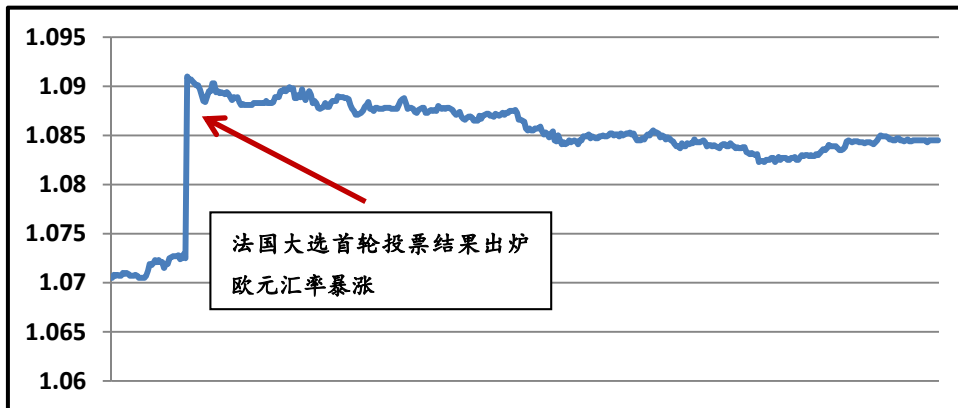


法国主权信用观察：首轮大选结果出炉 符合市场预期

研发部 余潜

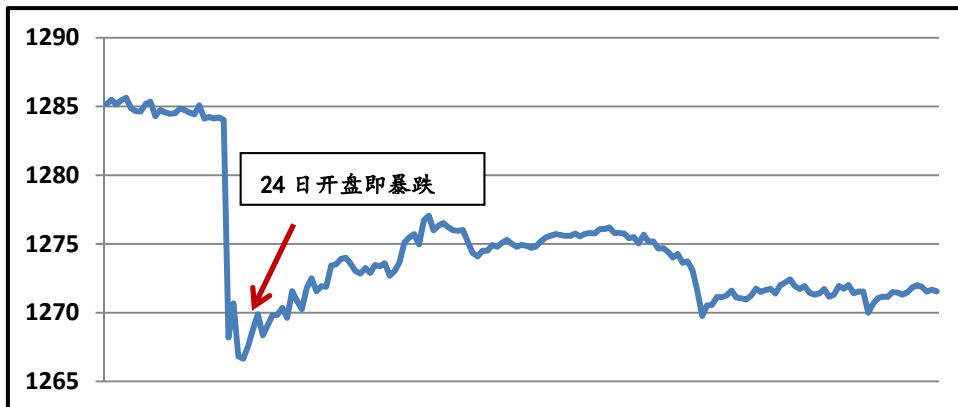
北京时间4月24日凌晨3点，被认为是近年来最难预测的法国大选首轮投票结果出炉：中间派候选人埃马纽埃尔·马克龙和极右翼候选人玛丽娜·勒庞分别获得23.7%和21.7%的有效选票而胜出。根据法国总统选举的两轮选举制，由于此次没有候选人在首轮选举中获得过半选票，所以马克龙和勒庞将于5月7日参加第二轮也是最终轮的选举，此轮中得票多者将当选法国新一任总统。受到大选首轮结果出炉的影响，欧元兑美元汇率大涨超过2%，触及五个半月来的新高；美元指数则跌破99的关口；具有避险属性的黄金和日元遭遇重挫。这表明市场普遍看好马克龙在下一轮选举中战胜极端保守的勒庞，最终赢得大选。市场担忧情绪较前段时间得到有效释缓，乐观情绪普遍升温，整个欧洲金融市场行情也随之高涨。

图表1：4月23日欧元兑美元汇率走势图



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

图表2：4月22日至24日黄金价格走势图 单位：美元/盎司



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

一、政策主张：马克龙 PK 勒庞

马克龙风格理性稳健，属于“中间派”，曾担任法国总统首席顾问及经济部长，主张对经济及劳动力市场进行有效变革，支持欧盟一体化进程，并强调与欧洲其他国家进行合作，有较强的民众号召力，深受中产阶级及知识分子的欢迎；但是中间派的立场也导致其难以俘获极端选民的选票，胜选概率或受极端事件（如突发的恐怖袭击）带来的选民情绪短时间内的波动影响。马克龙若当选将成为拿破仑之后最年轻的法国领导人。

勒庞风格极端，坚决反对欧盟以及现行体制，并坚持驱赶非法移民，被称为“法国特朗普”，但她较特朗普有着更为丰富的从政经验，曾参加 2012 年的法国大选。勒庞激进的退欧倾向虽然不被主流精英所接收，但是却获得了一批不满现状的忠实选民的支持，其稳定的民调结果说明了身后选民的忠实程度非常高，虽然目前在首轮选举中得票率略低于马克龙，但不排除因极端事件爆发而增加其在第二轮选举中胜选的概率。若勒庞当选，法国或将奉行“孤立保守主义”政策，脱欧风险加剧，欧元兑美元及欧盟主要股指均面临大幅下跌的风险。

图表 3：马克龙和勒庞的政策主张

候选人	党派	政策主张
马克龙	中间派 前进党	支持全球化，反对贸易保护主义，主张加强欧盟内部合作，加强欧元地位；提出“自由、平等、博爱”的口号，承诺将带来一个现代化的法国；主张差异化征税，削减政府开支；持自由主义的观点，其平衡改革与民众诉求的能力较强。
勒庞	极右翼 国民阵线	反自由贸易，反全球化，反移民，反欧盟和人员自由流动；提出“法国优先”的口号，强调法国民族主义和边境控制，主张退出欧盟和欧元区，恢复法郎；承诺减税，减少小型和中性企业的工资税和企业税。

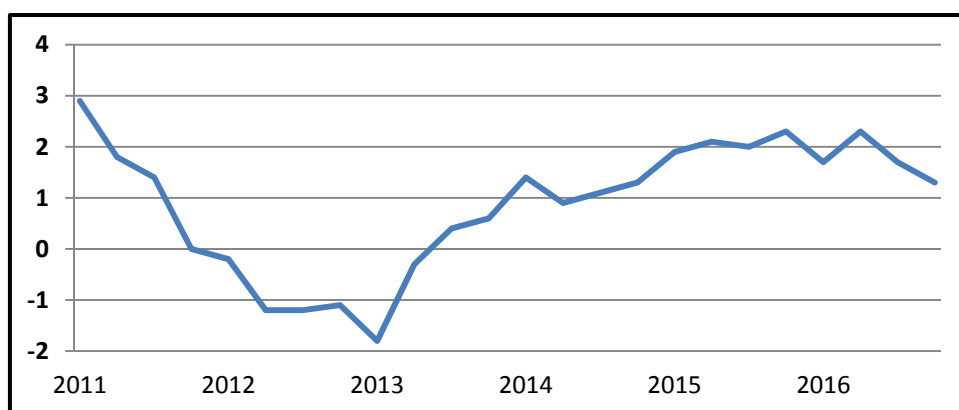
资料来源：新世纪评级整理

二、勒庞胜选概率较低的经济原因

（一）欧元区经济基本面持续改善

欧元区极右翼党派的崛起与欧债危机及欧元区内部发展的分化有着必然的联系，但从 2014 年开始，欧元区逐渐摆脱经济衰退，实现复苏，这在一定程度上遏制了欧洲民粹主义的进一步抬头。最近三年，欧元区 GDP 平均增速超过 1%，基本恢复到金融危机前的增长水平。

图表 4：2011 年以来欧元区 GDP 增速走势 单位 (%)

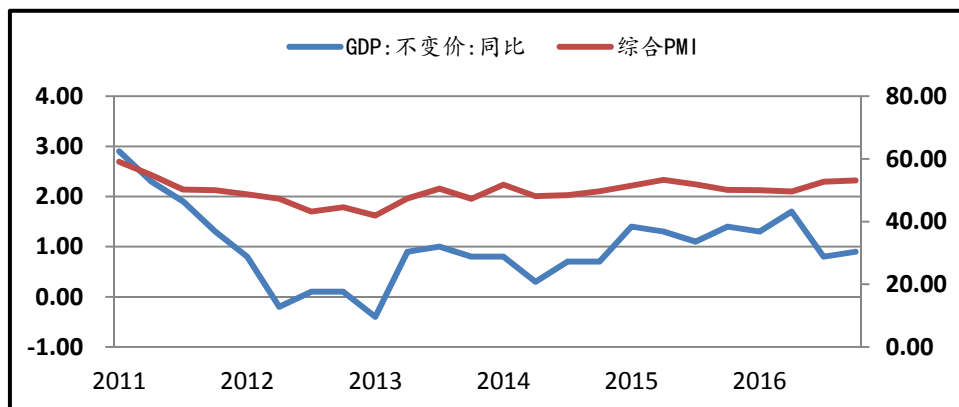


资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

（二）法国经济同样处于温和复苏阶段

除了欧元区整体经济形势向好外，法国自身经济状况同样表现尚可。2013 年以来法国经济始终处于温和复苏的阶段，部分指标仍保持上升态势或相对高位，根据最新公布的数据显示，4 月份法国综合 PMI 指数上升至 57.4，为 6 年来的最高点，甚至超越了同期德国的表现。正是基于国内良好的经济基本面，法国脱欧的情绪或被暂时抑制。

图表 5：2011 年以来法国 GDP 和 PMI 增长态势 单位 (%)



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

综合欧元区和法国近年来良好的经济复苏状况，民粹主义盛行的基本条件在被不断的削弱，勒庞及其所代表的法国民粹主义右翼极端势力也不能免受这一因素的影响。经济基础决定了勒庞的民粹主义理念很难被法国主流社会所认同，同样决定了其胜选的可能性较低。

三、法国大选背后的欧洲市场风险评估

马克龙最终胜出的可能性极高，符合市场普遍预期。尽管在首轮选举中，马克龙仅以微弱的优势领先勒庞，勒庞当选的风险仍为完全消除，但根据最新民调

统计显示，马克龙在第二轮选举中的胜率高达 66%，其理性风格及对欧盟的大力支持降低了市场对欧盟及欧元崩溃的担忧，市场避险情绪明显降温。市场做出如此预判的原因在于法国的两轮选举制度使得处于坚守极端政治立场的候选人往往处于劣势：进入第二轮选举时，中立和不那么极端的政党很可能组成联盟，共同击败极端政党。这个现象在法国历史上发生过数次。所以，此次法国大选第二轮的走势将会是马克龙联合第一轮中落选的共和党菲永、左翼阵线梅朗雄共组战线，大概率击败勒庞。

即使勒庞在第二轮大选中胜出，其极端主义政策顺利推行的可能性也很低。即便勒庞能够赢得总统大选，在 6 月份的议会选举中国民阵线也很难获得多数席位，届时很可能产生左右共治的局面（总统和总理分属不同政治阵营，总统为象征意义的国家元首，仅管理外交国防，而总理控制政府实权）。勒庞如能胜出，有可能举行法国版脱欧公投，但关于脱欧问题，民调显示仅有 33% 的受访选民支持脱欧，脱欧并非法国社会主流观念。不过，法国议会政党的分裂格局将可能导致部分政策（如削减政府开支养老金等改革措施）难以有效推行，不利于提升法国经济的活力与竞争力。

今年欧洲大选或带来市场波动，但引发全球金融市场系统性风险的可能性较低。从荷兰和法国大选的结果来看，今年欧洲大选并没有给全球市场带来巨大的扰动：欧洲政局动荡可能会在一定程度上导致资产价格波动，但考虑到极端政党即使在德法意总统大选中胜出，但仍很难在议会中实现“一党专政”，极端主义政策的推行必然会面临巨大的阻力，因此欧洲大选引发全球金融市场系统性风险的可能性较低。民粹政党在大选最终投票中支持率基本维持在 30% 以下，没有进一步攀升。未来市场的焦点将转向欧洲央行何时退出货币宽松政策，欧美货币政策走向不断分化的阶段已经结束，这将有助于提振欧元汇率，抑制美元不断上涨的势头，再加上全球经济周期的同步复苏，新兴市场风险得到逐渐释放，欧元区资本大规模流出的压力相对缓解。但是当前欧元区复苏态势的延续有赖于：法德政策协调的一致性、必要的财政刺激措施、以及结构性改革的有效推进；而民粹主义和政党分歧有可能导致改革推进受限，不利于充分激发经济内生性的增长动能，所以未来欧洲金融市场仍将存在一定的不确定性。