



海外市场动态跟踪

证券分析师

薛威

资格编号: S0120523080002

邮箱: xuewei@tebon.com.cn

谭诗吟

资格编号: S0120523070007

邮箱: tansy@tebon.com.cn

法国选举：欧洲一体化的裂痕

——精卫填“海”系列（八）

投资要点：

- 背景：法国国民议会选举首轮投票结果显示极右翼势力领先。**欧洲五年一度的议会选举于 6 月 6 日启动，最新的数据显示议会右倾趋势明显，且左右翼显著分化。由于法国执政党所获支持率远低于极右翼政党，法国总统马克龙当晚宣布解散国民议会，并将议会选举提前至 2024 年 6 月 30 日举行（第一轮）。截止目前第一轮选举已经结束，极右翼政党“国民联盟”在首轮投票中获得 33.15% 的选票；左翼政党联盟“新人民阵线”获得 27.99% 的选票，排名第二；马克龙领导的中间派联盟获得 22.83% 选票，位居第三。为了阻止极右势力蹿升，法国右翼和左翼采取了第二轮选举（7 月 7 日）自动放弃参选的策略，这为第二轮选举增添了诸多悬念。
- 回溯：法国曾出现过三次“左右共治”，经济问题、总统和议会选举不同步可能是导致共治的主要原因。**从 1958 年第五共和国建立以来，法国共经历过三次“左右共治”，分别是 1986-1988 年，1993-1995 年和 1997-2002 年。从共性来看，三次左右共治前期均能看到经济增速处于回落或者较为低迷的状态，失业率均有所上升，可以推测经济社会问题是共治的重要背景之一。其次，总统选举与议会选举未能同步进行也是造成共治的原因，2002 年之前，法国总统任期为 7 年，而国民议会选举为 5 年一次，在此期间，法国人民可能不再满意原来选出的总统及其所属政党，从而导致在国会选举中转而支持另一政党，也正因如此，2002 总统任期和议会选举均统一为 5 年一次，总统选举与议会选举开始同步进行，总统选举后 1 个月左右就会举行议会选举，有助于打造强势政府。**从影响来看，“左右共治”确实会让执政变得更为割裂。**在 1986-1988 密特朗时代，总理希拉克认为总统不再拥有议会多数，不能完全代表法国，应当共同执行国家的政策，包括外交政策。最终密特朗妥协，因此出现了双驾马车共同负责法国外交和防务的局面。从金融市场来看，“左右共治”期间，法国 CAC40 并没有显示出一致规律，从股市和 10Y 美债的相关性来看，决定股指走势的更多是经济和流动性。
- 展望：不宜夸大法国议会选举对内部的短期影响，但长期来看，极右翼势力崛起或意味着全球格局开始发生重大变化，本土保护主义观念兴起，欧洲一体化进程面临挑战，全球贸易和要素流动或受阻。**2022 年议会选举时，马克龙领导的政党并没有获得议会中的绝对多数席位，也没能同其他政党组建执政联盟，导致之后的立法改革屡遭掣肘，若极右翼势力上台，也只是在原来的基础上进一步增大了执政难度。因此我们认为短期法国股指和相关 ETF 或存在悲观情绪冲击后修复的交易性机会。但长期来看，欧洲极右翼势力支持率大幅上升、左右势力的极端分化或显示全球格局发生重大变化，这无疑会助长欧洲本土保护主义的气焰，导致全球贸易，要素流动等受到长期影响，也会给二战以来欧洲一体化进程带来前所未有的挑战。在未来的很长一段时间中，我们或许无法再将欧洲看做美国纯粹的跟随者，也不能再将欧洲视为统一的整体，而是需要将其独立拆解进行跟踪分析。
- 风险提示：法国议会选举不确定性加剧；美国大选外溢效应增强；地缘局势反复。**

内容目录

1. 如何看待本次法国议会选举.....	4
2. 风险提示.....	6

图表目录

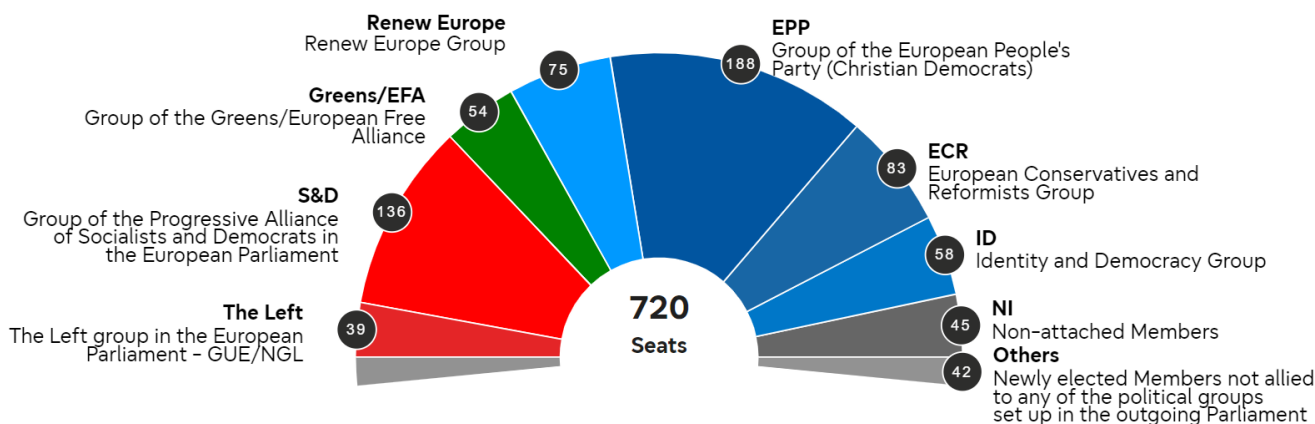
图 1：欧洲议会最新席位分布	4
图 2：“左右共治”前期经济增速通常处于回落或者较为低迷的状态	5
图 3：“左右共治”前期失业率均上行	5
图 4：法国股市更多由经济和流动性驱动	5

1. 如何看待本次法国议会选举

近日法国议会选举牵动人心，欧洲极右翼势力的崛起成为市场焦点。但其实从以往来看，欧洲地区各类选举并不十分受关注，本次之所以有所不同，我们认为需要站在全球格局重塑的历史拐点角度来看。首先回顾一下本次欧洲议会选举的背景：

欧洲五年一度的议会选举于6月6日启动，最新的数据显示议会右倾趋势明显，且左右翼显著分化。在720个议会席位中，中间偏右的欧洲人民党获得188席，右翼的欧洲保守与改革党获83席，极右翼的身份与民主党获58席；持中间立场的复兴党获75席；中间偏左的社民党获136席，绿党和欧洲自由联盟组成的党团获54席，左翼联盟党团获39席。

图1：欧洲议会最新席位分布



资料来源：European Parliament, 德邦研究所

注释：数据更新于2024年6月27日

马克龙解散议会并提前举行议会选举，第一轮选举结果仍“不尽人意”。由于法国执政党所获支持率远低于极右翼政党，法国总统马克龙当晚宣布解散国民议会，并将议会选举提前至2024年6月30日举行（第一轮）。截止目前第一轮选举已经结束，结果显示法国极右翼政党“国民联盟”在首轮投票中获得33.15%的选票，得票率领先；左翼政党联盟“新人民阵线”获得27.99%的选票，排名第二；而法国总统马克龙领导的中间派联盟获得22.83%选票，位居第三。

为了阻止极右势力蹿升，法国右翼和左翼采取了第二轮选举（7月7日）自动放弃参选策略，据法国内政部的统计，截止7月1日，已有155个候选人自动退出第二轮参选资格。这为第二轮选举增添了诸多悬念。

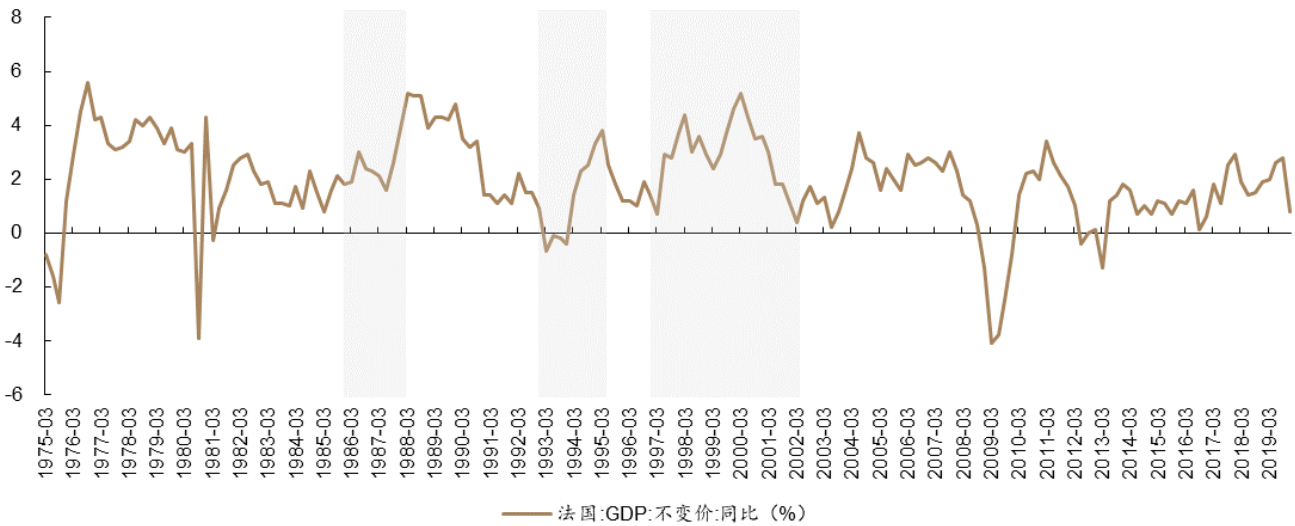
回溯历史，法国曾三次出现左派总统右派总理的“左右共治”，经济问题、总统和议会选举不同步可能是导致共治的主要原因。与美国的三权分立有所不同，法国实行的是半总统制，总统与总理、内阁共享政治权力，总统可以决定总理人选，总理提名内阁，总理与内阁只对议会负责，总统权力受到总理和议会的制衡。一旦总统所在政党未能取得议会的多数席位，按照惯例总理将从多数党中选出，这种情况被称作“左右共治”，总统的权力将被明显削弱。相较之下，法国总统的权力不如美国总统。

从1958年第五共和国建立以来，法国共经历过三次“左右共治”，分别是1986-1988年，1993-1995年和1997-2002年。从共性来看，三次左右共治前期均能看到经济增速处于回落或者较为低迷的状态，失业率均有所上升，可以推测经济社会问题是共治的重要背景之一。其次，总统选举与议会选举未能同步进行也是造成共治的原因，2002年之前，法国总统任期为7年，而国民议会选举为5年一

次，在此期间，法国人民可能不再满意原来选出的总统及其所属政党，从而导致在国会选举中转而支持另一政党，也正因如此，2002 总统任期和议会选举均统一为 5 年一次，总统选举与议会选举开始同步进行，总统选举后 1 个月左右就会举行议会选举，有助于打造强势政府。

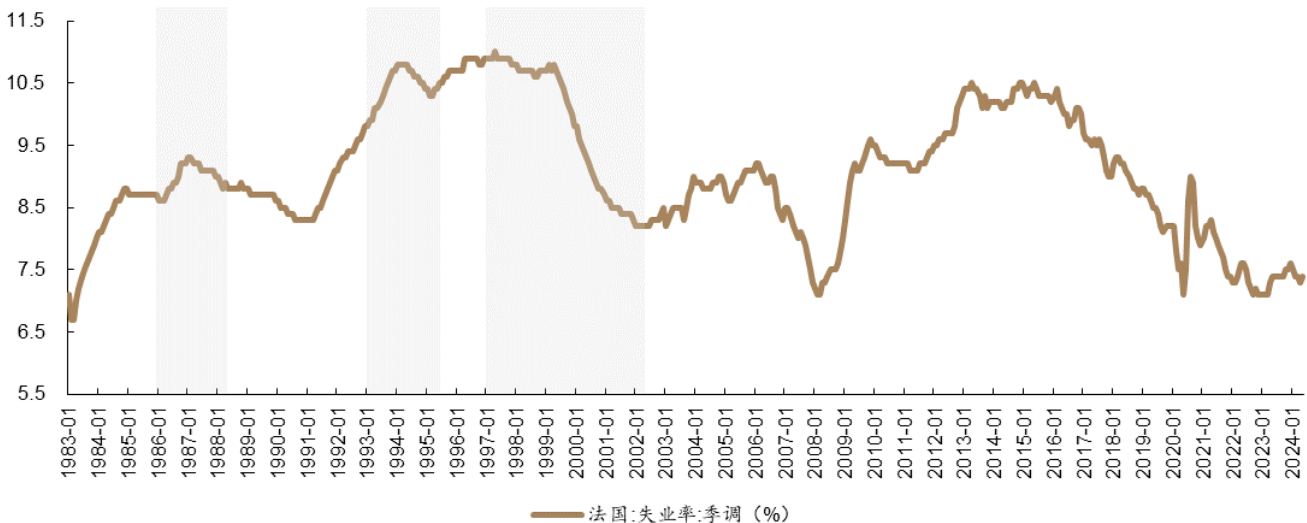
从影响来看，“左右共治”确实会让执政变得更为割裂。在 1986-1988 密特朗时代，总理希拉克认为：总统不再拥有议会多数，不能完全代表法国，应当共同执行国家的政策，包括外交政策。最终密特朗妥协，也因此出现了法国第五共和国历史上首次双驾马车驾驭法国外交和防务的局面。

图 2：“左右共治”前期经济增速通常处于回落或者较为低迷的状态



资料来源：Wind，德邦研究所
注释：灰色部分为“左右共治”时期

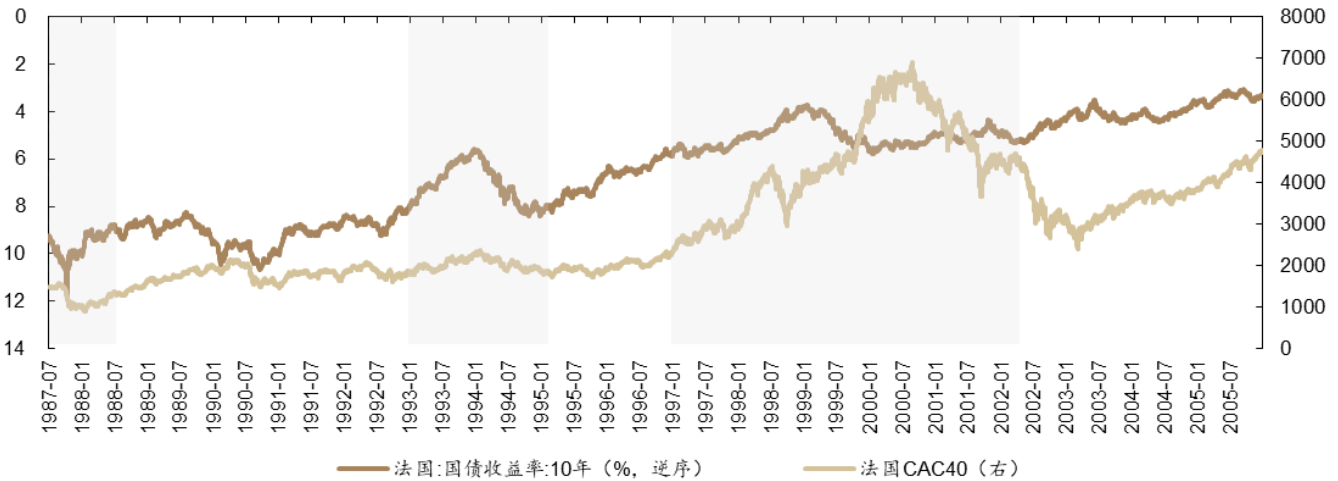
图 3：“左右共治”前期失业率均上行



资料来源：德邦研究所
注释：灰色部分为“左右共治”时期

从金融市场来看，“左右共治”期间，法国 CAC40 并没有显示出一致规律，从股市和 10Y 法国国债的相关性来看，决定股指走势的更多是经济和流动性。

图 4：法国股市更多由经济和流动性驱动



资料来源: Wind, 德邦研究所
注释: 灰色部分为“左右共治”时期

展望来看, 我们认为不宜夸大法国议会选举对内部的短期影响。2022年议会选举时, 马克龙领导的政党并没有获得议会中的绝对多数席位, 也没能同其他政党组建执政联盟, 导致之后的立法改革屡遭掣肘。本次议会选举后若极右翼势力上台, 或右翼/左翼占据优势, 也只是在原来的基础上进一步增大了执政难度。总理方面, 法国总理、内阁均对国会负责, 因此在失去国民议会控制权后, 总理人选为谁实际上对总统来说意义已经不大, 且这同样也只是增大了执政过程中的割裂感, 并非短期颠覆性的影响。因此我们认为短期法国股指和相关ETF或存在悲观情绪冲击后修复的交易性机会。

但长期来看, 极右翼势力崛起或意味着全球格局开始发生重大变化, 本土保护主义观念兴起, 欧洲一体化进程面临挑战, 全球贸易和要素流动或受阻。事实上, 2022年法国总统马克龙得以连任但其所领导的执政党阵营未能在国民议会取得绝对多数, 已经预示着欧洲内部开始发生变化。如今欧洲极右翼势力支持率大幅上升、左右势力的极端分化更是显示出全球格局重塑加速, 这无疑会助长欧洲本土保护主义的气焰, 导致全球贸易, 要素流动等受到长期影响, 也会给二战以来欧洲一体化进程带来前所未有的挑战。在未来的很长一段时间中, 我们或许无法再将欧洲看做美国纯粹的跟随者, 也不能再将欧洲视为统一的整体, 而是需要将其独立拆解进行跟踪分析。

2. 风险提示

- 1) 法国议会选举不确定性加剧。法国国民议会选举首轮投票结果显示极右翼实力支持率远高于马克龙所在的中间派联盟, 若第二轮投票结果无明显变化, 马克龙将失去对国民议会的控制权, 进而导致未来政策推进的巨大不确定性。
- 2) 美国大选外溢效应增强。美国大选对于欧洲的影响较大, 若特朗普再度入住白宫, 俄乌局势等地缘局势可能会发声变化, 对于欧洲的影响也会相应变化。
- 3) 地缘局势反复。如果俄乌局势再度出现变数, 或为欧洲政局带来更多不确定性, 导致内部动荡加剧。

信息披露

分析师与研究助理简介

薛威，德邦证券海外市场研究组长，资深分析师。深耕海外市场多年，作为团队核心成员获得过麒麟菁英分析师第二，多次获得 Wind 年度金牌分析师前三，在《财经》、《国际金融》、《中国外汇》等期刊发表文章多次，兼具“自上而下”和“自下而上”的视角，践行“上下求索，慎思笃行”。

谭诗吟，海外市场分析师。具有国内国际双重视野，作为团队核心成员多次获得 Wind 金牌分析师前五，在《新财富》、《中国证券报》等期刊与媒体上多次发表文章，对美股、港股、新兴市场、黄金等投资理解深刻。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。