

焦點評析

歐債危機的結構性因素分析

The Structural Factors of the European Debt Crisis

邱奕宏 *Yi-Hung Chiou*

台灣經濟研究院副研究員

Associate Research Fellow

Taiwan Institute of Economic Research

一、前言

自 2009 年從希臘肇始的歐洲主權債務危機 (European Sovereign Debt Crisis)，不僅接連引爆了歐元區經濟體質較弱的所謂歐豬五國 (PIIGS，即葡萄牙、愛爾蘭、義大利、希臘、西班牙) 的主權債務違約風險，並引發歐元區恐會失序崩解的風險，因而成為繼 2008-2009 年全球金融風暴 (Global Financial Crisis) 以來，影響全世界未來經濟是否會再陷入二次衰退的重大金融危機。

然而，從二次大戰以來，歐洲國家之間的經濟整合過程向來被視為全球各地風起雲湧的區域經濟整合運動中最成功的典範。歐元區 (Euro Zone) 的興起歸因於歐洲共同體 (European Community, EC) 成員在 1991 年簽訂的馬斯垂克條約 (Maastricht Treaty)，該條約決定在 1999 年成立歐洲貨幣同盟 (European Monetary Union, EMU)，設立歐洲中央銀行 (European Central Bank, ECB)，並由該歐洲央行發行單一共同貨幣—歐元，並統掌歐元區的貨幣政策。1999 年，歐元正式取代歐洲 11 個國家的貨幣，2011

年希臘也加入歐元區，目前歐元區共有 17 個正式成員，並使其成為當今全世界僅次於美元的第二大國際儲備貨幣。

近日歐元區因部份國家的主權債務問題而陷入分崩離析的危機，影響所及不僅是歐洲國家自身，也恐影響自金融風暴以來的逐漸復甦的全球經濟。造成此次歐債危機的主要原因，論者多認為 2008-2009 年的全球金融海嘯是引發歐債危機的導火線，但是歐債危機的結構性根源卻是根源於歐元區以政治意志為驅動力的貨幣整合架構，架於經濟體質強弱不一的歐盟各會員體之上所導致的結果。本文從政治經濟學角度出發，闡釋造成歐債危機的根本癥結。

二、歐債危機的起因與演變

2009 年 10 月希臘新任總理帕潘德里歐（George Papandreou）宣布其前任掩蓋該國高達 4,000 億美元的債務，歐盟統計局突然將希臘的財政赤字從 3% 巨幅上修至 13.6%，不僅導致金融市場對希臘國債失去信心、國債殖利率突破 9%，致使希臘政府無力承擔此暴漲利率所驟然增加的債務負擔，而開始向其他歐元國家與國際貨幣基金（International Monetary Fund, IMF）求援。國際信評公司，如標準普爾（Standard & Poor's）也隨即將希臘國債評等連降三級，到 BB+ 的垃圾等級（目前為 CCC 級）。

不久，希臘債務危機開始延燒到經濟體質較弱的其他歐豬國家，愛爾蘭、葡萄牙、西班牙及義大利紛紛傳出陷入債務危機。三家國際信評機構並先後調降這些國家的主權債務評等，不僅大幅衝擊了市場對歐元區的信心，也導致全球金融市場的動盪不安。

面對希臘債信危機，IMF 與 ECB 在 2010 年的紓困金額從 450 億歐元加碼到 1,100 億歐元，希臘政府則承諾採取擰節支出、削減赤字、增加稅收等緊縮政策。但這些政策不僅引發了該國內嚴重的罷工抗爭，也導致經濟進一步惡化。相似的場景也發生在其他歐豬國家，短短二年內歐債危機已導致愛爾蘭、葡萄牙及義大利的政府倒台及西班牙的社會動盪。由於歐

豬五國總債務高達八兆美元，其債務與世界主要經濟體（美日英法德等國）的關係盤根錯節，如債務問題無法有效解決，不僅將導致歐元幣值的崩潰，也可能致使歐元區解體，更將嚴重打擊全球金融信心，致使銀行緊縮銀根，而導致全球景氣再次衰退。

為了挽救歐債危機，歐盟在 2010 年成立歐洲金融穩定機制（European Financial Stability Facility, EFSF）來為歐元區建立安全防護網，以免受到希臘債務危機波及。然而，EFSF 最初的 4,400 億歐元資金對歐豬五國的債務僅是杯水車薪，這促使歐盟領袖在 2011 年夏天將額度提高到 7,800 億歐元，以因應義大利與西班牙的國債違約風險。

為解決日益嚴峻的歐債危機，歐元區領袖於 2011 年 12 月在布魯塞爾簽署財政公約，表明將在法律執行的框架下，增強財政紀律，以消弭歐債危機，重振市場信心。EFSF 預計將在 2012 年由 5,000 億歐元的歐洲穩定機制（European Stability Mechanism, ESM）所取代來穩定市場。歐盟將嚴格監督與評估財政紀律的執行，歐洲法院並擁有強制執法權。歐盟各國央行向 IMF 提供 2,000 億歐元貸款，由 IMF 負責歐債的救援行動。此意味著歐盟在目前貨幣統合的基礎上朝財政整合的方向跨出一步。

三、最適貨幣區的幻滅

簡言之，歐債危機的發生可歸因於短期的全球金融危機的後續影響因素與歐元區缺乏財政與貨幣協調的單軌貨幣統合之結構性因素。簡言之，歐元區的誕生意味著加入歐元區的 17 個國家將象徵國家主權的貨幣發行與控制國家經濟的貨幣政策交給了以歐盟為主體的歐洲中央銀行，而由 ECB 擔負起貨幣供給、匯率穩定與抵抗通膨的責任。

貨幣整合的優點在於促進成員間跨國的經濟交易活動，免除匯率波動的風險，以增進包含資本等生產要素的流動與效率，並促進區域間的經濟發展。素有「歐元之父」稱號的加拿大經濟學家孟岱爾（Robert Alexander

Mundell) 在 1960 年代提出「最適貨幣區」(Optimum Currency Area) 的概念，為上述貨幣整合的概念提供了理論基礎。他認為在一盛行跨國經濟交易的地區，在工資可浮動、勞動力可移動及協調的財政政策之假設下，相關國家如採用共同貨幣將促進資本更有效的配置而極大化該區域的經濟效益。

然而，國際金融體系存在經濟學家 Benjamin Cohen 所稱的「邪惡的三位一體」(Unholy Trinity)，指涉很難同時滿足「資金的自由移動」、「穩定的匯率」及「自主的貨幣政策」這三種條件。

貨幣整合意即是指參加貨幣整合的國家在共同貨幣區內選擇前述兩項的優點，而放棄獨立自主的貨幣政策之權力。換言之，這些國家無法在藉由自身匯率的調整來維持經濟的均衡。舉例而言，在共同貨幣區內，如某國經濟出現榮景而導致大量資金從其他會員國湧入，並產生景氣過熱及物價膨脹的現象，該國央行便無法藉由調升利率，讓匯率提升，以抑制通膨。理論上，此類總體經濟失衡的缺點便需由區域內勞動力的移動與財政資源的分配來進行調整，以解決通膨與失業的問題。目前歐元區的貨幣整合雖然提供了生產要素移動的條件，但事實上跨越國境的勞工移動仍相當有限，且歐元區未能達成有效的財政整合，導致事先未能控制部份國家過大的財政赤字，而危機爆發後這些國家也無法透過匯率的調降來改善其經濟競爭力，歐元區未能滿足最適貨幣區條件的致命性缺陷為此次的歐債危機埋下的結構性的因素。

另一方面，2008-2009 年全球金融危機的爆發則是為歐債危機的導火線。由於歐元區是由經濟體質較佳的德法等北方國家及體質較弱的義西葡等南方國家所組成，在歐洲央行採行單一利率政策下，使部分體質較弱國家有著較低的實質利率，因而導致如西班牙、愛爾蘭等國家在 2007 年前因外資熱錢大舉進入，而產生房市活絡、景氣過熱的現象。此外，以歐元計價的歐元區各國國債，在金融危機爆發前都被給予相同的信用評等，且這些不同國家發行的國債殖利率在市場上差異不太，凸顯了金融市場對歐

元的信任，但卻未真實反映這些國家實際的財政狀況。此情況直到 2008 年雷曼兄弟倒閉，導致市場風險意識大幅提高，而開始拉大歐元國家間國債殖利率的差異。負債占全國 GDP 比例高達 166% 的希臘首當其衝，國債殖利率在 2010 年即一舉衝破 9%，愛爾蘭與葡萄牙的國債殖利率也突破 7%，義大利 2014 年到期國債殖利率亦在 2011 年 11 月底攀峰到 7.89，這些現象不僅顯示了金融市場對這些國家違約風險的高度憂慮外，也大幅提高了這些國家的舉債能力與還債成本，最終導致部分國家必須向歐盟及 IMF 提出紓困要求，以避免國家破產的命運。

總言之，歐債危機的結構性原因可追根於成立歐元區之初，並未建制化各國財政政策的協調機制，而單以貨幣政策的區域統合並無法兼顧不同經濟發展程度會員國的經濟需求的重大缺陷。全球金融危機的爆發，致使市場重新檢視了歐元區各國的經濟情況，而揭露了以往埋藏於歐元區光環下之部分成員國的貧瘠經濟體質。換言之，歐元區作為一個最適貨幣區的理想在歐債危機的衝擊下，面臨著是否崩解幻滅的重大挑戰。

四、歐元區重整的未來

如同歐洲的經濟整合是根源於德法和解之政治意志而建構的歐洲煤鋼共同體（European Coal and Steel Community, ECSC）般，未來歐元區的走向亦將仰賴於德法主要大國是否能再如何挽救歐債危機上攜手合作來共度難關。德國總理梅克爾（Angela Merkel）與法國總統薩科奇（Nicholas Sarkozy）多次表明維持歐元區完整的決心。2011 年 12 月的歐盟高峰會更確立了歐元區將實施嚴格的財政與金融紀律，以徹底消弭此次債務危機的根源。

然而，僅是強化財政紀律與實施金融市場穩定機制，並無法達到藉由歐元區的財政資源分配來調節各會員國財政狀況差異的問題。換言之，如果歐元區無法進一步深化財政整合，以徹底消弭歐元區貨幣與財政整合程

度不一的問題，不僅歐債危機難以善了且可能再次復發。因此，歐元區的前景仍端賴歐盟領袖如何藉由政治共識的凝聚，來說服該國人民同意深化歐元區的財政整合，以徹底解決歐元區在達成「最適貨幣區」所欠缺的財政調配要件。