

意大利会脱欧吗？

主要结论：

一、意大利会脱欧吗？

1. 意大利组阁达成协议意味政局偏激进

- 3月4日，意大利大选“民粹党”和“疑欧派”大获全胜。
- 5月20日，中右联盟和五星运动就新政府组阁达成协议。
- 选举结果表现出在庞大债务和难民涌入的环境下，意大利疑欧情绪有上行压力。

2. 两党政府虽没有意愿去偿还债务，但脱欧风险仍然相对有限

- 五星运动和联盟党目前并没有意愿去偿还债务。
- 意大利脱欧风险上行，但可能相对有限。
 - 1). 如果欧央行允许意大利不去偿还其所欠下的债务，意味这将牺牲欧元区其他成员国，这种方法可行性相对很小。
 - 2). 实行平行货币制度能够帮助意大利在短期不脱欧的情况下，解决其财政约束问题，但这又对欧元形成冲击。
 - 3). 脱欧公投宪法+意大利公民脱欧意愿并不强烈，证明脱欧仍有谈判余地。

3. 意大利引发的政治风险仍在上行，银行体系的稳健性需警惕

- 从市场风险指标看，意大利的政治风险仍在上升。
- 意大利银行体系的稳健性需警惕。
- 未来看，对欧元产生冲击，但短期冲击有限。

二、欧元区5月制造业PMI初值继续放缓，美国4月成屋销售不如预期

1. 欧元区5月Markit制造业PMI进一步放缓

- 德国制造业继续下滑，法国制造业小幅上升，

2. 美国4月成屋销售总数低于预期

- 四大地区销售额均拖累4月成屋销售

3. 德国5月IFO商业景气指数高于预期

- 服务业和建筑业为主要提振。

三、本周重点关注美联储公布经济褐皮书、物价指数以及劳动力市场

- 财经事件：美联储公布的经济褐皮书
- 财经数据：美国物价指数以及劳动力市场非农就业人口变化

风险提示：

- 欧央行货币宽松力度不够，实际利率依然上行，加大经济下行压力。
- 美联储加息引发资金流出欧元区，对欧元区经济带来资本外流压力。
- 中美贸易对抗出现反复，令中美经济都受到伤害，外部需求下降幅度过大引发欧元区经济增长进一步下降。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下：

一、意大利会脱欧吗？

1. 意大利组阁达成协议意味政局偏激进

3月4日，意大利大选“民粹党”和“疑欧派”大获全胜。意大利在今年3月4日举行的大选中，中右翼政党联盟得票率为37%（其中北方同盟党得票率为17%），具有脱欧倾向和民粹主义的五星运动党得票率为33%（为国会得票率最高的单一政党），前总理伦奇带领的中左翼联盟得票率约为23%。大选的结果基本与选前民调基本一致，进一步证实在欧债危机后意大利民粹主义力量抬头。但是根据意大利选举法，由于没有任何一个政党或政党联盟获得议会绝对多数席位，即未有一方得票率超过40%，本次大会实际上使得参众两院形成悬浮会议的僵局，从而给新政府组成带来不确定性。

图表 1：意大利 3 月大选三大势力

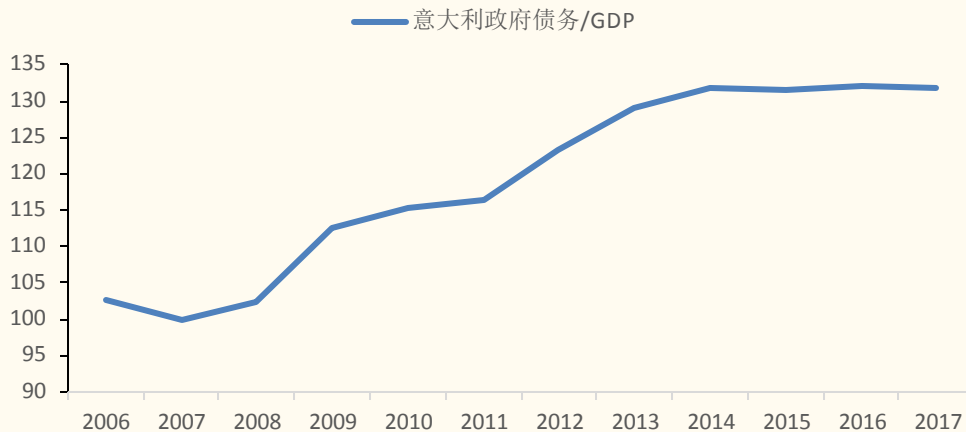
政党	得票率	领导人	主张政策
中左联盟（民主党）	22.85%	伦奇	亲欧、支持移民融合政策
中右联盟	37.00%	萨尔维尼	疑欧+反移、承诺驱除难民、关闭清真寺、解除对俄制裁
五星运动	32.68%	迪·迈耶	疑欧+反移、承诺为低收入工人和失业者提供福利

来源：wikipedia，国金证券研究所

5月20日，中右联盟和五星运动就新政府组阁达成协议。右翼政党联盟党领导人萨尔维尼和五星运动领导人迪迈耶就新政府组阁达成协议，并决定推选佛罗伦萨大学法学教授朱塞佩·康特担任总理。迪迈耶曾聘请康特为他的私人律师，并为五星运动撰写司法文书，虽然康特没有从政经验，但其学术背景以及专业知识或可满足政府的需求，他曾表示意大利存在冗余的立法项目，主张实现政府“去官僚化”。5月23日，意大利总统宣布任命朱塞佩·康特为总理，并授权他组建新一届政府。

选举结果表现出在庞大债务和难民涌入的环境下，意大利疑欧情绪有所上升。在欧元区的机制下，欧央行和各成员国目标并不一致，前者主要负责抑制通胀、保证货币的稳定，而后者主要关注于经济增长和本国就业。这导致各国既不需要担心货币贬值和物价不稳定，也不需要担心财政政策的溢出效应。尤其在经济不景气的情况下，成员国无法利用货币贬值来对抗经济风波，只能依靠财政政策来促进就业，进而导致公共支出和赤字大幅上升，出现债务累积和主权信用问题。但在《马斯特里赫特条约》和2002年《稳定与增长公约》中规定成员国财政赤字不能超过GDP的3%、债务总额不能超过GDP的60%，所以一方面欧央行约束了意大利财政政策的空间；另一方面，在欧盟的难民政策下，大批难民涌入加重了财政负担的同时，也带来了社会治安问题。两大因素引起了当地公民的不满。

图表 2：意大利政府债务攀升至 132%



来源：Eurostat，国金证券研究所

二、两党政府虽没有意愿去偿还债务，但退欧风险仍然相对有限

五星运动和联盟党可能并没有意愿去偿还债务。目前来看，两个政党都主张宽松的财政政策，反对欧盟提倡的紧缩措施。从协商草案上来看，1) 考虑要求欧央行免除 QE 购买的 2500 亿欧元的意大利国债，并重新商议对欧盟预算的资金贡献比例；2) 剔除重大的财政刺激措施以及 2011 年养老金改革的撤销；3) 号召解除对俄罗斯政府的制裁；4) 对难民采取更加强强制性的立场；5) 呼吁欧盟重新审视欧盟条约，以及欧盟对银行业的自救机制。由此看出两个政党并没有选择中和各自的政策，只是打算把各自的政策叠加在一起。如果这两个政党建立了联合政府，意味着进一步扩大财政赤字加剧债务问题，将减弱欧盟稳定与增长条约，为欧元区经济治理埋下隐患。

意大利退欧风险上行，但可能相对有限。从目前情况来看，虽然意大利民粹主义势力有所上升，但意大利公民自身的退欧意愿，可能小于政策导向引起的退欧倾向，原因有以下几点：

- 1). **如果欧央行允许意大利不去偿还其所欠下的债务，意味这将牺牲欧元区其他成员国，这种方法可行性相对很小。**意大利为欧盟第三大经济体，其经济总量比之前出现过债务危机的希腊高出 10 倍，其不良贷款率居高不下，主要由于在金融危机后国内经济疲弱的同时，欧央行实行宽松的货币政策导致利率持续下滑，甚至出现负利率，降低了借贷的门槛，违约风险上升，侵蚀银行利润的同时坏账率上升。这意味着即使协商草案中没有涉及到退欧，意大利的经济形势发展也使得意大利退欧将成为一个大概率事件。
- 2). **实行平行货币制度使在短期不脱欧的情况下，缓解其财政约束问题。**理论上，任何退出欧元区的国家都必须首先解决其 Target 2 债务问题，如果让意大利偿还债务意味着破产，所以实行一个平行的货币制度能够使意大利处于非常有利的地位。两党打算发行 mini-BOT，(1 欧元到 500 欧元)，以偿还积欠供应商和债权人的债务，上限为 25,000 欧元(29,000 美元)。所谓的 mini-BOT (不含利息的国库券) 将以税收的形式担保，以欧元计价，但只在意大利印刷。这意味着它只需要一项法令，就可以转换为整个国家的新货币。即使不这样做，随着时间的推移，mini-BOT 将成为意大利日常生活中使用的货币，这对欧元构成了重大

的政治威胁，因为 mini-BOT 将证明欧元并非不可逆转，意味着意大利趋向脱欧之路。

3). 脱欧公投宪法+意大利公民脱欧意愿并不强烈，证明脱欧仍有谈判余地。首先意大利脱欧公投具有难以克服的法律障碍，意大利宪法第 75 条禁止废除国际条约举行全民公投，如果重新修宪，需要参众两院三分之二以上议员投票通过，不然还需要进行全民公投才可以修改宪法，暗示无论任何政党执政，脱欧公投都缺乏法律依据。其次，意大利的国情和英国不同，意大利公民主要是对欧元有一定的意见，认为德国等北方国家利用欧元区获得了许多金融便利之处，但并不是意味着想要脱离欧盟，他们更希望的是得到欧元区的公平待遇。

三、意大利引发的政治风险仍在升温，银行体系的稳健性需警惕

从市场风险指标来看，意大利引发的政治风险仍在上升。反应市场风险预期的意大利 10 年国债收益率和德国 10 年国债收益率的利差近期飙升至 181bps，与 2016 年年底意大利修宪公投时相当。但市场仍会因新政府政策的不确定性而继续波动，利差仍会继续上升，意味着本次大选引发的欧元区解体风险较上次公投较大。除了政治不确定性上升，意大利具有相对其他成员国较大量的债务，导致其对利率的变化敏感度高于其他国家。随着欧央行开始缩减其资产购买计划，意大利国债利率将会继续上行，国债价格不可避免面临下行风险，使意大利的经济状况更为严峻。

意大利银行体系的稳健性需警惕。如果意大利不良贷款持续累积，将直接影响银行的盈利能力，同时对银行的资本金构成一定的威胁。银行信贷功能无法正常发挥，企业无法获得低成本的融资，导致没有足够的资金累计而缩减投资规模，经济将会发出放缓信号。意大利的金融体系以银行为主导，而银行发放信贷又严重依赖于抵押品，这意味着衰退往往导致抵押品价格的下降，同时随着利率的不断大幅大升，对银行体系不断带来新的冲击，不仅使经济衰退的程度加重，同时中小企业将迎来巨大的打击。而意大利中小企业又占据市场主要地位，随着违约风险不断攀上，将令金融市场风险蔓延。

未来看，对欧元产生冲击，但短期冲击有限。首先，5 月欧元区制造业 PMI 仍在持续下行，延续第一季度的弱季节性经济数据，其次随着贸易保护主义、外部政治不确定性上升等全球性风险因素，以及内在欧元区经济增速放缓，欧元兑换美元上升动能趋弱叠加美联储仍在加息进程中，而欧央行预计 9 月底之前都将维持现在的利率水平，欧央行加息进程延后进一步扩大欧美利差，欧美的利率分化将导致 2018 年美元对欧元逐渐走强。

图表 3: 意大利十年国债收益率飙升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 意大利 10 年国债收益率和德国 10 年国债收益率利差将继续上行



来源: Wind, 国金证券研究所

二、欧元区 5 月制造业 PMI 初值放缓、美国 4 月成屋销售总数低于预期

1. 欧元区 5 月 Markit 制造业 PMI 初值进一步放缓

5 月 23 日傍晚 Markit 公布的数据显示, 欧元区 5 月 Markit 制造业 PMI 初值为 55.5, 低于预期 56.1, 并低于前值 56.2; 欧元区 5 月 Markit 服务业 PMI 初值为 53.9, 低于预期和前值 54.7; 欧元区 5 月 Markit 综合 PMI 初值为 54.1, 低于预期和前值 55.1。5 月份新订单和就业增幅均出现放缓, 企业对前景的乐观程度有所下降, 制造业和服务业的增速分别降至 18 个月和 16 个月低点。新业务的流入增速达到 2016 年 10 月以来的低点, 主要受到出口增长疲软, 预计欧元区

经济在第二季度可能进一步放缓。

德国 5 月制造业 PMI 持续回落。数据显示，德国 5 月制造业 PMI 初值为 56.8，低于预期 57.9 和前值 58.1；德国 5 月服务业 PMI 初值为 52.1，低于预期和前值 53；德国 5 月综合 PMI 初值为 53.1，低于预期和前值 54.6。新订单和新就业岗位的增速都有所放缓。与此同时，商业信心下滑至 2016 年 11 月以来的最低水平。5 月份德国私营部门的新业务增速降至近 3 年来的最低水平。新订单增幅随着新出口销售增长持续放缓，增速从 2017 年的高点进一步回落。未来 12 个月产出将会上升，但整体乐观程度远低于今年年初的水平，主要由于经济过热和全球政治不确定性加剧。投入成本的通货膨胀率低于 1 月份的峰值，为 7 年来的第二高，企业以提高销售价格来抵消成本上升的负担。

法国制造业 PMI 小幅回升。数据显示，法国 5 月制造业 PMI 初值为 55.1，高于预期 53.7，并高于前值 53.8；法国 5 月服务业 PMI 初值为 54.3，低于预期 57.2 并低于前值 57.4；法国 5 月综合 PMI 初值为 54.5，低于预期 56.8，并低于前值 56.9。整体产出增长放缓是由服务业拖累，服务业的增长速度是 16 个月来最疲软的。相比之下，制造业在 5 月份的产出则出现了增长。整体经济放缓表明潜在客户需求疲软，新订单增速放缓至 17 个月低点。随着客户需求的疲软增长，法国的私营企业在第二季度中段期间的新员工增速有所下降，但仍高于长期平均水平，其中服务业的就业增长率比制造业的要高。私营企业在第二季度中段保持了乐观的前景，积极情绪的程度较 4 月份略有上升，服务业企业仍然比制造商更有信心。

2. 美国 4 月成屋销售总数低于预期

5 月 24 日晚间全美房地产经纪商协会（NAR）数据显示，美国 4 月成屋销售总数年化环比下降 2.5%，低于预期下滑 0.9%，并低于前值上升 1.1%；4 月成屋销售年化总数 546 万户，低于预期 555 万户，并低于前置 560 万户。

四大地区均拖累 5 月成屋销售总数。数据显示，东北地区销售额环比下滑 4.4%，中西部地区销售额增速持平于前值，南部地区销售额环比下滑 2.9%，西部地区销售额环比下滑 3.3%。主要由于库存长期紧张限制了潜在买家的选择，如果 6 月份美联储加息，房贷利率继续上升，成屋销售量将会持续下跌。

3. 德国 5 月 IFO 商业景气指数高于预期

德国智库 IFO 于 5 月 25 日下午公布数据显示，德国 5 月份商业景气指数为 102.2，高于预期的 102.0，持平于前值；商业现况指数为 106，高于预期 105.5，并高于前值 105.7；商业预期指数为 98.5，持平于预期，但低于前值 98.7。

服务业和建筑业为主要提振。IFO 商业景气指数在连续下跌 5 个月后开始有所缓和。目前经营状况略有改善，但乐观预期略有减弱。在制造业，该指数略有下降，预期持续减弱。在服务方面，商业环境有所改善。在接下来的几个月里，服务供应商们更加乐观但是他们对目前的业务状况并不满意。在建筑业，商业环境达到了新的历史新高。承包商对他们目前的经营状况更加满意但乐观预期有所减弱。

三、本周重点关注美联储公布经济褐皮书、物价指数以及劳动力市场

1. 本周重点关注美联储公布的经济褐皮书

本周重点关注 5 月 31 日晚间美联储公布的经济褐皮书，预计对货币政策有进一步指引。

2. 本周重点关注美国物价指数以及劳动力市场非农就业人口变化

本周重点关注 5 月 31 日晚间公布的美国 4 月核心 PCE 物价指数年率（料持平）以及 4 个月个人收入环比（料上升），6 月 1 日晚间公布的美国 5 月季调后非农就业人口变动（料下滑）。

风险提示：

1. 欧央行货币宽松力度不够，实际利率依然上行，加大经济下行压力。
2. 美联储加息引发资金流出欧元区，对欧元区经济带来资本外流压力。
3. 美贸易对抗出现反复，令中美经济都受到伤害，外部需求下降幅度过大引发欧元区经济增长进一步下降。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH