永豐銀行 Bank SinoPac

2026年11月24日

主題趨勢報

歐洲

AI抗震新解法:擁抱歐洲股市



報告摘要

- 結構性沉痾與政治失能引爆債市流動性崩盤
- 2027 年預算審議陷死結，少數政府面臨三大憲政抉擇
- 勒龐民調領跑但其「黃金財政法則」充斥收支悖論

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2026年11月24日

主題趨勢報

投顧觀點

展望 2027 年，極右翼領袖勒龐雖在總統大選民調領跑，但其「黃金財政法則」難掩內在矛盾，一邊擴增福利、一邊縮減稅基的藍圖難獲市場信任。儘管目前法德利差停止探高，但不論是勒龐意外敗選或勝選後預算承諾落空，亦或是國會再度癱瘓，都將使法德利差衝破 200 bps 警戒線，大幅推升融資成本，並重創持有大量公債的本土銀行板塊，使法國資產長期蒙受「治理折價」陰影，因此仍須持續追蹤法國民調狀況以及明年 1 月德國大選風向。

所幸對於歐洲整體來說，得益於昔日歐豬五國政治與債務控制皆保持穩定，**我們評估在2026年 12 月中上旬（2027年預算案是否陷入僵局）、明年 5 月（右派能否如期勝選）雖有短線的恐慌拋售外溢風險，但實際經濟外溢風險有限，不應影響歐股整體評價。**

在全球資金撤離美股高估值科技板塊、避險基金啟動去槓桿的波動環境下，歐洲股市憑藉長期被市場低估的「低科技曝險」結構，成功轉化為機構資金的避風港，截至11/18，當AI板塊於近一個月重挫時，費半指數跌逾13%、標普500指數跌4.8%，同期歐股逆勢上漲0.8%，且**歐股本波強勢並非單純仰賴避險情緒推升，背後更有企業獲利連續三季正成長、盈餘修正動能創同期新高以及遠期本益比僅 14.1 倍的紮實基本面支撐**，故仍維持歐股相對正向評等，目前指數點位是644點，2026 年底目標價 680 點、2027 年上看 760 點。

操作建議

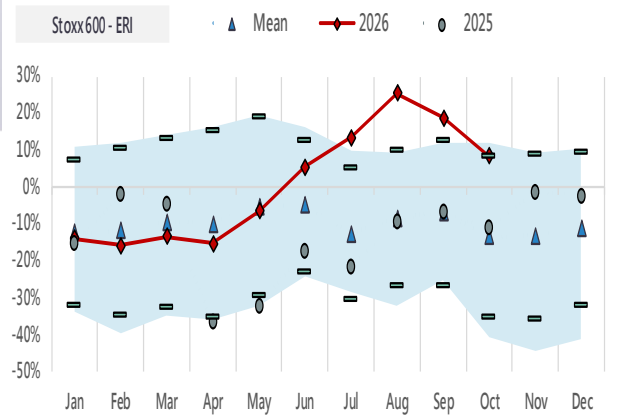
建議在歐股配置上採取「迴避法國本土內需股、擁抱歐洲跨國防禦股」的雙軌策略，低配法國資產並慎防對主權利差敏感度高的法國商業銀行，以及恐面臨預算加稅衝擊的本地基建與公用事業；核心部位看好財政紀律穩固的德國股市。

操作上目前推薦分批進場，若 12 月歐洲股市因預算審議雜音出現非理性下挫（不含法股），將是逢低進場的絕佳窗口。

歷經半年回撤，歐股估值相較美股更具吸引力



獲利預期強勁增長，盈利動能指標連續數月創同期新高



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2026年11月24日

主題趨勢報

法國債務危機爆發原因

2026 年下半年，法國公債市場爆發自 2012 年歐債危機以來最劇烈的拋售潮，糟糕的政治僵局直面撞上逆風的全球宏觀環境，使法國本就捉襟見軸的財政預算徹底失去拖延空間，10 月更因總理勒科爾尼提出 2027 年預算案、法國國庫署宣布創紀錄的 3,400 億歐元發債計畫，以及全法爆發反緊縮示威，推升 10 年期法債殖利率飆破 5% 大關（創 2002 年以來新高），法德利差也拉升至 178 bps 極端水準。

法國財政危機並非一日之寒，其困局源於長期的收支結構失衡與福利依賴，政客習慣依賴舉債與印錢攏絡選民，現任總統馬克宏即典型代表，法國政府透過擴大補貼來緩和黃背心運動、Covid-19、俄烏戰爭等事件衝擊，但卻缺乏在危機結束後終止補貼的政治勇氣，使臨時紓困多數轉化為永久性財政負擔。而馬克宏於 2024 年因極右翼政黨在歐洲議會選舉中大勝，順勢宣布解散國民議會提前改選即為點燃財政定時炸彈的導火索，選後左翼聯盟、中間派執政聯盟與極右翼國民聯盟「三足鼎立」的懸峙國會使法國國會徹底失能，此後歷任總理皆因缺乏國會過半支持而難以推動任何結構性減支法案。

在赤字連三年突破 GDP 的 5%（2026 年預估達 5.4%）的累積效應下，法國公共債務佔 GDP 比重已逼近 120%，並且 ECB 升息循環仍在持續推高再融資成本，法國 2027 年的債務利息支出預計將突破 900 億歐元（佔 GDP 近 3%），OECD 警告若不進行實質減支，2030 年赤字率恐達 6.8%。

不過債務膨脹本身並非引發恐慌的直接因素，相較於其他更高債務比率國家，國會失能才是根本原因，市場定價因此轉向在未來 3~5 年「赤字只會擴大」預期。**疊加法國自身缺少貨幣主權（無法債務貨幣化），並且法債市場是歐洲主權債務市場中外資持有比例最高的公債，近 57% 由外資持有**，其中日本資金就高達 1,450 億美元，然而今年以來因日債殖利率持續攀升，匯率對沖成本維持高檔與財政擔憂使日本投資人大量清倉法債，最終導致流動性潰縮而崩盤。

10年期法債突破5%，法德利差飆升至歐債危機後新高



法國債務比率雖較美日義三國佳，但赤字失控更具威脅

國家	債務/GDP	與法國的本質差異
日本	260% 全球最高	◆ 90%+ 債務由本國國民/央行持有（內債為主） ◆ 擁有絕對貨幣主權（日圓可無限印鈔，無違約風險） ◆ 全球最大海外淨債權國，外匯儲備與海外資產極龐大
美國	120%+	◆ 美元擁有全球終極儲備貨幣霸權（全球剛需買盤） ◆ 科技創新與人口結構帶來高經濟潛在增速 ◆ 擁有聯準會作為最後貸款人
義大利	140%	◆ 經歷歐債危機痛定思痛，政治目前穩定（梅洛尼政府） ◆ 積極控制赤字目標往 3% 靠攏，內資零售散戶買盤強
法國	120%	✗ 無獨立貨幣主權（受歐央行規矩約束，無法印鈔） ✗ 海外投資者持有過半（外資佔比高，說撤就撤） ✗ 赤字增速全歐最差，且國會癱瘓、無法糾偏

資料來源：永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2026年11月24日

主題趨勢報

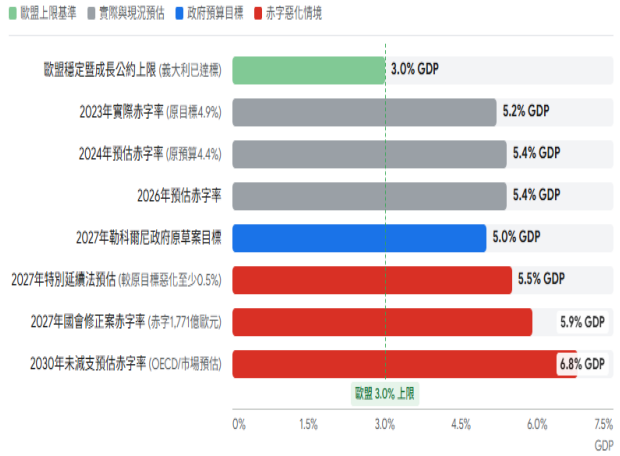
法國債務危機現狀

儘管隨著 10 月中旬展開 2027 年度財政法案審議以來，市場對財政預算議題的關注度有所下降，全歐主權債利差均同步收斂，但法國政治僵局仍舊嚴重阻礙預算案審核，由於前期討論過程中，反對黨透過修正案大幅修改稅收條文，導致修正預算的 2027 年赤字率較政府原案 (5.0%) 擴大至 5.9%，最終預算的收入部分於 11/4 在國民議會遭 458:0 壓倒性否決，並依憲政程序，將原政府草案直送右翼保守派掌控的參議院，待參議院完成審議並發回國民議會重審，然若草案再次被否決，則由兩院調解委員會嘗試草擬「妥協版本」，若仍舊陷入僵局並拖至 12 月中旬 (70 天憲政期限屆滿)，則勒科爾尼政府將面臨以下三種憲政機制抉擇：

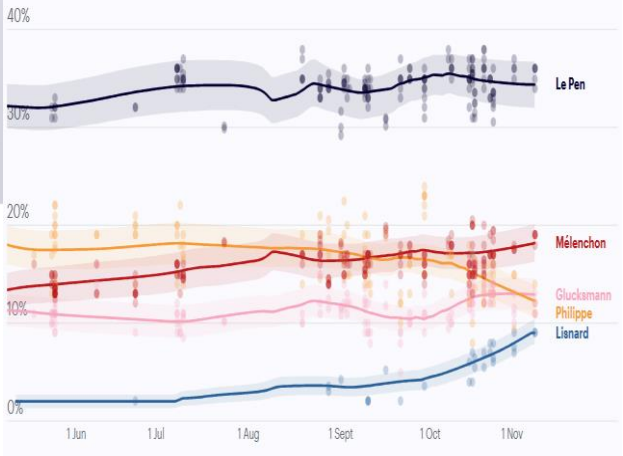
1. 動用憲法第49.3條強行通過，反對黨若不接受原政府草案，需於 24 小時內提出不信任動議，若倒閣成功則 2027 年預算案將完全作廢。
2. 通過「特別延續法」延長 2026 年預算，法國財政部已嚴正警告，此舉將造成「史無前例的預算癱瘓」，使赤字率至少額外惡化 0.5 個百分點。
3. 動用「行政命令」核選項，這在法國第五共和歷史上從未發生過，且必然伴隨不信任動議，但與49.3條差異在於預算案部會自動失效，而是作為臨時方案運作至 27H2 新政府重獲國會支持為止。

考量到法國明年 4 月將迎來總統大選，且極右翼國民聯盟領導人瑪麗娜·勒龐在各家民調中均遙遙領先，普遍預期勒龐將在第一輪中以 34%~36% 保持優勢，第二輪再以輕鬆姿態擊敗極左翼梅朗雄、相對優勢擊敗中間派菲利浦或格魯克斯曼，**因此勒龐高概率在選後立即重組國會，嘗試憑藉高支持度優勢攫取過半席位，以重審預算法案。綜合而言，我們預估極右翼將會對預算案持中性態度，挾民意優勢迫使中間派做出更多讓步，若協商失敗則轉向布局 2027 總統大選。**

法國財政赤字佔 GDP 比重走勢與情境預估



民調顯示極右翼領袖勒龐持續保持領先優勢



資料來源：contexte，永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2026年11月24日

主題趨勢報

法國債務危機深化風險

由於適逢總統大選且勒龐民調顯著領先，我們認為不論今年的預算結果最終為何，2027 年預算最終都將被新任右翼政府推翻。而在減赤承諾與憲法公投方面，勒龐已提出「黃金財政法則」，並計畫在當選後舉辦全國憲法公投，將削減赤字目標直接寫入法國憲法，具體內容如下：

- ◆ 基本收支平衡：計畫在就任後 18 個月內實現基本財政收支平衡。
- ◆ 赤字率目標：在 2028 年實現初級盈餘，並在 2030 年前將赤字率降至歐盟規定的 3% 以下。
- ◆ 五年大削減計畫：在2032年前實現 1,400 億歐元的淨節支目標，配套措施包括大幅削減與移民相關的福利、限制法國對歐盟預算的年度淨貢獻至50億歐元以下、精簡行政開支，同時承諾在五年內淨減稅300億歐元並改革退休金制度。

然而，市場對此提案仍存在爭論，首先勒龐雖承諾在 5 年內削減 1,400 億，但同時承諾將法定退休年齡降至 60 歲 (預估將增加 90~350 億歐元負擔)，並在 5 年內進行總額達 300 億歐元的淨減稅，一邊減少國家收入、一邊擴大養老金支出，卻宣稱能實現歷史級的財政縮減，數字難以對齊；其次，勒龐計畫將法國對歐盟預算的淨貢獻從每年 80 億歐元砍到 50 億歐元，並停止繳納每年 22 億歐元的關稅收入，但歐盟預算框架是經由所有成員國一致通過、具有條約法律效力的多年度財政框架（MFF），法國無法單方面「賴帳」或少繳。

綜合而言，雖勒龐表態積極削減支出與債務，然其提案尚未取得市場信任，因此不論是勒龐最終失信預算承諾、總統大選意外落馬或國會重組後再陷三方僵局，都會導致債務危機再次爆發，法德利差將可能突破 200 bps 並引發主權信評下調、法國融資成本飆升等一系列負面衝擊。

右派預算案對於債務削減最積極，同時對企業也最友善

比較維度	現任執政黨（中間派）	左翼聯盟（NFP）	國民聯盟（極右翼）
核心哲學	財政紀律與歐盟框架平衡（溫和緊縮、技術修補）	反緊縮凱因斯主義（擴大公共支出、財富再分配）	經濟民族主義／本土優先（向外轉嫁節支、嚴控移民）
赤字率目標	明年壓至5% 以內，長期回歸3%	拒絕赤字束縛，視緊縮為經濟毒藥	明年目標3.7%，2032年降至2.2%
節支規模	約 430 億－540 億歐元	0（反而大幅擴增公共支出）	宣稱削減逾1,400 億歐元
開支削減來源	凍結公務員工資、縮水社保補貼、減少地方預算	不削減，主張向公共教育、醫療注資	減少向歐盟繳費、取消移民福利、打擊社保欺詐
養老金／退休制度	降低養老金隨通膨調幅（變相縮水，節省150 億歐元）	廢除 64 歲改革，降至 60/62 歲，保障福利隨通膨上調	反對凍漲養老金，承諾工齡滿者60 歲退休
稅收政策	對極少數巨頭及超高收入者臨時加稅，維持親商框架	全面恢復富人稅，對大企業徵收高額超額利潤稅	降低生活必需品與能源增值稅（VAT），維持本土企業競爭力
對歐盟與主權債務態度	尊重歐盟財政協定，依賴常規國債發行與市場融資	挑戰歐盟條約，提議歐央行直接「註銷」法國國債	挑戰歐盟預算分攤，縮減對外援助，維持主權自主

歐洲國家財政均保持健康，若受法債波及則是進場良機

國家	債務/GDP	赤字控制能力	政治局勢與執行力	是否有類似法國的危機風險？
法國	~118%（持續攀升）	失控（>5%），難達3%	極端分裂（少數政府、隨時倒閣、大選兩極化）	危機核心（赤字失控+ 政治糾偏癱瘓）
意大利	~139%（基數最高）	改善中，致力壓至3% 內	穩定（多數右翼聯合政府，政策執行順暢）	低至中等（存量高，但財政謹慎且內資托底）
西班牙	~101%（逐年下降）	良好，經濟增長強勁擴大稅基	尚可（少數派政府，但基本面與歐盟關係良好）	極低（受害於外溢效應，非本國問題）
希臘	~143%（快速下降）	優良，長期保持基礎盈餘	穩定（單一政黨多數，推行親商改革）	無（已脫胎換骨，殖利率甚至低於法債）
德國	~64%（全歐最健康）	極嚴，受憲法「債務煞車」約束	政見摩擦多，但憲法約束硬	無（歐洲終極安全資產）
英國	~100%（持平微升）	偏緊，維持嚴格財政緩衝規則	極穩（工黨掌握絕對多數，政策無倒閣阻礙）	低（有償債壓力，但具備完全政治掌控力與貨幣主權）

資料來源：永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。