

貨幣與金融分析
Monetary Theory and Policy

李榮謙

第十講次 歐元區主權債務危機

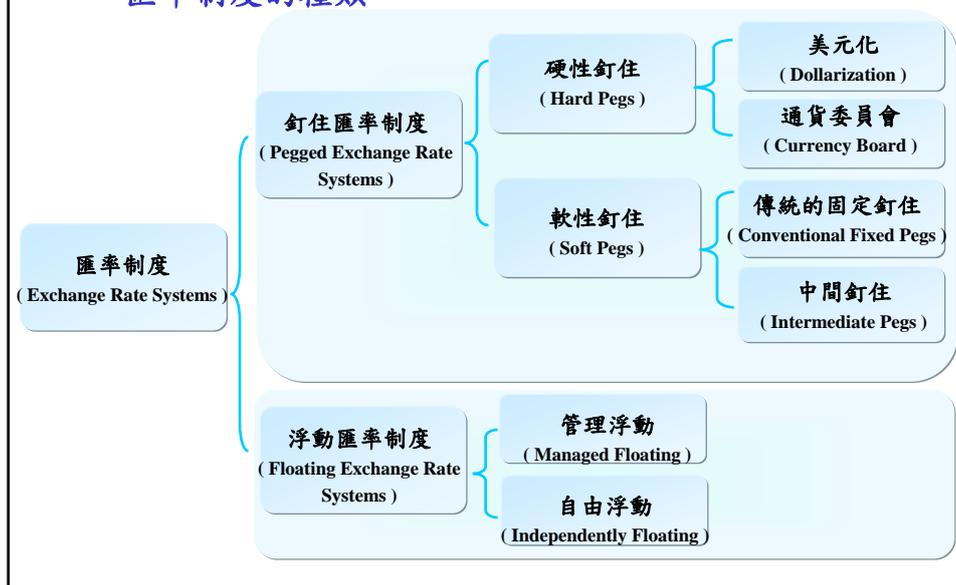
— 貨幣聯盟有什麼問題？

大 綱

- 匯率制度簡介
- 最適通貨區理論與歐元
- 歐元區的根本問題
- 歐洲主權債務危機
- 歐債危機的解決方案
- 有關歐債危機的尖峰對話
- 參考資料

■ 匯率制度簡介

• 匯率制度的種類



– 美元化 (Dollarization)

- 不使用本國貨幣，而以外部貨幣（其他國家或地區的貨幣）來充當國內交易使用，例如許多中南美洲國家使用美元，許多非洲與東歐國家則使用歐元。
- 由於使用美元最為普遍，因此一般逕以美元化制度稱之。
- 巴拿馬、厄瓜多、薩爾瓦多等國採用此種制度。

– 通貨委員會 (Currency Board)

- 立法成立通貨委員會。
- 通貨委員會負責保管一國外匯存底，並發行有100%外匯存底當保證的本國貨幣。與美元化制度最大差異即是仍享有鑄幣稅的利益。
- 本國貨幣與某一外部貨幣（如美元）維持固定兌換比率，如香港的港幣與美元維持1美元兌7.80港幣的固定兌換比率。

– 傳統的固定釘住 (Conventional Fixed Pegs)

- 將本國貨幣以固定匯率釘住另一外部貨幣，或釘住一籃貨幣。
- 央行致力於維持此一固定匯率，惟此一固定兌換比率亦可加以調整，但調整次數並不頻繁。
- 俄羅斯、丹麥、沙烏地阿拉伯等國採用此種制度。

3

– 中間釘住 (Intermediate Pegs)

- 區間釘住 (Pegged within Bands)：設定中心匯率，實際匯率容許在該中心匯率的上下小幅（如2.25%）波動。歐元區成立前由歐洲10餘國所實施的ERM (Exchange Rate Mechanism)，即係採行此種匯率制度。
- 爬行釘住 (Crawling Pegs)：定期以固定比率或依選定的指標，小幅調整匯率。

– 管理浮動 (Managed Floating)

- 正常情況下匯率依市場供需決定。
- 央行經常進場干預，旨在避免匯率波動過大，或追求其他總體經濟利益。
- 新加坡、泰國及台灣等採用此一制度。

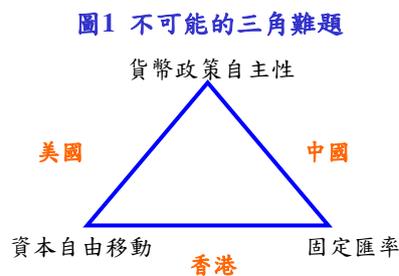
– 自由浮動 (Independently Floating)

- 匯率由市場供需決定。
- 央行必要時會進場干預，旨在緩和匯率波動或避免不當波動。
- 美國及歐元區國家等採用此一制度。

4

• 不可能的三角難題

- 不可能的三角難題 (impossible trinity)，係指一國只能在貨幣政策自主性、固定匯率及資本自由移動這三者中擇二，沒有辦法同時兼顧這三個目標。
- 不可能的三角難題可利用三角形表示，一旦一國選擇三角形任一邊的政策目標，則該國僅能達到這個邊所代表的的2個政策目標，而須放棄對角所代表的政策目標（見圖1）。



5

- 1980年代以來，伴隨各國相繼開放對國際資本移動的管制，央行欲維持匯率穩定的困難度確實較以往提高，且在**不可能的三角難題**之下，央行如欲採釘住的匯率目標，也將喪失國內貨幣政策自主性。此外，由於國際資本的快速進出，也易帶來**通貨危機**（currency crisis）的威脅；1997~1998年所爆發的亞洲通貨危機，即屬一例。
- 處在**國際資本自由移動的環境**之下，經濟學者通常主張應該賦予匯率有較大的調整彈性，如此才能提高國內貨幣政策自主性，致力於以國內經濟利益為依歸的貨幣政策。

6

• 匯率制度的抉擇

- 為何一國選擇採行釘住匯率制度，或者選擇浮動匯率制度呢？可能係取決於下述不同的經濟特徵(見表1)。

表1 匯率制度的抉擇

適合採釘住匯率制度	適合採浮動匯率制度
經濟規模較小 開放程度高($\frac{X+M}{Y}$ 高) 對外貿易較集中	經濟規模較大 開放程度低($\frac{X+M}{Y}$ 低) 對外貿易較分散

- 高盛(Goldman Sachs)曾利用下列幾項標準，評估哪些國家較適合採行釘住美元的匯率制度。
 - 對外貿易關聯性
 - 經濟規模
 - 開放程度
 - 景氣循環的同步變動情形
 - 政策可信度

7

- 高盛評估的方式為給予各國0~10的分數，其中**0分**為**不適合採釘住美元**匯率制度，**10分**則為**適合採釘住美元**匯率制度。
 - 墨西哥6.5分最高，其次為以色列的5.5分，第三為加拿大的5.3分。
 - 台灣、香港、日本及中國的得分則依序為**3.8分**、3.7分、3.6分及3.4分(見表2)。

表2 適合採行釘住美元匯率與否的得分

國 別	得 分
墨西哥	6.5
以色列	5.5
加拿大	5.3
台 灣	3.8
香 港	3.7
日 本	3.6
中 國	3.4

8

■最適通貨區理論與歐元

● 最適通貨區的理論基礎

- 諾貝爾經濟學獎得主**Robert A. Mundell**於1961年提出**最適通貨區理論**(optimal currency area theory)
 - 如果一組國家之間的生產因素能自由移動，則它們之間的收支就無需借助於匯率的調整，應該合併為一個通貨區，並採用固定匯率，甚或共同貨幣。
 - 例如若勞動力可以自由移動，則勞動力由高失業國家移至低失業國家，即可使各國的工資及成本趨於一致，此時自然無需透過匯率調整以作為恢復對外競爭力的工具。
 - 換言之，Mundell認為，若一組國家的生產因素能自由移動，則它們具備組成最適通貨區的條件。
- 晚近，經濟學者對組成最適通貨區的條件有進一步的討論，並提出其他的結合條件：
 - 金融市場整合程度
 - 通貨膨脹的相近程度
 - 經濟政策目標的調合程度

9

- 歐盟及歐元為歐洲奠定了最堅實的和平基礎

- 歐元區的誕生並非基於經濟考量，而是基於政治目的，以邁向歐洲合眾國(United States of Europe)為最終目標。
- 1999年歐元(euro)問世，目前歐盟27個會員國中的17個國家已採用此一共同貨幣(common currency)，並放棄了本身的貨幣。
- 歐洲央行(ECB)總裁Jean-Claude Trichet於2008年6月2日在ECB成立十週年的典禮上表示，歐元的發展有其深遠的歷史，例如遠自15世紀的波希米亞國王George of Podebrady提倡歐洲共同貨幣，或如19世紀法國大文豪Victor Hugo提倡歐洲單一市場及單一貨幣，這些前人所提出的願景均是基於尋求繁榮與維護和平的理念，如今歐洲已實現貨幣同盟的願景。
- 目前歐盟會員國透過經濟暨貨幣的密切融合，打破了歐洲過去烽火無休的歷史模式，為歐洲奠定了最堅實的和平基礎。

10

- 基於歐元成功的經驗，尤其可避免軍事對抗、免除戰爭，許多經濟學家認為，亞洲或有推動亞元的必要。

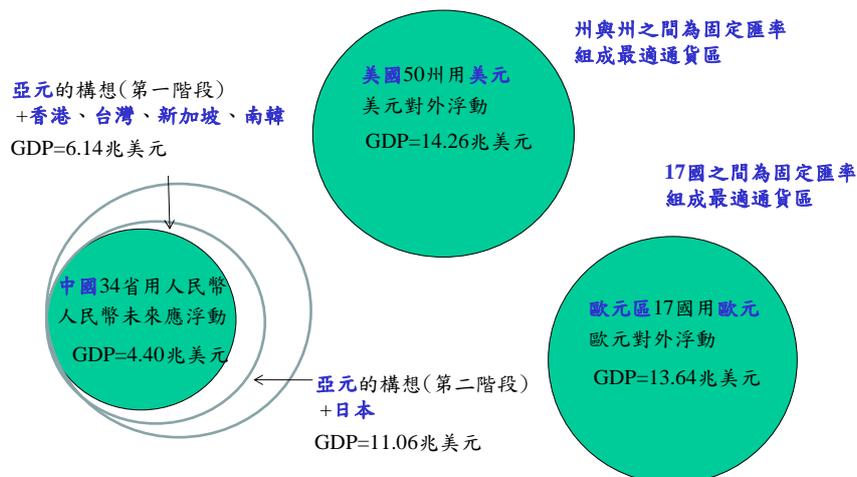
- 日本立命館大學教授近藤武彥指出，亞洲應該實施單一貨幣；他強調，現在是全球競爭時代，如果亞洲沒有共同貨幣，與歐美的競爭必然落居下風。在國際貿易上，歐美都使用自己貨幣的同時，亞洲只會面臨匯兌風險，貿易成本也較歐美為高。
- 澳洲新南威爾斯大學教授Fariborz Moshirian指出，伴隨歐盟會員國持續增加，美國推動中南美洲國家加入北美自由貿易協定，亞洲亟需加速整合，提升國際競爭力；實施單一貨幣將有助於降低跨境投資成本，促進區內的穩定與發展。他進一步表示，亞洲實施單一貨幣應借鏡歐洲的經驗，實施的步驟依序為：
 - 貿易自由化
 - 協調各國貨幣政策與財政政策
 - 建立區域性中央銀行

11

- 日本經濟學家菅野雅明、藤井英彥則表示，亞洲如採用單一貨幣—亞元，確實將帶來有若歐元的諸多效益，尤其是在國際短期資本快速進出的環境，一旦亞洲國家創建亞元，困擾亞洲各經濟體的通貨危機，便能有效阻隔。
- 就歷史因素、文化背景、經濟結構及區內貿易的緊密程度(根據聯合國的資料，亞太地區的區內貿易僅佔全部貿易的37%，低於北美的51%及歐盟的68%)而言，推動亞元的困難度很高。
- 央行彭總裁於2009年6月10日表示，亞洲國家發展程度參差不齊，發展亞元是條漫漫長路，也是個長程願景；而且，並非所有的亞洲貨幣都要納入亞元，應選擇經濟發展程度差不多，彼此間貿易及資本交易較多的國家先加入。
- 中國、香港、台灣、新加坡、南韓或可先行加入亞元，第一階段，日本則於第二階段再加入，最終形成美元、歐元及亞元三足鼎立的國際貨幣體系(見圖3)。

12

圖2 亞元的構想



* GDP為2008年按照當期價格計算的數字，資料來源為IMF。

13

• 建立歐元區的效益

— 經濟效益

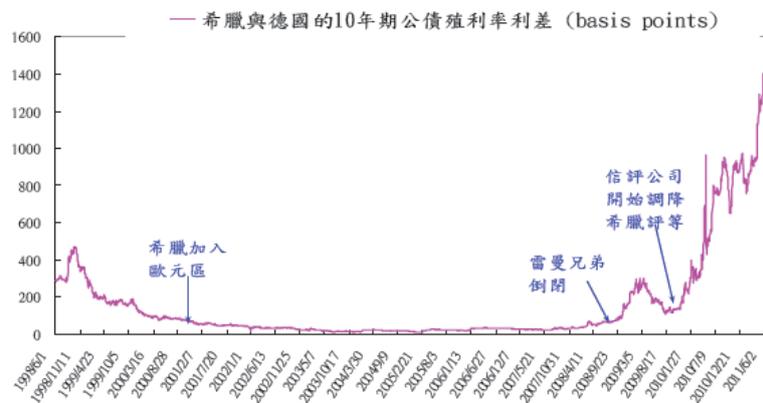
- 消除區域內匯率變動風險
 - ✓ 區域內國家共同使用歐元，消除區域內匯率變動的不確定性。
 - ✓ 降低交易成本與避險成本，促進區域內貿易及投資活動。
 - ✓ 提高各國商品及服務的價格透明度，提高競爭力。
- 規模經濟效益
 - ✓ 金融市場及流動性規模擴大。
 - ✓ 各國政府與民間部門可參與更廣大的金融市場，取得外部融資。
 - ✓ 上述效益對邊陲國家而言，更屬顯著，長期利率明顯下滑。
 - ✓ 歐元成立以來，歐洲就業人口增加1,400萬人。
 - ✓ 12年來，歐洲物價穩定，歐元區的通膨年增率平均為1.97%。

— 融資成本大幅下降

- 例如希臘加入歐元區後，與德國10年期公債殖利率利差，大幅縮小(見圖3)。
- 同時，對歐洲各國匯率不再逐年呈貶值狀態。

14

圖3 希臘與德國的10期公債殖利率利差



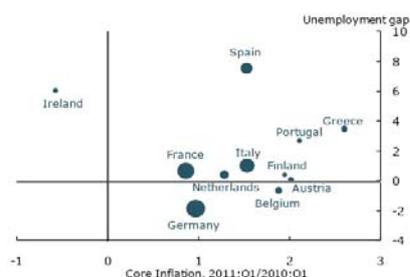
15

■ 歐元區的根本問題

• 忽略各國基本面差異

- 匯率及利率政策已統合，但財政政策未統合。
- 各國通膨及就業市場情況有明顯差異，尤其邊陲與核心國家之間(見圖4)。
- 經濟互異且各自為政，以歐元結合一起，如跌跌撞撞的兩人三腳賽。

圖4 歐元區失業率缺口與核心通膨



16

• 單一利率政策之問題

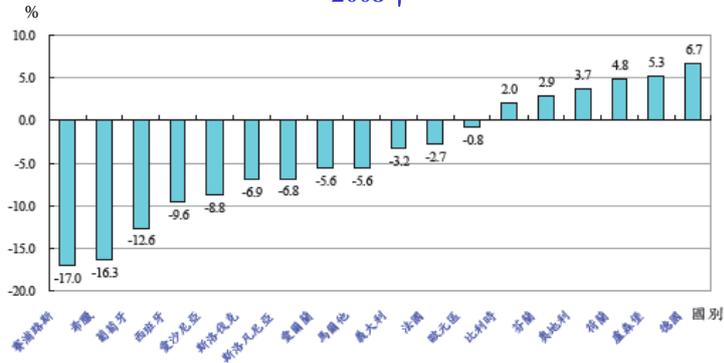
- 歐元區的政策利率以核心國經濟情勢為主要依據。
- 但對邊陲國家而言，政策利率在2007年以前明顯偏低，使各國面臨過度投資或消費問題；而目前則又偏高，不利邊陲國家經濟復甦。

• 單一匯率政策之問題

- 各國生產力及對外貿易結構差異性大。
- 相對於德國的鉅幅經常帳順差，邊陲國家多呈經常帳逆差(見圖5)。
- 單一匯率政策難以調整各國國際收支。

17

圖5 歐元區各會員國經常帳餘額對GDP比率
2008年

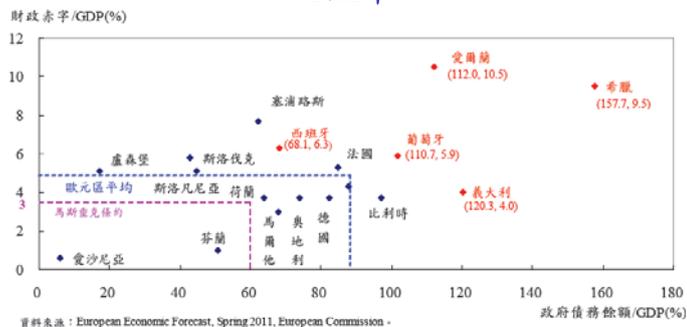


18

• 缺乏有效的財政協調及移轉機制

- 各國經常不遵守「馬斯垂克條約」與「穩定暨成長協定」等規範(見圖6)，難以節制各國財政政策。
- 財政統合牽涉各國政治上的協調整合問題，不易達成合作共識。

圖6 歐元區各會員國政府債務與財政赤字
2011年



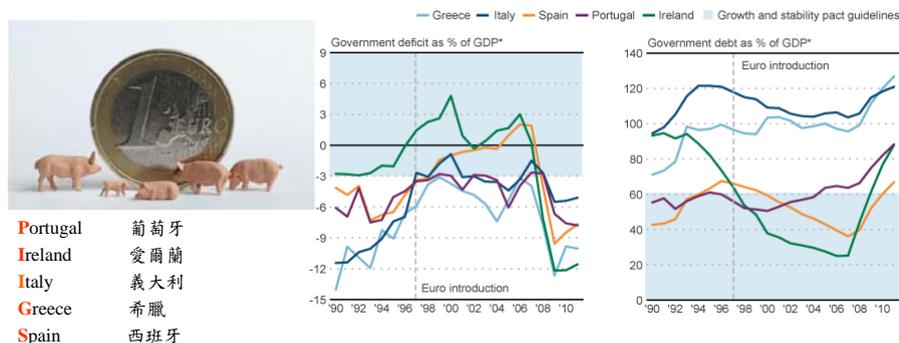
資料來源：European Economic Forecast, Spring 2011, European Commission

19

■ 歐洲主權債務危機

- 歐元區爆發主權債務危機 (sovereign debt crisis)
 - 歐元區上路以來，即有會員國違反財政規範；尤其，全球金融危機後，PIIGS情況嚴重（見圖7）。

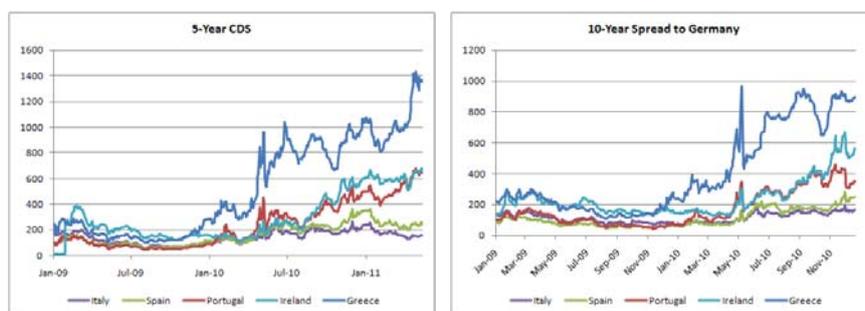
圖7 PIIGS的財政狀況



20

- PIIGS主權債務風險大幅攀升（見圖8）
 - PIIGS五年期主權債務之信用違約交換（CDS）的利差遽升。
 - PIIGS十年期主權債務與德國同期限主權債務的利差走高。

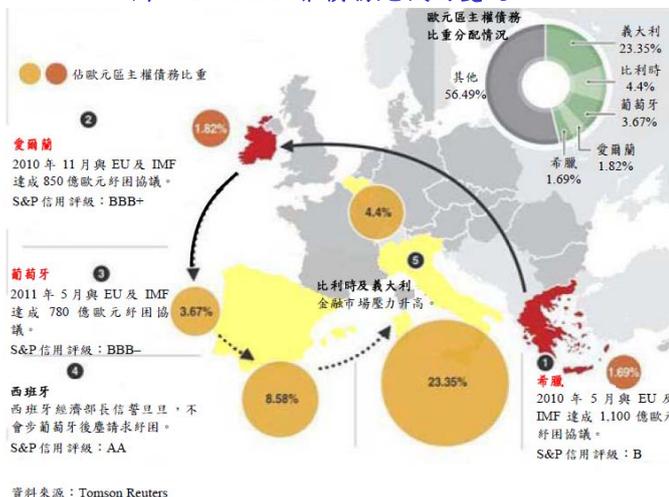
圖8 PIIGS主權債務風險大幅攀升



21

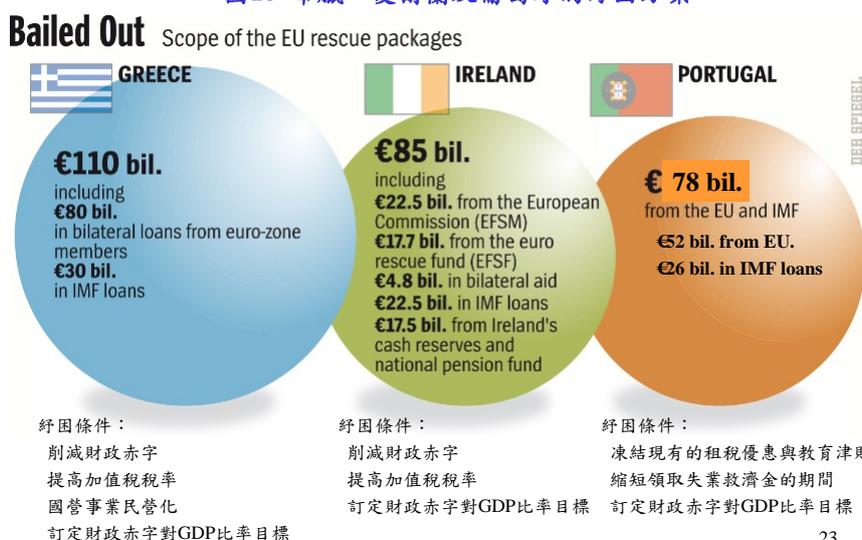
- 希臘、愛爾蘭及葡萄牙接連爆發主權債務危機（見圖9）

圖9 歐元區主權債務危機的蔓延



- 希臘、愛爾蘭及葡萄牙的紓困方案（見圖10）

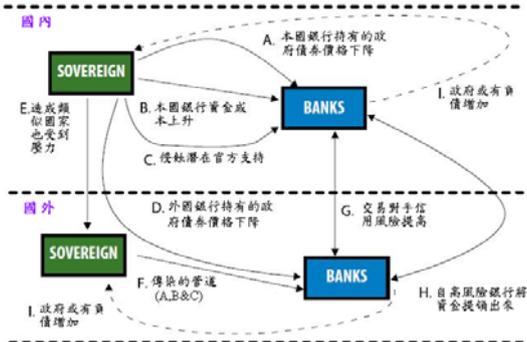
圖10 希臘、愛爾蘭及葡萄牙的紓困方案



– 歐洲主權債務危機傳染的途徑（見圖11）

- 主權債務風險透過金融管道，對**握有相關曝險部位的國內外銀行帶來財務衝擊**。
- 危機感染更跨越國境，使得**情境相似的國家承受壓力**，並衝擊往來的國內外銀行。
- 此外，**信評公司調降主權債信評等的行動**，也會將不利衝擊快速擴散至其他國家及各類金融市場。

圖11 主權風險與金融體系之間的不利回饋循環



24

– 歐洲主權債務危機的解決

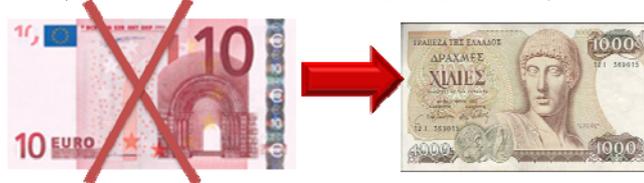
- A計畫：對爆發主權債務危機的會員國，歐盟、ECB及IMF**提供紓困**，同時要求配合**採行嚴格的財政調整方案**。
- B計畫：對爆發主權債務危機的會員國，進行**債務重整**（debt restructuring）。
- C計畫：爆發主權債務危機的會員國，選擇**自行退出歐元區**。
 - ✓ 希臘將退出歐元區的傳聞不斷。一旦希臘退出歐元區，好處是，將可擁有本身的貨幣（見圖12），此際可透過**外部貶值**（external depreciation）來改善國內的經濟困境；壞處是，外債負擔將更加沉重。
 - ✓ 不少經濟學家預期，歐元區恐於**未來五到十年內解體**。

軟重整（soft restructuring）

硬重整（hard restructuring）

內部貶值（internal depreciation）

圖12 希臘一旦退出歐元區，將可重拾讓本國貨幣貶值的工具



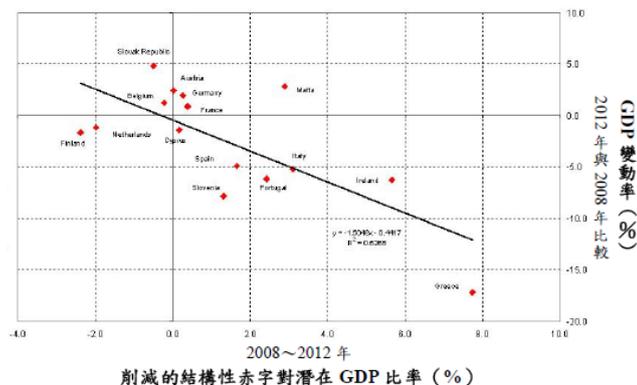
25

• 財政擗節加重歐債危機

- 2012年3月2日，除英國及捷克外的25個歐盟會員國簽署由德國總理Angela Merkel力主的**財政協議**（fiscal compact），以落實嚴格的財政紀律化要求。
 - 財政協議僅需獲得12個歐元區國家的國會批准即可生效。
 - 財政協議預定自2013年1月1日起生效。
 - 簽署國須把平衡預算法則納入憲法，或相同位階的法律。
- 簽署國政府的年度結構性赤字（structural deficit）不得逾名目GDP之0.5%，偏離時將啟動自動修正機制。
- **歐元區國家厲行財政擗節**(fiscal austerity)**優先**的作法，已導致諸多歐元區國家**陷入經濟衰退**的危機（見圖13）。
- **財政擗節與經濟成長**何者優先?**陷入嚴重歧見**。

26

圖13 歐元區國家的財政擗節與GDP變動率



資料來源：Wolf, Martin (2012), "The Impact of Fiscal Austerity in The Eurozone," *Financial Times*, Apr. 27.

27

■ 歐債危機的解決方案

- **短期措施**：可動用或擴大規模以防止希臘退出歐元區傳染效應之即時性措施(見表3)。

表3 國際機構的短期因應方案

機構	措施	對銀行體系 (防止擠兌、倒閉)	對公債市場(防止籌資成本上揚)
歐洲央行	長期再融通操作 (LTRO)：已動用 1.08 兆歐元	提供銀行 3 年之流動性資金需求	銀行在流動性足夠下，願持有公債，有助於各國政府籌資
	證券購買計畫 (SMP) + 擔保債券計畫 (CBPP)：已動用 2800 億歐元	購買擔保債券，對銀行融資	購買各國公債，降低政府籌措資金成本
	緊急流動救助 (ELA)：餘額 2,120 億歐元	透過各國央行，支應銀行流動性	
歐盟	歐洲金融穩定機制及歐洲穩定機制 (EFSF/ESM) 貸款總額度 7,000 億歐元	部份貸款可用於充實銀行資本	對財政困難國家進行紓困
	全面性存款保險	防止銀行擠兌	
國際貨幣基金	擴大 IMF 貸款能力至 7,000 億美元		提供各國貸款或進行必要紓困
全球主要央行	換匯協議	透過各國央行提供外幣流動性	

28

- **中長期措施** (見表4)
 - 發行**歐元債券**(Eurobond)
 - 建立**銀行聯盟**(banking union)
 - 組成**財政聯盟**(fiscal union)
 - 經濟結構調整
 - 調整成員結構

表4 中長期因應方案

措施	目標
發行歐元債券	透過會員國共同擔保，讓邊陲國家得以較低成本籌資
組成財政聯盟	- 設立中央財政部，統籌歐盟的稅收及支出，為高度的經濟整合，可促成歐元債券之發行 - 會員國間的財政轉移機制
經濟結構調整	如勞動市場改革、國營企業民營化、社會福利結構之調整等
調整成員結構	雙軌制：體質較佳者留在歐元區，體質較差者，暫時退出歐元區

29

■關於歐債危機的尖峰對話

- 歐債危機的擴散將止於葡萄牙，不致蔓延至西班牙，更遑論波及至其他核心國家。
- 只要IMF及EU強力背書，而受援國確實履行紓困方案，則應可化解歐債危機。
- 希臘退出歐元區可重拾自身貨幣，藉由大幅貶值才可類如冰島般恢復生機。
- 貨幣聯盟如無財政聯盟的安排，註定將面臨失敗的命運，歐元區可借鏡美國的歷史經驗。
- 歐債危機的擴散仍未中止，西班牙將是下一張骨牌，接下來則是義大利、比利時。
- 如希臘等受援國，實質上已破產，欲根本解決歐債危機，恐怕只有退出歐元區一途。
- 希臘退出歐元區雖可重拾自身貨幣，但貶值的效益並不樂觀。
- 即使具備有如美國財政聯盟的必要條件，但若缺乏高度的道德共識，也起不了作用。

30

■參考資料

- Bofinger, Peter (2011), "The Scope for Foreign Exchange Market Interventions", *UNCTAD/OSG/DP/2011/4*, Oct..
- Ferguson, Niall and Pierpaolo Barbieri (2012), "Merkel Can Achieve Fiscal Union in Europe," *Financial Times*, May 2.
- IMF (2012), "Conversations with Visiting Scholars: Tom Sargent on European and U.S. Economic Woes and History," *IMF Research Bulletin*, Vol.13, No.1, Mar..
- James, Harold (2012), "Alexander Hamilton's Eurozone Tour," *Project Syndicate*, Mar. 5.
- Roubini, Nouriel (2012), "Greece Must Exit," *Project Syndicate*, May 17.
- _____ (2011), "Greece Should Default and Abandon the Euro," *Financial Times*, Sep. 19.
- Thompson, Derek (2012), "The Difference Between the U.S. and Europe in 1 Graph," *The Atlantic*, May 8.
- Wolf, Martin (2012), "The Impact of Fiscal Austerity in The Eurozone," *Financial Times*, Apr. 27.
- _____ (2012), "A Permanent Precedent," *Financial Times*, May 18.

31

- Mackie, David and Malcolm Barr (2012), “A High Risk of a Greek Exit from the Monetary Union,” *JPMorgan Economic Research*, May 18.
- Moshirian, Fariborz(2009), “Can an Asia Pacific Community, Similar to the European Community, Emerge? ” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, No. 2.
- 中央銀行(2009) , 匯率制度簡介, 網資小組, 6月15日。
- _____(2011a) , 歐洲(希臘)債務危機分析與展望, 外匯局、經研處, 6月30日。
<http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/174105771.pdf>
- _____(2011b) , 歐債危機對全球經濟金融之衝擊—兼論對台灣之影響, 外匯局、經研處, 12月22日。
<http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/25241073171.pdf>
- _____(2012) , 希臘退出歐元區之可能性及其影響, 外匯局, 5月26日。
- 李榮謙(2011) , 主權債務危機與財政整合, 中央銀行國庫局同仁講習會, 6月9日。
http://sololee.brinkster.net/new2_page_1.htm