



意大利共和国

The Republic of Italy

主权信用评级报告

本次评级结果

长期外币信用等级:	A _g ⁻
长期本币信用等级:	A _g ⁻
评级展望:	稳定
评级时间:	2017年11月6日

评级观点

- 意大利经济规模较大，经济结构优良，中小企业经济较为发达，金融业自由化和对外开放水平较高。近年来意大利经济逐步复苏，经济活动进入扩张态势。
- 意大利贸易结构多元化，国际竞争力较强，近年来经常账户持续保持盈余。
- 意大利政府财政收入较为稳定，且有进一步增长的空间。

风险关注

- 意大利政府更迭较为频繁，对政府政策的连续性产生负面影响。2016年底意大利修宪公投失败，伦齐政府推行的结构性财政与经济改革存在被迫中断的风险。
- 意大利金融业系统性结构性风险不断累积，银行坏账高企。
- 意大利国家外债和政府债务水平都较高，经济和财政改革的压力较大。

一、 国家概况

意大利共和国（以下简称“意大利”）地处欧洲南部，主要由亚平宁半岛及两个位于地中海中的岛屿西西里岛与萨丁岛所组成。意大利国土面积为 301333 平方公里，人口 6080 万。意大利北部的阿尔卑斯山地区与法国、瑞士、奥地利以及斯洛文尼亚接壤，其领土还包围着两个微型国家——圣马力诺与梵蒂冈。

意大利是一个高度发达的资本主义国家，欧洲四大经济体之一，也是欧盟和北约的创始会员国，还是申根公约、八国集团和联合国等重要国际组织的成员。意大利共拥有 48 个联合国教科文组织世界遗产，是全球拥有世界遗产最多的国家。

二、 政治稳定性

意大利实行议会制共和制。议会实行两院制，众议院和参议院享有平等权力。总统为虚位元首，由参、众两院联席会议选出，对外代表国家。总理由总统任命，对议会负责，总理领衔的内阁是国家权力的核心。

从国内政治的角度来看，意大利宪法强调地方自治和地方分权，中央政府下设大区、省、市（镇）三级地方政权机构。大区是具有自主权力和职能的自治单位，享有立法权、财政自治权等。中央政府监督大区的立法和行政。省和市（镇）也是自治单位和地方分权单位，但它们的自治权较小。意大利实行多党制，大小政党众多，其中较为重要的有 7 个。因没有一个政党获得议会过半数席位而单独组成政府，故意大利政府更迭频繁，这在一定程度上限制了政府政策的连续性。

从国际政治的角度来看，意大利是欧盟、北约等国际组织的重要成员，在国际舞台上有着较为广泛的影响力。意大利的经济依赖于欧洲统一市场，而安全则更多的依赖于北约安全框架。意大利对外政策的基本点是立足西欧，积极推动欧洲一体化进程。意大利重视与英美等西方传统盟友的关系，一直与西方各国保持着密切的政治、经济和军事联系。意大利强调建立公正合理的国际新秩序，主张世界多极化和加强地区性合作，认为联合国应在世界新格局中发挥主导作用。

三、 经济和金融实力

意大利是较为典型的西方资本主义发达经济体，是 G7 成员国。2016 年度意大利经济总量为 18486.91 亿美元，人均 GDP 为 30231.81 美元，皆位居世界前列。由于受到债务危机等因素的影响，2012-2014 年意大利经济下滑，为摆脱困境，时任伦齐政府推出一系列结构性改革措施，并取得一定成效。自 2015 年开始，意大利经济逐步复苏，经济增长步入正区间，部分经济指标呈现扩张态势。2016 年意大利实际 GDP 增速为 0.88%，较上年度加快 0.12 个百分点。

2016 年度，意大利第一、二、三产业增加值占 GDP 的比例分别为 2.1%、24.1%、73.8%，产业结构优良。意大利经济体系中，以私有经济为主体，其中中小企业占企业总数的 98% 以上，堪称“中小企业王国”。意大利国内各大区之间经济发展水平差距较大，南北差距明显，南部 GDP 总额仅为北部的 30% 左右。意大利工业基础较好，其造船、石化、机械设备等产业较为发达，此外由中小企业主导的意大利轻工业专业化程度较高、适应能力较强、产品出口比例较大，在制革、服装、家具、厨房设备、瓷砖等领域有较强的竞争力。意大利旅游业高度发达，无论是入境人数还是旅游业收入都位居世界前列，旅游业已成为意大利支柱型产业之一。

意大利金融业规模较大，金融自由化和对外开放水平都较高，发展较为成熟，但由于缺乏相应的监管措施，导致意大利金融行业结构性风险频现，其中最为突出的问题是意大利银行业危机。近年来，意大利银行坏账持续累积，坏账总额一度超过 4000 亿美元；虽然 2016 年银行不良贷款率较上年度略有下降，但依然高达 17.1%。意大利的银行系统已经成为整个欧元区最脆弱的银行系统之一，未来意大利银行乃至整个金融系统都将面临较大的不确定性。

四、 对外经济

对外贸易是意大利经济的主要支柱，进出口贸易总额占到意大利国民生产总值的 50% 以上。意大利贸易结构多元化，其高端消费品、机械设备、汽车、高端服务业等在国际市场上具有很强的竞争力。意大利的主要贸易伙伴为欧盟国家，意大利和欧盟国家之间的贸易额占到其贸易总额的 55% 以上，贸易依存度较高。而与此同时，意大利也在大力发展与非欧盟国家之间的经贸往来。中国、日本、美国、俄罗斯等国家也成为了意大利的重要贸易伙伴，其中美国和中国分别为意大利除欧盟外的第一和第二大贸易伙伴。

意大利经常账户收入受欧元兑美元汇率波动的影响，近年来起伏较大，尤其是在 2014-2015 年度，意大利经常账户收入下降达 14%。然而在此背景下，意大利的经常账户余额却在持续改善，且于 2013 年度实现盈余。2016 年度意大利经常账户余额为 477.04 亿美元，较上年度大幅增长 20.84%，创下近五年来的新高。经常账户余额的不断增长说明近年来意大利产品和服务出口的竞争力有所增强，这有利于降低意大利高企的国家外债。

意大利国家外债总额较高，2016 年度为 22151.02 亿美元，占到其国民生产总值的 120%。但自 2013 年以来，意大利国家外债总额已经连续三年呈现下降态势，原因在于伦齐政府推行结构性财政与经济改革取得初步成效。从债务结构来看，2016 年度，意大利国家短期外债约为 6000 亿美元，占其外债总额的 27% 左右，短期内偿债压力较大。意大利政府和企业对外融资渠道通畅，但融资成本相对较高，这将在一定程度上抑制意大利外债的进一步增长。



五、 财政实力

以本币计价的意大利政府财政收入近五年来持续小幅增长,由 2012 年的 7717.57 亿欧元增长至 2016 年的 7885.02 亿欧元,年均增长 0.4% 左右。意大利政府财政收入的主要来源是税收收入,占比接近 50%。由于意大利经济结构多元化,其财政收入的稳定性较强,加之近年来意大利政府推行结构性财政改革措施,提高税收水平,未来意大利政府财政收入有进一步增长的空间。

伦齐政府上台后,大力推行削减政府公共开支计划,使得意大利政府财政支出近年来总体呈现先扬后抑的态势。2012~2015 年,意大利政府财政支出由 8192.21 亿欧元缓慢上涨至 8301.35 亿欧元;2016 年小幅回调至 8293.11 亿欧元。意大利财政支出多年来始终高于财政收入,但财政赤字现象并不严重,除 2014 年外,近五年财政赤字率皆符合欧盟要求的不超过 3% 的规定。2016 年意大利财政赤字率仅为 2.44%,为近十年来的最低水平。

意大利政府债务总额较大,债务水平较高,且一直呈上升态势,负债率由 2012 年的 123.28% 上升至 2016 年的 132.39%,远高于欧盟要求成员国政府负债率不超过 60% 的规定。2016 年度,意大利一般政府债务总额占政府财政收入的比重高达 280.81%,政府每年需要支付的债务利息超过财政收入的 10%,偿债压力较大。从债务结构上来看,意大利政府债务以中长期债务为主,短期债务约占债务总额的 5%,短期内偿债压力较小。

六、 货币弹性

意大利属于欧元区国家,法定货币为欧元,由欧洲央行统一负责货币发行与货币政策的制定。意大利银行作为意大利本国的中央银行,是欧洲中央银行体系的一部分,主要负责实施欧洲央行制定的政策以及监管意大利国内的金融机构。欧洲央行作为凌驾于欧元区各国中央银行之上的超主权机构,其政策独立性受到普遍维护,但意大利国内经济发展的现实状况与欧元区统一的货币政策匹配度并不高。2001 至 2008 年间,欧元兑美元汇率步步走强,升值幅度高达 70%,严重削弱了意大利国内中小企业产品的出口竞争力。

近年来,欧洲央行实行量化宽松的货币政策,向市场注入流动性,拉动投资和消费以刺激经济增长,减少欧元区通货紧缩压力。但意大利



CPI 增长率持续走低，从 2012 年的 3.32% 下降至 2016 年的 0.17%，明显低于合理区间。另一方面，意大利受益于欧洲央行的资产购买计划，刺激了经济的增长。但欧洲央行有可能在 2018 年缩减或结束量化宽松政策，对意大利将有较大冲击。

总体来看，作为货币联盟成员国的意大利，由于其无法掌控本国流通货币的货币政策与汇率政策，货币弹性偏低。



附录一：

主要数据和指标

主要数据与指标	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
国内生产总值 (GDP) (亿美元)	20739.72	21309.97	21419.37	18157.57	18486.91
实际 GDP 年增长率 (%)	-2.82	-1.75	-0.34	0.76	0.88
人均 GDP (美元)	34918.76	35703.92	35239.28	29866.58	30231.81
CPI 增长率 (%)	3.32	1.25	0.23	0.11	0.17
失业率 (%)	10.68	12.13	12.64	11.89	11.39
银行资本充足率 (%)	13.4	13.7	14.3	14.8	13.8
银行不良贷款率 (%)	13.7	16.5	18.0	18.1	17.1
65 岁及以上人口占总人口之比 (%)	21.16	21.59	22.01	22.41	22.71
总投资 (亿美元)	3704.53	3613.96	3494.57	3044.30	3100.25
总消费 (亿美元)	16823.5	17210.49	17313.18	14552.73	14756.60
第二产业/GDP (%)	23.9	23.7	23.4	23.5	24.1
第三产业/GDP (%)	73.9	74.0	74.5	74.2	73.8
经常账户收入 (亿美元)	6855.36	7092.96	7329.04	6295.67	6349.47
经常账户余额 (亿美元)	-92.30	189.67	385.09	394.78	477.04
经常账户余额/GDP (%)	-0.45	0.89	1.80	2.17	2.58
商品和服务出口 (亿美元)	5934.94	6154.83	6311.08	5474.58	5555.05
商品和服务进口 (亿美元)	5723.25	5669.31	5699.46	4914.04	4924.99
外商直接投资净流入 (亿美元)	0.35	195.31	170.28	130.08	276.96
国家外债总额 (亿美元)	25410.02	26360.00	24478.59	22566.37	22151.02
政府外债总额 (亿美元)	8729.27	9554.57	9864.11	9130.14	/
官方储备 (亿美元)	1816.70	1457.25	1427.57	1305.92	1351.33
政府外债总额/官方储备 (%)	480.50	655.66	690.97	699.13	/
财政收入 (亿欧元)	7717.57	7721.83	7767.52	7815.68	7885.02
财政支出 (亿欧元)	8192.21	8189.82	8255.34	8301.35	8293.11
财政余额 (亿欧元)	-474.64	-467.99	-487.82	-485.67	-408.09
财政余额/GDP (%)	-2.94	-2.92	-3.03	-2.95	-2.44
税收收入/财政收入 (%)	49.32	49.16	48.97	49.78	/
一般政府债务总额 (亿欧元)	19889.01	20687.22	21360.15	21698.55	22142.14
一般政府债务总额/GDP (%)	123.28	128.93	132.52	132.60	132.39
一般政府债务总额/财政收入 (%)	257.71	267.91	274.99	277.63	280.81
政府利息支出/财政收入 (%)	12.8	11.9	11.3	10.3	/
GDP 平减指数增长率 (%)	1.38	1.21	0.96	0.67	0.75
实际有效汇率指数 (2010 年=100)	98.20	99.90	99.52	95.04	/

数据来源：世界银行、世界货币基金组织、国际清算银行、彭博数据库，新世纪评级整理。

附录二：

评级结果释义

本评级机构主权信用等级划分及释义如下：

等级	含义
AAA _g	受评国家（地区）偿还债务的能力极强，基本不受不利的政治经济环境和外部冲击的影响，违约风险极低
AA _g	受评国家（地区）偿还债务的能力很强，受不利的政治经济环境和外部冲击的影响不大，违约风险很低
A _g	受评国家（地区）偿还债务能力较强，较易受不利的政治经济环境和外部冲击的影响，违约风险较低
BBB _g	受评国家（地区）偿还债务能力一般，受不利的政治经济环境和外部冲击影响较大，违约风险一般
BB _g	受评国家（地区）偿还债务能力较弱，受不利的政治经济环境和外部冲击影响很大，违约风险较高
B _g	受评国家（地区）偿还债务的能力较大地依赖于良好的政治和经济环境，应对外部冲击的能力较弱，违约风险很高
CCC _g	受评国家（地区）偿还债务的能力极度依赖于良好的政治和经济环境，应对外部冲击的能力弱，违约风险极高
CC _g	受评国家（地区）应对外部冲击的能力很弱，在不利的政治和经济环境下，基本不能保证偿还债务
C _g	受评国家（地区）无法应对外部冲击，在不利的政治和经济环境下，不能偿还债务

注：1. 上述信用等级符号仅适用于主权信用评级的本外币信用等级。

2. 除 AAA_g 级、CCC_g 级（含）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。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（本评级机构）和/或其被许可人版权所有。

本文件包含的所有信息受法律保护，未经本评级机构事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由本评级机构从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，本评级机构对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，本评级机构不对任何人或任何实体就 a) 本评级机构或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使本评级机构事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。