下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券 CAITONG SECURITIES

欧债漩涡：法国财政的自救与困境

证券研究报告

宏观专题报告 / 2026.10.12

分析师 张伟
SAC 证书编号：S0160525060002
zhangwei04@ctsec.com

分析师 连桐杉
SAC 证书编号：S0160526080001
liants@ctsec.com

相关报告

1. 《如何理解 5500 亿元地方债限额？》 2026-10-11
2. 《汇率如何影响出口？》 2026-10-10
3. 《国庆“心价比”消费：年轻人追求极致 ROI》 2026-10-08

核心观点

- **法国成为欧洲主权债券市场的压力点。**2024 年初以来，法国 10 年期国债对德利差由约 50bp 升至 140bp，与其他欧元区国家形成鲜明对比。法国 2027 年债务率预计为 120.2%，低于意大利的 139.2%，但对德利差反而高出 34bp。以其余九个欧元区国家为样本回归，即使扣除 25bp 政治风险溢价，反推法国债务率仍达 168%，市场对未来财政恶化仍担忧。

- **法国国债利差异常走阔，既反映信用风险重估，也包含持续偏高的额外风险补偿。**2025 年法国净利息支出占政府收入比重为 4.0%，低于意大利的 7.5%，但近年来上升更快。控制欧元区共同因素、利率波动及主权信用风险后，法国利差的标准化残差均值由 2024 年 6 月前的-0.31 升至此后的 1.86，2026 年 8 月达到 2.8 个标准差。历史上约 56%的类似偏离在六个月内恢复正常，但法国风险溢价中枢已持续抬升超过两年。

- **新预算试图恢复财政纪律，但整顿规模较大，赤字改善幅度有限。**法国 2027 年预算提出约 540 亿欧元财政整顿，其中新增措施约 430 亿欧元，六成为支出措施，计划将赤字率由 2026 年的 5.4%降至 2027 年的 5.0%。由于整顿主要用于抵消支出自然增长，实际赤字改善有限。养老金调整、公共部门工资冻结及教育支出约束涉及多方利益，社会阻力较大。

- **法国财政根本矛盾在于高福利支出刚性与低增长、高融资成本的冲突。**养老金、医疗和教育支出难以压缩，加税又可能抑制增长，存量债务再融资则推高利息负担。情景测算显示，若增长持续降低 1 个百分点、实际融资成本提高 2 个百分点，2030 年债务率可能由 121%升至 136%。财政紧缩不足难以稳定债务，紧缩过快又可能拖累增长。

- **政治碎片化与民粹主义思潮进一步削弱了财政整顿的可执行性。**2027 年总统选举可能改变财政方向：菲利普强调支出控制和养老金改革；勒庞提出节支目标，同时保留减税和养老金承诺；梅朗雄主张扩大公共支出与再分配。议会缺乏稳定多数，政治极化进一步增加改革阻力，使法国难以形成持续稳定的财政调整共识。

- **整体来看，法国债务问题正演变为财政调整可信度的危机。**削减赤字是稳定债务率的必要条件，但社会反对、议会分歧与选举周期限制了政策执行。短期政治风险缓和可能推动利差回落，但持续收窄仍取决于赤字下降和债务率企稳。市场并非不相信法国能够提出财政整顿方案，而是尚未相信其政治体系有能力将方案持续付诸实施。

- **风险提示：**法国财政整顿不及预期风险、法国增长与融资条件恶化风险、法国选举与政策不确定性风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1 法国成为欧债压力中心 3
2 市场到底在定价什么 7
3 法国财政矛盾的关键 12
4 风险提示 17

图表目录

图 1：法德十年期国债收益率利差处于历史高位 3
图 2：市场对法国的定价极度悲观 4
图 3：法国隐含财政路径接近意大利 5
图 4：法国和意大利债务与 GDP 比重对比 5
图 5：法国的 CDS 与 OAT 利差基差已上升至 2012 年水平 6
图 6：法国与意大利、西班牙和英国相比 5 年期 CDS 处于较高水平 6
图 7：全球主要经济体一般政府总债务占 GDP 比重对比 7
图 8：全球主要经济体一般政府净利息支付占政府收入比重对比 8
图 9: 2021—2025 年法国政府债务率中枢较 2016-2020 年上升 10.9 个百分点，意大利基本保持稳定 8
图 10：法国净利息支出占 GDP 比重仍低于意大利 9
图 11：法国财政支出结构：刚性支出占比高、易升难降（占 GDP 比重，%） 10
图 12：法国利差中无法解释的成分仍然处于历史高位 11
图 13：欧元区主权利差偏离约六个月后过半恢复正常 11
图 14：未来数年法国债务利息支出将明显上升 13
图 15：预计法国经济在未来几个季度将继续以远低于趋势水平的速度增长 13
图 16：法国历次财政计划的赤字预测（占 GDP 比重，%） 14
图 17：法国公共债务占 GDP 的比重情形 14
图 18：阿塔尔是否参选影响菲利普晋级机会 16
图 19：勒庞次轮领先，与菲利普对决最接近 16

表 1：法国大选主要候选人政治主张 15

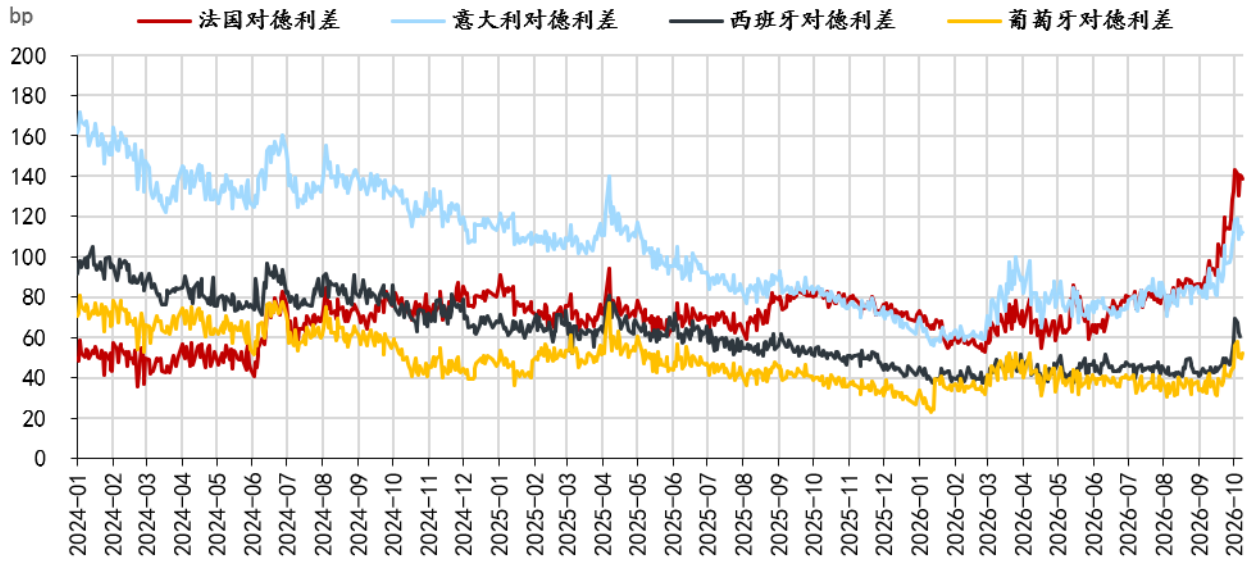
下载日志已记录，仅供内部参考

1 法国成为欧债压力中心

2024 年初，法国 10 年期国债对德利差约为 50bp，明显低于意大利和西班牙；此后，意大利、西班牙和葡萄牙利差总体收窄，法国却逆势走阔，近期升至约 140bp，并超过意大利。**法国与其他欧洲国家的走势分化，表明市场正在对其财政前景及相关风险进行重新定价。**

将市场定价与财政预测进行比较，当前利差已隐含相当严峻的财政情景。学术研究表明，在其他条件相同的情况下，高负债国家的选举往往会使利差平均上升约 25 个基点。扣除这一不确定性溢价后，市场定价所隐含的法国债务率和利息支出占 GDP 比重分别约为 140%和 3.7%，明显高于欧盟委会预测的 120.2%和 2.8%。利息负担还与主权信用评级密切相关，3.7%的利息支出比率在历史上对应约 A-/BBB+的评级区间，这些均意味着当前债券定价已包含较为明显的信用恶化预期。

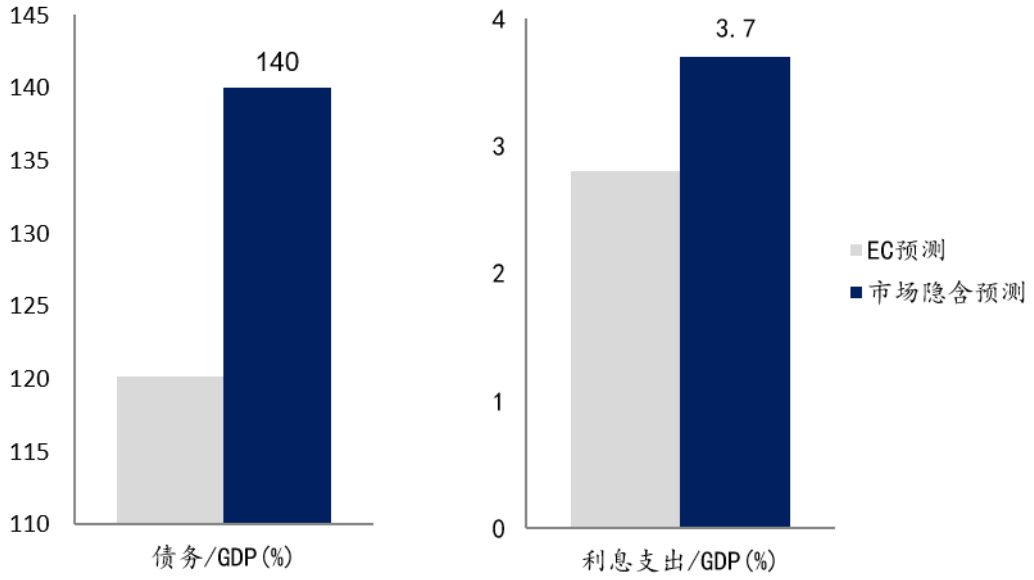
图1: 法德十年期国债收益率利差处于历史高位



数据来源：Wind，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图2: 市场对法国的定价极度悲观



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

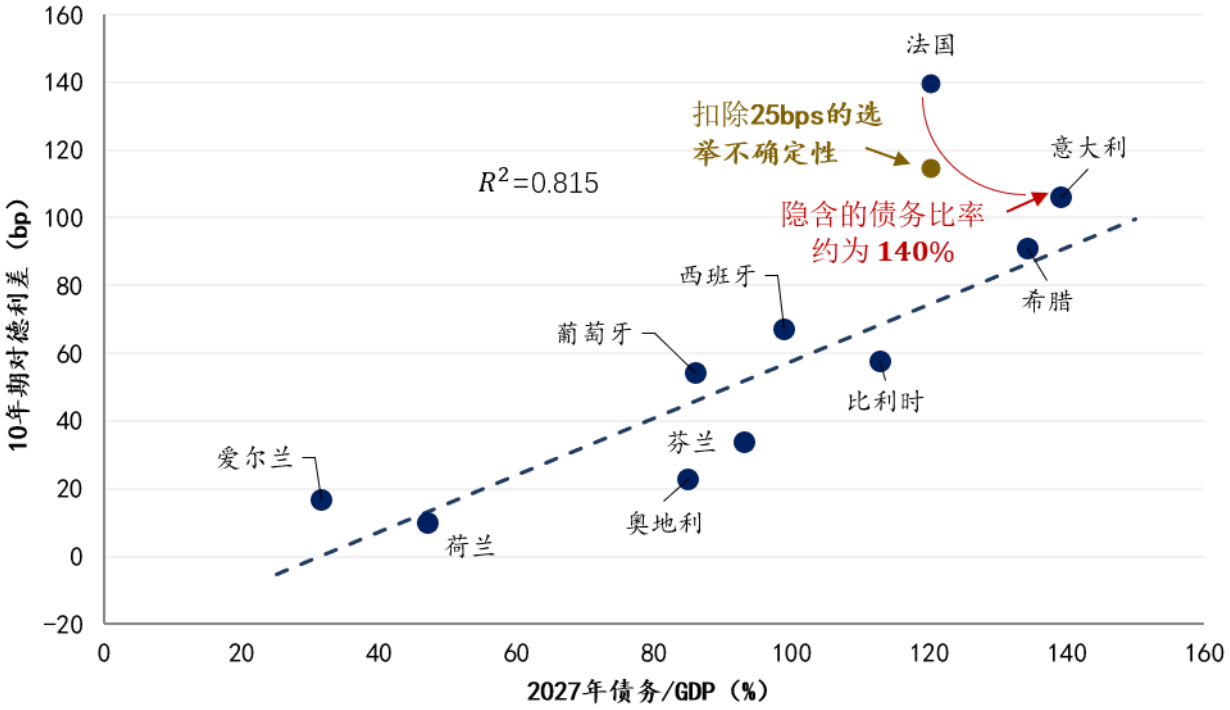
与欧洲国家横向对比来看，法国债务率虽然低于意大利，但市场对其财政前景的担忧更强。意大利 2027 年债务率预计为 139.2%，高于法国约 19 个百分点，但其 10 年期对德利差为 106bp，反而低于法国约 34bp。债务存量并不能完整解释这一差异，市场还关注财政赤字能否收窄，以及未来债务率的上升幅度。法国公共支出难以压缩，经济增长偏弱，存量低息债务到期再融资又将逐步推高利息负担，债务率稳定面临较大压力。我们预计在悲观假设下，法国未来五年的债务率增幅可能接近欧债危机期间意大利的水平。我们以其余九个欧元区国家为样本回归发现，法国 120.2%的债务率对应利差约 74.7bp，较实际 139.8bp 低约 65.1bp；即使扣除 25bp 的政治不确定性溢价，机械反推的债务率仍约为 168%。这一结果说明当前债务率难以充分解释其国债利差。

法国主权 CDS 同样高于意大利，说明市场担忧已体现在信用风险定价中。法国 5 年期主权 CDS 利差为 79.82bp，高于意大利的 67.34bp、西班牙的 30.36bp 和英国的 27.10bp，分别高出 12.48bp、49.46bp 和 52.72bp。法国债务率较低，但 CDS 和国债对德利差均高于意大利，进一步说明市场关注的不只是当前静态的债务规模，还包括财政负担的边际变化以及财政整顿的可行性。

信用风险仍不足以解释国债利差的全部变化。法国 CDS 利差减去 OAT-Bund 利差的差值已降至 2012 年前后水平，国债利差的扩大还可能受到债券供给、流动性及德国国债避险需求等因素影响。**因此，法国国债的相对弱势既有财政前景恶化的原因，也包含债券市场要求的其他风险补偿。**

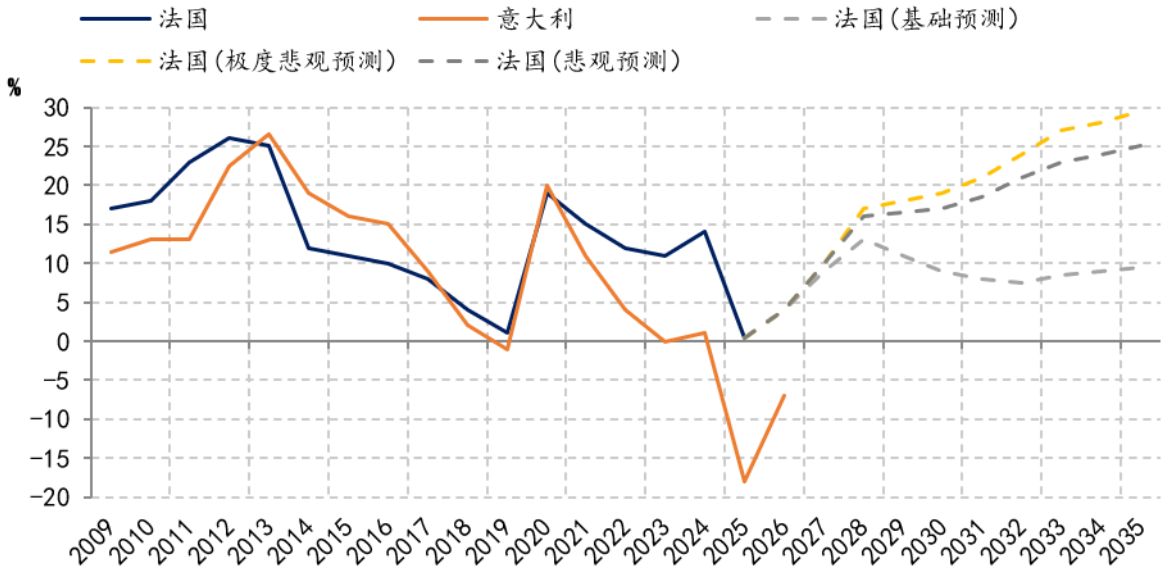
下载日志已记录，仅供内部参考

图3: 法国隐含财政路径接近意大利



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

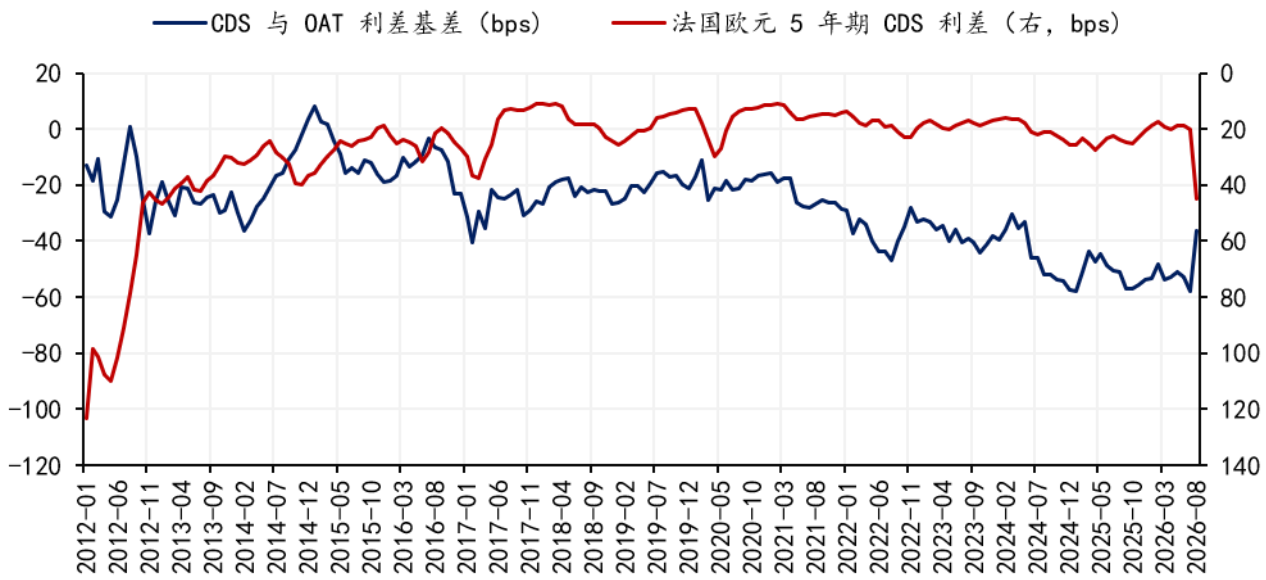
图4: 法国和意大利债务与 GDP 比重对比



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所预测
注：基础：2035 年前后债务率 135%；悲观：债务率 150%；超悲观：债务率 180%。

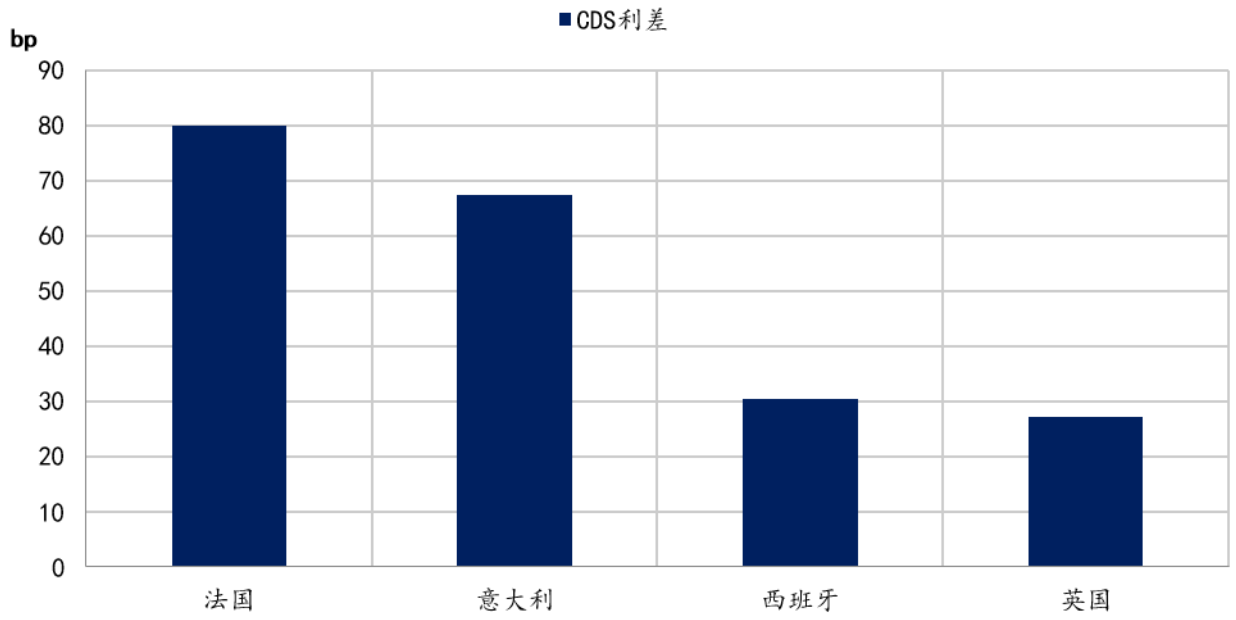
下载日志已记录，仅供内部参考

图5: 法国的 CDS 与 OAT 利差基差已上升至 2012 年水平



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

图6: 法国与意大利、西班牙和英国相比 5 年期 CDS 处于较高水平



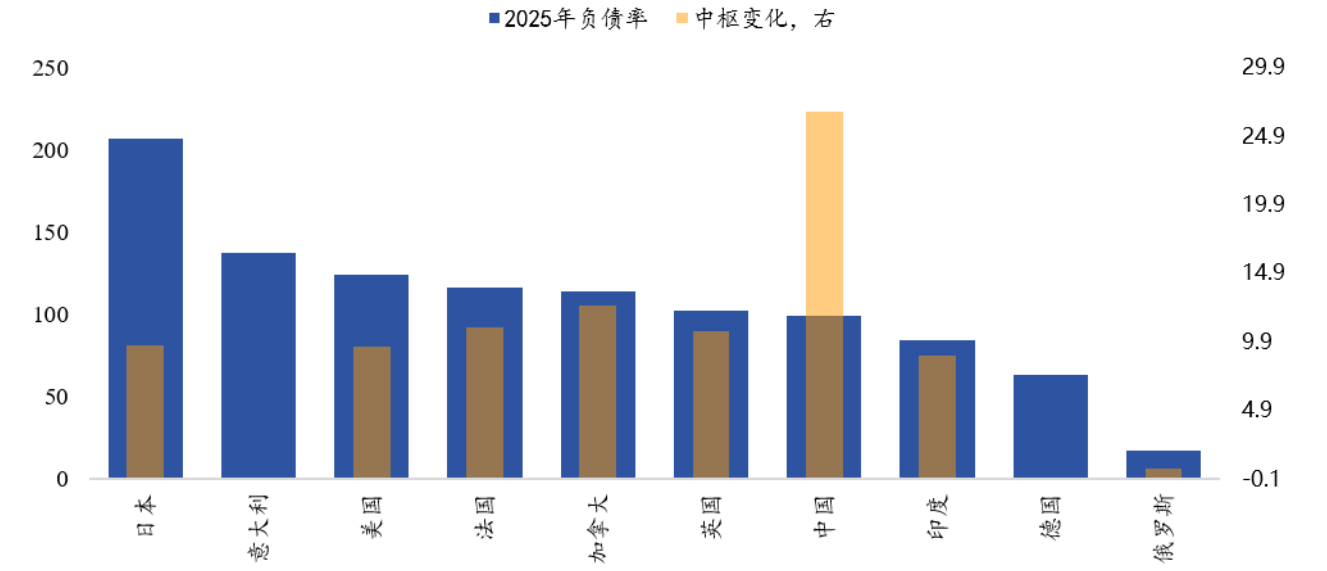
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2 市场到底在定价什么

法国国债利差的上行，首先反映财政调整难度加大，而非单纯的债务存量过高。与意大利相比，法国当前的债务率较低，绝对付息压力也相对可控，但财政收支和债务变化趋势更值得警惕。我们在前期报告《主要经济体财政负担横评》中指出，2021—2025 年法国政府债务率中枢较 2016—2020 年上升 10.9 个百分点，而意大利基本保持稳定；同期法国一般政府净利息支出占 GDP 比重的中枢上升 0.2 个百分点，意大利上升 0.1 个百分点。若以财政收入衡量偿债负担，2025 年法国净利息支出占政府收入比重为 4.0%，明显低于意大利的 7.5%，但法国这一指标的五年中枢已上升 0.4 个百分点，意大利仅上升 0.2 个百分点。**法国目前并非偿债压力最重的欧元区经济体，市场更担忧的是其财政赤字难以有效收窄，债务负担仍在持续增加。**

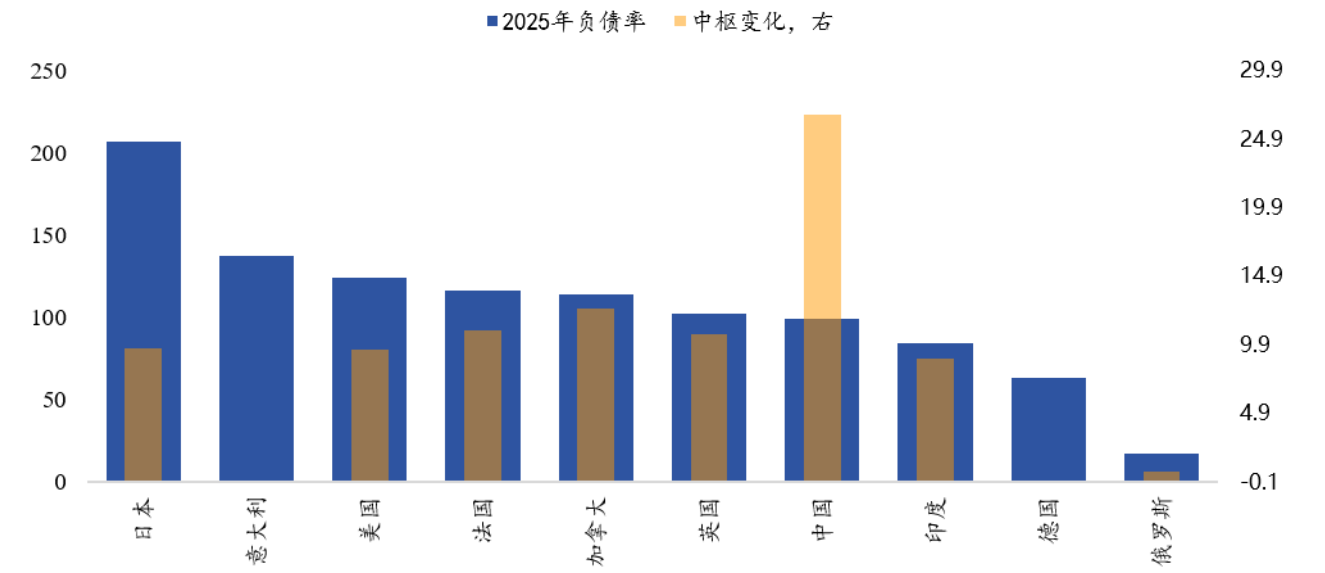
图7: 全球主要经济体一般政府总债务占 GDP 比重对比



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。
注：中枢变化=近 5 年均值-前 5 年均值，正值表示债务率中枢抬升。

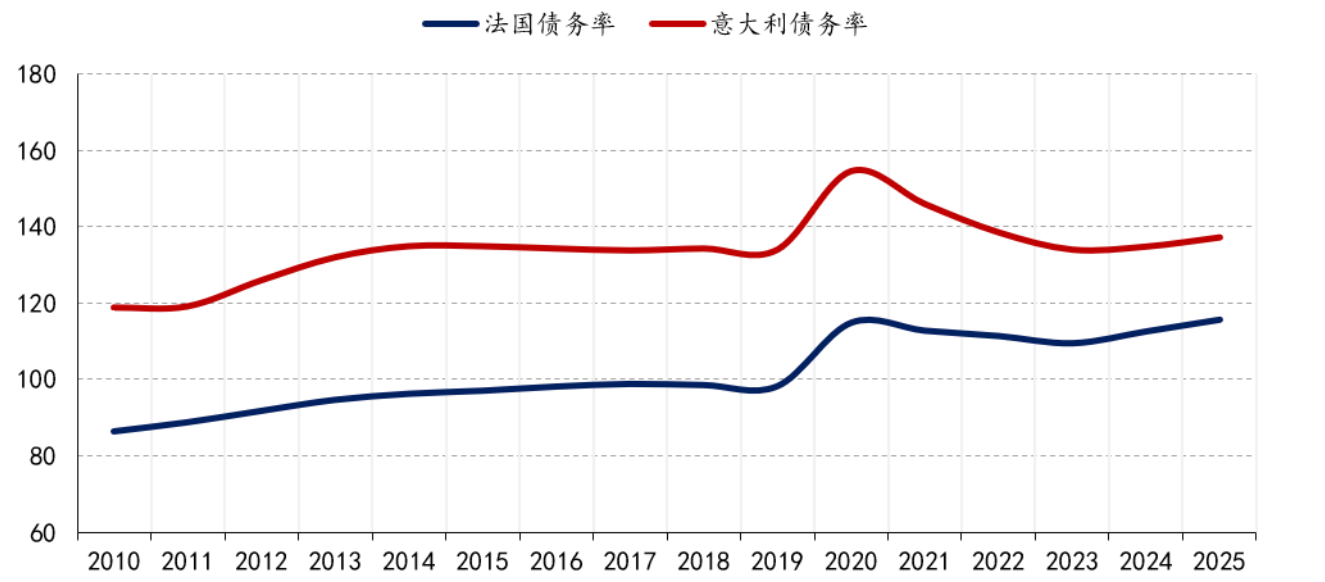
下载日志已记录，仅供内部参考

图8: 全球主要经济体一般政府净利息支付占政府收入比重对比



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

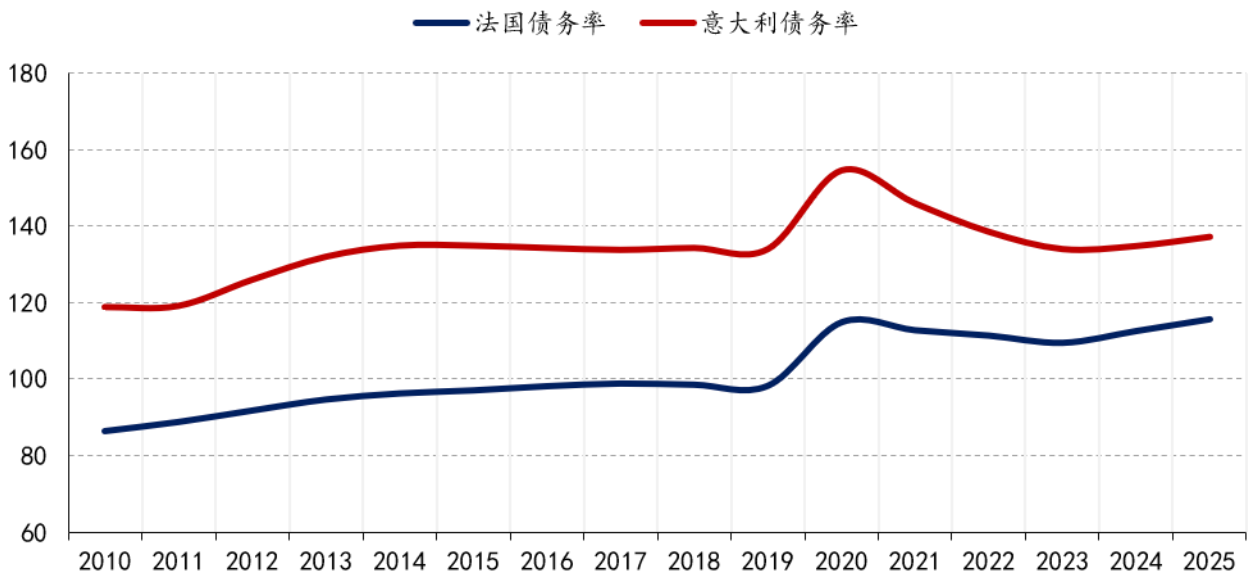
图9: 2021—2025 年法国政府债务率中枢较 2016-2020 年上升 10.9 个百分点，意大利基本保持稳定



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图10: 法国净利息支出占 GDP 比重仍低于意大利



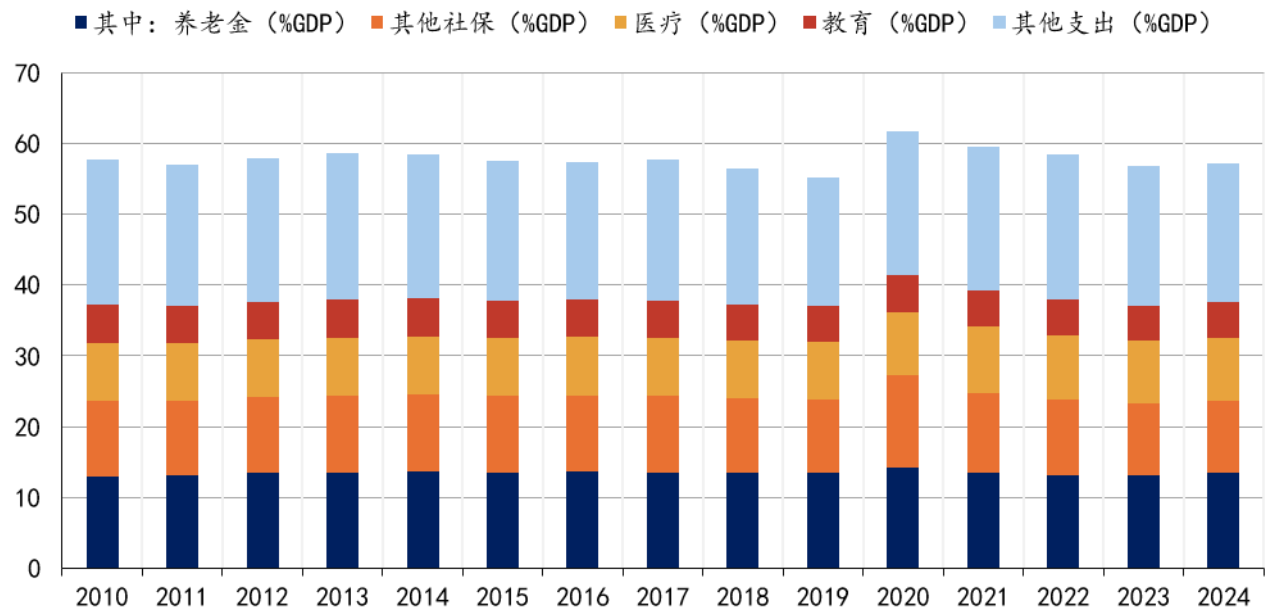
数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

财政收入增长有限、刚性支出难以压缩，使得法国未来的财政整顿面临较大阻力。法国的政府总收入占 GDP 长期停滞在 51%—54%的区间（2010 年 50.6%、2025 年 52.1%），在税负已是欧洲最高之一的背景下，继续加税只会抑制增长并触发政治反弹，收入端基本没有腾挪空间。支出端则是结构性的刚性锁定：法国一般政府支出中社会保障占 GDP 的 23.7%、医疗 8.9%，合计超过 GDP 的三分之一；而法国 65 岁以上人口占比已达 21.5%且仍在上升，人口老龄化将机械性地推高养老金与医疗支出，进一步压缩可削减的余地。

法国存量低息债务进入集中置换阶段，利息负担面临持续上升压力。根据法国国债管理局数据，2026 年到期的中长期国债规模约 1740 亿欧元，原有债券加权票息约 1.2%，若按 3.5%的融资成本进行置换，每年将额外增加约 40 亿欧元利息支出。随着此前低息发行的国债陆续到期，存量债务成本逐步向当前市场利率靠拢。

下载日志已记录，仅供内部参考

图11：法国财政支出结构：刚性支出占比高、易升难降（占 GDP 比重，%）



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所预测

法国国债利差的上行，既包含主权信用风险重估，也包含可观察基本面之外的额外补偿。将法德利差分解为欧元区主权利差共同因素、以 MOVE 指数衡量的利率波动，以及法国 CDS 反映的主权信用风险，剩余部分则作为模型未解释的利差。残差为正，意味着法国国债利差高于这些因素所对应的水平，投资者要求更高的持有补偿。这一指标并非纯粹的政治风险度量，还可能包含尚未被 CDS 充分反映的未来国债供需关系变化、投资者持仓和流动性变化等影响。

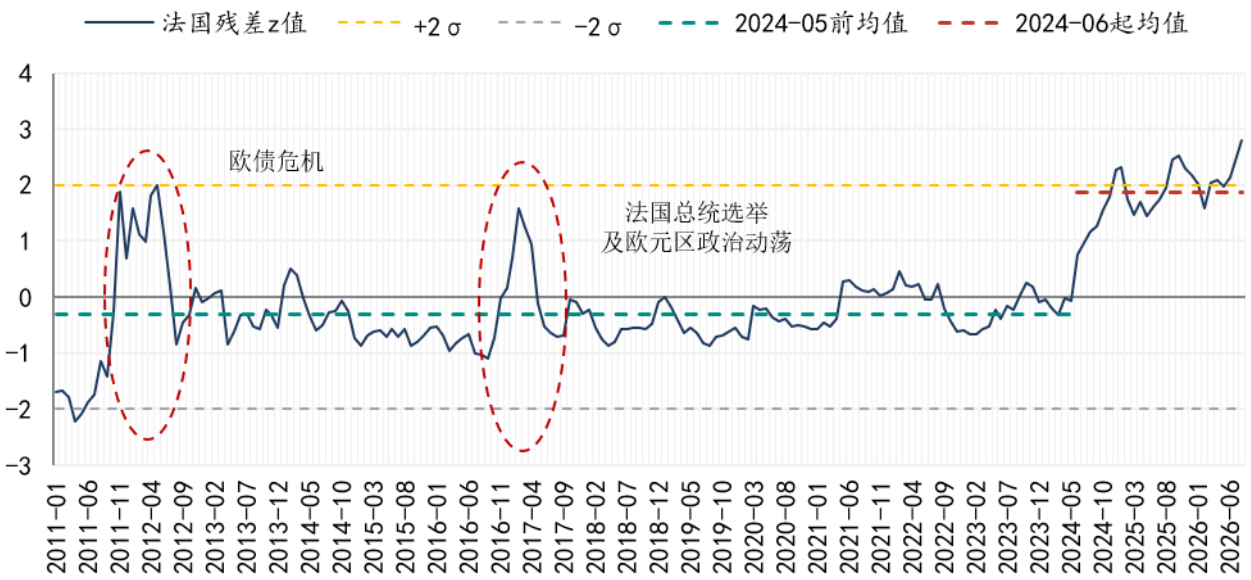
2024 年 6 月以后，法国额外风险溢价的中枢明显抬升。2011 年初至 2024 年 5 月，标准化残差均值约为-0.31；2024 年 6 月以后，均值升至约 1.86，前后相差约 2.17 个标准差。与此同时，残差不再只是偶尔冲高后迅速回落，而是持续处于较高水平，并多次突破 2 个标准差，2026 年 8 月进一步升至约 2.8 个标准差。这表明，市场不仅在交易债务基本面的变化，还在要求持续偏高的法国特有风险补偿。

历史上，类似偏离具有均值回归特征，但恢复正常往往需要数月。在本次统计的 44 次事件中，约 6%的事件在 1 个月内恢复正常，3 个月内的累计比例为 25%，6 个月内升至 56%，9 个月内达到 75%。按照这一分布，累计恢复比例约在半年时超过一半，仍有四分之一的事件未在 9 个月内恢复。因此，历史经验支持额外溢价存在回落可能，却不能据此判断其会在短期内消失。

法国当前更突出的特征，是溢价中枢上移已持续超过两年。从 2024 年 6 月至 2026 年 8 月，残差虽有阶段性回落，却没有恢复到此前的平均水平。这意味着，需要考虑整体定价中枢是否出现了系统性上移：即使短期超调得到修正，投资者仍可能继续要求高于过去的风险补偿。

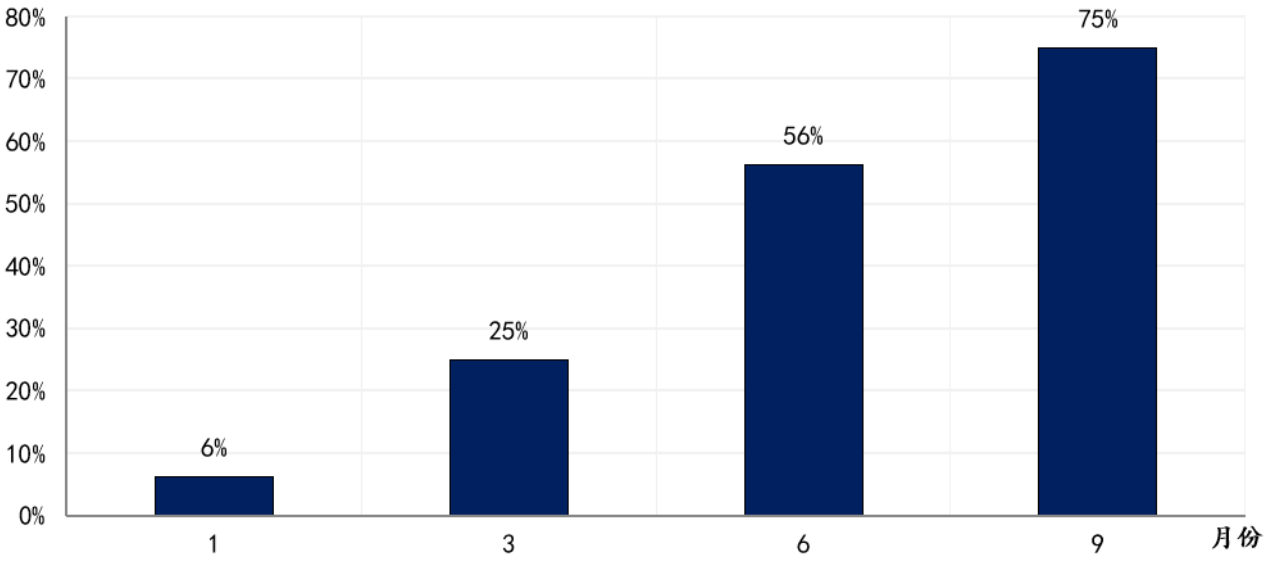
下载日志已记录，仅供内部参考

图12: 法国利差中无法解释的成分仍然处于历史高位



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

图13: 欧元区主权利差偏离约六个月后过半恢复正常



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所
注：样本为十个欧元区主权国的 44 次 >2σ 利差事件；正常化定义为模型无法解释的利差（z 分数）连续 5 天低于 +1σ。

下载日志已记录，仅供内部参考

3 法国财政矛盾的关键

法国新预算以压缩支出为主，试图在融资成本上升的背景下重新约束财政扩张。2027 年预算提出约 540 亿欧元的财政整顿方案，其中新增措施约 430 亿欧元。调整大致由六成支出措施和四成收入措施构成，主要包括冻结公共部门工资指数、调整养老金指数化机制、节约病假补偿支出，以及延长大型企业附加税等。值得注意的是，财政整顿还涉及教育等公共服务领域的预算约束，除教师等公共部门雇员受到工资冻结影响外，教育资源配置、人员安排和学校运营经费同样面临调整压力。近期围绕教育资源不足和公共服务质量的示威活动，进一步反映出财政紧缩所面临的社会阻力。**这意味着，财政整顿并非简单压缩政府开支，而是直接涉及退休群体、公共部门雇员、学生及企业之间的利益分配，预算推进的政治成本不容忽视。**

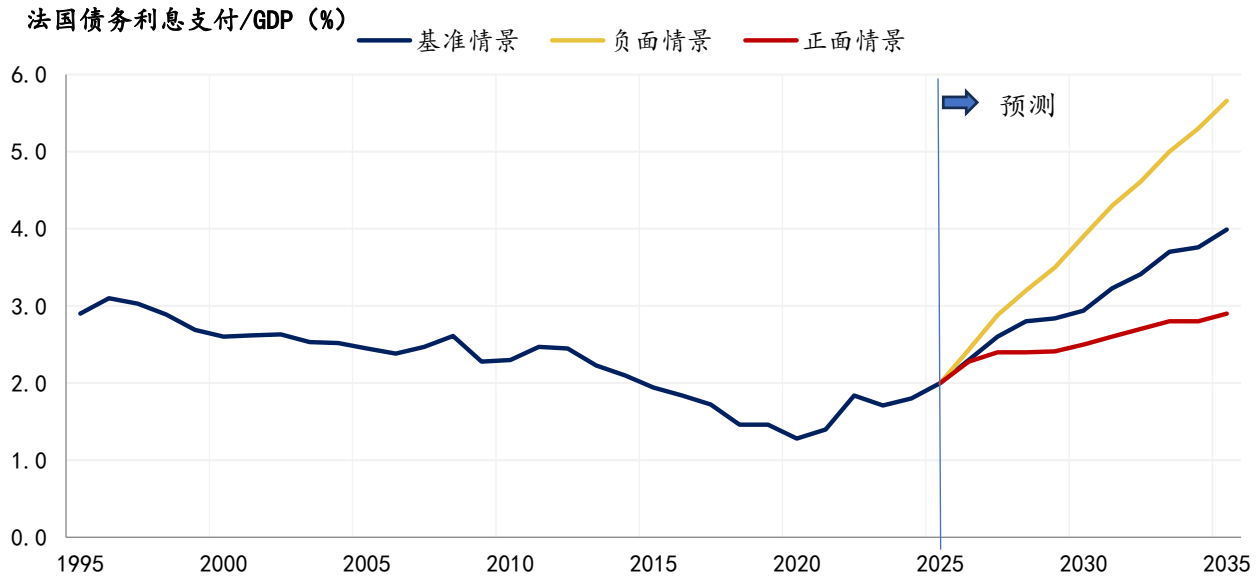
新预算的直接目标是控制赤字，进一步为稳定债务率创造条件。政府计划将赤字率由 2026 年的 5.4%降至 2027 年的 5.0%。但 540 亿欧元的整顿并不意味着赤字同比减少同等规模：这笔调整是相对于政策不变情景测算的，主要用于抵消支出的自然增长及其他财政压力。因此，新预算首先是在遏制财政继续恶化，而非迅速扭转债务上升趋势。对于债券市场而言，预算提出了多大规模的削减计划固然重要，但更关键的是相关措施能否通过议会，并在未来几年持续执行。

法国的根本矛盾，是刚性公共支出承诺与低增长、高融资成本下不断收窄的财政空间之间的冲突。养老金、医疗、教育和公共部门收入等支出具有较强刚性，削减支出意味着部分群体承担实际损失，进一步加税又可能约束消费、投资和就业。与此同时，2026 年一季度实际 GDP 环比约下降 0.2%，二季度接近停滞，经济承受财政紧缩的能力有限。政府预算预计经济增速由 2026 年的 0.5%升至 2027 年的 1.0%，但这一恢复需要在财政收缩和融资成本上升的环境中实现。增长若低于预期，节支效果就可能被税收收入放缓抵消，形成“需要整顿、又难以承受整顿”的困境。更深层次看，法国并非缺少削减赤字的政策工具，而是高福利制度形成的支出刚性，与社会对财政紧缩的抵触相互交织，使得财政调整在经济上必要、在政治上却难以落实。

债务与利息支出的情景测算表明，拖延调整同样会加大未来的紧缩压力。在基本财政余额不变的条件下，增长持续降低 1 个百分点，可使 2030 年债务率由基准情景的约 121%升至约 126%；实际融资成本持续提高 2 个百分点，则升至约 131%；两项冲击叠加，债务率接近 136%。更长期看，利息支出占 GDP 比重在基准情景下由 2025 年的约 2%升至 2035 年的约 4%，负面情景接近 5.7%。这意味着，法国财政面临增长与利率的双重约束：经济增长放缓将削弱税收基础，融资成本上升则持续挤占财政空间，而债务负担加重又会进一步限制政府支持经济的能力。因此，削减赤字是稳定债务率的必要条件，但仅依靠短期支出压缩仍不足以解决问题，还需要改善长期增长能力与融资条件。

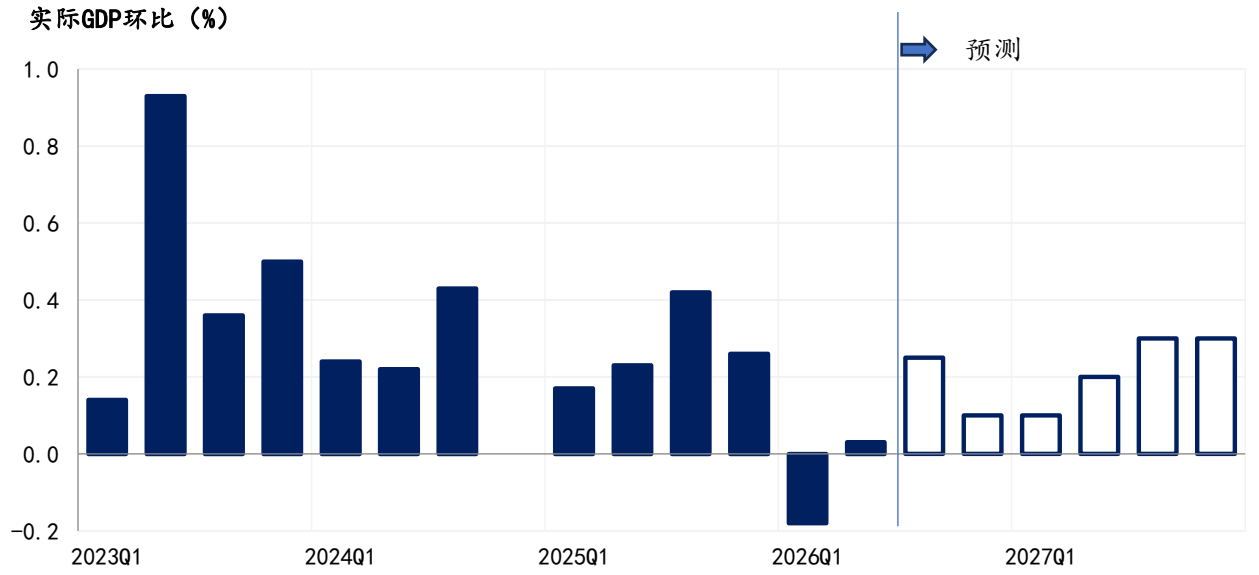
下载日志已记录，仅供内部参考

图14：未来数年法国债务利息支出将明显上升



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所预测
注：基准情景假设经济增长略低于趋势水平、融资成本逐步上升，政府有限推进财政整顿；负面情景假设财政整顿基本失败、经济增长及通胀走弱，同时融资成本进一步上升；正面情景假设宏观及融资环境改善，基本财政余额累计改善约 3 个百分点。

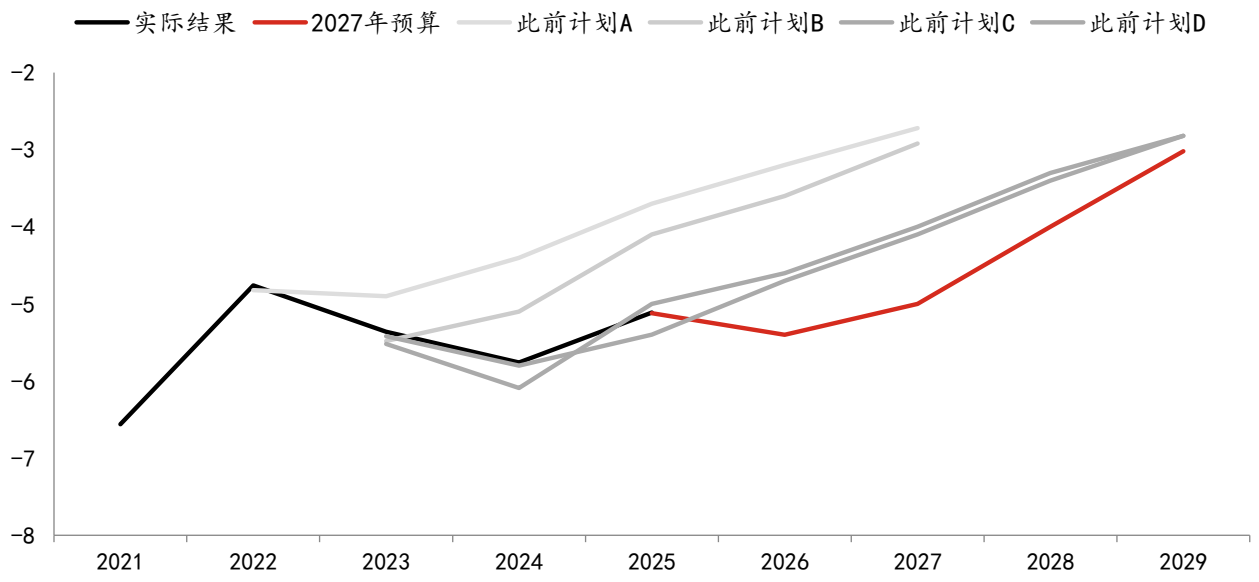
图15：预计法国经济在未来几个季度将继续以远低于趋势水平的速度增长



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所预测
注：基准预测假设法国经济持续受到财政紧缩、融资成本上升及政治不确定性等因素制约，内需和企业投资修复相对缓慢，短期经济增长仍低于长期趋势水平。

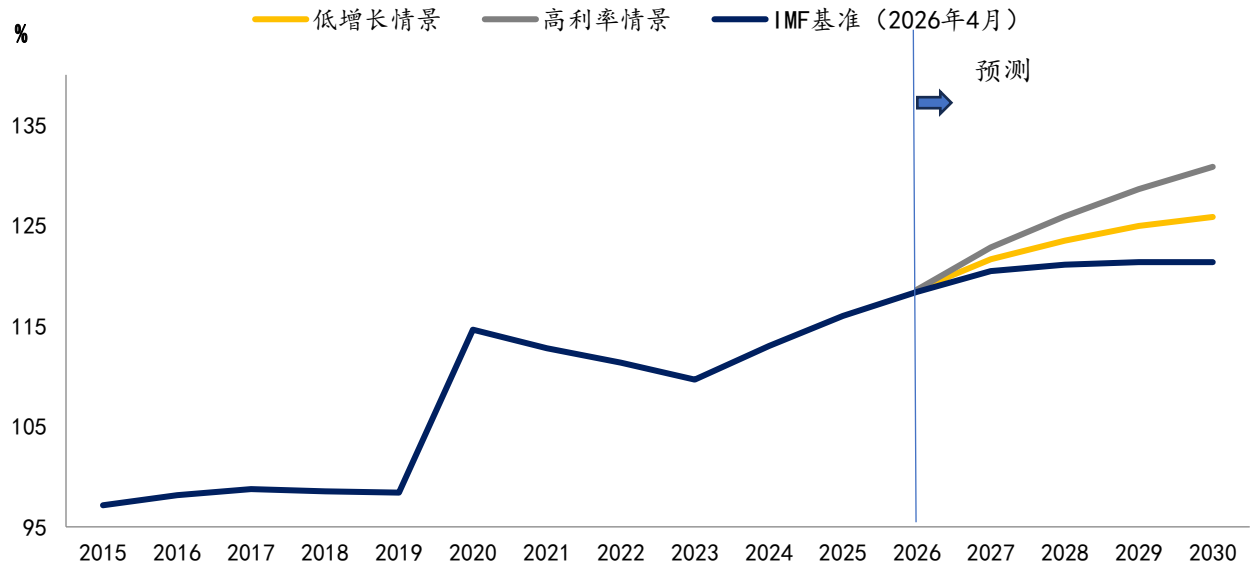
下载日志已记录，仅供内部参考

图16: 法国历次财政计划的赤字预测（占 GDP 比重，%）



数据来源：Bloomberg，French Government，财通证券研究所预测
注：黑线为实际财政赤字率，红线为 2027 年预算提出的最新财政目标，计划将赤字率由 2026 年的 5.4%降至 2027 年的 5.0%，并于 2029 年降至 3.0%；灰线为此前不同年度财政计划的预测路径，反映历次预算对经济增长、财政收入及支出调整的预期，并非独立的压力测试情景。

图17: 法国公共债务占 GDP 的比重情形



数据来源：IMF，Bloomberg，财通证券研究所预测
注：以 IMF 2026 年 4 月债务预测为基准，低增长情景假设经济增速持续较基准下降 1 个百分点，高利率情景假设实际融资成本持续上升 200bp，均保持基本财政余额不变。若两项冲击同时发生，2030 年法国债务率可能由基准情景的约 121%升至 136%。

下载日志已记录，仅供内部参考

2027 年总统选举将进一步放大财政政策的不确定性，不同政治力量对于财政整顿的路径存在明显分歧。法国将于 2027 年 4 月 18 日举行总统选举首轮投票，如无人获得绝对多数，第二轮投票将于 5 月 2 日举行。近期首轮民调显示，在菲利普与阿塔尔均参选的情况下，勒庞支持率约 32%，菲利普为 16%，梅朗雄为 15%，阿塔尔强调财政纪律、劳动激励和企业竞争力。相比之下，勒庞所属的国民联盟强调限制移民、优先保障本国居民利益，并提出通过压缩行政及移民相关支出、降低欧盟财政贡献等方式节约财政资源。其最新方案提出约 1400 亿欧元的中期节支目标，并计划将财政纪律规则写入宪法，试图增强市场对其财政政策的信心。但与此同时，勒庞还主张降低部分税负、调整养老金制度，意味着节支措施需要覆盖减税及福利承诺带来的财政成本。因而，其财政方案能否真正改善基本财政余额，仍取决于具体节支项目的可实现性及政策执行力度。

梅朗雄的财政主张则更强调扩大公共支出和收入再分配，与现有财政整顿框架存在较大差异。作为激进左翼代表，梅朗雄主张增加公共投资、扩大社会保障和公共服务供给，通过提高高收入群体、财富及资本税负筹集资金，并支持将退休年龄降至 60 岁。其政策可能在短期内增加财政支出，同时通过增税和需求扩张形成一定对冲，但最终赤字影响仍取决于税收政策、增长反馈和支出扩张的相对规模。值得关注的是，其政治纲领还包含调整或取消欧洲央行持有的部分公共债务等主张，涉及欧元区现行债务契约及制度安排，可能增加市场对主权信用和政策协调的担忧。由此来看，法国不同政治力量的分歧并非简单体现为是否需要改善财政状况，而是集中在削减哪些支出、增加哪些税收，以及由哪些群体承担财政调整成本。

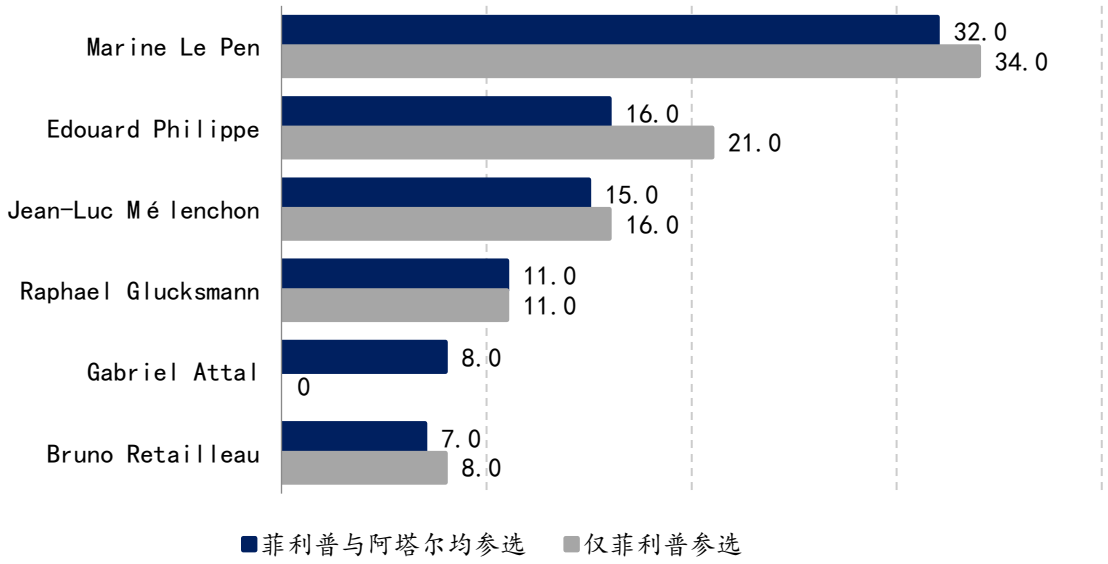
表1: 法国大选主要候选人政治主张

总统候选人	可能的政策方向
勒庞	民族主义与国家干预主义倾向；收紧移民政策，强调“本国人优先”及贸易保护措施。
菲利普	总体延续中间派 / 中右翼政策，但更重视财政整顿。政策重点可能包括收紧公共支出、推进劳动力市场和养老金改革、增强企业竞争力、支持欧洲一体化，并在外交上大体延续传统政策路线。
梅朗雄	将显著偏离当前政策框架：大幅增加公共支出和再分配，提高对收入、财富及资本的税收，主张 60 岁退休、价格干预和生态规划，对欧盟财政约束采取更强硬立场。
其他候选人	加布里埃尔·阿塔尔（Gabriel Attal）代表中间派，可能总体延续马克龙时期政策；布鲁诺·勒塔约（Bruno Retailleau）代表中右翼，强调财政克制、治安和移民政策；达维德·利斯纳尔（David Lisnard）主张更大力度削减支出、放松监管、降低生产税并推进地方分权；拉斐尔·格吕克斯曼（Raphaël Glucksmann）代表社会民主派，倾向于在支持欧洲一体化的框架下扩大公共投资和实施累进税制。

数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

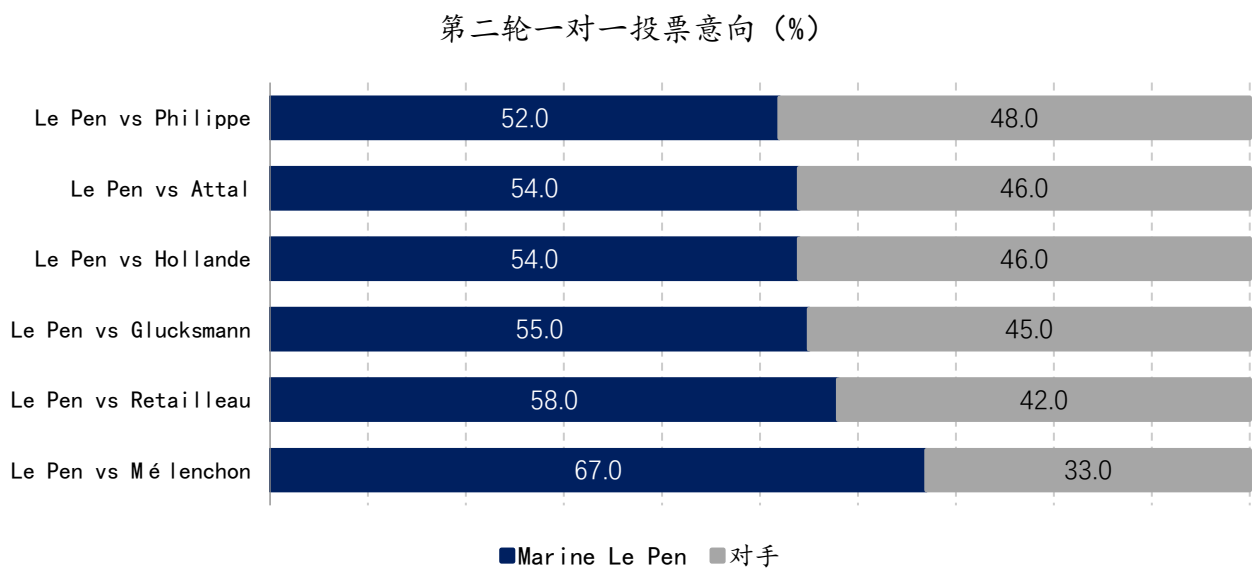
下载日志已记录，仅供内部参考

图18: 阿塔尔是否参选影响菲利普晋级机会



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

图19: 勒庞次轮领先，与菲利普对决最接近



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

政治碎片化与民粹主义思潮的扩散，使法国财政整顿面临更深层次的政治约束。我们在此前《一篇文献综述：经济萧条、右翼民粹与债务扩张》中曾指出，经济冲击和社会信任下降容易推动政治极化，而财政紧缩本身又可能进一步削弱选民对传统政党的支持，形成政策调整与政治反弹相互强化的循环。Funke、Schularick和Trebesch（2023）的跨国研究发现，民粹主义领导人执政15年后，公共债务率相较非民粹反事实平均高出约10个百分点。不过，欧洲议会制和财政规则也能对债务扩张形成约束，不能简单将民粹主义等同于财政失控。对于法国而言，更直接的问题在于，左翼、右翼与中间派围绕养老金、税收及公共服务改革存在明显分歧，国民议会又缺乏稳定多数，使任何涉及核心选民利益的财政调整都可能遭遇议会阻力和社会反弹。即使2027年总统选举改变了政策方向，新政府仍需要面对既有福利承诺、债务利息增长以及议会政治格局的约束，财政整顿的持续性难以仅凭总统选举得到保证。

归根结底，法国财政问题的症结，已经从削减赤字的经济必要性，转向财政整顿的政治可行性。高福利制度使公共支出具有较强刚性，政治碎片化提高了改革的协调成本，社会对紧缩政策的反对又进一步压缩了政府的调整空间。削减赤字虽然是稳定债务率的必要条件，但预算承诺能否兑现，仍取决于政府能否在控制支出、维持经济增长与争取社会支持之间形成可持续的平衡。对于债券市场而言，真正决定法国国债对德利差能否持续收窄的，不只是政府能否提出削减赤字的预算，更在于能否形成稳定的政治共识，使赤字持续收敛、债务率逐步企稳。市场要求的额外风险补偿，因而不仅反映对法国财政基本面的担忧，也反映了对财政调整执行能力及未来政策连续性的不确定性。

不同政治力量的财政主张及其可能带来的政策变化略有差异。中间派更强调通过控制公共支出和结构性改革恢复财政纪律，勒庞则试图在减税与福利承诺之间寻找新的财政平衡。菲利普主张控制公共支出、推进养老金和劳动力市场改革，并提出将退休年龄提高至65岁，希望通过延长工作年限、增加劳动供给和提高企业竞争力改善财政收支；阿塔尔总体延续马克龙时期的中间派政策。

整体来看，法国财政困境的本质，是经济上必须削减赤字与政治上难以削减支出之间的矛盾。低增长与高债务要求政府尽快恢复财政纪律，但长期形成的高福利制度使公共支出难以压缩，政治碎片化与民粹主义思潮的扩散又进一步削弱了财政整顿的社会共识。2027年总统选举虽然可能改变财政政策的方向，却难以从根本上消除这一约束。更值得警惕的是，财政整顿受阻将推动债务与利息负担继续上升，而融资成本抬升又会进一步压缩财政空间，形成财政恶化与市场风险溢价上升的负向循环。因此，法国国债利差持续走阔，并不只是市场对当前债务水平的担忧，更反映出对未来财政调整能否兑现的怀疑。法国真正需要解决的，不是如何提出削减赤字的方案，而是如何在日益碎片化的政治格局下，重新建立执行财政纪律的能力。

4 风险提示

（1）法国财政整顿不及预期风险。预算措施可能在议会协商和执行过程中被削弱，导致赤字改善幅度低于目标，债务率继续攀升。

（2）法国增长与融资条件恶化风险。经济增长低于预期或融资成本持续上升，可能抵消财政调整效果，加重利息负担与债务压力。

（3）法国选举与政策不确定性风险。总统选举及议会分歧可能改变财政政策方向，削弱政策连续性，推动主权风险溢价上升。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。