

## 意大利共和国跟踪评级报告

### 本次评级结果

长期外币信用等级: A<sub>r</sub>-

长期本币信用等级: A<sub>r</sub>-

评级展望: 负面

### 上次评级结果

长期外币信用等级: A<sub>r</sub>-

长期本币信用等级: A<sub>r</sub>-

评级展望: 稳定

### 评级时间

2017年6月30日

### 主要数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
GDP (亿美元)	20739.72	21309.97	21419.37	18157.57	18486.91
GDP 增长率 (%)	-2.82	-1.75	-0.34	0.76	0.95
人均 GDP (美元)	34918.76	35703.92	35239.28	29866.58	30231.81
CPI 增幅 (%)	3.00	1.20	0.20	0.10	-0.10
失业率 (%)	10.68	12.12	12.64	11.91	11.66
财政盈余/GDP (%)	-2.90	-2.90	-3.00	-2.70	-2.40
政府债务/GDP (%)	123.40	129.00	131.80	132.10	132.60
财政收入/政府债务 (%)	38.78	37.30	36.34	35.97	35.79
外债总额/GDP (%)	122.52	123.70	114.28	124.28	119.82
CAR/外债总额 (%)	-0.31	0.79	1.62	1.16	2.15
外汇储备/外债总额 (%)	7.15	5.52	5.81	5.79	6.14

注: 1、GDP 增长率为实际 GDP 增长率, 以本币计算, 不考虑汇率变动因素;

2、财政盈余/GDP 为负表示财政赤字相当于 GDP 的比值;

3、政府债务为一般政府债务总额;

4、CAR 为经常账户收入;

5、外汇储备为官方外汇储备。

### 分析师

张强 余雷

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto: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

网址: [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

### 评级观点

2016 年, 意大利共和国(以下简称“意大利”)修宪公投失败后迅速组建新的过渡政府, 短期内意大利国内政局将保持稳定, 但政治风险犹存。意大利经济维持缓慢复苏但增长乏力, 经济陷入通货紧缩, 失业率依旧处于高位。意大利是发达的工业国家, 经济结构合理且多年来保持稳定, 但其银行业不良贷款率高企的问题仍没有得到有效解决, 银行业系统性风险犹存。近年来, 意大利政府财政赤字水平有所控制, 但政府债务水平持续升高, 财政收入对政府债务的保障程度持续下降, 同时对银行业的救助也将进一步加重意大利政府的财政负担。意大利是外向型经济体, 经常账户持续盈余, 但意大利外债水平较高且政府外债占比也较高, 面临的外债偿还压力较大。经综合评估, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)决定将意大利长期本、外币评级的展望从稳定调整为负面, 同时维持其长期本、外币信用等级为 A<sub>r</sub>-。该评级结论表示意大利的主权信用风险较低, 按期偿付债务本息的能力较强, 但其主权评级面临一定的下调风险。

### 优势

- 经济基础雄厚, 国家发达程度较高;
- 财政赤字水平可控;
- 经常账户持续盈余, 创汇能力不断增强。

### 关注

- 经济增长乏力, 通货紧缩风险凸显, 失业率长期高企;
- 银行业不良贷款率持续较高, 系统风险加大;
- 政府债务水平不断升高, 政府债务偿还压力加大;
- 外债负担较重。

## 一、国家概况

意大利共和国（以下简称“意大利”）位于欧洲南部，地中海北岸，主要由南欧的亚平宁半岛、西西里岛与撒丁岛等岛屿所组成。国土面积 30.13 万平方公里，截至 2016 年底，意大利人口总数为 6057 万人。

意大利是一个高度发达的资本主义国家，欧洲第四、世界第八大经济体，也是欧盟和北约的创始会员国，还是申根公约、七国集团和联合国等重要国际组织的成员国。

意大利自然资源相对贫乏，国内大部分的石油、天然气等能源供给和主要工业原料依赖国外进口。意大利铁路、公路以及海运网较发达，并且是环地中海地区重要的航运和贸易中转站。

## 二、国家治理

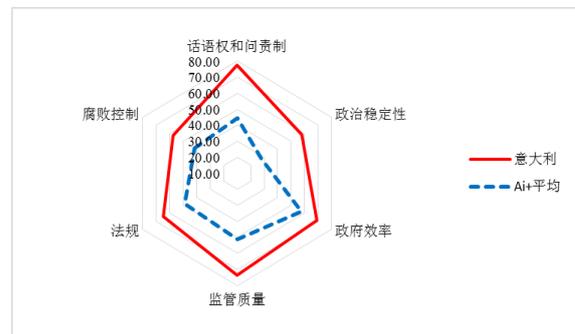
意大利的政治体制是议会共和制，议会是其最高立法和监督机构，实行两院制，众议院和参议院享有平等权力。议会的主要职能是：制定和修改宪法和法律，选举总统，审议和通过对政府的信任或不信任案，监督政府工作，讨论和批准国家预算、决算，对总统、总理、部长有弹劾权，决定战争状态和授予政府必要的政治决定权力等。总统是国家元首和武装部队统帅，由参、众两院联席会议选出。总理由总统任命，对议会负责，是实际执政者，内阁是国家权力的核心，由内阁总理及各部部长组成。最高司法权力机构是最高司法委员会，拥有独立司法体制和任命法官的权力，总统任主席。

意大利政权更迭十分频繁，自 1946 年成立民主共和国以来，已经历了 63 届政府，导致政策连续性较差。2016 年 12 月 4 日，意大利修宪公投失败，总理伦齐宣布辞去总理职务。2016 年 12 月 12 日，意大利外交部长保罗·真蒂洛尼（Paolo Gentiloni）任职意大利过渡政府总理。新组建的本届政府由 18 位部长组成，且保留了大部分伦齐政府的内阁成员。

2017 年 4 月，意大利前总理伦齐重新当选了

中左翼执政党民主党的党首，并于 5 月 7 日被提名为下次大选的民主党候选人。据最新民调显示，意大利极右翼政党“五星运动”党的支持率和意大利民主党不相上下（均接近 30%）。“五星运动”党是一个新兴的意大利民粹主义政党，反移民和反欧洲一体化是其主要理念，若其执政意大利将不可避免地举行脱欧公投。此外，当前意大利过渡政府仍不稳定，存在提前大选的可能性，政治不确定性犹存。

据世界银行发布的国家治理能力指标，2015 年，意大利在腐败控制和政治稳定性方面的问题仍然较为突出。具体来看，由于议会选举法等法规方面的不健全，意大利各党派间竞争激烈且局势缺乏监控力度，从而使其官僚作风盛行、官员腐败现象严重的同时，政权更迭频繁、政局较为混乱。总体看，意大利的国家治理能力一般，但明显高于 A<sub>+</sub> 级国家平均水平。



注：所选用的 A<sub>+</sub> 级主权样本为匈牙利，印度，印尼，泰国和俄罗斯，以下同。

数据来源：世界银行

图 1 2015 年意大利国家治理能力

## 三、宏观经济政策和表现

### 1. 经济刺激政策取得成效，意大利经济走出衰退

自 2009 年欧债危机以来，意大利进入严重的经济衰退期，2012~2014 年间，意大利 GDP 连续三年负增长。

2014 年，伦齐总理上任以来，意大利政府除继续奉行欧盟的财政整顿计划消减政府债务外，还颁布了一系列政策促进经济增长：一是进行税收体制改革，减少 10% 的企业税收以提高企业的

市场竞争力；二是实行规模约 100 亿欧元（约合 131 亿美元）的经济刺激计划，投资于机场、高速公路等重大基础设施建设，以提振经济、增加就业；三是政府颁布了公共行政改革草案和司法改革法案，简化商业注册、诉讼审理程序、提高审理效率等，以改善营商环境，吸引外国投资。

货币政策方面，作为欧元区成员国之一，意大利实行欧元区统一的货币政策。为了增强市场流动性、扩大信贷、改善企业借贷和投资环境，以次级经济增长并抑制通缩，欧洲央行于 2015 年 1 月 22 日宣布正式启动量化宽松<sup>1</sup>，并连续四次下调欧元区三大关键利率<sup>2</sup>。宽松的货币环境对意大利经济复苏提供了保障。2015 年，意大利经济摆脱了持续三年的衰退并恢复增长。

## 2. 经济复苏缓慢，增长乏力

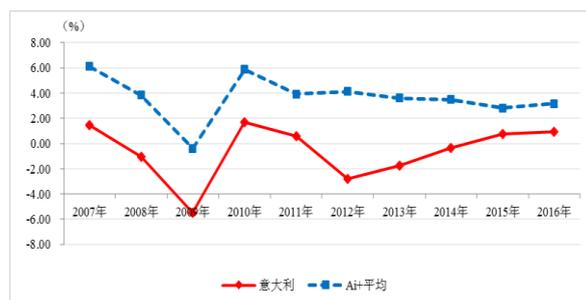
2016 年，意大利 GDP 总量为 16724.38 亿欧元或 18486.91 亿美元，实际 GDP 增长率为 0.95%，增速较 2015 年增加 0.19 个百分点，但经济增速仍较低。具体来看，2016 年，受益于外需增加以及欧元持续贬值，意大利商品和服务净出口同比增长 20.86%，较上年大幅增加 17.36 个百分点，达到 578.82 亿欧元，出口成为拉动意大利经济增长的主要动力；消费支出方面，2016 年意大利最终消费支出较去年小幅增加了 1.33% 至 1330.11 亿欧元；投资萎缩 0.16%，对 2016 年意大利经济形成一定程度拖累。

表 1 2012~2016 年意大利宏观经济表现情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
GDP 增长率 (%)	-2.82	-1.75	-0.34	0.76	0.95
GDP (亿美元)	20739.72	21309.97	21419.37	18157.57	18486.91
GDP (亿欧元)	16132.65	16045.99	16218.27	16454.39	16724.38
CPI 增幅 (%)	3.00	1.20	0.20	0.10	-0.10
失业率 (%)	10.68	12.12	12.64	11.91	11.66

注：GDP 增长率为实际 GDP 增长率，以本币计算，不考虑汇率变动因素。

数据来源：意大利统计局、IMF



数据来源：IMF

图 2 近 10 年意大利 GDP 增长率

与 A<sub>+</sub>级国家平均水平相比，意大利经济增长总体较低迷，其近 10 年（2007 年~2016 年，下同）的 GDP 平均增长率为-0.60%；经济增长波动性（10 年 GDP 增长率的标准差）（2.25%）与 A<sub>+</sub>级国家平均水平（2.66%）基本相当。

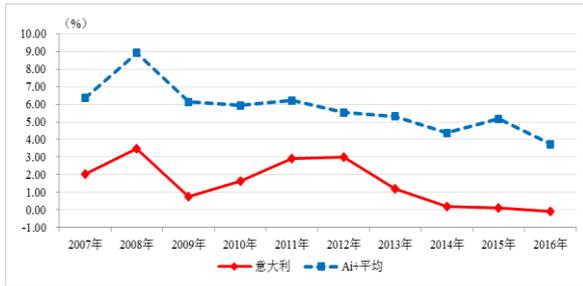
## 3. 2016 年 CPI 下行，陷入通货紧缩

2013 年以来，受石油等大宗商品价格持续下跌的影响，意大利物价水平持续下降。欧债危机的爆发又使得意大利经济严重衰退，失业率高企，民众购买力大幅下降，通缩压力日益增大。为刺激经济增长、改变超低通胀的威胁，欧洲央行连续多次下调欧元区三大关键利率，并启动了多轮量化宽松。但欧洲央行的货币宽松政策对提升意大利通胀水平的收效甚微，外加意大利经济复苏进程较为缓慢，2016 年，意大利出现了 1959 年以来的首次通缩，CPI 同比下降 0.10%。

与 A<sub>+</sub>级国家平均水平相比，近几年意大利通缩风险加大；意大利 CPI 增幅的波动性（10 年 CPI 增幅的标准差）为 1.31%，低于 A<sub>+</sub>级国家平均水平。

<sup>1</sup> 2016 年 12 月 8 日，欧洲央行宣布延长购债计划至 2017 年 12 月，将每月购债规模从 800 亿欧元降至 600 亿欧元，这是欧洲央行的第三轮量化宽松。

<sup>2</sup> 2017 年 6 月 8 日的议息会议上，欧洲央行决定维持三大利率不变，维持主要再融资利率于 0.0%、隔夜贷款利率于 0.25%、隔夜存款利率于-0.4%。



数据来源: IMF

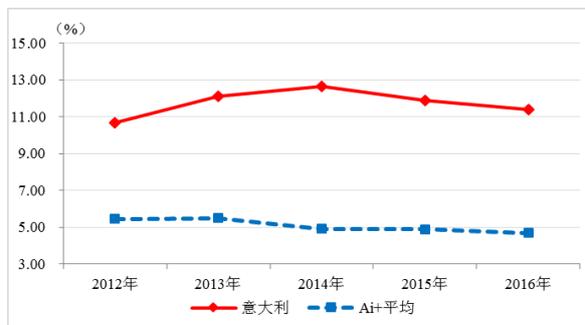
图3 近10年意大利CPI同比增长

#### 4. 失业率小幅下降, 但仍处于很高水平

欧债危机爆发以来, 意大利劳动力市场一直处于高失业率状态。近年来, 意大利经济持续低迷导致民众购买力下降, 商品供给的相对过剩倒逼商品价格的下跌, 致使企业因利润下降而裁员, 2014年意大利失业率升至12.64%, 达到了有数据统计以来的历史最高点。

2014年12月, 意大利国会通过了伦齐政府推出的劳动法改革的信任案, 修改后的劳动法放开企业雇用短期合同员工的限制, 将有利于提高企业用工的灵活度、降低劳动力成本、促进失业人群快速再就业; 同时新劳动法解除了企业解雇长期合同员工的部分限制, 废除了有关经济性解雇的保护条款。受益于上述措施以及经济复苏, 2015年以来, 意大利就业市场持续改善, 失业率不断下降。

2016年, 意大利就业人数新增29.3万人, 同比增长1.30%; 年平均失业率降至4年来最低值11.66%, 但近几年意大利的失业率仍远高于A+级国家平均水平。



数据来源: IMF

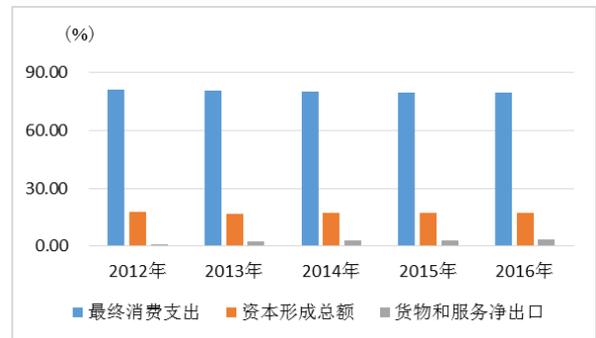
图4 意大利失业率

总体来看, 2016年意大利经济继续保持缓慢复苏, 但通缩风险加剧, 且失业率高企, 意大利经济仍面临较多的不利因素挑战。此外, 当前全球经济复苏乏力, 贸易和投资低迷, 民粹主义和逆全球化趋势在欧洲蔓延, 预计2017年意大利的GDP将继续维持0.90%左右的缓慢增长。

## 四、结构特征

### 1. 消费是意大利经济增长的主要驱动力

意大利是消费驱动经济, 消费支出在意大利GDP中的占比约80%, 其中家庭消费和政府消费占GDP的比例分别一直保持在60%和20%左右, 居民消费在经济发展中占据主导地位。2016年, 意大利居民消费总额为10044.67亿欧元, 较上年小幅增长1.31%。由于意大利自2011年开始奉行欧盟的财政整顿计划, 缩减公共部门的开支, 2012~2016年间, 意大利政府消费支出总体呈逐年下降的趋势。



数据来源: 欧盟统计局

图5 意大利GDP构成情况(支出法)

### 2. 产业结构合理, 工业基础雄厚

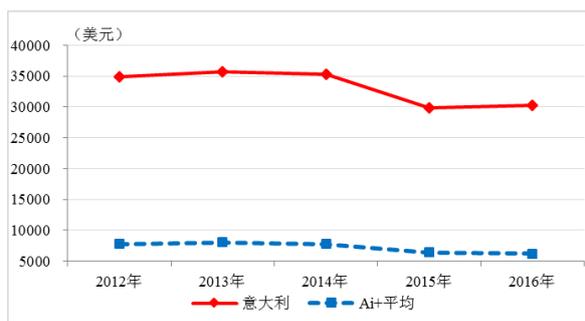
意大利三大产业结构较为合理。2015年, 意大利第一产业、第二产业和第三产业增加值在GDP中的占比分别为2.25%、23.53%和74.22%。以服务业为代表的第三产业在意大利经济中占有重要地位。

意大利工业发达, 生产技术先进且规模庞大, 其中机械设备产业位居欧洲第二、全球第四。2016年9月, 意大利政府宣布了“工业4.0国家

计划 2017-2020” (The Italian Industrial National Plan 4.0), 聚焦投资、生产力和创新三大主题, 全面推动产业转型升级。自 2017 年 1 月开始实施工业 4.0 计划以来, 意大利国内高级机械市场需求显著增长, 各类机械产品的销售量全面增长。2017 年第一季度意大利的机械设备消费同比大幅增长 13%, 工业 4.0 计划初见成效。

### 3. 人均 GDP 水平较高, 营商环境有所改善

意大利是一个发达的工业国家, 2016 年其人均 GDP 达 30231.81 美元, 远高于 A+ 级国家平均水平。根据联合国开发计划署公布的《2016 人类发展报告》, 意大利 2015 年的人类发展指数为 0.887, 在 188 个经济体中排名第 26 位, 属“极高人类发展水平”国家。



数据来源: IMF

图 6 意大利人均 GDP 情况

为吸引外商投资, 近 5 年来, 意大利不断出台法规和实施改革, 营商环境不断改善。根据世界银行发布的《2017 营商环境报告》, 意大利营商环境在全球 190 个经济体中排名第 50。其中, 在“跨境贸易”的单项衡量指标上意大利位居首位。

### 4. 银行业的不良贷款率持续高企, 救助措施效果有限

近年来, 意大利的经济增长低迷, 超低通胀持续, 投资增长缓慢, 这不仅降低了信贷需求, 还导致不良贷款大量增加。截至 2015 年底, 意大利银行业的不良贷款规模高达 3600 亿欧元, 相当于 GDP 的 20%, 银行业不良贷款率升至

18.06%, 信贷资产质量持续恶化。此外, 欧洲央行实施的负利率政策, 导致存贷款利差收窄, 限制了银行业盈利空间。意大利前五大银行中, 西雅那银行和人民银行合作社自 2011 年以来只有 2015 年实现了正盈利, 其它年份均是巨亏。

为降低银行不良贷款损失, 意大利于 2015 年和 2016 年进行了司法改革, 颁布了 2 个法令, 以缩短不良贷款抵押品回收时间, 提高回收率; 2016 年 2 月, 欧盟委员会批准了意大利的政府担保计划, 将不良贷款证券化, 以加快银行出售不良贷款的速度; 2016 年 4 月, 意大利政府成立了亚特兰特 (Atlante) 银行救助基金, 帮助意大利银行业清除巨额不良贷款。

受益于以上措施, 截至 2016 年二季度末, 意大利银行业不良贷款率较 2015 年同期小幅下降 0.47 个百分点至 17.50%, 信贷资产质量有所改善, 但不良贷款率依然处于非常高的水平。资本充足性方面, 截至 2016 年二季度末, 意大利资本充足率和一级资本充足率分别为 14.97% 和 12.52%, 资本较充足。但欧元区宽松的货币政策以及意大利持续低迷的经济损害了其银行业盈利能力, 截至 2016 年 6 月末, 银行业净资产收益率 (ROE) 和总资产收益率 (ROA) 分别为 1.45% 和 0.11%, 较 2015 年同期分别下降 1.03 和 0.07 个百分点。

为避免意大利银行业爆发系统性风险, 意大利以及欧盟当局还采取了一系列银行业救助措施: 意大利金融市场监管局宣布延长禁止对西雅那银行股票进行卖空操作的禁令; 欧盟批准了意大利政府 1500 亿欧元的银行业救助项目, 为那些资不抵债的银行提供流动性支持; 意大利政府推出 200 亿欧元的银行业救助计划, 以帮助西雅那银行和其他资金不足的银行等。但这些措施没能从根本上解决银行业的不良贷款和融资问题, 还会加重意大利政府的财政负担, 意大利银行业的系统性风险犹存。

### 5. 人口老龄化严重, 连续多年人口负增长 意大利是欧洲人口老龄化最严重的国家,

2008年以来，意大利65岁及以上人口占总人口的比例一直在20%以上。截至2015年底，意大利65岁以上人口已达1340万，占总人口的22.41%。

由于死亡率高于出生率，自2007年以来，意大利总人口已经连续9年负增长。2016年意大利的出生人数下降到47.4万人，较2015年减少了2.4%，出生率创百年新低。

人口负增长和人口老龄化造成了意大利劳动人口减少，拖累了其经济增长。此外，高额的养老费用给公共养老金体系造成压力，加剧了政府财政负担。

总体来看，意大利经济结构合理，国家发达程度较高；但其银行业不良贷款率高企，面临较高的系统性风险，此外意大利人口老龄化趋势日益严重，对意大利未来的发展形成一定阻碍。

## 五、公共财政

1. 财政收入增长接近停滞，财政支出结构有待优化，财政赤字总体可控

近年来，意大利政府的财政收入增长乏力。2012~2016年间，财政收入5年复合增长率为0.56%。2016年意大利财政收入为7937.40亿欧元，较上年增长1.56%，与该年度意大利GDP的比值为47.69%。

从意大利政府财政收入构成看，税收收入和社保收入的总和占政府财政收入总额的比例接近60%，其中社保收入历年来变化不大，近年来财政收入增长停滞的原因主要是受税收收入变化的影响。意大利是欧洲赋税最重的国家之一，严重阻碍着其经济发展。为减轻企业负担、促进经济增长，2014年意大利开始全面推行减税政策，降低企业税率。此外2016年1月开始正式投入执行的《2016年稳定法案》也在多领域推出了减税新政。税收的下降造成了政府财政收入的减少。

2012~2016年，意大利财政支出持续增长，财政支出5年复合增长率为0.47%。2016年，意大利财政支出为8384.56亿欧元，较2015年增长

1.67%。

从财政支出构成来看，意大利政府财政支出主要包括社会保障金支出和公共部门支出（包括公务员工资支出和购买商品和服务支出）。这两种支出占意大利财政支出总额的70%以上，刚性支出占比较高。受益于政府部门一系列缩减开销举措，公共部门支出逐年下降；社会保障金支出呈逐年上升趋势，这主要是由于政府对低收入者的津贴补助逐年增加所致；此外，受意大利政府债务负担较重的影响，利息支出占财政支出的占比持续较高（10%左右），财政支出结构有待优化。

表2 2012年~2016年意大利财政情况

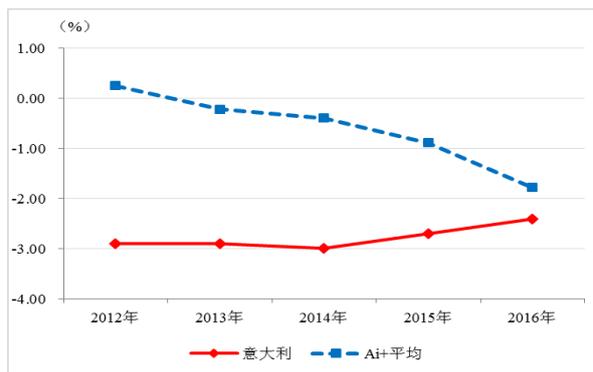
项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
财政收入 (亿欧元)	7717.57	7721.83	7767.52	7815.68	7937.40
财政支出 (亿欧元)	8192.21	8189.82	8255.34	8246.69	8384.56
财政盈余 (亿欧元)	-472.16	-469.16	-489.99	-441.97	-408.09
财政盈余 /GDP (%)	-2.90	-2.90	-3.00	-2.70	-2.40

注：财政盈余为负表示财政赤字，财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值，以下同。

数据来源：IMF

伴随欧盟财政整顿计划的实施，2012~2016年间，意大利财政赤字率一直控制在欧盟《稳定与增长公约》规定的赤字不超过3%的范围内。2016年，意大利政府财政赤字为408.09亿欧元，财政赤字相当于GDP的比值为2.40%。但与A<sub>1</sub><sup>+</sup>级国家相比，近5年意大利的财政赤字水平一直高于A<sub>1</sub><sup>+</sup>级国家政府财政赤字平均水平。

2017年4月，意大利政府批准紧急预算赤字削减，计划通过减少公共支出等方式在2017年追加削减34亿欧元赤字（相当于GDP的0.2%）。但意大利政府对银行业的救助也会使其财政负担加重，6月，意大利政府宣布拨款超过50亿欧元救助两家濒临破产的地方银行。预计2017年意大利的赤字率会略下降至2.50%~2.60%。



数据来源：IMF

图7 意大利财政盈余/GDP

## 2. 政府债务水平很高且今年持续增长

在财政持续赤字以及投资需求加大的情况下，近年来，意大利的政府债务水平持续升高。2012~2016年，意大利的一般政府债务总额和一般政府债务净额相当于GDP的比值5年均值分别为129.78%和110.08%；截至2016年底，意大利一般政府债务总额和一般政府债务净额分别为22179.09亿欧元和18608.42亿欧元，同比分别增长2.07%和2.04%，相当于GDP的比值分别为132.60%和111.80%，意大利政府债务水平很高，且一直高于欧盟对政府债务率设定的目标（不高于60%）和A++级国家政府债务的平均水平。

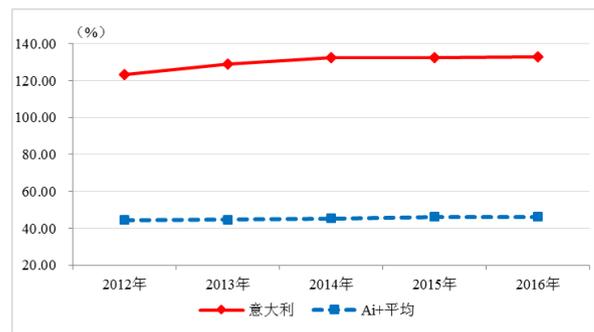
从政府的债务期限结构来看，2012~2016年间，意大利政府短期债务占债务总额的比值5年均值为6.79%，短期债务在债务总额中的占比较小且呈持续下降的趋势，政府的短期偿债压力不大。

表3 2012年~2016年意大利一般政府债务情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
债务总额（亿欧元）	19900.46	20701.80	21372.40	21728.50	22179.09
债务总额/GDP（%）	123.40	129.00	131.80	132.10	132.60
债务净额（亿欧元）	16918.44	17604.39	18147.64	18235.62	18608.42
债务净额/GDP（%）	104.87	109.72	112.59	111.44	111.80
财政收入/债务总额（%）	38.78	37.30	36.34	35.97	35.79

注：债务总额为一般政府债务总额，债务净额为一般政府债务净额，以下同。

数据来源：IMF，欧盟统计局



数据来源：IMF

图8 意大利政府债务/GDP

## 3. 财政收入对政府债务的保障能力较弱

从财政收入对政府债务的保障情况来看，2012~2016年，意大利财政收入与政府债务的比值5年均值为36.84%，且该比值近五年来呈持续下降趋势。2016年，意大利财政收入与政府债务的比值降至5年来最低值35.79%。意大利财政收入对政府债务的保障程度较低。

总体看，2016年意大利财政收入增长乏力，财政赤字有所增长，政府债务水平很高，财政收入对政府债务的保障能力较弱，意大利政府偿债压力较大。

## 六、外部融资

### 1. 经常账户盈余水平持续增长

意大利对外贸易发达，是世界第9大出口国、第12大进口国，其对外贸易市场主要为欧盟国家，占出口总量的50%以上。近年来，意大利积极拓展非欧盟地区出口市场，俄罗斯、日本、中国、巴西、美国等国家逐渐成为意大利重要的对外贸易伙伴。2016年意大利出口总额为5014.73亿欧元，同比增长1.53%，进口总额为4435.90亿欧元，同比小幅下降0.55%。伴随出口增长和进口萎缩，近5年意大利贸易顺差持续扩大，2016年意大利净出口额为578.83亿欧元，同比增长20.86%。

2016年意大利经常账户收入为5738.64亿欧元，较2015年增长了2.14%；经常账户盈余为430.84亿欧元，同比大幅增长了81.53%，相当于

GDP 的比值为 2.58%。

表 4 2012 年~2016 年意大利经常账户情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
进口总额（亿欧元）	4452.37	4268.88	4290.26	4460.42	4435.90
出口总额（亿欧元）	4611.74	4631.29	4753.01	4939.34	5014.73
净出口（亿欧元）	159.37	362.41	462.75	478.92	578.83
CAR（亿欧元）	5346.07	5353.49	5527.36	5618.66	5738.64
CAB（亿欧元）	-58.22	154.51	305.03	237.34	430.84
CAB/GDP（%）	-0.36	0.96	1.88	1.44	2.58

注：CAR 为经常账户收入，CAB 为经常账户余额，下同。

数据来源：欧盟统计局

## 2. 长期为净债务国，外债水平较高且政府外债占比较高

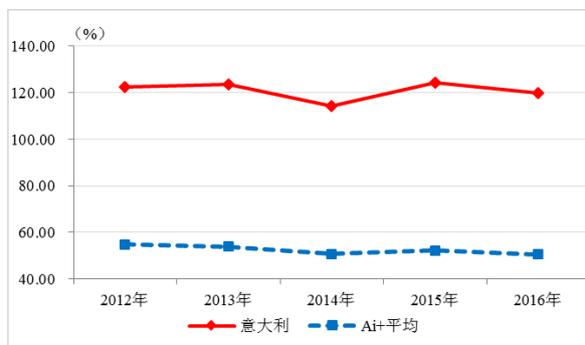
近年来，虽然意大利的外债规模呈现小幅下降的趋势，但外债水平仍然较高。截至 2016 年底，意大利外债总额为 22151.50 亿美元，同比下降了 1.84%，外债总额相当于 GDP 的 119.82%。与 A<sub>+</sub>级国家相比，意大利外债水平远远高于 A<sub>+</sub>级国家平均水平。

表 5 2012 年~2016 年意大利外债情况

单位：亿美元/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
外债总额	25410.02	26360.01	24478.59	22566.37	22151.50
政府外债	8729.27	9554.57	9864.11	9130.14	8426.76
外债总额/GDP	122.52	123.70	114.28	124.28	119.82
政府外债/外债总额	34.35	36.25	40.30	40.46	38.04

数据来源：世界银行



数据来源：世界银行

图 9 意大利外债总额/GDP

从外债期限结构来看，截至 2016 年底，外

债总额中短期债务和长期债务的占比分别为 34.28% 和 65.72%，短期债务占比达到 5 年来最大值，政府的短期还债压力有所增加。

从外债负债主体来看，意大利公共部门（包括一般政府和央行）外债最高，几乎占了意大利外债总额的一半，商业银行占比次之，直接投资占比最少。截至 2016 年底，意大利政府外债总额为 8426.76 亿美元，相当于 GDP 的 38.04%，政府面临较大的外债偿还压力。

此外，意大利一直是净债务国家。2016 年，意大利国际投资净头寸为 -2631.43 亿美元，相当于 GDP 的 14.93%，较去年下降 8.6 个百分点，但意大利的外债负担依然较大。

表 6 2012 年~2016 年意大利外债结构情况

单位：%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
一般政府	34.35	36.25	40.30	40.46	38.04
央行	13.71	12.67	11.01	12.42	17.50
银行	26.31	24.90	23.96	23.47	21.07
其他部门	17.19	17.96	17.29	16.81	15.50
外商直接投资	8.44	8.22	7.45	6.84	7.89
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

数据来源：世界银行

## 3. 经常账户收入和外汇储备对外债的保障程度较弱

意大利经常账户收入对外债的保障能力较弱。经常账户收入相当于外债总额的比值一直在 30% 以下。2016 年，意大利经常账户收入相当于外债总额和政府外债的比值分别为 28.66% 和 75.35%，虽然较 2015 年分别上升 1.05 和 7.12 个百分点，但比值仍然较低。

外汇储备方面，意大利外汇储备规模较小且逐年下降。截至 2016 年底，意大利外汇储备为 1360.43 亿美元，外汇储备相当于外债总额和政府外债的比值分别为 6.14% 和 16.14%，较上年变化不大。虽然意大利外汇储备对其外债的保障程度较小，但意大利的主要债权国是法国、德国等欧元区国家，因此可直接使用欧元进行债务偿还，使其目前对外汇储备的需求不大。

总体看，意大利出口贸易有所增长，经常账户持续改善，但外债水平较高且政府外债占比较高，面临较大的外债偿还压力。

## 意大利主要数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
<b>宏观经济</b>					
GDP (亿美元)	20739.72	21309.97	21419.37	18157.57	18486.91
GDP (亿欧元)	16132.65	16045.99	16218.27	16454.39	16724.38
实际 GDP 增速 (%)	-2.82	-1.75	-0.34	0.76	0.95
CPI 增幅 (%)	3.00	1.20	0.20	0.10	-0.10
失业率 (%)	10.68	12.12	12.64	11.91	11.66
<b>结构特征</b>					
人均 GDP (美元)	34918.76	35703.92	35239.28	29866.58	30231.81
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	2.19	2.33	2.16	2.25	-
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	23.87	23.70	23.38	23.53	-
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	73.94	73.97	74.46	74.22	-
进出口总额/GDP (%)	56.18	55.47	55.76	57.13	56.51
65 岁及以上人口比重 (%)	21.16	21.59	22.01	22.41	-
银行业不良贷款率 (%)	13.75	16.54	18.03	18.06	17.50*
资本充足率 (%)	13.42	13.70	14.30	14.79	14.97*
一级资本充足率 (%)	10.54	10.55	11.87	12.30	12.52*
国内总储蓄/GDP (%)	17.43	17.85	18.22	18.91	19.04
<b>公共财政实力</b>					
财政收入 (亿欧元)	7717.57	7721.83	7767.52	7815.68	7937.40
财政支出 (亿欧元)	8192.21	8189.82	8255.34	8246.69	8384.56
财政盈余 (亿欧元)	-472.16	-469.16	-489.99	-441.97	-408.09
财政盈余/GDP (%)	-2.90	-2.90	-3.00	-2.70	-2.40
政府债务总额 (亿欧元)	19900.46	20701.80	21372.40	21728.50	22179.09
政府债务总额/GDP (%)	123.40	129.00	131.80	132.10	132.60
政府债务净额 (亿欧元)	16918.44	17604.39	18147.64	18235.62	18608.42
政府债务净额/GDP (%)	104.87	109.72	112.59	111.44	111.80
财政收入/政府债务 (%)	38.78	37.30	36.34	35.97	35.79
<b>外部融资实力</b>					
进口总额 (亿欧元)	4452.37	4268.88	4290.26	4460.42	4435.90
出口总额 (亿欧元)	4611.74	4631.29	4753.01	4939.34	5014.73
进出口净额 (亿欧元)	159.37	362.41	462.75	478.92	578.83
经常账户收入 (亿欧元)	5346.07	5353.49	5527.36	5618.66	5738.64
经常账户余额 (亿欧元)	-58.22	154.51	305.03	237.34	430.84
经常账户余额/GDP (%)	-0.36	0.96	1.88	1.44	2.58
外债总额 (亿美元)	25410.02	26360.01	24478.59	22566.37	22151.50
政府外债总额 (亿美元)	8729.27	9554.57	9864.11	9130.14	8426.76
外债总额/GDP (%)	122.52	123.70	114.28	124.28	119.82
政府外债总额/外债总额 (%)	34.35	36.25	40.30	40.46	38.04
外汇储备 (亿美元)	1816.83	1455.16	1422.23	1307.70	1360.43
经常账户收入/外债总额 (%)	27.04	26.98	29.97	27.61	28.66
经常账户收入/政府外债总额 (%)	78.70	74.42	74.37	68.23	75.35
外汇储备/外债总额 (%)	7.15	5.52	5.81	5.79	6.14
外汇储备/政府外债 (%)	20.81	15.23	14.42	14.32	16.14

注：\*为 2016 年二季度末数据

数据来源：欧盟统计局、意大利统计局、IMF、世界银行。

## 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，主权长期本、外币信用等级划分为三等十级，分别用 AAA<sub>i</sub>、AA<sub>i</sub>、A<sub>i</sub>、BBB<sub>i</sub>、BB<sub>i</sub>、B<sub>i</sub>、CCC<sub>i</sub>、CC<sub>i</sub>、C<sub>i</sub> 和 D<sub>i</sub> 表示，其中，除 AAA<sub>i</sub> 级和 CCC<sub>i</sub> 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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	信用风险低，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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C <sub>i</sub>	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D <sub>i</sub>	已经违约，进入重组或者清算程序。