

主权 评级观点

中诚信国际：评定瑞士、荷兰和奥地利级别 AAA_g、AA_g⁺和 AA_g，展望均为稳定

张晶鑫

国际业务部-分析师

010-66428877-324

jxzhang@ccxi.com.cn

杜凌轩

国际业务部-副总监

010-66428877-279

lxdu@ccxi.com.cn

2021年11月25日，中诚信国际信用评级有限公司（以下称“中诚信国际”）完成对瑞士联邦（以下简称“瑞士”）、荷兰王国（以下简称“荷兰”）、奥地利共和国（以下简称“奥地利”）三国的主权信用评级，分别评定瑞士主权信用级别为 **AAA_g**，评定荷兰主权信用级别为 **AA_g⁺**，评定奥地利主权信用级别为 **AA_g**，展望均为稳定。

瑞士、荷兰和奥地利均为西欧中型国家，国土面积在 4~10 万平方公里之间，人口在 800~2,000 万之间，低于法国、德国、意大利等西欧大国，高于卢森堡、摩纳哥等西欧袖珍国家。整体来看，三国经济高度发达，人均收入位居世界前列，产业结构多元化；三国政治制度相似，均为议会民主制国家，且制度实力很强。同时，2020年在疫情影响下，三国经济陷入衰退、财政赤字率明显上升，其中奥地利受疫情影响较大，预计复苏情况慢于瑞士和荷兰。瑞士和荷兰财政基础相对较好，政府债务负担也较低；经常账户余额很高，且拥有大量的境外资产，对外偿付实力很强，主权信用水平相对更高。

主权评级观点

基础实力

经济实力

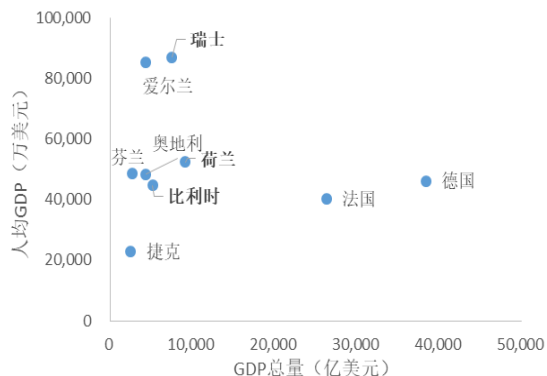
三国经济实力处于很强的水平，经济多元化程度较高，在疫情中显示出较强韧性。瑞士和荷兰经济衰退幅度远低于欧盟平均水平，奥地利受旅游业影响较大，预计复苏情况慢于瑞士和荷兰

瑞士是全球最富裕的国家之一，人均 GDP 超过 8 万美元，并在高端制造、医药、金融服务领域处于世界领先水平。疫情前瑞士经济稳步增长，2014~2018 年平均增速超过 2%；2019 年瑞士经济在欧洲经济整体疲弱且国际性体育赛事较少的情况下增速为 1.1%，2020 年受疫情影响经济萎缩 3.0%，但由于瑞士采取相对宽松的限制性措施，且医药、金融服务等领域发展良好，其经济衰退幅度远低于欧盟平均水平，2021 年在生产和消费回暖的情况下预计经济增速将恢复至 3% 的水平。荷兰经济体量较大，GDP 总量在 2021 年或达到 1 万亿美元，人均 GDP 则超过 5 万美元，并在农业、石油化工、电子、金融服务行业具有很强的国际竞争力。疫情前，荷兰经济增长稳定，2015~2019 年经济增速均在 1.5% 以上；2020 年疫情对荷兰经济形成冲击，但荷兰拥有较好的经济基础和灵活的劳动力市场，导致其经济衰退幅度为 3.7%，低于欧元区的平均水平，2021~2022 年经济将呈现复苏态势，经济增速将达到 3%。奥地利经济体量和人均 GDP 低于荷兰和瑞士，但其国民收入仍处于世界前列。奥地利产业较为多元化，在高端制造、金融服务领域有较强的竞争力，以中小企业作为经济的支柱，而大型企业的国际竞争力弱于瑞士和荷兰。此外，奥地利旅游业较为发达，2020 年疫情造成旅游人数大幅下降，叠加限制措施导致私人消费和投资明显下滑，奥地利经济萎缩 6.3%，远高于瑞士和荷兰。2021 年起奥地利经济将呈现复苏态势，但在旅游业未全面恢复的背景下，预计 2023 年才能全面恢复至疫情前水平。

表 1：三国 2019-2021 年经济实力主要数据

	瑞士			荷兰			奥地利		
	2019	2020	2021F	2019	2020	2021F	2019	2020	2021F
人口（百万）	8.5	8.6	8.7	17.3	17.4	17.5	8.9	8.9	8.9
人均 GDP（美元）	85,603	86,912	85,496	52,485	52,289	57,852	50,241	48,309	54,198
名义 GDP(十亿美元)	731	748	745	907	910	1,015	445	430	484
人均 GDP（PPP, 美元）	74,745	72,874	-	59,517	57,534	-	58,685	55,218	-
实际 GDP 增长率（%）	1.1	-3.0	3.0	1.7	-3.7	2.2	1.4	-6.3	3.5
通货膨胀（%）	0.2	-0.8	0.8	2.8	0.9	1.7	1.8	1.0	2.8

图 1：三国 2020 年 GDP 总量和人均 GDP 情况



数据来源：中诚信国际整理

图 2：三国经济增长情况 (%)



财政实力

三国财政基础存在差异，结合经济受疫情冲击的程度不同，其财政实力也进一步分化。瑞士财政实力最强、荷兰次之，奥地利相对较弱，但在西欧仍处于中等水平

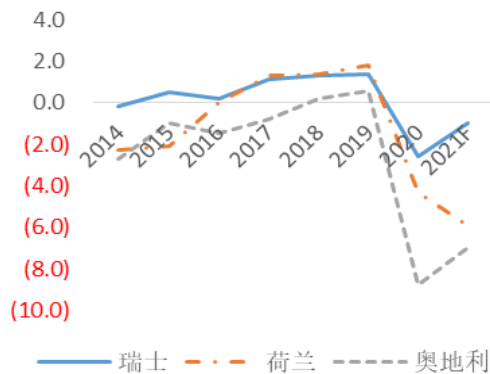
瑞士财政基础很强，2015~2019 年持续实现财政盈余，2020 年瑞士政府出台了财政刺激措施，但幅度相对有限，财政赤字率仅为 2.6%，且在经济复苏的趋势下，财政赤字率将快速下降；瑞士政府负债率很低，2020 年末低于 30%，而利息支出/财政收入低于 1.0%。荷兰财政状况较好，2016~2019 年也实现了财政盈余，为应对疫情，荷兰政府实行延迟缴税和增加收入补贴等措施，导致 2020 年产生了 4.3% 的财政赤字，2021 年在财政刺激政策持续执行的情况下财政赤字率将继续升至 5% 以上，但 2022 年将迅速降低；荷兰政府负债率在欧元区中处于较低水平，2020 年末为 54.5%，预计 2021 年也将低于 60%，而利息支出/财政收入持续低于 2%，政府债务偿还压力较小。由于奥地利受到疫情的影响更为严重，且政府的经济刺激规模高于瑞士和荷兰，使得 2020 年奥地利财政赤字达到 8.8%，扭转了 2016 年以来财政逐步恢复平衡的趋势，2021 年奥地利财政赤字在刺激政策持续的情况下将达到 7%，仍处于相对高位，预计 2022 年开始将逐步下降。同时，奥地利政府负债率处于高位，2020 年一般政府债务/GDP 达到 83.5%，2021 年或升至 85% 以上，制约了其财政实力的提升。不过，奥地利财政收入规模很大，2020 年财政收入/GDP 达到 48.8%，且受益于欧元区的低利率环境，奥地利政府利息支出/财政收入也低于 3%，偿债压力可控。

表 2：三国 2019-2021 年财政实力主要数据

	瑞士			荷兰			奥地利		
	2019	2020	2021F	2019	2020	2021F	2019	2020	2021F
一般政府财政余额/GDP (%)	1.4	-2.6	-1.0	1.8	-4.3	-5.9	0.6	-8.8	-7.0
一般政府债务/财政收入 (%)	78.8	83.6	88.3	111.4	124.1	134.6	143.4	171.1	177.6

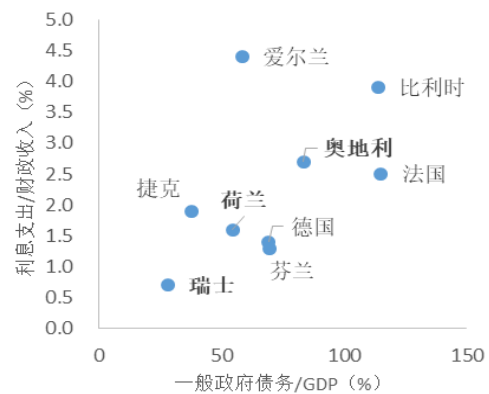
政府利息支出/财政收入 (%)	0.9	0.7	0.8	1.8	1.6	1.0	2.8	2.7	2.3
一般政府债务/GDP (%)	25.9	28.1	29.0	48.7	54.5	58.5	70.5	83.5	86.0

图 3: 三国财政赤字率 (%)



数据来源: 中诚信国际整理

图 4: 三国 2020 年债务负担



对外偿付实力

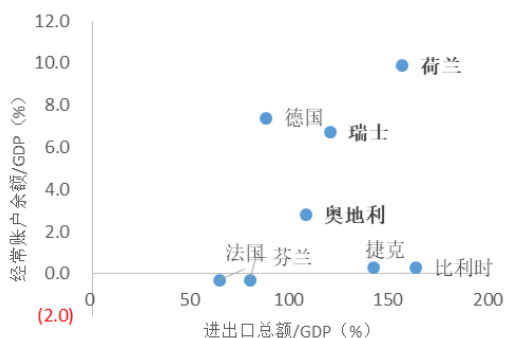
荷兰和瑞士对外偿付实力很强，而奥地利处于中等水平

三国均为高度开放的经济体，对外贸易占 GDP 的比重均在 100% 以上，并深度融入欧洲和全球的产业链中。瑞士和荷兰经常账户余额处于很高水平，2016~2020 年平均在 6% 以上，主要受益于瑞士和荷兰强大的产业竞争力带动的商品和服务顺差；而净 FDI/GDP 受两国海外投资行为的影响而呈现较大波动，但整体来看荷兰国际收支盈余较大，而瑞士处于相对平衡的状态。瑞士和荷兰所使用的货币分别为瑞士法郎和欧元，均为国际储备货币，且两国重要城市阿姆斯特丹和苏黎世均为全球重要的金融中心，融资渠道畅通。此外，两国的海外资产规模庞大，NIIP 达到 GDP 的 90% 以上，能够降低对外部融资的依赖性，而瑞士的外汇储备规模很高，流动性充裕。奥地利国际收支也呈现净流入状态，但规模相对较小，NIIP/GDP 也低于 15%；但奥地利使用欧元，主要贸易伙伴为区域内国家，对外币需求相对较低，且其融资渠道较为畅通，对外偿付风险可控。

表 3: 三国 2019-2021 年对外偿付实力数据

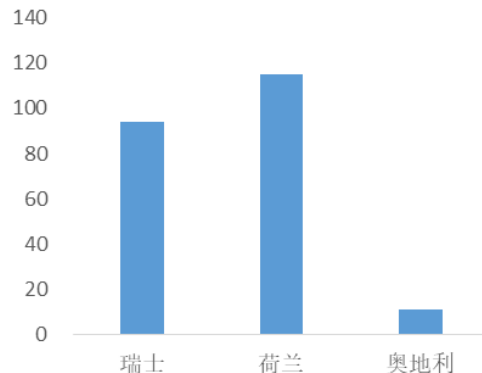
	瑞士			荷兰			奥地利		
	2019	2020	2021F	2019	2020	2021F	2019	2020	2021F
(经常账户余额+净 FDI) /GDP (%)	1.9	-4.7	1.5	5.2	12.3	7.5	1.1	2.8	1.8
外汇储备 (亿美元)	7,981	10,132	9,375	44	59	51	66	97	90

图 5：三国 2020 年经常账户情况（%）



数据来源：中诚信国际整理

图 6：三国 2020 年 NIIP/GDP



制度实力

三国的制度实力均很强，政治稳定性较高，政府执政效率很高。需关注奥地利总理腐败丑闻影响

三国以交通、电信、环境等为代表的基础设施极为完善，在产权保护和腐败控制方面处于很高水平，有助于促进科技创新和产业升级。政治制度方面，瑞士采用直接民主制，凡修改宪法条款、签订期限为 15 年以上的国际条约或加入重要国际组织，必须经过公民表决并由各州通过方能生效，政治稳定性较高。荷兰为君主立宪制国家，规定立法权属国王和议会，行政权属国王和内阁，但实际上国王并不干预政治。荷兰议会由一院和二院组成，一院有权同意或拒绝批准法案，但不能提出或修改法案，共有议员 75 名，由省议会间接选举产生；二院主要职责是立法和监督内阁执政，共有议员 150 名，按比例代表制通过直接普选产生。由于采用比例代表制，荷兰议会小党林立，往往需要联合组阁，要求党派之间有较强共识；长期以来，荷兰政治稳定性较高，并能够积极推动改革措施的实行，但需持续关注荷兰不同党派的政治分歧对其政治稳定性的影响。奥地利是议会共和制国家，总统为国家元首，承担礼仪性职能，议会为两院制，其中联邦议院由各州议会间接选举产生，国民议会为议会主体，由比例代表制产生。奥地利政治稳定性相对较高，但近年来受到腐败丑闻的冲击；2019 年总理库尔茨受到伊维萨岛事件影响遭到弹劾而被罢免，一度由宪法法院院长比尔莱因担任过渡政府总理，尽管人民党再次赢得了议会选举，2020 年初与绿党组成新政府，库尔茨继续担任总理，但 2021 年 5 月其受到经济与腐败检察官办公室刑事调查，成为奥地利历史上第一位接受刑事调查的总理，可能面临监禁，需对此事件影响保持关注。

系统风险

三国系统风险处于很低水平

奥地利和荷兰均为欧盟成员国，与周边国家合作密切，地缘政治风险很低；瑞士作为中立国，聚集大量国际组织，地缘政治风险也处于很低水平。银行业风险方面，三国银行业规模均较大，但三国的银行业经营状况较好，资本充足率较高，抵御风险能力较强，疫情对银行业影响较为有限。ESG 风险方面，三国在环境保护方面表现良好，清洁能源占比较高，且政府治理

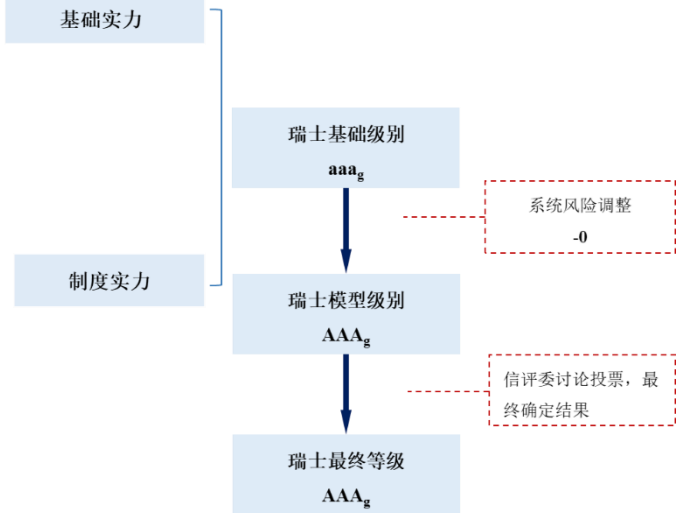
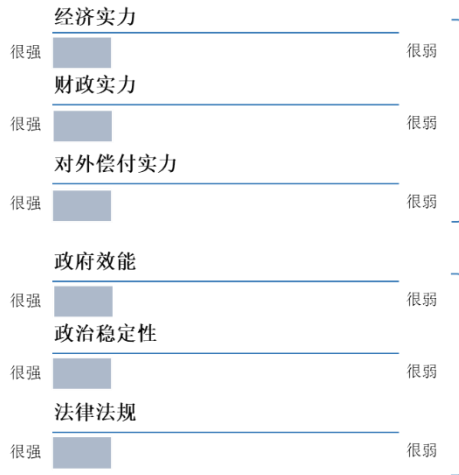
能力较强，治理风险较低。社会风险方面，三国拥有强大的社会保障体系，民众受教育程度很高，但需关注人口老龄化问题。

未来可导致评级上调的因素包括：如果荷兰和奥地利经济增速恢复速度超过预期且财政状况持续好转，将有利于提升两国的主权信用水平。

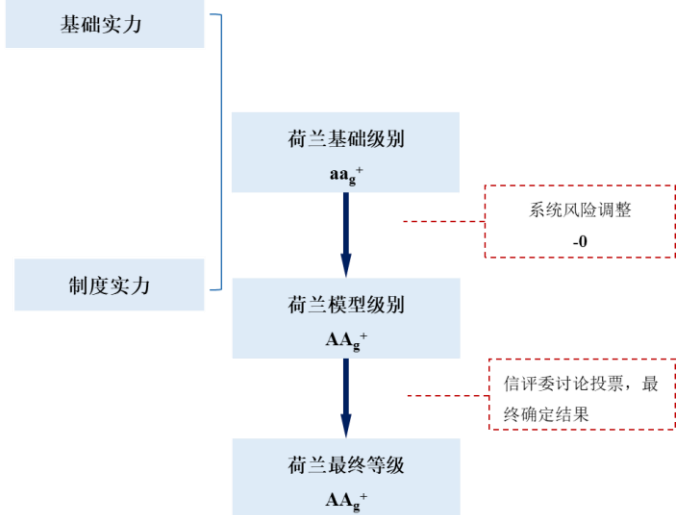
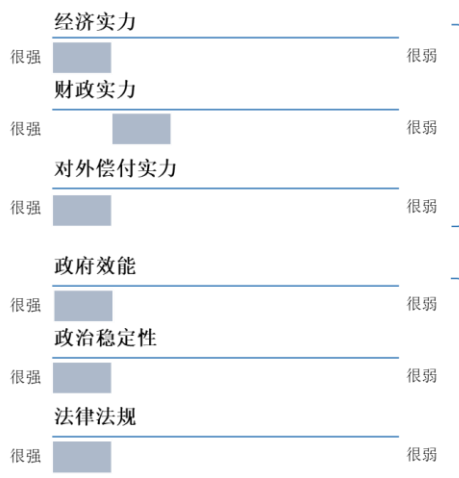
未来可导致评级下调的因素包括：如果三国经济复苏进度不及预期且财政赤字率持续上行，中诚信国际将考虑下调三国主权信用评级。

附一：评级模型结果

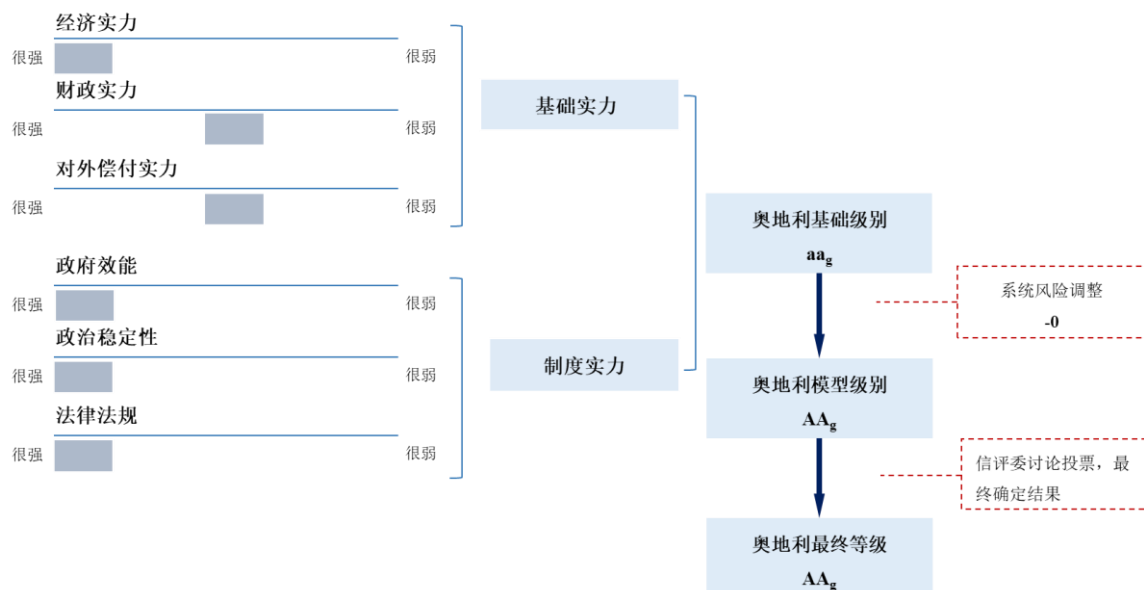
评级模型-瑞士



评级模型-荷兰



评级模型-奥地利



附二：信用等级的符号及定义

主权等级符号	含义
AAA_g	受评对象的经济、财政实力极强，融资渠道畅通，基本不受不利环境的影响，违约风险极低。
AA_g	受评对象的经济、财政实力很强，事件风险敏感性很低，中期内没有重大清偿问题，违约风险很低。
A_g	受评对象的经济、财政实力较强，事件风险敏感性较低，中期内没有重大清偿问题，违约风险较低。
BBB_g	受评对象的经济、财政实力一般，不利环境在短期内不会影响债务的清偿，违约风险一般。
BB_g	受评对象的经济、财政实力较弱，目前没有明显的清偿问题和切实的调整能力，违约风险较高。
B_g	受评对象在不利环境的影响下，很有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险很高。
CCC_g	受评对象在不利环境的影响下，极有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险极高。
CC_g	受评对象在不利环境的影响下，基本不能保证偿还债务。
C_g	受评对象在不利环境的影响下，无法偿还债务。

注：除 AAA_g 级，CCC_g 级及以下等级外，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。