

研究报告

2018 年第 58 期

2018.7.6

执笔：杨光

邮箱：

guang.yang@icbc.com.cn

意大利政局动荡影响欧洲经济复苏

要点

- 美朝5月30日意大利新一届政府宣布就职，自3月意大利选举失败产生悬浮会议至今，意大利政坛屡经波折，并引发金融市场的震荡，终于告一段落。市场此前担心意大利脱欧，目前看可能性不大，但在民粹主义兴起的欧洲，加之意大利巨额的债务危机，此类政治黑天鹅远未结束。
- 欧洲一体化的弊端逐渐显现，欧元区经济受到政治黑天鹅影响呈现疲软态势。欧洲政治不确定性短期内将通过避险情绪引导资本市场震荡，中长期会通过投资、消费产生的影响，进而影响欧洲经济复苏步伐。
- 政局不稳和贸易保护主义加剧可能使欧洲央行推迟货币政策正常化进程。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

一、意大利政治危机的演变

2018年3月4日，意大利进行议会选举，由于没有任何政党或政党联盟得票率超过40%，意大利政府被迫由中右翼联盟、五星运动党和左翼联盟共同联合协商组阁。

多轮组阁谈判后，联盟党和五星运动决定联手组阁，并推举法学教授康特（Giuseppe Conte）为担任总理，意大利总统马塔雷拉正式于5月23日任命康特为新任总理，并授权其组建新一届政府。随后由于各党派分歧巨大，康特于27日晚提出放弃组阁的请求并辞职。

事态随后迎来转机，当地时间5月31日晚，意大利民粹主义五星运动党和极右翼的北方联盟党发表联合声明，称已经达成组阁协议。意大利总统重新授权康特组阁。五星运动党首路易吉·迪·迈耶（Luigi Di Maio）将被任命为经济发展部长兼副总理，北方联盟党首马泰奥·萨尔维尼（Matteo Salvini）将担任内政部长兼副总理，前欧盟事务部长恩佐·毛维罗·米兰内西（Enzo Moavero Milanesi）将担任外长，政治经济学家 Giovanni Tria 将出任财长。曾被提名财长的“疑欧派”萨沃纳或任欧盟事务部长。意大利总统与内阁部长们在地时间2018年6月1日宣誓就职，标志着组阁成功，新政府正式成立，结束了三个月来的政治动荡局面。

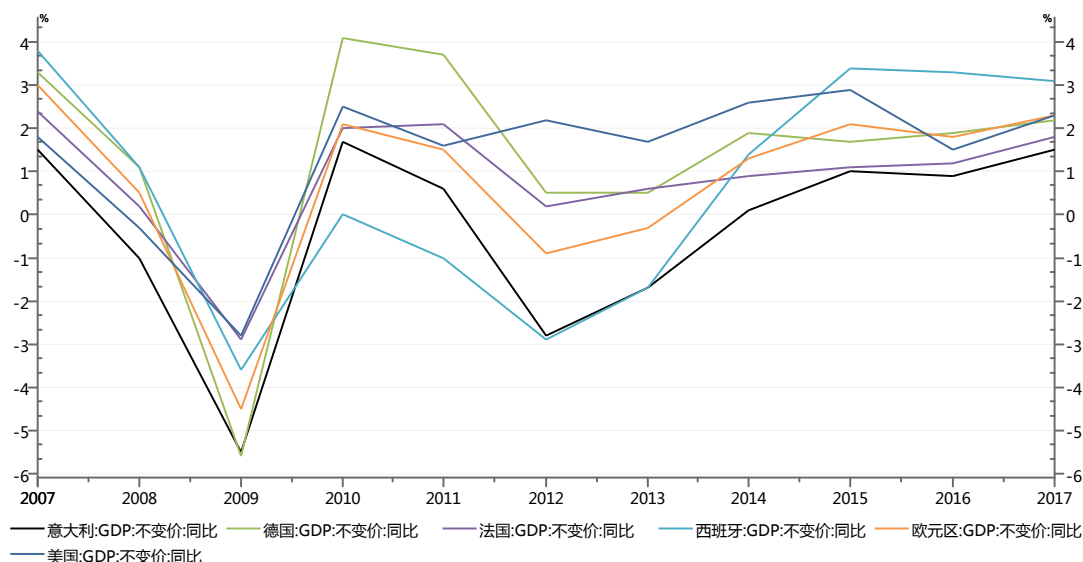
政党名称	领导人	政治主张
北方联盟党	马泰奥·萨尔维尼	主张推出平行运作货币，废除欧盟财政契约，将单一税率改为15%，每年遣返10万非法移民
五星运动党	路易吉·迪·迈耶	反体制政党，提高预算赤字，重新协商财政契约
前进党	贝卢斯科尼	主张取消房屋税、继承税和路税，提高退休金等
民主党	伦齐	中间偏左派，主张提高最低薪资，提高预算赤字至占国内生产总值3%，主张废除劳动和退休金改革

表1 意大利国内主要党派及政治主张



二、当前政治危机的原因分析

巨额的债务危机成为了本次意大利政治危机爆发的导火索。长期以来多党林立的局面以及欧洲一体化对其发展的阻碍共同构成意大利近年经济恢复缓慢的根本原因。



数据来源: Wind

图 1 部分国家近 10 年 GDP 增长情况

(一) 直接原因：巨额的债务问题引起民众不满

意大利组阁过程中经济市场剧烈波动可以看作是民众对意大利政局动荡的连锁反应，动荡的背后隐含着民众对意大利经济的担忧。

意大利经济目前面临最大的问题是主权债，截至 2017 年末，意大利政府债务总额 2.26 万亿欧元，负债率达到 131.8%，远超过《马斯特里赫特条约》与《稳定与增长公约》中对欧元区成员国的约定的 60%，排在欧盟国家倒数第二，仅好于债务率达到 178.6% 的希腊，利息支出已经成为了沉重的财政负担。2017 年，意大利政府利息支出达到 656 亿欧元，占当年意大利 GDP 的 3.8%。未来五年，意大利政府将面临 9565 亿欧元债务的到期置换，考虑到利息支付，意大利至少需发行 11572 亿欧元债券进行再融资。意大利 10 年期国债收益率从 4 月末的 1.74% 上升到目前近 3.04% 水平，上升了大约 130BP，仅此一项将每年增加国债利

息支出 30 亿欧元，大约相当于其 2017 年 GDP 的 0.2%。

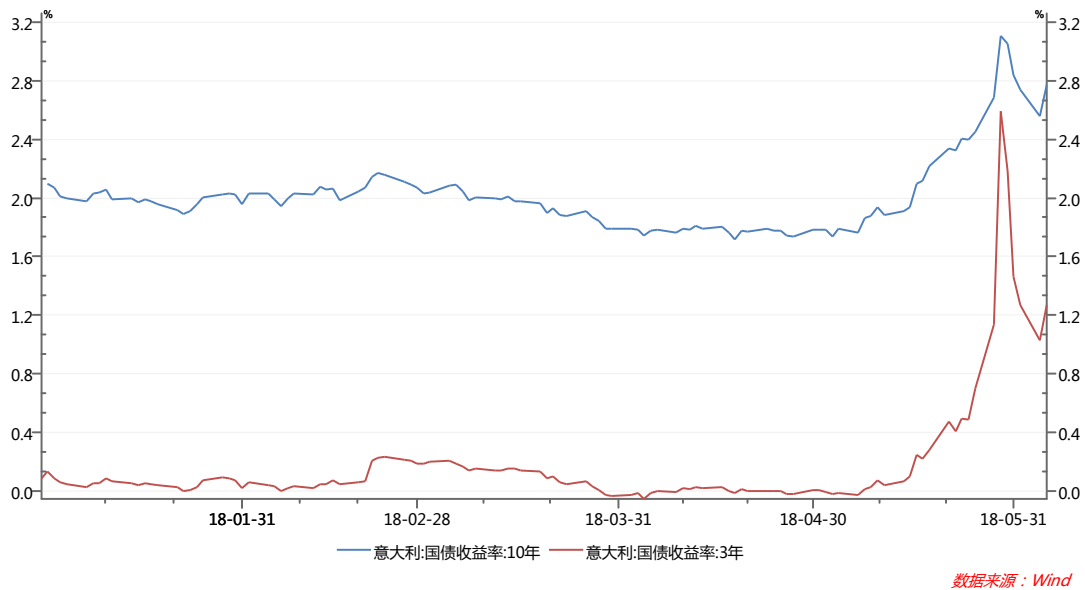
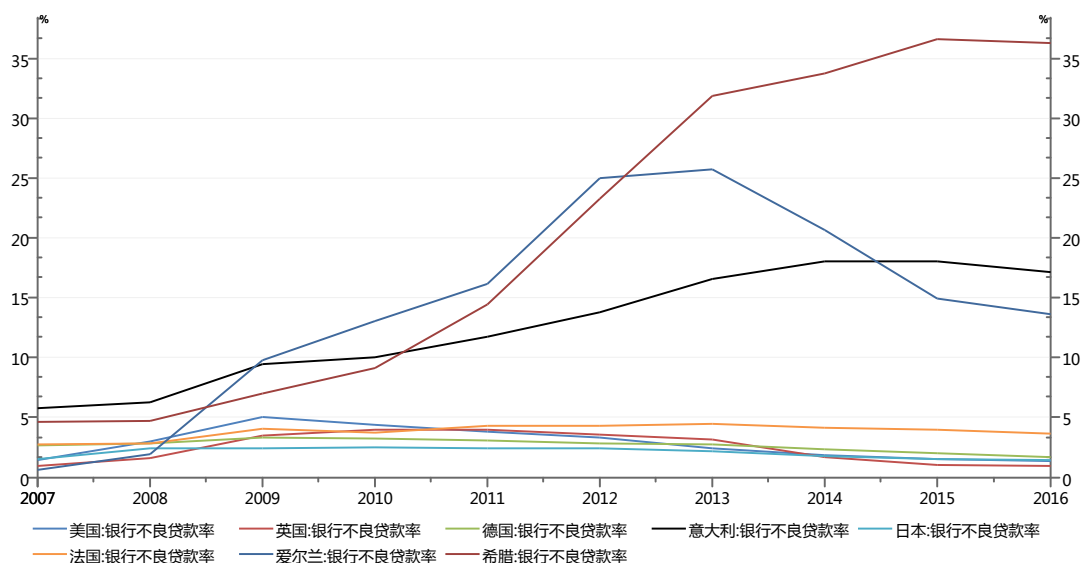


图 2 近期意大利国债收益率

脆弱的银行业难以改善目前债务危机现状。银行业不良贷款的积累严重影响意大利的盈利能力，截至 2016 年，意大利银行业的不良贷款规模超过 3100 亿欧元，占整个欧元区不良贷款规模的 1/3 以上。不良贷款大量积累直接影响银行的盈利能力，对资本金构成威胁，迫使银行对于新增信贷采取更加谨慎的态度。金融体系信贷功能无法正常发挥作用，银行无法增加对于小公司企业和消费者的贷款规模。银行应承担的增加杠杆和债务扩张的功能受限，结果经济活动复苏缓慢，经济增长乏力，形成了经济恶性循环。



数据来源: Wind

图 3 部分国家 2007 年至今政府不良贷款率

(二) 根本原因：长期以来多党林立的政局以及欧洲一体化导致欧洲内部国家经济发展不协调

意大利长期处于多党林立竞争的局面，始终深陷政党合作治国困境之中。二战结束后，意大利至今共产生了 66 届政府，无论政党数量、类型、力量和关系如何变化，都没有摆脱多党联合执政的格局。意大利长期多党执政最显著的问题是各党相互竞争造成社会福利过高。意大利大部分企业一周仅工作四天，民众普遍存在缺乏工作进取心，整体劳动生产率低下。叠加意大利历史制度与文化，女性劳动参与率一直较低，导致意大利失业率长期居高不下，2018 年 3 月意大利的失业率为 11.1%，25 岁以下群体 2018 年 3 月失业率高达 32.5%，近三个青年人就有一人失业。

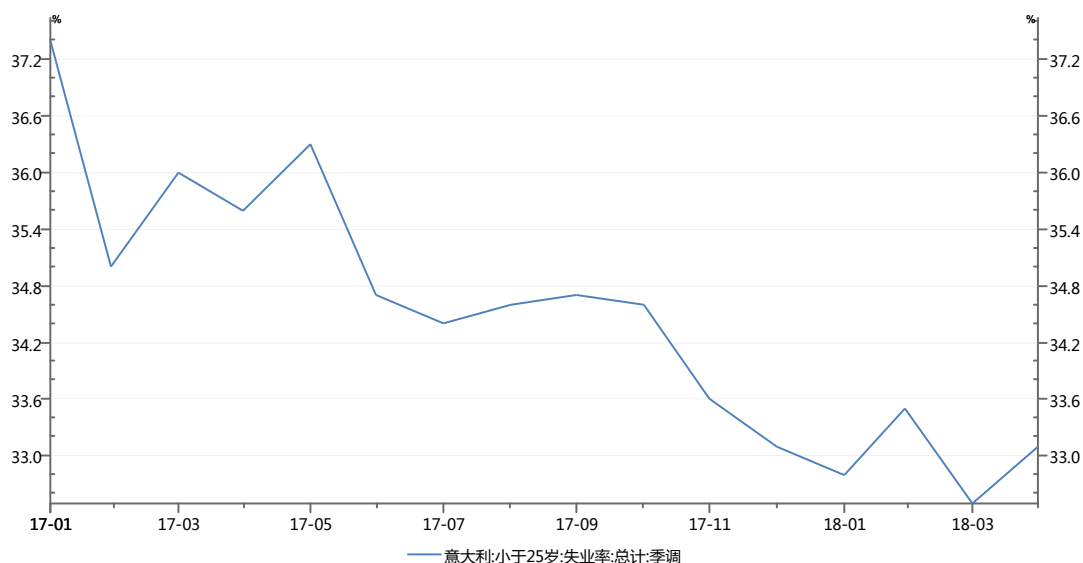


图 4 意大利 2017 年至今小于 25 岁青年失业率

更加重要的是在意大利合作治国往往难以开展，政党间不合作成为常态。在意大利，抵制参加联合政府，动摇联合政府，制造政府执政危机等政治事件近年频繁发生，导致任何政党上台都难以有效地开展国家治理活动。各党时常为一党之利不惜搞垮政府、搅乱政局。所以在意大利政党合作非常困难，由此导致政府更迭极其频繁，政府治理能力孱弱。各届政府任期都非常短暂，政治不稳定严重阻碍了意大利面对政治与经济挑战的能力。正因如此，意大利近年经济增长缓慢。2017 年意大利 GDP 总量达到 19329.38 亿美元，占欧洲 GDP15.03%。但在 GDP 增速方面，2017 为 1.5%，2016 年为 1.37%，均低于欧盟平均水平。

（三）欧洲一体化对意大利经济发展的影响

欧洲内部国家经济发展状况有着很大差异，各国财政政策与货币政策割裂，无法及时根据实际经济情况做出调整与反应。统一实施的货币政策对于欧元区核心国和意大利在内的欧元区外围国家产生了截然不同的效果。

首先，欧元区各国家经济结构不同，欧元区外围国家主权债务危机根源于欧元区核心国主导的不平等区域经济秩序。欧元区各国经济结构存在着巨大的差异，欧元区核心国产业结构相对完整，通过供给侧结构性改革实现了产业结



构升级，主导了欧洲大部分高新技术产业；欧元区外围国家由于区域一体化过程中的虹吸效应¹，加剧了产业结构单一化和畸形化，使得劳动力大多从事类似加工制造业的劳动密集型产业。欧盟产业结构的差异使得其欧元区核心国能够采用产业资本和金融资本双重积累模式，积累大量的经常项目顺差，通过将经常项目顺差输送到欧盟外围地区，从而加强对欧元区外围国家的经济控制；反观欧元区外围国家，被动采用基于债务融资的虚拟资本积累模式。在发生主权债务危机时，欧元区外围国家由于丧失了货币政策自主权，只能寄希望于被动的外部金融救助。欧元区经济结构的差异也造成意大利脆弱的经济以及高额的债务，并且凭借本国一己之力难以得到改观。只能等待欧元区的救助。

其次，欧元区货币政策传导效果不同。在欧元区外围国家经济弱于欧元区核心国的背景下，欧元区外围国家向核心国家的福利标准看齐，造成经济衰退和高福利水平强烈对比，经常项目赤字剧增。为应对这种不利局面，在体现经济主权的独立货币政策丧失的前提下，欧元区外围各国只好实施积极的财政政策，包括减税、财政补贴以发行公债等。导致意大利在内的欧元区外围国家经济明显弱于欧元区平均水平。

最后，欧盟的难民政策激发民众对欧盟政策的抵触。意大利与北非隔海相望，是大量难民进入欧洲的第一站，接收难民数量在欧盟国家仅次于德国、法国，境内难民数量占欧元区10%以上。大批难民涌入加重了意大利的财政负担，占用了公共资源和就业机会，弱化了政府财政政策的效果。同时难民问题引发社会治安恶化，进一步增加了民众对包括难民政策在内的欧盟政策的抵触。

¹ 虹吸效应最初源于液态分子间存在引力与位能差能，液体会由压力大的一边流向压力小的一边这一物理现象，多被应用于经济领域，指两经济体之间，原本流向较弱经济体的部分资金，由于较强经济体的存在转而流向较强国家，使得强者更强，弱者更弱。

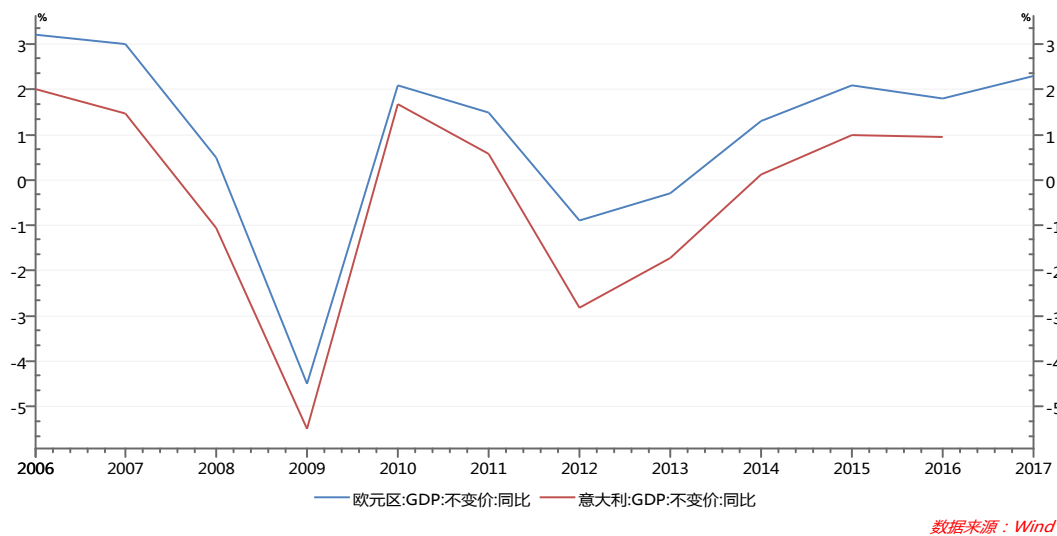


图 5 近年意大利与欧元区 GDP 同比情况

三、意大利政治危机对欧洲及中国的影响

随着 6 月 2 日组阁成功，短期内意大利脱离欧元区的可能性较小，但作为欧元区第三大经济体，意大利政局不稳必将影响欧洲经济复苏。

（一）政治方面：意大利对欧元区依附大于英国，不具备脱欧基础

短期来看，意大利难以脱欧。与英国长期对欧洲若即若离不同，意大利历来是欧元区和欧盟的拥护者，是传统的支持欧洲一体化的国家。随着近三月组阁的危机终于消退，一段时间内意大利脱欧的可能性将大幅降低。

一方面，意大利不具备英国脱欧基础。意大利宪法规定，涉及国际性条约是不允许进行公投的。此外，还有意大利的两院设计，相较于英国参议院的权力较小，在意大利参议院和众议院权力是平等的，如果有关脱欧的议案在众议院通过，在参议院也未必通过，这将大幅降低脱欧事件发生的概率。并且在意大利脱欧不具备民众基础，依据最新民意统计，支持欧元的占 59%，反对占 30%，意大利民众的诉求并非脱欧，而是通过政党的变革获得财政预算方面的灵活性。

另一方面，意大利对于欧盟的依附程度远超英国。意大利不存在自己国家



独有的货币，并且在进出口贸易中，欧盟相关贸易占意大利贸易比重超 60%，而欧盟相关贸易占比在英国约 30% 左右。考虑意大利现阶段高债务的经济状况，一方面，欧元信誉为意大利融资提供了便利，脱欧之后，意大利在国际市场融资将变得更加困难。另一方面，较强的欧元有利于意大利经济稳定，如果脱欧，市场可能预期意大利货币贬值，从而导致资本加快流出，导致经金融危机。

（二）经济方面：意大利政治危机将影响欧洲经济复苏

意大利短期内退欧风险已逐渐消除，但民粹主义的兴起对欧洲经济依旧形成强力打击。近期疲软的经济加上政治黑天鹅，预计会延缓欧元区货币政策常态化进程，经济复苏势头恐将放缓。

第一，意大利政治动荡暴露了欧元区各国家经济的脆弱。年初以来，欧元区各国经济复苏持续放缓，欧元区 2018 年一季度 GDP 同比增长 2.5%，较前值下降 0.3 个百分点；一季度 GDP 环比增长 0.4%，低于前值 0.7%；欧元区 PMI 从 1 月的 59.6 持续回落至 55.5。5 月 27 日，意大利爆发政治危机，欧元兑美元价格随即下跌，5 月 29 日收 1.1510，两个交易日下跌 137 点，欧元区经济的脆弱将降低投资者对于欧元区经济的信心，投资资金会因此流向欧元区外其他较为稳定的经济体。



数据来源：Wind

图 6 欧元区投资信心指数下滑

第二，意大利新任政府与欧洲一体化发展方向相悖。意大利新任总理康特 6 月 5 日在参议院发表上任后的首次公开讲话，明确了民粹主义的主张，强硬表态新政府将推进激进的财政政策，并进一步提高社会福利，优先立法一系列成本高昂的措施。新任政府激进的财政政策将进一步加大意大利国内债务危机，不仅与欧盟对各成员国的财政纪律相冲突，也为下一次欧债危机埋下伏笔。欧元区经济增长动能逐渐放缓，叠加意大利政局困扰，欧央行退出量化宽松进程有望放缓。

第三，民粹主义折射出欧洲困局。除了意大利政治危机外，欧洲其他国家还面临企业政治不确定性。6 月 1 日西班牙首相拉霍伊将面临不信任投票，加泰罗尼亚独立运动也将持续搅动西班牙政坛。英国脱欧未见实质性进展，导致企业推迟投资决定。欧洲一体化加剧了欧洲内部国家的发展不平衡，各国政府受到一体化约束，在功能和空间方面的缺失导致风险处理的能力下降以及经济刺激手段的缺失，进而引起政府公共债务到银行不良坏账的层层反馈，最终政治民粹又成为博弈欧洲一体化的利刃。

（三）意大利将在一定程度上影响中国经济

意大利政治危机难以直接对中国经济产生冲击。欧洲政治动荡会导致离岸美元需求上升，融资成本增加，从而施压新兴市场货币，人民币贬值压力也增加。但由于中国经济比较稳定、贸易顺差依然较大，以及资本管制依然存在，出现大幅贬值的可能性不大。但是受意大利政局政治危机的影响，中意两国贸易增速恐将放缓。近年我国与意大利贸易往来密切，据欧盟统计局统计，2017 年，意大利货物进出口额为 9588.4 亿美元，比上年增长 10.4%。其中，出口 5064.8 亿美元，增长 9.7%；进口 4523.6 亿美元，增长 11.2%。贸易顺差 541.2 亿美元，下降 1.5%。政局的不稳定将造成意大利社会动荡，生产力下降，进而影响两国贸易正常增长。

中国作为最大的石油消费国，中国石油对外依存度高达 68%，意大利政治动荡将助推石油价格走高，将提高我国进口原油的成本，由此引发的输入性通胀将对我国经济带来较为严重的影响。



四、意大利政治危机对欧洲及中国的影响

我行的应对策略应当包括三个层面，一是继续保持与意大利当地企业合作关系。尽管意大利政府更替，中国仍是意大利最主要的贸易往来国家，中国在意大利经济市场发展空间依旧较大，2017 年，意大利与中国的双边货物贸易额 473.9 亿美元，增长 11.7%。其中，意大利对中国出口 153.0 亿美元，增长 25.4%，意大利从中国进口 320.9 亿美元，增长 6.2%。近年，许多我国企业通过金融市场并购、入股、合资等方式与意大利企业开展良好合作，我行应积极寻求投资机会，稳妥推进各项业务的开展，对于涉及多种交易货币的集团企业，在利率和汇率风险走势研判基础上，增强客户债项风险管控。二是强化欧洲当地分支机构强化风险防控意识。2017 年，我行欧洲资产总计 699.33 亿元，实现税前利润 2.73 亿元，驻欧洲机构达到 81 家，整体经营规模巨大，应谨防欧洲地区爆发债务危机。考虑到意大利的整体经济规模十分庞大，其政治危机及过高的债务水平若引起债务危机的爆发，对欧元区的冲击将远大于希腊债务危机，甚至会影响欧元区整体政治稳定性。叠加 2018 年欧元区经济疲软，欧洲央行下调 GDP 预期，我行欧洲地区分支机构应高度关注并监控相关地缘政治风险的变化趋势，谨慎介入政治风险较大的当地项目，避免受到安全局势恶化的冲击。谨慎调整涉意大利的资产配置，紧密跟踪市场行情，交易对手和客户的风险变化情况，加强对系统性风险的监测预警，做好市场极端情况下的风险敞口管理。同时，高度关注欧元的汇率波动，预先做好汇率风险的管理和对冲。三是关注全球经济增长状况。伴随意大利政治危机，西班牙也出现政局不稳的情况，叠加美国贸易保护措施，逆全球化有崛起之势，全球经济增长出现不确定性，美元、黄金、石油等避险产品有望收获更多资金青睐，我行应积极寻求投资机会，及时优化美元与非美货币资产、负债结构和期限匹配度，注意运用多种金融工具对冲汇率风险。高度关注逆全球化趋势对股市、债市、金价造成的波动，特别关注长期债券面临的利率风险，把握债市大幅波动下的机遇和风险，灵活调整资产配置。