局势相对稳定，欧尔班和其领导的青年民主主义者联盟自 2010 年以来长期担任匈牙利执政党，但政府效能近年来有所下降；受强劲的内需拉动和欧洲经济复苏刺激，经济保持高速稳定增长，通货膨胀维持适度水平，对外贸易顺差持续走高，但外向型经济对外依存度较高具有脆弱性，容易受到英国脱欧和希腊退出欧元区的影响；银行业坏账率较高，但各项指标有所改善，稳健性有所提升；政府推出财政整固计划，财政赤字小幅上升，但公共债务中外债比例降低；总外债规模较大，但经常性账户持续盈余，对外债具有一定的保障能力，债务结构合理，短期偿付压力不大。综上所述，联合评级认为匈牙利本、外币偿债能力仍较稳定，主权信用风险较低。

## 评级依据

### 执政党或将赢得 2018 年议会选举继续执政，政局相对稳定，但政府效能降低滋生腐败

自 2010 年赢得议会选举之后，青年民主主义者联盟长期担任匈牙利执政党。2014 年 4 月匈牙利举行议会换届选举，青年民主主义者联盟和基督教民主人民党组成的竞选联盟获胜，取得多数席位再次成为执政党，主席欧尔班·维克托连任总理，国内局势相对稳定。

但自 2016 年来，执政党诸多政策推行不顺，2016 年 10 月匈牙利政府试图绕过国会通过举行全民公投反对欧盟强制性分摊难民政策，由于投票率过低导致公投无效；11 月执政党再次试图通过修改宪法推行反移民政策，但未得到议会支持。2017 年 2 月匈牙利政府迫于舆论压力放弃申办 2024 年奥运会。2017 年 4 月 4 日议会通过政府提交的高等教育法修正草案，禁止非欧盟大学在匈牙利颁发学位，关闭索罗斯基金会资助的中欧大学，引发大规模反政府游行抗议活动。匈牙利政府效能降低引发争议，欧尔班所领导的执政党民意支持度有所下滑。

匈牙利将于 2018 年 4 月举行新一届议会选举，目前由于左翼反对派动荡，青年民主主义者联盟在民调中仍占有领先优势，赢得选举继续执政的可能性较大，政权相对稳定。但政府效率下降滋生腐败，根据透明国际公布的国际清廉指数排名中，匈牙利政府清廉程度在欧盟成员国中排名倒数第四。并且近几年匈牙利清廉指数不断走低，腐败问题日趋严重，对政治稳定性造成冲击。

### 执政党奉行民粹主义，与欧盟在人权和社会秩序上冲突不断，拒绝接受难民引发制

## 裁，与欧盟关系趋于紧张

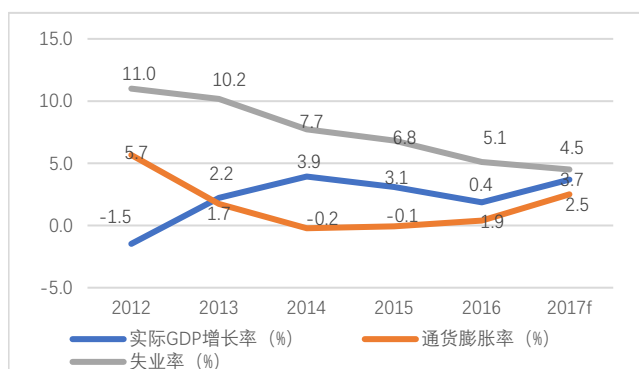
奉行民粹主义的欧尔班在人权和社会秩序等问题上立场强硬，屡次挑战欧盟价值观，使得匈牙利与欧盟关系趋于紧张。匈牙利高等教育法修正草案被认为在多个层面上与欧盟利益相悖，遭到欧委会强烈谴责；由于态度强硬拒绝接受难民，欧委会 2017 年 6 月启动违约程序，对匈牙利进行制裁；对于荷兰驻匈牙利大使对其难民政策的批评，匈牙利认为其言论损害匈牙利尊严和主权，无限期中断与荷兰的大使级外交关系。难民问题持续发酵给匈牙利和欧盟关系蒙上阴影。此外，在俄罗斯问题上匈牙利也与德国为首的欧盟存在利益分歧，其与俄罗斯的友好关系导致了欧盟和北约内部的不安。对于受到来自极右翼政党的持续威胁，在欧尔班领导下的执政党为赢得竞选谋求连任有更加右倾的趋势，可能将与欧盟产生更多摩擦，对匈牙利的经济 and 金融前景带来不确定性。

### 失业率创新低，物价水平低位稳定运行，匈牙利中短期内经济发展利好，但长期发展可能受到人口问题制约

2012 年受到欧元债务危机的冲击，匈牙利 GDP 增速跌至-1.5%，之后匈牙利政府出台了一系列信贷政策刺激实体经济，得到较好效果，匈牙利 2013 年至 2015 年的 GDP 增速快速增长，为 2.2%、3.9%和 3.1%。2016 年随着欧盟对基础设施建设投资锐减，匈牙利经济增速略有放缓降至 1.9%，但仍高于欧盟平均水平。匈牙利经济增长主要由消费和出口是拉动，2016 年私人消费和出口对 GDP 增长贡献率分别达到 2.4%和 0.7%。其中消费增长主要由于就业状况得到逐步改善，同时通货膨胀率维持在低位可控状态，居民可支配收入增加，促进消费拉动经济提升。近年来匈牙

失业率不断下降，2016 年降到了 5.1%的历史新低；匈牙利物价指数 2014 年和 2015 年为负增长，2016 年为 0.4%，2017 年上半年受到国际能源价格回升的影响大幅上涨超过 2%，但与央行的通胀预测基本持平，略低于匈牙利央行的 3%长期通胀目标。

图 1：匈牙利宏观经济情况（%）



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

中短期来看，欧盟经济进入温和复苏期，传统贸易伙伴国的对外需求增加；匈牙利 2013 年以来陆续出台减税措施，减少企业的税务负担，投资环境的优化有利于吸引外资；同时增加工资有利于促进消费，对经济发展有推进作用，预计未来 2-3 年匈牙利 GDP 增速将延续小幅增长势头，2017 年将保持在 3.7%左右。但同时，英国即将退出欧盟对匈牙利的中短期经济增长带来不稳定因素。

另一方面，匈牙利人口总数长期处于负增长，近十年来以每年约 3%的速度递减，移民净流出，并且老龄化问题严重。长期来看，劳动力短缺或将成为匈牙利经济增长的瓶颈，对长期经济发展造成制约。

**银行业不良贷款率较高，但各项指标有所改善，金融稳定性存在一定风险但总体可控**

金融危机对匈牙利银行业造成严重冲击，

银行不良贷款率猛增至 10%以上，银行业出现大面积亏损。为此匈牙利政府加大了对银行业的监管力度，2015 年出台政策限制向居民发放外币贷款，并于 2016 年降低了银行业税率，银行业状况逐步得到改善，匈牙利金融稳健性有所提升。2016 年银行不良贷款率由 2015 年的 11.7%下降至 7.4%；并扭转亏损局面开始盈利，银行业净资产收益率（ROE）和资产回报率（ROA）则分别达到约 17.0%及 1.6%；匈牙利银行业核心资本充足率较高，2016 年为 18.0%，大于国际标准，具有一定的抗风险能力。

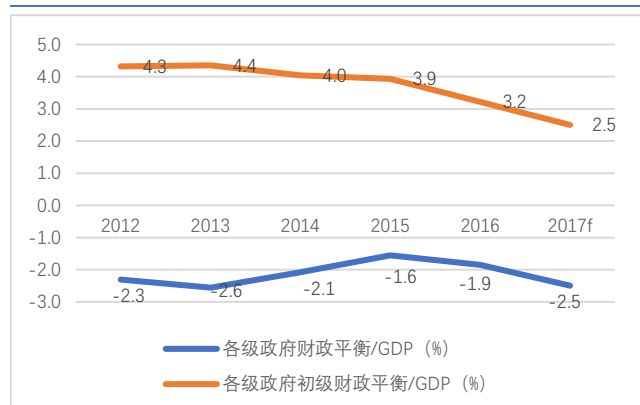
为应对不良贷款率过高的问题，匈牙利央行要求不良贷款高于 50 亿匈牙利福林的商业银行于 2017 年为坏账设立额外的准备金。在经济回暖的背景下，匈牙利银行业不良贷款率有望进一步降低。然而，值得关注的是，2015 年起匈牙利实行了宽松的货币政策，央行基准利率不断调低，2016 年 5 月达到了 0.9%的历史最低点。随着低利率和国内需求上升刺激信贷规模迅速放量，银行业周期性风险上升，但短期内不会给银行体系的稳定性带来太大的影响。

**顺周期扩张型政策下，匈牙利财政赤字小幅上升**

匈牙利政府经常性账户长期处于赤字状态，从 2004 年到 2013 年其财政政策一直受到欧盟过度赤字程序的制约。欧尔班上台后整固财政，主导压缩赤字的经济政策，匈牙利中央政府财政赤字规模自 2012 年后明显下降，维持在低于欧盟警戒线 3%水平。2016 年财政赤字占 GDP 比重为 1.9%，对比于 2015 年的 1.5%有所上升，主要由于政府初级财政盈余减少导致。匈牙利中央政府的初级财政维持盈余状态，但 2016 年下调部分所得税和增值

税，由此带来税收收入锐减，收窄了政府初级财政盈余，各级政府初级财政平衡占 GDP 比重由 2015 年的 3.9% 降至 3.2%。

图 2：匈牙利财政平衡状况



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

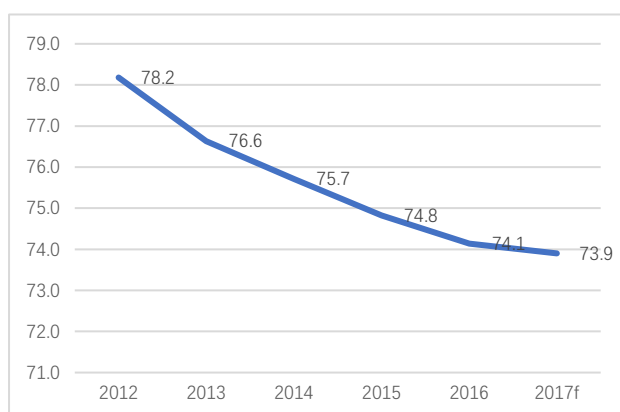
受到 2018 年大选周期的影响，匈牙利政府 2017 年进一步降低所得税，并提高了最低保障工资，增加对住房、医疗和教育的支出。短期内在顺周期的扩张型财政政策下，匈牙利政府初级财政盈余将进一步缩减，预计 2017 年的财政赤字占 GDP 的比重将小幅上升至 2.5% 左右。

### 政府公共债务高位缓慢降低，外币债务比例减小，债务风险得到控制

长期的财政赤字推高了匈牙利政府的公共债务水平，但近年来在政府的财政改革下，匈牙利政府债务对 GDP 比率已逐年缓慢降低，由 2012 年的 78.2% 下降至 74.1%，不过仍然高于欧盟规定的 60% 警戒线。匈牙利各级政府利息支付占 GDP 比重同时降低，由 2012 年的 6.6% 下降至 5.0%。此外，2016 年受财政收入下降影响，公共财政对债务的保障能力有所减弱，加大了政府债务偿还压力。从债务结构来看，近年来匈牙利当局不断促进政府债务本币化，政府债务中的外币债务比例已由 2000 年 60%

以上下降到 2016 年的约 24%，削弱了外汇兑换风险。整体上匈牙利公共债务风险得到有效控制，2017 年有望持续优化延续下降趋势，占 GDP 比重将降至 73.9% 左右。

图 3：匈牙利各级政府公共债务情况 (%)



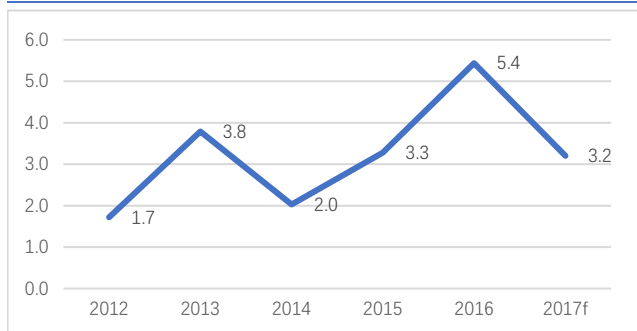
数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

### 贸易顺差持续走高，经常账户保持盈余，但预计 2017 年有所收窄

匈牙利长期处于贸易顺差状态，近年来进出口总额不断走高。匈牙利进出口增长相对依赖于在匈牙利的跨国公司，主要出口产品为机械设备，占比超过 50%，在欧洲经济温和复苏、主要贸易伙伴需求提升情况下，匈牙利 2016 年商品和服务出口净额占 GDP 比重由上一年的 9.5% 上升到 10.3%，创历史新高。

贸易顺差促使匈牙利经常性账户长期保持盈余，2016 年经常项目余额占 GDP 比重由上一年的 3.3% 升至 5.4%。但同时，初级账户收入逆差有所扩大，主要由于匈牙利外国投资存量较大，投资收益支出规模增加；二级账户外劳汇款绝对金额略有增加，但对 GDP 比重有所降低。预计 2017 年匈牙利初级账户和二级账户逆差会延续扩大走势，同时受到禽流感 and 原油价格走高的影响，经常性账户顺差将略有收窄。

图 4：匈牙利经常账户情况（%）



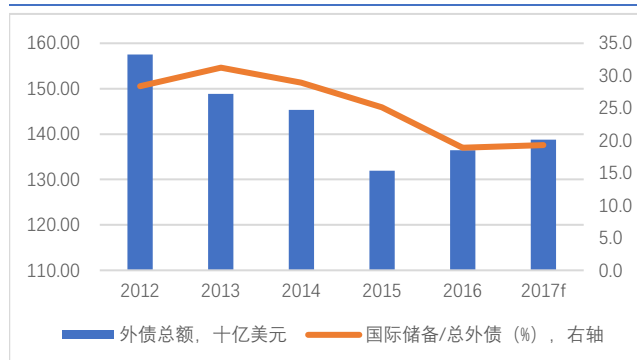
数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

### 外债水平规模较大，但整体呈下降趋势，外部脆弱性得到有效控制

2016 年匈牙利外债总额 1,364.6 亿美元，占 GDP 比重达到 109.9%。近年来匈牙利外债负担维持在较高水平，2012 年到 2016 年外债总额占 GDP 均在 100% 以上，但整体来看外债负担可控，近年来呈下降趋势。2016 年匈牙利外汇储备对总外债的覆盖率为 18.9%，比上一年下降 6 个百分点，但依然处于相对充足水平，并且短期内外汇储备对总外债覆盖程度将保持稳定状态。从债务期限看，匈牙利短期债务占比由上一年的 10.3% 降至 9.8%，短期内偿付压力不大。匈牙利福林持续的贸易顺差、经常账户盈余和逐渐下降的外债水平使

匈牙利的外部脆弱性得到有效控制。

图 5：匈牙利外债情况



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

### 展望

短期内，匈牙利经济继续向好，保持快速稳定增长，执政党或将赢得 2018 年议会选举继续执政，政局相对稳定；现有的经济刺激和财政整固等政策得以有效延续，失业率、财政赤字和公共债务将保持下降趋势；进出口也将保持稳定，贸易顺差持续走高，经常账户也将保持盈余，债务水平在可控范围内，对外债偿付能力得到有效保证。因此，联合评级对未来 1-2 年匈牙利本、外币主权信用级别的展望为稳定。

匈牙利主权信用评级关键数据

| 指标                 | 2012     | 2013     | 2014     | 2015     | 2016     | 2017 <sup>f</sup> |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------------|
| 名义 GDP (十亿美元)      | 127.4    | 134.6    | 139.2    | 121.5    | 124.2    | 137.1             |
| 人均 GDP (美元, PPP)   | 23,124.3 | 24,482.4 | 25,614.9 | 26,557.9 | 26,825.1 | 28,420.0          |
| 实际 GDP 增长率 (%)     | -1.5     | 2.2      | 3.9      | 3.1      | 1.9      | 3.7               |
| 通货膨胀率 (%)          | 5.7      | 1.7      | -0.2     | -0.1     | 0.4      | 2.5               |
| 国内信贷增长率 (%)        | -9.7     | -0.3     | 0.2      | 1.9      | 2.9      | 4.6               |
| M2 增长率 (%)         | -1.2     | 4.4      | 9.0      | 7.5      | 9.9      | 8.5               |
| 各级政府财政平衡/GDP (%)   | -2.3     | -2.6     | -2.1     | -1.6     | -1.9     | -2.5              |
| 各级政府利息支付/GDP (%)   | 6.6      | 6.9      | 6.1      | 5.5      | 5.1      | 5.0               |
| 各级政府初级财政平衡/GDP (%) | 4.3      | 4.4      | 4.0      | 3.9      | 3.2      | 2.5               |
| 各级政府总债务/GDP (%)    | 78.2     | 76.6     | 75.7     | 74.8     | 74.1     | 73.9              |
| 总外债/GDP (%)        | 123.7    | 110.6    | 104.4    | 108.5    | 109.9    | 101.2             |
| 短期债务/总外债 (%)       | 9.7      | 9.2      | 9.5      | 10.3     | 9.8      | 9.3               |
| 经常项目余额/GDP (%)     | 1.7      | 3.8      | 2.0      | 3.3      | 5.4      | 3.2               |
| 国际储备/总外债 (%)       | 28.4     | 31.2     | 28.9     | 25.1     | 18.9     | 19.3              |

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值