

意大利遭遇新冠疫情“至暗时刻”，主权债务违约风险有所上升



2020 年 3 月 19 日

联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

意大利遭遇新冠疫情“至暗时刻”，主权债务违约风险有所上升

联合资信评估有限公司 主权部

主要观点

- 意大利中央地方分权模式动员乏力、老龄化严重的社会结构、财政紧张下医疗资源超负荷及民众执行力度差等诸多弊病造成短时间内其成为海外疫情最严重国家
- 疫情将严重冲击意大利消费、旅游业及制造业，将令意大利本已处于疲弱增长轨道的经济再次步入衰退
- 意大利政府应对疫情的政策空间依然受制于欧盟赤字限制以及高企的政府债务，近期违约观测目标主权债利差升至高点，主权债务违约风险受疫情冲击有所上升，但欧洲央行出台的紧急购债计划等措施将为意大利的主权信用状况提供一定支持

事件概述

自 1 月 31 日确诊首例新冠肺炎病例以来，意大利疫情快速蔓延。1 月 31 日，两名中国游客在意大利确诊新冠肺炎，隔离收治后，意大利随即中断了与中国的航线（包括港澳台），并进入为期六个月的紧急状态，成为欧洲最早对疫情做出如此反应的国家。在之后的二十余天时间里，除了一名武汉归意人员外并无确诊，疫情看似已经平息。2 月 21 日伦巴第地区出现意大利本土第一例 38 岁的确诊病人，由于医生判断他并未出现疑似身患新冠肺炎的特征导致病毒传染其妻子、跑步的同伴和医护人员。此后政府检测了数百名密切接触者，却没能阻断疫情，自此之后确诊人数就呈现井喷式增长。截至 3 月 18 日 18 时，意大利累计新冠肺炎确诊病例升至 35,713 例，累计死亡病例增至 2,978 例，治愈 4,025 人。意大利成为除中国外全球疫情最严重国家。

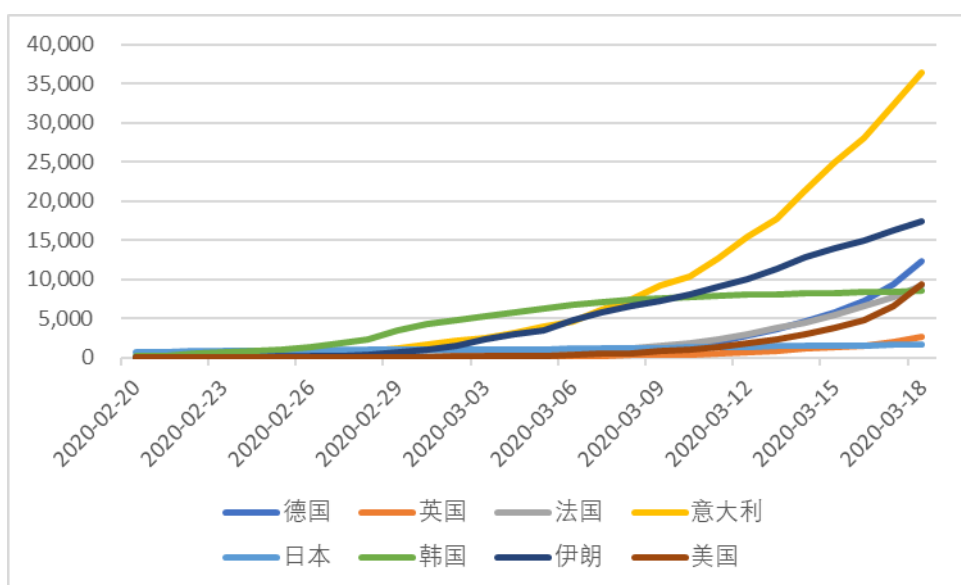
意大利总理孔特 16 日宣布，政府将应对新冠肺炎疫情的拨款由 75 亿欧元上调至 250 亿欧元，以强化该国医疗卫生体系，帮助工人、企业及家庭渡过难关，同时将暂停个人和家庭的抵押贷款还款。3 月份政府还将向包括个体经营者在内的所有在职人员发放 600 欧元（约合 670 美元）补贴、延长假期并发放婴儿看护券、暂停征收企业税和增值税、暂停存缴养老金等。欧盟方面也表示“会利用可用的一切工具确保欧盟经济度过难关”，目前推出了多项投资、购债及放松对政府补贴的约束等宏观应对措施。

评论正文

意大利央地分权模式动员乏力、老龄化严重的社会结构、财政紧张下医疗资源超负荷以及民众执行力度差等诸多弊病造成短时间内其成为海外疫情最严重国家

自 1 月 31 日确诊首例新冠肺炎病例以来，意大利疫情快速蔓延，截至 3 月 18 日 12 时，累计确诊人数达 35,713 人，超过伊朗和韩国，成为中国以外疫情最严重的国家。同时，意大利死亡率超过了 6%，位居全球首位。

图 1 各国累计确诊病例数增长情况



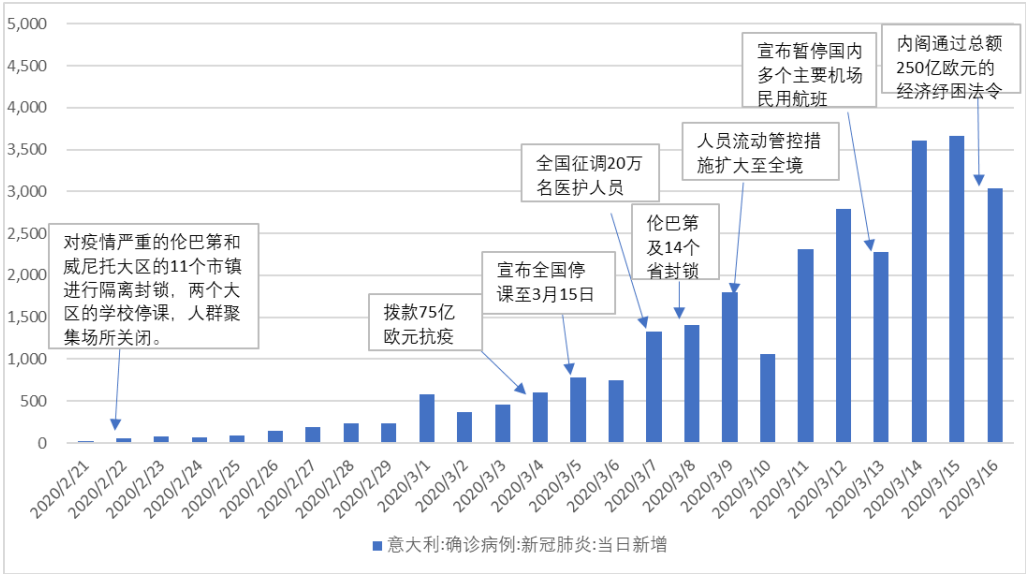
数据来源：Wind，联合资信整理

回顾意大利政府出台各项政策的时间线（见图 2），可以看出意大利政策出台不可谓不及时，甚至堪称欧洲警觉性最高、防控举措最严格的国家。早在 1 月 31 日，意大利出现首例肺炎病患时，政府即立即做出反应，当日即切断了与中国的直航，并在全国范围内宣布进入紧急状态。2 月下旬，对伦巴第大区和威尼托大区实行隔离封锁管控。3 月 4 日，决定封闭全国所有大小学校直至中旬。3 月 9 日，总理孔特宣布限制公共交通与活动，硬核“封国”。然而，此后意大利疫情蔓延非但没有得到有效遏制，反而进展迅猛，且国内病死率高企。我们认为可以归为以下几个原因：

首先，意大利央地分权的政治体制导致其动员能力乏力。意大利虽然是单一制共和国，但地方大区权力极大。除了享有立法权和财政自治权，在公共卫生等事务上，较中央更有话语权。而意大利中央、地方关系长期不睦，再加上错综复杂的党派之争，令意大利中央

政府包括封城在内的各项防疫措施很可能大打折扣。在普遍追求个人自由的意大利民间，政府的政策落实也极受民众意愿的掣肘。疫情发生后，意大利多地民众继续集会，抗议封城，要求“归还自由”，拒绝佩戴口罩，甚至议员带着口罩进入国会也受到嘲讽，民间执行程度差、仅依赖自律也令政策效果难以显现。

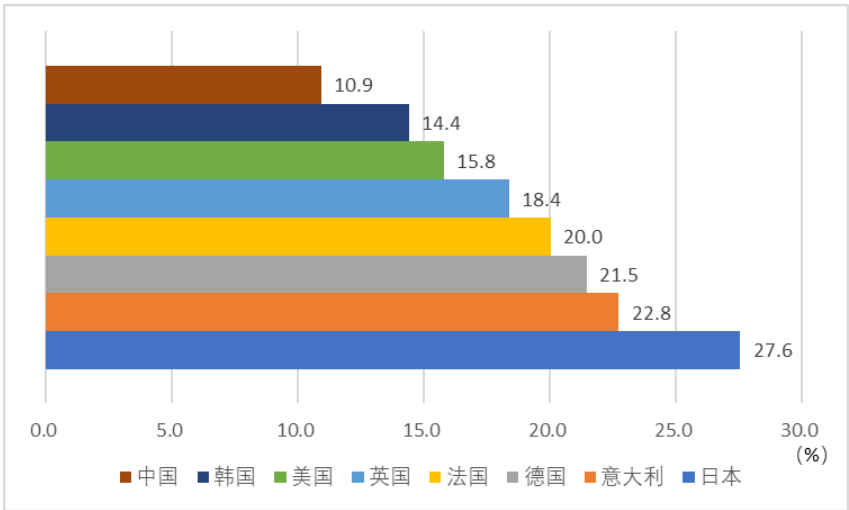
图 2 意大利疫情发展及主要政策出台时间线



数据来源：公开资料，联合资信整理

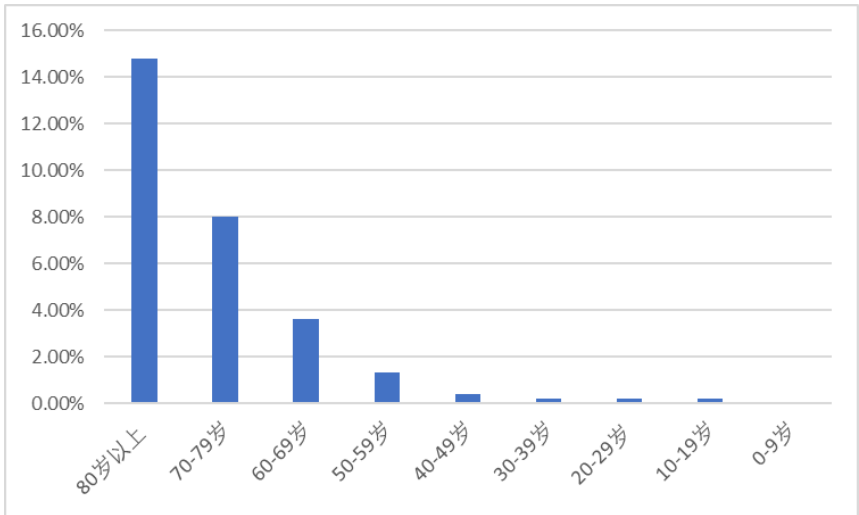
其次，病死率高企与意大利老龄化的人口结构显著相关。由于自然寿命延长及生育率下降，意大利目前已是欧洲老龄化程度最高的国家，在全球范围内其老龄化程度仅次于日本。根据 2019 年的数据，意大利 65 岁以上人口占总人口的比重已超过了 22%。而老年人免疫力弱且多患有基础疾病，一旦感染新冠肺炎容易引发并发症迅速发展为重症致死。根据中国疾病预防控制中心对中国新冠肺炎不同年龄段的病死率的统计，新冠肺炎致死率与年龄呈现明显正相关，其中 80 岁及以上的病死率高达 14.8%。

图 3 主要国家老龄化程度对比（65 岁及以上人口占总人口比重）



数据来源：世界银行

图 4 新冠肺炎各年龄段病死率



数据来源：中国疾病预防控制中心、联合资信整理

此外，医疗资源绷紧及重症挤兑下超负荷也是造成意大利疫情现状的原因。意大利的医疗资源本就处于绷紧状态。根据 2018 年联合国开发计划署的《人类发展指数与指标》报告，据每万人床位数将全球 189 个国家划分为高中低三个层次，其中意大利仅位于居中水平，每万人床位数为 34，远低于德国（82）、法国（64）、芬兰（55）等欧洲国家。而近年由于经济下滑、债务高企，意大利医疗卫生开支遭到连年削减，导致本已吃紧的医疗资源更为紧缺。数据显示，意大利最近 5 年被迫关闭了近 800 家各类医疗机构，医生和

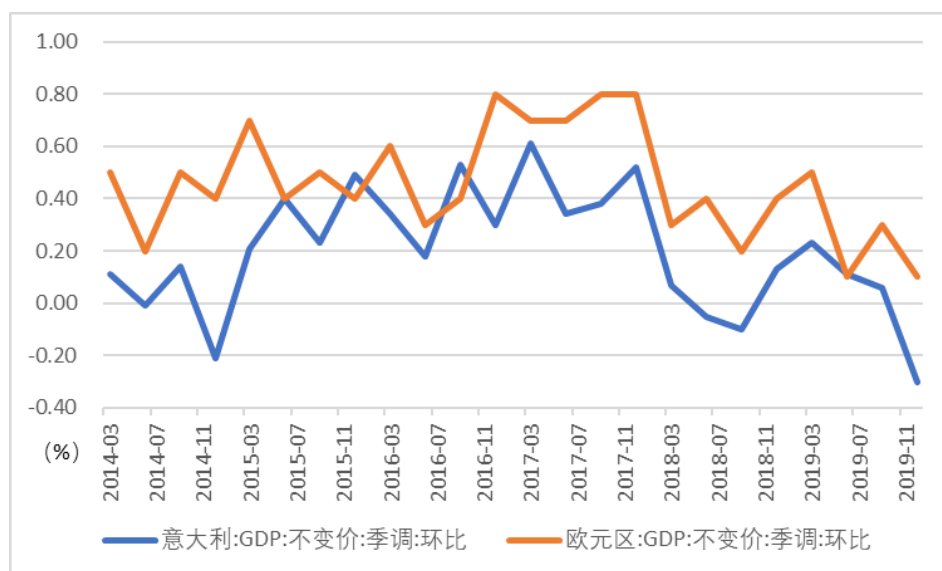
护士缺口分别超过 5 万。疫情爆发后，重症患者挤兑医疗系统，令前线医疗资源超负荷运转，并在短期内无力扩大医疗救治资源的情况下形成了恶性循环。



疫情将严重冲击意大利消费、旅游业及制造业，将令意大利本已处于疲弱增长轨道的经济再次步入衰退

自 2008 年以来，意大利经济先后遭到国际金融危机、欧洲主权债务危机和经济危机的沉重打击。尽管期间一些年份有所恢复，但是恢复幅度比较小，远不及德国与法国。近年来，意大利经济本就处于疲弱增长的通道。尤其是 2018 年以来，意大利民粹政府上台后奉行扩张性财政政策，意大利与欧盟之间围绕预算问题引发的冲突不断，政治风险显著上升，市场对意大利新政府财政政策和经济前景缺乏信心令融资成本大幅上升，叠加内需不振等内部原因，经济增速陡然滑落。2018 年第二和第三季度，意大利经济环比分别萎缩 0.1%，连续两个季度经济下滑，陷入“技术性衰退”，并成为 2013 年以来首个进入经济衰退的欧盟经济体。2019 年意大利 GDP 仅增长 0.3%，是 2016~2019 年的最低值，增速继续在盟底部徘徊，经济增长尽显疲态。近五年，意大利平均经济增速显著低于欧元区的平均水平。

图 5 意大利经济近年处于疲弱增长轨道



数据来源：欧盟统计局

此次疫情的爆发及蔓延将令意大利经济形势雪上加霜。意大利是典型的以消费为引擎的经济体，近年最终消费占 GDP 的比重达到了 80%。意大利疫情此次最严重的北部地区是

意大利经济最发达的区域，疫情最严重的伦巴第、威尼托、艾米莉亚-罗马涅、皮埃蒙特和马尔凯五个大区占到了意大利 GDP 的 50% 左右，总人口的 40% 左右。而疫情防控措施导致大型活动停办、航班取消、交通限制，居民对疫情的担忧进一步推迟或降低消费。据估算，意大利疫情将直接导致旅游、餐饮、酒店等行业损失 580 亿欧元左右（见图 6）。

此外，从意大利的产业结构看，其三大产业占 GDP 的比重分别约为 2%、24% 和 74%。意大利第二产业主要是制造业，且以分散在全国的集群性中小企业为主，占到全国企业数的 99% 以上，是著名的“中小企业王国”，疫情冲击之下以中小企业为主的制造业结构应对外部冲击的能力相对薄弱，叠加全球疫情发展下外部需求疲弱，停工停产或将导致大量企业迎来破产潮，对制造业造成严峻冲击。而第三产业方面，由于大型赛事、时尚走秀以及餐饮等行业的暂停，预计服务业和旅游业在疫情期间也将损失惨重。在缺乏强力政策支持的情境下，意大利 2020 年前三季度很可能出现连续衰退，就业、家庭收入、投资、企业利润和通胀全线下滑，2020 年全年经济预计下滑 2% 左右，极端情况下甚至可能下滑 6%~7%。

表 1 意大利主要消费预计损失

分类	2019 年收入总额 (亿欧元)	疫情期间预计 损失比例	疫情期间预计损失 (亿欧元)	估计理由
旅游	445	80%	100	上半年占比近 40%，集中影响 2-5 月旅游消费
酒店	200	70%	45	酒店是旅游的跟随变量，主要城市酒店居住率从 70% 降至 10%，集中影响 2-5 月
航空	100	60%	25	基于国际航空运输协会 IATA 预测
餐饮	700	60%	140	中国疫情最严重损失 75%，预计意大利严重程度低于中国，但 3-5 月外出聚餐型餐饮大幅降低
体育&户外	660	80%	150	意大利从 3 月后体育赛事空场举行或暂停
时尚业	900	50%	120	意大利时尚业企业主要集中在北方地区，叠加 3 月后非食品、药品店外所有商业活动暂停，疫情期间非必需品消费需求降低，生产端和需求端均遭受损失
总计	3005		580	

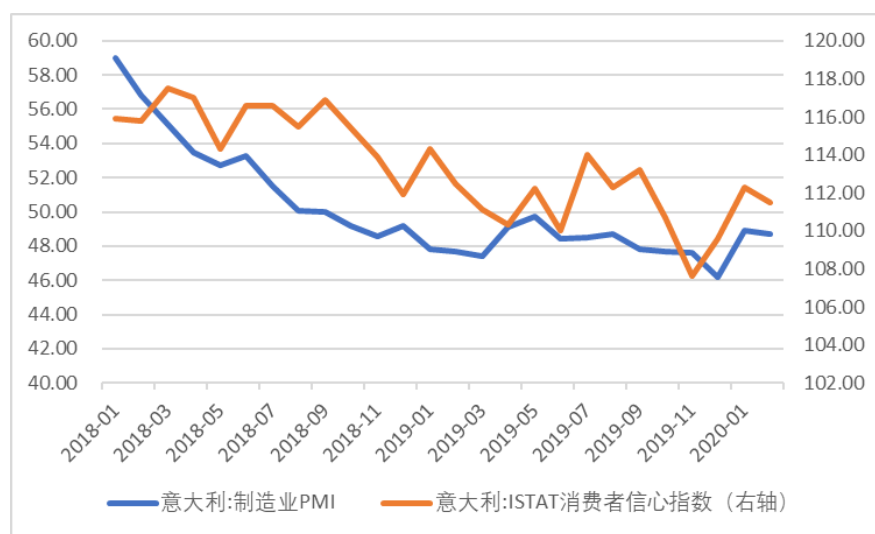
注：根据疫情在 6 月初步得到控制估算。

数据来源：清华大学国家金融研究院。

从前瞻性指标看，2020 年 2 月意大利制造业 PMI 指数 48.7，较前值下滑 0.2，已连续 17 个月处于荣枯线以下的收缩区间。2020 年 1 月由于中美贸易摩擦缓和，外部需求预期改善，市场情绪趋于平复，意大利制造业产出一度环比显著增长 3.7%，超出市场预期，但新

新冠肺炎爆发打破全球复苏势头，意大利各项严格的防控措施、以中小企业为主的产业结构、对未来疫情发展的担忧将对供给端和需求端造成双重打击，大幅拖累制造业景气度。2020年2月意大利消费者信心指数111.5，较上月环比下滑，且近年一直处于下降通道。新冠肺炎不仅直接延缓或降低家庭消费意愿，还将因经济放缓导致工资收入下滑、失业率上升，预计意大利消费者信心会延续下滑趋势。以前瞻性指标佐证，意大利经济陷入衰退也将成为大概率事件。

图 6 意大利经济增长前瞻性指标



数据来源：Wind

意大利政府应对疫情的政策空间依然受制于欧盟赤字限制以及高企的政府债务，近期违约观测目标主权债利差升至高点，主权债务违约风险受疫情冲击有所上升，但欧洲央行出台的紧急购债计划等措施将为意大利的主权信用状况提供一定支持

应对目前疫情造成的经济冲击需要意大利政府强有力的财政货币政策出台，但目前看意大利政府的政策空间依然受制于欧盟赤字限制以及高企的政府债务。意大利此前已与欧盟围绕预算案摩擦不断，一度濒于“超额赤字程序”受罚的境地。2019年10月底欧盟委员会对意大利2020年财政预算草案初步评估显示，意大利明年的预算草案可能违反了欧盟的财政规则，如果意大利不提供足够的澄清，或对计划中的预算做出改变，这一警告可能为制裁程序铺平道路。意大利或将再次面临相当于GDP总量0.2~0.7%的高额罚款。2019年，意大利政府财政赤字率约为2.2%，在欧盟各国中处于较高水平，仅低于法国和罗马尼亚（见图7），但经过多年的财政整固改革，意大利、包括主要脆弱国家的财政赤字水平及财政状况均较次贷危机和欧债危机期间有了显著的改善（见图8）。

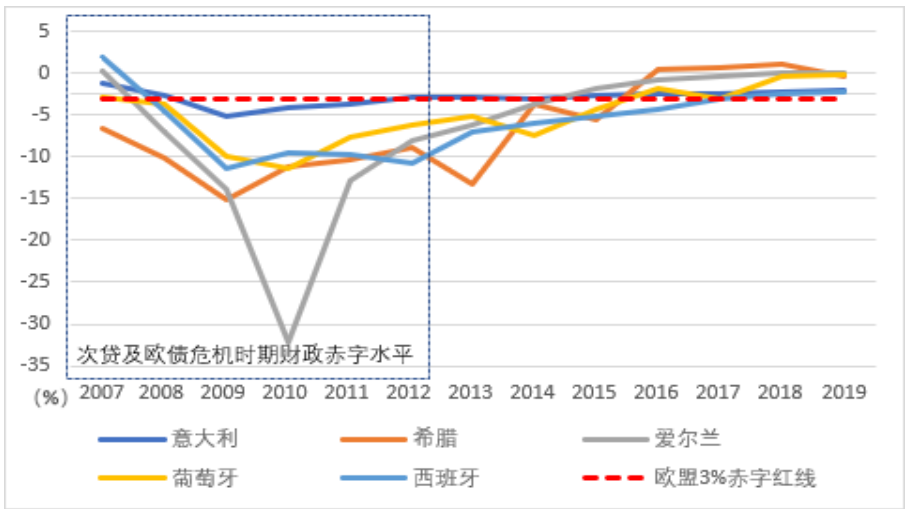
图 7 意大利在欧盟各国中财政赤字水平较高



数据来源：欧盟统计局

疫情之下，为保护经济，意大利政府还将可能采取“大规模休克疗法”，抵押贷款、税收等均按下暂停键，同时政府还将出台数百亿欧元的经济和社会纾困救助计划，诸多措施均将进一步加大财政负担，为意大利财政状况雪上加霜。同时，采取隔离措施对意大利企业发展造成很大的影响，也会进一步对财政收入形成压力，2020 年意大利政府财政赤字水平很可能突破 3% 的欧盟规定红线。目前，尽管意大利寻求因疫情寻求扩大欧盟放松财政限制，但同时增加政府支出会导致债务进一步高企，令意大利的财政债务前景出现恶化。

图 8 次贷及欧债危机以来欧洲主要脆弱国家财政赤字水平

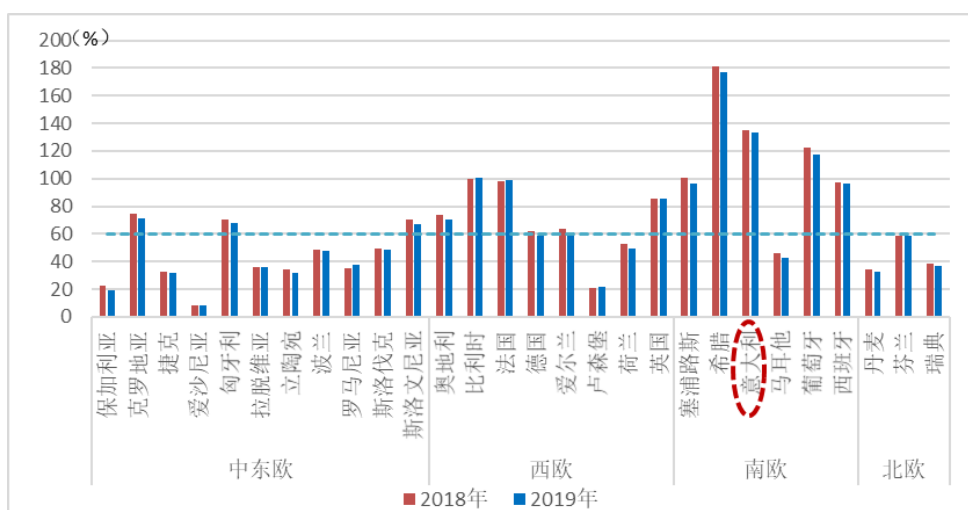


数据来源：欧盟统计局

同时，欧债危机以来，意大利政府债务一直处于高企状态，始终无法摆脱欧元区债务脆弱国家的行列。截至 2018 年底，意大利一般政府债务总额与 GDP 的比值为 134.8%，较上年上升 2.6 个百分点，在欧盟各国中仅低于希腊，且近年连续呈现高位上升的趋势，政府

债务负担不断加重，且 2019 年债务水平估计仅有小幅下降。与次贷危机及欧债危机时期相比，目前意大利及欧洲主要脆弱国家的债务水平并未出现明显下行，债务高企带来的风险仍在积聚，债务状况较为脆弱。较高的负债比例意味着对外部冲击的抵御能力较差，外部危机带来的收入减少可能会影响高负债部门的正常还本付息从而形成违约。

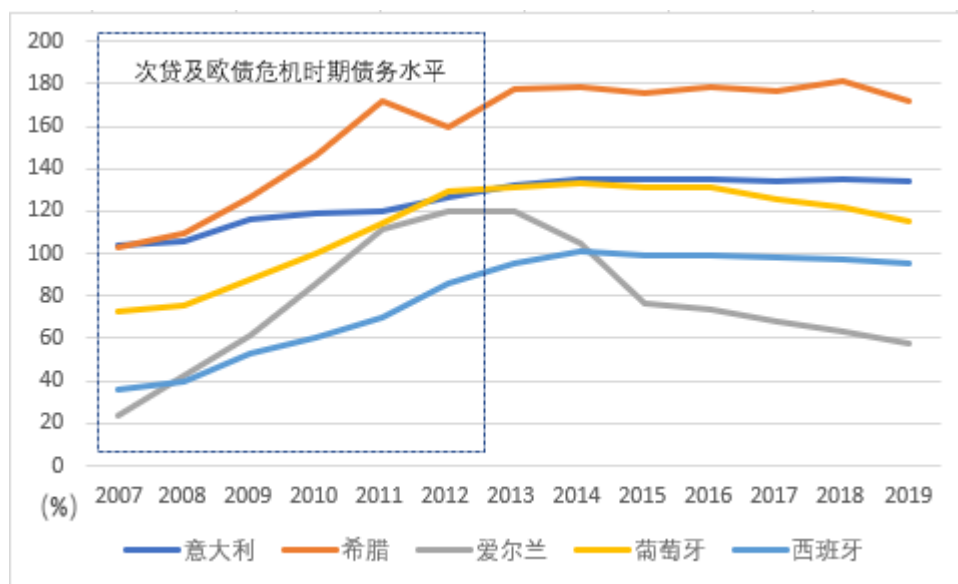
图 9 意大利在欧盟各国中债务水平仅次于希腊



注：蓝色虚线为欧盟规定的公共债务水平 60% 的上限，2019 年数据为估计值。

数据来源：欧盟统计局，IMF

图 10 次贷及欧债危机以来欧洲主要脆弱国家债务水平

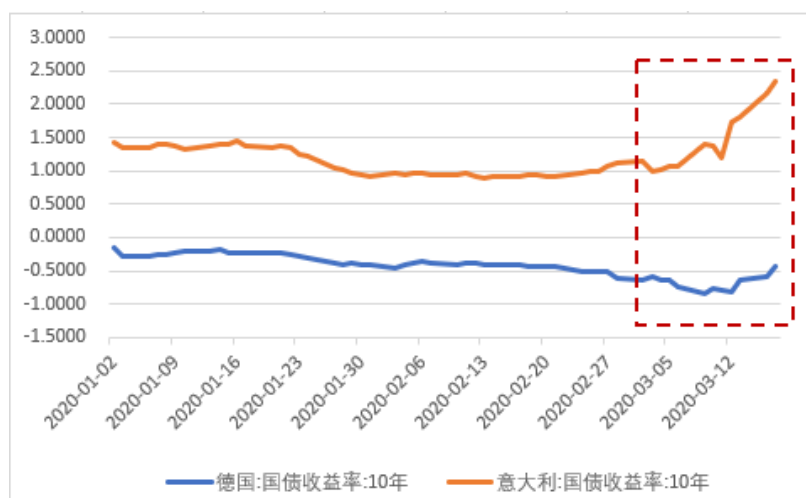


数据来源：欧盟统计局

在疫情冲击下，市场也开启了避险模式，对意大利这类主权高负债国家信誉及银行业风险质疑情绪加深，导致意大利国债收益率大幅上升。从下图可以看出，2020 年 2 月疫情发生后，意大利 10 年期国债利差快速上升，3 月 17 日已上升至 277.6 个 BP，意大利与德

国国债利差的走阔表明投资者对意大利衰退风险的担忧，市场资金流向更为避险的德国国债。疫情冲击降低意大利的财政收入、增加财政支出，对债务率已经高企的意大利而言，债务违约风险上升，国债利率预计维持高位震荡。同时，意大利 5 年信用违约互换（CDS）利差也已经陡升至高位，3 月 17 日已达到 270 个 BP，较年初大幅上升 140 个 BP。但从目前看，意大利 CDS 水平仍低于欧债危机期间的均值，且在欧洲央行支持政策下近日已出现明显回落，3 月 19 日-20 日已回落至 193BP 左右的水平，较前期高点下降逾 70 个 BP（见图 12）。

图 11 意大利与德国 10 年期国债利差疫情以来快速走高



数据来源：Wind

图 12 意大利 5 年信用违约互换利差随疫情蔓延陡升



数据来源：Bloomberg

回顾历史，意大利主权债收益率上升往往是其主权偿债能力出现恶化的观测信号。自从欧洲主权债务危机爆发后，在欧洲央行的支持下，意大利银行不断买入意大利国债，充

当着“边际买家”的角色，目前意大利未偿还国债中本国银行持有比例高达逾 30%。由于市场对于高负债国家的政府信誉存在质疑，导致主权债收益率大幅上升，银行业所持的政府债因此严重贬值，银行业的购债意愿下降的同时，国外投资者也在抛售又进一步推高了主权债的收益率。与此同时，主权债务成本上升推高了实际利率和银行的融资成本，银行业只好通过提高贷款利率将融资压力转嫁给企业和家庭，形成恶性循环，最终引发了欧债危机。

目前，已有黎巴嫩这类高负债水平国家由于国内经济陷入衰退、流动性枯竭令政府丧失实际债务偿付能力而导致的主权违约事件发生。我们认为，以意大利为代表的南欧脆弱国家的主权债务违约风险受疫情冲击有所上升。但另一方面，欧洲央行为欧元区注入流动性的举措将为意大利等欧元区国家的主权信用提供一定支撑。继 3 月 12 日欧洲央行宣布 2020 年年底额外增加 1,200 亿欧元资产购买计划，同时使用流动性工具以及灵活银行业监管等措施应对新冠疫情后，3 月 18 日晚欧洲央行再次宣布了一项 7,500 亿欧元的债券购买计划，将为欧元区注入额外流动性，欧洲央行购债等支持性措施预计将为意大利等国家的主权信用提供一定支撑。