

歐債危機之因應措施暨未來可能之發展

劉 雨 芬

摘 要

2010 年歐債危機爆發以來，ECB 除調降政策利率，積極進行公開市場操作提供銀行體系大量流動性外，亦推出債券購買計畫。此外，歐盟亦緊急採行一系列紓困方案，建立防火牆，並致力於制度層面上的改革。

一、ECB 因應歐債危機之相關措施及其成效

（一）相關措施

1. 降息

2011 年 11 月至 2012 年 7 月間共三度降息，主要再融通操作利率及存款利率分別降至 0.75% 及 0% 之歷史新低。

2. 證券市場計畫 (Securities Market Programme, SMP)

2010 年 5 月至 2012 年 2 月間，主要在次級市場購買歐元區財政困難國家的主權債券，規模達 2,195 億歐元。

3. 第二輪擔保債券購買計畫 (Covered Bond Purchase Programme, CBPP2)

2011 年 11 月至 2012 年 10 月為期 1 年，在初級及次級市場直接購買符合條件之擔保債券，規模為 400 億歐元。

4. 長天期再融通操作 (Long Term Refinancing Operation, LTRO)

2011 年 12 月 21 日及 2012 年 2 月 29 日兩度執行 3 年期的 LTRO，以固定之低利率（1%）分別提供 4,892 億及 5,295 億歐元予歐元區 523 家及 800 家銀行。

5. 直接貨幣交易 (Outright Monetary Transactions, OMT)

2012 年 9 月 6 日宣布 OMT，將在次級市場無限額購買 1 至 3 年期之歐元區受紓困國家之主權債券。

（二）成效

1. 貨幣市場措施

在第二輪 LTRO 操作後數日，ECB 隔夜存款金額較第一輪 LTRO 操作時激增 5,625 億歐元，顯示 LTRO 釋出之資金恐半數遭回存。2012 年 7 月 11 日 ECB 將隔夜存款利率降至 0% 生效當日，隔夜存款金額始驟降近 5 千億歐元，顯示 ECB 藉由不付息引導資金流向實質經濟面有其效用。

2. 債券購買計畫

SMP 對壓低財政困難國家公債殖利率相

當有限，而 OMT 計畫自宣布以來，西班牙及義大利公債殖利率明顯下滑，顯示 OMT 成效優於 SMP，主要係因 OMT 沒有規模上限，且 ECB 放棄債權優先權。

二、歐盟因應歐債危機之相關措施

（一）防火牆之建立

1. 臨時性緊急援助措施

2010 年 5 月歐盟與 IMF 推出規模達 7,500 億歐元之臨時性緊急紓困方案。

2. 永久性援助機制

2012 年 10 月 8 日啟動永久性援助機制——歐洲穩定機制（European Stability Mechanism, ESM），ESM 認繳資本達 7,000 億歐元，實際紓困可用資金為 5,000 億歐元。

（二）制度之改革

歐債危機主要源自於制度面的缺陷。為徹底解決問題，歐盟亦致力於制度層面上的改革，包括：(1)以財政協定（Fiscal Compact）加強會員國財政紀律；(2)輔以「就業與成長協定」（Compact on Jobs and Growth），舒緩擲節財政對經濟之衝擊；(3)建立單一銀行監理機制，以切斷銀行與國家財政風險的惡性循環。

三、未來可行之因應方案

（一）ECB 進一步寬鬆貨幣政策

ECB 在宣布 OMT 無限額購債計畫後，幾已動用其所有可用之工具，未來應會持續視金融市場情勢與歐債危機之發展，運用既

有之工具進一步調整、擴充或再度推出新工具。

（二）歐元債券方案

根據歐元債券方案之規劃，當歐元區會員國債務超過該國 GDP 60% 的部分，即轉由歐洲償債基金（European Redemption Fund, ERF）發債籌資，歐元區各國對 ERF 發行之歐元債券負連帶保證責任。惟在歐元區缺乏財政聯盟之情況下，近期歐元債券發行之可行性不大，且有許多財政穩健之會員國如德國等皆持反對意見。

（三）增加 ESM 借貸能力

儘管 ESM 放款能力達 5,000 億歐元，惟扣除已對西班牙銀行業承諾之 1,000 億歐元紓困金後，僅剩 4,000 億歐元之可貸資金。義大利及西班牙 2013 年到期之公債加計利息合計 4,725 億歐元，未來若歐債危機進一步惡化，該二國可能須向 ESM 申請紓困，則 ESM 放款能力恐不足。因此，若能強化 ESM 作為防火牆之功能，擴大其放款能力，方可有效舒緩歐債危機。

（四）持續推動制度之改革

短期內，歐盟須加速落實已達成協議之改革，中長期則應持續推動銀行聯盟、財政聯盟、經濟聯盟，以實現政治聯盟之最終目標。歐元區各國則應落實經濟結構及勞動市場結構之改革。

壹、前言

歐債危機主要源自於歐元區各國經濟結構差異顯著，加以制度上的嚴重缺陷。歐元區自 1999 年 1 月成立以來，迄今已逾 13 年，財政政策卻一直未能統合，在缺乏財政的統一約束下，部分國家債台高築，2008 年金融危機以來，各國財政情勢更加惡化，導致歐債危機自 2010 年 5 月以來愈演愈烈。

由於歐元區缺乏統一的財政機構，各界對歐洲中央銀行（ECB）因應歐債危機寄予厚望。ECB 之行動則包括調降政策利率，積極進行公開市場操作提供銀行體系大量流動

性外，亦推出一系列債券購買計畫。

除 ECB 之因應措施外，歐盟（EU）亦緊急採行一系列紓困方案，建立防火牆，並致力於制度層面上的改革，以期成立銀行聯盟、財政聯盟、經濟聯盟，朝向高度的政治整合邁進。

本報告首先將檢視 ECB 因應歐債危機之相關措施及其成效，接著簡介歐盟的相關因應措施，最後則探討歐元債券等未來之可行方案。

貳、ECB 因應歐債危機之相關措施

一、2010 年以來 ECB 採行之相關措施

2010 年歐債危機爆發以來，ECB 除調降政策利率外，亦陸續推出證券市場計畫（Securities Markets Programme, SMP）、第二輪擔保債券購買計畫（Covered Bond Purchase Programme, CBPP2）、3 年期之長天期再融通操作（Long Term Refinancing Operation, LTRO）等一系列因應措施，持續挹注市場流動性，並壓低財務陷入困境國家的公債殖利率，降低渠等舉債成本。

惟 2012 年以來，歐元區諸國在厲行財政撙節的作法下，許多國家陷入經濟衰退危

機，失業率大幅攀升，加以歐元區第四大經濟體西班牙之銀行業呆帳率攀高，借貸成本飆升，資金嚴重外流，歐債危機蔓延。

ECB 為挹注市場流動性，2012 年 2 月實施第二輪 3 年期之 LTRO，繼之於 7 月調降政策利率。之後，由於西班牙及義大利 10 年期公債殖利率分別飆破 7% 及 6%，歐債危機再度惡化，為降低渠等舉債成本，ECB 9 月宣布直接貨幣交易（Outright Monetary Transactions, OMT），將在次級市場無限額購買 1 至 3 年期之歐元區主權債券（表 1）。

表 1 ECB 因應歐債危機之相關措施

措施	日期	內容
降息	2011 年 11 月 9 日 2011 年 12 月 14 日 2012 年 7 月 11 日	* 共 3 度降息，下列 3 種利率共分別調降 0.75 個百分點，均創歷史新低，其中： □ 邊際貸放利率降至 1.5%； □ 主要再融通操作利率降至 0.75%； □ 存款利率降至 0%。
SMP	2010 年 5 月 至 2012 年 2 月	* 在次級市場購買歐元區國家以歐元計價的政府債券，以及在初級及次級市場購買歐元區私人企業發行之合格債券； * 規模達 2,195 億歐元。
CBPP2	2011 年 11 月 至 2012 年 10 月	* 在初級及次級市場直接購買符合條件之擔保債券； * 規模為 400 億歐元。
LTRO	2011 年 12 月 21 日	* ECB 執行 3 年期的 LTRO，以固定之低利率（1%）提供 4,892 億歐元予歐元區 523 家銀行；
	2012 年 2 月 29 日	* ECB 執行第二輪 3 年期的 LTRO，以固定之低利率（1%）提供 5,295 億歐元予 800 家銀行。
OMT	2012 年 9 月 6 日宣布 惟迄今未執行	* ECB 將在次級市場無限額購買 1 至 3 年期之歐元區受紓困國家之主權債券； * 收購目標將侷限於向 EFSF/ESM 提出紓困申請，並且遵守其設立之財政樽節與相關改革計畫國家之債券； * ECB 並放棄優先債權人地位。

資料來源：歐洲中央銀行網站（2012）。

二、各項措施之成效

預期。

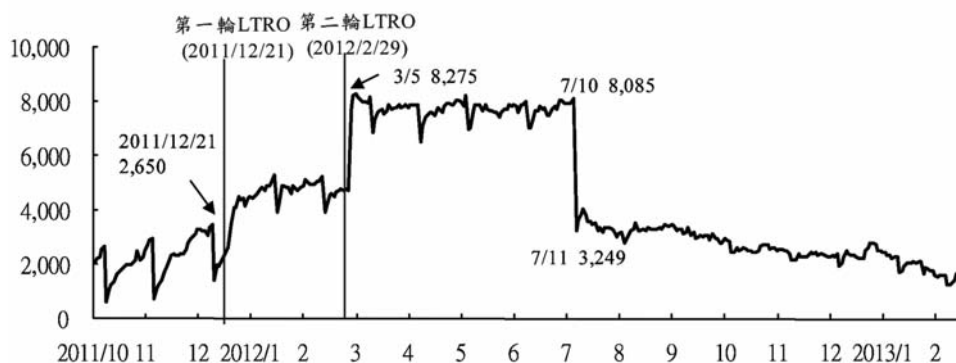
（一）貨幣市場措施

兩輪 3 年期之 LTRO 共釋出逾 1 兆歐元，惟第二輪 LTRO 操作後數日，2012 年 3 月 5 日 ECB 隔夜存款金額驟增至 8,275 億歐元，較第一輪 2011 年 12 月 21 日 LTRO 操作時的 2,650 億歐元（圖 1）激增 5,625 億歐元，顯示 LTRO 釋出的資金恐有半數以上遭到回存，ECB 藉由 LTRO 注資市場之效果恐未如

ECB 隔夜存款金額大幅下滑係出現在 2012 年 7 月 11 日，即 ECB 將隔夜存款利率調降至 0% 生效當日（圖 2），隔夜存款金額由前一日之 8,085 億歐元驟降至 3,249 億歐元（圖 1），顯示隔夜存款零利率政策，以鼓勵銀行增加放款，引導資金流向實質經濟面之政策有其效用。

億歐元

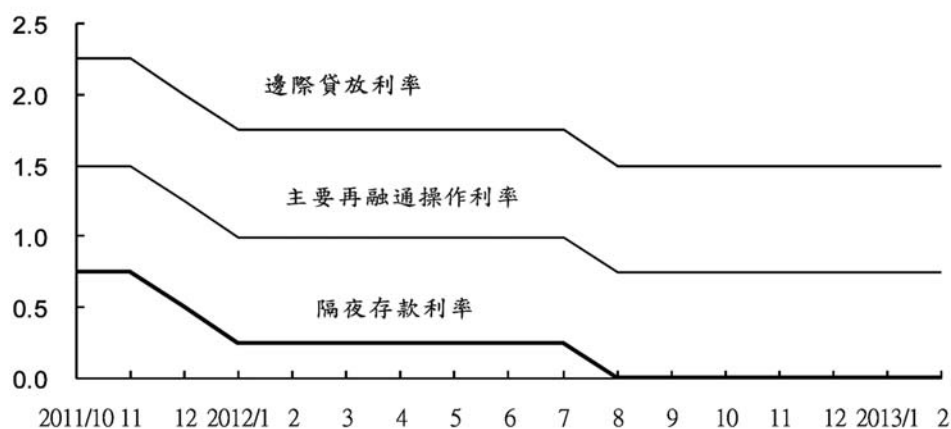
圖 1 ECB 隔夜存款金額



資料來源：Datastream。

%

圖 2 ECB 政策利率



資料來源：Datastream。

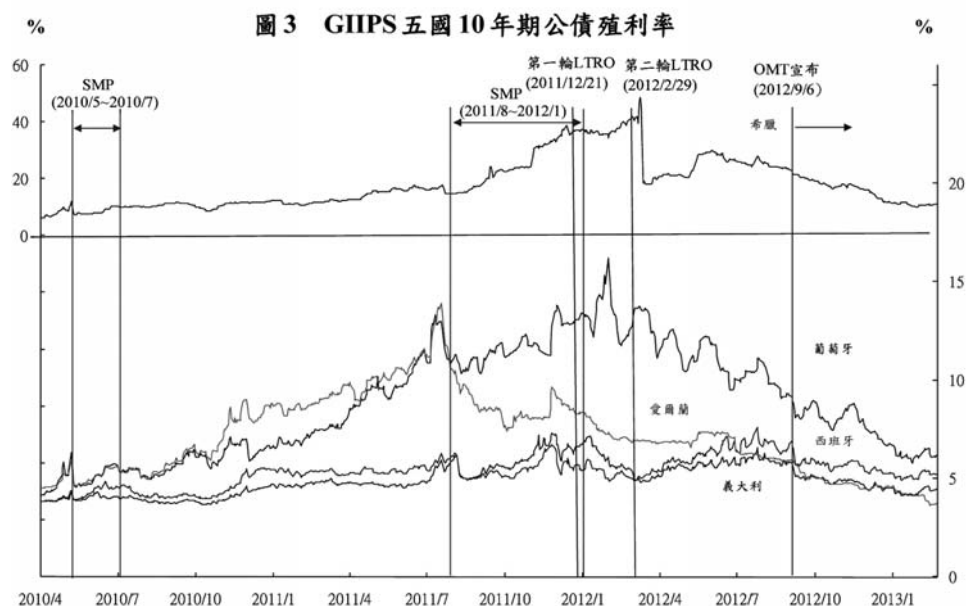
(二) 債券購買計畫

LTRO釋出之資金，多數遭回存，惟仍有部分資金進入公債市場。由西班牙及義大利公債殖利率走勢觀之，LTRO效果短暫(註1)。

SMP之執行，主要集中在兩段期間，第一段期間2010年5月至2010年7月，第二段期間則為2011年8月至2012年1月，金

額合計達2,195億歐元，儘管當初SMP之推出，主要目的係解決歐元區銀行業流動性問題，但實際上SMP主要係購買GIIPS國家（希臘、義大利、愛爾蘭、葡萄牙及西班牙）之公債，具壓低渠等國家公債殖利率之效果。惟其效果相當有限，而OMT計畫之初步效果則相當顯著(圖3)。

(註1) 見UBS(2012)。



資料來源：Datastream。

儘管 OMT 計畫尚未啟動，但該計畫自 2012 年 9 月 6 日宣布以來，GIIPS 國家公債殖利率均明顯下滑（圖3），有效減輕西班牙及義大利等國的舉債成本。

ECB 於 2012 年 2 月以來即未再執行 SMP，且由於 SMP 及 OMT 計畫之目的及操

作多所雷同，因此 OMT 計畫推出後，SMP 即行廢止。OMT 計畫宣布後，其成效優於 SMP，主要係因 OMT 沒有規模上限，且 ECB 放棄債權優先權（註2），有關該二計畫之異同如表2所示。

表2 OMT 與 SMP 之異同

	SMP	OMT
期間	2010年5月宣布 2010年5月至2012年2月間執行	2012年9月宣布尚未執行
規模	約2,000餘億歐元	無限額
啟動之要件	ECB可自動啟動購債計畫	需待財政陷入困難之會員國提出申請
附加條件	無附加條件	財政陷入困難之會員國需 遵守財政撙節與相關改革計畫
債權優先權	有	無

資料來源：歐洲中央銀行網站（2012）。

（註2）見 Economist Intelligence Unit（2012）。

惟 OMT 計畫啟動之先決條件乃會員國主動提出申請，且需遵守嚴格的財政撙節與相關改革計畫，因此，導致西班牙等財政陷入困難國家有所顧忌，而遲遲未提出紓困申請。因此，OMT 對壓低該國公債殖利率之助

益未來是否鈍化，長期效果仍待觀察。

德國央行基於 OMT 計畫恐危害 ECB 的獨立性而持反對意見，因此該計畫推出恐加深 ECB 與德國央行間之對立，不利日後雙方在處理歐債危機之議題上達成共識。

參、歐盟因應歐債危機之相關措施

在 ECB 挹注市場流動性之同時，歐盟亦積極採取下列歐債危機之因應措施（表 3）。

表 3 歐盟因應歐債之相關措施

項目	日期	內容
1. 防火牆之建立		
(1) 臨時性緊急援助措施	2010 年 5 月	規模 7,500 億歐元 * 歐洲金融穩定機制（European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM）600 億歐元； * 歐洲金融穩定基金（European Financial Stabilisation Facility, EFSF）4,400 億歐元； * IMF 提供 2,500 億歐元。
(2) 永久性援助機制	2012 年 10 月	歐洲穩定機制（European Stability Mechanism, ESM） * 提供歐元區經濟體永久性緊急援助機制，以取代現有之 EFSM 及 EFSF。 * ESM 認繳資本將達 7,000 億歐元，實際紓困可用資金為 5,000 億歐元。
2 制度之改革		
(1) 財政協定（Fiscal Compact）	2012 年 3 月	* 以跨政府「財政協定」加強會員國財政紀律； * 已於 2013 年 1 月 1 日正式生效。
(2) 就業與成長協定（Compact for Jobs and Growth）	2012 年 6 月	* 以「就業與成長協定」，舒緩財政撙節對經濟之拖累； * 透過賦稅、就業、貿易，以及金融穩定等方面的措施，促進各國經濟成長及就業。
(3) 單一銀行監理	2012 年 6 月	* 預計將於 2014 年 3 月 1 日正式運作； * ECB 有權直接監理歐元區至少 150 家資產超過 300 億歐元的大型銀行。

資料來源：歐盟統計局網站（2012）。

一、防火牆之建立

(EFSM) 600 億歐元；(2)歐洲金融穩定基金

(一) 臨時性緊急援助措施

(EFSF) 4,400 億歐元；(3)IMF 提供之 2,500

歐盟及 IMF 為舒緩歐元區流動性問題， 億歐元。

於 2010 年 5 月推出規模達 7,500 億歐元之

1. 歐洲金融穩定機制 (EFSM) (註 3)

紓困方案，包括：(1)歐洲金融穩定機制

2010 年 5 月歐盟與 IMF 成立 EFSM，以

表 4 EFSF 歐元區各國保證金額

	2010 年 6 月		2011 年 7 月		希臘等國接受紓困後	
	原始保證金額 (百萬歐元)	比重 (%)	新保證金額 (百萬歐元)	比重 (%)	修訂後保證金額 (百萬歐元)比重	比重 (%)
德 國	119,390	27.13	211,046	27.06	211,046	29.07
法 國	89,657	20.38	158,488	20.31	158,488	21.83
義 大 利	78,785	17.91	139,268	17.86	139,268	19.18
西 班 牙	52,353	11.90	92,544	11.87	92,544	12.75
荷 蘭	25,144	5.71	44,446	5.70	44,446	6.12
比 利 時	15,292	3.48	27,032	3.47	27,032	3.72
奧 地 利	12,241	2.78	21,639	2.78	21,639	2.99
芬 蘭	7,905	1.79	13,974	1.79	13,974	1.92
斯 洛 伐 克	4,372	0.99	7,728	0.99	7,728	1.06
斯洛維尼亞	2,073	0.47	3,664	0.47	3,664	0.51
愛 沙 尼 亞	0	0.00	1,995	0.26	1,995	0.27
盧 森 堡	1,101	0.25	1,947	0.25	1,947	0.27
賽 普 勒 斯	863	0.20	1,526	0.20	1,526	0.21
馬 爾 它	398	0.09	704	0.09	704	0.10
希 臘	12,388	2.82	21,898	2.81	0	0.00
愛 爾 蘭	7,002	1.59	12,378	1.59	0	0.00
葡 萄 牙	11,035	2.51	19,507	2.50	0	0.00
合 計	440,000	100.00	779,783	100.00	726,000	100.00

資料來源：歐盟統計局網站 (2012)。

(註 3) 見中央銀行 (2011a)。

歐盟預算作為擔保發行債券，提供 600 億歐元資金額度，貸放予陷入嚴重經濟困境或金融動盪之歐盟會員國（註 4）。EFSM 提供之財務援助，放款條件與 IMF 現有放款條件相同，且需於歐盟與 IMF 之聯合行計畫下運作。此外，需每 6 個月評估是否予以展期。

2. 歐洲金融穩定基金（EFSF）

2010 年 6 月 15 日 EFSF 協定正式生效，以歐元區會員國的信用作擔保發行債券，提供 4,400 億歐元資金額度，貸放予陷入財務困境之歐元區國家。EFSF 各國保證金額係歐元區各會員國依其參股 ECB 之比例分擔（表 4），因此歐元區前四大經濟體之保證金額比重合計達 82.8%。

儘管 2011 年 7 月歐盟高峰會將保證金額由 4,400 億歐元提高至 7,800 億歐元（註 5），惟放款上限仍為 4,400 億歐元。EFSF 對希臘、愛爾蘭及葡萄牙等國已承諾紓困金額達 1,883 億歐元，且這些國家接受紓困後，承諾金額即降至零，致整體保證金額隨之減少（表 4）。

（二）設立永久性之歐洲穩定機制

2011 年 3 月歐盟高峰會決議由歐元區會員國出資，於 2013 年 6 月設立永久性之歐洲

穩定機制（ESM），提供歐元區經濟體永久性援助機制，以取代現有之 EFSM 及 EFSF。ESM 經歐元區各國簽署特別條約後，認繳資本將達 7,000 億歐元（註 6）（表 5），實際紓困可用資金為 5,000 億歐元，可提供暫時性財務援助予債務龐大之歐元區經濟體。

與 EFSF 相似，ESM 認繳資本主要亦集中在歐元區的主要經濟體，其中前四大經濟體認繳之比重合計高達 77.3%。

2011 年 12 月 8 日及 9 日歐盟高峰會決議，同意提早 1 年於 2012 年 7 月啟動 ESM，且與 EFSF 同時並存至 2013 年 6 月止。有關 ESM 與 EFSF 之異同如表 6 所示。

ESM 原定於 2012 年 7 月生效，但因等待德國憲法法院對 ESM 合法性之判決而延遲，9 月 12 日德國憲法法院判決 ESM 並未違憲，惟要求未取得下議院之核准，德國對 ESM 的負擔不得超過 1,900 億歐元，且有關 ESM 的決議均需經德國國會兩院之核准。

ESM 在取得德國憲法法院合法性判決，於 10 月 8 日召開理事會首次會議後即正式啟動。ESM 可望與 ECB 的 OMT 計畫互為補充。在會員國向 ESM 提出紓困申請核准後，ECB 即可啟動 OMT，在次級市場買入債券。

（註 4）EFSM 實際將募集 485 億歐元，已分別撥付（待撥付）愛爾蘭 217 億歐元（8 億歐元）及葡萄牙 221 億歐元（39 億歐元）。

（註 5）為確保 EFSF 發行之債券能維持最高等級的信評，各會員國提供超額保證。

（註 6）其中，會員國提供 800 億歐元（分 5 年支付，每年 160 億歐元），另 6,200 億歐元屬通知即繳資本（callable capital）。

表 5 ESM 各國認繳資本

國家	認繳資本 (百萬歐元)	比重 (%)
德國	190,024.8	27.1464
法國	142,701.3	20.3859
義大利	125,395.9	17.9137
西班牙	83,325.9	11.9037
荷蘭	40,019.0	5.7170
比利時	24,339.7	3.4771
希臘	19,716.9	2.8167
奧地利	19,483.8	2.7834
葡萄牙	17,564.4	2.5092
芬蘭	12,581.8	1.7974
愛爾蘭	11,145.4	1.5922
斯洛伐克	5,768.0	0.8240
斯洛維尼亞	2,993.2	0.4276
盧森堡	1,752.8	0.2504
賽普勒斯	1,373.4	0.1962
愛沙尼亞	1302.0	0.1860
馬爾它	511.7	0.0731
合計	700,000.0	100.0000

資料來源：歐盟統計局網站（2012）。

表 6 EFSF 與 ESM 之比較

	EFSF	ESM
運作期間	2010 年 6 月至 2013 年 6 月止 臨時性機制	自 2012 年 10 月起 永久性機制
組織型態	依據盧森堡公司法成立的法人組織	各國簽訂之條約，具國際法地位
總保證金額/資本	7,260 億歐元	7,000 億歐元
有效擔保能力	4,400 億歐元	5,000 億歐元
用途		
貸款予會員國	可	可
初級市場購買債券	可	可
次級市場購買債券	可	可
預防性融通	可	可
優先償債權	無	有

資料來源：歐盟統計局網站（2012）。

二、制度之改革

鑑於歐債危機主要源自於制度面的缺陷，因此，歐盟在建構防火牆之際，亦積極推動制度的改革。

（一）財政協定（Fiscal Compact）

依據 1992 年之「馬斯垂克條約」（Treaty of Maastricht）與 1997 年之「穩定暨成長協定」（Stability and Growth Pact）規定，歐元區國家財政赤字不得超過 GDP 之 3%，政府債務餘額則不得超過 GDP 之 60%，但歐元區包括德國及法國之諸多會員國均違反規定，且歐盟執委會缺乏執法能力，導致各國財政紀律難以維持，種下歐債危機之禍因。

歐債危機顯示歐元區各國財政政策攸關歐元區的共同利益。如何改善歐元區財政架構至關重要，2011 年 12 月歐盟高峰會決議以

跨政府之「財政協定」加強會員國財政紀律。2012 年 3 月 2 日歐盟國家除英國及捷克外，其餘 25 國簽署「經濟暨貨幣聯盟穩定、協調與治理條約」（The Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union）（即所謂的「財政協定」），並獲得歐元區 13 個會員國國會批准（註 7），且於 2013 年 1 月 1 日生效。

「財政協定」將對所有締約國，實施更嚴格的財政紀律，內容如表 7。

儘管「財政協定」已經生效，惟其規模、範圍及強制性均有限，離真正的財政聯盟，即建立歐元區集權的財政部，仍有一段很長的路要走。

（二）「就業與成長協定」（Compact for Jobs and Growth）

由於過於嚴厲的財政撙節措施抑制各國

表 7 財政協定之具體內容

具 體 內 容
* 中央政府總預算（General government budgets）應維持收支平衡或盈餘，結構性赤字（不計利息與景氣循環造成之赤字）不得逾名目 GDP 的 0.5%。 * 上述規定應列入憲法，並附加如違反即啟動自動矯正機制等條文，並由歐洲法院查核。 * 簽署國如違反規定而處於過度赤字程序（Excessive Deficit Procedure）時，須對財政改革提出結構性重整，並由歐盟執委會與歐盟理事會監管。 * 一旦預算赤字達 GDP 之 3%，將啟動自動懲罰機制（Automatic consequences）（除非經歐元區會員國有效多數決否決），歐盟執委會將以該國債務相對 GDP 比不得逾 60% 為減赤目標。

資料來源：中央銀行（2011b）。

（註 7）目前已有 13 個歐元區國家（奧地利、塞普勒斯、德國、希臘、義大利、葡萄牙、斯洛維尼亞、西班牙及法國、愛沙尼亞、芬蘭、愛爾蘭及斯洛伐克）以及 4 個歐盟國家（拉脫維亞、丹麥、立陶宛及羅馬尼亞）批准。

經濟成長，而使歐債危機進一步惡化。因此，緊縮財政政策仍須輔以促進經濟成長的相關措施，方能有效解決歐債問題。

2012 年 6 月歐盟高峰會簽署「就業與成長協定」（Compact for Jobs and Growth），將加強推動有關經濟成長及就業政策，包括深化單一市場、實施 1,200 億歐元的振興經濟方案，以及透過賦稅政策、就業、貿易及金融穩定等方面的措施，以促進經濟成長與就業。

「就業與成長協定」為「財政協定」的補充，兩者缺一不可，但「財政協定」屬政府間協定，具有國際法上的條約地位，但「就業與成長協定」只是歐盟高峰會各國領袖達成的政治共識，無須各國簽署（註 8），也不具國際法地位。因此，該協定能否有效提振歐盟經濟，仍有很大的疑慮。

（三）單一銀行監理機制

歐元區貨幣統一後，有關監督、危機管理以及銀行決策的執行卻仍停留在國家層面。由近期發生債務危機的歐洲國家觀之，其國內大型銀行多曾出現流動性問題，各國政府除要肩負起監管銀行的責任，必要時亦需對銀行紓困，或為銀行的存款提供保證，銀行風險進一步拖累原本已不夠健全的國家財政。

缺乏有效的銀行聯盟進行金融架構之整合，危機管理將無法落實，不僅會增加金融部門的成本，同時會對金融穩定及財政可持續性帶來雙重風險（註 9）。

1. 目前之金融監理機構

儘管歐盟三大監理機關「歐洲銀行監理局」（European Banking Authority, EBA）、「歐洲證券暨市場監理局」（European Securities and Markets Authority, ESMA）及「歐洲保險暨退休金監理局」（European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA）均已於 2011 年 1 月起正式運作，惟整體監理重心仍側重資本自由移動、銀行業務自由化，以及統一業務規範等平時監理工作（註 10）。

2. ECB 統一監管歐元區銀行

2012 年 6 月 29 日歐盟高峰會決議建立單一的銀行監理機關，以切斷銀行與國家財政風險的惡性循環。繼之於 12 月 13 日召開之歐盟高峰會再度達成共識，自 2014 年 3 月 1 日起，ECB 有權直接監理歐元區至少 150 家資產超過 300 億歐元的大型銀行。此外，將於 2013 年 3 月底前完成 ESM 直接注資銀行的法律架構，屆時 ESM 即可在 ECB 統一監管歐元區銀行之前題下，直接注資歐元區國家（例如西班牙）的銀行業。

（註 8）見劉衡（2012）。

（註 9）見 European Council（2012）。

（註 10）見中央銀行（2012）。

肆、未來可行之方案

在 ECB 及歐盟已採行上述因應歐債危機之措施，加以希臘將獲下一輪紓困金後，歐債危機暫解，惟 GIIPS 五國經濟基本面仍顯疲弱，失業率居高，正在推動中的相關撙節措施恐衝擊其原本已疲弱之經濟體。此外，西班牙銀行業危機未解，且正面臨償債高峰期，加以義大利及德國 2013 年陸續面臨國會大選，政治不確定性仍高，為歐債危機後續發展增添變數（圖 4）。

ECB 未來可持續挹注市場流動性，甚至進一步降息，並落實 OMT 計畫。歐盟則應持續制度層面之改革。此外，發行歐元債券（Eurobond），以及增加 ESM 的借貸能力等，亦是可行之方案。

一、ECB 進一步寬鬆貨幣政策

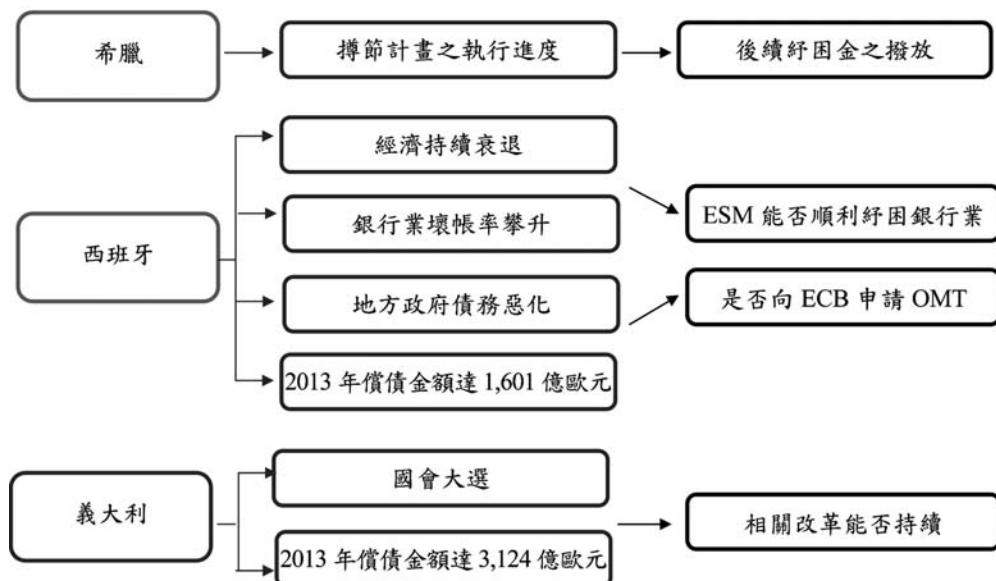
由於歐債危機主要源於制度面的缺陷，因此惟有在制度面上持續改革，方能根本解決問題。ECB 的相關措施只能舒緩市場流動性緊俏問題，並提振市場信心，為歐盟處理歐債危機爭取一些有利的時間。

在 ECB 數度降息、公開市場操作提供銀行體系大量流動性，以及宣布 OMT 無限額購債計畫後，幾已動用其所有可用之工具，未來應會持續視金融市場情勢與歐債危機之發展，運用既有之工具進一步調整、擴充或再度推出新工具。

（一）調降政策利率

ECB 於 2012 年 12 月 6 日大幅下修 2013

圖 4 歐債危機之後續發展



年歐元區經濟成長率預測值，且近期歐元區通膨率略有下滑，加以 ECB 預測 2013 年歐元區通膨率將降至 2% 之通膨目標，因此，雖然目前政策利率（主要再融通操作利率）已處於 0.75% 之歷史低點，ECB 仍有降息之空間。

除調降政策利率外，ECB 決定將原訂至 2013 年 1 月中旬止之主要再融通操作，延長至少至 2013 年 7 月止，以提供歐元區銀行流動性。

除上述常規性的資金融通工具外，若有需要，ECB 仍可再度推出 LTRO 等工具，立即為市場挹注大量流動性。

（二）落實 OMT 計畫

儘管 OMT 計畫宣布以來迄今尚未有任何國家提出申請，且 ECB 亦無法主動執行該計畫，惟預期 2013 年西班牙等國申請 OMT 之機率甚高，屆時 ECB 相關執行細節與力度攸關市場對此計畫執行效果之評價。

二、歐元債券方案

歐元債券方案即德國經濟專家委員會提出之歐洲償債基金（European Redemption Fund, ERF）方案。根據該方案之規畫，當歐元區會員國債務超過該國 GDP 60% 的部分，就轉由 ERF 發債籌資。由於歐元區各國對 ERF 發行之歐元債券負連帶保證責任，債信可大幅提升，發債成本亦將隨之下降。因此，發行歐元債券不失為解決歐債危機之有效方案。

惟在歐元區缺乏財政聯盟之情況下，近期歐元債券發行之可行性不大，且有許多財政穩健之會員國如德國等皆持反對意見。

另一個類似歐元債券之方案係由法國學者 Christian Hellwig 等提出之歐元國庫券（Eurobill）（註 11），各國可發行相互擔保的短期債券，發債規模占一國 GDP 的比例限制在 10% 以下，由於只涉及短期債券，對財政健全國家而言，所需承擔之風險較小。

表 8 GIIPS 五國政府債務餘額相對 GDP 之比率 %

國 家	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
希 臘	148.3	170.6	161.6	175.6
愛爾蘭	92.2	106.4	117.2	122.2
葡萄牙	93.5	108.0	120.6	123.9
西班牙	61.5	69.3	88.4	95.8
義大利	119.2	120.7	127.1	128.1

資料來源：European Commission（2013），“European Economic Forecast-Winter 2013,” February 22.

（註 11）見路透社（2012）。

惟 Eurobill 無法獨立解決目前的債務危機，在 GIIPS 各國中除西班牙外，其餘國家政府部門債務餘額相對 GDP 之比率皆達 100% 以上（表 8）之情況下，Eurobill 將只能涵蓋極少部分的政府債務，且只涉及短期借款，因此，該計畫可視為邁向真正的共同債券之一小步。

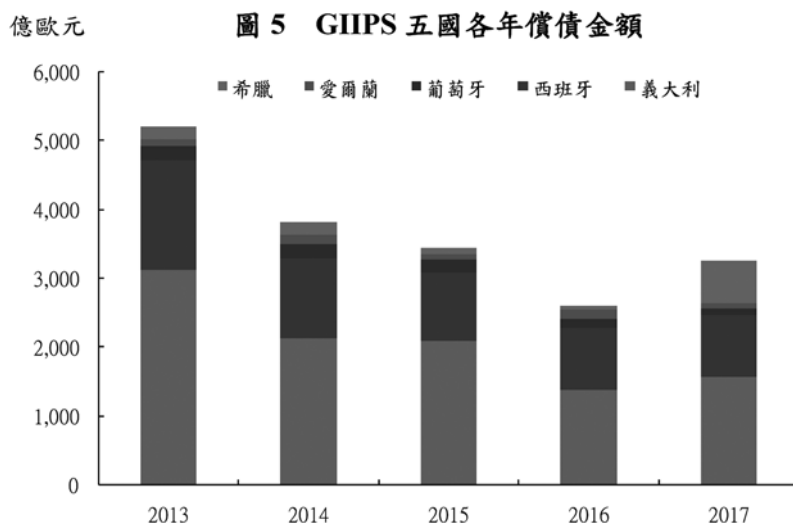
三、增加 ESM 借貸能力

儘管 ESM 放款能力達 5,000 億歐元，惟扣除已對西班牙銀行業承諾之 1,000 億歐元紓困金後，僅剩 4,000 億歐言之可貸資金。2013 及 2014 兩年 GIIPS 五國進入償債高峰期。其中，歐元區第三、第四大經濟體義大利及西班牙，2013 年到期之公債加計利息合計 4,725 億歐元，GIIPS 五國合計則達 5,211 億歐元（圖 5）。

未來若歐債危機進一步惡化，義、西兩國可能自市場上籌資困難，而須向 ESM 申請紓困時，則 ESM 放款能力恐有所不足。因此，若能強化 ESM 作為防火牆之功能，擴大其放款能力，再輔以 ECB 適時採行 OMT 計畫，應可有效舒緩歐債危機。

四、持續推動制度之改革

2012 年 12 月 13 日的歐盟高峰會已就歐元區銀行業監管機制達成協議。建立銀行單一監理機制係歐盟因應歐債危機的重要措施之一，亦是邁向銀行聯盟（註 12）的第一步（圖 6）。然而銀行聯盟尚包括建立單一銀行清算機制，及單一存款保險機制，其中單一銀行清算機制可望於 2014 年年中達成協議，惟整個銀行聯盟的建立恐需花費 5 年的時間（註 13）。

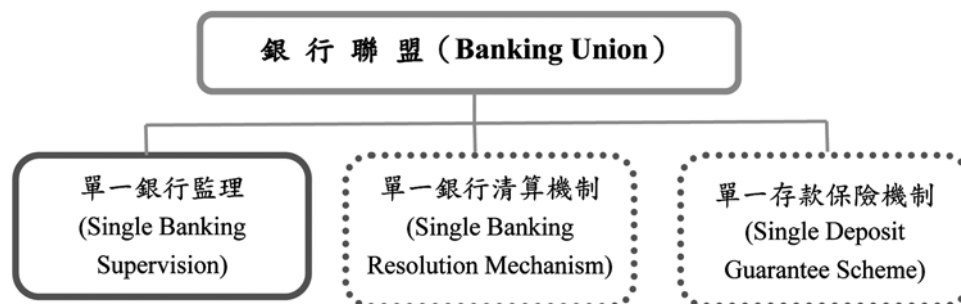


資料來源：Bloomberg。

（註 12）見 European Parliament（2012）。

（註 13）見 The Wall Street Journal（2013）。

圖 6 銀行聯盟三大機制



資料來源：歐洲議會。

高峰會繼之於 12 月 14 日通過實現經濟與貨幣聯盟的藍圖，為歐盟朝向銀行聯盟，甚至財政聯盟邁出關鍵性的一步。

根據該藍圖，邁向真正的經濟和貨幣聯盟將依時間之先後分三個階段執行（表 9）

儘管上述三階段之規劃，可望逐步完善歐元區金融架構、財政架構，以及經濟政策

架構，惟其間涉及歐元區各國重大利益，及複雜之政治與法律層面，恐難一蹴可幾。此外，2013 年 2 月義大利國會選舉結果，沒有黨派或聯盟在參議院獲過半席次，政治恐陷入僵局，加以 9 月德國亦將面臨大選，政治上仍充滿不確定性，相關制度之進一步改革仍待觀察。

表 9 邁向真正的經濟與貨幣聯盟藍圖

階段	期間	政策內容
第一階段	2012 年底~2013 年	* 完成並實施強有力的財政治理架構； * 建立有效的銀行業單一監理機制； * 建立 ESM 直接注資銀行之法律及運作架構； * 建立各會員國之間主要經濟政策改革之事先協調機制。
第二階段	2013 年~2014 年	* 建立單一銀行清算機構； * 完成金融架構的一體化； * 對實施結構性改革之會員國提供及時但暫時性的資金援助。
第三階段	2014 年以後	* 建立一個定義明確的、有限的歐元區預算； * 協助歐元區遭遇經濟衝擊的會員國。

資料來源：European Commission（2013），"European Economic Forecast-Winter 2013," February 22.

伍、結 論

在 ECB 推出 OMT 計畫後，西班牙及義大利公債殖利率已見下滑，且近期希臘退出歐元區的機率已大幅下降，但西班牙銀行業壞帳問題尚待解決，且歐元區邊陲國家的償付能力仍顯疲弱。

近來 GIIPS 國家經濟均陷入衰退，失業率大幅攀升，恐進一步拖累其原本已不夠健全之財政（詳附表），而使歐債危機再度惡化。因此，各國應將政策重心由撙節轉向撙節與經濟成長並重，以打破主權債務危機與經濟下行的惡性循環。

歐債危機主要源自於制度面的缺陷，因此，欲徹底解決歐債問題，僅靠 ECB 壓低財政困境國家的舉債成本，或以 ESM 等援助機制解決各國短期的資金問題並不足夠，歐盟必須進行制度的改革，朝向高度的政治整合邁進。

歐元區各國亦應加快推動結構性改革，如經濟、勞動市場結構改革等，其中，希

臘、西班牙、義大利等歐元區國家更應大刀闊斧改革僵化的勞動市場、削減高社會福利，以重拾經濟競爭力。

歐盟則應加速整合步伐，分別就金融、預算、經濟政策，以及政治等四大架構之整合（註 14），加速立法並持續向前推進，從而使歐盟邁向真正的經濟與貨幣聯盟。因此，近期歐盟應儘速落實已達成協議之改革，中長期則應持續往銀行聯盟、財政聯盟以及經濟聯盟的方向邁進，以期實現政治聯盟之最終目標。

上述改革涉及政治及法律層面，且與歐元區各國利益息息相關，致未來政策變數仍大。因此，歐債危機的解決將需時較長，短期內難有根本性的好轉。由於歐元區銀行業及財政陷入困難國家的流動性問題已獲初步緩解，近期出現嚴重失控的可能性已大幅降低（註 15）。

（註 14）見 European Council（2012）。

（註 15）見中國工商銀行（2012）。

附表 歐元區主要經濟指標

%

經濟體	經濟成長率				失業率				財政餘絀/GDP			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
歐元區	2.0	1.4	-0.6	-0.3	10.1	10.2	11.4	12.2	-6.2	-4.1	-3.5	-2.8
德國	4.2	3.0	0.7	0.5	7.7	7.1	6.8	6.8	-4.1	-0.8	0.1	-0.2
法國	1.7	1.7	0.0	0.1	9.7	9.6	10.3	10.7	-7.1	-5.2	-4.6	-3.7
義大利	1.8	0.4	-2.2	-1.0	8.4	8.4	10.6	11.6	-4.5	-3.9	-2.9	-2.1
西班牙	-0.3	0.4	-1.4	-1.4	20.1	21.7	25.0	26.9	-9.7	-9.4	-10.2	-6.7
葡萄牙	1.9	-1.6	-3.2	-1.9	12.0	12.9	15.7	17.3	-9.8	-4.4	-5.0	-4.9
愛爾蘭	-0.8	1.4	0.7	1.1	13.9	14.7	14.8	14.6	-30.9	-13.4	-7.7	-7.3
希臘	-4.9	-7.1	-6.4	-4.4	12.6	17.7	24.7	27.0	-10.7	-9.4	-6.6	-4.6

註：1. 粗體字為實際值，其餘為預測值。

2. 除德國 2013 年失業率為 Global Insight 2013 年 2 月預測值外，其餘預測值皆為歐盟執委會資料。

資料來源：European Commission (2013)，"European Economic Forecast-Winter 2013," February 22；
Global Insight。

參考資料

中央銀行 (2012)，「建立銀行業監管聯盟之會議資料及會員評論意見」，未刊行之手稿，10 月 19 日。

_____ (2011a)，「專欄 1：歐洲主權債務危機之起因與影響」，金融穩定報告，第 5 期，頁 33。

_____ (2011b)，「歐洲債務危機及其對全球經濟金融之衝擊」，未刊行之手稿。

中國工商銀行 (2012)，「歐債反覆深化拖累全球復甦步伐，資金無序流動加劇金融市場動盪」，全球研究，7 月 16 日。

路透社 (2012)，「釋疑解惑：什麼是歐元區共同債券」，6 月 14 日。

劉衡 (2012)，「對歐盟增長契約的看法」，中國社會科學院歐洲研究所，8 月 7 日。

歐洲中央銀行網站 (2012)，<http://www.ecb.int>。

歐盟統計局網站 (2012)，<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>。

Economist Intelligence Unit (2012)，"Europe Financing: Draghi's Gamble," *Views Wire*, September 28.

European Central Bank (2012)，"Technical Features of Outright Monetary Transactions," *Press Release*, September 6.

European Commission (2013)，"European Economic Forecast-Winter 2013," February 22.

European Council (2012)，"Towards a Genuine and Monetary Union Interim Report," October 12.

European Parliament (2012)，"Banking Union and a Single Banking Supervisory Mechanism," October.

The Wall Street Journal (2013)，"IMF Tells Europe to Move Quickly on Banking Union," February 13.

UBS (2012)，"Economist Insights," Asset Management, September 10.

Van Rompuy, Herman (2012)，"Towards a Genuine Economic and Monetary union," European Council, December 5.

(本文完稿於 102 年 3 月，作者為本行經研處專員)