

## 法兰西共和国

### 2020 年跟踪评级报告

#### 本次评级结果<sup>1</sup>:

长期本币信用等级: AA<sub>r</sub>+

长期外币信用等级: AA<sub>r</sub>+

评级展望: 负面

#### 上次评级结果:

长期本币信用等级: AA<sub>r</sub>+

长期外币信用等级: AA<sub>r</sub>+

评级展望: 稳定

本次评级时间: 2020 年 9 月 22 日

#### 评级概况:

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)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,决定维持其主权长期本、外币信用等级为AA<sub>r</sub>+,评级展望由“稳定”调整为“负面”。该评级结果表示法国的主权信用风险很低,按期偿付债务本息的能力很强。

2019年,为平息“黄马甲”运动,马克龙顺应民众要求实施了一系列改革措施,抗议运动有所缓和,且执政党共和国前进党在2019年5月举行的欧洲议会选举中取得较好成绩,政局有所趋稳。在欧元区总体增长乏力的背景下,法国经济延续放缓趋势,同比下降0.3个百分点至1.5%,通货膨胀水平和失业率均有所下行。由于应对“黄马甲”运动推行的免税及福利措施支出上升影响,法国政府的财政赤字率重新上升至3%的欧盟上限水平,政府债务水平维持在98%的高位,且财政收入对政府债务的保障能力小幅下滑。法国经常账户逆差有所扩大,整体外债水平高位上行,经常账户收入对政府外债的保障程度均有所削弱。

2020年以来,马克龙政府在疫情中的应对举措不如人意造成支持率下滑,在新冠疫情造成经济大幅恶化的背景下,法国仍有爆发大规模示威等社会危机的可能。新冠疫情暴发以来,法国经济上半年已出现大幅衰退,预计全年经济萎缩程度在12%以上。由于应对新冠疫情的措施以及经济活动的恶化,预计政府公共财政将显著恶化,政府债务水平大幅上升。在新冠疫情导致进出口双降的情况下法国经常账户赤字有望收窄,经常账户对外债的保障能力将依然疲弱,但欧元的储备货币地位将继续为法国外部融资提供较强保障,同时低息环境有利于降低外债的偿还成本。

<sup>1</sup> 本评级结果为主动评级结果,评级资料主要来源于公开信息,与委托评级相比,评级调查工作(可能无)和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议,联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

## 评级关键驱动因素

## 主要优势：

## 1. 宏观经济规模大且多年保持了稳定增速

法国的经济规模庞大，2019 年 GDP 总额达到 24,257.1 亿欧元（27,155.2 亿美元），为欧洲第二大经济体，且保持了多年稳定的增速，近五年的平均经济增速约 1.6%，略低于欧元区的平均增速（2.0%），GDP 增长波动性很低。通胀率近年保持在较为适宜的水平，近五年平均值约为 1.0%。

## 2. 人均 GDP 水平较高，经济结构多样化且韧性较强，国家竞争力很强

2019 年，法国人均 GDP 为 40,493.9 美元，由于欧元贬值，同比小幅下滑 2.7%，但仍保持了较高水平；经济结构多样化且韧性较强；根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2019 年法国的全球竞争力指数得分为 78.8，在全球 141 个经济体中排名第 15 位，较上年排名上升 2 位，保持了较强的国际竞争力，体现出马克龙政府执政以来，持续推动劳动法改革、取消富人税等一系列改革令法国对外资的吸引力得到显著加强。据统计，2017~2018 年马克龙政府执政以来，法国吸引外资数量增长了 20%。2019 年尽管受外部经济放缓与内部“黄马甲”危机影响，法国吸引的境外投资项目仍略有增加；在欧洲吸引外资数量下降的背景下，显示法国吸引外资政策显现了明显的效果。

## 3. 欧元的储备货币地位将为法国外部融资提供较强保障，同时低息环境有利于降低外债的偿还成本

欧元为国际储备货币，外部融资渠道较为畅通，同时，自 2020 年以来，欧元对美元呈现波动上涨趋势，有利于法国外债的偿还。此外，在全球各国央行实行宽松货币政策的背景下，法国的利息支付成本不断下行（利息支出相当于 GDP 的比值由 2017 年的 1.7% 已降至 2019 年的 1.4%），有利于降低外债的偿还成本。

## 主要关注：

## 1. 经济恶化叠加固有的社会问题，法国仍有爆发示威游行等社会危机的可能

新冠疫情的暴发更使法国经济雪上加霜，原有社会矛盾凸显。马克龙自 2017 年上任以来即致力于对法国进行改革，但是 2018 年 11 月起上调燃油税导致油价上涨，引发了旷日持久的“黄马甲”运动；退休制度改革引发全国罢工，改革停滞不前。法国政府在应对疫情过程中暴露出的行动迟缓、医疗设备缺乏解决不及时等问题令马克龙政府的支持率不断下滑。马克龙政府采取了任命新总理、改组政府、扩张性财政政策刺激经济等措施增加支持率，但由于法国经济前景面临的不确定性巨大，马克龙政府能否重新赢得信任仍旧存疑，法国依然有爆发社会危机的可能。

## 2. 由于应对新冠疫情的支出措施及经济活动的恶化，政府公共财政指标有所恶化，且发生在债务水平已经很高、金融危机以来财政整顿进展有限的背景下

自新冠疫情暴发以来，法国政府及欧洲央行推出了多轮财政补助及货币政策以应对新冠疫情

对经济的冲击。从 2020 年 3 月至 7 月之间，法国政府推出了三项财政预算案修正案，将用于应对危机的财政上限提高到约 1,350 亿欧元（包括流动性措施在内，接近 GDP 的 6%），公共担保额度增加至 3,270 亿欧元（接近 GDP 的 15%）。根据 IMF 的统计，法国应对疫情的财政和货币支出总成本达到了 4,430 亿欧元，相当于 GDP 的 18.8%，这一比重在主要欧洲国家中仅低于德国（41%）、意大利（38%）和英国（23%）。因此，2020 年法国的财政赤字水平可能会由 2019 年的 3% 飙升至 13.6%，在主要欧盟国家中仅次于西班牙（预计为 13.9%），并使政府债务水平从 98.1% 上升到 125.7%，超过法国最新财政预算法案中 121% 的上限。同时，法国政府的财政状况在新冠疫情暴发之前已不乐观，特别是在政府目前仍持续追加重大投资与转型计划情况下，公共财政账户失衡问题已十分严峻。即使在经济恢复的情况下，预计法国财政赤字有望在 2023 年恢复到疫情前的预期水平，但政府债务仍将处于 110% 以上的高位。法国财政失衡、政府债务积累成为制约其主权信用的主要因素，同时将影响其经济复苏计划的效果和持续性，增大未来经济风险。

### 3. 新冠疫情之下，经济活动大幅萎缩，失业率进一步上升

自 2018 年以来，由于全球经济进入收缩周期、法国“黄马甲”运动冲击等因素影响，法国经济增速已出现下降的趋势，2018 年和 2019 年实际 GDP 增速分别为 1.8% 和 1.5%。2020 年第二季度，根据法国国家统计局的数据，法国经济同比实际下降 19.2%，环比下降 13.8%，创下了自二战以来的最大跌幅，在欧洲前五大经济体中，法国二季度经济同比增速仅好于西班牙（-22%）和英国（-21%）。因控制新冠疫情而实施的全国范围封锁措施导致法国居民家庭消费、企业投资和贸易均陷入衰退；自 6 月份开始，法国多地也开始重启经济，预计下半年会略有好转，但 2020 年全年经济仍将大概率出现 12% 以上的衰退。同时，新冠疫情也将打断马克龙政府在就业市场的改革进程，就业岗位可能减少近 50 万个，令法国失业率将在从 2019 年年底的 8.5% 攀升到 10% 左右。

### 4. 外债水平依然很高，且短期外债偿付压力较大

截至 2019 年末，法国外债总额达到 62,533.8 亿美元，占 GDP 的比重高达 230.3%，同比大幅上升 21.2 个百分点，显著高于近似级别国家，处于很高的水平。政府外债在外债总额中的占比为 24.7%，同比基本持平，其余主要是金融机构外债（48%）等。从期限看，法国外债中约有 40% 为短期外债，短期偿付压力较大。经常账户收入对外债总额和政府外债的覆盖水平分别为 18.2% 和 73.6%，同比均明显下降，外债偿付能力有所下滑。

### 评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 由于财政宽松以及经济收缩的周期过长，政府财政状况继续明显恶化，财政赤字大幅走扩，政府债务占 GDP 的比重大幅上升；
2. 政府无法实行有效改革，中长期经济增长持续呈现疲弱态势。

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级：

1. 疫情过后法国政府继续推动财政整固行动公共财政显著好转，赤字水平和政府债务率稳步下降；
2. 在政府推动结构性改革的背景下，中长期经济增长前景显著改善。

本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称                                      | 版本          |
|-----------------------------------------|-------------|
| <a href="#">联合资信评估有限公司主权信用评级方法</a>      | V3.0.201910 |
| <a href="#">联合资信评估有限公司主权信用评级模型（打分表）</a> | V3.0.201910 |

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

分析师：王倩 程泽宇

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

本次评级模型打分表及结果：

| 本币指示评级     | AA <sub>i</sub> |             | 本币评级结果 | AA <sub>i</sub> |
|------------|-----------------|-------------|--------|-----------------|
| 外币指示评级     | AA <sub>i</sub> |             | 外币评级结果 | AA <sub>i</sub> |
| 评价内容       | 评价结果            | 风险因素        | 评价要素   | 评价结果            |
| 政治经济表现     | B               | 国家治理        |        | B               |
|            |                 | 宏观经济政策和表现   |        | B               |
|            |                 | 结构特征        |        | F               |
| 公共财政实力     | d               | 财政收支及政府债务状况 | 财政收支状况 | d               |
|            |                 |             | 政府债务负担 | e               |
|            |                 |             | 政府偿债能力 | f               |
| 外部融资实力     | c               | 国际收支及外部债务状况 | 国际收支   | c               |
|            |                 |             | 外债压力   | c               |
|            |                 |             | 外债偿付能力 | g               |
| 调整因素和理由    |                 |             |        | 调整子级            |
| 经济、金融发达程度高 |                 |             |        | +1              |

注：政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级；公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级；模型内指标为五年加权平均值；通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果，结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果

附件 1:

表 1 法国 2015-2019 年主要数据

| 项目                  | 2019 年   | 2018 年   | 2017 年   | 2016 年   | 2015 年   |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>宏观数据</b>         |          |          |          |          |          |
| 名义 GDP (亿欧元)        | 24,257.1 | 23,606.9 | 22,972.4 | 22,341.3 | 21,984.3 |
| 名义 GDP (亿美元)        | 27,155.2 | 27,878.6 | 25,951.5 | 24,712.9 | 24,382.1 |
| 实际 GDP 增速 (%)       | 1.5      | 1.8      | 2.3      | 1.1      | 1.1      |
| CPI 增幅 (%)          | 1.3      | 2.1      | 1.2      | 0.3      | 0.1      |
| 失业率 (%)             | 8.5      | 9.0      | 9.4      | 10.0     | 10.4     |
| <b>结构特征</b>         |          |          |          |          |          |
| 人均 GDP (美元)         | 40,493.9 | 41,631.1 | 38,812.2 | 37,037.4 | 36,638.2 |
| 最终消费支出占 GDP 的比值 (%) | 76.8     | 77.2     | 77.6     | 78.0     | 77.9     |
| 资本形成总额占 GDP 的比值 (%) | 23.6     | 22.9     | 22.5     | 21.8     | 21.5     |
| 净出口占 GDP 的比值 (%)    | -1.0     | -1.0     | -0.9     | -0.5     | -0.4     |
| 第一产业占 GDP 的比值 (%)   | 1.6      | 1.7      | 1.5      | 1.4      | 1.6      |
| 第二产业占 GDP 的比值 (%)   | 17.1     | 17.1     | 17.2     | 17.4     | 17.7     |
| 第三产业占 GDP 的比值 (%)   | 70.2     | 70.2     | 70.3     | 70.5     | 70.2     |
| 银行业资本充足率 (%)        | 10.7     | 10.8     | 9.7      | 9.1      | 8.3      |
| 银行业不良贷款率 (%)        | 2.5      | 2.8      | 3.1      | 3.6      | 4.0      |
| 银行业 ROA (%)         | 0.4      | 0.4      | 0.4      | 0.4      | 0.4      |
| 银行业 ROE (%)         | 6.0      | 6.5      | 6.4      | 6.7      | 6.8      |
| <b>公共财政</b>         |          |          |          |          |          |
| 财政收入 (亿欧元)          | 12,757.1 | 12,605.2 | 12,300.6 | 11,851.7 | 11,689.6 |
| 财政收入/GDP (%)        | 52.6     | 53.4     | 53.5     | 53.0     | 53.2     |
| 财政支出 (亿欧元)          | 13,485.2 | 13,140.4 | 12,974.6 | 12,658.6 | 12,486.6 |
| 财政支出/GDP (%)        | 55.6     | 55.7     | 56.5     | 56.7     | 56.8     |
| 财政盈余 (亿欧元)          | -728.1   | -535.2   | -674.0   | -806.9   | -797.0   |
| 财政盈余/GDP (%)        | -3.0     | -2.3     | -2.9     | -3.6     | -3.6     |
| 政府债务总额 (亿欧元)        | 23,796.2 | 23,158.3 | 22,581.9 | 21,894.5 | 21,017.0 |
| 政府债务总额/GDP (%)      | 98.1     | 98.1     | 98.3     | 98.0     | 95.6     |
| 财政收入/政府债务 (%)       | 53.6     | 54.4     | 54.5     | 54.1     | 55.6     |
| <b>外部融资</b>         |          |          |          |          |          |
| 出口总额 (亿美元)          | 8,911.8  | 9,189.7  | 8,347.0  | 7,803.8  | 7,775.4  |
| 进口总额 (亿美元)          | 9,196.3  | 9,473.1  | 8,582.0  | 7,936.2  | 7,873.8  |
| 净出口 (亿美元)           | -284.5   | -283.4   | -235.0   | -132.4   | -98.3    |
| 经常账户收入 (亿美元)        | 11,378.7 | 11,711.4 | 10,530.8 | 9,860.7  | 9,853.7  |
| 经常账户余额 (亿美元)        | -184.2   | -168.3   | -179.8   | -122.1   | -91.3    |
| 经常账户余额/GDP (%)      | -0.8     | -0.6     | -0.7     | -0.5     | -0.4     |
| 国际投资净头寸 (亿美元)       | -6,252.5 | -5,091.4 | -5,541.9 | -3,062.9 | -3,094.1 |
| 国际投资净头寸/GDP (%)     | -23.0    | -18.3    | -21.4    | -12.4    | -12.7    |
| 外债总额 (亿美元)          | 62,533.8 | 58,290.8 | 57,936.8 | 49,915.3 | 49,797.6 |
| 外债总额/GDP (%)        | 230.3    | 209.1    | 223.3    | 202.0    | 204.2    |

|                |          |          |          |          |          |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 政府外债总额（亿美元）    | 15,463.3 | 14,434.1 | 15,309.7 | 13,871.1 | 14,396.6 |
| 政府外债/外债总额（%）   | 24.7     | 24.8     | 26.4     | 27.8     | 28.9     |
| 经常账户收入/外债总额（%） | 18.2     | 20.1     | 18.2     | 19.8     | 19.8     |
| 经常账户收入/政府外债（%） | 73.6     | 81.1     | 68.8     | 71.1     | 68.4     |

数据来源：世界银行、IMF、欧洲央行、欧盟统计局、法国统计局，联合资信整理

表 2 法国 2020-2021 年核心数据及预测

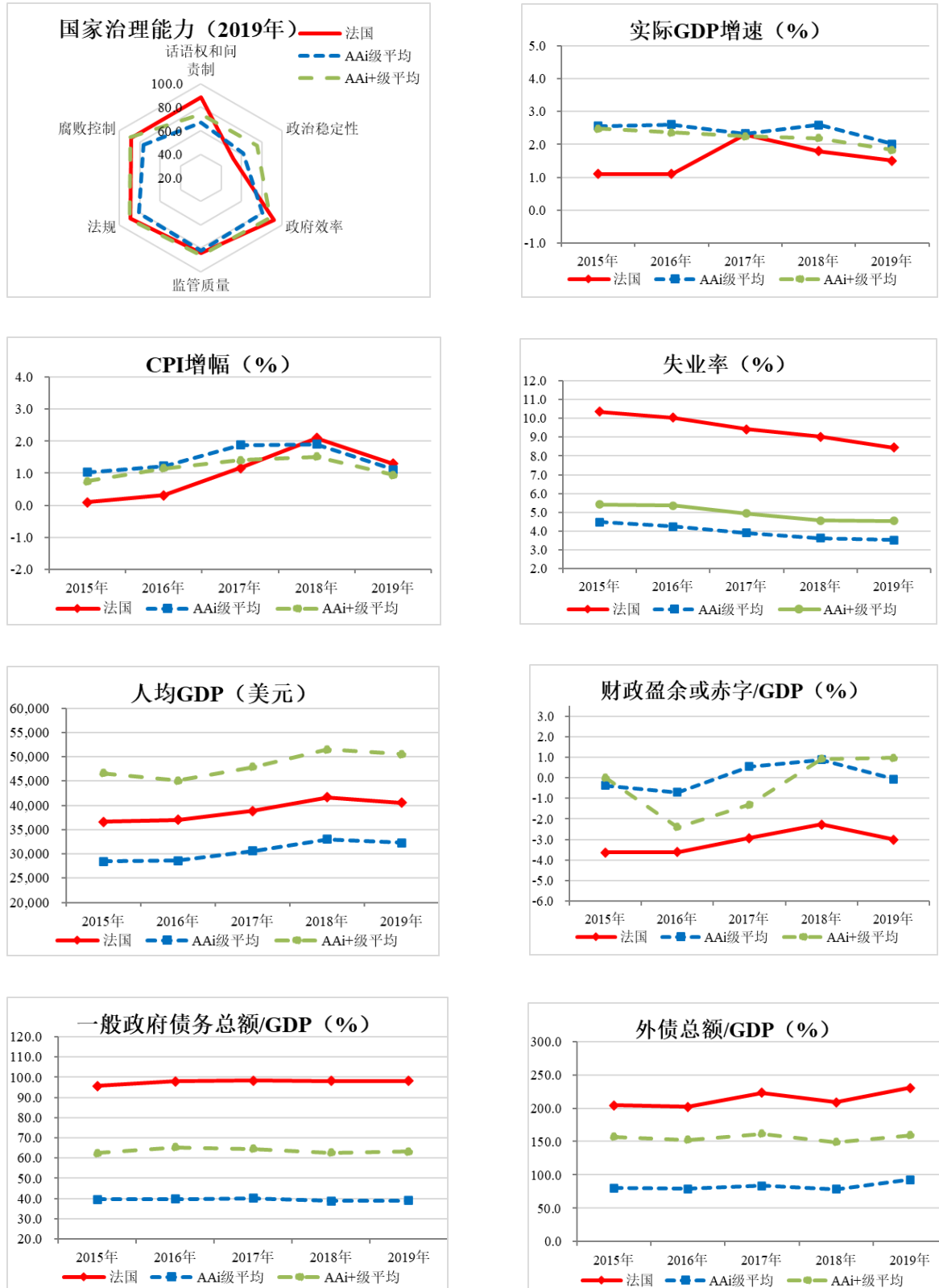
| 项目            | 2020 年一季度 | 2020 年二季度 | 2020 年预测 | 2021 年预测 |
|---------------|-----------|-----------|----------|----------|
| 实际 GDP 增速（%）  | -5.3      | -19.2     | -12.5    | 7.3      |
| CPI 增幅（%）     | 1.2       | 0.3       | 0.3      | 0.7      |
| 失业率（%）        | 7.6       | 7.0       | 10.4     | 10.4     |
| 人均 GDP（美元）    | 39,564    | 37,969    | 39,100   | 41,800   |
| 财政盈余/GDP（%）   | -5.1      | -         | -13.6    | -7.1     |
| 政府债务总额/GDP（%） | 101.2     | -         | 125.7    | 123.8    |
| 经常账户余额/GDP（%） | -3.1      | -         | -0.7     | -0.6     |
| 外债总额/GDP（%）   | 250.8     | -         | 283.2    | 277.7    |

注：-数据暂不可得。

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、欧洲央行、法国统计局，欧盟统计局；预测数据来源于联合资信

附件 2:

相近信用等级国家主要数据对比



数据来源: 世界银行, IMF, 联合资信整理

附件 3:

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA<sub>i</sub>、AA<sub>i</sub>、A<sub>i</sub>、BBB<sub>i</sub>、BB<sub>i</sub>、B<sub>i</sub>、CCC<sub>i</sub>、CC<sub>i</sub>、C<sub>i</sub> 和 D<sub>i</sub> 表示，其中，除 AAA<sub>i</sub> 级和 CCC<sub>i</sub> 级（含）以下等级外，每个信用等级可用 “+” “-” 符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

| 等级  | 级别               | 含义                                                  |
|-----|------------------|-----------------------------------------------------|
| 投资级 | AAA <sub>i</sub> | 信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不良影响的影响。               |
|     | AA <sub>i</sub>  | 信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不良影响的影响。             |
|     | A <sub>i</sub>   | 信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。           |
|     | BBB <sub>i</sub> | 信用风险一般，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。           |
| 投机级 | BB <sub>i</sub>  | 存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。    |
|     | B <sub>i</sub>   | 信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。 |
|     | CCC <sub>i</sub> | 信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。             |
|     | CC <sub>i</sub>  | 信用风险高，出现了多种违约事件先兆。                                  |
|     | C <sub>i</sub>   | 信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。                                |
| 违约级 | D <sub>i</sub>   | 已经违约，进入重组或者清算程序。                                    |