

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_{i-}
长期本币信用等级: A_{i-}
评级展望: 负面

上次评级结果

长期外币信用等级: A_{i-}
长期本币信用等级: A_{i-}
评级展望: 负面

本次评级时间

2018年12月6日

主要数据

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(亿美元)	19,378.94	18,601.52	18,337.92	21,551.53	21,311.59
实际GDP增速(%)	1.47	0.86	0.95	0.11	-1.73
CPI增幅(%)	1.33	-0.05	0.11	0.23	1.25
失业率(%)	11.25	11.66	11.92	12.63	12.13
人均GDP(美元)	31,984.01	30,662.41	30,163.23	35,456.70	35,219.82
财政盈余/GDP(%)	-2.40	-2.50	-2.60	-3.00	-2.90
政府债务/GDP(%)	131.20	131.40	131.60	131.80	129.00
财政收入/政府债务(%)	35.18	35.22	36.27	36.35	37.28
外债总额/GDP(%)	131.92	117.39	122.81	113.42	123.69
CAR/外债总额(%)	27.44	29.43	27.76	30.04	27.00

注: 1、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 张正一

联合资信评估有限公司

电话: 010-85679696

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”) 对意大利共和国(以下简称“意大利”)的主权信用进行了跟踪评级, 决定维持其长期本、外币信用等级 A_{i-}。该评级结果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。

2017年, 意大利经济持续复苏, 通胀水平也明显回升, 但失业率仍旧保持在高位, 人口老龄化现象也进一步恶化。经济和产业结构保持稳定, 但结构性改革进展缓慢对经济增长形成制约; 银行业资产质量和盈利能力虽然出现改善, 但改善幅度不大, 银行业系统性风险仍较高。财政状况大幅改善, 但政府债务水平维持在高位, 且财政收入对政府债务的保障程度进一步减弱。国际贸易环境的改善使得意大利进出口均出现了明显增长, 经常账户也出现改善, 但意大利外债水平大幅升高且政府还债压力较大, 经常账户收入对外债的保障程度较低。

随着2019年财政预算草案的提交, 意大利政府和欧盟之间的矛盾和冲突拉开了序幕, 新的赤字预算计划或将推高意大利政府借贷成本, 政府的偿债成本也将进一步走高, 意大利的政治风险叠加债务问题有可能进一步发酵。

优势

- 经济持续复苏, 通胀水平明显回升;
- 人均GDP水平较高且在市场规模和商业成熟度等方面保持国际长期竞争力;
- 财政状况持续改善, 赤字水平出现下降;
- 进出口均出现了明显增长, 经常账户也有所改善。

关注

- 民粹倾向联合政府的财政扩张计划将抬高政府财政赤字水平, 进一步增加政府还债压力;
- 失业率维持在高位, 人口老龄化现象持续恶化带来的巨额养老金问题给政府财政带来沉重负担;
- 银行业依旧脆弱, 系统性风险尚存;
- 政府债务水平较高, 财政收入对政府债务保障程度进一步减弱;
- 外债水平大幅走高且政府还债压力较大, 经常账户收入对外债的保障程度较低。

一、国家治理

意大利组建西方首个民粹政府，结束了持续3个多月的政治僵局，但同时也引发了市场对于未来民粹倾向联合政府政策的不确定性以及与欧盟关系风险的担忧

2018年3月5日，意大利2018年议会选举投票结果出炉，贝卢斯科尼领导的中右联盟在参众两院中分别获得了37.49%和37%的选票，赢得了大选的最终胜利；而就单个政党而言，民粹主义政党五星运动在参众两院选举中分别赢得了32.18%和32.64%的选票，成为得票率最高的单一政党。但由于没有党派或联盟得票数超过40%¹，意大利出现“悬浮议会”。

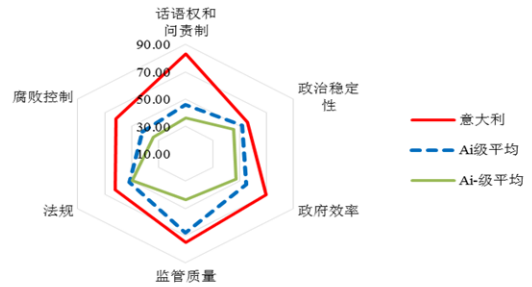
由于中右联盟中的极右翼政党北方联盟党与意大利力量党分歧严重，多轮组阁谈判后，北方联盟党和五星运动党决定联手组阁。6月1日，意大利五星运动党和北方联盟党共同推举的总理候选人朱塞佩·孔特宣誓就职，标志着意大利总统大选后僵持不下的组阁困境告一段落。但是两党在参众两院选举的得票率加起来分别为49.82%和50.03%，这意味着即便组阁成功，新政府也极不稳定。此外，新政府的诞生导致意大利中右联盟宣告解体，使意大利政治格局发生新的变化。北方联盟党和五星运动党都属于民粹倾向党派，引发了市场对于未来民粹倾向联合政府政策的不确定性以及与欧盟关系风险的担忧。

意大利政府债务负担沉重，唯有采取结构性改革、增收减支方可降低政府债务负担，但新政府的经济政策却与之背道而驰：两党派都支持废除延长退休年龄的养老金体制改革（在意大利的政府支出中，养老支出占比达到30%以上），这无疑会加剧政府财政困境；此外，联合政府支持宽松的财政政策，承诺增加开支并减税。如此一来，意大利很可能扩大赤字和举债，既无法也无意遵守欧盟的财政纪律，与欧盟的冲突也会进一步加剧。

意大利国家治理能力一般，政府更替频繁导致其政治稳定性较差

根据世界银行发布的国家治理指数，2017年，意大利政府各项治理能力百分比排名均值为67.87，较上年（68.25）有小幅下降。这主要由于意大利政府更替频繁导致“政治稳定性”指标排名大幅下降所致。总体看，意大利的国家治理能力一般，但明显好于A_i级和A_{i-}级国家平均水平。

图1：2017年意大利国家治理能力



数据来源：世界银行

二、宏观经济政策与表现

意大利经济持续复苏，但仍大幅低于欧盟平均水平

2017年，意大利GDP总量为17,162.39亿欧元（19,378.94亿美元），实际GDP增长率为1.47%，较2016年增长了0.61个百分点，但仍远低于欧盟平均水平（2.40%），也低于A_i级和A_{i-}级国家平均水平。2017年，消费和投资成为拉动意大利经济增长的主要动力，具体来看，意大利最终消费支出同比增长1.13%，其中居民消费支出同比增长了1.34%，政府消费支出同比增长了0.10%。投资方面，意大利投资总额增长了3.73%。进出口贸易表现方面，由于出口增速（5.75%）超过进口增速（5.23%），净出口也在一定程度上拉动了意大利经济复苏。

2018年上半年，在国内大选和国外贸易保护主义抬头的不利条件下，意大利经济增速出现下滑：一季度实际GDP同比增长1.40%，环比增长0.30%；二季度实际GDP同比增长1.20%，环比仅增长0.20%，增速进一步放缓。预计2018年全年意大利GDP增速为1.2%，2019年为1%。

表1：2013~2017年意大利经济表现

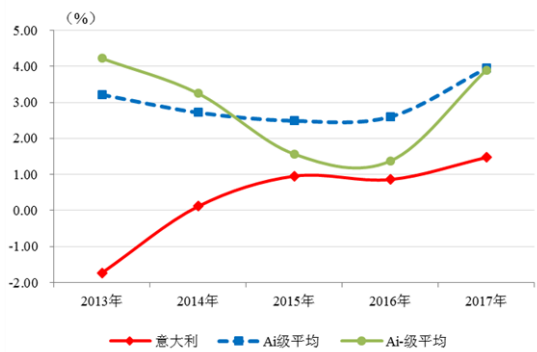
	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP (亿欧元)	17,162.39	16,809.49	16,526.23	16,218.28	16,046.00
实际GDP增速 (%)	1.47	0.86	0.95	0.11	-1.73
名义GDP (亿美元)	19,378.94	18,601.52	18,337.92	21,551.53	21,311.59
CPI增幅 (%)	1.33	-0.05	0.11	0.23	1.25
失业率 (%)	11.25	11.66	11.92	12.63	12.13

数据来源：IMF

¹ 根据意大利2017年通过的新选举法，只有在选举中实际得票数超过40%

的党派或联盟才有望获得多数议会席位，从而完成组阁。

图 2：2013~2017 年意大利实际 GDP 增长率



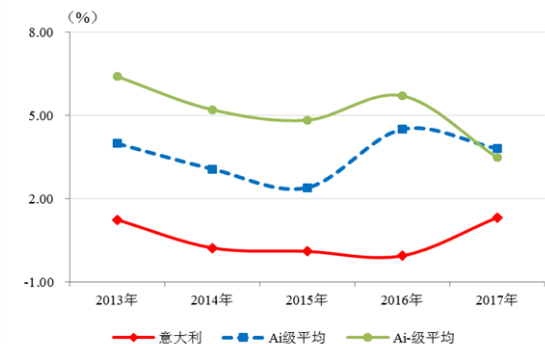
数据来源: IMF

通胀水平明显回升，但距离 2% 的通胀目标仍有一定距离

2017 年，意大利走出通缩，全年平均通胀率回升至 1.33%，但距离 2% 的通胀目标仍有一定距离。

进入 2018 年以来，意大利通胀水平整体呈现微幅回落，但从 5 月份开始通胀率显著提升，重回 1% 以上水平，能源价格上涨是通胀率回升的主要原因。1 月~9 月，意大利 CPI 增幅较去年同期增长 1.06%。受能源价格上升带动，预计下半年意大利通胀水平仍有提升空间，全年通胀率有望达到 1.2%。从近 5 年的情况看，与 A1 级和 A2 级国家平均水平相比，意大利的通胀水平相对较低。

图 3：2013~2017 年意大利 CPI 增长率



数据来源: IMF

失业率仍旧维持在高位，人口老龄化现象持续恶化带来的巨额养老金问题给政府财政带来沉重负担

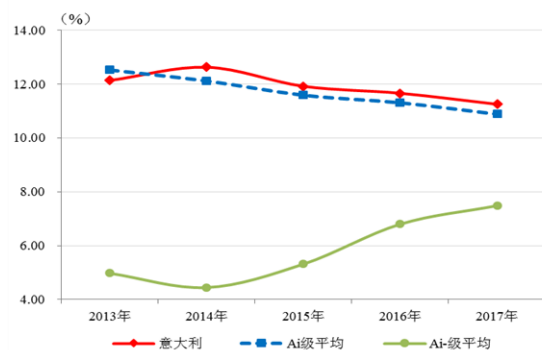
2017 年意大利全年失业率为 11.25%，虽然失业率已经连续三年下降，达到 2013 年以来的最低点，但仍高于欧元区平均水平 (9.10%)，也高于 A1 级和 A2 级国家平均水平。此外，意大利青年失业率也长期处于 30% 以上的水平，2017 年为 35.06%。

为降低失业率、改善社会就业状况，为年轻人提供更多的就业机会和工作岗位，2017 年 6 月，意大利国家社会保障局推出“青年就业保障”计划：企业雇佣处于失业状态的年轻人以及无固定期限的学徒工，便可享受一定的津贴补助。

2018 年以来意大利失业率出现明显下降，1 月~8 月平均失业率为 10.58%，其中 8 月失业率更是下降至 10% 以下的水平，达到 2012 年以来月度失业率最低值，青年失业率也出现一定程度的下降。

此外，意大利社会人口老龄化问题日趋严重，截至 2017 年底，意大利 65 岁及以上人口在总人口中的比例已经高达 23.02%，较 2016 年进一步上升 0.31 个百分点。这不仅会导致社会有效劳动力不断下降，由此产生的巨额养老金还会给政府财政带来沉重负担。意大利养老金支出很高，相当于 GDP 的比值接近 16%，是所有发达经济体中比例最高的国家之一。倘若意大利新政府兑现竞选时的承诺，废除延长退休年龄的养老金体制改革，意大利政府的财政压力会进一步加大。

图 4：2013~2017 年意大利失业率



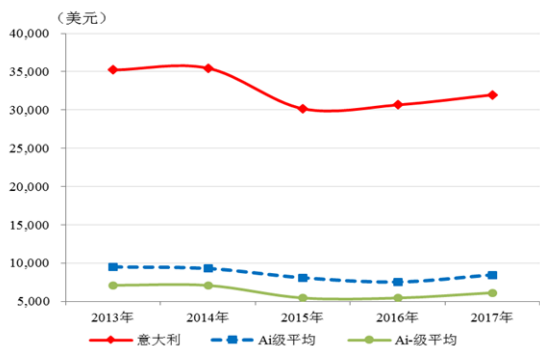
数据来源: IMF

三、结构特征

意大利在市场规模和商业成熟度等方面依旧保持着国际长期竞争力

2017 年，意大利人均 GDP 达到 31,984.01 美元，虽然较 2016 年 (30,662.41 美元) 上升了逾 1,300 美元，但仍明显低于欧盟其他发达国家，且大幅低于欧盟平均水平 (41,339.17 美元)。与 A1 级和 A2 级国家平均水平相比，意大利的人均 GDP 水平相对较高，是其 3 倍。

图 5：2013-2017 年意大利人均 GDP



数据来源: IMF

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017年意大利的全球竞争力指数为4.54，在全球137个经济体中排名第43位，较上年上升了1位。这主要是受益于商品市场效率的提升以及高等教育的改善。此外，意大利在医疗和基础教育、市场规模、基础设施以及商业成熟度等方面还保持着长期竞争力。

经济和产业结构保持稳定，但意大利结构性改革进展缓慢对经济增长形成制约

意大利经济是以消费驱动为主的经济体。2017年，意大利最终消费支出占GDP的比值约为80%，基本与2016年持平，其中私人消费支出占GDP的比值约为61%，政府消费支出占GDP的比值约为19%；投资占GDP比值为17.25%，较2016年上升了逾1个百分点；净出口总额占GDP的比值为3.08%。总体上看，意大利经济发展对消费的依赖程度较高。

从产业结构来看，2017年意大利产业结构基本保持稳定，三大产业增加值占GDP的比重分别为1.92%、21.36%和66.28%。意大利是传统的工业强国，为提升企业竞争力和整个产业链竞争力，意大利于2017年初启动了“工业4.0”计划，聚焦投资、生产力和创新三大主题。为促进外国企业在意大利投资，意大利政府还专门设立了吸引外资委员会，为大规模投资项目提供全程协助。截至2017年底，意大利FDI存量与GDP的比值为22.90%，较2016年增加了逾4个百分点。随着“工业4.0”计划的实施，意大利产业结构有望得到升级。

就长期而言，意大利经济体系的诸多结构性问题仍将存在。首先，意大利投资不足的状况难以在短期内改变。在公共投资领域，意大利政府债务始终居高不下使得其大幅增加公共支出的空间极其狭窄；在私人投资领域，一方面，受到大量中小企业破产的冲击，投资者信心仍比较脆弱，另一方面，银行体系趋于不稳定也造成信贷融资渠道不畅。其次，意大利结构性改革推进缓慢

也将制约经济增长，比如在养老金体系改革方面，继2015年4月意大利宪法法院驳回蒙蒂政府时期提出的养老金削减计划之后，新的养老金改革方案一直处于讨论阶段，尚未进入立法程序；从政治改革方面看，意大利政府极不稳定、立法与决策效率低下的局面仍未得到解决。

银行业依旧脆弱，虽然资产质量及盈利能力出现改善，但改善幅度不大

意大利的银行体系在企业融资活动中拥有举足轻重的位置。2017年，意大利银行体系提供的国内信贷与GDP的比值高达166.16%，高于欧盟主要发达国家（同期德国和法国分别为127.27%和157.67%）。因此，若银行业出现危机，对其本国经济将产生巨大冲击。但同时受经济不景气的影响，意大利国内几乎所有银行都坏账高企、银行业资产质量令人担忧。截至2017年底，意大利银行业不良贷款率为14.38%，较2016年下降了2.74个百分点，虽然是近5年来最好表现，但仍处于很高水平。2017年6月，因无法维持足够资本及未能满足监管条件，威尼托银行（Veneto Banca）及维琴察大众银行（Banca Popolare di Vicenza）被欧洲央行宣布为“已经倒闭或很可能倒闭”。同月，意大利政府宣布向两家银行注资52亿欧元对其进行救助，另外还将提供120亿欧元作为担保资金来解决两家银行的坏账问题。7月，意大利政府还向不良贷款达到260亿欧元的西雅那银行提供了54亿欧元的救助资金。政府救助本国银行业累计投入资金目前已超过200亿欧元。

自从欧洲主权债务危机爆发后，在欧洲央行的支持下，意大利银行不断买入意大利国债，充当着“边际买家”的角色，这种状况持续多年，并形成恶性循环：政府不断发新债还旧债，而银行则不断买入政府债券，持续的购买让银行机构不堪重负。目前，意大利未偿还国债中本国银行持有比例高达34.25%。除意大利裕信银行外，其余主要银行对主权债务的风险敞口占比均达到了80%以上，国债大幅波动会对银行资产产生影响。一旦欧洲央行退出量化宽松政策，意大利国债抛售风险将随之增大，叠加高企的不良贷款率共同推升意大利银行系统性风险。

从银行业盈利能力来看，随着经济的复苏，意大利银行业盈利能力出现改善，2017年总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）均转负为正，分别为0.61%和7.52%。从银行业资本充足率来看，2017年意大利银行业资本充足率为16.71%，较2016年增加了2.96个百分点，达到近5年来最高水平。

四、公共财政实力

财政状况持续改善，财政赤字水平降至5年来最低水平

2017年，意大利一般政府财政收入为7,963.35亿欧元，同比增长了1.88%。财政支出为8,358.08亿欧元，同比增长了1.27%，低于财政收入增速。因此，2017年意大利财政赤字规模较2016年减少了4.37%至410.60亿欧元，财政赤字与GDP的比值为2.30%，较2016年下降了0.20个百分点，为近5年来最低水平，财政状况持续改善。若剔除政府因救助银行业对财政状况的影响，2017年意大利政府财政赤字水平仅为1.90%。

与A_i-级国家平均水平相比，意大利财政赤字水平明显较低，从2015年开始，意大利财政赤字水平也开始低于A_i-级国家平均水平，且呈稳定下降趋势。

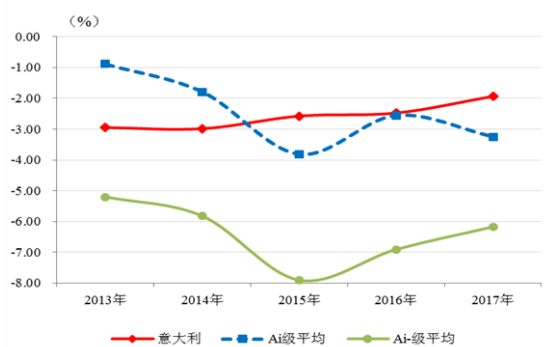
表 2：2013~2017 年意大利政府财政表现

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
财政收入(亿欧元)	7,963.35	7,816.41	7,883.01	7,768.56	7,718.13
财政收入/GDP (%)	46.40	46.50	47.70	47.90	48.10
财政支出(亿欧元)	8,358.08	8,253.46	8,312.69	8,255.10	8,199.51
财政支出/GDP (%)	48.70	49.10	50.30	50.90	51.10
财政盈余(亿欧元)	-410.60	-429.37	-431.53	-493.40	-468.93
财政盈余/GDP (%)	-2.40	-2.50	-2.60	-3.00	-2.90

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：欧盟统计局

图 6：2013~2017 年意大利财政盈余/GDP



数据来源：IMF

一般政府债务维持在较高水平，财政收入对政府债务的保障程度进一步减弱

2017年，意大利一般政府债务水平继续走高。截至2017年底，意大利的一般政府债务规模总额达到22,634.79亿欧元，较上一年增长了1.98%；政府债务总额与GDP的比值为131.20%，较2016年小幅下降了

0.20个百分点。即便如此，意大利政府债务水平仍然远高于欧盟平均水平（86.70%），且远超欧盟规定的60%上限。与A_i-级和A_i-级国家平均水平相比，意大利的政府债务水平也明显偏高。

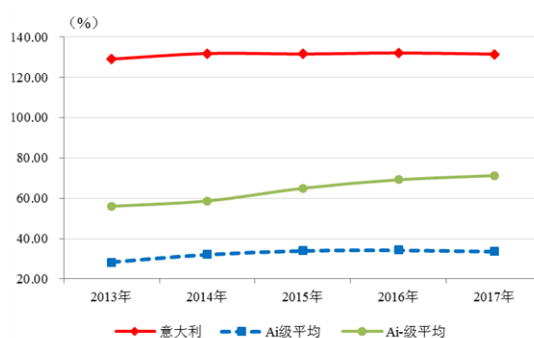
从政府利息支出压力来看，2017年意大利的一般政府债务利息支出相当于GDP的比值为3.64%，较2016年下降了0.14个百分点，政府利息支付压力进一步下降，但和欧盟其它发达国家相比，意大利一般政府债务利息支出压力仍相对较大。

表 3：2013~2017 年意大利一般政府债务情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
政府债务总额(亿欧元)	22,634.79	22,195.81	21,734.03	21,373.22	20,702.54
政府债务总额/GDP (%)	131.20	131.40	131.60	131.80	129.00
利息支出/GDP (%)	3.64	3.78	3.95	4.40	4.65
财政收入/政府债务总额 (%)	35.18	35.22	36.27	36.35	37.28

数据来源：欧盟统计局

图 7：2013~2017 年意大利政府债务/GDP



数据来源：IMF

从财政收入对政府债务的保障能力来看，截至2017年底，意大利财政收入相当于政府债务的比值为35.18%，较2016年小幅下降，财政收入对政府债务的保障能力进一步减弱。

2018年10月中旬，意大利新政府通过了2019年国家财政预算和税法修正案，并正式向欧盟委员会递交了国家财政预算报告。报告中提出了2.4%的赤字预算目标，大幅高于上一届政府承诺的0.8%。对此，欧委会指责意大利2019年预算草案明显偏离了欧盟规则，并要求意大利对预算草案进行修改，但遭意大利拒绝。对此，欧盟将着手启动“超额财政赤字程序（EDP）”，意大利或将面临相当于0.2~0.7%国内生产总值的高额罚款。

欧盟与意大利的对峙加剧了投资者对意大利新政府的担忧情绪，意大利国债遭抛售，10年期国债收益率一度飙升至惊人的3.74%，创欧元区经济危机末期以来

的历史最高纪录；10年期意债收益率与10年期德债收益率利差扩大至320个基点，创5年来新高。意大利新的赤字预算计划或将推高政府借贷成本，政府的偿债成本和偿债压力也将进一步走高。

五、外部融资实力

贸易维持顺差，但顺差额有所下降；经常账户出现明显改善

2017年，受国际贸易环境改善的影响，意大利进、出口均出现了明显增长，其中进口总额为5,486.63亿美元，同比增长11.12%；出口总额为6,077.25亿美元，较2016年增长了9.61%，小于进口增速；因此，2017年意大利贸易顺差较2016年减少了2.70%达到590.62亿美元。

经常账户收入方面，2017年意大利经常账户继续保持盈余，经常账户收入为7,014.19亿美元，较2016年增长了9.13%；经常账户盈余为543.32亿美元，达到近5年来最高值，经常账户盈余与GDP的比值为2.80%，较2016年增长了约0.24个百分点，经常账户进一步改善。

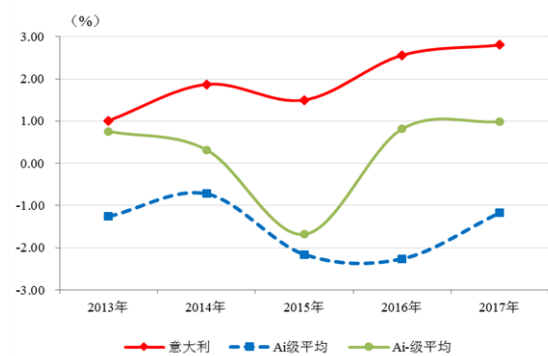
国际投资净头寸方面，意大利一直为净债务国，但净债务规模持续减少。2017年由于意大利的外部资产增速（19.85%）大于其外部负债增速（17.41%），意大利的国际净债务进一步减少。截至2017年底，意大利国际投资净头寸为-1,381.19亿美元，国际投资净头寸与GDP的比值为-7.13%，较2016年进一步改善。

表 4：2013~2017 年意大利经常账户及国际投资情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
进口额 (亿美元)	5,486.63	4,937.52	4,947.99	5,699.39	5,669.27
出口额 (亿美元)	6,077.25	5,544.53	5,484.52	6,311.13	6,154.74
贸易差额 (亿美元)	590.62	607.02	536.52	611.74	485.47
经常账户收入 (亿美元)	7,014.19	6,427.13	6,252.26	7,343.71	7,117.94
经常账户余额 (亿美元)	543.32	476.59	275.18	403.39	215.41
经常账户余额/GDP (%)	2.80	2.56	1.50	1.87	1.01
国际投资净头寸 (亿美元)	-1,381.19	-1,737.00	-3,514.92	-4,139.48	-5,013.08
国际投资净头寸/GDP (%)	-7.13	-9.34	-19.17	-19.21	-23.52

数据来源: IMF

图 8：2013~2017 年意大利经常账户平衡/GDP



数据来源: IMF

意大利外债水平大幅走高；一般政府外债负担较重，且短期偿付压力持续增长，债务结构不甚合理

截至2017年底，意大利的外债总额为25,565.53亿美元，较2016年大幅增长了17.08%；外债总额相当于GDP的比值为131.92%，达到近5年来最高值，较2016年增长了14.54个百分点，这主要是由于央行持有外债大幅增加所致。与A1级和A1-级国家平均水平相比，意大利外债水平明显较高。

从外债构成来看，意大利的外债主要来自金融机构和一般政府。截至2017年底，意大利金融机构和一般政府外债在外债总额中的占比分别为20.39%和36.95%，政府还债压力较大；央行持有外债在外债总额中的占比持续上升，2017年底已经升至21.13%；其他部门外债在外债总额中的占比则呈下降趋势，2017年底为14.18%；来自直接投资的外债占比不足10%。

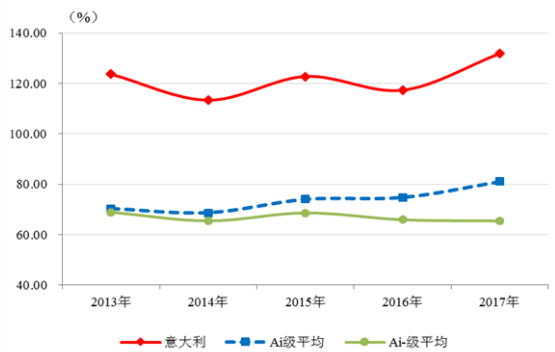
从外债的期限结构来看，截至2017年底，意大利外债总额中短期债务的占比为37.51%，较2016年进一步上升了2.94个百分点，短期偿付压力不断增大。

表 5：2013~2017 年意大利外债情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
外债总额 (亿美元)	25,565.53	21,836.00	22,521.63	24,443.45	26,360.01
外债总额/GDP (%)	131.92	117.39	122.81	113.42	123.69
政府外债 (亿美元)	9,445.29	8,427.90	9,130.14	9,864.11	9,554.57
政府外债/外债总额 (%)	36.95	38.60	40.54	40.35	36.25

数据来源: 世界银行

图 9：2013~2017 年意大利外债总额/GDP



数据来源：世界银行

由于意大利外债增速远大于经常账户收入增速，经常账户收入对外债的保障程度出现下降

由于意大利外债总额及政府外债增速（分别为 17.08% 和 12.07%）远大于经常账户收入增速（9.13%），2017 年意大利经常账户收入对外债及政府外债的保障程度均出现下降，经常账户收入相当于外债总额和政府外债的比值分别为 27.44% 和 74.26%，较 2016 年分别下降了 1.99 和 2.00 个百分点。

表 6：2013~2017 年意大利外债保障情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
CAR/外债总额 (%)	27.44	29.43	27.76	30.04	27.00
CAR/政府外债 (%)	74.26	76.26	68.48	74.45	74.50

数据来源：IMF、世界银行

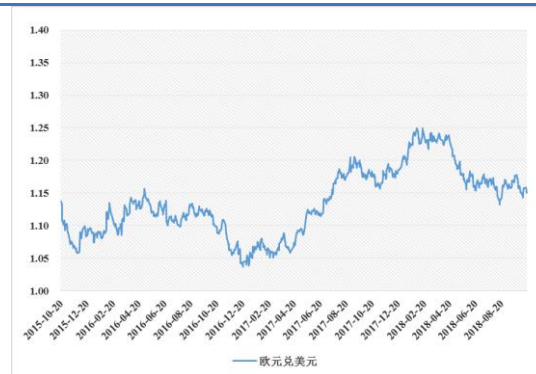
2017 年欧元兑美元汇率总体呈走高趋势，未来两年有望保持稳定

2017 年，欧元成为外汇市场上的一大“赢家”，全年欧元兑美元累计上涨 13.18%，缔造 2003 年以来最佳表现。具体来看，市场对欧洲央行货币政策即将转向的预期助推了欧元的上行。经济欧元区经济数据捷报频传，欧元区宏观经济前景的改善也支撑欧元不断走强。政治方面，去年英国“脱欧”公投和难民危机之后，欧洲一些民粹主义政党支持率上升，欧元区是否面临解体这一疑虑，成为压低欧元汇率的一个重要因素。然而在 2017 年的荷兰大选、法国大选以及意大利地方选举中，极右翼力量节节败退，民粹风险骤减，欧元区也逐步摆脱解体阴霾，令欧元汇率重拾升势。

进入 2018 年，美元走强、意大利政局恶化以及德国联合政府危机加剧均拖累了欧元走势，使得欧元频频

下跌。截至 2018 年 10 月 22 日，欧元兑美元汇率为 1:1.1505，年内累计下跌 3.93%。未来两年，欧洲央行有望逐步退出量化宽松政策，并有望于 2019 年下半年开启加息进程。预计欧元兑美元汇率有望保持稳定，将对意大利的外债偿付能力形成有力支撑。

图 10：2015~2018 年欧元兑美元汇率变化



数据来源：欧洲央行

六、评级展望

意大利成功组建西方首个民粹政府，结束了持续数月的政治僵局，但同时也引发了市场对于未来民粹倾向联合政府政策的不确定性以及与欧盟关系风险的担忧。受贸易保护主义抬头以及国内结构性改革进展缓慢等因素的不利影响，预计未来 1~2 年意大利经济增速将维持在较低水平，但通胀水平有望保持稳定。意大利人口老龄化问题严重，使得社会保障等刚性支出难以缩减，新政府为刺激本国经济发展而实施的扩张性财政政策也使得未来削减政府预算难上加难，预计政府财政状况会出现恶化，政府债务水平也或将随之走高。意大利外债水平较高且短期偿付压力不断增大，经常账户收入对外债的保障程度也一直较低。基于以上分析，联合资信给予意大利主权信用评级展望为负面。

意大利主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
宏观数据					
GDP (亿欧元)	17,162.39	16,809.49	16,526.23	16,218.28	16,046.00
GDP (亿美元)	19,378.94	18,601.52	18,337.92	21,551.53	21,311.59
实际 GDP 增速 (%)	1.47	0.86	0.95	0.11	-1.73
CPI 增幅 (%)	1.33	-0.05	0.11	0.23	1.25
失业率 (%)	11.25	11.66	11.92	12.63	12.13
结构特征					
人均 GDP (美元)	31,984.01	30,662.41	30,163.23	35,456.70	35,219.82
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	1.92	1.89	2.02	1.94	2.09
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	21.36	21.44	21.28	21.02	21.33
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	66.28	66.39	66.68	66.93	66.58
私人消费在 GDP 中的占比 (%)	61.06	60.82	60.90	60.80	61.13
政府消费在 GDP 中的占比 (%)	18.61	18.83	18.86	19.32	19.66
投资总额在 GDP 中的占比 (%)	17.25	17.09	17.31	17.03	16.96
净出口在 GDP 中的占比 (%)	3.08	3.25	2.93	2.85	2.26
进出口总额/GDP (%)	59.67	56.35	56.89	55.73	55.48
银行业资本充足率 (%)	16.71	13.75	14.79	14.30	13.70
银行业不良贷款率 (%)	14.38	17.12	18.06	18.03	16.54
银行业 ROA (%)	0.61	-0.53	0.26	-0.20	-0.77
银行业 ROE (%)	7.52	-7.66	3.41	-2.78	-11.51
65 岁及以上人口在总人口中的占比 (%)	23.02	22.71	22.36	21.99	21.58
公共财政					
财政收入 (亿欧元)	7,963.35	7,816.41	7,883.01	7,768.56	7,718.13
财政收入/GDP (%)	46.40	46.50	47.70	47.90	48.10
财政支出 (亿欧元)	8,358.08	8,253.46	8,312.69	8,255.10	8,199.51
财政支出/GDP (%)	48.70	49.10	50.30	50.90	51.10
财政盈余 (亿欧元)	-410.60	-429.37	-431.53	-493.40	-468.93
财政盈余/GDP (%)	-2.40	-2.50	-2.60	-3.00	-2.90
政府债务总额 (亿欧元)	22,634.79	22,195.81	21,734.03	21,373.22	20,702.54
政府债务总额/GDP (%)	131.20	131.40	131.60	131.80	129.00
利息支出/GDP (%)	3.64	3.78	3.95	4.40	4.65
财政收入/政府债务 (%)	35.18	35.22	36.27	36.35	37.28
外部融资					
进口总额 (亿美元)	5,486.63	4,937.52	4,947.99	5,699.39	5,669.27
出口总额 (亿美元)	6,077.25	5,544.53	5,484.52	6,311.13	6,154.74
进出口净额 (亿美元)	590.62	607.02	536.52	611.74	485.47
经常账户收入 (亿美元)	7,014.19	6,427.13	6,252.26	7,343.71	7,117.94
经常账户余额 (亿美元)	543.32	476.59	275.18	403.39	215.41
经常账户余额/GDP (%)	2.80	2.56	1.50	1.87	1.01
国际投资净头寸 (亿美元)	-1,381.19	-1,737.00	-3,514.92	-4,139.48	-5,013.08
国际投资净头寸/GDP (%)	-7.13	-9.34	-19.17	-19.21	-23.52
外债总额 (亿美元)	25,565.53	21,836.00	22,521.63	24,443.45	26,360.01
外债总额/GDP (%)	131.92	117.39	122.81	113.42	123.69

政府外债总额（亿美元）	9,445.29	8,427.90	9,130.14	9,864.11	9,554.57
政府在外债总额中的占比（%）	36.95	38.60	40.54	40.35	36.25
经常账户收入/外债总额（%）	27.44	29.43	27.76	30.04	27.00
经常账户收入/政府外债（%）	74.26	76.26	68.48	74.45	74.50

数据来源：世界银行、IMF、欧盟统计局

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，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 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 _i	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 _i	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 _i	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 _i	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 _i	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 _i	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 _i	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 _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。