

全球金融危機與歐元區之發展與困境

—整體觀察與分析—

國家政策研究基金會財金組顧問 黃得豐

壹、金融危機引爆歐債危機並重挫全球股市

鑒於希臘去(2010)年發生債信危機時曾承諾會推行一系列削減預算赤字，增加稅收與改革經濟；爰由歐盟（以下簡稱 EU）與國際貨幣基金(IMF)於去年 4 月 29 日共同宣布提供 1,100 億歐元協助希臘，而使其暫時渡過債信危機之難關。惟因希臘一直達不到原先承諾之目標，財政赤字較預期更大，國內生產毛額(GDP)成長則較預期更低，這也突顯當初制定援救計畫的假設太樂觀。尤其最近半年以來似顯得停滯不前與偏離軌道，債券投資人乃擔心可能發生違約或倒債之風險，而使此一延續已逾 20 個月之債信問題再度引發危機。雖然希臘債信問題由來已久，惟前年 10 月政黨輪替後，堅持財政改革之社會黨開始執行「各部會預算系統」，並於 11 月 23 日大砍前任政府所編列之預算，欲把赤字由 GDP 之 12.7%降至 9.1%。因而遭罷工反抗，乃被國際禿鷹趁機狙擊，而重挫全球股市並爆發希臘債信危機。爾後，又因不斷之反抗罷工、國際禿鷹不斷煽風點火，及某些信評公司調降債信等級，而逐漸引發所謂「歐豬五國」(PIIGS 國家,指葡萄牙、愛爾蘭、義大利、希臘、西班牙)產生程度不同之歐債危機，並衝擊歐元區與全球金融市場之動盪不安與緊張。

經 EU 危機處理後，希臘承諾往後 3 年會更嚴厲緊縮支出，以換取 EU 及 IMF 共同紓困。並與其他 PIIGS 國家積極改善中，整個歐債危機雖然暫時緩和，惟後續效應仍然不斷。因希臘執行樽節支出方案不力且緩不濟急，且各紓困有關方面意見分歧，及評等全面下降，而再度引發債信危機之蔓延。復因美國府院債務上限協議爭執而被調降債信評等，及美國公布之經濟數據甚差，投資人擔心「二次衰退」而於 8 月 5 日爆發全球股災。因此，上述美債降評被投資人視為重大利空，而又爆發恐慌性之賣壓，而使全球股災繼續延燒，並造成金融海嘯後最嚴重之風暴。

雖然投資人亦瞭解美國公債不會違約，且以德、法兩國為核心之歐元區不會破產，惟 9 月 2 日 EU、歐央行(ECB)、與 IMF 以希臘執行前承諾事項未能達成目標，而對核發第六筆紓困款 80 億歐元意見分歧，並中止談判。有關希臘將違約或退出歐元區之傳說卻不斷出爐，因而在國際禿鷹與空頭趁機狙擊與慣壓下，股、匯市場乃每況愈下。德國憲法法院 9 月 7 日裁定：德國政府參與「歐洲金融安定基金」(EFSF)，與對希臘等債信危

機國家之紓困並未違法,而暫時穩住跌勢。惟 9 日德國派駐 ECB 之鷹派大將史塔克(J. Stark)執行理事閃辭,且市場謠傳德國將把希臘踢出歐元區,而再重創全球股、匯市場。到了 9 月 12 日,EU 之股市已跌至 26 個月以來之新低,每 1 歐元匯價兌 1.3495 美元(為個月以來之最低點);兌 103.9 日圓(為 2001 年以來之最低點)。

幸好 9 月 13 日德國總理梅克爾(A.Merkel)表示「不會讓希臘違約,並決心捍衛歐元區完整」,次日尚與法、希兩國元首以電話熱線完成「三方會談」而確定續挺希臘。另外,金磚五國(BRICS,指巴西、俄羅斯、印度、中國、與南非)亦表態願伸出援手後,全球股市乃大幅反彈,歐元匯價亦大幅回升至 1.3980 美元,此一動盪與緊張數月之第二波歐債危機乃暫時告一段落,惟對歐元區之發展卻已造成傷害並產生困境。惟 9 月 17 日 EU 財長會議決定 5 大事項為:在 10 月 3 日表決是否提撥 80 億歐元紓困貸款給希臘、不擴大 ESFS 規模、不推出更多「振興經濟措施」、銀行應增資以符合巴塞爾協定、及同意執行更嚴格之預算規則。其中對希臘之 80 億歐元紓困貸款尚未定案,仍須視其執行原先承諾之目標而定,未來之變數仍多,亦即不排除任何可能。因此,本文乃分別敘述無「財政聯盟」之結構性問題、拉高發債成本並衝擊歐央行超然獨立性,評估希臘可能重整、違約、或退出歐元區之方式,及未來展望仍應儘速完成共同財政機關之整合等。因撰寫倉促,疏失難免,尚祈不吝指正,至感德便。

貳、結構性問題會使歐元區陷於困境

一、「貨幣聯盟」須有「財政聯盟」整合之搭配

固然金融海嘯實為歐債危機之導火線,因歐元區各成員國須提出「振興經濟措施」並以財政政策挽救經濟,而使赤字與公共負債皆大幅增加。其中又以希臘最為嚴重,除因其舉辦 2004 年奧運時,較原預算多花費 118%之外;尚因其長期隱匿其實際發行之公債數額,且所使用與提出之數據經常造假,以及其特殊之逃稅、貪污、社福浮濫、與缺乏公民文化等國情民風。此均為希臘首先發生債信危機之原因,至於後來造成整個歐元區發生債信危機之原因,尚有結構性問題,若未妥為處理,則歐元區之發展仍將陷於困境,此乃由於缺乏「財政聯盟」之「貨幣聯盟」並不能持久。雖然馬斯垂克條約(Maastricht Treat)第 104 條 C 項已有財政紀律之相關規範,諸如:應避免過度之財政赤字、執委會應負責監管並隨時糾正重大過失、及政府之赤字與債務不宜超過該條約協議書(protocol)之參考述值(即赤字不得逾 GDP 之 3%;債務不得逾 GDP 之 60%),惟卻執行

不力。此外,EU 會員國 1996 年底在都柏林峰會時,曾以「健全之財政係維持永續成長與就業水準之必要條件」而決定將相關規範與措施,合併為「穩定與成長公約」(Stability & Growth Pact),以便作為推行財政紀律之準則,並按該公約制定加入歐元區之統一性標準(convergence criteria)。惟當時法國恐因建立共同財政政策而限制會員國之經濟發展,乃於次年之阿姆斯特丹峰會時,要求在該公約中加入「不妨礙經濟成長」因素,而保留各成員國之財政自主權。除上述組織結構性問題外;尚有將良莠不齊之成員國綁在一起之經濟結構性問題,均將影響歐元區之發展,並已造成若干困境。

事實上,早在 1999 年至 2003 年間擔任 EU 執委會主席之義大利前總裁普洛迪(R. Prodi)就曾呼籲「歐元區必須成立財政聯盟制度之機構或組織,以與貨幣聯盟並駕齊驅,目的係在監督各成員國之預算、與執行財政紀律,對於不斷違反財政紀律之成員國進行懲罰」。後來希臘發生債信危機後,渠再度呼籲「應整合 EU 執委會、ECB、及各成員國之資源,儘速創造財政聯盟,俾能採取措施,以預防違反財政紀律之行動」。另外,ECB 總裁特里謝今年 6 月 2 日在德國演講時曾以「在經濟單一領域中,既已有單一市場、單一貨幣、及單一央行,則再設立單一財政部並無不可」,並認為既可統籌區內相關之財政事宜外;又可賦予 EU 有權干預「誤入歧途」會員國之預算案。此外,只有貨幣聯盟而無共同政治組合,因而缺少共同財政主管機關,乃發生債信危機之主因。若能全面整合財政,則不但能監督財政困難國之預算與競爭力;而且能在國際機構中代表歐元區等。惟渠未提及財政部編列預算與發行公債之 2 大功能,尤其是發行歐元公債乃現任 EU 執委會主席巴洛索(J-M. Barroso)所極力鼓吹者,惟在未完成財政聯盟整合之前似仍不可能發行。為解決目前存在之結構性問題與債信危機,此一財政聯盟整合之構想,最近正在 EU 與歐元區發展中,似將成為因應債信危機的最重要途徑之一。

二、現存之組織結構性缺陷與經濟結構性問題

(一).歐元區組織結構性缺陷終於浮現：(1)只有「貨幣聯盟」而無「財政聯盟」仍無法解決財政失衡。因而歐元區迄今尚無政治力可約束成員國之財政與稅收。上述「整合標準」中之預算赤字與政府負債,仍須由各成員國政府自行處理;至於匯率、通貨膨脹、與長期利率則由 ECB 統籌處理即可。(2)各成員國前多以穩定之歐元及較低之利率超額發行公債,因而均發生償還之問題。(3)若未能儘速完成「財政聯盟」,則有關財政失衡、稅收問題、跨國就業、與經濟改善等問題,仍須由各成員國自行處理,而使危機持

續拖延。

(二).經濟結構性問題因金融危機而引爆：1 在歐元區各國皆須放棄貨幣自主權，而 ECB 在執行貨幣政策時，又無法兼顧到各成員國之狀況與需要，爰會對體質已欠佳之成員國，在調控其本身經濟之能力上造成傷害。危機時又缺乏靈活有效之調整匯率等因應措施。2 經濟體質良莠不齊結合在一齊，早已存有各種**雙重背離(Double divergence)**之**經濟結構性問題**:(1)成長與衰退互相背離問題：成長國趨向於緊縮之貨幣政策;衰退國趨向於膨脹之貨幣政策。(2)內銷與外銷市場之背離問題：內銷市場趨向於歐元升值;外銷市場趨向於歐元貶值。而貨幣升、貶值與淨出口長呈零和遊戲現象，意即一國之利得長為另一國之損失，因而會造成全球性之貨幣競相貶值，以加強出口。(3)發行公債殖利率與發行成本之背離問題：債信較佳國之殖利率低成本亦低。債信欠佳國之殖利率高，與較佳國殖利率之利差亦較大，故成本亦較高。

叁、已拉高發債成本並衝擊歐央行超然獨立性

一、拉高殖利率與飆高 CDS 使市場漸失信心

(一)希臘發債成本因殖利率飆高而形同違約或破產:歐債危機已大為拉高希臘債券殖利率，如 10 年期公債去年 4 月 8 日時才 7.6%，今年 5 月 23 日為 17.04%，而 9 月 9 日卻高達 20.1%；2 年期公債在去年 3 月 27 日為 4.6%，4 月 27 日即高達 25%，今年 9 月 12 日卻高達 70%，而當天 1 年期公債殖利率卻高達 117%。有人認為殖利率 8% 以上，就有可能會債務**重整或違約**，而上述 1 年期殖利率超過 100%，則意味從技術上分析是已經**破產**了。雖然目前尚無債務**重整或違約**跡象，惟畢竟殖利率過高乃發債成本過高，必然會傷害到財政之健全性，且將為**歐元區**之發展產生困境。幸好 9 月 15 日西班牙因歐債危機已暫時解除，而成功發行 40 億歐元之 10 年期公債，平均殖利率為 5.156%，已較去年 2 月 17 日發行之 5.2%及前日交易市場之 5.196%為低。

(二)希臘公債之 CDS 最近已飆高至天價：所謂**信用違約互換(Credit Default Swaps)**係指 1995 開始推出之衍生性金融商品，原來用以提供領先指標之金融工具，後來卻變質為引燃證券訊息之炒作工具。若投資人害怕所購買之債券違約，可向發行證券或承銷之金融機構購買 CDS 避險，惟須定期繳付保證金給該出售 CDS 之金融機構，以換取萬一發生違約事故時獲得賠償。而最大之問題在於未購買債券之投機人亦可購買 CDS，且債券與 CDS 可分開買賣，且 CDS 尚可任意升、貶值。亦即未購買希臘公債之投機人，仍

可參與購買 CDS 而放空換希臘公債，以換取希臘公債違約時獲得理賠金，此即所謂「**無券放空**」。通常發行一筆希臘公債可以創造無限多之 CDS，雖然最初認為不會發生違約 CDS 之**基點**（bp，1bp=0.01%）應在 50pbs 以下，亦即投資人仍須每年按其投資債券金額之 0.5%繳付保證金給 CDS 出售者，以換取萬一發生違約事故時獲得理賠金。

惟因希臘債信危機正被國際禿鷹利用 CDS **無券放空**而愈演愈烈，據估計當時散佈全球之 CDS 約有 40 兆美元，若都來押注**歐債危機**，則**歐元區**根本無法抵擋。因此，去年 5 月 18 日乃由德國**聯邦金管會**(BaFin)下令「自 19 日起至明年 3 月底止，禁止**無券放空**」以維護整體金融穩定，及避免危機持續惡化。該禁令對國際禿鷹確實已產生嚇阻效果，惟整個**歐債危機**仍須以較實質之配套策施妥為處理。希臘發生債信危機後，其公債之 CDS 基點去年 1 月 28 日已被拉高至 396bps。2 月 3 日為 423bps，4 月 27 日為 850bps，11 月 2 日 850bps。今年希臘債信危機再度延燒後，至 5 月 12 日已高達 1,390bps，9 月 9 日更高達 3,238bps，至 9 月 13 日已衝至 4,437bps 之天價，再度創造全球 CDS 之歷史新高，此乃顯示市場已對希臘債信幾乎已完全失去信心，隨時都會發生**重整、違約、或退出歐元區**之狀況。

二、ECB 雖然勞苦功高卻違反超然獨立性原則

(一)、**歐債危機迫使 ECB 違反超然獨立性原則**：自 ECB 設立以來，不論貨幣或外匯市場，其附條件交易與央行窗口之操作方式，一般認為皆與**德央行**無異。而回顧去年 1 月 ECB 尚信誓旦旦地表示「ECB 不會為了特別國家而改變**貸款擔保政策**，且會按預定進度於今年底停止實施**緊急擔保品貸款政策**，恢復常規運作」。惟去年 3 月 25 日卻向歐洲議會報告「ECB 將於明年繼續實施**緊急擔保品貸款政策**，且將接受擔保品最低門檻為**BBB 評等（垃圾級）**」，亦即為配合挽救**歐債危機**，而購買希臘所發行之公債（已被調降為**垃圾級**）與民間債券，並無限期提供 3 個月期資金，而已違反央行必須遵守之**超然獨立性原則**。以**德央行**為首之若干成員國央行甚為反對，因為放寬擔保品之規範，除讓希臘之**垃圾級公債**亦得作為擔保品外，尚將原為因應**金融海嘯**之措施繼續沿用，今後必將衝擊 ECB 之健全運作，及穩定**歐元區**信用與金融之目標。因此，**德央行總裁韋伯**乃呼籲「ECB 應嚴守財政紀律，因購買債務危機公債必會造成通貨膨脹，並認為 ECB 總裁似已不像貨幣政策決策者，反而更像外交官」。雖然 ECB 去年 7 月 1 日已成功化解歐元區流動性問題，亦度過 9 月 30 日銀行業之緊縮危險期，以對抗金融市場危機，與

提振投資人之信心，並持續執行其救急政策與寬鬆之貨幣政策。使歐元區之企業將可持續獲得充分之融資，以加速經濟復甦。惟華爾街日報去年12月23日仍指出，ECB執行其「證券市場計畫」(SMP)後，已累計3,300億歐元，持有歐元區政府公債725億歐元。其中絕大部分為PIIGS國家之公債，因而稱ECB為全球最大之垃圾債券基金，而此一狀況似暫時仍無法改變。

(二)、ECB供應流動性以穩定危機亦勞苦功高：有鑑於歐元區一般交易習俗或資金支付，並不常用支票，而多以其存款帳戶進行劃款轉撥(GIRO)，因而歐元區實際流通在市面之現金僅占M3（廣義貨幣供給）之9%，且其70%之融資係透過銀行體系而非金融市場，爰視銀行為金融體系與經濟活動最具關鍵性之角色。因此，銀行體系之穩定甚為重要，惟許多銀行均已參與希臘公債之投資。而上述之「證券市場計畫」即係去年5月10日，ECB為緊急處理因債信危機之流動性緊縮問題，乃提出所謂「核子選項」(Nuclear Option)，除首度購買包括垃圾級歐元區公債外；尚配合美、英、日、加、與瑞士等全球主要央行，共同進行大規模「互換」(Swaps)交易，以充分供應美元與流動性。另外，此次歐債危機持續延燒期間，不但存戶怕銀行發生危機而預先提款避險；而且銀行彼此間亦失去信心乃造成拆款不易，並已造成信用緊縮現象。ECB為防止情況失控，並穩定金融市場信心，其總裁特理謝9月15日宣佈該行將與美、英、日、與瑞士等國央行，共同於今年10月12日、11月9日、與12月7日實施3次「美元流動性供給之3個月期互換操作」，以防止因緊縮而推升利率之現象。因此，亦有人認為ECB係「歐債危機之唯一救星」，並以既然歐元區缺乏財政移轉(financial transfer)機制，若由ECB購買包括垃圾級之歐元區公債，則可強化銀行與發債政府間原已甚為嚴重之負面反饋循環；若由ECB擔保債信危機公債，則可避免把越來越多的已負擔不起之民間債務社會化

肆、評估希臘可能重整、違約、或退出歐元區之方式

一、從主權風險控管觀點評估違約、重整之方式 由於希臘執行撙節支出與財稅收入之成效一向不佳，經濟持續衰退，及對即將到期之公債發生償債問題等，再度引發希臘恐將重整或違約之論述。今年6月1日當穆迪(Moody's)再將希臘信評由B1連降3級至Caal後，即有人以市場經驗法則認為「被評為Caal信評之債券，約有50%會違約」，亦即債務重整之風險(係指主權風險控管，sovereign risk control)高達一半。9月2日對

希臘紓困談判中止時，即有 IMF 官員表示希臘恐將於明年 3 月之前會變成失序之**硬違約(hard default)**，並可能引發**骨牌效應**，有人認為希臘 98%會違約，允宜從主權風險控管觀點分述常見之因應方式如次：

(一)國際債券市場上較常見的違約、重整之因應方式：1.違約(default) 或硬違約：(1)**債務拋棄(repudiation)**：撤銷對投資人之債權償還義務。(2)**交叉違約條款(cross-default provision)**：若某一筆債券違約，則其他流通在外尚未到期之債券亦均跟隨違約。(3)**布雷迪債券(Brady Bonds)**：美國前財長 Brady 處理拉丁美洲債信危機時，將違約債券或國際聯貸延長 7 年，且以較低之利率進行市場導向之**債券互換(debt swap)**，而轉換為高度流動性或市場性之債券。2.**重整債券(debt restructuring)**：(1)**債務重新協議(resheduling)**：乃宣佈對目前與未來到期之債券均予**延緩(moratorium)**、**延期(delay)**或**延緩(rollover)**，然後依新協議之條件，包括最常見之「到期日與殖利率之緩和」方式。(2)**債務轉股權互換(debt for equity swap)**：投資人之債權可轉換為股權，透過市場導向之債券互換，將債券轉換為發債國家各項權益領域之投資。(3)**多年重組協議(multiyear restructuring agreement 或 MYRA)**：指目前無法履行償債義務，惟投資人仍同意保留債券時，則須以此種 MYRA 方式重整債務與契約之條件（包括重整成本、較低之殖利率、繳付本息之寬限期、延長新債之期間、及保證發債人不會再違約之風險等）。

(二)有人從財經觀點認為希臘應退出歐元區：如去年 5 月下旬英國 CEBR 智庫曾警告，除非希臘退出**歐元區**改用自己貨幣，且貶值 15%以上，始可提振出口競爭力，與擺脫債務糾纏，留在**歐元區**將無法催動經濟成長。今年 2 月 10 日哈佛大學羅格夫(K. Rogoff)教授建議「希臘與葡萄牙若為重建財政秩序，最好應退出**歐元區** 10 至 15 年」，3 月 1 日又重申「倒債已勢所難免，應速退出**歐元區**」。今年 5 月上旬德國 Ifo 智庫亦認為，讓希臘脫離**歐元區**是「兩害相權擇其輕」，唯有如此方能自行貶值，以提昇競爭力。若留在**歐元區**「**內部貶值**」(internal debase)自行調降薪資與物價 20%至 30%，恐會引發內戰。此外，5 月下旬美國馬里蘭大學莫里西(P. Morici)教授，及美國諾貝爾經濟得獎主克魯曼(P. Kruman)教授，均分別提出希臘應退出**歐元區**之類似主張。甚至於連德國經濟部長今年 9 月 13 日當總理梅克爾總理已決定續挺希臘後，仍提示「應建立希臘可能有秩序退出機制之可能性」。

二、希臘目前暫不可能違約、重整、或退出歐元區

(一)意見雖分歧惟情況已經能暫時控制:希臘無力償債而希望 EU 與 IMF 再給予額外紓困貸款，IMF 以希臘執行撙節支出方案不力，而希望 EU 給予保證，EU 則要求希臘政府先與在野黨協商。此外，**歐元區**成員國中較遵守財政紀律之德國、荷蘭、及芬蘭均表示不願再繼續紓困。尤其德國去年 12 月 16 日 EU 在峰會時，雖同意將 5 月已成立之 EFSF 於 2013 年 6 月到期前，先成立常設性之「**歐洲穩定機制**」(ESM)加以取代，惟卻堅持「只有在確定有悍衛歐元區完整必要時，經過共識決後才能啟動 ESM」。到了今年 3 月 24 日 EU 峰會討論 ESM 最初資本時，德國堅持由原擬之 400 億歐元大砍至 160 億歐元。至於處理希臘債信危機之方式，今年 9 月 14 日德國總理梅克爾既已與法、希兩國元首以電話熱線完成「**三方會談**」而確定續挺希臘，情況似已能暫時控制而不致於惡化。

(二)核心成員國仍會穩住債信危機之局面:上述 2013 年 6 月 ESM 接替 EFSF 後，因採取「**集體行動條款**」(collective action clauses)之共識決，若經通過後則處理債信危機猶如「**內部紓困**」(bail-in)。而目前仍在 ESFS 階段，債信危機似仍須仰賴「**外來紓困**」(bail-out)，且銀行持有公債欲轉換為資金時，仍須以其作為擔保品向**本國央行**融資，然後轉往 ECB 再融資。至於**歐債危機**迄今仍未有希臘倒債跡象，或市場混亂現象，此似與**歐元區核心成員國**之經濟體質穩健，及其仍會共同穩定局勢之態度有關。今年 5 月 21 日法國財長公開表示「已能接受持有公債之銀行自願協調之任何方案」，亦即法國已支持即將到期之希臘債務延期，一改前與德國對抗之做法。有人認為此似與去年 5 月德、法兩國總理在法國西海岸所達成之「**端年內承諾**」(Douarnenez Promesse)有關，據悉該承諾為「在 2013 年以前都不會強迫任何成員國進行債務重整」，亦即只要兩大核心成員國仍堅守該共識，並尋求合理之因應方式加以解決即可，例如今年 9 月 14 日德、法兩國甫與希臘完成「**三方會談**」。換言之，希臘債信除非狀況惡化至難以掌握，否則在 2013 年以前應暫無發生任何違約、重整、或退出**歐元區**之虞。

伍、展望未來可能採取之措施或方式

一、應由共同財政機關監督各成員國政府之預算與債務

經過 2 年多驚心動魄之股市崩跌震盪與歐債危機之衝擊，有識之士均認為若各成員國認同歐元之長期價值，則應在**貨幣整合**之後進行更徹底之**財政整合**。今年 9 月 5 日德國總理梅克爾與 EU 理事會范宏培(H. V. Rompuy)常任主席會商之「**核心歐洲**」建議，

研擬由**歐元區**成員國簽定**里斯本條約(Lisbon Treat)**更緊密之合作協議，而將**財政政策**、**社會福利政策**、**稅制**等涉及主權之政策等，交給 EU 作更強勢之整合。此外，非**歐元區**成員國之英國財長**歐司本(G. Osborne)**稍後亦與德國總理**梅克爾**、德國財長**蕭伯樂**、**歐元集團主席 (盧森堡總理) 容克爾**、及 ECB 總裁**特理謝**會商後，一致認為「欲加強歐元區財政整合則須修改里斯本條約，如此才可使各成員國兼之經濟與財政政策獲致協調」，而使邁向**財政聯盟**之方向有了更為重大之進展。另外，ECB 總裁**特理謝** 9 月 6 日再度重申「**歐債危機**反映**歐元區**之弱點，不能僅單獨靠 ECB 購買成員國公債，建立中央財政部是較可行之方向」。到了 9 月 17 日 EU 財長會議決定 5 大事項中亦已同意「**執行更嚴格之預算規則**」，雖然該規則已延宕約一年，惟上述決定似已顯示 EU 會員國首度願意交出部份財政主權，既可解決**歐債危機**的燃眉之急；又可提振投資人對歐債之長期信心。

二、德國希望以 LIKOB 功能取代 ESCB 與 ESM 之角色

鑒於目前處理債之信機制既欠佳又花錢，且 ECB 又已違反央行超然獨立性原則，據悉德國恐將另起爐灶；爰認為最有可能設立與提供業者**流動性銀行(LIKOB)**相同功能之機制，以處理成員國之債信危機。依據去年 12 月 23 日「**南德日報**」透露政府內部文件略以，德國考慮另行成立一個永久性之紓困機構，稱為「**歐洲穩定成長投資基金**」(ES&GF)，將享有等同 ECB 之獨立地位與 ESM 之部份功能，其任務為貸款援助財政困難之成員國、購買**歐元區**公債、及監督金援成效等。一般認為 ES&GF 已具有 LIKOB 相同之功能，而後者之任務為篩選銀行等級以決定**信用額度**，若銀行有流動性需要時，可按該額度取得 LIKOB 開具之匯票，持向**德央行**貼現以應急，此種既能於平時肩負與銀行流動性互相保障之功能；又可讓銀行放心經營與改善體質，必要時尚可提供緊急資金，成為防杜系統性危機最有效之機制。其功能已被德國視為**聯邦金管會**、**德央行**、**3 家存保機構**以外之**第 4 種金管機構**，且自其設立以來已使德國金融較其他歐、美國家穩定。換言之，德國將寧可建立類似 LIKOB 功能之機制以妥處**歐債危機**；也不願輕易放寬目前欠妥、花錢、而又費力不討好之 ESFS 或 2013 年後之 ESM 機制。

三、希臘須「自我紓困」始可獲得外來紓困

綜上所述，希臘若未能確實擷節支出與增加財稅收入，則債信危機根本無法解決，而過份緊縮支出又恐會衝擊經濟發展。事實上，希臘債信欠佳由來已久，據悉此乃過去

希臘政府常對選民做過多之承諾，或過份討好選民所造成。而太優渥之福利制度、減稅、輕稅、或逃漏稅等，必然會造成財政之入不敷出，最後就會發生財政危機。雖然希臘債信危機必會造成 EU 整合之發展與困境，而發生債信危機後亦經 EU 與 IMF 於去年 4 月 29 日宣佈 1,100 億歐元紓困貸款，惟仍須接受 EU、IMF、及 ECB 之檢查。但因執行撙節支出方案一向欠佳，無力償還將到期公債而持續引發整個歐債危機，再度衝擊全球金融市場。若希臘欲化險為夷，則須先「自我紓困」(自我落實撙節支出方案與提供擔保品)，始可獲得外來之紓困。據悉，希臘總理今年 5 月 23 日才誓言「將不惜一切代價，擺脫債信危機，除將於 6 月中旬以前公布一套 4 年內縮減 230 億歐元以上之支出與增稅計畫外；尚將採取多項措施，以推動延宕已久之 500 億歐元國營資產民營化計畫俾作為擔保品」，事後證明均無法達成目標，而造成紓困談判中止。今年 9 月 17 日 EU 財長會議決定「在 10 月 3 日表決是否提撥 80 億歐元(第 6 筆紓困金)給希臘」，據說，此次已要求與會之希臘財長在 2015 年前須裁撤 100,000 名公務員工；其中 50,000 名自 10 月 1 日起就應減薪或減退休津貼；今年底前須關閉或整併其他 65 個國營機構，以免因希臘一再執行不力而貽害歐元區、EU、及全球股、匯市。換言之，雖然在 2013 年以前似暫無重大之違約、重整、或退出歐元區情形，惟希臘仍須落實「自我紓困」始可獲得外來紓困，除上述機構外；以中國為主之金磚五國或其他外來資金相信都會伸出援手。

參考資料

1. 于倩蓉編譯,Simom Jonson, 登載於彭博專欄之「歐債危機 ECB 是唯一救星」, 經濟日報 A5 版, 2011 年 8 月 30 日,台北市
2. 吳惠珍整理, J.Plender 登載於英國金融時報「信貸泡沫噩夢恐重演」, 工商時報 A6 版, 2011 年 4 月 19 日, 台北市
3. 吳國卿編譯, A. Beattie 登載於英國金融時報之「歐債綜藝秀,歐美一搭一唱」, 經濟日報 A5 版, 2011 年 7 月 28 日, 台北市
4. 陳世欽編譯, P.Kruman 登載於紐約時報,「經濟危機箒英份子該負責」, 經濟日報 A5 版, 2011 年 5 月 10 日, 台北市
5. 連平,「大陸援歐可以更積極」, 經濟日報 A4 版, 2011 年 9 月 16 日, 台北市
6. 黃得豐,「歐洲金融市場專題研究」教材, 淡江大學歐洲研究所, 未出版, 淡水
7. 楊雅惠,「歐元筆路藍縷數十載」, 工商時報 A6 版, 2011 年 9 月 7 日, 台北市
8. 謝東年編譯 M.Wolf 登載於英國金融時報之「德國佬,趕快出手吧!」, 經濟日報 A3 版, 2011 年 9 月 15 日, 台北市
9. Anthony Sauders&Meria Millon Cornett, **Financial Institutions Management: A Risk Management Approach**, 4/e, McCraw-Hill. Education, 2003,US.
- 10.Cheng, Cheng-Mount, **Citi Weekly(Periodicity).**Taipei.
- 11.Chong-Ko Peter Trou. **Europe Strategie 2020 ,Conference on Major Trend in Contemporary World Affairs**,Tamkang University Diamond Jubilee ,31 March 2011. New Taipei City.

(本文撰於 2011 年 9 月 18 日,淡大歐研所兼任副教授)

德國在歐洲金融危機下之角色與立場

谷瑞生

外交部研究設計委員會簡任秘書回部辦事
淡江大學國際事務與戰略研究所兼任助理教授

前言

- 一、 歐盟與德國對於在金融危機下紓困之相關法規
- 二、 德國對歐元之重要性及歐元對德國之意義
- 三、 德國對歐元危機之立場
- 四、 德國對解決歐元危機之具體措施
- 五、 德國提議的未來歐元會員國倘違規之懲處重要程序
- 六、 德國對希臘金融危機之立場

結論

前言：

受到次級房貸風暴連鎖效應，2008 年美國雷曼兄弟公司破產，引發全球一連串金融危機，歐洲諸國在長年以舉債追求成長的財經政策下，財政艱困雪上加霜，歐盟是否可對其成員國紓困？德國對歐盟向具深厚影響力，若德國紓困其他歐元區會員國，如何向國內瀕臨破產企業交代；若不進行紓困，德國何談領導歐盟統合及歐元區之發展？本文之首，即擬探討歐盟及德國對於紓困之相關法規。

其次，吾人欲從德國對歐元之重要性及歐元對德國之意義作雙向分析，深入瞭解德國與歐元之關係。德國在歐元區具舉足輕重地位，故德國對歐元危機之立場及具體措施當為歐元區會員國遵行之藍圖，尤其德國對歐盟新增違規之懲處規定不遺餘力，倘吾人能對本節能有所掌握，自能更貼切理解歐盟如何解決歐元危機。又希臘金融危機當屬目前歐元危機之熱點，從德國對希臘金融危機之立場即可就德國對歐元危機之因應獲得最好的解釋案例，並勾勒出德國未來處理歐元危機之基本架構。

最後，筆者想從前述各項觀察與分析歸結吾人對德國在歐洲金融危機下之角色與立場應有認識，期能使讀者對歐元危機近況更深入瞭解。

一、歐盟與德國對於在金融危機下紓困之相關法規

依據歐洲聯盟工作方式條約（Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union，簡稱AEUV）第125條第1款：「歐洲聯盟對於會員國中央政府、區域及地方政府或其他公營機構、公營企業無擔保義務，...另會員國對其他會員國中央政府、區域及地方政府，或其他公營機構、公營企業無擔保義務。」說明歐盟對於會員國及會員國間不紓困（no-bail-out）之基本立場，本條立法主要目的是在強化會員國預算紀律（Budgetdisziplin），尤其是當會員國由於過度舉債而資金調度困難時，應加強其鞏固預算之意志¹；另依據AEUV第122條第2款「會員國因遭逢天災或意外事故，致使其遭遇巨大困難或被嚴重難題所困，而無法掌控時，歐盟理事會得依據執委會建議對該會員國在特定條件下提供財政協助。」其主要目的，一方面是在會員國間對於經濟、財政及金融政策自行負責系統下建構聯繫（Brückenschlag），另一方面是展現會員國團結精神，一如AEUV第3條所揭示。²

在全球金融危機下，歐盟為穩定財政機制而由理事會於2010年5月11日頒布「實施歐洲金融穩定機制規定」（Verordnung zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus），其主要內容為：「鑒於AEUV第2條第2款、會員國之巨大困難起因於世界經濟與財政惡化、世界金融危機使會員國財政更為吃緊，及國家信貸困難並危及歐盟穩定與統合等，則歐盟得對其會員國給予財政支援」³，該規定使歐盟及其會員國給予其他會員國財政挹注之法理基礎更為強化。德國亦於當年5月20日頒布「歐洲穩定機制架構擔保法」（Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus），使德國對歐元區會員國至多可提出1,230億歐元之保證款。⁴至此，德國出手援助歐元區財政困難國家亦獲得適當法理依據。

二、德國對歐元之重要性及歐元對德國之意義

在歐洲統合進程中，早有「歐洲德國化」之聲浪，一方面各會員國對德國抱持著既期待又怕受傷害的複雜心態，惟另一方面就整體而言，德國終能以其堅毅政治意志力及雄厚財經實力贏得歐盟會員國信任與依賴。在歐洲金融危機中，德國扮演角色自當更形重要。

¹ Rudolf Geiger, Daniel-Erasmus Khan, Markus Kotzur, "EUV/AEUV Kommentar", C. H. Beck München, 2010, p.522, 歐盟改革條約計分歐盟條約（Vertrag über die Europäische Union，簡稱EUV）及歐盟工作方式條約（AEUV）兩部分。

² Rudolf Geiger, Ibid., P.517

³ Amtsblatt der Europäischen Union, "Verordnung (EU) Nr. 407/2010 DES Rates" 2010.05.11, available from: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:118:0001:0001:DE:PDF>

⁴ Bundesministerium der Justiz, "Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus", 2010.05.20, available from: <http://www.gesetze-im-internet.de/stabmechg/BJNR062700010.html>。德國政府今年8月31日再次修改「歐洲穩定機制架構擔保法」，允許德國在歐元區所有國家共同承擔的7800億歐元救助擔保總額內，承擔其中2,110億歐元。

例如德國在「歐洲金融穩定基金」(Europäische Finanzstabilisierungsfazilität, EFSF)中所佔分攤金額為所有歐元區會員國總額之 27.06%，係各會員國最高者，位居第二位之法國佔 20.32%，其與德國仍有一段距離(請參閱附表一)。目前歐盟在財政上屬於「歐盟財政範圍 2007-2013」(EU-Finanzrahmen 2007-13)階段，總財政支出金額約一兆歐元，德國提供其中 20%，鑒於德國致力於金融穩固及本身一直以來均為歐盟最大經費提供國，德國對於推動歐盟會員國預算支出設限一向不遺餘力。⁵

其實不僅德國對歐元具重要性，歐元對德國亦有其非凡意義。德國實施歐元前之 30 年，其通貨膨脹率約為 3%，德國自從 1999 年實施歐元以來，通貨膨脹率平均每年僅為 1.5%，相較之下在德國，歐元確實是比馬克穩定；另歐元區自 1999 年至 2010 年之平均通貨膨脹率為 2.0%，同期美元之通貨膨脹率為 2.4%，亦即美元相較於歐元在 10 年內已損失 20%之購買力。⁶其次 2009 年德國總出口值為 8,033 億 1,200 萬歐元，其對歐盟會員國之出口量佔其總出口 62.3%，出口至歐元區會員國則佔其總出口之 42.7%，僅約 6.8%出口至美國，14%出口至亞洲⁷(請參閱附表二及附表三)。統一貨幣不僅節省了大量的匯兌費用，而且也避免了匯率波動，提高企業在歐洲投資計劃的安全性；使用歐元也使得德國在 2009 及 2010 年所獲得之經濟成長利潤高達 500 至 600 億歐元，若仍使用馬克，則德國之獲利自當降低。⁸

再次，歐元贏得作為全球儲備貨幣的重要性，2010 年歐元在全球外匯儲備中所

⁵ Auswaertigesamt, "Deutsche Position", 2011.07.04, available from: http://www.auswaertigesamt.de/DE/Europa/Finanzrahmen/Uebersicht_node.html

⁶ Bundesministerium der Finanzen, "Die Gesamtstrategie zur Stabilisierung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion", available from: http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_127708/DE/BMF_Startseite/Publikationen/Monatsbericht_de_s_BMF/2011/04/analysen-und-berichte/b02-gesamtstrategie-waehrungsunion/gesamtstrategie-waehrungsunion.templateId=renderPrint.html

⁷ Statistisches Bundesamt, "Außenhandel", P.24-25, 2009, available from: http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Content/Publikationen/Fachveroeffentlichungen/Aussenhandel/Gesamtentwicklung/ZusammenfassendeUebersichten/Jendgueltig2070100_097004.property=file.pdf

⁸ Bundesregierung, "Euro bringt Milliarden Vorteile für Deutschland", 2011.09.12, available from: http://www.bundesregierung.de/nr_987416/Content/DE/Artikel/2011/09/2011-09-12-kfw-studie-euro-bringt-milliarden.html

佔比例達 19.55%，創歐元 1999 年實施以來的最高水準。⁹最後，歐元對德國不但有經濟上之利益亦有政治及戰略上之意義，此亦為梅克爾總理一直以來所強調：「如果歐元垮台，歐洲也將垮台，國家之間倘使用共同貨幣將不致兵戎相見，歐元是歐洲平安的保證。因此德國必須在歐元保衛戰中發揮領頭羊作用。」¹⁰

三、德國對歐元危機之立場

德國的未來與歐洲息息相關，故強烈支持成立「歐洲穩定聯盟」(europäische Stabilitätsunion)，但堅決反對債務分攤及實施「歐洲公債」(Euro-Bonds)，梅克爾總理直言：「推出歐洲公債就是邁向債務聯盟(Euro-Bonds sind der Weg in die Schuldenunion.)」。¹¹以下簡述德國對歐元危機立場，德國從若干歐元國家之國家債務中發現「歐洲經濟貨幣聯盟」(Europäische Wirtschafts- und Währungsunion, EWWU)的缺失並提出改善之道如下¹²：

(一)針對過度負債(Überschuldung)無預防措施

目前 EWWU 內之法規對於歐元國家過度負債無法禁止，在目前「穩定成長協議」(Stabilitäts und Wachstumspakt, SWP)所賦予之彈性作為被部分會員國有意濫用。故須強化 SWP，以降低各會員國國債。

(二)經濟政策協調不足

經濟政策協調及監督不足，使得歐元區產生總體經濟發展不均衡現象，有些會員國受困於競爭力軟弱或缺，所以只得依賴債務維生。推動協調經濟政策，嘗試由新方法進行監督，藉由「歐洲財政學期制」(Europäisches Semester)¹³之定期計畫報告調整

⁹ Triennial Central Bank Survey, "Report on global foreign exchange market activity in 2010", Bank for International Settlements Communications, Switzerland available from: <http://www.bis.org/publ/rpfx10t.pdf>

¹⁰ Bundesregierung, "Rede von Bundeskanzlerin Merkel in der Haushaltsdebatte im Deutschen Bundestag", 2011.09.07, available from: <http://www.bundesregierung.de/Content/DE/Rede/2011/09/2011-09-07-merkel-bt-haushalt.layoutVariant=Druckansicht.html>

¹¹ Bundesregierung, Ibid.,

¹² 有關德國所提 EWWU 缺失及改善之道請參閱：Bundesministerium der Finanz, "Finanzpolitik, Fragen und Antworten (FAQs) zum Stabilitäts- und Wachstumspakt", 2011.05.09, available from: http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_4540/DE/Wirtschaft_und_Verwaltung/Europa/Der_Euro/16334.html

¹³ 歐盟 2010 年 9 月 7 日財長會議決議於 2011 年 1 月起實施「歐洲財政學期制」，意即會員國須於每年初將財政預算送交比利時，俟獲得歐盟意見(Stellungnahme)，始可公布。請參考 Euractiv, "Finanzminister beschließen Europäisches Semester", available from: <http://www.euractiv.de/finanzplatz->

總體經濟失衡處；並藉由共同經濟策略及競爭力協議，增加競爭力。

(三)金融市場規範 (Finanzmarktregulierung) 不足

金融市場規範不足，導致銀行危機及國家債務持續惡化，因而需要有挽救銀行計畫（在德國為 4,800 億歐元資本保證）。藉由金融市場監督，定期測試銀行及保險機構負債及對金融機構嚴格規範，以使金融市場穩定。

(四)缺少機構保護及緊急協助機制

鑒於在 80 年代及 90 年代初並無法預估目前債務危機，EWWU 無法提供確保歐元區穩定及提供會員國緊急協助之機制。藉由「歐洲金融穩定機制」(Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus, EFSM) 與 EFSF 建立暫時性歐洲保護傘 (Rettungsschirm)，並建立永久性之「歐洲穩定機制」(Europäischer Stabilitätsmechanismus, ESM)，以保護及協調金融機構。

四、德國對解決歐元危機之具體措施

本年德國聯邦、各邦政府共裁減 415 億歐元預算，至 2014 年德國公共預算將可趨平衡。德國本年財政赤字佔其 GDP 1.5%，遠低於馬斯垂克條約標準值(Maastricht-Referenzwert)3%，同時雖然去年德國債務佔其 GDP 83.2%，但經多方努力，至 2015 年僅佔 71%。¹⁴德國政府解決歐元危機措施迭遭批評，原本希望歐元保護傘有其適用期限，現在該保護傘似將漸演變成長期機制。德國又有負債過多國家退出歐元區之議，但無法落實。德國近日擬讓負債國宣布破產，亦仍未見具體作為。

簡要言之，德國解決歐元危機具體措施為結合「歐盟共同成長計畫」(gemeinsame Wachstumsstrategie 俗稱 Europa 2020)、「共同提升競爭力協議」(gemeinsamer Pakt für Wettbewerbsfähigkeit 俗稱 Euro-Plus-Pakt)及「規範金融市場新程序」(neue Verfahren zur Finanzmarktregulierung)等三項計畫。另對德國而言，最重要的策略是與法國合作，德法聯手推出因應方案，例如：本年 8 月 16 日為解決歐元危機，德法領袖舉

europa/artikel/finanzminister-beschließen-europaisches-semester-003602

¹⁴ Bundesregierung, “Deutschland Stabilitätsanker für Europa“, 2011. 07.21 available from:

http://www.bundesregierung.de/Content/DE/Artikel/2011/07/2011-07-21-Deutschland-Stabilit_C3_A4tsanker.html

行聯合記者會，梅克爾總理與 Sarkozy 總統共同闡釋未來具體措施如下¹⁵：（一）由歐元區各會員國政府首長共同組成經濟政府（Wirtschaftsregierung），主席由歐盟總統 Herman Van Rompuy 擔任；（二）歐元區至 2012 年暑假前將訂立財政政策之黃金條款（die goldene Regel），該條款將列入各會員國之憲法；（三）德法兩國財政部長於本年 9 月提出徵收金融交易稅（Finanztransaktionssteuer）之草案；（四）本年 9 月提出「新的穩定成長協議」（neuen Stabilitäts- und Wachstumspakt）；（五）促請各會員國國會針對會員國本身財政及歐盟所給予之指示，發揮督導作用。

五、德國提議的未來歐元會員國倘違規之懲處重要程序

德國建議倘會員國嚴重違反穩固的財政政策，將面臨「赤字懲處程序」（Defizitverfahren），並已獲歐盟同意，德國國會亦擬於本年 9 月針對此相關議題進行表決。「赤字懲處程序」未來執行主要重點仍是針對預算赤字超過 GDP 3%及對於負債超過 GDP 60%未能充分降低之會員國做出懲處。如果會員國赤字過高及債務刪減不足，理事會將作出決議，建議會員國採用修正辦法，並規定該會員國在期限內實施。未來罰則並將列有更為具體之罰金。

目前執委會僅能於倘歐元區會員國之新債務超過 GDP 3%情況下，始能對歐元區會員國施行「赤字懲處程序」，依據 AEUV 第 126 條第 11 款針對相關違規會員國之罰則，僅提出「適當金額」存入歐盟，及繳交「適當罰款」。未來執委會可採行方法如下：¹⁶

- （一）如果會員國未能達成預算期中平衡目標或接近平衡目標。
- （二）如果會員國總體債務過高，會員國債務超過其 GDP 60%，則每年須降低超過 60% 上限之 1/20，直至其債務僅達 GDP 60%為止。
- （三）執委會提出早期警告 6 個月後，會員國對於理事會交付之改善措施，仍無法達成，則必須繳交 GDP 0.2%可孳息之存款，若仍未見改善績效，該存款首先將轉變為無息存款，最後將轉為罰金，不予歸還。
- （四）會員國遭到懲處不僅只有繳交罰金，其亦有可能無法申領其他優惠的歐盟基金

¹⁵ Bundesregierung, “Pressekonferenz von Bundeskanzlerin Merkel und dem französischen Staatspräsidenten Sarkozy”, 2011.08.15, in Paris, available from: <http://www.bundesregierung.de/Content/DE/Mitschrift/Pressekonferenzen/2011/08/2011-08-16-pk-merkel-sarkozy-paris.html>

¹⁶ 請參考 Bundesministerium der Finanz, “Finanzpolitik, Fragen und Antworten (FAQs) zum Stabilitäts- und Wachstumspakt“, op.cit.,

(EU-Mittel)。

六、德國對希臘債務危機之立場

希臘是否能順利度過此次金融危機，主要關鍵仍視希臘政府是否能貫徹其本身財政改革。由世界貨幣基金會(IWF)、歐洲聯盟及歐洲央行(EZB)組成之歐洲三駕馬車(Troika)已於本年9月再度完成報告，說明希臘必須進行財政改革，才能獲得援助款，目前歐盟援助希臘的第二批款尚未撥出。¹⁷德國副總理、執政聯盟之自民黨主席暨經濟部長 Philipp Rösler 近日於德國世界日報(Die Welt)發表專文表示：「為使歐元穩定，短期內不應有思考的限制(Denkverbote)，必要時如果一切條件充足，可讓希臘有秩序的破產。吾人希望希臘繼續留在歐元區，但希臘必須展現重建經濟績效能力，尤其是歐盟應加強建立自動處罰機制，並對未執行金融改革會員國施以懲處，即便是在一定期限內中止該會員國投票權亦應不是禁忌。若仍無法改善，則最後策略就是讓其破產。」¹⁸梅克爾總理視希臘債務危機不僅是歐元問題，而是整個歐盟統合議題，所以務須聯合法國，共同遂行伊之意志。本年9月14日梅克爾總理與法國總統 Sarkozy 共同致電希臘總理 Papandreu，表達希臘必須執行本年7月21日歐盟高峰會議之決議，以保歐元區之穩定，渠等亦向 P 總理說明希臘嚴格有效執行會員國及國際貨幣基金會所草擬「適應計畫」(Anpassungsprogramm)之意義，此亦為該計畫未來分期付出援助希臘金額之前提條件。P 總理堅定表示希臘願意採用各種可能方法，完成各項財政改善要求。梅克爾總理與法國總統 Sarkozy 兩人確信，希臘一定會留在歐元區內。¹⁹

德國聯邦憲法法院於本年9月7日針對德國數位學者所提「援助希臘及歐元保護傘下所訂立之德國及歐盟相關法規違反德國基本法」乙案，予以駁回，並確信德國聯邦政府有能力處理歐盟統合及安定歐元，尤其穩定歐元與援助希臘是在國會監督下進行，故判決其合憲。²⁰德國聯邦憲法法院此次是對援助希臘及安定歐元之首次判決，德國財政部長

¹⁷euractiv, "Finanzen und Wachstum", 2011.09.02, available from: <http://www.euractiv.de/finanzplatz-europa/artikel/troika-griechenland-muss-nacharbeiten-005325>

¹⁸Die Welt, "Keine Denkverbote mehr", Gastkommentar, 2011.09.12, available from: http://www.welt.de/print/die_welt/debatte/article13598862/Keine-Denkverbote-mehr.html

¹⁹ Bundesregierung, "Pressemitteilung NR.: 334", available from: <http://www.bundesregierung.de/Content/DE/Pressemitteilungen/BPA/2011/09/2011-09-14-merkel-sarkozy-papandreu.html>

²⁰ Bundesverfassungsgericht, "Pressemitteilung Nr. 37/2011", 2011.06.09, available

Wolfgang Schäuble 與梅克爾總理對該判決分表滿意與欣慰，料因是該項判決對德國聯邦政府此次處理相關歐元金融危機及希臘金融危機議題之正面背書。

結論、

綜合以上觀察、整理與分析，吾人對於德國在歐洲金融危機下之角色與立場及歐元危機未來發展，宜有之認識如下：

（一）歐元區非政治聯盟：

歐元區之運作均反映在「歐洲經濟貨幣聯盟」(EWWU)內，而不具強制政治聯盟之效力，依照相關法規，歐盟及會員國雖可對財務困難會員國進行紓困，惟倘各會員國仍繼續僅以本國利益為考量，德國雖倡議新訂「赤字懲處程序」之罰則，但仍多偏重於罰款，而無政治干預力，一來易使會員國繼續我行我素，即認定反正國庫已空虛，何來繳交罰款能力；二來使歐元未來發展與自由市場競爭原則背道而馳，長久而言對歐元之存續仍將是極嚴峻之挑戰。

（二）德國不會放棄歐元：

德國的債務曾一度佔其 GDP 的 83%，高於法國、西班牙或英國，德國亦曾於 2009 年因預算赤字達 GDP 之 3.9%，且當時歐盟預測 2010 年之德國預算赤字將達 GDP 之 5.9%，故遭歐盟警告而與其他 7 個歐元區會員國接獲警告信 (blauer Brief)。²¹ 德國雖有其內在諸多難題，但德國與歐元具唇齒相依關係，德國應會繼續捍衛歐元，不會予以放棄。

（三）德國未來不擬採用歐元債券：

發行歐元債券是德國反對黨人士大力呼籲應採用解決歐元危機之方法，梅克爾總理斷然否決，伊不願以歐洲鐵娘子之姿，以一次到位方式解決歐元危機所有問題，而是以一家庭主婦般抽絲剝繭的方式，顧及德國國內及歐盟與各會員國各方利益，將歐元問題癥結以「德國式」科學精神找出，並輔以與法國攜手推出解決措施之策略，其成效固然短期內仍不易

from: <http://www.bundesverfassungsgericht.de/pressemitteilungen/bvg11-037.html>

²¹ Financial Times Deutschland, "EU verschickt acht blaue Briefe", 2009.06.09, available from: <http://www.ftd.de/politik/europa/:ueberhoehte-verschuldung-eu-verschickt-acht-blaue-briefe/524502.html>

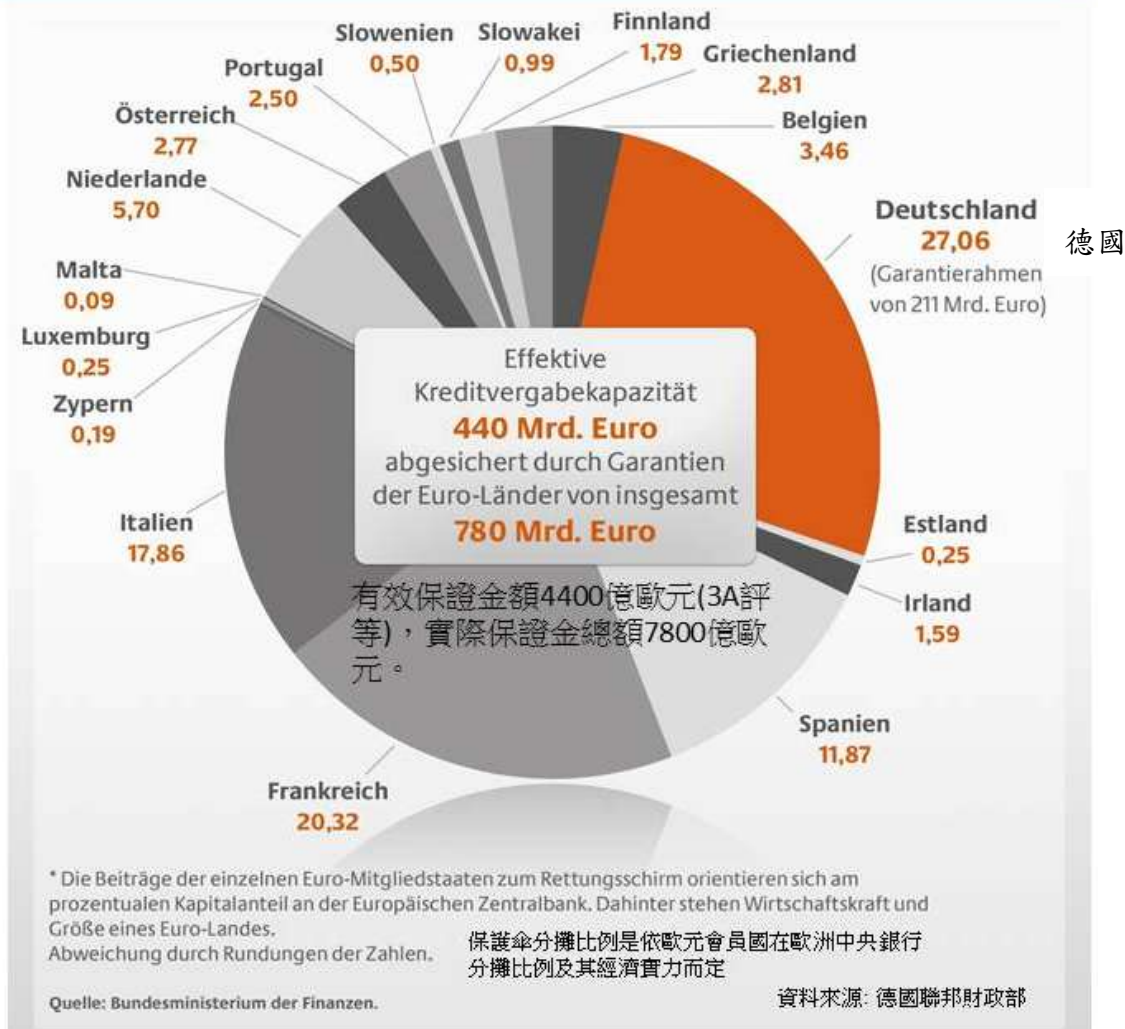
察覺，但基本上德國應是走在正確道路之上。

（四）適當表達我國關切善意：

我國與歐洲相距遙遠，就地緣及傳統政治而言上，歐洲在我國對外關係之角色位向不如美、日來得重要，惟歐盟已是我國第 4 大貿易伙伴，歐盟亦於本年予我國人免簽證待遇，歐盟及歐洲議會對我參與國際組織案支持之力道幾與美日平分秋色。整體而言，歐洲值得吾人繼續深耕經營。基此，吾人對希臘等國金融危機似不宜僅袖手旁觀，而應思考透過何種可行及有效方式，表達我國關切之善意。尤其是在全球化，強調軟實力氛圍下，展現我對國際社群關懷，對我整體對外關係當有助益。

附表一

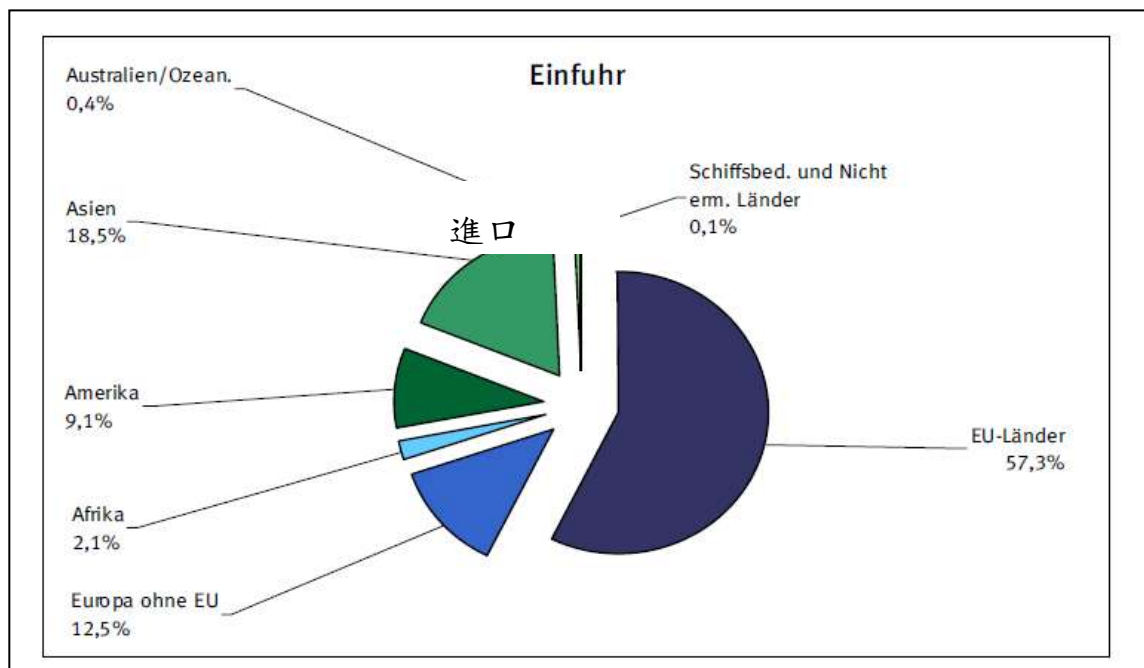
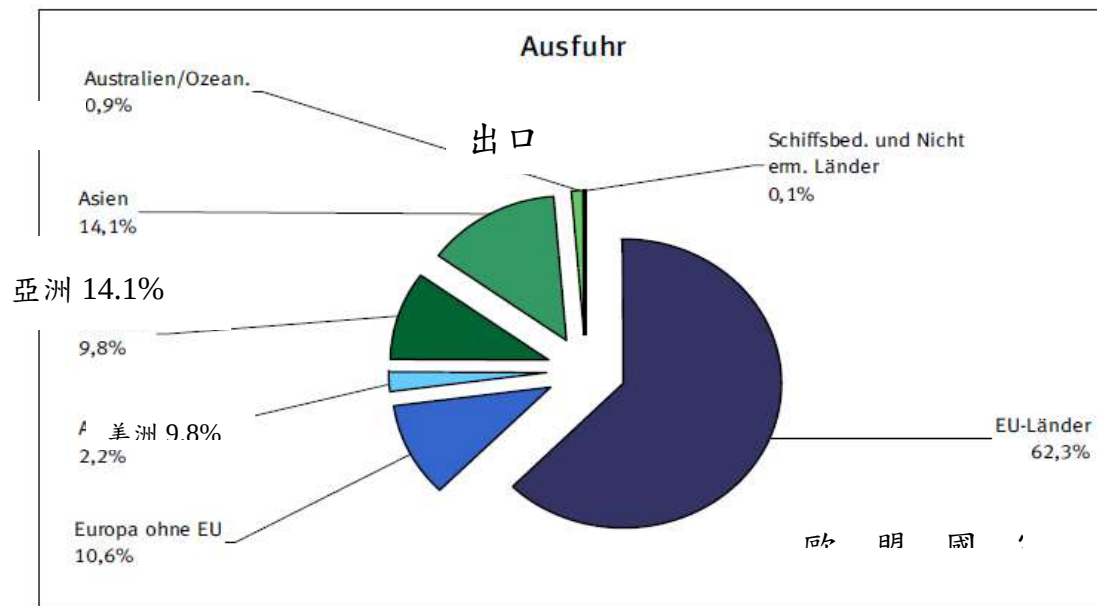
「歐洲金融穩定基金」(Europäische Finanzstabilisierungsfazilität, EFSF)歐元區會員國分攤比例圖



本圖表取自德國聯邦財政部，請參閱：

http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_54/DE/Wirtschaft_und_Verwaltung/Europa/Der_Euro/Stabilitaet/Stabilisierung-des-Euro/20110908_EFSF-BT.html?_nnn=true

附表二 德國出口各重要地區所佔比例 Aus- und Einfuhr Jahr 2009 nach Landergruppen



德國進口各重要地區所佔比例

資料來源：聯邦統計局

Statistisches Bundesamt, "Außenhandel", P.24, 2009, 請參考：

<http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Content/Publikationen/Fachveroeffentlichungen/Aussenhandel/Gesamtentwicklung/ZusammenfassendeUebersichtenJendgueltig2070100097004,property=file.pdf>

附表三 德國 2006 至 2009 出口至各國家與地區金額

1.5 Werte nach Ländergruppen und ausgewählten Ländern

1.5.1 Ausfuhr

Ländergruppe Land	2006	2007	2008	2009	Zu- (+) bzw. Abnahme (-) gegenüber Vorjahr			
					2006	2007	2008	2009
Millionen Euro					%			
Europa	657 298	726 486	733 075	585 800	+ 13,0	+ 10,5	+ 0,9	- 20,1
dar.: EU- Länder	564 864	623 837	622 637	500 654	+ 11,7	+ 10,4	- 0,2	- 19,6
Eurozone	385 273	421 570	419 597	342 855	+ 10,1	+ 9,4	- 0,5	- 18,3
Belgien	46 725	50 689	49 934	41 840	+ 7,1	+ 8,5	- 1,5	- 16,2
Finnland	9 229	10 291	9 643	7 085	+ 13,3	+ 11,5	- 6,3	- 26,5
Frankreich	85 006	91 665	93 718	81 304	+ 7,5	+ 7,8	+ 2,2	- 13,2
Griechenland	7 304	7 896	7 993	6 607	+ 12,5	+ 8,1	+ 1,2	- 17,3
Irland	5 836	6 238	5 536	3 656	+ 20,8	+ 6,9	- 11,3	- 34,0
Italien	59 348	64 499	62 015	50 620	+ 10,2	+ 8,7	- 3,9	- 18,4
Luxemburg	4 416	4 708	5 297	4 422	+ 13,3	+ 6,6	+ 12,5	- 16,5
Malta	342	370	352	296	+ 8,5	+ 8,2	- 4,9	- 16,0
Niederlande	56 531	62 948	65 799	53 195	+ 15,3	+ 11,4	+ 4,5	- 19,2
Österreich	40 512	52 813	54 689	46 093	+ 14,3	+ 6,7	+ 3,6	- 15,7
Portugal	7 385	8 336	8 133	6 195	+ 0,4	+ 12,9	- 2,4	- 23,8
Slowakei	7 633	8 494	8 739	6 578	+ 28,1	+ 11,3	+ 2,9	- 24,7
Slowenien	3 496	4 132	4 315	3 049	+ 17,4	+ 18,2	+ 4,4	- 29,3
Spanien	41 775	47 631	42 676	31 281	+ 4,4	+ 14,0	- 10,4	- 26,7
Zypern	735	860	760	635	- 24,1	+ 16,9	- 11,6	- 16,5
Nicht- Eurozone	179 591	202 267	203 040	157 799	+ 15,2	+ 12,6	+ 0,4	- 22,3
Bulgarien	2 199	2 454	2 762	1 908	+ 19,4	+ 11,6	+ 12,6	- 30,9
Dänemark	14 356	15 432	16 007	12 809	+ 15,0	+ 7,5	+ 3,7	- 20,0
Estland	1 323	1 546	1 523	846	+ 30,0	+ 16,9	- 1,5	- 44,4
Lettland	1 357	1 744	1 411	809	+ 45,8	+ 28,5	- 19,1	- 42,7
Litauen	2 060	2 478	2 381	1 411	+ 33,8	+ 20,2	- 3,9	- 40,7
Polen	29 019	36 193	40 750	31 122	+ 29,8	+ 24,7	+ 12,6	- 23,6
Rumänien	7 228	7 774	8 978	6 400	+ 35,9	+ 7,6	+ 15,5	- 28,7
Schweden	18 791	21 495	20 091	15 546	+ 9,0	+ 14,4	- 6,5	- 22,6
Tschech. Republik	22 498	26 095	27 601	22 032	+ 17,4	+ 16,0	+ 5,8	- 20,2
Ungarn	16 034	17 297	17 360	11 675	+ 17,5	+ 7,9	+ 0,4	- 32,7
Vereinigtes Königreich	64 726	69 760	64 175	53 240	+ 7,2	+ 7,8	- 8,0	- 17,0
Europa ohne EU	92 434	102 649	110 438	85 147	+ 22,5	+ 11,1	+ 7,6	- 22,9
dar.: Norwegen	6 653	7 579	7 645	6 227	+ 16,2	+ 13,9	+ 0,9	- 18,5
Russische Föderation	23 363	28 162	32 312	20 621	+ 35,2	+ 20,5	+ 14,7	- 36,2
Schweiz	34 782	36 373	39 027	35 510	+ 17,4	+ 4,6	+ 7,3	- 9,0
Afrika	16 644	17 607	19 653	17 438	+ 12,2	+ 5,8	+ 11,6	- 11,3
Amerika	104 154	100 769	101 866	78 727	+ 13,2	- 3,2	+ 1,1	- 22,7
dar.: NAFTA- Länder	90 859	86 248	84 521	64 707	+ 12,6	- 5,1	- 2,0	- 23,4
Verein. Staaten	77 991	73 327	71 428	54 356	+ 12,5	- 6,0	- 2,6	- 23,9
Asien	106 991	111 691	120 102	113 179	+ 18,2	+ 4,4	+ 7,5	- 5,8
dar.: ASEAN- Länder	14 563	15 495	15 563	13 856	+ 15,1	+ 6,4	+ 0,4	- 11,0
China	27 478	29 902	34 065	32 273	+ 29,4	+ 8,8	+ 13,9	+ 9,4
Japan	13 886	13 022	12 732	10 875	+ 4,1	- 6,2	- 2,2	- 14,6
Australien und Ozeanien	6 377	7 104	7 595	7 147	+ 7,5	+ 11,4	+ 6,9	- 5,9
dar.: Australien	5 487	5 807	6 613	6 328	+ 9,2	+ 5,8	+ 13,9	- 4,3
Insgesamt	893 042	965 236	984 140	803 312	+ 13,6	+ 8,1	+ 2,0	- 18,4

資料來源：聯邦統計局

Statistisches Bundesamt, "Außenhandel", P.25, 2009, 請參考：

<http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Content/Publikationen/Fachveroeffentlichungen/Aussenhandel/Gesamtentwicklung/ZusammenfassendeUebersichtenJendgueltig2070100097004.property=file.pdf>

全球金融危機與歐元區之發展與困境：南歐的角色與觀點

沈拉蒙博士(靜宜大學西班牙語文學系)

王憶如博士(僑光科技大學國際貿易運籌系)

摘要

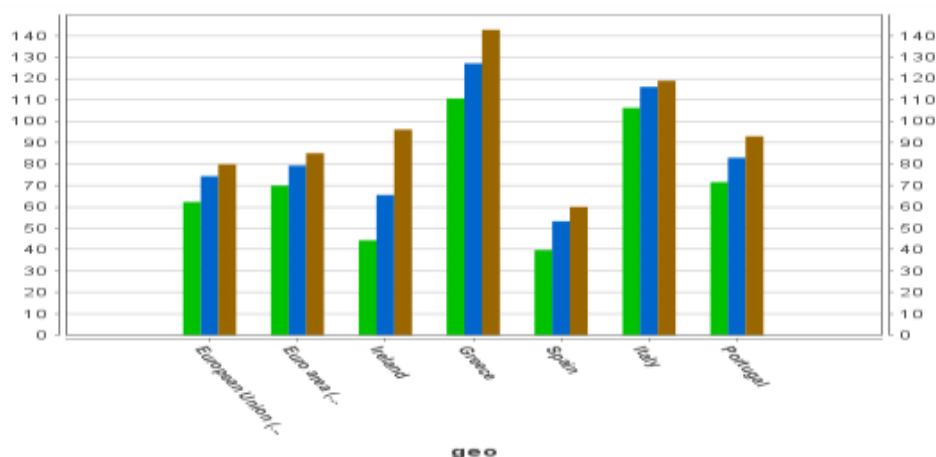
本文從政治經濟的角度，透過相關文獻的整理與分析，探討歐元區之發展與困境，特別是希臘、葡萄牙、西班牙、義大利等南歐國家的現況與問題。全文共分七部分：(1) 簡要介紹歐洲諸國(PIIGS)的處境；(2) 分析歐洲金融危機的因素；(3) 歐元區發展的危機；(4) 南歐諸國削減支出的因應；(5) 探討各方提出的危機解決方案；(6) 評估歐元危機對南歐國家的影響；(7) 結語。

關鍵字: PIIGS, 歐元區, 金融危機, 歐洲聯盟, 南歐

一、前言：歐洲諸國(PIIGS)的負債問題

自從 2008 年美國次級房貸引發全球金融海嘯後，歐元區國家也出現危機，愛爾蘭與葡萄牙、義大利、希臘和西班牙等南歐國家面臨財政危機，而淪為「歐洲諸(豬)國」(PIIGS)。現今歐元區正經歷重大的經濟和金融問題，債台高築、股市重挫、歐元大跌，都再再影響整個歐元區的穩定，甚至歐洲國家破產、歐元區瓦解等話題都成為眾人討論的焦點。

根據歐洲聯盟統計(EUROSTAT)，2008 至 2010 歐洲諸國(PIIGS)的政府債務佔 GDP 比例均高於歐元區平均值，其中 2010 年以希臘(142.8%)、義大利(119.0%)、葡萄牙(93.0%)、愛爾蘭(96.2%)的債務佔 GDP 比例最高(見圖一)。就各國公債表現來看，信用較差的次級邊陲歐洲國家已申請歐盟/IMF 金援，包括希臘、愛爾蘭與葡萄牙，而西班牙和葡萄牙的債信則相對較佳。



圖一：General government gross debt，2008-2010 (Percentage of GDP)

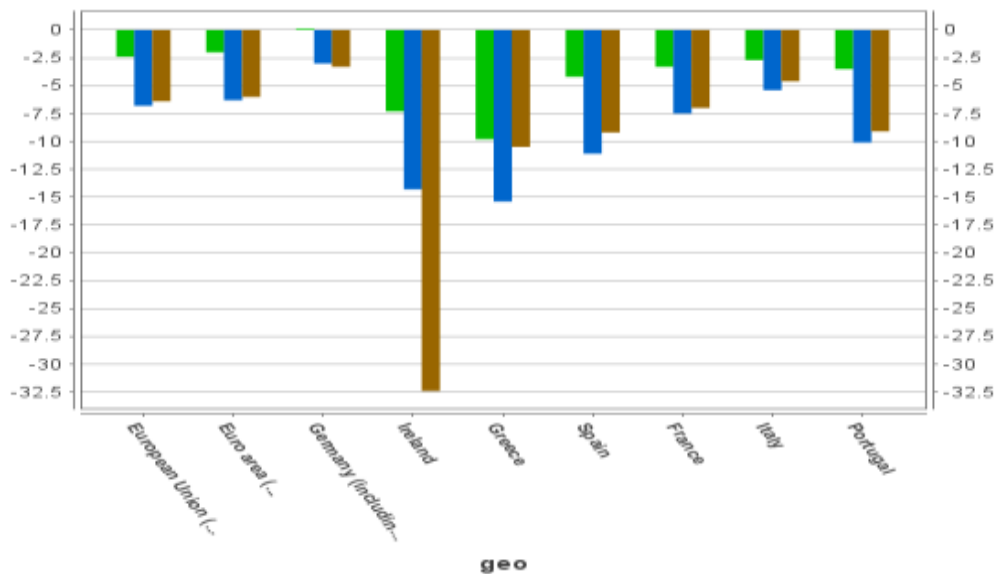
資料來源：EUROSTAT

二、財政赤字和公債增加的原因

2008 年底，南歐國家由於信貸崩潰，使歐元區的產能降低近 5%，經歷極度蕭條時期。因此，企業不得不大幅減少其固定資產的投資，2008 年至 2009 年下降約 11.3%。同時，由於缺乏商業信貸，從歐元區的出口也下降了近 20% (Evans 2011)。歐元區的國家政府紛紛採取資金擴張政策以因應生產的下降，包括增加公共開支和調降稅收方案。

政府預算受到金融紓困方案影響，以致現在承受擴張財政措施的成本費用，和經濟衰退導致的稅收收入下降的情形。增加公共赤字是財政擴張的結果，而稅收收入的下降導致歐元區政府債務大幅的增加。根據歐洲統計局(Eurostat)數據顯示，2008 年歐元區政府赤字佔 GDP 比例僅為 2.0%，2010 年則提升到 GDP 的 6.0%(見圖二)，其中歐洲 PIIGS 的愛爾蘭從 7.3%(2008)提升至 32.4%(2010)；希臘從 9.8%升至 10.5%；西班牙從 4.2%升至 9.2%；義大利從 2.7%升至 4.6%；葡萄牙則是從 3.5%提升到 9.1%。

此外，在西班牙和愛爾蘭，房價泡沫化導致營造業急劇收縮。愛爾蘭在金融風暴開始以前，國家債務維持在國內生產總值(GDP)的 25%，是歐元區最低的國家之一。然而，爆發了房地產價格泡沫的破裂，使銀行經歷巨大的損失，盡管政府進場干預救援銀行，但 2009 年政府公債仍然攀升到 GDP 的 64% (Evans 2011)，這是一個危機的警訊。



圖二：General government deficit, 2008-2010(Percentage of GDP)

資料來源：EUROSTAT

三、歐元區發展的危機

2009 年底，歐元區的發展焦點從愛爾蘭轉移至希臘的公債。希臘新政府報告該國前政府嚴重低估其龐大的財政赤字。2009 年 12 月，希臘債券開始被視為風險最大，因為德國利率的保證金佔 1.6%，且一路飆升。這種情況在 2010 年 4 月是關鍵時刻，當時希臘債務再融資五月中旬面臨到期，希臘政府力爭從國際市場籌集大量的資金，以償還其陸續到期的巨額債務。該政府宣佈：如果在五月前得不到救援貸款，將無法為即將到期的 200 億歐元公債再融資。由於擔心希臘政府難以通過發新債償還總額為 3 000-4 000 億美元的公債，希臘的貨幣流動性短缺驟然加劇(LI Yong-liang, 2011)，歐元區債務危機終於爆發。當時希臘應支付金融市場的利率在 4 月份期間從 6.5%上漲至 10%，幾乎高於德國利率的 7%。

歐元區政府五月初同意提供 1,100 億歐元的支援給希臘。國際貨幣基金組織(IMF)也提供 30 億歐元的融資，且要求希臘政府必須拿出更可信的縮減財政赤字的方案，才有可能取得歐元區成員國和 IMF 的貸款。儘管對希臘大力的支援，他們依然擔心希臘不能履行其債務。同時，希臘債務危機的傳染效應出現，葡萄牙、愛爾蘭、西班牙和義大利等國也遭受信用危機，受影響國家的 GDP 占歐元區 GDP 的 37%左右(LI Yong-liang, 2011)。

以西班牙和葡萄牙為例，金融危機前兩個國家並沒有巨額赤字，但卻必須累積了非常龐大的赤字來應對危機。

所謂歐元危機的產生，是與歐元區內希臘這樣一個較小的經濟體的債務融資困境相關聯。由於歐元區各國政府和歐洲央行為了承擔共同貨幣穩定的責任，此威脅轉變成更嚴重的危機。在歐洲金融穩定基金和歐洲央行支援債券市場的承諾下，這場危機暫時平息，也因此在此 2010 年下半年歐元升值。

四、南歐諸國削減支出的因應

2009 年 12 月愛爾蘭率先在歐元區內大幅削減公共支出。希臘方面，在此救援計畫中和歐元區與國際貨幣基金組織談判，希臘政府被要求削弱國家的財政赤字，在 2014 年要低於 3%。透過削減公共部門的工資和退休金、社會保險的支付，來減少支出。至於收入，由於銷售稅收增加，到 2013 年應達到 GDP 的 4%。改善稅收制度，特別針對高收入階層。

在西班牙方面，由於歐洲聯盟、國際貨幣基金組織和美國政府強大壓力下，該政府採取財政緊縮方案。該方案旨在減少西班牙的財政赤字占 GDP 的比例從 2009 年 11.2 %縮小到 2011 年 6 %。該方案主要措施特點是公共部門的工資削減 5%，而且還考慮削減公共投資 6,000 百萬歐元。

葡萄牙方面，則提出削減財政赤字計畫從 2009 年占 GDP 的 9.4 %到 2011 年 4.6%。根據這項計畫，公共部門的薪資調降 5%，而且會有所得稅、銷售稅、企業所得稅的收入增加。

在希臘的危機之後，大部分的歐元區政府也宣佈了減少財政赤字，主要是通過削減開支計畫。2011 年 5 月，義大利宣佈計畫減少支出 24 億歐元，公共部門的工資凍結三年。2011 年 6 月，德國宣佈在三年半內減少 80 億歐元的政府開支。法國宣布透過採取支出凍結和改革退休金制度，計畫在 2013 年赤字減少到 GDP 的 3%。

事實上，削減開支將導致收入的下降，因此對愛爾蘭、希臘、西班牙和葡萄牙是特別嚴重的。2010 年國際貨幣基金組織(IMF)已提出警訊，廣泛的財政整合可能帶來歐洲經

濟衰退(FMI, 2010b)。實際上，一種惡性循環正在威脅歐元區內的所有財政赤字國家。可預見的是財政緊縮措施削弱了未來的經濟成長，投資者開始要求過高的利率，進而迫使各國政府削減更多支出。國際貨幣基金組織(IMF)主席 Cristine Lagarde (2011a, 2011b)、George Soros (2011)和許多經濟學家都提出相關的看法。

五、各方提出的危機解決方案

美國知名投資家 Georges Soros 表示，必須讓希臘、葡萄牙甚至愛爾蘭出現信貸違約及退出歐元區的準備。歐元區可以建立退出機制，像希臘和葡萄牙這樣規模不大的國家退出歐元區後，歐元仍可以繼續存在。但如果像希臘那樣的小國退出歐元區，也需做好準備，以保護債權人和銀行儲戶的利益，保證銀行不會破產。因為一旦銀行出現問題，將把歐洲再度拖入經濟衰退。為防止歐元區內的金融危機，他建議應採取相關的措施，包括：

- A. 保護銀行存款，以免歐元區較弱的成員國出現擠提潮；
- B. 歐洲銀行體系需進行資產重組，並由歐盟監督，而非交由各國負責；
- C. 讓違約國家的部分銀行繼續運作，確保其經濟維持運轉；
- D. 保護其他赤字國家的政府債券受到危機傳染。

Georges Soros 認為，發行歐元債券可以在短期內分解歐洲國家因債務危機承擔的巨大融資風險，緩解市場施加的巨大壓力。他認為應該發行歐元債券，但在此之前，歐盟財長理事會應准許歐洲中央銀行提供資金，以便歐元區各成員國能夠以合理的利率融資。歐洲金融市場穩定工具(EFSF: European Financial Stability Facility)應該發揮銀行的作用，利用各國擔保為歐洲央行提供資金。

除此之外，目前仍有許多學者專家提出一些具體的措施：

(1) 建立歐元債券市場

歐洲聯盟考慮一項讓赤字財政歐元區的國家可獲得的資金且不受懲罰高風險解決方案。歐盟執委會(european commission)主席 Durao Barroso 於 2011 年 9 月宣佈了擬議由歐洲聯盟推出歐元區共同債券的選擇方案。此項宣布提振了歐洲士氣，因為此措施將可透過共同金融工具來直接保護每個國家的系統性風險。但實際上，歐元債券市場的規劃和實

施是存在許多複雜性，必須確保歐元債券的建立不包括放鬆財政紀律。根據 Carbó Valverde (2011)如果沒有在新的歐洲經濟治理下的財政主權分配，歐元債券的公信力將受影響。只有達到共同的財政紀律，以支援其他妥協承諾，歐元債券才能取得成功。

(2) 債務重組

這些債券可承擔新債務，而非舊債務。因此，EFSF 的功能運作是需要立即解決的辦法 (Carbó Valverde, 2011)。此外，在某些情況下，有必要進行舊有債務重組，所以有不同的行動方式。在阿根廷和烏拉圭進行的布萊迪計畫(Plan Brady)就是一個成功的案例。

(3) 建立一個有序違約、分階段的系統

面對主權破產的可能性，德國財政部長 Wolfgang Schäuble，建議一種「有序破產」的模式。此方式分為兩個階段，第一、採取調整計畫之運作，如同希臘的情況。在此階段，政府債券到期日可能會更長。如果這場危機仍未解決，將會進入第二階段，有步驟地進入破產程序，以便債務重新分配。

六、歐元危機對南歐邊陲國家的影響

(1) 對銀行體系的影響

一項針對歐洲 PIIGS 國家債務的調查顯示，令人擔憂的是國家銀行的大量購買。債務違約首當其衝的是法國銀行(US\$244bn)，還有德國(US\$218bn)、美國(US\$186bn)、英國(US\$142bn)和大部分的歐元國家銀行(US\$243bn)，甚至其他如日本(US\$30bn)都受到影響。從表一可知不同國家的銀行會受到希臘(US\$297bn)、愛爾蘭(US\$84bn)、葡萄牙(US\$322bn)、西班牙(US\$1103bn)等國可能破產的影響。然而，此表並不包括西班牙債務兩倍以上的義大利。在這些國家的任何違約都會帶來兩個作用：銀行業的影響（銀行破產）和蔓延的影響。這意味著違約將會擴展到其他國家，歐洲銀行體制的破產可能是最後的結局。值得謹記的是避免這樣的效應，在 2008 年美國政府給予相當於 US\$700bn 的「救市」(bailout)。類似的行動或更高額的救援是目前在歐洲的情況下所需。

(2) 對國家財政的影響

當政府資金不足將宣佈破產。唯一可能的解決之道，是透過國際貨幣基金組織(IMF)的債務重整。IMF 的先例是有條件的財政援助和透過節約開支穩定計劃做債務重整。穩定計

劃已進行一段時間，而其主要影響是在於經濟衰退的冷卻。目前調整計畫已經在所有歐洲 PIIGS 國家，不僅如此，包括法國、英國和德國等歐盟核心國家。IMF 和世界銀行警告最近的全球經濟的成長情況（Christine Lagarde 預計歐元區今年的國內生產總值增加 1.6%，下年度為 1.1%），調整方案不應過於嚴厲，否則將加快全球經濟危機。

(3)對國家經濟的影響

根據 USB 銀行的報告，因希臘債務違約而造成的歐元區破裂的成本，約為德國人每人 2,000 歐元和希臘的人均超過 10000 歐元。這些具體數字顯示對國家經濟以及人民生活實際產生的影響。去除蔓延的問題，對一國經濟立即的影響是貨幣流通供應大幅減少，此將癱瘓經濟，而僅有具強烈出口導向的企業可以賺取收入。如果違約帶來歐元區的出路和國家貨幣的重建國家，該貨幣將高度貶值因為不會取得任何支援，預期可能發生類似 1980 年代南美洲所發生的通貨膨脹。

表一 PIGS 的外國銀行的風險承擔(foreign exposures)

Foreign exposures to Greece, Ireland, Portugal and Spain, by bank nationality ¹											
End-Q1 2010; in billions of US dollars											
Exposures to	Type of exposures	Bank nationality									
		DE ²	ES	FR	IT	OEA	GB	JP	US	ROW	Total
Greece	Public sector	23.1	0.9	27.0	3.3	22.9	3.6	4.3	5.4	2.0	92.5
	+ Banks	10.5	0.0	3.9	1.2	2.6	2.2	0.5	3.1	2.1	26.1
	+ Non-bank private	10.0	0.2	40.2	2.2	14.5	6.0	0.9	5.2	3.9	83.2
	+ Unallocated sector	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
	= Foreign claims	43.6	1.1	71.1	6.8	40.1	11.8	5.8	13.6	8.1	202.0
	+ Other exposures ³	7.4	0.5	40.5	2.0	7.8	4.7	0.2	27.5	4.6	95.2
	= Total exposures	51.0	1.6	111.6	8.8	47.9	16.5	5.9	41.2	12.7	297.2
Ireland ⁴	Public sector	3.4	0.2	8.7	0.9	3.8	7.3	1.8	1.9	1.8	29.7
	+ Banks	46.0	2.5	21.1	3.6	14.0	42.3	1.8	24.6	12.7	168.6
	+ Non-bank private	118.1	9.6	20.5	12.0	66.8	114.4	18.3	34.1	27.9	421.7
	+ Unallocated sector	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.8	1.1
	= Foreign claims	167.5	12.3	50.3	16.5	84.9	164.0	21.9	60.6	43.1	621.1
	+ Other exposures ³	38.3	3.9	35.4	12.1	7.6	58.4	1.0	53.2	12.7	222.7
	= Total exposures	205.8	16.2	85.7	28.6	92.5	222.4	22.9	113.9	55.8	843.8
Portugal	Public sector	9.9	10.6	20.4	2.2	11.5	2.6	2.3	1.6	1.7	62.9
	+ Banks	20.3	7.4	7.3	3.1	7.0	6.6	0.4	2.0	1.4	55.4
	+ Non-bank private	8.2	66.7	14.4	1.1	8.2	15.8	0.9	1.6	1.5	118.4
	+ Unallocated sector	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	= Foreign claims	38.4	84.7	42.1	6.5	26.7	25.0	3.6	5.2	4.6	236.7
	+ Other exposures ³	8.1	23.3	7.6	2.9	2.4	7.4	0.4	32.1	1.4	85.6
	= Total exposures	46.6	108.0	49.7	9.4	29.1	32.4	4.0	37.3	6.0	322.4
Spain	Public sector	30.0	-	46.9	2.3	19.1	7.6	12.5	4.9	4.4	127.6
	+ Banks	95.0	-	69.7	11.1	68.7	27.6	4.5	28.6	12.1	317.4
	+ Non-bank private	55.2	-	83.1	16.4	98.3	75.0	9.4	28.7	12.1	378.2
	+ Unallocated sector	0.0	-	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.7	0.9
	= Foreign claims	180.2	-	199.8	29.9	186.1	110.2	26.4	62.2	29.3	824.1
	+ Other exposures ³	37.7	-	44.4	12.6	14.4	31.5	3.6	124.1	10.0	278.5
	= Total exposures	217.9	-	244.2	42.5	200.6	141.7	30.0	186.4	39.3	1102.6
DE = Germany; ES = Spain; FR = France; IT = Italy; OEA = other euro area; GB = United Kingdom; JP = Japan; US = United States; ROW = rest of the world.											
¹ Exposures of banks headquartered in the respective country are not included, as these are not foreign exposures. ² Sectoral breakdowns of the claims of German banks are obtained based on international claims from the BIS consolidated banking statistics (immediate borrower basis). ³ Positive market value of derivative contracts, guarantees extended and credit commitments. ⁴ Exposures of "other euro area" banks to Ireland are currently under review and are subject to revisions.											
Source: BIS consolidated banking statistics (ultimate risk basis).											Table 1

資料來源：M. Llamas(2010).

七、結語

正如歐洲聯盟主席 Herman Van Rompuy 所述：「債務危機擴散的危險、違約的危險、重整的危險以及脫離歐元區的危險是如此的巨大，以致於無法承受這樣的風險。」因此，希臘等國必須避免債務違約，這是沒有選擇的餘地。絕大多數的歐洲領導人贊成必須避免歐元區的破裂，但是當必須採取必要的財政措施時卻不配合。這種狀態逐日加劇債務的問題。然而，如同 Soros 的看法，在所有國家對財政紀律沒有達成任何協定前，不能停止適當的措施，而且這也必須仰賴歐元區經濟大國的深化。

沒有一個中央財政機關，是不可能維持單一貨幣。建立此中央集權的機構將轉移許多國家的主權，尤其是歐洲強國。歐元正處於十字路口，堅持進一步政治整合或...沒有人想要回頭，但也不想要向前看。

參考文獻

- Alfredo Pastor (2010), La crisis del año 20XX, La Vanguardia. 12 de diciembre de 2010, <http://www.lavanguardia.com/economia/20110916/54216896431/la-crisis-del-ano-20xx.html>
- EUROSTAT(歐盟統計局), <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>
- Europa Press(2011), El FMI recorta su previsión de crecimiento de la economía global, que está en una "nueva fase peligrosa", Europa Press, 20 Sep 2011, <http://es.noticias.yahoo.com/fmi-recorta-prevision-crecimiento-economia-global-fase-peligrosa-160009197.html>
- Expansión (2011), Van Rompuy: la quiebra de Grecia no es una opción, Expansión, 22.09.2011, <http://www.expansion.com/2011/09/22/economia/1316682360.html>
- Christine Lagarde(2011), El círculo vicioso de deuda y el débil crecimiento puede llevar a la recesión, La Gaceta, 16-09-2011, <http://www.intereconomia.com/noticias-gaceta/economia/economia/lagarde-circulo-vicioso-deuda-y-debil-crecimiento-puede-llevar-rec>
- Foros sobre economía, diversas opiniones, <http://www.rankia.com/foros/economia-politica/temas/918831-mejor-dentro-euro-que-fuera?page=7>
- George Soros(2011), Es hora de pensar lo impensable en Europa. Expansión, 15.09.2011,

<http://www.expansion.com/2011/09/15/opinion/tribunas/1316117322.html>

Joschka Fischer (2011), Salidas para Europa, El País. 13/09/2011,

http://www.elpais.com/articulo/opinion/Salidas/Europa/elpepiopi/20110913elpepiopi_5/Tes

Lagarde reclama a Europa que aborde "con firmeza" sus problemas con una consolidación fiscal creíble, Europa Press, <http://www.labolsa.com/noticias/20110915172538001/economia-macro-lagarde-reclama-a-europa-que-aborde-con-firmeza-sus-problemas-con-una-consolidacion-fiscal-creible/>

Lalo Agustina (2011), ¿Qué pasa si Grecia abandona el euro? La Vanguardia 18/09/2011,

<http://www.lavanguardia.com/economia/20110918/54217296824/que-pasa-si-grecia-abandona-el-euro.html>

LI Yong-liang (2011), The Debt Crisis in Greece and Its Impact on World Economic Recovery,

<http://www.51haoming.com/F/1108/1313124016.html>

Los países europeos con más deuda, <http://www.deudaexterna.es/los-paises-europeos-con-mas-deuda/>

M. Llamas (2010), ¿ Sobrevivirá el euro?, Libertad Digital Economía, noviembre,

<http://www.libertaddigital.com/economia/sobrevivira-el-euro-1276407422/>

M. Llamas (2010), El mundo mira a España, no a Irlanda. Libertad digital, 2010-11-18,

<http://www.libertaddigital.com/economia/sobrevivira-el-euro-1276407422/>

M. Llamas (2010), Roubini: La quiebra de los países periféricos de la zona euro es "inevitable".Libertaddigital,2010-11-08,

<http://www.libertaddigital.com/economia/roubini-la-quiebra-de-los-paises-perifericos-de-la-zona-euro-es-inevitable-1276406504/>

Pedro Schwartz(2011), La moneda del Dr. Frankenstein, Expansión, 14.09.2011.

<http://www.expansion.com/2011/09/14/opinion/tribunas/1316032667.html>

Problematica De Los Paises Perifericos De La Zona Euro,

<http://www.buenastareas.com/ensayos/Problematica-De-Los-Paises-Perifericos-De/2353852.html>

Robert Zoellick(2011), El Banco Mundial alerta de una nueva fase "peligrosa" en la economía europea, <http://retailchile.blogspot.com/2011/08/el-banco-mundial-alerta-de-una-nueva.html>

Santiago Carbó Valverde (2011), Eurobonos: un camino por delante, *Expansión*, 14.09.2011, <http://www.expansion.com/2011/09/14/opinion/tribunas/1316032800.html>

Trevor Evans(2011), La crisis en la zona euro, *Boletín Internacional de Investigación Sindical*, vol. 3, núm. 1, pp. 105-170.

UBS Investment Research (2011), Euro break-up – the consequences, *Global Economic Perspectives*. September 6, <http://www.ubs.com/economics>

Ulrike Guérot y Mark Leonard(2011), Conseguir la Alemania que Europa necesita, *Política Exterior*. <http://www.politicaexterior.com/articulo?id=4691>.

彭思遠(2010), 南歐債信危機的啟示 , 國政分析 , 三月.
<http://www.npf.org.tw/post/3/7120>

東岳証券株式會社(2011), 歐元區債務危機的解決之路：效果以及展望 , 八月 , <http://www.easthillfx.co.jp/upload2/upload/upload/2011083055565937.pdf>