

# 意大利共和国

## 2021 年跟踪评级报告

### 本次评级结果<sup>1</sup>:

长期本币信用等级: BBB<sub>i</sub>+

长期外币信用等级: BBB<sub>i</sub>+

评级展望: 稳定

### 上次评级结果:

长期本币信用等级: BBB<sub>i</sub>+

长期外币信用等级: BBB<sub>i</sub>+

评级展望: 稳定

本次评级时间: 2021 年 10 月 14 日

### 本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
<a href="#">联合资信评估有限公司主权信用评级方法</a>	V3.0.201910
<a href="#">联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)</a>	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: 许琪琪 程泽宇

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 (100022)

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

### 本次评级模型打分表及结果:

本币指示评级	BBB <sub>i</sub> +	本币评级结果	BBB <sub>i</sub> +
外币指示评级	BBB <sub>i</sub> +	外币评级结果	BBB <sub>i</sub> +
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素
政治经济表现	C	国家治理	C
		宏观经济政策和表现	B
		结构特征	F
公共财政实力	e	财政收支及政府债务状况	e
		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	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

<sup>1</sup> 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。

## 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，决定维持其主权长期本、外币信用等级为BBB<sub>i</sub>+, 评级展望维持“稳定”。

2020年，在欧元区经济整体受到新冠疫情打压的背景下，意大利的投资、消费及净出口均表现不佳，经济萎缩程度达8.9%，拖累物价陷入通货紧缩，失业率继续保持在较高水平。意大利经济及产业结构总体保持稳定，银行业资本保持充足且不良贷款率明显下降，但在低利率背景下银行业盈利能力明显下滑。为救助受疫情影响的中小企业和家庭，意大利政府加大财政支出和救助计划，使财政赤字水平大幅上升至9.5%，政府债务水平也处于高位运行，财政收入对政府债务的保障能力进一步削弱。2020年，意大利外债水平大幅反弹，经常账户收入对外债的保障能力降至2016年以来最低水平，但得益于意大利是欧盟复苏基金的最大份额接受国，再加上欧元区内低息的融资环境和畅通的融资渠道，意大利外债风险整体可控。

2021年以来，前欧洲央行行长马里奥·德拉吉成为意大利新任总理，德拉吉上台之后大力推进疫苗接种进度并提出对意大利司法、行政和税收体系进行改革，有助于提升政府治理能力并推进疫情防控节奏。得益于政府推出的“国家恢复和复原计划”以及欧盟复苏基金的支持，二季度意大利实际GDP增幅回升至18.7%，预计2021年全年经济将实现5%左右的正增长。在经济复苏的背景下，意大利政府的财政状况有望得到改善，但政府债务在一段时间内将仍然保持高位。在全球需求复苏的背景下，意大利的进出口将得到同步改善，经常账户盈余有望继续走扩，外部融资环境有望进一步改善。

## 评级关键驱动因素

### 主要优势：

#### **1. 来自欧盟的援助助力意大利经济在新冠疫情后稳健复苏，欧元区成员国地位为其外债偿还提供充足保障**

2020年，新冠疫情对欧盟区经济造成严重冲击，为帮助欧盟成员国走出疫情阴霾和促进成员国的经济转型，欧盟先后推出“紧急资产购买计划（PPEP）”和“欧盟复苏基金（NGEU）”。其中欧盟复苏基金总金额达8,000亿欧元（截至2021年9月），用于成员国的经济复苏建设。意大利是目前（截至2021年9月）欧盟复苏基金资金最大的接收国。这笔来自欧盟的首笔救助将会以89.6亿欧元的赠款和159.4亿欧元的低息贷款形式发放。一半以上的欧盟复苏基金将投放于研发和创新、气候治理和数字化转型等领域，因此，复苏基金的注入不仅将有效提升意大利本身逐年下降的公共投资，还能够引导意大利的经济结构的转型，或许能够藉此逐渐改善其经济增速放缓的问题。

紧急资产购买计划总额达7,500亿欧元，用于购买欧元区主权债务，其中也包括了大量的意大利国债，导致债券收益率下行，有利于将市场利率维持在较低水平，一定程度上减轻了意大利

未来利息支付压力。

另一方面，意大利作为欧元区成员国，在欧元区体系下拥有通畅的融资途径，而欧元作为国际储备货币也为意大利的外债偿还提供充足的保障。

## **2. 得益于出口产品明显的竞争优势，意大利对外贸易及经常账户盈余均有所扩大，国际投资净头寸近 30 年来首次转正**

2020 年，受到疫情冲击的影响，意大利进口和出口额较 2019 年双双出现下滑，但由于意大利作为欧盟第二大工业大国，其主要出口商品为机械设备、药品和汽车及其零配等具有明显竞争优势的产品，所以出口较进口下滑幅度更小，对外贸易和经常账户盈余纷纷走扩。2020 年，意大利对外贸易顺差达到 719.1 亿美元，而经常账户余额达 668.6 亿美元，分别较 2019 年上升 56.0 亿美元和 25.8 亿美元。2020 年，意大利政府推出“出口振兴计划”，投入 14 亿欧元资金以支持“意大利制造”企业走出去。2021 年，意大利上半年出口同比增长 24% 至 2,500 亿欧元，打破了 2019 年上半年创下的 2,400 亿欧元的纪录。这一增幅不仅弥补了 2020 年疫情造成的外贸损失，还超过了欧洲其他国家的外贸表现。

意大利的国际投资净头寸在 2020 年三季度首次出现转正，而转正来源于 2020 年组合投资的大幅上涨所致，其上涨幅度占到 2020 年资产变动的 64% 左右。其中，组合投资的涨幅是受到股权和投资基金的资产上涨所拉动。

## **3. 随着新任政府的上台以及立法和行政改革的落地，意大利政局稳定性得到明显改善，国家治理能力保持在相对较高水平**

2020 年 9 月，意大利以近 70% 的支持率通过修宪公投，赞成削减议员人数，参众两院总议席数将从 945 减少至 600（从下一届议会开始）。政府体系的精简有助于减少分歧和提高政府运行效率，从而有助于经济政策的制定和实施。2021 年 2 月，马里奥·德拉吉宣誓就职，担任新一任的意大利总理，其强硬的财政政策态度和大力推进疫苗接种的举措将意大利经济拉回复苏通道。与此同时，新政府也积极寻求提高民事司法系统的响应能力，提高能源和铁路等网络行业的竞争力，并加强公共部门的有效性以更好的辅助经济的运行。行政和立法的改革不仅可以节约政府支出，还能够使得政府更加容易达成一致，减少摩擦和分裂。根据世界银行最新发布的“政府治理能力指标”数据，2020 年意大利政府在“话语权与问责制”、“政治稳定性”和“腐败控制”方面较上年有明显改善，且显著优于 BBB<sub>i</sub>+ 级国家平均水平。

### **主要关注：**

#### **1. 作为新冠疫情重灾区，意大利在 2020 年陷入严重的经济衰退，主要是因为意大利中小企业众多及以旅游为主的经济社会结构受疫情影响较大**

2020 年新冠疫情暴发以来，意大利一度成为全球疫情最严重的国家之一，受停工停产以及保持社交隔离等防疫政策影响，2020 年意大利私人最终消费较 2019 年下降程度达 10.7%，导致 2020

年意大利实际 GDP 增速下滑至-8.9%，在欧洲经济体中的经济萎缩程度仅次于西班牙（-10.8%），经济增速位列倒数第二。

虽然意大利具有中小企业王国的称号，但称号背后的低生产效率问题显著。意大利的中小企业大都是家族管理的小规模企业，其中小微企业占企业总数的 95.3%，贡献了意大利 68% 的 GDP。虽然小微企业增加了经济的灵活性和多样性，但在规模经济面前，其劣势明显。2020 年，意大利每小时生产总值为 102.7（2015 年为 100），低于德国（104.0）和欧元区平均水平（104.4）。疫情突发更是加剧了意大利中小企业的艰难处境。在疫情危机下，中小企业的韧性远远不及大型公司，企业息税折旧摊销前利润大幅减少，许多企业面临破产的困境。虽然意大利政府出台了针对救助大中小企业的信用担保计划以及通过意大利外贸保险服务公司（SACE）对大型出口公司进行救助，维持和恢复企业可持续发展的能力和竞争力，但依然有相当数量的中小企业处于现金流危机中。此外，意大利经济对旅游业也较为依赖，疫情以前意大利旅游业占到 GDP 总额的 14% 左右；疫情的爆发所引发的旅行限制对意大利旅游业冲击明显，2020 年意大利旅游收入较 2019 年减少 268.5 亿欧元，国际旅客人数减少 7,800 万人。随着疫情的慢慢消退和各国封锁的解除，预计意大利的旅游业将在 2023 年恢复到疫情前的水平。

## 2. 意大利政府债务一直处于较高水平，而新冠疫情的冲击再度恶化府公共财政指标，债务压力持续走高

为抵御新冠疫情对经济造成的冲击，意大利政府加大财政救市力度，在此期间，意大利政府颁布了《救助法令》，共投入 250 亿欧元用于卫生系统和民防系统等领域；同时调动 3,500 亿欧元贷款为医生、工人、家庭和企业提供援助；对于受到疫情严重打击的企业提供了价值 4,000 亿欧元的流动性和银行贷款。在刺激性财政政策的助推下，2020 年意大利政府的财政赤字相当于 GDP 的比值大幅上扬至 9.5%，较上年大幅增长 7.9 个百分点，财政收支结构进一步失衡。政府债务相当于 GDP 的比值也上升至 155.8%，较 2019 年增长了 21.2 个百分点，显著高于 A<sub>i</sub>-级以及 BBB<sub>i</sub>+ 级国家平均水平，在欧元区内意大利的政府债务压力仅次于希腊。财政收入对政府债务的保障程度也下降至 30.7%，较上年下降 4.3 个百分点，处于较低水平。

未来一段时期内，随着疫苗接种率的上升和经济复苏的有效推进，意大利政府财政收入将有所增加，财政赤字问题将会有所缓解。预计意大利 2021 年财政赤字相当于 GDP 的比值将收窄至 8.8%，2022 年将进一步缩减至 5.5%。为保障经济能够中期持续增长，意大利政府财政赤字的改善预计将会逐步进行。因此在短期内，意大利政府仍然将面临财政压力高筑、政府债务积累的问题，同时也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. 意大利的外债水平明显上升，且公共外债占比较高

截至 2020 年底，意大利外债总额达到 28,521.8 亿美元，相当于 GDP 的比值为 151.3%，同比上升 26.3 个百分点，远高于 A<sub>i</sub>-级以及 BBB<sub>i</sub>+ 级国家平均水平。从债务结构看，政府外债在外债总额中的占比最高（37.1%），央行外债占比也达到了 23.1%，公共债务压力较大。从期限结构来看，截至 2020 年底，意大利外债中短期外债占比达到 38.3%，较上年上升 2.7 个百分点，短期外

债偿还压力仍然较大。2020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23.0%和62.0%，较上年分别下降6.5个和15.8个百分点，外债偿付能力有所下滑。

虽然意大利外债持续高位运行，但意大利政府从2020年下半年和2021年初开始锁定低利率发行更长期限的债务，当前的低利率环境加上更长的还款期限降低了国债展期风险，抵消了高债务水平的部分不利影响。

#### 4. 新冠疫情之下，意大利银行业盈利能力明显下降，不良贷款率虽有所下降但后续风险仍存

2020年意大利银行业总体表现较为稳定。盈利能力方面，受到疫情影响，意大利银行业2020年贷款损失准备金和其他损益项目的减少导致银行业的盈利水平大幅下滑。2020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0.1%和0.9%，分别较2019年下降0.3个和4.2个百分点。资产质量方面，2020年意大利银行业不良贷款率为4.4%，较2019年下降2.4个百分点，仍高于欧盟平均水平（约2.8%），不良贷款率下行的主要原因在于疫情之下政府公共担保计划和延后还款共同导致贷款总量增速快于不良贷款规模增速。2020年意大利银行体系提供的国内信贷总额与GDP的比值为188.5%，同比大幅上升26.5个百分点，高于德国（150.0%）、法国（121.2%）和西班牙（107.5%）。根据欧洲央行的统计，虽然2020年欧元区银行可疑类的不良资产和损失类的不良资产从数据上看都呈现温和上升，但由于政府措施的干预，从经济收缩传导到不良信贷的上升需要更多的时间去显现；另一方面，由于各银行在信用风险增长和容忍度的不同，不良资产的统计可能存在滞后的风险，这也从另一个角度说明未来信贷资产质量有进一步走低的风险。此外，担保计划在增加政府风险敞口的同时也使政府面临更加分散的风险。银行贷款是意大利企业的主要融资渠道，自2013年以来，银行融资约占企业融资总额的88%。因此，若银行业出现危机，对其本国经济将产生巨大冲击。

#### 评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 政府未能实行有效的政治和经济改革计划，导致意大利经济复苏不及预期，财政及债务状况进一步恶化；
2. 意大利与欧盟关系严重恶化，导致欧盟救助基金的落实出现延迟，或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、外币信用等级或展望：

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。

附件 1:

表 1 意大利 2016—2020 年主要数据

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
<b>宏观数据</b>					
名义 GDP (亿欧元)	16,516.0	17,909.4	17,715.7	17,365.9	16,957.9
名义 GDP (亿美元)	18,849.4	20,051.4	20,930.9	19,611.1	18,765.5
实际 GDP 增速 (%)	-8.9	0.3	0.9	1.7	1.3
CPI 增幅 (%)	-0.1	0.6	1.2	1.3	-0.1
失业率 (%)	9.3	10.0	10.7	11.3	11.7
<b>结构特征</b>					
人均 GDP (美元)	31,604.4	33,521.3	34,921.0	32,648.8	31,190.8
最终消费支出占 GDP 的比值 (%)	78.8	78.7	79.1	79.1	79.1
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	17.8	18.0	17.8	17.5	17.2
净出口占 GDP 的比值 (%)	3.8	3.3	2.4	2.9	3.3
第一产业占 GDP 的比值 (%)	2.0	1.9	1.9	2.0	1.9
第二产业占 GDP 的比值 (%)	21.5	21.4	21.5	21.3	21.2
第三产业占 GDP 的比值 (%)	66.8	66.4	66.3	66.4	66.7
银行业资本充足率 (%)	19.3	17.2	16.1	16.7	13.8
银行业不良贷款率 (%)	4.4	6.8	8.4	14.4	17.1
银行业 ROA (%)	0.1	0.4	0.5	0.6	-0.5
银行业 ROE (%)	0.9	5.1	6.1	7.5	-7.7
<b>公共财政</b>					
财政收入 (亿欧元)	7,893.6	8,431.0	8,185.2	8,048.1	7,915.0
财政收入/GDP (%)	47.8	47.1	46.2	46.3	46.7
财政支出 (亿欧元)	9,462.2	8,710.0	8,571.5	8,468.1	8,322.7
财政支出/GDP (%)	57.3	48.6	48.4	48.8	49.1
财政盈余 (亿欧元)	-1,568.6	-279.0	-386.3	-420.0	-407.7
财政盈余/GDP (%)	-9.5	-1.6	-2.2	-2.4	-2.4
政府债务总额 (亿欧元)	25,733.9	24,099.4	23,809.8	23,293.7	22,856.5
政府债务总额/GDP (%)	155.8	134.6	134.4	134.1	134.8
财政收入/政府债务 (%)	30.7	35.0	34.4	34.6	34.6
<b>外部融资</b>					
出口总额 (亿美元)	5,582.6	6,360.1	6,560.6	6,038.9	5,516.0
进口总额 (亿美元)	4,863.5	5,697.0	6,054.4	5,462.8	4,901.7
净出口 (亿美元)	719.1	663.1	506.2	576.1	614.3
经常账户收入 (亿美元)	6,564.1	7,403.5	7,692.2	7,045.0	6,399.2
经常账户余额 (亿美元)	668.6	642.8	525.6	505.5	486.9
经常账户余额/GDP (%)	3.5	3.2	2.5	2.6	2.6
国际投资净头寸 (亿美元)	373.1	-184.7	-981.9	-1,605.2	-1,820.4
国际投资净头寸/GDP (%)	2.0	-0.9	-4.7	-8.2	-9.7
外债总额 (亿美元)	28,521.8	25,074.5	24,430.1	25,437.8	21,959.8
外债总额/GDP (%)	151.3	125.1	116.7	129.7	117.0

政府外债总额 (亿美元)	10579.2	9513.5	8258.9	9624.6	8584.7
政府外债/外债总额 (%)	37.1	37.9	33.8	37.8	39.1
经常账户收入/外债总额 (%)	23.0	29.5	31.5	27.7	29.1
经常账户收入/政府外债 (%)	62.0	77.8	93.1	73.2	74.5

数据来源：世界银行、IMF、俄罗斯国家统计局、俄罗斯央行，联合资信整理

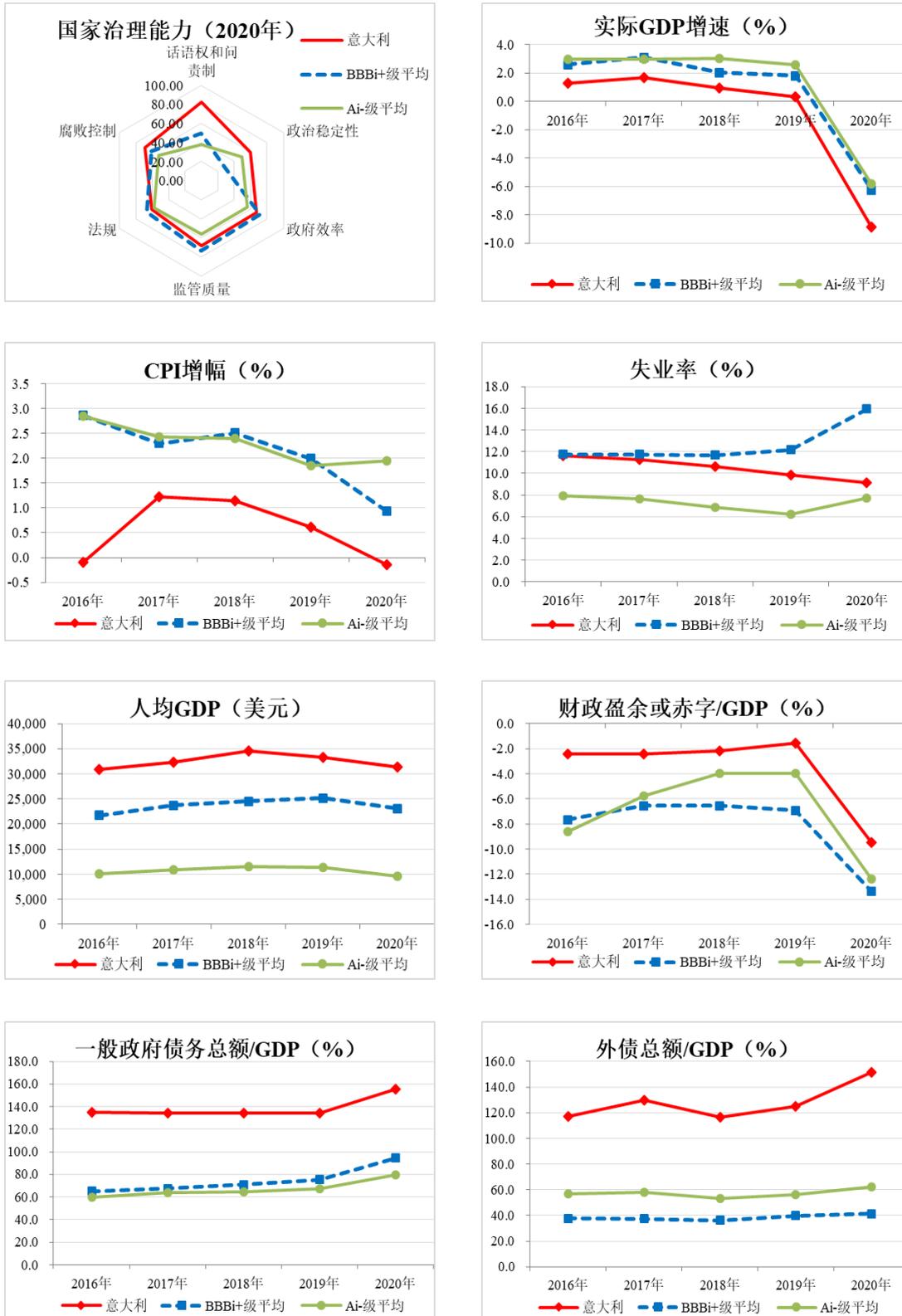
表 2 意大利 2021—2022 年核心数据及预测

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年预测	2022 年预测
实际 GDP 增速 (%)	0.1	18.7	5.0	6.0
CPI 增幅 (%)	0.8	2.7	0.8	0.9
失业率 (%)	9.4	7.7	10.3	11.6
人均 GDP (美元)	32,340	30,955	35,585	38,169
财政盈余/GDP (%)	-13.1	-	-8.8	-5.5
政府债务总额/GDP (%)	160.0	-	154.8	150.4
经常账户余额/GDP (%)	1.7	-	3.7	3.6

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、俄罗斯国家统计局、俄罗斯央行，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<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 <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。

## 权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。