

歐洲主權債信危機之分析*

李 綱 信**

- | | |
|----------------|--------------------|
| 壹、前言 | 伍、歐洲主權債信危機相關議題未來展望 |
| 貳、歐洲主權債信危機成因背景 | 陸、歐洲主權債信危機對台灣之啟示 |
| 參、歐洲主權債信危機之衝擊 | |
| 肆、歐盟與個別國家因應對策 | |

摘 要

歐債危機已成為全球經濟不確定的因素之一，其直接起因為：全球金融風暴使政府稅收減少，以及各國為提振經濟與紓困金融機構而大幅增加支出，導致赤字及債務上升等。結構性起因則包括：歐元區財政規範問題及競爭力差異，以及歐洲整體面臨就業偏低及人口老化等。

展望未來，由於歐元區核心及邊緣國家皆受益於歐元，短期內會員國放棄使用歐元的可行性不高；債信方面，由於以歷史角度而言，現今多數歐洲國家平均實質利息負擔，並未特別重，加上規模龐大的金融穩定措施，短期違約可能低；最後，歐債危機造成歐盟對會員國經濟治理權力提升、金融業管制趨向嚴格，以及高福利體制瓦解，其影響層面廣泛而深遠。

* 本文參加經建會 2010 年研究發展作品評選，榮獲財金政策類佳作。原文 2 萬 2 千餘字，因本刊篇幅限制，摘為 1 萬 2 千餘字。

** 經建會經研處科員。本文承蒙洪處長瑞彬、朱副處長麗慧、吳組長家興細心審閱，至為感謝；匿名審查委員之指正，亦一併致謝。惟本文內容若有任何謬誤，當屬筆者之責。

Analysis of the European Sovereign Debt Crisis

Kang-Hsin Li

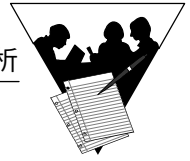
Analyst

Economic Research Department, CEPD

Abstract

The European debt crisis has become a factor of uncertainty in the global economy. Its direct cause is the reduction of tax revenues stemming from the 2008 financial tsunami and the increase in government expenditure for economic revitalization and bailing out troubled financial institutions, resulting in increased fiscal deficits and public debt. The structural causes include problems of financial regulation and disparities of competitiveness in the eurozone, as well as low employment and population aging faced by Europe as a whole.

Looking ahead, the beneficial value of the euro to both core and peripheral eurozone countries means that there is little likelihood of the euro being abandoned by EU members within the near term. In respect of eurozone countries' debt standing, since the average real interest burden of most European countries is at present not particularly heavy from a historical perspective, and given the huge scale of the EU's financial stabilization measures, there is low likelihood of debt default within the near future. Lastly, the European sovereign debt crisis has wide-faceted and far-reaching implications in respect of raising the EU's powers of economic governance over its member states, introducing stricter control of the financial industry, and scaling back social welfare systems.



壹、前言

2008年起的全球金融風暴在各國通力採行應變政策下，其衝擊時間未如原先預期般長久，自2008年第4季起陷入負成長的歐美經濟，至2009年第4季即重啟成長態勢。雖然全球經濟快速復甦，但各國提振經濟措施及對金融機構紓困，亦造成財政赤字及公共債務急遽升高的負面影響。

在主要先進國家中，歐洲是全球金融風暴後，第一個較大規模爆發主權債務危機的區域，值得進一步研究。歐洲債務危機起於2009年第4季，當時希臘巴本德里歐(G. Papandrou)總理執政後，其所屬的社會黨公布該國2009年預算赤字大幅提高¹，引起外界震驚，並造成標準普爾、惠譽及穆迪等3大信評機構調降希臘評等²。至2010年上半年，希臘債信危機越演越烈，使國際貨幣基金(IMF)及歐盟等國際組織不得不出手援助，5月2日希臘與IMF、歐盟達成共識，承諾將預算赤字占GDP的比率，由2009年的13.6%，降至2014年的2.6%，以換取未來3年1,100億歐元(歐元區提供800億、IMF提供300億)的財政紓困，然市場憂慮危機蔓延至歐洲其他國家的心理並未稍減。

5月10日歐盟27國財長宣布針對歐元區國家，實行規模達7,500億歐元的金融穩定措施；其中4,400億歐元由歐元區國家提供3年擔保，以便向公開市場籌集資金，並將該資金低利借給需要資金的國家，600億歐元建構在國際收支帳機制(balance of

¹ 希臘執政的社會黨將2009年預算赤字占GDP比率，由原來3.7%，提高至12.7%，而後再上調至13.6%及15.4%。

² 2009年12月，標準普爾及惠譽將希臘評等由A-調降至BBB+，穆迪則將希臘評等由A1調降至A2，債信展望則為負向。

payments facility)，亦即將該援助機制金額由 500 億歐元增至 1,100 億歐元，範圍並由非歐元區擴大至涵蓋歐元區，2,500 億歐元融資則由 IMF 提供；同時，歐洲央行宣布在次級市場收購政府與民間債券，美國聯準會亦和多國央行聯手，對歐盟會員國重啟雷曼危機時的跨國換匯機制。

10 月下旬，歐盟各國討論成立永久危機處理機制，德國主張私人債權人亦須分擔債務不履行損失，而非完全由紓困資金買單，引發新一輪歐債風暴，以愛爾蘭為主的各國，公債殖利率飆升。為避免危機擴大，歐盟各國財長於 11 月 28 日同意援助 850 億歐元，其中 IMF 提供 225 億歐元，歐洲各國提供 625 億歐元(包括愛爾蘭自籌 175 億歐元，英國、瑞典及丹麥雙邊貸款共 48 億歐元)。直至目前為止，歐債風暴尚未平息，市場擔憂其將擴散至歐洲其他國家。

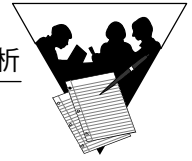
本文由各層面分析歐債危機：首先探討成因背景，之後觀察對經濟衝擊，接著列舉並歸納歐盟及個別國家因應對策，而後研析歐元及歐洲債信展望，並說明歐洲社會及經濟發展新趨勢，最後研究對台灣之啟示，並提出總結。

貳、歐洲主權債信危機成因背景

本節介紹歐債危機成因背景，包括：直接起因—全球金融風暴、歐元區規範及結構問題，以及社會面問題。茲說明如下：

一、直接起因—全球金融風暴

2008 年 9 月全球金融風暴襲擊全球，使歐美主要國家陷入衰退。一方面，經濟衰退造成政府稅收減少；另一方面，經濟不佳不



僅使失業救濟金等自動穩定因子支出增加，且政府為因應經濟衰退及穩定金融，更大規模採取權衡性支出。這些因素綜合起來，造成歐洲各國的財政赤字及債務水準大幅飆升。

如表 1 所示，2008 年歐元區 16 國預算赤字僅占 GDP 的 2%，歐盟 27 國亦僅占 2.3%，然至 2009 年，歐元區 16 國及歐盟 27 國預算赤字分別暴升至 GDP 的 6.3% 及 6.8%，其中希臘(-15.4%)、愛爾蘭(-14.4%)、英國(-11.4%)及西班牙(-11.1%)等國，預算赤字占 GDP 比率更超過 10%。

表 1 歐洲主要國家 2000-2009 年預算盈餘或赤字占 GDP 比率

單位：%

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
歐元區 16 國	0	-1.9	-2.6	-3.1	-2.9	-2.5	-1.4	-0.6	-2.0	-6.3
歐盟 27 國	0.6	-1.4	-2.5	-3.1	-2.9	-2.5	-1.5	-0.9	-2.3	-6.8
德國	1.3	-2.8	-3.7	-4.0	-3.8	-3.3	-1.6	0.3	0.1	-3.0
愛爾蘭	4.8	0.9	-0.3	0.4	1.4	1.6	2.9	0	-7.3	-14.4
希臘	-3.7	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.4	-9.4	-15.4
西班牙	-1.0	-0.6	-0.5	-0.2	-0.3	1.0	2.0	1.9	-4.2	-11.1
法國	-1.5	-1.5	-3.1	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.3	-7.5
義大利	-0.8	-3.1	-2.9	-3.5	-3.5	-4.3	-3.4	-1.5	-2.7	-5.3
葡萄牙	-2.9	-4.3	-2.8	-2.9	-3.4	-6.1	-4.1	-2.8	-2.9	-9.3
英國	3.6	0.5	-2.1	-3.4	-3.4	-3.4	-2.7	-2.7	-5.0	-11.4

資料來源：歐盟統計局。

全球金融風暴對歐洲之影響，亦顯現在政府債務。不論是歐元區 16 國，或者歐盟 27 國，政府債務皆突破 GDP 7 成，其中希臘(126.8%)及義大利(116.0%)更超過其 GDP(見表 2)。

表2 歐洲主要國家 2000-2009 年政府債務占 GDP 比率

單位：%

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
歐元區 16 國	69.2	68.2	68.0	69.1	69.5	70.1	68.5	66.2	69.8	79.2
歐盟 27 國	61.9	61.0	60.4	61.9	62.2	62.8	61.5	58.8	61.8	74.0
德國	59.7	58.8	60.4	63.9	65.8	68.0	67.6	64.9	66.3	73.4
愛爾蘭	37.8	35.6	32.2	31.0	29.7	27.4	24.8	25.0	44.3	65.5
希臘	103.4	103.7	101.7	97.4	98.6	100.0	106.1	105.0	110.3	126.8
西班牙	59.3	55.5	52.5	48.7	46.2	43.0	39.6	36.1	39.8	53.2
法國	57.3	56.9	58.8	62.9	64.9	66.4	63.7	63.8	67.5	78.1
義大利	109.2	108.8	105.7	104.4	103.8	105.8	106.6	103.6	106.3	116.0
葡萄牙	50.5	52.9	55.6	56.9	58.3	63.6	63.9	62.7	65.3	76.1
英國	41.0	37.7	37.5	39.0	40.9	42.5	43.4	44.5	52.1	68.2

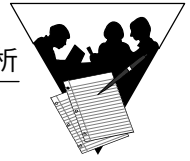
資料來源：同表 1。

二、歐元區規範及結構問題

本節分別由穩定與成長公約(the Stability and Growth Pact, SGP)規範名存實亡、使用歐元利益龐大而隱匿財政赤字、貨幣整合「不可逆轉」機制、貿易不平衡，以及財政未整合等面向，探討造成歐債危機之歐元區結構問題。茲分別說明如下：

(一) SGP 規範名存實亡

根據 SGP 規定，所有加入歐元區國家的政府赤字比率不得超過 GDP 的 3%，負債比率不得超過 GDP 的 60%，如違反此規定，歐盟執委會將發出早期警告(early warning procedure, EWP)，如持續未改善，將在歐洲經濟與財政部長理事會(Economic and Financial Affairs Council, ECOFIN)投票同意下，依據該國 GDP 課特定比率罰金。



2002 年底及 2003 年初，德國及法國財政赤字相繼超過上限，然由於義大利及葡萄牙支持，使德、法在理事會成功阻擋執委員懲罰。理事會隨後於 2005 年 3 月召開修改 SGP 協商會議，會中決議政府預算評估期，由原來每年改為每 4 年，違反赤字規定會員國有 5 年時間達成預算平衡；同時教育、研發、國防及歐洲團結援助等預算，不計入政府支出項目³。

修改後的 SGP 不但較寬鬆，且在無新增制裁機制配套下，會員國遵守意願仍無提升⁴。SGP 名存實亡，使其對會員國財政約束形同虛設。

(二) 使用歐元利益龐大而隱匿財政赤字

單一貨幣消除匯兌風險、降低交易成本、增加區域內貿易和投資，以及促進跨國資本市場形成；同時，由於歐元交易量龐大，使各國發生金融危機時，貨幣較不會遭受投機客攻擊，益於金融穩定。根據相關研究⁵引用歐盟報告顯示：歐元使物價膨脹率由 1990 年代 9%，降至 1999-2008 年 2.2%；同期間，平均利率由 9% 降至 5%；失業率亦由 1999 年 9%，降至 2008 年 7%。

使用歐元雖存在龐大利益，但因須符合一定條件⁶，造成部分國家隱匿債務，最著名案例首推希臘。據華爾街日報的報導，1998 至 2001 年間，高盛公司與希臘至多進行 12 次換匯交易，以隱匿當年度財政赤字。事實上，不僅希臘，義大利及西班牙亦有隱匿財政赤字現象⁷。

³ 見羅至美、李俊毅(2010)。

⁴ 見 Fourcans and Warin(2007)及 Savage and Verdun(2007)。

⁵ 見李秋錦(2010)與羅至美、李俊毅(2010)。

⁶ 即穩定與成長公約(the Stability and Growth Pact, SGP)。

⁷ 見梁國源(2010)。

(三) 貨幣整合「不可逆轉」機制

「不可逆轉」機制包括：一、歐元組成成分、權重及(內部)兌換權不能變動。二、理論上，里斯本條約賦予會員國退出歐盟的法律途徑，然實務上卻難以達成⁸，造成競爭弱勢國家無法藉由離開歐元區，實行獨立貨幣政策。

(四) 貿易不平衡

由於德國出口能力強大，加上單一通貨便利貿易，造成德國龐大貿易順差，以及週邊歐元區國家鉅額貿易逆差，德國貿易順差所賺資金，再以金融帳型式，移轉至逆差國融通資金缺口，進而造成如西班牙房地產泡沫，以及希臘公債等問題。

德國低單位勞動成本漲幅，造就歐元區貿易不平衡問題。自1997至2008年，歐元區16國單位勞動成本指數年均上漲2.9%，然德國僅上漲2.0%⁹，若再比較PIIGS(葡萄牙、愛爾蘭、義大利、希臘、西班牙)與歐元區，可發現除義大利外，其餘國家漲幅皆超過歐元區平均值，其中以希臘漲幅6.4%最大(見表3)。

(五) 財政未整合

歐洲央行訂定歐元區單一利率，對經濟較差國家而言，該利率可能偏高，不利成長，在無獨立貨幣政策狀況下，無法降息提振經濟，無法貶值促進出口，更無法印鈔票增加貨幣供給，國家出現形同企業的倒帳風險¹⁰，加上財政赤字風險現由整個歐元區承擔，造成本質上傾向擴大支出規模的免費享用者(free-rider)問題。

⁸ 見2010年9月11日經濟學人「布魯塞爾俱樂部法則(Rules of the Brussels club)」。

⁹ 大部分歐洲國家勞動成本約占總成本7、8成，對企業之生產成本已具相當之代表性；且國家單位勞動成本指數漲幅非實際薪資成本漲幅，唯因歐盟統計局各國每小時工資的資料不全，難以比較，故以指數比較之。

¹⁰ 見劉憶如在2010年5月12日壹週刊第4頁「壹評論」發表之觀點。

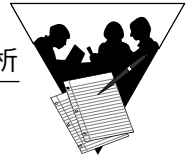


表 3 歐洲主要國家每年勞動成本指數上漲率

單位：%

國家	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	平均值
歐元區 16 國	2.6	1.9	2.7	3.5	3.8	3.5	3.1	2.6	2.4	2.5	2.7	3.5	2.9
德國	1.4	1.6	2.5	3.3	2.6	2.3	2.6	1.3	0.8	1.6	1.2	2.5	2.0
愛爾蘭	5.5	4.8	5.3	7.8	8.5	4.0	5.5	5.0	4.4	4.4	5.1	3.0	5.3
希臘	10.5	5.5	5.6	5.4	6.0	7.1	2.7	8.9	0.5	7.8	3.6	13.6	6.4
西班牙	5.6	4.3	3.5	4.7	5.6	5.4	4.8	4.1	3.7	3.9	4.1	5.0	4.6
義大利	4.0	-2.3	1.5	2.0	3.1	3.2	3.8	2.4	2.9	0.9	2.0	4.4	2.3
葡萄牙	3.1	2.1	3.7	2.7	5.4	5.3	2.4	3.3	2.0	1.7	4.0	4.3	3.3

註：勞動成本指數以 2008 年為 100，並以每小時為計算基準，其金額包括雇主支付的薪資及社會安全捐，扣除政府對企業雇用人力的補助金額。

資料來源：同表 1。

上述情況若在財政整合下，歐盟尚可有一個類似財政部，統一應用稅式支出，例如減免稅或補助款，或發行歐盟國庫券挹注財政收入，用以提振單一國家經濟；加上馬斯垂克條約禁止對各別財政困難國家紓困，特定國家在進退失據下，僅能不斷追加赤字預算，擴大財政規模。

三、社會面問題

(一) 部分國家貪腐嚴重

布魯金斯學會(Brookings Institution)曾研究 40 個發達或接近發達國家腐敗指標與財政赤字關聯，該研究可看出腐敗如何損害歐洲部分國家的財政，其中以希臘及義大利問題最嚴重，其次為西班牙及葡萄牙。

以希臘為例，不論是公共或民間部門，皆充斥貪腐，其不僅

造成社會資源不當分配，亦助長貿易赤字¹¹。根據 IMF 及歐盟今年 7 月調查，希臘民眾每年至少支付 8 億歐元賄賂。影響所及，希臘政府每年損失 200 多億歐元¹²，此為希臘債信危機原因之一。

(二) 就業率偏低、人口老化加速

歐盟執委會 2010 年 3 月提出「歐盟 2020 策略」(Europe 2020 Strategy)，文中描述歐洲社會結構性弱點，妨礙經濟成長，影響租稅收入。包括：

1. 歐洲 20~64 歲勞動人口就業率僅 69%，遠低於其他國家；55~64 歲勞動人口就業率僅 46%，遠低於美國及日本；整體平均工時亦較美國及日本少 10%。
2. 人口老化正在加速，2013 至 2014 年，歐洲工作人口將開始萎縮，超過 60 歲以上人口每年則增加 200 萬，工作人口減少及退休人口增加，將造成歐洲福利體系的龐大壓力。

參、歐洲主權債信危機之衝擊

本節就歐債危機對匯市、股市、債市、主權信用評等及 GDP 之衝擊，說明如下：

一、外匯市場

英鎊及歐元對美元匯率，自 2009 年 11、12 月開始貶值，至 2010 年 5、6 月分別貶至 1.4299 及 1.1921 的低點，而後回穩升值。惟自 11 月初，英鎊及歐元再度開始貶值(見圖 1)。

¹¹ 見國際經濟(The International Economy)2010 年春季版：「Eye-Popping Greek Corruption」。

¹² 見 2010 年 4 月 16 日華爾街日報：「希臘債務危機背後的貪腐文化」。

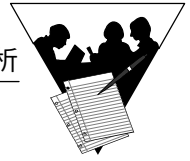
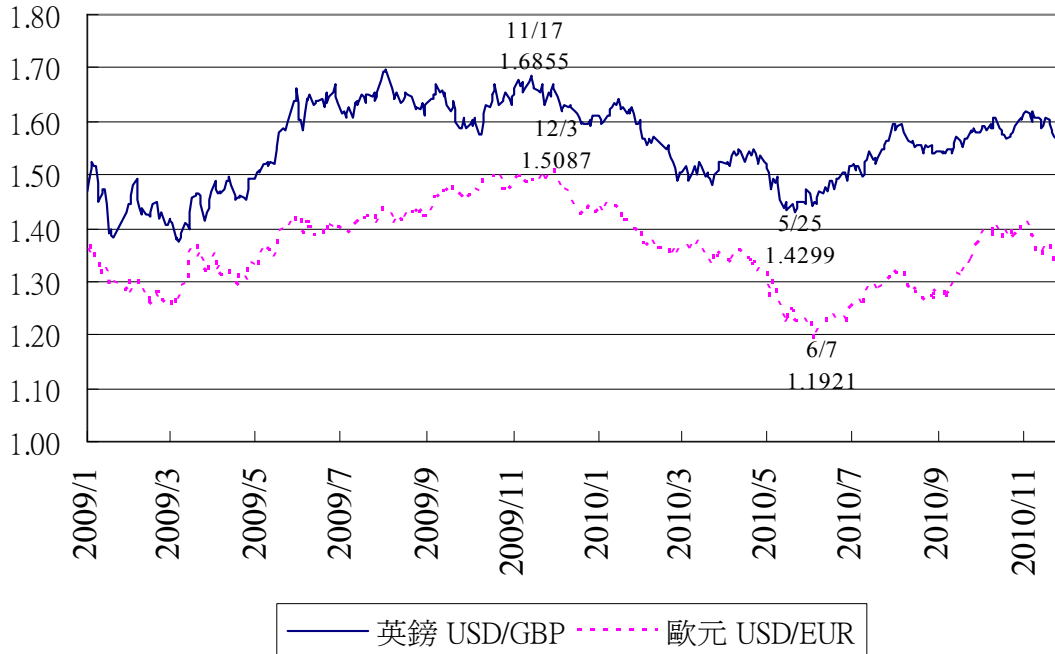


圖 1 2009 年以來英鎊及歐元兌美元匯率之變動



資料來源：中央銀行。

二、股票市場

道瓊歐元區 50 指數自 2010 年 1 月高點 3,018 點，跌至 2 月低點 2,632 點，而後呈現震盪上漲趨勢，惟自 11 月上旬，歐元區股市再度開始下跌(見圖 2)。

三、公債市場

觀察 2010 年 4 月至 11 月底，PIIGS 的 10 年期公債與德國 10 年期公債殖利率差，除希臘外，其餘國家利差最大值均在 11 月，且皆創使用歐元以來新高，顯示歐債風暴擴大的態勢(見表 4)。

圖 2 2009 年下半年來道瓊歐元區 50 指數走勢圖



資料來源：CEIC。

表 4 PIIGS 與德國公債殖利率差

單位：%

	希臘	愛爾蘭	葡萄牙	西班牙	義大利
殖利率差距最大值	10.38	6.89	4.95	2.91	2.03
日期(2010 年)	5 月 7 日	11 月 30 日	11 月 11 日	11 月 30 日	11 月 30 日

資料來源：鉅亨網。

四、主權信用評等

在 PIIGS 五國中，除義大利外，其餘國家主權評等皆遭調降，希臘主權評等更被標準普爾及穆迪調降至非投資等級(見表 5)。

五、GDP 成長率

歐洲大多數國家 2010 年第 3 季 GDP 成長率低於第 2 季，顯示各國退場及緊縮措施對經濟已產生負面效果，由於歐洲各國明年緊縮規模將較今年擴大，預料屆時 GDP 成長率將更低(見表 6)。

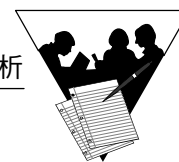


表 5 PIIGS 主權評等被調降國家之現況

		標準普爾	惠譽	穆迪
希臘	評比等級	BB+	BBB-	Ba1
	展望	負向	負向	調降
愛爾蘭	評比等級	AA-	A+	Aa2
	展望	負向	負向	可能調降
葡萄牙	評比等級	A-	AA-	A1
	展望	負向	負向	調降
西班牙	評比等級	AA	AA+	Aa1
	展望	負向	穩定	調降

註：由於義大利主權評等未被調降，故未列入。

資料來源：各信評機構網站，2010年12月3日。

表 6 歐洲主要國家季調後經濟成長率(與前季相比)

	單位：%			
	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3
希臘	-1.1	-0.6	-1.7	-1.1
葡萄牙	-0.2	1.1	0.2	0.4
愛爾蘭	-2.5	2.2	-1.2	---
西班牙	-0.2	0.1	0.3	0.0
義大利	-0.1	0.4	0.5	0.2
法國	0.6	0.2	0.7	0.4
英國	0.4	0.4	1.2	0.8
德國	0.3	0.6	2.3	0.7
歐元區	0.2	0.4	1.0	0.4

註：---表示尚未有資料。

資料來源：歐盟統計局，2010年12月2日。

六、小結

綜合而言，至2010年11月底，歐債危機對股市、匯市及借貸市場仍存在負面衝擊。主權信用評等方面，三大信評機構對

PIIGS 展望仍為負向，顯示未來這些國家評等仍可能被調降。GDP 方面，歐債危機所衍生的財政緊縮措施，對經濟成長之衝擊亦將逐步浮現。

肆、歐盟與個別國家因應對策

本節述敘歐債危機爆發後，歐盟及個別國家實行的結構改革及財政政策。茲說明如下：

一、歐盟結構改革措施

歐債危機爆發後，歐盟提出若干結構改革措施。茲說明如下：

(一) 檢視會員國預算

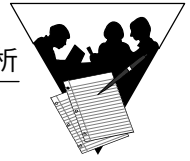
未來歐盟會員國於每年 4 月前，須將預算草案送交歐盟執委會評估，執委會提供意見後，再交由各國國會審查；惟歐盟同意英國預算可先由英國國會審查後，再交由歐盟執委會檢視。此制度為歐盟經濟治理架構重要部分，使歐盟能夠有效掌握各國預算。

(二) 審查統計數據

為避免希臘財政赤字被低估事件重演，以致無法迅速因應危機，將擴增執委會審查權力。未來歐盟執委會及統計局若對特定國家統計數據有所實疑，可派員實地拜訪，確認資料正確度。

(三) 管制信評機構

由於信評機構在 2008 年金融風暴前，未能正確評估房貸擔保證券的風險，調降希臘評等又增加其借貸成本，擴大危機，歐盟將設立歐洲證券及市場局(European Securities and Markets Authority, ESMA)，以監督信評機構運作；此外，鑑於全球信評被惠譽、穆



迪及標準普爾壟斷，可能造成利益衝突，歐洲未來亦將成立本土的信評機構。

(四) 改變銀行紅利發放方式

自 2011 年起，銀行紅利最多僅可立即支付 30%，其餘須延至未來 5 年內支付，超過一定金額之紅利，該比率更降至 20%。此項規定目的在於，若被獎勵行為產生的績效不如預期，尚未支付的紅利將不予發放，以此抑制追求短期獲利的冒險行為。

(五) 設立泛歐盟金融監理組織

歐盟將成立歐洲系統風險委員會(European Systemic Risk Board)，底下分設證券、銀行及保險部門，該委員會任務僅在協調會員國措施，以快速因應金融危機，監督及預警仍由各國執行。

(六) 強化 SGP 及會員國競爭力

歐盟執委會已提出強化 SGP 及會員國競爭力的方案，包括：當歐元區任何國家預算赤字超過 GDP 的 3%，須繳納該國 GDP 的 0.2% 至特定帳戶，且違反規定國家須獲得多數會員國支持，方可避免繳納罰款；此外，監控歐元區各國一系列關於競爭力的總體經濟變數，並計算得分，競爭力落後國家在一段時間內，若未能趕上其他國家，須繳納該國 GDP 的 0.1%。

(七) 建立永久紓困機制

歐盟在現行金融穩定機制到期(約 2013 年中)後，將建立永久紓困機制，其綱要已獲財金首長通過，並將於 12 月高峰會討論。綱要內容包括：1.若成員國只是面臨流動性危機，可獲得緊急貸款，打破馬斯垂克條約不得紓困會員國的規定。2.成員國若被認定

無法償債，允許違約情況，公債投資人將被迫分攤損失，而非完全由納稅人負擔。

二、PIIGS 因應措施

PIIGS 為削減公共債務，除增稅、削減公務員薪資及減少社會福利外，部分國家亦進行勞動市場法規鬆綁，以及民營化政策等經濟結構的改革(見表 7)。此外，本文特別針對財政目標、退休年齡及稅收管理方面，進一步分析。茲說明如下：

表 7 PIIGS 實行措施比較

	希臘	愛爾蘭	葡萄牙	西班牙	義大利
增加稅收	◎	◎	◎	◎	◎
鬆綁雇主裁員規定	◎			◎	
削減對公部門員工之支付	◎	◎	◎	◎	◎
減少公共投資	◎		◎	◎	◎
延後領取退休金的年齡	◎	◎		◎	◎
變更退休金或年金計算方式	◎	◎			
查緝逃漏稅	◎				◎
公營事業民營化	◎		◎		
減少特定職業的權益	◎	◎			
削減社會福利支出	◎	◎	◎	◎	◎
鼓勵長期失業者重回工作崗位		◎			
鼓勵新設事業	◎				

資料來源：本文搜集整理。

(一) 財政目標

各國均以財政赤字為緊縮目標，而非政府債務淨額(見表 8)，其中大多數國家冀望於 2014 年之前，財政赤字符合 SGP 規範。

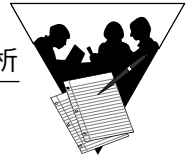


表 8 PIIGS 財政緊縮目標

國家	財政緊縮目標
希臘	預算赤字占 GDP 比率，由 2009 年 13.6%，降至 2014 年 2.6%。
西班牙	今年初及 5 月，分別通過 500 億及 150 億歐元的緊縮方案。 2011 年預算赤字降至 GDP 的 6%，2013 年則降為 3% 以下。
葡萄牙	預算赤字占 GDP 比率，至 2012 年降至 3%。
義大利	自 2011 至 2012 年，將削減約 250 億歐元公共開支。 2012 年財政赤字降至 GDP 的 2.7%。
愛爾蘭	2011 年將削減 60 億歐元預算赤字。 2014 年以前，預算赤字降至 GDP 的 3% 以下。

資料來源：同表 7。

(二) 退休年齡

除葡萄牙外，各國均延長退休年齡，其中希臘不但延長退休年齡，更延長可獲得全額退休金的供款年限(見表 9)。

表 9 歐洲各國退休年齡變動表

	原先法定退休年齡		提出的改革方案
	男	女	
西班牙	65	65	至 2013 年，男女退休年齡皆延長至 67 歲。
希臘	65	60	將女性退休年齡延至 65 歲，訂定 2011 年男女最早可退休年齡為 60 歲，並將可獲得全額退休金的供款年限，由 37 年延至 40 年。
愛爾蘭	65	65	改革公部門的退休金制度，2014 年最低退休金年齡延至 66 歲，2021 年延至 67 歲。
義大利	65	60	自 2012 年，公共部門女性員工法定退休年齡延至 65 歲；自 2013 年，最低退休年齡訂為 61~62 歲。
葡萄牙	65	65	無相關改革方案。

資料來源：同表 7。

(三) 稅收管理

PIIGS 均增稅，然所增稅目不盡相同。茲比較說明如下：

- 希臘調高加值及煙酒消費等間接稅，並對非再生能源產生的電力，以及奢侈財的消費課稅。
- 西班牙進行所得稅改革，增加高所得者及大型機構的租稅。
- 葡萄牙不僅調高加值營業稅，亦增加高所得者及高獲利企業的所得稅。
- 義大利調高企業發放高層的選擇權及獎金之租稅，以避免銀行發放高紅利的事件重演。
- 愛爾蘭調降酒類消費稅，以及附加價值稅，然新徵碳稅，使總稅收仍增加。

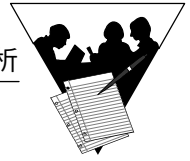
伍、歐洲主權債信危機相關議題未來展望

本節依序探討歐元展望、歐洲債信展望，以及歐債危機對歐洲經濟、社會之影響。茲分別說明如下：

一、歐元展望

歐債危機突顯歐元區結構問題，並引起歐元是否永續存在的爭論，部分研究報告¹³認為歐元區終將解體，其餘報告則予以反駁。茲將其正反意見述說如下：

¹³ 如 2010 年 5 月 7 日在 Newsweek 雜誌裡的文章“The End of the Euro”。



(一) 主張瓦解的理由

- 會員國喪失獨立貨幣政策，無法根據各別經濟狀況決定適當利率和貨幣供給，不利經濟發展。
- 美國各州能夠共同使用美元，其成功因素在於：勞工移動力強（語言限制歐洲勞工移動力）、工資彈性，以及單一中央財政當局，而這些條件在歐洲無一成立。

(二) 主張持續存在的理由

- 當初建立歐元的理由，如今依然存在，包括：利於區域內貿易；避免共同農業政策的價格調整困難；促進歐洲政治穩定。
- 為使用歐元，各國已投入大量成本，一旦放棄，則過去投入的成本皆白費，且改用其他貨幣非短期能夠辦到。
- 即使部分邊緣國家如希臘、葡萄牙退出歐元區，亦不會影響歐元存在及穩定，歐元存續與否取決於德國及法國等核心國家，是否持續使用歐元。

(三) 小結

本文認為短、中期歐元將持續存在，且不會有任何會員國退出，額外的理由如下：

- 對核心國家而言，退出歐元並使用本國貨幣，幣值將上升，不利出口及經濟成長；而對邊緣國家而言，使用本國貨幣須面臨國內資金外流、高物價膨脹，以及歐元計價的龐大債務。
- 不論是歐盟或個別會員國，皆已進行若干結構改革，預料這些改革將利於歐元的存在與穩定。

二、歐債展望

本節檢視歐債結構，並提出對歐債展望之看法。茲說明如下：

(一) 穩定金融措施金額不足

現行穩定金融措施的金額(7,500 億歐元)，足以支應希臘、葡萄牙、愛爾蘭及西班牙政府外債，但無法再支應義大利政府外債(見表 10)¹⁴。

表 10 2010 年第 2 季歐洲 PIIGS 五國外債相關統計

單位：百萬美元

國家	總政府外債	總銀行外債	短期外債	長期外債	總外債
希臘	225,805	171,342	236,727	296,207	532,934
愛爾蘭	98,191	824,076	836,620	1,294,647	2,131,267
義大利	1,027,620	738,141	557,792	1,665,612	2,223,403
葡萄牙	108,320	223,960	211,320	286,442	497,762
西班牙	362,717	898,941	673,668	1,492,277	2,165,945
合計	1,822,653	2,856,460	2,516,127	5,035,185	7,551,311

資料來源：國際清算銀行。

(二) 愛爾蘭及希臘違約可能性最高

在過去 20 年，違約國在違約前 2 年實質平均利息占 GDP 比率為 3.2%，若以這項標準衡量 PIIGS 實質利息負擔，可發現愛爾蘭及希臘超過此標準，其違約可能性最高(見表 11)。

¹⁴ 本段紓困金額之匯率轉換，係以 1 歐元等於 1.4 美元計算。

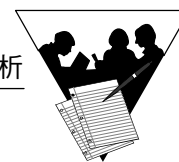


表 11 PIIGS 2009-2010 年平均實質利息占 GDP 比率

國家	實質利息支出占 GDP 比率
希臘	3.3
愛爾蘭	3.8
義大利	2.7
葡萄牙	2.4
西班牙	2.1

資料來源：國際貨幣基金(IMF)，2010 年 9 月 2 日。

(三) 債務期間長

PIIGS 政府債務平均到期期間在 6 年以上，到期期間長使政府不須經常借新債還舊債，債務結構較穩定(見表 12)。

表 12 PIIGS 債務存續平均期間

國家	債券平均期間(年)
希臘	7.8
愛爾蘭	7.0
義大利	6.9
葡萄牙	6.4
西班牙	6.8

資料來源：同表 10。

(四) 短期融通需求不大

大多數 PIIGS 未來一年內資金融通需求均不到 GDP 的 2 成，希臘雖超過 2 成，然在國際援助下，2012 年方須重回市場籌資。因此，即便 PIIGS 現行公債殖利率高，然在短期內資金融通需求較低狀況下，這些國家仍有時間提升市場信心，以降低借款利率(見表 13)。

表 13 PIIGS 2010-2011 年到期政府債券融通需求

國家	2010 年到期債券 占 GDP 比率	2011 年到期債券 占 GDP 比率	2010 年融通需求 占 GDP 比率	2011 年融通需求 占 GDP 比率
希臘	13.4	14.8	21.5	22.4
愛爾蘭	7.7	5.3	19.6	16.5
義大利	21.2	14.4	26.4	18.8
葡萄牙	13.0	12.2	20.7	18.9
西班牙	10.3	9.2	19.6	16.2

註：當年度融通需求為當年度到期債券及預估赤字的總和。
資料來源：同表 10。

(五) 小結

PIIGS 債務多為長期，短期內融通需求不大，且除希臘及愛爾蘭外，其餘國家利息負擔占 GDP 比率不高，而希、愛 2 國亦已獲得國際援助，因此短期內歐債違約可能性低。

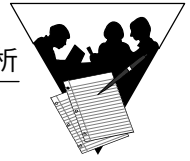
然歐債情勢並非完全樂觀，PIIGS 若不能恢復市場信心，降低當前較高的新借款利率(邊際利率)，則平均利率將被拉高，屆時違約可能性將大幅增加。

三、歐債危機對歐洲之影響

歐債危機後，歐洲社會、政治及經濟形成三大發展趨勢，分別為高福利體制瓦解、歐盟對會員國經濟治理權力擴增，以及加強對金融業管制。茲說明如下：

(一) 高福利體制瓦解

第二次世界大戰後，歐洲建立全世界最發達的社會福利保障體系，然歐債危機使此制度提前面臨瓦解，大部分國家已開始縮



減福利規模。預料未來在戰後嬰兒潮步入退休，以及人口老化趨勢下，福利必將持續縮減，以降低財政負擔。

(二) 歐盟對會員國經濟治理權力擴增

為因應歐債危機，歐盟已加強對會員國預算檢視、強化對會員國統計數據審查，以及成立金融監理組織，甚至研擬課徵自有租稅，此顯示歐盟對會員國經濟治理及協調權力擴增。預料未來在穩定歐元區經濟的考量下，此趨勢將持續。

(三) 加強對金融業管制

全球金融風暴前，歐洲各國金融政策，主要為藉由鼓勵跨國併購，促進大型金融機構發展；金融風暴後，各國政府不僅須採擴張政策提振經濟，亦須承擔民間部門負債(大部分為銀行)，造成政府債務快速膨脹。事實上，除希臘外，所謂的歐債風暴，最原始起源並非政府債務增加，而是起於無法長久支撐的民間部門高負債¹⁵。值此，歐洲各國金融政策，已轉向加強對金融機構的管制。

目前歐盟對金融機構管制措施，包括：監督信評機構、改變銀行紅利發放方式、成立歐盟金融監理組織，以及監督避險基金。歐盟金融交易稅雖因歐洲央行總裁疑慮，以及部分會員國如瑞典反對，暫停實施；然部分國家如德、英均已提出課徵銀行稅，瑞士亦建議對大型銀行課徵資本附加捐。預料未來歐洲金融環境，將不利大型金融機構的發展。

¹⁵ 見 Center for European Policy Studies(2010), “What kind of governance for the eurozone”。

陸、歐債危機對台灣之啟示

本節研析台灣財政問題、歐債危機對台灣啟示，並提出總結。茲說明如下：

一、台灣財政問題

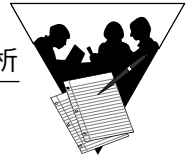
台灣 2009 年各級政府實質收支餘絀占 GDP 比率 4.5%，債務餘額占 GDP 比率 38.0%，與歐美日相比，比率並不高，然政府財政仍存在下列隱憂，值得注意：(1)根據 2010 年 IMD 競爭力報告，台灣 2009 年債務利息占收益比率 7.28%，在 58 個評比國家中，排名第 36 名，財政僵化問題嚴重。(2)台灣 2009 年賦稅占 GDP 比率僅 12.2%，較 2008 年的 13.9%再度降低，顯示政府常態收入偏低。(3)根據 2010 年 10 月監察院調查報告，包括軍公教退休金等項目之中央政府隱藏債務高達 15.7 兆元，且隨著台灣人口快速老化，預料未來將難以籌措此資金。

二、歐債危機對台灣啟示

茲將歐債危機整起事件，以及各國應對措施，對台灣財政之啟示，分別說明如下：

(一) 債務統計數據應詳實

為加入歐元區，希臘透過衍生性金融商品隱藏債務，直至 2009 年 10 月新政府上任，方揭露真實債務高於先前統計數據，繼而拉開歐債危機序幕。債務統計數據不夠詳實，不但使政府及國際組織無法及時因應，挽救危局於微末處，亦使真實統計數據一旦揭露後，由於市場驚疑，擴大危機規模。



根據我國公共債務法第 4 條，法定債務上限認列債務，未計入自償性公債，然該項目包含在美歐日揭露的公債範圍。此外，國際採用的公債定義尚包括賒欠金額，如道路徵收補償欠款、公勞保及軍公教退撫賒欠餘額等。台灣公債定義應與國際接軌，以真實反映債務¹⁶。

(二) 訂定結構赤字上限

1974 年以來，七大工業國(G7)公共債務占 GDP 比率呈現上升趨勢，而其原因在於 G7 在景氣衰退時債務增加，然景氣繁榮時債務並無下降¹⁷。因此，遵守循環性預算平衡法則，實為控制政府債務規模的重要因素。

歐債危機後，PIIGS 均緊縮赤字為財政緊縮目標，而德國亦已構想一套債務剎車機制，並呼籲歐元區各國都應有類似措施。該機制主要內容包括：規定聯邦政府自 2016 年起非循環性借入金額上限不得超過 GDP 的 0.35%、循環性債務隨經濟情勢調整、財務交易利得不得扣抵債務、以「控制帳戶」決定預算執行、設立穩定委員會執行早期預警，以及對財政努力的州給予獎勵。

台灣現雖訂有政府債務上限，然似應參考德國債務剎車機制，訂定結構赤字上限，並隨經濟情勢而調整循環赤字，以達成循環性預算平衡目標。

(三) 將增稅與其他政策目標相結合

觀察歐洲各國增稅之稅目，其目標經常含有其他政策目的，其分類如下：1. 節能減碳：如希臘對非再生能源電力課稅、愛爾蘭

¹⁶ 見 2010 年 6 月 15 日工商時報社論。

¹⁷ 見 IMF(2010)。

新增碳稅。2.縮小貧富差距：如希臘調高奢侈稅、葡萄牙及西班牙對高所得者增稅。3.因應未來金融危機：如歐盟研擬課徵金融交易稅及金融活動稅、英國及德國課徵銀行稅。

由於台灣債務利息偏高，而稅收占 GDP 比率偏低，實存增稅空間。茲就台灣針對前述三項目標應實行政策，提出本文看法：

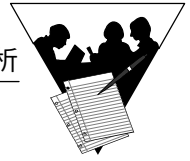
- 節能減碳：台灣應以稅收回饋社會、避免重複課稅及財政中立等原則，盡速課徵能源與環境相關租稅。
- 縮小貧富差距：台灣應使非自用住宅之房屋稅、地價稅、土地增值稅及買賣契稅，盡可能反映真實價格；並使現行各類租稅，能夠發揮財富分配效果。
- 因應未來金融危機：單方面課徵金融交易稅，只會造成交易行為外移；金融活動稅及銀行稅，則不利過度競爭的台灣銀行業，此目標應以其他更佳政策達成。

(四) 因應人口老化對政府財政之衝擊

自 1950 至 2010 年，G7 政府總支出占購買力平價 GDP 的比率，增加將近一倍，而其增量的 80%以上為醫療健保及退休金。隨著人口老化，預料該費用對政府財政影響程度將增加。

與世界其他國家相比，台灣人口老化的速度與嚴峻程度毫不遜色。根據今周刊第 718 期的報導，台灣目前有生產力的青壯人口與老年人口的比例為 7:1，此比例至 2025 年將降為 3:1，至 2035 年將開始變為人口負債，亦即每 2 個青壯人口撫養超過一個小孩或老年人，至 2060 年台灣老年人口比率更將升至 42%。

歐債危機後，歐洲各國因應人口老化對財政影響的措施，包



括：1.延長退休年齡。2.以工作期間的平均薪資，而非退休前的最後薪資，來計算退休金。3.延長可領取全額退休金的工作貢獻年數。4.年金以漲幅較低的物價指數，進行調整。

考慮台灣國情，並參考歐洲各國政策，本文認為可分成短期及中長期，因應人口老化對台灣財政之衝擊：

- 短期：由於台灣租稅負擔率偏低，短期仍應以節能減碳，以及縮小貧富差距之新增租稅，減輕養老金及健保費負擔。
- 中長期：養老金制度的調整，包括：以工作期間的平均薪資計算退休金、延長可領取全額退休金的工作貢獻年數……等；而歐洲各國延長法定退休年齡政策，由於其將提高年輕人失業率，本文認為應在中長期新興產業新增足夠工作機會後，方開始實施，並可考慮退休年齡隨預期健康壽命調整，以充份利用人力資源。

三、總結

歐洲各國政策已朝向節省開支，避免不必要花費，然在節省開支之餘，仍要維持能夠促進經濟成長的必要預算；更重要的是，必須積極加強結構調整，以增進歐元區穩定，以及歐洲各國經濟成長的潛力。

歐債危機顯示政府債務水準的重要性。債務過高不僅使利息支付相對應地提高，進而降低政府可應用於其他建設的預算，債務過高亦拉高新借款利率，使政府未來須支付更多利息。誠如古典經濟學派名言：國家若不能消滅公債，則公債必將消滅國家。台灣應記取歐債危機教訓，嚴格管控公共債務，使經濟能夠永續健全的發展。

參考文獻

1. 李秋錦(2010),「歐元十年的成果與挑戰」, *經濟研究*, 第10期, 頁375-398。
2. 李顯峰(2010),「歐元區主權債信危機與金融市場」, 台灣歐洲聯盟中心2010年5月5日歐元區主權債信危機之原因與影響研討會。
3. 黃得豐(2010),「希臘債信危機之原因及對金融市場之影響」, 台灣歐洲聯盟中心2010年5月5日歐元區主權債信危機之原因與影響研討會。
4. 羅至美、李俊毅(2010),「檢驗歐元第一個十年:從此過著幸福快樂的日子?」, 台灣歐洲聯盟中心2010年5月14日歐洲聯盟經貿政策研討會。
5. 梁國源(2010),「歐洲五國債信危機後續效應與對全球經濟復甦之影響」, 台灣金融研訓院2010年3月24日美國金融改革與歐洲PIIGS之省思研討會。
6. 林孟儀(2010),「500萬老人潮來襲!」, *今周刊*, 第718期, 頁66-77。
7. 李俊緯(2010),「能源稅開徵之分析與建議」, 財團法人國家政策研究基金會網站。
8. 林建甫、周信佑、李俊緯(2010),「課對稅才能改善所得分配」, 財團法人國家政策研究基金會網站。
9. 工商時報(2010),「我國的公債定義隱藏了多少危機?」, 2010年6月15日社論。
10. 經濟日報(2010),「二枚財政未爆彈」, 經濟日報2010年9月26日社論。
11. Center for European Policy Studies (2010), "What kind of governance for the eurozone," September.
12. _____ (2010), "Europe 2020 and the Financial System: Smaller is beautiful," July.
13. European Commission (2010), *Europe 2020*, March.
14. _____ (2010), *The Economic Adjustment Programme for Greece*, May.
15. Fourcans, Andre and Thierry Warin (2007), "Stability and Growth Pact II: Incentives and moral hazard," *Journal of Economic Policy Reform*, Vol. 10, No. 1, pp. 51-62.
16. International Monetary Fund (2010), *Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies*, September.
17. _____ (2010), "Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely," September.
18. Newsweek (2010), "The End of the Euro," May.
19. The International Economy (2010), *The Euro*, Spring.
20. Savage, James D. and Amy Verdun(2007), "Reforming Europe's stability and growth pact: Lessons from the American experience in macrobudgeting," *Review of International Political Economy*, Vol. 14, No. 5, pp. 842-67.