



意大利总理德拉吉辞职，令欧洲政治经济再添变数

联合资信 主权部 | 许琪琪 | 程泽宇

- 以五星运动党为代表的民粹政党与以德拉吉为代表的技术性官僚在执政过程中的核心矛盾逐步显现，俄乌地缘政治风险升级所产生的后续影响令党派矛盾进一步激化，若各方谈判失败或德拉吉坚持离职，将触发提前选举并对政局稳定性造成较大冲击
- 德拉吉凭借自身显赫金融背景在新冠疫情后力挽狂澜，对意大利经济起到强有力的支撑作用，如果德拉吉离任并触发提前选举，将令欧盟的援助资金使用进度存在较大不确定性，势必会对意大利经济复苏造成一定扰动
- 庞大的债务压力成为意大利信用体系的薄弱环节，债务飙升叠加欧洲央行加息预期或增大主权债务违约风险，原本德拉吉坐镇可以确保意大利配合欧洲央行解决债务危机的新政策，但如果他挂冠而去可能会对新机制施行的确定性和持续性造成一定影响
- 作为“亲欧派”的德拉吉若坚持辞任将对欧洲的稳定性和一体化造成明显削弱，欧洲各国内部的矛盾和分裂或将进一步加剧，意大利作为欧元区第三大经济体，政局动荡会加剧欧元区经济的衰退风险，欧元兑美元或将持续走弱



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



7月14日，意大利议会参议院就《援助法案》进行投票表决，尽管意大利联合政府中的第二大党五星运动党因不满《援助法案》部分条款而缺席投票，法案仍以172票赞成票对39票反对票通过了法案。投票过后，意大利现任总理德拉吉认为执政联盟的信任基础已不复存在，宣布将辞去总理一职，随后向总统马塔雷拉递交了辞呈，但马塔雷拉拒绝了德拉吉的辞职请求，要求其就当前政治形势于7月20日在议会发表讲话，以确认联合政府是否仍拥有多数支持。

以五星运动党为代表的民粹政党与以德拉吉为代表的技术性官僚在执政过程中的核心矛盾逐步显现，俄乌地缘政治风险升级所产生的后续影响令党派矛盾进一步激化，若各方谈判失败或德拉吉坚持离职，将触发提前选举并对政局稳定性造成较大冲击

五星运动党是意大利新兴的民粹主义政党，由于民粹主义在意大利民众中具有较高支持，因此民粹主义政党一直是意大利重要的政治力量。五星运动党的五星代表着其政党的五大理念，分别为水资源公共化、可持续交通、发展、连通性和环保主义。此外，“疑欧主义”、“反全球化”和“反移民”等也都是五星运动党的标签。与之不同的是，现任意大利总理德拉吉不仅是坚定的“亲欧派”还是典型的无党派的技术性官僚。作为“亲欧派”，德拉吉在担任意大利财政部长期间，就大力促成意大利成为欧元区初始成员国。在欧债危机暴发之际，德拉吉临危受命，担任欧洲央行行长，采用负利率政策和大规模买入受困国国债的方式来拯救欧元。作为技术性官僚，德拉吉上台以来，即使在各方压力下也未软化其改革势头，强势推进了疫苗接种、行政和司法改革以及财政改革。由此可以看出，优秀的国际工作经历、强大的专业能力以及无党派人士的身份，都显示出德拉吉亲欧、务实以及疲于党派斗争的立场。因此，通过民众支持上台的五星运动党与受到委托上任的技术性官僚德拉吉之间存在本质上的矛盾。

2021年，在解决意大利的政局僵局以及防止极右翼上台的共同目标驱动下，五星运动党成为德拉吉最大的支持者，拥护其组建联合政府。但进入2022年，意大利内部长久以来的经济增长问题加上新冠疫情和俄乌冲突的外部冲击，双方在政策议题上的分歧愈发严重。随着德拉吉执政改革举措逐步触及五星运动党的基本盘，导致后者在加入联合政府之后支持率一路走低，从32%左右的支持率跌至目前的12%，让本就流于表面的结盟加速走向了分裂。本次价值约230亿欧元的《援助法案》就成为了双方博弈的“角力场”，也体现了双方主要在三个方面的分歧：一是《援助法案》中再次表明了意大利将继续向乌克兰输送武器的立场，而五星运动党在对乌克兰输送武器的议题上持反对立场，主张通过外交手段进行解决。这一态度明显与德拉吉所持有

的“亲欧派”立场相对立，德拉吉认为意大利在对俄罗斯的立场应与欧盟在同一意识形态，以防止被孤立。二是在全民基本收入和劳动保障等社会福利议题上，五星运动党希望德拉吉政府能立即削减劳动税以及支持“公民工资”扶贫计划。这两项都是五星运动党保住其选民基本盘的旗舰政策，因为五星运动党的支持者主要为年轻人和工薪阶层等群体，是经济疲软和生活成本高企的最大受害者，因此五星运动党希望进一步加大对民众的财政救助。三是《援助法案》中提到将在意大利首都罗马建设垃圾焚烧炉，此条款也为五星运动党所不接受。环保是五星运动党的五大理念之一，且罗马的垃圾问题由来已久并遭到民众反对，对于在地方选举中连连失利的五星运动党来说，重新获取选民支持至关重要，因此五星运动党对设立垃圾焚烧炉的条款进行强烈反对。

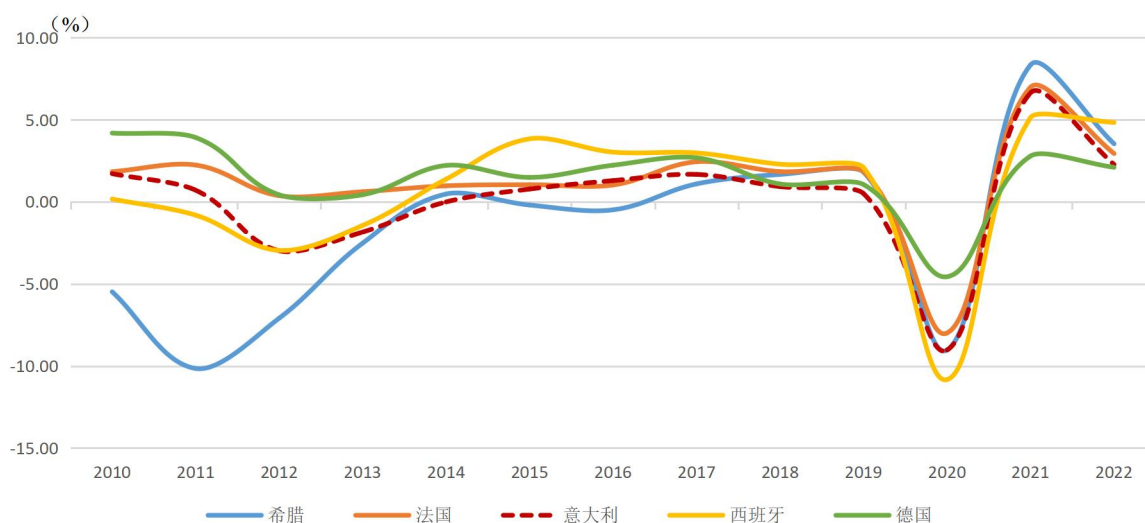
总体来看，在地方选举中连连失利的五星运动党希望通过退出执政联盟来重新获得其选民的信任，但这一行为引发了德拉吉的辞职。总统马塔雷拉拒绝了德拉吉的辞职请求并要求其在7月20日向议会发言阐述立场的行为，希望各方能够在此期间达成和解，但若各方谈判失败或德拉吉坚持离职，总统马塔雷拉或将解散议会并触发提前选举，这将对意大利的政局稳定性造成较大冲击。

德拉吉凭借自身显赫金融背景在新冠疫情后力挽狂澜，对意大利经济起到强有力的支撑作用，如果德拉吉离任并触发提前选举，将令欧盟的援助资金使用进度存在较大不确定性，势必会对意大利经济复苏造成一定扰动

意大利曾为新冠疫情的“重灾区”，受停工停产以及保持社交隔离等防疫政策影响，2020年意大利实际GDP增速下滑至-9.0%，意大利经济遭遇自二战以来的最大滑坡，并且在欧元区经济体中的经济萎缩程度仅次于西班牙(-10.8%)。德拉吉于2021年2月临危上任，凭借自身曾担任过意大利央行行长和欧洲央行行长的显赫金融背景上任后力挽狂澜，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。一方面，德拉吉凭借自身良好的金融资源，令意大利成为疫情期间获得欧盟复苏基金拨款最多的国家，并将在未来六年内继续获得1,915亿欧元的低息贷款（1,226亿欧元）和赠款（689亿欧元）。另一方面，德拉吉推出一项价值2,210亿欧元的复苏计划，以对意大利经济进行彻底的重组，其中涉及300亿欧元的意大利预算资源以及1,915亿欧元的下一代欧盟计划贷款和赠款，该计划对意大利提升其停滞不前的增长记录、加速向低碳、高科技经济转型的希望至关重要。德拉吉担任总理期间，意大利短期经济表现强劲，2021年制造业PMI和服务业PMI纷纷走高并突破荣枯线，一季度实际GDP增速由负转正，并在二季度大幅攀升至17.8%，最终年度实际GDP增速回升至6.6%，处于欧元区经济体中的较好水平。此外，意大利中长期的经济和政治改革趋势势不可挡，良好的表现令民众、欧盟和国际社会对意大利的经济发展持

乐观和信任的态度，德拉吉对意大利经济起到强有力的支撑作用。

但是，俄乌冲突的黑天鹅事件打乱了意大利的经济复苏之路。俄乌冲突后飙升的能源价格不仅加剧了居民消费和工业生产成本压力，还令全球供应链受阻，导致意大利经济走弱。德拉吉是典型的“亲欧派”并在欧元区具有较高的威望，如果德拉吉在此关键时刻离任将对意大利的经济复苏和稳定产生较大冲击。从短期看，受德拉吉辞职消息打压，触发意大利金融市场震荡，意大利富时 MIB 指数收跌 3.4%，为近两年来最低位；意大利权重股普遍下跌，该国最大的银行集团之一联合圣保罗银行收跌 5.5%，意大利国家电力公司跌 5.7%，油气巨头意大利埃尼集团跌 4.3%。从中长期看，按照原计划，意大利由欧盟资助价值约 2,000 亿欧元的疫情复苏基金将在五年内带动经济增长 12.5%，即每年推动经济增长 2.5%。意大利作为欧盟复苏基金的最大单一受益者，虽鉴于多数资金已经分配，政党的更迭不会影响资金的获取，但如果德拉吉离任并触发提前选举，将使外界怀疑意大利是否有能力在秋季通过预算法案并进行经济改革，因为意大利通常在秋季制定财政预算并于年底通过，若在秋季触发提前选举将导致预算的制定延后，会令欧盟的援助资金使用进度存在较大不确定性，势必会对意大利经济复苏造成一定扰动。



注：2022 年数据为 IMF 预测值

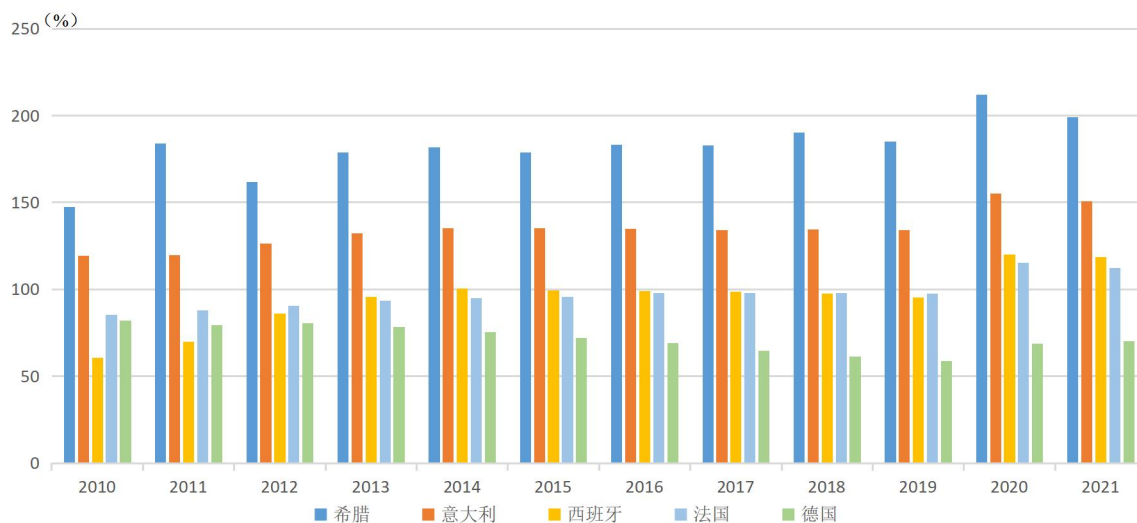
数据来源：IMF，联合资信整理

图 1 2010 年以来欧元区部分经济体实际 GDP 增速情况

庞大的债务压力成为意大利信用体系的薄弱环节，债务飙升叠加欧洲央行加息预期或增大主权债务违约风险，原本德拉吉坐镇可以确保意大利配合欧洲央行解决债务危机的新政策，但如果他挂冠而去可能会对新机制施行的确定性和持续性造成一定影响

德拉吉曾在 10 年前以时任欧洲央行行长的身份“不计一切代价”拯救欧元，并努力帮助包括意大利在内的欧元区国家在欧债危机中脱困。以史为鉴，2008 年全球金融危机后，意大利、希腊、葡萄牙、爱尔兰、西班牙等国在 2008 年金融危机后为恢复经济增长而采取积极的财政政策，令财政赤字和政府债务水平远超《马斯特里赫特条约》的规定。与此同时，欧洲央行为抑制流动性过剩而上调央行基准利率至 4% 的历史高位，欧洲部分国家因在国际借贷领域中大量负债并超过其自身清偿能力，造成无力还债或者必须延期还债的现象。2009 年 12 月，欧洲主权债务危机最早在希腊凸显，随即国际三大评级机构相继下调希腊主权信用评级，后续主权债务违约风险传导至葡萄牙、意大利、爱尔兰以及西班牙等国。其中，意大利依靠欧盟“输血”而度过难关，但从此意大利需要在财政上受制于欧盟关于严控赤字的要求，这也为政党之间分歧矛盾升级而埋下“地雷”。

与欧债危机时期相比，当前欧元区经济体的政府债务压力更大。五星运动政党和德拉吉之间的分歧矛盾也因此恶化，五星运动政党主张采取积极的财政政策以保持经济增长并巩固选民支持，但德拉吉主张调整财政政策节奏以控制政府债务增长压力。尽管意大利在欧债危机后采取紧缩的财政政策来控制政府开支及债务，但老龄化趋势和高福利制度使得政府的刚性支出压力较大。尤其是新冠疫情暴发后政府采取积极的救市举措，颁布《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。最终导致 2021 年意大利的财政赤字水平走扩至 7.2%，成为欧元区财政失衡第三严重的国家；政府债务规模攀升至 2.7 万亿欧元，相当于 GDP 的比重高达 150% 左右，成为欧元区政府债务压力第二大国。庞大的债务压力成为意大利信用体系的薄弱环节，在高通胀压力下，市场预期欧洲央行将于 7 月开启十余年来的首次加息，欧洲央行收紧货币政策预期带动意大利借贷成本走高，截至 2022 年 7 月 15 日，意大利十年期国债收益率已经攀升至 3.3640%，较年初增长超过 216 个 BP，加剧了意大利向欧洲金融市场融资的难度。如果欧洲央行大幅加息可能会引发投资者的大范围抛售，意大利的债券会面临较大的抛售风险，主权债务违约风险进一步走高，债务违约风险或向欧元区传导。



数据来源：IMF，联合资信整理

图 2 2010 年以来欧元区部分经济体一般政府债务总额/GDP

为预防主权违约风险发生，拉加德正在说服欧洲央行支持一个“双管齐下”的债务危机解决方案。一方面，欧洲央行正在利用与疫情相关债券购买的灵活再投资来阻止投机者交易导致的波动；另一方面，欧洲央行正设计新的金融机制以平衡欧元区内部德国等出资国和意大利之类高负债国之间的支出成本，该工具将在 7 月会议上与欧洲央行十多年来的首次加息一起问世。原本德拉吉坐镇可以确保意大利配合欧洲央行的新政策，但如果他挂冠而去，可能会对新机制施行的确定性和持续性造成一定影响。

作为“亲欧派”的德拉吉若坚持辞任将对欧洲的稳定性和一体化造成明显削弱，欧洲各国内部的矛盾和分裂或将进一步加剧，意大利作为欧元区第三大经济体，政局动荡会加剧欧元区经济的衰退风险，欧元兑美元或将持续走弱

若德拉吉坚持辞任，根据意大利当前的民意走向，将给予中右翼和右翼政党上台的机会，意大利右翼政党的众多支持者是欧盟怀疑论的拥趸，其中一半以上的右翼支持者希望在公投中脱欧。右翼政党上台，意大利与欧盟的关系势必将有所降温，而对于欧盟来说，意大利政局的波动也将对欧盟一体化进程带来一定威胁。尤其是随着俄乌冲突的持续胶着，生活成本的不断飙升和能源问题的加剧，明显削弱了欧洲部分地区的政治凝聚力，如在法国，在总统大选中亲俄派勒庞的支持率进一步走高，在议会选举中马克龙所在政党失去了占据议会大多数席位的优势，未来施政将受到诸多掣肘；6 月爱沙尼亚联合政府因对俄立场的不同，矛盾持续激化导致联合政府最终宣布解散，中东欧地区国家内部之间亲俄和亲欧之间的矛盾更是进一步激化。另一方面，欧洲经

济增长疲软和高通胀环境的情况持续，反战思潮或将逐步高涨并压过“欧洲团结”的呼声，民众意识形态的变化或将影响更多欧洲国家内部政治局势发生变化，因此意大利政局陷入动荡或进一步加剧欧洲的政局动荡。

欧元区经济在供应链瓶颈、外部贸易环境恶化和高输入性通胀的三重压力下，经济陷入衰退的可能性不断走高，欧元区制造业 PMI 自年初以来连续 6 个月走跌，服务业 PMI 自 3 月以来连续 3 个月走跌。再加上欧洲“德法轴心”因能源短缺和通胀走高问题而经济复苏乏力，意大利作为欧元区第三大经济体，在德国前总理默克尔退休政坛“青黄不接”、法国总统马克龙被议会掣肘之际，意大利在德拉吉的带领下本来有希望被视作欧洲经济的稳定器和带领者，但本次意大利政局动荡发生在欧洲竭力应对能源危机之际，令欧元区经济陷入衰退的风险进一步走高。受德拉吉 7 月 14 日辞职消息的打压，欧元兑美元短线下挫并一度触及 0.9997，跌至平价之下，欧元兑美元刷新近 20 年新低。市场对欧元区未来经济发展较为悲观，除了受美联储强势加息带动美元走强的影响，还受俄乌冲突引发欧洲能源危机的拖累，欧元走弱可能会成为长期趋势。



数据来源：IMF，联合资信整理

图 3 2008 年以来欧元兑美元汇率走势

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

相关研究

[【特别评论】欧洲央行即将开启加息周期，是否会引发新一轮欧洲危机？](#)

[【特别评论】马克龙成功连任法国总统，但未来将面临更多挑战？](#)

[【特别评论】临危受命，“超级马里奥”能否带领意大利走出困境？](#)

[【主权报告】意大利共和国 2021 年跟踪评级报告](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。