

意大利政府债务分析与展望

研发部 曹曼茜

近日，欧盟委员会再次因高额政府债务和 2019 年财政预算问题对意大利政府开启超额赤字程序，并考虑对意大利开出 35 亿欧元罚款。此罚款如果实施可能加剧意大利政府的财政困难，并对意政府控制债务水平和实施财政巩固的能力形成挑战，进而影响意大利主权信用水平。

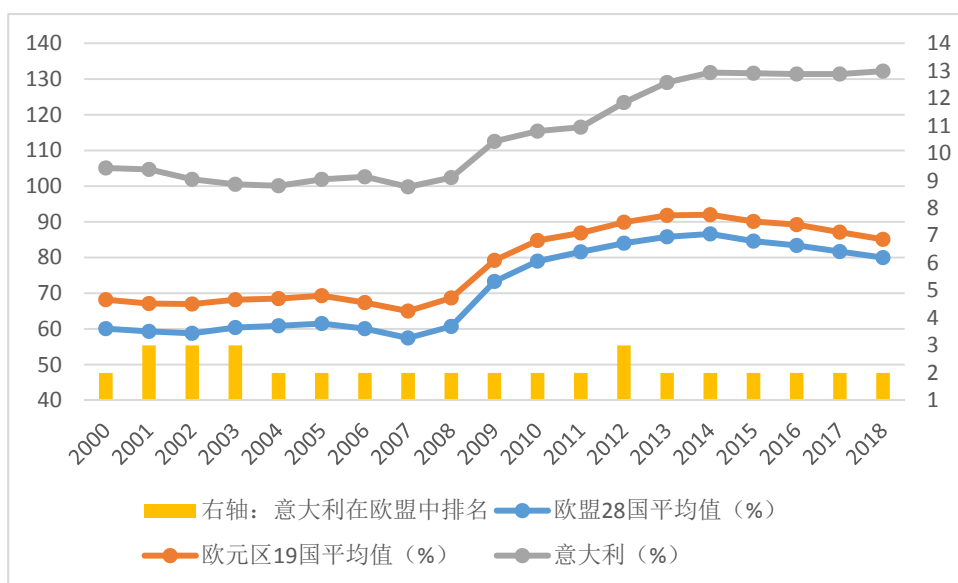
一、意大利政府因债务超限或面临欧盟处罚

近日，欧盟委员会已确认将就债务问题致函意大利政府，要求其说明致使意大利公共债务上升的主要因素。同时，欧盟委员会正考虑就 2018 年债务问题提出对意大利的惩罚措施，意大利政府可能面临 35 亿欧元罚款。如果真的实施，意大利将成为历史上首个因超额赤字被欧盟开出罚单的国家。

从 1992 年签订的《马斯特里赫特条约》到 2012 年最新发布的《欧盟运行条约》，欧盟对成员国的财政标准一直以“赤字率不超过 3%”和“一般政府负债率不超过 60%”为限，这既是对欧盟创始国的要求，也是对后续申请加入欧盟的国家的重要审核标准。根据《欧盟运行条约》第 126 条关于超额赤字程序的规定，欧盟委员会可对违反（或可能将违反）上述两条标准的成员国的情况编制报告，交由经济和金融委员会审议，并将审议结果告知该成员国和欧洲议会。当确认该国出现超额赤字时，议会应立即根据欧盟委员会的建议，要求该国在规定时间内纠正赤字情况，若该国在规定时间内未能采取对应的有效措施，欧洲议会可对其采取的强制措施包括：①要求该国在发行债券和证券之前，必须根据欧洲议会的具体要求公布指定的补充信息；②要求欧洲投资银行（European Investment Bank）重新考虑对该国的借款政策；③要求该国向欧盟提交一笔适当额度的无息存款，直至欧洲议会认可其超额赤字情况已得到纠正；④对该国实行一定额度的罚款。

作为欧盟创始国之一，意大利政府的债务水平指标一直在拖欧盟后腿。2000 至 2018 年间，意大利一般政府债务率（即一般政府债务总额与 GDP 的比值）持续高出欧盟平均水平约 50 个百分点，绝大多数时候在欧盟的债务率排名仅次于希腊。意大利不仅成为 2009 年起爆发的欧债危机中债务风险积累最高最快的“重灾区”，在欧盟成员国纷纷控制国内债务水平、推动欧盟平均债务水平缓慢回落的时候，意大利的一般政府债务率却在 2014 年后持续高居 131% 以上，更成为了欧洲难以摆脱债务问题的“顽固派”。

图表 1. 意大利一般政府债务率及比较



数据来源：欧盟统计局，新世纪评级整理。

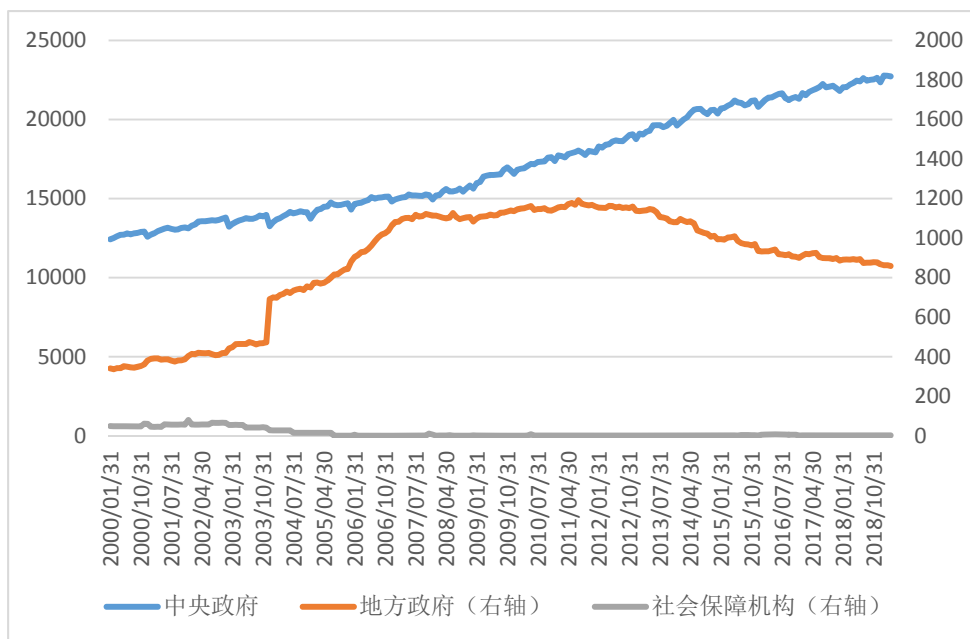
近十年来，意大利一般政府利息支出占同年财政收入比重都持续高于欧盟和欧元区平均值约 4 个百分点。2017 年末，欧盟 28 国平均值为 4.46%，欧元区 19 国平均值为 4.34%，意大利则高达 8.17%。意大利的一般政府负债率在 2000 至 2018 年间没有一年达到标准，2018 年甚至创下新高 132.2%，是欧盟标准的两倍有余。作为欧洲债务问题“顽固派”，欧盟已多次对意大利开启超额赤字程序，但此次为首次涉及罚款，是欧盟委员会在超额赤字程序上对欧盟成员国发出的最为严厉的一次警告。

二、意大利政府债务特点

近年意大利政府债务的特点可归纳为：地方政府债务刹车、中央政府继续飙升；居民抛债、机构兜底；中长期债务成为政府刺激经济增长的万用药。

从发债部门来看，意大利地方政府债务在 2003 至 2013 年间高速增长，但 2013 年以后就得到一定控制，连续下降；而中央政府债务作为意大利政府债务中占比最大的部分，长期以来持续上升，是造成意大利政府债务居高不下的关键因素。截至 2019 年 3 月 31 日，意大利中央政府债务总额为 22727.28 亿欧元（占比 96.35%）、地方政府 858.38 亿欧元（占比 3.64%）、社会保障机构 2.33 亿欧元（占比 0.01%）。

图表 2. 意大利债务结构：各发债部门债务总额（单位：亿欧元）



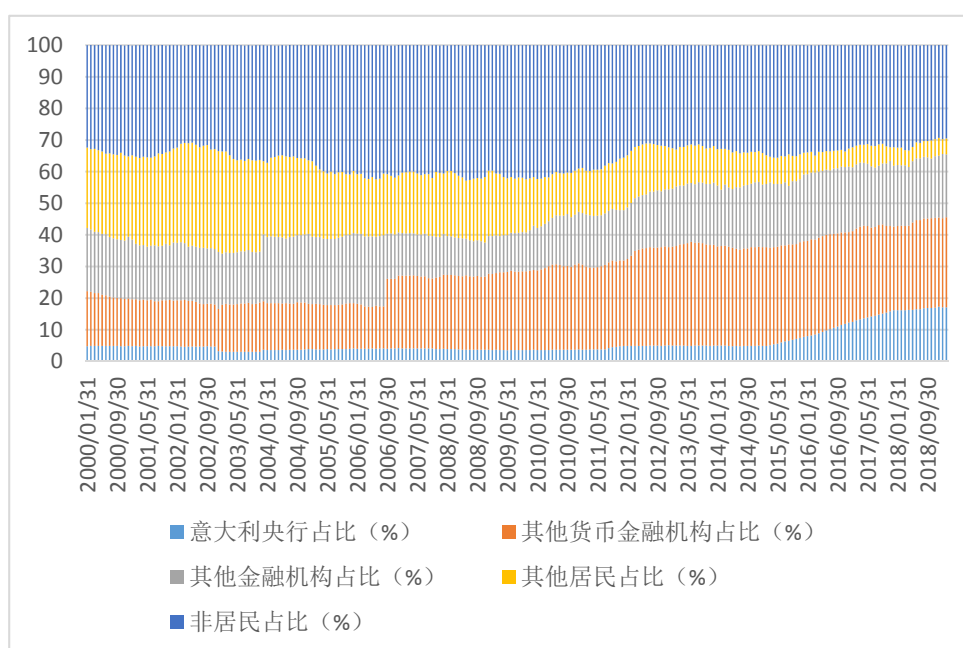
数据来源：欧盟统计局，新世纪评级整理。

从债权人结构来看¹，2009 年债务危机爆发以后，意大利其他居民和非居民的持有的一般政府债务持续下降，意大利政府巨额增长的债务大量由机构持有。2009 年末，其他货币金融机构、其他金融机构和意大利央行持有的意大利一般政府债务金额分别为 4454.89 亿欧元、2484.08 亿欧元和 647.78 亿欧元，而截至 2019 年 2 月 28 日，其持有额分别增加至 6729.64 亿欧元、4693.61 亿欧元和 4048.83 亿欧元，增幅分别达到 51.06%、88.95%和 525.03%。同时，其他居民和非居民持有的债务总额则由 2009 年末的 2729.28 亿欧元和 7386.27 亿欧元，降至 2019 年 2 月 28 日的 1185.35 亿欧元和 6974.81 亿欧元，下降幅度分别为 56.57%和 5.57%。

截至 2019 年 2 月 28 日，意大利一般政府债务持有额占比由高至低分别为非居民 29.5%、其他货币金融机构 28.5%、其他金融机构 19.9%、意大利央行 17.1%和其他居民 5.0%。相比于 2009 年末，非居民占比下降 12.2 个百分点，但仍占最大比重；其他货币金融机构占比小幅提升 3.3 个百分点，占第二位；其他金融机构占比上升 5.9 个百分点，超越其他居民占比排名第三；其他居民占比大幅下降 10.4 个百分点，占比下降至第五；意大利央行占比则大幅上升 13.4 个百分点，升至第四位。

¹ 欧盟统计局披露的政府债务持有人分为五类，即国家中央银行（central bank）、其他货币金融机构（other monetary financial institutions，不包括央行）、其他金融机构（other financial institutions，不包括货币金融机构）、其他居民（other residents）和非居民（non-residents）。

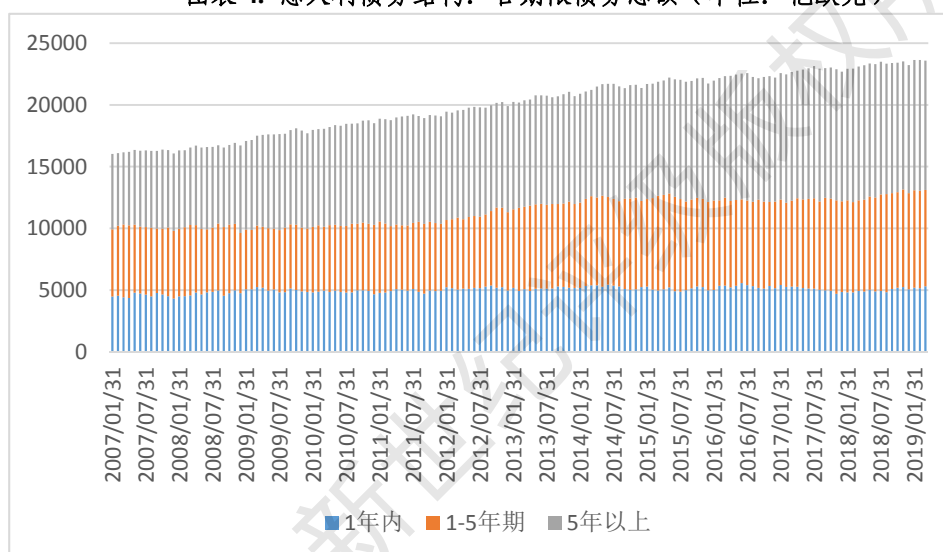
图表 3. 意大利债务结构：债权人结构



数据来源：欧盟统计局，新世纪评级整理。

从债务期限上看，意大利短期债务规模较为稳定，长期保持在 5000 亿欧元左右水平，债务增长以 1-5 年的中期债务为主，5 年以上的长期债务次之。截至 2019 年 3 月 31 日，意大利一年期债务余额为 5317.10 亿欧元、1-5 年期债务余额 7796.38 亿欧元、5 年以上债务余额 10474.51 亿欧元，较 2009 年末分别增长 9.71%、51.61%和 35.80%。截至 2019 年 3 月 31 日，一年期、1-5 年期和 5 年以上债务占总债务比例分别为 22.54%、33.05%和 44.41%。

图表 4. 意大利债务结构：各期限债务总额（单位：亿欧元）



数据来源：欧盟统计局，新世纪评级整理。

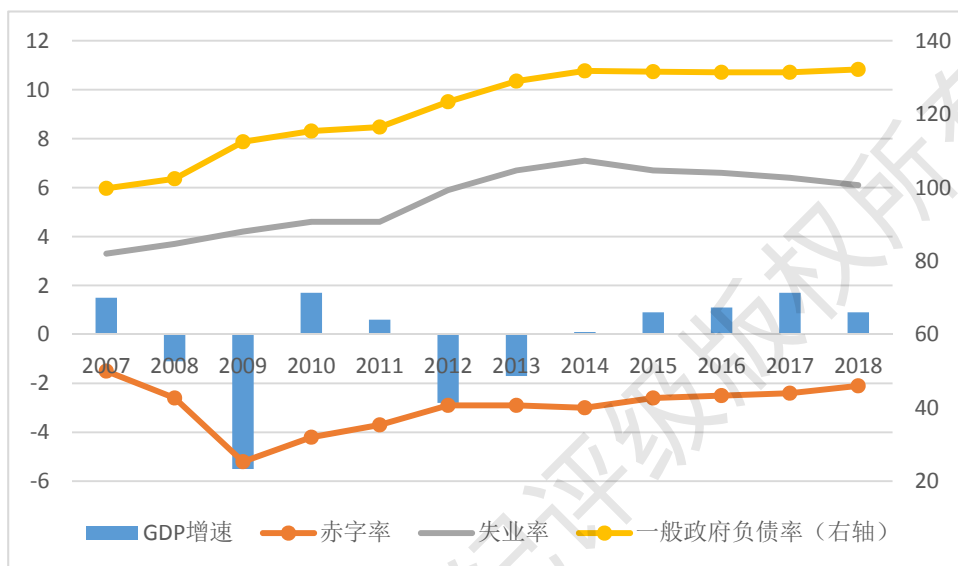
三、意大利政府债务高企的原因：发债成为经济增长的续命针

意大利想要降低债务水平为什么这么难？意大利中央政府其实也迫于无奈，一方面是国内经济增长乏力，失业率不断攀升，通过宏观政策刺激经济复苏势在必行；另一边由于加入欧元区后施行欧盟统一货币政策，而近年的欧盟货币政策与意大利国情适配度又不高，断了货币政策这条臂膀，可供操作的只剩下财政政策。然而，更加雪上加霜的是意大利频繁政府更迭，使得意大利财政政策连贯性较弱，财政巩固无以为继，加大发债、扩大赤字率成了促进短期经济增长最简单直接的手段。

2007 至 2013 年间，意大利经济四度出现严重衰退，其中 2009 年 GDP 增速低至 -5.5%。2014 年后意大利经济才开始以低于 1% 的年均增速缓慢恢复，不及同期欧盟平均水平的一半（约 2.1%），2018 年意大利实际 GDP 增速为 0.9%。

与经济衰退相对应的，是意大利失业率的攀升。2007 至 2010 年间意大利失业率攀升 1.3 个百分点至 4.6%，2011 至 2014 年间又再度攀升 2.5 个百分点至 7.1%。2014 年后，当欧盟 28 国平均失业率由 6.5% 逐步降至 2018 年的 4.4%，意大利的就业市场却仍深陷困境，失业率仅下降 1 个百分点，2018 年为 6.1%，高出同年欧盟平均值 1.7 个百分点。

图表 5. 近年意大利宏观经济情况（单位：%）



数据来源：欧盟统计局，新世纪评级整理。

而分裂的党派势力下频繁政府更迭，以及民粹主义崛起使得意大利政府改革提案的通过和实施难度大，财政政策连续性弱。2007 至 2018 年期间，意大利更换了八任总理，其中施政有所成效的勉强可以算上 2011 至 2012 年蒙蒂政府，在意大利深陷债务危机时推行财政紧缩，将财政赤字拉回 3% 的标准以内；2014

至 2016 年间的伦齐政府力主改革，削减公共开支，促进就业，进一步稳定了赤字率和负债率水平。但是高福利开支和经济复苏的刺激政策都使得政府债务不断扩大，没有一届政府能够提出不经由发债便可实施的财政巩固和经济改革方案。

图表 6. 近年意大利政府更迭概况

政府换届时间	主要事件
2006 年 5 月	✧ 罗马诺·普罗迪领导中左联盟取得议会选举胜利，并出任总理。 ✧ 普罗迪是学者出身，意大利工业经济学派奠基人，曾在 1996-1998 年担任意大利总理，领导政府削减开支，使意大利成为首批欧元区成员国。 ✧ 2007 年 2 月，因意大利政府内部势力分裂、群龙无首，普罗迪递交辞呈，在总统要求下留任至 2008 年 1 月，在参议院通过对政府不信任案后正式辞职。
2008 年 5 月	✧ 西尔维奥·贝卢斯科尼当选总理。 ✧ 贝卢斯科尼是著名企业家、经济学家和传媒巨头，2008 年是其第四次当选意大利总理。 ✧ 2011 年 11 月贝卢斯科尼因性丑闻和腐败指控辞职。
2011 年 11 月	✧ 马里奥·蒙蒂受总统纳波利塔诺任命为总理，负责在贝卢斯科尼辞职后组建过渡政府。 ✧ 蒙蒂是著名经济学家和意大利终身参议员，曾任欧盟反垄断专员，被认为是技术专家型政府的绝佳人选，其上台消息一度使意大利 10 年起国债收益率降至 7% 以下、同时欧美股市出现反弹。蒙蒂政府的主要目标是推行结构性改革、促进经济增长、削减债务规模和改善财政赤字。 ✧ 2012 年 12 月，蒙蒂因失去自由人民党（当时政府中两大最强党派之一）的支持难以履职而辞职。
2012 年 12 月	✧ 皮埃尔·路易吉·贝尔萨尼当选总理。 ✧ 2013 年 3 月贝尔萨尼因组阁困难辞职，政府进入 2 个月空窗期。
2013 年 4 月	✧ 恩里·克莱塔由总统纳波利塔诺任命为新一届总理。 ✧ 莱塔认为蒙蒂政府的紧缩政策仅暂时缓解了债务危机，未能促进经济成长，政府需通过解决就业、贫困和小企业危机来改善困难且脆弱的国内形势。 ✧ 2014 年 2 月莱塔因其所领导政府未能通过重大改革辞职。
2014 年 2 月	✧ 马泰奥·伦齐获得总统纳波利塔诺授权组建新政府，候任总理。 ✧ 伦齐提出要迅速实施改革，着力解决就业、削减政府公共开支。 ✧ 2016 年 12 月因意大利修宪公投失败，伦齐辞职。
2016 年 12 月	✧ 保罗·真蒂洛尼由总统马塔雷拉任命为总理，负责组建过渡政府。 ✧ 真蒂洛尼是资深记者和政治家。
2018 年 5 月	✧ 意大利民粹主义政党领袖朱塞佩·孔特受总统任命出任总理。 ✧ 5 月里意大利总理三次换人：5 月 23 日总统宣布孔特出任总理；5 月 27 日孔特因财政部长人选上的分歧提出退出组阁，经济学家科塔雷利被任命为候任总理；5 月 31 日科塔雷利宣布放弃组阁，孔特再次被任命为候任总理，欧洲首个民粹主义政府正式形成。 ✧ 孔特承诺为贫困人口提供“公民收入”、实行减税、限制移民，这一系列民粹主义措施的消息引起意大利 10 年期国家价格大幅下挫、收益率上涨。

数据来源：新世纪评级根据公开资料整理。

2018 年民粹主义政党在意大利获得大选胜利，新总理朱佩塞·孔特承诺为贫困人口提供“公民收入”、实行减税和限制移民，政府也在签署的 2019 年经济扩张预算草案中提高了福利支出、缩短退休年龄并提高了财政赤字，降低债务水平的目标或将更加遥不可及。欧盟委员会认为意大利没有遵循财政纪律要求，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，欧盟委员会和意大利政府对此的争议延续至今。

四、意大利债务危机、银行业危机对欧盟的影响

作为高度开放的经济体，欧盟和欧元区的重要成员国，意大利面临的经济问题影响的将远不止它一个国家。近年民粹主义不断给欧洲一体化带来冲击，英国仍磕磕绊绊地在脱欧程序中挣扎，欧盟要维护其地区一体化就容不得再失去意大利。欧盟对意大利政府贷款、政策优惠，以及可能需要的救助金将意大利的债务压力也分担给其他国家。

同时，大量持有政府债务的意大利银行业自身就岌岌可危。意大利银行业的痼疾主要来自两方面：其一，金融监管长期欠缺之下银行业坏账积累极高。据 IMF 统计，2014 至 2017 年，意大利银行坏账率分别为 18.03%、18.06%、17.12% 和 14.38%，而同期欧元区平均水平为 6%，美国在金融危机最严重的时刻也仅为 5%。其二，意大利银行业盈利能力低下。意大利银行普遍分行过多且人员冗余严重，运营成本高而工作效率低。同时，意大利银行的业务主要依赖常规贷款，在欧洲央行低利率政策下盈利能力低下，低水平的盈利能力导致意大利银行总体的一级资本充盈率只有 11.5%，明显低于巴塞尔协议 III 规定的 13% 的要求。一旦意大利政府债务违约，本就弊病丛生的意大利银行业更将首当其冲经受冲击，而欧洲经济一体化会加速风险向欧洲银行业和其他经济部门的传导。

五、前景展望

在孔特政府的开支计划下，意大利赤字率和债务率都面临攀升可能。而意大利一意孤行积累的高额债务，如果爆发违约，其他欧盟国家也将遭受牵连。此次报道披露或将对意大利政府开出的 35 亿欧元罚单（相当于意大利 2018 年 GDP 的 0.2% 和财政收入的 0.43%），无论是一次严正的口头威胁，或是欧盟委员会决意施展一次强力鞭策、迫使意大利政府改善财政情况，都表明了欧盟委员会对意大利财政扩张的强烈反对态度。

欧盟委员会已经对意大利长时期以来的高债务水平和不断在警戒线边缘试探的财政赤字率忍无可忍，意大利也已在疲软的经济局势面前退无可退，改革是势在必行的。然而，意大利政府却缺乏一位能够统一各党派意见、有效推动改革的领袖人物，孔特近日表示如果执政联盟中的两个政党不合作，他将辞职。在意

主权信用观察

大利亟待改革的关键时刻，政府更迭风险或将进一步削弱意大利的政治稳定性和政策连贯性。

此次欧盟委员会确认将就债务问题致函意大利政府，意大利政府将如何向欧盟委员会剖析国内债务居高原因，又将给自己的经济和债务问题开出怎样的一剂药方？如果提出改革计划，又能否在意大利议会顺利通过？诸多问题均使得意大利政府面临巨大压力，能否找到有效缓解政府债务压力的出路，将决定这个老牌欧洲国家未来的经济走向及其主权信用状况的变化。

新世纪评级版权所有

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。