

歐債問題與歐元前途

綱要

- 一、源 起
- 二、危機與轉機
- 三、結構問題待診治
- 四、未來展望

附錄

摘要

歐洲主權債信危機的導火線是希臘，但從危機的癥兆初現，經過醞釀、爆發、蔓延到高升，為期久遠，而不限於近半年國際媒體密集報導這段時間。對於歐盟或歐元區的決策部門而言，如何因應主權債信危機堪稱自歐洲展開區域整合以來最嚴峻的考驗，也是尚在發展中但前景不確定的新金融現象。本文擬以金融海嘯的後遺症為場景，分循縱橫兩個分析主軸說明「災情」失控的現象和原因，解析近數月市場與政策的互動規律，及面對外來風險歐元區「後天免疫不全」的體制、結構面成因，末段為歐元未來的命運把脈。

壹、專題分析

歐債問題與歐元前途

歐陽承新

中華經濟研究院國際經濟所研究員

經過連續五個季度的收縮，歐元區經濟於2009年第三季正式落底，唯回升的訊號微弱^{註1}；儘管如此，趨勢的改變仍促使歐洲央行（ECB）宣告準備撤回已實施了三年之久，向銀行體系注資的計畫（Matteu & Vits, 2009；Darren, 2010）；然而就在此時，另一場因為希臘等多個歐元區國家主權債信危機掀起的風暴，卻打亂了歐央行原先伺機「退場」的布局；不僅此，伴隨三大信評機構不斷追加降評國名單（參見附表1），導致國際股市應聲狂瀉，匯市與債市劇烈波動；而在歐央行、歐盟會同國際貨幣基金於2010年5月10日祭出規模空前的紓困方案後，歐元兌美元的匯價仍持續探底。在官方危機管理失效，而涉險未爆彈不知凡幾的局面下，看空歐元，認為歐債問題近乎「無解」，歐元區或將不保，及至全球經濟不排除二次深底的聲浪卻急劇升高。

自歐債危機爆發以來，國際間針對整起事件的成因、動向、對策和可能趨勢進行了廣泛而密集的報導和探討，但並無定論。由於歐債問題的面向十分寬廣，其根源錯綜複雜，且屬發展中的新金融現象，為釐清其間的因果關係，本文擬以金融海嘯的後遺症為場景，分循縱橫兩個分析主軸說明「災情」失控的現象和原因，解析近數月市場與政策的互動規律，及面對外來風險歐元區「後天免疫不全」的體制、結構面成因，末段為歐元未來的命運把脈。

一、源 起

如所週知，歐洲主權債信危機的導火線是希臘，但從危機的癥兆初現，經過醞釀、爆發、蔓延到高升，為期久遠，而不限於近半年國際媒體密集報導這段時間。當然，肆虐全球的金融大海嘯衝擊各國財政、歐元區/歐盟「赤字/GDP」之比急升（參見表1、表2），加劇了各國的債務問題，可視為最直接的背景原因，但源於希臘等多國的經濟體質惡化由來已久，各國政府卻無計可施，致使反歐元勢力藉題發揮、乘虛而入，則更令人印象深刻；換言之，若引發災變的主角不是歐元區成員國，各界對整起事件的評價可能會截然不同！

表1 歐元區財政統計摘要，2006~09

歐元區	2006	2007	2008	2009
名目GDP，百萬歐元	8,553,600	9,003,902	9,258,895	8,977,933
財政赤字，百萬歐元	-112,048	-55,723	-181,176	-565,111
佔GDP百分比，%	-1.3	-0.6	-2.0	-6.3
政府收入，%	46.7	46.0	46.8	50.7
政府支出，%	45.3	45.4	44.9	44.4
政府負債，百萬歐元	5,842,888	5,940,433	6,424,615	7,062,625
佔GDP百分比，%	68.3	66.0	69.4	78.7

資料來源：Eurostat, 55/2010-22 April 2010.

表2 歐盟財政統計摘要，2006~09

歐盟	2006	2007	2008	2009
名目GDP，百萬歐元	11,682,471	12,364,567	12,500,094	11,804,734
財政赤字，百萬歐元	-167,687	-103,584	-285,685	-801,866
佔GDP百分比，%	-1.4	-0.8	-2.3	-6.8
政府收入，%	46.3	45.7	46.9	50.7
政府支出，%	44.9	44.9	44.6	44.0
政府負債，百萬歐元	7,172,706	7,265,256	7,697,027	8,690,304
佔GDP百分比，%	61.4	58.8	61.6	73.6

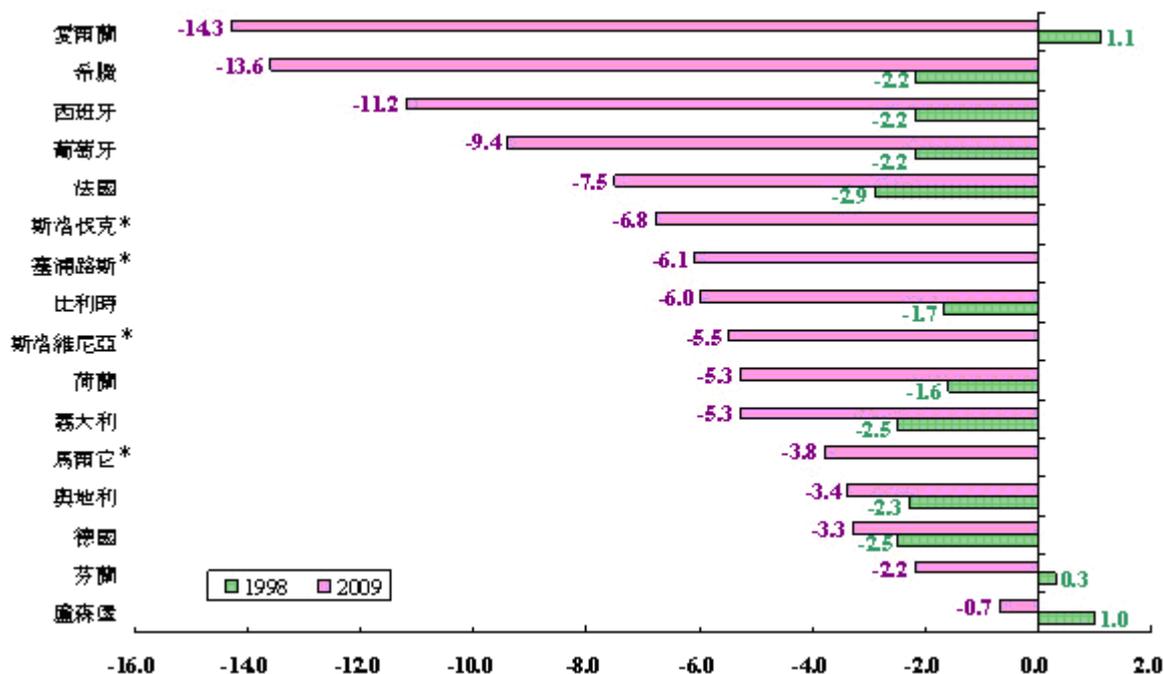
資料來源：同表1。

對照訊息揭露的時段，歐債危機表面化，始於2009年12月國際三大信評公司下調希臘信用評級^{註2}；但此前新上任的帕潘德里歐（George Papandreou）政府自承其前任政府捏造數據，隱匿國家負債累累的實情，已先一步道出問題的嚴重性^{註3}。全球透視在風暴驟起的第一時間指稱，希臘經濟瀕臨破產（Insolvency），而不僅是「流動性」不足，其真實的成因屬「結構性」、「長期性」，並認為歐盟財長會議（5月2日）籌集1,100億歐元的紓困金，只能治標並非治本之道（GI, 2010B）。

如圖1、圖2所示，1998年歐元區12國的「財政赤字/GDP」比均滿足馬斯垂克條約規定（即小於-3%），但符合「政府負債/GDP」比（即小於60%）的國家寥寥可數（僅法國、愛爾蘭、芬蘭、盧森堡）^{註4}。2009年，希臘的「財政赤字/GDP」與「政府負債/GDP」之比分別是-13.6%和115.1%，僅次於愛爾蘭（-14.3%）和義大利（115.8%），均高居歐盟（歐元區）第二位；對照歐元面世前一年（1998年）的數字，赤字比足足擴大了六倍，負債比雖然增幅（7.4%）有限，但該年年底希臘的外匯準備幾近枯竭（4億美元），僅足以支付一天半的外貿進口。此外，2009年希臘的新增外債達527.2億美元（約376.6億歐元），總額升抵6,238.7億美元（4,455.3億歐元），是GDP的187.2%。報導也證實，5月19日希臘政府的到期債為89億歐元，2010年將擴大到540億歐元；加計葡萄牙、愛爾蘭、西班牙三國（合稱

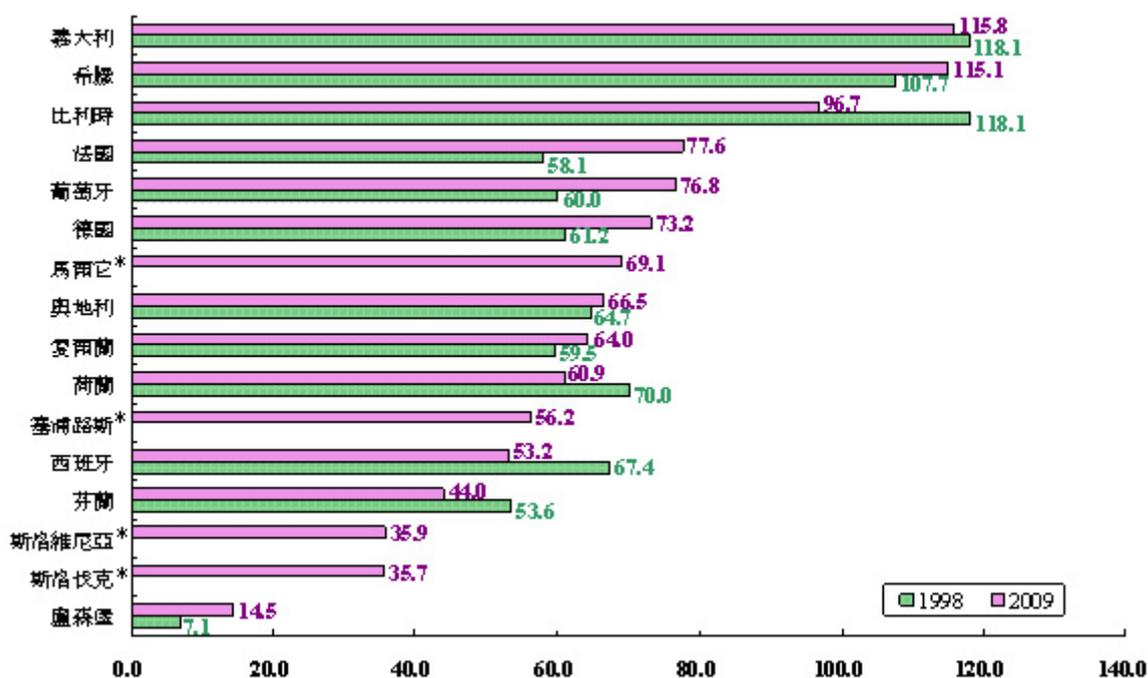
PIGS四國)，2012年可能違約的到期債務總額為5,000億歐元。未加入歐元區的11個歐盟國家的赤字比與負債比參見附圖1、附圖2。

圖1 歐元區成員國財政赤字/GDP，2009/1998



註：* 2004年加入歐盟新成員國之1998年統計不列計。
資料來源：European Commission, 1998, 及表1。

圖2 歐元區成員國政府負債/GDP，2009/1998



註：* 2004年加入歐盟新成員國之1998年統計不列計。
資料來源：European Commission, 1998, 及表1。

合併政府與民間的負債，按負債來源統計，至2009年底，希臘的外債佔該國GDP的77%，葡萄牙和義大利分別是80%和42%，均遠低於愛爾蘭(1,050%)、英國(413%)、比利時(293%)和西班牙(168%)。相形之下，比利時和同屬「地中海俱樂部」(Club Med)的義大利，雖然經濟情勢不容樂觀，但少受到責難，可視為二線的高負債國^{註5}；6月初，同樣承受高額負債比的匈牙利，自曝其經濟形勢嚴峻，政府發言人抨擊其前任政府捏造統計數據(Georgroupi, 2010)，情形和希臘如出一轍，但此言一出，原本脆弱的市場信心再受重擊，歐元匯價和國際股市應聲下跌。雖然匈牙利不是歐元區國家，但投資人似有若無的聯想、擔心這並不是歐洲主權國最後的哀鳴，而且不確知歐元區/歐盟權力機構將如何應對，因而集體選擇站在空方。

二、危機與轉機

視觀察指標的不同，近年歐洲主權債信危機的開展過程有一定時間的落差。在股、債、匯市三大指標體系中，(a) 歐元區成員國與德國政府債券的「債息收益差」(Yield Spread)在雷曼兄弟倒閉(2008年9月)後開始擴大(德、美兩國的十年期政府債券債息一般被視為基準)，經過長時期的醞釀，歐洲主權債信危機於2010年初明顯惡化，4、5月之交更急轉直下，降至6月中、下旬始出現轉機，旬月之間，一場早有先兆，但究竟會在何時何地爆發？是大災的前奏或尾聲？又如何收場的風暴，掃過全歐，衝擊全球？雖然整起事件從起到落為時極短，不過卻提供了觀察市場與政策角力的全過程。相對於債市，匯市和股市在本次危機中代表「次生」指標系統，是反映債市行情的風向球。

(一) 債息差的擴大

歐債危機首要的觀察對象，是債券的發行條件與行情變化，而後者又取決於由歐元區各國「政府」、「銀行體系」和「貨幣當局」(歐央行)三者所組成的交易系統的運作(可視為三角債的消長關係)。當然，歐債危機的活動範圍並不限於歐洲，而是以全球為場景，如手中握有歐債的外國銀行各有規模不等的曝險部位。限於篇幅，以下僅從歐元區內部行情變化一個面向簡要介紹歐債危機深化的過程。

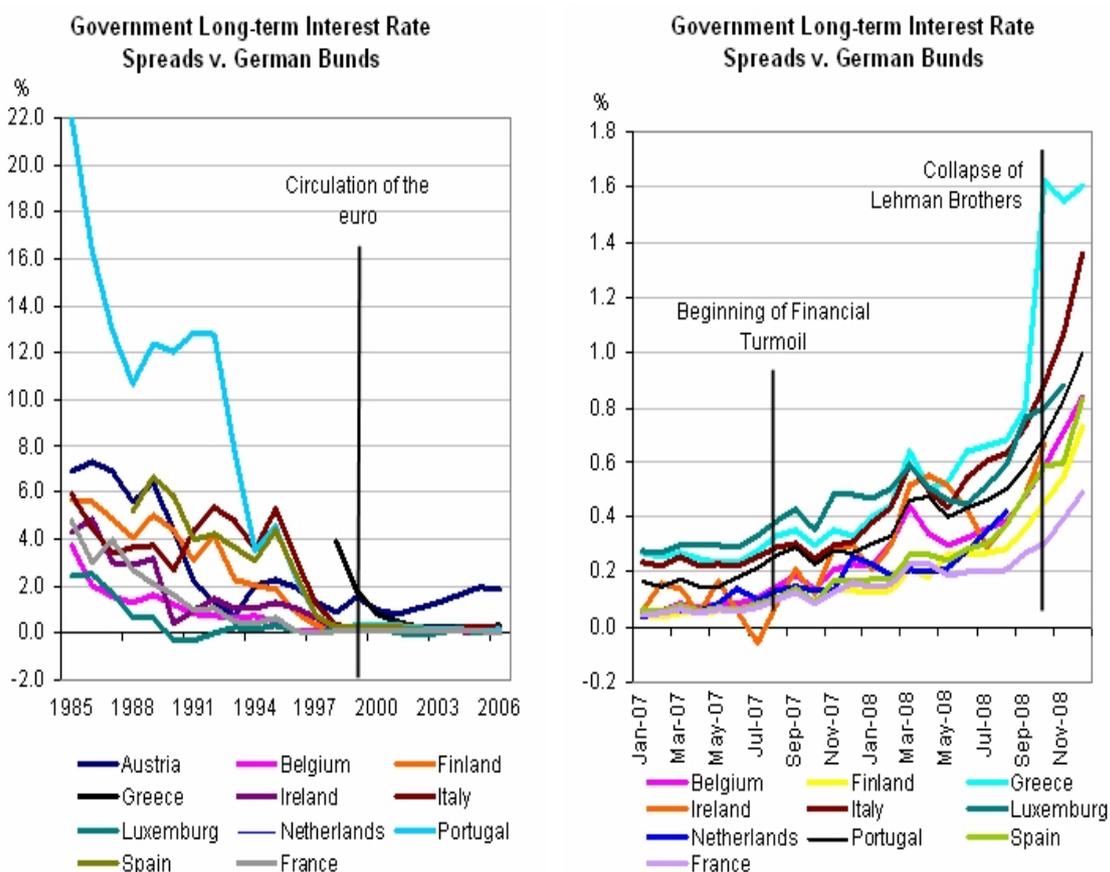
從借貸流程的起點出發，個別債信遭降評的國家為償還到期債務—無論是為了借新還舊或其他目的—自然要提高債券收益或債息，以便籌集償債資金。2008年金融海嘯爆發後，歐元區15國(含PIIGS五國，不合作為債息差基準的德國)債信出現程度不等的滑落，其長債孳息與基準債債息差(Yield Spread)相應上升(參見圖3)；降至2010年6月17日，按基本點(bp)衡量，PIGS四國10年期政府債券與德國債利率^{註6}的息差分別是：希臘(+666)、愛爾蘭(+293)、葡萄牙(+291)、西

班牙 (+213)，即希臘同款的債券，年息高達9.535%（餘類推），這與以往歐元區成員國不分國度一向享有0.5%的低債息實不可同日而語(GI, 2010C:6)。各國按「信貸違約交換」(CDS)衡量的變化與上述債息差一致。

值得注意的是：被評為垃圾級的債券發行國（如希臘）基本上已告貸無門，但歐央行同意特別給予融通^{註7}，不僅延長特別融資措施的實施期限，同時下調其收受作為銀行貸款擔保的債券的評級^{註8}；換言之，為抗擊反歐元勢力，構築防火牆，嚴防債信風險擴大，歐央行除協調歐盟和國際貨幣基金，籌設名為「特別紓困金」(Special Purpose Vehicle)規模空前的貸款及貸款保證7,500億歐元(5月9/10日)，同時，採取了一系列具高度針對性的危機管理措施(表3)。

對應於債市的變化，(b)「歐元/美元」匯價於2009年底(11月25日)升抵波段高峰(1.5,144)後便出現四段極短波的下跌^{註9}，而反映最溫和的(c)道瓊工業平均指數(DIA)，直到月前(4月25日)才開始震盪下滑^{註10}，不過此後至今，反映歐債危機的a, b, c三組指標則顯現高度的「同時性」，即歐元的升貶與歐債發行行情的好壞及道瓊股指的漲跌呈現正相關。

圖3 10年期歐元區國家(含PIIGS)與德國債息差趨勢變化，2007,1~2008,12



Source: Eurozone: Government Bond Spreads Widen in Eurozone: Is There a Risk of Default?

(二) 對策

從因應突發狀況、進行危機管理的對策面觀察，歐元區權力機構的認知和做法，誠然有不足之處，這一缺失從早先歐洲領袖視歐債問題為「疥癬之疾」不以為意、拒絕IMF參與紓困、歐元區成員國意見分歧、及高調批判投資客及三大信評公司到重拳出擊，欠缺完整的策略，同樣使得市場動盪加劇。不過歷經市場與政策的頻繁互動，相關主事機構分別推出了一系列針對本次危機的因應對策，包括：歐央行收購歐元區國家政府購和公司債，擴大紓困，限制無券放空、財政瘦身，成立歐盟信評機構，以及組織歐洲經濟政府等治標和治本的方案，均已在實施或規劃之中。這些政策措施或許不能完全根治歐元區結構與體制上的問題，但具備安定市場信心、穩定國際金融的作用。

表3 因應歐債危機的對策

名稱	目的	內容	備註
歐央行收購政府和公司債券	抗擊禿鷹集團擾亂歐洲金融秩序	5月10日起，作為7,500億歐元「特別紓困金」組成部份，歐央行總裁特里謝(Jean-Claude Trichet)宣佈將執行歐盟管理委員會(Governing Council)的決定，買入歐元區政府和民間債券，預計需投入2兆歐元，同時將持續在次級市場購買希臘政府債券(GI, 2010A:9)。	a) 然而幾個月前，歐央行一直阻止實施「附買回」(Repurchase)，防止銀行透過「附買回」機制買入希臘債券，交換德、法政府債券，進而引發通膨。歐央行早先的做法被認為是爆發希臘債信危機的導火線(Auerback, 2010)； b) 德聯邦銀行總裁(Axel Weber)反對歐央行做法，因為這樣做，形同將債務貨幣化(如美國聯準會用1.25兆美元收購有抵押品證券/MBSs；用3,000億美元收購美政府債券)，貨幣當局將成為印鈔機(Evans-Pritchard, 2010)。
擴大紓困(euro-finances.info, 2010)	強化財政紀律，落實馬約有關財政赤字及負債的規範	5月10日，歐央行會同歐盟和IMF聯手籌集總額7,500億歐元的貸款和貸款保證；其中歐元區成員國出資4,400億(各國貢獻，按GDP比重，如德國(1,230億)，法國(920億)，塞浦路斯(10億)，600億由歐盟委員會依據<里斯本條約>相關條款在金融市場籌措，另外2,500億由IMF提供，本項措施稱為「特別紓困金」，為期三年。	a) 鑒於市場對初期的紓困計畫反應消極及防範不斷追加降評對象造成的「傳導效應」，援希臘套案的金額不斷擴增，從最初的450億上調到1,100億，但時隔三日就跳升到7,500億歐元，足見災情可能失控，而涉險的國家難以準確評估，致使歐央行等機構選擇了從寬認定的紓困原則。經濟學人認為大舉揮霍銀彈，不無虛張聲勢的成份； b) 按<馬斯垂克條約>100(2)款規定，歐央行不得對違背財政紀律的個別國家紓困，以免波及歐元區其他成員國，唯<里斯本條約>(改革條約)第122款，允許歐盟對經濟陷於困境的國家伸出援手，這是擴大紓困唯一的法源。
有條件限制無券放空(EU Business, 2010)	防止希臘等無債信國家倒債，破壞歐元區金融穩定	6月14日，布魯塞爾諮商會議審定，歐盟成員國監管機構經授權在緊急狀況下可禁止無券放空及「信貸違約交換」(CDS)交易，但以短期為限。	a) 德國首先實施(5月19日)引發全球股市及歐元匯價暴跌； b) 歐盟成員國意見分歧，具體實施方案有待進一步諮商； c) 「歐盟內部市場委員會」將依據

			G20已形成共識的法規草案，於9月針對標準化衍生金融商品交易合約，提交強制性集中結算的建議。
財政瘦身	從寬認定潛在違約債務，建立防火牆	<p>削減財政開支：</p> <p>希臘(3.3)：公佈480億歐元的撙節政府開支計畫，其中半數來自減支，另一半來自財稅增收。</p> <p>葡萄牙(3.8)：政府宣佈開源節流措施，計劃於2013年達成-2.8%的「赤字/GDP」目標，赤字比例降幅達5.5% (WSJ, 2010)。</p> <p>西班牙(5.12)：計劃削減150億歐元的財政開支，在2011年將「赤字/GDP」比壓縮到-6%，減幅達5% (ifaonline.co.uk, 2010)。</p> <p>義大利(5.27)：政府批准在2012年以前削減財政赤字240億歐元，將「赤字/GDP」比壓縮到-3%以下 (Taipei Times, 2010)。</p> <p>德國(6.7)：德總理宣佈在未來4年(2011~14)共削減800億歐元財政支出 (Reuters, 2010)。</p>	各國瘦身計畫內容大同小異，大都包括：公務員延長退休年限、減薪、刪減贍養金、降低勞工失業給付、杜絕逃漏稅、加徵VAT、勞動市場改革等。
成立歐洲信評機構 (暫譯)歐洲證監會 (European Securities Authority, ESA), 2011年開始運作 (NY Times, 2010; Sina, 2010)	懷疑信評公司調降歐洲主權債評級，做法不公	<ul style="list-style-type: none"> · 對信評機構集中監管，以便穩定、鞏固和恢復歐洲經濟持續成長(歐盟主席：José, Manuel Barroso主張)； · ESA有權要求信評公司揭示升降主權評等的模型； · ESA將公佈執行辦法(含警告及後續罰款，罰款金額可達信評公司國別駐點年收入的20%)； · ESA可派員進行現場檢查、影印文件、人員盤問、經查情節嚴重的信評公司將被吊銷營業執照。 	<p>a) 歐盟領袖批評國際三大信評機構下調希臘等國的評級，使之難以順利履行償債義務，並引發歐元匯價動盪；</p> <p>b) 三大信評公司目前在EU27國共設有50個營業據點；</p> <p>c) 發行如抵押債券工具的金融機構，應向取得相關訊息的信評公司的競爭對手，提供相同的訊息，以便驗證其意見的可信度；</p> <p>d) 強調內部稽核，銀行董事應具金融專長。</p>
商討成立經濟政府 (EurActive.com, 2010; Stuff.co.nz, 2010)	推動體制改革，協調歐盟成員國預算與財政政策，彌補一體化政策之偏枯	6月17日，歐盟領袖於布魯塞爾召開高峰會，同意組成經濟政府以加強成員國預算的監控與協調，唯關於是否懲罰違反財政紀律的國家，將與其它提案一併留待10月的高峰會裁定。	<p>a) 依據<里斯本條約>136條規定；</p> <p>b) 採納德國總理梅克爾建議，經濟政府政策行之於全歐盟而不限於歐元區國家(法國原先的建議)；</p> <p>c) 英國保留不參加的權力；</p> <p>d) 同意優先考量各國政府有關本國預算審查的意見後，再由歐盟審核。</p>

三、結構問題待診治

從機制設計的完備性出發，歐元區最常遭詬病的缺陷，在於區內貨幣主權歸一，但財政權分散的不對稱結構，然而無論按照創建「經濟貨幣聯盟」(EMU)的原始版本「維爾納報告」(Werner Report, 1971)，或後期的版本「戴洛報告」(Delors Plan, 1989)，重貨幣、輕財稅都是主旋律，但主事機構並非不知創建經

濟貨幣聯盟，財政政策也應該統籌管理的道理；然而鑑於統一的財政政策須待歐盟的整合進程上推到「聯邦」或「邦聯」的層級才有可能，而那將是一條十分艱鉅的道路。正是出於這種認知及開展貨幣一體化的工作不容再拖的考慮，歐體分別於1991年和1997年通過「馬斯垂克條約」和「安定暨成長協定」兩大規約作為補充，其目的在規範並強化整體財政紀律、防堵歐元區成員國變相運用非貨幣手段（如過度舉債）解決國內經濟問題，以便為歐洲央行貫徹單一貨幣政策奠定必要的運作基礎。惜到了後來違約國家日多的情形下，這兩套約束已形同具文，無從對違約國執行罰則（罰款可達年度GDP的0.5%）；更何況，在全球衍生金融商品泛濫成災的背景下，歐洲央行對成員國通過「貨幣交換」（Currency Swap）「合法」美化（短期）經濟數據並無明文限制。2001年希臘政府聘雇高盛助其加入歐元區就是運用這種手法（Dunbar, 2003），但歸根究底，歐盟沒能在事前建構防止歐元區成員國廢弛財政紀律的配套機制，確是設計上的一大盲點。

其二，回溯歐元的整合進程，目前實施中的方案－即從寬認定首批有資格加入歐元區的11國－祇是選項之一，而非唯一的名單。1990年，德央行總裁柏爾（Karl-Otto Pöhl）基於穩妥務實的觀點，曾建議在「雙速制」架構下，建立權責合一隱含馬克本位制的國家央行，將加入歐元區的國家區分為「核心」和「外圍」兩組，前一組國家優先採行歐元，當然如此一來就不會有實質上的「歐元區」而祇有「馬克區」，在制度上歐洲央行將是德聯邦銀行的翻版，因而有損作為德國最重要的盟友法國的顏面，加上歐洲國家普遍不能認同馬克獨強的局面，致使這一建議落空；反之，儘量壯大歐元陣容的政治訴求，卻脫盈而出，成為歐元整合前夕的主流意見，加上九十年代中期以後，苦於消化兼併東德後遺症的柏林政府喪失了早期在歐盟一言九鼎的地位，祇能接受將外圍與核心國家一併納入歐元區的主流意見。歐元面世不完全取決於「最適貨幣區」的考慮，由此也可得到印證。

其三，從運作面看，歐元所以出現「後天免疫不全」，很大一部份是出於整合進程「祇能前進，不容後退」的單向運動規律；簡稱「不可逆轉」的規律包括三部份：一是歐元的幣別組合的成份、權重和（內部）兌換率一次確定（1999,12,31），不能變動；二是歐元區無退場機制，經濟管理失敗的國家無從退出；三是歐元區祇能擴大不能縮減，即令面對不可抗力需要拆夥，但並無法律依據。馬約更禁止對個別財政困難的國家紓困，個別國家在進退失據的情形下，祇能不斷追加赤字預算或向灰色地帶尋出路，如此一來，歐債問題自然「無解」，這是市場看空歐元的主要原因。不過如表3所錄的對策所示，為了救經濟，歐元權力機構正透過實際行動（包括推翻原先堅持不紓困的態度，積極紓困）尋求解套，五月初以來爆發的「危機」很快就出現「轉機」理由也在此。早先歐元的設計師

壓根沒想到，或想到但並未研議相關條款，方便喪失競爭力的個別國家（如愛爾蘭）退出單一貨幣區，以增強整體競爭力，同時可以避免貨幣聯盟解體，一如市場經濟允許企業倒閉；他們也未能預見歐元區的「整合紅利」（最大的紅利是貨幣升值的資產重估效應）大到難以抗拒，以致於引進了特洛伊木馬（希臘）（Motls, 2010），而且尾大不掉，對比前蘇聯在組建之初，加盟共和國擁有「自由分離權」的設計，歐元區成員國的進出如不開放，雙方都會受傷。

四、未來展望

從貨幣領導權大戰的角度探視，儘管我們沒有證據證明歐元區現今的災難是「被設計」出來的，但大量的事件和言論已清楚表明，歐元自發行以來，侵吞了美元的版圖和美國龐大的經濟利益，美方展開反撲是完全可以想見的變化。2009年底以來，美國信評公司對南歐諸國降評在先，華爾街的禿鷹集團號召放空歐元、金融巫師唱衰歐元在後，長期反歐元的學者（如克魯格曼）、政客（如前財長鮑爾森）、媒體（如經濟學人、Stratfor），輪番叫陣，其中雖不乏言之成理的部份，或出於對於歐洲困境的同情與關心（如前聯準會主席白宮首席經濟顧問沃爾克）抒發己見，但如論財稅問題的嚴峻程度，美國祇有過之而無不及。比較2009年的數據，歐元區的「財政赤字/GDP」和「政府負債/GDP」之比分別是-6.3%和78.7%，但美國（-9.9%和83.4%）卻毫不遜色，離奇的是美債至今仍駐留在3A級。3月間，穆迪向投資人發出若干美國3A級的主權債信風險升高，但立即引來證管會（SEC）對穆迪展開調查的通知及財長蓋特納的反駁。

綜合以上，歐元落難，全球股市狂瀉、外國央行和機構投資人棄歐債而就美債，反觀，911至今疲弱已極的美元卻死裏逃生，美元資產炙手可熱；如此種種，充分顯示從希臘下手狙擊歐元，成功轉移了世人的焦點，形似亞洲金融危機的翻版（從泰國下手，目標是香港回歸後的人民幣）。

對於歐盟或歐元區的決策部門而言，如何因應主權債信危機堪稱自歐洲展開區域整合以來最嚴峻的考驗，也是尚在發展中但前景不確定的新金融現象，但可以確定的是：歐盟及歐元區前途的研判不僅取決於化解歐債危機的具體作為，也取決於(1)當代歐洲領袖是否認同並繼續支持歷屆歐盟/歐元區開創者的政治理想和世界觀；(2)相關權力機構能否針對本身體制和結構上的缺點提出具前瞻性的設想和改造之道；(3)短期內能否因應內外部的多重挑戰，有效進行危機管理。追蹤債信危機爆發以來歐央行等決策機構的作為，維繫主權完整，不容弱勢成員國脫隊、離開歐元區的立場，即所謂的「上策」已清楚展現。然而長遠來看，這是不是「最佳方案」卻值得商榷。確切的說，歐盟歷經六次擴編、冗員充斥，911以後

美元喪失資金避風港的功能，歐元取而代之、一路扶搖直上，匯價早已高估，造就了歐元區「軍容壯盛」的假象。然而當時區內主導大政的核心國家對此卻無所覺察，或已覺察但並不以為意，因此，從事後看，即令債信危機根本未發生，這個全球最大的單一貨幣區仍會滋生其他的內部矛盾，產生其他的問題。

當然除了「最佳方案」之外，在未來實施體制改革的道路上，仍有不少「次佳方案」可供選擇。從追求「多極化」的戰略角度思考，歐元的存在與健康發展在國際權力和貨幣版圖中無疑具有劃時代的重大意義，歐洲的領導人對此不會無動於衷，沒有理由罔顧過去半個多世紀為此而付出的努力而放棄歐元。為此，歐洲領袖首要課題還是積極建設歐元區，修改「歐盟條約」，允許個別國家暫時脫隊，並將歐元改造成如同前西德馬克一樣具吸引力的貨幣，才是斧底抽薪之策。

註 釋

註1：2009年第三季至2010年第一季，歐元區的季實質經濟成長率分別是0.4%、0.0%和0.2%。

註2：2009年12月8日，惠譽下調希臘信貸評級由“A-”下調至“BBB+”，前景展望負向；12月16日，標準普爾將希臘的長期主權信用評級由“A-”調降至“BBB+”；12月22日，穆迪將希臘主權評級由“A1”下調為“A2”，評級展望負向，詳參附表1。

註3：2009年10月4日，「泛希臘社會運動黨」（PASOK）取代「新民主黨」，成為執政黨，由PASOK黨魁帕潘德里歐（George Papandreou）組閣；新政府上台後，指責前政府刻意美化經濟數據，聲稱2008年希臘「財政赤字/GDP」之比（-7.7%），是原公布數據（-3.7%）的兩倍以上，而「政府負債/GDP」為115%，遠超過馬斯垂克條約規定的上限60%；新政府預估，希臘2009年的赤字比將超過-12%（實績為-13.6%）。參見GI（2010C：7）及Becatoros（2010）。希臘政局參見「希臘概況」，

<http://big5.fmprc.gov.cn/gate/big5/gr.china-embassy.org/chn/xlgk/t407667.htm>.

註4：按照〈馬斯垂克條約104c款〉「總體財經指標趨同」的設計，理論上“-3%”的赤字上限屬「硬指標」，沒有妥協的餘地，但負債比上限“60%”為「軟指標」，違約國仍不致立即受到制裁，但前題是：「該項比例按令人滿意的速度下降」。參見Pasinetti（1998:104），這是未能滿足馬約「負債/GDP」比的國家仍獲准加入歐元區的權宜之計。

註5：2006~08年比利時的「財政赤字/GDP」比分別是-0.3%，-0.2%和-1.2%；2009年才擴大為-6.0%，這一趨勢和金融大海嘯衝擊歐洲各國的財政收支後的變化一致；同期，義大利的赤字比為-3.3%，-1.5%，-2.7%，-5.3%，情形雷同，因而未單獨受到責難。有關義大利經濟情勢的評估，參見GI（2010D）。

註6：2010年6月17日（London時間，12:16pm）德國10年期債息為2.69%。參見IT（2010）。

註7：就在希臘債信被標普下調至「垃圾級」(4月27日)的次週，歐央行就宣佈對希臘融資不受「最低信貸評等」的約束。

註8：2010年3月底，歐央行宣佈不會停止預計在2010年底期滿不再對成員國提供流動性的特別措施；同時，為加強紓困效果，發債國作為融資擔保品的資產信用評級，將從「A-」放寬為「BBB-」級；不過從2011年起，歐央行將實施銀行資產分級制，視資產評級的高低施以不同的待遇。參見GI (2010D) Agrecom Enhancer。

註9：2010年5月3日起，歐債危機加速深化；歐元/美元匯率變動分四個短波重挫，跌幅分別是5/3~5/6 (-5.3%)、5/11~5/14 (-3.4%)、5/22~6/2 (-2.9%)、6/3~6/7 (-2.4%)；其間出現多次小幅反彈，直到6/8~6/20出現連續反彈 (+4.25%)。

註10：5月10日，因不明原因道瓊盤中出現近千點的跌幅最具戲劇性。

參考文獻

1. Auterback, Marshall (2010), "The PIIGs Problem: Maginot Line Economics," 12 April, <www.angrybearblog.com>
 2. BBC (2009), "Greece votes for Big Budget Cuts to Reduce Debt," 24 Dec.
 3. Becatoros, Elena. (2010), "Greece to Appoint New Head of Statistics Office," 3, June, etaiwannews.com.
 4. Brockett, Matthew & Vits, Christian (2009), "Trichet's Exit Strategy Free ECB to Raise Rates if Needed," Dec.3, Bloomberg.com.
 5. Delors Plan (1989), Report on Economic and Monetary Union in the European Community, Office for Official Publication of the European Communities (Luxembourg).
 6. Dunbar, Nick (2003), "Revealed: Goldman Sachs' Mega-deal for Greece," 1 July, risk.net.
 7. EurActive (2010), "Britain wins Opt-out from EU Economic Government," 18 June.
 8. EUbusiness (2010), "EU Sizes up 'Temporary Emergency' Naked Short Selling Ban," 14 June.
 9. euro-finance.info (2010), "EU, IMF and ECB with Rescue Plan for Eurozone," 9 May.
 10. Evans-Pritchard, Ambrose (2010), "Bundes Bank Attacks Greek Resue as a Threat to Stability," 8 Apr.
 11. Georgoupli, Tania (2010), "Is Hungary following the Greeks," 6 June, laspecula.com.
 12. GI (2010A), "Eurozone-Greece: Future of Eurozone Questioned as Greek Woes Deepen and Spread," 9 Feb.
-

13. GI (2010B), “Eurozone-Greece: Eurozone Finance Ministers Agree on Enhanced Rescue,” *Global Insight*, 3 May.
14. GI (2010C), “The Eurozone at a Crossroads : Solutions to the Debt Crisis,” *Global Executive Summary*, May.
15. GI (2010D), “Eurozone-Italy: Italy Appears Less Vulnerable in the Near Term than Other ‘Club Med’ Economies But Needs to Lower Debt Burden,” 21 May.
16. ifaonline.co.uk (2010), “FTSE up as Spain Budget Cuts Buoy Markets,” 13 May.
17. IT (2010), “Strong Demand for Spanish Bonds,” 17 June, *Irishe Times*.
18. Motls (2010), “Greece: the Trojan Horse in the Eurozone,” motls.blogspot.com/2010/01/Greece-trojan-horse-in-eurozone.html.
19. NY Times (2010), “Push for Europe-Wide Oversight of Credit Raters,” 2 June.
20. Pöhl, Karl-Otto (1990), Prospects of European Monetary Union “Address by the President of DB delivered at the Conference : Britain and the EMS, ” London, Nov.9, 1990, reprint in “Stellungnahme zur Errichtung einer Wirtschafts-und Währungsunion in Europe,” in *Deutsche Bundesbank-Auszüge aus Pressartikeln*, No. 87, Oct. 12 (Frankfurt am Main).
21. Reuters (2010), “FactBox-Germany’s Budget Cut Plans through to 2014,” 7 June.
22. Sina (2010), 「歐盟再出新規，劍指評級機構」，6月4日，<http://finance.sina.com.cn>
23. Stuff.co.nz (2010), “Germany bans Naked Short Selling,” 19 May.
24. Taipei Times (2010), “Italy Approves 24bn Euro in Budget Cuts,” 27 May.
25. Werner Report (1971), “Resolution of Council and of the Representatives of the Governments of the Member States of March 1971,” recorded in Monetary Committee of the European Communities (1986), *Compendium of Community Monetary Texts*, Office of the Official Publications of the European Communities (Luxembourg).
26. Darren William, (2010), “ECB Exit Strategy faces its First Real Test,” *Economics Perspectives*, Alliance Bernstein, April 16.
27. WSJ (2010), “Portugal Unveils Budget-Cuts,” 9 March.

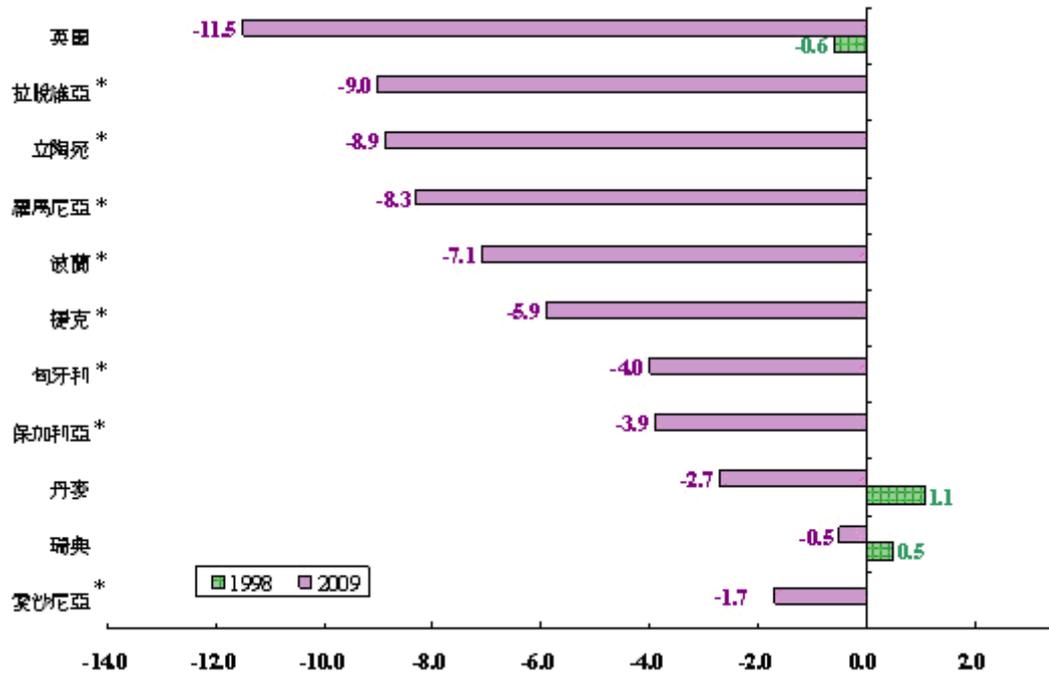
附錄

附表1 PIGS三大信評機構降評經過

A. 葡萄牙	
2010	
1月11日	穆迪(Moody's)警告葡萄牙若不採取有效措施控制財政赤字將調降該國債信評等
3月24日	惠譽(Fitch)調降葡萄牙債信評等一級至“AA-”，展望負向
4月27日	標準普爾(Standard & Pool)調降葡萄牙債信評等至“A-”
5月05日	穆迪警告可能在三個月內調降葡萄牙至“Aa2”的債信評等
B. 愛爾蘭	
2009	
1月09日	標準普爾下調愛爾蘭前景展望，從穩定轉為負向
2月12日	穆迪下調愛爾蘭銀行長期債及銀行存款信用評等，從“Aa2”降為“Aa3”
3月02日	標準普爾下調愛爾蘭債信評等，從最高級的“AAA”降為“AA+”
6月08日	標準普爾下調愛爾蘭債信評等，從“AA+”下調至“AA”
7月02日	穆迪下調愛爾蘭政府債券評等，從“Aa1”降為“Aaa”，展望負向
C. 希臘	
2009	
2009年初	惠譽及標準普爾調降希臘國家債信評等一級，從“A”降至“A-”
12月08日	惠譽下調希臘國家債信評級，從“A-”調降至“BBB-”，前景展望為負向
12月16日	標準普爾將希臘長期主權信用評級由“A-”調降為“BBB+”
12月22日	穆迪將希臘主權債信評等從“A1”下降至“A2”，評等展望為負向
2010	
4月09日	惠譽下調希臘政府債券信用評等級，從“BBB+”下調至“BBB-”
4月22日	穆迪下調希臘主權債信評等，從“A2”降至“A3”
4月27日	標準普爾下調希臘主權債信評等至垃圾級，長期主權信用評級從“BBB+”下調至“BB+”
4月30日	穆迪下調希臘9家銀行的存款及債信評等，降幅互異
6月15日	穆迪下調希臘主權債信評等四級，由A3下調至Ba1，展望維持穩定
D. 西班牙	
2009	
1月19日	標準普爾下調西班牙主權債信評等，從“AAA”降至“AA”（與比利時和香港評等相同），展望穩定
4月28日	標準普爾下調西班牙長期債信評等一級，從“AA+”降至“AA”，前景展望為負面，不過仍較前一日被標普調降的希臘信評（“2B+”）高8級，較葡萄牙的“A-”高4級
2010	
5月28日	惠譽調降西班牙的主權債信評等一級，從最高級別的“AAA”降至“AA+”

資料來源：作者綜合整理

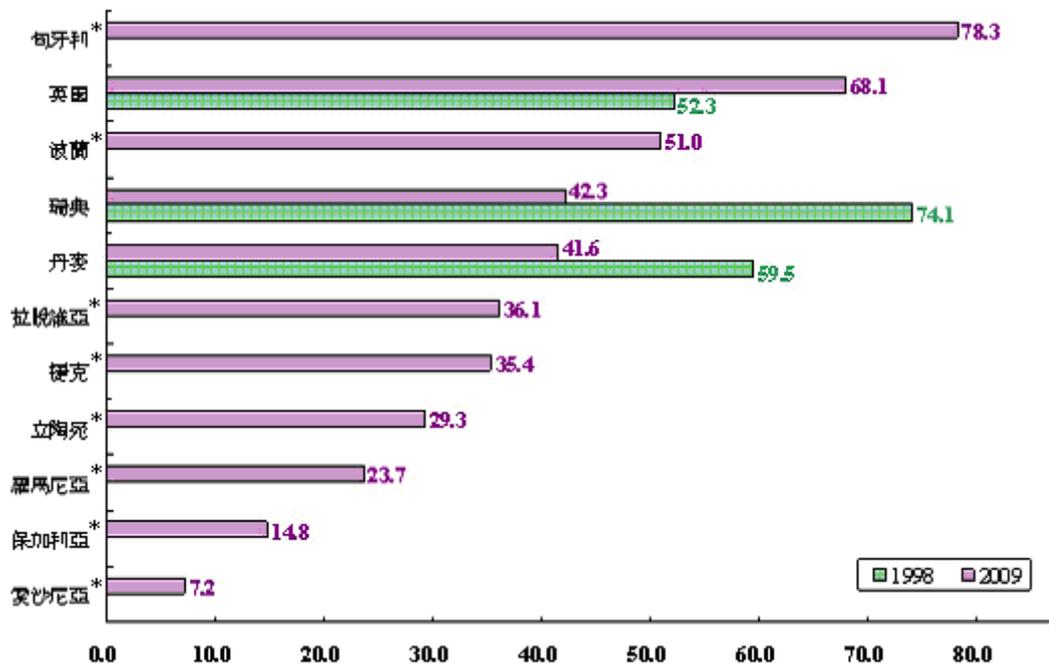
附圖1 歐盟（非歐元區）成員國財政赤字/GDP，2009/1998*



註：* 不含2004年歐盟東擴後新成員1998年的統計

資料來源：同圖1。

附圖2 歐盟（非歐元區）成員國政府負債/GDP，2009/1998*



註：* 不含2004年歐盟東擴後新成員1998年的統計

資料來源：同圖1。