

法兰西共和国

本次评级结果

长期本币信用等级：AA_i+

长期外币信用等级：AA_i+

评级展望：稳定

上次评级结果

长期本币信用等级：AA_i

长期外币信用等级：AA_i

评级展望：稳定

本次评级时间

2017年12月16日

分析师：丁翔

邮箱：dingx@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层

<http://www.unitedratings.com.cn>

评级观点

联合评级于2017年12月16日对法兰西共和国（以下简称“法国”）的主权信用进行了跟踪评级，决定上调其长期本、外币信用等级至AA_i+, 评级展望为稳定。

在2017年总统大选中，马克龙顺利当选，且在其后的议会中获得绝大多数席位支持，政局的稳定性增强，改革的步伐有望加快；但极右翼政党的势力继续扩大，民意的极化现象有所加剧。法德关系有望进一步加强，并将因此继续推动欧盟一体化进程；与美国将维持良好关系，与俄罗斯关系短期难有改善。近年来经济增长逐步加速，2017年经济增长率预计将创近年新高，结构性改革取得一定突破，经济的长期增长潜力有望进一步释放。银行业管理水平较高，银行资本较为充足，不良贷款利率较低。因长期较高的财政赤字积累，公共债务的水平较高，但开始出现下降趋势；较低的融资成本和通畅的融资渠道能够有效避免偿债风险。经常账户维持小规模赤字状态，对外投资头寸较高，外部风险较小。

综上所述，法国的主权信用风险很低，按期偿付债务本息的能力强，基本不会受到可预见的不利情况的影响，因此，上调其长期本、外币信用等级至AA_i+, 评级展望为稳定。

评级依据

马克龙顺利当选总统，且在议会中获得绝大多数席位支持，政局的稳定性增强，改革的步伐有望加快，但极右翼政党的势力继续扩大，民意的极化有所加剧

在 2017 年 5 月 7 日举行的法国总统第二轮大选中，独立候选人、前进运动主席埃马纽埃尔·马克龙顺利当选新一任总统。随后，马克龙宣布辞去前进运动主席，并将前进运动改名为共和国前进党。在其后一个多月举行的国民议会选举中，共和国前进党与盟友民主运动党赢得了 577 席中的 350 席，以 60.7% 的绝对多数掌控国民议会；6 月 21 日，共和党人爱德华·菲利普出任法国总理。

中间派路线的马克龙及共和国前进党在总统和国民议会选举中的胜利反映了大多数法国民众对于传统左翼大党社会党和右翼大党共和党各项政策主张的不满，以及对极右翼民粹主义政党国民阵线的反感和恐惧。但另一方面，因中低层劳工难以分享经济增长成果而造成的民粹主义力量在欧美发达国家的普遍扩张的势头在法国同样得到体现，国民阵线主席勒庞在第一轮总统大选中以得票第二进入第二轮；国民阵线则在其后的国民议会选举中一举夺得了 8 个席位，取得有史以来最好成绩，而勒庞本人更是首次当选国民议会议员。

共和国前进党在国民议会选举中的大胜利将有助于马克龙推行其振兴法国的各项政治主张，包括：降低税赋、推进劳动制度和社会福利制度的改革、继续削减公共开支、增强市场活力、进一步推动欧盟一体化进程等。然而，即使得到议会的大力支持，由于上述改革在很大程度上将改变法国长期以来

包括高福利制度在内的各项的政治传统，预期马克龙在推动各项改革措施的过程中也面临很大的挑战。例如，在马克龙政府于 2017 年 7 月计划削减 8.5 亿欧元的国防预算后，总参谋长德韦利耶不仅在议会公开批评了政府的决定，而且立即向马克龙提交了辞呈。这是第五共和国历史上总参谋长首次辞职，因此对国内形成了很大的震动。

法德关系有望进一步加强，并因此推动欧盟一体化进程，与美国将维持良好关系，与俄罗斯关系短期难有改善

法国总统大选是英国启动脱欧进程后欧盟主要国家领导人的第一次选举，马克龙能以较大优势战胜民粹主义政党候选人勒庞，不仅对遏制反全球化的势力在法国的上升起到重要作用，而且对维持欧盟统一和团结，以及继续加深欧洲一体化进程也将起到非常重要的鼓舞作用。

法德及其密切的合作关系被视为是欧盟和欧洲一体化进程的基石，马克龙及之后默克尔的胜选巩固了这一欧盟基石，有力地扼制了英国脱欧给欧盟带来的分离主义倾向。而且，马克龙在上任不久就提出了一系列加深欧盟一体化的具体建议，包括防务一体化、共同的边界管制政策、共同的农业政策等等，相信会对欧盟的进一步整合起到推动作用。

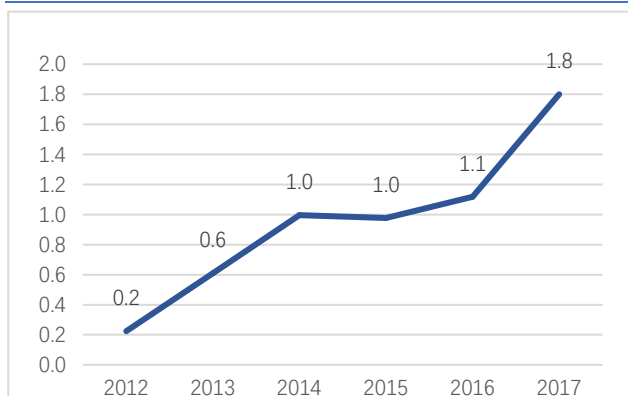
特朗普的美国优先政策与马克龙所坚持的全球一体化理念存在较大差异，特别是美国正式退出巴黎协定是对法国积极推动的全球环境合作努力的沉重打击，但鉴于美国的实力和美法关系的重要性，我们预计法国依然会努力和美国保持相对良好的经济合作关系，不会令全球治理理念的分歧对双方关系造成实质性的影响。

在与俄罗斯关系方面，在俄罗斯卷入乌克兰内部纷争和吞并克里米亚后，法国积极推动和参与了欧盟对俄罗斯的制裁。因为乌克兰的问题难以在短期内得到根本解决，我们预期，法国与俄罗斯的关系也因此难以在近期得到修复。

经济增长逐步加速，增长率创近年新高，结构性改革取得一定突破，长期经济增长潜力有望进一步释放

最近五年以来，法国经济已经逐步走出了次贷和欧债危机，经济增长率从 2012 年的 0.2% 上升至 2016 年的 1.1%，2017 年更是有望达到 1.8%，创欧债危机以来新高；且这种势头有望在 2018 年继续。2019 年起，因美国减税、加息、缩表，以及欧洲央行收紧货币政策等效应的逐步传导，预计法国经济将出现小幅下降，但依然可以维持在 1.5% 以上。

图 1：法国 GDP 增长率 (%)



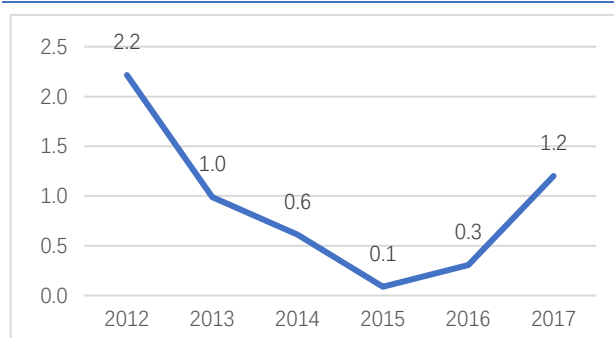
数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

值得关注的是，在马克龙总统和新政府的推动下，一些长期困扰法国经济增长的因素，如劳动力市场过度保护、税赋过重等问题出现了突破的迹象。2017 年 8 月，法国国民议会通过了劳动法改革议案，新的劳动法拟通过赋予雇主更多用工自主权、灵活制定员工加班费以及延长工作时长等措施来激活

劳动力市场，从而提升经济的活力。2017 年 10 月，法国国民议会议员陆续通过了政府 2018 年预算案中第一部分有关“税收”的重要措施，分别为对资本利得征收 30% 的固定税、巨富税改革，以及逐步取消 80% 的家庭的居住税措施。联合评级认为，长期来看，法国在劳动力市场和税改方面的进展将有力促进经济增长潜力的进一步释放。

随着经济增长的加速，以及国际大宗商品价格止跌回升，法国的通货膨胀率从 2016 年开始出现上升，从 2015 年的 0.1% 上涨至 2016 年的 0.3%，2017 年预计将进一步上升至 1.2%。未来两年，预期这一趋势将得以延续，通货膨胀率将上升至 1.5% 左右的水平。

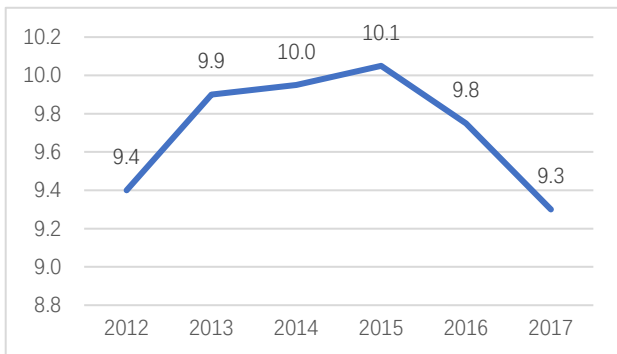
图 2：法国通货膨胀率 (%)



数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

传统上，因为劳动力市场相对较为固化，法国的失业率长期高于同类国家的平均水平，欧债危机后，甚至一度上涨至 10% 以上，但随着经济的逐步复苏，失业率也开始小幅下降，至 2016 年已下降至 9.8%，2017 年，预计这一指标将继续下降至 9.3%，中期内，虽然经济的增速可能因国内外经济环境小幅下降，但新劳动法的出台将极大地增强劳动力市场的活力，我们预计，法国的劳动失业率将维持继续下降的局面，至中期末，有望降低至 8% 以下。

图 3: 法国失业率 (%)

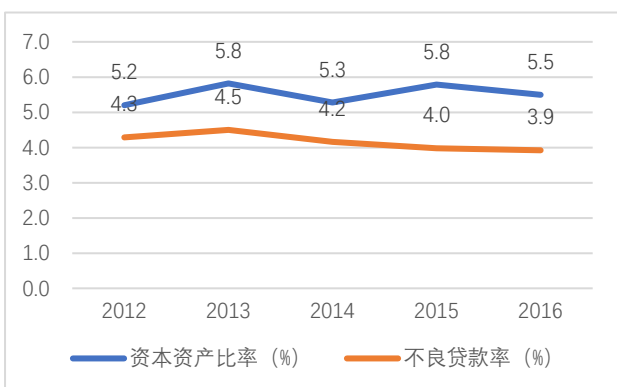


数据来源: 联合评级主权数据库, 2017 数据为预测值

银行业管理水平较高, 银行资本较为充足, 不良贷款利率较低

法国的银行业在次贷危机和欧债危机中遭受了较大的冲击, 金融监管当局迅速采取了包括对金融行业统一监管等一系列措施, 强化银行的风险管理水平, 并取得了比较明显的效果。至 2016 年底, 银行业总体资产资本比例达到了 5.5%, 不良贷款率则控制在 3.9%, 均处于监管要求的标准之内; 在 2016 年欧元区举行的银行压力测试中也取得了良好的成绩。

图 4: 法国银行业资本资产比率和不良贷款率

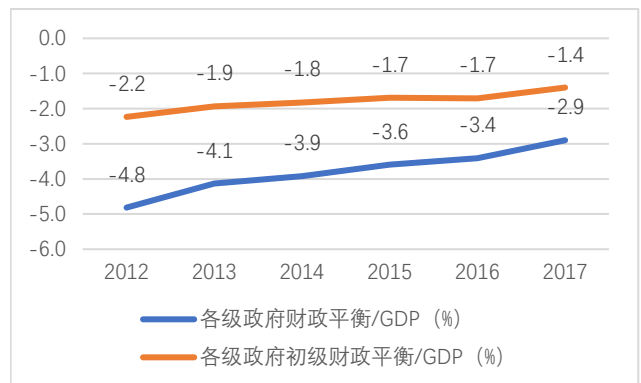


数据来源: 联合评级主权数据库

经济增长的加速和财政支出的控制有效降低了政府的财政赤字, 且趋势有望延续

受相对较高的社会福利政策影响, 法国的政府财政赤字长期超出欧盟限定的占 GDP 比重 3% 的标准。但经过多年来财政支出的控制及经济增长的复苏, 法国的财政赤字呈现持续小幅下降的趋势, 2017 年, 预计将首次降至 3% 以内。随着劳动法改革和税务改革带来的经济活力增加, 中期赤字水平有望进一步降低至 2% 左右的水平。

图 5: 法国财政和初级财政平衡/GDP



数据来源: 联合评级主权数据库, 2017 数据为预测值

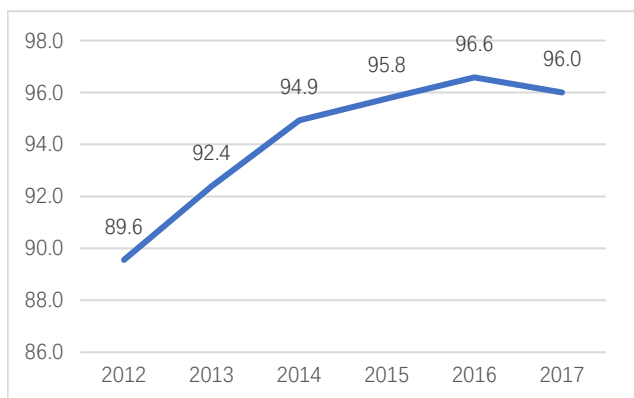
由于长期较高的财政赤字积累, 公共债务的水平较高, 但开始出现下降趋势; 较低的融资成本和通畅的融资渠道能够有效避免偿债风险

长期财政赤字的累积造成了法国的公共债务水平处于 GDP 比重 90% 以上的较高水平, 但得益于政府近年来控制财政赤字的努力, 公共债务占 GDP 的比重有望从 2017 年开始下降, 从 2016 年的 96.6% 降至 96.0%, 且这一趋势有望在中长期持续。

虽然法国的公共债务占比较高, 且短期债务占总债务的比例超过 55%, 但因为融资渠道比较通畅, 政府可以以平均 2.4% 的利率水平融到足够的资金, 因此能够有效避免公共债务的偿债风险。中长期看, 因为财政赤字和公共债务占比的逐步下降, 偿债的风险有

望进一步降低。

图 6: 法国公共债务占 GDP 比重 (%)



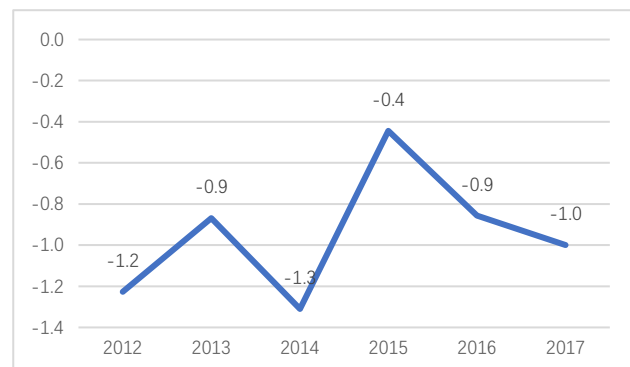
数据来源: 联合评级主权数据库, 2017 年数据为预测值

经常账户维持小额赤字状态, 对外投资头寸较高, 外部风险较小

法国的经常账户总体呈现商品贸易和经常性转移赤字, 服务贸易和利润汇回盈余的状态, 但因为盈余无法完全弥补赤字, 经常账户呈小幅赤字, 除了 2015 年因国际大宗商品跌至谷底导致法国经常账户赤字缩减至 GDP 比重的 0.4%, 近年来, 法国的经常账户赤字一直在 GDP 比重的 1.0% 左右上下浮动, 我们预计这一趋势将在相当长时间内维持。鉴于

经常账户的赤字规模较小, 加上法国充足的对外投资头寸, 总体来说法国所面临的外部风险相对较小。

图 7: 法国经常性账户余额占 GDP 比重 (%)



数据来源: 联合评级主权数据库, 2017 数据为预测值

展望

综合以上, 近年来, 法国经济的增速逐步回升, 已经走出欧债危机的影响; 结构性改革有望提升其经济的长期竞争能力, 财政赤字和公共债务占比双双出现下降趋势, 且融资渠道畅通、融资成本低廉; 银行业风险控制较好; 外部风险较低; 因此确定其评级展望为稳定。

法国主权信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f
名义 GDP (十亿美元)	2,683.1	2,810.2	2,856.0	2,434.6	2,464.5	2,596.0
人均 GDP (美元, PPP)	38,842.3	40,786.9	41,593.1	42,558.9	42,826.5	44,200.0
实际 GDP 增长率 (%)	0.2	0.6	1.0	1.0	1.1	1.8
通货膨胀率 (%)	2.2	1.0	0.6	0.1	0.3	1.2
国内信贷增长率 (%)	2.7	-1.3	3.6	2.7	6.7	6.1
M2 增长率 (%)	5.7	2.8	3.8	4.6	5.3	9.6
各级政府财政平衡/GDP (%)	-4.8	-4.1	-3.9	-3.6	-3.4	-2.9
各级政府利息支付/GDP (%)	2.6	2.2	2.1	1.9	1.7	1.4
各级政府初级财政平衡/GDP (%)	-2.2	-1.9	-1.8	-1.7	-1.7	-1.4
各级政府总债务/GDP (%)	89.6	92.4	94.9	95.8	96.6	96.0
经常项目余额/GDP (%)	-1.2	-0.9	-1.3	-0.4	-0.9	-1.0

数据来源: 联合评级主权数据库; f 表示预测值