

2017年04月19日

# 法国大选，未必是下一只黑天鹅

## —— 全球资产配置政治周期系列报告之三

### 相关研究

《详解意大利公投——全球资产配置系列报告之十四》——2016年12月2日

《引擎切换——2017年全球资产配置策略报告》——2016年11月25日

《静待政治风险释放后的“填坑”机会——全球资产配置四季度投资策略报告》——2016年11月4日

《冲刺在即，美国大选如何影响美国经济与资本市场——全球资产配置系列报告之十》——2016年9月28日

《“填坑”旋律再起，警惕利率波动风险》——全球资产配置8-9月投资策略报告》——2016年8月26日

《全球激荡，步步为营——

2016年下半年全球资产配置策略，全球资产配置系列报告之七》——2016年7月13日

《全球资产配置视野下的关键假设表3.0重构——全球资产配置系列报告之六》——2016年6月30日

《初探 VIX 如何帮助我们提示“Sell in May”风险——全球资产配置系列报告之五》——2016年5月24日

《风和日丽”并非稳态——全球资产配置系列报告之四》——2016年5月17日

### 证券分析师

王胜 A0230511060001  
wangsheng@swsresearch.com  
金倩婧 A0230513070004  
jinjq@swsresearch.com

### 联系人

王洋洋  
(8621)23297818x7386  
wangyy2@swsresearch.com

### 本期投资提示：

- 聚焦法国大选：失衡的经济增长和激化的阶级矛盾正加速削弱欧洲成员国的向心力。作为欧盟最重要的两大轴心国之一，2017年4月23日即将举行第一轮总统大选，四位主要的候选人在欧盟问题上均表达出一定不满，尤其是极右翼代表勒庞高调宣称在当选后放弃使用欧元并举行全民脱欧公投，一石激起千层浪，英国脱欧的故事是否会在法国上演，这将直接动摇欧洲一体化的根基，法国总统大选成为2017年上半年最引人关注的政治事件。
- 法国大选的经济与社会政治背景：欧盟内部矛盾凸出是此次法国大选备受关注的外因，本国经济复苏乏力和社会动荡则是内因。统一的货币和汇率政策在降低经济不确定性所带来额外成本的同时，也减少了经济发展不景气国家在应对经济衰退、国际收支不平衡和政府债务等社会问题时的灵活度。同时，统筹协调的难民危机产生重大分歧，难民中混杂的极端伊斯兰教分子严重威胁法国本土安全。同时，国内经济增长复苏乏力、中产阶级收入占比下降、失业率居高不下和恐怖袭击频发导致法国民众群情激愤，反精英情绪高涨，进一步诱发了国民阵线的迅速崛起。
- 目前选举呈现四足鼎立的格局，勒庞和马克龙分居前两名，而菲永和梅朗雄紧随其后，彼此支持率差距在2%~4%之间。在国内安全问题上，他们都强调对难民的控制和对恐怖主义的打击，但是勒庞是相对极端的，她计划禁止移民入境以保障法国人的就业、住房和社会福利等。四人最大的分歧在与欧盟关系上，菲永是坚持留欧的，并在欧盟框架内解决问题；勒庞是坚持脱欧的，强调要重启欧盟条约谈判以重新获得法国主权；梅朗雄倡导修改联盟合约，虽有疑欧倾向，但甚少对外宣称直接脱欧；马克龙则跳出社会党作为独立候选人就确保自己不受政党的限制，发表了很多对欧盟的改革建议，目前还没有明确地表示留欧还是脱欧，整体还是亲欧。
- 法国实际脱欧的可能性有多大？从目前选举形势看，我们认为勒庞进入第一轮概率较高，但第二轮当选概率较低，即使当选实际实施脱欧的阻力较大，市场对于法国脱欧担忧最终可能证明是有惊无险。目前大部分民调显示，没有一位总统候选人能在首轮中获得超过50%的支持率，勒庞确有可能在首轮选举中顺利晋级，但考虑到法国政治选举具有排挤极右翼的传统，那么第一轮落选党派的支持者倾向于选择勒庞的对手方，勒庞在第二轮选举支持率中目前均落后于其他三人，其中与马克龙在第二轮中支持率差距最大。即使勒庞成功地当选法国总统，宪法的约束、大部分民众不支持脱欧的态度、以及法国与欧盟经济深度融合都将制约勒庞脱欧的政治意图。
- 法国大选结果对大类资产配置影响的情景分析：我们根据不同候选人的政策主张以及对市场风险偏好的冲击分为激进、中性、温和三种组合。如果坚称退出欧盟和重新使用法郎的激进派勒庞如果在第一轮中顺利晋级，短期会对欧元和欧洲股市产生较大情绪冲击，甚至可能让新兴市场（包括中国）股市承压，同时会进一步提升美元、日元、黄金和国债等避险资产的配置价值。年初以来，黄金受益于特朗普交易逆转与地缘政治风险已经出现较多上涨，美元则整体回调，而欧元与欧股受益于欧洲基本面改善，特别是欧洲股市回升明显，市场估值进入阶段性高位。从风险收益比角度，如果勒庞进入第二轮，避险角度首选美元与美债，而欧洲股市与欧元将阶段性承压。而如果选举结果为马克龙-菲永这一对温和组合资本市场的恐慌情绪会大大缓解，政治上有望实现平稳过渡，欧元有望进一步反弹，欧洲股市也有望在风险偏好的修复中继续维持相对强势，前期由于恐怖情绪过度导致法德利差飙升将大概率得到修复，风险收益比较佳的机会将来自于做多法国国债，做空德国国债。



申万宏源研究微信服务号

## 目 录

前言：为什么 2017 法国总统选举倍受关注 .....	5
<b>1. 本次法国大选经济背景的特殊性 .....</b>	<b>6</b>
1.1 经济增长不及欧盟，艰难复苏 .....	6
1.2 财政赤字攀升，债台高筑 .....	8
1.3 失业率居高不下，收入增长停滞 .....	8
<b>2. 本次法国大选政治、社会背景的复杂性 .....</b>	<b>10</b>
2.1 欧盟内部经济发展严重失衡 .....	10
2.2 恐怖袭击事件频发，威胁国内安全 .....	11
2.3 难民问题挑战法国民众忍受底线 .....	14
2.4 英国脱欧、特朗普上台，全球政治右转 .....	16
<b>3. 总统候选人的选举形势：四足鼎立 .....</b>	<b>17</b>
3.1 菲永、勒庞、马克隆和梅朗雄的四方对决 .....	17
3.2 主要候选人的政策主张对比 .....	18
3.3 马克隆目前在第二轮选举中获胜概率更高 .....	20
<b>4. 法国大选，距离脱欧还有多远？ .....</b>	<b>22</b>
4.1 宪法约束是短期难以逾越的鸿沟 .....	22
4.2 民众对欧盟支持度降低，但大部分仍赞成留欧 .....	23
4.3 法国经济高度依赖欧盟 .....	26
<b>5. 法国大选对全球大类资产配置的影响 .....</b>	<b>27</b>
5.1 大选充满变数，相关大类资产近期表现分化 .....	27
5.2 不同竞选结果下的资产配置建议 .....	29

## 图表目录

图 1: 政治周期是申万宏源策略全球资产配置“五星模型”中的重要一环 .....	5
图 2: 自 2014 年以来, 法国经济增长持续弱于欧元区 .....	6
图 3: 经济增长的信心仍不稳固 .....	6
图 4: 欧盟主要经济体 2016 年增速对比法国排名靠后 .....	6
图 5: 全球主要经济体 2016 增速对比, 法国排名靠后 .....	6
图 6: 分结构来看, 法国消费与投资增速最近有所回落 .....	7
图 7: 法国消费信心指数同比企稳回升 .....	7
图 8: 法国商品出口走强, 进口回落 .....	7
图 9: 欧元区 19 国国际贸易快速修复 .....	7
图 10: 法国政府负债率高于欧盟平均水平 .....	8
图 11: 法国政府赤字率相对其他欧洲国家较高 .....	8
图 12: 法国失业率高位震荡, 不及德国和英国 .....	9
图 13: 55 岁以上的人口比重日益增加, 老龄化问题将加剧 .....	9
图 14: 法国男性劳动参与率明显低于德国 .....	10
图 15: 法国和欧盟其他主要国家工资水平同比, 法国工资水平恢复缓慢 .....	10
图 16: 2009 年以来欧盟内部成员的经济增长分化明显 .....	11
图 17: 政府债务的分化问题同样凸出 .....	11
图 18: 2000 年以来法国发生的恐怖袭击事件逐年上涨 .....	11
图 19: 原住法国人对出现在法国穆斯林社区的观点: 多数认为是对国家的威胁 ..	14
图 20: 对穆斯林联想到的词汇: 对抗西方价值、狂热、服从和暴力 .....	14
图 21: 多数认为穆斯林未来不能融入法国社会 .....	14
图 22: 穆斯林无法融入法国的主要原因: 穆斯林自己的失败与巨大的文化差异 ..	14
图 23: 亚洲和非洲难民数量占比最高 .....	15
图 24: 法国每 1000 居民中的难民数量相对较高 .....	15
图 25: 荷兰大选, 极右翼政党自由党获得很高的支持率 .....	16
图 26: 德国极右翼政党另类选择党的支持率在近年来也出现了明显提升 .....	17
图 27: Ifop 调查法国大选候选人支持率 .....	17
图 28: OpinionWay 调查法国大选候选人支持率 .....	17

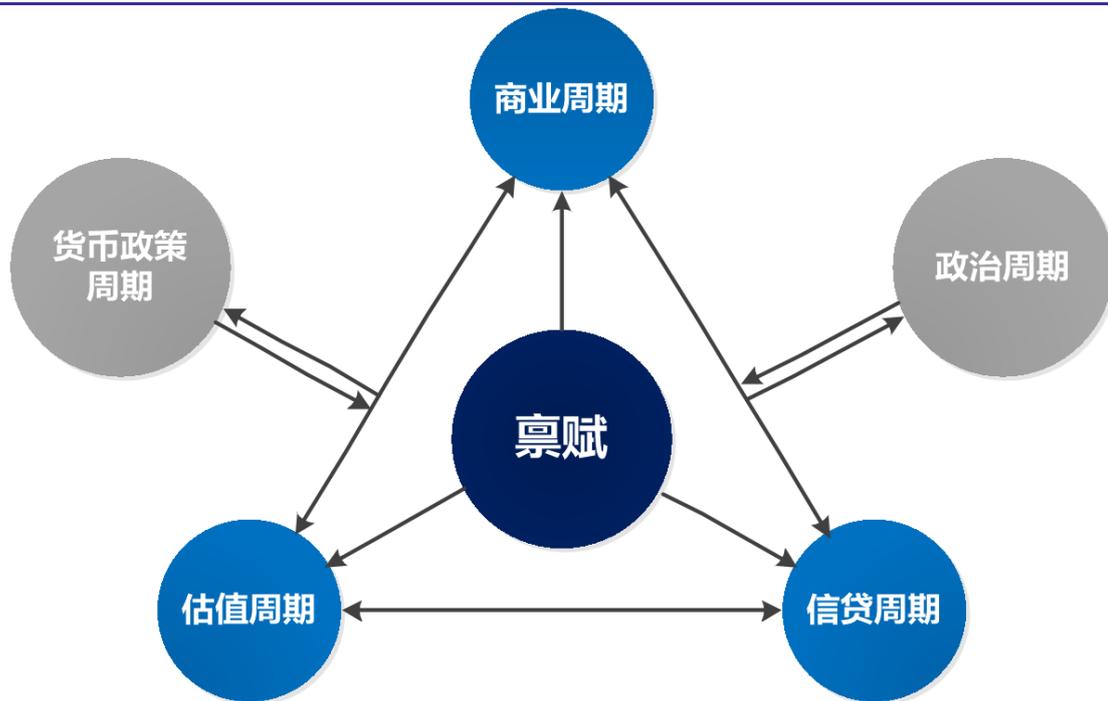
图 29: 菲永和勒庞在第二轮对决的民调, 菲永占优势 .....	21
图 30: 马克隆和菲永在第二轮对决的民调, 马克隆优势不断扩大 .....	21
图 31: 马克隆和勒庞在第二轮对决的民调, 马克隆占优势 .....	21
图 32: 当前勒庞在第二轮选举中不占优势 .....	21
图 33: 法国国民对欧盟的支持度逐年下降 .....	23
图 34: 欧盟各国历年对欧盟支持度逐年下降 .....	23
图 35: 欧盟各国国民对欧盟经济政策的支持度, 法国支持度相对较低 .....	24
图 36: 欧盟各国国民对欧盟难民政策的支持度, 法国支持度相对较高 .....	24
图 37: 欧盟各国国民对欧盟未来的观点, 法国民众更支持欧盟 .....	25
图 38: 欧盟各国民众认为英国脱欧对欧盟是否是好事, 法国民众不认为是好事 .....	25
图 39: 法国民众对可能的脱欧公投民调结果, 留欧意愿更强 .....	25
图 40: YouGov 民调显示英国留欧和脱欧比例十分接近 .....	25
图 41: ICM 民调表明英国民众更倾向于脱离欧盟 .....	25
图 42: 法国和英国对欧盟支持度的对比, 法国留欧民意更强 .....	26
图 43: 法国对欧盟出口占比高于其他几个欧盟国家 .....	27
图 44: 法国从欧盟进口占比高于其他几个欧盟国家 .....	27
图 45: 欧洲股市恐慌情绪指数快速上升 .....	28
图 46: 法国和德国 2 年期国债利差呈现底部向上脉冲趋势 .....	28
图 47: 黄金价格和净多头均出现上升趋势 .....	28
图 48: 欧元兑美元汇率年初以来有所回升 .....	28
图 49: 第一轮法国大选竞选结果的 6 种组合 .....	29
图 50: 老勒庞参与的 2002 年法国总统选举, 有惊无险 .....	30
图 51: 2002 年法国大选期间股市驱动力主要来源于基本面 .....	30
图 52: 汇率变化取决于选举的不确定性和经济形势 .....	30
图 53: 美元年初以来整体走弱, 新兴市场强于发达市场 .....	30
表 1: 2000 年来法国发生的恐怖袭击事件 .....	12
表 2: 法国国内各宗教所占人数调查情况, 伊斯兰教比例不低 .....	13
表 3: 菲永、勒庞、梅朗雄和马克隆的竞选政策对比 .....	19

## 前言：为什么 2017 法国总统选举倍受关注

2016 年 6 月英国意外脱欧吹响了“去欧盟化”的号角，特朗普当选和意大利公投失败更是昭示着民粹主义的一次次胜利，失衡的经济增长和激化的阶级矛盾正加速削弱欧洲成员国的向心力。英国决然脱欧，既源于根深蒂固的“例外主义”欧洲观，也在于欧盟在危机背景下功能缺失和民主困境。2017 年 4 月 23 日即将举行的法国大选，四位主要的候选人在欧盟问题上均表达出不满，尤其是极右翼代表勒庞高调宣称在当选后放弃使用欧元并举行脱欧公投，一石激起千层浪，英国的故事是否会在法国上演，法国总统大选俨然成为 2017 上半年最核心的政治事件。

国内经济增长疲弱、失业率居高不下和恐怖袭击事件频发加深了法国民众对于当前政府的不信任感，恰在此时，反移民、反全球化浪潮席卷欧美，主张“法国人优先”的勒庞有力地迎合了社会愤怒的情绪，更是将其推上了风口浪尖。作为欧盟最重要的两大轴心国之一，如果勒庞成功当选，无疑会打破整个欧洲体系的内部平衡，对于欧洲一体化进程将是场灾难，甚至会使得整个欧盟将面临解构的风险，届时全球货币体系或将重构，对金融市场的冲击绝非英国所能比拟。本篇报告将重点阐述此次法国大选特殊经济背景、政治社会背景，以及目前四位主要候选人的政策主张，并前瞻性地判断大选的走势及其对大类资产的影响。

图 1: 政治周期是申万宏源策略全球资产配置“五星模型”中的重要一环



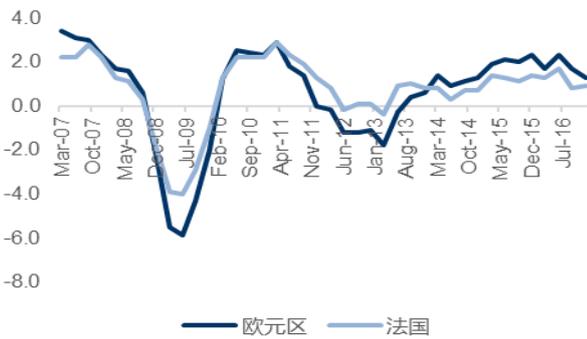
资料来源：申万宏源研究

# 1. 本次法国大选经济背景的特殊性

## 1.1 经济增长不及欧盟，艰难复苏

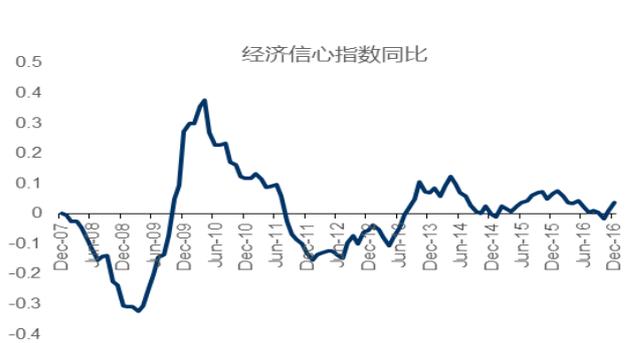
自 2014 摆脱欧债危机以来，法国经济艰难复苏，GDP 增长持续低于欧元区。受欧债危机拖累，法国 GDP 在 2012 年第 3 季度和 2013 年 1 季度经历了短暂的负增长后，随后进入缓慢复苏通道，增长率在 2016 年 2 季度左右达到近年最高值 1.7%，近期再次回落，2016 年全年同比增长率达 1.2%。与法国不同，欧元区在 2012 年到 2013 年经历了长时间的负增长，负增长率一度达到了-1.2%，在这段时间法国经济表现较好，并没有出现负增长。但是，近年来欧元区整体经济复苏情况表现好于法国，在 14 年一季度以后欧元区 GDP 同比增长率一直高于法国，2016 年的同比增长率为 1.8%。与欧盟其他主要经济体 2016 年的增速相比，可以发现法国的速度相对较慢，最近的经济表现仅好于“欧猪五国”中的意大利和希腊。同样与全球主要经济体对比，法国的经济复苏速度也相对较慢，目前只比巴西、意大利和日本表现更好。但是法国经济总体比较稳定，不像有些国家 GDP 增速起伏比较大，例如希腊、丹麦、加拿大等国。目前来看，民众对法国经济恢复的信心仍然不足，经济信心指数从 2014 年底再次出现下滑，当前出现底部回暖的迹象。

图 2：自 2014 年以来，法国经济增长持续弱于欧元区



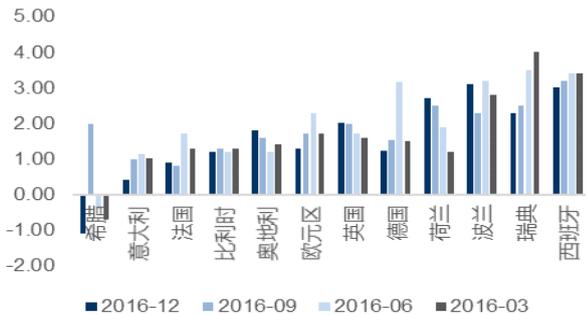
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：经济增长的信心仍不稳固



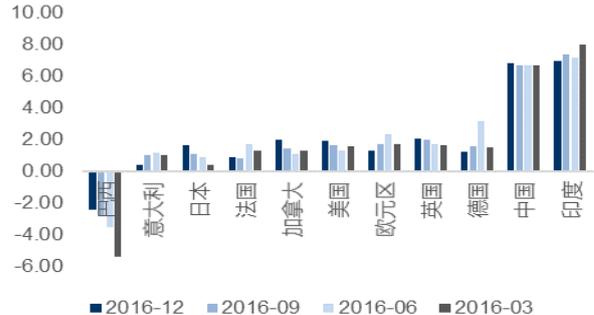
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：欧盟主要经济体 2016 年增速对比法国排名靠后



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：全球主要经济体 2016 增速对比，法国排名靠后

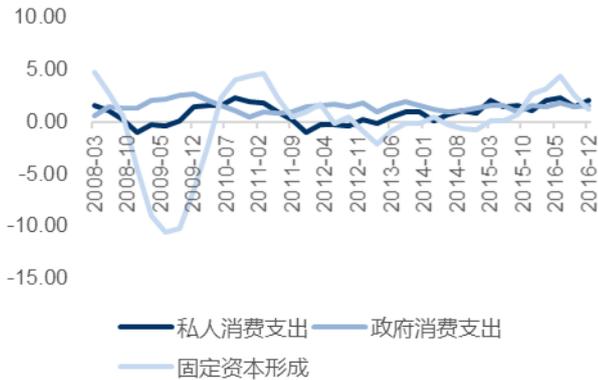


资料来源：Wind，申万宏源研究

从法国近年的消费和投资增速来看，私人消费支出自 2012 年以来总体增速有所上涨，政府消费支出总体比较平稳，一直处于正增长的状态。而投资的增速则起伏比较大，对经济环境变动的敏感性较强。法国消费与投资增速在 2016 年下半年后开始减小，2016 年四季度私人消费支出同比增长 2.0%；政府消费支出同比增长 1.5%，小于二季度的 1.8%；固定资本形成同比增长下降最多，最新数据是 1.2%，相对二季度减少了 3.2%。而消费信心指数同比则从 2015 年的下半年的高点 12.8% 开始回落，目前消费需求总体情况不明朗。

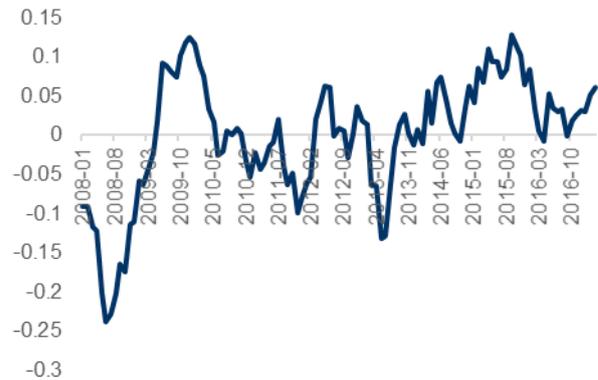
近期法国和欧盟进出口贸易的修复是难得的经济亮点。法国进出口于 2015 年经历了短暂的复苏后，2016 上半年又陷入衰退，贸易总量开始萎缩，在全球经济整体不景气的情况下，贸易保护主义抬头，尽管各国关税并没有较大变化，但非关税贸易壁垒迅速增加，使得欧盟进出口总额跌至冰点。2016 年下半年以来，中美经济复苏加快，全球贸易状况发生实质性改善，外部需求增加带动近期来法国出口大幅提高，商品贸易顺差扩大。

图 6：分结构来看，法国消费与投资增速最近有所回落



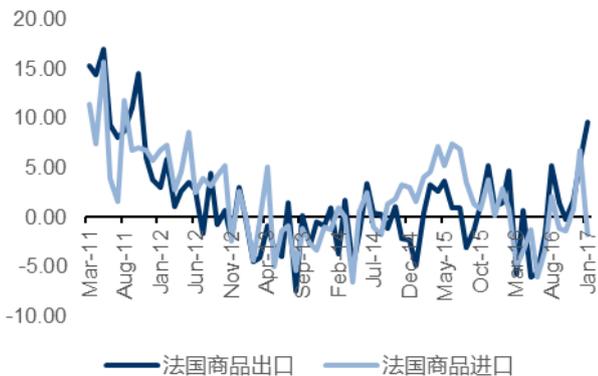
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：法国消费信心指数同比企稳回升



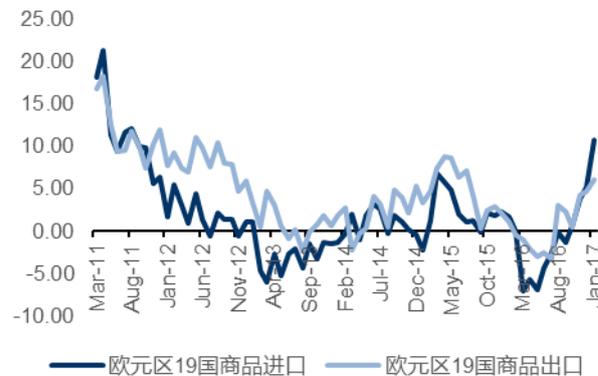
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：法国商品出口走强，进口回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：欧元区 19 国国际贸易快速修复

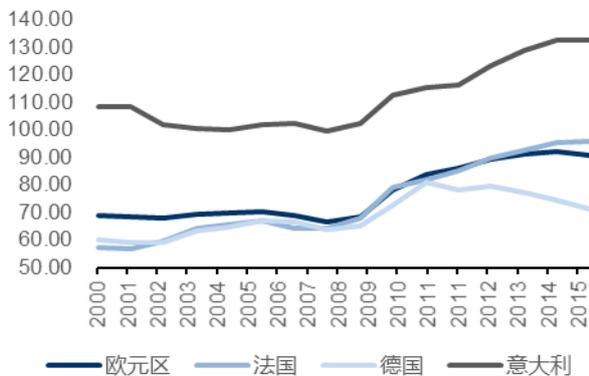


资料来源：Wind，申万宏源研究

## 1.2 财政赤字攀升，债台高筑

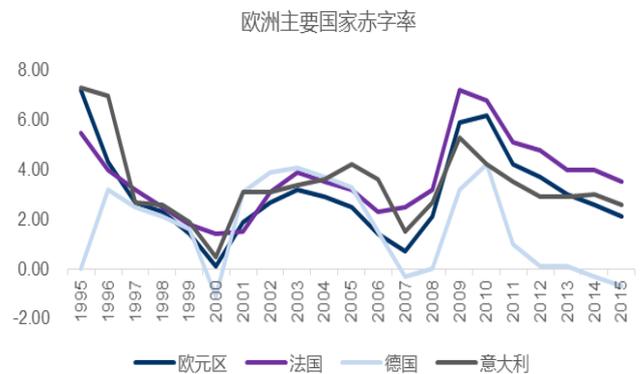
为了协调和约束欧盟成员国的财政政策，《马斯特里赫特条约》规定，各成员国财政赤字率不能超过 3%，公共债务/GDP 不能超过 60%。法国无论是政府负债率还是赤字率均超过了欧盟的警戒水平。法国是欧元区债务规模最大的国家，其公共债务/GDP 比率 2015 年达到 95.8%，高于德国的 71.2% 和欧元区平均的 90.7%，低于意大利的 132.7%，已经超过了欧盟政府负债率不超过 60% 的警戒水平。赤字率方面，在德国 2015 年已经实现财政盈余的，而法国的赤字率仍然高达 3.5%，不仅高于意大利和欧元区，也高于欧盟财政赤字率不超过 3% 的警戒线。

图 10：法国政府负债率高于欧盟平均水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：法国政府赤字率相对其他欧洲国家较高



资料来源：Wind，申万宏源研究

作为福利型国家，法国政府每年投入大量资金增加社会公共支出，过高的消费和福利水平导致财政常年入不敷出，财政出现严重赤字。为了争取欧盟的援助，意大利政府被迫削减财政支出，同时调整税收政策，更好地平衡了财政，财政赤字率现已基本上维持在欧盟警戒线以下。但是与意大利不同，法国政府目前还没有从欧盟获取援助的动力，又不像德国那样经济恢复良好，财政收支可以自主平衡。所以只能通过被动地缩减财政支出计划，2015 年，法国经济前部长马克龙计划将在 2015-2017 年期间削减 500 亿欧元支出，以达到欧盟的预算目标。但削减财政支出又损害了经济的增长动力，给本来增长乏力的经济蒙上一层阴影，因此目前计划执行的效果不佳。

## 1.3 失业率居高不下，收入增长停滞

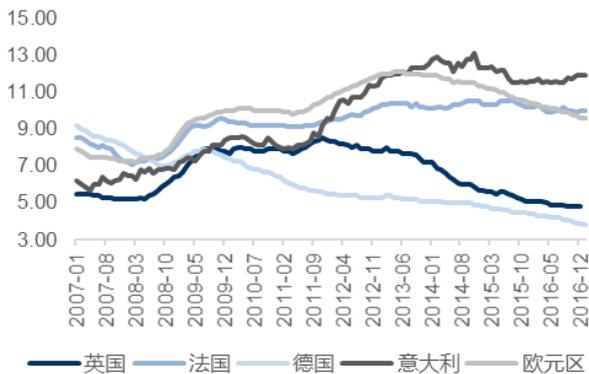
高居不下的劳动失业率始终无法改善，已成为经济增长的痼疾。虽然 2016 年有所下降，但是整体仍然在 9.7% 的高位，在欧盟主要经济体中仅比意大利略好。德国和英国失业率分别从 2008 和 2011 年以来呈现下降趋势，当前德国的失业率只有 3.8%，英国只有 4.8%。与之不同的是，法国的失业率则从 2008 年来持续上升，目前仍在高位震荡。与此同时，人口老龄化日趋严峻，目前法国 55 岁以上的人口已经占到全部人口的 31%，65 岁以上的人口占到全部人口的 18%，伴随着 45-54 岁人

口逐渐转入老年人口，新生儿增长几乎停滞，未来劳动力提供经济增长的动力将会衰竭。

社会不同阶级诉求的强烈分歧是高失业率始终悬而未决的深层次原因。一方面，受制于雇工合同法律的限制，企业在面临自身财政压力的同时无法自由地调整旗下员工，导致企业在招收新员工时显得尤为谨慎，而且法国最低工资标准连年提高，劳动力成本的提升将使得企业难以腾出资金开拓市场与产品研发，进而造成市场竞争力下降，一些企业最终选择退出市场，造就了集体失业，并引发恶性循环，失业者控诉不合理的劳务制度，期待增强劳动力市场的活力；另一方面，部分的既得利益者在高福利的社会温床上，企盼继续享受“爱的供养”，部分失业者享受的失业补贴甚至要高于工作收入，当遭遇当局政府试图改变当前这种现状时，他们将通过游行示威等暴力形式予以反击，始终难以在破解经济迷局的讨论中达成妥协。社会生态的特殊性和政策的困境让高失业率的经济顽疾始终没法得以解决。

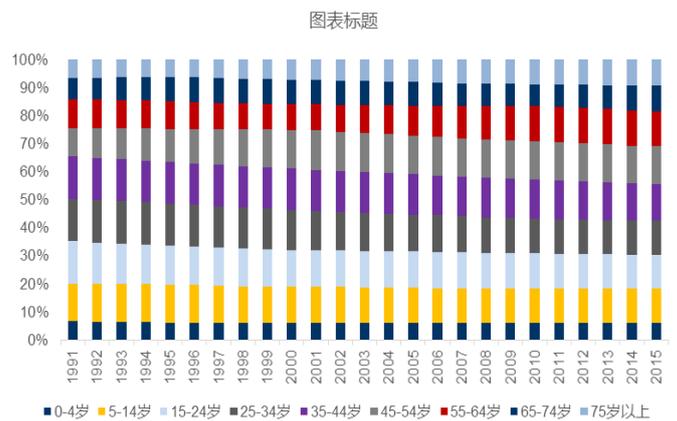
法国劳动力工资水平增速缓慢，不及德国、英国和欧元区，限制了居民消费水平的提升，削弱了中产阶级的福利。据法国国家战略和预测总署的统计结果，1996年法国中产阶级收入占社会总收入的比例为66.5%，高收入阶层占比为24.6%，到2012年，法国中产阶级收入占比下滑到62.7%，而高收入阶层占比则升至28.5%，特别是欧债危机以来，中产阶级衰退现象愈发明显，赤贫人口增加，收入贫富差距开始扩大，引发了民众激愤情绪，这也是许多包括法国在内的多个欧洲国家选举动荡、民粹主义崛起的背后原因之一。

图 12：法国失业率高位震荡，不及德国和英国



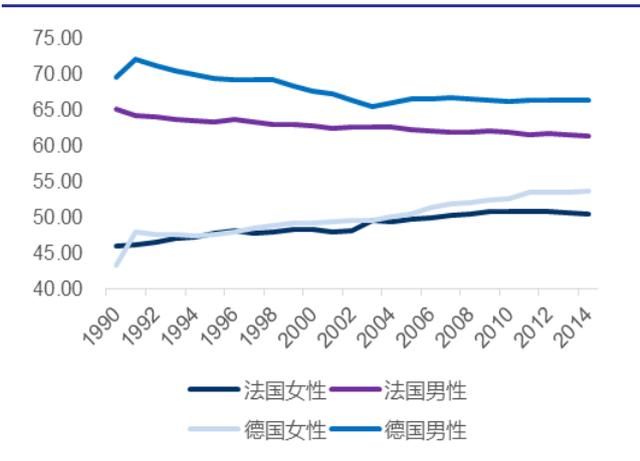
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：55 岁以上的人口比重日益增加，老龄化问题将加剧



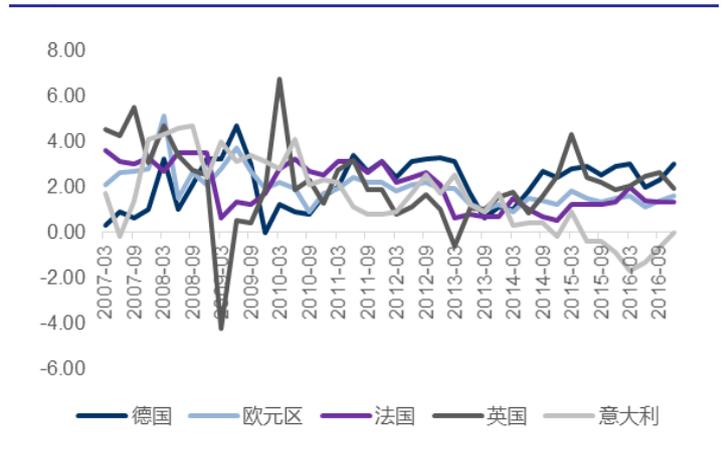
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：法国男性劳动参与率明显低于德国



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：法国和欧盟其他主要国家工资水平同比，法国工资水平恢复缓慢



资料来源：Wind，申万宏源研究

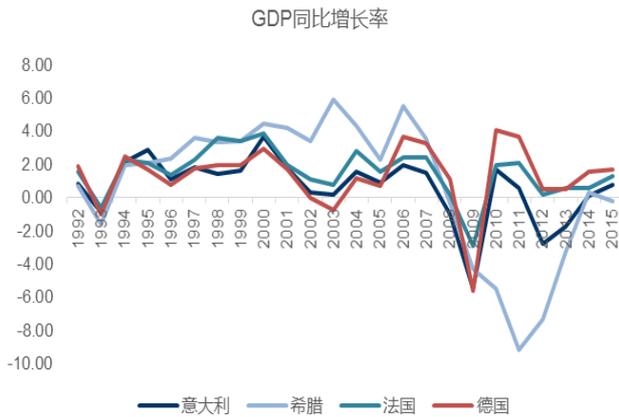
## 2. 本次法国大选政治、社会背景的复杂性

### 2.1 欧盟内部经济发展严重失衡

2008 年美国金融危机以前，欧洲各国经济增长同步性相对较强，经济的快速增长掩盖了社会问题。随着次贷危机波及到欧洲，经济开始出现剧烈下滑，作为欧盟经济领头者的德国 GDP 深跌至-5.6%，部分国家债务不可持续性开始显性化，欧债危机爆发促使希腊经济继续下挫，2011 年第 3 季度达到-9.3%，近几年来主要经济体均出现弱复苏，但整体债务状况仍然分化明显，较难走出困境。

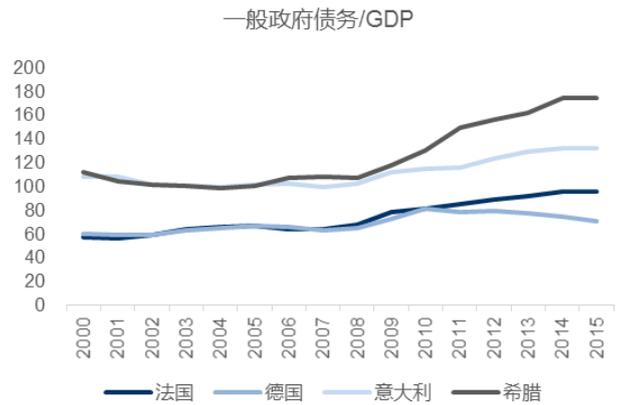
货币和政治协调不一致是欧盟内部矛盾难以调解的深层次原因。欧元之父蒙代尔提出的“最优货币区”理论认为，只要一个区域内的生产要素可以自由流动，区域内各国不需要货币与汇率政策就可以自动纠正宏观经济的失衡，降低了经济不确定性所带来的额外成本。现实和理论总是相差甚远，语言、文化、国籍的分割造成生产要素不可能实现完全自由流动，劳动力也并不能随意移动，逐步导致欧盟内部成员国之间走向分化而非趋同。在统一的欧元框架下，经济发展向好的国家(如德国)获得了更广阔的市场，享受着生产的规模经济利益，同时本国均衡汇率被动地低估，刺激了本国的出口总额；而边缘化国家(如希腊)自身经济发展不景气，高福利的社会保障导致本国财政入不敷出，只能通过外部借贷来维持现状，政府债务率和财政赤字率逐年攀升，但又无法像英国这样自由调节汇率来平衡国际收支平衡，最终发展为欧债危机。

图 16：2009 年以来欧盟内部成员的经济增长分化明显



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：政府债务的分化问题同样凸出



资料来源：IFOP，申万宏源研究

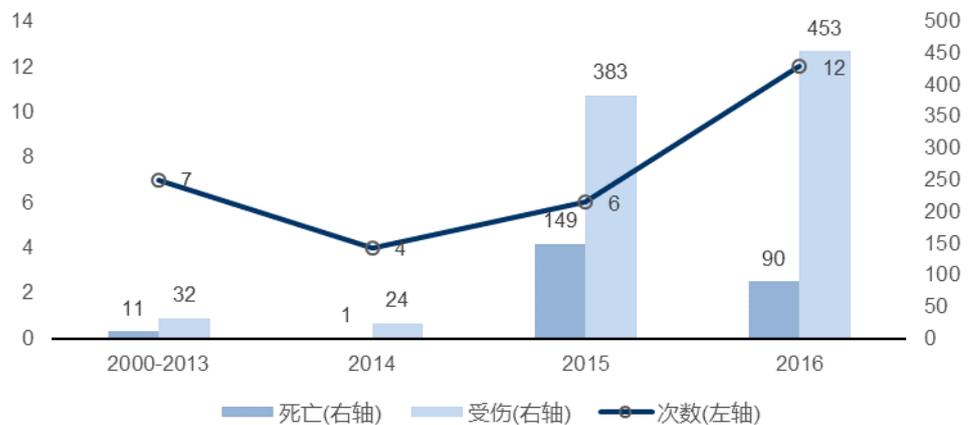
欧盟目前改变这种分化格局的措施愈发力不从心，改革的阻力可谓道阻且长。

对于边缘国家来说，结构改革实质上就是降低国内居民的福利水平，民众的抵触是无法回避的障碍。对于核心国家来说，贸易顺差的减少意味着德国等出口拉动的国家，其经济增长会受到损失。因此，结构改革在各个国家都不会受到欢迎。面对前景堪忧的欧盟，国民阵线的领导人勒庞此时高举反欧盟、反欧元的大旗，大大地迎合那些将本国发展经济萧条归咎于欧盟一体化的激进民众。

## 2.2 恐怖袭击事件频发，威胁国内安全

2000 年来法国一共发生 29 起恐怖袭击事件，共造成 251 人死亡和 892 人受伤，特别是 2014 年以来，恐怖袭击事件愈发频繁而且严重程度在不断增加。其中两起重大恐怖事件震惊国内外，2015 年 1 月 7 日，位于巴黎的查理周刊总部遭武装分子袭击，导致 12 人死亡。2015 年 11 月 13 日晚，在法国巴黎市再次发生一系列恐怖袭击事件，造成至少 132 人死亡，350 多人受伤。2016 年 7 月 14 日深夜，尼斯市法国国庆日庆祝活动遭袭，一辆大卡车撞向正在观看巴士底日烟花表演的人群，造成 86 人死亡，434 人受伤。

图 18：2000 年以来法国发生的恐怖袭击事件逐年上涨



资料来源：Wikipedia，申万宏源研究

表 1：2000 年来法国发生的恐怖袭击事件

时间	袭击手段	死亡	受伤	地点	袭击者
2000-04-19	爆炸	1	0	布列塔尼州	极端布雷顿民族主义者
2003-07-20	爆炸	0	16	尼斯	科西嘉民族解放阵线
2004-10-08	爆炸	0	10	巴黎	法国伊斯兰武装阵线
2007-12-01	射击	2	0	兰布尔斯	西班牙巴斯克民族分裂组织
2010-03-16	射击	1	0	巴黎	西班牙巴斯克民族分裂组织
2012-03-11	射击	7	5	图卢兹和蒙托邦	穆罕默德·梅拉
2013-05-23	刺杀	0	1	巴黎	伊斯兰主义者
2014-12-20	刺杀	0	3	茹埃莱图尔	一个高喊“真主最伟大”的男子
2014-12-21	车辆撞击	0	11	第戎	一个高喊“真主最伟大”的男子
2014-12-22	车辆撞击	1	10	南特	一个高喊“真主最伟大”的男子
2015-01-07	射击	17	22	巴黎	数个伊斯兰枪手
2015-02-03	刺杀	0	3	尼斯	穆萨·库利巴利
2015-04-19	射击	1	0	维勒瑞夫	阿尔及利亚圣战者
2015-06-26	斩首	1	2	圣昆廷-法拉维尔	伊斯兰运送司机
2015-08-21	射击和刺杀	0	4	阿姆斯特丹到巴黎的火车	伊斯兰主义者
2015-11-13	射击、劫持人质和自杀式爆炸	130	352	巴黎	ISIS
2016-01-01	车辆撞击	0	2	瓦朗斯	一个电脑上被发现吉哈迪宣传图片的男子
2016-01-07	刺杀	0	1	巴黎	圣战分子
2016-06-13	刺杀	2	0	巴黎市郊玛格楠维尔镇	ISIS
2016-07-14	车辆撞击	86	434	尼斯	ISIS
2016-07-19	刺杀	0	4	加尔达-科隆布	伊斯兰教徒
2016-07-26	刺杀	1	3	圣艾蒂安笃教堂	ISIS
2016-08-19	刺杀	0	1	斯特拉斯堡	一个高喊“真主最伟大”的男子
2016-08-30	刺杀	0	1	图卢兹	阿卜杜勒·阿马拉（独狼）
2016-09-02	刺杀	1	2	-	独狼
2016-09-04	刺杀	0	2	-	独狼
2016-09-04	近距离攻击	0	2	-	两个伊斯兰主义者
2016-09-08	刺杀	0	1	埃松省	独狼

资料来源：Wikipedia，申万宏源研究

法国属于典型的欧洲民族国家，也是一个开放的国度。在这个以天主教为主的国家里，亦接纳了来自不同国家和地区的有不同宗教信仰的外来移民，如新教徒、犹太教徒和穆斯林。其中穆斯林人数逐渐超过了新教徒和犹太教徒，使伊斯兰教成为法国的第二大宗教，法国法律禁止关于有关宗教和宗族的人口统计，民间统计结果表明目前伊斯兰教人数约占总人口的 7%~9%左右。第二次世界大战后，国内劳动力锐减，

来自突尼斯、摩洛哥与阿尔及利亚等国的穆斯林人民开始大量涌入法国，新增的移民大大满足了法国劳动力的需求，为战后经济的快速复苏立下“汗马功劳”。

穆斯林移民对法国社会的融入程度较低，与主流社会疏离严重，大多沦为社会底层。战后“辉煌 30 年”后，法国经济开始陷入萧条，增长率由 1960 年的 5.9% 持续跌至 20 世纪末的 1% 的水平，失业率相应地由 1.5% 飙涨至两位数水平。经济的问题慢慢幻化为社会阶级矛盾，穆斯林“搭福利便车”和“挤占就业岗位”使得本国居民就业率走低，社会福利面临削减，主流社会开始排斥穆斯林群体，并对其在教育和文化等方面出现歧视性看法，在遭遇法国安置移民的方式欠妥和普遍歧视性后，在部分穆斯林聚居的郊区开始出现青少年移民为报复主流社会为主要目的的打砸公共基础设施，防火烧车等违法行为，进而发生对抗和冲突，久而久之，这些恶意破坏公共秩序的行为非但没有得到遏制，反而进一步升级。

近年来法国恐怖袭击呈现出本土化的特点，袭击者大多是年龄在 20~30 岁之间的法国穆斯林移民后代。这些重大恐怖袭击案件背后的推手都是伊斯兰极端势力，最近一系列爆恐事件的制造者都宣称效忠“伊斯兰国”组织。种族歧视、社区隔离、经济压迫、文化剥夺和政治失语是导致穆斯林后代激进化的土壤，而外部伊斯兰世界的极端思想则是事件的催化剂——只有当激进方式与极端思想产生共振，个体才会走上恐怖主义的道路。

表 2：法国国内各宗教所占人数调查情况，伊斯兰教比例不低

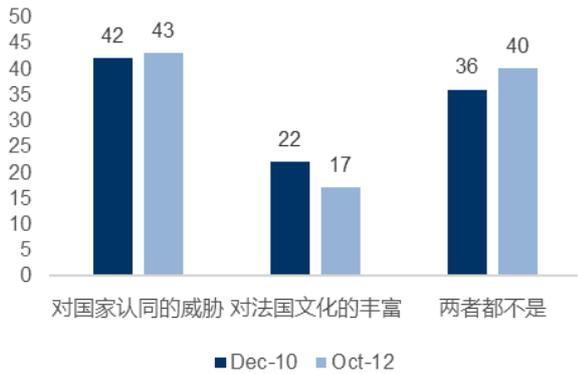
调查机构（时间）	天主教	无宗教信仰	伊斯兰教	犹太教	其他
CIA World Fact book(2015 est.)	63-66%	23-28%	7-9%	1%	0.5-1%
United States Department of State(2014)	45%	45%	8%	?	2%
CSA(2012)	56%	32%	6%	1%	3%
Eurobarometer(2012)	58%	37%	3%	1%	2%
Ifop(2011)	65%	25%	7%	1%	2%
Pew Research Center(2010)	63%	28%	8%	1%	1%
INED(2008-2009) ages 18-50	46%	45%	8%	1%	1%

资料来源：Wikipedia，申万宏源研究

基于法国核心价值观的法国认同不能保证原住法国人对穆斯林有正面的认知。调研机构 IFOP 在 2012 年 10 月在法国进行了一个对伊斯兰问题的调查。对出现在法国的穆斯林社区的总体观点上，在 2012 年 12 月最多的人认为这是对法国国家认同的威胁，占到 43%；同时有 40% 的人认为两者都不是；而只有 17% 的人认为穆斯林社区是对法国的丰富。前两者在 2010 年到 2012 年之间都上升了，持乐观意见的人减少了。同时在穆斯林是否在未来会融入法国社会的问题上，大部分民众持悲观观点，在 2012 年有 48% 的人认为不会，另有 19% 的人认为完全不会，而同时只有 33% 的人认为会的。而在穆斯林为什么无法融入法国社会的问题上，有 68% 的人认为这是穆斯林自身的错误，而有 52% 的人认为巨大的文化差异导致了这个结果。在提到穆斯林时，法国人联想到的主要四个词汇是对抗西方价值、狂热、服从和暴力，分别占到 63%、57%、46% 和 38%。

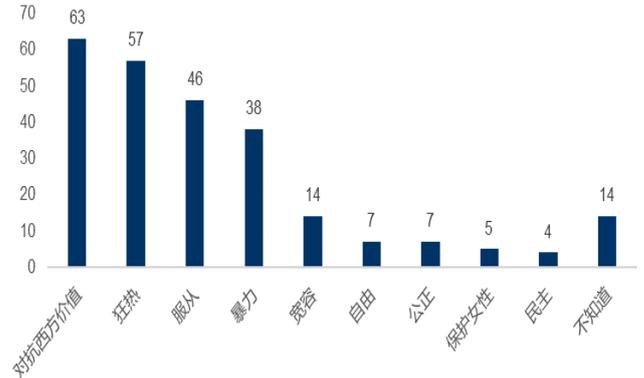
法国伊斯兰问题在本届大选中是十分重要的竞选议题，而且已成为各方候选人支持率的重要影响因素。菲永是一个传统的右派，他采取的政策是对穆斯林的改造，使其融入法国文化；而勒庞则采取比菲永更为严厉的措施来保证法国的世俗主义，宣称应取缔一切伊斯兰组织，关闭受极端主义思想影响的清真寺；马克龙也强调需要支持的是世俗主义、妇女权利和共和国的共同认知，而且这个问题没有商量的余地。

图 19：原住法国人对出现在法国穆斯林社区的观点：多数认为是对国家的威胁



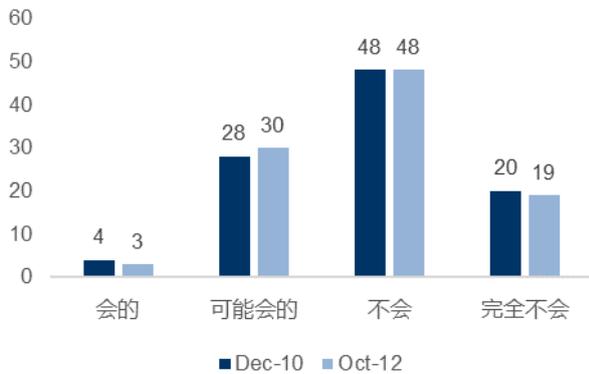
资料来源：IFOP，申万宏源研究

图 20：对穆斯林联想到的词汇：对抗西方价值、狂热、服从和暴力



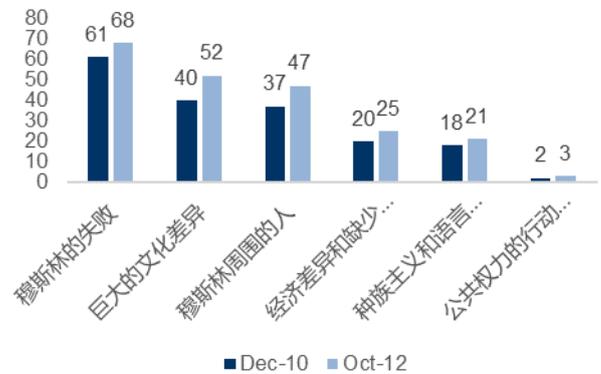
资料来源：IFOP，申万宏源研究

图 21：多数认为穆斯林未来不能融入法国社会



资料来源：IFOP，申万宏源研究

图 22：穆斯林无法融入法国的主要原因：穆斯林自己的失败与巨大的文化差异



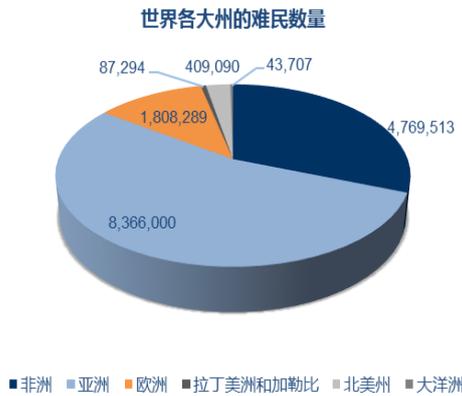
资料来源：IFOP，申万宏源研究

### 2.3 难民问题挑战法国民众忍受底线

与恐怖袭击形成“双生危机”的难民危机，是欧洲 2016 年面临的另一个最为严峻的挑战。欧洲庇护支持办公室统计数据显示，2015 年 1 月至 12 月，超过 120 万人向欧盟提出首次难民庇护申请，与 2014 年相比增长 123%。汹涌的难民潮从中东及北非几个国家集中涌向欧洲。2015 年在难民大量涌入欧洲时，德国总理默克尔承诺将接受 80 万移民，并为此拨款 66 亿欧元。2016 年春季，由于难民问题而被国

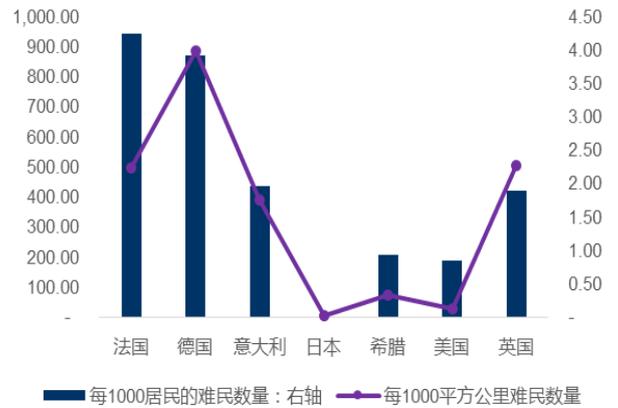
民诟病的默克尔也开始转向，同意将抵达欧洲的主要通道巴尔干线路被关闭来减少难民的涌入。

图 23： 亚洲和非洲难民数量占比最高



资料来源：联合国难民署，申万宏源研究

图 24： 法国每 1000 居民中的难民数量相对较高



资料来源：联合国难民署，申万宏源研究

难民危机和恐怖袭击纠缠在欧盟内部冲击出的裂痕，可能长久难以消弭，围绕是否应该加强内部边境管控争论不休。由于来势汹涌的难民潮，尤其是恐怖分子混在难民中进入欧洲，再加上难民激增而产生的犯罪事件，越来越多的欧盟国家不愿让难民踏上它们的领土，不愿根据欧盟难民分配计划接受难民，相继加强边境管控甚至关闭边境。由于欧洲社会对难民的排斥情绪不断滋长发酵，以反欧盟、反难民吸引民众的民粹主义政党和极右势力迅速崛起。连教皇也十分担忧天主教的未来，怕打破欧洲现有的宗教平衡。

德国和法国针对难民持截然相反的态度，虽然移民通常会被认为是经济增长之源，移民的到来意味着劳动者和消费者的增加。但是据前文分析，法国和德国面临这完全不同的经济状况。德国的失业率不到法国的一半，差不多处于充分就业的状态，它能很快为这些移民提供工作，外来移民能较好地融入德国社会、长期不存在强大的右翼民粹政党。而法国则不然。德国和法国在难民政策上的矛盾凸显了两国不同的现状，而尽管法国已经大量限制难民的涌入，但是已经进入法国的难民还是给法国带来了巨大的困扰，例如加莱和巴黎的难民事件。最重要的，部分伊斯兰极端分子混入难民中，向法国穆斯林民众进行渗透和蛊惑。

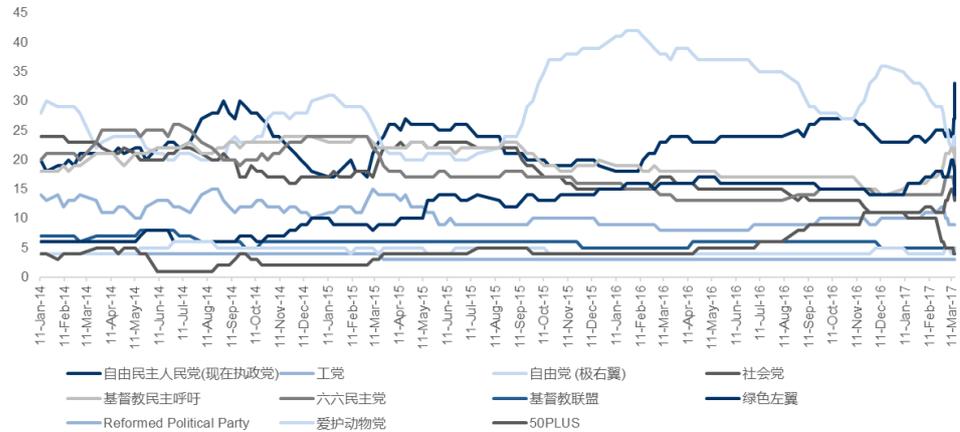
恐怖袭击的不断发生让法国的国家安全受到严重的威胁，这使得法国的难民政策以及法国国内的穆斯林问题成为此次大选的重要影响因素。处于人道主义考虑，欧盟愿意接受的是真正的难民，而不是偷渡而来的非法移民，但从法律上进行甄别认定非常困难，此次难民危机的另一大特点是，难民鱼龙混杂、身份复杂少部分伊斯兰国极端分子混在其中，特别是面对国内频发的恐怖袭击事件，被动地接受欧盟所提倡的分配难民政策让法国难以接受，寻求更加独立自主的边界管理措施，严格控制难民的数量，是法国政治上更至上的考虑，而这也是勒庞和马克龙等总体候选人都做出的承诺。

## 2.4 英国脱欧、特朗普上台，全球政治右转

随着特朗普当选美国总统和英国公投成功脱欧，逆全球化浪潮汹涌而至，法国“国民阵线”顺势而为，高举反外来文化、反移民、反穆斯林的三反政策赢得民心攫取选票。2017年1月21日，特朗普宣誓就职美国总统第二天，欧洲多国极右翼政党在德国中部城市科布伦茨举行集会。来自欧洲各国右翼民粹主义政党的100多名高层参加，包括法国国民阵线党魁勒庞、德国选择党主席佩特里、荷兰自由党领导人威尔德斯、意大利的反欧盟政党“北方联盟”党魁萨尔维尼等。2016年的几次重要选举和投票都以右翼的获胜结束，包括英国脱欧、美国大选和意大利公投等，这让右翼势力在全球范围内大受鼓舞。

2017年3月15日，荷兰举行大选，最终结果荷兰现任首相吕特宣布自己已经赢得大选，成功获得连任，他所领导的自民党，在荷兰总共150个席位的议会中获得31个席位。而极右翼政党自由党则排名第二，获得了19个席位。尽管自民党赢得了大选，但是只获得了议会1/5的席位，并且比上次大选却输掉了10个议会席位。这反映了荷兰社会和民意的高度分裂，右翼化、保守化倾向严重。

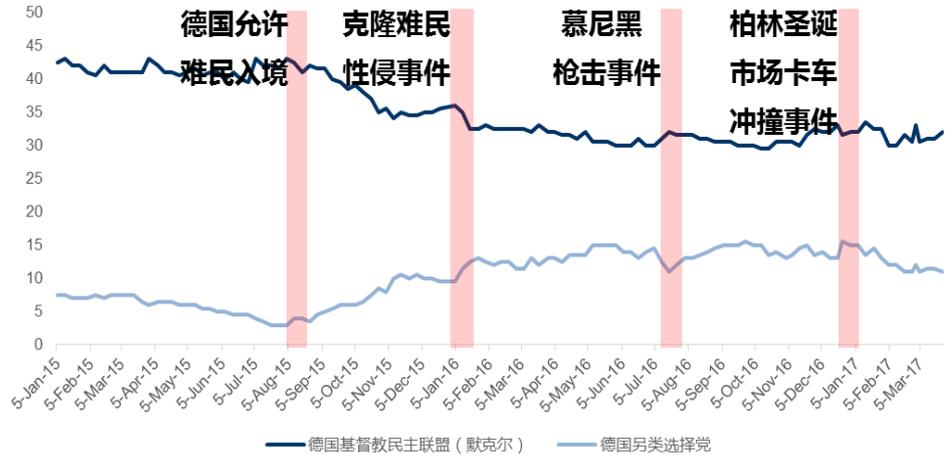
图 25：荷兰大选，极右翼政党自由党获得很高的支持率



资料来源：De Stemming，申万宏源研究

德国另类选择党号称德国极右翼党派，主要纲领是脱离欧元区、反对难民和简化税收。除了反欧元略显极端之外，在欧盟存废和难民问题等方面，德国选择党之前更靠近左翼政党。然而随着德国境内的难民越来越多，该党在难民问题上的倾向也发生了重大变化，其右翼特征更加明显。德国选择党在德国的州和地方选举中表现得非常出色，在本国出现群体骚乱或袭击事件后，都会弱化默克尔移民政策的支持力量，使该党有望获得更多支持。

图 26: 德国极右翼政党另类选择党的支持率在近年来也出现了明显提升



资料来源: Wikipedia, 申万宏源研究

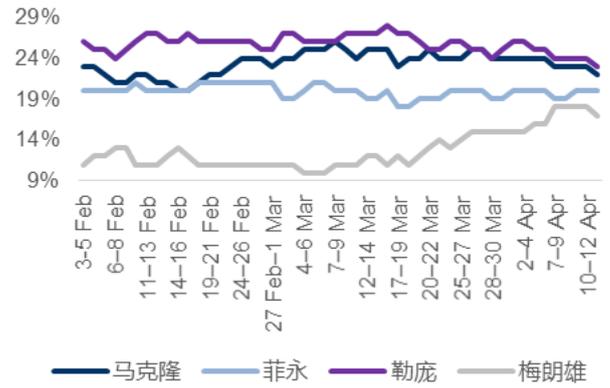
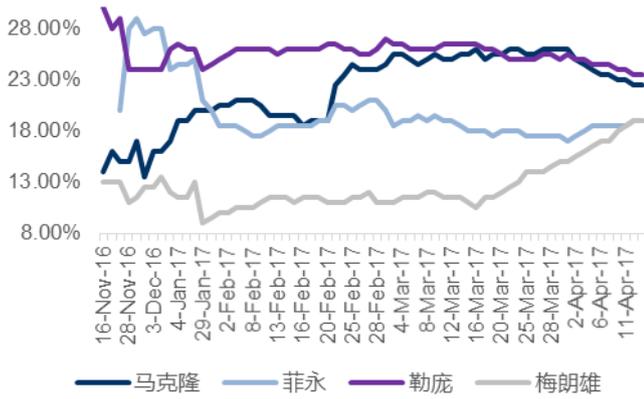
### 3. 总统候选人的选举形势：四足鼎立

#### 3.1 菲永、勒庞、马克隆和梅朗雄的四方对决

随着法国大选首轮将于 2017 年 4 月 23 日举行, 目前法国的竞选形势也逐渐趋于白热化, 当前四位候选人的支持率相当接近, 这为第一轮选举结果埋下了较高的不确定性。法国的两大政党: 左翼的社会党以及右翼的共和党, 都以初选方式决定代表的候选人。共和党初选在 2016 年 11 月举办, 前总理弗朗索瓦·菲永击败阿兰·朱佩, 正式获得共和党提名竞选。社会党籍现任总统弗朗索瓦·奥朗德在放弃角逐连任后, 社会党在 2017 年 2 月的党内选举中正式确认前教育部长阿蒙为该党的总统候选人。鉴于社会党再过去 5 年间执政的表现不如人意, 所以再这一次大选中的其候选人当选的可能性很小。极右翼政党国民阵线的领导人玛丽娜·勒庞是这次总统选举中除了左右两大党外最受瞩目的第三党候选人。在欧洲难民危机, 法国经济持续低迷, 法国穆斯林与法国社会关系持续紧张和全球、欧洲政治全面右转的大背景下, 勒庞在法国拥有很高的支持率。前社会党成员埃曼努尔·马克隆也在大选中拥有很高支持率, 马克隆 2016 年 8 月 30 日辞去政府部长职务, 并以独立候选人身份参加 2017 年的法国总统大选。此外, 左翼候选人梅朗雄在选举中也有较高的支持率。梅朗雄在进入 2017 年三月后, 表现强势, 特别是创意地使用全息影像技术进行精彩的电视演讲后, 支持率快速窜升。

图 27: Ifop 调查法国大选候选人支持率

图 28: OpinionWay 调查法国大选候选人支持率



资料来源: Wikipedia, 申万宏源研究

资料来源: Wikipedia, 申万宏源研究

截止4月13日,大部分民调显示勒庞的支持率仍然高居首位,马克隆紧随其后,菲永和梅朗雄的支持率不相上下,跻身前四。受“空饷门”事件影响,菲永的支持率下滑,而在今年1月到2月期间,马克隆的支持率提升较多,从而马克隆和勒庞的支持率在3月初就基本持平;然而3月中旬后,梅朗雄支持率快速上升,并与菲永相差无几,导致勒庞、马克隆和菲永的支持率都受到一定影响。

### 3.2 主要候选人的政策主张对比

**弗朗索瓦·菲永** (法语: François Fillon), 1954年3月4日生于法国勒芒,法国共和党成员,曾两次担任法国总理。2016年11月27日在法国中右翼阵营总统初选第二轮投票中胜出,2017年4月将代表以共和党为首的中右翼参加总统选举。根据菲永的竞选官网上的信息,我们可以发现菲永的执政计划主要有包括三个方面:**第一,解放经济;第二,恢复国家的权力,以保护法国;第三,肯定法国的价值观。**

**玛丽娜·勒庞** (法语: Marine Le Pen), 1968年8月5日生于法兰西岛上塞纳省塞纳河畔讷伊。她是让-玛丽·勒庞最小的女儿,1986年加入国民阵线。2003年至2011年,担任国民阵线副主席,2004年成为欧洲议会议员。2011年1月16日起,担任国民阵线主席。

**埃曼努尔·马克隆** (法语: Emmanuel Macron), 1977年12月21日出生,法国高级官员、政治家和前投资银行家,前社会党成员。2014年8月26日,他被任命为曼纽尔·瓦尔斯政府的经济、产业更新和信息技术部长。他于2016年8月30日辞去政府部长职务,并以独立候选人身份参加2017年的法国总统大选。

**让-吕克·梅朗雄** (法语: Jean-Luc Mélenchon) 1951年8月19日生于摩洛哥丹吉尔,法国政治家,现任欧洲议会议员。梅朗雄早年曾参加托派组织国际主义共产主义组织。1977年加入社会党,1986、1995、2004年被选为代表埃松省的法国参议员。2008年11月脱离社会党,与 Marc Dolez 共同建立左翼党,后离任。2016年,梅朗雄创建了“不屈法国”组织,并在2017年参选法国总统大选。

**表 3：菲永、勒庞、梅朗雄和马克隆的竞选政策对比**

领域	菲永	勒庞	马克隆	梅朗雄
<b>经济</b>	5年时间削减100亿欧元的财政赤字。降低400亿企业成本和减免100亿社会家庭税收。在企业金融援助中去除ISF。将商人、工匠和自营职业者的税收制度与自营企业家的税制进行并轨。	通过税收制度的简化和累进税升级来实现真正的正义。放松金融市场的监管，以摆脱债务深渊。	主张自由市场，减少公共财政赤字；改革税制。通过政策来提高公司的利润，以保护法国的投资和就业。	降低现在5/14的所得税；建立一个允许的最大收入相应的20倍的收入，高于此的税率将是100%；加强ISF并提高遗产税；减少VAT。
<b>贸易</b>	取消法国标准，加入欧洲标准，使农业成为欧洲第一。			停止自由贸易条约，包括TAFAT、CETA和TISA；
<b>就业</b>	在私人部门内结束35小时每周的工作制，在公共服务领域并返回39小时每周的制度。	停止移民和落实国家优先就业、住房和社会福利。	改变35小时每星期的制度，推动放松就业法，允许人们工作更长的时间。	将每35小时的最低工资提高16%；通过大规模投资计划，创造20万个就业岗位。
<b>福利保障</b>	提高退休年龄至65岁，并统一所有退休金计划，以维持养老金的购买力。引入单一社会津贴，使劳动收入总是高于援助。将普遍家庭津贴的最高限额提高到3000欧元。	重振温和的工资和退休养老金。在全国各地重新建立公共服务，确保所有人享有优质的医疗服务。通过引入父母的收入来帮助家庭。	废弃一个全面的退休年龄，据每个人的需求而安排退休时间。自雇或自由职业者将有权获得失业救济金，为失业边缘的工人支付工资。	恢复60岁的退休年龄，提高养老金的最低标准；允许自由职业者参加社会保障体系。
<b>国家安全</b>	在安全、国防和司法方面再增加120亿欧元，并为执行判决设立了16000个监禁场所；禁止法国国民返回国外作为恐怖主义分子打仗，审判那些与敌人私通情报的罪犯并驱逐参与恐怖主义运动的敌人。	通过零容忍来保证法国的安全；恢复公共道德并利用公投来进行重要的政治决定来将它还给法国人。增加雇佣1.5万名警察，增建监狱。	继续在叙利亚、伊拉克、利比亚等地区 and 恐怖分子战斗，并加强和欧盟其他国家（尤其是德国）的合作。在执政前3年期间增加1万名警察。	允许议会发布紧急状态的决定；禁止闪光球等会使冲突升级的武器；加强对紧急情况的反应能力；加强对流浪人员的管理。
<b>移民</b>	通过创建配额并仅向至少居住两年的合法外国人提供福利来减少移民。	加强边境的管理来重新恢复法国的样子。将移民限制在1万人/年；无证移民在法国不再合法；停止向非法移民提供免费医保。	维持申报协定，但要求增加外部边界警力	在移民问题上加强和国际的合作；拒绝来自土耳其的移民签证；以国际标准在法国建立接待中心。
<b>外交</b>		恢复法国的外交和军事独立。		退出北约。
<b>欧盟</b>	建设有安全和国防的欧洲，保护公民、控制边界和移民。通过做强欧元区来从经济上加强欧洲主权。建设创新和知识的欧洲，为未来的重大项目提供资源。	<b>重新谈判欧盟条约，以恢复国家主权。放弃使用欧元并在当选6个月后举办退欧公投</b>	改革法国和欧洲的代议制民主制度。建立共同的财政能力，以进行投资，重建欧元区的团结。废除边界以建立统一的欧洲市场。	<b>部分条款对法国不利，倡导重新谈判欧盟条约或建立新的条约</b>
<b>教育</b>	改革6年高中毕业为5年，促进法国的孩子的阅读和基本知识的学习。	重新调整学校传播知识的作用。恢复权威和精英。	让学校拥有更多的资源和自主权。	使义务教育扩展到3到18岁。5年内至少招聘60万年教师，并提高工资；建立新的学校，确

文化 宗教	保护法国的文化遗产，支持艺术创作，以法国的文化影响力弥补文化鸿沟。	在面对政治-宗教要求时加强共和国世俗主义。	法国不是一个固定的、封闭的身份，帮助伊斯兰融合到法国社会，并坚持世俗主义。	保社会的多样性。 禁止为建造宗教建筑和举行宗教活动创立公开的基金；允许堕胎和安乐死；

资料来源：网络整理，申万宏源研究

通览这四位候选人的执政计划，在面对法国目前的经济问题上，他们都有自己的计划，包括改革税收制度，改革退休制度、失业保障制度等具体施政计划。菲永、勒庞和马克隆都主张要改变 35 小时的工作制度，延长工作时间，为企业减税以提高竞争力。梅朗雄则将重点放在促进社会公平上面，提出很多保护劳动者权益的措施，但是这些有可能会进一步加重法国经济的负担。在国内安全问题上，他们都强调对难民的控制和对恐怖主义的打击，但是勒庞是相对极端的，例如她计划禁止移民入境以保障法国人的就业、住房和社会福利等。此外他们都强调法国的世俗主义对于法国的重要性，这也是对法国国内日益严重的伊斯兰问题的回应。

在与欧盟关系上，是四位候选人分歧较大的地方，我们可以看出，菲永是坚持留欧的，并在欧盟框架内解决问题；勒庞是坚持脱欧的，强调要重启欧盟条约谈判以重新获得法国主权；梅朗雄和勒庞一样持有“疑欧主义”倾向，但甚少对外宣称直接公投退欧；马克隆则发表了很多对欧盟的改革建议，这也表明他和勒庞的不同，是选择留欧的，但是他和菲永也有所不同。他跳出社会党作为独立候选人就确保自己不受政党的限制，其次在面临各种问题是也并不按传统的方式来应对。例如他认为不应该设立统一的退休时间，而是根据每个人自己的需求来考量；在与欧盟的关系上，他没有明确地表示留欧还是脱欧，却表示要对欧盟进行改革，整体还是倾向于亲欧。

总体而言，菲永仍然是一个传统的右派；勒庞则是一个明显的极右翼政客；马克隆的政治主张难以判别为是哪一派，更多属于中间派的实用主义；梅朗雄则是一个典型的左翼乃至极左翼的政治家。

### 3.3 马克隆目前在第二轮选举中获胜概率更高

法国大选采取的是两轮选举制，在第一轮投票中得到过半数选票的候选人可当选为总统，如果没有候选人在第一轮投票中得到 50% 以上票数，则第一轮投票中得票最多的两名候选人进入第二轮投票，第二轮投票中得票较多的候选人则当选为总统。

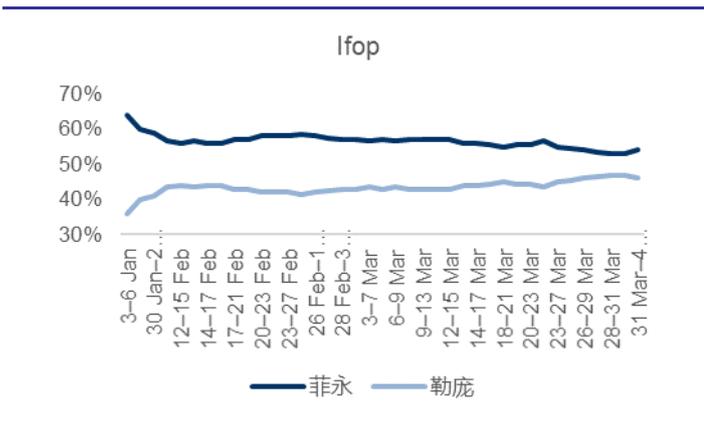
根据目前的民调结果，勒庞和马克隆占据着前两位。这四位候选人的支持率没有一个超过 50%，这也就意味着很大概率第一轮不能直接选出总统，因此第一轮支持率前两位的候选人进入第二轮投票。依据现在的形势，马克隆和勒庞进入第二轮的概率比较大，受“空饷门”事件的影响，菲永支持率出现下滑。但是随着梅朗雄在第二

轮电视辩论中的出色演讲，支持率跳升至 18%，首次反超前总理菲永的支持率跻身第三位，使得大选结果更加扑朔迷离。

根据目前的民调结果来看，马克龙最终获选的概率最大，而勒庞获胜的概率最小。即使勒庞顺利晋级第二轮的选举，从选民构成角度看，勒庞并不占绝对优势。诚然，勒庞的国民阵线拥有一批忠诚度高的拥趸，但主要由年轻人士及本土草根构成，覆盖面不广。而且考虑到法国政治选举具有排挤极右翼的传统，那么第一轮落选党派的支持者倾向于选择勒庞的对手方（2002 年法国大选就是典型例子），所以无论菲永、马克龙还是梅朗雄获得第一轮的胜利，勒庞都处于下风；其次，关于梅朗雄获胜的概率还需要进一步观察他的支持率，假如梅朗雄进入第二轮，他对决菲永和勒庞都是有优势的，但是会在第二轮中输给马克龙。获胜概率最大的还是马克龙，他在第二轮中对战其他三个候选人都有优势。

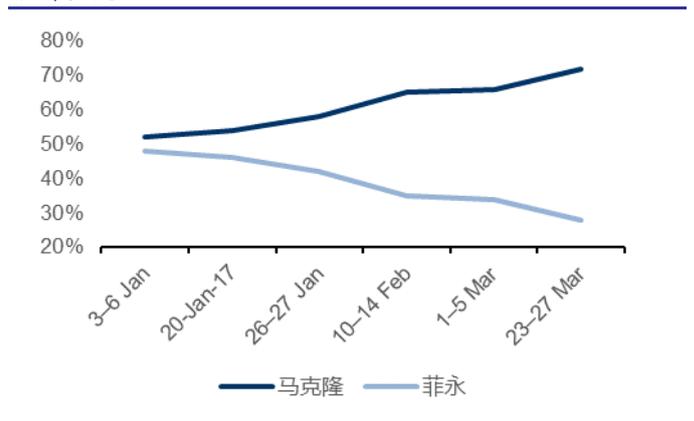
同时随着大选日期的不断接近，菲永和勒庞及其竞选团队都被曝出不同程度的丑闻。2017 年 1 月底法国媒体爆料称，菲永的妻子佩内洛普在 15 年内以议员助理身份领薪至少 68 万欧元，菲永的儿子和女儿也曾从议会领取薪酬，但实际上 3 人均均为“吃空饷”。而法国检方 2 月 24 日晚间宣布，菲永将因“空饷门”一事受到全面司法调查。同时法国媒体报道，法国检方 2 月 25 日确认，勒庞竞选团队顾问 Frederic Chatillon 因国民阵线 2014 和 2015 年间竞选活动的资金来源相关问题，正接受调查。法国检方称，Chatillon 通过他的媒体公司 Riwal 为勒庞团队提供服务时，涉嫌非法竞选融资。这些丑闻尽管难辨真假，但是仍然会对选举造成重大影响。最新勒庞的竞选团队丑闻就让勒庞最新的支持率下降不少，因此需要仔细关注。总体来看，目前马克龙获胜的概率依然最大。

图 29：菲永和勒庞在第二轮对决的民调，菲永占优势



资料来源：Wikipedia, 申万宏源研究

图 30：马克龙和菲永在第二轮对决的民调，马克龙优势不断扩大



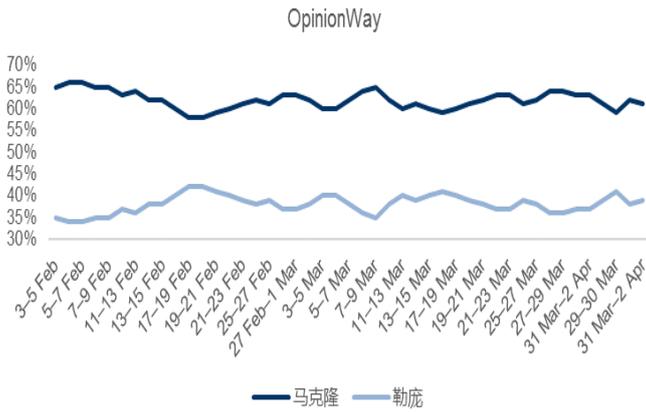
资料来源：Wikipedia, 申万宏源研究

图 31：马克龙和勒庞在第二轮对决的民调，马克龙占优势

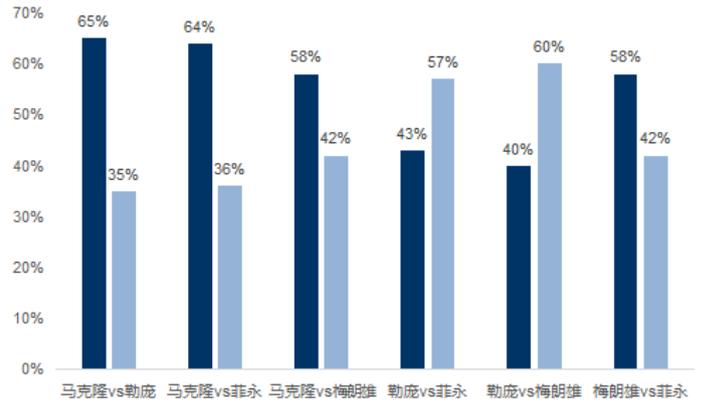


图 32：当前勒庞在第二轮选举中不占优势





资料来源: Wikipedia, 申万宏源研究



资料来源: Wikipedia, 申万宏源研究

## 4. 法国大选，距离脱欧还有多远？

### 4.1 宪法约束是短期难以逾越的鸿沟

法国宪法中，明确规定“共和国是欧洲联盟的一部分”。因此法国要脱欧，最终必须实现修宪。不过，法国的宪法制定者们早就为修宪设定了防火墙：根据宪法第 89 条，任何宪法改革都需要由政府而不是总统提出。即便在政府提修宪要求后，该要求必须同时得到国民议会和参议院的批准，然后通过公民投票或以 60% 的国会多数票通过的形式通过。如果勒庞想要举行全民投票，国民阵线必须在 6 月的立法选举中获得多数席位才行，这意味着勒庞所领导的国民阵线在今年 6 月的立法选举中，在国民议会最少要获得 289 个席位，才能推动其脱欧章程。目前，法国国民议会议员为 577 名，参议院议员为 348 名，而国民阵线在参议院和国民议会中分别仅有 2 个席位，根据目前的民调预测，国民阵线最多能在国民议会中拿到 58~64 个席位，离达到多数席位还相距甚远。

不过，律师出身的勒庞历来都是不按常理出牌，也在思考变通之法，即试图绕过国民议会触发公投。她所希望的是像 1962 年法国前总统戴高乐将军那样，通过全民公决实现宪法修改。彼时，戴高乐通过宪法第 11 条，将宪法修改的提议交付法兰西人民投票决定，宣布要将总统改为直接民选，最终戴高乐以 62% 的多数投票取得了全民复决的成功。法国政府曾就此事咨询最高行政法院和宪法委员会，两者在提交的不具有约束力的意见中都认为违宪，但由于民众呼声太高，宪法委员会被迫承认该公投。首先时过境迁，上个世纪的 60 年代和当下的法国在遵守宪法方面的严格程度不可同日而语，其次在戴高乐做出上述行为后，宪法第 11 条已经在随后被宪法第 61 条

重新补充定义，即在触发人民公投前，必须得到法国宪法法庭的允许。而在实际操作中，法国宪法法庭允许这种情况发生的可能性极为微小。悲观点看，即使勒庞触发了全民公投，民众是否会执意选择退欧呢，下一部分将重点阐述。

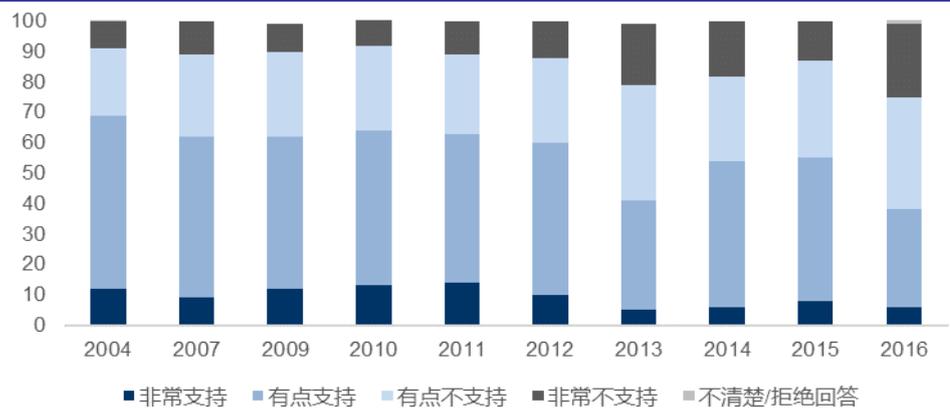
## 4.2 民众对欧盟支持度降低，但大部分仍赞成留欧

2016年6月英国成功脱欧始料未及，令市场对欧盟的未来感到担忧。假如欧盟其他成员国走上和英国一样的道路，那么欧盟很有可能陷入分崩离析的危险境地。法国作为欧盟的最重要的两个国家之一，其在欧盟未来的留存决定了欧盟的未来，勒庞就以法国脱欧作为竞选纲领之一。为了分析这个问题，我们参考皮尤研究中心（Pew Research Center）在2016年英国脱欧前夕在欧盟几个重要国家调查民众对欧盟的支持度。

根据这份报告的数据，法国民众对欧盟的支持度在2004年来呈现的整体的是下降的趋势。在2004年时，法国民众对欧盟的非常支持或有点支持的总共高达69%，而不支持的仅占31%；到了2013年时，支持度降到41%，不支持度上升到58%；此后在2014年和2015年虽然支持度有所回升，但是2016年达到新低，支持度只剩38%，而不支持度却高达61%。

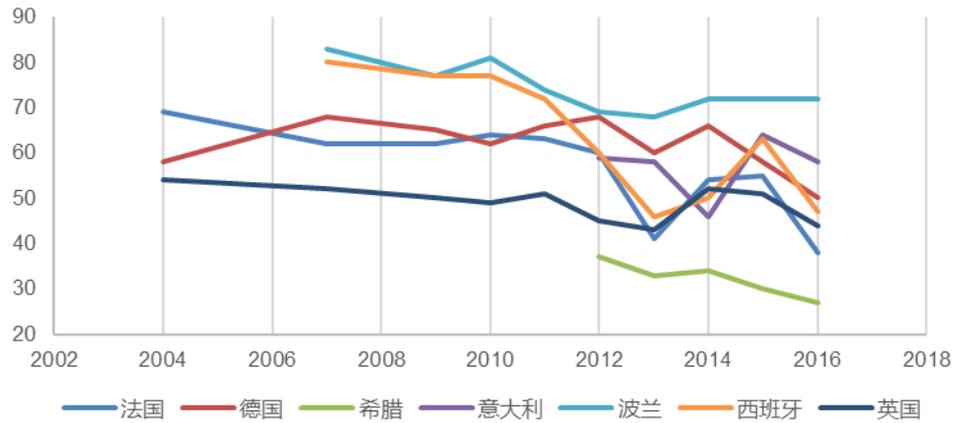
考察整个欧盟的情况也可以发现，除了波兰最近的支持度保持稳定以外，其他国家的支持度都在不同程度上下降。其中希腊的支持度最低，在2016年只有27%，这应该和欧盟强制要求希腊政府削减福利，减少政府赤字有关，导致民众的支持度降低。

图 33：法国国民对欧盟的支持度逐年下降



资料来源：Pew Research Center，申万宏源研究

图 34：欧盟各国历年对欧盟支持度逐年下降



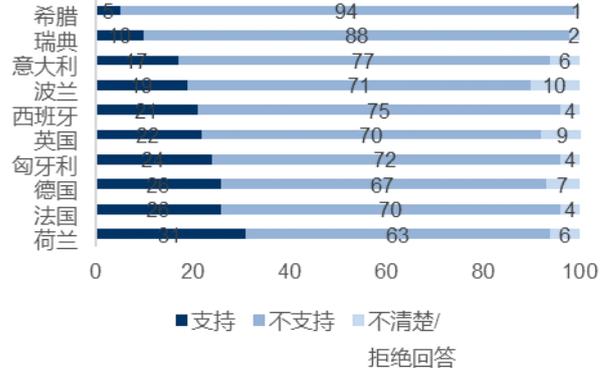
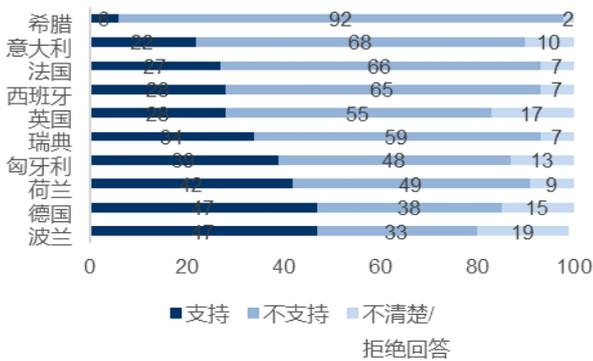
资料来源: Pew Research Center, 申万宏源研究

在对欧盟经济政策的支持度上,法国的支持度在各国中相对是较低的,仅有 27% 的支持度,同时有 68% 的不支持;德国的支持度是相对较高的,达到 47%。同时在难民政策上,欧盟各国民众对欧盟的支持度都很低,最高的荷兰的支持度也只有 31%,同时有 63% 不支持度;法国的支持度只有 26%, 不支持度有 70%。

从前面的调查结果来看,法国民众对欧盟的支持度不管从整体来看,还是从经济政策和难民政策角度来看都不高。那么在法国国内必然有很多人对于欧盟是持消极态度,甚至是脱欧态度的,这也是像国民阵线这样的极右翼政党能在法国国内获得很高的支持率的原因之一。那么总体而言,法国民众支持脱欧吗?

图 35: 欧盟各国国民对欧盟经济政策的支持度,法国支持度相对较低

图 36: 欧盟各国国民对欧盟难民政策的支持度,法国支持度相对较高



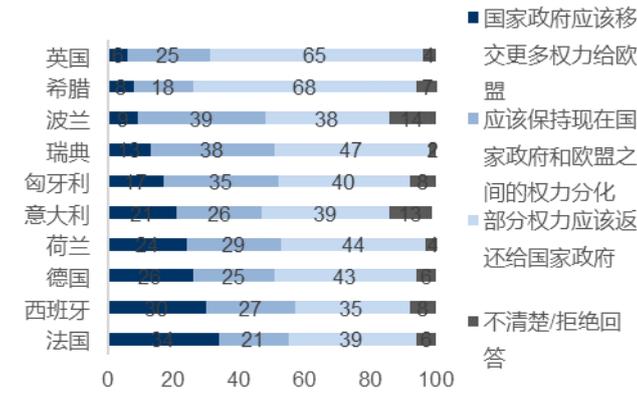
资料来源: Pew Research Center, 申万宏源研究

资料来源: Pew Research Center, 申万宏源研究

报告显示在对待欧盟的未来的观点上,法国相对其他国家而言是非常支持继续留在欧盟的,他们认为国家政府应该移交更多权力给欧盟或应该保持现状的人占到 55%,其中持第一个观点的更是各国中最多的。与法国形成鲜明对比的是英国,持前两个观点的民众只有 31%,而认为欧盟部分权力应该返还给本国政府的占到 65%,远远多于前者。这表明英国民众是更趋向于脱离欧洲的,而在这份报告发布后 16 天,2016 年 6 月 23 日,英国脱欧公投以 51.9% 对 48.1% 的结果通过脱欧决定。此外该报告还调查了各国民众对英国脱欧对欧盟是否是好事的观点,全部国家的民众都认为

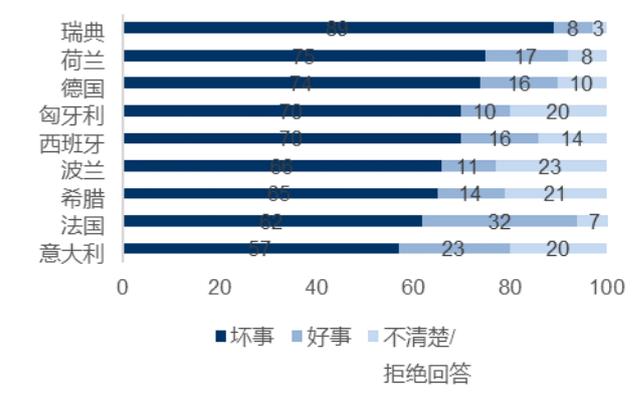
英国脱欧对欧盟而言不是好事。虽然法国有 32% 的人认为这是一件好事，但是认为这是一件坏事的还是占了 62%，远多于前者。这表明，虽然法国民众对欧盟的印象不好，支持度较低，但是法国民众总体而言还是不倾向于脱离欧盟，而是希望通过其他的手段来解决目前的困境。

图 37：欧盟各国国民对欧盟未来的观点，法国民众更支持欧盟



资料来源：Pew Research Center, 申万宏源研究

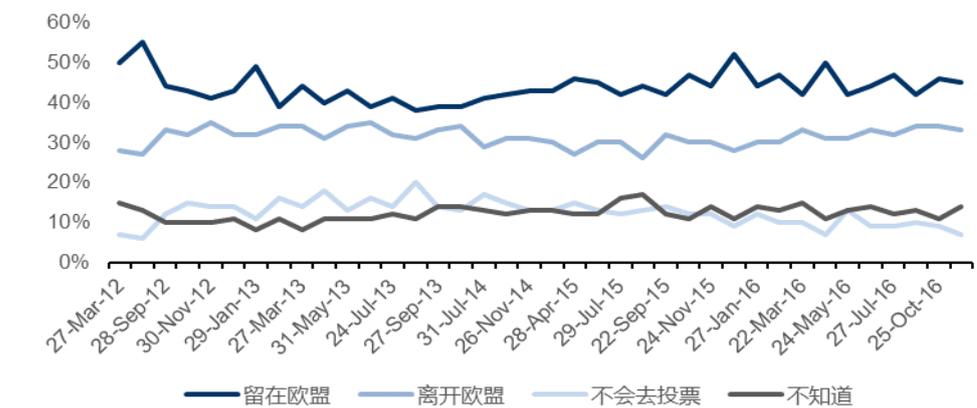
图 38：欧盟各国国民认为英国脱欧对欧盟是否是好事，法国民众不认为是好事



资料来源：Pew Research Center, 申万宏源研究

根据 YouGov (舆观调查网) 的历史民调数据，法国民众对脱欧的态度是相对稳定的，持留在欧盟态度的在 45% 左右波动，持离开欧盟态度的民众在 30% 左右起伏，而且留欧人数整体是持续大于脱欧人数。对比英国脱欧的民调就会发现，在英国留欧和脱欧民众人数一直以来就是不相上下的，这和法国有很大的不同。这也就是说，英国脱欧的民意基础比法国强很多。

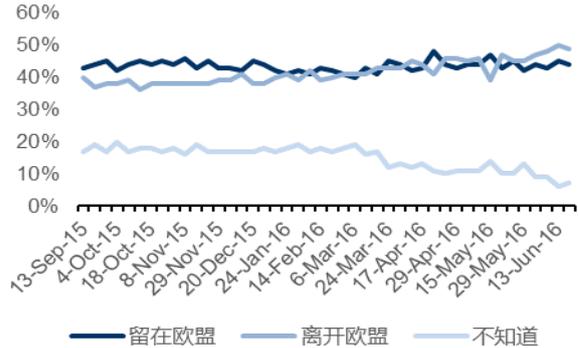
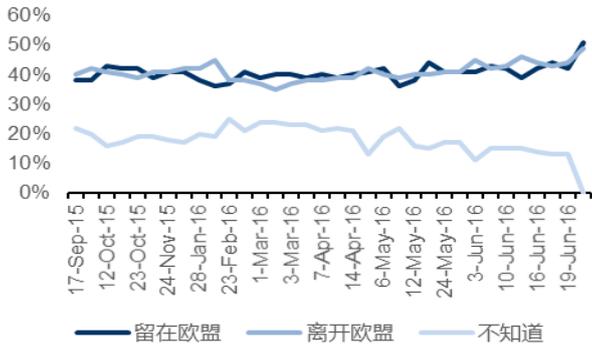
图 39：法国民众对可能的脱欧公投民调结果，留欧意愿更强



资料来源：YouGov, 申万宏源研究

图 40：YouGov 民调显示英国留欧和脱欧比例十分接近

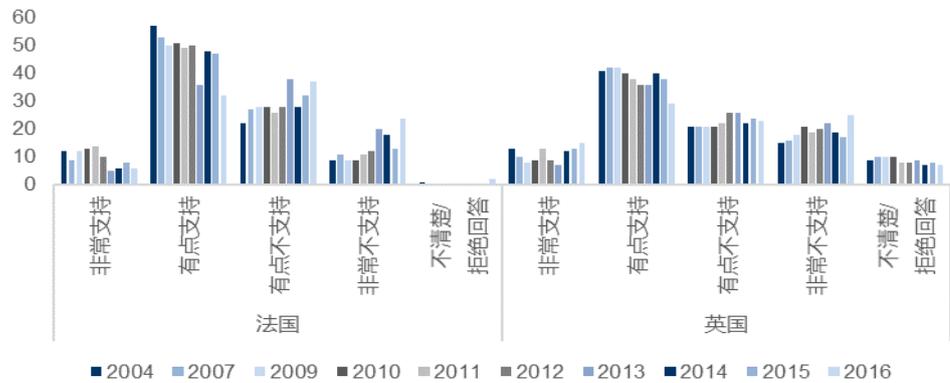
图 41：ICM 民调表明英国民众更倾向于脱离欧盟



资料来源：申万宏源研究

资料来源：申万宏源研究

图 42：法国和英国对欧盟支持度的对比，法国留欧民意更强



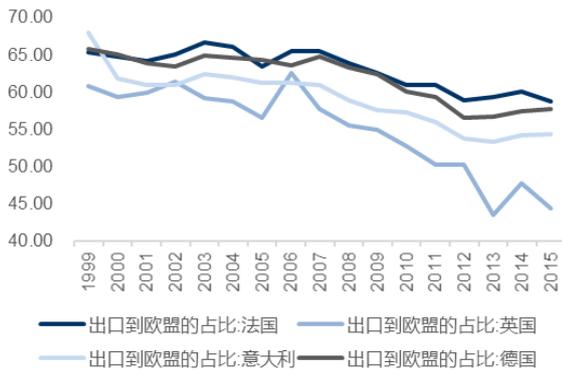
资料来源：Pew Research Center，申万宏源研究

### 4.3 法国经济高度依赖欧盟

作为欧盟第二大经济体，法国几乎是欧盟一体化进程中所有协议的倡导者和支持者，彼此唇齿相依。从 1951 年开始，法国作为主要领导者的角色陆续组织建立欧洲煤钢共同体、欧洲原子能共同体、欧洲共同体和欧洲联盟，与德国共同成为欧盟政治、经济和外交发展的主导力量。无可厚非，近年来难民危机、恐怖袭击以及经济增长失衡，确实使得单个国家在解决社会问题时自由度下降，甚至出现无解的困境，但忽略欧洲共同体带来的经济收益仍然是有失偏颇。法国曾作为欧盟的受益国，享受着出口贸易、债务融资和旅游业发展的巨大红利。

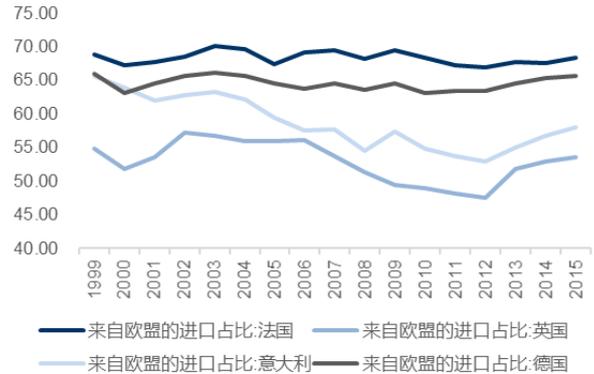
近年来法国欧盟的出口逐年减少，但是 2015 年仍然达到 58.7%，并且明显高于欧盟其他几个核心国家。法国从欧盟进口占比则在近几年没有很大的变化，在 2015 年的值为 68.3%，同样高于其他几个欧盟国家。可见，法国经济对欧盟的依赖程度是很高的。与此形成对比的是，已经决定脱欧的英国对欧盟的经济依赖程度是比较低的，这说明法国并不具备像英国那样的脱欧经济条件。如果法国选择退出欧盟，贸易壁垒和交易费用的上升将促使欧盟成员国转而进口其他国家的商品，无异于亲手摧毁最大的出口市场。

图 43: 法国对欧盟出口占比高于其他几个欧盟国家



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 44: 法国从欧盟进口占比高于其他几个欧盟国家



资料来源: Wind, 申万宏源研究

法国是欧元区公共债务规模最大的国家,为了刺激经济复苏,欧盟目前采取了低利率的宽松货币政策,一旦法国面临脱欧的风险,大量的机构投资者将会抛售法国国债,主权债务风险加大,融资成本自然会上升,借新还旧的债务存续方式将不可持续。而且,法国主导建立了共同的农业政策,目前农业已成为欧盟一体化程度最高的政策,一旦退出,对法国从事农业的劳动人口冲击也很大,而这部分人口在政治的影响力仍不可小觑。总之,目前法国和欧盟在对外贸易、农业、工业和人员流动等众多方面已达到了深度融合的阶段,要真正地实现脱欧短期内成行阻力也很大。

## 5. 法国大选对全球大类资产配置的影响

### 5.1 大选充满变数, 相关大类资产近期表现分化

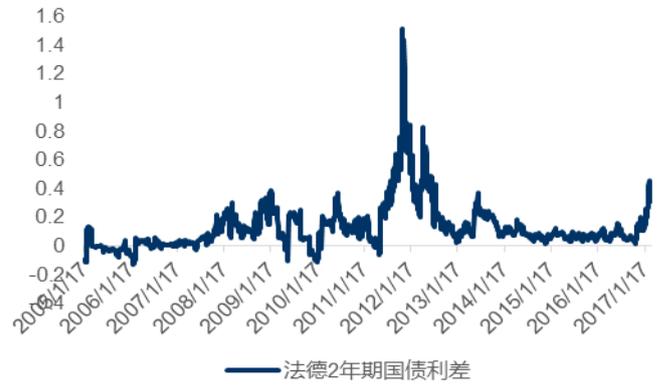
随着 4 月 23 日法国首轮大选临近,四个主要候选人的竞争日趋白热化,竞选形势愈显扑朔迷离。马克隆和勒庞的支持率仍然高居前两位,马-勒平衡短期依然较为稳固。受“空饷门”事件发酵,原本高支持率的菲永接面临各种丑闻的困扰,支持率一落千丈,随着事件慢慢的淡化,目前反弹到与梅朗雄不相上下。而梅朗雄精湛的演讲口才也帮助他人气窜升,与马-勒的差距在不断缩小,大部分民调结果显示彼此的差距仅为 2%~4%。在离首轮大选最后一周的时间,各位候选人势必会使出浑身解数进行卖力宣传,特殊事件(如恐怖袭击)和选民的倒戈都将会改变当前的竞争格局。充满变数的竞选形势加剧了市场的恐慌情绪,基于欧洲 STOXX 50 指数期权交易数据制定的欧洲恐慌指数(VStoxx Index)从 3 月 17 日的 11.2% 上升到了 22.8%,法德 2 年期国债利差也呈现底部向上脉冲趋势,利差之巨已达到 39BP。

图 45: 欧洲股市恐慌情绪指数快速上升



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 46: 法国和德国 2 年期国债利差呈现底部向上脉冲趋势



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 47: 黄金价格和净多头均出现上升趋势



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 48: 欧元兑美元汇率年初以来有所回升



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

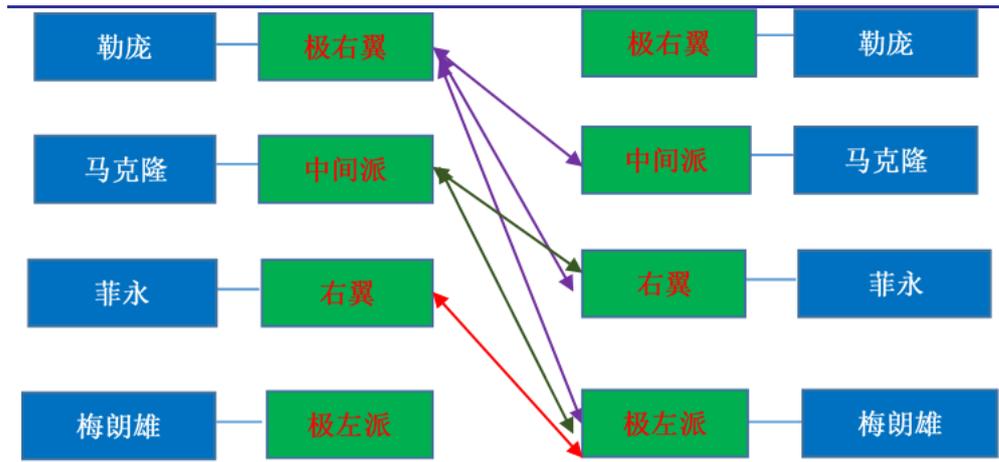
1 季度以来, 黄金受益于特朗普交易的逆转与避险情绪的发酵涨幅可观(我们从 1 月月报开始持续推荐黄金的机会)。4 月 7 日对美军叙利亚一个空军基地发动突然袭击, 4 月 13 日向阿富汗投放了最大的非核导弹, 以及朝鲜宣称的核武器试验, 多重因素叠加刺激黄金价格走高, 随着后续法国大选的不确定性, 或将继续提升全市场对黄金的组合配置需求。

欧元兑美元汇率年初以来整体小幅升值, 欧洲较强的基本面趋势与特朗普政策低于预期是主要原因。目前看来, 特朗普的减税增支刺激政策进展并不如意, 还停留在用嘴刺激的层面, 诸如 GDP 增长、商业投资、消费和工资等“硬”数据回升还未如期出现, 制约美元指数上涨, 而欧洲经济的复苏仍在企稳过程中, 导致欧元兑美元的干扰因素较多, 汇率波动并不明显, 未来一周波动率大概率出现加剧, 特别是如果极右翼的勒庞或极左派的梅朗雄赢得初选, 市场对欧元的担忧将会加剧, 欧元或将面临走弱风险。

## 5.2 不同竞选结果下的资产配置建议

目前市场上最有竞争力的候选人主要包括勒庞、马克隆、菲永和梅朗普四位，就当前选情来看，异常焦灼，大概率要进入第二轮选举，在第一轮选举后我们会进一步跟踪剖析后续的大选概况。现阶段我们将第一轮竞选结果可能有六种组合，根据不同候选人的政策主张以及对资本市场影响情况，从对市场风险偏好的冲击来看，我们将其法国大选首轮竞选结果分为激进、中性和温和三大情景，并分析对应情况下的资产配置对策。

图 49： 第一轮法国大选竞选结果的 6 种组合



资料来源：申万宏源研究

**激进组合包括：勒庞-梅朗雄、勒庞-马克隆、勒庞-菲永。**我们回看 2002 年法国总统大选，老勒庞在第一轮选举中以 16.89% 的选票击败了左翼社会党候选人若斯潘。全国各地顷刻间爆发了声讨勒庞的示威游行，迫使左右两翼政党联合起来，将其在第二轮中淘汰出局。这一场左右翼联手努力被称为“法兰西民主与尊严的保卫战”。历史这一阶段资本市场的表现主要还是受经济基本面的驱动，2000-2002 年美国互联网泡沫，美国纳斯达克指数的暴跌带动欧洲股市也并不景气。欧元在 2002 年 1 月 1 日正式推行纸币和硬币。实体化后，民众对欧元的信心大大增强，2002 年后，欧元汇率结束低位震荡的态势，不断上涨。

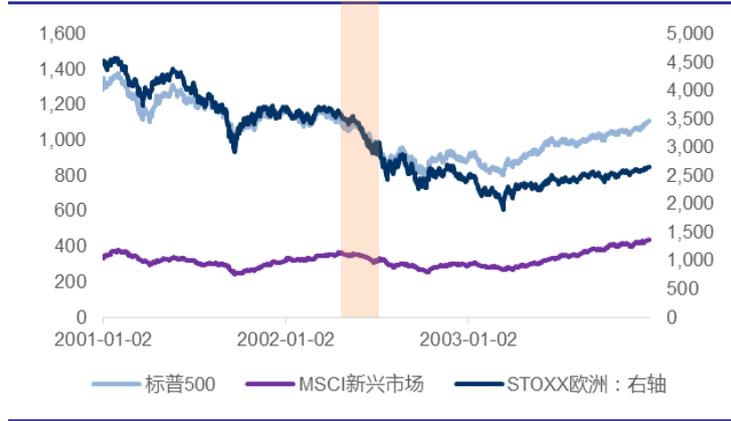
坚称退出欧盟和重新使用法郎的激进派勒庞如果在第一轮中顺利晋级，短期势必会对欧元和欧洲股市产生较大情绪冲击，还会让新兴市场（包括中国）股市承压，同时会提升美元、日元、黄金和国债等避险资产的配置价值。年初以来，黄金受益于特朗普交易逆转与地缘政治风险已经出现较多上涨，美元则整体回调，而欧元与欧股受益于欧洲基本面改善，特别是欧洲股市回升明显，市场估值进入阶段性高位。从风险收益比角度，如果勒庞进入第二轮，避险角度首选美元与美债，而欧洲股市与欧元将阶段性承压。但值得注意的是在随后 5 月 7 日第二次轮选举中，绝大部分民调显示勒庞在第二轮中并不具有任何优势，甚至重蹈老勒庞在 2002 年大选覆辙，未来演化成英国脱欧这种黑天鹅事件的概率仍不高，因此对全球市场的冲击不可同日而语。

图 50: 老勒庞参与的 2002 年法国总统选举, 有惊无险



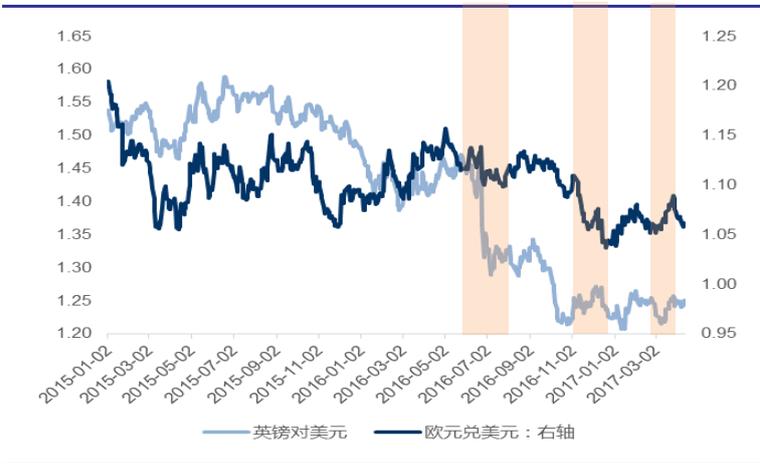
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 51: 2002 年法国大选期间股市驱动力主要来源于基本面



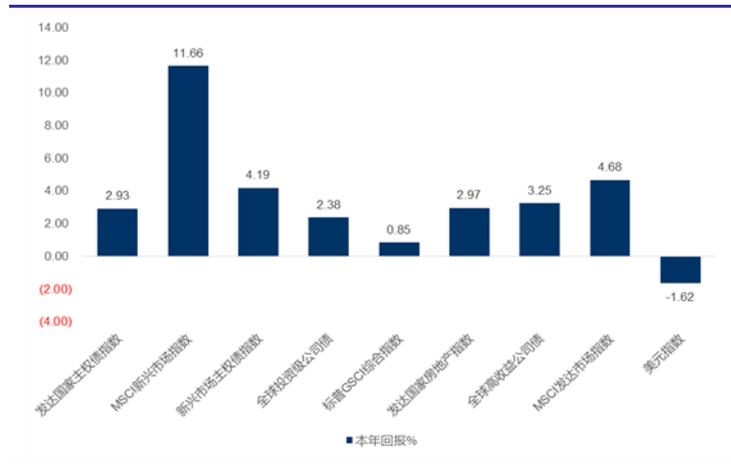
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 52: 汇率变化取决于选举的不确定性和经济形势



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 53: 美元年初以来整体走弱, 新兴市场强于发达市场



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

**中性组合包括: 梅朗雄-马克隆、梅朗雄-菲永。**作为极左翼代表的梅朗雄, 他的竞选纲领中也不乏疑欧主义, 倡导修改联盟合约, 但较少宣称直接退欧。特别是近期来梅朗雄的人气窜升, 法德 2 年期国债收益率差也顺势上涨, 代表市场也将其视为未来不确定的来源。但是相比勒庞稍微缓和, 未来对市场的冲击也不容忽视, 此情形下我们依旧短期内建议增持避险类资产, 阶段性看空欧元汇率。

**温和组合: 马克隆-菲永。**菲永奉行新自由主义经济, 而马克隆支持放松对经济管制来增强经济活力。而且在欧盟态度上均认为应积极融合并共同解决当前所面临的问题, 而不赞成直接脱欧。所以如果该组合能够当选, 资本市场的恐慌情绪会大大缓解, 政治上有望实现平稳过渡。前期由于恐怖情绪过度导致法德信用利差飙升将有望得到修复, 欧元有望进一步反弹, 欧洲股市也有望在风险偏好的修复中继续维持相对强势。

总体来看，在选举结果尚未公布之前，目前形势仍充满变数，市场避险情绪快速上升，叠加地缘政治风险加大，短期内黄金依然具备配置价值。欧洲延续经济复苏并不断扩大，部分新兴国家企稳复苏，刺激投资者对欧洲和新兴市场股市的乐观预期，市场估值水平也达到阶段性相对高位，因此有必要关注此处法国大选结果对权益类资产带来的影响。美国经济复苏不及预期乐观，我们 3 月份提出的特朗普交易逆转也得到完美验证，关注大选对这种逆转的强化效应。同时，美元指数被特朗普 **Talk down**，出于避险需求美元指数未来有阶段性受资金青睐的可能，而欧元可能会有小幅回落。特别值得关注的是，如果勒庞-梅朗雄这对最激进组合在第一轮胜选后，将对整个大类资产的风险偏好产生压制，而菲永-马克隆这对组合的出现，恐慌情绪会缓解，前期恐怖情绪过度导致法德信用利差飙升将有望得到修复。至于第一轮选举对 A 股的影响，更多是情绪层面的抽象关联，市场经过前期上涨后短期进入性价比下降的混沌期，经济面临回落和强监管下市场的风险偏好下降，海外政治周期风险发酵对短期市场有推波助澜作用。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	<a href="mailto:xiewn@swsresearch.com">xiewn@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。