

歐美債危機與政府政策

胡勝正 (中央研究院院士)

前言

2008 年發生金融海嘯，但在各國政府同心協力合作，以快速而非常積極的擴張性貨幣與財政政策的加持之下，全球經濟快速穩定下來，並朝向雙速復甦邁進。2010 年經濟成長率，新興國家為 7.33%，相當亮麗，先進國家為 3.07%，景氣復甦相對緩慢，也沒有帶來就業機會，以致後續無力。歐元區整體經濟成長率 (1.79%) 落後其他先進國家，而葡萄牙、愛爾蘭、義大利、希臘、西班牙等國 (以下簡稱 PIIGS 諸國) 更陷入經濟衰退、失業率攀高的困境，以致衍生主權債務危機。(表 1) 一些持有歐債的歐美大銀行，遭受信評機構降評，被迫增資。歐債危機恐需 3-5 年 (歐元區目標為 3 年) 才能解除，這期間全球經濟與金融動盪，大概將難以避免。

為了化解歐債危機，歐盟 27 國於 2010 年 5 月 9 日同意歐元區國家設立歐洲金融穩定基金 (European Financial Stability Facility, EFSF)，合計保證提供 €780 billion，其可貸出金額為 €440

billion，並於 2011 年 12 月 9 日進一步決定提前於 2012 年中成立永久性的歐洲穩定機制 (European Stability Mechanism, 總規模 €500 billion) 與 EFSF 接軌，以解決歐債困境，維持穩定與成長。此外，歐盟會員國並將提供 IMF €200 billion，以強化其金融穩定功能。隨歐債危機的發展，「二次衰退」也成為大家關心的議題。(請見 <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>)

最近柏南奇在美國國會作證 (Boles and Sparshott (2012))，特別強調，歐債違約的延燒是由於財政政策失控之故，而財政政策之失控又突顯歐元區的結構性問題，以及歐洲中央銀行貨幣政策操作的適當性問題。本文的目的，在於從政府政策的觀點，探討上述問題，以及其對台灣的啟示。

■ 歐債發展

在海嘯期間，各國為振興經濟，大幅減稅或增加財政支出，導致赤字擴大，2009 與 2010 兩年，PIIGS 諸國政府赤字占 GDP 比率都至少將近 10% 以上；至 2010 年底，政府債務占 GDP 比率，除西班牙 67.4% 之外，其他 PIIGS 諸國都超過 100%，希臘更高達 166%。依據 IMF 資料推估，迄 2011 年為止，PIIGS 諸國的主權債務總計為 4.77 兆美元，2012 與 2013 年是償債高峰期，所需籌措的資金 (包括赤字與債務到期償還金額) 共分別高達 9,979 億美元及 8,848 億美元，分多批到期，這龐大的金額一旦違約，將是美國次級房貸原始金額 (Hu (2010)) 的數倍之多，對全球金融市場的

衝擊可想而知。所幸，歷經 2008 金融海嘯，各國已有處理危機的經驗，但欠缺的是金融海嘯期間的同舟共濟的精神 (Bernanke (2010))。

PIIGS 諸國之中，希臘、義大利與葡萄牙的財政狀況原本情況就不是很好，2007 年政府債務及赤字占 GDP 比率，希臘分別為 105.4% 及 6.7%，義大利分別為 103.6% 及 1.5%，葡萄牙則分別為 68.3% 及 3.2%，都超出歐盟標準。西班牙與愛爾蘭的財政狀況，在金融海嘯之前，原本尚稱健全，而且兩國在 2005-2007 都有預算結餘，合乎歐盟規定，但金融海嘯使兩國政府債務快速飆升，政府債務占 GDP 比率，西班牙由 2007 年 36.1% 升至 2011 年 67.4%。愛爾蘭更由 2007 年 24.9% 飆升至 2011 年 109.3%。整體而言，歐元區國家在 2008-10 所累積的政府債務 (占 GDP 比率) 較其他先進國家為多，主要的例外是美國、日本。政府債務占 GDP 的比率，美國從 2007 年 63.3% 增加到 2011 年 100%，同期間，日本則從 187.7% 增加到 233.0%。兩國能夠安然度過危機，日本主要是因為民間超額儲蓄龐大，美國則因為可以槓桿美元作為國際儲備貨幣的地位。2011 年 8 月標準普爾因為美債金額攀高，朝野惡鬥，無力解決，調降美國主權評等。各國都紛紛無奈的出來表達對美元的支持與信心 (中央銀行 (2011))。美國主權評等調降後，PIIGS 諸國主權債務反而引起市場的關注，啟動了現階段的歐債危機，主權評等調降後的美國成了避風港，其公債殖利率不升反降，所以 PIIGS 諸國可說是美國主權評等調降的受災戶。

儘管金融海嘯之後，各國同舟共濟的精神已逐漸消逝 (Bernanke (2010))，歐盟仍然決定救援 PIIGS 諸國。各國有救援的理由，也有非救援不可的困境。反對救援者大多從道德風險的觀

點出發，認為救援只是妥協了財政紀律，鼓勵更多不負責任的財政政策。甚至有人主張，先將希臘踢出歐元區，讓它倒債，進行重整，等體質改善以後，再重返歐元區。另一方面，因為各救援國銀行對 PIIGS 債務曝險程度高，如果 PIIGS 倒債，銀行受累，引發金融危機，各國當然會被牽連，必須拯救銀行。實際上，已有多家歐美銀行被調降信評，根據壓力測試的結果，也被要求強化資本適足率。PIIGS 諸國一旦倒債，歐元區恐將告終結，這並非德法等國所樂見。被救援的希臘，其總理帕帕德莫斯 (Papademos) 說得很清楚，不接受救援而倒債是「毀滅性災難」，希臘經濟會崩潰，要全力避免！（經濟日報 2012.2.13）

救援與被救援國家的人民都反對紓困案，救援者的人民反對政府以納稅人的錢去拯救外國的敗家子。接受救援的希臘更不斷上街頭，不但反對裁員、減薪、刪減社會福利，也表達對外來干預的不滿，在葡萄牙與西班牙也可依看到民眾示威、喊罷工。由於雙方都有苦衷，紓困條件必須嚴苛，協商過程必然困難、冗長，非到最後關頭不會達成協議。而且這些債務的到期日各有不同，也牽涉到不同的國家，不同的債權人。冗長的協商過程中，起起伏伏，可以預見金融動盪，股匯市大起大落。

第一、二筆希臘債紓困案已分別於 2011 年 11 月和 2012 年 2 月達成協議。附帶條件包括債權人同意減記債務，債務國國會通過擰節財政支出，降低社會福利、裁減政府部門員額與薪酬。現在希臘債務危機已經暫時解圍，但後續還有其他的協商（第三、四筆債務將分別於 2012 年 3 月及 5 月到期），因此希臘倒債的機率仍然存在。除了希臘之外，後續的義大利等 PIIGS 國家要不要救援？金融海嘯經驗可供參考。

在 2008 金融海嘯，美國政府在分別協助貝爾斯登 (Bear Stearns) 與美林 (Merrill Lynch) 之後，對雷曼兄弟 (Lehman Brothers) 的求救，則決定財力不足，愛莫能助，稍後卻又協助 AIG。這些決定迄今仍有爭議。有人認為，如果美國政府當初拒絕協助貝爾斯登，雷曼兄弟就會認真處理問題，也沒有後續的申請破產保護情事。有人則認為，如果美國政府救援雷曼兄弟，就不致於有後續的金融海嘯。問題的癥結是，大家對「系統性重要 (systematically important)」，有相當歧見。顯然，當初美國政府認為貝爾斯登、美林及 AIG 屬於系統性重要機構，太大不能倒，雷曼兄弟不是系統性重要，雖大可以倒。歐盟在決定對 PIIGS 諸國紓困，是否有同樣的考量，值得觀察。一個國家如果任由倒債、脫離歐元區而不致引發金融危機、歐元區解體，就不是系統性重要國家，各國提供的協助力道可能大打折扣，條件更為嚴苛。反之，各國即使含血含淚，也得伸援。

歐盟救援希臘的行動，顯示希臘被認為是一個系統性重要國家，依此推論，經濟規模 (2010 年 GDP) 為希臘 4.6 倍的西班牙、6.7 倍的義大利應該也是系統性重要國家，太大不能倒。葡萄牙 (其 2010 年 GDP 為希臘的 75%)、愛爾蘭 (其 2010 年 GDP 為希臘的 68%) 是不是達到系統性重要的程度？這些考慮無疑的會影響紓困條件與倒債機率。根據 IMF (2011) CDS 費率所顯示的資訊：違約風險以希臘最高，其次是愛爾蘭與葡萄牙，但以義大利的資金需求與債務規模，一旦違約，其對全球經濟的衝擊，非希臘違約可以比擬。

未來幾年，歐債問題仍會延燒，首先，後續希臘及其他被救援國還須再縮減財政支出，改革經濟，但能否順利達成救援國家的要

求？尤其如果政經情勢改變，會不會因為選民壓力，而違背履行協定義務的承諾？其次，紓困所加諸的財政撙節方案是否對受援國造成無法承受的經濟衝擊？實際上，有學者認為，現行希臘撙節方案已超過希臘能夠承擔的上限，將導致其經濟長期低迷。當然，各救援國已同意負擔的救援款項是否如期到位？也是另一變數。總之，未來仍有許多變數，雖然歐債崩盤的機率已經下降。

歐元區結構問題

PIIGS 諸國主權債務所以快速上升與歐元區的設計有關。歐元區成立於 1999 年，以使用歐元單一貨幣，達到貨幣整合為目標。最初參加者為 11 國，後來有 6 國陸續加入，現在共有 17 個會員國。共同貨幣減少匯率波動對貿易及其他經濟活動的衝擊，有助於區內經濟發展，這是「最適貨幣區域 (Optimum Currency Area)」概念的應用。但「最適貨幣區域」有其先決條件 (Mundell (1960))：成員國必須具有同質性，面對相似的景氣趨勢與外來衝擊。雖然成立之初，不少文獻提醒，如果各國體質不同、循環趨勢有特殊性、不一致，貨幣聯盟反而會使各國福利下降。但在當時政治經濟的考量之下，鼓勵擴大參與，這個盲點被忽略了，才有今天的問題。

歐元區內各國的發展程度、體質與產業結構上，存在著相當的差異，雖與其他地區 (如亞洲) 相較，仍然尚稱整齊。以人均 GDP (2010 年數據) 為例，盧森堡 108.9 千美元最高，愛沙尼亞 (14.4

千美元)最低，兩者相差 7.6 倍。就失業率而言，奧地利只有 4.4%，西班牙高達 20%，是奧地利的 4.5 倍之多，其年輕人失業率更高達 40%。製造業就業人口占總人口比率，德國、義大利都超過 20%，希臘、愛爾蘭、荷蘭則低於 13% (ILO 年報)。

從歐元區的觀點，將各國貨幣與歐元維持聯繫匯率，並允許資本流動，實際上已宣告各會員國貨幣主權的喪失，這是所謂的 trilemma (即貨幣政策主權獨立，固定匯率、資本流動不能全部達陣，最多只能三選二)。在海嘯期間，歐元區各國，因為貨幣政策工具已經交付歐洲中央銀行 (European Central Bank, ECB) 操作，只有財政政策可以因應總體經濟的巨大衝擊。財政政策又是易放難收，以致財政赤字與政府債務快速攀升，2009 與 2010 兩年，PIIGS 諸國政府赤字占 GDP 比率都至少將近 10% 以上；政府債務占 GDP 比率，除西班牙 67.4% 之外，其他各國都超過 100%，希臘更高達 166%。

對 PIIGS 諸國而言，ECB 貨幣政策可以說是雪上加霜。這次金融海嘯，雖然歐元區內各國面臨相同的外來衝擊，但因體質與產業結構的差異，各國所受的影響不完全相同，有的受金融面衝擊，有的則受實質面衝擊。德、法與荷蘭失業率沒有受到顯著衝擊，西班牙失業率從 2007 年 8.3% 飆升至 2010 年 20.1%，同期間，希臘從 8.3% 升至 12.5%，愛爾蘭從 4.6% 升至 12.5%，葡萄牙從 8.9% 升至 12.0%，義大利也從 6.1% 升至 8.4%。各國境遇有異，國家利益不盡相同，對 ECB 貨幣政策的需求也不一樣，德國等體質強的國家關心通貨膨脹率的控制，而希臘等經濟成長落後國家則期待振興經濟。ECB 貨幣政策無法同時兼顧各國的需求，有實力的德國顯然有較大的影響力。金融海嘯之後，雖然歐元區通貨膨脹率相當

平穩 (2010 年為 1.62%，低於 2007 年 2.14%)，ECB 貨幣政策，卻不若美國聯準會採行量化寬鬆貨幣政策，仍以控制通貨膨脹為主軸，迫使 PIIGS 諸國必須以更強力的財政政策，降低失業率，債務也快速上升，導致主權債務危機。整體而言，歐元區的結構，可以因應小幅的景氣波動，但無法因應重大經濟衝擊。

財政紀律

如上所述，希臘之困境突顯維持財政紀律的重要，雖然西班牙與愛爾蘭的政府預算在金融海嘯之前尚稱健全，其債務問題並非完全由於缺乏財政紀律所致。為了恢復市場信心，避免解體，長治久安，歐盟於 2012 年 1 月決定通過由德國主導的「財政協議 (Fiscal Pact, Formally Treaty on Stability, Coordination, and Governance in the Economic and Monetary Union)」。歐盟國家原已有「穩定暨成長協定 (Stability and Growth Pact, 1997)」，要求各國必須遵守「馬斯垂克條約 (Maastricht Treaty (1992))」有關 Convergence Criteria 的規定，即 (1) 除短暫而特殊狀況之外，每年政府財政赤字對 GDP 比率不得超過 3%；(2) 政府債務毛額對 GDP 比率不得超過 60%，即使這些目標無法立即達成，也要快速下降至合理的程度。但這些規定並無自動罰則，歐盟也從未執行罰則規定，迄 2010 年為止，只有波蘭與捷克達到上述標準。

金融海嘯迫使歐盟採取措施，強化財政體質，尤其是，如果沒有財政紀律作為配套措施，恐怕 PIIGS 紓困只是延宕倒債期程而

已，對解決問題無實際幫助。以希臘紓困案為例，配套措施將使政府預算減少 GDP 1.5%的額度，並裁減公務部門人員數目及薪水，以期逐步達到 2020 政府債務對 GDP 比率下降至 120%的目標（政府預算結餘大約每年至少必須達到 GDP 的 5.5%以上）。

2012 年 1 月歐盟強化財政紀律，除上述規定之外，並要求各國必需將結構性政府預算赤字（即扣除循環性赤字後之政府預算赤字）維持在 GDP 的 0.5%之內，並責成各國憲法納入「平衡預算」原則，未在定期內完成修憲者將被課以最高 GDP 0.1%的罰款。有關罰則規定，則將被動改為主動，各會員國如果違規，一旦確認就必須繳交罰款。現在，歐盟各會員國，除英國與捷克之外，都同意強化財政紀律的規定，但這是相當具有挑戰性的任務，其執行成效，尚待觀察，而且對經濟的影響，也眾論紛紛。

歐元區的架構，各國等同放棄貨幣政策主權獨立性，財政紀律的強化更加限縮各國的財政權，使貨幣統合逐步朝向經濟統合的聯邦制。但歐元區內各國經濟發展程度與產業結構存在顯著差異，美國經驗可資參考。美國各州沒有貨幣政策權，大部分的賦稅權也集中在聯邦政府，各州之間也存在著相當差異。但美國總統是由人民間接選舉，小州的選票票值大於大州，參議院則每州不論大小各有二席，民主程序迫使聯邦政府照顧各州利益，不致於犧牲小州。歐洲模式能否成功，尚待考驗，關鍵在於各國之間的資源分享，一旦經濟弱勢國家面臨經濟衰退或遭受外來衝擊，高所得國家願不願意提供協助，讓它度過難關？

強化財政紀律是著眼於健全歐元區的長期體質，是其永續發展的必要條件，但緊縮財政支出是否讓歐元區經濟的短期經濟復甦雪上加霜，更加陷入衰退深淵，則意見分歧。紓困方案要求各被紓困

國家提出具體方案，縮減政府支出，逐步降低政府債務對 GDP 比率。依照簡單的乘數理論，財政支出的緊縮會引發 GDP 的倍數下滑。

PIIGS 諸國正在面臨經濟負成長，失業率雙位數的險峻情勢，要求擰節財政支出，降低社會救濟與失業補貼，除了人民的激烈反彈之外，其景氣緊縮效果是否經濟所能承受，亟待觀察。克魯曼 (Krugman (2011)) 認為，紓困方案的裁減支出將「害死歐元 (Killing the Euro)」，這一觀點獲得相當迴響。一向保守的 IMF (2010) 也建議各國，在金融海嘯之後應該繼續維持寬鬆的財政政策，不必急於平衡預算，重點在於提出一套透明而具公信力的中長期財政穩健方案。

另一方面，政府擰節財政支出，降低赤字，有助於提升主權評等，透過資本市場，引發利率下降，促進民間部門支出。其次，根據「李嘉圖定理」，政府支出與赤字的減少，有助於降低債留子孫或日後加稅的疑慮，應可刺激民間消費信心。這兩個作用都可抵銷政府支出下降的緊縮乘數效果。當然，在低利率環境，人民信心不足的情況之下，其緊縮效果的壓抑作用可能不大，克魯曼命題尚難推翻。

顯然，歐盟認為，即使財政支出緊縮可能導致經濟在短期內進一步衰退，短期衰退如果能使財政健全，經濟體質改善，歐洲經濟長治久安，這個代價是值得的。