

歐洲主權債務危機與歐元區的未來

彭德明、方 耀

摘 要

一、前言

歐洲風暴因希臘的政府債務危機而起，但歐元區的問題根源並不僅是部份會員國的政府債信危機，而是在於歐元本身成為債務融通機器，歐元區國家耽於歐元所帶來的利益，無所節制；另一方面，這些國家忽略了必要的政策協調與財政統合，各自為政的結果，反而使得各國問題相互影響，產生龐大的成本。

二、歐洲主權債務危機顯現出的問題與威脅

(一) 政府債務持續累積

PIIGS 5 國的政府債務相對於 GDP 比率偏高，尤以希臘與義大利的政府債務比在 2009 年底皆超過 115%，而歐元區全體的政府債務比達 78.7%，高於 2008 年的 69.4% 近 10 個百分點。2010 與 2011 年的政府債務比也將繼續攀升。

原則上，若利率高於名目 GDP 成長率，則政府支出必須小於政府收入，否則政府債務會一直累積，而有產生債務危機之虞；但若政府過度緊縮財政以改善收支，致影響名目 GDP 成長，或擴大了利率與名目 GDP 成

長之間的差距，將難以降低政府債務累積。這是歐元區政府債務比偏高國家所面臨的窘境。

(二) 金融機構受到政府債務影響

歐元區部分國家的財政與政府債務問題，已蔓延至金融體系，而且與財政問題交互影響，形成負面的互動關係。政府發行或擔保的債務係屬於無風險或低風險債務，而其他部門債務的發行則經常以政府債務為訂價基準，如果政府債務發生問題，會影響非政府部門債務的債信，造成非政府部門融資成本提高，不利於金融穩定與經濟成長，尤以金融機構為最。

(三) 對外債務偏高

PIIGS 5 國政府債務餘額中的對外債務比重偏高，其中希臘、葡萄牙與愛爾蘭的政府外債比分別高達 79.0%、78.1% 與 72.2%，使得市場投資者擔心一旦一國政府無法履行債務，勢必波及其他國家，係希臘危機成為歐洲風暴的重要關鍵。

歐洲 5 國的對外債務並不僅限於政府外債，其他部門也有為數可觀的外債。例如，

2009 年底希臘的政府外債約 3,000 億美元，但若將中央銀行、一般銀行與民間部門合計，則希臘全國的對外債務達 5,817 億美元，幾為政府外債的一倍，而葡萄牙、愛爾蘭與西班牙之非政府外債則遠高於其政府外債，尤以西班牙為最。

歐洲風暴不利於歐洲銀行業，也會影響主要國家的銀行業。2009 年底，歐洲銀行對 PIIGS 5 國外債權近 3 兆美元，占歐洲銀行對歐元區全體國家債權的 40.3%，尤以對義大利與西班牙為最，主要國家銀行(德國、法國與英國等)對 PIIGS 5 國債權也相對偏高(22.7% 至 51.1%)。

(四) 總體經濟不平衡

大部分的歐元區國家出現經常帳逆差，主要國家中僅德國與荷蘭為經常帳順差的國家。歐元區許多國家「入不敷出」，乃向國外借款。由於歐元誕生，成為主要的國際準備貨幣，且金融市場及其流動性規模擴大，歐元本身成為卓越的融通機器，歐元區國家得以享有低利率的借貸成本，因而助長了更多的借貸。

上述問題突顯出，由於歐元區缺乏必要的政策協調與財政統合機制之結構性因素，才會使得各會員國的政府債務問題交互影響，反而衍生更高昂的成本。鑑於歐元區的成立為最適通貨區域理論之實踐，因此，欲探究歐洲主權債務危機的根源，即應檢視財政政策在最適通貨區中的角色，以及歐元區

當前政策架構問題，以探討歐元區建立政策協調與財政統合之必要性。

三、最適通貨區域理論、財政政策與政治同盟

(一) 財政政策在共同通貨區中所扮演的角色

共同通貨區必須建立有效的財政政策協調機制以及跨國的財政移轉機制，以便在事前防制或事後援助，更理想的狀況為財政政策的統合或單一化，以有效化解潛在的危機。另外一方面，僅追求財政政策的統合或單一化，仍不足以為功，長期間，共同通貨區應走向政治同盟，以促使各個政策領域皆能協調一致。

(二) 歐元區現況：貨幣巨人與財政侏儒

歐盟與歐元區並非缺乏經濟政策協調的機制，也並非沒有注意到財政政策的重要性，但現有的架構、機制與原則等，或形同虛設、或不盡合理，以致於難以發揮應有的成效。以財政制度設計而言，歐元區雖以「馬斯垂克條約」與「穩定暨成長協定」為基礎來規範區域內各國的財政政策，立意良好，卻因缺乏預算彈性與協調機制，使得規定形同具文。

(三) 歐洲危機解決方案之可行之道

1982 年爆發的拉丁美洲債務危機與希臘危機所引發的歐洲風暴，有著十分相似之處：這些國家已有鉅額的政府外債，又陷入

經濟困境，亟須刺激經濟、提振信心，但為改善財政並避免倒帳危機，又必須採取緊縮政策，不利於經濟前景，或將使債務問題更為惡化，形成惡性循環。

拉丁美洲債務危機中，美國政府所提出的布雷迪方案獲致成功，似提示了有效解決希臘債務危機可行之道，也就是或應集合歐盟或甚至是國際社會之力，減輕債務國政府債務負擔，以立即降低市場投資者的疑慮，並使問題國家有餘裕採行擴張性政策，以促進經濟成長，及早償還未減免的債務。

一、前言

全球經濟本因全球金融危機逐漸消退而漸露曙光，又因歐洲風暴而再度陷入高度的不確定狀態。歐洲風暴係肇因於上（2009）年10月爆發的希臘政府債務危機，希臘新政府財政部長表示，該年希臘的財政赤字相對於GDP之比率將達到12.5%，超過舊政府所預估的一倍，而在12月三大國際信評機構宣布降低希臘的信用評等後，歐元匯價與歐洲股市乃持續下挫，歐洲風暴於焉展開（參閱表1希臘政府債務危機大事紀）。

其實，希臘的經濟規模並不大，2009年其GDP占歐元區全體GDP之2.65%，在16國中僅排行第八（註1），而同年年底希臘政府債務餘額不到4,000億美元，僅為歐元區全體政府債務餘額之3.87%。無論就經濟規模或

四、結論

此次危機暴露了歐洲各國政府所面臨的諸多限制，未必能夠大刀闊斧進行必要的改革，歐盟以及歐元區國家對希臘危機的看法與解決之道不一，益增不確定的情緒，而即使各國政府願意提供協助，其國人也多所反對。市場一旦洞悉經濟弱點與政府部門的限制，也會善加利用，使得危機更加惡化，這是今日希臘危機與歐洲風暴所面臨的困境，因此在可預見的未來，歐洲債務危機仍將持續一段期間。

政府債務餘額而言，希臘的比重皆很低，希臘問題卻震動全歐，影響及於全球。究其原因，歐元區不只是希臘問題，也不只是政府債務問題，而是若干國家政府債務持續累積、金融機構受到影響、對外債務偏高、以及歐元區總體經濟不平衡等問題相互交織，因而引發市場極大的疑慮與不安。

至於造成這些問題的底層原因，主要為歐元本身成為債務融通機器，歐元區國家耽於歐元所帶來的利益，無所節制；另一方面，這些國家忽略了必要的政策協調與財政統合，各自為政的結果，使得各國問題相互影響，產生龐大的成本，透過希臘政府的債務危機顯現出來。

本文從PIIGS 5國（葡萄牙、愛爾蘭、義

表 1 希臘政府債務危機大事紀

時 間	事 件
2009. 10.20	希臘新政府財政部長表示，2009 年希臘的財政赤字相對於 GDP 之比率將達到 12.5%，並宣布財政緊縮計畫，以期在 2012 年開始降低債務。
10.22	惠譽將希臘的信用評等由 A 級調降至 A ⁻ 級。
12.08	惠譽將希臘的信用評等復降至 BBB ⁺ 級。
12.16	標準普爾將希臘的債券信用評等由 A ⁻ 降至 BBB ⁺ 級。
12.22	穆迪將希臘的債券信用評等由 A1 降至 A2 級。
2010. 01.20	希臘計劃對全球發行 15 億美元債券，並期望從亞洲國家籌措 100 億美元。
01.29	希臘財政部長否認向歐盟請求紓困。
02.02	希臘提出縮減支出與增稅方案，計劃在 2010 年將預算赤字比率降低至 3%。
02.03	歐盟宣布支持希臘政府的財政緊縮方案。
02.11	歐盟理事主席表示，與歐洲各國領袖達成協議協助希臘渡過債務危機。
02.23	惠譽將希臘 4 家主要銀行的信用評等降至 BBB 級。
03.03	希臘政府宣布新的財政緊縮方案，大量縮減公務人員薪資並將銷售稅提高兩個百分點，使政府儲蓄增加 48 億歐元。
04.09	惠譽將希臘的信用評等由 BBB ⁺ 降至 BBB 級。
04.15	希臘國會通過租稅法案，以改革稅制。
04.18	希臘要求歐盟提供備付貸款。
04.22	穆迪將希臘的債券信用評等由 A2 降至 A3 級。
04.25	歐元區 16 國領袖達成協議，將與 IMF 共同協助解決希臘的債務危機。
04.27	標準普爾將希臘債券降至 BB ⁺ 的垃圾債券等級(BBB 以下)。
05.02	希臘與歐盟、IMF 達成總金額 1,100 億歐元的紓困方案協議，由歐元區國家提供 800 億歐元雙邊貸款，而 IMF 則透過其備用融資機制(Stand-By Agreement, SBA) 提供 300 億歐元的貸款援助。
05.02	歐洲央行(ECB)宣布暫時中止對希臘政府債券的最低信用評等門檻，亦即歐洲央行接受希臘政府所發行或保證的任何債券為擔保品。
05.09	加拿大央行、英格蘭銀行、歐洲央行、美國聯邦準備銀行與瑞士央行重新啟動換匯機制，以提供美元流動性，解決資金市場壓力。
05.10	歐盟決議建立 7,500 億歐元紓困方案，以協助歐元區財務陷入困境的國家，其中歐元區國家出資 4,400 億歐元，IMF 出資 2,500 億歐元，歐盟緊急基金提供 600 億歐元。
05.12	歐盟歐洲執行委員會建議強化歐盟國家的經濟治理，包括強化「穩定暨成長協定」(Stability and Growth Pact)、監理總體經濟失衡與競爭環境、協調各國財政政策與預算編製、建立危機管理的堅實架構等 4 個方向
05.20	德國國會上下議院通過總金額約 1,476 億歐元的德國對希臘紓困方案。
06.14	穆迪將希臘債券降至 Ba1 的垃圾債券等級(Baa 以下)。

資料來源：Wall Street Journal。

大利、希臘與西班牙)出發，探討歐元區的問題及其未來。以下文分四節，第二節討論希臘危機顯現之問題與威脅，主要為政府債務持續累積、金融部門受到影響、對外債務偏高、歐元區總體經濟不平衡等 4 大問題；第三節以最適通貨區域理論為思考架構並配合美國的經驗，探討共同通貨區建立政策協調

與財政統合的必要性；第四節以第三節為基礎，檢討現行歐元區的經濟政策協調機制與財政政策制度設計的問題，並以 1980 年代拉丁美洲債務危機及其解決方法，對照歐洲的危機及其可能發展。第五節為結論。全文另包含 3 個附錄，分別為政府債務與經濟成長、最適通貨區域理論簡述與拉丁美洲債務危機。

二、PIIGS 5 國危機顯現之問題與威脅

PIIGS 5 國的債信危機所顯現的問題及其威脅，包括政府債務持續累積、金融機構受到影響、對外債務偏高、總體經濟不平衡等，因此一時之間，難以僅靠財政緊縮與救急措施而獲得解決。茲分述於后。

(一) 政府債務持續累積

PIIGS 5 國的財政問題表現在財政赤字以及政府債務相對於 GDP 比率偏高。根據圖 1 與表 2，2009 年 PIIGS 5 國中，愛爾蘭、希臘與西班牙財政赤字相對於 GDP 的比率皆超過 10%，葡萄牙的財政赤字比也達 9.4%，僅義大利情況較佳，為 5.3%。

事實上，歐元區 16 國普遍出現財政赤字的情況，2009 年歐元區全體的財政赤字比率為 6.3%，高於 2008 年的 2.0%。歐洲執行委員會預測 2011 與 2012 年，歐元區的財政赤字比率仍將分別為 6.6%與 6.1%，近因為產出銳減，歲收短絀，而各會員國為振興衰退的經濟而採取紓困及減稅措施，因而使得各國

政府財政快速惡化。

高財政赤字比的情況，也反映政府債務持續累積，使得政府債務相對於 GDP 的比率也偏高。根據圖 1 與表 3，2009 年 PIIGS 5 國中，希臘與義大利的政府債務比皆超過 115%，愛爾蘭、西班牙與葡萄牙的情況較佳，但也皆較 2008 年提高不少，而且 2010 與 2011 年仍將繼續提高。另一方面，歐元區全體的政府債務比達 78.7%，超過 2008 年的 69.4%近 10 個百分點，2010 與 2011 年的政府債務比也將繼續攀升。歐元區國家使用共同通貨，本就沒有貨幣主權，而高政府債務比又壓縮財政政策的運用空間，難以促進經濟成長與因應重大的經濟金融事件。

由於 PIIGS 5 國政府債務餘額相對於 GDP 比率偏高，乃引起市場普遍關注債務能否長期持續的問題。原則上，如果代表借款成本的國內外利率高於該國的名目 GDP 成長率，則政府歲出必須小於政府歲入(註 2)，否則政

圖 1 2009 年歐元區各國財政赤字比與政府債務比

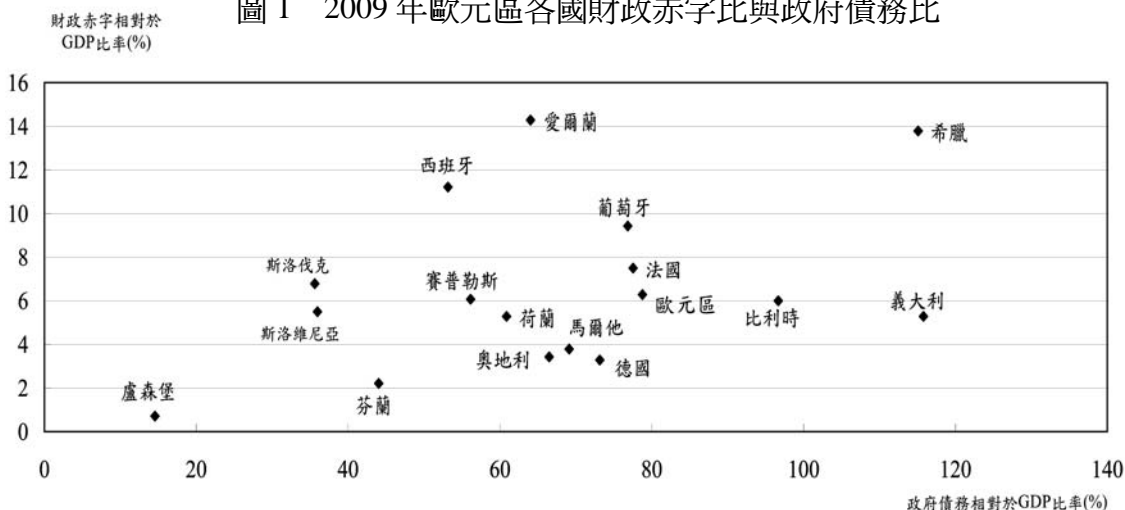


表 2 歐元區各國財政收支相對於 GDP 比率

	2007	2008	2009	2010	2011
比利時	-0.2	-1.2	-6.0	-5.0	-5.0
德國	0.2	0.0	-3.3	-5.0	-4.7
愛爾蘭	0.1	-7.3	-14.3	-11.7	-12.1
希臘	-5.1	-7.7	-13.8	-9.3	-9.9
西班牙	1.9	-4.1	-11.2	-9.8	-8.8
法國	-2.7	-3.3	-7.5	-8.0	-7.4
義大利	-1.5	-2.7	-5.3	-5.3	-5.0
賽普勒斯	3.4	0.9	-6.1	-7.1	-7.7
盧森堡	3.6	2.9	-0.7	-3.5	-3.9
馬爾他	-2.2	-4.5	-3.8	-4.3	-3.6
荷蘭	0.2	0.7	-5.3	-6.3	-5.1
奧地利	-0.4	-0.4	-3.4	-4.7	-4.6
葡萄牙	-2.6	-2.8	-9.4	-8.5	-7.9
斯洛維尼亞	0.0	-1.7	-5.5	-6.1	-5.2
斯洛伐克	-1.9	-2.3	-6.8	-6.0	-5.4
芬蘭	5.2	4.2	-2.2	-3.8	-2.9
歐元區	-0.6	-2.0	-6.3	-6.6	-6.1

資料來源：European Commission (2010a)。

府的國內外債務會一直累積，而有無法支付利息並產生債務危機之虞(參閱附錄 1 政府債務與經濟成長)。這個基本原則除了指出政府創造財政盈餘的重要性以外，也隱含指出另外一面的意義：如果政府過度緊縮財政以改

善收支，致影響名目 GDP 之成長，或擴大了利率與名目 GDP 成長率之間的差距，將難以降低政府債務累積。

以希臘為例，希臘債務危機發生以來，希臘政府雖提出財政緊縮方案，且歐盟與

表 3 歐元區各國政府債務相對於 GDP 比率

	2007	2008	2009	2010	2011
比利時	84.2	89.8	96.7	99.0	100.9
德國	65.0	66.0	73.2	78.8	81.6
愛爾蘭	25.0	43.9	64.0	77.3	87.3
希臘	95.7	99.2	115.1	124.9	133.9
西班牙	36.2	39.7	53.2	64.9	72.5
法國	63.8	67.5	77.6	83.6	88.6
義大利	103.5	106.1	115.8	118.2	118.9
賽普勒斯	58.3	48.4	56.2	62.3	67.6
盧森堡	6.7	13.7	14.5	19.0	23.6
馬爾他	61.9	63.7	69.1	71.5	72.5
荷蘭	45.5	58.2	60.9	66.3	69.6
奧地利	59.5	62.6	66.5	70.2	72.9
葡萄牙	63.6	66.3	76.8	85.8	91.1
斯洛維尼亞	23.4	22.6	35.9	41.6	45.4
斯洛伐克	29.3	27.7	35.7	40.8	44.0
芬蘭	35.2	34.2	44.0	50.5	54.9
歐元區	66.0	69.4	78.7	84.7	88.5

資料來源：European Commission (2010a)。

IMF 伸出援手提供緊急貸款，歐盟也另推出金額達 5,000 億歐元的歐洲穩定機制(Euro-pean Stabilization Mechanism)，但市場正面的反應如曇花一現，不久之後又瀰漫悲觀氣氛，原因即在於希臘的財政緊縮方案可信度不足(註 3)、希臘經濟前景不佳(註 4)、歐盟等的援助僅屬救急措施所致，使民間部門與市場參與者疑慮難以消除。

(二) 金融機構受到政府債務影響

一般而言，政府發行或擔保的債務係屬於無風險或低風險債務，而其他部門債務的發行則經常以政府債務為訂價基準，因此，如果政府債務發生問題，也會影響非政府部門債務的訂價，造成非政府部門融資成本提高，不利於金融穩定與經濟成長，尤以金融

機構為最，益增市場對 PIIGS 5 國債務問題的擔憂。

若就 PIIGS 5 國之各部門債券發行餘額觀察(表 4)，愛爾蘭與西班牙兩國金融機構的債券餘額高於政府部門，在全球金融危機發生前，該兩國的金融機構擴張過於快速，因而在危機中受創甚深。希臘與葡萄牙金融機構債券餘額均低於政府部門，但這兩國在歐洲風暴中最受關注，使得政府債務的問題由此而影響至歐洲的金融部門。

根據歐洲央行(European Central Bank, ECB)於本年 6 月發布的金融穩定報告(Financial Stability Review)，歐元區部分國家的財政與政府債務問題，已蔓延至金融體系，而且與財政問題交互影響，形成負面的互動關

表 4 2009 年年底歐洲 PIIGS 國家歐元債券發行餘額

單位：億歐元、%

	政府部門		金融機構		非金融企業		合計	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重
葡萄牙	1115	1.9	995	1.4	398	5.8	2508	1.8
愛爾蘭	801	1.4	6995	9.7	16	0.2	7812	5.7
義大利	14309	24.9	10935	15.1	711	10.3	25955	19.0
希臘	2792	4.9	124	0.2	198	2.9	3114	2.3
西班牙	5081	8.8	10152	14.0	159	2.3	15392	11.3
PIIGS 合計	24098	42.0	29201	40.4	1482	21.5	54781	40.1
歐元區合計	57425	100.0	72379	100.0	6878	100.0	136682	100.0

資料來源：Monetary and Financial Statistics, Statistical Data Warehouse, European Central Bank。

係，市場流動性逐漸下降，也影響了各資產市場的表現。政府債務信用風險升高，透過下列管道，亦將連帶提高企業融資成本，強化了金融體系與實質經濟活動間的負向循環：

1. 財政惡化使得政府借款的需求增加，因而對金融機構與民間部門產生融資的排擠效果。

2. 過度的財政赤字使通貨膨脹及其預期的風險升高，將導致風險貼水與長期利率隨之水漲船高，因而墊高了融資成本。此外，由於公司債與信用違約交換(Credit Default Swap, CDS)等金融資產通常係以被視為「無風險」利率之政府債券利率為基準定價，因此政府債券利率上升亦將使公司債等金融資產的風險貼水與融資成本升高。

3. 財政赤字高的國家，其金融機構通常持有高額的政府債券(註 5)。政府債券價值下跌將對銀行所持有的債券產生負面的市場評

價(mark-to-market)衝擊。政府採取措施支撐銀行部門，也使政府債券 CDS 價差與銀行 CDS 價差之間的相關程度提高。

4. 部分國家政府債券風險升高，促使信用評等機構對該等國家的金融機構展開評鑑，而由於信評機構以 CDS 價差做為信評分析的工具之一，使得調降金融機構信評的可能性隨之增加。

(三) 對外債務偏高

1. 政府對外債務比

一國的政府債務相對於 GDP 之比率偏高，固然是個問題，但若該國人民對其政府仍有信心，則即使是債務持續累積，仍不致於爆發危機。PIIGS 5 國政府債務餘額中的對外債務(external debt)(註 6)比重則偏高，使得市場投資者擔心一旦一國政府無法履行債務，勢必波及其他國家。其中，希臘、葡萄牙與愛爾蘭的政府外債比分別達 79.0%、78.1%與 72.2%(表 5)。義大利與西班牙的外債比較

表 5 2009 年底 PIIGS 政府外債比

	政府債務		政府外債	外債比(%)
	金額(億歐元)	金額(億美元)	金額(億美元)	
葡萄牙	1259	1803	1408	78.1
愛爾蘭	1047	1499	1083	72.2
義大利	17608	25215	11388	45.2
希臘	2734	3915	3093	79.0
西班牙	5597	8015	4304	53.7

註：以 2009 年 12 月 31 日 1 歐元折合 1.432 美元收盤價折算。

資料來源：European Commission (2010b)、Joint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub。

低，但也分別達到 45.2%與 53.7%之多。

2. 其他部門對外債務

PIIGS 5 國的對外債務並不僅限於政府外債，其他部門也有為數可觀的外債。根據表 6，2009 年底希臘的政府外債約 3,000 億美元，但若將中央銀行、一般銀行與民間部門合計，則希臘全國的對外債務達 5,817 億美

元，幾為政府外債的一倍，而葡萄牙、愛爾蘭與西班牙之非政府外債則遠高於其政府外債，尤以西班牙為最。

3. PIIGS 銀行持有 PIIGS 之國外債權

表 7 從 PIIGS 銀行持有 PIIGS 國外債權 (foreign claims) (註 7) 觀察，可瞭解這些問題國家與銀行債權債務的交互關係。根據表 7，

表 6 2009 年底 PIIGS 對外債務餘額

單位：億美元、%

	一般政府		中央銀行		一般銀行		其他部門		合計	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重
葡萄牙	1408	2.5	338	5.7	2688	2.3	1051	2.4	5485	2.1
愛爾蘭	1083	1.9	771	12.9	9524	8.2	11836	27.6	23214	8.9
義大利	11388	19.9	5	0.1	8675	7.5	5882	12.7	25950	9.9
希臘	3093	5.4	706	11.8	1626	1.4	392	0.8	5817	2.2
西班牙	4304	7.5	596	10.0	11250	9.7	9311	22.3	25460	9.8
PIIGS 合計	21276	37.2	2416	40.5	33761	29.1	28472	65.8	85925	32.9
歐元區 15 國*	57338	100.0	5966	100.0	116387	100.0	81162	100.0	260852	100.0

*本表資料來源無賽普勒斯之對外債務餘額，因此僅列示歐元區 15 國資料。

資料來源：Joint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub。

表 7 2009 年底 PIIGS 銀行持有 PIIGS 之國外債權

單位：億美元

PIIGS 國家	PIIGS 銀行					
	葡萄牙	愛爾蘭	義大利	希臘	西班牙	合計
葡萄牙	--	54	67	1	861	983
愛爾蘭	215	--	184	8	157	564
義大利	52	463	--	7	468	990
希臘	97	85	69	--	13	264
西班牙	281	302	311	4	--	898
合計	645	904	631	20	1499	3699

資料來源：根據 Table 9B, Consolidated foreign claims of reporting banks: immediate borrower basis, Banking Statistics, Banks for International Settlements 編製。

就債權銀行的角度觀之(直欄)，除了希臘的銀行業持有其他 PIIGS 國家債權金額較低以外(僅 20 億美元)，其他 4 個 PIIGS 國家的銀行所持有 PIIGS 債權均不低，依大小順序分別為西班牙(1,499 億美元)、愛爾蘭(904 億美元)、葡萄牙(645 億美元)與義大利(631 億美元)。

從債務國的國外負債角度觀之(橫列)，每一個 PIIGS 國家皆對 PIIGS 銀行有相當金額的國外負債，即使是最小的希臘也達 264 億美元，葡萄牙、義大利與西班牙的金額都相當高。2009 年底 PIIGS 銀行所持有 PIIGS 之國外債權總額達 3,699 億美元。若 PIIGS 債務問題繼續惡化，則因其與 PIIGS 銀行業相互之間的債權債務關係，PIIGS 的銀行業會受到打擊。

4. 歐洲銀行與主要國家銀行持有 PIIGS 之國外債權

表 8 與 9 則從歐洲銀行與主要國家銀行持有 PIIGS 之國外債權的角度觀察。2009 年底，歐洲銀行對 PIIGS 國家國外債權近 3 兆美元，占歐洲銀行對歐元區國家債權的 40.3%，尤以對義大利與西班牙為最。PIIGS 國家的政府債務問題如果繼續惡化，並波及其他部門的債務工具，則歐洲地區的銀行也將發生問題。

再根據表 8 從主要國家銀行持有 PIIGS 之國外債權觀察，法國、德國與英國為最大宗，尤以法國為最，達 9,112 億美元。美國與日本兩個區域外的大國，其握有 PIIGS 債權的金額也不低，合計也超過 3,000 億美元。比重方面(表 9)，各主要國家銀行持有 PIIGS 債權相對於各國持有歐元區所有國家債權皆偏高(22.7%至 51.1%)，因此如果 PIIGS 國家皆發生嚴重問題，或將影響主要國家銀行的營運。

表 8 2009 年底歐洲銀行與主要國家銀行持有 PIIGS 之國外債權

單位：億美元

債務國	債權機關或債權國銀行									
	歐洲銀行	德國	法國	義大利	西班牙	荷蘭	英國	美國	日本	台灣
葡萄牙	2406	474	447	67	861	124	243	50	42	0.5
愛爾蘭	6383	1838	603	184	157	308	1875	586	302	37.7
義大利	10294	1897	5114	--	468	687	769	538	531	2.4
希臘	1888	450	752	69	13	119	151	166	64	0.7
西班牙	8561	2380	2196	311	--	1197	1141	527	280	1.9
PIIGS	29532	7039	9112	631	1499	2435	4179	1867	1219	43.2
歐元區	73428	13790	18298	5790	3054	6837	10109	6415	5371	418.4

註：本表的歐洲銀行為奧地利、比利時、丹麥、芬蘭、法國、德國、希臘、愛爾蘭、義大利、盧森堡、荷蘭、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士、土耳其與英國之銀行。

資料來源：根據 Table 9B, Consolidated foreign claims of reporting banks-immediate borrower basis, Banking Statistics, Banks for International Settlements 編製。

表 9 2009 年底歐洲銀行與主要國家銀行持有 PIIGS 國外債權比重

單位：億美元

債務國	債權機關或債權國銀行									
	歐洲銀行	德國	法國	義大利	西班牙	荷蘭	英國	美國	日本	台灣
葡萄牙	3.3	3.4	2.4	1.2	28.2	1.8	2.4	0.8	0.8	0.1
愛爾蘭	8.7	13.3	3.3	3.2	5.1	4.5	18.5	9.1	5.6	9.0
義大利	14.0	13.8	27.9	--	15.3	10.0	7.6	8.4	9.9	0.6
希臘	2.6	3.3	4.1	1.2	0.4	1.7	1.5	2.6	1.2	0.2
西班牙	11.7	17.3	12.0	5.4	--	17.5	11.3	8.2	5.2	0.5
PIIGS 合計	40.3	51.1	49.7	11.0	49.0	35.5	41.3	29.1	22.7	10.3
歐元區 合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

註：同表 8。

資料來源：根據 Table 9B, Consolidated foreign claims of reporting banks-immediate borrower basis, Banking Statistics, Banks for International Settlements 編製。

至於台灣方面，台灣銀行業握有 PIIGS 10.3%，主要是對愛爾蘭的債權 37.7 億元。國外債權不高，2009 年底總金額為 43.2 億美元，約占台灣銀行業對歐元區國家債權的

(四) 總體經濟不平衡

希臘債務危機所暴露的不僅是歐元區的

財政與金融機構問題，也反映歐元區本身的總體經濟不平衡問題。表 10 為歐元區各國經常帳餘額相對於 GDP 比率。就整個歐元區而言，其經常帳收支大致上係處於接近平衡的情況，但個別國家的情況差異很大。2007 至 2008 年，16 個歐元區國家中，經常帳收支順差的國家為比利時、德國、盧森堡、荷蘭、奧地利與芬蘭等 6 國，2009 年減為 5 國，而這 5 個國家中德國與荷蘭為歐元區前 5 大經濟體。簡而言之，大部分的歐元區國家出現經常帳逆差，主要國家中僅德國與荷蘭為經

常帳順差的國家。

從國民所得會計帳與國際收支帳的角度來看，一個國家若有較大規模的經常帳收支逆差，表示儲蓄過低與投資過高，必須向外借款，以國外資金融通經常帳逆差。換句話說，歐元區許多國家「入不敷出」，乃向國外借款(表 11 為歐元區各國向國外借貸淨額相對於 GDP 比率，借貸淨額理論上應等於經常帳餘額，主要因統計上的誤差，使得二者無法完全一致)。

造成此一不平衡現象的主要原因之一，

表 10 歐元區各國經常帳餘額相對於 GDP 比率

單位：%

	2007	2008	2009	2010	2011
比利時	3.7	0.2	2.0	3.0	3.3
德國	7.9	6.6	5.0	4.8	4.8
愛爾蘭	-5.3	-5.2	-2.9	-0.9	-0.6
希臘	-14.7	-13.8	-13.1	-10.3	-8.6
西班牙	-10.0	-9.5	-5.1	-4.6	-4.5
法國	-2.3	-3.3	-2.9	-3.3	-3.6
義大利	-1.8	-3.1	-3.2	-3.2	-2.9
賽普勒斯	-11.7	-17.7	-8.5	-7.1	-7.0
盧森堡	9.7	5.3	-0.4	0.9	1.5
馬爾他	-6.2	-5.4	-3.9	-4.9	-4.4
荷蘭	8.5	4.2	3.9	5.9	6.4
奧地利	3.4	3.6	2.9	3.1	4.1
葡萄牙	-9.8	-12.1	-10.5	-10.1	-10.0
斯洛維尼亞	-4.5	-6.2	-0.9	-1.4	-1.6
斯洛伐克	-5.1	-6.7	-3.1	-4.5	-4.1
芬蘭	4.3	3.5	1.5	1.1	1.3
歐元區	0.4	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4

資料來源：European Commission (2010a)。

表 11 歐元區各國向國外借貸淨額相對於 GDP 比率

單位：%

	2007	2008	2009	2010	2011
比 利 時	3.5	-0.2	1.9	2.7	3.0
德 國	7.9	6.6	5.0	4.8	4.8
愛 爾 蘭	-5.3	-5.2	-2.8	-0.9	-0.6
希 臘	-12.5	-12.4	-12.3	-9.4	-7.6
西 班 牙	-9.6	-9.1	-4.7	-4.0	-4.0
法 國	-2.2	-3.3	-3.0	-3.4	-3.6
義 大 利	-1.7	-3.1	-3.1	-2.9	-2.6
賽 普 勒 斯	-11.7	-17.6	-8.2	-6.8	-6.7
盧 森 堡	--	--	--	--	--
馬 爾 他	-5.2	-4.9	-2.6	-3.4	-2.7
荷 蘭	8.1	3.9	3.6	5.6	6.0
奧 地 利	3.3	3.6	2.9	3.1	4.1
葡 萄 牙	-8.4	-10.2	-9.4	-8.8	-8.6
斯洛維尼亞	-4.7	-6.1	-0.9	-0.7	-1.0
斯 洛 伐 克	-4.7	-5.8	-2.4	-3.7	-3.2
芬 蘭	4.0	2.5	1.6	1.2	1.4

註：正值代表貸款淨額比，而負值則代表借款淨額比。

資料來源：European Commission (2010a)。

除了勤儉程度不一的民族文化與生產力差異等特性以外，歐元本身的設計產生問題也是十分重要的因素。由於歐元誕生，成為主要的國際準備貨幣（註 8），且金融市場及其流動性規模擴大，歐元區國家得以享有低利率的借貸成本，因而助長了更多的借貸。Rogoff (2010)即指出，當初歐洲國家設計歐元，使歐元成為更卓越的債務融通機器。但歐元區的制度設計，也因此而埋下了今日危機的伏筆，可以說其失敗係來自於其成功。

上述問題突顯出，由於歐元區缺乏必要的政策協調與財政統合機制之結構性因素，才會使得各會員國的政府債務問題交互影響，反而衍生更高昂的成本。鑑於歐元區的成立為最適通貨區域理論之實踐，因此，欲探究歐洲主權債務危機的根源，即應檢視財政政策在最適通貨區中的角色，以及歐元區當前政策架構問題，以探討歐元區建立政策協調與財政統合之必要性。

三、最適通貨區域理論、財政政策與政治同盟

(一) 財政政策的角色

一般而言，區域內國家若想成立共同通貨區或貨幣同盟，理想上應符合一定的經濟金融標準或條件，以降低或避免對會員國造成過大的衝擊。對於這些標準或條件的探討，即為最適通貨區域理論的主要內容(參閱附錄 2 最適通貨區域理論簡述)。

財政政策在一個共同通貨區中所應扮演的角色，最早出現在 Kenen (1969) 的分析。若以現代最適通貨區域理論為基本的思考架構，Kenen 的論點包含以下兩個部分：

1. 不對稱的經濟衝擊

共同通貨區為兩個或兩個以上的國家共同使用單一的貨幣，因此若各國的財政政策各自為政，容易對區域內各國造成不同程度的經常性干擾，不利於區域經濟金融穩定。例如，區域內一個國家發生經濟衰退，因而採取了擴張性的財政政策，其政策效果若外溢至景氣過熱的國家，會產生通貨膨脹的問題，而若景氣過熱的國家又以緊縮性的財政政策因應，也會進一步對經濟衰退的國家，產生負面的影響，形成惡性循環。簡而言之，若區域內各國的財政政策，各自為政，就有如不對稱的衝擊，必然影響共同通貨區的穩定。

2. 區域風險的共同承擔

成立共同通貨區並不代表區域內不會發生重大的經濟金融問題，如果區域內各國缺乏超國家的財政移轉機制，從經濟情況較佳的國家中，移轉必要的資源至需要援助的會員國，以共同承擔區域經濟風險，則因受困國本已失去貨幣政策與匯率政策的自主權，若本身財政情況也有問題，將難以自困境中脫身，而其負面效果也會外溢至其他成員，對整個共同通貨區皆將產生不利的影響。

上述兩點說明共同通貨區必須建立有效的財政政策協調機制以及跨國的財政移轉機制，以便在事前防制或事後援助，至於更理想的狀況為財政政策的統合或單一化，以有效化解潛在的危機。

但財政政策的統合或單一化，牽涉到各國主權移轉與讓渡的問題，也因此共同通貨區必須進行深度的政治整合，才可望成為最適通貨區。另外一方面，僅追求財政政策的統合或單一化，不足以為功，這是因為各國除了財政政策以外，還有就業政策、工資政策、產業政策等，若未經協調，仍然會產生問題(註 9)。最適通貨區域理論的學者乃主張共同通貨區應走向政治同盟，以促使各個政策領域皆能協調一致。例如，De Grauwe (2009, p.109-110) 即主張，政治同盟可以透過各國政府預算中央化以及降低不對稱衝擊的

風險，強化共同通貨區成為最適通貨區。

(二) 美國的經驗

除了最適通貨區域理論所提示的財政政策角色以外，美國的經驗也足資參考。美國為 50 州組成的聯邦體制國家，也就是相當於 50 個「小國」所組成的共同通貨區，長久以來被視為共同通貨區的典範，也是歐盟未來走向政治統一師法的對象（註 10）。

Cohen (2010)以美國第一任財政部長亞歷山大漢彌爾頓(Alexander Hamilton)（註 11）於 1790 年推動聯邦政府承擔 13 州債務以建立財政可信度為例，說明中央財政或統一預算解決財政失衡的重要性。

Cohen 指出，當時漢彌爾頓主張根據新制訂的美國憲法，聯邦政府可承擔獨立戰爭之後各州所累積的債務。但此議遭到另一政治陣營傑佛遜與麥迪遜等人的堅決反對，認為各州債務高低不一，此舉形同捐助沒有善盡償債義務的州。漢彌爾頓經由高明的政治斡旋，使各州同意由聯邦政府承擔債務，終於奠定了美國財政緊密結合的基礎。

聯邦政府承擔各州債務尚不足以為功，還必須能夠建立有效的財政移轉機制，以備

某些州發生經濟或金融問題時，能夠透過此一機制，及時動員必要資源，解決問題。根據 Rockoff (2000)的分析，美國貨幣同盟雖在 1788 年因美國憲法正式實施而成立，但隨後的 150 年間，一直因不同地區的經濟衝擊(region-specific shocks)而產生各種問題。在該段期間，最典型的情況為某一地區性的經濟衝擊首先影響到金融市場或農產品市場，一方面造成銀行擠兌，銀行準備流失，另一方面資金外移，地區間的收支嚴重失衡，兩方夾擊的結果，產生地區間全面性的金融與經濟緊縮。一直到 1930 年代左右，上述現象才見緩和，主要係因聯邦財政移轉機制與銀行存款保險制度相繼建立，至此才能視美國為一最適通貨區。

在財政政策對舒緩區域經濟衰退的實際效果方面，根據 Sala-i-Martin and Sachs(1992)的估計，在地區性經濟情況不好的時候，美國的財政體系可吸收大約三分之一地區性的個人或家庭所得減少。換句話說，每一塊錢個人或家庭所得下降，個人或家庭實際承受的部分約為 0.67 元左右。財政移轉機制的效果，可見一斑。

四、貨幣巨人與財政侏儒

歐元區為共同通貨區，但在其成立之初，還沒有達成最適通貨區域理論所應有的標準。成立之後至今，又陸續加入希臘等 5

個邊陲經濟體，使得會員國數目增至 16 個，因此是一相當廣泛且多元化的經濟區域，經濟發展的階段不盡相同，各國所面對的經濟

衝擊與政策因應也不必然相似。若各自為政，容易對區域內其他國家造成經常性的干擾。Tamborini (2002)乃將歐元區形容為「一個貨幣巨人、許多財政侏儒」(one monetary giant with many fiscal dwarfs)。

嚴格而言，歐盟與歐元區並非缺乏經濟政策協調的機制，也並非沒有注意到財政政策的重要性，但現有的架構、機制與原則等，皆難以有效發揮應有的功能。

(一) 歐盟與歐元區的經濟政策協調架構

現行歐盟與歐元區的經濟政策協調架構，包括以下的機制或原則(Szelag 2008)：

- ◎ 「廣泛經濟政策指導綱領」(Broad Economic Policy Guidelines)，為有關總體經濟政策與經濟結構政策指導原則。
- ◎ 「穩定暨成長協定」，為有關財政政策的原則與協調。
- ◎ 「盧森堡過程」(Luxembourg Process)，或稱之為歐洲就業策略(European Employment Strategy)，為各國就業政策與勞動市場改革政策的協調機制。
- ◎ 「卡地夫過程」(Cardiff Process)，為各國商品、服務與資本市場改革的政策協調機制。
- ◎ 「科隆過程」(Cologne Process)，為各國有關財政政策、貨幣政策與工資政策等總體經濟對話(Macroeconomic Dialogue)機制。

大致上而言，歐盟與歐元區各種總體經

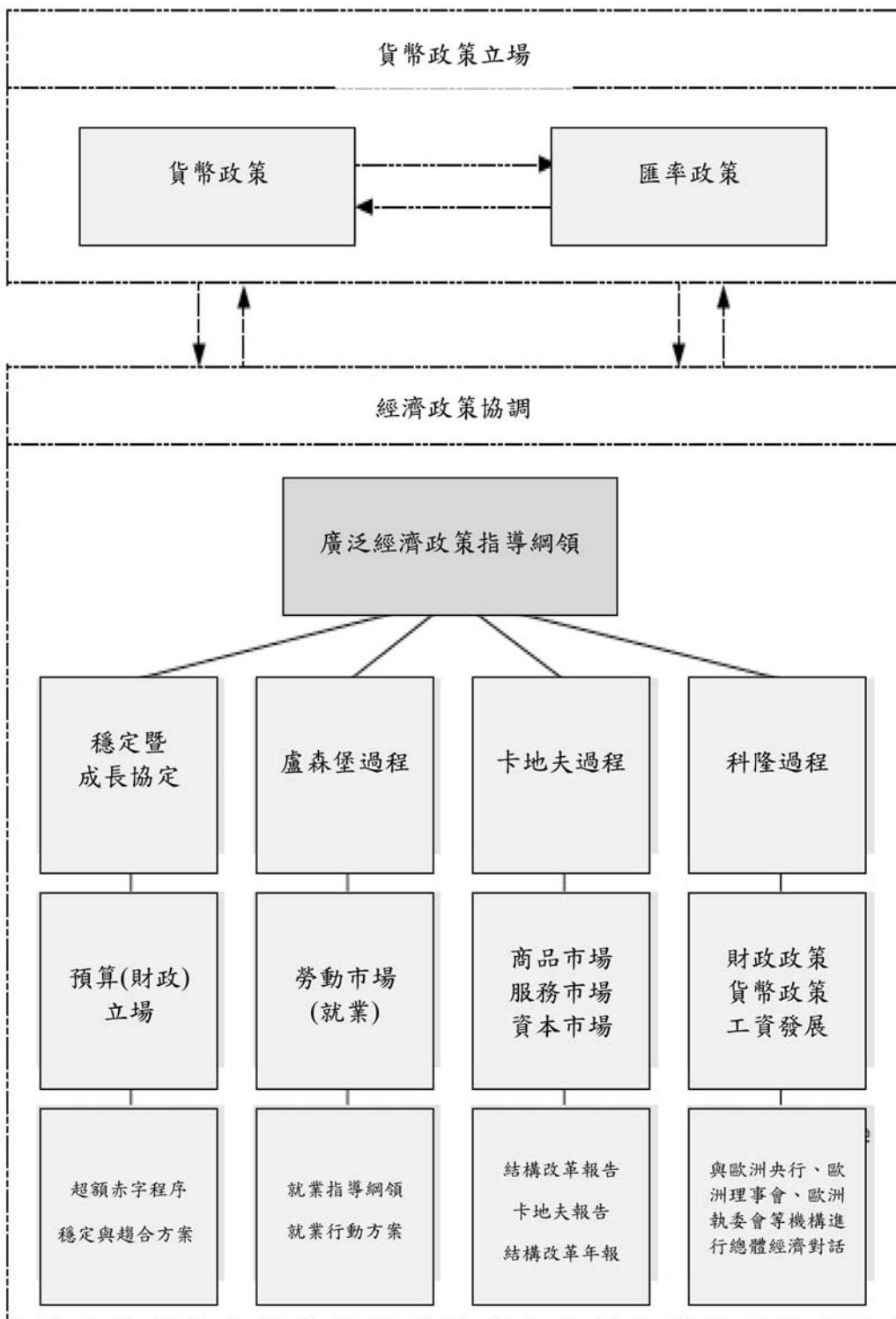
濟或結構政策係以「廣泛經濟政策指導綱領」為中心，由「穩定暨成長協定」、「盧森堡過程」、「卡地夫過程」與「科隆過程」等 4 個原則或機制所構成，形成一套經濟政策協調架構，而該架構也可與由歐洲央行所主導的貨幣政策與匯率政策，形成雙向反饋關係(參閱圖 2)。

表面上來看，此一政策協調與雙向反饋架構似乎十分周延完整，但在實際運作上，或形同虛設、或不盡合理，以致於難以發揮應有成效。其中「盧森堡過程」、「卡地夫過程」與「科隆過程」不具有法律上約束力，這些過程建立在同儕壓力(peer pressure)基礎之上，由成員國決定是否遵守該等過程所達成的結論，沒有裁罰機制，而「穩定暨成長協定」雖具有法律上的約束力，但本身的規定卻容易產生弊端(詳本節第二小節)。

基於這些問題，De Gruwe (2006)從經濟治理的角度，指出歐元區的潛在問題：

1. 各國政府與歐盟機構權力與責任不平衡，形成衝突。表面上總體經濟政策由歐盟負責，事實上多掌握在各國政府手中。
2. 各國政府片面決定自己租稅、社會安全與工資等政策，使得歐元區產生不對稱衝擊的風險增加。
3. 歐元區缺少對於不對稱衝擊的保險措施，使得該等衝擊的風險進一步增加。例如，財政移轉機制可以避免單一國家的經濟問題擴散至其他國家，如果能夠建立此等機

圖 2 歐盟與歐元區的經濟政策協調架構



資料來源：Szeląg (2008)。

制，可以增進會員國對歐元區的忠誠度，有助於歐元永續長存。

4. 歐元區缺乏能夠決定財政政策的歐洲中央政府，也就難以對歐元區進行有效的經濟管理，這是現行歐元區最嚴重的問題。

(二) 歐元區財政政策的制度設計

歐元區財政政策的制度設計係以「馬斯垂克條約」(Maastricht Treaty)與「穩定暨成長協定」為基礎，以規範區域內國家的財政政策。

「馬斯垂克條約」於1992年簽訂，正式名稱為「歐盟條約」(Treaty on European Union)，為建立歐盟與歐元區的條約。該條約的趨合條件(convergence criteria)規定加入歐元區的條件之一為新會員國的財政赤字不得超過國內生產毛額的3%，且政府債務餘額不能超過其國內生產毛額的60%。

「穩定暨成長協定」於1997年開始實施，以確保會員國中期財政健全，包括預防(preventive arm)與勸戒(dissuasive arm)兩個部分。就原規定而言，在預防方面，會員國應每年向歐洲執行委員會提交穩定計畫，並由歐洲執行委員會評估計畫，歐洲理事會提出建議。在勸戒方面，若會員國赤字超過其GDP的3%，即啟動「超額赤字程序」(excessive deficit procedure)。若經認定出現超額赤字，歐洲理事會發出建議要求矯正超額赤字。若會員國在訂定的期限內沒有達成目標，由歐洲理事會決定下一步作法，可對違

反的會員國裁罰。

「馬斯垂克條約」與「穩定暨成長協定」實施以來，經常出現許多國家無法遵守規範的情況，而會員國加入後，也常以「創造性會計」(creative accounting)，逕行調整會計科目或內容，以在表面上符合規範，希臘即因此而種下日後債務危機的種子。2002至2004年間，歐元區主要國家發生經濟衰退，使得法國、德國、義大利與葡萄牙等國財政赤字比都超過3%，更使得「穩定暨成長協定」形同具文。

除了規定過於嚴苛，致形同具文外，該協定本身也存在其他若干缺點，主要包括：

1. 缺乏預算彈性

超額赤字程序之啟動以年度財政為準，雖較能反映各國實際表現，但景氣循環通常跨年，若勉強遵守，將使得個別國家缺乏自動穩定機制，難以機動調整財政政策以因應景氣之變化。

2. 缺乏協調機制

「穩定暨成長協定」係以各國本身的財政狀況為基礎，但沒有考慮歐元區整體的財政狀況，也缺乏跨國協調財政政策誘因，因此較難針對歐元區整體的經濟金融情勢以彈性法則機動反應，必須仰賴歐洲理事會開會協商。

平心而論，「馬斯垂克條約」與「穩定暨成長協定」對政府債務比與預算赤字比的規定，其出發點著眼於促使會員國能夠維持

財政紀律，再配合「馬斯垂克條約」中歐洲央行不能紓困的條款(no bail-out clause)，以避免道德風險(moral hazard)的問題，最終目的是健全各國財政，立意良好，而這也是歐元區缺乏財政移轉機制的的原因。但問題就在於這些規範是建立在歐元區各國皆能恪遵規定的假設之上，空有理想，卻難以落實，而各國各自為政，則產生了反效果。De Grauwe (2009)認為：

1. 一國預算赤字是否浮濫，應該以該國的政府債務水準為基礎判斷。「穩定暨成長協定」規定會員國財政赤字不得超過其國內生產毛額的 3%，很難為各國所遵守。

2. 對一國預算狀況的研判，應先扣除因景氣循環變動所引起的預算變動。換句話說，應該以結構性的預算赤字(structural budget deficit)為準，「穩定暨成長協定」中 3% 的限制則過於僵硬。

3. 除非一國的債務比本就很低，否則政府債務餘額不能超過其國內生產毛額的 60% 與會員國財政赤字不得超過其國內生產毛額的 3% 這兩個規定難以同時達成。

由於「穩定暨成長協定」有著諸多的問題，歐盟乃於 2005 年修改該協定，使之更具彈性。在預防方面，各國應根據政府債務比與潛在成長等經濟特性，擬訂財政的中期目標(medium-term objectives)；中期目標沒有達成的國家，應每年縮減財政預算(註 12)，規模應相當於 GDP 的 0.5%，經濟情況較差的

時候，縮減規模可較小，但經濟情況好的時候，縮減規模應較大。在勸戒方面，新規定界定各種非常情況(exceptional circumstances)，會員國在非常情況下，其財政赤字超過 GDP 的 3%，可以視為是例外。修改之後的協定賦予原規定較大的彈性，雖然如此，仍然沒有觸及歐盟與歐元區應該改革的核心，也就是財政政策的協調乃至於財政統合。

(三) 丁美洲債務危機的啟示

前述的討論，皆屬於長期間歐元區國家應該共同努力的方向，但長期解決方案難以解燃眉之急，短期內，歐盟與歐元區國家必須提出更有效的措施，才能遏阻歐洲風暴，1980 年代拉丁美洲債務危機及其解決，似可給予我們若干啟示。

拉丁美洲債務危機發生於 1980 年代，1982 年 8 月 12 日，墨西哥通知美國與 IMF，表示無法履行將於 16 日屆期的 800 億美元債務責任，拉丁美洲債務危機於焉爆發，而且自此之後持續惡化。由於其影響既深且廣，因而被稱之為拉丁美洲「失落的 10 年」(lost decade)，又因其發生問題的國家不僅限於拉丁美洲國家，也稱之為低度開發國家債務危機(參閱附錄 3 拉丁美洲債務危機)。

雖然成因有所差異，但在本質上，拉丁美洲債務危機與希臘所引發的歐洲債務危機，卻有十分相似之處：

1. 債務國的政府債務持續累積，且對外債務龐大，由於債務國也面臨經常帳收支惡

化的問題，意即必須不斷向外借款，以融通逆差，負擔本已相當沉重。一旦遭受外在環境的經濟衝擊，勢須進一步舉債，也墊高了利息支出，使債務問題更為惡化。

2. 危機爆發之初，債務國皆應國際機構等之要求，必須進行嚴格的緊縮政策，而拉丁美洲國家的情況則顯示，緊縮方案進一步打擊經濟，使得債務負擔更加沉重。

拉丁美洲國家或歐元區希臘等國，皆面臨相同的兩難局面：這些國家已有鉅額的政府外債，又陷入經濟困境，亟須刺激經濟、提振信心，但為改善財政並避免倒帳危機，又必須採取緊縮政策，不利於經濟前景，而若利率與經濟成長差距擴大，將使債務問題更為惡化，形成惡性循環。

拉丁美洲債務危機於 1982 年正式爆發之後，曾歷經兩個階段的努力，但都歸於失敗。1989 年美國政府提出「布雷迪方案」(Brady Plan)，是為第三階段。該方案的基本原則，為以債換債的債務重組方式，經由協商免除一部分拉丁美洲國家的外債本金與利息支出，並減少債權銀行因資產負債惡化所面對的營運風險。該方案下新發行的債券，一般稱之為布雷迪債券(Brady Bond)，由美國政府擔保，且可在金融市場流通，該方案最

後成功地解決了拉丁美洲債務危機。

從上述的角度來看，未來歐元區債務危機的解決階段，有可能與拉丁美洲債務危機相似，也就是一開始一如拉丁美洲債務危機第一與第二階段的作法，歐盟與歐洲國家提供希臘貸款資金，以爭取時間，避免希臘短期債務到期無法償債，並責成希臘政府確實削減政府債務與降低財政赤字。但由於希臘採取財政緊縮，而市場上對希臘政府的信心不足，可能一如當年的拉丁美洲國家，既無法提振經濟，也無助於縮減債務。

「布雷迪方案」的成功，似提示了有效解決希臘債務危機可行之道，也就是集合歐盟或甚至是國際社會之力，減輕債務國的債務負擔，以立即降低市場投資者的疑慮，並使問題國家有餘裕採行擴張性政策，以促進經濟成長，及早償還未減免的債務。

此一解決方案的困難之處，在於希臘爆發債務危機以來，歐元區各國似乎對於是否施予援手，或者是應採取的援助方式，意見不一，而即使各國政府願意提供協助，其國內人民也多所反對，因此在可預見的未來，歐洲債務危機仍將持續一段期間，而類似於布雷迪方案的援助計畫，恐須在希臘等若干國家宣布無法償債之後，出現的可能性較高。

五、結 論

沒有一個國家或區域經濟體不會發生嚴重的經濟金融問題，平心而論，在缺乏有效

的政策協調機制與財政統合的情況下，歐元區仍然平穩地渡過第一個 10 年，一度被視為

典範，甚至在全球金融危機發生之初，若干歐洲邊陲國家亟欲加入歐元區，足證歐元與歐洲貨幣統合對歐元區國家所帶來的龐大利益。

但歐元本身成為債務融通機器，使歐元區國家耽於歐元所帶來的利益，無所節制。若干國家政府債務持續累積、金融部門受到影響、對外債務偏高以及歐元區總體經濟不平衡等問題相互交織，這些國家又忽略了必要的政策協調與財政統合，各自為政的結果，反而使得各國問題相互影響，因而透過邊陲國家的債務危機顯現出來，引發市場極大的疑慮，進而釀成歐洲風暴。

雖然目前歐盟與IMF已推出總額達7,500億歐元之歐洲穩定機制，緩解市場上之資金壓力，並公布歐洲銀行壓力測試結果，期能增加歐洲銀行體系之透明度，遏制邊陲國債信危機的影響層面繼續擴大，然而，這些政策多著眼於解決短期內的流動性問題，並無助於改善金融機構債台高築情勢，而將最終可能發生無法償付債務之倒帳危機延後。

危機的積極意義本為政府可以做到平常無法做到的事情，如果歐洲國家能夠因此而大力改革財政、促進跨國間的政策協調、改善區域內總體經濟不平衡的問題、並朝單一財政的方向而努力，而歐盟各國乃至於國際社會亦宜捐棄成見，減輕債務國的債務負擔，以立即降低市場投資者的疑慮，並使問題國家有餘裕採用擴張性政策，以促進經濟成長，及早償還未減免的債務。從長期的角度來看，希臘危機所引發的歐洲風暴，不一定是詛咒。

惟此次危機暴露了歐洲各國政府所面臨的諸多限制，未必能夠大刀闊斧進行必要的改革，歐盟以及歐元區國家對希臘危機的看法與解決之道不一，使不確定的情緒日益擴大，而即使各國政府願意提供協助，其國內人民也多所反對，市場一旦洞悉經濟弱點與政府部門的限制，也會善加利用，使得危機更加惡化，這是今日希臘危機與歐洲風暴所面臨的困境。在可預見的未來，歐洲危機仍將持續一段期間。

後 記

本文完稿後，愛爾蘭政府於2010年9月宣布本年財政赤字相對GDP比率將飆升至32%，使得歐洲再度引爆主權債務危機。愛爾蘭已於11月下旬獲得IMF與歐盟聯合紓困675億歐元（愛爾蘭政府亦自行籌資175億）。此一發展情勢呼應本文主張：長期而言，欲處理歐洲邊陲國家債務問題，仍應從歐元制度性機制改革著手，才能根本解決歐元區內部不平衡問題。

附錄 1 政府債務與經濟成長

原則上，若國內外利率持續高於名目 GDP 成長率，則長期間政府債務會一直累積，最終無法清償債務。本專題以簡單的數學推導說明政府停止累積債務的必要條件。

一個共同通貨區會員國的政府預算限制式可寫成：

$$G - T + rB + r' B' = \frac{dB}{dt} + \frac{dB'}{dt} \quad (1)$$

式中， G ：政府歲出、 T ：政府歲入、 r ：政府債務國內利率、 r' ：政府債務國外利率、 B ：政府國內債務、 B' ：政府國外債務。

(1)式等號左端為政府預算赤字，而等號右端則為融通預算赤字的資金來源，包括政府國內債務的累積與國外債務的累積。共同通貨區的會員國無法發行貨幣，因此(1)式不包括貨幣融通。

定義 $b = \frac{B}{Y}$ 與 $b' = \frac{B'}{Y}$ ，可得到 $\dot{B} = \dot{b}Y + b\dot{Y}$ 與 $\dot{B}' = \dot{b}'Y + b'\dot{Y}$ ，代入(1)式，可得到，

$$\dot{b} + \dot{b}' = (g - t) + (r - y)b + (r' - y)b' \quad (2)$$

式中， $g = \frac{G}{Y}$ 、 $t = \frac{T}{Y}$ 、 $y = \frac{\dot{Y}}{Y}$ (名目 GDP 成長率)。

(2)式說明，如果代表借款成本的國內外利率高於該國的名目成長率，則政府歲出必須小於政府歲入，否則該國政府的國內與國外債務會一直累積，而有無法支付利息並產生債務危機之虞。

令 $\dot{b} = \dot{b}' = 0$ ，則政府國內外債務不繼續累積的必要條件為：

$$t - g = (r - y)b + (r' - y)b' \quad (3)$$

(3)式表示，若國內外利率高於名目成長率，則政府債務不持續累積的必要條件為政府歲入高於政府歲出。(3)式為必要條件，但不是充分條件。例如，促使歲入高於歲出的財政緊縮政策會影響名目 GDP 成長，致國內外利率與名目 GDP 成長率之間的差距擴大，因而進一步墊高了政府債務。

對於非共同通貨區的國家而言，某些國家政府的國外債務很低，若又不考慮以貨幣融通政府債務，則(2)、(3)式可簡化為：

$$\dot{b} = (g - t) + (r - y)b \quad (4)$$

$$t - g = (r - y)b \quad (5)$$

(5)式表示，若國內利率高於名目成長率，則政府債務不持續累積的必要條件為政府歲入高於政府歲出。

附錄 2 最適通貨區域理論簡述

成立共同通貨區代表區域內國家失去貨幣主權，最適通貨區域理論思考的方向，係從成本面著手，側重於在何種情況或條件下，通貨區內的國家比較不需要仰賴匯率或貨幣政策以調控本國經濟。能夠達到這些情況或條件的區域內國家，就較為適合成立共同通貨區，也就是最適通貨區域。

有關最適通貨區先決條件的探討始自於 Mundell (1961)，其後歷經 50 年的發展。演變至今，各種條件琳琅滿目，論者也多以條列方式說明，容易令人莫衷一是。其實現代最適通貨區域理論的核心原則為經濟衝擊相似的程度(similarity of shocks) 或景氣循環同步的程度(synchronization of business cycle)。

就經濟衝擊的相似程度而言，如果一個地區各國所面對的各種衝擊相似，而且因應衝擊的方向與速度也相似(包括市場因應與政策因應)，亦即若衝擊的性質為對稱的衝擊(symmetric shock)，則該地區做為共同通貨區的經濟成本較低，這是因為統一的貨幣政策與匯率政策，可以因應這一類的衝擊，不致於因各國差異太大，而使得某些國家受惠，某些國家受害。由於如果各國面臨對稱的衝擊，通常也代表這些國家經濟景氣波動起伏的程度或落點相似，因此以景氣循環同步的程度做為判斷的標準，也普遍出現在現代文獻中，經濟衝擊相似的程度與景氣循環同步的程度兩者幾乎成為同義語。

在實際的世界中，一個區域內經濟衝擊相似的程度或者是景氣循環同步程度的情況不一定存在，因此下一個層次的思考為如果這個核心原則沒有達成，區域內國家在政策或制度上應如何進行經濟金融調整，使共同通貨區能夠成為最適通貨區。在此一思考架構下，可以納入許多最適通貨區域理論中常見的標準，包括勞動市場彈性化、生產因素自由移動、金融整合的程度、經濟金融結構相似的程度、經濟開放的程度、財政統合或單一化等。

以最適通貨區域理論中最為“古典”的標準—生產因素自由移動—為例(Mundell 1961)，假定區域內某一地區或國家發生不對稱的衝擊，致發生經濟衰退與失業問題，若勞動力可自由移動，則失業人口移到區域內其它地區，不但減輕原地區的問題，對勞動力需求較殷的其它地區也有助益，發生失業的國家也較不需要仰賴匯率或貨幣政策以調控經濟。換句話說，生產因素自由移動扮演了類似於保險的機制，至少代替一部分原先匯率與貨幣政策功能。

再以金融整合程度條件中的國際風險共同承擔(international risk sharing)觀念為例(Mundell 1973)，若區域內會員國持有跨國資產，互相支援，可集體承擔經濟衝擊對特定或部分會員國的影響，而民間部門也可分散持有區域內跨國資產，降低本身的損失。在這種匯集外匯資產(reserve pooling)與資產多元化(portfolio diversification)的保險機制下，即使會員國的經濟體質互異，也可以成立共同通貨區。

資料來源：彭德明(2005)。

附錄 3 拉丁美洲債務危機

拉丁美洲債務危機爆發於 1982 年，但問題肇始自 1973 年起，其後的 5 年間全球石油價格不斷上升，使得許多發展中國家的進口成本連年升高，經常帳收支持續惡化，亟須龐大的資金融通，乃不斷向外借款。1979 年第二次石油危機發生，拉丁美洲國家債務更形嚴重，平均而言，其負債比率(debt-service ratio)已超過 30%，而巴西等部分國家之比率則接近 60%，其後更因美元利率走高、本幣對美元貶值、石油價格轉趨下跌，使得債務問題更為惡化。1982 年底，拉丁美洲國家外債總餘額已達到 3,270 億美元，許多新借款主要係用於支付債務利息，形成以債養債。自 1973 年起，10 年間外債不斷累積，債務國無法繼續承擔，終至於爆發危機。

至 1983 年 10 月，全球已有 27 個國家計劃與債權銀行重新安排債務，其對外負債規模為 2,390 億美元。該 27 個國家中有 16 國為拉丁美洲國家，又以墨西哥、巴西、委內瑞拉與阿根廷等 4 國的外債規模最大，達 1,760 億美元之鉅，其中美國 8 大銀行持有 370 億美元的債權，約相當於資本總額的 1.5 倍，因此若拉丁美洲國家倒帳，勢將影響美國銀行的營運，甚或有倒閉之虞。

拉丁美洲債務危機之解決歷經了三次嘗試的階段，前兩個階段歸於失敗，第三次才獲得成功。

第一個階段為 1982 至 1985 年間，當時國際社會認為拉丁美洲債務危機僅為流動性問題，不是債務能否清償的問題，因此債權國透過商業銀行、IMF 與其他國際機構，繼續對拉丁美洲國家提供新貸款，其目的為給予債務國更多的時間重整財政，以便在數年之內清償債務，而 IMF 也要求受援的債務國進行經濟調整，包括增加稅收、提高關稅、本幣調整以及降低政府支出等。但第一個階段的作法沒有成功，拉丁美洲國家的債務仍持續累積。

第二個階段始自 1985 年美國政府提出「貝克方案」(Baker Plan)，該方案為 290 億美元的金援計畫(國際機構與商業銀行分別提供 90 億與 200 億美元)，以支援主要債務國，並要求這些國家進行深度的市場改革，包括降低稅負、國營企業民營化、排除貿易障礙與促進投資自由化等。自 1987 至 1988 年間，所有情況顯示貝克方案也歸於失敗，既無法降低拉丁美洲國家債務，也未能促進成長，使這些國家有可靠的收入足以支付債務本息。

第三個階段為 1989 年美國政府提出的「布雷迪方案」(Brady Plan)，該方案的基本原則，為以債換債的債務重組方式，經由協商免除一部分拉丁美洲國家的外債本金與利息支出，並降低債權銀行因資產負債惡化所面對的營運風險。該方案下新發行的債券，一般稱之為布雷迪債券(Brady Bond)，由美國政府擔保，且可在金融市場流通。墨西哥首先於 1989 年與債權銀行達成協議，其後其他國家也陸續加入；世界銀行與 IMF 各出資 120 億美元，而日本輸出入銀行則提供 80 億美元。至 1994 年 5 月，共有 18 個國家參與該方案與債權銀行協商，約有 30% 至 35% 的債務獲得減免。

附 註

- (註 1) 歐元區 16 國中，德國、法國、義大利、西班牙與荷蘭為前 5 大經濟體。2009 年歐元區各國 GDP 占歐元區全體 GDP 的比重，依大小順序分別為德國(26.85%)、法國(21.26%)、義大利(16.95%)、西班牙(11.72%)、荷蘭(6.36%)、比利時(3.76%)、奧地利(3.09%)、希臘(2.65%)、芬蘭(1.91%)、葡萄牙(1.87%)、愛爾蘭(1.82%)、斯洛伐克(0.71%)、盧森堡(0.42%)、斯洛維尼亞(0.39%)、賽普勒斯(0.19%)與馬爾他(0.06%)。
- (註 2) 此處的政府歲出須小於政府歲入係指基本財政收支盈餘(primary budget surplus)。基本財政收支盈餘(primary budget balance)定義為政府歲入減不含債務利息支出的歲出之差額。此餘額若為負數，則表示政府的收入無法承擔債務利息的支付，遑論債務還本。
- (註 3) 可參閱 Gros(2010)。
- (註 4) 根據歐盟執行委員會(European Commission, 2010a)之預測，希臘今、明兩年的經濟成長率分別為-3.0%與-0.5%，而 GDP 平減指數的變動率將分別為 2.9%與 1.7%，因此 2010 與 2011 年名目 GDP 成長率將分別為-0.1%與 1.2%。
- (註 5) ECB 估計歐元區各國政府所發行的政府債券中，約有 50%為銀行所持有。
- (註 6) 對外債務係指某特定時點一經濟體居民對非居民未償還的實際債務餘額。
- (註 7) 國外債權(foreign claims)為跨國債權(cross-border claims)與國外分支機構之當地債權(local claims of foreign affiliates)之和，國外分支機構之當地債權包含本幣與外幣債權。
- (註 8) 歐元在全球外匯存底的幣別比重，由 1999 年的 17.9%持續上升為 2010 年第 1 季的 27.2%。2010 年第 1 季，其他主要國際貨幣在全球外匯存底的幣別比重分別為美元(61.5%)、英鎊(4.3%)、日圓(3.1%)、瑞士法郎(0.1%)、其他(3.7%)。
- (註 9) De Grauwe (2009, p.111-112)指出，自 1999 年以來，德國採取節制工資(wage moderation)政策，使得名目工資上升的程度下降，因而增進了德國的競爭力，相對上而言，歐元區其他國家名目工資增加的程度則高於德國，競爭力下降。歐元區各國之間有必要採取有效的政策協調機制，以防止一個國家政策變動的負面效果，外溢至其他國家。
- (註 10)除了美國的經驗以外，Broyer and Brunner (2010)與 De Grauwe (2009)則以德國的制度為例，說明財政聯邦化或財政移轉機制對共同通貨區的重要性。第二次世界大戰以後，西德為聯邦體制國家，各州皆享有預算與政治的自主性，也各有其民選政府與國會。根據 De Grauwe (2009)，西德也建立了財政均等化體系(Finanzausgleich, system of fiscal equalization)，使稅收較低的州可以從稅收較高的州獲得補償。此一體系再加上聯邦政府本身的自動移轉機制，以促使各州所得分配不平均降低。德國統一後，由原東德所成立的新州也納入此一體系。
- (註 11) 漢彌爾頓在 1789 至 1795 年間出任美國第一任財政部長，他與其手創的聯邦黨(Federalist Party)主張強而有力的中央政府、財政中央化與建立國家銀行。另一方面，以傑佛遜(Thomas Jefferson)與麥迪遜(James Madison)為領導者的民主共和黨(Democratic-Republican Party)，則反對聯邦黨的主張。
- (註 12) 此處的財政預算主要係指結構性預算(structure budgetary position)：經景氣循環調整，且扣除因一次性或暫時性措施所產生的預算增加。

參考文獻

彭德明(2005)，「東亞共同通貨區可行性初探-兼論東亞地區的經濟與金融合作」，中央銀行季刊，第 27 卷第 4 期，頁 55-82，中央銀行。

- Broyer, S. and C. Brunner (2010), "What Will Fiscal Federalism Cost the Eurozone?" *Flash Economics* No. 38, Natixis.
- Cohen, R. (2010), "Greece, Europe and Alexander Hamilton," March 2, *New York Times*.
- De Grauwe, P. (2006), "On Monetary and Political Union," paper prepared for the CESifo Workshop on *Enlarging the Euro Area*, Munich, Nov. 24
- De Grauwe, P. (2009), *Economics of Monetary Union*, 8th edition, Oxford University Press.
- European Central Bank (2010), *Financial Stability Review*, June, European Central Bank.
- European Commission (2010a), *European Economic Forecast: Spring 2010*, Economic and Financial Affairs, European Commission.
- European Commission (2010b), *Government Finance Statistics: 2010 Edition*, Eurostat, European Commission.
- Federal Deposit Insurance Corporation (1997), "The LDC Crisis," in *History of the Eighties-Lessons for the Future*, Volume 1, Chapter 5, 191-210, Federal Deposit Insurance Corporation.
- Gros, D. (2010), "The Greek Fiscal Adjustment Programme: An Evaluation," *CEPS Commentary*, Centre for European Policy Studies, April. 27.
- Kenen, P. (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View," in R. A. Mundell and A. K. Swoboda (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, 41-60.
- Mundell, R. A. (1961), "A Theory of Optimal Currency Area," *American Economic Review* 51, 657-664.
- Mundell, R. A. (1973), "Uncommon Arguments for Common Currencies," in H. G. Johnson and A. K. Swoboda, *The Economics of Common Currencies*, Allen and Unwin, 114-132.
- Rockoff, H. (2000), "How Long Did It Take the United States to Become an Optimal Currency Area," *NBER Historical Paper* 124, National Bureau of Economic Research.
- Rogoff, K. (2010), "Europe Finds the Old Rule Still Apply," *Financial Times*, May 5.
- Sala-I-Martin, X. and J. Sachs (1992), "Federal Fiscal Policy and Optimum Currency Area," in M. Canzoneri, V. Grilli, and P. Masson (eds.), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge: Cambridge University Press, 195-220.
- Szeląg, K. (2008), "A Single Fiscal Policy in the Euro Area: Vision or Utopia?" *National Bank of Poland Working Paper* No. 46, National Bank of Poland.
- Tamborini, R. (2002), "One Monetary Giant with Many Fiscal Dwarfs: the Efficiency of Macroeconomic Stabilization Policies in the European Monetary Union," *Discussion Paper* No.4, Università Degli Studi Di Trento-Dipartimento Di Economia.
- Vasquez, I. (1996), "The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises," *Cato Journal* 16-2, 233-243.

(本文完稿於99年9月，作者彭德明為本行經濟研究處副研究員，方耀為經濟研究處四等專員)