

# 荷兰脱欧忧虑解除： 为何我们预期荷兰政府 将支持欧盟

2017年3月

随着自由民主人民党胜出荷兰国会选举，我们预期现届新政府将大致维持现状 — 其立场甚至可能与欧盟更趋向一致。

## 重点

- 威尔德斯（Geert Wilders）及其领导的自由党未能当选，使我们认为荷兰政府将再度由亲欧派组成
- 故此，荷兰继英国之后引发脱欧骨牌效应的机会不大
- 鉴于荷兰经济维持稳健，我们预期新政府的经济政策不会出现大幅变动
- 荷兰受惠于环球自由贸易和疲弱的欧元，因此其投资前景较接近世界各国多于欧洲邻国
- 荷兰是欧盟的强大成员之一，拥有吸引的信贷基本因素和AAA级信贷评级；现时市场将聚焦于法国、德国甚至意大利大选

## 筹组联合政府是荷兰大选的重点

在3月15日，数以百万计荷兰人投下选票，选出国会二院（Tweede Kamer，即下议院）150位议员。选举采用比例代表制，根据各党代表所获选票的比例分配150个议席。

有别于其他国家，荷兰几乎不可能由一个政党获得半数以上民众支持而取得领导权；相反，政府一般以联合政府的方式运作，因为筹组政府需要取得75

个议席，而单一政党要赢得这个数目的议席极之困难。与此同时，筹组联合政府亦甚具挑战性：在2010年，相关谈判历时127日 — 与1977年破纪录的207日相比已算迅速。

基于上述因素，荷兰上一次由单一党派取得过半数选票支持的情况，需要追溯至二十世纪初的自由统一党。在这背景下，现届由中右翼自由民主人民党

首相吕特（Mark Rutte）领导的政府成就更令人刮目相看。吕特跟中左翼工党合组的联合政府，是2002年以来首届能完成任期的政府。吕特持续执政的能力，为荷兰人民提供普遍渴望的延续性，并为有意争取大幅变革的选民提供新的考虑。

## 荷兰政府于大选后的面貌

随着大选结果尘埃落定，自由民主人民党获胜告终，我们预期现届政府将大致维持现状，而该党可能再有数名党员加入政府。

联合政府现时及潜在官员就教育议题的立场看似一致，而且均为亲欧派。当然，各党派之间存在显著分歧，因此它们仍可能需就联合政府的组成和执政目标展开漫长的谈判。然而，我们认为这无碍他们组成亲欧盟的政府——甚至可能比之前更强的欧盟。故此，我们认为荷兰于可见未来不会脱欧。

## 三大核心议题

大选前夕，国家安全、移民及主权是荷兰选民关注的三大议题。

荷兰面临恐袭并身陷欧洲移民危机，削弱了该政府的公信力，国家安全和移民这两项议题的界线亦变得模糊。观乎德国总理默克尔应对难民问题的立场及德国来者不拒的政策，可见移民是遍及欧洲的重大议题。然而，综观荷兰，反伊斯兰且属疑欧派的自由党提倡限制移民、关闭清真寺及于公众场合禁止可兰经，却出乎意料地获得相当支持。

荷兰选民关注的另一项核心议题是主权问题。由于欧盟强调「自由迁移」原则，加上德国于处理移民危机一事上备受批评，因此主权问题一直被大众密切注视。荷兰选民需要接受荷兰若希望维持欧盟成员国地位，则必需放弃相当程度的主权。不可否认的是，支持民粹主义的政纲在这议题上正获得越来越多的支持。荷兰实行比例代表制，意味着自由迁移及移民政策等无疑会涉及民粹主义的议题，将继续影响当地的政治环境及围绕欧洲未来去向的讨论。

## 本土经济强劲

整体而言，荷兰的经济稳健，并属于欧洲的骨干成员。荷兰的国内生产总值已重返金融危机前的水平，预计2017年的经济增长约为2.1%；与此同时，其债务占国内生产总值比重仅约64%，比德国还要低。此外，荷兰的主权债务占国内生产总值比重正在下跌，部份源于去年的税务收益高于预期，以及在金融危机后被国有化的银行再次私有化所带来的收益。

欧洲央行的货币政策为荷兰带来忧虑；荷兰及德国央行均向欧洲央行的Target 2中央支付系统「借出」庞大金额，藉此纾缓财政较弱的欧元区成员的困境。不过，自2016年9月以来，荷兰的Target2结余一直减少，反映欧盟可能较原先预期更受政治事件影响，而市场正致力抵御荷兰一旦由民粹主义政党意外胜选所造成的影响。

荷兰税制方面，我们预期新政府不会推行大规模改革；然而，假若反欧盟党派在联合政府内的影响力增加，其反对自由贸易的立场可能会导致企业税率上升。

## 市场需要扩阔狭隘视野

欧盟区内两家主要邮递服务公司的合并提议引起争议，反映其他性质的地区性合并活动亦可能遭受反对，而荷兰市场在以往一直受惠于这类活动。故此，随着荷兰企业面临不利的本土环境，部份公司已选择减少国外业务。此趋势或会导致荷兰股市的活力减弱。

整体而言，实现「欧洲合众国」需要各国扩阔视野和摒弃本土及民族主义，从而让欧洲消费者能以较低价格获得更优质的服务，企业亦能受惠于欧洲的规模经济。

定息收益投资者应察见荷兰政府审慎理财，成功维持主权债券供应于低水平，应有助压低收益率及维持偏高价格。此外，荷兰股票及信贷投资者将注视到当地发行活动由重大的国际投资而非本土经济所带动，而荷兰的经济表现出色。

## 投资者的主要考虑因素

尽管荷兰的反欧盟声势于选举期间并未大幅上涨，但反伊斯兰情绪确实日渐升温。然而，虽然民粹主义的支持度日益增加，但由于荷兰人深明其强劲经济需依赖贸易，因此我们认为荷兰脱欧或放弃欧元的机会不大。

假若参考欧洲委员会Eurobarometer民调的最新结果（该民调评估欧盟成员国人民对欧盟的观点），荷兰其实并非疑欧情绪最高涨的欧盟国家。就如下图所见，荷兰的疑欧情绪较法国、意大利及英国温和，但比德国及西班牙高涨。

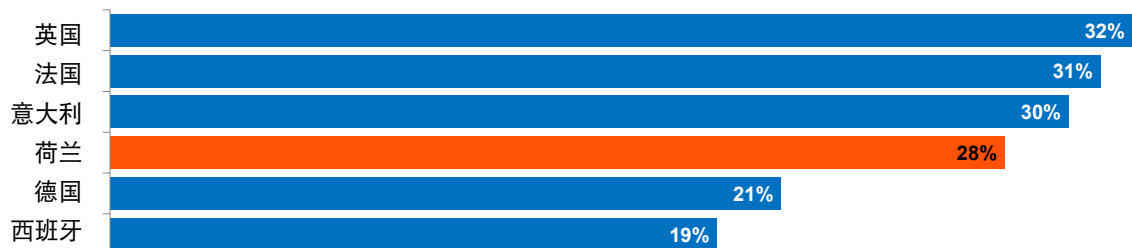
总括而言，虽然环球投资者对2016年的政治意外事件不以为意，并似乎已摆脱相关影响，但欧洲的一连串大选可能于今年为市场带来更多震荡。然而，

荷兰市场持续向好，可能是源于其信贷基本因素吸引，有助荷兰维持AAA级信贷评级，为当地市场带来支持。

环球股市应把焦点放于法国、德国甚至意大利大选，并留意市场气氛有否出现显著变动。投资者亦应密切注视持续困扰希腊的债务问题能否得以解决，以及欧洲央行的Target 2结余所引起的其他问题；鉴于荷兰央行向周边国家借出的巨额款项，上述任何一项事件均会对荷兰的政局造成影响。

整体来看，荷兰在有关欧洲未来去向的议题上扮演重要一员，有助决定欧洲未来发展是否继续蹒跚而行，抑或建立「自愿联盟」，还是最终迈向「欧洲超级大国」之路。

## 荷兰并非疑欧情绪最高涨的欧盟国家



资料来源：Eurobarometer、瑞银，截至2016年11月。

投资涉及风险。投资价值及投资收益可升可跌，投资者可能无法取回全部投资本金。过往表现并非未来表现的指引。

本文件乃提供市场讯息之用，仅供参考。本文并非就任何证券提供投资建议或建议或邀请或招揽买卖该等证券。本文件所载的观点及意见，属发行人及/或其联营公司在刊发之时的观点及意见，可予以更改而毋须另行通知。

所载的资料于刊载时均取材自本公司相信是准确及可靠的来源，但并不保证对其准确性或完整性对其使用所产生的任何直接或间接损失，本公司不会承担任何责任。本文件的内容不可以任何方式影印、复制或再发布。

本文件并未经任何监管当局审阅。如于中国大陆使用，旨在为境内商业银行根据适用合格境内机构投资者制度的法规法则而发行的代客境外理财产品，提供辅助信息。本文件乃透过以下安联投资旗下公司分发：Allianz Global Investors U.S. LCC（在美国证券交易委员会注册的一家投资顾问公司）；Allianz Global Investors GmbH（受德国 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 监管的一家德国金融服务 (Finanzdienstleistungsinstitut) 特许提供商以及在美国证券及交易委员会注册的一家投资顾问公司）；安联环球投资亚太有限公司（获香港证券及期货事务监察委员会许可）；Allianz Global Investors Singapore Ltd.（受新加坡金融管理局监管[公司注册编号：199907169Z]）；Allianz Global Investors Japan Co. Ltd.（日本注册为金融工具交易商）；Allianz Global Investors Korea Ltd.（获金融监督委员会（韩国）许可）；以及安联证券投资信托股份有限公司（获金融监督委员会（台湾）许可）。