



歐洲（希臘）債務危機分析與展望

外匯局、經研處

100年6月30日



大 綱

- 一、因政治目的而產生的歐元區
- 二、建立歐元區的好處
- 三、歐元區的根本問題
- 四、歐洲債務危機的癥結
- 五、歐洲債務危機的衝擊
- 六、歐洲政府因應措施剖析
- 七、希臘主權債務問題
- 八、研擬中的解決方案



一、因政治目的而產生的歐元區

□ 歐元區之目的

- 歐元區的誕生並非基於經濟考量，而是基於政治目的，以邁向**歐洲合眾國 (United States of Europe)** 為最終目標
- 1999年歐元區建立*，以**超越單一國家，建立新歐洲政治認同**為目標
- 歐洲央行總裁 Jean-Claude Trichet 指出，由於歐洲的整合成功，使戰爭威脅已成為歐洲人的昔時回憶，尤其是歐洲的青年人

“ Thanks to the success of European integration, the threat of war has become a memory of the past for many Europeans, in particular the younger generation.”

* 1. 成立時計有德、法、義、西、奧、比、荷、芬、愛、盧、萄等**11國**共同採用歐元。

2. 之後陸續加入希臘、斯洛凡尼亞、賽浦路斯、馬爾他、斯洛伐克及愛沙尼亞等6個邊陲經濟體而成為**17國**。



二、建立歐元區的好處

□ 經濟效益

- 消除區域內匯率變動風險

- 區域內國家共同使用歐元，消除區域內匯率變動的不確定性
- 降低交易成本與避險成本，促進區域內貿易及投資活動
- 提高各國商品及服務的價格透明度，提高競爭力

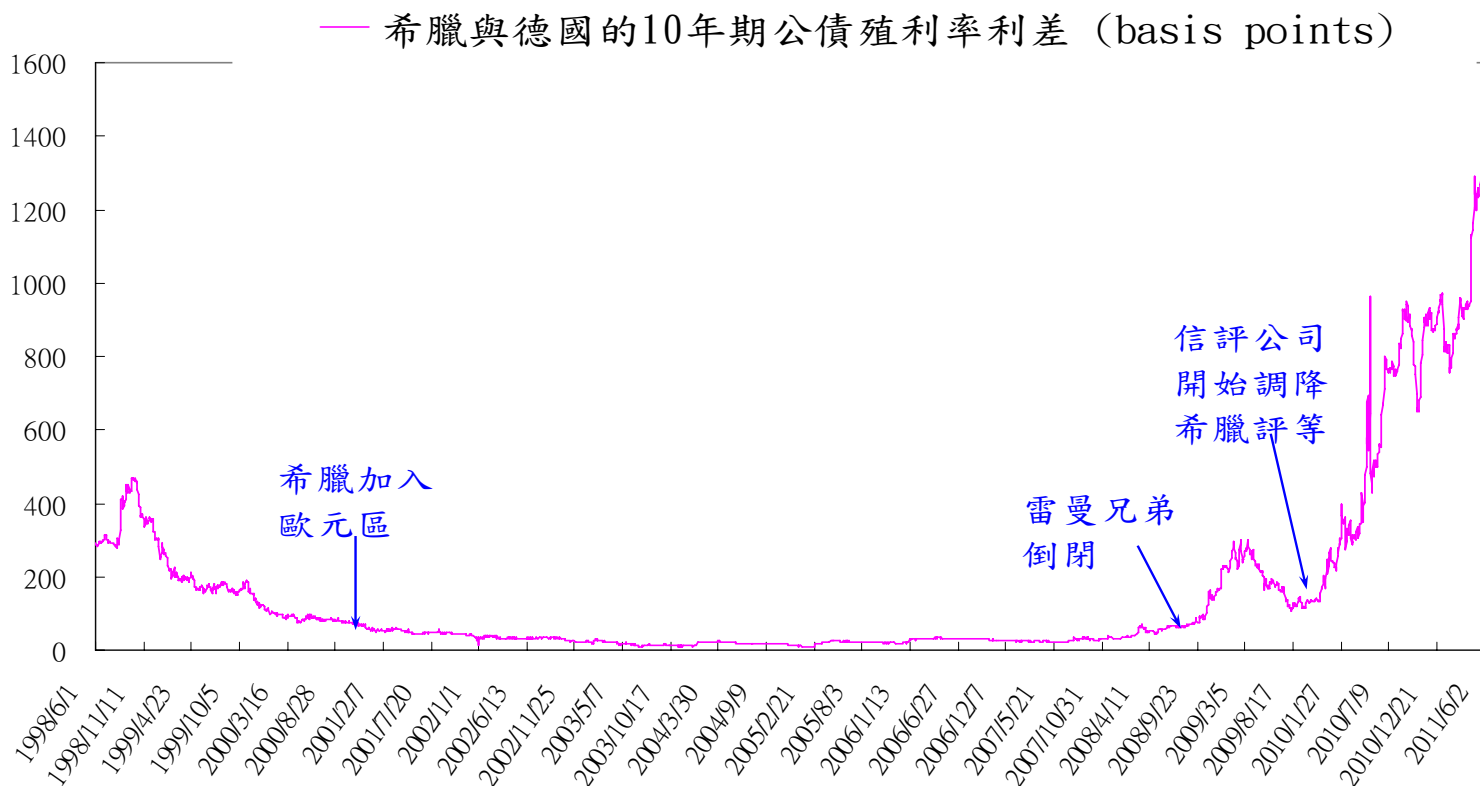
- 規模經濟效益

- 金融市場及流動性規模擴大，降低融資成本
- 各國政府與民間部門可參與更廣大的金融市場，取得外部融資
- 上述效益對周邊國家而言，更屬顯著，長期利率明顯下滑
- 歐元成立以來，歐洲就業人口增加1400萬人
- 12年來，歐洲物價穩定，歐元區的通膨年增率平均為1.97%

二、建立歐元區的好處 (續)

□ 融資成本大幅下降

- 例如希臘加入歐元區後，與德國10年期公債殖利率利差，大幅縮小
- 同時，對歐洲各國匯率不再逐年呈貶值狀態



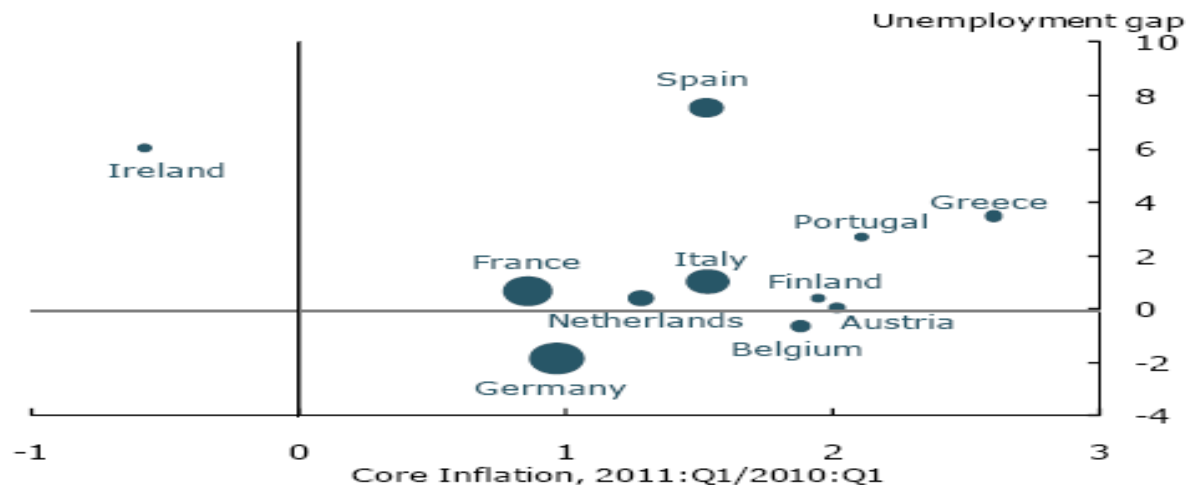


三、歐元區的根本問題 (One Size Does Not Fit All)

□ 忽略各國基本面差異

- 匯率及利率政策已統合，但財政政策未統合
- 各國通膨及就業市場情況有明顯差異，尤其周邊與核心國家之間
- 經濟互異且各自為政，以歐元結合一起，如跌跌撞撞的兩人三腳賽

Euro-area unemployment gap and core inflation



Sources: International Monetary Fund and OECD.

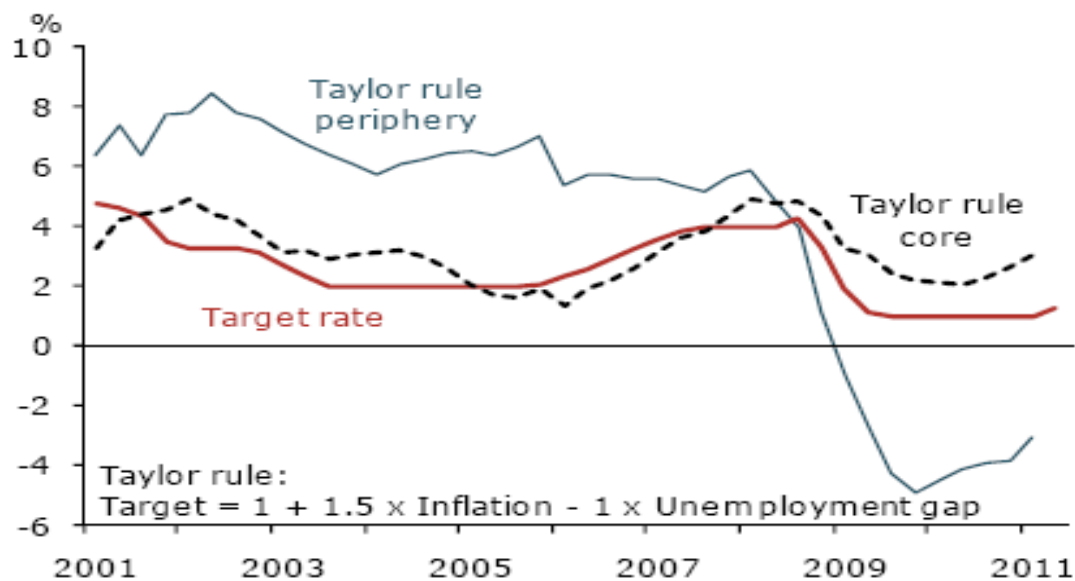
Notes: Size of dots indicate country share of total euro-area GDP. OECD provides only the nonaccelerating inflation rate of unemployment for the above countries in the euro area.



三、歐元區的根本問題 (續)

□ 單一利率政策之問題

- 歐元區的政策利率以核心國經濟情勢為主要依據
- 但對周邊國家而言，政策利率在2007年以前明顯偏低，使各國面臨過度投資或消費問題；而目前則又偏高，不利周邊國家經濟復甦



Sources: OECD, Eurostat.

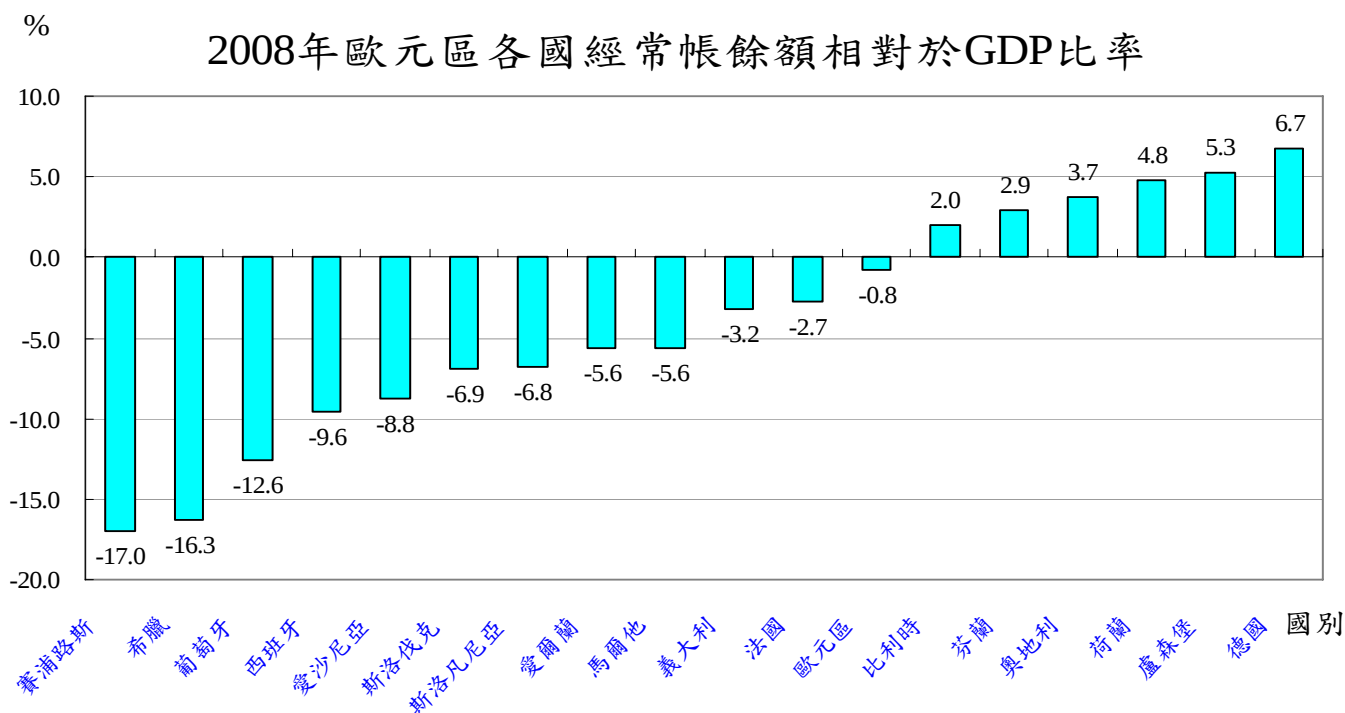
資料來源：美國聯邦準備銀行舊金山分行，Economic Letter, 2011-18



三、歐元區的根本問題 (續)

□ 單一匯率政策之問題

- 各國生產力及對外貿易結構差異性大
- 相對於德國的鉅幅經常帳順差，周邊國家多呈經常帳逆差
- 單一匯率政策難以調整各國國際收支

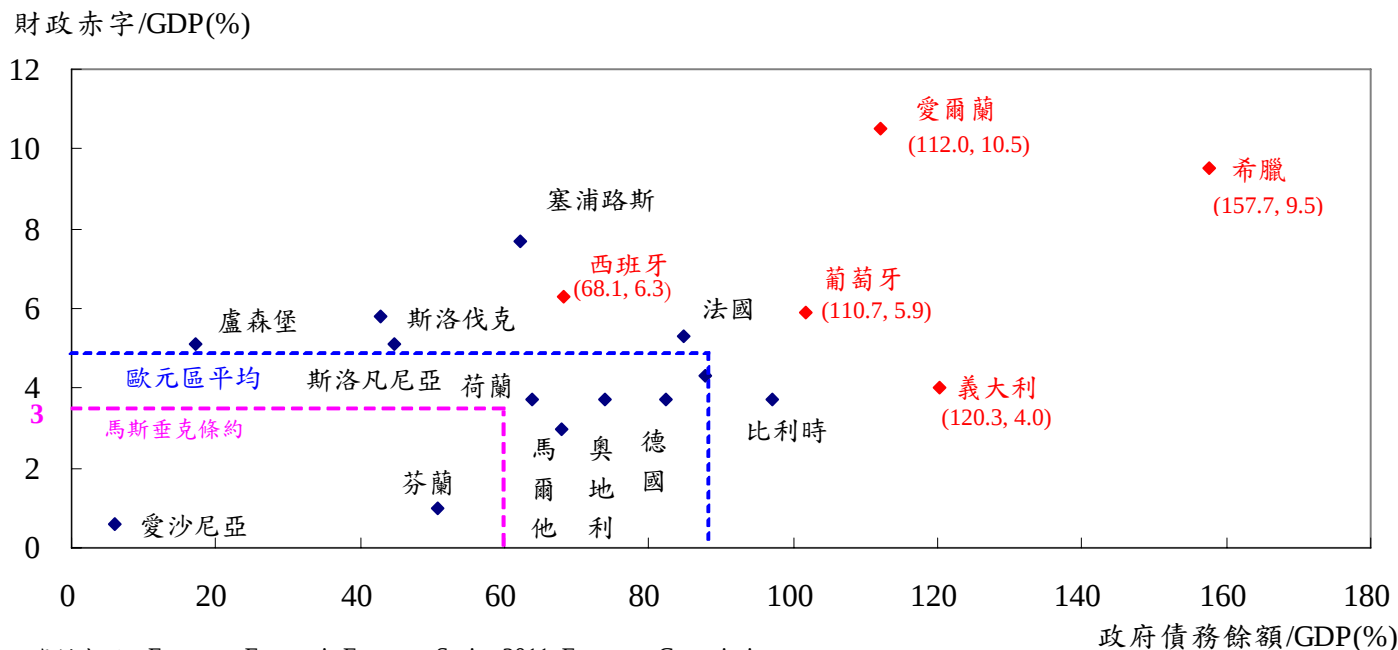


三、歐元區的根本問題 (續)

□ 缺乏有效的財政協調及移轉機制

- 各國經常不遵守「馬斯垂克條約」與「穩定暨成長協定」等規範，難以節制各國財政政策
- 財政統合牽涉各國政治上的協調整合問題，不易達成合作共識

2011年歐元區各國政府債務餘額與財政赤字比



資料來源：European Economic Forecast, Spring 2011, European Commission。



四、歐洲債務危機的癥結

□ 問題國家的政府外債比偏高

- 希臘、葡萄牙與愛爾蘭的政府外債比達 57.6%、54.5% 與 54.2%
- 一旦無法履行債務，將會產生連鎖效應動搖市場對其他問題國家的信心

2009 與 2010 年底歐洲問題國家之政府債務與對外債務

單位：億美元

	2009			2010		
	政府債務	政府外債	政府外債比(%)	政府債務	政府外債	政府外債比(%)
葡萄牙	2,008	1,422	70.8	2,153	1,174	54.5
愛爾蘭	1,503	1,083	72.1	1,987	1,076	54.2
義大利	25,307	11,390	45.0	24,725	10,925	44.2
希臘	4,286	3,163	73.8	4,408	2,541	57.6
西班牙	8,054	4,298	53.4	8,570	4,017	46.9
合計	41,158	21,356	51.9	41,843	19,733	47.2

資料來源：Eurostat , Government Finance Statistics: 2011 Edition, European Commission 與 Joint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub。



四、歐洲債務危機的癥結 (續)

□ 問題國家各部門對外債務偏高

- 2010年底，問題國家對外債務餘額：約8兆美元
- 政府部門與中央銀行對外債務餘額：約2.4兆美元
- 一般銀行與其他部門對外債務餘額：約5.5兆美元
- 如果一個問題國家政府債務倒帳，將衝擊歐洲其他國家的各個部門

2010 年底歐洲問題國家之對外債務餘額

單位：億美元、%

	政府部門		中央銀行		一般銀行與其他部門		部門合計	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重
葡萄牙	1,174	5.9	801	17.3	3,322	6.0	5,297	6.6
愛爾蘭	1,076	5.5	1,940	41.9	18,394	33.2	21,410	26.8
義大利	10,925	55.4	39	0.8	13,365	24.1	24,329	30.5
希臘	2,541	12.9	1,164	25.1	1,778	3.2	5,483	6.9
西班牙	4,017	20.4	686	14.8	18,594	33.5	23,297	29.2
合 計	19,733	100.0	4,630	100.0	55,454	100.0	79,817	100.0



四、歐洲債務危機的癥結 (續)

□ 先進國家銀行持有之國外債權與曝險偏高

- 2010 年底歐洲銀行對問題國家國外債權與其他潛在曝險：約**2.7兆美元**
- 歐洲三大國家法國、德國與英國銀行合計：約**2兆美元**
- 歐洲各國政府債券視同現金的資本適足率規範，且問題國家債券殖利率較高，使歐洲銀行業對問題國家公債曝險金額高

2010 年底歐洲、美國與日本銀行業持有問題國家之國外債權與其他潛在曝險

單位：億美元

債務國	債 權 銀 行							
	全球 24 國	歐洲	法國	德國	英國	美國	日本	台灣*
葡 萄 牙	2,954	2,457	322 (82)	502 (78)	291 (21)	465	27	0.3
愛爾蘭	6,802	5,341	560 (40)	1,585 (31)	1,945 (45)	1,050	220	48.6
義大利	13,231	9,987	4,723 (976)	2,159 (512)	1,001 (115)	2,691	460	2.2
希 臘	2,064	1,624	650 (150)	399 (227)	190 (34)	415	17	0.4
西班牙	9,873	7,745	1,755 (303)	2,240 (286)	1,378 (96)	1,789	272	2.1
合 計	34,924	27,153	8,011 (1,551)	6,886 (1,134)	4,805 (311)	6,408	996	53.6

()內數字為債權銀行對債務國公共部門的債權。

* 台灣資料不包括其他潛在風險 (other potential exposures: derivatives contracts, guarantees extended, and credit commitments)

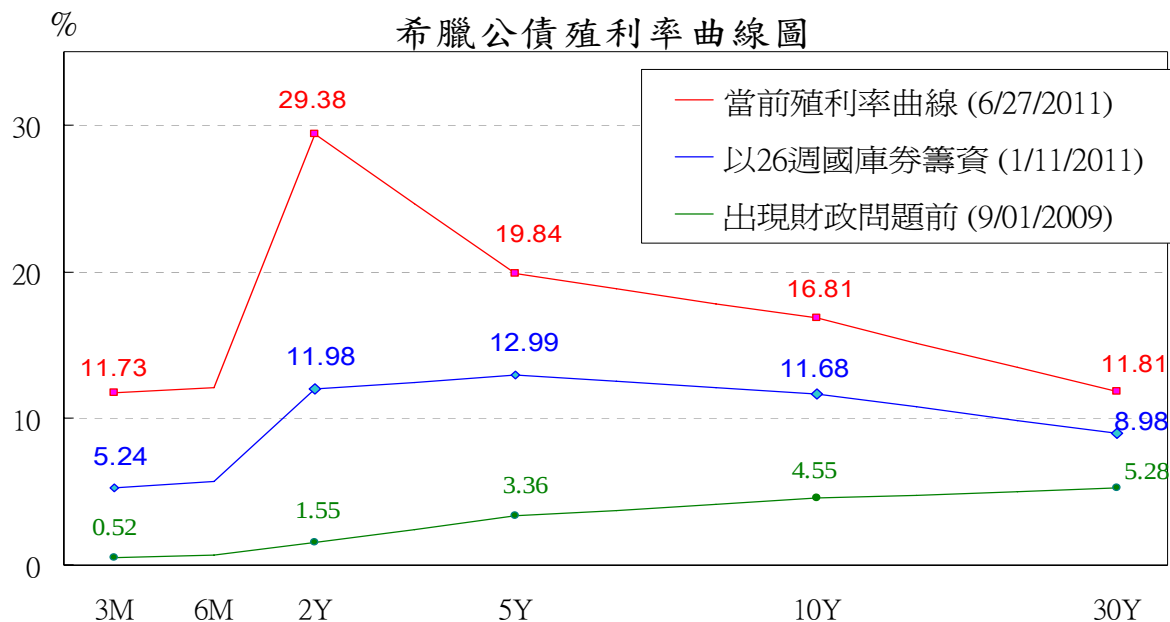
資料來源：Table 9E, 9B, Consolidated foreign claims and other potential exposures—ultimate risk basis, Bank for International Settlements。



五、歐洲債務危機的衝擊

□ 金融面

- 借貸成本大幅增加，希臘兩年期公債殖利率近30%，形同高利貸(約每2.65年債務即增加一倍)，問題國家債務負擔過於沉重
- 即使美國面臨如此高融資利率，亦會發生財務問題
- 今年1月11日希臘曾成功以國庫券籌資19.5億歐元(期限26週，利率4.9%高於危機前水準)





五、歐洲債務危機的衝擊 (續)

□ 金融面 (續)

- 市場參與者信心不足，影響金融市場的中介功能
- 歐元價位不確定性增高，外匯市場風險擴大
- 歐洲銀行體系對問題國家曝險高，可能引發金融危機疑慮
- 傳染效應：希臘債務違約，將衝擊至歐洲其他國家，甚至延燒至美國

□ 經濟面

- 各國債務龐大，恐如日本陷入資產負債表式的經濟衰退
- 各國採取緊縮政策，以降低政府預算赤字，將打擊經濟成長
- 若爆發金融危機，全球再次面臨經濟衰退風險增高



六、歐洲政府因應措施剖析

□ 提供流動性的紓困計畫

- 歐盟及IMF推出下列紓困計畫，提供資金以解決流動性問題，並要求接受紓困的希臘、愛爾蘭及葡萄牙等國，採行財政緊縮政策

方 案	金 額
7,500 億歐元紓困方案	➢ 歐洲金融穩定機制(EFSM)籌資 600 億歐元 ➢ 歐洲金融穩定基金(EFSF)籌資 4,400 億歐元 ➢ IMF 提供資金 2,500 億歐元予 EFSM 與 EFSF

- ECB暫時中止對希臘公債的最低信用評等門檻，以利銀行向其融通
- ECB自次級市場購入歐洲各國政府債券 (Securities Markets Programme)
- ECB與美國 Fed 進行換匯協議 (2011/6/29 並宣佈協議延長至2012/8/1)

□ 當前紓困方案的問題

- 可解決眼前的流動性問題，但無法解決償債能力問題
- 問題國家需配合進行財政及經濟結構等各項改革，此並非一蹴可幾



七、希臘主權債務問題

□ 希臘主權債務危機問題

- 屬中長期的償債能力問題，非僅僅是短期流動性問題
 - 債務規模偏高 (達3,400億歐元)，其中
本國及外國商業銀行持有27%，資產管理公司、主權基金及外國央行計持有43%，
歐洲央行持有14%，而EU及IMF則持有16%
 - 經濟競爭力弱，外部失衡大，但屬歐元區一員，無法進行外部調整 (貶值)
 - 必須由內部調整 (降低國內名目價格) 進行
 - 危機使政府發債利率大幅攀升，償債能力惡化，必須壓低發債利率水準
- 前德國央行總裁Axel Weber 認為希臘債務問題非短期性問題，須以30年期間來解決，而非用3至5年期間來處理；最終而言，須面對著債務違約、折讓或由歐盟擔保等相關問題
- 除財政緊縮的內部調整外，亦應妥善處理利息及本金償還等議題



七、希臘主權債務問題 (續)

□ 希臘政府的財政緊縮措施

- 主權債務危機爆發以來，希臘政府已採取多項嚴格財政緊縮措施
 - 降低財政赤字相對於GDP比率達5個百分點 (15.8% → 10.5%)
 - 調降公共部門名目工資達15%
 - 削減退休金10%、公共部門裁員10%
 - 提高增值稅率4個百分點、貨物稅30%
- 卸任財長George Papaconstantinou表示，各項財政緊縮措施可望使希臘政府預算在2012年時達到平衡並產生primary surpluses
- 希臘國會6月29日通過政府所提出280億歐元的緊縮措施，預期可獲得IMF與歐盟的第5筆貸款 (120億歐元)



八、研擬中的解決方案

□ 研擬中的方案

- 主要債權人在羅馬集會，法國提案希臘債券到期後，以50%之到期資金續買入30年期政府公債，利率暫定5.5%，並視希臘經濟情勢酌予提高，但不逾8%
- 另以20%之到期資金投入EFSF所發行之零息債券 (30年期)
- 剩餘30%之到期資金則由債券持有者收回
- 此方案為輕裝版的「布雷迪方案」(Brady Plan)

□ 「布雷迪方案」的啟示

除了提供紓困資金以解決流動性危機以外，歐盟應與國際機構合作：

- 強化歐洲國家銀行資本，以增強因應衝擊的能力
- 協商減免債務本金與利息，以減輕問題國家債務負擔
- 提供新債券發行之擔保，以穩定市場信心