

意大利共和国 2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：杜凌轩 lxdu@ccxi.com.cn

项目组成员：朱琳琳 llzhu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 8 月 31 日

意大利 – BBB_g/稳定

评级观点：中诚信国际维持意大利共和国主权信用等级为 **BBB_g**，评级展望为稳定。中诚信国际认为，意大利经济规模较大，国民收入较高，经济结构多元，工业产值较高，居民财富规模较大且负债率较低，对外偿付实力较强；但是中诚信国际注意到，意大利存在经济潜在增长率很低、政府债务规模很大以及政治稳定性相对较低等问题。

概况数据

	2018	2019	2020	2021F
实际 GDP 增长率 (%)	0.9	0.3	-8.9	4.7
通货膨胀率 (CPI, %)	1.2	0.6	-0.3	1.1
一般政府财政余额/GDP (%)	-2.2	-1.6	-9.5	-11.0
一般政府债务/GDP (%)	134.4	134.0	155.8	159.6
一般政府利息支出/政府收入 (%)	7.9	7.2	7.2	7.0
(经常账户余额+净 FDI)/GDP (%)	2.7	3.1	3.8	3.5

正面

■ **意大利经济规模较大，国民收入较高，经济结构多元，经济实力较强。**意大利是全球第八大经济体，在欧元区中是仅次于德国和法国的第三大经济体，2020 年 GDP 总量超过 1.8 万亿美元，人均 GDP 约为 3.1 万美元，国民收入位居世界前列。此外，意大利工业发达，工业增加值总量位居欧洲第二。

■ **居民财富规模较大且居民负债率较低。**意大利居民财富规模较大，占 GDP 的比重处于较高水平，有助于增强意大利经济抵御外部冲击的能力。

■ **国际收支状况较好，货币地位较高，对外偿付实力较强。**2013 年以来，意大利经常账户持续顺差，且净 FDI/GDP 呈现平衡状态。此外，意大利作为欧元区核心国家，货币地位较高。

关注

■ **意大利经济潜在增长率很低。**意大利长期面临生产力水平低、劳动力市场僵化等结构性问题，经济潜在增长率很低。

■ **意大利政府债务规模很大。**意大利政府的债务水平在欧元区仅次于希腊，在面临政治冲突和经济挑战时，意大利国债价格容易发生波动，影响意大利政府的融资成本，降低其偿债能力。

■ **意大利政治稳定性在欧盟主要国家中处于相对较低的水平。**意大利党派竞争激烈，政府的平均执政期限很短，政治稳定性较低，2021 年初发生了政府更迭，需对后续发展持续关注。

评级展望

中诚信国际认为，意大利共和国信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。尽管疫情对意大利经济和财政产生了较大负面影响，但意大利经济基础稳固，且有望实现快速复苏，并能获得欧盟基金的支持，能够支撑其偿债能力。

■ **可能触发评级上调因素。**如果能够快速实现经济复苏并逐步降低政府负债率，意大利主权评级可能会上调。

■ **可能触发评级下调因素。**如果经济出现超预期下降，债务水平超预期攀升，会增加意大利主权等级下调压力。

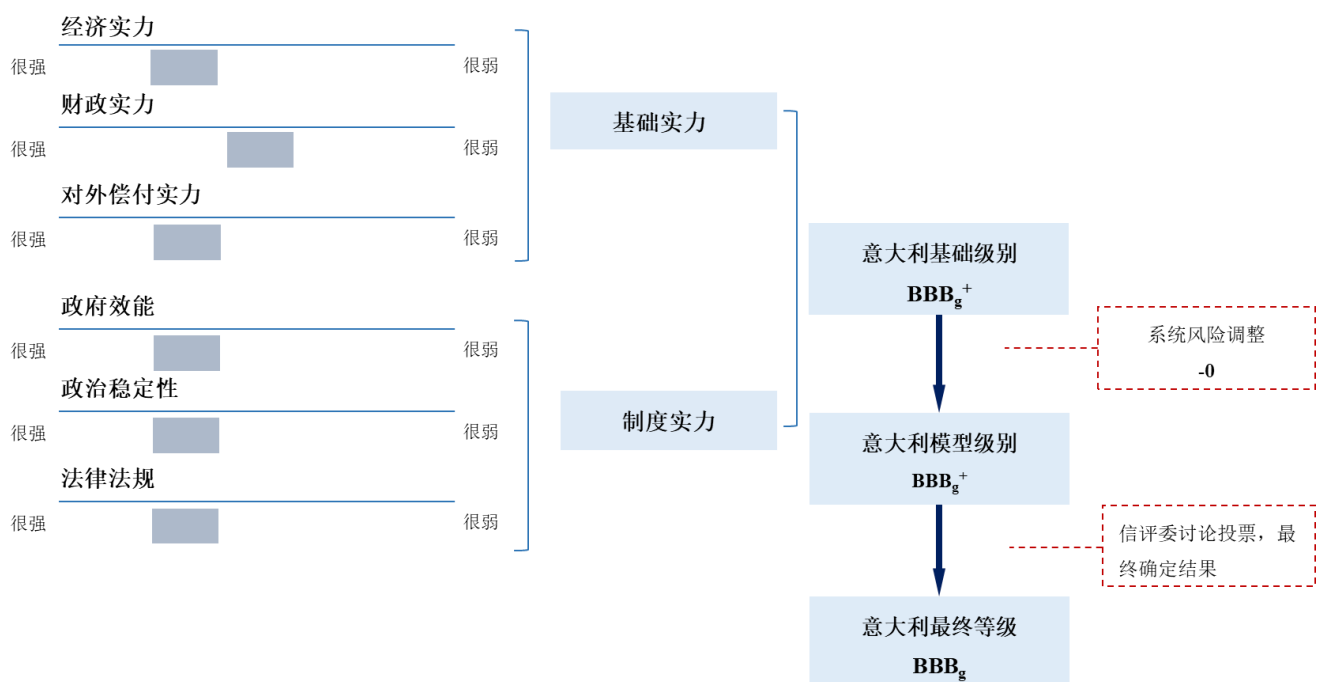
评级历史关键信息

意大利共和国	
主体评级	评级时间
BBB _g /稳定	2020/04/22
BBB _g /稳定	2019/09/27
BBB _g /稳定	2015/12/20
BBB _g /负面	2014/11/20
BBB _g /稳定	2012/07/31

比较表

2020年部分国家指标							
国家	级别	GDP 总量 (万亿美元)	人均 GDP (万美元)	实际 GDP 增长率 (%)	一般政府财政余额/GDP (%)	一般政府债务/GDP (%)	(经常账户余额+净 FDI)/GDP (%)
意大利	BBB _g	2.1	3.1	-8.9	-9.5	155.8	3.8
西班牙	BBB _g	1.3	2.7	-10.8	-11.0	120.0	-0.3
墨西哥	BBB _g	1.1	0.8	-8.2	-2.4	42.0	4.6
菲律宾	BBB _g	0.4	0.3	-9.5	-6.8	44.6	4.5

评级模型



主权评级观点

基础实力

经济实力

意大利经济规模较大，国民收入较高，经济结构多元，经济实力较强。2020 年意大利经济受到疫情冲击显著下滑，2021 年有望快速复苏，但复苏进程仍存在不确定性

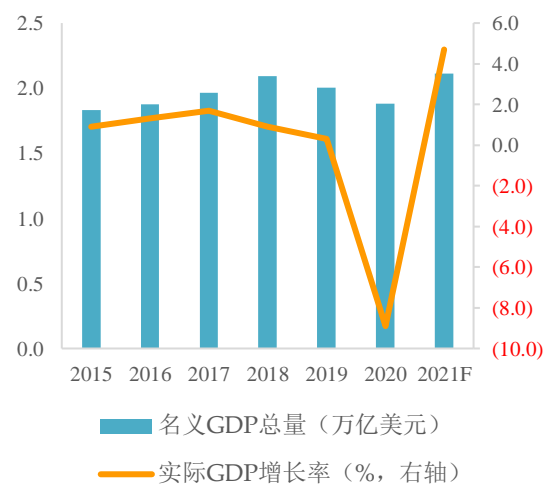
意大利是全球第八大经济体，在欧元区中是仅次于德国和法国的第三大经济体，GDP 总量超过 1.8 万亿美元，人均 GDP 约为 3.1 万美元，国民收入位居世界前列。意大利工业发达，工业增加值总量位居欧洲第二，并在服装皮革等传统行业以及运输设备、电子元件和机械行业等技术领域具备很强的国际竞争力。此外，意大利居民财富规模超过 10 万亿欧元，在全球处于领先水平，而债务规模不到 1 万亿欧元，居民负债率处于较低水平，有助于意大利经济抵抗外部冲击。然而，欧元正式流产后，意大利一直面临生产力水平低、劳动力市场僵化等结构性问题，经济脆弱程度较高，并受金融危机和欧债危机影响严重。近年来，意大利经济增长受限。2019 年意大利经济在外部环境的制约下持续低迷态势，全年经济增长率为 0.3%。

2020 年 3 月 9 日开始，为应对疫情意大利进行了全国封锁，采取关闭学校，暂停全部文化、娱乐、体育和宗教活动，关闭全部体育馆等措施，严重影响了意大利的消费活动和旅游业。同时，意大利北部作为核心工业区，疫情爆发冲击了生产活动，导致 2020 年一季度和二季度意大利经济环比分别萎缩 5.7% 和 12.9%。2020 年 5 月开始，欧洲和意大利的疫情得到相对有效的控制，意大利进行了解封措施，三季度经济环比增长 15.9%，然而欧洲疫情的二次爆发导致四季度意大利经济环比下滑 1.8%。整体来看，2020 年意大利私人消费和投资分别下滑 8.4% 和 9.1%，带动整体经济下滑 8.9%，下滑幅度高于德国和法国，但低于英国和西班牙。

2021 年，意大利经济有望实现复苏。随着疫苗

的逐步推广，意大利经济逐步开放，消费和旅游业有望企稳向好，而意大利强大的工业水平和全球贸易的复苏将带动生产活动，推动意大利经济增长。欧盟复苏基金和意大利积极的财政政策也将有利于意大利经济的复苏；意大利政府通过了总额超过 2,400 亿欧元的经济复苏计划，其中超过 2,000 亿欧元来自欧盟基金，将主要投向绿色项目、数字项目和基础设施项目等，有利于提高意大利经济的潜在增长率。此外，2021 年初意大利前总理孔特辞职，德拉吉的就职避免了意大利陷入重新大选的境地，政治环境相对稳定，而德拉吉具有丰富的对抗经济危机的经验，有助于带领意大利实现经济复苏。在低基数效应下，若疫情不出现大规模反弹，2021 年意大利经济有望实现 4.5% 以上的增长，2022 年有望恢复至疫情前水平。

图 1：2015~2021 年意大利 GDP 总量和增速



资料来源：Eurostat，中诚信国际整理

然而，意大利经济复苏进程存在不确定性。一方面，意大利经济面临结构性问题，包括人口老龄化、劳动力市场僵化以及生产效率受限，经济潜在增长率相对较低，将制约意大利经济的复苏幅度；而疫情下意大利失业率有所增长，目前失业率超过了 9%，或影响意大利消费的增长。另一方面，尽管德拉吉上台避免了意大利重新大选，但意大利内部政治分歧并未得到根本解决，意大利不同政党在欧洲一体化、行政机构改革等议题上存在较大差异，

或影响政府经济复苏计划的实施。

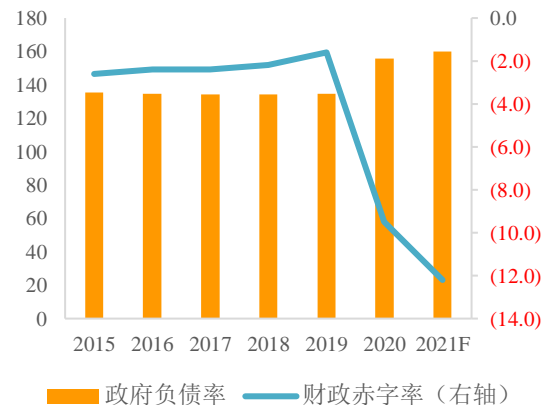
财政实力

疫情导致意大利财政赤字和债务负担进一步增加，但在欧洲低利率环境下整体风险仍旧可控

意大利长期维持财政赤字，而金融危机导致意大利财政赤字进一步扩大。2019年初，在历时逾两个月有关意大利预算法案的争端后，欧盟和意大利就2019年财政法案达成一致，意大利预算赤字由法案最初的2.4%下降至2.04%。2019年末，意大利一般政府债务/GDP为135%，在欧元区中仅次于希腊。由于意大利政府债务负担很重，在面临政治冲突和经济挑战时，意大利国债价格易出现波动，进而影响意大利政府的融资成本，降低其偿债能力。疫情期间，投资者信心受到影响，意大利国债收益率持续波动，10年期国债收益率一度攀升至2.5%以上；随着疫情的逐步控制，收益率呈现下降趋势，并跌至2%以下。

受疫情影响，2020年意大利财政赤字率接近10%，而政府负债率突破150%。一方面，意大利采取了大规模的财政刺激计划，规模达到GDP的6%以上，财政支出规模明显增长；另一方面，意大利经济规模受到疫情影响有所萎缩，财政收入有所下降。综合影响下，意大利的财政赤字率由2019年的1.6%推升至9.5%，而政府负债率受到财政赤字率上升和经济规模下降的影响上升约20个百分点。在大规模的经济刺激计划的带动下，预计2021年意大利财政赤字率将达到10%以上，而政府负债率将超过155%；但欧元区宽松的货币政策和欧盟对意大利财政政策的认可有助于稳定消费者信心并降低意大利政府的融资成本；且意大利政府财政收入规模较大，利息负担维持在8%以下的水平，整体来看意大利债务风险仍旧可控。

图 2：2015~2021 年意大利财政状况（%）



资料来源：Eurostat, 中诚信国际整理

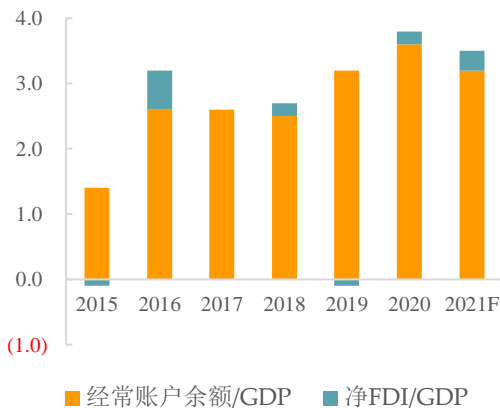
对外偿付

意大利国际收支状况较好，货币地位较高，对外偿付实力较强

近年来，受益于欧洲经济整体的增长以及意大利发达的工业，意大利出口持续增长，而进口增速受制于相对疲弱的内需。2013年以来，意大利经常账户持续顺差，2020年疫情导致意大利进出口受到冲击，出口和进口分别下滑12.5%和14.5%，由于意大利出口下滑幅度小于进口，贸易顺差规模有所增加，使得经常账户盈余达到3.6%，持续实现顺差。而意大利净FDI/GDP呈现平衡状态，使得意大利国际收支状况维持稳定，2019年和2020年均达到3%以上。

意大利国际净投资头寸规模占GDP的比重在5%以下，外部风险敞口相对有限，有利于降低外部环境变动的冲击。同时，意大利作为欧元区核心国家，在欧央行中占据重要地位，货币地位很高。而受益于欧洲低利率环境、发达的资本市场和意大利在欧洲经济中的重要地位，意大利政府和企业在欧洲和全球市场的融资渠道畅通，且融资成本相对较低，支撑了其对外偿付实力。

图 3：2015~2021 年意大利国际收支状况（%）



资料来源：Eurostat, 中诚信国际整理

制度实力

意大利制度实力一般，政治稳定性有待观察

意大利作为发达国家和欧盟成员国，政治制度完备，法律体系和财政体制较为完善。然而，政府效能方面，在金融危机后，意大利经济持续低迷，意大利政府并未采取有效的结构性改革措施以增强其经济竞争力；而受制于财政空间和意大利政府的施政能力，意大利政府的公共投资效率较低，基础设施老化，制约其制度实力和经济增长潜力的提升。

政治稳定性方面，意大利党派竞争激烈，政府的平均执政期限很短，政治稳定性较低。2019 年意大利由联盟党和五星运动组成的联合政府终结，总理孔特曾提交辞呈，但在五星运动和民主党达成协议后，孔特继续担任总理，政权实现平稳交接。2021 年初意大利前总理孔特正式辞职，一度造成政府动荡，但德拉吉的就职避免了意大利陷入重新大选的境地，政治环境相对稳定，而德拉吉具有丰富的对抗经济危机的经验，有助于意大利经济复苏。然而，意大利内部政治分歧并未得到根本解决，意大利不同政党在欧洲一体化、行政机构改革等议题上存在较大差异，意大利政治稳定性仍待观察。此外，在西欧大国中，意大利在腐败控制和产权保护方面也处于相对较弱水平，每年因为腐败造成的损失超过 500 亿欧元。整体来看，意大利制度实力处于一般

水平。

事件风险

意大利金融系统风险持续下降，而 ESG 风险处于较低水平

意大利银行业一度出现严重危机，但 2016 年后风险呈下降趋势。金融危机后，意大利银行业面临资本充足率低、整体亏损以及不良贷款率高等问题。意大利银行业的总资产收益率一度跌至 -0.77%，而不良贷款率一度攀升至 18%。近年来，受益于意大利经济缓慢增长以及政府对于银行的救助，特别是对意大利第三大商业银行西雅那银行的救助取得进展，意大利银行业持续复苏。受疫情影响，2020 年意大利银行业盈利水平有所下降，ROA 为 0.2%，较 2019 年下降 0.2 个百分点，但仍能维持盈利。疫情对资本充足率和不良贷款率影响有限，2020 年末意大利一级核心资本充足率为 16.5%，较 2019 年末大幅提升 1.6 个百分点，而不良贷款率也由 2019 年末的 5.5% 降至 2020 年末的 3.8%。考虑到疫情下意大利银行业贷款规模快速增长，且意大利经济复苏存在不确定性，需持续关注意大利银行业的资产质量和盈利水平。

ESG 风险方面，意大利 ESG 风险处于较低水平。环境风险方面，尽管意大利空气污染水平在欧盟处于前列，部分城市如都灵是欧洲空气污染最严重的城市之一，但整体来看，意大利的空气污染水平依旧较低，在环境保护产业中处于世界领先水平。此外，意大利在大力发展可再生能源等领域的同时，将 2050 年实现碳中和作为政府目标，环境也成为政府最为关注的领域之一，整体来看环境风险很低。社会风险方面，意大利存在南北政治、经济和文化差异较大等问题，社会风险相对较高，但意大利政府致力于发展意大利南部地区，包括对在意大利南部创业的居民给予最高 20 万欧元的启动资金、运用欧盟基金加强基础设施建设、吸引外国资金投资南部地区以缩小地区差距，意大利南北不平衡问题或有望改善。治理风险方面，意大利政府治理结构较为完善，信息完善度较高，治理风险很低。

评级展望

中诚信国际认为，意大利信用水平在未来 12~18 个月内为稳定。尽管 2020 年意大利经济陷入了严重衰退，但意大利经济有望快速复苏，且基础较好，居民财富规模较大，并能够获得欧盟的支持，偿债能力保持稳定。

评级上调因素

如果意大利能够快速实现经济复苏并逐步降低政府负债率，意大利主权评级可能会上调。

评级下调因素

如果意大利经济出现超预期下降，债务水平超预期攀升，会增加意大利主权等级下调压力。

近期关注

意大利二季度以来经济和就业形势明显回暖

2021 年二季度，意大利经济环比增长 2.7%，同比增长 17.3%，呈现明显复苏态势。意大利工业和服务业受益于封锁措施的逐步解除而出现明显增长，全球市场的回暖也有助于意大利出口需求的增加，是意大利经济复苏的重要推动力。在就业方面，意大利 2021 年第二季度就业率环比增加 1%，而 6 月失业率下降 0.5 个百分点，降至 9.7%。随着意大利经济、社会正在逐步走出疫情困境，得益于欧盟迄今规模最大的经济刺激方案，意大利经济有望持续好转。

附一：意大利主要数据

	2018	2019	2020	2021F
人口(百万)	61	60	60	60
人均 GDP(美元)	34,573	33,216	31,244	35,180
名义 GDP(十亿美元)	2,091	2,005	1,882	2,117
人均 GDP (PPP, 美元)	43,228	44,218	40,861	-
实际 GDP 增长率 (%)	0.9	0.3	-8.9	4.7
通货膨胀 (%)	1.2	0.5	-0.3	1.1
一般政府财政余额/GDP (%)	-2.2	-1.6	-9.5	-11.0
一般政府债务/财政收入 (%)	290.9	285.8	320.5	330.8
政府利息支出/财政收入 (%)	7.9	7.2	7.2	7.0
一般政府债务/GDP (%)	134.4	134.0	155.8	159.6
(经常账户余额+FDI) /GDP (%)	2.7	3.1	3.8	3.5
外汇储备(亿美元)	391	427	466	483

附二：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA_g	受评对象的经济、财政实力极强，融资渠道畅通，基本不受不利环境的影响，违约风险极低。
AA_g	受评对象的经济、财政实力很强，事件风险敏感性很低，中期内没有重大清偿问题，违约风险很低。
A_g	受评对象的经济、财政实力较强，事件风险敏感性较低，中期内没有重大清偿问题，违约风险较低。
BBB_g	受评对象的经济、财政实力一般，不利环境在短期内不会影响债务的清偿，违约风险一般。
BB_g	受评对象的经济、财政实力较弱，目前没有明显的清偿问题和切实的调整能力，违约风险较高。
B_g	受评对象在不利环境的影响下，很有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险很高。
CCC_g	受评对象在不利环境的影响下，极有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险极高。
CC_g	受评对象在不利环境的影响下，基本不能保证偿还债务。
C_g	受评对象在不利环境的影响下，无法偿还债务。

注：除 AAA_g 级，CCC_g 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。