

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書  
(出國類別：其他)

參加倫敦巴克萊銀行「Official Institutions  
Conference 2010」  
心得報告

服務機關：中央銀行

出國人職稱與姓名：林昱材 / 三等專員

出國地點：英國 倫敦

出國期間：99年6月26日至7月4日

報告日期：民國99年9月27日

# 歐洲債信危機探討與對亞洲影響

## 目錄

壹、前言.....	1
貳、歐元區之海市蜃樓.....	2
一、歐元區隱憂.....	2
二、歐洲五國(PIIGS)概況.....	2
參、歐洲主權債信危機源起與因應措施.....	6
一、危機導火線－希臘債信危機.....	6
二、歐盟救援行動分析.....	9
三、壓力測試.....	12
四、歐元貶值效應.....	14
肆、歐元區之財政改革與影響.....	18
一、財政緊縮或寬鬆爭論.....	18
二、通貨緊縮風險.....	22
伍、歐元區處境與未來.....	28
一、歐元區存續之探討.....	28
二、歐元區未來處境堪憂.....	29
三、德國背負歐元區成敗關鍵.....	30
四、主權債務與貨幣政策建議.....	30
陸、亞洲因應歐洲債信危機之措施與建議.....	32
一、歐洲債信危機對亞洲影響.....	32
二、亞洲經濟過熱與資本移動.....	33
三、亞洲已採用之因應措施.....	36
四、因應歐美金融危機之建議.....	42
柒、結論.....	48
捌、參考文獻.....	51

## 壹、前言

本次政府金融機構研討會乃由倫敦巴克萊銀行主辦，主要係因應此次歐洲債信危機，對歐洲經濟、金融市場、歐元區之發展與影響，與流動性風險控管等議題加以探討。本次研討會講師主要來自巴克萊銀行紐約與倫敦各市場研究及交易部門之主管或專業人員，並邀請來自歐洲央行、BIS、英國央行、及世界銀行、哈佛大學及主要信評機構之專家講習，課程內容多元且豐富。

研討會共有來自世界銀行、BIS、英國、法國、瑞士、荷蘭、德國、葡萄牙、芬蘭、捷克、委內瑞拉、比利時、俄國、拉脫維亞、印度、阿曼、以色列、斯里蘭卡、日本、新加坡、大陸、香港及我國等約二十六國家共計 37 名之央行或政府金融機構代表參加，因研討會正值歐洲主權債信危機爆發期間，與會者就該項議題加以討論並交換意見，受益良多。

本文首先針對近期歐洲主權債務危機之起源與發展加以剖析，研究歐元區財政緊縮與債務重整之影響和目前處境與未來存續之建議措施，進而探討亞洲地區因歐洲債信危機導致國際資本大舉移動至該區，以致經濟過熱與資產泡沫所面臨挑戰與採行因應措施，最後並對此次主權債信危機所衍生之問題提供相關建議。

## 貳、 歐元區之海市蜃樓

### 一、 歐元區隱憂

當歐盟成立，其規模逐漸擴大，主要核心西歐國家加入後，便吸引南歐及中歐國家加入，期望加入歐盟後，即可遠離貧窮與政治不穩定，且均可過著與法國和德國般富裕與穩定的生活，希臘<sup>1</sup>與西班牙等國的生活水準也因加入之後而提升。

基本上，加入歐盟的的確有保護作用，但卻為其種下新的隱憂，也就是歐元區內國家外國債務日益攀升，生活方式日漸富裕與安逸，仰賴的是源源不絕的國外信貸供給。

### 二、 歐洲五國(PIIGS)概況

#### (一) 違反馬斯垂克條約<sup>2</sup>

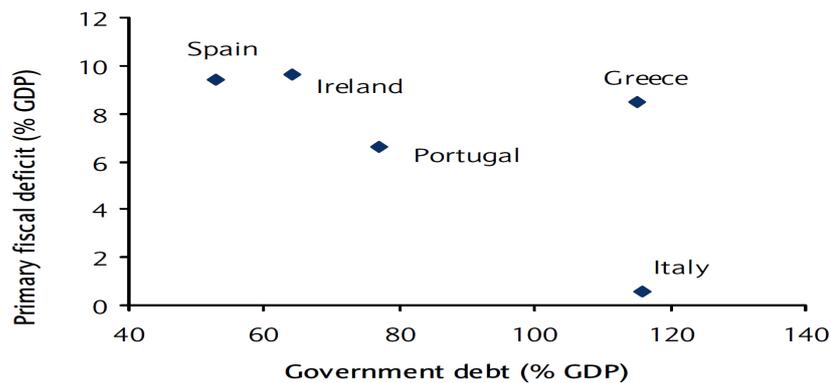
馬斯垂克條約雖規定成員國財政赤字占 GDP 比不能超過 3%，但迄今始終未予以嚴格執行，不僅希臘、西班牙、愛爾蘭、葡萄牙等未能達到此一標準，甚至德國及法國亦未能每年達到，因此對其他國家之約束力大大降低；另外檢視各國債務餘額占 GDP 比例不得超過 60% 之限制，以 2009 年來看，希臘、愛爾蘭、葡萄牙及義大利等亦未能符合標準，尤其以希臘與義大利超過 115% 最為凸出(如下圖)，各國遵守馬斯垂克條約之情況鬆散，徒留形式。

---

<sup>1</sup> 希臘在一開始並沒有達到使用歐元的標準，所以沒有在 1999 年 1 月 1 日加入歐元區。直到 2 年以後，在 2001 年 1 月 1 日，希臘加入歐元區。

<sup>2</sup> 馬斯垂克條約 (Masstricht Treaty) 中明訂各國債務餘額占 GDP 比率不得超過 60%，且每年預算赤字占 GDP 比率不得超過 3%，超過者必須持續調降該比率，或證明其乃暫時或例外情況。

Figure 6: Fiscal starting position in 2009



Note: Ireland's 2009 primary balance is adjusted by 2.5% of GDP from one-off effects. Source: Eurostat, Barclays Capital

資料來源: *Barclays Capital, Implications of the EU's 'mega package', p.5*

## (二) 歐洲五國(PIIGS)債務結構

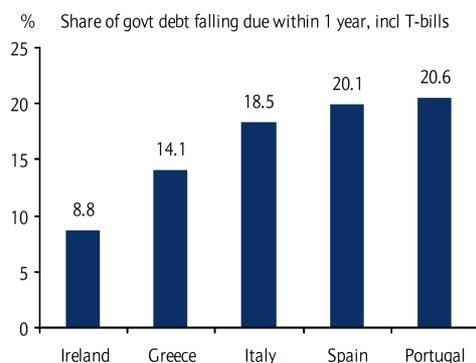
歐洲五國除了財政上必須調整外，立即面對的問題則是流動性問題，也就是說，政府必須籌措未來融資的需求；以一年內到期之政府債務來說(其包括財政赤字、短期債務(T-bills)以及中長期債務於該年到期者)，由於希臘債務到期期間相當長，因此 2010 年到期之政府債務僅 14%，而西班牙與葡萄牙則均超過 20%，這也反映出其債務結構中，其短期債券比重偏高，而隨著主權債信風險升高，到期展期所需支付利息成本將隨之提高。

根據巴克萊資本研究<sup>3</sup>顯示，若以 3 年內(2010-2012 年)債務需展期金額來看，西班牙以 4480 億歐元高居 PIIGS 榜首，希臘則以 1580 億歐元位居第二，而希臘、西班牙、愛爾蘭及葡萄牙總融資需求共計約當 7450 億歐元，約佔歐元區 GDP 之 8%，總金額恰好與 IMF 與歐盟提出 7500 億歐元之援助金額相當(如下圖)，因此，主權債務在三年內應不至於

<sup>3</sup>巴克萊資本 2010 年 5 月 12 日出版之“*Implications of the EU's 'mega package'*”研究報告。

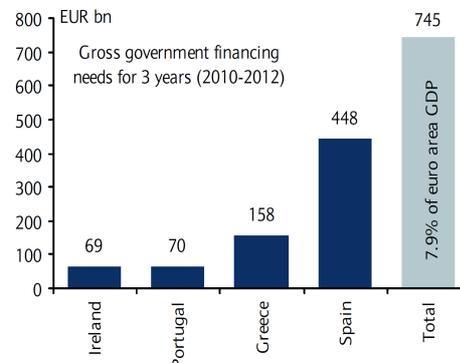
發生重大流動性危機。

Figure 12: Government debt maturing in one year



Source: Eurostat, Barclays Capital

Figure 13: Three years of gross financing needs



Source: Eurostat, Bloomberg, Ministries of Finance, Barclays Capital

資料來源: *Barclays Capital, Implications of the EU's 'mega package', p.9*

政府發行新債或展債的能力有賴於債權人是否願意購買，若主要債權人為國內債權人(例如零售存款戶或為基金戶)，則較外國債權人之資金來源穩定；義大利國外持有其政府債務比例為 55%，在 PIIGS 當中屬於較低者，而愛爾蘭債務之外國持有人高達 86%，相當驚人，希臘與葡萄牙之外國債權人持有比例 75% 左右也不遑多讓，顯示 PIIGS 高度依賴外國投資人持續購買其到期展期之政府公債，尤其以愛爾蘭和葡萄牙外債之短債比例高達 90%(如下圖)，能否展期主要仰賴外國投資者臉色，壓力相當大。

Figure 15: Holdings of marketable government debt

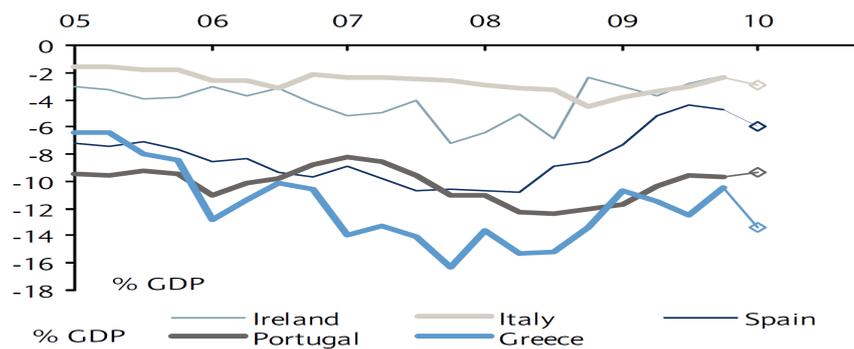
	Foreign holdings			Domestic holdings
	% Bonds	% Bills	% total debt / 1	% total debt
Portugal	88%	88%	72%	28%
Ireland	84%	95%	86%	14%
Spain	62%	39%	62%	38%
Greece	70%	23%	75%	25%
Italy	56%	47%	55%	45%

Note: /1 Also includes other debt than bonds and bills. Source: National Treasury websites, Barclays Capital

資料來源: *Barclays Capital, Implications of the EU's 'mega package', p.11*

再者，政府債務過度依靠外國債權人的問題超越債務本身問題，因為 PIIGS 龐大的經常帳赤字(如下圖)隱含對持續外資流入的需求，同時也造成私營部門的外債高漲，同時加劇了私營部門之消費、房地產投資及信用無度擴張；倘若外資驟減或迅速流出，國內產業將受重創，進而導致國家經濟衰退，成長下滑、失業率飆高以及國內銀行遭受放款損失等問題，資本移動問題將於稍後於亞洲面臨經濟過熱之章節再度討論。

Figure 24: Current account deficits



Source: Eurostat, Barclays Capital

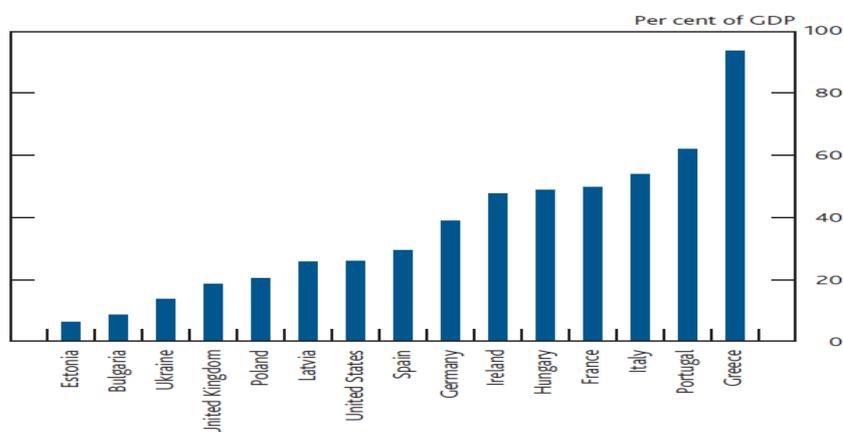
資料來源: Barclays Capital, *Implications of the EU's 'mega package'*, p.14

## 參、 歐洲主權債信危機源起與因應措施

### 一、 危機導火線 – 希臘債信危機

(一) 希臘危機主要原因之一乃是總體經濟失衡，1999-2008 年間希臘 GDP 年平均成長率約 3.9%，高於歐盟平均水準；然而希臘經濟過度依賴消費，導致外部逆差擴大，政府債務日益升高，英國央行 2010 年金融穩定報告顯示，希臘 2009 年底外債高達 90%(如下圖)。

Chart 2.3 Externally-held public debt for selected European economies<sup>(a)</sup>



Sources: BIS, IMF *World Economic Outlook* (April 2010), Joint External Debt Hub, OECD and World Bank.

(a) As at end-2009.

資料來源: Bank of England, *Financial Stability Report* (June 2010), p.21

2000-2008 年間，希臘的經常性帳戶逆差占 GDP 比例普遍在 10% 以上，2009 年政府債務占 GDP 比例高達到 110%，高比例之外部赤字和債務擴張，使得外債占債務比例偏高，2004-2009 年希臘外債從 1220 億歐元上升到 2230 億歐元，其占 GDP 比率從 65% 上升到 90% 以上，過度仰賴外債導致政府債務可能違約之危機。

## (二) 希臘長期必須重整債務

歐洲央行於 2010 年 5 月提出了援助希臘方案，提供 1100 億歐元的紓困<sup>4</sup>，相當於希臘未償債務的 30%，其中 300 億歐元將來自 IMF，其餘來自歐元區，這僅足以使希臘在市場支撐兩年多，效果令人質疑。紓困計畫條件要求希臘同意採取財政緊縮措施，規模高達其 GDP 的 10%，如此方可在 2016 年前其政府債務占 GDP 比率穩定下來，這對希臘而言，將是有困難的。

其實希臘面臨的不僅是流動性危機，還有債務清償危機，歐盟和 IMF 核准的 1100 億歐元紓困計畫，只是讓違約延期，而更需要的是對其公共債務進行重整，因為目前紓困計畫雖暫時支撐希臘的償債能力，短期債權的債權投資者，因 IMF 或歐盟的資金而獲得全額償付，惟當日後其經濟成長率若無法追上其所需支付利息，加上財政緊縮，減少政府與私營部門支出，經濟成長將受到限制時，違約恐將出現。

希臘債務若重整雖使得持有該國公債的歐洲金融機構蒙受鉅額損失，但一再拖延反會讓情況更嚴重；債務重整包括賦予債務國延長償債時間和降低利息，債權人雖會遭受部分本金虧損，但該損失遠低於直接違約造成的損失。

總之，希臘的公共債務有序重整對債務和債權人雙方而言都是有利的，亦可避免未來歐洲債信危機加劇。

---

<sup>4</sup> 請參閱 2010 年 5 月 2 日歐盟之聯合聲明：<http://www.consilium.europa.eu/Newsroom>

### (三) 希臘現況與未來

希臘財長 George Papaconstantinou 表示目前財政支出削減計畫，包括公共部門薪資削減 15%，營運經費縮減 50%，刪減幅度空前，但是市場對於其 3,000 億歐元的政府公債是否會違約仍存疑，2010 年 9 月之 10 年期希臘公債殖利率在 11.5%，與 2009 年 9 月之 4.5% 相比，居高不下，希臘除了削減成本外，還需要經濟成長來支撐。

雖然債務重整降低負債淨值可減輕希臘財政上的償債壓力，惟經常帳赤字會持續增加，仍無法解決其缺乏出口競爭力的根本問題。

目前歐元區銀行持有希臘國債的金額頗高，若其宣佈違約將使歐洲主權債務問題，擴散為銀行業問題，進而引發一聯串負面連鎖反應。

### (四) 希臘債務危機之借鏡

導致希臘債務危機因素主要是財政赤字問題，而財政紀律在希臘債券危機發生後凸顯其重要性，大多數歐元區國家對馬斯垂克條約訂定之標準並未切確落實。

另一因素則是喪失了匯率和利率兩大基本貨幣政策工具，希臘加入歐元區後，因取得融資成本較低得以擴張信用，以借款方式消費之習慣逐漸養成，但其國內利率調節無法發揮功效，經濟成長約九成靠民間消費，貿易赤字多年以來持續超過 10%，但歐元卻因歐元區經濟快速成長而不斷升值，使得

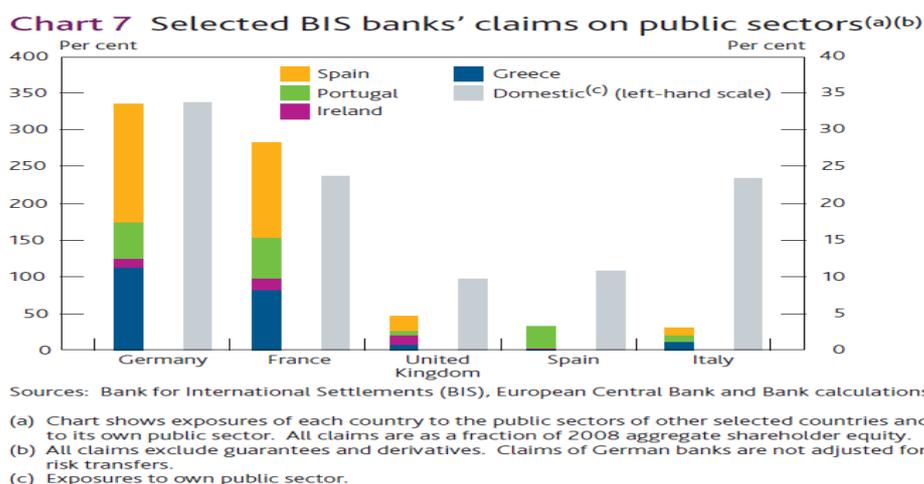
希臘無法主動以匯率工具調節外部失衡。

採納單一區域貨幣而放棄個別國家主權貨幣，雖可帶來貿易或區域間之利益或便利，如降低交易成本與區域間內之貿易匯兌風險等，惟希臘危機顯示，在區域內各國之財政規範與約束須嚴以遵守，而單一區域貨幣帶來的利益，也同時因放棄匯率和利率調節機制工具而存在水可載舟，亦可覆舟之隱憂。

## 二、 歐盟救援行動分析

### (一) 歐盟救援行動

對其他歐元區成員國而言，援助希臘方案可防止其金融體系遭受立即衝擊，看似紓困希臘，實則紓困銀行；法國和德國之金融機構看似安全，其實其大量握有西班牙、葡萄牙和希臘的債券(如下圖)，潛在損失不小。



資料來源: *Bank of England, Financial Stability Report (June 2010), p.10*

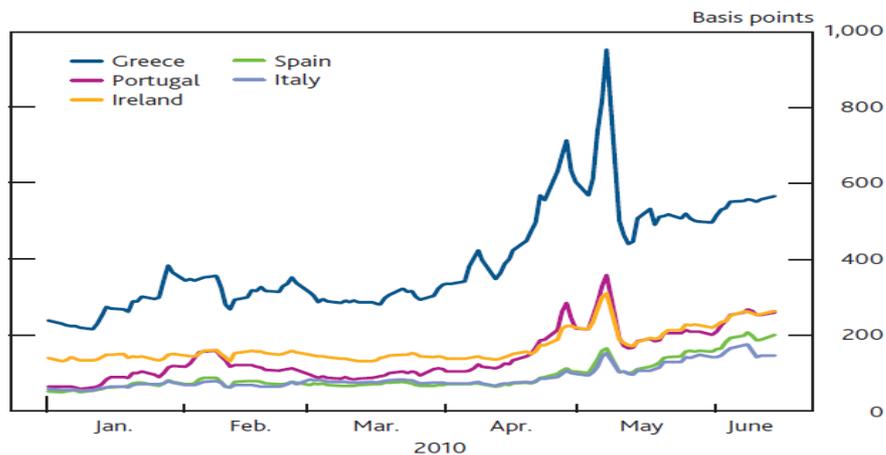
2010年5月10日歐盟緊急通過提供5000億歐元的貸款與擔

保計畫<sup>5</sup>(超出市場預期)，暫時紓緩市場的恐慌，內容主要由歐元區各國財長共同為特殊目的機構(SPV)提供擔保，使該機構在市場上募集 4400 億歐元資金作為流動性貸款，且由歐盟執行委員會提供 600 億歐元，兩者共計 5000 億歐元，另外，加上 IMF 提供之 2500 億歐元，總共籌措 7500 億歐元之基金。

再者，歐洲央行決定購買國家債務受到衝擊的政府債券，不容許任何一個成員國的債券再度遭受嚴重打擊；而 Fed 另重新開啟了外匯互換額度，為外國銀行提供美元資金。

金融市場緊張情勢也因上述援助計畫而得以紓緩，各國公債與德國公債之信用價差也因此下跌(如下圖)。

Chart 3.6 Selected government bond spreads(a)(b)



Sources: Thomson Reuters Datastream and Bank calculations.

(a) Ten-year government bond spreads over German bunds.

(b) Data to close of business on 14 June 2010.

資料來源: Bank of England, *Financial Stability Report (June 2010)*, p.36

<sup>5</sup> 詳閱歐盟 2010 年 5 月 10 日新聞稿網址: <http://www.consilium.europa.eu/Newsroom>

## (二) 歐盟面臨嚴峻挑戰

公佈的援助計畫金額規模龐大，但除非徹底的改革，否則歐元區將難以繼續維持，貸款與擔保措施並非長久之計，流動性也不等於償付能力，這些舉措本身並無法削減赤字，若任何一個歐元區成員國無力償還債務，將導致歐洲央行或其他國家遭受損失。

歐盟當初建立在馬斯垂克條約設定的財政赤字上限、不遵守赤字上限則不救助條款(no-bailout clause)、以及會員國經濟隨時間趨於同化等三個假設上，然而，以上沒有一個假設被達成。

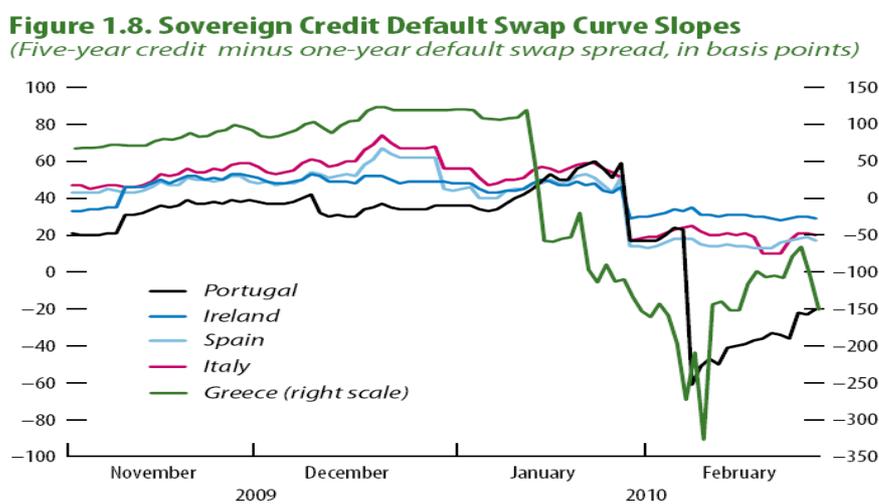
例如，現今歐元區各國經濟發展呈現迥異的趨勢：德國擁有龐大經常帳盈餘與資本輸出，而西班牙則呈現經常帳赤字與資本輸入，兩者經濟發展相形漸遠；另外，內需疲軟、通脹率低的國家，實際利率偏高，而內需強勁、通脹率高的國家，實際利率則偏低等失衡現象。

雖然歐洲各國政府積極處理危機，但在困境國家短期無法恢復經濟成長的情況下，一廂情願的強調債務違約與否，保護國內金融業免於巨額虧損，並且期望巨額負債國家全額償還債款，似乎很難如願，未來之路，可謂艱辛萬苦。

### 三、 壓力測試

#### (一) 銀行風險不容小覷

主權債務危機發生後，歐元區各國政府不僅須執行財政緊縮，還必須重振投資者對銀行業的信心潰散，如各國銀行信用違約交換(CDS)的成本在希臘危機發生後急速攀高，IMF 2010 年全球金融穩定報告指出，希臘與葡萄牙 CDS 於 2010 年 2 月驟升到 250 基點(bps)以上(如下圖)。



Source: Bloomberg L.P.

資料來源: IMF, *Global Financial Stability Report* (April 2010), p.9

自 2008 年秋天全球金融海嘯發生後，銀行業致力於資本結構調整，歐元區銀行重組資本的力道較美國弱，至 2010 年 9 月中止，美國在倒閉小型金融機構方面已高達 265 家；根據 2010 年 IMF 金融穩定報告指出，歐元區銀行的第一類資本比率平均為 9% 左右，而美英銀行的第一類資本比率則在 11% 以上(如下圖)。

**Table 1.3. Aggregate Bank Writedowns and Capital**  
(In billions of U.S. dollars, unless otherwise shown)

	United States (ex-GSEs)	Euro Area	United Kingdom	Other Mature Europe <sup>1</sup>
Total reported writedowns (to end-2009: Q4) <sup>2</sup>	680	415	355	82
Total capital raised (to end-2009: Q4)	329	256	222	55
Tier 1/RWA capital ratios (at end-2009), in percent	11.3 (+1.5)	9.1 (+1.1)	11.5 (+2.3)	8.5 (+0.3)

Source: IMF staff estimates.

資料來源: IMF, *Global Financial Stability Report (April 2010)*, p.15

希臘危機給市場帶來各國銀行體系可能隱藏巨額主權債務虧損之疑慮，投資者並擔心，銀行債務或不良資產問題其實並沒有解決，因此，歐洲各國政府為重振市場對銀行資產負債表健全的信心，對具系統性風險之金融機構進行壓力測試，且公佈測試結果。

## (二) 銀行壓力測試結果

歐洲銀行業監管會公佈了壓力測試結果顯示，在接受測試的歐盟 27 個國家的 91 家銀行中，有 7 家銀行<sup>6</sup>的資產負債表未達 6% 的第一類資本適足率要求。

在接受測試的 14 家德國銀行中，有 6 家<sup>7</sup>並未如預期公佈主權債務持有情況的詳盡資訊，另除希臘 ATEbank 銀行外，其他歐洲銀行都遵守揭露的要求；而對於德國銀行不遵守揭露要求，外界懷疑其有所隱瞞，且市場對壓力測試的信心也不

<sup>6</sup> 包括五家西班牙銀行: Diada, Espiga, Banca Civica, Unnim and Cajasur.，與其他兩家德國銀行: Hypo Real Estate and Greece's ATEbank。

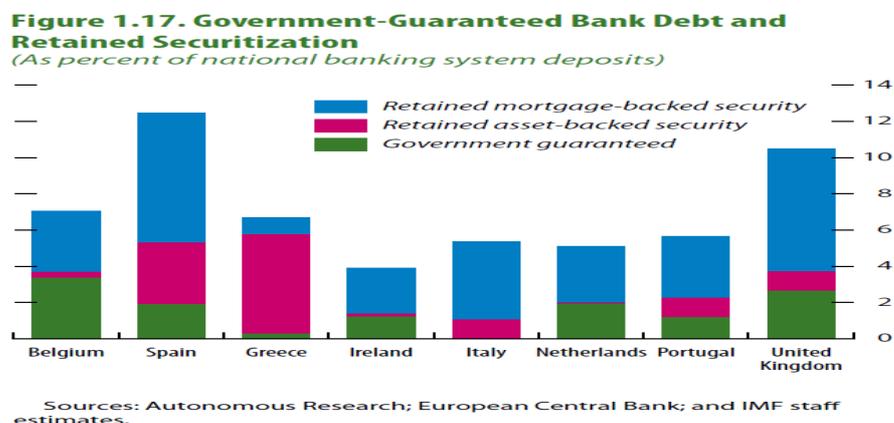
<sup>7</sup> 德意志銀行(Deutsche Bank)、郵政銀行(Postbank)、Hypo Real Estate、合作制互助銀行集團 DZ 和 WGZ、以及柏林銀行(Landesbank Berlin)。

足，批評這些測試的假設情境過於寬鬆，與美國壓力策試相比，其損失之假設條件亦較輕，例如 Fed 壓力情境之 GDP 成長第一年設為-3.3%，放款損失第一年為 7%和第二年為 12.6%，歐元區則分別為-0.2%、4.4%及 2.1%，似有放水之嫌。

### (三) 壓力測試未能舒緩市場疑慮

由於外界對壓力測試假設情境存疑，認為該測試只是為了紓緩市場對歐洲銀行資產負債表之疑慮，而非真正有心解決問題，因其壓力假設情境似乎過於樂觀。

另外，歐洲許多國家政府擔保銀行債務之比例相當高，如英國、西班牙和比利時等(如下圖)，假使政府撤銷對非存款債務的擔保，通過壓力測試的銀行，能否籌措足夠資金?壓力測試的極端事件假設，尚未超過歷史極端事件或可預期範圍，其目的只為了表示其符合監管的資本要求，使得銀行股東放心，不需因銀行資本適足率不足而增資，而非證明銀行財務穩健或保護儲蓄戶的存款安全，金融市場對於壓力測試結果反應冷淡，顯示其未達安撫人心之效用。



資料來源: IMF, *Global Financial Stability Report* (April 2010), p.21

#### 四、 歐元貶值效應

##### (一) 歐元貶值對出口有利

主權債信危機爆發後，歐元兌美元匯率由 2010 年初的 1.5 大跌至 6 月中的 1.2，市場開始討論是否應該終止單一貨幣的實施，投資者並開始懷疑歐洲國家債券是否為無風險資產，且擔心未來經濟成長可能遲緩，歐洲銀行體質是否健全以及歐洲央行將維持低利率水準更長一段期間等，同時歐元區主權信用違約互換(CDS)利差也因此急遽上升。

歐元下跌看似不看好歐元區經濟，實則利於歐元區經濟復甦，因為如果其持續疲弱持續一段時間，將會提振歐元區國家的出口競爭力，尤其是德國，這將使得歐元區整體轉為外部盈餘，貶值數月後德國出口成長率已見成效。

而歐元貶值之負面影響，乃進口價格上漲並可能引發通膨上漲，但是歐洲央行通膨仍在 2%通膨目標之下，無明顯跡象其會超過此目標，因此歐元貶值將不致於帶動通膨失控危機。

##### (二) 歐元升貶值與歐債利差擴大

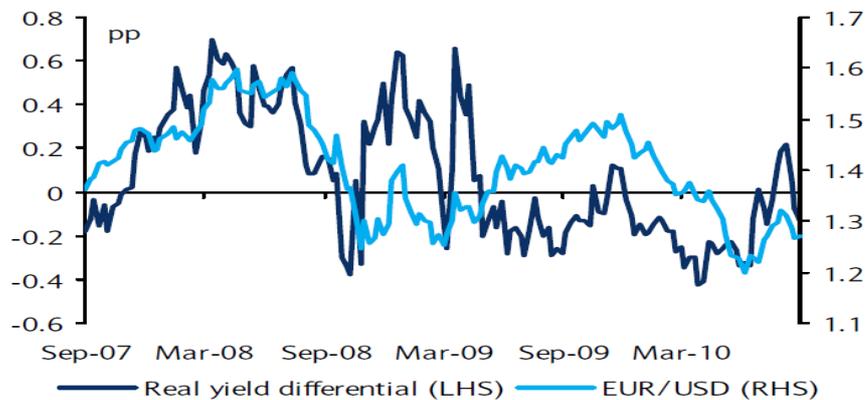
希臘債券危機從 5 月至 9 月，歷經三個月，歐元區各國政府尚需擴大資本市場上的借款額度，雖然目前看來各國政府在籌資方面困難不大，不過未來政府債券殖利率可能因其承受拋售壓力，而需支付更高利率來吸引投資者。

愛爾蘭 2010 年 8 月份國家主權評等就遭標準普爾公司(S&P)

以支撐其銀行體系的成本日益升高為由，將其主權債信評等調降一級至 AA-，並估計愛爾蘭銀行體系需要再挹注資金達 500 億歐元，遠高於先前估計的 350 億歐元，與德國利差再度擴大。

2010 年 9 月份歐洲債券實質利差再度上揚至先前 4-5 月份之高點，惟此次並未如上次利差擴大導致歐元劇貶，歐元維持在 1.3 左右盤整，為何此次利差擴大而歐元兌美元變動卻不大呢？根據巴克萊資本研究<sup>8</sup>指出，歐元升貶值主要與美國疲弱的經濟有關，因為 Fed 8 月份表示，若經濟前景轉弱將進一步擴大經濟振興計畫，且 9 月份 FOMC 會議維持低利率不變，導致美元走弱，歐元則相對穩定，近年來歐元兌美元匯率變動與兩者相對利率走勢相似(如下圖)。

Figure 1: The recent rise and fall of EUR/USD coincided with changes in the real yield differential



Note: The real interest rate differential is that implied by 10y swap rates.  
Source: Barclays Capital

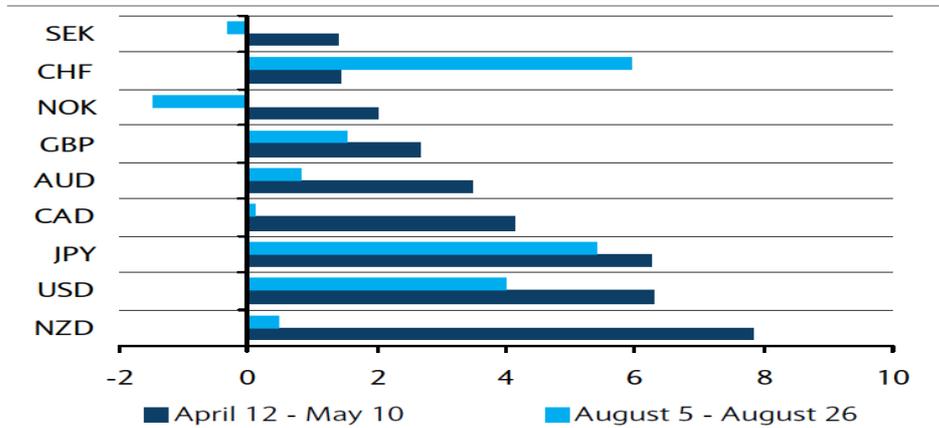
資料來源: Barclays Capital, *Widening peripheral bond spreads: Is this time different?* p.5

再者，4-5 月份歐元貶值與歐債危機爆發投資者風險趨避升高有關，且貶值對向以具安全性之幣別為主，如加幣、日圓、

<sup>8</sup>巴克萊資本 2010 年 9 月 2 日出版之“Widening peripheral bond spreads: Is this time different?”研究報告。

美元及紐幣等，而 8 月份之情勢則非盡然(如下圖)。

Figure 2: Currency performance versus the EUR

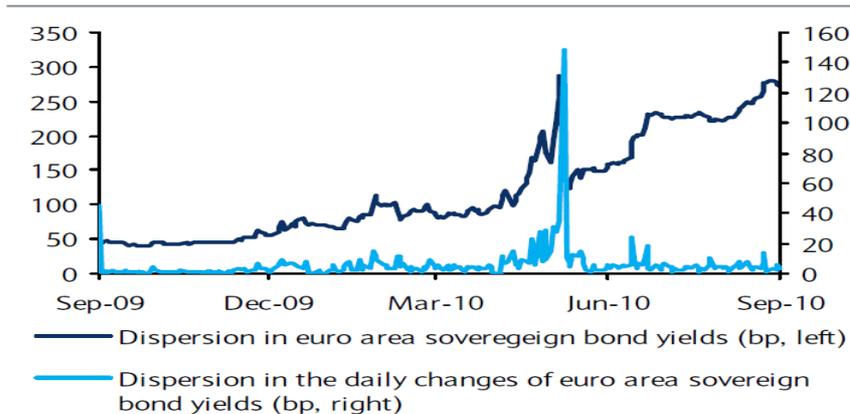


Source: Barclays Capital

資料來源: Barclays Capital, *Widening peripheral bond spreads: Is this time different?* p.5

此外，4-5 月份歐元區債券利差擴大迅速，然而 9 月份則有序上升，較不出乎意料之外，使得歐元變動較為穩定(如下圖)。巴克萊資本認為未來歐元兌美元走勢趨於區間貶值，因歐洲債信危機未根本解決，風險趨避效應將持續，惟美國未來經濟相對表現亦將對匯率升貶值有所影響。

Figure 4: Dispersion of sovereign yields and changes in sovereign yields



Source: Bloomberg, Barclays Capital

資料來源: Barclays Capital, *Widening peripheral bond spreads: Is this time different?* p.6

## 肆、 歐元區之財政改革與影響

### 一、 財政緊縮或寬鬆爭論

目前歐元區似乎逐漸達成共識，就是各國政府以財政嚴格監控管理方式來以避免類似希臘債務危機再度發生。

另外，目前德國政府也將向歐元區其他國家施壓，要求它們提出類似於德國的平衡預算法案<sup>9</sup>，若此一規定落實於整個歐元區，將意味比歐盟現行財政紀律規範更嚴格。

目前歐盟大多數成員國政府赤字已經失控，公共部門債務日益攀升，若歐洲各國政府不加緊控制支出，將市場將持續緊張，然而歐洲居民似乎尚未準備好迎接縮衣節食時代的來臨，政府部門緊縮政策公布後，許多民眾紛紛走向街頭抗爭，無奈如果現在無法接受這種日子，很可能面臨債務違約、銀行倒閉等更慘痛代價。

#### (一) 財政急迫需要改革

探究財政赤字高漲原因，歐元區自成立以來，通膨率穩定持續在歐洲央行定立的通膨目標區間內，總體經濟穩定與進步，使得各會員國風險偏好逐漸提高，較低借款利率也使得政府融資不斷增加，當危機爆發時，公共財政則不堪一擊。

許多人將財政緊縮與財政改革視為相同，其實不然，財政政策之調整應該是基礎財政措施的根本改變，期以實現財政盈餘，儘管暫時的財政調整會抑制需求，惟改革措施將帶來更

---

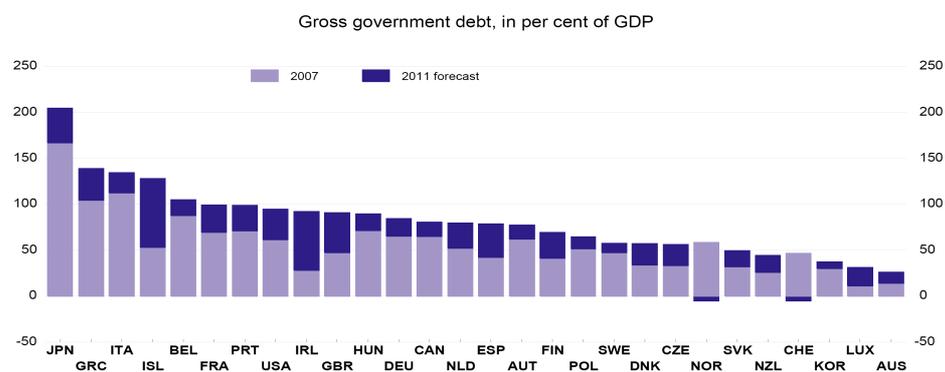
<sup>9</sup> 德國 2009 年在憲法中補充一項法律，到 2016 年，禁止聯邦政府的赤字超過 GDP 的 0.35%，且 2020 年之後，德國各州將不允許有任何赤字。

多的財政收入與增長。目前歐盟經濟治理特別委員會(Task Force on Economic Governance)目前正積極推動改革<sup>10</sup>，該委員會針對失控的赤字與債務主張加強財政監督與多邊監督，並要求備妥預防與解決危機的措施。

## (二) 財政緊縮似乎勢在必行

當前希臘所需的紓困規模龐大，歐元區要再次推出如此巨額之紓困方案恐怕很難，其他成員國若發生相似之危機可能無法受到援助；此外，歐元區內許多國家財政赤字偏高且負債比率仍在上升，並缺乏貨幣政策獨立性。

經濟合作開發組織(OECD)在2010年5月份出版的Economic Outlook 中預估，除希臘、西班牙、葡萄牙和愛爾蘭的政府債務占GDP比重高外，英國、法國、義大利情況亦不佳(如下圖)，而巨額赤字國家終究會衝擊到德國的財政，身為歐洲主要盈餘國，德國無法跳脫成為周邊成員國最大債權國的枷鎖，各國財政緊縮似乎勢在必行。



1. Mainland Norway only.

Source: OECD, System of National Accounts database; and OECD Economic Outlook 87 database.

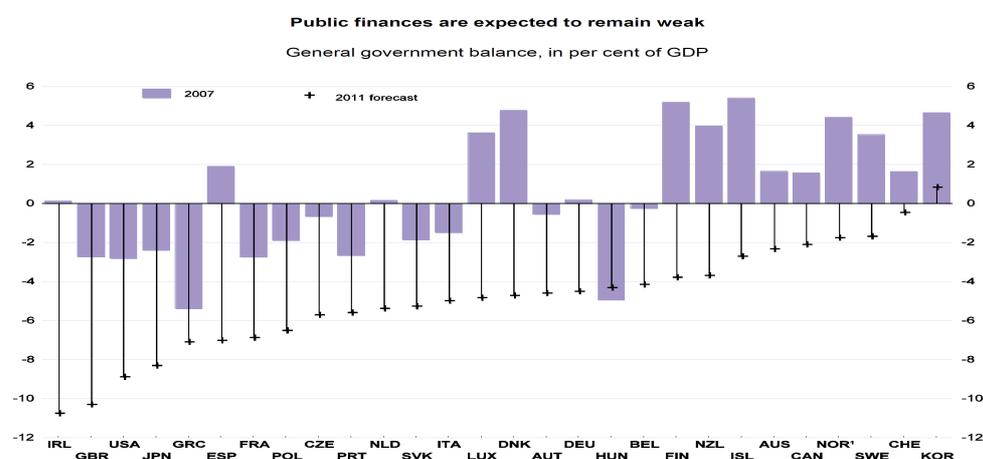
資料來源: OECD, 2010 Economic Outlook, No. 87, p.20

<sup>10</sup> 詳閱歐盟2010年6月7日新聞稿網址: <http://www.european-council.europa.eu/the-president/>

### (三) 財政緊縮看法分歧

支持財政緊縮者主張若不立即實行緊縮，將帶來財政和金融衝擊，反對者則認為緊縮會危害經濟復甦，進而引發財政危機。

OECD 並預估 2011 年公共融資將持續呈現疲弱(如下圖)，若不採取財政緊縮行動，情況將更加惡化。



資料來源: OECD, 2010 Economic Outlook, No. 87, p.20

財政緊縮行動方面，加拿大多倫多舉行之 G20 高峰會聲明，已開發國家承諾在 2013 年前將財政赤字減半，並在 2016 年之前降低政府負債占 GDP 的比例。

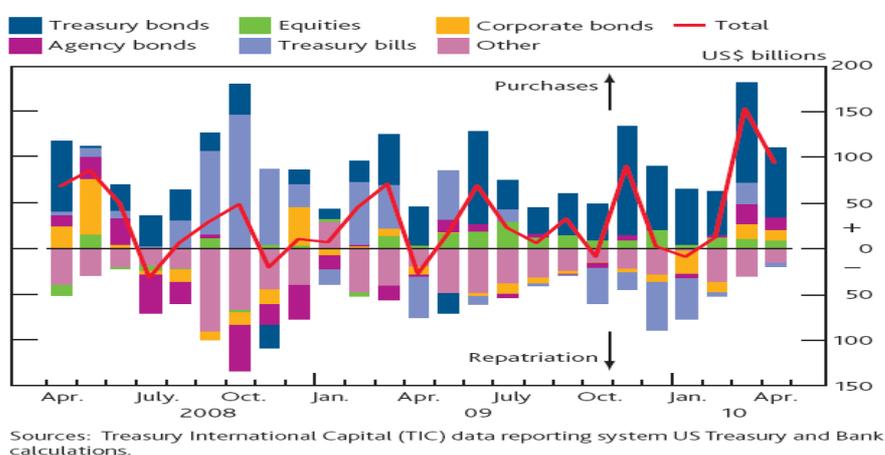
主張削減赤字者指出，龐大的財政赤字將威脅長期財政的可信度，抑制私人支出與信心，而財政緊縮後經濟衰退風險，可藉由低利率水準以鼓勵投資、縮減支出及較低匯率等促進出口。

但是反對財政緊縮者強調，當前復甦仍然非常薄弱，尤其是

私營部門仍具有龐大的財務盈餘，私營部門若縮減支出將加劇財政赤字。

市場方面，由於投資者風險趨避，投資較安全之政府債券，美國公債之購買從 2009 年以來居高不下，2010 年 4 月以後更是創新高(如下圖)，長期利率下跌，顯示未來經濟前景堪憂，財政緊縮與否，進退兩難。

Chart 3.11 Foreign net purchases of US securities



資料來源: Bank of England, *Financial Stability Report (June 2010)*, p.37

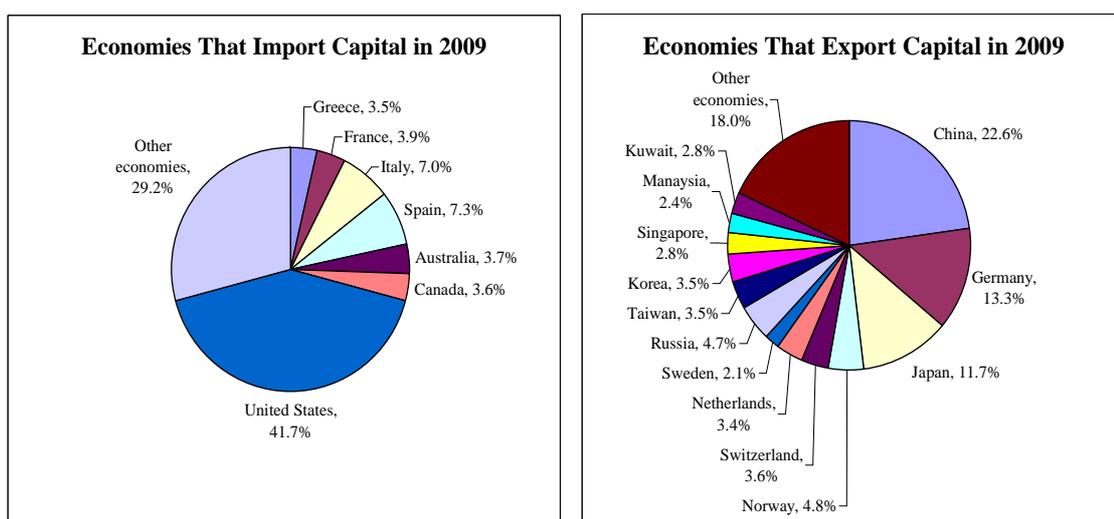
#### (四) 財政緊縮風險

由於各歐元區、美國及日本等利率接近於零，除量化寬鬆外，貨幣政策已失去效果，擁有獨立央行的美國與日本直接為財政赤字猛印鈔票以提供融資，但歐元區會員國就無法如此。

只要產能過剩情況持續，銀行放貸依然蕭條，這種印鈔票的行動就不致帶來通脹風險，而過早實行財政緊縮卻可能扼殺經濟成長幼苗，如同 90 年代的日本一樣陷入通縮的深淵，

因為高負債與通縮相互作用，造成螺旋式下降<sup>11</sup>。

是否應立即執行緊縮政策？有待商榷，根據 IMF 2010 年預測，高收入國家私營部門的收入將遠超過支出，而私營部門支出緊縮的結果不是經常帳盈餘，就是財政赤字，除德國和日本擁有經常戶盈餘外，美國、希臘、西班牙、義大利和法國等屬資本輸入國(如下圖)，緊縮結果將對其相當不利，因這些國家財政赤字大於私營部門盈餘，當總體需求與長期利率水準同時下降，私營部門支出減少促使財政赤字惡化。



資料來源: IMF, *Global Financial Stability Report (April 2010)*, p.161

## 二、通貨緊縮風險

### (一) 全球經濟持續遲緩

Fed 官員指出目前通縮和通脹風險並存，歐洲央行雖預估歐元區今明兩年的成長率將比先前評估的水準高，排除了經濟衰退二次探底(double-dip recession)的可能性，不過，其對未

<sup>11</sup> 通縮情況下，商品價格下降將引發經濟螺旋式下降：商品價格下降導致企業利潤惡化，公司因此裁員增加，民間消費需求減弱更加推動商品價格進一步下降。

來前景表示憂心，警告其預測可能過於樂觀，並把提供歐洲各銀行的緊急融通措施延長至 2011 年。

因此全球經濟前景不容樂觀，根據 Carmen Reinhart and Vincent Reinhart<sup>12</sup> 於 2010 年 Jackson Hole 央行會議表示，過去 75 年發生的 15 次嚴重經濟危機資料分析顯示，在危機後的 10 年裡，每人實質國內生產總值(GDP)成長往往會降至比危機發生前更低的水準，失業率攀高，尤其以已開發國家最為嚴重，截至 2009 年為止，15 次重大危機中，有 10 次失業率始終無法在 10 年內回到危機前的水準。

在房地產價格資料可取得之區域裡，90%的房地產價格在危機發生後 10 年均低於危機前一年的價格水準，房屋價格中間值也比危機之前下跌 15%到 20%，而累計下跌幅度則高達 55%；信貸方面，危機發生之後，其占 GDP 比例緩慢下降，幅度和發生前上升幅度相當，值得注意的是，這種去槓桿化的過程通常是非常漫長的。

經濟萎縮與復甦緩慢將使得總體供給下降，投資成長低迷，加上高失業率，產能水準深受影響，因此，當前歐洲經濟改革政策必須兼顧供給與需求，不能只顧及需求面的危險。

## (二) 刪減赤字引發通縮

美國、歐洲和日本經濟的成長在未來幾年似乎難以恢復較高成長率，目前經濟復甦力道微弱，在這樣背景下，如何解決

---

<sup>12</sup> Carmen Reinhart 是馬里蘭大學教授，Vincent Reinhart 則是美國企業研究所(American Enterprise Institute)常駐學者。

這場歐洲債務危機的政策方向，其爭議日益增加。

Fed、歐洲央行以及英國央行可能都在考慮採取進一步的量化寬鬆政策，以期恢復經濟動能，然而，部分學者認為寬鬆的貨幣政策已經使得通脹率上漲機率提高，並主張應立刻上調利率，否則近乎零利率以及低息貸款環境下，銀行恐將再度承擔過多風險，引發新的金融危機。

部分國家如澳大利亞或加拿大，因這些國家未受銀行、資產負債表和赤字等危機打擊，且其已經開始上調基準利率，但反觀美國和歐元區，因資產負債表重整以及去槓桿化等問題，面臨通縮而非通膨危機，因此，收緊貨幣政策並非恰當。

此外，削減公共支出不但不會導致私營部門支出增加，降低結構性財政赤字反而可能導致週期性赤字增加，或私營部門盈餘減少，因收入下降的速度比支出上升速度還快，尤其當已開發國家產出缺口(output gap)居高不下，最終需求低迷，加上原物料價格上漲仍有限，其貨幣寬鬆政策不致造成通膨，反倒是通縮風險蠢蠢欲動。

巨額財政赤字的國家，理應大幅緊縮財政支出，然而，企業或消費者面臨緊縮措施，是否會增加支出以抵銷政府部門支出呢？倘若緊縮措施使得經濟陷入衰退，甚至是通縮，想必是減少其支出。

目前許多已開發國家像希臘一樣面臨巨額赤字，或者是像日

本一樣面臨經濟衰退與通縮問題，德國表示應緊縮歐元區財政政策，英國也深表贊同，惟美國持相左意見，Fed 主席 Bernanke 更聲稱如果經濟有再次衰退之風險，將擴大經濟刺激方案。

無庸置疑，日本已陷入通縮泥沼，歐元區與美國核心通膨持續下降，在龐大政府赤字下，若缺乏有效貨幣政策來支應財政緊縮，市場總體需求可能會大幅下降，使得經濟持續惡化，存在通縮風險，歐元區正面臨如此風險。

對於高比例赤字，金融時報(Financial Times)首席經濟學家 Martin Wolf 認為，美國和英國身為債務國，其借款優勢主要是私營部門盈餘已涵蓋財政赤字的 75% 和 90%，且許多私營部門本身債務以其原幣計價，另美英央行行動較積極，債券持有者不致受困於流動性風險，而其貨幣自由浮動則有助於化解危機發生時市場緊張與信心波動，貨幣政策之自主權則有助於近期經濟成長之推動，最後，美國供應全球最安全的儲備資產，金融海嘯期間，國際投資者購買其公債金額不降反升，政府舉債較歐洲容易。

以目前環境來看，歐洲央行總裁 Jean-Claude Trichet 提倡聯合財政緊縮舉措成功機會不高，因隨經濟衰弱，結構性財政緊縮之成果將無法彌補週期性赤字，嚴重者更可能導致通縮。

### (三) 貨幣政策建議

UBS 銀行之資深經濟顧問 George Magnus<sup>13</sup>主張貨幣政策之寬鬆或緊縮應依照以下三項指導原則：

1. 當經濟總體需求、信貸需求以及勞動力薄弱時，以高利率政策來引導銀行行為是不恰當的；相反地，決策者應該擬定監理措施予以控管，例如巴塞爾協定 III (Basel III)制定新的管理機制。
2. 一般而言，資產價格上漲以調高利率政策來控制是可行的，惟目前尚不是時機，因房地產價格持續下跌、股票價格也未達泡沫以及大宗商品價格上漲反映出，此乃結構性因素且非週期性需求。
3. 雖然市場上資金流動充沛，但惟有當消費與借貸意願相當高時，這些資金才會引發通膨問題，由於目前總體經濟環境並非如此，且企業收入和總體需求成長薄弱，通膨上揚的可能性不高，因此提高短期基準利率來打擊通膨將危害經濟長和就業率，尤其是採取財政緊縮政策的國家。

貨幣政策之決策者應明確界定在何種情況下擴大量化寬鬆政策，且若有必要，與其調高利率緊縮貨幣政策，不如採取經濟刺激方案和印鈔票，因為後者總是可以藉由收回該刺激方案予以挽回，而不當調高利率只有造成經濟萎縮。

### (四) 通貨緊縮之投資建議

從歷史角度來看，儘管通貨緊縮發生之機率相當小(僅在日本發生過)，但是近年來歐美陸續發生金融危機，為避免重

---

<sup>13</sup> George Magnus 為是 UBS 投資銀行的高級經濟顧問與首席經濟學家，針對新興市場經濟著有“Uprising: will emerging markets shape or shake the world economy”一書。

蹈日本“失落十年”之覆轍，Fed 與歐洲央行不斷調降利率並維持該低水準相當時間，並採行量化寬鬆政策，購買政府公債與挹注大筆資金，成為巨型鈔票印製機。

然而，縱使如此，通膨似乎仍奄奄一息，毫無起色，在已開發國家，通膨通常並非因為龐大政府赤字或債務而提高，反倒是通縮魅影如影隨形，因此，投資者必須瞭解在通縮的情況下如何投資與因應。

理論上，在通縮國家之名目性資產(如政府公債)表現將優於實質性資產(如股票、房地產)，而在通膨國家，實質性資產則較佳。

在股票投資方面，通膨國家之股票市場往往比通貨緊縮國家表現凸出(以當地貨幣計價)，主因係這些國家經濟成長較高，民間消費與需求高，企業產能與績效相對良好。

在債券方面，主要區別在於一般債券與抗通膨債券(inflation-linked bonds)之選擇；抗通膨債券乃屬實質利率之有價證券，不管在通膨或通縮環境下均具有吸引力，尤其在當前到底是通膨或通縮爭議不斷之情況下，與通膨或通縮連結債券較具優勢。

但是投資通縮型資產(deflation-inspired investment)將必須考慮其報酬是否與所承擔風險相當，也就是說，應審慎檢視該債券價格波動，並判斷通縮發生之機率與所付出之價格是否

合理。

在匯率方面，根據購買力平價(purchasing power parity)理論，長期來講，通縮國家之名目匯率會相對於通膨國家升值，惟短期間內，匯率更容易受到利差週期性變動之影響，由於在通膨國家之景氣循環中，利率變動較通縮國家大，因此其主宰匯率變動方向。

長期從全球經濟發展與歷史角度來看，通膨與通縮之爭往往由通膨勝出，因此除考慮短期通縮適度調整投資組合外，長期布局似應以通膨為主要考量。

## 伍、 歐元區處境與建議

### 一、 歐元區存續之探討

歐盟對希臘債務危機之援助，並非長久之計，市場開始討論歐元區將難以原有之形式繼續存在，部分人士認為此次危機本質上是財政方面的，也就是說，若缺乏整合的財政政策，單一貨幣聯盟將難以維持，而財政無法自律亦將導致危機，尤其當私人支出大幅下降時，財政赤字將驟升。

然而，經濟成長不恢復，歐元區就難以恢復財政穩定，對於那些經常帳呈巨額赤字的國家來說，主要經濟成長需來自淨出口，若指望私人支出增加和大幅資本流入等無異是緣木求魚。

歐元區南歐國家淨出口迫切需要的是結構性改善，雖然目前歐

元匯率大幅下跌對債務危機國家有所幫助，由於其主要貿易往來對象仍在歐元區之內，對外出口競爭力薄弱，因此歐元下跌對其出口作用不大。以希臘來說，未來不免要進行債務重整，且無法解決競爭力匱乏的問題，包括未來償債能力、私人和公共債務重整、私營部門支出和借貸不均衡、財政緊縮抵消了歐元匯率下跌等因素，以致未來經濟情勢不大樂觀。

倘若以為遵守了財政規律就可以避免危機是錯誤的，私營部門亦需背負起失敗責任，光靠財政緊縮推動經濟成長是不夠的，未來歐元區欲持續維持下去，應進行經濟結構性之調整。

## 二、 歐元區未來堪憂

假設歐元區制度始終不存在，這次歐洲債信危機的發生，勢必會造成某些歐元區會員國發生貶值危機，如希臘、愛爾蘭、義大利、葡萄牙和西班牙的貨幣兌德國馬克將會大幅貶值，因為這些國家私人支出大於收入，德國和荷蘭則剛好相反，歐元區內部經濟失衡，對私營部門與公共部門的信用借貸造成損害；歐元區借款國終究必須履行其所虧欠債務，一旦發生經濟危機事件，這些國家將面臨主權信用評級調降，不得不削減財政赤字，加上私人支出大幅萎縮，導致結構性衰退。

歐洲央行利率設定的目的乃希望平衡區內的供給和需求，但對於希臘或西班牙等泡沫國家，利率水準實在過低，由於外部競爭力喪失以及國內需求膨脹加深了對外赤字，因此陷入無法產生對外盈餘以及無法解決財政赤字的魔咒。

### 三、 德國背負歐元區成敗關鍵

歐元區繼續存在，絕對符合德國的長期利益，因其不但使德國工業競爭力得以受到保護，且讓德國經濟在內需停滯的情況下仍持續成長，德國堅信財政赤字國家必須嚴格紀律，其實不然，關鍵在於整體歐元區的結構型調整。

歐元區成功與否與德國自身利益息息相關，理由乃其經濟嚴重依賴出口與外部需求，因此其需要具有競爭力的匯率與市場，而歐元區正符合這兩項要求，若沒有歐元，隨著歐債危機發生將使歐洲經濟受創，德國馬克匯率必定飆升，使其出口受到嚴重衝擊，且許多歐元區貿易夥伴消化了德國 40% 的出口，不幸的是這些國家日積月累下來已逐漸喪失競爭力。

需求面沒有調整的原因在於歐洲內部市場沒有充分發揮作用，不僅是產品方面，勞工市場方面亦需要調整，若不修正，歐元區內部的失衡將會持續且可能加劇，這將使希臘或西班牙之經濟失衡更難以調整。

鑒於美國可能面臨二次衰退，德國若要維持其經濟成長率，德國需要國內需求大幅增加，這將是難上加難，目前歐元區的挑戰在於如何改善運作方式與整體制度改革，而德國卻是責無旁貸。

### 四、 主權債務與貨幣政策建議

金融海嘯正在從私營部門向主權國家蔓延，歐洲各國政府正透過去槓桿化，防止公共債務將無限制地成長，而引發更嚴重的

公共及私營部門危機。

「末日博士」Nouriel Roubini 與 Arnab Das<sup>14</sup>針對改善主權債信危機提出以下幾點建議：

- (一) 歐元區必須行動一致，建立主權債務重整機制，避免救助計畫產生道德風險。
- (二) 債權國要承擔損失，而債務國則需要重整，尤其銀行壞帳問題依然存在，歐美房地產不振情況下，希臘與西班牙等國家也欲振乏力。
- (三) 財政必須恢復持續性，將重點擺在如何增加收入或減少支出、年齡老化問題以及如何因應突發危機事件等議題。
- (四) 金融業須徹底改革，因金融海嘯至今，大型金融機構“太大不能倒”現象仍存在，問題未獲得真正改善。
- (五) 全球經濟須恢復平衡(rebalanced)，意即赤字國家增加儲蓄與投資，盈餘國家則增加消費。

主權債信危機須要各國合作與努力而非僅靠一己之力，透過整體通盤考量與改革，方有機會渡過難關。

---

<sup>14</sup> Nouriel Roubini 是 Roubini Global Economics 公司之董事長與紐約大學經濟系教授，Arnab Das 是該公司負責市場研究與策略之經營董事。

## 陸、 亞洲因應歐洲債信危機之措施與建議

### 一、 歐洲債信危機對亞洲影響

相對於歐洲債信危機，亞洲地區因多數國家擁有龐大的外匯存底、巨額經常帳盈餘、對南歐的直接風險比例不大，以及亞洲各國記取 1997-98 年亞洲金融風暴的教訓，建立機制，如“清邁倡議多邊化”(Chiang Mai Initiative Multilateralisation, CMIM) 貨幣互換協定(其規模高達 1200 億美元的雙邊貨幣互換協定)等，為亞洲提供相當的保護。

但是，亞洲的主要面對的問題，乃是經濟迅速增長是否能以持續?以及歐美金融危機蔓延將以何種形式影響亞洲經濟?

在歐盟為希臘和其他負債累累的會員國紓困之後，可能已經對亞洲貨幣政策造成影響，因為如果其償債不確定性延續下去，可能使得歐元持續走弱，如此人民幣兌美元匯率的升值速度將減緩，而大陸與美國貿易逆差的問題將持續惡化，進而影響亞洲整體出口。

人民幣兌歐元升值，使得市場降低大陸將允許人民幣升值的預期，升值並將增加大陸出口商的成本，而對歐洲國家的出口造成負面影響，因為目前歐元區是大陸第二大出口市場，占其總出口的 14.5%，僅次於美國的 20%；而歐元在危機發生後劇幅變動凸顯出貨幣釘住美元的問題，因為把匯率綁住美元，將會受到歐元與其他重要貨幣大幅度波動之影響，而人民幣在貿易加權指數上已呈現大幅升值。

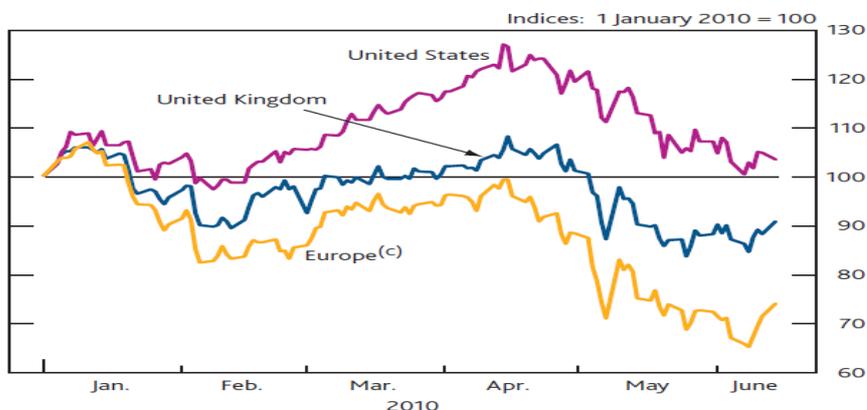
大陸為確保其出口競爭力與避對國內企業造成嚴重影響，並不贊成人民幣快速升值，雖然歐洲債信危機使其升值速度更加緩慢(因大陸可能需要評估與觀察此次危機對其經濟影響)，但人民幣最終很可能仍會走向升值之途；迫於美國國會與國際間預期人民幣匯率升值壓力，中國人民銀行於 2010 年 6 月 19 日宣布進一步推進人民幣匯率機制改革將依一籃子貨幣進行調節，不再緊釘美元，如此暫時化解中美之間貿易緊張關係，並為將來升值幅度放寬開啟一道門。

## 二、 亞洲經濟過熱與資本移動

### (一) 亞洲經濟快速成長

在歐洲面臨經濟成長緩慢和巨額赤字之時，亞洲國家面對著截然不同的問題，除日本以外，亞洲今年經濟成長很可能超過 8%，且資金流動性充裕、經濟正以危機前的速度快速成長，甚至有過熱的危險。由於歐美經濟不振，資金苦無出處而到處流竄，因此 2009 年 4 月開始流到經濟成長較佳的亞洲(如下圖)。

Chart 2.10 Equity prices for selected international banking systems<sup>(a)(b)</sup>



Sources: Thomson Reuters Datastream and Bank calculations.

(a) Data to close of business on 14 June 2010.

(b) FTSE bank equity price indices, which are expressed in US dollar terms.

資料來源: Bank of England, *Financial Stability Report (June 2010)*, p.28

儘管 2010 年政治因紅衫軍問題而苦的泰國，其經濟實力雖然較弱，但第二季 GDP 成長仍高達 9.1%，而其他國家第二季 GDP 成長如馬來西亞(8.9%)、臺灣(12.5%)、印尼(6.2%)、韓國(7.2%)和印度(8.8%)、新加坡(17.9%)和中國(10.9%)等，表現亮眼。

## (二) 新興市場經濟已經過熱

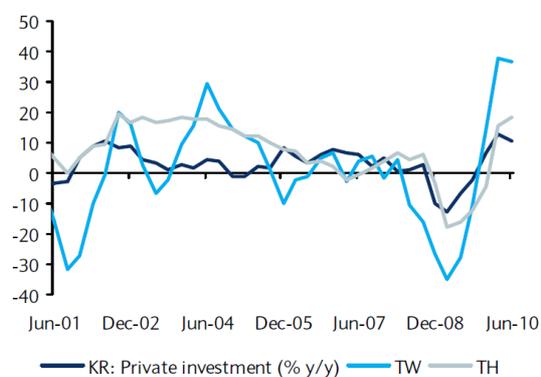
但是領先指標顯示今年下半年可能出現降溫現象，根據巴克萊資本研究<sup>15</sup>顯示，韓國和台灣私人投資 6 月份開始下跌，大陸、韓國和台灣的採購經理人指數(PMI)在 7 月份分別創下數月以來的新低，韓國和台灣出口成長也在 8 月份開始滑落等(如下圖)。

Figure 1: Export growth continues to moderate in Taiwan



Source: CEIC, Barclays Capital

Figure 2: Private investment on the rise in Korea and Taiwan



Source: CEIC, Barclays Capital

資料來源: Barclays Capital, *No news, good news*, p.6

對亞洲新興市場而言，投資重點不在於大陸或其他新興國家之經濟前景是否比歐洲或美國更佳，而是其是否已實際反映

<sup>15</sup> 巴克萊資本 2010 年 9 月 9 日出版有關新興國家經濟之“*No news, good news*”研究報告。

在其資產價格中。

**Figure 1.30. Emerging Market Returns Better on a Volatility-Adjusted Basis**  
(In percent)

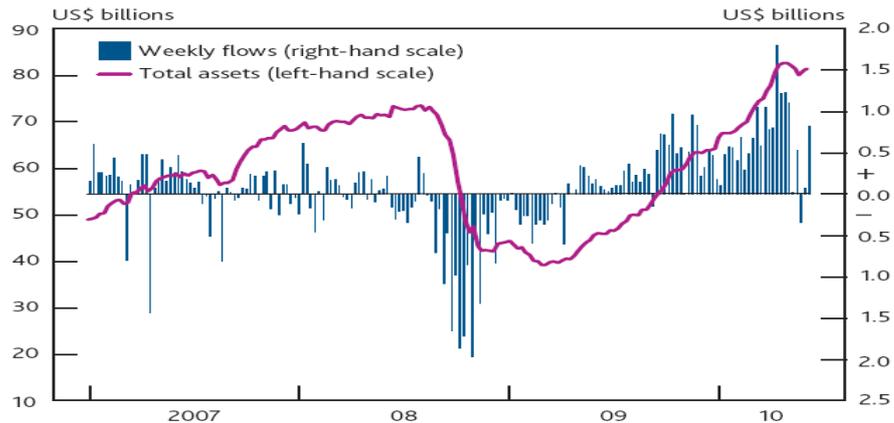


Sources: Bloomberg L.P.; MSCI Barra; and IMF staff estimates.  
Note: Volatility-adjusted returns = three-year rolling log returns/three-year historical standard deviation of returns.

資料來源: IMF, *Global Financial Stability Report* (April 2010), p.29

從風險調整後的市場報酬來說，新興市場整體而言，報酬率自 2003 年以來開始領先已開發市場，美國金融海嘯發生期間(2007-2008)，更大幅領先已開發市場(如上圖)，新興市場經濟成長迅速，為投資者帶來可觀的收益，但是較高報酬吸引了強勁的資本流入，國際機構投資者投機於新興市場，有逐漸升高之趨勢(如下圖)，由於歐美經濟持續不振，且短期間內升息無望，加上美國與歐洲央行購買債券計畫一直進行(猛印鈔票)等因素，導致國際資本往新興市場移動之方向持續不變。

**Chart 3.10 Net inflows into emerging market debt mutual funds(a)(b)**



Source: Emerging Portfolio Fund Research.

(a) Flows into dedicated emerging market funds.  
 (b) Data to close of business on 9 June 2010.

資料來源: Bank of England, *Financial Stability Report (June 2010)*, p.37

### 三、 亞洲已採用之因應措施

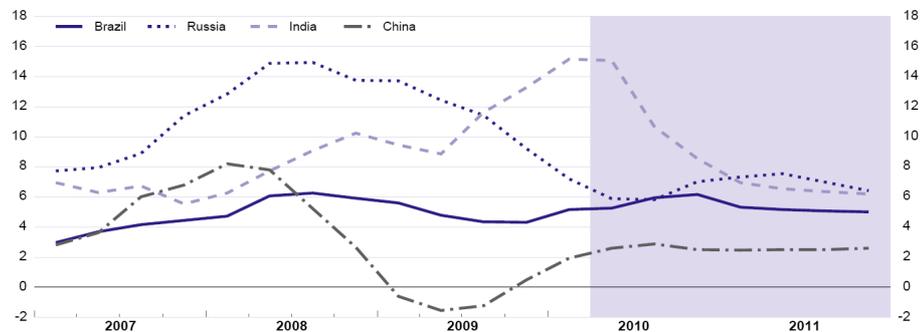
#### (一) 亞洲各國降溫行動與金融穩定措施

##### 1. 調升基準利率

自全球經濟危機以來，資本大舉移動到經濟復甦迅速之新興國家，以致各新興國家資金浮濫，金磚四國當中，除中國外，其餘通膨風險持續高漲(如圖)。

**Emerging market economies are facing inflationary pressures**

Consumer price index, 12-month percentage change



Source: OECD Economic Outlook 87 database.

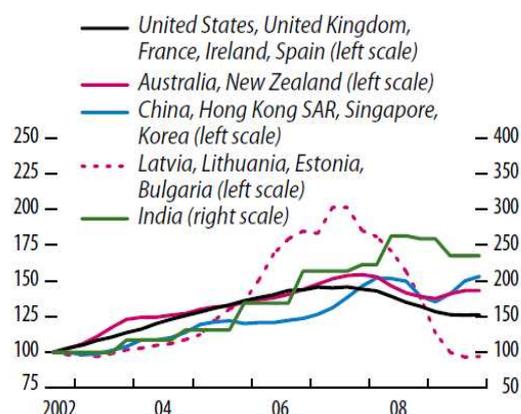
資料來源: OECD, *2010 Economic Outlook, No. 87*, p.18

因應熱錢湧入亞洲新興國家以及未來通膨可能上升，許多國家已經開始升息以防堵通膨上揚，例如馬來西亞央行自2010年至目前(九月份)為止，已經三次上調基準利率，部分國家（印度、韓國、臺灣、泰國和馬來西亞）則上調一次政策利率，而中國、菲律賓和印尼仍在觀望，韓國央行則正考慮退場機制何時啟動與升息時機。

## 2. 房屋降溫措施

擔心低利率水準和高經濟成長將起資產泡沫，新加坡已經採取措施為其房地產市場降溫，香港、澳大利亞、台灣和大陸也針對房價高漲採取降溫行動。

**Real House Prices**

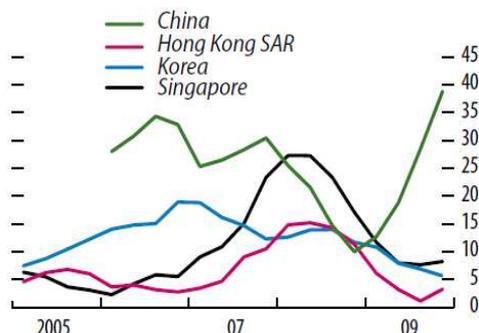


Sources: OECD; Global Property Guide; and national authorities.

Note: The indices started in June 2002.

**Real Estate Loan Growth**

(In percent, year-on-year)



Sources: CEIC; national authorities; and IMF staff estimates.

資料來源: IMF, *Global Financial Stability Report* (April 2010), p.36

新加坡截至 6 月 30 日之過去一年中，私人住房平均價格上漲 38%，為 1996 年 6 月以來之最高點，其政府表示，包括購買私宅或私宅土地，如果在 3 年內轉售，賣方需被課徵 3%

的稅；而申請第 2 項或以上的房貸，金融機構房貸成數上限將自目前的 8 成降至 7 成，增加投資人的自備款。

香港房地產價格從 2009 年 1 月以來已飆漲了約 45%，當地政府亦提高了高檔房地產最低自備款比例、限制預售屋轉售及釋出額外土地用於開發等措施；澳洲在 4 月份恢復了對外國人投資居住性房地產的限制。

根據 Global Property Guide 統計，2010 年第 2 季台灣房價年增率上漲 11.5%，排名全球第 4 位，僅次於新加坡 34.0%、香港 21.4%，及澳洲 14.8%；而從房價與租金比差異，可看出房市泡沫化情形，台北市房價與租金比高達 444 倍，為亞洲國家之首，其次分別為香港為 384 倍、中國 376 倍與日本 216 倍，顯示台灣房價上漲並非因為實質需求所致，因此中央銀行於 2010 年 6 月 24 日理監事會訂定特定地區購屋貸款業務規定<sup>16</sup>。

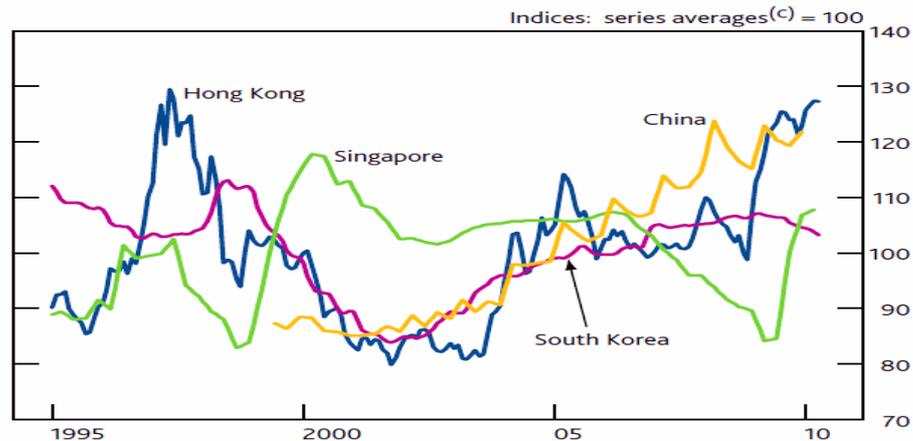
大陸房地產市場降溫的措施較嚴格，為了遏制部分城市房價上漲過於迅速，中國國務院提出諸多房產措施，其中以 2010 年 4 月 17 日下達之“國務院關於堅決遏制部分城市房價過快上漲的通知”<sup>17</sup>最為關鍵。

---

<sup>16</sup> 詳閱中央銀行網址：<http://www.cbc.gov.tw> 之 (99) 6 月 24 日新聞發布第 123 號。

<sup>17</sup> 詳閱大陸國務院網址：[http://www.gov.cn/zwqk/2010-04/17/content\\_1584927.htm](http://www.gov.cn/zwqk/2010-04/17/content_1584927.htm)

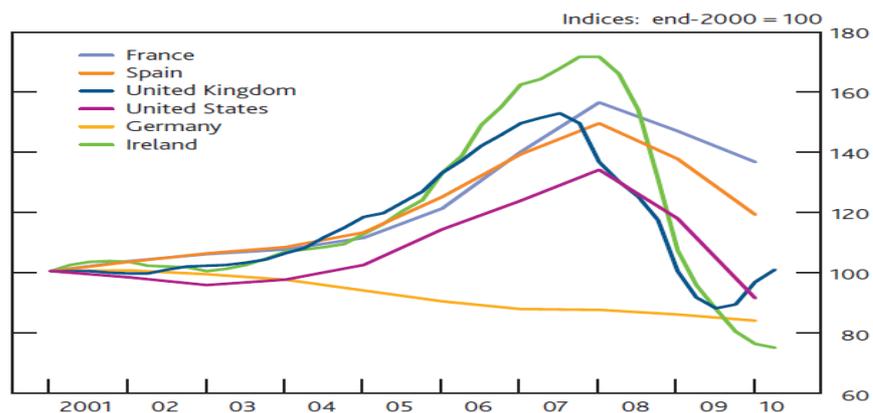
Chart C Property price to rental indices(a)(b)



資料來源: Bank of England, Financial Stability Report (June 2010), p.25

從上圖可以看出大陸、香港及新加坡房價相對於租金指數於2009年開始大幅上揚，反觀國際上歐美之商業不動產價格，除英國以外，其餘如美國、德國、愛爾蘭、西班牙和法國等則是於2008年開始不斷下滑(如下圖)，資本往新興國家移動之跡象相當明顯。

Chart 2.12 International commercial property prices(a)



(a) Annual data, except for United Kingdom and Ireland, which are quarterly to 2010 Q1.

資料來源: Bank of England, Financial Stability Report (June 2010), p.28

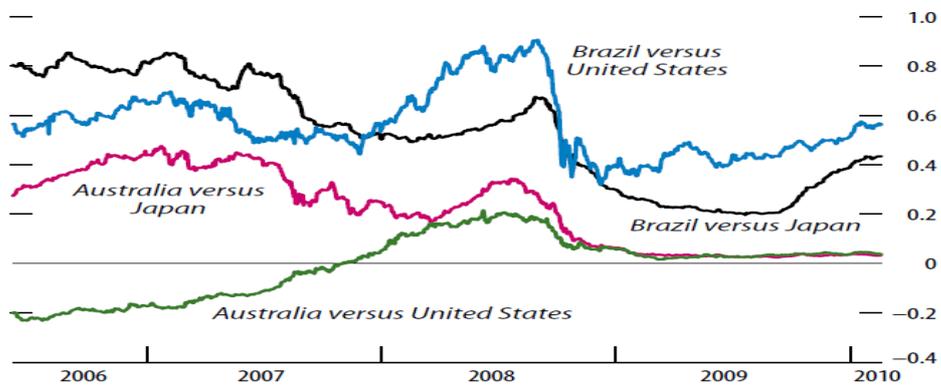
### 3. 金融穩定措施

鑑於歐美猛印鈔票且外資在已開發國家中苦無較佳投資標的，國際間資本移動迅速，熱錢湧向經濟成長較高的新興市場，短期資金流竄導致這些國家匯率波動劇烈而失去貿易競爭力、股市飆漲高於基本面、大宗商品或貴金屬價格非因供需因素異常上揚、信用擴張和資金浮濫而造成資產價格泡沫等不良後果，若資金流入屬於長期投資則受歡迎，惟若以短期套利為目標，一旦外資獲利了結，集體撤出該新興國家，將造成經濟癱瘓之風險，影響一國經濟甚鉅，尤其大多數新興國家經濟體不大且市場淺薄，倘若遭受外資短期資金衝擊，恐怕將難以與之匹敵，或付出慘痛代價。

小型已開發經濟體如瑞士，其央行自 2009 年 3 月起至 2010 年 5 月止，動用超過 1500 億瑞士法郎，約相當於瑞士 GDP 的 30% 買入歐元，期以遏制瑞士法郎的不斷升值，而結果證明無功而返，且造成帳上巨額虧損而宣告停止該項外匯干預措施；即使大型已開發國家如日本在 2003-2004 年間，總共花費相當於 3000 億美元的代價去干預匯市，亦是徒勞無功，慘痛代價，歷歷在目。

因此，許多新興國家自金融風暴以來實施金融穩定措施，期以儘早杜絕外資短期套利危害該國經濟利益；首先，巴西因外資外匯逐利套利(carry trade)盛行(如下圖)以至國內股債市過熱，於 2009 年 10 月開始針對購買當地債券及股票的外資課稅 2% 之金融交易稅。

**Figure 1.34. Incentives for Foreign Currency Carry Trades Are Recovering**



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

資料來源: IMF, *Global Financial Stability Report* (April 2010), p.34

韓國為遏止匯率鉅幅波動並降低國外負債，於 2010 年 6 月對遠期外匯部位上限管制措施，例如外商銀行遠匯部位限額為股權資本之 250%，而本國銀行則為 50%，此外，還有外匯貸款以及資本移動監控等相關配套措施。

印尼則因現行 6.5% 的基準利率高於許多歐美國家，吸引資金流入，印尼盾兌美元匯率漲幅居亞洲之首，因此於 2010 年 6 月決議一系列抑制熱錢流入以及加強抵抗對外金融衝擊的能力的措施；包括廢除資產負債表上外匯部位淨額 20% 的限制，而以總體淨部位 20% 的限制代替，降低資本流入對經濟造成的影響；由於大量資金流入印尼市場，以致當地銀行出現短期流動性過剩情況，印尼央行採取擴大利率區間，增加銀行和央行處理資金的彈性，另發行 9 個月和 12 個月的印尼短期債券鼓勵外資將資金轉而投較長期債券，以防止資金於短期內突然大舉撤出等措施。

#### 四、因應歐美金融危機之建議

##### (一) 未來防堵資本過度移動建議

有鑒於資本移動影響亞洲經濟甚鉅，中央銀行彭總裁受邀於 The Banker 雜誌<sup>18</sup>撰文表示，“由於各國經濟關係更趨緊密，區域內國家應共同合作降低因國際資本移動所帶來的風險，以促進金融穩定，包括共同監控資本流量、建立金融備援制度、成立區域匯率合作機制等”。其建議執行要點摘錄如下<sup>19</sup>：

◆ 監控短期資本移動：

除與重要資訊的交流外，若能進一步合作採取實質協調行動，將有助於區域金融穩定。

◆ 金融備援制度：

清邁倡議多邊換匯協定(CMIM)若要發揮最大的功效，應以亞洲的區域機構為中心，使其成為真正多邊化的備援制度。

◆ 區域匯率協調機制：

亞洲國家應建立正式的區域匯率協調機制，以實際行動共同穩定亞洲通貨的價位。

亞洲各國應該通力合作，以現有之協定與機制為基礎，發揮其最大功能，並擴展實質有效之區域外匯管理與協調措施，共同為區域經濟繁榮與金融穩定努力。

<sup>18</sup>在 2010 年國際貨幣基金/世界銀行年會前夕，國際知名的 The Banker 雜誌特別邀請本行總裁彭淮南，以「國際資本移動管理」為主題撰文發表意見，並將全文刊登於本年 9 月份發行的 The Banker 雜誌第 116 至 117 頁。

<sup>19</sup> 請參閱中央銀行 2010 年 9 月 6 日新聞發布第 170 號 (網址:<http://www.cbc.gov.tw>)

## (二) 避免全球貿易戰

貿易戰在金融海嘯與歐洲債信危機發生後已悄悄展開，歐美的貿易逆差依舊持續居高不下，近期內，歐美在國內貿易保護主義逐漸高漲與對大陸貿易逆差擴大、失業率不斷攀升等因素下，勢必對貿易議題採取較為激進之措施，這將危及貿易順差的國家。

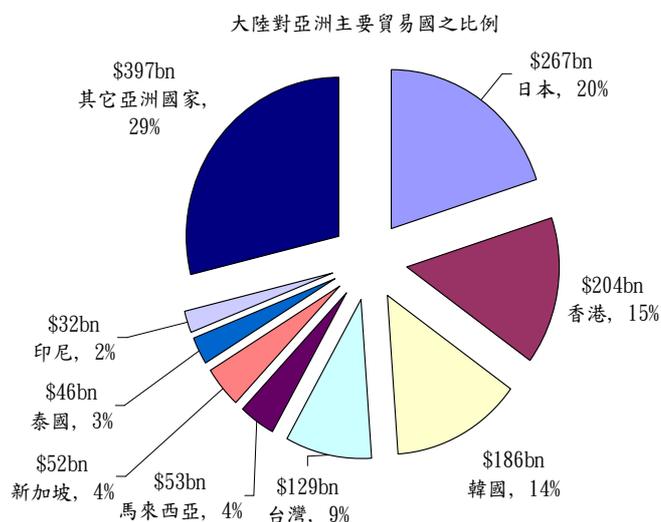
由於美國貿易逆差下降無望，國會因此被迫採用其他形式的貿易保護措施，如關稅、進口配額以及就人民幣問題向中國政府持續施壓等方式進行，而大陸總理溫家寶則在 2010 年 9 月參加聯合國大會時表示，“中美在政治上合則兩利，在經濟上誰也離不開誰，而造成美方對中國貿易逆差的主要原因不是人民幣匯率，而是兩國貿易和投資結構造成的”，並認為若人民幣如美國某些議員所提議升值 20~40%，不但不會增加美國就業機會（因其勞工並非以勞力密集為主），反而會導致無數大陸企業倒閉，民工失業與必需返鄉，使得社會出現劇烈動盪，顯示無意讓人民幣短期內大幅升值。

哥倫比亞大學教授 Robert Mundell<sup>20</sup>曾表示，人民幣釘住美元有助於亞洲出口國家對貿易信心增強，因為大陸和美國是這些國家最大的出口國，其匯率波動愈低，對這些出口國來說，外貿穩定度愈高，貨幣政策所需的調整也相對降低。

---

<sup>20</sup> Robert Mundell 是 1999 年諾貝爾經濟學獎得主，有「歐元之父」之稱，曾呼籲歐元應緊釘美元，且認為匯價變動是造成全球金融風暴的原因之一。

由於亞洲國家出口到大陸比例在金融海嘯後日益增加，高盛銀行估計亞洲占大陸對外貿易金額已達 51%<sup>21</sup>，其中日本、香港、韓國與台灣加總，約占其亞洲總出口之 60%(如下圖)。



資料來源: Goldman Sachs Global Investment Research, CEIC

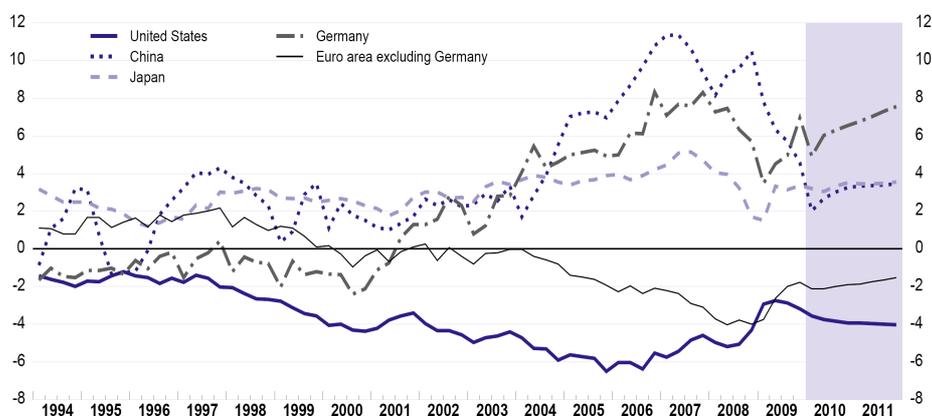
其實歐美應維持其現有的世界貿易組織(WTO)之協議下促進貿易、提昇國內企業生產競爭力、規劃有利之總體經濟政策、改善員工之技能與再教育和投資基礎設施等方式來改善其貿易失衡現象，而非以威脅方式來強迫其他國家就範。

全球經濟失衡持續，失衡是由主要貿易順差國家如中國、德國、日本等，與美國和歐洲貿易逆差國家(如西班牙、義大利和希臘等)所造成(如下圖)。

<sup>21</sup> 高盛於 2010 年 7 月 10 日出版之“Right brain mind stretch 2: China/HK banks – the Rmb trade scheme”研究報告，第 3 頁。

### Global imbalances will widen modestly

Current account balance, in per cent of GDP



Source: OECD Economic Outlook 87 database.

資料來源: OECD, 2010 Economic Outlook, No. 87, p.9

一直以來，德國和日本等國靠出口來維持經濟成長，日本2010年9月新連任首相菅直人表示政府將大力支持日本企業拓展海外銷售；反觀英美等國，在經濟繁榮時期，這些國家出現了巨額的經常帳赤字，未來如果需求繼續回升、全球經濟持續復甦，將再次面臨同樣赤字問題。

然而，此次金融與主權債務危機已迫使貿易逆差國家開始減少債務，如此一來，其過剩需求勢必下降，導致依賴該種需求的貿易順差國家開始採取措施以因應調整，日圓即是在這樣的一個環境下不斷升值，而日本政府也為拯救出口商，而在六年未於外匯市場干預後於9月15日被迫出手，以維持其出口競爭力與貿易順差。

但是貿易順差需要有相對應之貿易逆差，此次歐洲債信危機已使得多數貿易逆差的歐洲國家無法取得新的融資，因此希

臘及西班牙等歐洲貿易逆差國，將會產生資本帳盈餘下降，其相對應之經常帳赤字也會隨之減少。

有鑒於歐美國家經濟衰退與其內需下降，為提振其出口將採行貿易保護或相關競爭措施，亞洲新興國家應謹慎面對這一趨勢，增加內需與提高其產業競爭力以預防可能的貿易戰爭。

### (三) 央行應進行壓力測試

金融風爆發生以來，歐美不斷擴充其資產負債表，所承擔之風險令人擔憂，央行本身也許不致於破產，惟其若產生大筆虧損，則難以恢復央行信譽，因此，央行亦有進行壓力測試之必要。

雖然亞洲各央行外匯存底總金額高達 5 兆美元，但這些外匯資產往往被誤以為是經濟實力的象徵，由於這些存底對應的債務大部份以本國貨幣計價，若美元或歐元長期走貶，其將產生帳面收益減損；Terrence Keeley<sup>22</sup> 指出，以大陸為例，若人民幣兌美元及歐元升值 20%，對中國人民銀行帳上握有的外匯存底就會產生大約 GDP 10% 的帳面損失，至於實行完全釘住美元貨幣機制者，如香港貨幣管理局，損失可能更加嚴重。

歐洲央行、Fed 和英國央行的優勢在於其大部分資產和債務以相同貨幣計價，匯兌損失相對較小，惟量化寬鬆的結果使

---

<sup>22</sup> Terrence Keeley 乃 Sovereign Trends, LLC 之資深經營長，曾任職於 UBS 經營董事，主要負責央行及主權國家客戶。

其資產負債表迅速膨脹，如歐洲央行目前擁有大批歐洲五國 (PIIGS) 未清償政府債券，倘若這些國家進行債務重整，將為其帶來龐大損失，另外 Fed 持有大批不動產證券化商品 (MBS)，將來美國利率上調將帶來帳面巨額損失。

因此，央行必須瞭解其風險窗口，避免因過度承擔與曝露於風險而導致其信譽受損，匯率、利率的波動以及主權債務違約等，均可能造成巨額損失的不利影響，進而違害其獨立性與信譽，因此各國央行應針對其本身曝露之風險因子，執行壓力測試，以因應可能到來的不利因素，並加以防範與準備緊急應對措施。

## 柒、 結論

歐洲主權債信危機爆發，可謂冰凍三尺，非一日之寒，歐盟各會員國自始就未能遵循馬斯垂克條約所訂立有關財政之約束，導致南歐國家資產泡沫、消費與信用擴張和外債迅速膨脹，終究因希臘債信問題，引爆一連串的主權債信問題。

目前歐元區經濟發展問題乃其經濟發展分歧，如擁有經常帳盈餘(資本輸出)國家和經常帳赤字(資本輸入)國家之經濟呈現兩極化；另外，其內需與通膨不相稱導致經濟失衡現象等，均有待整體結構性之調整。

雖然歐盟積極處理危機並提供 7500 億歐元之龐大援助，惟在困境國家短期無法恢復經濟成長的情況下，2010-2012 年歐洲五國(PIIGS)雖可免於債務危機，但長遠來說，巨額負債國家全額償還債款似乎難以如願，終將面臨債務重整。

歐盟與歐洲央行提倡財政緊縮以控制政府赤字過高，主張龐大的財政赤字將威脅長期財政的信譽，且抑制私人支出與信心；而維持低利率水準、鼓勵投資、縮減支出等政策伴隨著匯率下跌，將可促進出口。

但是反對財政緊縮者強調，當前復甦仍然非常薄弱，尤其是私營部門仍具有龐大的財務盈餘，若私營部門減少支出，將加劇財政赤字，使得經濟陷入衰退或造成通縮。

德國雖無 PIIGS 之財政赤字問題，但其銀行握有大批這些國家之主

權債券，所以無法倖免於難；歐元區創立後最大的受益者是德國，理由乃是其經濟嚴重依賴出口與外部需求，也因此德國需要具有競爭力的匯率與市場，鑒於美國可能面臨二次衰退，德國若要維持其經濟成長率，需要國內需求大幅增加，這將不容易，歐元區的挑戰在於如何改善運作方式與整體制度改革，而德國患難與共，責無旁貸。

改善主權債務方面，歐元區必須行動一致，建立主權債務重整機制，以預防救助計畫可能產生的道德風險，債權國要考慮承擔損失，而債務國則需要重整，否則銀行壞帳問題依然存在；財政方面必須具有持續性，其並非單指財政紀律，而應將重點擺在如何增加收入或減少支出；此外，全球經濟須恢復平衡，意即赤字國家增加儲蓄與投資，盈餘國家則增加刺激消費。

貨幣政策方面，當經濟總體需求、信貸需求以及勞動力薄弱時，提高利率是不恰當的，惟有當消費與借貸意願相當高時，這些資金才會引發通膨問題，由於目前歐美總體經濟環境並非如此，收入和總體需求成長薄弱，通膨上揚的可能性不高，因此提高短期基準利率將危害經濟長和就業率，尤其是對於已採取財政緊縮政策的國家，影響為最。

亞洲面臨的問題，乃是經濟迅速增長是否能以持續，以及歐美金融危機蔓延將以何種形式影響亞洲經濟，在歐洲面臨經濟成長緩慢和巨額赤字時，可能已經對亞洲貨幣政策造成影響，因為如果其償債不確定性延續下去，它可能使得歐元持續走弱，亞洲新興國家兌美元匯率的升值速度將持續，進而影響亞洲整體出口。

亞洲國家今年經濟成長恢復迅速，資本流動性充沛，並以危機前的速度快速成長，甚至有過熱的危險，國際資金因歐美經濟不佳而流到經濟成長較佳的亞洲，外匯套利情況盛行，而亞洲多國央行目前已經採取調升基準利率、房屋降溫及各項金融穩定等因應措施，以防止通膨失控、房地產泡沫和外資套利等問題；中央銀行彭總裁特於 The Banker 雜誌撰文呼籲“區域內國家應共同合作降低因國際資本移動所帶來的風險，以促進金融穩定”，以實質聯合行動來抵抗外匯套利。

另外歐美貿易逆差居高不下，其國內貿易保護主義高漲，對大陸貿易逆差擴大且失業率不斷攀升等因素下，勢必對貿易議題採取較為激進措施，這將危及貿易順差的亞洲國家，由於歐美在金融危機之後紛紛採取增加出口以提高經濟成長之策略，因此必須預防潛在的貿易之戰。

歐美自金融風爆發生以來，不斷擴充其資產負債表，所承擔之風險令人擔憂，雖然亞洲各央行握有龐大外匯存底，由於對應的債務以本國貨幣計價為主，若美元或歐元長期走貶，其將產生帳上損失；因此，央行必須瞭解潛在的匯率、利率的波動以及債務違約等問題，其可能違害央行獨立性與信譽，因此央行應針對其本身曝露風險執行壓力測試，加以防範與準備緊急應對措施。

總之，歐洲主權債信危機對世界金融情勢造成重大影響，歐洲與亞洲各國面臨不同之問題待其解決，惟有齊心協力，共同努力方可為將來全球金融穩定帶來一線曙光。

## 捌、 參考文獻

- Fai-nan Perng, 8/30 2010, “國際資本移動管理”, The Banker
- Jane Monahan, 8/30 2010, “*Greek rescue: The big issue*”, The Banker
- Olivier Blanchard and José Viñals, April 2010, “*2010 Global Financial Stability Report – Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*”, IMF
- Carlo Cottarelli and Andrea Schaechter, 9/1 2010, “*Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies*”, IMF
- Angel Gurría and Pier Carlo Padoan, 5/26 2010, “*Economic Outlook*”, No. 87, OECD
- The Financial Stability Executive Board, June 2010, “*Financial Stability Report*”, Issue No. 27, Bank of England
- Karl Whelan, 6/8 2010, “*The Euro, the ECB and the European Sovereign Debt Crisis*”, Brussels, European Parliament
- Vítor Gaspar, 3/23 2010, “*Revisiting the Architecture of Fiscal Policy in the Euro Area*”, Bank of Portugal
- Robert Alan Feldman, Richard Berner, James Caron, Laurence J Mutkin, Gerard Minack, 9/6 2010, “*Deflation: Will America and Europe Follow Japan?*”, Morgan Stanley
- Piero Ghezzi, 9/2 2010, “*Widening peripheral bond spreads: Is this time different?*”, Foreign Exchange Research, Barclays Capital
- Piero Ghezzi and Christian Keller, 5/12 2010, “*Implications of the EU’s ‘mega package’*”, Barclays Capital
- Piero Ghezzi, 9/9 2010, “*No news, good news*”, the Emerging Markets Weekly, Barclays Capital
- Thomas Stolper, et, 8/8 2010, “*Broad Dollar Weakness on the Horizon*”, Issue No: 10/19, Goldman Sachs
- John B. Taylor, Richard W. Fisher, Frederic S. Mishkin, Ronald McKinnon, Vincent, 9/15 2010, “*Deflation: A Rare But Present Danger*”, Issue No: 10/32, Goldman Sachs

Jim O'Neill, Kevin Daly, Ben Broadbent, Aqib Aslam and Stacy Carlson, 8/8 2010, "*From Fiscal Crisis to High Inflation? The Risks Remain Low*", Issue No: 10/31, Goldman Sachs

Roy Ramos, Ning Ma, Gurpreet Singh Sahi, and Yuequn Gao, 7/10 2010, "*Right brain mind stretch 2: China/HK banks – the Rmb trade scheme*", Goldman Sachs

Jernej Omahen, Aaron Ibbotson, Frederik Thomasen, and Domenico Vinci, 7/26 2010, "*Stress test: more than meets the headlines, a conditional thumbs up*", Goldman Sachs

Costas Meghir, Dimitri Vayanos, and Nikos Vettas, 8/5 2010, "*The economic crisis in Greece: A time of reform and opportunity*", CEPR and NBER

Reinhart, Allan H. Meltzer, 9/9 2010, "*What Should the Federal Reserve Do Next?*", WSJ

Carmen Reinhart and Vincent Reinhart, 8/30 2010, "*Beware those who think the worst is past*", Jackson Hole Symposium, FT

David Oakley and Kerin Hope, 9/15 2010, "*Greece rules out possibility of default*", FT

David Oakley and Kerin, 9/15 2010, "*Athens admits it has a long way to go*", FT

George Magnus, 8/25 2010, "*Tough calls after bungee-jump recovery*", FT

Ian Bremmer and Nouriel Roubini, 7/12 2010 "*Sagging global growth requires us to act*", FT

Terrence Keeley, 7/26 2010, "*Now let us stress-test the central banks*", FT

Martin Wolf, 9/7 2010, "*Germans are wrong: the eurozone is good for them*", FT

Martin Wolf, 7/18 2010, "*Why the battle is joined over tightening*", FT

Martin Wolf, 7/6 2010 "*Demand shortfall casts doubt on early austerity*", FT

Martin Wolf, 6/8 2010, "*Fear must not blind us to deflation's dangers*", FT

Nouriel Roubini and Arnab Das, 5/31 2010, "*A Solutions for a crisis in its sovereign stage*", Financial Times (FT)

Paul Romer, 9/2 2010, "*The EU can be a boon for Greece*", FT

Wolfgang Münchau, 9/12 2010, "*A eurozone banking crisis left unresolved*", FT

Wolfgang Münchau, 9/5 2010, "*Do not fall for talk of European solvency*", FT