

愛爾蘭出了什麼問題？

爆發主權債務危機的原因、 解決方案與可能影響

李榮謙、黃麗倫、陳星豪

摘要

愛爾蘭曾是歐洲發展最落後的農業國家，《經濟學人》在 1988 年將愛爾蘭稱為「歐洲乞丐」。然而，自 1990 年代起，藉由加入歐盟及歐元區的助力，以及低稅率的成長模式，愛爾蘭經濟以驚人之勢快速崛起。愛爾蘭的人均所得在 2007 年高達 6 萬美元左右，高居歐盟第二名、全球第五名。愛爾蘭在短時間內經濟成功轉型的奇蹟，讓其被譽為「凱爾特之虎」。

在 2000 年之後，營建業與金融業成為愛爾蘭經濟成長的主要動力，也因此釀造房市泡沫。2008 年受美國次貸危機影響，愛爾蘭房市泡沫破滅，營建業遭受重創，導致銀行業背負龐大壞帳。為拯救銀行業，愛爾蘭政府除對銀行債務提供擔保外，並對銀行挹注大量資金，政府財政因此陷入空前危機，最終難以為繼。

深陷主權債務危機讓愛爾蘭政府於 2010 年 11 月 21 日正式向歐盟與 IMF 請求援助；

愛爾蘭成為繼希臘之後，第二個請求紓困的歐元區會員國。為獲得歐盟與 IMF 的紓困資金，愛爾蘭政府於 11 月 24 日宣布為期四年的預算摺節計畫，希望在 2014 年將財政赤字對 GDP 比率降至 3%。歐盟於 11 月 25 日作出關鍵性讓步，允許愛爾蘭於 2015 年達成此一目標；11 月 28 日，歐盟及 IMF 正式宣布，將提供愛爾蘭總額達 850 億歐元的紓困資金。

愛爾蘭獲得紓困後，IMF 及歐盟勢必強迫愛爾蘭整頓金融業，銀行將被迫瘦身或關門，金融業再也不能扮演成長引擎的角色。再者，愛爾蘭將採行緊縮財政措施，過去依賴低稅率吸引外資的成長模式將從此告終。目前看來，難以對愛爾蘭未來的經濟表現感到樂觀。

愛爾蘭危機除影響自身的經濟金融穩定外，亦將威脅英、德等對愛爾蘭曝險部位大的國家之金融體系。不僅如此，在愛爾蘭爆發危機後，PIIGS 國家公債殖利率紛紛揚升至

歐元問世以來新高，外界憂心葡萄牙、西班牙將步上希臘、愛爾蘭的後塵，一旦歐元區

經濟規模第五大的西班牙也發生危機，恐將嚴重衝擊歐元區的前途。

一、前言

自 1990 年代起，愛爾蘭經濟迅速發展，愛爾蘭由歐洲發展最落後的農業國家，蛻變為 2007 年人均所得高居歐盟第二名、全球第五名的國家，讓其被譽為「凱爾特之虎」(參閱附錄 1 愛爾蘭的經濟發展歷程)。

然而，營建業及金融業在 2000 年之後成為愛爾蘭的經濟重心，房市泡沫隨之坐大。2008 年受美國次貸危機影響，愛爾蘭經濟開始衰退，銀行業在房價泡沫破滅後背負龐大壞帳，使愛爾蘭政府不得不對銀行債務提供擔保，導致財政赤字大增，最終難以為繼。

愛爾蘭成為繼希臘之後，第二個請求歐

盟與 IMF 聯合紓困的歐元區會員國，紓困金額達 850 億歐元(愛爾蘭自籌 175 億歐元)。愛爾蘭的主權債務危機不僅危及自身的經濟金融穩定，亦威脅英、德等對愛爾蘭曝險部位大的國家之金融體系。歐元區會員國相繼爆發主權債務危機，引發外界對歐元區前途的質疑。

以下擬先引介愛爾蘭經濟崛起的過程；其次，說明愛爾蘭爆發主權債務危機的原因；接著，描述國際間對愛爾蘭紓困的發展；最後，則是整理各方對愛爾蘭主權債務危機可能造成的影響之觀點。

二、愛爾蘭經濟崛起的背後

(一) 從「歐洲乞丐」蛻變為「凱爾特之虎」

愛爾蘭的人口僅 4 百多萬且缺乏天然資源，曾是歐洲發展最落後的農業國家。在 1980 年代，愛爾蘭的平均經濟成長率 2.4%、人均所得僅約 7,400 美元，失業率則高達 14.06%。因此，《經濟學人》在 1988 年稱愛爾蘭為「歐洲乞丐」(註 1)。

自 1990 年代起，愛爾蘭經濟以驚人之勢快速崛起，平均經濟成長率在 1990 年代高達

6.79%，在 2000~2007 年則為 6%。人均所得在 1990 年代快速增加至 1.8 萬美元，危機爆發前的 2007 年則高達 6 萬美元左右，居歐盟第二，全球第五；短短二十年，人均所得成長了近 9 倍。至於平均失業率，則在 1990 年代微降至 12.07%，降幅於 1990 年代末期加速，2000~2007 年平均失業率僅 4.38%。

愛爾蘭在短時間內經濟成功轉型的奇蹟備受外界推崇，愛爾蘭更因而被譽為「凱爾特之虎」(Celtic Tiger)；《經濟學人》也

在 1997 年改口，盛讚愛爾蘭為「歐洲的閃耀光芒」，破除富國地區邊陲小國發展受限的詛咒(註 2)。

(二) 愛爾蘭崛起的主要原因(註 3)

1. 加入歐盟及歐元區的助力

愛爾蘭於 1973 年加入歐盟、1999 年加入歐元區，享有直接通往歐洲市場的便捷途徑。愛爾蘭將自己定位為外國企業通往歐洲市場的跳板。

愛爾蘭的貿易管道、低廉的勞力與土地成本，再加上英語優勢，吸引戴爾、IBM、微軟、惠普等美國大型科技公司進駐，因而享有「歐洲矽谷」的美譽。根據 OECD 統計，全歐洲銷售的套裝軟體，超過 50% 來自愛爾蘭，25% 的個人電腦是在愛爾蘭組裝後再銷入歐盟市場。愛爾蘭加入歐盟後，出口市場足足擴大了十倍。

愛爾蘭於 1989 年設立國際金融服務中心，將其金融業定位在跨國銀行進軍歐陸的後勤中心，俾與英國倫敦、美國紐約的金融中心區隔。危機前，愛爾蘭銀行業的資產管理規模名列歐洲第四，主要歸功於以低稅率吸引許多公司將資產管理基金登記在愛爾蘭名下。

2. 低稅率的成長模式

愛爾蘭於 1987 年建立金融、外商租稅特區，以 10% 的超優惠稅率吸引外資。自 1990 年代中期起，愛爾蘭更大幅調降公司稅稅率，由 1990 年的 40% 一路降至 2003 年的 12.5%，以迄於今，為 OECD 國家最低；更遠低於歐盟平均的 23% (見圖 1)。

此外，愛爾蘭還給予研究發展 (R&D) 25% 的投資抵減，更對專利交易予以免稅的優惠，全球最大的搜尋引擎 Google 因而在

圖 1 愛爾蘭的公司稅稅率

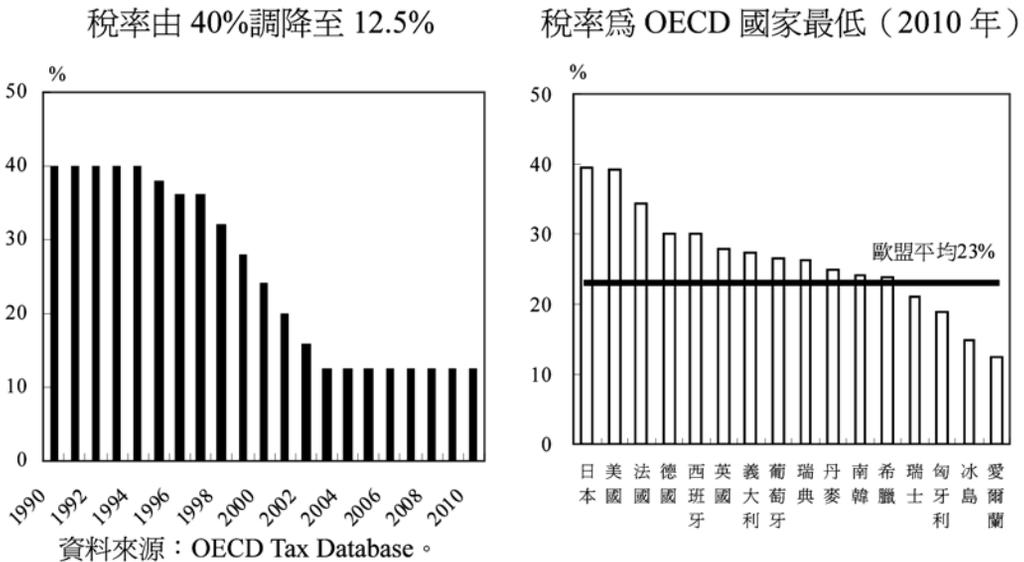
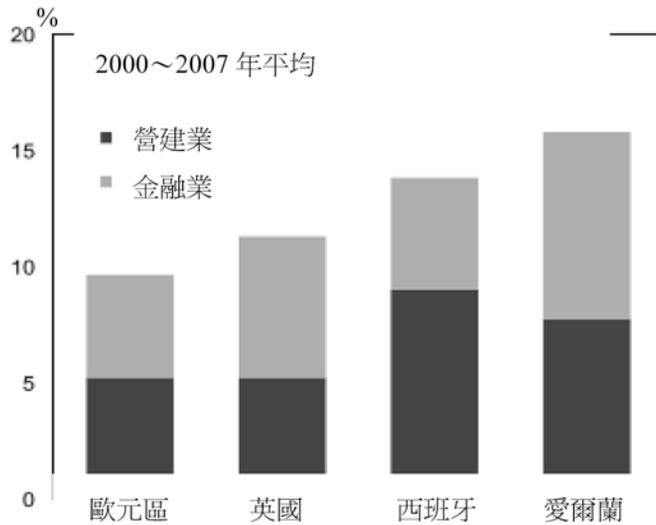


圖 2 愛爾蘭營建及金融部門產值比重高



資料來源：IMF (2010)。

2005 年將歐洲總部設立於愛爾蘭。

3. 致力於科技、生技與金融業的經濟轉型

愛爾蘭起初藉由設立低成本的組裝中心來吸引外資、創造工作。在成本推升後，愛爾蘭成功從低成本優勢轉型到研發、服務業重鎮，並將資源集中在發展科技、生技與金融業。

4. 銀行與營建業產值扮演要角

2000~2007 年期間，營建業及金融業係推動愛爾蘭經濟成長的主要動力來源，兩者的產值合計超過愛爾蘭 GDP 的 15%，高於歐元區的平均值（見圖 2）（註 4）。愛爾蘭的營建業就業人口於 2007 年第三季達到高峰，共 28.3 萬人，佔總就業人口的比重達 13.2%。

三、愛爾蘭驚爆危機

（一）金融市場率先反映違約風險

愛爾蘭十年期公債殖利率與德國同期公債殖利率的利差大幅飆升，由 2007 年 10 月的不到 20 個基點（basis point, bp），大幅走升至 2010 年 11 月的逾 600 個 bp，顯示愛爾蘭主權債務違約風險大增（見圖 3）。

此外，愛爾蘭主權信用違約交換（Credit Default Swap, CDS）利差與銀行 CDS 利差亦急遽飆高，上升到相當於破產公司的水準（見圖 4）。

（二）爆發危機的遠因

1. 受全球金融危機波及

圖 3 愛爾蘭與德國十年期公債利差



資料來源：Bloomberg。

圖 4 愛爾蘭 CDS 利差急遽擴大飆升



資料來源：Bloomberg。

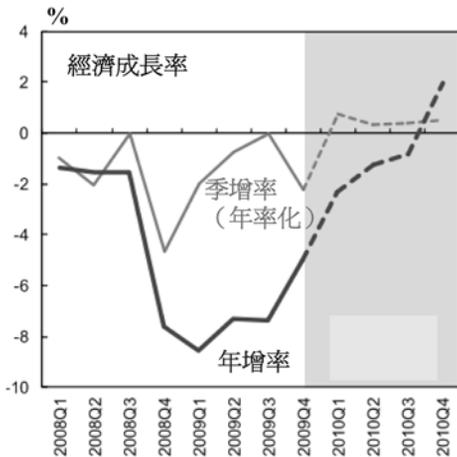
2008 年全球金融危機爆發後，歐洲國家政府財政急遽惡化，IMF 於 2010 年 7 月提出警告，須注意由全球金融危機所引發的歐洲主權債務危機。

2008 年第一季全球金融危機尚未擴大之際，愛爾蘭經濟就開始萎縮（見圖 5），是第一個步入衰退的歐洲國家；其中，營建業產

出萎縮的程度更為嚴重，從 2007 年 386 億歐元的高峰，一路下滑到 2009 年的 180 億歐元，產出萎縮逾 50%（見圖 6）。此外，愛爾蘭的失業率也由 2008 年 1 月的 4.8%，持續攀升至 2010 年 10 月的 13.6%。

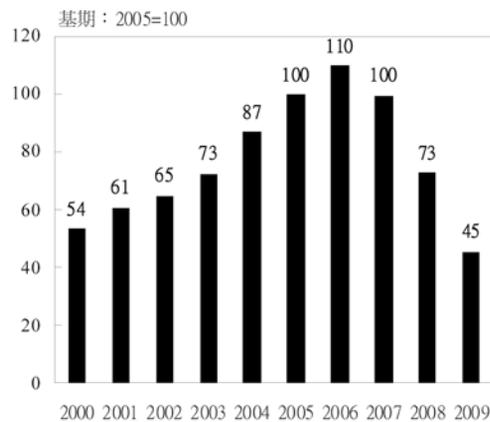
2. 根本的結構性缺失：經常帳持續呈現逆差，仰仗向外舉債挹注

圖 5 愛爾蘭於 2008 年步入經濟衰退



資料來源：IMF (2010)。

圖 6 營建業產出大幅萎縮

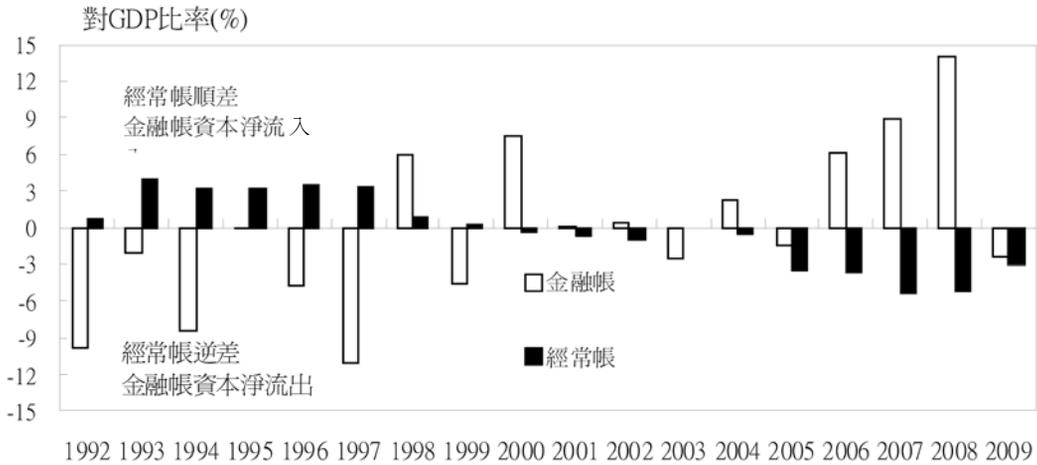


資料來源：Central Statistics Office Ireland。

愛爾蘭過去的貿易收支良好，2000 年以前均呈順差；但自 2000 年起，因支付外國投資人利息與外資企業利潤匯出，國外要素所得之支出不斷擴大，抵銷掉貿易帳順差，致經常帳由順差轉呈逆差；逆差規模並逐年擴大，且一度超過 GDP 的 5%（見圖 7）。

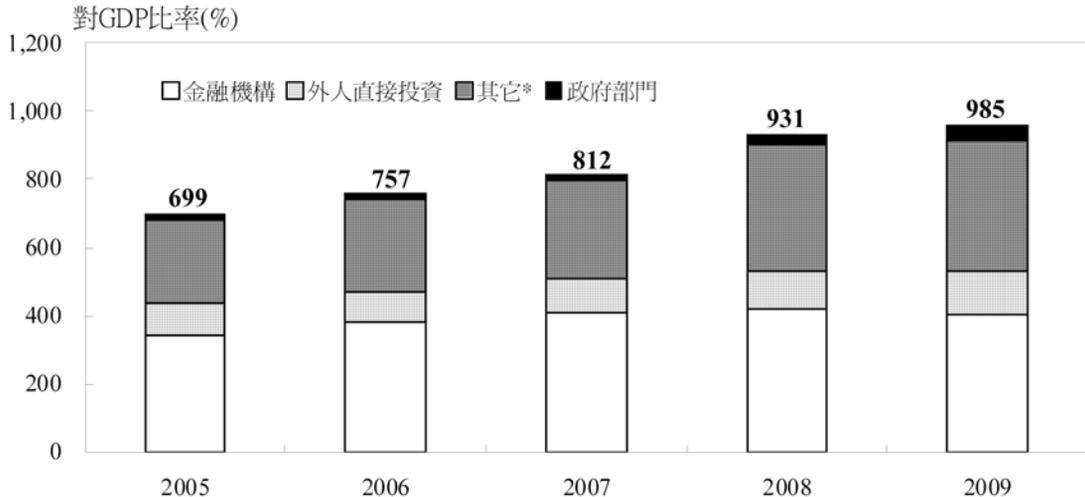
為彌補國際收支的嚴重失衡，愛爾蘭仰仗外債的規模逐年遞增，2009 年整體外債已接近 GDP 的 10 倍；其中金融機構所積欠的外債就佔整體外債的一半（見圖 8）。愛爾蘭政府的外債負擔雖不大，但公債持有者多半為外國投資人，以 2010 年為例，外人持有比

圖 7 愛爾蘭的經常帳持續呈現逆差



資料來源：IMF WEO database、IFS。

圖 8 愛爾蘭的外債規模逐年遞增



* 主要是非金融性公司的外債
資料來源：IMF (2010)。

例高達 72%（日本的比例則不到 10%），主權債務結構相當脆弱。

（三）爆發危機的近因

1. PIIGS 主權債務隱憂，爆發危機有跡可尋

早於 2010 年初全球憂心希臘恐爆危機之際，部分人士即警告，愛爾蘭的問題可能比希臘嚴重。例如，英國財經專家 Nadeem Walayat 即於 2010 年 4 月警告，愛爾蘭瀕臨破產的可能性最高（註 5）。

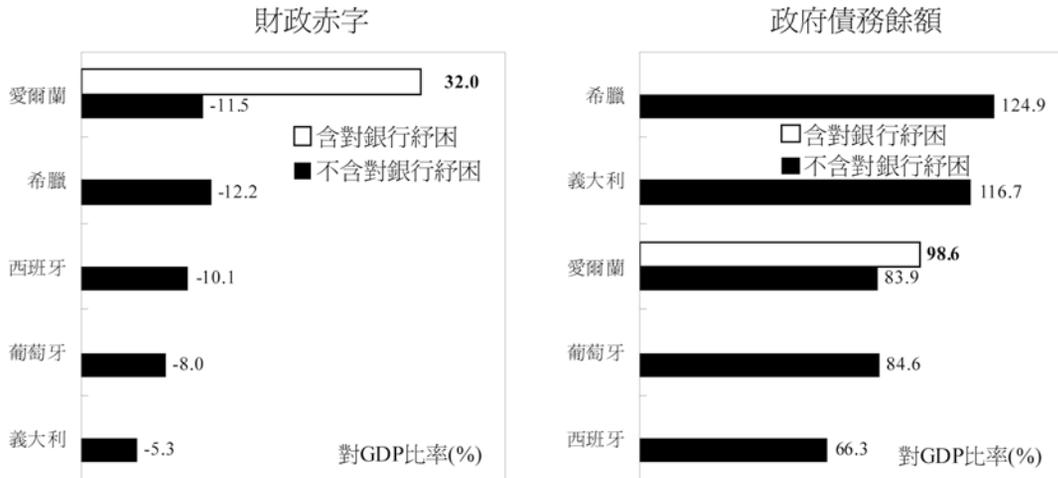
歐洲主權債務惡化情況嚴重的國家有：葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘及西班牙五國（見圖 9）；這些被國際間點名的歐元區問題兒童（Euro Zone's problem children），就是 PIIGS。愛爾蘭主權債務惡化係因政府擔保銀行債務而被拖累，不同於其餘四國係源自於政府本身的債台高築，如不包括愛爾蘭就

是一般所稱的 PIIGS。

2. 歐盟官員一再散播恐懼，引發市場不安情緒

危機之際，歐盟多位高層官員的談話卻先後散播恐懼，引發市場不安情緒，例如，法國總統 Nicolas Sarkozy 與德國總理 Angela Merkel 倡議修改「里斯本條約」（Lisbon Treaty），要求導入懲罰機制，對政府債務過高致威脅歐元區穩定的國家進行嚴厲制裁，導致投資人對歐元區的信心受創。愛爾蘭總理 Brian Cowen 坦承須擴大撙節財政規模以因應危機，外界因此認為愛爾蘭危機將進一步惡化。再者，Merkel 提出有序重整機制（Orderly Restructuring Mechanism）提案，並獲法國財長 Christine Lagarde 聲援，要求未來主權債務投資人亦應承擔主權債務的違約風險。這些歐盟官員的言論均加深投資人的

圖 9 PIIGS 的財政惡化（2010 年預估數）



資料來源：Mauldin, John (2010), “Throws a Hail Mary Pass,” Frontlinethoughts.com, May 15；愛爾蘭財政部。

不安情緒。

論者認為，如果歐盟領導者不要用警示性的口吻來談論歐元危機，或許會有幫助；如果領導者發言時會不經意地散播恐懼，那就最好不要開口(註 6)。

3. 信評機構落井下石

全球金融危機前，Standard & Poor's、Moody's 及 Fitch Ratings 這三家國際信評機構，均給予愛爾蘭最高等級 AAA 的主權債信評等。

然而，危機爆發後，這三家國際信評機構卻不斷調降愛爾蘭的主權債信評等，其中，Fitch Ratings 更是在 2010 年 12 月 9 日，一口氣將愛爾蘭主權債信連降三級至 BBB+，只比垃圾債券高一級。在全球金融市場處於愛爾蘭危機的恐懼情緒之際，信評機構的降評行為使得愛爾蘭的處境雪上加霜。

IMF 對信評機構調降 PIIGS 主權債信評等之分析，證實信評機構的降級行動確實帶來殺傷力，不僅對被降級國家帶來不利影響，也會波及其他國家與金融市場(註 7)。

早於全球金融危機甫爆發之際，《富比士》雜誌即抨擊信評機構的行徑，並諷稱「被白痴評級」(註 8)。

(四) 爆發危機最直接的原因：房價泡沫及政府對所有銀行債務提供擔保

愛爾蘭經濟社會研究所經濟學家 John Fitz Gerald，以及 2008 年諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman 均指出，造成愛爾蘭危機最

直接的原因是房價泡沫，以及政府對所有銀行債務提供擔保(註 9)。

1. 房價泡沫破滅，營建業遭受重創，銀行業因此背負龐大壞帳

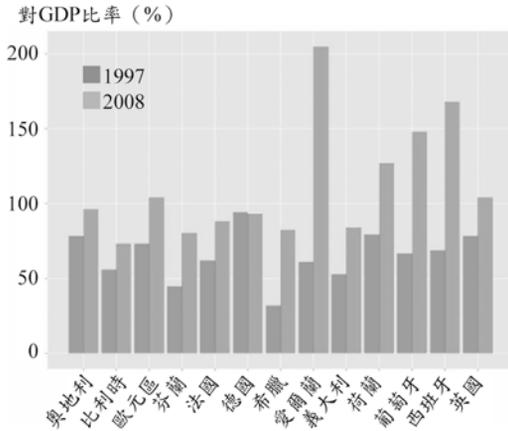
危機爆發前，愛爾蘭銀行業對不動產開發商放款浮濫，導致房貸急速擴增，最終釀成房價泡沫化(註 10)。

愛爾蘭銀行業高度仰賴國外資金，舉借規模並逐年遞增，銀行業外債規模對 GDP 的比率於 2008 年高達 4.22 倍。愛爾蘭銀行業對民間部門（家計部門與企業）的放款規模於 2008 年超過 GDP 的 200%，遠高於其他歐元區國家平均的 100%，且較 1997 年的 60% 成長逾 3 倍（見圖 10）。其中，放款大量流入從事營建工程及購地投機的不動產開發商，以及一般民眾的購屋用途。對不動產開發商的放款通常沒有擔保品，且承作規模龐大，至 2008 年已逾 GDP 的一半(註 11)。

愛爾蘭銀行業過度槓桿操作的結果，使得銀行體系規模快速膨脹，1999~2009 年短短十年，銀行體系資產擴增的幅度相當於 GDP 的 7.5 倍，遠遠高於其他歐元區國家（見圖 11）。

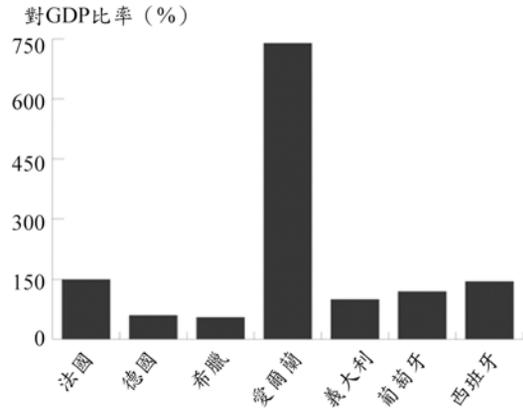
愛爾蘭銀行業對不動產開發商放款浮濫及房貸急速擴增的結果，導致愛爾蘭房價大幅攀升；在 2006 年愛爾蘭房市榮景的高峰，房價約為 10 年前的 3.5 倍。愛爾蘭新屋的房價年所得比由 1998 年的不到 4 倍，大幅上升至 2006 年的 10 倍；首都都柏林舊屋的房價

圖 10 歐元區國家銀行業對民間部門的放款
(2008 年與 1997 年比較)



資料來源：Kelly(2010)。

圖 11 歐元區國家銀行業資產的規模
(2009 年 1 月與 1999 年 1 月比較)



資料來源：Stancil (2010)。

年所得比更上漲至 17 倍。

2008 年受美國次貸危機影響，愛爾蘭房地產產泡沫破滅，房價從 2008 年最高點到 2010 年初已下跌 36%，預估到 2011 年下跌的幅度可能擴大到 50%(註 12)；商業不動產價格的跌幅則更大，從 2008 年高點到 2010 年 11 月，已下跌逾 59%(註 13)。受房價泡沫破滅的影響，愛爾蘭銀行業背負龐大壞帳，遭受巨大損失；根據 Deutsche Bank 的估計，銀行業累積虧損在 2010 年 11 月已達 850 億歐元，為 2009 年 GDP 的 53%。

2. 愛爾蘭政府為拯救銀行業，大舉入市，政府財政因此陷入空前危機

為拯救岌岌可危的銀行業，愛爾蘭政府於 2009 年 12 月成立國家資產管理公司 (National Asset Management Agency, NAMA)，直接發行政府擔保債券向銀行業收購與不動

產相關的不良債權，預計總收購規模為 730 億歐元；截至 2010 年 11 月，NAMA 平均以 58% 的折扣率，購入帳面價值 530 億歐元的銀行不良債權。

為避免銀行業爆發擠兌危機，愛爾蘭政府首於 2008 年 9 月底提供銀行存款全額保障；2009 年夏季，愛爾蘭政府始驚覺銀行業損失遠高於先前的估計，被迫於 2009 年底再為所有銀行的債務提供擔保。截至 2010 年 9 月底止，愛爾蘭政府對銀行債務的總保證規模達 1,470 億歐元，其中 1,160 億歐元為對存款保障。

然而，即使愛爾蘭政府對銀行債務提供全額擔保，仍無法遏止非居民資金的大量外流(註 14)。愛爾蘭銀行業的資金有半數來自國際批發市場，此類資金來源相當不穩定，受到金融危機影響，2010 年 9 月底與

表 1 愛爾蘭政府挹注五大銀行資金之情形
(截至 2010 年 10 月)

金融機構	注資規模 (歐元)	政府持股比率
Bank of Ireland	34 億	36%
Allied Irish Banks	35 億	18%，但將超過 90%
Anglo Irish Bank	290 億	100%
Irish Nationwide	54 億	將收歸國有
Educational Building Society	2.5 億	拍賣中
總計	415.5 億	

2008 年 6 月底比較，愛爾蘭銀行業對非居民負債遽減 1,800 億歐元（參閱附錄 2 愛爾蘭銀行業資產負債表惡化情況）。

面對資金缺口擴大的窘境，愛爾蘭銀行業除變賣資產積極去槓桿化（deleverage）外，並向 ECB 告貸。截至 2010 年 10 月，愛爾蘭銀行業向 ECB 融通 1,300 億歐元，占 ECB 總融通金額的 30%，規模約達愛爾蘭

GDP 的 83%。

為彌補愛爾蘭銀行業資金缺口，愛爾蘭政府不得不對銀行大舉紓困，截至 2010 年 10 月底止，已對前五大銀行注資 415.5 億歐元（見表 1）。愛爾蘭政府拯救銀行的行動反而置國家主權債信於危險的處境（註 15），導致「凱爾特之虎」淪為「病貓」，不得不在 11 月 21 日正式向歐盟與 IMF 提出援助請求。

四、國際間對愛爾蘭紓困的發展

（一）各界咸認須加快對愛爾蘭紓困行動

愛爾蘭甫驚爆危機之際，PIMCO 執行長 Mohamed A. El-Erian 即表示（註 16），歐盟官員須加快紓困行動，否則愛爾蘭恐爆發大規模的銀行擠兌。

各界憂心，如果不加快對愛爾蘭的紓困

行動，愛爾蘭危機可能會迅速蔓延至其他 PI-IGS 國家（註 17）。

（二）歐盟與 IMF 宣布對愛爾蘭紓困 850 億歐元

2010 年 11 月 28 日，歐盟及 IMF 正式宣布將提供愛爾蘭總額達 850 億歐元的紓困資

金。各方對愛爾蘭提供貸款的平均利率約 5.8%，遠低於當時愛爾蘭政府逾 9% 的對外舉債利率。

1. 援助計畫內容

850 億歐元的援助計畫包括三部分：

- (1) 100 億歐元協助愛爾蘭的銀行增資；
- (2) 250 億歐元作為金援銀行所需之預備金；
- (3) 500 億歐元支應愛爾蘭政府財政。

2. 援助計畫資金來源

援助計畫的資金來源有五（見圖 12）：

- (1) 愛爾蘭財政部與國家退休基金提供 175 億歐元對銀行紓困；
- (2) IMF 出資 225 億歐元；
- (3) 「歐洲金融穩定基金」（European Financial Stability Facility, EFSF）提供 177 億歐

元；

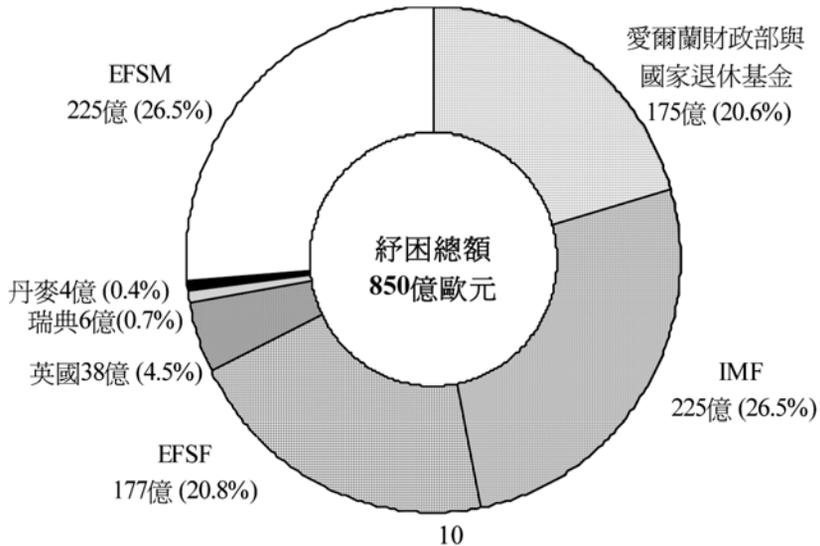
(4) 「歐洲金融穩定機制」（European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM）提供 225 億歐元（參閱附錄 3 EFSM 與 EFSF 簡介）；

(5) 英國、瑞典及丹麥以雙邊直接貸款方式參與援助，其金額分別為 38 億、6 億及 4 億歐元。

（三）愛爾蘭接受紓困的配合條件

歐盟與 IMF 一致要求愛爾蘭削減預算赤字，作為提供援助的條件。為獲取紓困資金，愛爾蘭政府於 2010 年 11 月 24 日宣布為期四年的預算摺節計畫，將削減 150 億歐元預算，且將增值稅稅率由 21% 提高至 23%，期能在 2014 年將財政赤字對 GDP 比率降至 3%。歐盟於 11 月 25 日作出關鍵性讓步，允

圖 12 愛爾蘭紓困資金來源



許愛爾蘭於 2015 年達成此一目標。

(四) 歐元區擬自 2013 年起建立永久性危機解決機制

歐元區目前由 EFSF、EFSM 及 IMF 組成的暫時性紓困機制，預計在 2013 年退場，之後將由新的「歐洲穩定機制」(European Stability Mechanism) 取代。

ESM 擬於 2013 年 7 月開始運作，資本規模為 7,000 億歐元，由歐元區會員國依 ECB 出資比例負擔，初始的實收資本為 800 億歐元，另外 6,200 億歐元則由各國政府承諾在資本耗盡時提供。ESM 的實際貸放能力設為

5,000 億歐元，所提供貸款之期限在三年以下者，貸款利率依 ESM 的資金成本加碼 2 個百分點；貸款期限超過三年者，額外收取 1 個百分點。

ESM 將要求歐元區各會員國自 2013 年 6 月起，在發行主權債務時須包含「集體行動條款」(Collective Action Clauses)，也就是在多數決下，所有債權人均須接受債務重整（債務重整條件可能包含延後還款期限、延後支付利息、削減債務本金等）；屆時若會員國發生主權債務違約，主權債務投資人將分攤損失。

五、愛爾蘭危機的可能影響

(一) 對愛爾蘭本身的影響

1. 紓困金額不足，主權債務危機並未解除(註 18)

愛爾蘭三一學院 (Trinity College Dublin) 經濟學家 Constantin Gurdgiev 表示，愛爾蘭需要 1,200~1,300 億歐元的資金，才能讓利率維持在低水準，避免財政赤字惡化。850 億歐元的紓困金額明顯不足，愛爾蘭可能二、三年後就要被迫進行主權債務重整，屆時整個國家可能完全破產。

2. 主權債務的不確定性升高，投資人的疑慮加深

愛爾蘭政府對銀行的債務保證，使得未來主權債務的不確定性升高，投資人的疑慮加深。事實上，愛爾蘭政府接受紓困後，已

暫時取消 2010 年尚未執行的發債計畫。

3. 未來主權債信可能進一步被調降

Moody's 表示，歐盟與 IMF 的紓困方案將把愛爾蘭的銀行負擔轉嫁到愛爾蘭政府身上，不利於該國未來主權債信的評等。

4. 未來經濟表現恐不樂觀(註 19)

愛爾蘭獲得紓困後，雖然表面上未來三年危機有解，但事實上愛爾蘭被迫接受嚴苛的條件，將付出相當高的代價。IMF 及歐盟勢必強迫愛爾蘭整頓金融業，銀行將被迫瘦身或關門，金融業再也不可能扮演成長引擎的角色。

再者，愛爾蘭將採行緊縮財政措施，除了減少社會福利支出，愛爾蘭還須調高公司稅，中長期才可能符合歐盟對財政赤字對

GDP 比率須降至 3% 以下的規定；過去依賴低稅率吸引外資的成長模式將從此告終。

儘管愛爾蘭官方預估未來幾年平均經濟成長率可達 2.75%，不過目前看來凶多吉少，這兩年來的經濟衰退可能還會持續下去。

5. 勞動市場將面臨嚴峻挑戰

愛爾蘭經濟社會研究所調查顯示，受到愛爾蘭經濟泡沫化的衝擊，未來四年將至少有十萬愛爾蘭人移民海外，其中以年輕人為主。

低稅率政策不再，一旦外資大舉撤退，

將使失業狀況加劇；目前外資約提供愛爾蘭 23.6 萬份工作機會，佔愛爾蘭總勞動力的比率高達 10% (註 20)。

(二) 對全球經濟金融的可能影響

1. 英、德銀行業對愛爾蘭的曝險部位最大，金融體系將受到較大的衝擊

截至 2010 年 6 月底止，主要國家銀行對愛爾蘭的曝險部位以英國的 1,485 億美元最高、德國的 1,386 億美元次之，兩國均遠高於第三位美國的 687 億美元（見表 2），預計英國與德國的金融體系將受到較大的衝擊。

表 2 主要國家銀行對 PIIGS 的曝險部位

截至 2010 年 6 月底

單位：百萬美元

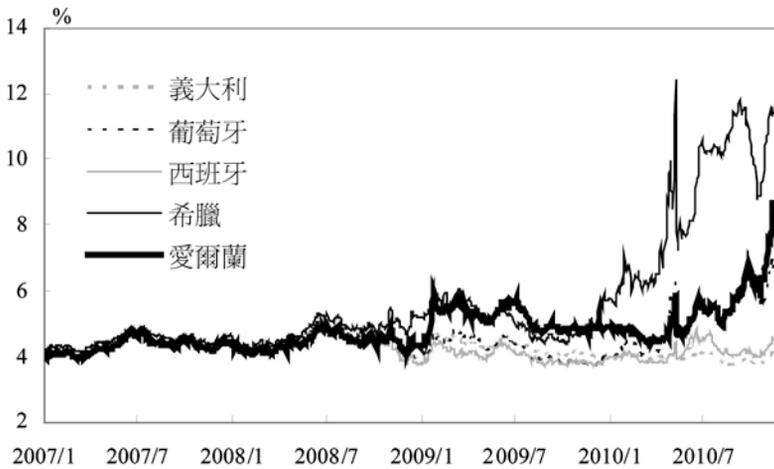
債權國 \ 債務國	希臘	愛爾蘭	義大利	葡萄牙	西班牙	合計
法國	53,469	50,084	418,939	41,904	162,439	726,835
德國	36,840	138,567	153,721	37,240	181,648	548,016
英國	11,980	148,513	66,757	22,386	110,845	360,481
荷蘭	4,716	21,199	43,205	5,129	72,665	146,914
希臘	—	461	485	101	673	1,720
愛爾蘭	7,801	—	40,917	5,146	25,342	79,206
義大利	5,347	15,284	—	4,734	25,556	50,921
葡萄牙	10,031	19,384	3,403	—	23,086	55,904
西班牙	925	13,976	32,635	78,288	—	125,824
瑞士	2,403	17,602	11,382	2,780	11,758	45,925
美國	7,500	68,721	32,455	3,153	47,091	158,920
日本	1,957	27,295	38,021	2,191	20,997	90,461
台灣	51	3,707	219	25	171	4,173
其他	32,398	206,395	285,269	31,754	194,209	750,025
合計	175,418	731,188	1,127,408	234,831	876,480	3,145,325

資料來源：BIS, Preliminary International Banking Statistics, second quarter 2010。

2. 繼希臘、愛爾蘭之後，葡萄牙、西班牙恐爆發連環主權債務危機(註 21)
受愛爾蘭危機波及，PIIGS 十年期公債殖利率紛紛大幅飆升至歐元問世以來新高(見圖 13)，反映市場對這些國家財政惡化的憂

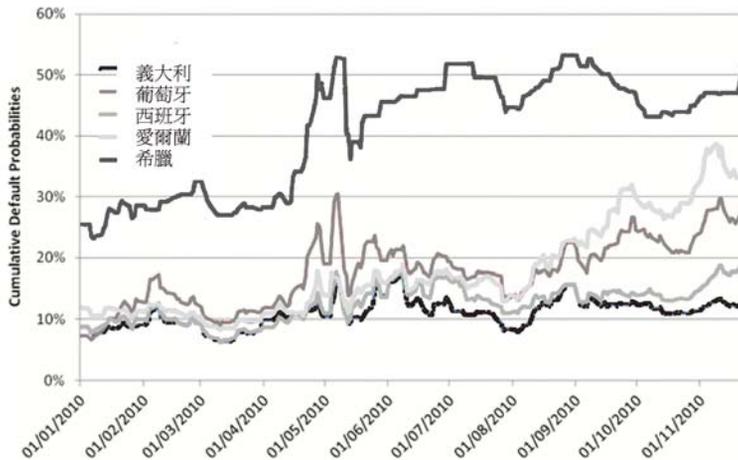
心。另根據 CDS 利差所推算 PIIGS 五年內累積的違約機率(5-years cumulative default probability)，也都明顯升高，其中希臘已超過 50%，至於愛爾蘭則高達 34% (見圖 14)。

圖 13 PIIGS 十年期公債殖利率大幅飆升



資料來源：Bloomberg。

圖 14 PIIGS 五年內累積的違約機率



資料來源：DataStream。

3. 全球經濟復甦的不確性升高

《經濟學人》的調查顯示，經濟學家普遍不認為歐元區經濟會陷入二次衰退。然而，即使歐元區經濟受到愛爾蘭危機的影響不致於太大，但靠借貸支撐的歐元區經濟仍潛藏危機。不少歐元區國家為追求經濟成長，過去盲目學習美國式經濟成長模式，單純仰仗舉債與融資來追求經濟成長。這種美國式經濟成長模式，遺留下的債務治理問題，可能在短期內都無法徹底解決。

歐洲主權債務危機的發展，不僅再次打擊歐洲各國的消費者信心，並將衝擊美國對歐洲出口（美國的商品出口中，高達 1/4 銷往歐洲），造成全球經濟復甦的不確定性大幅提高。

（三）對歐元區前途的影響

1. 歐元區面臨十年來最大的崩解風險

歐元兌美元匯價由 2010 年 11 月初的 1.42 高點一路滑落，11 月 30 日以 1.30 作收，反應市場對歐元區前景的擔憂。德國總理 Merkel 在希臘爆發危機之後，即直指歐元區正面臨十年來最大的崩解風險。

在 2010 年以前，鮮少有經濟學家敢預測歐元會存活不下去；在希臘及愛爾蘭爆發主權債務危機之後，陸續有知名的專家學者表示歐元區面臨崩解的風險，包括紐約大學經濟學家 Nouriel Roubini、金融巨鱷 George Soros、前 Fed 主席 Paul Volcker 以及創造「金磚四國」一詞的 Goldman Sachs 主管 Jim

O'Neill。

2. 西班牙是歐元區的最後一道防線

受到愛爾蘭危機波及，葡萄牙危機沉重。與葡萄牙的緊密關係恐壓垮西班牙，因為西班牙不但是葡萄牙最大貿易夥伴，也是最大債權國（高達 783 億美元，見表 2）。

多數經濟學家表示，西班牙銀行業對葡萄牙的曝險，將是牽一髮動全身的關鍵。由於西班牙是歐盟第五大經濟體，經濟規模相當於希臘、愛爾蘭及葡萄牙三國合計的 1.8 倍，若西班牙撐不下去，對歐元區的衝擊將非同小可（註 22）。

3. 歐元區為因應危機可能的制度性變革

PIIGS 危機波及其他歐元區成員國，曝露歐元區只有進場機制，而沒有退場機制的設計缺陷。根據「穩定暨成長協定」（Stability and Growth Pact），歐盟會員國須滿足五項結合標準（Convergence Criteria）始可加入歐元區：

- (1) 通膨率不得超過前一年通膨率最低三國平均值的 1.5%；
- (2) 長期利率不得超過前一年通膨率最低三國平均利率的 2 個百分點；
- (3) 加入前兩年的通貨匯價須維持在「歐洲匯率機制」（European Exchange Rate Mechanism）的 2.25% 界限內，且未出現緊張局面；
- (4) 財政赤字不得超過 GDP 的 3%；
- (5) 政府債務餘額不得超過 GDP 的 60%。

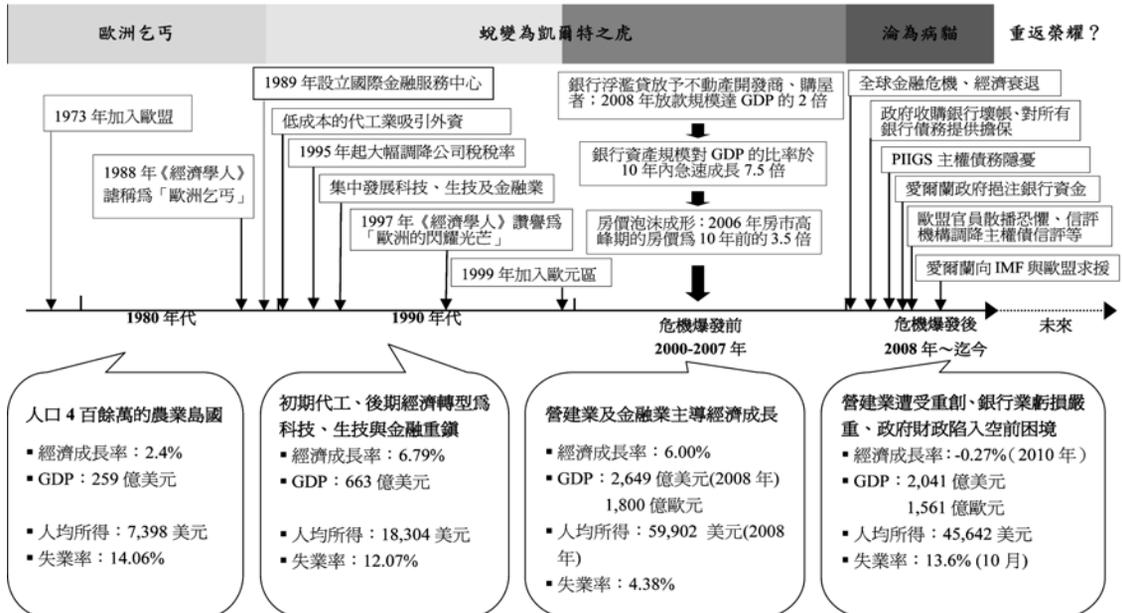
雖然目前對於會員國違反「穩定暨成長協定」的財政紀律化要求，歐盟執委會得投票決定給予警告，要求限期改善；再者，若會員國的財政赤字連續三年超過 GDP 的 3%，則可處以相當於 GDP 之 0.5%的罰款。然而，迄今尚未有違反規定的會員國遭受過制裁。

針對歐元體系的缺陷，歐盟已三度修正「穩定暨成長協定」，擬對財政赤字與政府債務長期嚴重超標的會員國，提出一套更嚴格且「半自動生效」的懲罰性措施，以強化會員國的財政紀律，避免再次爆發主權債務危機。所謂「半自動生效」，係指歐盟執委會在作出懲罰決定時，會員國政府得要求行

使多數決，並就制裁與罰款問題，擁有最後抗辯的發言機會。

為拯救歐元，甚至有論者建議，若干體質欠佳的會員國或應考慮退出歐元區。德國與法國等核心經濟強國內部有人認為，沒有弱國的歐元區會更強化歐元的國際地位。希臘、葡萄牙、西班牙及義大利等非核心經濟弱國內部也有人主張，恢復本國貨幣並實施浮動匯率制度，藉由本國貨幣的貶值來提振出口，提高競爭力。不過，悲觀者提出警告，若貿然讓經濟弱國脫離歐元區，必然陷其面臨貨幣危機，繼而形成更嚴重的金融危機，屆時反會傷害到其他歐元區國家金融市場之安定。

附錄 1 愛爾蘭的經濟發展歷程



附錄2 愛爾蘭銀行業資產負債表惡化情況

愛爾蘭銀行業資產負債表

2008年6月30日

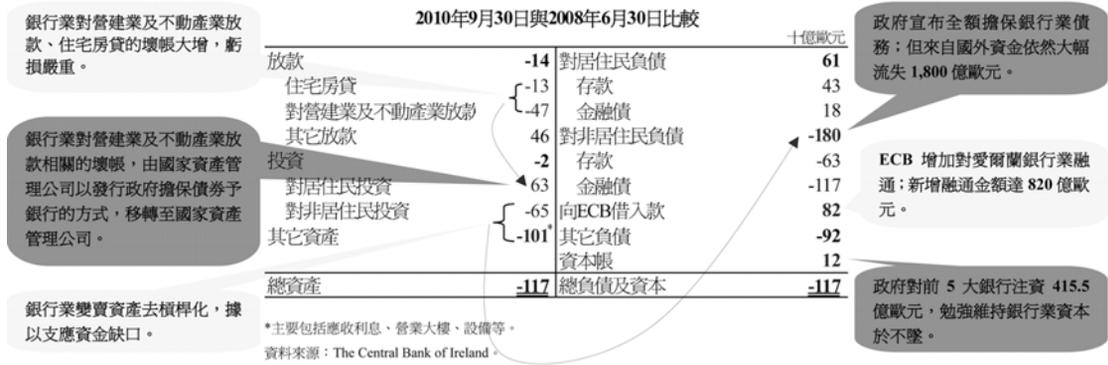
		十億歐元			
	比重(%)		比重(%)		
放款	865	61	對居民負債	341	24
住宅房貸	121	8	存款	312	22
對營建業及不動產業放款	119	8	金融債	29	2
其它放款	625	44	對非居民負債	789	55
投資	390	27	存款	571	40
對居民投資	34	2	金融債	218	15
對非居民投資	356	25	向ECB借入款	39	3
其它資產	174	12	其它負債	185	13
			資本帳	75	5
總資產	<u>1,429</u>	<u>100</u>	總負債及資本	<u>1,429</u>	<u>100</u>

2010年9月30日

		十億歐元			
	比重(%)		比重(%)		
放款	851	65	對居民負債	402	31
住宅房貸	108	8	存款	355	27
對營建業及不動產業放款	72	5	金融債	47	4
其它放款	671	51	對非居民負債	609	46
投資	388	29	存款	508	39
對居民投資	97	7	金融債	101	8
對非居民投資	291	22	向ECB借入款	121	9
其它資產	73	6	其它負債	93	7
			資本帳	87	7
總資產	<u>1,312</u>	<u>100</u>	總負債及資本	<u>1,312</u>	<u>100</u>

資料來源：The Central Bank of Ireland。

房價泡沫破滅導致愛爾蘭銀行業資產負債表惡化



附錄 3 EFSM 與 EFSF 簡介

在希臘爆發主權債務危機後，為助歐元區會員國解決主權債務問題所致之財務困難，歐盟與IMF於2010年5月2日發佈聯合公報，將提供上限7,500億歐元的暫時性紓困基金，期在2013年以前，助歐元區會員國度過財政難關。遭遇強大壓力的會員國，除須承諾於2010~2011年期間執行進一步的財政整合計畫外，尚採取結構性改革措施，俾促進經濟成長；大多數歐盟國家已在2010年開始加速推動其財政整合計畫。

上限7,500億歐元的暫時性紓困基金分為三部分：

(1) 上限600億歐元的「歐洲金融穩定機制」(European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM)；

(2) 上限4,400億歐元的「歐洲金融穩定基金」(European Financial Stability Facility, EFSF)；

(3) IMF 承諾提供上限 2,500 的援助資金。

本附錄擬介紹 EFSM 及 EFSF 的運作方式：

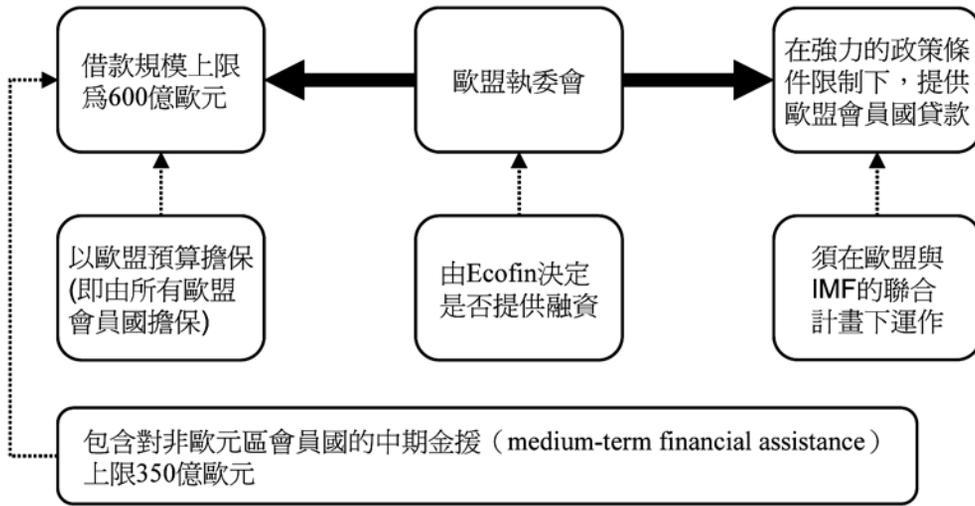
1. 歐洲金融穩定機制 (EFSM)

歐盟經濟暨財政理事會 (Economic and Financial Affairs Council, Ecofin) 於 2010 年 5 月 9 日同意設立 EFSM，並授權由歐盟執委會 (European Commission) 管理，EFSM 的運作方式如次 (見圖(1))：

(1) Ecofin 根據歐盟法律 (No 407/2010) 設置 EFSM，該法授權歐盟執委會以歐盟名義發行債券，由歐盟預算擔保債務，目前歐盟享有國際信評機構 Standard & Poor's、Moody's 及 Fitch Ratings 的 AAA 信評。

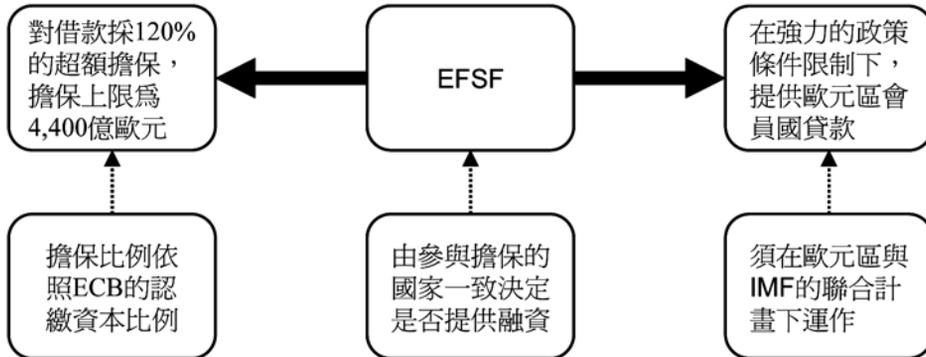
(2) 發行債券所得資金用於對財政困難的歐盟會員國提供緊急融資，上限為 600 億歐元。該法律的展期須每半年檢討一次。

圖(1) EFSM 的運作方式



資料來源：ECB (2010), *Financial Stability Review*, December。

圖(2) EFSF 的運作方式



資料來源：同圖(1)。

(3) EFSM 提供貸款須經 Ecofin 決議，貸款條件與 IMF 提供貸款的條件類似，且須在歐盟與 IMF 的聯合計畫下運作；接受金援的會員國須受到強力的政策條件限制。

2. 歐洲金融穩定基金 (EFSF)

Ecofin 亦於 2010 年 5 月 9 日同意設立 EFSF，由在盧森堡註冊的特殊目的公司

(special purpose vehicle) 來發行，該公司已於 2010 年 8 月 4 日正式運作，對希臘以外的其他歐元區會員國提供緊急融資，據以鞏固歐元區的金融穩定。EFSF 的運作方式如次 (見圖(2))：

(1) EFSF 藉由發行債券取得對歐元區會員國提供貸款所需資金。EFSF 發行的債券目

前享有 Standard & Poor's、Moody's 及 Fitch Ratings 的 AAA 信評，且可以參與 ECB 的再融通操作（refinancing operation）。

(2) 為確保 EFSF 發行的債券能獲得最高等級信評，歐元區各國財長同意就發債金額按比例提供 120% 的超額擔保，擔保上限為 4,400 億歐元；各國的擔保比例依照 ECB 的認繳資本比例。

(3) EFSF 提供貸款須經擔保會員國一致同意，EFSF 提供貸款的條件與 IMF 的貸款條件類似，且須在歐元區與 IMF 的聯合計畫下運作；接受金援的會員國須受到強力的政策條件限制。

(4) EFSF 將於 2013 年 6 月 30 日結束運作，惟屆時若仍有尚未到期之貸款，EFSF 將繼續運作至最後一筆貸款清償為止。

附 註

(註 1) The Economist (1988)。

(註 2) The Economist (1997)。

(註 3) 主要取材自陳一嫻 (2006) 及 The Economist (1997)。

(註 4) IMF (2010)。

(註 5) Walayat (2010)。

(註 6) The Economist (2010a)。

(註 7) Arezki et al. (2010)。

(註 8) Thomas (2008)。

(註 9) Conefrey and Gerald (2009)、Bergin et al. (2009) 及 Krugman (2010)。

(註 10) 主要取材自 Stancil (2010) 及 Kelly (2010)。

(註 11) McDonald (2010)。

(註 12) The Economist (2010b)。

(註 13) Deutsche Bank (2010)。

(註 14) IMF 對 20 多個國家的研究曾指出，全額保障對於擁有較多選擇的國外債權人，阻止其抽離資金的效力有限。見 Laeven and Valencia (2008)。

(註 15) Tabellini (2010)。

(註 16) El-Erian (2010)。

(註 17) 同註 15。

(註 18) 中國時報 (2010)。

(註 19) 主要取材自中央社 (2010)。

(註 20) Underhill (2010)。

(註 21) 葡萄牙已於 2011 年 5 月 5 日，與歐盟及 IMF 達成 780 億歐元的三年期貸款協議，成為繼希臘及愛爾蘭之後，第三個接受紓困的 PIIGS 國家。

(註 22) Minder (2010)。

參考文獻

- 中央社 (2010), 「德銀行：愛爾蘭發展模式告終」, 11 月 22 日。
- 中國時報 (2010), 「愛爾蘭削赤字 4 年要省 150 億歐元」, 11 月 25 日。
- 陳一姍 (2006), 「凱特爾虎發威 愛爾蘭專題經濟篇」, 2 月 8 日。
- Arezki, Rabah, Bertrand Candelon & Amadou N.R. Sy (2010), "Bad News Spreads," IMF: Finance & Development, Dec..
- Bergin, A., T. Conefrey, J. F. Gerald and I. Kearney (2009), "Recovery Scenarios for Ireland," ESRI: Research Series, No.7, May.
- Conefrey, T. and J. F. Gerald (2009), "Managing Housing Bubbles in Regional Economies under EMU: Ireland and Spain," the Economic and Social Research Institute (ESRI): Working Paper, No. 315, Sep..
- Deutsche Bank (2010), "Ireland: Blurring the Lines between Banking & Sovereign Risk - Assessing the Implications of Sovereign Crisis 2.0 on U. S. Capital Markets," Nov..
- El-Erian, Mohamed A. (2010), "Urgent EU Action Needed to Stop Contagion," PIMCO.com, Nov..
- IMF (2010), "Ireland: 2010 Article IV Consultation - Staff Report; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion," July.
- Kelly, Morgan (2010), "Whatever Happened to Ireland?" VoxEU.org, May 17.
- Laeven, Luc and Fabian Valencia (2008), "The Use of Blanket Guarantees in Banking Crises," IMF Working Paper, Oct. 3.
- Krugman, Paul (2010), "Eating the Irish," The New York Times, Nov. 25.
- McDonald, Henry (2010), "Allied Irish Bank Crisis Blamed on 'Special Loans' to Property Developers," The Guardian, Mar. 30.
- Minder, Raphael (2010), "A Spanish Bailout Would Test Europe's Strained Finances," The New York Times, Nov. 24.
- Stancil, Bennett (2010), "Ireland: From Bubble to Broke," Paradigm Lost: The Euro in Crisis, May 13.
- Tabellini, Guido (2010), "Fighting the Eurozone's Infectious Disease," VoxEU.org, Dec. 1.
- The Economist (2010a), "A Contagious Irish Disease?" Economist, Nov. 25.
- (2010b), "The Emerald No Longer Shines," Economist, Nov. 22.
- (1997), "Europe's Shining Light - Ireland Shines: Lessons and Questions from an Economic Transformation," Economist, May 30.
- (1988), "Republic of Ireland: Poorest of the Rich," Economist, Jan. 16.
- Thomas, Michael M. (2008), "Rated by Idiots," Forbes, Sep. 16.
- Underhill, William (2010), "Resisting A Bailout," Newsweek, Nov. 29.
- Walayat, Nadeem (2010), "Bankrupting Ireland in Economic Depression Announces Policy of Quantitative Cheesing," The Market Oracle.co, Nov. 14.

(本文完稿於 99 年 12 月，作者李榮謙先生現為本行行務委員兼網路金融資訊工作小組召集人，黃麗倫小姐為該小組專員，陳星豪先生則為同小組辦事員；本文撰稿期間，承蒙本行外匯局及業務局張專員國興提供協助，謹致衷心謝忱。)