

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 Bank of America Merrill Lynch
亞洲主權基金暨央行訓練研討會
心得報告書**

服務機關：中央銀行

出國人職稱：辦事員

姓名：李映瑾

出國地點：美國紐約

出國期間：101/10/27 至 101/11/4

報告日期：102 年 1 月 28 日

目錄

壹、前言.....	2
貳、歐洲債務危機之探討.....	3
(一) 歐債危機之起因與現況.....	3
(二) 歐債危機的複雜性.....	5
(三) 歐債危機的處理過程.....	6
1. 流動性問題.....	8
2. 債務問題.....	14
3. 金融系統危機.....	18
4. 歐元區體制結構問題.....	22
參、歐元區展望.....	25
(一) 四大關注焦點.....	25
(二) 歐元區經濟展望.....	27
(三) 里斯本條約之障礙.....	29
肆、結語.....	30

壹、前言

職
於 101 年 10 月 27 日至 11 月 4 日奉派參加 Bank of America Merrill Lynch 在美國紐約所舉辦之第三屆「亞洲主權基金暨央行訓練研討會」(The 3rd Annual Asian Sovereign Wealth Fund and Central Bank Client Training)，參加人員主要來自於亞洲各國之中央銀行與主權投資基金機構，研討會內容主要包含美國、歐洲與中國等經濟前景、利率衍生性工具介紹與交易模擬課程等。

本報告內容主要針對歐債危機之起因、處理過程與展望進行探討與分析，分為四個部分，第一部份為歐債危機之起因與現況，第二部份為歐債危機的複雜性，第三部份為歐債危機的處理過程，第四部份為歐元區之展望。

歐債危機事件為繼美國次貸風暴後的重大金融事件，其牽涉到金融體系與深層面的歐元區體制問題，其複雜性與蔓延性實不亞於美國次貸風暴，如今歐債危機爆發後已邁入第四個年頭，終於在 2012 年達成一些重要的協議，使解決歐債危機之路已緩慢的朝正確的方向前進，但因結構性改革牽涉極廣，故黑暗的前方雖初露曙光，但仍須經過一番披荊斬棘才能到達康莊大道。

貳、歐洲債務危機之探討與展望

(一)歐債危機之起因與現況

起因:希臘債務危機

歐債危機起因於希臘債務危機的爆發，2009年12月全球三大信評機構接連下調希臘主權債務評級(Fitch由A下調至BBB+，S&P由“A-”下調為“BBB+”，Moody’s從A1下調到A2)，新上任的政府承認前任政府隱匿國家負債累累的實情，並表示該國負債已達歷史新高的3000億歐元。

2010年4月，歐盟和IMF表示願意援助希臘，但德國提出的撙節條件苛刻，希臘不願接受，使該援助進展緩慢，希臘債券殖利率屢創新高，三大信評機構接連將其主權評級下調至最低等級，市場擔憂情緒蔓延至同樣債務負擔沉重的西班牙與葡萄牙，導致兩國主權債券殖利率飆升，債務評級亦被S&P下調。(圖1)

2010年5月，希臘面臨倒債危機，不得已只好接受嚴格的撙節措施，獲得歐盟和IMF在未來三年總計1100億歐元的紓困金，但希臘民眾隨即以罷工表示對撙節措施的抗議，投資者則擔心紓困金額太少，不足以讓希臘償還未來即將到期的債務，故市場情緒未受緩和，最終，因希臘債務過於龐大，還是得採取債務重整，讓民間債權人承擔大部分損失，才能讓希臘減輕債務負擔。

期間希臘政府的反覆態度與後來爆出的西班牙金融危機，使得其他南歐諸國公債殖利率持續飆高。歐元兌美元匯率也一路從高點的1.51貶值至2010年6月最低的1.19(圖2)，市場擔憂的不僅是歐元區各國為了緩和金融海嘯衝擊實施財政政策所過度膨脹的財政赤字，更重要的

是歐元區深層面的問題：「歐元區貨幣一體化所存在的矛盾與歐元區的結構性問題」，這令外界懷疑歐元區的成立是否是個錯誤，並擔憂歐元區是否會因而瓦解。

圖1： 歐元區外圍國家主權評等被降評

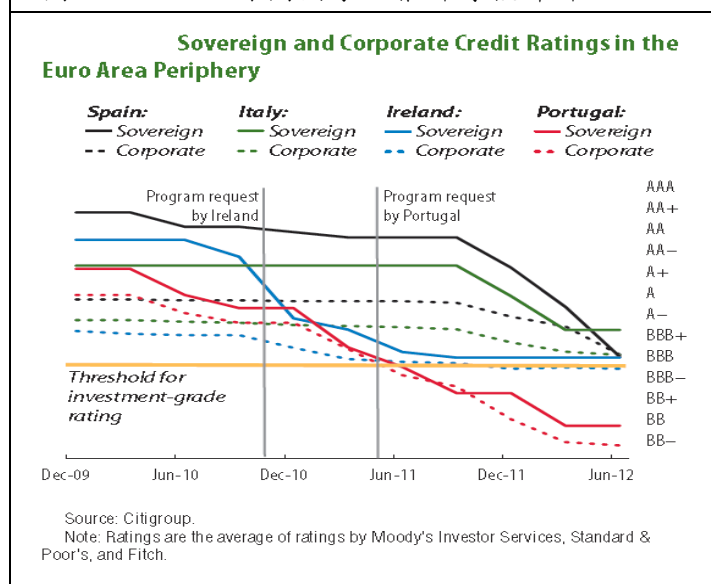
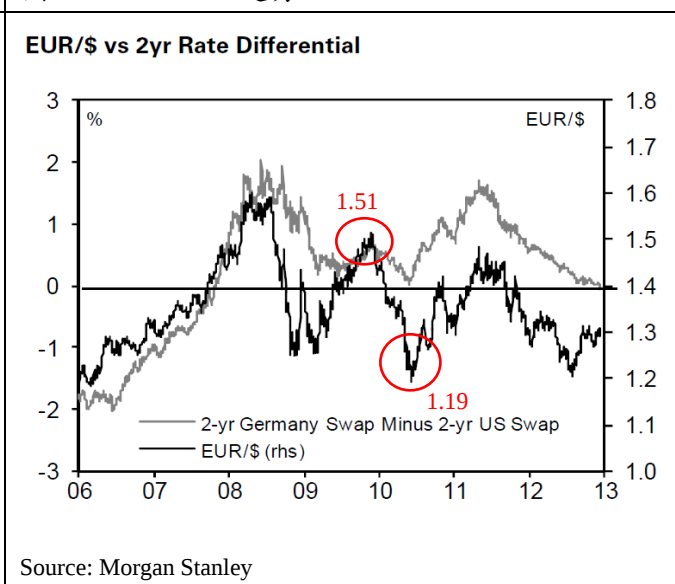


圖2：EUR/USD走勢



現況:最糟時期應已過去

歐權債危機如今最風聲鶴唳的時期有二：(1)希臘可能退出歐元區與其進行債務協商之期間；(2)西班牙爆發主權與金融危機期間。但如今危機已由急性期進入慢性期，其關鍵在於以下六件事情的達成：(1)歐盟、ECB 和 IMF「三頭馬車」與希臘新政府已就援助計劃達成一致，消除了希臘脫離歐元區的威脅；(2)ECB 於 2012 年 9 月宣布的直接貨幣交易 (OMT)購債計畫成功的讓意大利、西班牙等債務國之公債殖利率大幅下降，爭取到改革時間，降低了歐元區崩解的危機；(3)歐洲穩定機制 (ESM)已於 2012 年 10 月正式啟動；(4)大多數歐元區國家已簽署「財政契約」，達成財政聯盟之共識；(5)歐元區國家已達成建立銀行共同監管機制之共識，開始進行規劃；(6)歐盟態度已開始由被動應付危機轉為主動消除危機，德國亦同意經濟增長應與撙節措施並重。

儘管歐元區前方已現曙光，但因致力減債與全球經濟仍疲弱，預期歐元區經濟復甦仍緩慢，且財政聯盟與銀行共同監管機制等結構性改革本為充滿荊棘之漫漫長路，故歐洲要完全走上穩定的坦途仍需要短則三五年，長至十年以上之時日。

(二) 歐債危機情勢的複雜性

歐元問世時，即有一些人士指出歐元區的結構性缺失，認為需要一個更強有力的政治框架來整併管理歐元區的財政與經濟政策，歐債危機的發生證明他們是對的，但要解決是一大挑戰，因為歐債危機的情勢相當複雜，雖然根本原因確是國家債務水準太高，但實質上是發展模式危機，是體制結構性危機。

儘管歐盟與歐元區成員國已知癥結在此，但解決起來實非易事，因為：

- (1)深層的結構性改革需要歐元區成員國讓渡更多主權，這會使得各國當局政府面臨巨大的政治壓力；
- (2)歐元區各國的經濟發展很不平衡，如何使各成員國在一體化改革下達成最大總體經濟利益，需要經過艱苦而且費時的談判；
- (3)歐元區龐大的官僚體系和複雜的決策機制對結構性改革是一種阻礙，使其難以快速進行。

故在歐債危機之初，以上原因使得各國政府相互推託，很難達成協議，只能走一步算一步，到了危急時才勉強通過一個只能解燃眉之急的政策。

歐債危機衍生出了許多不同的問題，這不僅是一場主權債務危機，還是一場流動性危機、貨幣危機、銀行業危機與歐元區解體危機，而歐

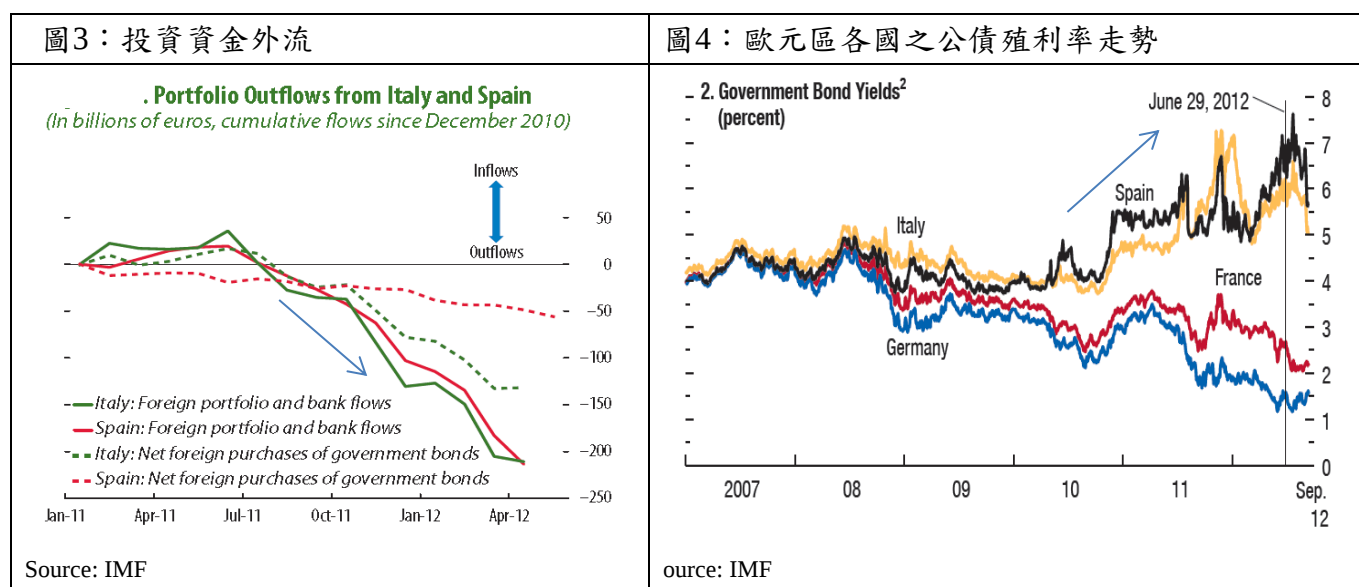
元區不同成員國因各自的立場形成了迥異的觀點，觀點的衝突又導致了嚴重的政治衝突，幸好經過長時間的磨合與協商，如今歐元區成員國總算已達成共識，解決歐債危機的方案已明朗化：(1)首先必要的是，提供市場足夠的流動性，防止流動性危機，使銀行有意願將現金借貸出去，維持貨幣政策傳導機制的健全；(2)其次，解決債務危機，希臘已實施有序違約，其他國家之情況不如希臘危及，故主要策略為恢復市場信心，讓發行公債之成本下降，再搭配撙節措施來逐步降低債務占 GDP 之比重；(3)打斷主權與銀行間的惡性循環，ESM 直接注資問題銀行，並著手建立銀行共同監管機制，由 ECB 監管，目的為切斷成員國政府對其銀行之控制；(4) 最後，解決眼下危機後，歐元區想要穩定長遠，必須立刻計畫一個強有力的政治框架，加諸各成員國更多的財政干預和控制，使歐元區朝經濟和財政一體化的方向邁進。

(三) 歐債危機的處理過程

2010 年春季時，歐洲主權債務問題開始加劇，效應由希臘擴及愛爾蘭、葡萄牙、西班牙及義大利，歐洲金融市場一片風聲鶴唳，各銀行因持有不良資產紛紛認列損失，銀行間因人人自危，融資市場幾乎凍結，因此那些倚賴短期融資的銀行面臨嚴重的流動性危機，例如比利時的 Dexia 銀行就是因大量認列損失加上高度倚賴短期融資，終因流動性不足只好走上拆分旗下部門出售一途。而歐元區成員國皆債台高築，且因實施撙節措施而經濟衰退，各國政治經濟利益衝突又使得財政聯盟之路遙遙無期，當時市場對歐元區的未來展望一片黯淡。

金融市場是現實的，不會給歐元區寬容的期限，投資人資金紛紛從歐

元區外圍國家外逃(圖 3)，西班牙、義大利等國的公債殖利率屢創新高(圖 4)，使這些國家的借貸成本高到無法承受的地步。且投資人不願買入外圍國家公債亦使市場流動性降低，傷害了貨幣政策的傳導效果。



ECB 自歐債危機以來實施了多種貨幣政策，ECB 在歐債危機期間的任務除了努力維持貨幣傳導機制的健全外(圖 5)，亦想辦法讓這些病入膏肓的國家在漸漸改善體質之前，消除讓他們病情再度惡化的外在因子，因此 ECB 能扮演的角色就是提供流動性，進一步讓市場對歐元區恢復信心，才能將各國借貸成本保持穩定，為這些外圍國家爭取到更多時間來削減債務。

故 ECB 所實施的貨幣政策並無法真正解決歐債危機，還是得靠各成員國自身的努力與協商才能降低債務水準以及對歐元區進行結構性改革。以下就歐債危機凸顯或衍伸出的許多問題分別說明。

場幾乎凍結，銀行間借貸利率 EURIBOR 飆高(圖 6)，，銀行不願貸放(圖 7)，導致貨幣政策傳遞管道功能無法發揮，因此 ECB 在歐債危機期間所採取之措施，主要係提供銀行充足的流動性，刺激銀行貸放意願，如此貨幣政策才能透過銀行體系對經濟發揮功效。

圖6： EURIBOR-OIS spread走勢

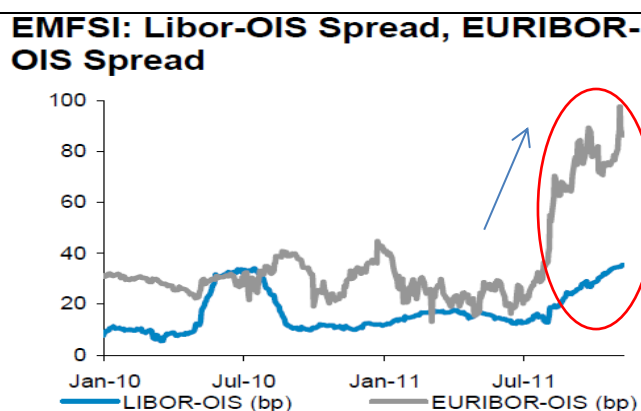
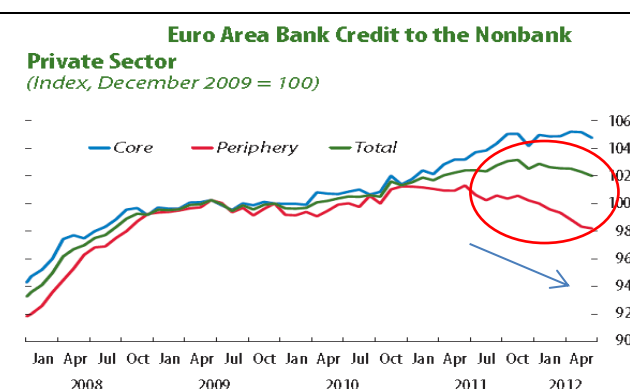


圖7： 歐元區銀行對外放貸指數



➤ ECB 做了什麼：

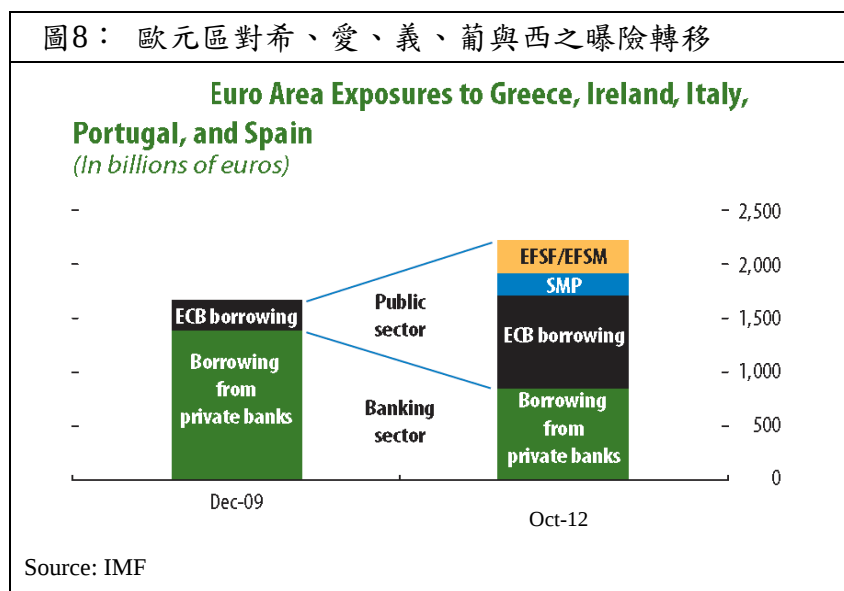
ECB 在提供市場流動性方面，採行過許多措施，包括 LTRO、SMP 以及將 ECB 隔夜存款利率降至 0%，目的無非都是維護貨幣政策傳導機制的健全。

● 證券市場計畫 (Securities Markets Program, SMP)

ECB 於 2010 年 5 月推出證券市場計畫 (Securities Markets Programme)，於次級市場買斷歐元債券，但所釋出之資金均以沖銷操作收回，旨在維持歐債市場之深度與流動性，穩定危機國家之國債殖利率，以期恢復市場信心，使貨幣政策傳遞管道妥適運作。

SMP 計畫曾於 2011 年 5 月至 8 月暫停一段時間，但 2011 年 8 月時主權債務問題加劇，ECB 重啟 SMP 購債計畫，積極買進西班牙義大利等債務危機國家債券，至 2011 年 12 月底購買總額已達 2,110 億歐元。

由圖 9 可看出 2009 年底時，希臘、愛爾蘭、義大利、葡萄牙與西班牙的主權債務持有人主要為私部門銀行，但在 ECB 實施 SMP 與 LTRO，以及 EFSF 在次級市場買債後，很大一部分已由私部門轉移至公部門。



● 長期再融通操作（Longer-Term Refinancing Operations，LTROs）

長期再融通操作原就為 ECB 的貨幣工具之一，以附買回交易、標準標的方式進行，所有合格的交易對手皆可參與投標，主要提供 3 個月期的資金，以滿足交易對手對於長期資金的需求。

歐債危機期間，由於銀行間彼此缺乏信任，長天期融資成本飆升，融資市場近乎凍結，因此 ECB 擴大長天期操作的規模，增加長期融通的操作頻率。

ECB 於 2011 年 10 月宣布執行 2 次一年期 LTRO 之後，更於 2011 年 12 月宣布將實施 2 次 3 年期 LTRO，此次不論貸款期限或金額規模，皆創歐元區成立 13 年以來新高紀錄，首次共有歐元區 523 家銀行申請，

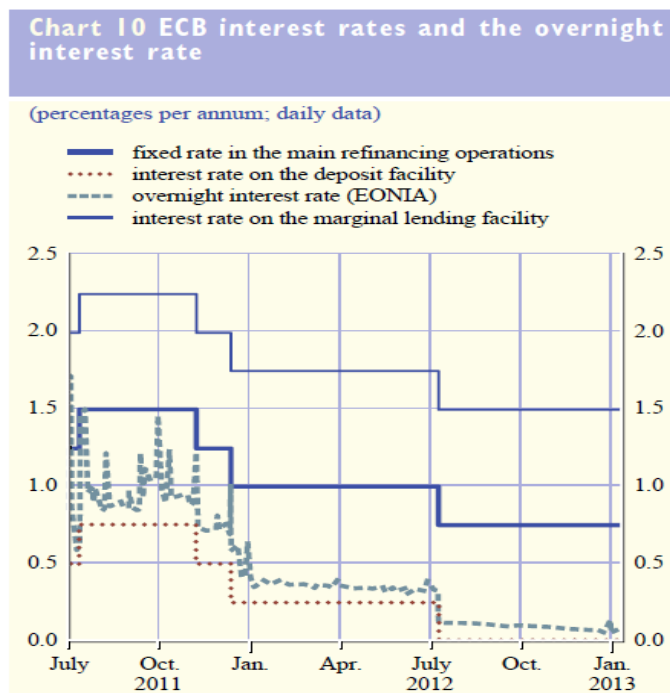
發放貸款總額達 4,890 億歐元，利率僅 1%，第二次共有 800 多家銀行申請，放貸總額達 5,295 億歐元。

LTRO 對於歐洲銀行而言，基本上是個輸血的過程，ECB 以 1% 的低息向各家銀行提供三年期貸款，同時降低擔保品標準，一來避免銀行因流動性不足而違約，進而刺激銀行對市場的放貸，二來鼓勵銀行購買歐元區主權債券以減輕 ECB 獨力收購的壓力。

- 將 ECB 隔夜存款利率降至 0%

ECB 於 2012/7/5 宣佈將再融資利率與隔夜存、放款利率各下調 25bp 至歷史低點 0.75%、0% 和 1.50% (圖 8)，將隔夜存款利率降至 0% 之目的亦是希望銀行將存在 ECB 的資金轉出，貸放到實體經濟中，刺激信用與經濟成長。

圖9：ECB基準利率走勢



Source: ECB

➤ 成效分析:

● SMP 與 LTRO

(1) 短期流動性

由圖 10 可看出 SMP 只使西班牙與義大利兩年期公債殖利率短暫下降，而三年期 LTRO 之效果亦只達三四個月之久，故只有短期緩解市場流動性的效果。

(2) 市場信心

圖 11 顯示在 SMP 與 LTRO 實施後，外圍國家之十年期公債殖利率 spread (v.s 德國十年期公債) 依然持續上升，顯然這兩個政策還不足以提振市場對歐元區的信心。

圖10： ECB政策實施 V.S 二年期公債殖利率

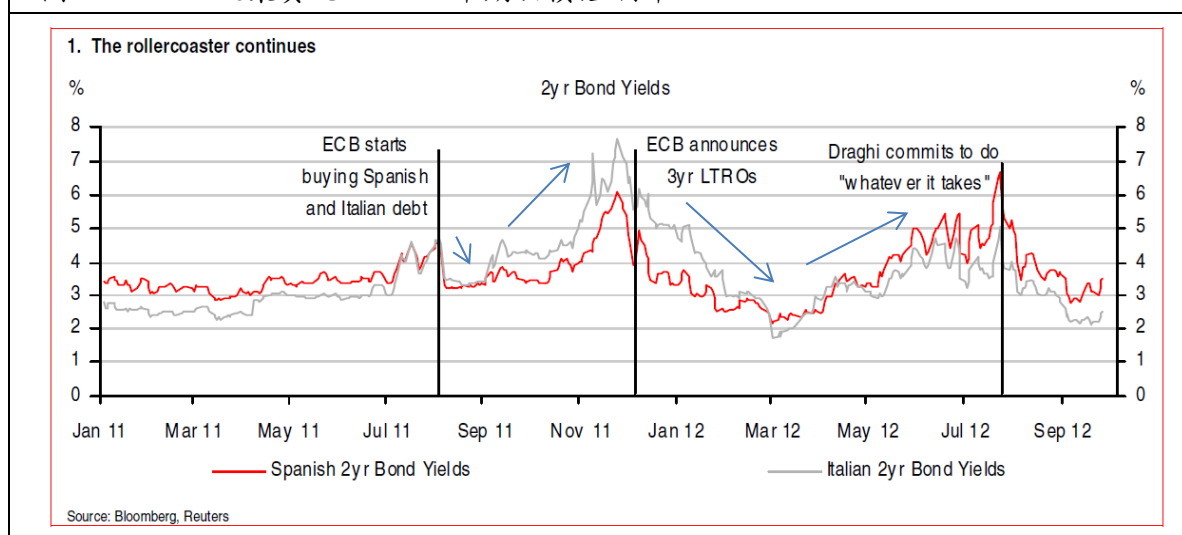


圖11： ECB政策實施 V.S 十年期公債殖利率

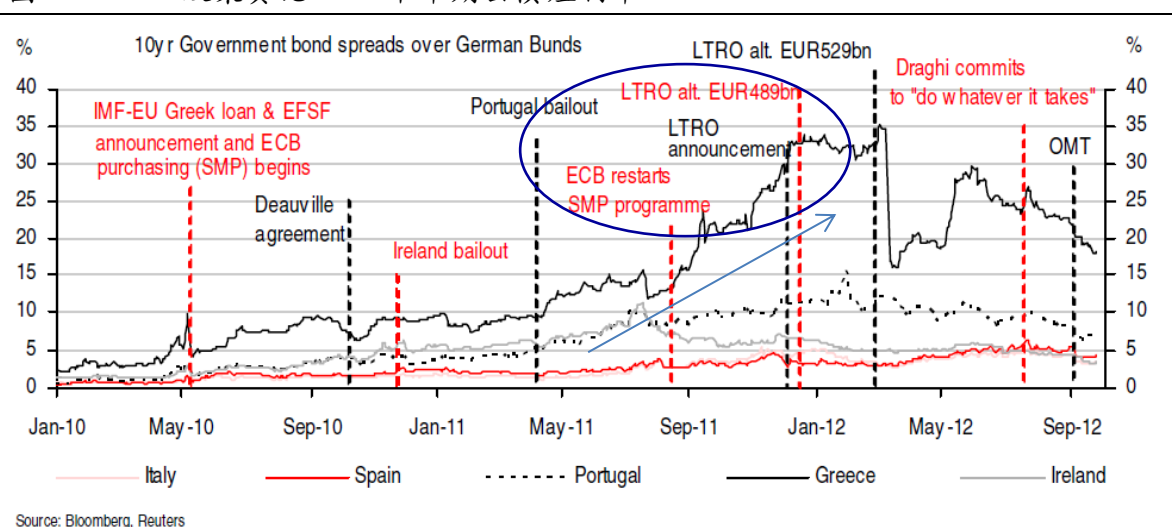


圖12：歐元區銀行貸款利率走勢

Bank lending rates to companies have diverged
% pa, interest rates on business loans up to EUR1mn with maturity between 1 and 5 years

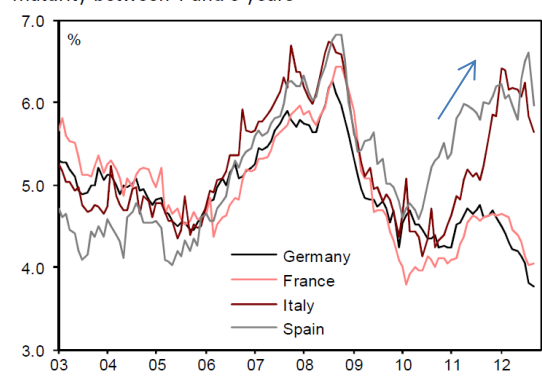
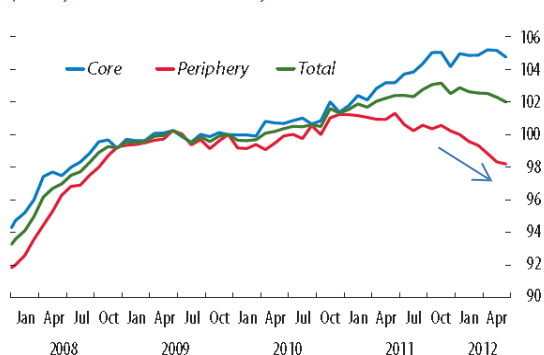


圖13：歐元區銀行對外放貸指數

Euro Area Bank Credit to the Nonbank Private Sector
(Index, December 2009 = 100)



(3) 銀行貸放

圖 12 顯示在 LTRO 實施後，外圍國家銀行放貸利率與金額並無改善跡象，因為雖然 LTRO 的 1% 貸款利率高於當時 ECB 隔夜存款利率 0.25%，但銀行從 LTRO 機制借來的資金卻寧可虧錢存在 ECB，也不願意放貸出去，因銀行當時面臨資本不足壓力，更傾向於留存資金來充足資本或應付未來的到期債務。

- ECB 隔夜存款利率降至 0%

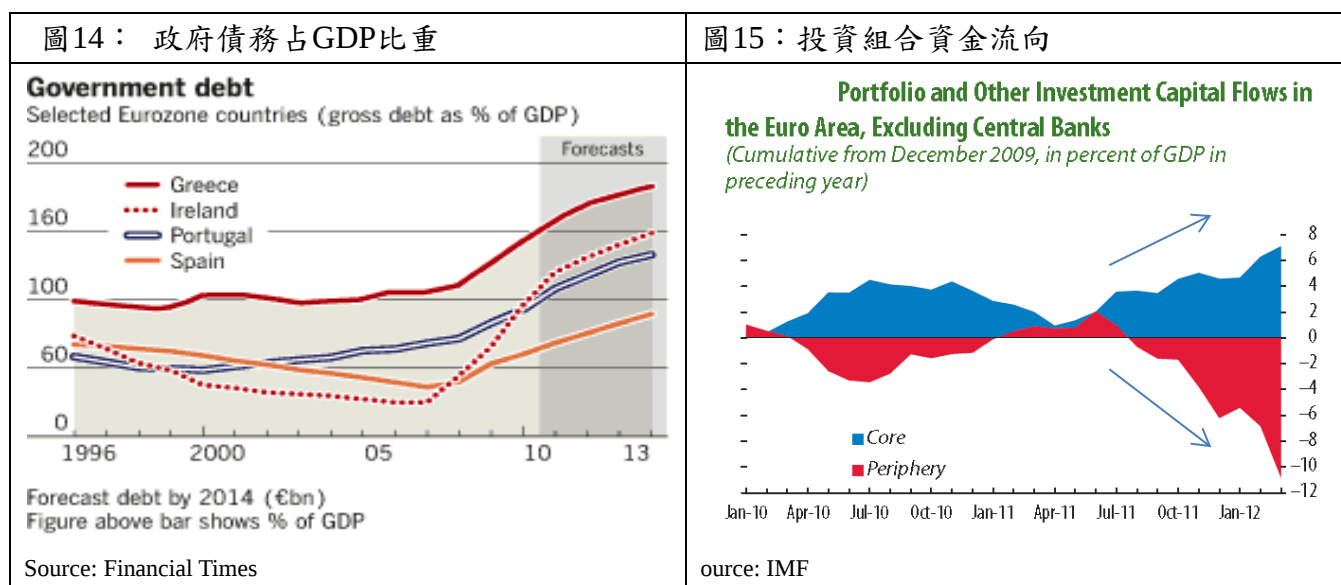
從下表可知，ECB 隔夜存款利率降至 0%後第一天(2012/7/11)，雖然隔夜存款餘額大幅減少 4,840 億歐元，但銀行存放超額存款準備的 current account(利率為 0%)卻多出了 4,660 億歐元，實際上存在 ECB 的存款僅流出 180 億歐元，大部分資金只是從隔夜存款帳戶轉至 current account，仍留在 ECB，並未如期望地流入實體經濟。

餘額 (單位:億歐元)	2012/7/10 (隔夜存款利率 0.25%)	2012/7/11 (隔夜存款利率降為 0%)	變化
隔夜存款帳戶	8,090	3,250	-4,840
current account	740	5,400	+4,660
合計	8,830	8,650	-180

(1) 歐債危機問題二：債務問題

➤ 現象：

歐洲外圍國家之債務佔 GDP 比自 2008 年金融危機以來快速上升(圖 14)，終形成債務危機，歐元區出現兩極化的現象，德國等債務水準較低且財政較健全之核心國家(Core Countries)成為投資人眼中的安全資產，資金不斷流入使德國公債殖利率屢創新低，而像歐豬四國等面臨債務危機之外圍國家(Periphery Countries)公債則被大量拋售，殖利率屢創新高，流出之資金轉而投入安全資產(圖 15)。



債務危機中，最大的問題是如何找到一條恢復償債能力的途徑。對於希臘，在經過紓困與債務重整之後，要減輕總體的債務負擔，還是得進行撙節措施來達成。

雖然各機構紛紛預估實行撙節措施後各國債務比可降到多低(圖 16)，但進行此預估必須要進行多重假設，包括該國在未來的財政削減支出、GDP 成長率以及未來發行新債的成本，而這三項假設是互相牽連的，因為實施財政緊縮將對經濟成長不利，進而使投資人對經濟展望看淡，導致其未來發行新債成本上升，因此適度的削減財政支出才能使債務比下降的最快。

因此雖一開始德國堅持嚴苛的撙節條件，但後來被紓困國經濟萎縮加速(圖 17)且人民暴動，反而破壞了原本債務削減的時程，故市場開始出現經濟增長應與撙節並重的聲音，法國總統歐蘭德(Hollande)堅持在德國總理梅克爾提出的財政協議外另加一項「增長協議」，最後德國亦妥協。

圖16：政府債務占GDP比重未來預估

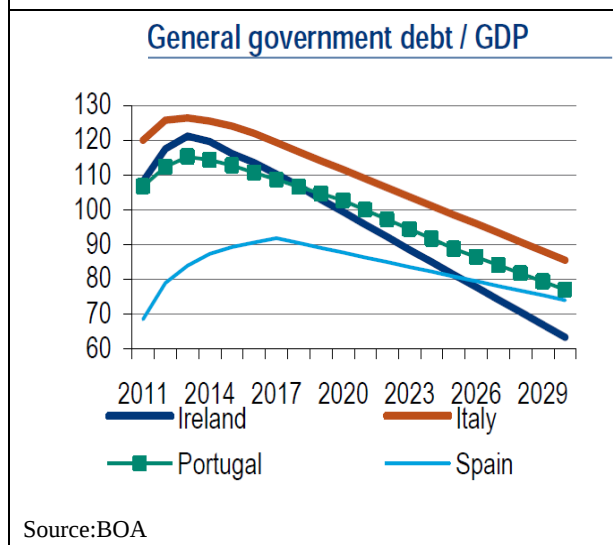
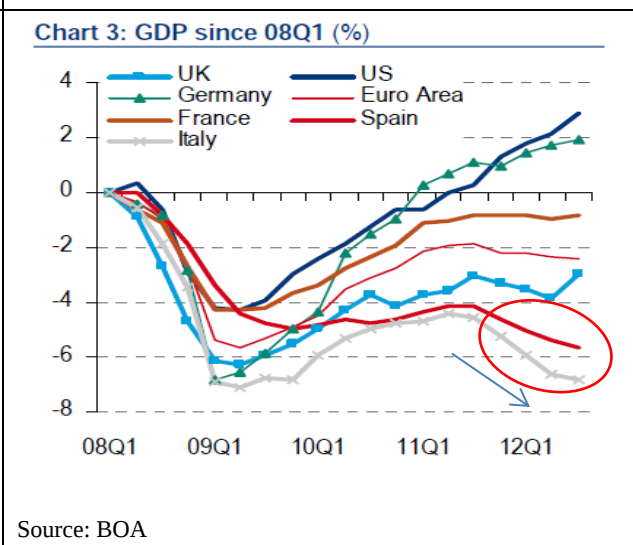


圖17：各國GDP成長率



➤ **ECB 做了什麼：直接貨幣交易（Outright Monetary Transaction，OMT）**

實行撙節措施需要數年時間才能看到成效，而且必須在經濟成長符合預期與發行新債成本穩定的情況下，但 2012 年 7 月西班牙金融危機爆發後，對金融市場衝擊大，外圍國家公債殖利率居高不下，情況岌岌可危，為了恢復市場對歐元區的信心，降低外圍國家公債的殖利率

ECB 行長 Draghi 才終於表態將採取一切措施保護歐元，並對抗過高的歐元區國家借貸成本，並在 2012/9/6 宣布將發起無限量購債行動，而且放棄 ECB 的優先債權人地位、放寬抵押品限制等，明顯超出了市場預期，此計畫名為直接貨幣交易計畫（OMT）。

● **OMT 計畫內容：**

(1)啟動 OMT 計畫須由成員國先提出紓困申請，並承諾履行減赤撙節與經濟改革等附帶條件。(2)啟動後歐洲金融穩定基金(EFSF)或歐洲穩

定機制(ESM)亦同時會在初級市場購買債券，ECB 因不能直接注資給會員國，故則只能在二級市場買債。

- OMT 計畫購債細節：

(1)不預設公債殖利率目標，無購買金額上限；(2)在次級市場收購到期日一年至三年的公債；(3)完全沖銷，買進公債所釋出的資金，透過其他措施全額收回，不影響整體貨幣供給量。

- 其他：

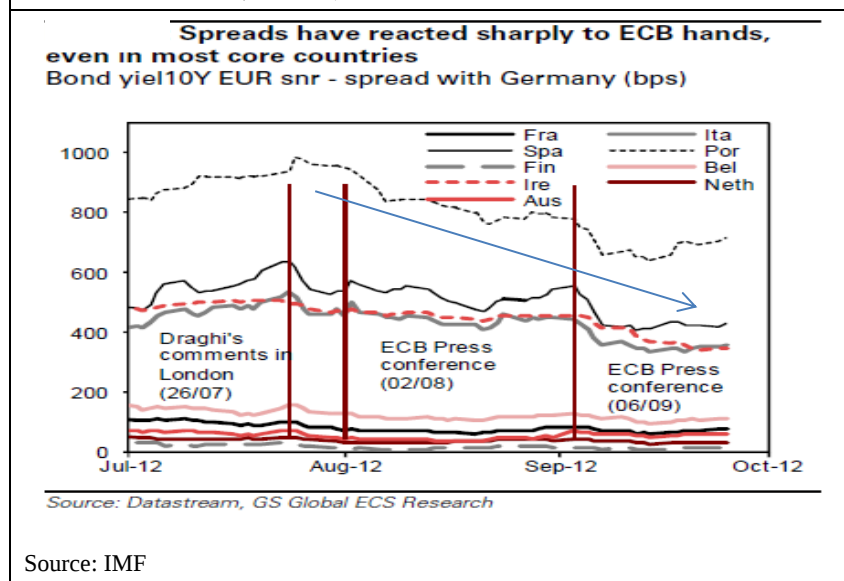
(1)若接受紓困國家不遵守嚴格附帶條件、推動改革，歐洲央行有權停止購買債券。(2)ECB 不享有優先債權人地位，一旦債務國出現違約、債券必須重組時，歐洲央行與民間債權人享有同等待遇。

➤ 成效分析：外圍國家公債殖利率明顯下降

由於 OMT 計畫有無限購買力，且沒有固定操作期限，故除了 ESM 的 5,000 億歐元之外，現在又多了一個更強大的工具防止投機者大量賣出歐豬國債，這讓投資者對歐元區的穩定恢復信心，成功使各國借貸成本由之前的高水準下降(圖 18)，幫歐元區爭取到進行經濟與財政結構改革的時間。

除了印鈔票外，ECB 幾乎已採取一切可行措施，不過，歐元區要長久維持穩定，未來的結構性改革及財政政策整頓才是關鍵，成功與否的重任如今已落在政治家的層面，若能夠抓住時機及時改革，歐元區的危機就可以圓滿落幕。

圖18： OMT計劃宣布後之利差變化



(3) 歐債危機問題三：銀行業金融系統危機

➤ 現象：主權與銀行間的惡性循環

歐元區的主權債務危機亦是一場金融業危機，主要是因惡化的國家財政與虛弱的金融體系並存，而兩者又彼此互相取暖，最後每況愈下，釀成金融危機。

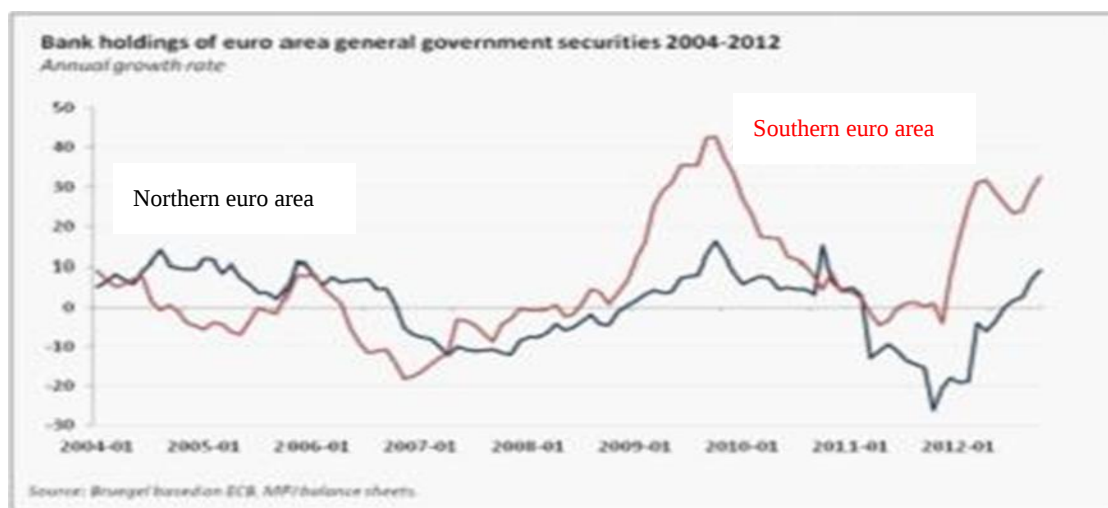
自 2007 年底以來，南歐銀行所持有的本國政府債務總額增長了一倍，其中西班牙銀行所持有的主權債券額幾乎增長了 2 倍，而北歐銀行在同期間僅增長了 5%，原因為 2009 年南歐國家出現巨額赤字，銀行開始為政府提供融資，而 2011 年底，ECB 實施兩次三年期 LTRO 為各國銀行提供了廉價流動性，使南歐銀行能夠藉由購買政府債券獲得可觀利潤，更使得南歐銀行持有本國公債量暴漲(圖 19&20)。而更令人擔心的是，這些南歐政府的財政得靠本國銀行大量購買國債才能勉強支撐，

如義大利與西班牙。

政府依賴銀行進行融資，故銀行持有大量政府公債，而當這些政府公債大幅跌價時，更暴露了銀行資本的匱乏，故擔憂的民眾開始提領存款(圖 21)，銀行面臨流動性危機，不願貸放給私人企業(圖 22)，又只能依賴政府提供紓困，政府必須提供資金又使得公債價格愈發下跌，這種情形將主權與銀行緊密牽連在一起，形成了惡性循環。

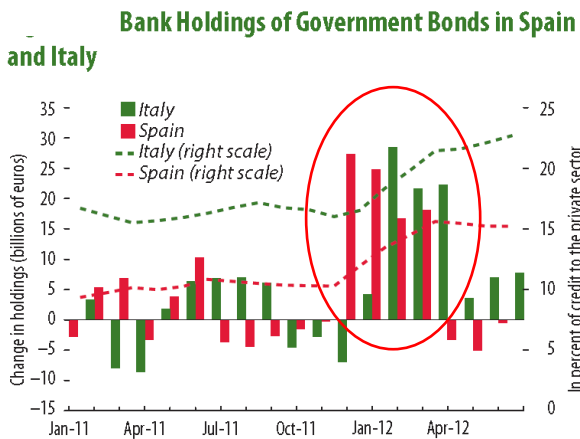
市場投資人擔憂政府若無法償債債務，則銀行為主要債權人，將須承受巨大損失，而銀行業若崩潰，則政府就失去了主要融資管道，連未來到期之債務也無法償還，這緊密牽連已反映在義大利、西班牙的銀行與主權 CDS 相關係數上，此相關係數隨著銀行持有政府債務急速上升而上升(圖 23)。這情況使得這場歐債主權危機變得更加複雜與難解。

圖19：歐洲地區銀行持有政府債務之年成長率



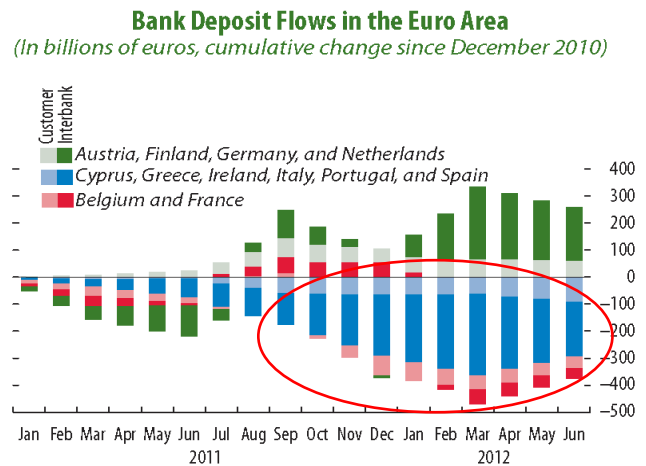
Source: 歐洲智庫

圖20：西班牙與義大利持有政府公債之變化



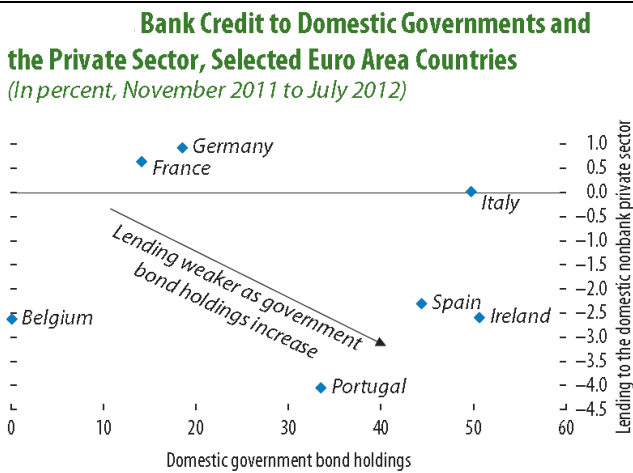
Source: IMF

圖21：銀行存款變化



Source: IMF

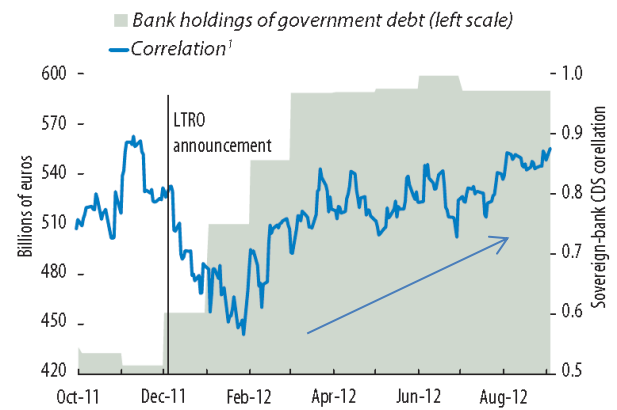
圖22：銀行持有政府債務與放貸之關係



Source: IMF

圖23：西班牙與義大利之主權與銀行緊密牽連

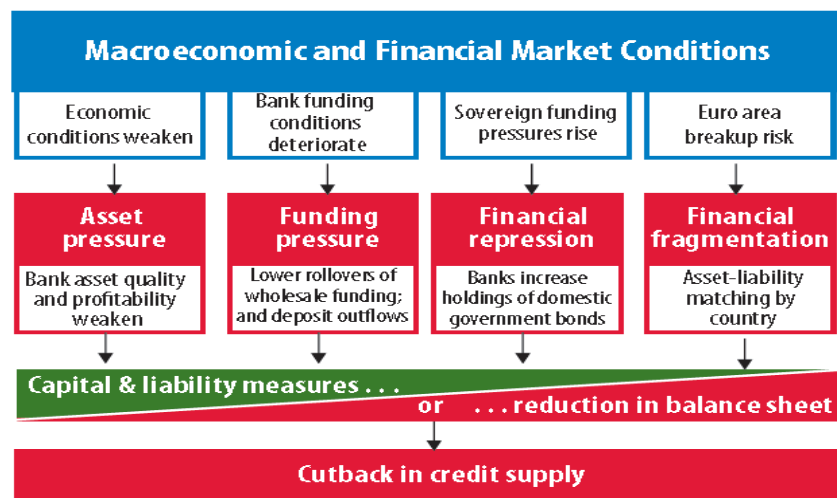
Figure 2.3. Sovereign-Bank Nexus for Italy and Spain



Source: IMF

圖24：歐元區銀行面臨的壓力

Pressure on Euro Area Banks



➤ 歐盟做了什麼：

因德國想要西班牙政府接受更嚴苛的撙節措施與答應建立共同銀行監管和財政預算聯盟，故不願直接注資給西班牙銀行，但西班牙不願喪失對本國銀行和財政預算的控制權，危機卻越演越烈。2012 年 7 月，西班牙銀行業的形勢已十分嚴峻，危機蔓延的風險也在上升，因為市場已越來越不耐煩，希望看到具體的措施，到此西班牙與其他歐元區國家才決心打破主權與銀行之間的惡性循環，故 2012 年 7 月的歐盟財長會議才不得已迅速達成下列決議，取得重大進展：

(1)同意讓歐洲穩定機制（ESM）直接注資銀行業，不須經過政府，以期打破政府與銀行體系間的惡性循環，將發放第一筆 300 億歐元資金給西班牙銀行業。

(2)決定將西班牙的削減財政赤字目標期限延後一年到 2014 年(目標為財政赤字占 GDP 的 3%以下)，這讓西班牙經濟因撙節而陷入嚴重衰退的機率降低。

(3)對共同銀行監管達成共識，歐盟委員會將提交一份監管歐元區銀行業的計劃書，這一機制將能有效切斷主權債務與銀行業危機之間的惡性循環。

2012 年 12 月的歐盟財長會議達成協議，賦予 ECB 統一監管歐元區金融機構的權力，可直接監管歐元區大型銀行，並干預發生問題的小型行庫。此次歐盟財長會議達成的共識，為未來建立財政聯盟甚至更廣泛的經濟聯盟奠定了基礎，不過相信到時各歐元區成員國對 ECB 監管權限與損失如何分擔將會爭辯許久。

(4) 歐債危機問題四：歐元區體制結構問題

➤ 現象：政治利益衝突 德國的堅持

歐元區體制下，核心國與非核心國的利益衝突始終存在，故在歐元體系危機中，身為核心國的德國立場始終是最為關鍵的，在此次的歐債危機中德國不願債務國未經改革就幫他們買單，故在許多紓困或解決方案中是持激烈反對的，包括不願意放鬆對希臘、葡萄牙以及愛爾蘭的紓困條件，也拒絕透過發行歐元區共同債券，來分攤歐債的風險，每每以嚴苛的撙節條件與敦促形成財政聯盟來當作答應協議或提供紓困金的條件，但南歐諸國又不願交出對財政的控制權，導致歐盟無法立即端出解決方案，總是在情況已危及時，才在最後一刻取得德國勉為其難的協議，故方案總是太遲，規模又太小，無法大刀闊斧的提出一個強力的方案來恢復市場對歐元區的信心，故市場對歐元區展望一直持悲觀態度。

歐債危機凸顯了目前歐元區體制的問題，當年《馬斯垂克條約》建立歐元單一貨幣時，並未同時建立相對應的財政與經濟機制，造成貨幣整合程度高，但治理整合程度低的奇怪現象，以致歐元區內部各國之政治與利益衝突使得決策過程變得困難而冗長，錯過了及早遏止市場恐慌蔓延的時機，且建立時沒有規劃危機機制也是一個缺陷。

➤ 解決方法：體制改革

● 財政聯盟與共銀行監管機制

2011 年 6 月，當時的 ECB 行長特裡謝(Trichet)就呼籲歐盟採取更大膽

的舉措，逐步控制成員國的財政和經濟政策，將建立歐洲財政部作為一個長期目標，此財政部應可以對歐盟各國的財政政策實施監督，並有權否決各成員國的支出預算，特裡謝還提出將歐盟的金融部門實施一體化的監管，但顯然當時歐元區領袖對此構想並無共識。

但終於在 2012 年夏季，歐元區各國對於建立共同的銀行監理架構與財政聯盟達到共識，並已開始著手擬定計畫與時程表，希望能在 2013 年夏季提出規劃書。

銀行監管計劃將使 ECB 成為歐元區約 6000 家銀行的最終監管者，銀行業風險得到集中管理，不讓各國政府有插手的空間，阻斷政府依賴當地銀行來融資與買債的惡性循環，並可及時對可能發生危機的銀行提出警告或採取緊急注資行動。

當然在通往銀行業聯盟的道路上，還有許多政治和權力的分配需要各國來協議，預期又是一個須爭論許久才能得出結論的談判。

● ESM

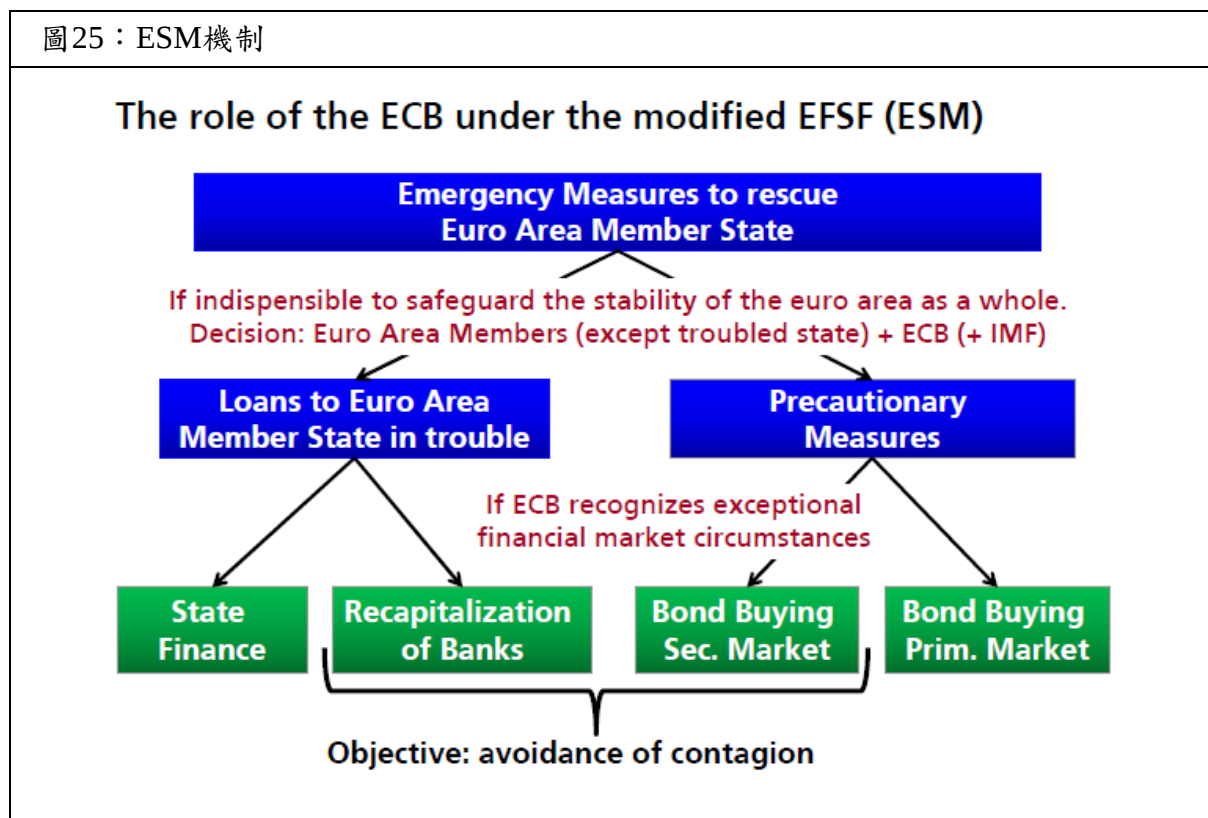
歐洲穩定機制(European Stability Mechanism, ESM)係歐元區各會員國出資成立之永久性機制，取代 EFSF 暫時性機制，提供緊急資金援助面臨金融問題之歐元區會員國。2012/10/9 正式啟動 ESM，提供 5000 億歐元救市銀彈。

ESM 機制

成立目的	提供緊急資金援助面臨金融問題之歐元區會員國
資本額及資金來源	ESM 將有 7,000 億歐元之資本，俾確保其能維持 AAA 之信評。7,000 億歐元的總資本中有 800 億歐元由各會員國自 2013 起分 5 年平均出資(Paid-in capital)，其餘 6,200 億則由各國以國家擔保形式承諾出資。
貸款援助	ESM 提供上限 5,000 億歐元之貸款予面臨嚴重金融問題之

金額上限	歐元區會員國。
貸款程序	(1) 會員國向 ESM 提出援助申請後，歐元區各國財長將請求歐盟執委會(European Commission)與 ECB 及 IMF 評估申請國的負債承擔力及援助金額； (2) 歐盟執委會、ECB 及 IMF 再對受援助國給付貸款資金並監督受援助國後續之合約遵循情形。

圖25：ESM機制



參、歐元區未來展望

(一) 四大關注焦點

歐債危機雖已度過急病期，且已對症下藥，但未來仍有潛在風險存在，2013 年歐洲關注的焦點與可能面臨的重要風險因子如下。

● 義大利政局不確定性

蒙蒂於 2012 年 11 月臨危受命代替貝盧斯科尼出任總理，領導國家度過金融危機，但在 2012 年底失去貝盧斯科尼所屬國會大黨支持後辭職，使義大利國會大選須由原訂的 2013 年 4 月提前至 2 月改選。蒙蒂辭職後令市場擔憂義大利的總理繼任者是否會持續進行撙節措施，因這攸關著歐元區的未來，幸好蒙蒂於 2013 年初宣佈仍將團結中間派聯盟參加 2013 年 2 月 24 日的國會大選，若與德、法等國合作良好的蒙蒂能續任總理，將維持政局穩定有助降低投資風險。但最新民調顯示，左翼聯盟獲得了 40% 的支持率，貝盧斯科尼的自由人民黨及北部同盟排名第二，支持率為 25%，而蒙蒂勝出的機會並不樂觀，支持率僅有 12%。

● 西班牙是否會申請救助？

歐盟已將西班牙 2013 年赤字占 GDP 的比例目標放寬至 4.5%，但多數經濟學家以及國際貨幣基金組織(IMF)皆認為西班牙可能無法達成該目標而不得不尋求援助，不過若西班牙正式申請求援，啟動 ECB 的 OMT 購債計畫反而可消除歐元區的不確定性，有助於西班牙公債殖利率下滑，並對義大利等其他外圍國家產生正面效應。

● 希臘危機仍未解除

在債務重組與援助之下，希臘有驚無險地度過了 2012 年，但 2013 年

對於希臘仍是關鍵的一年，若能堅持撙節改革與紓困條件，經濟可望在 2013 年第四季復甦，並在 2014 年溫和成長，但若嚴格撙節措施所引發的社會動盪影響希臘政局穩定，進而危及既定的撙節政策與紓困協議，則有違約倒債甚或退出歐元區之風險，無論最後是否發生違約，期間的動盪必將對市場造成不小的波動。

● 德國大選

自歐債危機爆發以來，德國是歐洲經濟增長的主要動力，但歐洲其他地區表現疲弱已開始拖累德國，導致德國出口受創(德國至歐洲的出口量高達 60%)，故總理梅克爾在處理歐債之態度亦已由嚴格撙節轉向經濟增長與撙節並重，這有助於投資人對歐洲的展望更為樂觀。但德國將於 2013 年 9 月舉行大選，總理梅克爾為尋求連任，勢必要迎合德國民眾不願繼續為南歐各國買單的心理，因此她能否堅持原本援助希臘等債務國之立場，攸關歐債後續發展。且如果在選舉過程中梅克爾有所落後，將給德國和整個歐元區帶來不確定因素，因為其他任何人當選對於歐債危機的處理將可能更加的保守。

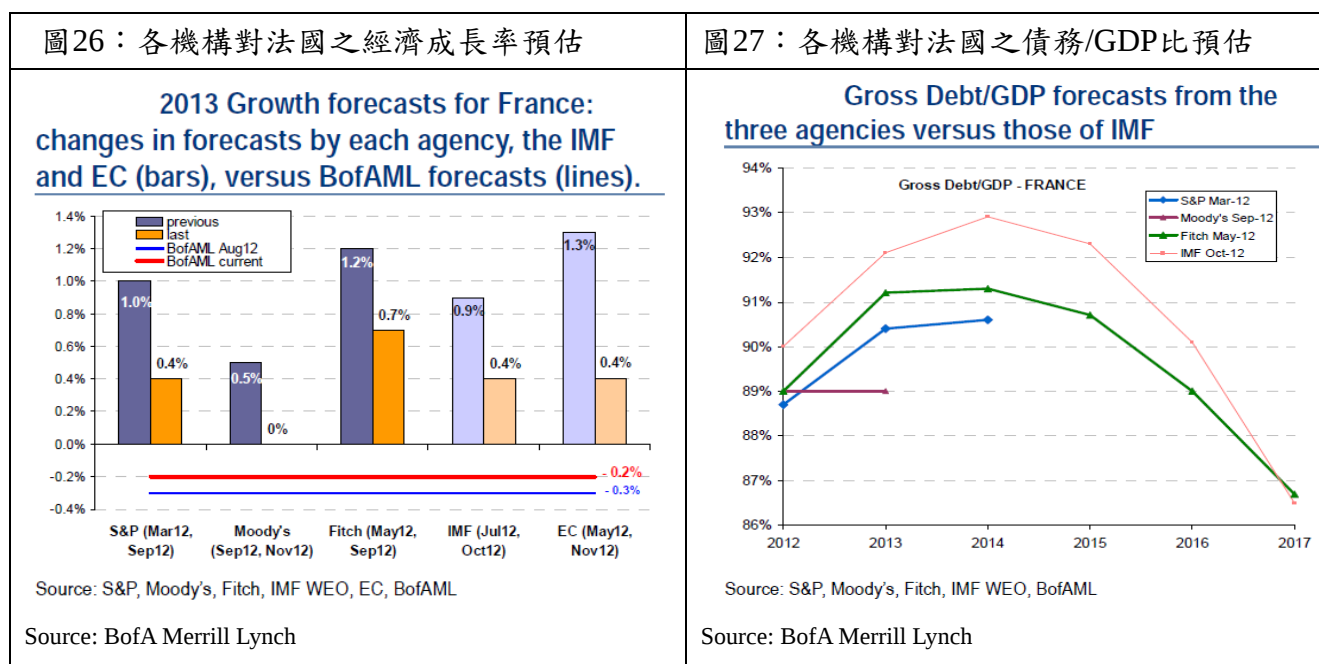
● 法國是下一個危機?

在義大利西班牙都正在進行結構性改革之時，市場焦點才逐漸轉移至早已出現問題的法國財政與經濟，法國在 2012 年已經失去兩家評級機構的 AAA 主權債務評級，因其財政惡化但卻仍未採取結構性改革，且產品生產成本過高導致競爭力與出口大幅下滑，若持續惡化可能引發法國國債遭受大幅拋售。

法國目前改善財政的政策主要是提高對富人的課稅而不是削減財政支出，法國的社會福利專案仍非常優渥，經濟學家認為法國應更加積極

的進行結構性改革，否則深植人心的歐元區核心國與德國夥伴之形象即將轉變為下一個歐元危機。

圖 26 為各機構近期皆紛紛下調法國 2013 年之經濟成長率，BOA 更是預測法國將陷入經濟衰退。圖 27 為信評公司與 IMF 皆預測法國債務佔 GDP 比重要到 2014 年後才會開始下降。



(二) 歐元區經濟展望

2013 年歐元區經濟前景仍十分脆弱，因(1)財政緊縮與高失業率導致歐元區國內消費疲軟，(2)銀行繼續去槓桿化，而由於歐元區企業融資以銀行貸款為主，因此預期私營企業之信貸供給仍將受到抑制，對歐元區經濟復甦之貢獻將十分有限。

在此情況下，歐元區之經濟增長將更倚賴出口增長，雖 2012 年下半年以來，因歐元貶值，歐元區的出口出現較大增長，然而 2013 年在已開

發經濟體仍持續去債務化，新興經濟體亦面臨經濟減速與泡沫化危機下，全球經濟前景仍暗淡，故歐元區的出口前景亦不十分樂觀。

在歐債危機與美國財政懸崖仍未完全解決的情況下，IMF 於 2013/1/23 把 2013 年歐元區經濟成長預估由 0.1 調降至-0.2%，全球經濟成長由 3.6%調降至 3.5%。ECB 亦於 2012/12 月把歐元區 2013 年經濟成長預估由-0.4%~1.4%下調至-0.9%~0.3%。

Euro Area GDP growth rate	2012	2013	2014
IMF (2012 Oct.)	-0.4%	-0.2%	1.0%
ECB (2012 Dec.)	-0.6%~-0.4%	-0.9%~0.3%	0.2%~2.2%
BOA (2012 Dec.)	-0.4%	-0.4%	0.8%

雖市場對歐元區的信心已增強許多，不過，預期歐元區成員國的經濟增長仍將呈現兩極化，核心國家經濟成長仍將持續超過外圍國家。(圖 28&29)

圖 28：IMF 對歐元區 GDP 成長預估

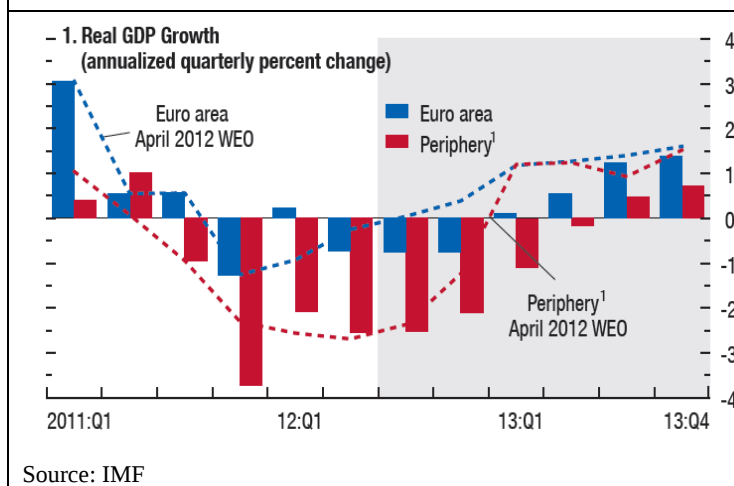
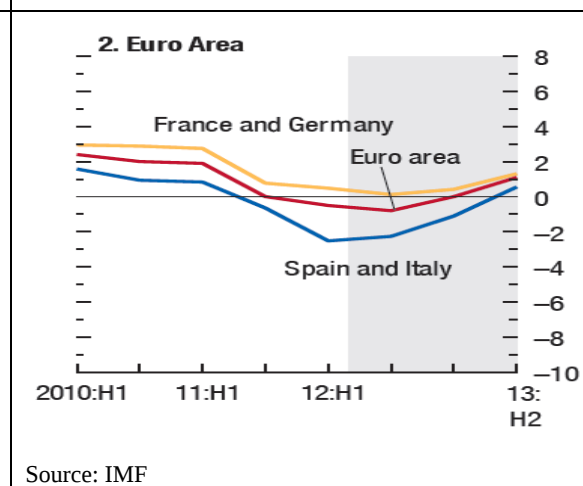


圖 29：IMF 對歐元區 GDP 成長預估



(三) 里斯本條約 (Treaty of Lisbon)之障礙

在歐盟應對歐債危機上已跨出實質性的一大步之後，市場投資人認為歐元區的解體危機已大幅下降，也就是最糟的時期應已度過，接下來邁向財政統一與銀行監管最大的障礙應是當初訂定的里斯本條約。

2011 年 12 月峰會上，歐盟原想要實現財政一體化而修改里斯本條約，但因英國與捷克反對最終只得由其他 25 個成員國另立一個財政契約。另一個例子是金融交易稅，歐盟委員會於 2011 年 9 月提出此建議，雖已有 10 個國家同意但由於許多成員國反對而未能在歐盟範圍內推出，最後需先得到歐盟 27 個成員國與歐洲議會的批准，這 10 國內才能率先推出此一稅種。

根據里斯本條約，歐盟在涉及歐盟司法、內政等敏感領域的一些政策以「有效多數制」表決，也就是避免因為一國或極少數國反對而否決，但在稅收、社會保障、外交和防務等事關成員國主權的領域，仍採取全數一致通過為原則。

隨著歐盟財政、經濟與政治聯盟的推進，許多問題都會不可避免地涉及修約這一敏感與複雜的問題，而修約又需要 27 個成員國的一致通過，其難度可想而知。

另外，如果進一步推進一體化，除了在歐盟層面的修約難以避免，還可能涉及修改成員國的憲法，這會使問題更加複雜。

在今後三年，許多成員國都面臨著大選，若哪個國家出現反對一體化的政黨上臺，屆時歐盟的諸多努力都有可能受到影響，由此看來，歐

元區在當初的制度設計上過分強調了「民主」而忽視了「集權」，現在想要加以修改，難度要大得多。

肆、結語

2012 年歐洲央行與歐盟宣布的多項政策已令歐元區「尾部風險」顯著下降，市場大都同意歐元區應已度過瓦解之危機。未來歐元區經濟恢復的狀況將取決於財政整頓的進展、銀行資產負債表的修復狀況以及歐盟能否及時推出確保歐元區穩定的政策，這些進程越快，歐元區經濟復蘇就會越快到來。

歐元區在 2012 年陷入輕微經濟衰退後，金融市場現已漸趨穩定，商業景氣及市場信心應可逐漸恢復，進一步刺激歐元區在 2013 年恢復經濟成長。當歐元區經濟及企業形勢出現好轉跡象、投資者對歐元區信心提升時，就會將把歐元區重新納入投資組合中，到時葡萄牙、義大利、西班牙等國就可獨自在資本市場上籌資，不像現在只能靠紓困來避免債務違約。

在 ECB 已成功為歐元區爭取到時間後，目前歐元區之未來成敗取決於四個主要國家，即核心國的德、法與外圍國家的義大利、西班牙，若此四國之政治人物能不受政治壓力而繼續維持目前的立場，即德法在增長與紓困並重下持續提供援助，而義西持續為脫離債務泥沼而實施撙節措施。惟有如此，再加上逐步邁向財政與銀行監管一體化，歐元區才能成為一個更加穩定的貨幣聯盟，並杜絕類似的危機事件再次發生。