

意大利共和国

2020 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: BBB_i+

长期外币信用等级: BBB_i+

评级展望: 稳定

上次评级结果:

长期本币信用等级: A_r-

长期外币信用等级: A_r-

评级展望: 负面

本次评级时间: 2020 年 9 月 22 日

评级概况:

联合资信评估股份有限公司(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,决定将其主权长期本、外币信用等级由A_r-下调至BBB_i+,评级展望由“负面”调整为“稳定”。该评级结果表示意大利的信用风险一般,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。

2019年,意大利新的联合政府就任,结束了政治危机,开启了意大利政局的稳定局面。在欧元区经济增长乏力的影响下,意大利的投资、消费及进出口均表现不佳,经济增速放缓至0.3%,通货膨胀率下行至0.6%,失业率自高位继续小幅下降。意大利经济及产业结构总体保持稳定,银行业资产质量也持续改善,不良贷款率已降至6.8%,但在利率下行的背景下银行业盈利能力有所减弱。在意大利与欧盟就财政预算案达成妥协,意大利政府承诺削减赤字的背景下,政府财政状况有所好转,财政赤字相当于GDP的比值下降至1.6%,但同时政府债务水平依然处于高位,财政收入对政府债务的保障能力依然疲弱。在内外需同步放缓的背景下,意大利对外贸易顺差及经常账户盈余均有所扩大。意大利外债水平仍然很高,经常账户对外债的保障能力有所下滑,但意大利外部风险敞口小,且低息的融资环境、畅通的融资渠道也对外债的偿还能力形成一定支撑。

2020年以来,意大利政局受疫情冲击有限,且政府抗疫的积极应对措施令其支持率有所上升。但同时,受新冠疫情暴发及长时间封锁的影响,意大利经济陷入了有史以来最严重的衰退,尽管获得了较大份额的欧盟资金支持,预计2020年仍将萎缩12%以上,在欧盟国家中垫底,失业率将转而上升。疫情之下中小企业倒闭以及经济及国债价格波动等易对银行业资产质量和盈利能力等

¹ 本评级结果为主动评级结果,评级资料主要来源于公开信息,与委托评级相比,评级调查工作(可能无)和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议,联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

造成冲击，成为金融系统风险的来源。在新冠疫情暴发大规模财政刺激的背景下意大利政府的财政状况将被大幅削弱，政府债务在高位显著上行。在新冠疫情导致进出口同步下滑的背景下意大利经常账户有望继续保持顺差，但整体外债水平依然很高，且公共外债的占比较大，或将对外债的偿还造成一定压力。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 宏观经济规模较大，经济结构多元，人均 GDP 水平较高，国家竞争力很强

意大利的经济规模庞大，为欧洲第三大经济体，实体经济发达，是欧盟内仅次于德国的第二大制造业强国，且经济结构多元，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均具有较强的国际竞争力。2019 年，意大利人均 GDP 为 33,189.6 美元，同比小幅下滑，但仍保持了较高水平；根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2019 年意大利的全球竞争力指数得分为 70.8，在全球 141 个经济体中排名第 30 位，较上年排名上升 1 位，保持了较强的国际竞争力。

2. 意大利的政局受疫情冲击有限，新政府上台后支持率有所上升，国家治理能力显著高于近似级别国家平均水平

2018 年，五星运动党与北方联盟党在历经多轮谈判后虽组建执政联盟，但政见分歧逐渐发酵，执政基础不复存在。2019 年意大利联合政府瓦解之后，9 月由五星运动党与民主党新政府正式开始履职，结束了政治危机，开启了意大利政局的稳定局面。2019 年，意大利国家治理指数百分比均值为 67.5，虽较上年略有下降，但明显高于近似级别国家的平均水平。新冠疫情暴发以来，由于积极抗疫措施的实施，孔特政府赢得了民众认可，总理个人和政府的满意度均不断上升，其及时推出的财政刺激政策也体现了政府较高的行政效率，总体看国家治理能力较强。

3. 经常账户持续顺差，外部风险敞口小，且低息的融资环境、畅通的融资渠道也有利于外债的偿还

2013 年以来，意大利经常账户持续顺差。2019 年，意大利经常账户盈余占 GDP 的比值为 3.0%，同比上升 0.5 个百分点；2020 年疫情导致意大利进出口受到冲击，但由于进口需求下降更大，经常账户预计仍将维持 3.1% 的盈余水平。此外，意大利的国际投资净赤字水平仅 1.7%，外部风险敞口有限，且欧元区低利率的融资环境和通畅的融资渠道也有利于意大利外债的偿还。

主要关注：

1. 老龄化严重、中小企业众多及以旅游为主的经济社会结构令意大利经济受新冠疫情冲击严重，2020 年经济将陷入深度衰退，在欧盟成员国中表现垫底

自 2018 年以来，由于全球经济进入收缩周期、欧元区总体增长乏力，意大利经济增长尽显疲

态，2018年和2019年实际GDP增速分别仅为0.8%和0.5%，自2017年1.7%的增速不断下滑，且明显低于近似级别国家的均值。2020年新冠疫情暴发以来，受医疗资源紧张、老龄化程度高以及救助不及时等原因影响，3月意大利一度成为全球疫情最严重的国家之一，意大利从1月31日开始实施为期6个月的紧急状态以应对疫情，从3月10日起进入全国“封城”状态直至5月3日。意大利是典型的以消费为引擎的经济体，且中小企业占企业总数的比重在90%以上，长时间的封锁对经济增长造成了显著的负面影响。2020年一季度，意大利GDP同比萎缩5.8%，经济衰退在欧元区最严重；二季度，意大利GDP同比下降了18.0%，为自1995年第一季度开始统计以来最大跌幅。尽管意大利政府已于5月开始放松封锁限制，且欧盟提出的复苏计划中意大利将受益最多，但从全年看，预计意大利经济仍将萎缩12%以上，在欧盟27个成员国中表现最差。同时，新冠疫情也将打破近年意大利失业率缓慢下降的趋势，预计将令其由2019年的10%重新升至近13%。

2. 意大利政府债务削减目标进展一直有限，且由于应对新冠疫情的措施以及经济活动的恶化，政府公共财政指标有所恶化，债务将在高位继续上行

自2015年以来意大利财政状况逐步放松，政府债务削减目标进展一直有限。截至2019年底，政府债务占GDP的比重为134.8%，仅较2015年底低0.5个百分点。自新冠疫情暴发以来，意大利政府及欧洲央行推出了多轮财政补助及货币政策以应对新冠疫情对经济的冲击。疫情暴发后，意大利出台800亿欧元紧急救助措施，并释放约7,500亿欧元流动性。根据IMF的统计，意大利应对疫情的支出总成本相当于GDP的比值已达到38%，这一比重在主要经济体中仅低于德国（41%）。因此，2020年意大利的财政赤字水平可能会由2019年的1.6%飙升至12.7%，在主要欧盟国家中仅次于西班牙和法国（预计分别为13.9%和13.6%），并使政府债务水平从134.8%上升到166.1%。意大利财政失衡、政府债务积累成为制约其主权信用的主要因素，同时将影响其经济复苏计划的效果和持续性，增大未来经济风险。

3. 外债水平有所上升，处于很高水平，且公共外债占比较高

截至2019年底，意大利外债总额达到25,046.7亿美元，相当于GDP的比值为125.7%，同比上升7.5个百分点，高于近似级别国家，处于很高的水平。政府外债在外债总额中的占比为37.8%，同比上升4.0个百分点，此外由于央行外债占比也超过了20%，公共债务压力较大。从期限看，截至2019年末意大利外债中约有36%为短期外债，同比有所下降，但短期偿付压力依然较大。经常账户收入对外债总额和政府外债的覆盖水平分别为29.1%和77.0%，同比均明显下降，外债偿付能力有所下滑。

4. 意大利不良贷款率仍然较高，疫情之下中小企业倒闭以及经济及国债价格波动等易对银行业资产质量和盈利能力等造成冲击

截至2019年底，意大利银行业不良贷款率为6.8%，较2018年下降1.6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%）。由于银行贷款是意大利企业的主要融资渠道，新冠疫情冲击之下，大量中小企业经营出现问题，或将导致银行业不良贷款

率急剧上升。此外，意大利银行业对意大利国债的敞口较大，意大利经济和国债价格波动等因素或对意大利金融业的盈利能力和资本状况造成负面影响。

评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 政府未能实行有效的经济增长计划，导致意大利经济增速持续低迷，财政及债务状况大幅恶化；
2. 意大利与欧盟关系严重恶化，导致市场大幅抛售意大利相关资产，市场信心大幅下滑；
3. 银行业风险急剧上升并传导至实体经济及政府财政。

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级：

1. 政府实行有效改革，经济强劲复苏；
2. 政府实行财政整固计划，政府债务水平稳定下降。

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型（打分表）	V3.0.201910

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

分析师：王倩 程泽宇

邮箱：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（100022）

网址：www.lhratings.com

本次评级模型打分表及结果：

本币指示评级	BBB ₊	本币评级结果	BBB ₊	
外币指示评级	BBB ₊	外币评级结果	BBB ₊	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	C	国家治理	D	
		宏观经济政策和表现	B	
		结构特征	F	
公共财政实力	d	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	d
			政府债务负担	g
			政府偿债能力	g
外部融资实力	c	国际收支及外部债务状况	国际收支	b
			外债压力	d
			外债偿付能力	g
调整因素和理由				调整子级

注：政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级；公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级；模型内指标为五年加权平均值；通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果，结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果

附件 1:

意大利 2015-2019 年主要数据

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
宏观数据					
名义 GDP (亿欧元)	17,876.6	17,661.7	17,365.9	16,957.9	16,553.6
名义 GDP (亿美元)	19,930.3	20,676.2	19,960.2	18,664.3	17,860.0
实际 GDP 增速 (%)	0.3	0.8	1.7	1.3	0.8
CPI 增幅 (%)	0.6	1.2	1.3	-0.1	0.1
失业率 (%)	10.0	10.6	11.3	11.7	11.9
结构特征					
人均 GDP (美元)	33,189.6	34,520.1	32,406.7	30,939.7	30,230.2
最终消费支出占 GDP 的比值 (%)	79.0	79.3	79.1	79.2	79.9
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	18.1	17.8	17.5	17.2	16.9
净出口占 GDP 的比值 (%)	3.1	2.4	2.9	3.3	3.0
第一产业占 GDP 的比值 (%)	1.9	2.0	2.0	1.9	2.1
第二产业占 GDP 的比值 (%)	21.4	21.4	21.3	21.2	20.9
第三产业占 GDP 的比值 (%)	66.3	66.3	66.4	66.6	67.0
银行业资本充足率 (%)	17.2	16.1	16.7	13.8	14.8
银行业不良贷款率 (%)	6.8	8.4	14.4	17.1	18.1
银行业 ROA (%)	0.4	0.5	0.6	-0.5	0.3
银行业 ROE (%)	5.1	6.1	7.5	-7.7	3.4
公共财政					
财政收入 (亿欧元)	8,419.9	8,177.4	8,040.4	7,919.3	7,912.6
财政收入/GDP (%)	47.1	46.3	46.3	46.7	47.8
财政支出 (亿欧元)	8,705.9	8,565.9	8,474.6	8,326.3	8,326.4
财政支出/GDP (%)	48.7	48.5	48.8	49.1	50.3
财政盈余 (亿欧元)	-286.0	-388.6	-434.1	-407.0	-413.8
财政盈余/GDP (%)	-1.6	-2.2	-2.4	-2.4	-2.6
政府债务总额 (亿欧元)	24,097.7	23,807.9	23,287.7	22,859.2	22,397.0
政府债务总额/GDP (%)	134.8	134.8	134.1	134.8	135.3
财政收入/政府债务 (%)	34.9	34.3	34.5	34.6	35.3
外部融资					
出口总额 (亿美元)	6,326.2	6,561.6	6,038.9	5,516.0	5,472.9
进口总额 (亿美元)	5,711.8	6,059.0	5,462.8	4,901.7	4,929.9
净出口 (亿美元)	614.4	502.7	576.1	614.3	543.0
经常账户收入 (亿美元)	7,299.6	7,691.1	7,044.4	6,399.2	6,239.9
经常账户余额 (亿美元)	589.3	515.3	514.0	484.2	253.8
经常账户余额/GDP (%)	3.0	2.5	2.6	2.6	1.4
国际投资净头寸 (亿美元)	-333.9	-1,004.4	-1,605.2	-1,820.4	-3,514.9
国际投资净头寸/GDP (%)	-1.7	-4.9	-8.0	-9.8	-19.7
外债总额 (亿美元)	25,046.7	24,430.1	25,437.8	21,959.8	22,626.4
外债总额/GDP (%)	125.7	118.2	127.4	117.7	126.7

政府外债总额 (亿美元)	9,478.4	8,258.9	9,624.6	8,584.7	9,259.7
政府外债/外债总额 (%)	37.8	33.8	37.8	39.1	40.9
经常账户收入/外债总额 (%)	29.1	31.5	27.7	29.1	27.6
经常账户收入/政府外债 (%)	77.0	93.1	73.2	74.5	67.4

数据来源：世界银行、IMF、欧盟统计局，意大利统计局、欧洲央行，联合资信整理

表 2 意大利 2020-2021 年核心数据及预测

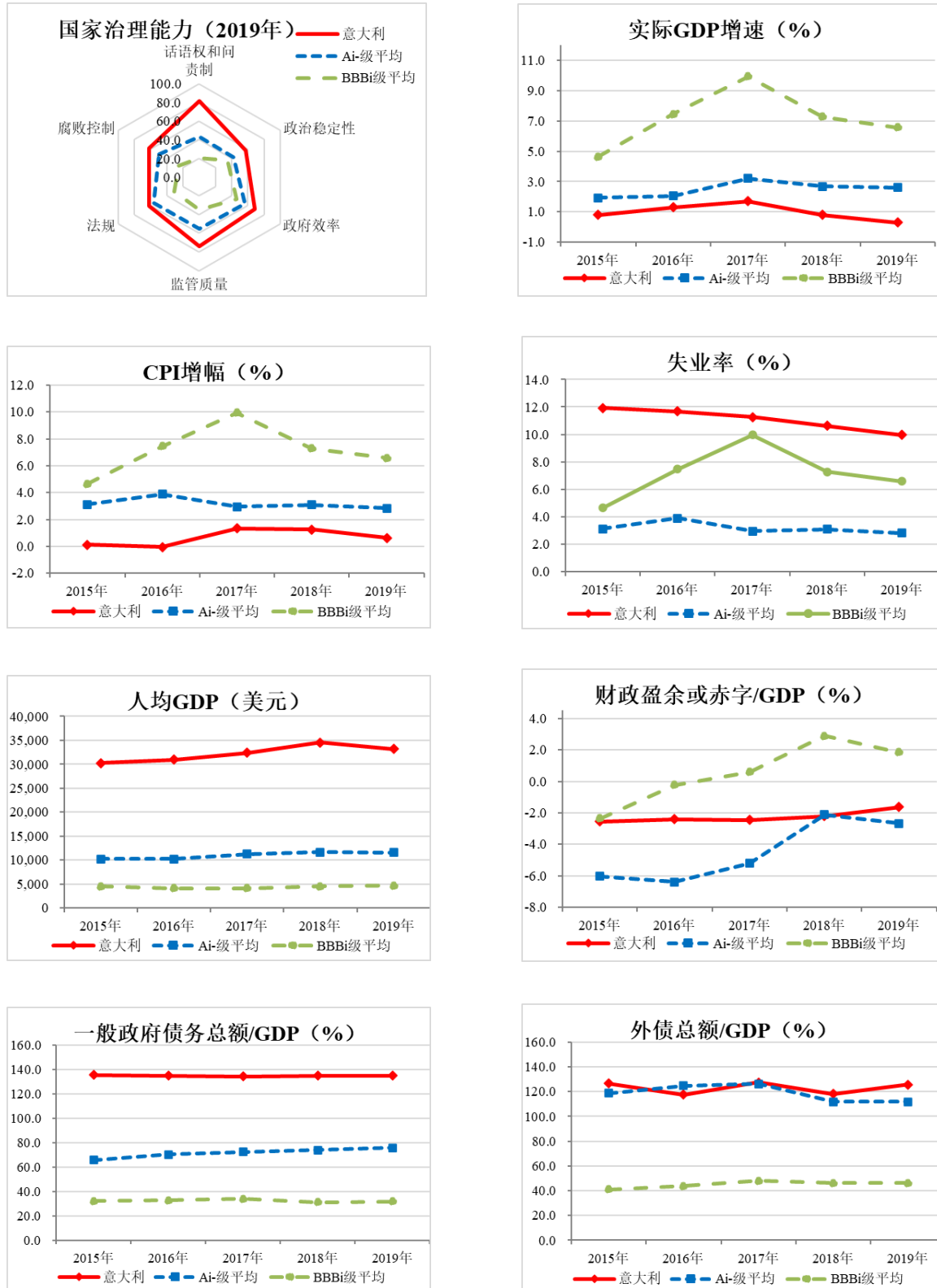
项目	2020 年一季度	2020 年二季度	2020 年预测	2021 年预测
实际 GDP 增速 (%)	-5.8	-18.0	-12.8	6.3
CPI 增幅 (%)	0.3	-0.1	0.2	0.7
失业率 (%)	9.4	7.7	12.7	10.5
人均 GDP (美元)	32,340	30,955	33,000	34,200
财政盈余/GDP (%)	-10.8	-	-12.7	-7.0
政府债务总额/GDP (%)	137.6	-	166.1	161.9
经常账户余额/GDP (%)	1.6	-	3.1	3.1
外债总额/GDP (%)	127.0	-	140.0	142.3

注：-数据暂不可得。

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、欧盟统计局、意大利统计局、欧洲央行，预测数据来源于联合资信

附件 2:

相近信用等级国家主要数据对比



数据来源: 世界银行, IMF, 联合资信整理

附件 3:

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。