

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

2019 年 12 月 9 日

主要数据

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
名义 GDP (亿美元)	20,758.6	19,507.0	18,699.5	18,332.0	21,551.5
实际 GDP 增速 (%)	0.9	1.7	1.1	0.9	0.1
CPI 增幅 (%)	1.2	1.3	-0.1	0.1	0.2
失业率 (%)	10.6	11.3	11.7	11.9	12.6
人均 GDP (美元)	34,320.8	32,195.4	30,824.0	30,153.4	35,456.7
财政盈余/GDP (%)	-2.1	-2.4	-2.5	-2.6	-3.0
政府债务/GDP (%)	132.2	131.4	131.4	131.6	131.8
财政收入/政府债务 (%)	35.1	35.4	35.4	36.2	36.3
外债总额/GDP (%)	117.7	130.4	117.4	123.4	113.7
CAR/外债总额 (%)	31.3	27.9	29.3	27.6	30.0

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

分析师:

王倩 张强

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”)进行了跟踪评级, 确定维持意大利长期本、外币信用等级均为 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。

2018 年以来, 五星运动党与中左翼民主党组成新联合政府, “亲欧”政府上台有望开启意大利政局稳定时期, 但新政府政治立场的差异令这一执政联盟的脆弱度仍存; 国际投资者看空以及净出口显著下降令意大利经济增速持续下滑, 通胀低位回落, 失业率有所下降但依然高, 人口老龄化和高额养老金继续制约经济发展潜力, 造成财政压力; 意大利银行业资产质量显著改善, 但稳定性仍面临考验; 2018 年政府财政赤字有所下降, 暂时避免了欧盟启动超额赤字程序, 但一般政府债务水平高位继续上升, 财政收入对政府债务保障能力不断下滑; 对外贸易和经常账户顺差收窄; 外债水平在较高水平有所下降, 但公共部门面临外债偿付负担持续加重, 经常账户收入对外债保障能力较弱。

在 2019 年 10 月意大利提交的 2020 年财政预算案中, 意大利政府依然采用了扩张性的财政立场, 欧盟在初步评估后认为意大利可能违反了欧盟的财政规则, 如果意大利不提供足够的澄清或对计划中的预算做出改变, 这一警告或预示欧委会再次启动制裁程序, 欧盟与意大利的对峙将加剧投资者对意大利新政府的担忧情绪, 对意大利偿债前景形成不利。

优势

1. 五星运动党与中左翼民主党组成新联合政府, “亲欧”政府上台有望开启意大利政局较为稳定时期;
2. 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;
3. 国家治理能力优于同级国家。

关注

1. 新政府继续采取扩张性财政政策, 恐再与欧盟产生分歧, 对经济及债务偿还造成不利影响;
2. 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;

3. 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；
4. 不良贷款率虽有下降但仍然较高，银行业脆弱性仍存；
5. 外债水平依然较高，经常账户对外债保障程度较弱。

一、国家治理

五星运动党与中左翼民主党组成新联合政府，“亲欧”政府上台有望开启意大利政局较为稳定的时期

2018年6月，意大利五星运动党和北方联盟党在历经两个多月的多轮组阁谈判后组建执政联盟，并推选无党派人士孔特出任总理。虽然均属于民粹倾向政党，但两党在与欧盟关系、移民、税收及基础设施建设等诸多议题上意见不合，分歧逐渐发酵。2019年8月，由于前期围绕是否修建“意法”高铁项目矛盾激化，以此为导火索，联盟党党首、副总理兼内政部部长马泰奥·萨尔维尼宣布联盟执政基础不复存在，随后发起针对孔特的不信任动议，孔特辞职。萨尔维尼希望促成提前选举，以推动联盟党凭借高涨的民意支持率单独执政（联盟党曾在5月的欧洲议会选举中以34.3%的得票率居于第一，远超得票率17.1%的五星运动党）。意大利联合政府至此瓦解。

随后，意大利总统塞尔焦·马塔雷拉与各议会团体开展协商，随后经过各党派密集磋商，五星运动与在野的中左翼民主党达成新的组阁协议，并同意由孔特继续出任总理，避免了提前大选。8月29日马塔雷拉授权孔特组建新政府。9月10日，意大利新政府通过了参、众两院的信任投票，正式开始履职，持续了一个月之久的政治危机尘埃落定。

同时，由于意大利政府在2018年9月底提交给欧盟委员会的2019年预算草案中提高了福利支出并提高了财政赤字，欧盟委员会认为意大利没有遵循财政纪律要求，曾多次驳回其提交的2019年财政预算案，并建议对其启动超额赤字程序。2018年12月21日，经过下调预算赤字，意大利与欧盟就其2019年预算案达成一致，意大利避免了因违规被惩罚的局面，但由于债务高企的状态并未改观，欧盟委员会和意大利政府对此的争议延续至今。

2019年9月新政府上台后发布26点共同政策主张，将2020财政年度扩张性预算列为新政府的首要议程，但承诺不会危及公共财政，令市场满意。两党强调社会公正，承诺引入最低工资，避免2020年1月提高增值税，同时将增加教育、科学研究和社会福利方面的支出。同时，两党承诺将向欧盟施加压力，以减轻意大利、希腊、西班牙和马耳他等“前线”国家应对移民潮的压力。意大利政坛持续一个月的政治危机以一个更加亲欧的政府上台收尾。新政府有望开启意大利政局的一段稳定

时期，并且对于意大利2020年预算案的制定以及意大利与欧盟机构的合作都是利好消息，但新政府政治立场的差异令这一执政联盟的脆弱度仍存。

意大利国家治理能力总体维持较强，腐败控制方面表现大幅改善，但政治稳定性和政府效率有所降低

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2018年意大利政府各项治理能力百分比排名均值为67.5，较上一年度略有下降，主要是受意大利政府在监管质量、法规及话语权与问责制方面的表现下滑所拖累。从图1可以看出，意大利的国家治理能力显著高于A_i-级和A_i级国家平均水平。

图1：意大利国家治理能力（2018年）



数据来源：世界银行

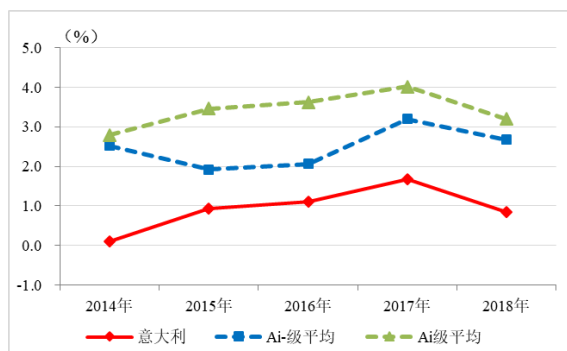
二、宏观经济政策与表现

由于国际投资者看空以及外需放缓令净出口拉动力显著下降，意大利经济增速持续下滑，一度陷入“技术性衰退”

2018年，意大利名义GDP总量达到17,569.8亿欧元（约20,758.6亿美元），实际增速为0.9%，较上年回落0.8个百分点，低于AA_i-级和A_i+国家平均水平（见图2）。其中，2018年第三和第四季度，意大利经济环比分别萎缩0.1%和0.2%，连续两个季度的经济下滑意味着意大利经济已陷入“技术性衰退”，并成为2013年以来首个进入经济衰退的欧盟经济体。近五年意大利平均经济增速(0.9%)显著低于欧盟(2.1%)和欧元区(1.9%)的平均水平。由于去年选举产生的新一届意大利民粹政府疑欧情绪强烈，意大利与欧盟之间一直摩擦不断。此前，双方围绕预算问题引发的冲突导致国际投资者一直对意大利资产持有看空抛售的态度，推高了意大利的借款成本。市场对意大利新政府财政政策和经济前景的担

忧和缺乏信心是造成意大利经济负面走势的主要原因。此外，内需不振和融资成本上升也导致了当前意大利经济活动的衰弱。

图 2：意大利实际 GDP 增速



数据来源：IMF

具体来看，2018 年，意大利私人消费同比实际增长 0.8%，增速较上年下滑 0.7 个百分点；政府消费增长转负为正，同比实际增长 0.4%，增速较上年上升 0.6 个百分点，主要是选举相关支出增加影响。投资方面，2018 年意大利资本形成同比增长 18.1%，增速较上年上升 0.1 个百分点，主要是由于建筑行业强劲增长以及相关机械、设备等固定资本投资所带动。对外贸易方面，由于欧盟工业生产不振、德国等主要出口目的国需求放缓及进口增长较快，2018 年意大利净出口大幅收窄，对经济的拉动作用显著下降。

2019 年以来，在欧元区总体增长乏力的影响下，意大利投资、消费和进出口也表现不佳，经济增长尽显疲态。2019 年上半年，经季调后的意大利 GDP 同比增速为 -0.1%，环比增长 0.1%，但 7 月意大利工业生产指数再次下降，并且这一趋势蔓延至其他领域。意大利消费信心指数虽有微弱上涨，但商业信心指数，尤其是制造业领域信心指数恶化。地缘政治动荡，不断升温的保护主义和中国经济增速放缓继续影响着国际贸易环境。预计 2019 年意大利经济增速将仅为 0.1%，增速继续在欧盟底部徘徊。

表 1：意大利宏观经济表现

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
名义 GDP (亿欧元)	17,569.8	17,273.8	16,898.2	16,520.9	16,218.3
名义 GDP (亿美元)	20,758.6	19,507.0	18,699.5	18,332.0	21,551.5
实际 GDP 增速 (%)	0.9	1.7	1.1	0.9	0.1
CPI 增幅 (%)	1.2	1.3	-0.1	0.1	0.2
失业率 (%)	10.6	11.3	11.7	11.9	12.6

注：实际 GDP 增速以本币计算，不考虑汇率变动因素。

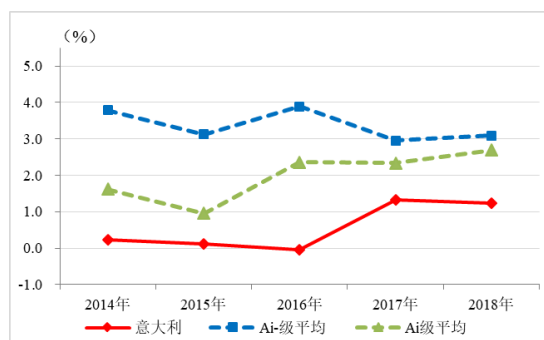
数据来源：IMF

2018 年意大利通胀低位回落，随着经济增速放缓需求压力降低通胀或继续下行

2018 年，意大利全年 CPI 平均增幅为 1.2%，增幅较上年下行 0.1 个百分点。其中酒精类饮料和烟草同比增长 2.9%，交通价格指数同比增长 2.7%，住房和水电煤气同比增长 2.5%，餐饮和酒店同比增长 1.2%，但通信价格指数同比下降 3%，教育价格指数同比下降 12.6%。

2019 年上半年，意大利物价水平继续呈现持续回落态势。2019 年 1-8 月，意大利平均 CPI 增幅仅 1.0%。油价等价格的下跌是通胀下行的主要推动力。随着经济增速放缓，需求压力降低，预计 2019 年全年意大利 CPI 平均增幅仅在 0.7% 左右，将低于欧洲央行 2% 的政策目标。

图 3：意大利 CPI 增长率



数据来源：IMF

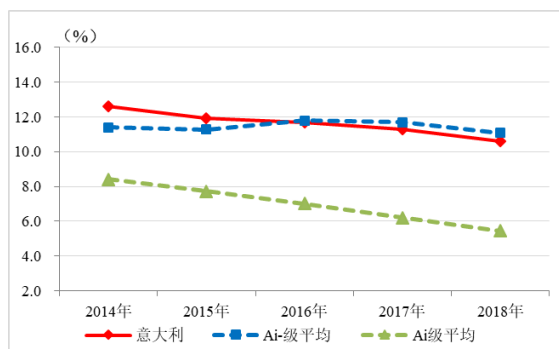
失业率有所下降，得益于政府促进青年就业的措施，青年就业状况显著好转，但人口老龄化和高额养老金继续制约经济发展潜力，造成财政压力

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，自 2017 年 6 月开始，意大利国家社会保障局实施了“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。得益于政策效果的逐步显现，意大利失业率同比继续呈现显著下降。2018 年，意大利年均失业率为 10.6%，较上年回落 0.7 个百分点。青年失业率也继续呈现下降趋势，2018 年，意大利青年失业率已由上年的 34.8% 下降至 31.5%。

2018 年，意大利新增就业岗位 20 万个，处于工作年龄人群的就业率由 57.9% 上升至 58.5%。过去五年中，意大利失业率下降了 2.0%，已恢复到 2012 年的水平，但仍未达到 2007 年 6.1% 的历史最好水平。2018 年，意大利失业率略低于与 Ai-级 Ai 级国家平均水平相比，意大利的失业水平显著偏高，但差距有所缩小（图 4）。

此外，意大利社会人口老龄化问题日趋严重，截至 2018 年底，意大利 65 岁及以上人口在总人口中的比例已经高达 22.8%，较 2017 年进一步上升 0.4 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，导致与此相关的政府的财政压力较大。

图 4：意大利失业率



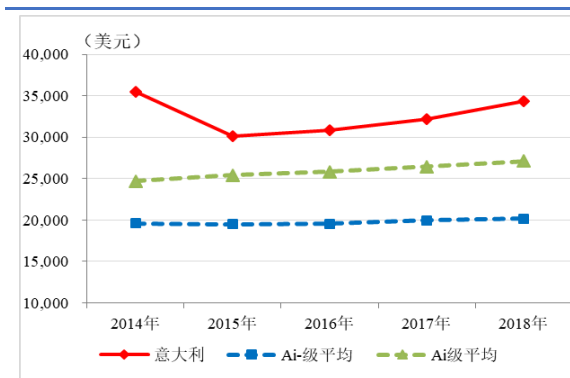
数据来源：IMF

三、结构特征

意大利人均 GDP 水平很高且持续增长，全球竞争力维持在较强排位

意大利人均 GDP 位居世界前列，2018 年意大利人均 GDP 为 34,320.8 美元，较上年增长 6.6%。从图 5 可以看出，近五年意大利人均 GDP 显著高于 A1 级和 A2 级国家平均水平。

图 5：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》，2018 年意大利的全球竞争力指数为 70.8，在全球 140 个经济体中排名第 31 位，较 2017 年持平，表明意大利的全球

竞争力仍旧处于较强区间。具体来看，意大利在“健康”、“市场规模”项的表现有所上升，且处于全球前 15 名之内，但在“制度”、“宏观经济稳定性”、“劳动力市场”、“商业活力”等方面的仍处于相对劣势，与整体排名相比仍相对落后。

经济增长依然主要依靠消费驱动，产业结构稳定且处于合理水平，对外依存度高位有所上升

消费是意大利经济增长的主要引擎。2018 年，意大利最终消费支出占 GDP 比重近 80%，其中，私人消费和政府消费占 GDP 的比值分别为 60.3% 和 19.0%，较上年分别上升 0.1 和 0.2 个百分点。投资方面，受房产投资带动，2018 年意大利资本形成总额占 GDP 的比值为 18.1%，较上年提高 0.1 个百分点。进出口方面，2018 年由于进口需求上升，意大利净出口有所下降，净出口占 GDP 的比值为 2.5%，但较上年下降 0.5 个百分点。2018 年意大利进出口总额占 GDP 的比值为 61.0%，同比上升 0.5 个百分点，对外贸易依存度依然较低。

2018 年意大利三大产业占 GDP 的比重分别为 2.2%、23.9% 和 74.0%，与上年相比三大产业结构基本保持不变。意大利实体经济发达，是欧盟内仅次于德国的第二大制造业强国。各类中等技术含量消费品和投资产品在世界市场上占有相当份额，但高技术产品相对较少。中小企业专业化程度高，适应能力强，传统上以出口为导向，在制革、制鞋、服装、纺织、家具、厨卫、瓷砖、丝绸、首饰、酿酒、机械、大理石开采及机械工业等领域具有较强的国际竞争力。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 2018 年底，意大利 FDI 存量与 GDP 的比值为 20.8%，较 2017 年底下降了 2.1 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；在投资领域，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，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。

意大利金融体系和银行业的稳定性明显向

好

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。2018 年，意大利银行体系提供的国内信贷与 GDP 的比值为 162.9%，同比有所回落，但仍高于欧盟主要发达国家（同期德国和法国分别约 127% 和 158%）。因此，若银行业出现危机，对其本国经济将产生巨大冲击。

近两年，意大利银行迫于欧洲央行关于优化资产负债表的压力开始出售不良贷款，规模较小的银行也通过证券化或打包出售的方式处理不良贷款。意大利银行出售不良贷款释放了更多资金用于投资其他有盈利前景的行业，改善银行信用状况，降低资金成本。截至 2018 年底，意大利银行业不良贷款率为 8.4%，较 2017 年大幅下降 6.0 个百分点，是近 5 年来最好表现，资产质量显著改善，但仍高于欧盟平均水平（约 5.0%）。

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逾 30%，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。截至 2018 年底，意大利银行业的资本充足率达到 16.1%，同比下降 0.3 个百分点。2018 年，意大利银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别达到 0.5% 和 6.1%，分别较 2017 年下降 0.1 个和 1.4 个百分点。总体来看，意大利金融体系和银行业的稳定性向好，但脆弱性仍存。

四、公共财政实力

2018 年政府财政赤字有所下降，暂时避免了启动超额赤字程序，未来有望继续小幅下行

2018 年 10 月，意大利政府向欧盟委员会递交了 2019 年财政预算案，显示财政赤字将继续增加。欧盟委员会认定预算案违反欧盟财政紧缩政策，11 月予以正式拒绝，考虑对意启动“超额赤字程序”，即对意大利施加相当于本国 GDP0.2% 的高额罚款以及更为严格的财政监管措施。2018 年 12 月，意大利向欧盟提交新版 2019 年预算案，结构性赤字相对于 GDP 的比例从先前 2.4% 调低至 2.04%；此后欧盟委员会与意大利政府就意方 2019 年财政预算案达成妥协，意大利承诺将以出售政府名下不动产和削减高额退休金等方式降低预算赤字，暂

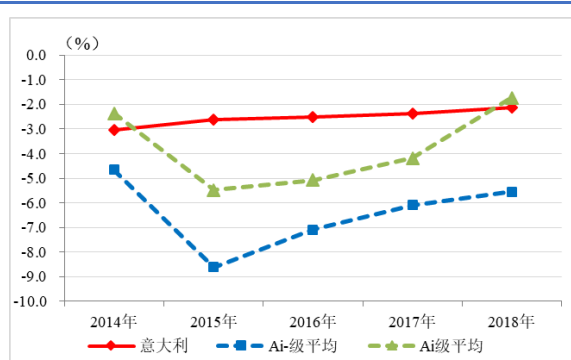
时避免了被违规惩罚。

2018 年，意大利一般政府财政收入达到了 8,161.1 亿欧元，较上年增长 1.6%，财政收入相当于 GDP 的比值达到 46.5%，较上年持平。从收入结构看，意大利税收收入占财政收入的比重约 62%，其中主要包括生产及进口税、所得税等经常税以及资本利得税等；社保收入占比约 29%，其余主要是财产性收入和其他收入。非税收入占比较大，财政收入稳定性一般。

2018 年，意大利一般政府财政支出为 8,536.2 亿欧元，较上年增长 1.0%，低于财政收入增速，财政支出占 GDP 的比值为 48.6%，较 2017 年略有下降。从财政支出结构看，社会保障支出占比近 43%，一般公共服务支出占比约 17%，医疗及教育合计占比近 22%，其余主要是经济事务、公共秩序安全、国防及环保支出，财政支出刚性很大。

2018 年，意大利一般政府财政赤字为 375.1 亿欧元，占 GDP 的比值为 2.1%，同比下降 0.3 个百分点。2018 年，意大利政府财政赤字水平已显著低于与 A_i-级国家，但和 A_i 级国家平均水平相比仍然偏高（图 6）。

图 6：意大利财政盈余相当于 GDP 的比值



数据来源：IMF

表 2：意大利政府财政表现

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
财政收入 (亿欧元)	8,161.1	8,036.1	7,860.2	7,872.7	7,761.6
财政收入/GDP	46.5	46.5	46.5	47.7	47.9
财政支出 (亿欧元)	8,536.2	8,449.0	8,286.8	8,304.1	8,255.0
财政支出/GDP	48.6	48.9	49.0	50.3	50.9
财政盈余 (亿欧元)	-375.1	-412.9	-426.6	-431.4	-493.4
财政盈余/GDP	-2.1	-2.4	-2.5	-2.6	-3.0

数据来源：IMF

一般政府债务水平高位继续上升，显著高于同级别国家；财政收入对政府债务保障能力弱，且近年呈现下滑趋势

截至 2018 年底，意大利一般政府债务总额为 23,219.6 亿欧元，较上年增长 2.3%；政府债务总额与 GDP 的比值为 132.2%，较上年上升 0.8 个百分点，近年连续呈现高位上升的趋势，政府债务负担不断加重。从图 7 可以看出，近五年意大利一般政府债务水平显著高于 A1-级和 A1 级国家平均水平，同时远超欧盟《马斯特里赫特条约》中规定的 60% 的上限。

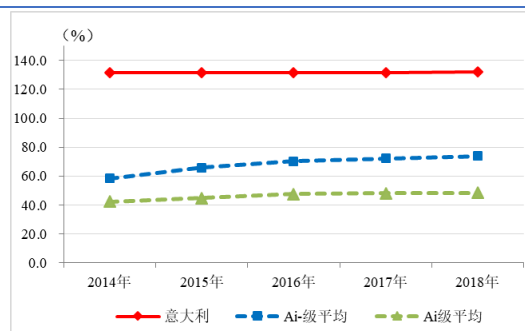
从一般政府债务的结构分析，截至 2019 年第一季度，意大利政府债务仍以欧元债务为主，外币债务占比仅为 0.1%；在意大利所有一般政府债务中，国内债务占比约 70.3%，外国债权人持有的债务为 29.7%。

表 3：意大利一般政府债务情况

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
政府债务总额（亿欧元）	23,219.6	22,690.1	22,203.7	21,734.3	21,373.3
政府债务总额/GDP（%）	132.2	131.4	131.4	131.6	131.8
财政收入/政府债务总额（%）	35.1	35.4	35.4	36.2	36.3

数据来源：IMF

图 7：意大利政府债务相当于 GDP 的比值



数据来源：IMF

近年来，意大利财政收入对政府债务的保障能力呈现低位下滑的趋势。2018 年，意大利政府财政收入与政府债务总额的比值为 35.1%，较上年下降 0.3 个百分点，但财政收入对政府债务的保障能力仍处于低水平。

2019 年 9 月新政府上台后发布了 26 点共同政策主张，将 2020 财政年度扩张性预算列为新政府的首要议程，但承诺不会危及公共财政。2019 年 10 月，意大利内阁通过了 2020 年预算法案，预算法案推出了史上最严厉的打击偷漏税的刑罚，最高刑罚将从 6 年提高到 8 年监禁，明确将通过打击税务诈骗、偷税漏税等措施提高财政收入，弥补财政缺口，同时，针对大型网络科技企业引入数字税。意政府承诺失业者和处境困难的民众政府将给予补贴，直到他们到达可领取养老金的年龄；无论在政府单位还是私企工作，女性员工可提前退休。另外，政府将免除低收入老年人的电视税。同时，意大

利将废除高额医疗税（super ticket），病人无需再为就诊支付多至 10 欧元的额外费用；建立“2020-2022 绿色新政”斥资 105 亿欧元推动可持续发展。提升“家庭基金”至 20 亿欧元，推动生育，扩大婴幼儿抚育产业；取消收入在 6.5 万欧元至 10 万欧元经营者的统一税等。

但另一方面，2019 年 10 月底，欧盟委员会对意大利 2020 年财政预算草案初步评估显示，意大利明年的预算草案可能违反了欧盟的财政规则，如果意大利不提供足够的澄清，或对计划中的预算做出改变，这一警告可能为制裁程序铺平道路。意大利或将再次面临相当于 0.2~0.7% 国内生产总值的高额罚款。欧盟与意大利的对峙将加剧投资者对意大利新政府的担忧情绪，意大利国债收益率有可能再度回升。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。因此，预计 2019-2020 年意大利一般政府财政赤字水平将降至 2.0% 左右，但不排除围绕财政预算案再次与欧盟发生摩擦的可能，一般政府债务水平继续上升至 133% 以上。

五、外部融资实力

对外贸易和经常账户仍处于顺差状态，但顺差规模有所收窄；政局不稳导致直接投资流入下降，国际投资净负债规模有所下降

2018 年，意大利商品和服务出口总额达 6,590.6 亿美元，较上年增长 8.2%，增速较 2017 年同期有所下滑，反映了 2018 年以来欧盟经济放缓带来的外需下降；进口总额为 6,078.5 亿美元，较上年增长 10.2%，大幅超越出口。对外贸易虽然依然保持了顺差，但顺差规模为 512.1 亿美元，同比下滑 11.3%。

2018 年，意大利经常账户收入达到 7,657.9 亿美元，较上年增长 8.0%。2018 年，意大利经常账户继续保持盈余状态，经常项目余额为 520.4 亿美元，经常项目盈余同比增长 2.7%。顺差规模相当于 GDP 的比值为 2.5%，较上年降低 0.1 个百分点，经常账户盈余规模同比有所收窄。

从国际投资情况看，由于意大利为欧元区经济大国，物流、机械制造等行业发达，吸引了大量的直接投资及证券投资流入，国际投资净头寸常年为负。2018 年，意大利继续处于净债务国地位。截至 2018 年底，意大利国际投资净头寸为 -790.2 亿美元，较上年大幅下降 40.0%，主要是由于意大利政治环境不稳导致的外资信心下降，直接投资流入减少所致；国际投资净头寸相当于 GDP 的比值为 -3.8%，较上年上升 3.0 个百分点。

表 4：意大利经常账户及国际投资情况

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
出口总额 (亿美元)	6,590.6	6,091.3	5,541.5	5,482.5	6,312.3
进口总额 (亿美元)	6,078.5	5,514.0	4,940.0	4,951.7	5,701.1
净出口 (亿美元)	512.1	577.3	601.6	530.7	611.2
经常账户收入 (亿美元)	7,657.9	7,092.8	6,425.2	6,251.5	7,347.3
经常账户余额 (亿美元)	520.4	506.6	475.0	246.3	411.4
经常账户余额/GDP (%)	2.5	2.6	2.5	1.3	1.9
国际投资净头寸 (亿美元)	-790.2	-1,318.0	-1,820.4	-3,514.9	-4,139.5
国际投资净头寸/GDP (%)	-3.8	-6.8	-9.7	-19.2	-19.2

数据来源: IMF

外债水平在较高水平有所下降，公共部门面临外债偿付负担持续加重，经常账户收入对外债保障能力较弱

截至 2018 年底，意大利外债总额为 24,430.4 亿美元，较上年下降 4.0%；外债总额相当于 GDP 的比值为 117.7%，较上年降低 12.7 个百分点，但依然处于较高水平。相较而言，从近五年的情况看，意大利的外债负担高于 A₊级和 A₁级国家平均水平（见图 8）。

从外债结构看，意大利外债以公共部门（政府、央行）构成为主。截至 2019 年一季度末，意大利一般政府和央行外债在外债总额中的占比分别达到 34.6%和 22.5%，合计占比逾 57%，较 2018 年末继续上行；此外金融机构外债占比为 21.4%，公司间借贷形成的外债占比 7.0%，其他部门外债占比 14.5%，与 2018 年末相比基本保持稳定。总体看，意大利公共部门外债负担仍然较大。

从期限结构来看，近年来意大利短期外债规模波动上升。截至 2018 年末，意大利外债中短期外债占比达到 41.6%，较上年上升 3.9 个百分点，短期外债偿还压力较大。

得益于经常项目收入的增加，2018 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达到 31.3%和 92.8%，较上年分别提升 3.5 个和 19.1 个百分点。

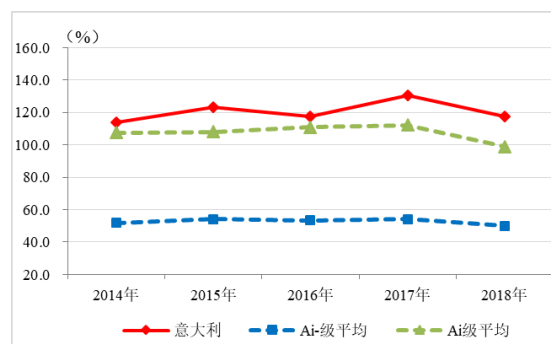
表 5：意大利外债及外债保障情况

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
外债总额 (亿美元)	24,430.4	25,437.8	21,959.8	22,626.4	24,508.8
外债总额/GDP (%)	117.7	130.4	117.4	123.4	113.7
政府外债 (亿美元)	8,252.0	9,624.6	8,584.7	9,259.7	9,951.3
政府外债/外债总额 (%)	33.8	37.8	39.1	40.9	40.6
经常账户收入/外债总额 (%)	31.3	27.9	29.3	27.6	30.0
经常账户收入/政府外债 (%)	92.8	73.7	74.8	67.5	73.8

数据来源: IMF

点，但经常账户收入对外债的保障程度依然较弱。

图 8：意大利外债相当于 GDP 的比值



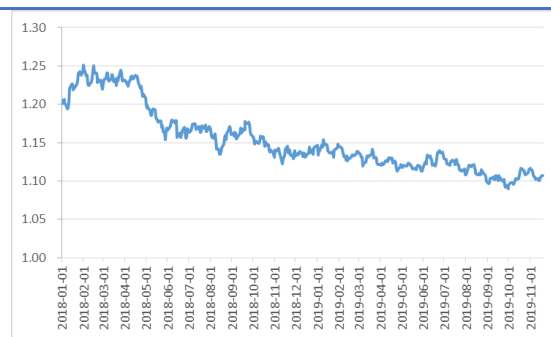
数据来源: IMF

2018 年欧元走弱，2019 年欧元兑美元汇率或仍将呈现波动态势，但波动幅度预计有限

2018 年，在美联储连续四次加息、欧元区经济增速放缓、欧盟内部分裂加剧等因素共同作用下，欧元表现较为疲弱，欧元兑美元全年贬值 4.5%左右。进入 2019 年以来，欧元兑美元汇率维持下行态势，但下行幅度有所趋缓。

由于欧洲央行已于 9 月 12 日推出旨在支持欧元区经济的一揽子宽松货币政策，将存款利率下调 10 个基点至 -0.5%，同时宣布重启 QE，进一步展现出“鸽派”姿态；而美联储于 2019 年 7 月底降息 25 个基点后，分别又于 9 月 19 日和 10 月 31 日分别各降息 25 个基点至 1.5%~1.75%，年内三次降息，货币政策进一步宽松。未来一段时间欧元兑美元汇率或呈现一定波动，但波动幅度不会太大，对外债偿付造成的影响有限。

图 9：欧元兑美元汇率变化



数据来源: Wind

六、评级展望

未来一段时间，五星运动党与中左翼民主党组成

新联合政府，“亲欧”政府上台有望开启意大利政局稳定时期，但新政府政治立场的差异令这一执政联盟的脆弱度仍存。受欧元区总体增长乏力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，预计政府财政状况不确定性仍存，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。综合评估，联合资信确定维持意大利的主权信用评级展望为负面。

意大利主要数据

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
宏观数据					
名义 GDP (亿欧元)	17,569.8	17,273.8	16,898.2	16,520.9	16,218.3
名义 GDP (亿美元)	20,758.6	19,507.0	18,699.5	18,332.0	21,551.5
实际 GDP 增速 (%)	0.9	1.7	1.1	0.9	0.1
CPI 增幅 (%)	1.2	1.3	-0.1	0.1	0.2
失业率 (%)	10.6	11.3	11.7	11.9	12.6
结构特征					
人均 GDP (美元)	34,320.8	32,195.4	30,824.0	30,153.4	35,456.7
第一产业占 GDP 的比值 (%)	2.2	2.2	2.1	2.3	2.2
第二产业占 GDP 的比值 (%)	23.9	23.8	23.7	23.1	23.2
第三产业占 GDP 的比值 (%)	74.0	74.0	74.2	74.6	74.6
私人消费支出占 GDP 的比值 (%)	60.3	60.2	60.1	60.8	60.6
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	19.0	18.8	19.0	19.1	19.5
最终消费支出占 GDP 的比值 (%)	79.4	79.0	79.1	79.9	80.1
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	18.1	18.0	17.6	17.1	17.0
净出口占 GDP 的比值 (%)	2.5	3.0	3.2	3.0	2.9
进出口总额/GDP (%)	61.0	59.5	56.1	56.9	55.7
银行业资本充足率 (%)	16.1	16.7	13.8	14.8	14.3
银行业不良贷款率 (%)	8.4	14.4	17.1	18.1	18.0
银行业 ROA (%)	0.5	0.6	-0.5	0.3	-0.2
银行业 ROE (%)	6.1	7.5	-7.7	3.4	-2.8
公共财政					
财政收入 (亿欧元)	8,161.1	8,036.1	7,860.2	7,872.7	7,761.6
财政收入/GDP (%)	46.5	46.5	46.5	47.7	47.9
财政支出 (亿欧元)	8,536.2	8,449.0	8,286.8	8,304.1	8,255.0
财政支出/GDP (%)	48.6	48.9	49.0	50.3	50.9
财政盈余 (亿欧元)	-375.1	-412.9	-426.6	-431.4	-493.4
财政盈余/GDP (%)	-2.1	-2.4	-2.5	-2.6	-3.0
政府债务总额 (亿欧元)	23,219.6	22,690.1	22,203.7	21,734.3	21,373.3
政府债务总额/GDP (%)	132.2	131.4	131.4	131.6	131.8
财政收入/政府债务 (%)	35.1	35.4	35.4	36.2	36.3
外部融资					
出口总额 (亿美元)	6,590.6	6,091.3	5,541.5	5,482.5	6,312.3
进口总额 (亿美元)	6,078.5	5,514.0	4,940.0	4,951.7	5,701.1
净出口 (亿美元)	512.1	577.3	601.6	530.7	611.2
经常账户收入 (亿美元)	7,657.9	7,092.8	6,425.2	6,251.5	7,347.3
经常账户余额 (亿美元)	520.4	506.6	475.0	246.3	411.4
经常账户余额/GDP (%)	2.5	2.6	2.5	1.3	1.9
国际投资净头寸 (亿美元)	-790.2	-1,318.0	-1,820.4	-3,514.9	-4,139.5
国际投资净头寸/GDP (%)	-3.8	-6.8	-9.7	-19.2	-19.2
外债总额 (亿美元)	24,430.4	25,437.8	21,959.8	22,626.4	24,508.8
外债总额/GDP (%)	117.7	130.4	117.4	123.4	113.7

政府外债总额（亿美元）	8,252.0	9,624.6	8,584.7	9,259.7	9,951.3
政府外债/外债总额（%）	33.8	37.8	39.1	40.9	40.6
经常账户收入/外债总额（%）	31.3	27.9	29.3	27.6	30.0
经常账户收入/政府外债（%）	92.8	73.7	74.8	67.5	73.8

数据来源：世界银行、IMF、意大利财政部、意大利统计局、欧洲央行

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合评级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	信用风险一般，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。