下载日志已记录，仅供内部参考

法国财政风险为何持续发酵？

专题报告

法国财政风险的持续发酵，是内部收支失衡、经济内生动力不足、政治程序难达妥协以及外部通胀冲击共同作用的结果。1）支出端福利刚性与经济对政府投资的高度依赖导致公共支出难以压降；而经济增长乏力、生产率停滞与产业竞争力减弱，使得税基持续萎缩，收支缺口呈现结构性扩大趋势。2）党派博弈导致预算与社保整顿程序频频受阻，财政纪律的严肃性被实质性削弱。3）俄乌冲突等地缘事件引发的能源供应链中断，推升了通胀与无风险利率中枢，打破了低通胀下靠极低利率平滑债务的空间，成为高债务压力加速爆发的关键催化剂。4）2027 财年预算案试图压降福利与政府雇员支出并增加税收，因触及多方利益，成为近期法国政治和社会动荡的导火索。

法国财政问题也是欧元区共性矛盾的缩影，福利支出刚性、产业竞争力下降、财政驱动型增长、通胀上行压力以及债务与利率的快速攀升，在欧元区层面均有体现。在财政整顿迟滞与债务成本攀升的负向循环下，中期来看，法国与欧元区国债收益率的上行趋势尚未到达终点。

相关报告

1、《1970 年代以来美国通胀特征回溯》2026-10-14
2、《1995-2002 年，产业趋势如何演变？》2026-09-24
3、《钱去哪儿了？》2026-09-22

一、法国当前财政收支缺口难以收敛并趋于结构化

- **法国在欧盟内部处于高债务与高赤字并存的状态，财政基础本就显著弱于其他头部经济体。从内部结构拆解，福利支出存在明显刚性难以压降，税收与社会缴款占 GDP 的比例近年来也出现明显下降，收支两端的结构性问题共同导致赤字缺口难以压降。**根据欧盟委员会统计，2025 年一般政府债务占 GDP 比例高达 115.7%，财政赤字率为 5.1%，均远高于欧元区整体水平。内部结构上，支出端，财政支出占 GDP 的比例常年在 55%以上，2024-2025 年稳定在 57%左右，其中福利支出占 GDP 比重始终维持在 32%以上、占总财政支出的比重维持在 55%以上，即便在疫情结束后也难以实现有效压降。收入端，税收与社会缴款占 GDP 比例从 2016 年的 49.6%降至 2025 年的 45.9%。财政收入占 GDP 比例也从 2016 年的 53.6%降至 2025 年的 52.2%。

- **财政矛盾长期累积背景下，2027 财年预算案试图压降福利与政府雇员支出并增加税收，为降低赤字与支付利息腾出空间，同时触及居民、企业、地方政府和工会等多方利益，成为近期法国政治和社会动荡的导火索。**2027 年预算案试图通过压降福利和雇员报酬、提高税收与缴款来修补收支，但受制于利息支出上升，调整空间极为有限。预算案预计仅将赤字率收窄至 5.0%，总体仍属边际修补而非结构性收缩。这种触及多方既得利益的微调极易引发社会动荡，使得预算案的可执行性大打折扣。

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
张玉书 S1090526060003
zhangyushu@cmschina.com.cn

二、内外部经济压力共同放大法国财政风险

- **从外部来看，地缘冲突引发的能源供应链中断推升了欧洲的通胀与无风险利率中枢，成为法国高债务压力加速显性化的关键催化剂。**俄乌冲突导致欧洲能源贸易中断，叠加美伊冲突等地缘风险，持续推升了欧洲的通胀中枢。这迫使欧洲央行维持高利率环境，无风险利率中枢显著上移。对于债务高企的法国而言，这打破了低通胀场景下依靠极低利率长期平滑债务的空间，使得存量债务的滚动压力骤然显性化。在高福利刚性尚未实质性削减之前，法国及欧洲已无力兼顾外部产业贸易竞争与内部福利支出的双线压力。

- **从内部来看，法国经济增长长期偏弱且生产率增长停滞，前沿科技竞争力**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

不足，逐步削弱了经济整体的产税基础。2020 年以来法国经济增长高度依赖政府消费与投资驱动，这种模式进一步固化了财政支出刚性。近年来，法国在前沿科技产业领域与中美等头部经济体差距逐渐拉大，劳动生产率水平尚未恢复至 2020 年以前。GDP 结构中政府消费与公共投资的增速显著快于家庭消费与私人投资，公共支出深度嵌入经济循环导致极难压降，同时私人部门活力不足致使税基扩张乏力，加剧了财政收支的长期失衡。

三、法国政治程序混乱对财政整顿的约束

- **党派利益博弈导致法国财政整顿程序困难重重，各党派基于不同政策诉求从相反方向形成否决同盟，预算方案极难达成一致。政治程序混乱使得财政整顿目标在妥协中不断降级，财政纪律的严肃性被实质性削弱。**2026 年国家财政预算案审议过程中各党派的反对理由截然不同，左翼批评财富征税不足和公共服务削减，右翼和国民联盟批评企业加税过多和节支不力，绿党因生态拨款被否决而反对。2027 年预算案的遭遇如出一辙，财政委员会修改后的收入方案同时引发左翼对财富征税不足的批评，以及右翼和国民联盟对加税和节支不足的反对。2027 年社保融资法案同样在国民议会一读阶段被否决，各方围绕养老金随通胀调整的门槛激烈博弈。

四、欧元区经济与财政风险的共性

- **法国财政风险是欧元区共性矛盾在较高债务水平上的集中表现。出口竞争力下滑、通胀与货币政策受制于美国、财政驱动型增长以及债务与利率的快速攀升，在欧元区层面均有深刻体现。整个欧元区财政面临债务规模不断突破上限与存量债务平均利率快速攀升的双重挤压，财政风险呈现出强烈的区域性共性。**1）欧洲工业全球竞争力持续下滑，导致出口份额收缩，直接削弱了法国及欧元区的工业税基。2）美欧通胀周期高度同步，导致欧洲货币政策空间受到美国的强烈牵制，高利率环境进一步推升了欧元区的债务成本。欧元区在历次高油价冲击中的经济韧性显著弱于美国，使其财政收支在外部冲击下更易恶化。3）2020 年以来欧元区经济增长高度依赖财政驱动，私人部门内生增长动能不足，这种模式直接固化了各国的财政刚性并挤压了未来的整顿空间。

- **风险提示：海外地缘政治风险；政策节奏有变化；政策落实效果不及预期。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 法国当前财政收支缺口难以收敛并趋于结构化 5
二、 内外部经济压力共同放大法国财政风险 10
三、 法国政治程序混乱对财政整顿的约束 13
四、 欧元区经济与财政风险的共性 17

图表目录

图 1: 2025 年欧盟各国名义 GDP 规模与一般政府债务占 GDP 的比例 5
图 2: 2025 年欧盟各国名义 GDP 规模与财政收支差额占 GDP 的比例 6
图 3: 法国 2016-2025 年财政收入、支出、赤字占 GDP 的比例 7
图 4: 法国财政收入各分项占 GDP 的比例 7
图 5: 法国财政支出各分项占 GDP 的比例 8
图 6: 法国 2027 年财政预算案收入、支出、差额占 GDP 的比例变化 9
图 7: 法国 2027 年财政预算案收入各分项占 GDP 的比例变化 9
图 8: 法国 2027 年财政预算案支出各分项占 GDP 的比例变化 10
图 9: 法国从俄罗斯进口规模 11
图 10: 法国、欧元区 CPI 与欧央行政策利率 11
图 11: 法国经济增速与欧元区整体经济增速对比 11
图 12: 法国劳动生产率与发达经济体劳动生产率对比 12
图 13: 2020 年以来法国 GDP 中家庭最终消费与政府最终消费增长情况 13
图 14: 2020 年以来法国 GDP 中政府投资与非政府投资增长情况 13
图 15: 欧元区与法国全球出口份额变化 17
图 16: 欧元区与法国工业增加值占 GDP 比重 17
图 17: 美国与欧元区通胀走势 18
图 18: 高油价时期美国与欧元区经济增速比较 18
图 19: 2020 年以来欧元区 GDP 中家庭最终消费与政府最终消费增长情况 18
图 20: 2020 年以来欧元区 GDP 中私人投资与政府投资增长情况 18
图 21: 美国与欧元区国债收益率变化 19

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：法国与欧元区政府债务规模占 GDP 比例与平均利率 19

表 1：2025 年以来法国财政预算案否决情况总结 15
表 2：2024 年以来法国社保融资法案否决情况总结 16

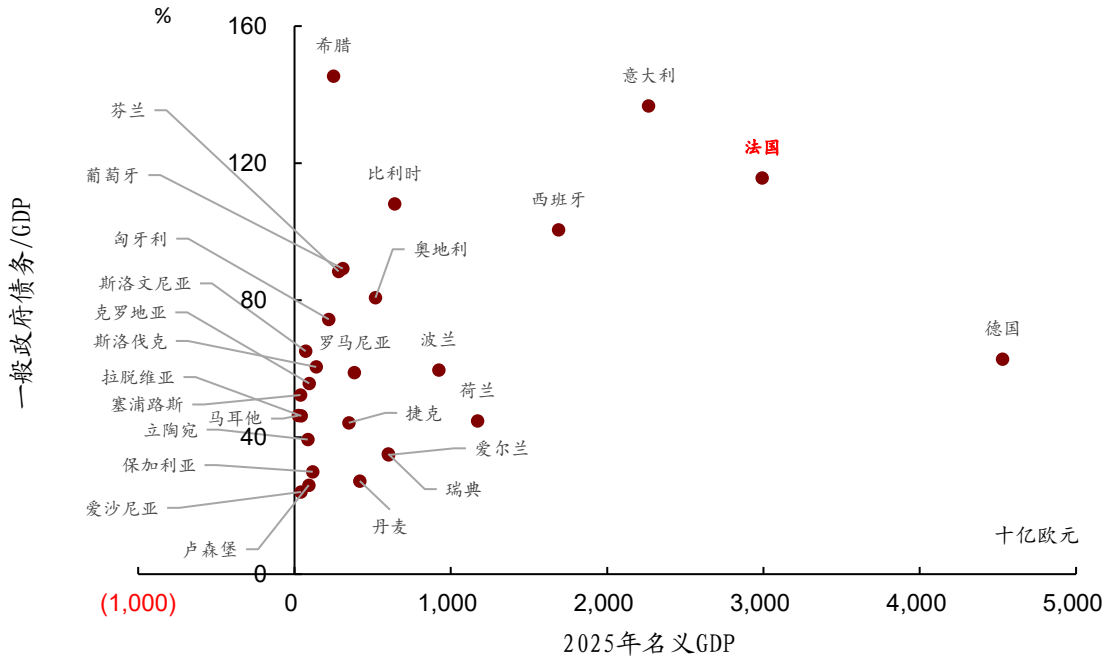
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

一、法国当前财政收支缺口难以收敛并趋于结构化

法国在欧盟财政格局中处于高债务与高赤字并存的位置，财政基础本就显著弱于其他发达经济体。2025 年法国名义 GDP 约为 2.99 万亿欧元，是欧盟第二大经济体，但一般政府债务占 GDP 比例达到 115.7%，明显高于欧元区 21 国的 87.3%和欧盟 27 国的 81.5%。在主要经济体中，法国债务率仅低于希腊的 145.4%和意大利的 136.7%，高于德国的 62.8%、西班牙的 100.5%和比利时的 108.1%。2025 年法国财政赤字率为 5.1%，高于欧元区 3.0%和欧盟 3.1%的水平，也是四大头部经济体（德国、法国、意大利、西班牙）中的最高水平。

图 1：2025 年欧盟各国名义 GDP 规模与一般政府债务占 GDP 的比例

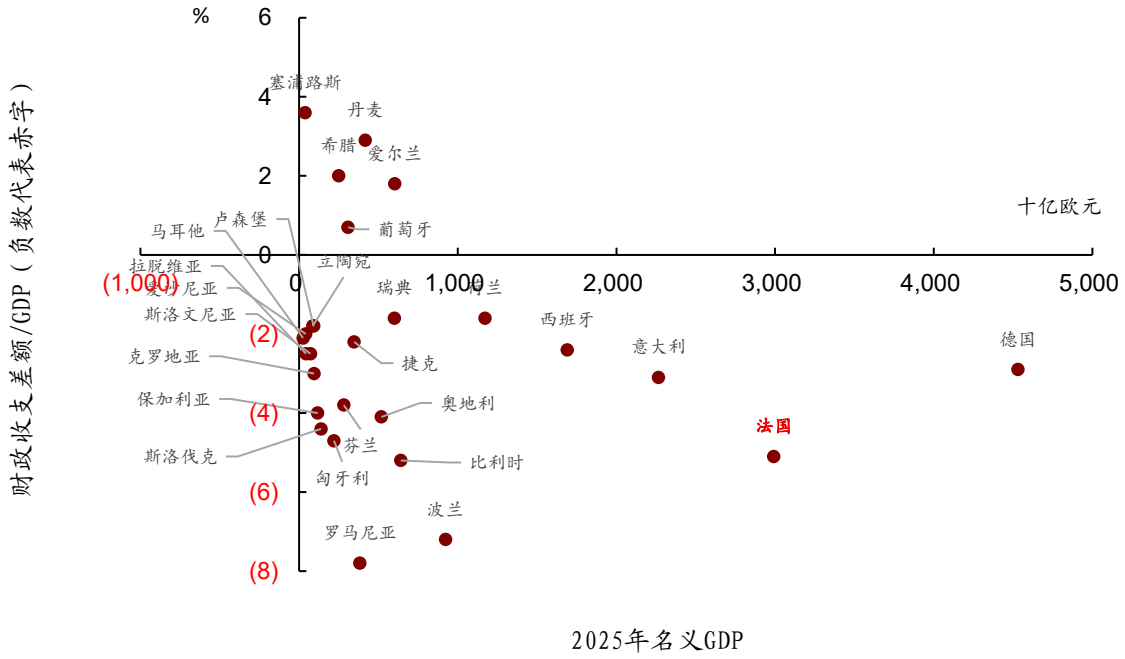


资料来源：iFinD，招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：2025 年欧盟各国名义 GDP 规模与财政收支差额占 GDP 的比例



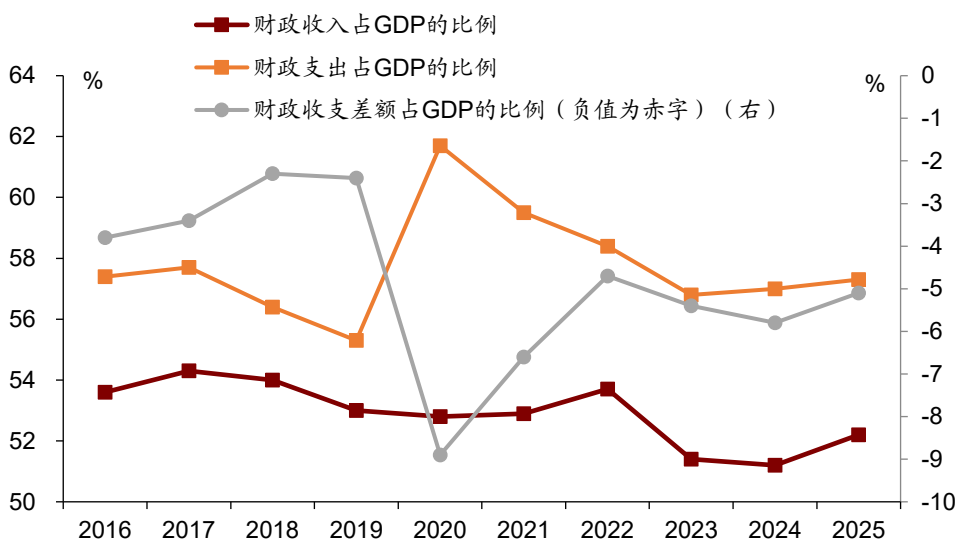
资料来源：iFinD，招商证券

拆解法国财政收支的详细数据可以发现，法国财政收支结构呈现政府雇员和社会福利支出刚性、税收与社会缴款明显下降的结构性矛盾。2016 年至 2025 年，法国支出总计从 12806 亿欧元增至 17141 亿欧元，增长 33.9%；收入总计从 11966 亿欧元增至 15625 亿欧元，增长 30.6%，支出增速快于收入增速。福利支出及其他转移从 7634 亿欧元增至 9630 亿欧元，2025 年占总支出约 56.2%，占 GDP 约 32.2%，是最主要的支出项目。利息支出从 424 亿欧元增至 657 亿欧元，劳动者报酬从 2948 亿欧元增至 3700 亿欧元，均体现出支出刚性。收入端税收与社会缴款从 11065 亿欧元增至 13741 亿欧元，但其占 GDP 比例从约 49.6%降至约 45.9%。财政收入占 GDP 比例从 2016 年的 53.6%降至 2025 年的 52.2%，而支出占 GDP 比例仅从 57.4%微降至 57.3%，赤字率则由 3.8%扩大至 5.1%。这说明法国财政矛盾的核心在于支出难以压降且收入占 GDP 比例下滑。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

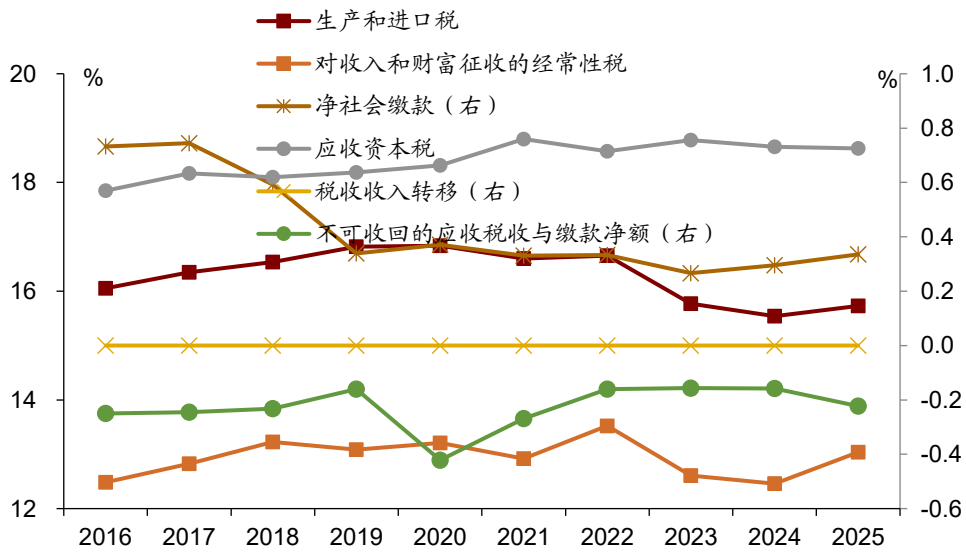
下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：法国 2016-2025 年财政收入、支出、赤字占 GDP 的比例



资料来源：iFinD，招商证券

图 4：法国财政收入各分项占 GDP 的比例

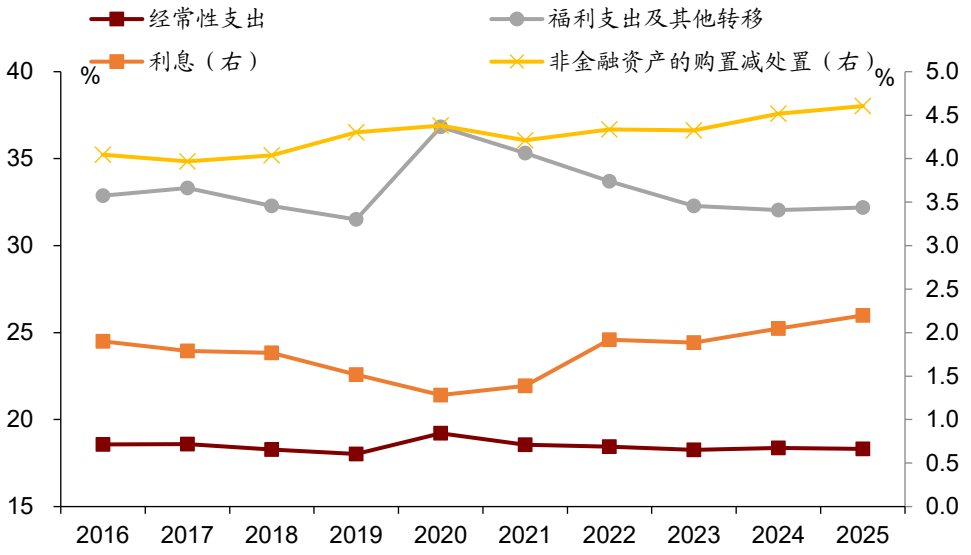


资料来源：iFinD，招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：法国财政支出各分项占 GDP 的比例



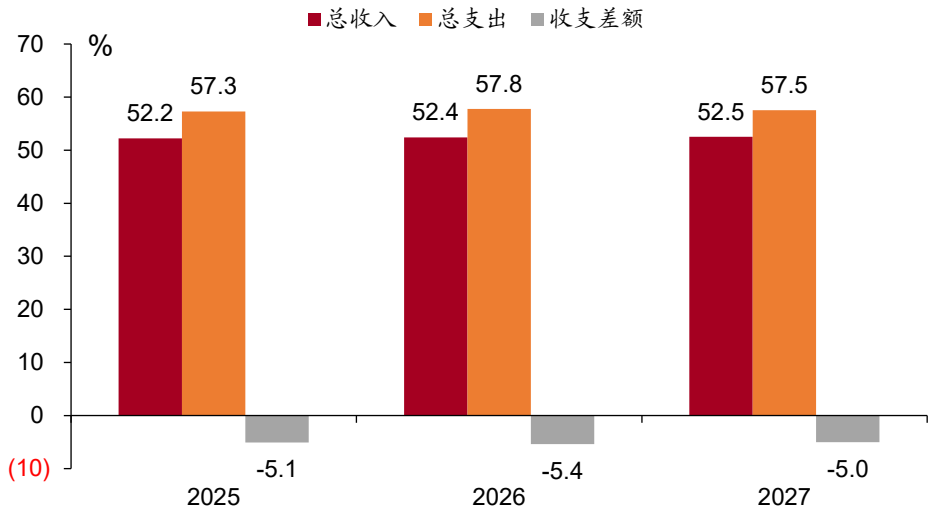
资料来源：iFinD，招商证券

2027 年预算案以压降支出和提高收入为调整方向，支出端压降主要来自政府雇员报酬和社会福利，而利息支出上升进一步压缩本已有限的腾挪空间，收入端则体现为提高经常税收和社会缴款。从支出细分项看，雇员报酬占 GDP 比例从 2026 年的 12.4%降至 2027 年的 12.3%，社会福利与社会转移从 25.8%降至 25.6%，中间消耗从 5.6%降至 5.5%，资本转移从 1.4%降至 1.3%，但利息支出从 2.6%升至 2.9%，其他支出从 3.9%升至 4.0%，利息支出上升部分抵消了可控支出的压降效果。从收入细分项看，社会保险缴款从 16.9%升至 17.1%，经常性收入和财产税从 12.8%升至 12.9%，但财产收入从 0.7%降至 0.6%，其他收入从 5.3%降至 5.2%，强制性征缴从 43.5%降至 43.3%。2027 年总支出占 GDP 比例为 57.5%，仍高于 2025 年的 57.3%；总收入占比为 52.5%，较 2026 年提高 0.1 个百分点；收支差额为-5.0%，较 2026 年收窄 0.4 个百分点，但仍明显高于欧元区 3.0%的赤字率水平，预算调整更多是边际修补而非结构性收缩。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

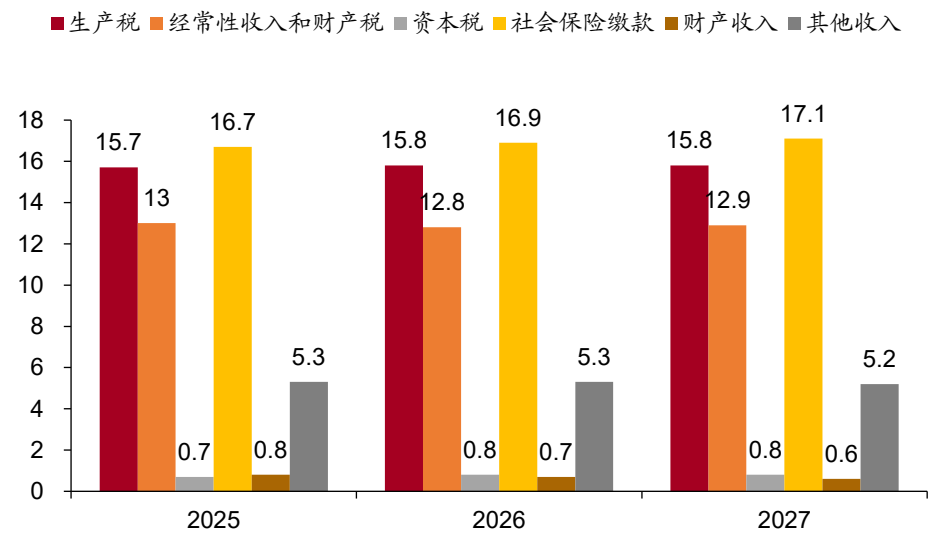
下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：法国 2027 年财政预算案收入、支出、差额占 GDP 的比例变化



资料来源：iFinD，招商证券

图 7：法国 2027 年财政预算案收入各分项占 GDP 的比例变化

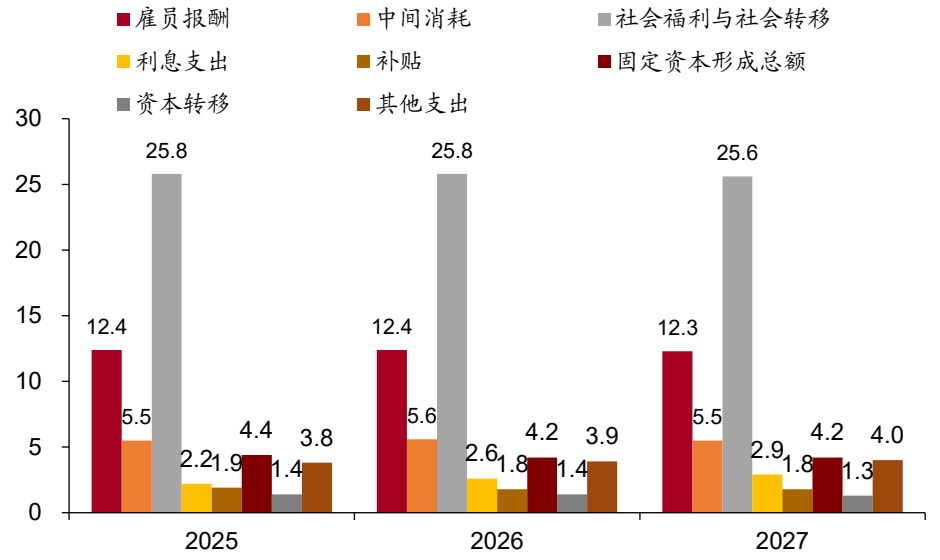


资料来源：iFinD，招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：法国 2027 年财政预算案支出各分项占 GDP 的比例变化



资料来源：iFinD，招商证券

法国财政矛盾积累已久，2027 年预算试图增加税收和降低社会福利支出，成为近期政治局势和社会局势的导火索。财政调整同时触及家庭、企业和地方政府的成本分担，增税措施容易引发企业和高收入群体的抵制，福利压降则容易引发工会和左翼阵营的反对。法国财政支出中社会福利和雇员报酬占比较高，收入端又缺乏足够弹性，预算调整难以在不触动既得利益的情况下完成。财政矛盾因此从技术性预算问题转化为政治和社会冲突的焦点，预算案的可接受性和可执行性同时下降。

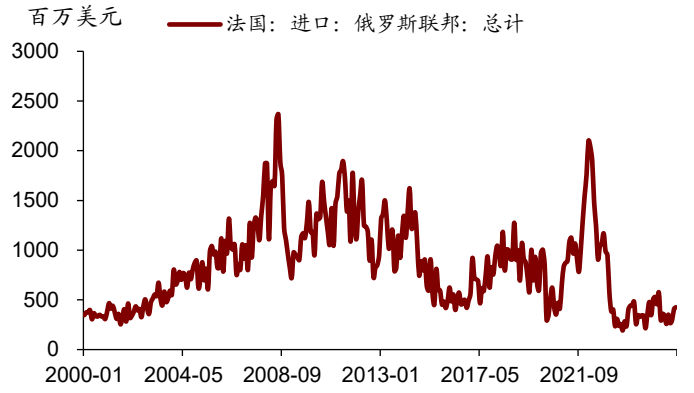
二、内外部经济压力共同放大法国财政风险

从外部来看，欧洲能源贸易中断引发的通胀中枢上移，叠加美伊冲突的进一步催化，导致欧央行维持高利率环境，成为法国高债务压力加速爆发的关键催化剂。2022 年俄乌冲突爆发后，欧洲切断了与俄罗斯的能源贸易往来，直接推升了欧洲的通胀中枢。此后美伊冲突等地缘风险进一步加剧了能源供应中断的担忧，再次推升通胀压力。在这一逻辑链条下，欧洲央行被迫维持高利率环境，无风险利率中枢显著上移。对于债务高企的法国而言，这打破了低通胀场景下依靠极低利率长期平滑债务的空间，使得存量债务的滚动压力骤然显性化。若未来欧洲进一步面临与中国贸易摩擦扩大等供应链扰动，其财政与融资环境将面临更严峻的考验。但在高福利刚性尚未实质性削减之前，法国及欧洲实际上已无力兼顾外部产业贸易竞争与内部福利支出的双线压力。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

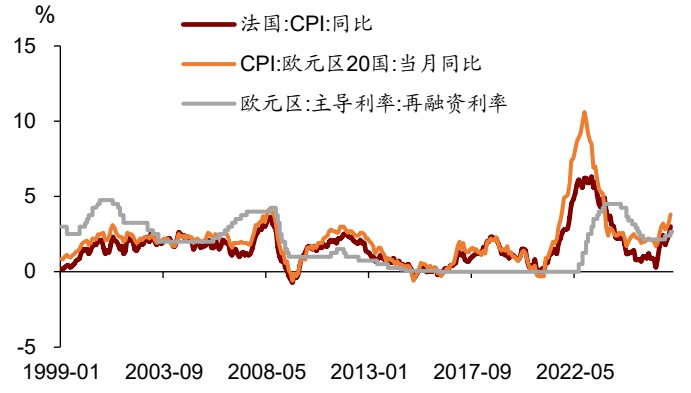
下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：法国从俄罗斯进口规模



资料来源：iFinD，招商证券

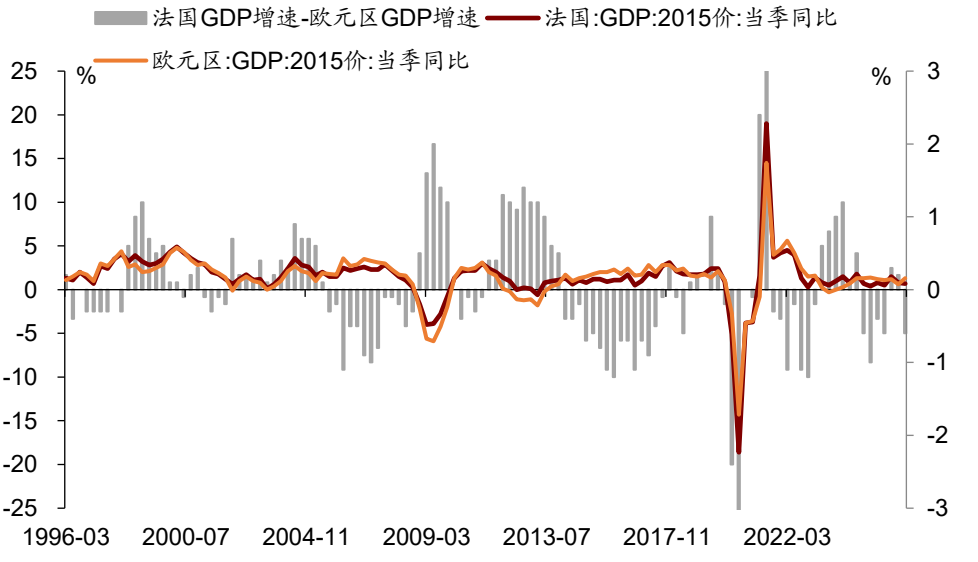
图 10：法国、欧元区 CPI 与欧央行政策利率



资料来源：iFinD，招商证券

从内部来看，2014 年以来法国经济增长相对欧元区总体偏弱，多个阶段成为欧元区经济的拖累，削弱了财政收入增长的基础。2014 年四个季度法国 GDP 同比分别低于欧元区 0.4、0.4、0.2 和 0.7 个百分点，2015 年四个季度差距扩大至 0.6、0.8、1.1 和 1.2 个百分点，2016 年仍低 0.7 至 1.1 个百分点。2017 年至 2019 年法国与欧元区增速互有高低，但 2020 年疫情冲击期间法国降幅明显大于欧元区，2020 年第二季度法国 GDP 同比下降 18.6%，欧元区下降 14.3%。2022 年第三季度和第四季度法国分别低于欧元区 1.1 和 1.2 个百分点。2025 年前三个季度法国分别低于欧元区 1.0、0.4 和 0.6 个百分点，2026 年第二季度仍低 0.6 个百分点。

图 11：法国经济增速与欧元区整体经济增速对比



资料来源：iFinD，招商证券

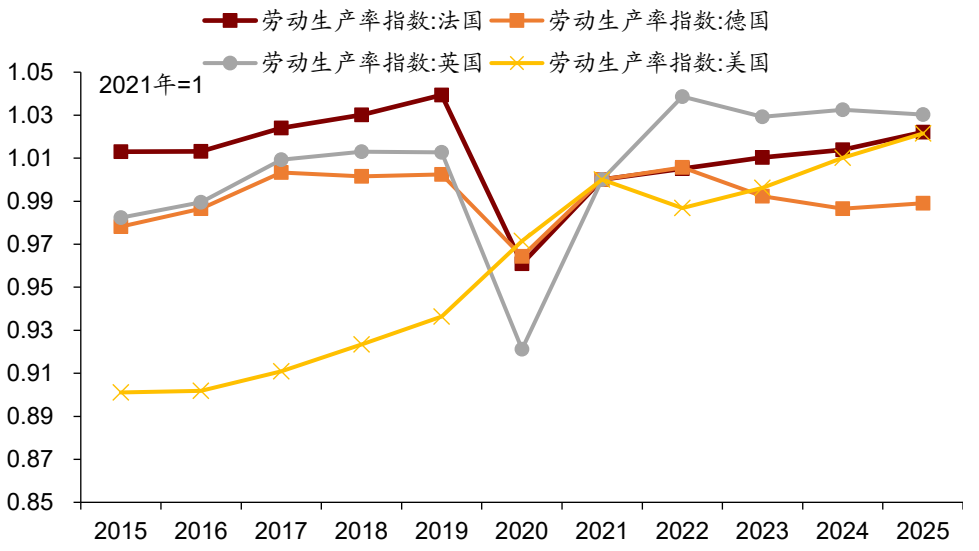
法国生产率增长长期停滞，前沿科技领域竞争力减弱，内生增长动能不足，税基扩张乏力使财政收入的可持续增长缺乏稳固基础。以 2021 年为基期（2021 年=1）的劳动生产率指数显示，法国 2019 年该指数为 1.04，2025 年降至 1.02，不仅未能实现增长，反而尚未恢复到疫情前水平。同期美国从 2019 年的 0.94 升至 2025 年的 1.02，英国从 1.01 升至 1.03，法国在主要发达经济体中的生产率表现明显落后。法国在人工智能等前沿领域的全球竞争中处于明显弱势。根

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

据斯坦福大学《2026 年 AI 指数报告》，2025 年美国私人 AI 投资约 2859 亿美元，中国为 124 亿美元，而法国仅 43.6 亿美元，不足中国的三分之一。法国虽拥有欧洲领先的大语言模型 Mistral AI，但面临融资乏力、算力和云基础设施薄弱、训练数据缺乏等结构性短板。法国在哈佛大学贝尔弗中心 2025 年关键与新兴技术指数中半导体仅列全球第 12 位，远落后于亚洲主要经济体和美国。生产率增长缓慢和前沿产业竞争力不足，意味着单位劳动产出提升有限，企业盈利和居民收入扩张受到制约，经济整体的产税能力随之下降。税基扩张乏力使财政收入的可持续增长缺乏稳固基础，法国财政的收支失衡因此难以依靠经济增长自行修复。

图 12：法国劳动生产率与发达经济体劳动生产率对比



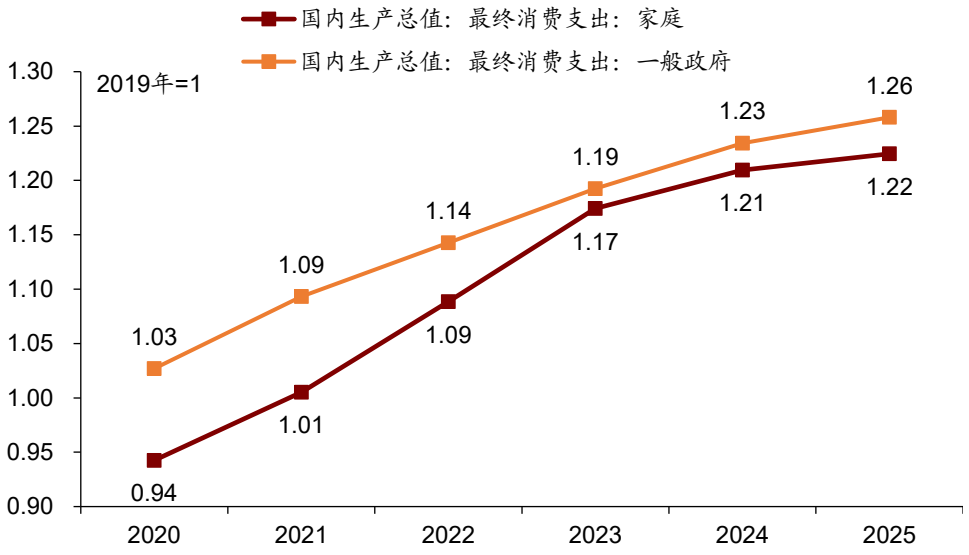
资料来源：iFinD，招商证券

2020 年以来法国经济增长高度依赖政府消费与政府投资的驱动，这种模式在支撑总需求的同时也导致了财政支出刚性加剧和私人部门产税能力下降。从消费端看，以 2019 年为基期，政府最终消费在 2020 年即达到 1.03 倍，并持续稳步攀升至 2025 年的 1.26 倍，而家庭最终消费在 2020 年大幅收缩至 0.94 倍，至 2025 年仅恢复至 1.22 倍，政府消费增长显著快于家庭消费，成为拉动总需求的主要力量。从投资端看，一般政府固定资本形成总额呈现稳定且强劲的增长态势，至 2025 年达到基期的 1.31 倍，高于非金融企业投资的 1.29 倍和家庭投资的 1.02 倍，公共投资在很大程度上填补了部分私人投资疲软的缺口。这种由政府部门主导的增长模式直接固化了财政支出结构。政府消费和投资深度嵌入经济循环，使得相关公共支出难以压降，财政刚性特征日益凸显。同时，家庭消费复苏迟缓和部分私人投资相对低迷，意味着私人部门的经济活力尚未充分释放，直接削弱了经济整体的产税基础。税基扩张乏力与支出刚性并存，进一步加剧了法国财政收支的长期失衡。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

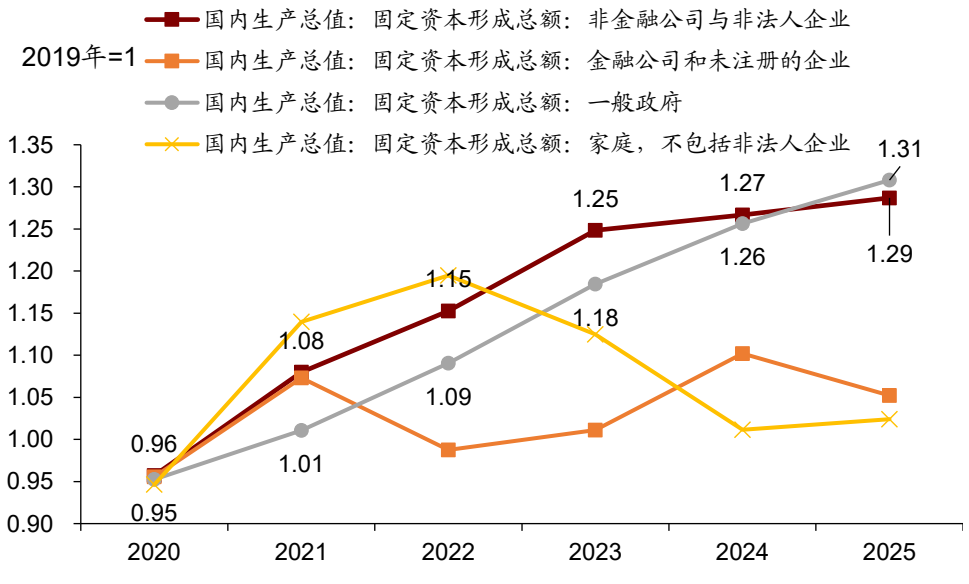
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：2020 年以来法国 GDP 中家庭最终消费与政府最终消费增长情况



资料来源：iFinD，招商证券

图 14：2020 年以来法国 GDP 中政府投资与非政府投资增长情况



资料来源：iFinD，招商证券

三、法国政治程序混乱对财政整顿的约束

法国国家预算案的审议过程表明，各党派基于不同政策诉求从相反方向形成否决同盟，导致预算案难以形成跨党派多数。2026 年预算案在国民议会财政委员会一读阶段，收入部分和支出部分先后被否决，支出部分涉及农业、文化、生态、教育、司法、卫生及科研等 8 项任务预算均未获通过。各党派的反对理由截然不同，左翼批评财富征税不足和公共服务削减，右翼和国民联盟批评企业加税过多和节支不力，绿党因生态拨款被否决而反对，社会党则选择弃权。参

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

议院再次审议时，多数认为国民议会版本减赤不足，预算赤字相对原案增加逾100 亿欧元。2027 年预算案的遭遇如出一辙，财政委员会修改后的收入方案同时引发左翼对财富征税不足的批评，以及右翼和国民联盟对加税和节支不足的反对，最终收入组合未获多数被否决。这种多向否决格局意味着议会中不存在可被整合的财政共识。

社保融资法案的反复否决进一步显示，法国财政整顿的核心争议已固化为党派利益博弈，常规程序与宪法工具均难以达成实质妥协。2025 年社保融资法案在委员会一读阶段被一致否决，医保支出目标和养老金延迟调整条款遭删除，政府使用宪法第 49.3 条后，不信任动议以 331 票通过，政府被迫辞职。2026 年社保融资法案在委员会再次审议中被否决，参议院认为国民议会恢复暂停 2023 年退休制度改革削弱了财政整顿，社保赤字由原案 175 亿欧元扩大至 194 亿欧元，因而终止该轮审议。2027 年社保融资法案同样在委员会一读阶段被否决，各方围绕养老金随通胀调整的门槛激烈博弈，委员会修改后的赤字规模达约 213.9 亿欧元，明显偏离政府 127 亿欧元的目标。

政治程序混乱使得财政整顿目标在妥协中不断降级，财政纪律的严肃性已被实质性削弱。预算案在各党团的双向否决中反复搁置，社保法案在控支条款屡遭删除后勉强过关或陷入僵局，财政调整的力度被不断压缩。参议院指出 2026 年国家预算赤字相对原案增加逾 100 亿欧元，2027 年社保赤字估算较政府目标近乎翻倍，均是这一降级过程的直接体现。预算案即使最终艰难生效，其削减赤字和严肃财政纪律的功能也大打折扣。政治程序由此不仅构成财政整顿的外部阻力，更成为法国财政风险持续发酵的内生机制。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：2025 年以来法国财政预算案否决情况总结

事件日期	预算年度	机关与审议阶段	否决原因
2025 年 10 月	2026	国民议会财政委员会一读	委员会保留养老金 10%税前扣除，并通过恢复较严格退出税、提高大型数字企业税及调整若干企业税等措施；左翼倡议的“祖克曼税”未获通过。EPR 是唯一支持最终文本的党团；MoDem、Horizons 弃权，左翼、国民联盟及多数共和右派反对。反对理由包括新增税负过重、原有增收措施被削弱，以及财富税改革不足，方向并不一致。
2025 年 11 月	2026	国民议会财政委员会一读	委员会先后否决农业、文化、生态、教育、司法、卫生及科研等 8 项任务预算；对其他任务又进行了增拨或调拨，最终组合缺少整体支持。 EPR、共和右派、Horizons 及国民联盟批评削减支出不足；绿党因生态任务拨款被否决、认为生态政策受损而反对，LFI 和 GDR 也表态反对，社会党弃权。 多方从相反方向否定修改后的支出组合。委员会否决支出部分。
2025 年 11 月	2026	国民议会一读	全院通过的收入修正使部分企业税负增加，但左翼主张的高额财富最低税等措施未获通过，因而同时触及不同阵营的反对理由。 政府支持阵营批评企业加税过多，认为妨碍投资和增长；左翼认为富裕群体承担仍不足，难以替代对公共服务的削减；国民联盟等也未支持最终版本。 各阵营均未接受最后形成的收入组合，收入部分被否决后，全案在一读被视为否决，转交参议院继续程序。
2026 年 1 月	2026	国民议会财政委员会再次审议	委员会再次审议参议院通过的 2026 年预算，继续调整税收方案；当时政府与社会党尚未达成稳定的预算或不倒阁协议。 部分事项能获得支持，例如所得税税档随通胀调整、保留养老金扣除及不对特定长期病患补助征税；另有扩大财富税税基的修正获通过，但企业利润附加税等关键收入安排仍无共识。 零散税收共识未转化为对完整收入部分的多数支持，1 月 9 日收入部分被否决。
2026 年 1 月	2026	国民议会财政委员会再次审议	1 月 9 日收入部分被否决后，委员会于 10 日继续审查支出，最终也未批准支出部分及预算整体安排。 议员围绕控支力度、公共服务与生态投入、税负及社保政策仍未形成整体妥协；委员会审议结束时，各阵营距共同方案并未拉近，政府与社会党之间的不倒阁协商也尚未完成。
2026 年 1 月	2026	参议院再次审议	参议院多数认为政府与国民议会形成的版本减赤不足，赤字目标已放宽至约 GDP 的 5%；其审议材料还指出国家预算赤字相对原案增加逾 100 亿欧元，并担忧债务和偿债负担上升。 企业利润附加税高于原拟水平，企业增加值缴费（CVAE）原定减税被取消，参议院认为这会加重企业负担、影响投资；部分收入预测也被质疑缺乏足够可靠的依据。 参议院多数否定整套财政平衡，使再次审议终止。
2026 年 1 月	2026	国民议会财政委员会最终审议	委员会主席批评对公共服务的削减及税负分配不公，认为财富与大企业承担不足；社会党虽认可对部分家庭和中小企业的保护，仍因税收公平、教育岗位等问题投反对票。 部分政府支持者和总报告员弃权，认为预算需尽快出台，但结构性节约不足，企业附加税、取消 CVAE 减税及削减“法国 2030”投资等安排亦有问题。
2026 年 10 月	2027	国民议会财政委员会一读	委员会修改后的收入方案同时引发左翼对财富征税不足的批评，以及右翼、国民联盟对加税和节支不足的反对；养老金税收扣除上限收紧等原定增收措施也被删除。 仅 EPR 支持最终版本；MoDem 弃权，其余多个党团反对。总报告员 Juvin 估计修正案会使赤字恶化约 1[illegible]亿欧元，赤字率可能升至 5.35%—5.4%，高于政府 5%的目标；这是报告员的当时估算。 收入组合未获跨党派多数，最终被否决。

资料来源：法国国民议会、法国参议院，招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：2024 年以来法国社保融资法案否决情况总结

事件日期	预算年度	机关与审议阶段	否决原因
2024 年 12 月	2025	国民议会 49.3 条程序	巴尼耶政府于 12 月 2 日对 2025 年社保融资法案使用 49.3 条，试图在没有全院普通表决的情况下通过文本，反对党随后提出不信任动议。 左翼反对紧缩、养老金及医疗控支方案，认为损害购买力和公共服务；国民联盟认为政府在养老金、医疗报销及整体预算政策上的让步仍不足，并决定支持倒阁。 12 月 4 日，左翼提出的动议获 331 票达到通过门槛，政府必须辞职，49.3 条所绑定的该文本未获通过。
2025 年 1 月	2025	国民议会社会事务委员会再次审议	倒阁后新政府将 2025 年社保赤字预期由约 160 亿欧元调至 230 亿欧元，并把医保支出增幅由 2.8%提高至 3.3%，但未消除分歧。 委员会再次删除缩减雇主社保缴费减免的措施，部分政府阵营和国民联盟支持删除，左翼则批评放弃可用于社保的收入；参议院提出的每年增加 7 小时无薪劳动方案也被删除。 即使部分紧缩措施被撤回，各派仍无法就社保收入来源、支出保障及改革方式形成多数，修改后的全案在再次审议中又被否决。
2024 年 10 月	2025	国民议会社会事务委员会一读	政府原案将医保支出增幅设为 2.8%，要求约 49 亿欧元控支，并计划把养老金按通胀上调的时间从 1 月推迟至 7 月，以节省约 40 亿欧元。 议员一致删除医保支出目标条款，担心医院无法承受；又删除养老金延迟调整、缩减雇主社保缴费减免及向部分学徒征收 CSG/CRDS 等条款，政府支持阵营部分议员也参与删除。 多轮改写后，各党团均不满意最终组合，委员会一致否决全案。各方对具体措施的反对理由并不完全相同。
2025 年 11 月	2026	国民议会社会事务委员会再次审议	两院对社保预算协商未达一致后，国民议会再次审议参议院修改过的文本。委员会恢复暂停 2023 年退休制度改革的措施，并重新处理养老金及福利调整等争议条款。 各方对暂停退休改革、养老金和社会福利是否冻结、如何增加社保收入及分担控支成本，仍无共同方案。 修改后的总体方案未形成多数，委员会否决全案。
2025 年 12 月	2026	参议院再次审议	参议院认为，国民议会再次审议后的方案削弱财政整顿。按当时文本预测，社保赤字由原案 175 亿欧元扩大至 194 亿欧元；若剔除国家向社保转移资金的影响，参议院认为实质缺口更大。 国民议会恢复暂停 2023 年退休改革，撤销参议院提出的养老金冻结及增加无薪工作时间等措施，参议院多数认为关键控支修改被推翻。 多数参议员判断继续逐条讨论难以促成双方妥协，终止该轮审议。
2026 年 10 月	2027	国民议会社会事务委员会一读	政府希望把 2027 年社保赤字降至 127 亿欧元，低于 2026 年预计 218 亿欧元，拟以较大幅度节约支出实现。争议集中于养老金：原案仅保证月养老金不超过 1260 欧元者完全随通胀调整，其余人可能低于通胀上调或被冻结。 从国民联盟、共和右派到社会党、绿党和 LFI，多组议员支持删除该养老金条款；多项其他条款也被删除。总报告员估算，委员会修改后的赤字约 213.9 亿欧元，明显偏离政府目标。

资料来源：法国国民议会、法国参议院，招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

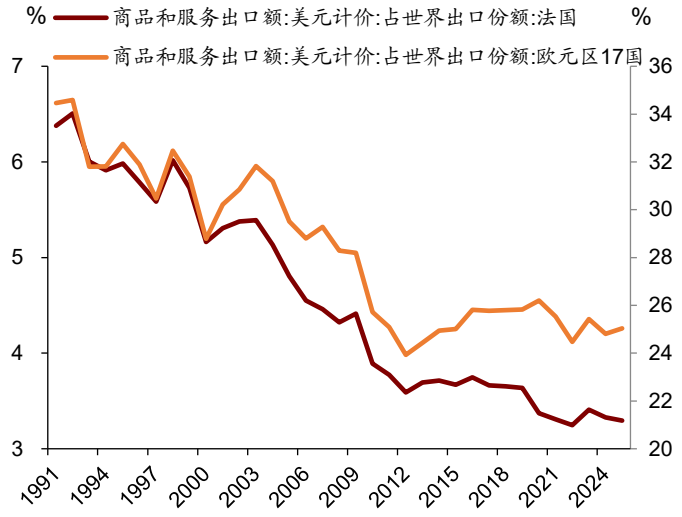
下载日志已记录，仅供内部参考

四、欧元区经济与财政风险的共性

法国财政风险并非孤立现象，出口竞争力、通胀与货币政策、财政驱动增长以及债务利率上升在欧元区层面均有体现，法国的现状只是这些共性矛盾在较高债务水平上的集中表现。

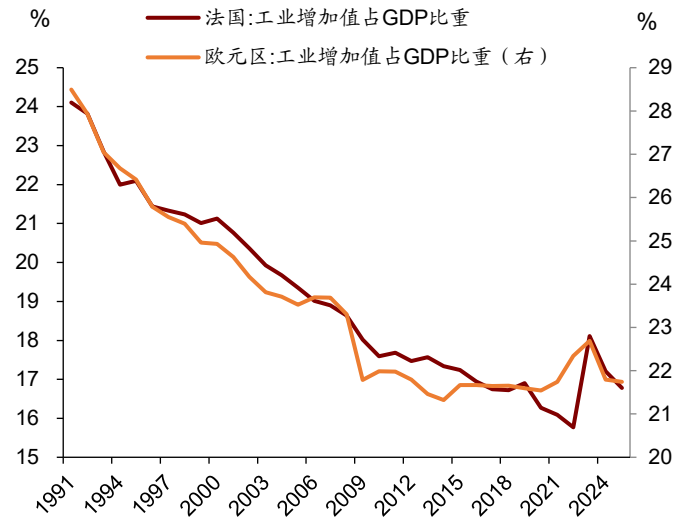
欧洲工业在全球市场的份额收缩，法国工业基础相对更弱，出口和工业税基对财政收入的支撑下降。法国商品和服务出口额占世界出口份额从 2016 年的 3.7482%降至 2025 年的 3.2936%，下降约 0.45 个百分点；欧元区 17 国从 2016 年的 25.8148%降至 2025 年的 25.0363%，下降约 0.78 个百分点。2027 年预测值显示法国为 3.3611%，欧元区 17 国为 24.9818%，仍低于 2016 年水平。2025 年法国工业增加值占 GDP 比例为 16.777%，欧元区为 21.740%，法国低约 4.96 个百分点。

图 15：欧元区与法国全球出口份额变化



资料来源：iFinD，招商证券

图 16：欧元区与法国工业增加值占 GDP 比重



资料来源：iFinD，招商证券

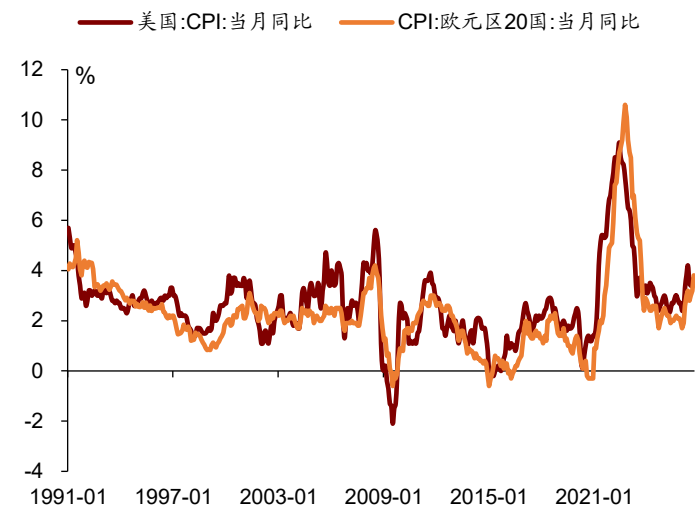
欧元区与美国经济通胀周期高度同步，导致欧洲货币政策空间受到美国周期的强烈牵制。基于长期历史数据的复盘，美欧 CPI 走势在历次通胀周期中均呈现高度一致性，当前欧美同样面临通胀中枢上移的压力。这种周期同步性意味着，如果美国为应对通胀压力而维持较高的利率水平，欧洲央行在制定货币政策时也将面临同步紧缩的外部约束，美欧同步加息周期远未结束。对于债务水平较高的欧元区而言，高利率环境直接推升了各国的融资成本，抑制了投资和消费需求，使得通过宽松货币政策刺激经济增长的路径受阻。

欧元区经济在高油价时期的经济韧性明显弱于美国。历史数据表明，在历次原油价格大幅上涨的周期中，欧元区经济受到的负面冲击均大于美国。由于欧元区经济高度依赖外部能源进口，油价上涨直接抬升了制造业生产成本并削弱了居民购买力，导致经济增速出现明显下滑。相比之下，美国依托相对多元的能源结构以及更具弹性的财政支撑，在应对高油价冲击时表现出更强的抗压能力。这种结构性差异使得欧元区在面临输入型通胀和外部冲击时，经济基本面的脆弱性更加突出，财政收支平衡也面临更大的恶化风险。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

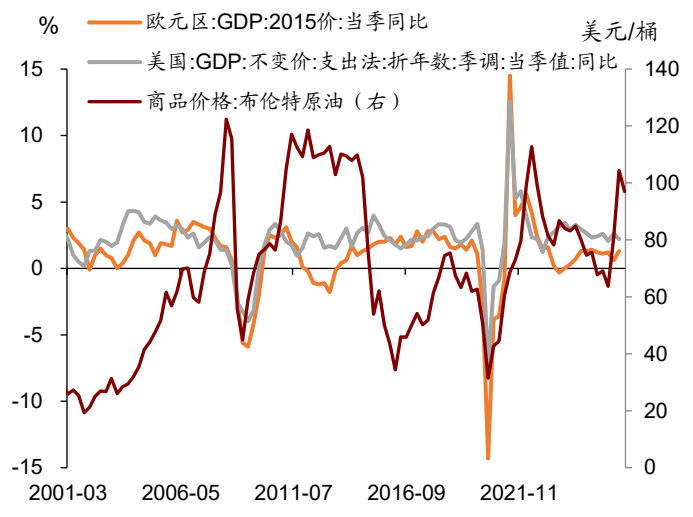
下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：美国与欧元区通胀走势



资料来源：iFinD，招商证券

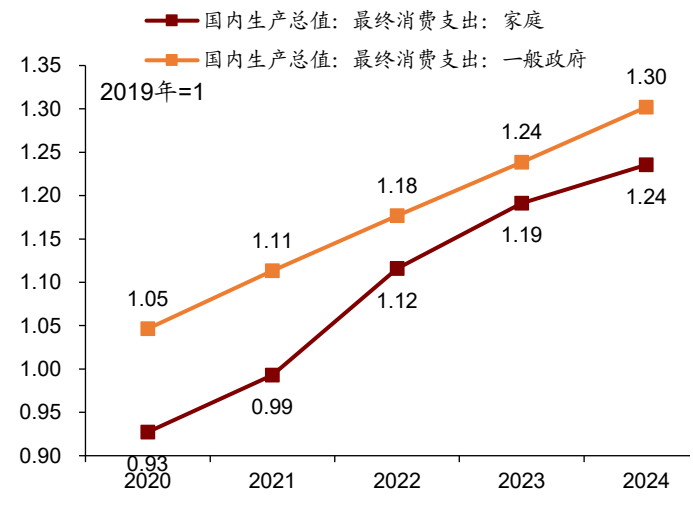
图 18：高油价时期美国与欧元区经济增速比较



资料来源：iFinD，招商证券

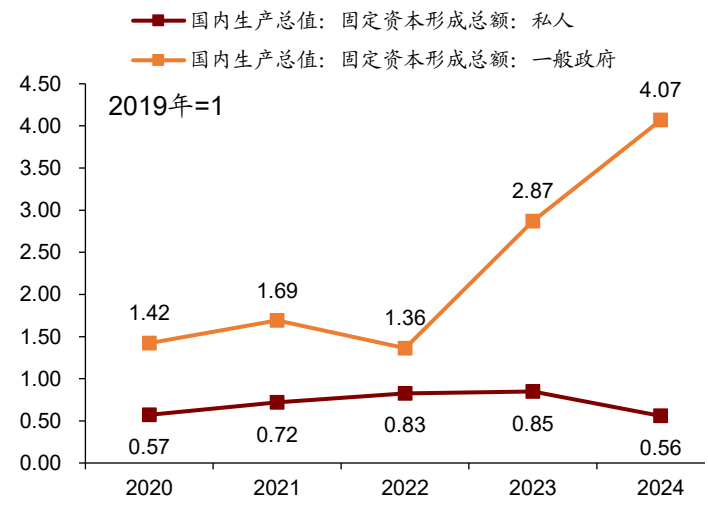
2020 年以来欧元区经济增长同样受到财政驱动，私人部门内生增长动能明显不足。这种过度依赖政府支出的增长模式直接固化了各国的财政刚性，公共部门在经济中的比重上升与私人部门活力下降并存，削弱了税基的长期扩张能力，进一步挤压了未来财政整顿的空间。从最终消费来看，以 2019 年为基期，至 2024 年欧元区一般政府最终消费指数升至 1.30，而家庭最终消费指数仅为 1.24，家庭消费复苏明显慢于政府消费。从投资来看，政府部门与私人部门的分化更为剧烈，2024 年一般政府固定资本形成总额指数飙升至 4.07，而私人固定资本形成总额指数则由 2023 年的 0.85 显著回落至 0.56。政府消费和公共投资的强劲扩张在很大程度上掩盖了私人投资萎缩和居民消费疲软的事实，支撑了欧元区的整体增长。

图 19：2020 年以来欧元区 GDP 中家庭最终消费与政府最终消费增长情况



资料来源：iFinD，招商证券

图 20：2020 年以来欧元区 GDP 中私人投资与政府投资增长情况



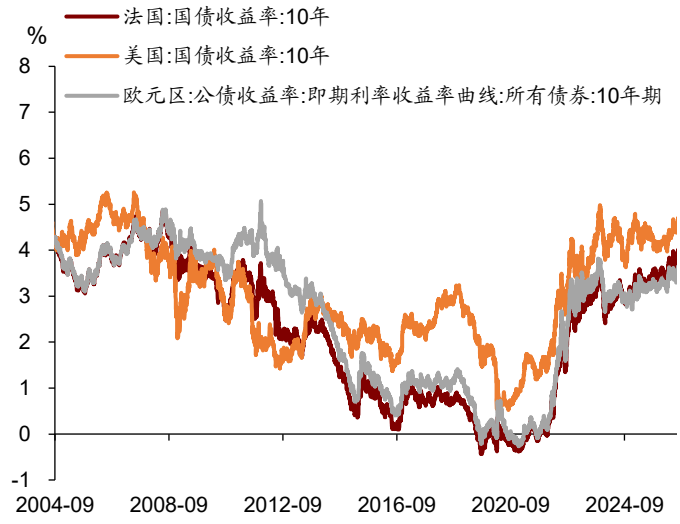
资料来源：iFinD，招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

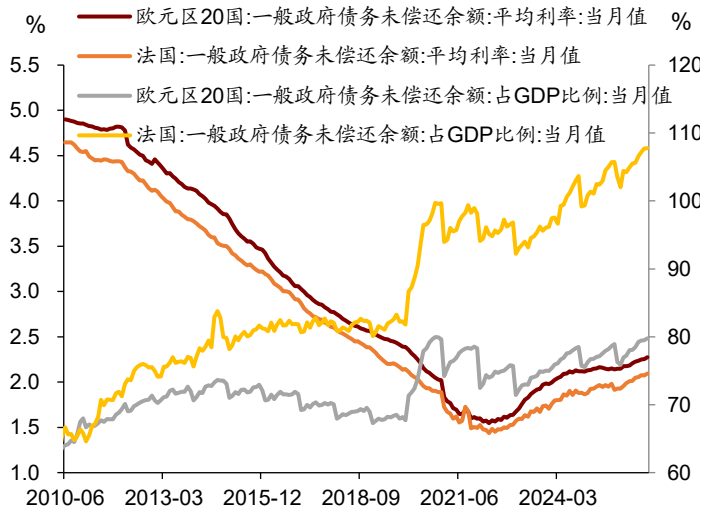
整个欧元区财政也面临债务上限不断突破，而存量债务平均利率已经开始快速上升，财政风险呈现出强烈的区域性共性。2025 年欧盟 27 国一般政府债务占 GDP 比例为 81.5%，欧元区 21 国为 87.3%，法国则高达 115.7%，债务规模已显著突破传统警戒线并仍在高位徘徊。与此同时，欧元区 20 国一般政府债务平均利率从 2024 年 12 月的 2.115%升至 2026 年 9 月的 2.2739%，法国从 1.866%升至 2.0953%。尽管法国存量债务的平均利率略低于欧元区整体，但其边际融资成本上升更为剧烈，2026 年 10 月 23 日法国 10 年期国债收益率达到 5.028%，明显高于欧元区 10 年期公债收益率的 4.10374%。存量债务的持续扩张与平均利率的快速攀升相互叠加，使得法国和欧元区整体的利息支出负担急剧加重。

图 21：美国与欧元区国债收益率变化



资料来源：iFinD，招商证券

图 22：法国与欧元区政府债务规模占 GDP 比例与平均利率



资料来源：iFinD，招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中， A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster