

社團法人台灣金融服務業聯合總會 100 年度委託研究計畫

「全球債台高築之衝擊與因應」 專案研究

期末報告

委託單位：社團法人台灣金融服務業聯合總會

承辦單位：台灣競爭力論壇學會

計劃主持人：聶建中 教授（淡江大學財務金融系）

協同主持人：楊敏華 教授（僑光科技大學財經法律系）

研究顧問：謝劍平 博士（中華投資公司董事長）

研究助理：高友笙、曾玉翔、陳彥騰、王楚元、張家峰

中 華 民 國 一 零 一 年 五 月 十 五 日

第壹章 前言	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	6
第三節 研究架構	7
第四節 研究流程	9
第貳章 全球債務衝擊與文獻回顧	10
第一節 全球債務現況與回顧	10
一、世界概況	10
二、日本債務分析	14
(一) 前言	14
(二) 日本債務現況與回顧	16
(三) 日本債務過高的隱憂	18
三、美國債務現況分析	19
(一) 前言	19
(二) 美國債務現況與回顧	20
(三) 美國債務過高的隱憂	24
四、歐洲債務現況分析	27
(一) 前言	27
(二) 歐洲債務現況與回顧	28
(三) 歐元區債務過高的隱憂	34
五、台灣債務與債權現況分析	35
(一) 前言	35
(二) 台灣債務現況與回顧	37
(三) 台灣持有跨國債權現況	40
第二節 債務衝擊與危機蔓延理論	46
第三節 債務帶來的衝擊與影響	50
第參章 研究方法	52
第一節 資訊探尋蒐集	53
一、資訊探尋蒐集	53
(一) 歷史研究法：	53
(二) 田野調查法：	53
第二節 專家座談與訪談	55
一、綜合專家座談	55
二、專家深入訪談	58
第肆章 全球債務衝擊各國政府因應策略分析	59

第一節 全球債臺高築的國際影響.....	59
一、全球債臺高築對國際金融市場之衝擊.....	59
(一) 前言	59
(二) 投資風險隱憂、風險指標走揚	60
(三) 違約風險增加、債信評級調降	62
(四) 市場波動加劇、投資信心銳減	65
1. 股票市場.....	65
2. 外匯市場.....	67
3. 債券市場.....	70
(五) 內需市場緊縮、經濟動能減緩	71
二、主要國家對全球債臺高築的援歐行徑.....	72
第二節 主要國家政府因應策略.....	75
一、日本.....	75
(一) 全球債台高築對日本的衝擊影響	75
(二) 日本政府的因應政策	79
1. 增稅及減支.....	79
2. 阻升匯率.....	81
3. 產業國際佈局.....	83
4. 設立主權財富基金.....	83
(三) 日本金融業者因應之道	84
(四) 小結	85
二、美國.....	87
(一) 全球債台高築對美國的衝擊影響	87
(二) 美國政府的因應政策	90
1. 變相低利率的「扭轉操作」策略.....	90
2. 減赤及增稅.....	93
3. 重建財政紀律.....	94
4. 促進就業.....	95
(三) 美國金融業者因應之道	96
1. 減少對歐放款、加強審查歐銀業務.....	96
2. 加強金融監理，進行更嚴格把關.....	98
3. 針對歐債危機，新一輪壓力測試.....	98
4. 面臨歐債風險，資金移轉黃金等保值資產.....	99
(四) 小結	100
三、歐洲.....	101
(一) 全球債台高築對歐洲主要國家的衝擊影響	101
(二) 歐元區各國政府之因應政策	103
1. 希臘.....	104

2. 義大利.....	108
3. 西班牙.....	111
4. 愛爾蘭.....	114
5. 葡萄牙.....	117
6. 法國.....	118
7. 德國.....	120
(三) 歐元區當局的因應政策.....	122
1. 歐盟、國際貨幣基金及歐洲央行金援行動.....	124
2. 減支及增稅的「財政瘦身」計畫.....	129
3. 聯合財政部及監督財政紀律.....	131
4. 「反緊縮」經濟擴張措施.....	132
5. 國際求援.....	133
6. 解散歐元或歐元區國家分類.....	136
(四) 歐元區金融業者因應之道.....	137
(五) 小結.....	139
第三節 台灣在全球債務衝擊下的因應策略及建議.....	142
一、全球債台高築對台灣之衝擊影響.....	142
(一) 對台灣的總體影響.....	143
1. 直接影響.....	144
2. 間接影響.....	148
(二) 金融業所受衝擊.....	151
1. 保險業之衝擊.....	152
2. 銀行業之衝擊.....	153
3. 證券業之衝擊.....	154
二、台灣政府的因應策略及政策建議.....	155
(一) 「零外債」穩定民間信心.....	155
(二) 維護出口貿易，關注台灣產業類型發展.....	156
(三) 提振內需、刺激經濟.....	157
(四) 開放鬆綁、強化兩岸關係.....	158
(五) 增持人民幣及加速貨幣清算.....	159
(六) 強化預警機制、進行壓力測試.....	160
(七) 其他.....	161
1. 危機入市、反向操作.....	161
2. 加速 ECFA 早收清單之放寬.....	161
3. 資金扶持實體經濟.....	162
4. 發展「主權基金」.....	162
(一) 財務「體檢」、停損「瘦身」.....	163
(二) 定期揭示曝險、曝險部位控管.....	163

(三) 市場價值揭露、政府適時接管	164
(四) 訂定風險限額、風險控管機制	164
(五) 二層監控機制、審視持有資產	165
(六) 追蹤景氣變化、風險預警系統	166
(七) 完善金融監理、進行壓力測試	167
1. 壓力測試介紹	167
2. 各國壓力測試結果	168
3. 對台灣進行壓力測試之建議	170
4. 台灣施行壓力測試應注意之事項	171
四、小結	172
第五章 結論	174
參考文獻	180
一、中文文獻	180
二、英文文獻	180
三、網站資料	183
附錄一 座談會(一)會議記錄	186
附錄二 座談會(二)會議記錄	194
附錄三 座談會(三)會議記錄	200
附錄四 個別專家訪談記錄	205

圖目錄：

圖 2-1 世界各國大致的負債情況 單位：十億美元	12
圖 2-2 全球負債總額走勢圖	14
圖 2-3 日本負債總額對 GDP 比率走勢圖	15
圖 2-4 日本每人平均負債走勢圖	16
圖 2-5 日本負債與負債成長率走勢圖	18
圖 2-6 美國負債總額對 GDP 比率走勢圖	22
圖 2-7 美國每人平均負債走勢圖	22
圖 2-8 美國最低與最高所得家庭之歷史稅率走勢圖	23

圖 2-9 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度負債總額走勢圖	29
圖 2-10 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度負債總額對 GDP 比率走勢圖	31
圖 2-11 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度每人平均負債總額走勢圖	32
圖 2-12 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度負債總額與負債成長率走勢圖	33
圖 2-13 台灣每人平均負債走勢圖	38
圖 2-14 台灣負債總額對 GDP 比率走勢圖	38
圖 2-15 台灣區負債總額與負債成長率走勢圖	39
圖 4-1 美元兌歐元走勢圖	69
圖 4-2 美元兌日圓走勢圖	69
圖 4-3 美元兌台幣走勢圖	69
圖 4-4 歐洲五國失業率	113
圖 4-5 台灣中央銀行之國際債務	143
圖 4-6 台灣出口年增率	145
圖 4-7(a)2009 年台灣出口歐洲市場的主要產業比率	147
圖 4-7(b) 2010 年台灣出口歐洲市場的主要產業比率	147

表目錄：

表 1-1 2010 年各國 GDP 及平均每人 GDP	5
表 2-1 世界各國持有外債總額表	13
表 2-2 日本負債總額與年度變動率	17
表 2-3 美國負債總額與年度變動率	23
表 2-4 外國地區持有美國國債排名	26
表 2-5 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度公債總額	29
表 2-6 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度公債總額對 GDP 比率	30
表 2-7 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度每人平均負債	31
表 2-8 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度負債總額與成長率	33
表 2-9 台灣負債總額與年度變動率	39
表 2-10 台灣之銀行跨國國際債權餘額近半年變化前十大國家統計表	40
表 2-11 台灣銀行跨國國際債權直接風險分析表—期限別及部門別	43
表 2-12 台灣銀行跨國國際債權直接風險分析—國家類別及地區別	44
表 3-1 全球債臺高築所可能產生的預設問題	56
表 4-1 歐洲各國銀行為解決債務問題所需增資的金額	61
表 4-2 近三年來三大信用評等機構對 PIIGS 主權債信評等變化一覽表	63
表 4-3 EFSF 與 ESM 之比較	74
表 4-4 美國就業法案內容	96
表 4-5 歐元國及歐盟國負債率變化比較表	103
表 4-6 歐債問題決議流程表	126

表 4-7 台灣、中國及六大工業國家的出口依存度比較	144
表 4-8 我國對主要貿易國家或地區之出口貿易比率統計	146
表 4-9 全球主要股市股價指數變動率	150
表 4-10 2011 年申報現金增資案件辦理情形	151
表 4-11(a) 美國銀行業壓力測試	169
表 4-11(b) 歐盟銀行業壓力測試	169
表 4-11(c) 台灣銀行業壓力測試	170
表 4-12 台灣之因應策略及政策建議	172

第壹章 前言

第一節 研究背景與動機

Feldstein and Horioka (1980)認為在一「開放經濟」體下，儲蓄與投資應互相獨立。¹在「地球村」高度自由化與國際化概念的發展下，配合國際間金融市場的快速發展與整合，國家與國家之間的交流不論是在經濟貿易上、或是資金流通上皆愈趨頻繁，全球的金融市場早已儼然形成呈無國界現象，國家或企業使用跨國舉債來籌措資金的方式愈趨普遍，諸如種種加深了國與國之間相互依賴共生的關係，但也正是由於此密不可分的性質，使得源於一國(經濟體)無論是金融面、或是實質面的衝擊，往往牽動著同一地區甚至是其他地區的其他國家(經濟體)，形成區域性或全球性的經濟與金融危機。

綜觀當今全球金融市場，自金融海嘯風暴爆發揭開序幕以來，先後經歷先進歐美國家大型金融機構的倒閉風潮、冰島瀕臨破產、杜拜夢話破滅…全球經濟萎縮、金融動能衰竭，國際間競相以創造內需，以達到刺激景氣成長及活絡金融動能來提振萎靡不振的經濟窒礙及金融流通。自此，已開發國家持續以擴大財政支出方案以期產生刺激經濟復甦，或啟動龐大的紓困計畫來達到危機救市的效果。然而，無論自國家建設的內需投入、企業營運的紓困支助、或是民間消費之創造提升，都亟需大量資金的便利融通，於是乎，各國競相舉債支應，逕而走向負債高舉的後金融海嘯新情境。

負債高舉的後金融海嘯時期，多國財源捉襟見肘，財政營運不盡理想，在債務還款期限紛紛逼近之同時，引爆全球多個國家債臺高築之危機，歐債五國所引發的債信問題便是一大主因。希臘國債幾近倒閉的拉鋸風波、骨牌效應後義大利及西班牙國債殖利率的大幅走揚、及至愛爾蘭及葡萄牙的相應還債隱憂，自 2010

¹ 於開放總體經濟及國際金融所廣泛討論的「Feldstein-Horioka puzzle」。

年年初以來，帶給了全球經濟恐慌及金融陰霾的烏雲籠罩，此波債臺高築之危機，仍持續影響著世界經濟及金融動能的穩定發展，全球債臺高築所可能導致之影響層級，此刻更為世界各國家、各相關機構所最關切之重要議題。

除了眾所關切的歐債五國危機外，先進國家債臺高築之現況及所可能導致之影響亦為重要課題。分別由美國、歐洲、日本三大經濟體系來看，美國自 2010 年 11 月啟動規模 6000 億美元“量化寬鬆”(quantitative easing, QE)的國債購買計畫 (QE2) 至今(2012 年初)，各項經濟指數走勢顯示仍處於不樂觀的狀態。²³由美國商務部公佈的數據顯示，2011 年第三季美國 GDP 增幅由初估值的 2.0%，向下修正至 1.8%(年增率為 1.5%)，⁴11 月失業率則回跌至兩年半以來的為新低 8.6%。由於景氣前景不佳，失業率居高不下，通膨前景維持「疲弱」，美國聯準會 2011 年 11 月 2 日發布聲明，將維持接近零利率水準至少到 2013 年中，美國政府當局提出第三次國債購買計畫的可能性 (QE3)。時至 2012 年初，雖然有部分美國國內大公司樂觀看待美國的經濟成長趨勢，但美國聯準會仍於 2012 年 1 月 25 日下修美國經濟成長率之預期，將 2012 年美國 GDP 成長率自原預期的 2.7%調降至 2.2%。有鑑於此持續展望不佳的美國經濟後市走勢，聯準會更於 2012 年 1 月 27 日進一步宣布將維持趨近於零利率的政策延續至 2014 年底，甚至研擬啟動 QE3 量化寬鬆政策，提振美國經濟，以防禦前景不明朗而歐債危機持續衝擊全球金融市場的悲觀預警。

美國於 2011 年 8 月 5 日首次遭到標準普爾指數調降債信評等至 AA+，對全球經濟可能滑向「二次衰退」(double-dip recession) 的擔憂增溫，導致國際間股

² 所謂“量化寬鬆”(Quantitative Easing)，是由日本最早提出的一個概念，是在經濟萎靡不振、銀行信貸急劇萎縮的背景下，日本央行對從 2001 年 3 月開始的零利率(銀行間隔夜貸款利率)政策的進一步深化，其內容是由中央銀行向銀行體系提供充裕的流動性，以便鼓勵借貸和刺激經濟復甦。

新浪金融理財網：<http://finance.sina.com/bg/usstock/sinacn/20110404/1609257776.html>

³ 對於 QE 的基本概念，另可參見：梁國源「聯準會的 QE」--台灣銀行家雜誌，2011 年 3 月 4 日。

⁴ 不過，“末日博士”魯比尼(Nouriel Roubini)仍表示維持他 2011 年 10 月份的觀點，即美國經濟 2012 年有超過 50%機率陷入衰退，預計 2012 年全年增長只有 0.7%。

市暴跌，世界各地的經濟和財政問題引發惡性循環。另外，歐債危機爆發至今對世界之衝擊，無論對各國經濟體本身，乃至全球連動的股匯波動、資金流向，甚至牽動歐盟(European union, EU)、歐洲央行(European central bank, ECB)及國際貨幣基金(international monetary fund, IMF)...等國際聯盟機構大張旗鼓的舉行多次會議，集智施策，企圖力挽狂瀾，努力救援當前偌大危機。然而，目前希臘等歐洲債信危機國家紛紛面臨著債務還款到期，而舉債過多無法按時償還被迫延展債務，或另行發債「以債養債」的窘境，未來此債臺高築效應是否會擊破歐元區貨幣結構體，甚至成為下一個動盪全球經濟體產生再次衰退隱憂的重大變數，此刻正為世人所正關切著。至於日本，歷年來本來就是一個負債高舉的國家，另在經歷 311 強震海嘯後，更迫切需要大量財源來重建其重大建設及恢復其基礎設施，對於災前就已經被穆迪調降政府評級為 Aa2 負面評等的日本政府無疑更是雪上加霜，⁵因此持續發行國債以融通大量財源在所難免，未來龐大的國債是否能按時償還，抑或是借新債還舊債，仍考驗著日本政府的償債能力，更也影響著世界經濟及金融的走勢。

從全球實質金融風險層面來分析。目前全球債臺高築，各已開發國家及各大相關金融機構之信用評等多有被調降的疑慮，2010 年後半年，三家主要國際信評機構給予已開發國家及各大金融機構的投資信評，持續以「負面展望」(negative implication)開出，全球投資信心因之潰散。⁶及至 2012 年初，由於歐債風暴持續增溫，歐債危機罩頂下，1 月 13 日標普國際信評機構一舉調降歐元區 17 國中的 9 國主權債信，其中核心國法國的頂級 3A 信評被下調 1 級至 AA+，而標普更對歐元區除德國與斯洛伐克外之其餘國家的債信展望全數評為「負向」；另外，惠譽國際信評機構再次於 1 月 27 日調降義大利、西班牙等五個歐元區國家的債信

⁵穆迪投資人服務公司(Moody's Investors Service)於 2011 年 8 月 24 日更進一步下調日本主權信評，由「Aa2」降至「Aa3」級，理由是日本成長前景「黯淡」，日圓匯價應聲走貶，若要遏止全球規模最大的公共債務負擔恐難上加難。

⁶ 三家主要國際信評機構分別為：標普 Standard & Poor's、穆迪 Moody's、惠譽 Fitch。

評級，擔心這五國恐不堪市場動盪，而融資能力進一步惡化。⁷

全球經濟與金融的後市走勢，持續令人深刻擔憂。另外，為美化難看的「財赤率」，削減財政預算成了多個龐大債務國家此刻救援「國債」危機的重要施政方針，然而，在如此「勤儉經濟學」之下，「節約的矛盾」(paradox of thrift)更將導致經濟衰退，端看 2011 年全球各主要大國的經濟成長衰退數字(日本-0.3%、法國 0.0%，而經濟合作發展組織(OECD)34 國第二季經濟成長率降溫到 0.2%)，加深了已開發國家重陷衰退的疑慮，不免令投資人擔憂著全球「二次衰退」的蹤影即將浮現，⁸甚至預測中的 2013 年「完美風暴」(perfect storm)會提前到來。⁹

以上種種顯示，當今全球大環境正籠罩在一個債台高築的危機情境，未來此情境勢必對國際情勢有所衝擊。近來相當受到政府與學術界重視的危機蔓延理論(crisis- contagion theory)說明，外生事件或衝擊(金融危機)會透過傳遞機制將一市場的衝擊影響擴大傳導至另一個市場，區域性的危機很有可能擴大為影響全球的金融風暴。1997 年 7 月泰銖匯率放棄為浮動所造成的「亞洲金融危機」、2000 年科技夢滅全球市值瞬間蒸發的網路泡沫(dot.com internet bubble)、2006 年底至 2008 年底，CDO、CDS 等新金商品過度包裝而次貸人士違約倒帳致貝爾斯登、雷曼兄弟、美林...等投資銀行因資金流通受阻相繼倒閉而引發的「全球金融大海嘯」，都是明顯例子。在 2011 年 4 月 18 日，標準普爾(S&P)將美國 AAA 級的長期主權債信展望由穩定調降至負向，消息一出立刻引起全球金融市場一陣混亂；而美國於 2011 年 8 月 5 日遭到債信評等調降至 AA+後的數日，更引起全球金融市場恐慌，國際股市以洩洪般的跌深反應；另外，2012 年 1 月 15 日標普一舉調降歐元區 17 國中的 9 國主權債信，及「負向」債信展望的後市疑慮，讓金

⁷ 此回信評調降，歐元區第三大經濟體義大利的信評由 A+降至 A-，西班牙和斯洛凡尼亞從 AA-降為 A，皆被調降二級；而比利時從 A+降為 A，塞浦路斯從 BBB 降至 BBB-，皆調降一級。上述五國債信展望都是「負向」。

⁸ 新末日博士盧比尼 2011 年 10 月 12 日接受 CNBC 訪問時所指出，解讀歐美近期數據，認為歐美二次衰退已成定局，問題只在這將是「溫和衰退」，或是伴隨另一個金融危機的「嚴重衰退」。

⁹ 盧比尼認為美國的財政危機、中國的經濟降溫、歐洲的債務重整、以及日本經濟成長停滯將可能合而為一，而在 2013 年掀起一波足以毀滅全球經濟的『完美風暴』，但盧比尼認為『完美風暴』的發生可能機率為 1/3。

融家對全球經濟衰退的隱憂更為加深，世界各地的債務與財政惡性循環所可能引發的衝擊，倍受地球村裡各個國家的關心與矚目。

表 1-1 2010 年各國 GDP 及平均每人 GDP

國家	GDP	GDP per capita
	數值以百萬美元為單位	
美國	14,620,000	47,100
日本	5,391,000	42,500
德國	3,306,000	40,200
法國	2,555,000	39,400
英國	2,259,000	36,200
義大利	2,037,000	35,100
西班牙	1,375,000	29,600
台灣	427,000	18,500
希臘	302,000	28,000
葡萄牙	223,700	20,800
愛爾蘭	204,100	44,100
中國	5,745,000	4,300

註：本表僅列表比較本研究所關心的主要國家

台灣是一個小型開放經濟體系的淺碟市場，整體 GDP 的金額規模相較於已開發國家來得小許多（詳見表 1-1 之 2010 年各國 GDP 及平均每人 GDP 資料），¹⁰ 股匯市受到外資影響的波動幅度也較大，經濟層面亦容易受國際經濟景氣之波動影響，因此很難置身於當前全球債台高築大環境的衝擊影響之外，也難保下一個債信危機不會嚴重衝擊到台灣。因此，當今關於如何質化與量化台灣面對全球債台高築所可能帶來的種種負面衝擊，為相當受到重視的議題，除了必需擬清危機傳導的渠道，制定適合台灣環境的防範措施外，如何進一步建立優質的預警制度，來降低台灣未來面對他國經濟及金融互動所可能引發的負面衝擊影響，實為政府當前施政的一大重心。

¹⁰根據經濟學人網站截至 2011 年第二季資料顯示，目前台灣 GDP 規模約 4300 億美元，相較於已開發國家例如美國，GDP 高達 15 兆美元，日本也有 5.5 兆美元，台灣的規模來得小許多。

第二節 研究目的

惟國際間資金流通更為自由後，各國政府及企業紛紛透過跨國舉債等方式，發行政府公債及公司債來籌措其所需的資金。從國家間交叉性的直接投資(FDI)，乃至危機蔓延(contagion)所產生因應全球危機「救市與救世」行動的國際連手跨國舉債，都將使各國自身的債務牽涉到其他國家；然而，政府多數舉債行為，經常必須藉由該國金融機構的紓困行為來解決困境，因此其負擔經常傳遞給了銀行等融通金融機構，一旦某國之債務失去償還能力，則由上至下影響的結果，最可能發生的是銀行因為呆帳問題擴大，使資產大幅下降，甚至出現淨值為負的結果，更甚至經營失利而倒閉；當國際間爆發金融危機而產生大量舉債時，保險公司可能因為債務理賠數目過大而一夜破產，而保險公司特殊的再保險結構又將使槓桿倍增的令保險業者如骨牌效應般的相應垮台(金融海嘯期間 AIG 事件即為最佳例子)。時至那時，隨著主要金融機構的相應危機，相信國家安定機制也難維持穩定，國家安全亦將遭致威脅。

為防止全球債務堆疊所可能發生未來對台灣金融業的影響，本研究將深層探討債台高築所可能發生對台灣金融業的衝擊嚴重性，並研擬出適時適用的妥善防護屏障，研議改善債務衝擊對台灣金融業影響防範措施的法令規範與政令措施等，藉此降低債務危機對台灣金融業或其他部門衝擊所遭受的傷害。因此，本研究目的即在嘗試透過各式實務方法，先自相關資料的搜尋，並從實務角度透過訪談、舉辦座談會等方式，彙總媒體、專家、學者等多方意見，探討出全球債台高築所可能發生對台灣金融業的衝擊程度或其他部門的間接影響。另外再進行各式路徑分析，並經由壓力測試之探討，期以完整之情境分析尋找出國際間債務是經由何種管道相互傳導，並經由研究結果，嘗試提出衝擊發生時所該採取的完善配套與因應措施之擬定建議，俾讓台灣經濟體及金融市場皆能聳立於全球債務危機而屹立不搖，勇創獲利佳績，並為台灣創下另一個傲視全球經濟奇蹟的契機。

第三節 研究架構

本篇研究之撰寫共分五章，茲將研究內容概要列述如下：

[第壹章] 研究背景、動機與目的。

本章敘述現今全球債臺高築之發生背景與現況，經由介紹已開發國家在金融海嘯衝擊後大肆舉國債籌措資金救市的背景與現況，包括三大經濟體系美國、歐洲、日本，來說明造成目前全球債台高築之情形，尤其是歐債五國所引發的全球相繼債信危機，進而說明進行此篇研究之動機，並清楚闡述進行本研究之目的。台灣為一淺碟型小型開放經濟體，勢必會受到全球債務高築的相關衝擊，因此，對於所可能產生之問題之探討及尋求有效防範措施有其必要。

[第貳章] 全球債務衝擊與文獻回顧

詳細介紹有關全球債務的現況，並針對美國、歐洲、日本三大經濟體系當前國家的財政結構、負債額度、借貸比率等問題，分別進行相關資訊之蒐集與比對分析，以及相關文獻之回顧探討。

[第參章] 研究方法

敘述本研究之研究方法，包括：資訊蒐集方向與內涵、專家訪談問題設計及對象篩選、座談會內涵設計及與會貴賓選取，最後將所得質化資訊統整合理，並分析、比對、歸納，將可能產生的衝擊與影響所及，詳加敘述。

[第肆章] 全球債務衝擊各國政府因應策略分析

針對前些章節所蒐集的資料訊息、個別專家訪談的內涵發現、以及綜合座談的整理結果…等，推估全球債台高築所帶來之衝擊與影響，先以三大經濟體系的美國、歐洲、日本等各國政府所受衝擊影響，進行深度剖析，再綜合參考所得資訊結果與專家意見，探討全球主要國家所施行的因應策略與防範措施；最後，另針對目前台灣受全球債台高築之影響分析，綜合參考座談意見與專家建議，提出

可行之因應策略，再經由壓力測試之探討，進行情境分析，給以防範危機於未然的種種政策建議。

[第伍章] 結論與建議

有關本研究所研析的針對「全球債台高築對金融業可能產生之衝擊與因應措施」，於本章做結論述說，並提供相關建議。

第四節 研究流程

上述本研究之研究架構，將依所給予之研究期間長短，著手各項研究細節的逐步進行，其研究流程，列圖如圖 1-1 所示。

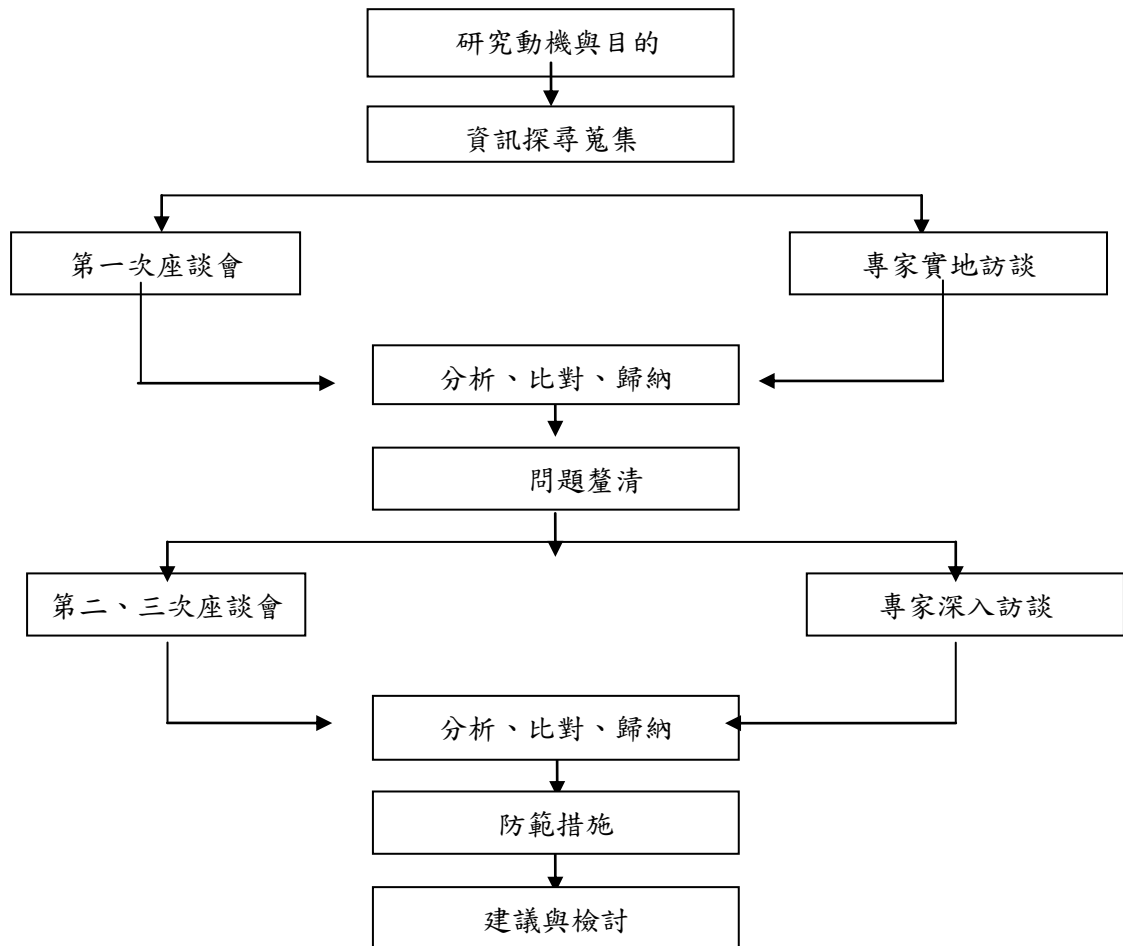


圖 1-1 研究流程圖

第貳章 全球債務衝擊與文獻回顧

第一節 全球債務現況與回顧

一、世界概況

「經濟學人」(Economist)雜誌在官方網站上建立了一個「全球政府負債時鐘」(Global Public Debt Clock)，除了統計各國債務外，並依據各國政府負債總額占國內生產毛額的比率(負債率)高低，依「紅」與「綠」兩種顏色的深淺給予不同負債率高低的註記，其中較深綠色的低負債國家，包括中國大陸、印度、俄羅斯與部分非洲國家等、介於紅與綠間淺色系的中負債國家，包括台灣、南韓、南美洲與部分中歐國家)、至於較深紅色的高負債國家，則包括有美國、加拿大、日本與多數歐洲國家等。此「負債鐘」並以過去 10 年歷史資料，來預估各國未來 2 年的債務狀況，於 2009 年時，全球政府負債總額達 35 兆美元，¹¹時至 2012 年初的今日，全球政府總負債已幾突破 45 兆美元的高額數字。因此，早在 2009 年 10 月，「經濟學人」針對當時全球政府債台高築的現象，描述出「金融海嘯逐漸遠颺，但一個全新的政府負債風暴，卻逐漸成形！」的預期情境。回顧過往歷史，各國會發生大規模的舉債現象往往來自全球性的衝擊，例如在 1987 年的美國股市崩跌、1994 年墨西哥的披索危機、1997 年的亞洲金融危機、及至近十數年來 2000 年初的網路泡沫及 2007~2008 年金融海嘯期間，或者最近的歐債風暴皆是如此。

正如我們所知，在「地球村」的概念下，本國經濟本身的變動，往往會牽動另一國的變化，區域跟區域之間的互動因果關係更是我們關心的議題，近年來廣泛引起政府與學界的重視與討論的危機傳染理論便是在研究此相互關係。在金融

¹¹引用自理財周刊 476 期，全球政府債台高築，台灣政府不遑多讓，作者濃白蒂。
<http://mag.chinatimes.com/mag-cnt.aspx?artid=1943>

海嘯期間，除了造成同區域其他國家股市的下挫，各國透過舉債來振興經濟，也造成全球債務情況不斷的節節高升，另一方面由於融資管道漸漸地多樣化，在某種程度上，也意味著企業或政府在籌措資金時可能同時利用許多來源募集資金，此種情況往往容易造成企業或政府可能過度的融資，讓負債的比重更加過大。

吾人可以先從圖 2-1 來簡單瀏覽當今世界各國大致的負債情況，資料截自經濟學人網站，統計至 2011 年 12 月。¹²首先從亞洲來看，台灣的總負債情況是 1370 億美元、香港的總負債為 360 億美元、中國的總負債是 1 兆 980 億美元，由此看出，兩岸三地的總負債額度相對國際而言都不算高；亞洲其他國家，印度的總負債為 9790 億美元、新加坡的總負債 2230 億美元、澳洲總負債則為 2680 億美元；最後值得注意的是，日本的總負債情況高達 10 兆 9170 億美元，而日本人口數不到中國的十分之一，其總負債情況卻是中國的十二倍，因此分析日本的人均負債，已達相當高昂的數額。

再觀察歐洲債務，其中歐元區大國的德國與法國，其總負債分別為 2 兆 3020 億美元及 2 兆 890 億美元，舉債數額約莫相當；非於歐元區內的歐盟大國之英國，其總負債亦有 1 兆 8310 億美元之高數額；至於 PIIGS 五個主要歐債危機國家之舉債則分別為：葡萄牙總負債 1790 億美元、義大利總負債 2 兆 2480 億美元、愛爾蘭總負債 1600 億美元、希臘總負債 3770 億美元、西班牙總負債 8950 億美元，加總 PIIGS 之總數額為 3 兆 8590 億美元。另由圖中得出，盧森堡總負債 80 億美元，而俄羅斯總負債為 1520 億美元。綜合觀察歐洲國家總債務，再以歐洲各國人口分析，可發現歐洲各國總額舉債幅度亦是相當高的。

最後吾人觀察美洲及非洲債務，美國的總負債情況是 10 兆 4590 億美元、加拿大總負債情況則是 1 兆 3150 億美元，北美的情況也突顯了美國負債明顯地偏高；從南美來看，巴西總負債情況是 1 兆 1380 億美元；從非洲來看，南非的總

¹²經濟學人全球債務鐘，網址：http://www.economist.com/content/global_debt_clock

負債情況是 1220 億美元。

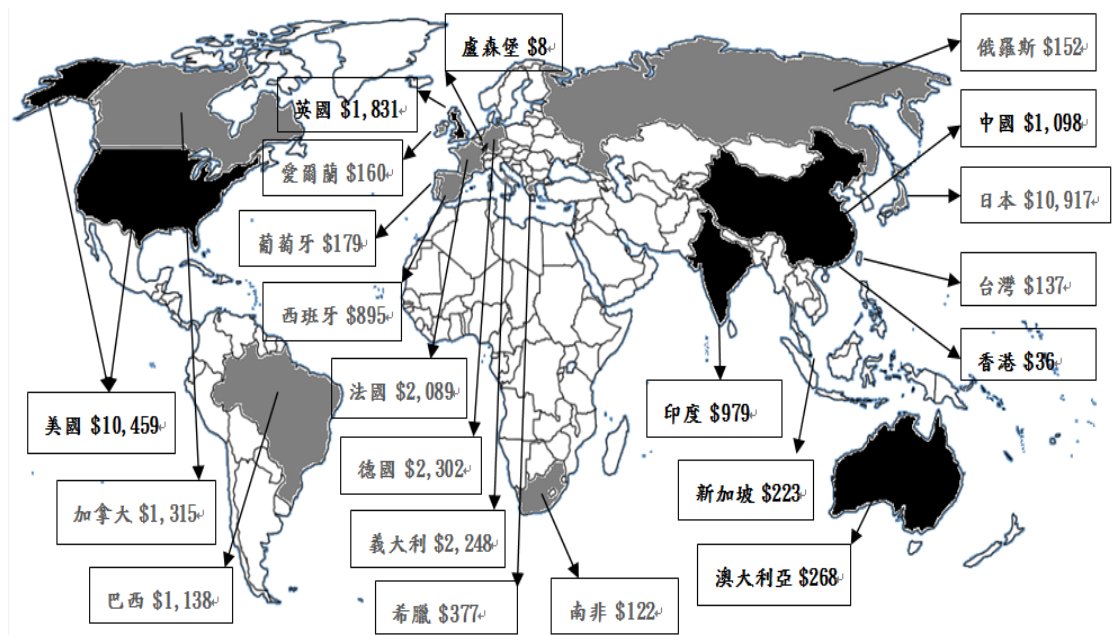


圖 2-1 世界各國大致的負債情況 單位：十億美元

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 12 月

再由表 2-1 之世界各國持有外債總額表來分別觀察各國之負債總額、人均負債、與 GDP 之負債比、及負債年變動率，吾人不難看出，無論依何種數據進行分析，皆有明顯全球債臺高築之趨勢。這其中，值得深究的是，國際間多半以一國債務總額佔 GDP 比值之負債率來觀察一國之經濟前景及演變為危機發生之可能性。Reinhart and Roggoff (2009)就曾研究指出，一旦國家債務佔 GDP 比值超過 90%，長期經濟成長率將明顯下滑，而此時該國政府若無法施以適當財政政策進行整頓，該國政府債務將可能演變為危機。就本文圖 2-3、圖 2-6、圖 2-10 及圖 2-14 之有關日本、美國、歐洲八國及台灣債務總額佔 GDP 比值分別進行觀察，可發現國際間多個已開發國家早已超過 Reinhart and Roggoff (2009)所提及的政府債務危機之 90%負債率門檻上限。

另外，圖 2-2 為全球負債的走勢圖表，很明顯地可看出全球負債總額的長期趨勢，仍在顯著地上升當中，在各大聯盟仍無法提出實質有效的解救歐債危機風暴而各國持續以債養債之當下，全球舉債情況仍不斷向上高漲。

總合觀察並分析，加總歐洲國家的舉債程度明顯過高，而美洲的美國、亞洲的日本，其舉債總額也相當地高。現階段歐、美、日如此債臺高築之現象，且在全球舉債情況仍不斷上升趨勢之當下，國際債信危機的確帶給國際金融市場偌大隱憂，亦左右著世界各國下一步的施政方略。

表 2-1 世界各國持有外債總額表

國家	公共債務總額 (Total public debt)	人均負債	負債比 (PD/GDP)	負債年變動率
數值以美元為單位,資料更新至 2011 年 12 月				
日本	10,903,890,780,822	86,134.2	200.00%	5.39%
美國	10,319,485,890,411	33,135.2	68.20%	20.76%
德國	2,294,531,342,466	27,657.4	76.80%	-4.18%
義大利	2,241,362,205,479	37,220.9	119.80%	-5.49%
法國	2,072,923,726,027	32,837.9	86.90%	1.28%
英國	1,812,146,849,315	28,991.2	79.90%	-1.41%
西班牙	883,706,972,603	19,184.0	69.30%	9.95%
希臘	375,579,479,452	34,154.9	134.70%	-2.70%
葡萄牙	178,370,958,918	16,751.8	88.10%	0.08%
愛爾蘭	158,438,876,712	38,173.7	85.50%	7.35%
台灣	136,938,917,808	5,898.9	30.80%	4.30%
中國	1,084,224,109,589	807.2	17.40%	16.13%

註：1. 「人均負債」為總負債額度除以國家人口數之比值

2. 「負債比」為總負債額度除以國內生產毛額(GDP)之比值

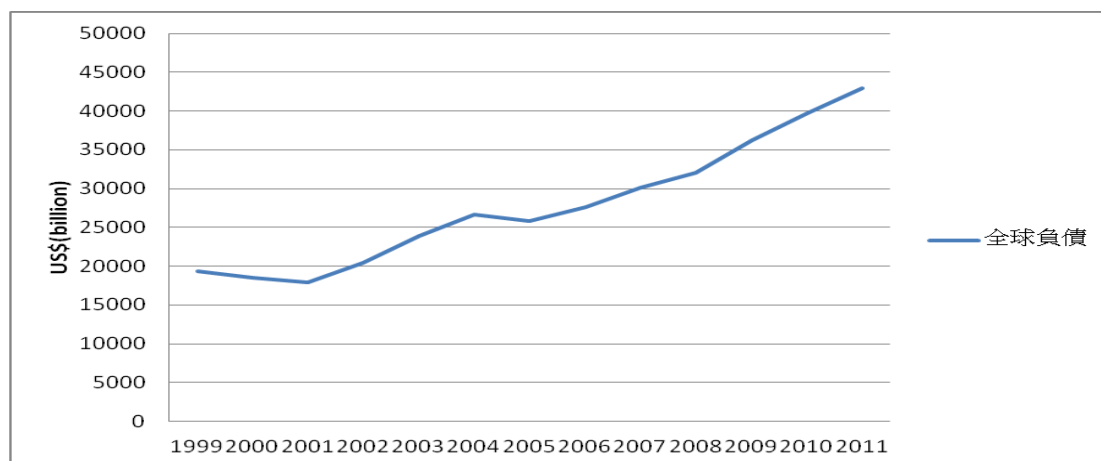


圖 2-2 全球負債總額走勢圖

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

在後面的段落章節，我們將會根據經濟學人 2011 年 10 月的資料顯示目前債務總額最高的前三大國家，依照名次分別為日本、美國、歐洲，針對各國的負債現況進行更深入的探討分析，並與台灣目前所持有的外債額度進行比較分析。

二、日本債務分析

(一) 前言

雖然日本已漸漸從嚴重的經濟衰退中復出，但舉債幅度已高，且需求一樣疲弱，通縮的現象自 90 年代以來仍未明顯改善。因此 2008 年開始政府為刺激經濟展開一連串的財政措施，再度大量舉債，而日本國內企業也配合政策相繼買入國債，表面上日本保持經濟繁榮，但經歷了 311 大地震之後災後重建支出一再升高，赤字規模不斷擴張。由經濟學人統計至 2011 年 10 月的資料顯示，日本現今的負債總額對 GDP 的比值高達到兩倍之多(見圖 2-3 所示)，雖然部分國際評機構認為日本的違約風險仍然相對較低，且有大量的儲蓄存款作為後盾，但國際信評機構穆迪 (Moody's) 仍在 2011 年 8 月 24 日以經濟成長前景「疲弱」、政府難

以控制龐大公共負債為由，把日本債信評等從 Aa2 調降一級至 Aa3，¹³緊隨在標準普爾 2011 年 8 月 5 日調降美國債信評等之後，這是日本自 2002 年以後債信評級首次遭到調降，也反映了不只是美國，即便是日本等已開發國家的信用品質皆全面惡化之中。而日本自身的信評機構(rating and investment information Inc., R&I)亦於 2011 年 12 月 21 日將日本主權債信評等由頂級「AAA」下調至「AA+」。

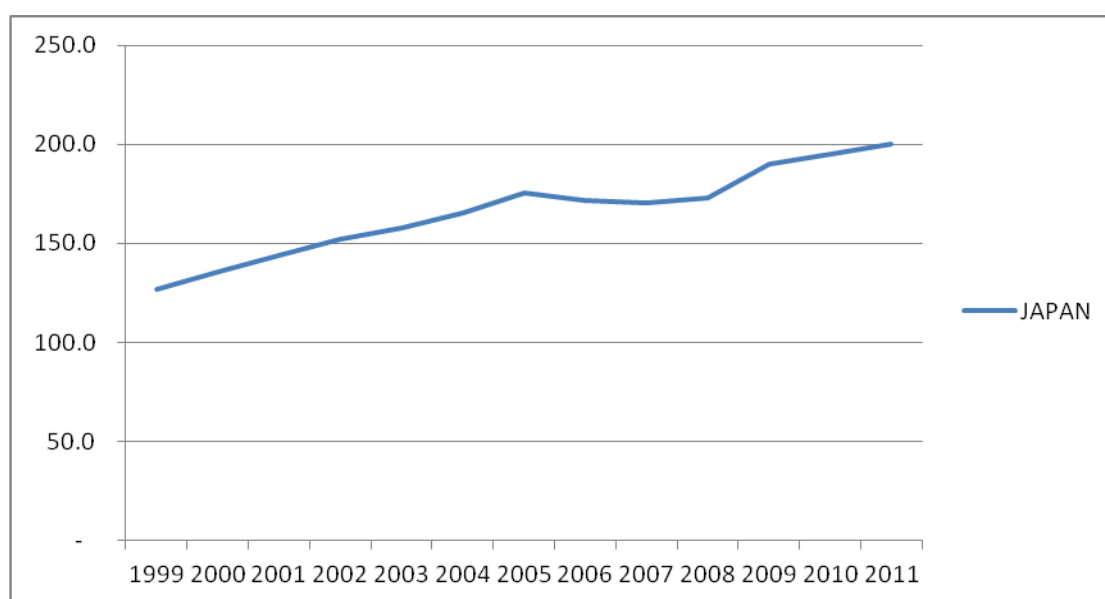


圖 2-3 日本負債總額對 GDP 比率走勢圖

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

雖然現在仍無法得知日本債市之違約可能性，但只要市場開始懷疑日本政府的償債能力，那麼日本債市就很有可能崩潰。¹⁴Skilling and Zeckhauser (2002)表示影響日本政府的高負債水平比較可能是政治競爭因素而不是經濟因素；此外 Goto (2008)也表示日本債務的問題很有可能是源於政府最原本的法規制度。Ihori (2004)則指出，日本政府的財務融資過度依賴公共部門，以致財政無法持續，因

¹³ 穆迪投資者服務公司（穆迪信評）將國家的長期債信評等分為九級，最高等級為 Aaa 級，即債信品質最佳第二級為 Aa 級，其下再分為三級：最佳者為 Aa1、其次為 Aa2、Aa3。這次日本政府債信評等，就是從 Aa2 被降為 Aa3。

¹⁴ 資料來源：華視新聞網 <http://news.cts.com.tw/cnyes/money/201004/201004130449235.html>

此要改善債務問題必須先實行財政重建，並適度限制政治團體的遊說活動，如此才能穩定財政的持續性。Imrohoroglu and Sudo (2011)指出，日本的債務問題可透過經濟為導向的政策，使產出大幅上升，如此將有可能把現有負債償還，並進行稅制改革或相關創業優待措施，藉以持續刺激產出成長。另外 Keen et al. (2011)於 IMF 研究報告中也提出日本若提高消費稅長期下來將可有效改善債務情況。

(二) 日本債務現況與回顧

根據經濟學人 2011 年 10 月資料顯示(表 2-2)，日本的國家債務在 2011 年 10 月已高達 10 兆 9399 億美元，加上 2010 年時的 10 兆 3461 億美元，連續兩年創下新高，換算為每位國民的負債總額來看為 8 萬 6134 美元，由圖 2-4 所示，可看出每位人民所負擔債務自 2001 年後上升快速，然而這數據還只是 311 地震前的數目，日本財務省預測 2012 年度大約還有 3500 億日圓要編列為災後重建預算，以現在日本債台高築的情況來看，這次又被迫發行公債來重建，將嚴重衝擊影響到日本的債券市場。

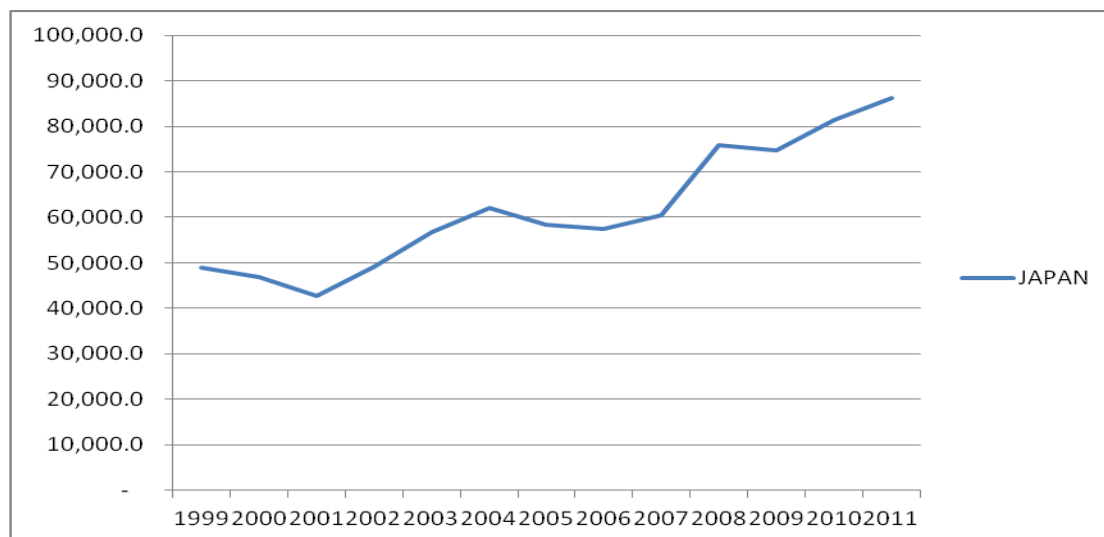


圖 2-4 日本每人平均負債走勢圖

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

由瑞士洛桑國際管理學院(IMD)10月間公布的報告，普遍存在於先進國家的債務問題以日本最嚴重，洛桑國際管理學院在「債務壓力測試」報告中，衡量各國降低債務到占國內生產毛額（GDP）60%的「可承受水準」，估計日本至少到2084年才可能將公共債務水平降至標準範圍。¹⁵

另外由於日本特別重視退休後的福利，在老齡化的嚴重現象下，國家支出勢必又是一大筆花費，未來幾年社會福利支出也會大為增加，已是債務高築的日本在短期內想要降低赤字應該頗有難度。

表 2-2 為日本自 2000 年以來負債與負債變動率走勢，由表 2-2 的資料可看出日本的國家負債呈現年年攀高的情況，其中 2007 年至 2008 年因受金融海嘯波及以致負債上升最為嚴重達 25.37%，近幾年更是只升不降。

表 2-2 日本負債總額與年度變動率

項目	負債總額	年度變動率
年度 單位:十億美元		%
1999	6,192.3	
2000	5,930.6	-4.23
2001	5,427.5	-8.48
2002	6,241.7	15.00
2003	7,235.7	15.93
2004	7,923.8	9.51
2005	7,456.6	-5.90
2006	7,334.2	-1.64
2007	7,713.3	5.17
2008	9,669.9	25.37
2009	9,490.4	-1.86
2010	10,346.1	9.02
2011	10,903.9	5.39

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

圖 2-5 為日本負債與負債成長率走勢圖，負債成長率至 2008 年攀至最高峰，

¹⁵ 資料來源：洛桑國際管理學院 <http://www.haixiainfo.com.tw/105564.html>

而負債總額則是幾乎只增不減的上升趨勢，可見日本除了既有的負債外，近年來的天災或人為的政治因素又加劇了負債的成長。

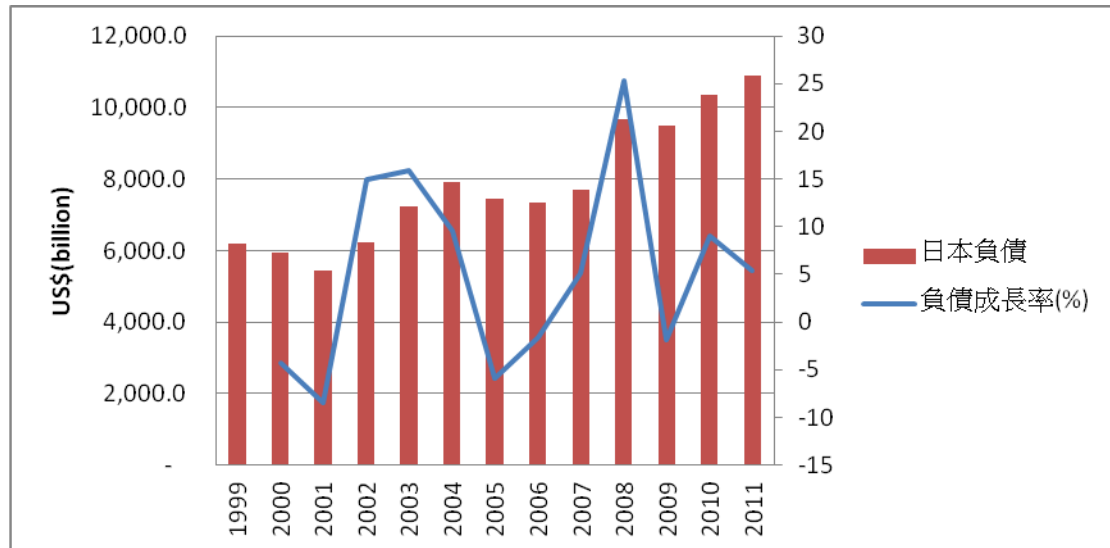


圖 2-5 日本負債與負債成長率走勢圖

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

(三) 日本債務過高的隱憂

2010 年中日本財務省公佈數據顯示，中國利用外匯儲備大量增持日圓，2010 年 4 月更大幅增加 1.3 兆日圓的長期債券，對於自金融海嘯發生以來大量持有美債的中國來說，日本官方懷疑中國大量增持日本長期債券可能含有其他政治謀圖，雖然中國表示大量購入日債是對日本的民主黨投下信任的一票，用意表示與日本的良好關係，但大量買入日債的結果促使日本的匯率大幅升值使日本的貿易收支面臨嚴重壓力，也嚴重影響了日本的經濟。¹⁶

因此，日本債務延伸可能衍生的問題除了最直接的信用破產問題，還有可能透過國外對內投資問題而引發的間接國家安全問題，諸如金融市場崩解，或是更嚴重的主權問題等等。由日本的情況分析，一旦政府因為償債能力受到質疑無法

¹⁶資料來源：大紀元新聞網 <http://www.epochtimes.com/b5/10/8/12/n2993621.htm>

舉債，勢必會影響到日本國內的財政政策，更會導致災後重建的腳步減慢，使好不容易開始恢復的經濟又停滯不前，進而促使日本的需求又再度下降，而產業無法振興。

三、美國債務現況分析

(一) 前言

2011 年 4 月 18 日標準普爾 (S&P) 將美國主權信用評級展望由「穩定」下調至「負面」，消息一出立即引起市場一陣嘩然，雖然政府傾向解讀為由於債信評等仍為 AAA 並未改變，此番下調動作以警告的意味較濃厚，不見得真要調降評等，但不安的情緒已開始在市場蔓延滋生；另在 5 月 16 日，美國公債餘額觸及國會所許可 14.29 兆美元的債務上限，¹⁷進入債券停止發行期 (debt issuance suspension period, DISP)，表示在政府支出無法由稅收金額支應的困境下，若無法通過修法提升債務上限，以利用發債的方式籌措財源，則可能會面臨債務的違約風險。然而於 5 月 31 日美國眾議院否決了總統歐巴馬無條件提高美國債務上限的議案，民主與共和兩黨因為對於未來中長期的財政整頓計畫要如何有效刪減財政赤字各有不同的見解，使得兩黨談判的腳步放緩，又進一步加深了美債違約的危機。

美國民主黨與共和黨的兩派勢力角力，2011 年 8 月 2 日前所隱約台面的“倒債”聲浪令美債持有者的焦慮心情與日俱增。很顯然地，美國債信一旦出現違約情形，其結果將是世界經濟所無法承受的，投資人看待美債危機的態度已經由先前歐債危機爆發初期的遠慮，迅速升溫到近憂的現象。因為準確預測 2007 年全球金融海嘯風暴而被封為「新末日博士」的經濟學家魯比尼(Nouriel Roubini)甚

¹⁷ 美國公債(public debt)或稱美國國債(national debt)，係由兩個債務成分所組成，分別為聯邦政府外公共債務(Debt held by the public)及政府間記帳債務(Intragovernment debt)。依 2011 年 12 月 15 日數據為例，美國公債已高達 15.10 兆美元，其中由公眾及政府間所持債權，分別為：10.40 兆美元及 4.66 兆美元。

至將美國當前的財政困境列為可能誘發衝擊全球經濟“完美風暴”的幾大風險因素之首，¹⁸知名投資人羅傑斯(Jim Rogers)也表示，美國將面臨的是一場比金融海嘯更加嚴重的危機，他不諱言透露已打算開始做空美國國債。近期華爾街的眾多銀行甚至已開始高度戒備，逐漸削減對美國國債的使用，以防美國國債萬一違約後可能引發造成金融市場劇烈波動的連鎖反應，很明顯地，美國國債正一步步淪為“燙手山芋”已是不爭的事實。接著，於 2011 年 8 月 5 日遭到「標準普爾」史無前例地調降債信評等由最高的 AAA 等級調降一級到 AA+，間接連帶影響到其他許多連動聯邦政府債券的債務工具也可能同遭降級。這對美國和世界經濟是否會造成重大的負面後果，又在當前歐盟國家債信問題頻傳而全球債台高築所可能導致的全球金融市場動盪的隱憂之下，美國當下債務現況實為全球人士所關切的重要課題。

(二) 美國債務現況與回顧

為什麼會被調降債信評等？除了濃厚的警告意味以外，另一重要的主因是美國日益嚴重的財政赤字，已由過去的循環性赤字轉為結構性赤字。

Entov (1960)研究美國國債，發現在 1958-1959 年因為軍備競賽而累積了高達 20 億的負債，增加的軍費開支使美國嚴重的財政赤字雪上加霜，經濟上反蕭條措施的結果使得財政赤字增加 12.5 億美元，至卡特總統 1981 年元月卸任，國家債務總額都維持在大約 1 兆美元的水準。繼任的雷根總統(1981~1988)大幅降稅，雖然帶動經濟復甦卻導致債台高築，8 年任期結束，美國的國債已經上升到 2.6 兆美元¹⁹；老布希總統(1989~1992)接替雷根後延續減稅政策，在他卸任時，國債已經增加到 4 兆美元；在柯林頓執政期間(1993~2000)，四年內降低聯邦赤字 5000

¹⁸其他幾個因素則分別是中國經濟增長趨緩、歐洲債務重組及日本經濟停滯。

¹⁹美國前雷根總統執政時，主要施政方針乃根據美國經濟學家拉弗爾(A.Laffer)之減稅主張，認為以減稅的方式，提供經濟誘因，刺激私人投資，促進經濟成長，政府的稅收不減反增。此一論述學派為「供給面學派」(Supply Side School)，又稱為雷根經濟學。

億美元，由圖 2-6 及圖 2-7 可看出，相較於 2001 年以前各項債務比率皆呈現緩慢穩定下降的趨勢，之後接著針對富豪增稅，通過社會福利改革等法案，降低聯邦政府開支，創造空前的經濟榮景，結果在他卸任時國債是 3.3 兆美元；小布希總統(2001~2008)接任後，效法雷根大幅降稅之精神，力行減稅方案，由圖 2-8 之美國最低與最高所得家庭之歷史稅率走勢圖可明顯觀察出，比諸柯林頓時代，2001 年後之美國所得家庭的實質稅率有明顯調降之勢。然而，此減稅方案使美國政府稅收大幅減少，而對美國經濟之刺激成效卻相當有限，加上小布希發動伊拉克和阿富汗兩場戰爭，使赤字大幅上升，於 2009 年元月卸任時，國債已經膨脹到 7.2 兆美元，比柯林頓離任時幾乎增加一倍。²⁰²¹2008 年末歐巴馬選上總統，時值上任，金融海嘯衝擊全球金融市場達到最頂峰，首件大事就是通過 7000 億美元的「救市與救世」經濟刺激方案，面對經濟衰退，稅收減少，還要編列預算刺激經濟，聯邦赤字一發不可收拾，自從 5 月中旬國債逼近法定上限 14.3 兆美元後，美國政府便積極透過各種方法想辦法降低國債總額，由經濟學人資料顯示截至 2011 年 10 月的資料顯示美國國債總額仍高達 10 兆 3195 億美元。表 2-3 顯示近 12 年來的美國負債總額與年度變動率。

²⁰小布希總統減稅方案，部分節錄自作者汪萬里的 2011/4/22《全球瞭望》(CAN Global Watch)「美國國債問題面面觀」。

²¹可由圖 2-6 及圖 2-7 觀察其數字變化，在 2008 年之後兩張圖表的線圖都呈現明顯的向上趨勢。

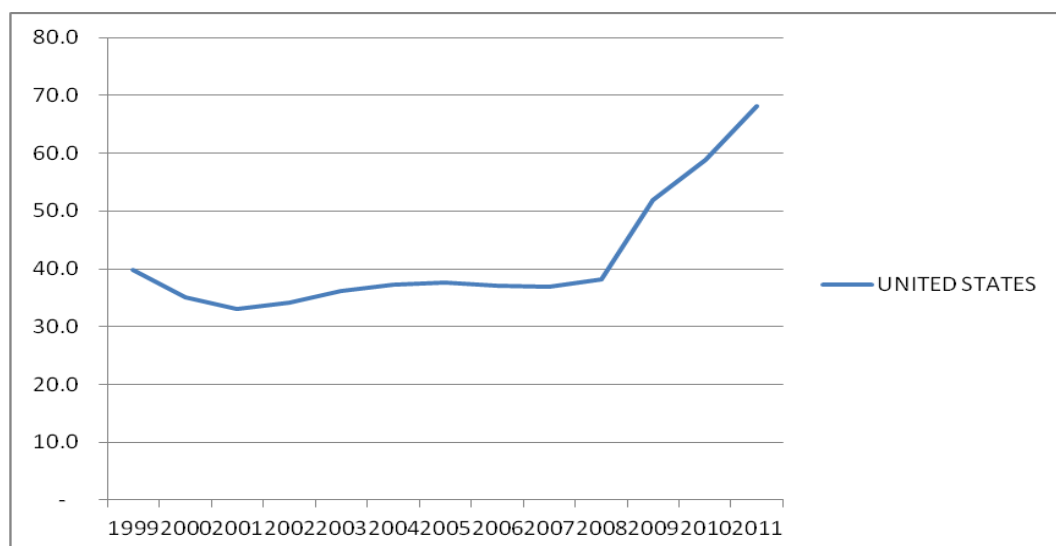


圖 2-6 美國負債總額對 GDP 比率走勢圖
資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

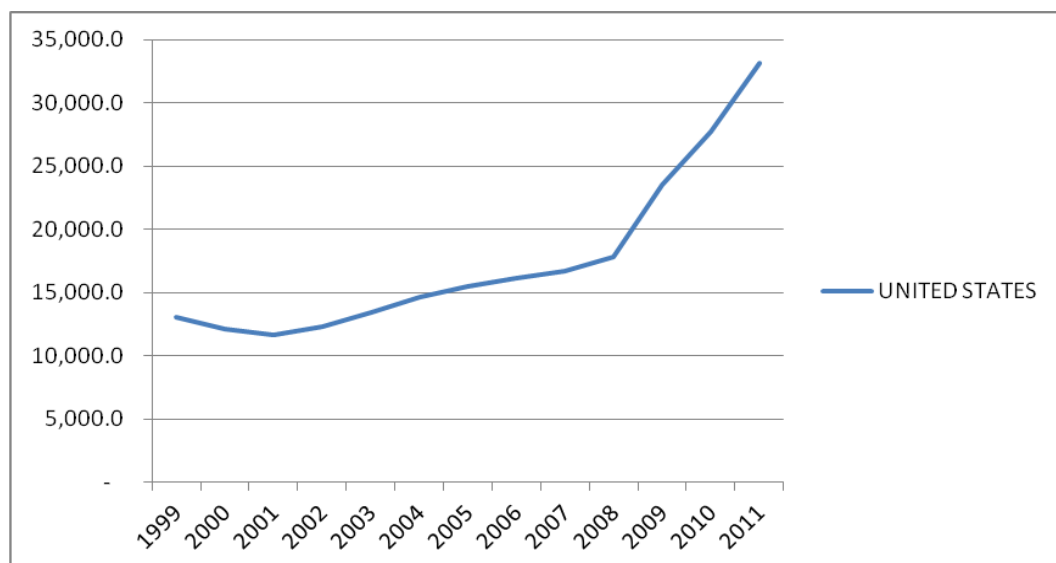


圖 2-7 美國每人平均負債走勢圖
資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

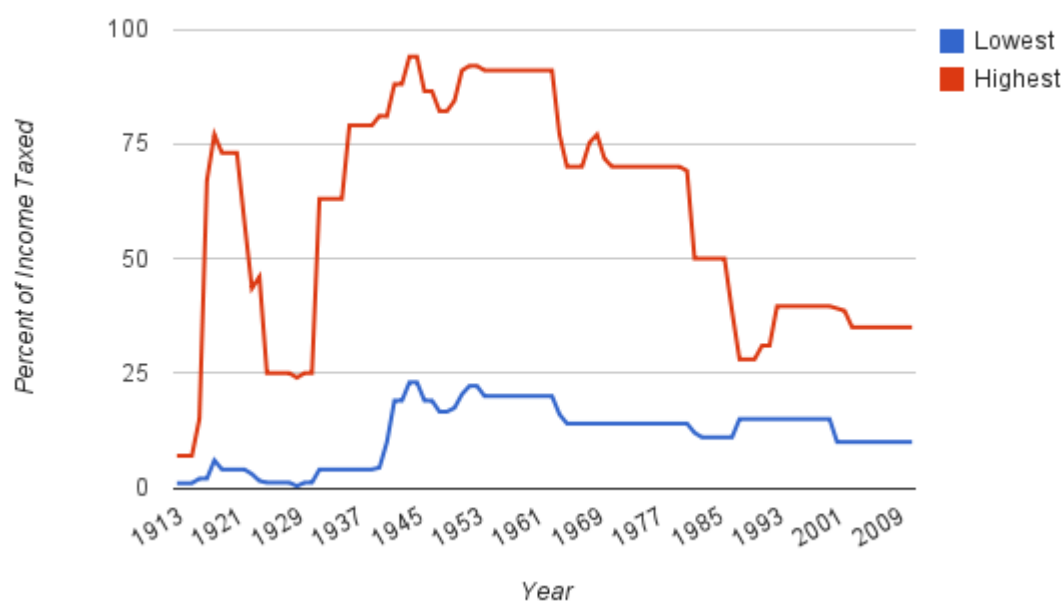


圖 2-8 美國最低與最高所得家庭之歷史稅率走勢圖
資料來源：美國公共債務局(US Bureau of the Public Debt)

表 2-3 美國負債總額與年度變動率

項目	負債總額	年度變動率
年度	單位:十億美元	%
1999	3,632.4	
2000	3,409.8	-6.13
2001	3,319.6	-2.65
2002	3,540.4	6.65
2003	3,913.4	10.54
2004	4,295.5	9.76
2005	4,592.2	6.91
2006	4,829.0	5.16
2007	5,035.1	4.27
2008	5,420.5	7.65
2009	7,228.0	33.35
2010	8,545.7	18.23
2011	10,319.5	20.80

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

(三) 美國債務過高的隱憂

Islam and Hasan (2007)研究發現，公債的增加會導致對通貨膨脹發生的不利影響，並影響資本形成和經濟成長率。工商時報之社論更進一步分析，美國債務所引發問題的癥結，在其日益嚴峻的財政赤字問題，尤其此過去僅為循環性的赤字現象已轉化為難解的結構性赤字現象。²²工商時報之社論進一步分析指出，美國財政赤字早在 1960 年代即已存在，但過去的赤字問題主要是伴隨景氣循環的波動而起，並沒有引發市場的過度擔憂，隨景氣衰退時政府支出增加而上升，但在景氣復甦時相應減低，屬循環性的財政赤字。然而當前財政赤字問題的急速惡化，雖部份是因金融風暴、企業稅賦減少以及振興經濟大幅增加支出所致，但主要還是起因於稅基與政府支出產生結構性的轉變，導致政府的財政赤字由原本循環性赤字轉為結構性的赤字問題，美國的退休、醫療和社會保障這些項目耗資巨大，尤其隨着人口老齡化的加劇，二、三十年後，美國是否還有足夠的財力為各種支出買單，將會是一個嚴峻的問題。

具體來說，受到 2001 年與 2003 年布希政府減稅方案的影響，美國聯邦與地方政府稅基產生結構性的縮減，導致 2001 年後聯邦與地方政府稅收占 GDP 比逐漸下滑，2005~2007 年間雖有回升，但其後又因金融風暴引致稅收減少，稅收與 GDP 之占比更從 2007 年的 33.85% 滑落至 2009 年的 30.82%，顯著低於 2001 年的 34.28%，顯示美國聯邦與地方政府稅收在減稅方案實施下所產生結構性的改變。相反的，美國政府的財政支出卻隨著金融海嘯，採行提振內需的振興方案而急劇上升，其財政支出占 GDP 比自 2007 年的 36.59% 攀升至 2009 年的 43.49%，導致財政赤字創下歷史新高達 1.4 兆美元，約占當年 GDP 的 12.67%。根據 Kotlikoff (2006)的研究指出，一個國家的破產是有可能因為龐大的財政赤字而發生的，保持開放性的外國投資和對財政機構的激烈改革兩者皆有助於避免美國破

²² 引用自 2011 年 6 月 16 日工商時報社論，作者梁國源。該篇文章另轉載於作者梁國源之「全球經濟這樣看」，天下文化出版，2011 年，pp. 59~61。

產。

但詳究美國的財政支出，除金融海嘯後的振興方案外，政府結構性支出的增加亦為美國財政的重要問題。根據美國財政預算局今年初所公布的 2011 年預算書，2010 年美國政府的法定支出，也就是包含聯邦醫療保險與醫療補助等強制性的支出達 GDP 的 13.2%，遠高於國會可審核控制的全權預算支出的 9.3%，顯示美國財政預算大多用於國內義務性的政府支出。

綜合來說，美國財政收支已發生結構性的變化，使得財政赤字問題由原本單純的循環性赤字轉為難解的結構性赤字，倘若聯邦政府無法從根本來調整財政結構、有效地降低財政赤字，則美國人民所要負擔的債務只會有增無減，此一發展趨勢，必將影響世界經濟，不容忽視。

美債出現問題與次貸危機息息相關。它既是應對次貸危機所導致的直接結果，又被危機過後經濟運行的特徵進一步拖累。它反映了歐巴馬政府宏觀政策的艱難權衡。為了將美國經濟拖出衰退，需要適當的經濟刺激措施，這就需要維持高位的財政赤字水準。另一方面，它反映了危機過後美國經濟復甦的不穩定性和脆弱性。如果經濟復甦態勢已經確立，則美國政府會有足夠的空間去緊縮財政，改善財政狀況；然而，當前美國就業市場並未改善甚至有所惡化，經濟增長不確定性增加，未來能否有效改革仍考驗著執政黨決策的魄力決心。

截至目前(2012 年 1 月)，美國國債總額約 15 兆美元(公共債務約 10 兆美元)，其債權被全球各國政府、機構及投資法人所廣泛並普遍持有。由表 2-4 外國地區於 2011 年 6 月持有美國國債的排名表可看出，持有最多美債的是中國大陸，其次為日本，而美債持有第三名的英國，從 2010 年 6 月持有美債總額的 945 億美元增加到 2011 年 6 月的 3495 億美元，其持有美債達到 269.84% 的驚人成長幅度，未來幾年英國是否會受美債牽連仍有待觀察。但特別值得注意的是，美國國債總額約 15 兆美元中，近四成總額約 6 兆美元的已發行國債，被用來作為各種金融

市場交易的安全抵押品，譬如衍生性商品交易市場的各式保證金(margin)等。因此，一旦美國國債出現違約的徵兆和風險時，美債作為安全抵押品的質的將受到質疑和削弱，進而導致相關市場出現劇烈波動，其續將引發國際間連動骨牌效應之經濟破壞及金融震盪的嚴重後果不可小歛。

表 2-4 外國地區持有美國國債排名

國家地區	2011 年 6 月 持有美國國債	2010 年 6 月 持有美國國債	美債成長率	美債成長金額
	(十億美元)	(十億美元)	(百分比)	(十億美元)
中國大陸	1165.5	1112.1	4.80%	53.40
日本	911	799.9	13.89%	111.10
英國	349.5	94.5	269.84%	255.00
石油輸出國家組織	229.6	210.2	9.23%	19.40
巴西	207.1	163.8	26.43%	43.30
台灣	153.4	151.9	0.99%	1.50
加勒比海央行	140.5	179	-21.51%	-38.50
香港	118.4	137	-13.58%	-18.60
俄羅斯	109.8	168.2	-34.72%	-58.40
瑞士	108.2	106.5	1.60%	1.70
加拿大	84.4	35.9	135.10%	48.50
盧森堡	69	97.6	-29.30%	-28.60
義大利	63.7	22.7	180.62%	41.00
泰國	62.6	35.7	75.35%	26.90
德國	62	52.2	18.77%	9.80
新加坡	61.7	53.3	15.76%	8.40
愛爾蘭	36.1	55.7	-35.19%	-19.60
韓國(南韓)	29.9	37	-19.19%	-7.10
法國	22.4	24.2	-7.44%	-1.80
澳大利亞	13.9	18.4	-24.46%	-4.50

資料來源：經濟學人，2011 年 10 月

就當下而言，世界經濟的三巨頭，歐洲仍飽受債務危機困擾，日本因地震重新陷入衰退，美國則成為發達經濟體中的重要依賴，美國經濟體至今仍為全球第一大國，整體投資環境仍受國際投資客的信心肯定，全球金融觀察家幾乎都相信美國債務違約的機率甚微。對美國而言，如果債評遭到調降，不僅對其經濟復甦態勢形成打擊，而且會嚴重影響美國的信譽和美元的地位，更倘若美國國債真的出現債務危機或違約風險，國際金融市場將勢必出現劇烈波動，對世界經濟而言，它可能不只是引致世界經濟的再次衰退而已，更將促使全球金融市場走向渾沌(chaos)的混亂世代。如果美國再出問題，則世界經濟再次衰退的風險就很大。

2011 年 8 月，美國法定債務舉債的上限雖已獲得調整，然而這只是一種以短期暫時解決危機的辦法，最根本的原因還是要改善財政結構的持續惡化和潛在風險泡沫的不斷膨脹，不然短期的解決之道只是治標不治本，掩蓋未來的另一波危機發生而已。

四、歐洲債務現況分析

(一) 前言

當前全球金融震盪、國際景氣窒礙不前，歐洲債務問題顯然在此波全球金融市場紛擾中扮演著舉足輕重的角色。歐債五國首先發難引爆歐債危機，歐債五國中的葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘、西班牙都因為本身的債臺高築而負債比例過高，引致歐元區甚至歐盟區的金融貨幣風暴，乃至財政整合疑雲。歐元區組織受歐債危機影響，結構體搖搖欲墜多次瀕臨瓦解，為了維護歐元區的安定，歐洲各國不遺餘力的祭出各式大規模的紓困方案，但幾經會議謀和、共施良策，仍無法實質有效的解決不同體質國家所組成多頭馬車所牽動的歐元(17 國)組織及歐盟(27 國)體系，此波危機起起伏伏，時而平緩又時而沉淪加深，造成全球金融市場的波動加劇與情勢不安。一段時日的國際情勢追蹤下來，發現國際間要徹底根

本的解決歐債問題，似乎不是件容易而短期可期的國際大事。

2010 年的歐盟統計局資料顯示，2009 年歐元區及歐盟體的財政赤字率分別高達 6.3%及 6.8%，公共債務率亦分別達到 79.2%及 74%的數值，其中，希臘的財政赤字率及公共債務率更分別創造出 15.4%及 126.8%的高數值，顯見金融海嘯後的歐盟國家債務皆大幅增加。Odani and Savona (2010)指出，2007 年以後的世界已不再是我們過去所想像的，債務風險和信用風險的危機大量的爆發出來，成為此刻全球金融市場的最大隱憂，也證明世界確實是一個大地球村。文中更指出歐盟國家的現階段財務狀況將會引發全球偌大危機，而此次歐債危機恐爆發新金融危機，甚至演化成歐洲版的雷曼兄弟事件，首先德國是希臘的主要債權國，法國的三大銀行更是因為持有太多希臘的公債被列入了觀察名單，由於歐洲的銀行是美國貨幣市場中最大的借款人之一，如此債務的蔓延將會從希臘蔓延到整個歐洲，再從歐洲蔓延到全世界的金融中心美國，在「蝴蝶效應」美國打噴嚏，世界都會感冒的情況下，歐洲版的雷曼兄弟雛形已經形成，我們更可以從之前的金融海嘯的經驗教訓得到應證。

(二) 歐洲債務現況與回顧

由表 2-5 及圖 2-9 歐洲八國(包含英國、法國、德國、希臘、愛爾蘭、義大利、葡萄牙、西班牙)1999 年至 2011 年各年度公債總額及走勢圖可以看出，截至 2011 年 10 月時，法國的負債為 2 兆 729 億美元、德國為 2 兆 2945 億美元、希臘為 3756 億美元、愛爾蘭為 1584 億美元、義大利為 2 兆 2414 億美元、葡萄牙為 1784 億美元、西班牙為 8837 億美元，其中可以看出債務有很明顯增加的趨勢，特別是近十年以來，歐洲這八國每個國家的債務都成長為原本的兩倍到三倍，其中愛爾蘭在這近十年來甚至成長了近四倍的比例，由此可以看出歐洲在這近十年以來，債台高築的程度相當快速。

表 2-5 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度公債總額

國家	英國	法國	德國	希臘	愛爾蘭	義大利	葡萄牙	西班牙
年度	公債總額 單位:十億美元							
1999	655.1	808.1	1,233.0	119.1	43.6	1,285.4	58.9	363.2
2000	599.1	769.0	1,145.5	129.1	38.5	1,207.0	57.5	347.5
2001	560.6	750.5	1,092.6	132.8	36.1	1,197.1	60.3	332.9
2002	648.5	955.2	1,353.9	166.9	43.9	1,435.2	78.9	401.9
2003	787.1	1,265.6	1,739.7	212.1	54.1	1,757.8	99.4	481.3
2004	934.7	1,458.0	1,971.6	247.2	59.1	1,955.7	113.8	525.8
2005	909.9	1,351.0	1,798.0	228.3	52.0	1,784.5	111.8	461.2
2006	1122.9	1,517.6	2,070.1	262.9	57.8	2,087.8	132.7	513.6
2007	1227.8	1,765.2	2,299.8	302.5	66.7	2,335.0	151.5	554.9
2008	1096.9	1,844.1	2,229.3	328.9	110.3	2,312.6	153.5	613.8
2009	1493.7	2,057.4	2,462.3	355.7	137.8	2,413.6	182.7	829.4
2010	1,838.1	2,046.8	2,394.4	386.0	147.6	2,371.7	178.2	803.7
2011	1812.1	2,072.9	2,294.5	375.6	158.4	2,241.4	178.4	883.7

資料來源:經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

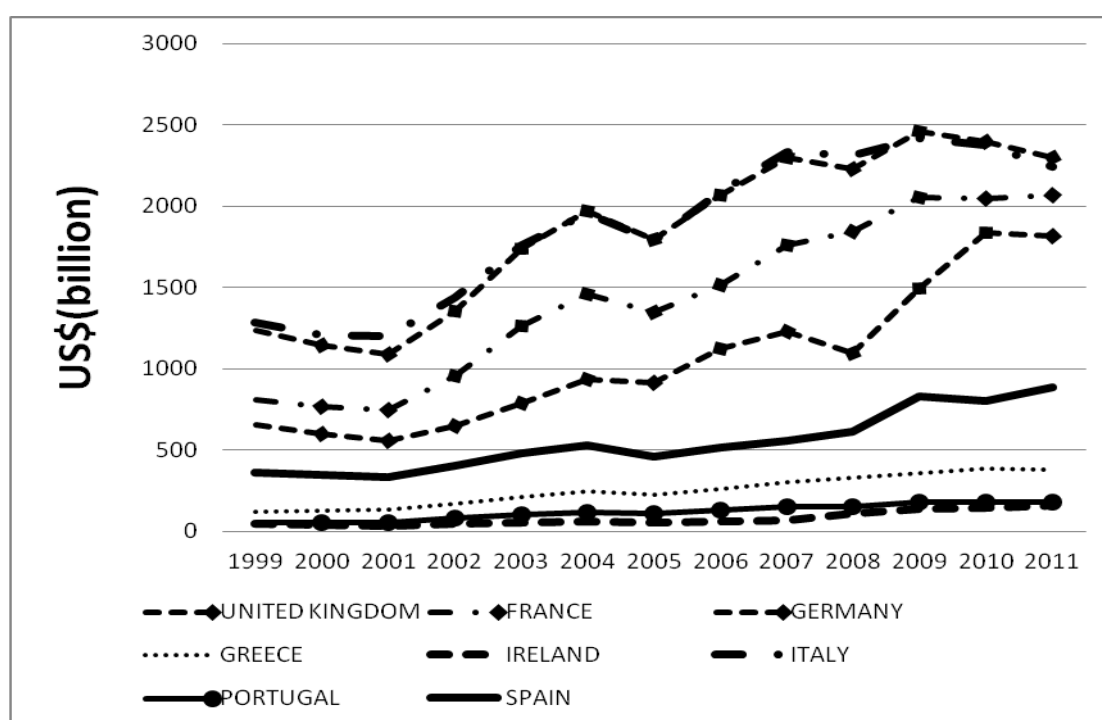


圖 2-9 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度負債總額走勢圖

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

表 2-6 及圖 2-10 顯示歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度負債總額對 GDP 比

率及其走勢圖。Milne (2011)建議歐洲市場能通過限制責任債務(也就是債務跟 GDP 的比例)並以此比例來有效的約束政府債務和成熟結構的銀行。截至 2011 年 10 月，法國的負債與 GDP 比值為 86.0%、德國為 76.6%、希臘為 133.6%、愛爾蘭為 83.7%、義大利為 119.5%、葡萄牙為 87.1%、西班牙為 67.8%。種種債務資料顯示，從 2007 年金融海嘯之後，各歐洲國家的負債率成長快速，西班牙、葡萄牙、愛爾蘭於 2008 年成長了將近兩成左右的負債與 GDP 比值，希臘負債率亦於 2009 年成長將近 16%，負債額度的成長將近為該國國內生產毛額的兩成。資料顯示，金融海嘯期間，諸國為創造內需以因應金融系統危機，多國藉由舉債來振興經濟而衍生出的高負債現象，更也埋下了此間高負債的未來隱憂。

表 2-6 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度公債總額對 GDP 比率

國家	英國	法國	德國	希臘	愛爾蘭	義大利	葡萄牙	西班牙
年度	公債總額/GDP 比率				單位:十億美元			
1999	43.7	58.8	61.0	94.0	47.8	113.7	51.4	62.3
2000	41.0	57.3	59.7	101.8	39.3	108.8	50.5	59.3
2001	37.7	56.9	58.7	102.9	34.9	108.8	52.9	55.5
2002	37.5	58.8	60.2	101.6	32.1	105.7	55.6	52.6
2003	38.7	62.9	63.7	98.1	30.7	104.3	56.9	48.7
2004	40.6	65.0	65.9	98.3	29.3	103.9	58.3	46.2
2005	42.2	66.4	68.0	97.9	27.2	105.8	63.6	43.0
2006	43.2	63.6	67.6	93.4	24.8	106.4	64.7	39.6
2007	44.2	63.8	65.0	90.8	24.1	103.5	63.6	36.2
2008	51.9	68.1	64.4	97.4	43.6	105.8	66.4	40.3
2009	68.4	77.4	78.4	98.5	62.3	115.2	82.1	58.3
2010	82.8	80.4	74.6	124.6	71.4	117.2	80.3	58.2
2011	79.9	86.9	76.8	134.7	85.5	119.8	88.1	69.3

資料來源:經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

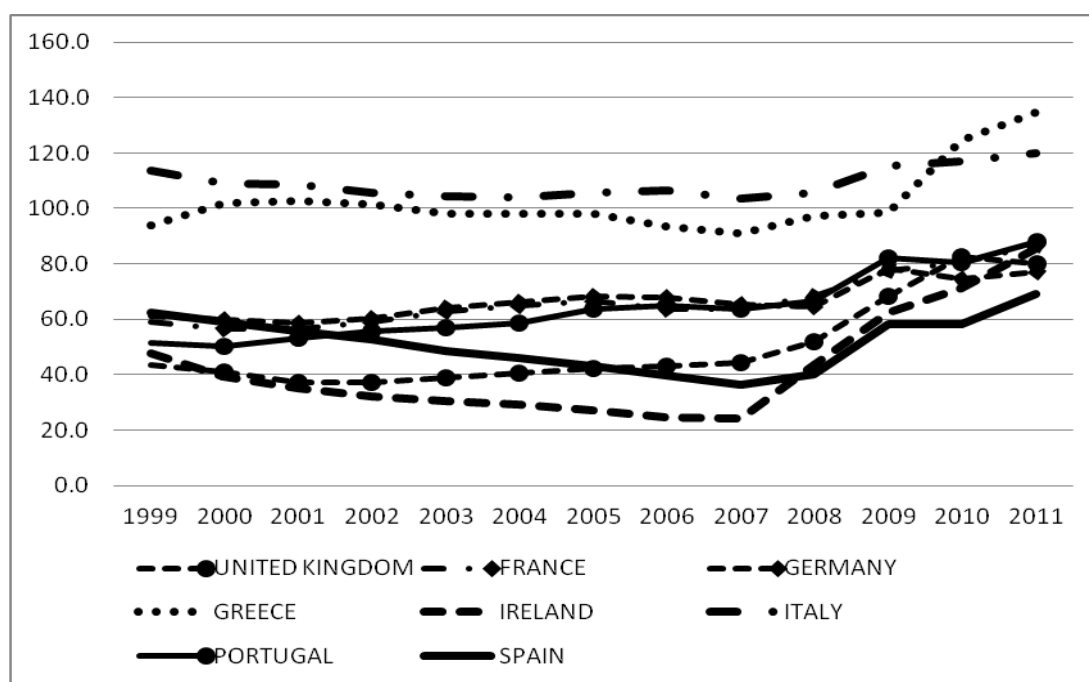


圖 2-10 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度負債總額對 GDP 比率走勢圖

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

表 2-7 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度每人平均負債

國家	英國	法國	德國	希臘	愛爾蘭	義大利	葡萄牙	西班牙
年度	每人平均負債(負債總額/人口) 單位:美元							
1999	11,163.9	13,778.2	15,006.3	10,995.8	11,707.2	22,315.0	5,806.5	9,124.9
2000	10,174.0	13,026.0	13,925.9	11,842.1	10,179.6	20,910.8	5,640.1	8,677.6
2001	9,484.3	12,623.6	13,253.6	12,128.5	9,228.8	20,695.0	5,879.6	8,097.2
2002	10,931.7	15,955.2	16,403.9	15,211.5	11,067.3	24,775.3	7,639.8	9,605.1
2003	13,215.4	20,993.4	21,079.5	19,315.3	13,386.2	30,307.2	9,548.0	11,268.3
2004	15,619.1	24,017.2	23,897.5	22,513.7	14,490.0	33,684.2	10,864.9	12,172.0
2005	15,104.4	22,093.0	21,798.6	20,795.7	12,458.3	30,713.8	10,619.5	10,455.4
2006	18,534.4	24,652.4	25,091.3	23,942.7	13,659.7	35,915.6	12,551.1	11,487.9
2007	20,136.7	28,508.3	27,846.4	27,526.6	15,550.7	40,154.5	14,295.2	12,276.9
2008	17,860.7	29,619.1	26,943.7	29,929.0	25,537.1	39,770.2	14,443.2	13,480.3
2009	24,147.2	32,871.6	29,738.0	32,361.8	31,740.2	41,520.4	17,151.7	18,124.5
2010	29,498.9	32,624.9	28,894.7	35,124.5	35,037.8	39,547.5	16,757.8	17,535.0
2011	28,991.2	32,837.9	27,657.4	34,154.9	38,173.7	37,220.9	16,751.8	19,184.0

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

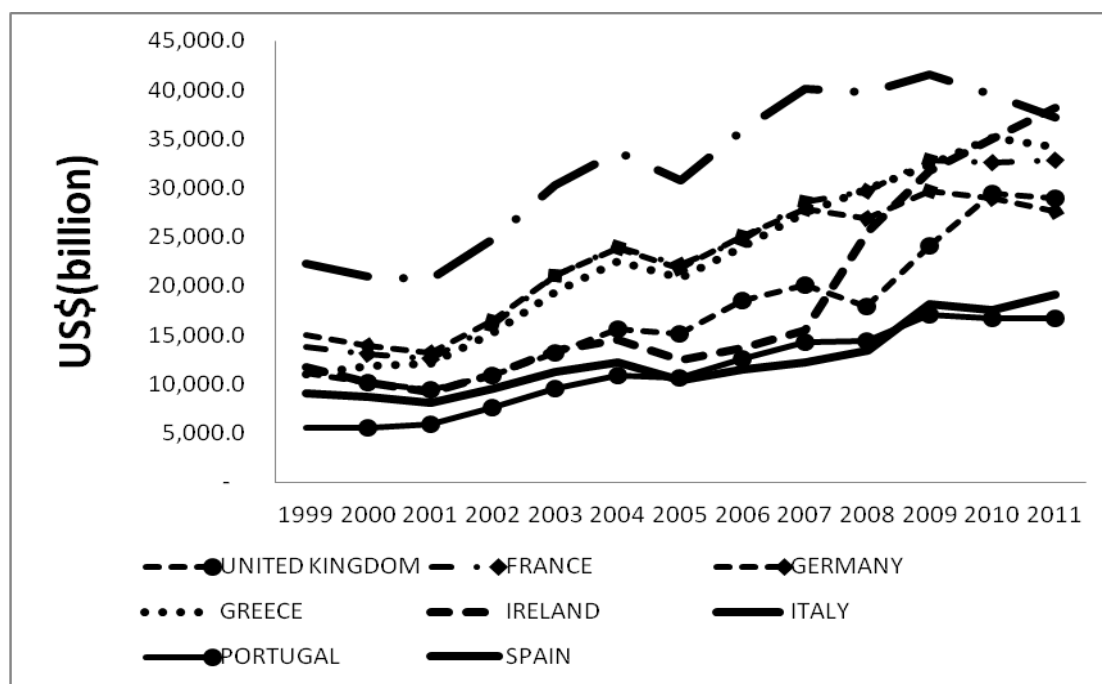


圖 2-11 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度每人平均負債總額走勢圖

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

由表 2-7 及圖 2-11 可看出截至 2011 年 10 月時，法國每人平均負債為 32,837.9 美元、德國為 27,657.4 美元、希臘為 34,154.9 美元、愛爾蘭為 38,173.7 美元、義大利為 37,220.9 美元、葡萄牙為 16,751.8 美元、西班牙為 19,184 美元，可以發現每人背負的債務隨著時間拉長累積越多，其中特別值得注意的是愛爾蘭，這十年來成長了將近三倍的幅度。

由表 2-8 及圖 2-12 可觀察出，截至 2011 年 10 月，歐洲歐元區八國的負債總額為 10 兆 170.6 億美元，也幾乎是呈現年年高升的情況，尤其是 2001 到 2009 年負債成長率呈現大幅度增加，讓負債累積一路上升。

表 2-8 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度負債總額與成長率

年度	負債總額(單位:十億美元)	成長率
1999	4566.48	
2000	4293.21	-5.98
2001	4163.06	-3.03
2002	5084.30	22.13
2003	6397.03	25.82
2004	7265.85	13.58
2005	6696.64	-7.83
2006	7765.40	15.96
2007	8703.53	12.08
2008	8689.44	-0.16
2009	9932.52	14.31
2010	10166.51	2.36
2011	10017.06	-1.47

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

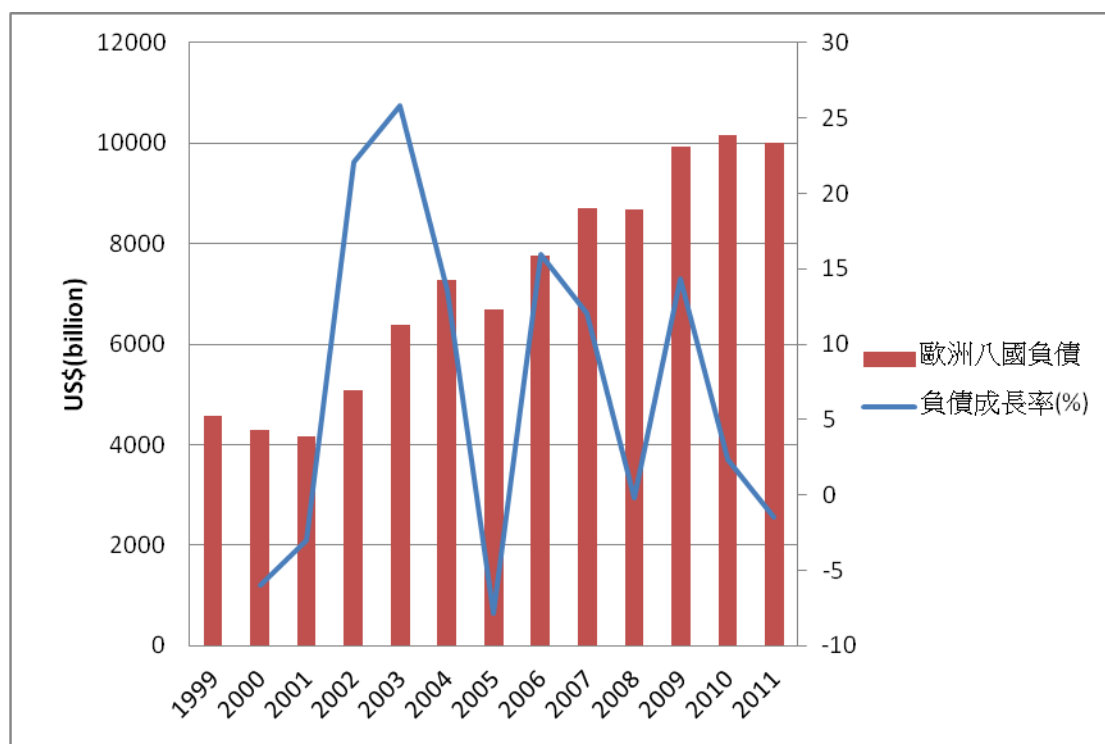


圖 2-12 歐洲八國 1999 年至 2011 年各年度負債總額與負債成長率走勢圖

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

(三) 歐元區債務過高的隱憂

歐債危機最令人擔心的是全球借貸市場資金流通所可能產生金融連動的連鎖骨牌效應，Argyrou and Tsoukalas (2011)指出歐盟在 2009 年 11 月和 2010 年 2 月與 3 月中分別發生的債務危機是否會引發周圍國家的危機，最後發現傳染的風險對其它外圍歐盟國家是有影響的。

希臘正面臨著龐大國債債務無法解決的難題，債信評等公司早已將希臘主權債信調降至世界最低的 CCC 等級，瀕臨債務違約邊際，離債務違約僅有 4 級之遙，前美國聯準會（Fed）主席葛林斯潘甚至說出了希臘幾乎篤定倒債的重話。在投資人擔憂希臘公債極可能違約的情況下，希臘 2 年期公債殖利率已於 2011 年 11 月初飆破 100%。隨著希臘債務的危機加劇，歐盟體系嘗試解決希臘債務問題先後舉行若干次會議，並提出種種協助希臘脫離債務風暴的建議方案，然而，多次會議與措施的研擬與執行，至今仍無法有效實質的解決希臘債務危機問題，資金連動牽連的結果，影響多個國家及大型金融機構的信評先後遭致調降，例如：2011 年 9 月 15 日，穆迪就以對希臘曝險過高為由，調降法國兩大銀行債信評等；惠譽也警告西班牙因對希臘曝險過高，債信評等可能有被調降風險。²³

歐債五國的其餘國家亦瀕臨大筆債務還債日期接連到來或債務即將破產之危機，為融通還債能力，新債還舊債「以債養債」便成為多個債務危機國家所施予的應急對策。由於此些歐洲國家償債能力受到質疑，歐洲主權債務危機因此更持續擴大，標普、惠譽與穆迪等信評機構因而陸續調降歐債五國的國債信評等，使得歐洲國家標售國債的難度逐步升高，公債殖利率也因此節節推升。義大利償債日期接踵到來所引發高檔公債殖利率就是最好的例子，為「以債養債」，義大利終至 2011 年 11 月間公債殖利率飆破 7%的義大利舉債危機上限，激增其未來

²³ 穆迪分別將法國興業銀行的債信評等由 Aa2 降為 Aa3，將農業信貸銀行的債信評等由 Aa1 降至 Aa2。另外，同時穆迪維持巴黎銀行債信評等，但續列入可能調降評等的觀察名單。

還債之成本。²⁴

歐債危機國家各個搖搖欲墜，債務激增危機四伏，歐債五國的其它三國：愛爾蘭、葡萄牙與西班牙公債違約成本皆大增，創了歐元區有史以來的新高。此波歐債效應危機是否會骨牌效應般長期並嚴重的連鎖衝擊全球經濟及金融體系，實令世人擔憂。此波主要源自於希臘的歐債危機，可以說是逐漸蔓延擴大，歐盟經濟體，乃至包括美國及中國在內的全球各地區政府，莫不嘗試投入各式救援歐債危機的可能性動作，包括多次舉辦援救歐債危機的高層會議，更提出多項可資解決歐債危機方案，但一直未能提出最確切有效內容的執行措施，甚至因為各個歐洲國家的貨幣財政體質的不同，多頭馬車的歐元區及歐盟體系，造成所有看似可行的救援方案，最終都未能真正奏救援之功。單就歐元區財長數度高峰會議為希臘提出的紓困方案並達成共識的過程來分析，歐元區國家先後達成共識，除了提供更多的貸款之外，也試著研擬展延希臘債務，甚至減計其債務50%。²⁵但多項共識使得民間投資人參與希臘新紓困案之同時，似乎也認知著目前希臘絕對沒有清償對外所發龐大債務的能力，而希臘償債危機所導致的國際隱憂，也似乎很難有完全根治的救命仙丹，如此看來，波波共識救急的方案，只不過是將危機展延，將病痛時點向後挪移罷了。

五、台灣債務與債權現況分析

(一) 前言

當前全球金融市場籠罩在國家債信危機中，歐洲債信危機在希臘、義大利、

²⁴ 義大利財政部 2011 年 11 月 29 日標售三種天期的公債總共 75 億歐元，接近原先設定的 80 億歐元上限。其中，35 億歐元的 3 年債平均得標殖利率達 7.89%、10 年債得標殖利率達 7.56%，紛紛創下歐元史上新高。

²⁵ 歐盟於 2011 年 10 月 27 日峰會中所達成之協議，希臘債券持有人將接受 50% 的減計損失，希臘將以面值為舊債的 50% 的新債置換舊債。

西班牙、葡萄牙、愛爾蘭之間，此起彼落似乎沒完沒了，形成全球經濟復甦的隱憂。台灣在國際債信風暴中似乎是未受波及的旁觀者，然而檢討我們的國家債務真相，果真能獨善其身，安然度過危機嗎？

政府債務之舉借，是籌措國家建設財源之重要工具，更是促進經濟成長的一個重要手段。觀看台灣的「中央政府未償債務餘額」，時至 2012 年，已衝破新台幣五兆元。然而，細究台灣的債務結構，可發現長久以來外債只佔台灣政府總負債的極少部分，從來不曾構成外債威脅的問題。台灣的債務結構，一直以來都是以本國人持有居多，外國人持有台灣的債務並不多，五十年多來，台灣政府向外國人借來的外債僅 1576 萬餘美元換算成新台幣約為 4.7 億元。²⁶分析台灣的債務結構，可得知影響台灣債務最嚴重的就是本國人民借給政府的內債問題，特別是在 2011 年 9 月 15 日政府將最後一筆 23 萬 8,238 美元的外債還清以後，台灣已經沒有外債的問題，也就是所謂的「零外債」，²⁷然而這也代表新台幣 5 兆多的國債全部都是由台灣人民背負，台灣的債務問題全數轉而成為標準的內債問題。

依據台灣公共債務法規定，各級政府流量債限不得超過歲出 15%，存量債限為中央不得超過前 3 年 GNP 平均數 40%，地方不得超過 8%。²⁸依據 2012 年初的台灣財政的統計資料，目前各級政府(中央及地方)債務未償餘額預算數計新台幣 5 兆 6,532 億元，占前 3 年度名目 GNP 平均數比率為 42.56%，尚在法定債限 48%範圍內，財政狀況相對穩健。²⁹然而，距離舉債上限僅有數千億的舉債空間，在因應歐債危機尚未解除，全球景氣持續衰微的當下，台灣政府勢必仍將舉債以穩健台灣各項基礎建設與社會福利，若以換算每年增加約新台幣四千億元債務總

²⁶資料來源:聯合報 <http://blog.nownews.com/article.php?bid=692&tid=1538533>

²⁷資料來源:今日新聞網

<http://www.nownews.com/2011/09/15/91-2742609.htm#ixzz1jF4EyP6l>

²⁸各國債限規範有所不同，例如：歐盟係依據馬斯垂克條約，流量債限及存量債限分別不得超過當年度 GDP 3%及 60%；美國以法律規定舉債存量上限，2011 年 8 月 2 日美國國會通過舉債上限案，調高為 16.4 兆美元。日本則係依循年度預算編列，由議會授權訂定。

²⁹資料來源:財政部新聞稿 <http://www.mof.gov.tw/fp.asp?xItem=64057&ctNode=657>

量的現況來看，不多時就將面臨達到舉債上限的 48%臨界點，除非適時仿效美國提高法定舉債上限，否則亦將面臨舉債過高而朝野爭議的經濟發展與財政減支的兩難困境。因此，並不是零外債就代表無債一身輕。

(二) 台灣債務現況與回顧

台灣負債總額有每年逐步上升的趨勢，由台灣每人平均負債走勢圖(圖 2-13)所顯示之逐年上升即可看出。台灣的債務情況，根據財政部統計，目前中央政府累積負債加上地方政府負債，全國累計總負債已超過新台幣 5 兆元，負債比率亦逼近公債法所規定的 48%上限，若再加計目前潛藏性債務餘額新台幣 8.8 兆餘元，國債將突破新台幣 14 兆元。

然而，由圖 2-14 的台灣負債總額對 GDP 比率走勢圖進行觀察，可發現後金融海嘯時期的 2009 年至 2011 年間，台灣負債總額對 GDP 比率呈現下降趨勢。由平均每每人所承擔的負債仍持續上升而負債率卻呈現下降趨勢來進行分析，³⁰可推論 GDP 的上升幅度比負債上升來的快，由此可見 2009 年與 2010 年的後金融海嘯兩年內，台灣經濟復甦力道是著實穩健成長的。

³⁰ 台灣平均每每人所承擔的負債由 2008 年的 4943 美元上升到 2011 年 10 月的 5856 美元，呈持續上升態勢。

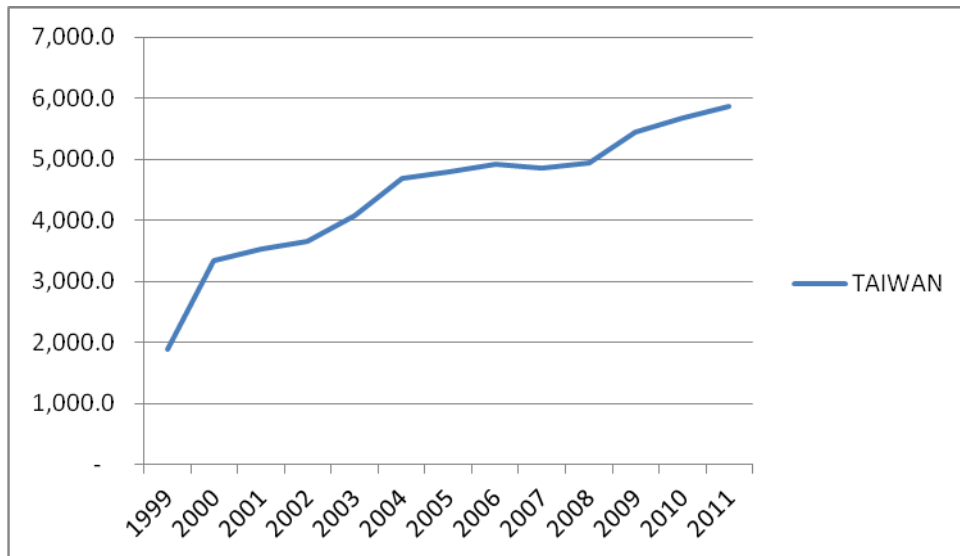


圖 2-13 台灣每人平均負債走勢圖

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

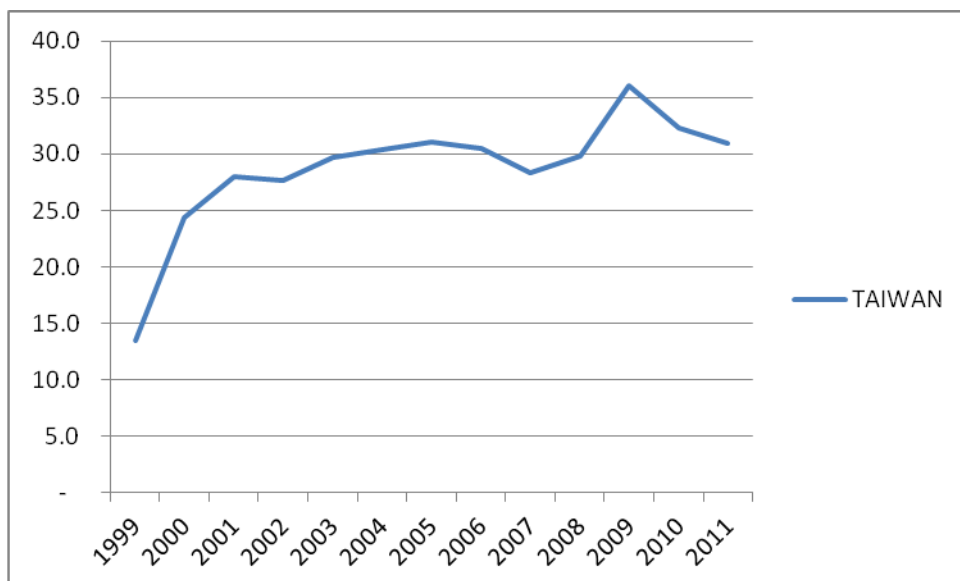


圖 2-14 台灣負債總額對 GDP 比率走勢圖

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

表 2-9 台灣負債總額與年度變動率

項目	負債總額	年度變動率
年度	單位:十億美元	%
1999	41.8	
2000	74.3	77.61
2001	78.8	6.15
2002	82.0	3.99
2003	92.0	12.26
2004	105.4	14.54
2005	108.2	2.61
2006	111.3	2.93
2007	110.1	-1.14
2008	112.2	1.93
2009	124.0	10.54
2010	131.3	5.85
2011	136.1	3.66

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

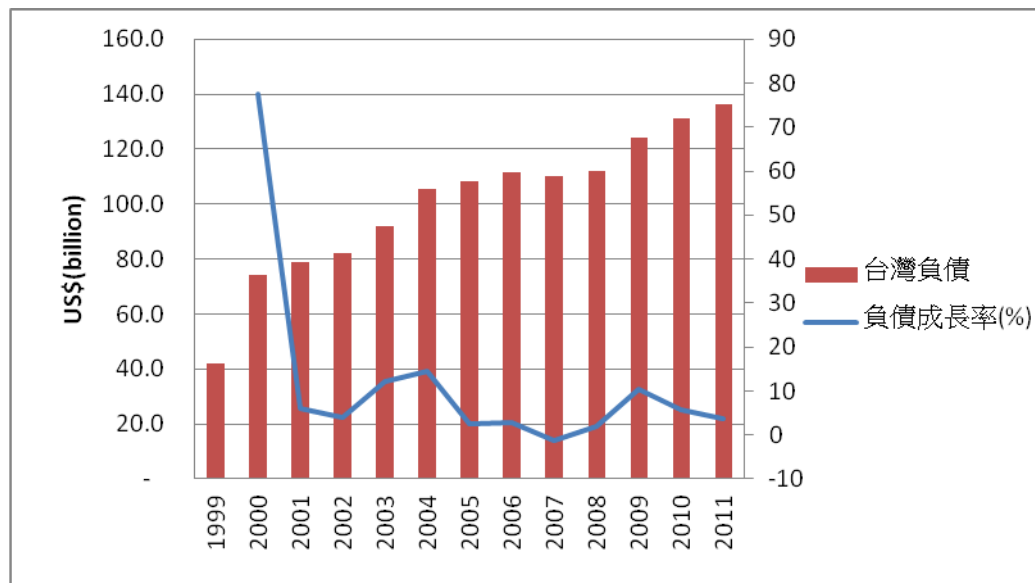


圖 2-15 台灣區負債總額與負債成長率走勢圖

資料來源：經濟學人，且資料截至 2011 年 10 月

台灣負債總額與年度變動率之數額及走勢圖，分別表列及圖示於表 2-9 及圖

2-15。由此表及圖可看出，台灣負債成長率除了 2007 年外，其它年度都是正成長，且在 2009 年金融海嘯後成長了 10.54%，直至 2011 年之當前，台灣總負債來到了 1361 億美元之數額。

(三) 台灣持有跨國債權現況

跨國債務、債權普遍存在於國際間，台灣的眾多銀行也不例外。以債權進行分析，根據央行 2011 年 9 月底的報告，³¹至 2011 年 9 月底止(參見表 2-10)，台灣銀行跨國國際債權的前十大國家中，債權餘額約略金額排序分別為美國 350.2 億美元、盧森堡 310.8 億美元、中國大陸 153.6 億美元、香港 140.9 億美元、英屬西印度群島 97.7 億美元、英國 81.7 億美元、開曼群島 60.5 億美元、印度 54.35 億美元、澳大利亞 50.6 億美元、新加坡 46.3 億美元。由此加總，台灣銀行直接風險跨國國際債權在前十大國家合計共有 1347 億美元之餘額，占我國申報直接風險跨國國際債權總額 73.64%，而其最終風險餘額共 1342.8 億美元，占我國申報最終風險跨國國際債權總額 73.79%。

表 2-10 亦顯示台灣之銀行自 2011 年 3 月至 2011 年 9 月共半年間所產生跨國國際債權於各主要國家債權餘額之統計變化，除了第 3、4 名排序的中國與香港及第 7、8 名排序的開曼群島與印度於半年內發生排序易位之外，值得一提的是，原本台灣握有債權的第 10 名債務國家為愛爾蘭，但於半年內台灣出脫對愛爾蘭的部分債權，使其排序已跳出台灣握有債權的前十大國家行列之外。於表 2-10 可看出，台灣於歐洲國家持有債權的主要債務國只有英國及盧森堡兩個國家(分別列名第 2 集第 6)，其中唯有盧森堡為歐元區國家中台灣的主要債務國之一。

表 2-10 台灣之銀行跨國國際債權餘額近半年變化前十大國家統計表
基準日：100.3.31 至 100.9.30 單位:千美元

³¹資料來源：中央銀行網站 <http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=39802&ctNode=302&mp=1>

債 務 國 名 稱			跨國國際 債權餘額	最終風險餘額
1.	1.	美國(UNITED STATES)	37,877,468	46,668,096
			35,021,344	46,959,664
2.	2.	盧森堡(LUXEMBOURG)	35,864,077	35,821,350
			31,077,040	30,869,942
4.	3.	中國大陸(CHINA)*	8,744,495	6,247,114
			15,369,370	11,716,143
3.	4.	香港(HONG KONG SAR)*	11,897,234	11,634,366
			14,095,121	12,815,353
5.	5.	英屬西印度群島 (West Indies UK)	8,718,778	3,682,909
			9,771,479	3,978,379
6.	6.	英國(UNITED KINGDOM)	7,210,475	7,071,738
			8,177,131	7,818,873
8.	7.	開曼群島(CAYMAN ISLANDS)*	5,381,094	3,156,930
			6,059,652	3,538,303
7.	8.	印度(INDIA)*	5,505,030	5,973,492
			5,435,774	6,052,702
9.	9.	澳大利亞(AUSTRALIA)	4,931,030	6,347,869
			5,061,220	6,600,965
11.	10.	新加坡(SINGAPORE)*	4,559,093	4,524,626
			4,635,144	3,926,619
合 計			130,688,774	131,128,490
			134,703,275	134,276,943

資料來源：本研究整理自中央銀行資料

- 註:1. 「跨國國際債權」係指本國銀行（含 OBU 及國外分支機構）對非本國居民未經風險移轉之債權。
2. 「最終風險餘額」係指將跨國國際債權依最終借款人國別重新歸類後之國家別債權金額。
3. 本表包括本國銀行自有資產及信託資產之跨國國際債權。
4. 美國包括美屬薩摩亞、關島、波多黎各、北馬里亞納群島及美屬維爾京群島；英屬西印度群島包括英屬安圭拉、英屬維爾京群島、聖克里斯多福、安地卡及巴布達、蒙瑟拉特島。
5. 排名順序依「跨國國際債權餘額」為基準。
6. 「跨國國際債權餘額」及「最終風險餘額」之上、下儲存格分別為 100.3.31 及 100.9.30 的統計資料金額。
- 7.*表示 100.3.31 至 100.9.30 台灣之銀行跨國國際債權餘額排名順序於半年間產生變化之國家。

由於英國及盧森堡兩國皆非當前歐債危機的主要發生國家，其經濟財政體質相對而言尚稱穩健，因此台灣於此波國際債信所產生的信用及市場直接風險可謂較低，而讓愛爾蘭逐出於債權持有之前十大國家名列之外，亦有其對台灣民眾的穩定軍心之意。

另外，台灣持有國際債權餘額最高的國家為美國，數額高達 350.2 億美元，雖然研究顯示美國亦為國際間債台高築的主要國家之一，且經歷過金融海嘯的嚴峻衝擊後，經濟體質一蹶不振，然由於美國仍為世界經濟的前導國，其政策走向仍受著世人的信心支撐，相較於歐債問題，影響與衝擊顯然較為微弱，因此現今仍為台灣所持最多債權餘額的國家。然而，為了減少未來高額債務所可能帶來的衝擊，台灣自 2011 年 3 月至 9 月共半年間，已將債權持有餘額之第 1 及第 2 名的美國及歐元區內國家的盧森堡，分別將債權餘額自 378.8 億及 358.6 億美元降低至 350.2 億及 310.8 億美元；另外相反的，為防範全球債務危機所可能導致的衝擊，台灣政府將債權餘額轉向到中國大陸及香港等地。同樣由表 2-10 可看出，2011 年 3 月至 9 月半年間，台灣將所持有債權餘額第 3 及第 4 名的中國大陸及香港，分別自 87.4 億及 119.0 億美元提升至 153.7 億及 141.0 億美元。

表 2-11 則是有關台灣銀行跨國國際債權 2011 年第三季的資料，如圖所示，在一年以內到期的債權金額為 1275.5 億美元，佔債權總額 69.73%，而超過一年以上到兩年的債權金額為 140.5 億美元，佔我國債權總額 7.68%，而兩年以上的為 413.1 億美元，佔我國債權總額 22.59%，值得注意的是跟上一季相比，超過一年以上至兩年的債權，增加了將近 11% 的比例。

表 2-11 台灣銀行跨國國際債權直接風險分析表—期限別及部門別

基準日：100.9.30

單位：千美元

期限別及部門別		100.9.30		100.6.30		比較增減	
		金額	%	金額	%	金額	%
期限別	1 年（含）以內	127,550,930	69.73	136,884,480	71.97	-9,333,550	-6.82
	超過 1 年以上至 2 年	14,050,329	7.68	12,660,049	6.65	1,390,280	10.98
	超過 2 年以上	41,312,219	22.59	40,658,788	21.38	653,431	1.61
	其他	0	0.00	0	0.00	0	—
部門別	銀行	39,551,092	21.62	39,311,946	20.67	239,146	0.61
	公共部門	4,505,565	2.46	4,476,831	2.35	28,734	0.64
	非銀行之私人部門	138,856,821	75.92	146,414,540	76.98	-7,557,719	-5.16
	其他	0	0.00	0	0.00	0	—
合計		182,913,478	100.00	190,203,317	100.00	-7,289,839	-3.83

資料來源：中央銀行

註：1. 「跨國國際債權直接風險」係指本國銀行（含 OBU 及海外分支機構）對非本國居民未經風險移轉之債權。

2. 本表包括本國銀行自有資產及信託資產之跨國國際債權。

3. 本表「期限別」資料係依跨國國際債權之剩餘期限區分。

而用部門別來看，在 2011 年第三季銀行部門之債權金額為 395.5 億美元，佔我國債權總額 21.62%，公共部門之債權金額為 45 億美元，佔我國債權總額 2.46%，非銀行之私人部門之債權金額為 1388.5 億美元，佔我國債權總額 75.92%，值得注意的是跟上一季相比，公共部門持有國際債權的比例約增加了 0.6 成。

表 2-12 台灣銀行跨國國際債權直接風險分析—國家類別及地區別

基準日：100.9.30 單位：千美元

國家類別及地區別		100.9.30		100.6.30		比較增減	
		金額	%	金額	%	金額	%
國家類別	工業國家 (Industrial Countries)	98,804,694	54.02	110,405,096	58.05	-11,600,402	-10.51
	境外中心 (Offshore Centres)	42,776,403	23.39	40,710,205	21.40	2,066,198	5.08
	開發中國家 (Developing Countries)	40,997,126	22.41	38,629,217	20.31	2,367,909	6.13
	國際組織 (International Institutions)	321,422	0.17	445,147	0.23	-123,725	-27.79
	其他 (Unallocated)	13,833	0.01	13,652	0.01	181	1.33
地區別	歐洲地區 (Europe)	57,883,027	31.64	66,659,293	35.05	-8,776,266	-13.17
	亞洲及太平洋地區 (Asia and Pacific)	60,576,118	33.12	56,557,227	29.73	4,018,891	7.11
	美洲及加勒比海地區 (America and Caribbean area)	56,439,803	30.86	58,651,920	30.84	-2,212,117	-3.77
	非洲及中東地區 (Africa and Middle East)	7,679,275	4.20	7,876,078	4.14	-196,803	-2.50
	國際組織 (International Institutions)	321,422	0.17	445,147	0.23	-123,725	-27.79
	其他 (Unallocated)	13,833	0.01	13,652	0.01	181	1.33
合 計		182,913,478	100.00	190,203,317	100.00	-7,289,839	-3.83

資料來源：中央銀行

註：1. 「跨國國際債權直接風險」係指本國銀行（含 OBU 及海外分支機構）對非本國居民未經風險移轉之債權。

2. 本表包括本國銀行自有資產及信託資產之跨國國際債權。

表 2-12 是有關台灣銀行跨國國際債權，在 2011 年第三季，依國家類別來區分，在工業國家之債權金額為 988 億美元，佔債權總額 54.02%，而在境外中心

之債權金額為 427.7 億美元，佔我國債權總額 23.39%，而開發中國家之債權金額為 409.97 億美元，佔我國債權總額 22.41%，而在國際組織之債權金額為 3.2 億美元，值得注意的是跟上一季相比，開發中國家的債權，增加了將近 6% 的比例。

而用地區別來看，在 2011 年第三季，歐洲地區之債權金額為 578.8 億美元，佔我國債權總額 31.64%，亞洲及太平洋地區之債權金額為 605.7 億美元，佔我國債權總額 33.12%，美洲及加勒比海地區之債權金額為 564.3 億美元，佔我國債權總額 30.86%，非洲及中東地區之債權金額為 76.7 億美元，佔我國債權總額 4.2%，國際組織之債權金額為 3.2 億美元，佔我國債權總額 0.17%。

第二節 債務衝擊與危機蔓延理論

由第一節彙總可知，當今大環境是充斥在一個全球債台高築的情形，而各國的高舉債情況，如果發生問題是否會傳導影響到其他國家並造成傷害，而影響的程度又是如何，關於此點我們可以從國內外學術與實務專家對金融危機所產生蔓延效果(或稱傳染效果)(contagion effect)之研究來探討。

依照世界銀行(World Bank)對「傳染」(contagion)的定義，可分為廣義、狹義及最狹義三個等級，廣義的傳染，是指市場與市場之間衝擊的傳遞或一般的外溢效果，但衝擊並不分正面及負面，也不與危機(crisis)有關聯；較嚴格的傳染定義指市場間相關性或共同移動(co-movement)的現象；最嚴格的傳染，則指在某一危機發生期間，市場間的相關性較平時顯著增加。文獻上，危機傳染理論中的傳遞機制說明了當不同市場之間若存在有共同移動或共同趨勢的特徵，則一個市場的衝擊會傳導至另一市場。但學者對傳染的定義也有分歧，Dornbusch, Park and Claessens (2000)認為傳染效果是指市場間的連結或共同移動程度在某個衝擊過後顯著增加的現象。Forbes and Rigobon (2002)則提出了非危機偶發理論(non-crisis-contingent theories)與危機偶發理論(crisis-contingent theories)闡述傳染理論，前者認為傳染效果中的傳遞過程若是由衝擊發生前即已存在的連繫途徑所導引，此並非傳染，只能稱為相互依存，並強調衝擊的傳導只是事前連繫途徑的延續，傳遞機制永遠都是相同的。在危機發生後，市場間的連動並不會增加，其關連只與經濟基本面相關；後者認為若傳遞過程是由原先存在之聯繫途徑的增強或減弱，或由外生衝擊所衍生的其他途徑所引起，即在危機發生後，傳遞機制因發生了結構性的變化(structural break)使得市場間的連結增加，此才能稱為傳染效果。

在探討國際金融市場中危機蔓延或傳染效果的學術文獻有許多，說明了國際間一個國家或區域發生金融危機時，會將風險及危機傳遞並衝擊到其他金融互動

之國家與地區。以不同的方法論進行探究，可發現，Eun and Shim (1989)及 Kasa (1992)以相關係數對紐約、巴黎、法蘭克福、多倫多、蘇黎世、倫敦、東京、雪梨與香港等地股票市場進行關連性的實證，發現這些股市有共同趨勢存在，支持股票市場長期間具有共同移動現象，此符合世界銀行對傳染的第二級定義。Hamao, *et.al.* (1990)檢測 1987 年美國股市危機期間，紐約、倫敦與東京三大股市之間股價關連性的傳遞順序，發現了從紐約傳到東京、紐約傳到倫敦，以及由紐約、倫敦到東京的外溢順序。Lee and Kim (1993)用股市報酬的相關係數，檢測 1987 年美國股市的崩盤對英國與日本等多個國家股市的影響，實證結果發現美國股票市場崩盤使得多個市場間的相關係數顯著增加，支持存在傳染效果。Kanas (1998)探討在 1983 年到 1996 年間美國股市與倫敦、德國、法國、瑞士、義大利、荷蘭等六個歐洲股市之間的長期均衡關係，結果發現 1987 年美股危機期間，美國股市與此六個歐洲股市之間沒有共整合關係，並進一步分析倫敦、巴黎及法蘭克福三個股市之間是否有資訊傳遞不對稱效果(asymmetric effect)與股價報酬率波動性的外溢效果，其結果發現在美股崩盤之後，此三地股市間股價波動的外溢效果顯著增加，支持此三個市場間存在傳染效果。Ghosh *et al.* (1999)探討美國與日本在 1997 年亞洲金融危機期間，對亞洲地區國家的股市的影響力，結果顯示在亞洲金融風暴前，香港、印度、南韓與馬來西亞股市與美國股市存在顯著相關；印尼、菲律賓、新加坡股市則與日本股市的連結性較高；而台灣和泰國比較不受兩者的影響。而在亞洲金融風暴期間，美國股市仍與香港、印度、南韓與馬來西亞股市關聯性較強，而印尼、菲律賓、與新加坡股市則仍受日本股市影響較顯著，都是僅存在相互依存效果。Cha and Oh (2000) 探討自 1980 年到 1988 年間，已開發市場與亞洲新興市場間的關係，實證結果顯示在 1987 年美股崩跌後，美國對香港、新加坡的影響力有較之前顯著，有傳染效果，而美國對南韓、台灣的影響力則沒有改變，僅有相互依存效果；日本在 1980 年到 1987 年間對亞洲四小龍並沒有顯著的影響力，但在美股崩跌後，對亞洲的影響力卻逐

步增強，則存在傳染效果。Sheng and Tu (2000)發現包括台灣、美國在內的 12 個環太平洋國家，在亞洲金融危機前，股票市場不存在共整合關係，但在金融危機期間，則出現共整合關係，進一步的變異數分解顯示沒有一個國家，在金融危機期間，具有外生性特質，存在傳染效果。Nagayasu (2001)則發現在亞洲金融危機期間，泰國的通貨危機經由匯率影響到菲律賓產業類股指數的傳染效果。

另外，Forbes and Rigobon (2002)分別檢測在 1987 年美國股市危機、1994 年墨西哥披索危機及 1997 年亞洲金融危機期間是否存在傳染效果，結果發現東亞九國（香港、印尼、日本、南韓、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣、泰國），拉丁美洲三國（阿根廷、巴西、智利），OECD 十二國（澳洲、比利時、加拿大、法國、德國、義大利、紐西蘭、西班牙、瑞士、英國、美國）及其他的三個新興國家（印度、俄羅斯、南非）共二十七個股市樣本間，大多不存在有相關係數顯著改變的傳染效果，僅存在相互依存效果。Caporale, Cipollini and Spagnolo (2005)亦指出亞洲金融危機期間，香港、日本、南韓、新加坡、台灣、馬來西亞等六個主要股市，共移的程度有顯著增加，會出現傳染效果。Kiani (2009) 則以 1997 年七月發生的亞太金融危機(AFC)作研究，指出此次危機爆發最主要的原因就是債務的管理不當。最明顯的例子如 2008 年 9 月 15 日開始爆發的金融大海嘯，由 Krishnamurthy (2010)研究中可得知此次金融風暴對債券市場的影響以及債券市場為何失靈，從美國兩房危機為始，接著擴大到著名投資銀行「雷曼兄弟」使之破產，接著美國最大商業保險暨壽險公司(AIG)出現危機，由於現金國際間的資金流動已趨頻繁，國家間舉債藉由發行債券籌資已是普遍方式，因此，當兩房這類被標準普爾公司評比為 AAA 級的公司發行債券時，各國便將手中大量閒滯之資金投資於此，然而也因此，當兩房無預警破產後，世界各國所遭受到的衝擊會如此嚴重，如 Candelon and Palm (2010)即在討論次貸危機對歐洲國家的潛在影響。若以台灣所面臨之狀況，許多金融業甚至還持有像雷曼這類非 AAA 評等之公司發行的債券，和其他與 AIG 有簽訂保險契約的公司，遭受到的

衝擊更非比一般。而全球債台高築對保險公司之影響尤為甚大，現今保險觀念的灌輸以及保險公司的普及程度，使各國對於國內龐大的債務會利用再保險(reinsurance)的方式將風險轉手他國，使各國間的債務一環扣著一環，而 AIG 就像是保險界最大的靠山，一旦發生問題，則影響將涉及全球的保險公司。

第三節 債務帶來的衝擊與影響

國家債務是評量政府施政的重要指標之一，更是跨國企業考慮是否投資該國的重要參考因素，因此世界知名研究與信評機構皆會定期檢視各國的債務情形，以提供全球投資者作參考。³²然而一個國家發生債務危機可能會影響到眾多層面，除了危機發生國自身的經濟成長率會受拖累外；還有可能會導致未來納稅人稅制結構的改變，稍有處理不慎甚至會有債留子孫以及擴大貧富差距的隱憂；再來，高額度的負債會降低國家的國際債信評等，進而影響外資的投資量，降低國際競爭力；更壞的結果是透過眾多金融傳導的渠道影響到其他國家，由區域性危機擴大至全球性的金融危機。

對於債務產生的影響如 Koray (1987)中提到，未預期的國內政府債務增加將會對貿易餘額產生不利的衝擊。而國家的債務安全也會改變該國主權債務評等，Kaminsky and Schmukler (2002)指出國家評等的影響不只是最直接的債券市場，也影響了股票市場，且該影響將會在國際間蔓延開來，意即衝擊不單單只對一個國家，對於臨近國家都會慢慢的受其干擾；而國家外部負債也並非沒有益處。Maghyreh (2003)以約旦為例，研究指出外部負債佔 GDP 的比值在 0.53 時是最佳的情況，但若遠離這個數值則對國家較有不好的影響，此外，外部債務影響經濟成長的管道。Morley and Fishlow (1987)以圭亞那研究，實證結果指出債務金額愈高，經濟成長率愈低，兩者呈現負相關。Presbitero (2006)談到外部負債過高會導致流動性受到限制，進而影響總體經濟使其不穩定，且會降低生產總值，並阻礙總經政策和制度發展。Tempelman (2007)同樣也指出過高的外部負債會對經濟成長產生不利的影響，且該負債影響最直接的是未來的納稅人。Hameed *et al.* (2008)以巴基斯坦作為研究對象，結果外部負債對經濟成長的影響也得到相同的

³²引用自國家政策研究基金會，「國債高漲，國家真正危機」，作者鄧哲偉。

<http://www.npf.org.tw/getqr/3602>

結論。另外 Kraay and Nehru (2006)則提到三個影響償債能力的潛在因素包括一國的債務負擔能力、政策和機構的品質，以及其所受的衝擊；以 Huh *et al.* (2005) 所得之結果來看，以跨期預算約束模型(intertemporal budget constraint model)研究亞太金融風暴曾受波汲的國家如韓國、馬來西亞、印度尼西亞、菲律賓和泰國，實證結果證明其個級政府債務是不穩定的，諸如這類曾受嚴重金融災難的國家來看，債務負擔能力已然大幅削減，若國家債務發生任何問題，所遭受的衝擊必定是相當大的。對於債務融資預算赤字的運用也並非只害無益，Osinubi *et al.* (2010) 談到若債務融資是為了維持債務比率在某一平衡，則將可以避免債務過剩的問題，且可以將外部借款的利益最大化，換言之若債務的使用適當，則可不避擔心舉債過高，還可以做為資金融通的管道，Corden (2010)談到若現在的舉債過高，則所累積下來的大筆債額將禍及未來的子孫納稅人。

當前的各國政府均面臨入不敷出、債台高築的財政危機，一般而言政府本應開源節流以解決財政困境，然而事與願違的是金融海嘯風暴後的復甦跡象尚未明朗，寬鬆貨幣政策或擴張性財政政策成為政府挽救經濟的重要手段，在本是赤字累累的債務上還要進一步舉債救經濟，看似矛盾卻又無可避免，最近甚至有諸多學者提出舉債救市若無法一步到位可能會導致「二次衰退」的隱憂。³³總而言之，未來債務危機究竟會如何進一步發展尚耐人尋味，但可以肯定的是，先不提台灣本國的經濟體質是否夠穩健，當今全球債台高築的情形在歷史上是少見的，未來此種特殊的全球債台高築情勢必定會對台灣的經濟面與金融面或多或少產生國際連動的實質衝擊影響，此衝擊影響可能直接亦可能間接，可能短期發生亦可能長期發生，全球債台高築之後市如何發展及其可能產生的影響，如何透過各種方法將其深入分析探討，並提出相關政策建議，實為此刻企業營運及政府施政所正關切的重要課題，因此，在以下章節本研究將針對研究方法做詳細介紹。

³³ 時報周刊-文茜語錄

<http://money.chinatimes.com/news/news-content.aspx?id=20110628002307&cid=1206>

第參章 研究方法

本章主要依據研究之動機與目的，規劃出本研究的設計與實施，研究方法以資訊探尋蒐集、綜合專家座談、個別專家深入訪談，希冀透過蒐集有關金融體系與負債間的相互影響關係。於資訊探尋蒐集中，希望透過歷史研究法及田野調查法，利用有系統的蒐集及客觀的評論過去發生之事件有關的資料，並尋找有關之重大金融事件作為輔助，找出國際間的債務問題可能影響台灣的管道，最後再進行整理、分析、比對、歸納，企圖找到並分析當前全球債台高築情況對台灣所可能產生的衝擊與其影響。

在綜合專家座談與專家訪談方面，本研究希冀透過舉辦綜合專家學者之座談會，廣收集各產、官、學專家意見，並追蹤專家之意見進行更深入訪談，藉綜合所得之結果，希冀提升研究的完備性，務實探尋全球債台高築情況對台灣所可能產生的衝擊，並依諸多專家學者之看法與建議，研擬出適合台灣且可行的應對防範配套措施。

最後，針對所得結果進行更深入分析、研擬可能發生對台灣金融業的衝擊嚴重性，並規劃適時適用的妥善防護屏障，制訂出衝擊發生時所該採取的完善配套與因應措施。

因此，本章研究方法共分為兩節，分別為資訊探尋蒐集及專家座談與訪談。針對研究方法所得初步資訊，進一步整理、分析、比對、並歸納，期盼所得最終結果能夠對本研究計畫得到有利進行全球債臺高築所可能產生對全球及台灣的衝擊影響及因應之道的詳細敘述，並提出全文的結論、建議與貢獻。

第一節 資訊探尋蒐集

一、資訊探尋蒐集

於「資訊探尋蒐集」中，本研究使用歷史研究法經由廣泛並深入蒐集日本舉債額度之現況、美國舉債額度之現況、歐洲舉債額度之現況及台灣舉債額度之現況，分別進行資訊之比對分析與相關文獻之回顧與探討。嘗試經由各債務國之現況分析，並參考過往債務國因過高舉債額度進而引爆全球性金融危機的歷史事件中，結合相關文獻之探究，以找出當前全球債台高築情形所可能對台灣產生之衝擊。

(一) 歷史研究法：

此法是透過有系統的蒐集及客觀的評鑑過去發生之事件有關之資料，並分析這些事件之因果和趨勢，經由準確的描述及解釋，使資料有助於闡釋現在情況甚至能預測未來的一種方法。而歷史資料的種類依項目的類型區分則可分為文件、數量記錄、口頭記錄和遺物等四種。

而本研究主要以過往的金融重大事件為基礎，並透過過去針對這些事件所採取的因應措施做歸納整理，尋找其中是否有重複出現的應對方法，並分析其套用在未來事件的可能性。

(二) 田野調查法：

一般所謂的田野調查法是透過觀察及訪談為主要的資料蒐集方法，這種研究方法，特色在於（1）研究對象是較大的群體（2）研究的變數至少兩個以上，以便研究變數間的相關性（3）在研究前，要先定義所要研究的概念（4）性質上主要是數據的收集和分析，屬於量的研究。此方法和因果關係研究法最大的差異在

此方法討探的是兩事件或兩變數如何互相影響，而不是某事件如何導致另一事件。

為取得更可靠之資訊，除了歷史研究法外，將同時使用田野調查法之方式進行。結合歷史研究法及田野調查法之精髓，更能找出此次案件所需要的結論，亦即以大量的資料蒐尋為主，以過去事件為主要歸依，並透過座談會及個別專家訪談來強化資料內容，藉由此領域專家所提供之意見，來歸納此次債台高築最適當或最有效的應對措施。

第二節 專家座談與訪談

本研究另舉辦三次的「綜合專家座談」，並進行個別專家深入訪談，以各產業之高階經理人、金融專業學者、全球經濟觀察家及法律人士為主要之座談會邀請對象，期盼藉由如此多元的金融實業家、專家、學者之座談會發言意見，整理出有利本研究釐清問題之心得內容，俾有助本研究問題發掘目的之達成。

一、綜合專家座談

本研究希冀由座談會廣納多方面專家學者發言意見，整理出有利研擬本研究「全球債臺高築之衝擊與因應」之因應對策。(座談會會議內容參見附錄一、附錄二、附錄三)

舉辦座談會的目的在於透過產官學三方面專業人士的見解，深入分析目前全球債台高築問題所可能造成之衝擊與因應，並以全球、台灣觀點兩大面向進行研析，冀望對每個問題提出精闢的見解，並針對問題的發生進行防範以及提出解決之道，不論是提供政府單位作為擬定相關對策之參考，或是金融業者作為防範策略之擬定參考皆適宜。

進行座談會的問題設計時，首先收集全球債務的相關文獻及網路資訊，以設計預設問題，藉由金融業界從業人員進行專家訪談方式以及透過座談會的方式邀請金融業界的中高階主管及相關學者以座談會的方式進行深入訪談，以增加問題內容的可信度及研究的準確性。最後由各方向資訊之蒐集，再分別依日本、美國及歐洲三大債臺高築之國家區域，依發生情形之可能性，設計共十三項全球債臺高築可能產生的預設問題，如表 3-1 所示。希望藉由本研究預設問題之探詢，得到訪談及座談會與會專家之宏觀回應與深入見解，本研究再經最後整理、歸納，嘗試做出完整的結論報告分析。

表 3-1 全球債臺高築所可能產生的預設問題

(一) 當今歐洲債務危機風波未平，根據危機蔓延理論，一國的債務問題會透過眾多管道擴大影響到鄰近國家，目前歐債風暴遲遲未解，而日本也為一債臺高築的先進國家，請問：	
1	目前歐元區貨幣持續貶值，導致日圓強勢升值，若歐債問題再惡化，全球經濟下滑，日本成為世界基金的避險國家，使日圓持續處於高檔或再升值，根據您的看法，會對日本本身造成何種後果呢？
2	若歐債依目前的解決途徑有解的話，日圓將貶值回到應有水準，然而根據數字，目前日本為舉債程度最高的國家，請問日本是否可能成為下一個債務危機的未爆彈呢？(請就金融面或政府面來分析)
3	此外，對於其國內的主要金融機構之營運及金融市場會產生何種影響？
4	對此，我國金融機構是否有必要為此建置危機分析，危機控管機制？若有，應從何方面開始著手？
(二) 美國自從次級房貸風暴爆發以來，景氣持續低靡，失業率維持在高檔不下，現今又爆發舉債危機達到債務上限問題，雖然經過修法上調，但也導致目前聯準會無法再用量化寬鬆政策刺激景氣，前一陣子祭出的扭轉操作政策甚至被人詬病有黔驢技窮之嫌，請問：	
5	現今，美元仍被視為最佳的避風港，造成量化寬鬆後美元並未有貶幅的趨勢，請問您怎麼看待這種情況？對將來美國的債務問題又會有何衝擊？

6	美國的扭轉操作政策在利率已經達到歷史低點的時點推出，試圖再進一步壓低長期利率扭轉景氣，請問您怎麼看待這次政策的成效？
7	此外，對於其國內的主要金融機構之營運及金融市場會產生何種影響？
8	我國金融機構是否有必要為此建置危機分析，危機控管機制？若有，應從何方面開始著手？
(三) 歐盟成立以來，沒有獨立的財政部門一直是他們的問題，因為並沒有一體適用的財政政策以救急目前的債務危機，如今希臘債務及至歐債五國問題爆發，各國又沒有貨幣自主權情況下，歐債問題每況愈下，試問：	
9	各國現今極力搶救希臘，試問希臘債務是否有解？若無解的情況下，則有可能導致債權人一連串的追債行動，那麼下一個可能違約國家可能是哪一國？又後續有何可能發展？
10	有鑒於此次歐債五國危機，若歐元區有共同財政部，則未來歐元區應該如何應對如是的債務危機問題？
11	此外，對於歐元區各國國內主要金融機構之營運及金融市場會產生何種影響？
12	希臘問題發展至今，歐元區對於成員國產生極大的爭議，有些人認為希臘應該退出，有些人則認為德國退出較好，試評論歐元區的未來。
13	對我國金融機構是否有必要為此建置危機分析，危機控管機制？若有，應從何方面開始著手？

二、專家深入訪談

在「專家深入訪談」方面，本研究各參與人員，依自己所接觸之各產業專業人士或全球宏觀經濟觀察家，安排適當之訪談時點，依本研究之動機與目的，盡可能的進行各式深入之訪談，希冀所得之心得結果，結合其它方法之所得發現，進行分析、比對、歸納，找出所可能產生的衝擊問題所在。專家深入訪談有其訪談內容較彈性、訪談細節較深入等諸多好處，但亦有其訪談對象太侷限、而訪談內容太主觀...等諸多缺點(詳細訪談內容請參照附錄四)。

第肆章 全球債務衝擊各國政府因應策略分析

第一節 全球債臺高築的國際影響

一、全球債臺高築對國際金融市場之衝擊

(一) 前言

金融海嘯之後，全球各大經濟體紛紛傳出債務高舉之窘境，更在部分國家償債期限到來而還款能力有限之困境下，國際投資客及金融市場觀察家擔心著國際間各主要國家主權債務違約風險增加而市場波動加劇所可能帶來的全球金融市場連鎖動盪，國際間普遍蔓延著一股投資風險加劇之隱憂，也加深了國際投資客及金融市場觀察家對全球金融市場重陷衰退的疑慮。投資人擔憂著全球「二次衰退」的發生，甚至預測美國的財政危機、中國的經濟降溫、歐洲的債務重整、以及日本經濟成長停滯將可能合而為一，而在 2013 年掀起一波足以毀滅全球經濟的「完美風暴」。2010 年起，二年多以來在國際組織聯袂出手嘗試運用各式紓困管道，但仍然無法實質有效解決當前全球債臺高築的風險危機，甚至各主權債信危機有增無減的情況下，更令市場人士認為此預測中的「完美風暴」有可能在 2012 年提前到來。

仔細分析各大經濟體債務高舉之結構內涵，發現各自有其不同之處。首先，日本舉債過高，拖累日本本國經濟之發展，但由於日本國債多半由該國大型機構法人及其居民所持有，直接影響乃其自身的經濟問題為主；美國債信遭致調降，但國際投資客及各國政府對美國的國際地位與債務的償還性仍抱持極大的信心，因此，美國高額債務只是令國際間擔憂那些美國為減輕本國負擔所施予的一些影響國際貨幣動向的貨幣政策罷了；至於歐盟國家，由於 PIIGS 等國驚爆高額負債，且償債能力有限，致使國際間骨牌效應的讓歐債危機在「後金融海嘯」時

期迅速蔓延開來，讓全球金融市場才剛脫離金融海嘯陰影就又被捲入全球另一波金融危機之中。而歐洲主要國家及歐債五國不啻外債負債總額高築，其每人平均的舉債額度亦處於相當高負擔的水位，無論觀察自外債總量、人均外債、外債與 GDP 佔比皆可觀察到歐洲主要國家及歐債五國高額負債的現象，也難怪會嚴重衝擊全球，產生國際間債務危機的偌大隱憂。

(二) 投資風險隱憂、風險指標走揚

由於歐債危機的蔓延與加深，國際間三大金融風險指標(CDS、VIX、公債殖利率)紛紛走揚。首先，在歐元區債市陷入混亂之際，希臘、愛爾蘭、葡萄牙、西班牙與義大利等國的信用違約交換(credit default swap, CDS)費率皆節節攀升³⁴，顯示投資人對歐債五國的償債能力產生很大的質疑。據信用違約交換價格服務公司 CMA 報價，歐債五國的 CDS 不斷揚升，以 5 年期 CDS，愛爾蘭攀升至 816 點，葡萄牙上升到 837 點，義大利上升至 580 點，西班牙則上升至 464 點，而於 2011 年 11 月希臘 5 年期公債的 CDS 費率更竄升至 6300 點以上的歷史新高。

再由芝加哥選擇權交易所波動率指數 (Chicago Board Options Exchange Volatility Index, VIX)來分析歐債危機之波動影響。³⁵此波歐債危機所造成金融市場的動盪，已然到達相對較高恐慌指數的水位。2011 年 8 月到 11 月期間 VIX 指數幾乎都處於 30 以上，甚至超過 40，顯示市場上呈現極為恐慌的氣氛，參考 2008 年金融海嘯時期所造成的最嚴重一次金融恐慌，當時指數竄升至 70 的高度恐慌表徵，接踵而來的便是全球股市全面下挫，而台灣金融層面無論股市或匯市都遭

³⁴信用違約交換 (credit default swap, CDS) 是現今國際金融市場上交易廣泛的「信用衍生性金融商品」，可供信用提供者（放款人或債權持有人）規避信用風險的契約，交易主體分別是「違約風險保護買方」（protection buyer，通常為銀行）與「違約風險保護賣方」（protection seller）。銀行可藉由 CDS 將風險以保險費轉嫁給他方。

³⁵ VIX 指數：用以反映 S&P 500 指數期貨的波動程度，測量未來三十天市場預期的波動程度，通常用來評估未來分險，因此也有人稱其為「恐慌指數」。通常 VIX 指數超過 40 時，表示市場對未來的非理性恐慌，可能於短期內出現反彈。相對的，當 VIX 指數低於 15，表示市場出現非理性樂觀預期(irrational exuberance)，可能會伴隨著賣壓殺盤。

致甚大的損傷；同時期於實質面重創企業獲利，產生一連串的企業倒閉潮，金融業資產面臨債權無法全數收回的窘境，或企業員工無薪假，造成失業率攀升，國家景氣衰竭的困境。

PIIGS 各國家瀕臨大筆債務還債日期接連到來或債務即將破產之危機，為融通還債能力，新債還舊債「以債養債」便成為多個債務危機國家所施予的應急對策(表 4-1 為歐洲各國銀行於 2011 年底所統計，為解決債務問題所需增資的金額)。由於此些歐洲國家償債能力受到質疑，歐洲主權債務危機因此更持續擴大，標普、惠譽與穆迪等信評機構因而陸續調降歐債五國的國債信評等，使得歐洲國家標售國債的難度逐步升高，公債殖利率也因此節節推升。義大利償債日期接踵到來所引發高檔公債殖利率就是最好的例子，為「以債養債」，義大利終至 2011 年 11 月間公債殖利率飆破 7% 的義大利舉債危機上限，激增其未來還債之成本。

36

表 4-1 歐洲各國銀行為解決債務問題所需增資的金額

國家	所需資本(百萬歐元)	國家	所需資本(百萬歐元)
希臘	30,000	賽普勒斯	3,587
西班牙	26,161	奧地利	2,938
義大利	14,771	瑞典	1359
法國	8,844	挪威	1312
葡萄牙	7,804	斯洛維尼亞	297
德國	5,184	丹麥	47
比利時	4,143		
總計			106,447

資料來源：歐洲銀行監管局(EBA)

³⁶ 義大利財政部 2011 年 11 月 29 日標售三種天期的公債總共 75 億歐元，接近原先設定的 80 億歐元上限。其中，35 億歐元的 3 年債平均得標殖利率達 7.89%、10 年債得標殖利率達 7.56%，紛紛創下歐元史上新高。

(三) 違約風險增加、債信評級調降

目前全球債臺高築，在多個債務高舉國家的還款期限到來而還款能力有限的現階段情境下，國際間普遍蔓延著一股主權債務都有可能違約的說法。如此違約風險逐步升高，而投資風險逐漸增加的當前國際金融情勢下，各已開發國家及各大相關金融機構之信用評等多有被調降的疑慮。

2009 年元月，標普便首先開了第一槍調降希臘的信評，從 A 調降到 A-，並列入可能再調降評等的負向展望名單後，希臘債務亦顯嚴重之問題浮現檯面；又當 2009 年 12 月國際三大信評機構³⁷紛紛調降希臘主權債評後，歐洲主權債信危機遂迅速開展而造成國際金融情勢的日益恐慌。2010 年後半年，三家主要國際信評機構更陸續給予已開發國家及各大金融機構的投資信評多以「負面展望」開出，全球投資信心因之潰散。若單就 PIIGS 五國最近信用評等屢遭調降的情況，可來分析歐洲債務危機最新發展情勢，由表 4-2 可知，三大信用評等機構相繼調降 PIIGS 主權信用評等，其中希臘早在 2010 年底就被各信評機構降至垃圾級主權債務，而 2012 年 1 月 13 日標普一舉調降歐元區 17 國中的 9 國主權債信，除了法國與奧地利的頂級 3A 信評，雙雙下調 1 級至 AA+ 外，債務告急的義大利、葡萄牙、西班牙與賽普勒斯的債信評等，更遭標普大砍 2 級，這其中葡萄牙債信亦被打入垃圾等級，而歐洲第三大經濟體義大利的債信也離垃圾等級不遠。³⁸另外，惠譽亦於 2012 年 1 月 27 日再次調降義大利、西班牙等五個歐元區國家的債信評級，並將五國債信展望提為「負向」，擔心這五國恐不堪市場動盪，而融資能力進一步惡化。這其中，義大利、西班牙及斯洛凡尼亞信評被紛紛調降二級(義大利的信評由 A+ 被調降至 A-，而西班牙及斯洛凡尼亞的信評由 AA- 被調降至 A)。其餘兩國比利時及塞浦路斯分別從 A+ 降一級為 A 及從 BBB 降一級至

³⁷ 三大信評機構惠譽、標普及穆迪分別於 2009 年 12 月 8 日、16 日及 22 日，各調降希臘主權債評一個等級。(詳表 4-1)

³⁸ 2012 年 1 月 13 日標普一舉調降歐元區 17 國中的 9 國主權債信，造成國際金融市場的動盪，市場觀察家稱之為新一波的「黑色星期五」。

BBB-。由於歐債風暴持續增溫，歐債危機罩頂，除了歐元區國家的信評被大為持續調降之外，歐洲多家大型金融機構，因主權債務的曝顯部位過高，亦先後遭到調降的厄運。

表 4-2 近三年來三大信用評等機構對 PIIGS 主權債信評等變化一覽表

		葡萄牙	義大利	愛爾蘭	希臘	西班牙
標準普爾	2009 年初	AA-	A+	AAA	A	AAA
	2009.01.14				A-	
	2009.01.19	A+				AA+
	2009.03.02			AA+		
	2009.06.08			AA		
	2009.12.16				BBB+	
	2010.04.27				BB+*(3)	
	2010.04.28	A-(2)				AA
	2010.08.20			AA-		
	2010.11.25			A(2)		
	2011.02.02			A-		
	2011.03.29	BBB(2)				
	2011.03.29	BBB-			BB-(2)	
	2011.04.01			BBB+		
	2011.05.09				B(2)	
	2011.06.15				CCC	
	2011.07.28				CC	
	2011.09.19		A			
	2011.10.14					AA-
	2011.11.24	BB+*				
	2012.01.13	BB	BBB+			A
惠譽	2009 年初	AA	AA-	AA-	A-	AAA
	2009.12.08				BBB+	
	2010.03.24	AA-				
	2010.04.09					
	2010.05.28					AA+
	2010.12.23	A+				
	2010.10.07			A+		
	2010.12.09			BBB+(3)		

	2011.03.25	A-(2)				
	2011.01.24				BB+*(3)	
	2011.04.01	BBB-(3)				
	2011.05.20				B+	
	2011.07.14				CCC(3)	
	2011.10.07		A+			AA-(2)
	2011.11.24	BB+*				
	2012.01.27		A-(2)			A(2)
穆迪	2009 年初	Aa2	Aa2	Aa1	A1	Aaa
	2009.12.22				A2	
	2010.04.22				A3	
	2010.06.15				Ba1*	
	2010.07.13	A1				
	2010.07.19			Aa2		
	2010.10.01					Aa1
	2010.12.17			Baa1(5)		
	2011.03.07				B1(3)	
	2011.03.10					Aa2
	2011.03.15	A3(2)				
	2011.04.05	Baa1				
	2011.04.15			Baa3(2)		
	2011.06.02				Caa1(3)	
	2011.07.06	Ba2(4)*				
	2011.07.13			Ba1*		
	2011.07.25				Ca(3)	
	2011.10.04		A2(3)			
	2011.10.19					A1(2)

註：1. *表示已遭到信評機構評為垃圾等級主權債券

2. 括弧內數字表示信評被調降的等級數。

另外，歐債危機以來，歐盟 27 國及歐元區 17 國先後舉行多次高峰會議，並通過多項救市協議，其中寄望於 2010 年 5 月成立並開始運作的歐洲金融穩定機制(European financial stability facility, EFSF)，³⁹期望能以 EFSF 的「財務槓桿化」

³⁹ EFSF 成立於 2010 年 5 月 9 日，為一家設立登記於盧森堡的股份公司，存續期間為三年，股東是由歐元區的各會員國分別指派一名代表，成立目的是為了替歐元區財務出現狀況的會員國

對政府債券提供擔保的救援模式，協助歐債五國脫離債務險境。⁴⁰然而，寄望於 EFSF 多時的歐盟體系債務危機似乎並未能得到有效的解決。國際債信評比機構惠譽於是在 2011 年 11 月 20 日聲明中警告，由於 EFSF 的主要資金來源國家(法國與德國)的債信評等皆有可能遭到降級，EFSF 也將可能喪失其 3A 的最佳信評地位。果如其然，繼法國和奧地利於 2012 年 1 月 13 日遭標普調降債信評等後，標普進一步於 1 月 17 日將 EFSF 信評由 AAA 下調至 AA+，至此，EFSF 也失去了最高等級信評。

(四) 市場波動加劇、投資信心銳減

從投資信心面來分析，在市場波動加劇，國際金融市場的不確定因素日益增加，而國際各大信評機構相繼下調歐、美、日的主權債信評級，甚至牽連到各國國際大型金融機構，由於債權曝險部位過高而遭到信用評級調降的骨牌效應之下，國際投資客的投資信心普遍受倒打擊，使投資信心銳減。由各國各式金融市場的交易量來觀察，顯而易見的，受到全球債臺高築的影響，國際投資客的投資行為逐漸趨向「觀望」與「保守」。本研究再分別從股、匯、債市進行分析：

1. 股票市場

在資金無國界的「地球村」架構下，區域性金融危機的發生，將會自一區域迅速蔓延至資金相互流通的其他區域，進而產生國際性的金融大危機，此種資金互通而造成國際金融市場同漲同跌的現象，在股市連動的國際盤裡，表現尤其顯著。

全球股市在 2007 年受到美國次貸風暴的影響，各國股市應聲下跌，這場百年難得一見的金融大海嘯將國際股市自 2007 年的普遍高點，打落至 2008 年底的

提供紓困方案。EFSF 的最初保證金額為 7,800 億歐元，有效放款能力 4,400 億歐元，未來並將透過槓桿化至 1 兆歐元。

⁴⁰ 各國所提供的擔保事實上只是對 EFSF 發行的債券提供保證，而非實際撥付紓困款項。財務槓桿化是由各會員國對 EFSF 所提出的保證金轉化為發債之後的一種履約保險，而且是一種帶有投資者自負額式的保險。

歷史低點，例如：美股道瓊工業指數自 2007 年 10 月的 14093 跌至 2008 年 11 月 8046 的歷史低點，然而，2009 年 3 月初的花旗事件讓道瓊指數再重跌至 6627 的歷史新低點；同樣的，日本日經 225 股價指數於 2007 年 7 月到達 18239 的歷史高點，2008 年 10 月卻跌至 7649 的歷史低點，更於 2009 年 3 月花旗事件爆發後重跌至 7173 的歷史新低點；同時期的台灣加權股價指數亦受金融海嘯之衝擊，股價自 2007 年 10 月的 9860 高點跌至 2008 年 11 月 3955 的歷史低點。受到次貸風暴所激起的金融海嘯影響，2007 年至 2009 年間的國際股市走勢，漲跌情境相當。

然而，2009 年中起，國際金融重災有了轉機，各國股市似乎都從谷底開始步上反彈的趨勢，不過此波跌深反彈力道卻在 2009 年底及 2010 年底一連兩波受到三大信評公司對歐債五國分別調降信評並持續以負面展望開出之後，歐債危機的影子從隱匿到浮現，造成了金融市場新一波的偌大威脅，尤其 2010 年至 2011 年間的歐盟及國際貨幣基金等國際組織聯袂救急，歐債問題仍尋求不著有效解決方案，更造成國際股市以下跌趨勢來反應市場投資人對歐洲債信危機的隱憂。以日本來說，日經 225 指數自 2011 年 2 月的 10842 跌至 2011 年 8 月的 8719 點，而至 2012 年 1 月 20 日指數仍在 8766 的低點；台灣加權股價指數亦受歐洲債信危機衝擊，股市自 2011 年 2 月的 9221 跌至 2011 年 11 月的 6609 點，而 2012 年 1 月 18 日大選過後的年終封關日，指數仍在 8766 低點。⁴¹從日本及台灣近一年來的股市走勢可看出歐洲債信危機的確重創股市，造成股價的下跌。另觀察其餘亞洲國家及新興國家之股市，發現其股價走勢多有受歐洲債信危機嚴重影響而下跌之趨勢。

然而，分析歐美國家的股市走勢，卻發現歐美股市走勢與亞洲國家不同，以美國為例，自 2011 年 4 月至 2012 年 1 月底，美股道瓊工業指數皆是在接近 13000 點的指數位置，惟於 2011 年 8、9 月間，因為美國主權債評被標普於 8 月 5 日調

⁴¹ 台灣於 2012 年 1 月 14 日進行中華民國第十三任的總統與副總統選舉。

降，造成市場恐慌而一時間股價跌至 11000 點左右徘徊，一年來股價有漲有跌，但總和的下跌比例卻不大。另外觀察歐洲藍籌 50(Dow Jones Euro STOXX 50)股價指數及德國 DAX 指數亦發現，其股市表現受歐洲債信危機的影響衝擊似乎不如亞洲股市來的深，歐洲藍籌 50 走勢與道瓊工業指數相似，於 2011 年 8、9 月間受美國主權債評調降影響，一時間股價跌破 2000 至 1995 點，但自 2011 年 2 月至 2012 年 1 月底，其股價約在 2450 至 3000 點間盤整；⁴²而德國 DAX 指數在 2011 年 9 月間跌至最低的 5072 點，但一年來走勢在 7000 至 8500 點間盤整。

全球股市受到歐債的波及使得投資人對全球股市產生疑慮，在 2011 年全球股市開始緩慢下滑，在歐債風暴未解的情況下，投資人在恐懼歐債危機可能成為不亞於美國次貸風暴的情況下，全球股市未來走向將蒙上一層陰影。然而，進行國際間各國股價走勢之比較，卻發現亞洲及新興國家股市之走勢，比諸歐美等先進國家更有受歐洲債信危機衝擊影響而股市走跌之趨勢，分析其原因，概因部分亞洲國家及新興國家之股市，外資佔據著相當大的份量，因此容易遭受外資的牽動，當國際間普遍存在金融市場萎靡不振，而金融後市又持續堪憂的情境下，資金外逃(capital flight)而外資撤離的情況容易發生，而產生了股市下跌幅度相對比例較大的現象。

2.外匯市場

歐債危機爆發至今，最直接的影響莫過於歐元之價值下跌，自 2011 年 8 月以來歐元兌美元之匯率走勢持續走貶(參見圖 4-1)。啟自希臘，再至西班牙、義大利、葡萄牙、愛爾蘭等國的償債能力受市場質疑，再延燒到歐元區及歐盟體多個國家及大型金融機構連動的實質債務危機，讓市場先對歐債五國，再對幾乎所有歐盟體系國家都不抱任何信心。在信評機構一連串調降歐元區國家之信評動作，及持續對於歐元區負面新聞的報導並發表負面展望的訊息之情況後，讓投資

⁴² Dow Jones Euro STOXX 50 指數是由歐洲 50 大藍籌股組成的市值加權平均指數，該指數以 1991 年 12 月 31 日為基期（基期為 1000）。

人對歐洲商品望之卻步，更看空歐元區所共同使用的貨幣「歐元」，因此導致歐元持續走貶。

相反的，美元走勢相較歐元卻是十分強勢，探究其原因乃是在經過一連串的危機之後，市場上普遍認為美國包括公債在內的金融商品，仍是當前最穩定的資金避風港，因此將資金轉轉向美元計價商品，此情況另可從美國債券殖利率的走勢看出端倪。另外，由圖 4-2 觀看日圓走勢，則發現在 311 事件後呈現強勁的升值態勢，先是當時日本企業為協助國內救災而匯回大量資金，而後與美國情況一樣，有部分資金也選擇走進日本。再者，更是有大量以日圓作為融資貨幣的套利平倉行為出現，以及預期美國中、長期利率下降因素，使日圓一路強勢升值。因此，以匯率市場的國際走勢綜合觀之，由於 2011 年一年來的歐洲債信危機頻傳，美國和日本的金融市場相對成為讓投資人放心的資金避險市場，也可視為較多人認為後勢較不會被歐債嚴重嚴響的國家，因此美元及日圓之幣值皆相對於歐元升值許多。顯見的，歐洲債信危機問題短時間尚難找到實質有效的解決方案，因此，在歐洲債信危機仍持續隱憂之情境下，歐元走貶的趨勢仍然明顯。

另由圖 4-3 觀察美元對台幣的走勢，同時期自 2011 年 9 月以來，台幣呈現明顯的相對美元貶值態勢，分析台幣在 2011 年 9 月後之所以對美元呈現貶值最主要之原因，乃在於國際上對美元商品的大量需求導致；另一種解讀或可為台灣在國際間因歐債問題所導致的消費力下滑環境中，為增加出口所因應的「抵升促貶」措施。



圖 4-1 美元兌歐元走勢圖



圖 4-2 美元兌日圓走勢圖

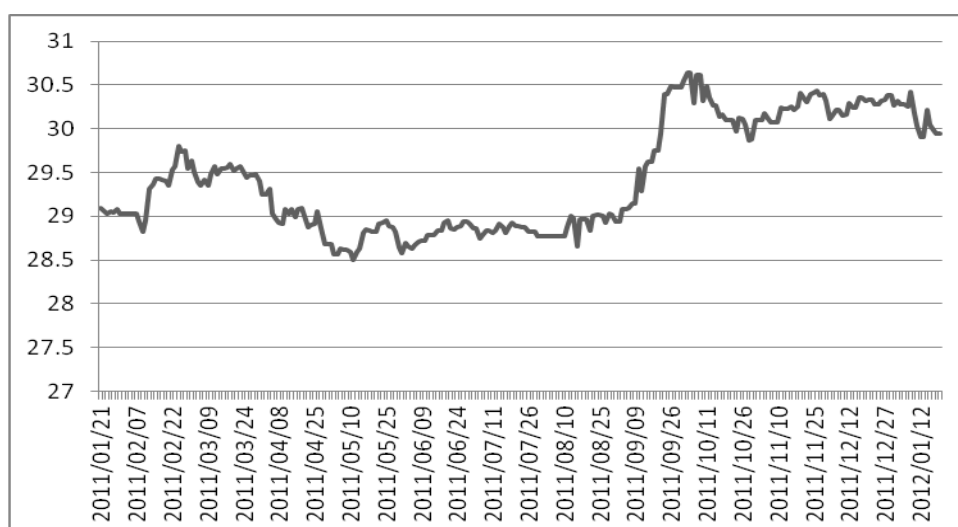


圖 4-3 美元兌台幣走勢圖

3.債券市場

世界各國債台高築也各自對債券市場產生了不同的影響，首先我們可以從日本方面分析之，日本雖然債務龐大，但日本的國債大部份由國內機構及國人所擁有，且其經常帳呈現順差，更有良好之財政基礎，雖然在 2011 年 11 月日本首度被調降信評，殖利率也一度攀高，但依然不影響日本的長期殖利率水位，2011 年間十年公債殖利率一度從近 1% 飆到 1.8%，不過 2012 年初隨即回復到 1% 左右的水位，也說明了歐債危機的蔓延對日債相對影響甚小，而日債對於投資人來說是相對穩定的。另外，美國債務也面臨同樣債務龐大的問題，2011 年 8 月舉債上限與財政減支的雙向拉鋸，使得標普於 8 月 5 日調降美國信評，之後雖一度造成債券市場的憂慮與恐慌，但卻無損美國債信在投資人心中的肯定與信心，美國公債殖利率於短時間的一個月內就由 2.4% 降到了 1.9%，而時至 2012 年初，美國十年公債殖利率仍維持在 1.9% 左右的水位，顯示出縱使美國的大量舉債使債務過於龐大，投資人對美國政府的信用仍是沒有疑慮的，對美國公債也是極具信心的。

這次歐債風暴的起源歐洲地區則是受到最嚴重的創傷，除了歐元區各國被大量調降信評之外，多個歐元區國家的公債殖利率更是不斷的飆破新高，其中希臘更是受到最嚴重的重創。以 PIIGS 歐債五國於 2012 年 1 月 26 日的公債殖利率進行分析，葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘、及西班牙的十年公債殖利率分別為：13.640%、6.033%、7.330%、35.730%、及 4.933%，這其中，希臘十年殖利率已飆破 35%，而葡萄牙十年殖利率亦高達近 14% 的水位，顯見此些國家主權債信存在著偌大的風險與危機，市場投資人對此些主權債信抱持著非常大的疑慮。另外，值得一提的是，葡萄牙及希臘兩個國家的短期公債殖利率的水位都高過其長期公債殖利率，葡萄牙的二年及五年公債殖利率分別為 14.939% 及 18.949%，高過十年公債殖利率的 13.640%，而希臘的二年公債殖利率更高達 100.71% 的高水位，似乎市場投資人已視希臘短期債務將完全沒有清償之餘力了。另外，整個歐

元區多個信評較差的國家殖利率也同樣的屢創新高，顯示出投資人對歐元區的債務普遍持有很大的疑慮，而直接反應在其公債殖利率的水準上。

至於台灣的公債殖利率，一直以來都是偏低的，且目前台灣公債已無國外債務的「零外債」現況，債務都是由本國人所持有，另加上台灣穩健的經濟體質及活絡的進出口貿易量，以及長久以來累積足夠的外匯存底，因此台灣的主權債信堪稱優良，也無債信違約的風險。不過值得注意的是，在 2011 年 5 月台灣的三十年期債息創寫下了 1.889% 的歷史新低，由於國內擁有龐大資金的保險公司等機構，加碼長期公債，使得殖利率不斷下修，因此寫下了新的歷史紀錄，代表著國內長期缺乏資金去化管道。

另外，在這波歐債危機中，由於持有歐債部位極低，且無歐洲債信風險較高國家之債權餘額，因此受到歐洲債信危機的直接衝擊極微。歐債危機重創全球，進行台灣所受歐債危機衝擊影響之分析，應多從間接路徑進行分析之。

(五) 內需市場緊縮、經濟動能減緩

歐洲爆發債信問題，債務危機浮上檯面，美國亦有嚴重財政赤字所引發的債務高舉問題。在債務高舉之後，債務違約的可能性多來自償債能力的銳減，因此西方國家各國爭相以強化財政能力、去化財政赤字的因應此波債務危機的政策主軸，也因此使用「勤儉經濟學」概念的財政支出減少的「減支」、「消赤」、「撙節」等「財政緊縮」計畫，就成了各國首當必要執行的重要工作。另外，金融業界在面對國家主權債還債能力減緩，甚至影響到企業經營產生困境之下，多採行「信用緊縮」政策，以防範未來債權被倒債的可能危機。因此，債務危機的結果，首先是西方各國家的「財政緊縮」及「信用緊縮」政策出籠，接著影響到此些緊縮政策國家的「進出口貿易緩和」、「企業投資減緩」、「消費信心下滑」，終至使「經濟動能停滯」，而美國及歐洲市場的經濟力道下滑，使得全球主要對歐美市場進行進出口貿易的國家進出口量單皆大為縮水，造成全球多個國家同時遭受衝擊，也因此，「全球經濟動能減緩」，股、債、匯市投資大受波擊，甚至影響到全球民

眾的生活水平。

二、主要國家對全球債臺高築的援歐行徑

歐債危機爆發至今對世界之衝擊，無論對各國經濟體本身，乃至全球連動的股匯波動、資金流向，甚至牽動歐盟(European union, EU)、歐洲央行(European central bank, ECB)及國際貨幣基金(international monetary fund, IMF)...等國際聯盟機構大張旗鼓的舉行多次會議，集智施策企圖力挽狂瀾，努力救援當前偌大危機，然而，目前希臘等歐洲債信危機國家紛紛面臨著債務還款到期，而舉債過多無法按時償還被迫延展債務，或另行發債「以債養債」的窘境，未來此債臺高築效應是否會擊破歐元區貨幣結構體，甚至成為下一個動盪全球經濟體產生再次衰退隱憂的重大變數，此刻正為世人所正關切著。

因此，EU 及 IMF 於多次高峰會議中，先後達成數度聯手為救援歐債國家以期解決歐債危機的救市及救世協議。對於各歐債國家資金紓困救援是最直接的手段措施，這其中，包括對希臘先後兩輪的 1000 億歐元紓困方案、對愛爾蘭提供 850 億歐元紓困金、而對於葡萄牙亦援助以 780 億歐元紓困金等。然而，幾經紓困的條件交換，都因國情的不同，或因歐盟體多頭馬車思維紛亂而未能徹底達到有效解決的途徑。歐債危機以來，歐盟 27 國及歐元區 17 國先後舉行多次峰會，並通過多項救市協議，其中寄望 EFSF 對政府債券提供擔保的救援模式，協助歐債五國脫離債務險境，然而，寄望於 EFSF 多時的歐盟體系債務危機似乎並未能得到有效解決。國際債信評比機構惠譽於是在 2011 年 11 月 20 日聲明中警告，由於 EFSF 的主要資金來源國家(法國與德國)的債信評等皆有可能遭到降級，EFSF 也將可能喪失其 3A 的最佳信評地位。果如其然，繼法國和奧地利於 2012 年 1 月 13 日遭標普調降債信評等後，標普進一步於 1 月 17 日將 EFSF 信評由 AAA 下調至 AA+，至此，EFSF 也失去了最高等級信評。

另外，美國在繼兩次的量化寬鬆政策後，為增加美元於市場間的流通性，取

而代之的是在 2011 年 9 月 22 日所提出的扭轉操作策略（operation twist），由於扭轉策略的成敗關乎到事後能否有效改善美國經濟基本面，以減輕還債壓力，因此亦被視為美國在對應美債及歐債危機的重要執行政策。

在歐債危機未解、全球經濟衰退風險大增的情勢下，中國官方於 2011 年 12 月 10 日批准了中國人民銀行（中國央行）籌設新的外匯投資機構，⁴³ 初始資本規模約達 3,000 億美元，以「華美」及「華歐」兩大基金，進軍歐美市場。中國此舉被市場解讀為將分頭對歐美兩大市場出手救市，以 3,000 億美元投資基金買進歐美資產，協助歐美度過頭緒難解的債務危機。歐洲領袖另通過在 2012 年 7 月提前設立並啟動永久性救助機制的歐洲穩定機制(European stability mechanism, ESM)，較原訂計畫提早 1 年。⁴⁴ 新方案的永久性援助基金，在治標方面，歐洲國家以雙邊貸款向國際貨幣基金組織（IMF）注資 2000 億歐元，供財政危機國家申貸，更將在 2012 年 3 月之前，重新評估將 ESM 和暫時性紓困基金整體貸款上限定在 5000 億歐元的計畫，並將由此 5000 億歐元的歐盟常設救助機制 ESM 取代臨時紓困機制的 ESFS。(EFSF 與 ESM 之比較說明於表 4-3 中)

歐盟體本身，在貨幣長久結盟之後，認為在缺乏財政的結盟之下，是很難達到貨幣同盟的完美化的，因此嘗試以財政結盟的方式來解決當下歐債問題。然而，Mundell(1961)最佳貨幣區(optimal currency area, OCA)的貨幣理想國理念架構下，歷經數十年整合成形的歐元貨幣同盟體系，似乎忽略了最佳貨幣區貨幣理想國理念中「可分可合」的概念，因此在「有合無分」的歐元體系產生貨幣困境之此時，嘗試以財政結盟的方式來解決當下歐債問題似乎也是一條可行之路徑。⁴⁵

⁴³ 有別於 2007 年 10 月所設立額度 2000 億的中投基金，及中國大陸的第一個主權財富基金(SWF)。

⁴⁴ 歐洲穩定機制原定 2013 年 7 月啟動，歐盟峰會與會各國領導人於 2011 年 12 月 11 日一致同意提前一年啟動此歐元區的永久性救助機制，以擴大救助能力。

⁴⁵ Mundell(1961)最佳貨幣區(optimal currency area, OCA)的貨幣理想國理念，係以美國和加拿大為首例，認為當兩國同時存在以洛磯山脈(Rocky mountain)分隔的東岸產生高通膨，而西岸發生高失業之時，兩個北美國家應該將兩種貨幣合而為一，再將其切割分為「東幣」(Eastern currency)與「西幣」(Western currency)，此時兩國採行聯合貨幣政策，將東幣相對西幣升值，則東西兩區

也就是說當今歐元的單一貨幣政策適用整個歐元區，個別國家無法透過降息、貶值及增加貨幣供給振興經濟。而無統一的財政部，無法發行歐元區公債，亦無法將資金由財政盈餘國家，移至財政赤字國家。因此多國建議，進行「協議式」(或稱彈性式)的財政結盟，才能較實質有效的解決當下的歐債危機，並舒緩其對全球經濟金融所引致的嚴重衝擊。

表 4-3 EFSF 與 ESM 之比較

日期	EFSF	ESM
原預定成立與運作時間	2010 年 5 月	2013 年 7 月
(預定)正式啟動時間	2010 年 5 月	2012 年 7 月
運作方式	擔保方式向市場募集資金	部分由會員國注資，部分採行保證方式
保證及資金規模	7,800 億歐元	7,000 億歐元
有效放款能力	4,400 億歐元	5,000 億歐元

資料來源：經濟建設委員會及本研究整理

第二節 主要國家政府因應策略

一、日本

(一) 全球債台高築對日本的衝擊影響

本研究分析全球債台高築之現況，發現日本的公共債務為當今全球之最。由於負債高舉，國際各大信評機構 2011 年中陸續下調日本主權之信用評等，如：標準普爾於 1 月 27 日，穆迪於 8 月 24 日分別下調了日本國債評級一個檔次，⁴⁶而惠譽在 2011 年 9 月 8 日警告將下調日本國債評級。日本國債之評級，就連本國機構也不買單，其國內評級機構評級投資資訊中心(R&I)亦於 2011 年 12 月 21 日宣佈，將日本國債評級從最高的 AAA 下調一檔至 AA+，此舉為日本國內評級機構首次下調日本國債評級。日本的債務隱憂，由評級降等的聲浪中可明顯被感受到。

時至 2011 年底的日本公共債務，已超過該國 GDP 的兩倍額度(219%)，然而，日本國債的購買持有者，多半為日本本國機構及其居民為主要，長期以來約佔日本總負債的 95%左右，因此，日本若發生債務危機，將是該國自身問題，對國際海外投資客的直接影響極其微小。惟日本為國際國際主要技術產業及重工業輸出大國，一旦日本發生債務危機，該國的經濟將大受影響，產業將遭致破壞，如此對國際間中下游垂直供應鏈產業亦將遭受衝擊，而水平競爭之同級產業則相反的有機會獲得「轉單」效應而獲利，或部分國家有機會進行部分的產業技術移轉。

由於日本國債多為日本本國機構及居民所持有，海外投資持有者一向數額佔比較少，因此受國際間海外投資波動衝擊之影響甚微。然而，受歐債危機之影響，在歐洲主權債務發生危機之當下，資金偏好流向安全資產，日本國債雖已高舉，

⁴⁶標準普爾在 2011 年 1 月 27 日下調日本主權信用評等從 AA 至 AA-，穆迪投資者服務公司 2011 年 8 月 24 日將日本國債評級從 Aa2 下調一檔至 Aa3。而惠譽則把日本評為 AA-，前景負面。

但仍被視為一個相對安全的避風港，因此，依數據顯示，2011 年中以來，海外投資者淨買入日本國債之流量數額有增無減，且自 2011 年 7 月的 9400 億日圓，激增至 8 月的 6.46 兆日圓，創下日本財務省 2005 年公佈該數據以來的最高紀錄。此外，2012 年的當下，世界各國持有的外匯儲備累計數額已超過 10 萬億美元，中國等新興國家政府資金亦大量流入了日本國債，使得海外投資持有日本國債數額有緩緩增加之趨勢。

另外，日本國內經濟發展自 1985 年 9 月 22 日「廣場協議」促使日圓急速升值後就一直走向失落年代，失落十年、十年、如今再步上第三個十年，利率即便調降至零利率水位，也無法拯救一蹶不振的經濟衰竭，同時，也因此接連面臨著通貨緊縮。⁴⁷正因為日本面臨景氣失落的漫長歲月，亟欲重振經濟的作法就是舉債建設。在 311 強震海嘯發生前，日本的公共債務佔 GDP 比例就已經超過 200%，311 強震海嘯發生後，日本政府更實施多項量化寬鬆政策並再度舉債度過難關，其債務累積效應，已遠遠超過歐洲出現債務危機時的情況。由此可見，日本因突發事件誘發債務危機的可能性加大，也引起國際金融專家的關注與擔憂。

2011 年底，依對沖基金 Hayman Capital 創辦人巴斯(Kyle Bass)的估計，認為雖然歐債危機為當前最熱門的財經新聞，但日本不久將取代歐洲佔據報紙頭版。巴斯預期主權債務危機將會由歐洲轉向全球，而下一個最高危險的負債國將是日本，再在大約三至五年後便會再蔓延到美國。而他對歐債以外，有關美、日債務困局的看法中，看淡日債的原因有二個，其一為：日本是全球債務問題最嚴重的國家，公債等於政府收入的 20 倍，甚至遠超過義大利、希臘等歐債危機國家；第二原因為：日本正面臨著日趨老化的人口結構問題，過去三年，日本的人口銳減了 300 萬至現在約 1.28 億人，而由於日本是全球恐外性（xenophobic）最強烈的先進發達國家，外國人要成為日本公民困難重重，全國 1.28 億人口之中只有

⁴⁷日本中央銀行在 2011 年 9 月 7 日舉行的貨幣政策會議上一致決定將銀行間無擔保隔夜拆借利率維持在 0~0.1%不變，繼續推行零利率政策。

100 萬並非原籍日本人。在 60 歲以上長者超過全國人口數三分之一的「少子化」及「高齡化」人口結構問題下，政府收入隨着勞動人口的減少將日漸萎縮，日本政府來年之財政將無法支撐，此日本嚴峻的人口結構問題將是債務無法解開的死結。⁴⁸

日本政府一旦發生債務危機，日本銀行(Bank of Japan, BOJ)將有可能實施量化寬鬆政策以維持市場供給面足夠規模之日圓流動性，⁴⁹在平穩地提供日圓流動性之下，將可有助於增加民間買入長期日本政府公債之能力。另外，在目前日圓幣值處於相對較高水位的此時，量化寬鬆政策亦有助於讓日圓趨向貶值趨勢，有利日本進出口貿易之進行，並強化經濟體質。然而，從中長期來看，日圓的走勢還是會沿著美元匯率需要的方向演進，日圓較難主導自己的走勢。⁵⁰如果量化寬鬆政策演變成日本及其他發達國家的一種常態性貨幣政策，那麼對發展中國家的匯兌升值之影響，乃至進出口的衝擊，都將會非常巨大。針對台灣而言，台灣之跨國國際債權餘額中，對日本債權的持有數量極少，因此，倘若日本引爆債務危機，對台灣將不致發生因日債違約而導致金融資產減損的過大直接衝擊，惟進出口貿易、產業供應鍊、及匯率波動...等間接問題難免會發生。

而對於日本持有的國外負債來看，儘管美國主權評級遭下調，美國國債對於日本而言仍是一個具備吸引力的投資目標。即便 2011 年 8 月 5 日，美國債評遭到標普調降，日本對於美國國債的信任度並未發生改變，日本外匯儲備資產大多數投資於美國國債，令日本仍為僅次於中國持有美債的第二大買家。

不過目前全球最關心的事情莫過於歐債危機問題。針對歐債問題，令日本政府相當憂心，日本政府為緩和金融市場對歐洲主權債務危機的擔憂，對於購買更多 EFSF 債券持開放態度，而日本財務大臣安住淳於 2011 年 10 月 12 日表示：「日

⁴⁸ 巴斯將日本的債務現況比喻為馬多夫 (Madoff) 的「龐茲投資計劃」 (Ponzi scheme)。

⁴⁹ 2001 年月初，日本銀行開始採行量化寬鬆政策後，成功增加市場供給面之日圓流動性。

⁵⁰ 儘管日本從 20 世紀 90 年代末就開始嘗試實施多次量化寬鬆政策，但規模都相對較小。

本準備好進場收購歐元區債券，但必須歐盟各國間先討論出共識，然後日本、美國才將考慮協助歐盟」。2011 年初以來，日本已利用其外匯儲備先後買入大規模歐元的 EFSF 債券，以幫助愛爾蘭和葡萄牙...等歐債危機國家脫困，時至 2012 年初，日本共買入 35.35 億歐元的 EFSF 債券，而 EFSF 自 2011 年以來共發債六次，總發行量為 210 億歐元，日本的購買規模約佔 EFSF 債券總規模比例的 20% 左右。而對於希臘等國的援助計畫進而穩定歐債狀況的行徑將有助於阻升日圓，也才能使日本經濟穩定成長。

另外，日本三菱 UFJ、三井住友和瑞穗三大銀行對希臘等財政問題突出的歐債五國亦發放大額貸款，截至 2011 年 6 月底，貸款總額約為 258 億美元，佔三大銀行全部貸款額的 1% 左右。⁵¹據報導，日本三大銀行向這些歐洲國家發放的貸款主要針對大企業及電力煤氣等基礎設施項目，成為不良貸款的風險較低，因此三大銀行均表示，這些針對於歐洲的貸款行為，對銀行經營的影響尚屬「有限」。

綜合上述分析，日本政府若發生債務危機，其直接影響是該國自身經濟問題將大受衝擊的影響較重，對國際海外投資者的直接影響極其微小。其間接影響則可能因日本經濟大傷，產業受創，而對他國中下游垂直供應鏈產業產生衝擊，或水平競爭同級產業國家獲得「轉單」獲利商機，或部分產業技術移轉的機會。另外，日本經濟大傷，必然引發貨幣危機，導致日圓大幅貶值，而間接衝擊到貿易競爭對手國的進出口值；另外，在「地球村」架構下的骨牌效應結果，日本政府一旦發生債務危機，全球貨幣必再大肆走向寬鬆政策，但低利率下卻資金滯留而投資窒礙難行的更嚴重「投資性陷阱」現象，必將再度爆發並持續好一段時間。

⁵¹三大銀行公開的資訊顯示，三菱 UFJ 金融集團發放貸款 154 億美元，包括向西班牙發放約 72 億美元、義大利發放 69 億美元、希臘發放 4 億美元。此外三菱 UFJ 還持有 45 億美元義大利和西班牙的國債。三井住友金融集團發放貸款 59 億美元，以向義大利和西班牙發放為主。瑞穗金融集團發放貸款 45 億美元。

資料來源：鉅亨網 <http://news.cnyes.com/content/20110916/KDZ79M9BAYKI0.shtml>

而日本所持有國外債權餘額，以美國國債最多，針對歐債危機國紓困機制的 EFSF 債券亦持有相當數額之規模，由於全球對美國信心的穩固，其債信雖微微被下調，但違約機會極微；而 EFSF 亦僅是個紓困機制，其債券違約機會亦小，因此全球債務對日本的直接影響亦是微小。歐債危機的間接影響造成了日圓的升值，日圓若持續維持在目前的高位，不僅將導致出口導向型企業業績惡化，令日本國內經濟遭受打擊，而且可能致使企業向海外轉移生產基地，加劇國內產業空心化⁵²。對於日本本身債台高築之衝擊影響，政策面應以增加稅收及減少支出雙方面來著手因應；至於歐債危機所造成日圓的升值，應由金融面阻升匯率來因應。⁵³

（二）日本政府的因應政策

1. 增稅及減支

面對超過兩倍 GDP 之多的國債規模，若日本政府想償還國債，應以多重角度著手，尤其因為日本的稅負比較一般發達國家都要低得很多，因此施以財政政策的「增加稅收」方案，不失為一套減緩債臺高築的良方。相較於美、德、法等先進國家的高稅賦，美國早在百分之三十以上，法國、德國等歐洲國家更是在百分之五十以上，而日本的所得稅一般只有百分之十幾。另外有關消費稅，美國的消費稅超過日本許多，日本最近因此討論要將消費稅從 5% 上調到 10%。由此看出，日本尚有足夠的空間上調稅率，藉此手段以解決龐大的債務問題。⁵⁴

⁵² 2011 年 8 月日本出口貿易額達到 5.36 兆日圓，與去年同期相比增長 2.8%，為近半年內首次同比增長。因進口原油及天然氣價格大幅上漲，2011 年 8 月份日本進口貿易額達到 6.13 兆日圓，與去年同期相比飆升 19.2%，是 2010 年 7 月以來的最高數值，進口貿易額已連續第 20 個月維持環比上升勢頭。儘管 2011 年 8 月份出口貿易出現復蘇跡象，但近期日圓升值觸及歷史高位，未來幾個月內日本出口將面臨一定壓力，出口商利潤將被削減，直接威脅出口推動的經濟復蘇態勢。

⁵³ 日本財務相安住淳表示，“日圓兌美元匯率在 75-80 水準將有損日本經濟。”財政部將加強對外匯市場的監督，並將靈活地監控投機活動。“且不排除任何措施，將在必要時對匯率採取果斷舉措。”

⁵⁴ 資料來源：第一財經日報

高齡化的人口社會結構問題，若不適時施以政策良方，未來日本高齡化社會日增的社會安全支出將更衝擊目前早已負債高舉之現象，而將有可能加速日本政府債務危機的爆發，因此，2011 年適時提出了重要的增稅措施草案。

增稅措施上，日本政府計劃預計至 2015 年將消費稅提高一倍，以因應高齡化社會日漸增加的社會安全支出。社會安全支出佔日本政府每年預算近三分之一，2011 年度社會安全支出預算達 92.4 兆日圓，但因日本社會逐步高齡化，未來這項支出將每年增加 1 兆日圓。若沒足夠的財源收入，想必日本的負債將會持續增加。這份改革藍圖包括稅收計畫和社會安全制度改革。政府準備採取每次增加 2%到 3%的逐次加重稅率方案，把目前 5%的消費稅，時至 2015 年度提高至 10%，且承諾在 2012 年 3 月底前通過此案，作為未來增稅的基礎。⁵⁵

然而，從經濟學角度觀之，稅率的提高為經濟水位的「遺漏項」(leakage)，除非能達到雷根(Reagan)時代拉弗曲線(Laffer curve)的最佳增稅效果，⁵⁶否則稅率提高反而會造成一國經濟的急速衰退，尤其在日本政府此刻所提出的「消費稅」增加項，提高消費稅將使消費支出明顯下滑，除非經濟成長穩定，而日本政府能有相關良善配套措施的配合。但無論如何，為解決長期不斷累積的龐大國債，加諸日趨惡化的日本高齡化人口社會結構問題，增稅措施不得不施行，尤其在此次增稅的財政改革藍圖中預估，到 2015 年度，政府的社會安全支出將增加 2.7 兆日圓，資金缺口將超過 10 兆日圓。好在日本與其他國際工業大國比擬，日本稅賦仍處相對低水位，短期或有排擠民間支出而經濟稍微再衰退的隱憂，但長期來看，增稅效果對日本經濟的影響應是利多於弊。

而財務省預估，消費稅每提高 1 個百分點，可增加 2.5 兆日圓的稅收。若這份改革藍圖通過，將是自 1997 年消費稅從 3%提高到 5%後首次增稅。提高消費

<http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/www.cnstock.com/index/gdbb/201109/1545166.htm>

⁵⁵ 資料來源:經濟日報 <http://udn.com/NEWS/WORLD/WOR2/6374219.shtml>

⁵⁶ Arthur Laffer 提出的「Laffer curve」，即稅率與經濟活動的相關曲線。

稅後短期間可能對該國經濟產生負面影響，但考慮到日本的財政負擔，長期間所將填補國債及社會安全支出資金缺口所帶來的利多，對日本未來的後市發展，將有更正面的意義。而增加的稅收多用於社會安全制度，這些資金仍在經濟體系中循環流通，長期來說其影響預估於實質上仍是利多於弊。

在其他稅賦的調整方案上，2011 年 9 月 27 日日本黨團爭議後，同意了通過提高稅收籌集震後重建資金的計劃，認為政府應臨時上調所得稅、企業稅、住宅稅和煙草稅，在 10 年左右的時間裡籌集約 11 兆日圓，⁵⁷其細節，執政黨將與反對黨就該計劃的最終版本進行更緊密的磋商，期盼尋求解決國家龐大公共債務並避免重建開支進一步推高龐大的公共債務的目標。⁵⁸

此次重建增稅方案的增稅時間表為：個人所得稅從 2013 年 1 月起開始實施增稅計劃，為期 10 年；企業所得稅從 2012 年 4 月起增稅 3 年；煙草稅從 2012 年 10 月起增稅，其中，國稅增稅期為 10 年，地方稅為 5 年。而此增稅方案也使得第三次補充預算案的架構得以確定。預計第三次補充預算案能帶動日本經濟成長 1%。⁵⁹

2.阻升匯率

歐債危機的債務國幣值下探加上 311 強震海嘯的日本國內重建需求的資金回流，外患內憂造成了日圓的急速升值。幾經匯率升值及波動的衝擊，日本不時採取應對措施，隨時準備在日圓波動過度的情況下干預匯市，並聲稱日本採取果斷措施應對匯率無序或過度波動的政策沒有改變。此舉一如在穆迪調降日本國債評等時，日本政府成立總額 1000 億美元的「應對日圓升值緊急基金」，因應外

⁵⁷ 日本政府和執政黨民主黨 2011 年 9 月 27 日晚間敲定了總規模為 11.2 兆日圓的增稅方案，該方案將能確保 2011 財年(始於 2011 年 4 月)第三次補充預算案的財源。不過，民主黨力爭將增稅規模壓縮至 9.2 兆日圓。

⁵⁸ 日本政府將用這筆錢償還與災後重建有關的新債券，這包括即將出爐超過 10 兆日圓的刺激計劃。

⁵⁹ 野村證券日本首席經濟學家木內登英表示，增稅方案對日本經濟增長的影響甚微，而第三次補充預算案預計將能拉動日本經濟增長一個百分點。

資料來源:金融界 <http://big5.jrj.com.cn/gate/big5/usstock.jrj.com.cn/2011/09/29003811177954.shtml>

匯市場日圓呈現單向升值的態勢，且密切關注市場投機動向，在必要時堅決採取一切可能措施干預日圓。

以國際幣別論，瑞士法郎和日圓一直是美元疲軟後國際的主要避險貨幣，但瑞士政府宣佈本幣盯住歐元，瑞士法郎的避險功能因此走向衰退，此時反讓日圓避險功能相對凸顯。此刻日圓匯率早已升破該國經濟貿易發展的均衡水位，⁶⁰而日本經濟技術國際推進會理事長李克先生認為日未來的匯率的波動至少在 2012 年內，日圓升值的趨勢不會有很大改變，日圓兌美元匯率會在 70：1~75：1 的區間中徘徊，其主要依據是美國近期經濟數據反映出美國經濟復甦尚不明朗，推出第三輪量化寬鬆(QE3)的可能性很大，因此造成日圓持續升值。

日本政府阻升匯率，嘗試從各式貨幣及財政政策方向著手，但觀察日本政府干預日圓升值的政策與手段，發現在實施公開市場操作進行單獨匯率干預或擴大貨幣寬鬆計畫，⁶¹甚至呼籲 G7、G20 等國際團體組織企圖通過國際合作來解決協調等已採用的貨幣政策手段似乎都無法實質奏效。既然日圓升值的趨勢透過本國單獨匯率干預及通過國際合作來解決的貨幣政策手段都不可行，目前看來，財政手段或產業政策的配套，才是日本政府此刻解決升值問題所帶來負面衝擊的較佳出路。⁶²

總之，一國匯率急速升值，甚至升破該國維持企業生存的均衡臨界點，企業外移、出口減緩等經濟負面效應，短期間必將顯著發生，日本政府適時施以匯率阻升，並給予受創企業或機構施予援手有其必要。

⁶⁰ 金融市場觀察家認為：76 日圓對 1 美元的匯率接近日幣之均衡匯率。

⁶¹ 日本央行 2011 年 9 月 12 日公佈的 8 月份會議紀要顯示，貨幣政策委員會一致同意將擴大原有的貨幣政策“全面寬鬆計畫”10 兆日圓至 50 兆日圓，因大規模的擴大能使政策有“顯著的衝擊力”。各委員一致表示，應該進一步關注日本經濟的下行風險，日圓的升值態勢可能會導致日本企業信心出現顯著惡化，並拖累日本經濟增長預期下滑。

⁶² 為配合日本政府干預日圓匯率，日本央行將 2011 年 8 月份的議息會議時間由兩天縮減為一天，並擴大了金融資產購買計畫。不過，上述系列措施並未能順利抑制日圓的升值態勢，美元對日圓匯率在 2011 年 8 月 19 日的紐約匯市中曾下跌至 75.95 日圓的二戰後最低水準。

3.產業國際佈局

日本政府力爭緩解強勢日圓帶來的負面影響，防止日圓的急速升值後所導致的企業外流而日本產業空洞化問題，對內、對外皆施予多項因應之應變措施，包括：擴大能夠創造就業的主要產業的資金支援、加強對在職人員和失業人員的培訓、加大對中小企業的金融支援力度、對實施海外併購交易的日本企業給予支援、對在海外進行天然資源及能源開發項目的企業予以支援...等。

另外，日本近期推出千億美元的「海外投資計劃」，其實就是一種財政政策下匯兌風險分散的一個重要產業政策。從產業角度而言，「海外投資計劃」可把日圓升值對日圓帶來的負面影響化解到最小，因為日圓升值對出口不利但對進口有利，有利於日本進行對外直接投資，通過海外產業轉移的辦法使日圓升值的危害減到最小。日本和美國產業特性不同，美國進行海外投資主要是以金融和服務業為導向，但是日本進行海外投資的主因，一方面進行國際佈局，另一方面可防禦國內產業受日圓升值所招致經營及獲利上的負面衝擊。日圓升值對於日本留在國內的製造業影響非常大，因此日本政府正協助該國中小企業投資佈局海外，尤其針對中小企業為主的製造業產業等。

4.設立主權財富基金

為應對歐債危機加上 311 強震海嘯所帶來強勢日圓的持續走勢，日本政府官員另提出設立主權(財富)基金(Sovereign wealth fund, SWF)的構想與建議。據《華爾街日報》報導稱，前原誠司在一次採訪中表示，日本應建立一個所謂的主權財富基金，並稱日本首相野田佳彥已表示將考慮該計劃。⁶³

⁶³ 日本民主黨政治研究委員會主席前原誠司 2011 年 9 月 28 日表示，日本應當考慮設立主權財富基金來應對強勢日圓。據《華爾街日報》報道稱，前原誠司在一次採訪中表示，日本應建立一個所謂的主權財富基金，並稱日本首相野田佳彥已表示將考慮該計劃。

日本外匯儲備僅次於中國，位列全球第二，總額約 1.2 兆美元。前原誠司表示，建立一個主權財富基金，通過出售日圓購買外國資產，這一做法對於阻止日圓升值是很需要的。此前日本的立法者也提出過要發起主權財富基金，但由於做全球投資所承擔的風險較大，日本不太情願接受該做法。

(三) 日本金融業者因應之道

日本國家持有的國外債權，以持有美國國債為最主要。然而，目前全球最關心的國際經濟情事，莫過於歐債危機問題，針對歐債問題，日本政府為緩和金融市場對歐洲主權債務危機的擔憂，以紓困角度購買 EFSF 部分債券，至於針對歐盟國家的債權持有，其持有量相對較少，因此受歐債危機的直接衝擊較微弱。

然而，歐債危機一路惡化，在歐盟區各國多次協議都無法實質有效解決歐債問題之此時，各國持有歐債國家債權之金融機構，皆紛紛減持歐債或轉單。從日本的金融機構分析，投資歐債的日本投資信託與退休基金因為從 2011 年 4 月到 9 月已出現重大損失，進而加快出脫手中的歐債，把資產轉往日圓計價債券。而歐債問題最為嚴重的國家希臘債務問題，引發全球金融市場動盪不安，令散戶主要投資工具的投資信託基金也多所虧損。按野村研究所資料顯示，投資歐元計價債券的基金受傷慘重，2011 年間資產淨值連續下跌。以下為部分投資歐元計價債券基金處於歐債危機下的分析報告：

國際投信（Kokusai）規模逾 2 兆日圓的全球主權開放基金績效，因為歐債曝險部位過大而持續惡化，使得每股資產淨值首度跌破 5000 日圓。諸多散戶從這檔基金贖回以避免損失，讓其資產規模較 14 年前成立時少了近 50%，而 2011 年 11 月初其歐債占資產比例為 23%，較 6 月減少 15%，在 2009 年 Kokusai 已停止這檔基金投資希臘公債；2011 年 6 月以來又將義大利公債比例減少 10% 至不到 4%，估其賣出的義債金額逾 2000 億日圓，並把資金轉向投資日本公債和澳洲

公債。新光投信（Shinko）2011 年 8 月把旗下的海外國債基金的義債投資比例從原先的 18%減少至 10%，且日本的信託銀行和壽險公司所操盤的退休基金也減持歐債。再者連瑞穗信託銀行也把旗下投資 7 大工業國（G7）公債的世界智者基金（Sekai no Kenjin）投資組合裡剔除義債，也為中小企業操盤 5000 億日圓的多檔退休基金，迄 2011 年 9 月底已把投資組合裡的外國公債比例從原先的 12%減至 8%，以減持歐債為主，並提高持有股票的比例。另外，中央三井信託銀行為企業操盤的退休基金，迄 2011 年 9 月底減持義債，並增持德國政府公債。住友生命保險操盤的退休基金也從 2011 年 10 月開始減持歐債，讓向來占其投資組合比例達 13%的外國公債，減少至 10%，並增持日圓計價的債券。⁶⁴

由上述分析可得，日本金融業者因應歐債危機之道，不外乎幾個操作方向：由高風險債務危機國家的希臘、義大利等 PIIGS 國家，轉單向較無債務風險的德、法等大國；將資金自債權移轉至股權持有，即減持甚至剔除各債務風險國家的債權，轉向提高股票持有之比例；減持日圓計價債券，轉向增持日圓計價的債券...等。

（四）小結

全球債臺高築，日本目前債務為世界第一大，但其主要購買方為日本本國機構和居民，日本政府一旦發生債務危機，其直接影響是該國自身經濟問題將大受衝擊的影響較重，對國際海外投資者的直接影響極其微小。其間接影響則可能因日本經濟大傷，產業受創，而對他國中下游垂直供應鏈產業產生衝擊，或水平競爭同級產業國家獲得「轉單」獲利商機，或部分產業技術移轉的機會。另外，日本經濟大傷，必然引發貨幣危機，導致日圓大幅貶值，而間接衝擊到貿易競爭對手國的進出口值；另外，在「地球村」架構下的骨牌效應結果，日本政府一旦發

⁶⁴資料來源:工商時報 http://tw.money.yahoo.com/news_article/adbf/d_a_111108_3_2v5xj

生債務危機，全球貨幣必再大肆走向寬鬆政策，但低利率下卻資金滯留而投資窒礙難行的更嚴重「投資性陷阱」現象，必將再度爆發並持續好一段時間。

而日本所持有國外債權餘額，以美國國債最多，針對歐債危機國紓困機制的EFSF債券亦持有相當數額之規模，由於全球對美國信心的穩固，其債信雖微微被下調，但違約機會極微；而EFSF亦僅是個紓困機制，其債券違約機會亦小，因此全球債務對日本的直接影響亦是微小。歐債危機的間接影響造成了日圓的升值，日圓若持續維持在目前的高位，不僅將導致出口導向型企業業績惡化，令日本國內經濟遭受打擊，而且可能致使企業向海外轉移生產基地，加劇國內產業空洞化。

此刻無論日本政府自身債台高築之衝擊，抑或歐債危機的間接影響，日本政府之因應政策，分別採取「增稅與減支」、「阻升匯率」、「產業國際佈局」、及「設立主權基金」等幾個構面進行，而持有歐債債權招致歐債危機直接影響的部份日本金融業者，其因應之道則多以由高風險債務危機國家的希臘、義大利等PIIGS國家，轉單向較無債務風險的德、法等大國；將資金自債權移轉至股權持有，即減持甚至剔除各債務風險國家的債權，轉向提高股票持有之比例；減持日圓計價債券，轉向增持日圓計價的債券...等方向進行政策操作。

二、美國

(一) 全球債台高築對美國的衝擊影響

自從 2006 年底次級房貸風暴影子浮現，及至 2008 年 9 月中爆發雷曼兄弟的第三波美國次級房貸風暴爆發後，歷經歐債危機至今，美國分別採用兩次量化寬鬆政策(Quantitative Easing Monetary Policy, QE)因應，試圖解除美國自身境內金融體系的危機，卻造成幾千億美元在市場上流竄而進一步擴大美國債務，使得債務額度逼臨舉債上限。美國必須通過《2011 年美國聯邦政府預算控制法案》提高舉債上限，才能增加 2.1 兆美元的舉債，讓美國政府債務撐到 2013 年年底。⁶⁵法案雖然即時通過，標準普爾卻將美國債信評等降級，⁶⁶由於發表時機敏感，消息一出即引起市場恐慌。⁶⁷2011 年 8 月 9 日，美國聯邦公開市場操作委員會(FOMC)史無前例地宣布將維持 0 到 0.25%的超低利率至 2013 年，接著聯準會(FED)於 2011 年 9 月底宣布以扭轉操作(Operation Twist)振興經濟，在利率達到歷史低點時續推出扭轉操作以期壓低長期利率與活絡信貸，更進一步加深市場對美國經濟的疑慮，加上適逢歐洲債務重整問題尚未獲得解決，環環相扣動盪著全球金融市場。

末日博士 Roubini 教授在 2011 年 6 月預言四大危機將使全球經濟風暴成形，⁶⁸如今美債及歐債危機從 2011 年中以來接連引爆，美國財政部如此債台高築的情況，勢必會對金融產業環境帶來重大影響。以美國第二次量化寬鬆政策為例，

⁶⁵引用自國家政策研究基金會，「全球經濟失衡下台灣因應對策」，作者譚瑾瑜。

⁶⁶2011 年 8 月 5 日標準普爾(S&P)信評公司以「美國行政部門與國會就財政整頓計畫所達成之協議，並不足以使美國中期債務結構趨於穩定」為由，將美國已維持 70 年之 AAA 最高債信評等，降一級為 AA+，並以「未來 10 年須撙節開支，將影響經濟發展」為由而將展望維持「負向」。

⁶⁷當天 8 月 5 日爆發了自 2008 年金融海嘯以來最嚴重的全球股災，日經 225 指數當日下跌 359.3 點，市值跌幅 3.72%；香港恆生指數當日下跌 938.6 點，市值跌幅 4.29%；台灣加權指數當日下跌 464.14 點，市值跌幅 5.58%，當日跌幅之大為全球之最，全球股市共蒸發 2.1 萬億美元市值。

⁶⁸四大危機包括：美國財政困難、大陸成長減緩、歐洲債務重整及日本經濟停滯。

雖然總額高達 2.3 兆美元，但執行後的成效卻不彰，⁶⁹還同時引發了熱錢流竄、通貨膨脹升溫、全球流動性過剩、資產泡沫等負面效果；另一方面，新興市場國家為因應量化寬鬆政策造成的熱錢效應及通膨現象，普遍進入升息循環週期的階段。⁷⁰在此形勢下，利差擴大的誘因將會驅使熱錢瘋狂湧入新興市場國家；如此一來量化寬鬆新增的流動性絕大部分跑到新興市場，量化寬鬆的成效勢必大打折扣，不僅無法有效刺激美國經濟，連帶地會加大其他國家（特別是新興市場）經濟成長的風險，反而不利全球經濟的穩定發展和全球物價部分。

關於美國持續舉債而債台高築所可能造成的負面影響，可分就貨幣政策及財政政策兩方面進行探討。在貨幣政策的施行下，熱錢流竄和通貨膨脹將為兩大主軸：(1)首先，美國舉債持續以貨幣政策嘗試增加美元流通性後，將引致熱錢流竄，大量資金將會流向全球金融市場，引起投機炒作之機會，使金融資產泡沫的可能性加大；熱錢流竄亦將造成美元貶值，以美元計價之商品將應聲價漲，通膨將因此升溫；甚至熱錢流竄後可能產生流動性過剩之問題，讓一些國家趨向考慮將其外匯存底減少美元部位，如此則美元於世界之影響力將減弱。(2)當熱錢流竄，全球各國通膨加溫，尤以新興市場國家為主的多所國家將會普遍以升息來作為抵抗通膨之施政策略，國際間將產生利差套利機會而進一步讓熱錢更湧入新興市場國家，加速該些國家的匯率升值趨勢，連帶影響到該些國家的出口及經濟實體發展，最終增加此些新興國家的經濟成長風險而使其經濟成長減緩。⁷¹

在美國債台高築後，財政政策措施所可能帶來的負面影響，主要在財政赤字的削減要求及稅基稅賦的增加調整，如此的財政緊縮政策，將使各項發展國家經

⁶⁹根據美國 2011 年 8 月最新公布的經濟數據顯示，美國 2011 年 8 月的失業率仍高達 9.1%，2011 年第二季的經濟成長率為 3.7%，較第一季成長率的 4.1% 下滑 0.4%，顯示第二輪量化寬鬆政策實施後，美國經濟復甦力道依舊疲弱、失業率仍維持在高檔未有明顯下滑。

⁷⁰中國大陸在 2011 年已經連續升息三次共三碼的幅度，泰國則是升息四次（共四碼），而打擊通膨決心最強的印度，更是在 7 月將基準利率調升 2 碼至 8%，從升息循環週期啟動以來已是第十一度升息。

⁷¹改寫自國家政策研究基金會，「QE3 的可能性與對全球金融衝擊之評析」，作者吳孟道。

濟與建設的財政支出相應減少，對美國經濟的發展將產生偌大衝擊。甚至，若企業稅賦增加，使經營獲利下降，將可能連帶影響到民眾的就業機會，使一直煩腦著美國政府「降低失業」施政主軸卻又已居高位的失業率不降反增。美國長久以來日益嚴峻的財政赤字問題，實為美國在舉債上限調高處處受到限制的主要因素。已然由過去循環性赤字轉變為結構性赤字的美國財政赤字問題，實在考驗著美國執政當局如何解決國家經濟發展及財政赤字削減的「囚犯兩難」課題。

美國的國債疑慮屬於結構性問題，短時間內很難獲得改善，標準普爾調降美國債信展望正式敲醒了財政問題的警鐘，也讓外界開始認知美國債務問題可能帶來的風險。為更進一步說明美國債臺高築對全球金融體系可能造成的衝擊影響，以下另分別就美國經濟、全球物價與國際匯兌三主軸來說明未來經濟情勢可能之轉變：(1)就美國資產經濟實體而言，由於國際投資客及全球政府仍對美國持有十足信心，美國國債違約之疑慮較不顯著，不過仍讓外界開始質疑，美國政府是否會以通膨或貶值手段來降低債務負擔，進一步削弱各國央行持有美國國債與美元的意願，未來不僅新興國家可能不再購買美國公債，甚至會拋售現有部位，此可能會拉升美債殖利率，影響到美國的借款成本。(2)在全球物價部分，美國債務的疑慮升溫會打壓到美元的走勢，此將會帶來兩大效果，其一為美元走勢的疲軟會拉抬到原物料的價格，特別是原油的價格，影響無遠弗屆，尤其新興市場的食品與原油佔其消費支出比重高，所以新興市場面對的物價壓力較大；其次為美元疲軟亦會讓資金外流，此也會造成熱錢持續向其他區域湧入，未來美國的債務問題將不會只停留在美國國內。(2)在國際匯兌部分，過去國際上皆是以美元作為清算貨幣，但隨著美元持續貶值的擔憂，新興市場已開始逐漸改用本國貨幣進行結算，⁷²未來偌大部分的國家皆改採本幣結算，美元的影響力將會逐漸下降。

另外，觀察美國持有之歐債曝險部位，依信評機構惠譽統計至 2011 年 11 月

⁷²在 2011 年 4 月份金磚國家領導人在會議中發表的《三亞宣言》明確指出會逐漸擴大本國幣結算制度；此外中國官方也積極推定人民幣國際化，在 2011 年 5 月 6 日舉行的中日韓三國財長會議，研擬敲定將共同研究以本國貨幣結算三國間的貿易，以降低對美元的依賴。

的資料顯示，美國銀行持有歐債曝險部位約 500 億美元，額度之大有可能危及到美國銀行業的評級，此外根據美國聯準會最近調查，美國銀行業中有提供貸款給歐洲同業銀行的美國銀行中，約有三分之二不再提供類似貸款。歐洲銀行過去多透過美國貨幣市場基金的短期貸款取得美元融資，但根據摩根大通調查，美國貨幣基金市場持有的歐元區銀行票據，雖然已從 2011 年 5 月的高峰到年底驟減至 54% 至 2610 億美元，但仍是非常龐大的數字，歐債問題在「骨牌效應」作用下，不僅會一路倒向法國、德國，甚至是美國，無法排除進一步擴散到全球，當下不僅美國經濟的前景問題令人擔憂，投資人對全球可能再度面臨二次衰退，甚至發生「完美風暴」的憂慮也隨之上升。

(二) 美國政府的因應政策

1. 變相低利率的「扭轉操作」策略

所謂扭轉操作，要扭轉的目標是「利率」，操作的對象則是「政府公債」。⁷³這項計畫並不會改變央行資產負債表的規模，而僅藉由轉換央行投資組合的存續期間，來達到壓低長期利率水準的目的。聯準會祭出扭轉操作策略無非是希望長期利率下跌，可以使市場資金成本持續壓低，創造市場需求，進而使企業提高生產力，願意積極增加投資及雇用更多員工，使整體就業市場得到改善，也就能夠根本性地解決問題。簡單來說，扭轉公債利率，就能扭轉消費意願，並且扭轉企業的保守態度，最終讓整個經濟景氣扭轉。美國聯準會欲達到順利「扭轉操作」的流程，可以簡單以七個步驟進行說明：(1)賣出短期公債以獲取資金、(2)大量買進長期公債、(3)長期公債供不應求，殖利率因而降低、(4)長期利率降低帶動房貸車貸等各式利率走向低利趨勢、(5)民眾借貸成本降低，增加消費意願、(6)

⁷³扭轉操作計劃要賣出 4000 億美元未來幾年到期的短期公債，造成短期公債的供給增加，債券價格降低，短期利率則相應上揚，接著聯準會將賣出短期債券所獲得的資金，轉而買進 6 年至 30 年到期的長期債券，造成長期債券的需求增加，價格走高進而使長期利率應聲下跌。其實扭轉操作策略的歷史最早可追溯到 1960 年代，不過當時的成效是失敗收場。

民間需求增加，企業銷售獲利增加勞工就業機會、(7)失業率降低，民眾收入增加，整體經濟復甦。

然而叫人困惑的是，市場普遍認為，美國經濟早已經對「零利率政策」做出「沒有反應」的無視無感回應，⁷⁴在這個時點下啟動以「降低利率」為目標的扭轉操作策略，企圖再次調降長期利率究竟能帶來多大效益，實令市場觀察家質疑，對於政府除了用盡降息之能事而別無其他救市之策略方法時，讓市場人士對美國經濟趨勢更為憂心，對市場信心更為薄弱。

另一個可能會讓聯準會扭轉失敗的風險，則是擔憂美國財政部會趁機大賣公債，反而削弱扭轉力道。由於扭轉策略的手段是要聯準會大買長期公債，造成長期公債「供不應求」的市場進而壓低長期利率，但能否造成「供不應求」除了要看聯準會的買盤力道以外，也要看「生產者」—當前正在努力應付短期債務壓力的美國財政部的臉色。須知在 2011 年 8 月中旬期間，美國政府幾已瀕臨破產，即使在最後關頭朝野政黨達成提高舉債上限的決議，但美國財務狀況的吃緊程度仍讓信評公司標準普爾調降其主權債務評等⁷⁵，在這個時點下，若美國財政部能趁機用較低的利率大量發行長期公債給聯準會這個大買家，自然會是改善財政的最佳手段。一言以蔽之，面臨財政困局，且各國央行對公債興趣降溫的美國財政部會不會利用這個機會大量賣出長期公債，使得扭轉策略的力道削弱？這是另一個風險。⁷⁶

⁷⁴美國不管是短期或長期利率，都已處在歷史低點一段時間了，「零利率環境」的氛圍早已瀰漫市場，新出爐的經濟數據顯示仍然沒有好轉跡象，顯然地，市場對「扭轉操作」策略感到失望透頂，在聯準會宣布的隔天 9 月 23 日，全球股市普遍以重挫回應。

⁷⁵這個大動作意味著美元的「賣相」變差，以往美國公債的主要買家是新興國家及中國、日本的中央銀行，但在美債危機爆發之後，但各國央行的外匯存底操作已經出現「以調整美債為主」的跡象，開始盡量減少美債部位，這因素會削弱美國公債的買盤力道。

⁷⁶ P.91 所謂扭轉操作，要扭轉的目標是「利率」，操作的對象則是「政府公債」...

至 p.92 文末...這是另一個風險。文章段落改寫自今周刊，第 771 期，「柏南克獨舞也難『扭轉』成長頹勢」，撰文楊紹華。

不過最重要的隱憂，則是扭轉操作並非針對美國經濟不好的根本原因所設計。近年來，高所得的國家在全球化衝擊下皆面臨類似的重大經濟轉變，高所得國家內的許多產業因低工資國家的競爭而變成無利可圖，這類產業必然會逐步移往開發中國家，進而使它們在高所得國家中的產量和就業量下降。高所得國家若未能發展出夠多新而有競爭力的產業，其經濟必將遭遇困難。即使有不少新產業發展，失去競爭力產業的勞工也未必有能力到新產業工作，形成結構性失業，失業率即可能居高不下。因此，降低利率並不能使成本已高於國際價格的傳統產業恢復在國內投資，形成「投資性陷阱」，甚至還可能使部分企業因更能取得廉價資金而加速對外投資和外移。

有鑑於日本低利率政策失效甚至步入連續三個「失落十年」的窘境，美國自然擔憂會步入日本的失落經濟後塵。⁷⁷美國受金融海嘯重創，已於2008年12月起就走在歷史低點的零利率時代，誘使長期利率再下降所能對景氣刺激的效果有限，甚至擔憂著有可能走向「日本化」的趨勢，低利率無法振興國內投資反而會加速企業外移而使產業空洞化。再加上美國對出口的依賴程度，雖然現階段仍低，看起來受全球化的衝擊尚小，但由美國的貿易依存度近十年來已有逐漸上升的實際情況來分析，全球化世代已使得愈來愈多的產業和服務可由外國提供，因此全球化的貿易變化對美國經濟體及產業面的衝擊將可能逐漸加深。綜合以上分析，目前美國採行低利率政策有可能和在日本一樣效果不彰，因此變相低利率政策的「扭轉操作」效果及其成敗風險如何？值得進一步觀察。

美國和其他高所得國家在全球化世代裡，皆遭遇到勞工生產力不足使產業失去國際競爭力而國際經濟重心向新興國家移轉的現實問題，另一方面面臨著高福利制度下，人民與政府的支出過於龐大而造成目前政府累積過多債務的窘境。面

⁷⁷ 日本是低利率無效的明顯例證，即使日本的名目利率已多年近乎零，其經濟成長一樣近乎停滯，日本對出口的依賴高於美國，日本對國內市場的保護也高於美國，因此全球化及日本進口自由化對日本經濟的衝擊也特別大，包括日本以出口為主的產業把生產線外移，以內銷為主的產業又被進口品特別是日商的海外產品所取代。這種許多產業快速失去國際競爭力和獲利能力的情況，絕非降低利率所能解決。

對產業競爭力下滑及國際經濟重心移轉的問題，單純以扭轉操作策略來企圖解決目前負債高舉的短暫救急政策，恐怕只能改善一時的景氣，對於美國國際經濟面所遭遇的根本問題恐難有效解決，甚至可能使長期的負債和結構性問題更加嚴重。

2.減赤及增稅

金融海嘯重創全球產業營運與金融運行，各國政府遂以凱因斯「需求創造供給」學說，從民間消費、產業投資、到政府支出，大肆創造內需以拯救危及一時的金融大海嘯。以美國政府為例，在國內需求支出持續攀升而舉債難為的窘境下，2011年8月初美國國會上演「民主」「共和」兩黨在提升舉債上限及要求減少財赤的雙向拉鋸戲碼，⁷⁸甚至於遲遲未能在赤字削減方案上提出具體內容建議。

的確，要有效解決並防範當前全球債臺高築的衝擊影響，除了長期間美國政府應設法逐步提升國際競爭力的同時，短期內美國政府刻正面臨著必須採行「勤儉經濟學」的精簡財政支出以減少債務持續累積的作法。然而，要成功達到赤字削減的目標並非易事，美國減赤特別委員會就因為直至2011年11月23日的赤字削減方案最後期限時日到來，仍未能達成最終妥協方案而啟動「自動削減赤字機制」，即在十年內通過削減國防和國內項目減少開支共約1.2兆美元。

美國目前在減赤方面，政府兩黨最有共識的便是從減少軍事支出下手，美國在過去這些年幾乎都一直在扮演國際警察的角色，因此軍事方面的支出非常可觀，因此要刪減大規模的赤字應該立即設法減少軍事方面的支出。⁷⁹然而，在國

⁷⁸ 2011年，美國民主與共和兩黨在就聯邦政府減赤問題激烈博弈數個月後，於8月初達成妥協方案。該方案分兩部分執行：第一部分要求在十年內削減赤字9170億美元，同時將公共債務上限提高9000億美元，該項內容業已啟動；第二部分是在國會成立一個減赤特別委員會，由12名兩黨議員組成，負責在該年11月23日前就第二部分債務上限以及削減赤字的額度和具體內容提出建議。

⁷⁹ 美國駐伊拉克戰鬥部隊於2011年12月底的全部撤離計畫，除標誌著中東情勢軍事干預的結

政內需的減赤方案上，減赤勢必會伴隨著往後社會福利的下降。美國政府著眼於避免日後造成太大的財政減赤的衝擊，已偏向著重在較不影響當期需求的支出上做縮減方案的探討，相反的，以長期的社會福利改革等方向進行政策研擬。

要降低償債疑慮，強化財政數據為當務之急，而財政的強化除了減支之外，增稅亦為一個可行之方案。因此，美國政府此刻亦著眼增稅方案的實施，然而，在增稅方面，美國政府此刻亦考慮偏向在一些比較不會影響消費支出的稅收上面進行施策重點，例如汽油稅的增加，美國目前在這方面的賦稅仍然遠低於歐洲國家，因此提高汽油稅是可行的方案之一。至於針對所得稅與銷售稅等方面，為避免已然萎縮的民生消費支出市場及已經脆弱的美國經濟體質造成更大的衝擊，此刻並非美國政府所考量的稅賦增加方向。

3.重建財政紀律

專家學者認為，美國要重拾最高債信評級的最佳方法，仍是回到建立財政紀律的根本。面對龐大的舉債數目，當要之務自然是設法減少財政支出，然而「節約的矛盾」說明了「勤儉經濟學」並非長久整治一國經濟之良方，反而有可能打擊市場消費信心，甚至促成一國經濟的加速蕭條。目前市場皆期望高負債國家拿出可信的財政整頓計畫，以恢復財政的可持續性，但另一方面又擔心民間部門尚未完全走向自力復甦的軌道，於此時點下要求大型經濟體的政府支出緊縮，反將成為限制經濟的阻礙。這種矛盾心理導致了市場反應的紛亂，更動搖了各國政府一致對抗經濟衰退風險的信心。⁸⁰

事實上，建立財政紀律雖需要政府支出面的緊縮，卻不等於全面的緊縮，更不等於過度的緊縮。財政紀律的意義在於財政整頓計畫是可執行的，以當前美國消費信心不振、經濟成長停滯，又失業率居高不下、社會不安情緒升高的情勢下，

束外，並有助於美國政府削減赤字的功效。

⁸⁰引用自國家政策研究基金會「重建財政紀律≠全面緊縮」，作者林祖嘉

美國政府當局承諾大幅削減赤字，將明顯缺乏可信度，非但無法說服市場，甚至可能使市場信心更為流失。因此，美國的財政重建計畫要讓市場相信，其重點不應僅是提出減赤規模的多寡數字，更應著重於減赤的項目內涵及短中長期進程規劃及時機的掌握。在有計畫、有能力的維持財政紀律的決心之下，配套國家經濟力的提升方案，才能有效恢復並維持較佳的債信評級，全球債臺高築對全球金融市場的負面衝擊也才有機會得到消彌。

4. 促進就業

原本就債臺高築的美國，受金融海嘯的嚴厲衝擊，使必須以更高額的舉債以支應當時嚴峻的金融重創與經濟衰竭，然而，負債高舉使得市場信心盡失而財政面臨必須減支的命運，美國經濟因此循環式的再遭受打擊。雖然，目前美國仍為世界上最堅實的經濟體，亦依然有能力自己發行國債來解決本身經濟困境，但是美國的國債數量已然龐大，而全世界許多國家的政府都擁有為數眾多的美國國債，萬一美國國債出了問題，絕對會造成全球性的金融問題，因此，美國政府有義務努力維持其國債的最佳債信。

主權債信評等反映的是對於一個國家未來債務的清償能力，若一國經濟層面良好，則盈餘發生，對國債的償債能力自然強化，因此舉凡能提振國家經濟之策略，都將有助強化債務的清償能力，更能讓國債維持在最佳債信，因此，為有效解決目前美國負債高舉所可能帶來的負面衝擊，提振美國經濟體質實有其必要。而解決此刻美國嚴峻的失業率高漲問題之促進就業方案，應有助於美國經濟體質的提升，更進一步有效解決美國負債高舉的負面衝擊。

美國於 2011 年 9 月 8 日提出的就業促進法案，⁸¹被市場觀察家視為符合經

⁸¹美國總統歐巴馬於 2011 年 9 月 8 日宣佈了總額為 4470 億美元的就業促進法案，並於 9 月 12 日正式將法案提交國會，其主要內容包括削減企業和員工薪資稅、延長即將到期的失業救濟金政策以及擴大基礎建設投資等，然而法案在程序投票時未能拿到目標票數而無法過關。

濟學家建議的「短期擴張、中長期緊縮」的平衡原則，即以擴張彌補短期需求的不足，但以有紀律的財政計畫縮減赤字，以同時兼顧刺激經濟及穩定財政的需要，而達到短期活絡市場而中長期穩健減支以去化高額債務衝擊的功效。該法案詳細內容參見表 4-4。

表 4-4 美國就業法案內容

草案內容	累計金額：4,470 億美元
減稅：包括員工工資稅與新工作抵減	700 億美元
基礎建設與地方支持：包括重新雇用教師、學校重建、運輸、基建銀行、閒置資產附件、國家無線通訊	1,400 億美元
失業救濟：包括重返工作崗位基金、延長既有失業救濟、雇用長期失業者稅賦減免	620 億美元
降低一半員工薪資稅	1,750 億美元

(三) 美國金融業者因應之道

1. 減少對歐放款、加強審查歐銀業務

在金融體系發展「國際化」與「自由化」的地球村概念下，國際金融日益活絡而資金流通無國界，任何金融體系出現問題而引致金融風暴後，全球各國及大型機構皆無法在金融風暴中全身而退，這其中，尤以資金往來交流密切的金融業最為首當其衝。因此受歐洲債信危機之影響，美國持有歐債債權招致歐債危機最

直接影響的部份即為美國金融業者。國際信評機構惠譽，統計至 2011 年 11 月的資料報告指出，美國銀行持有歐債曝險部位約 500 億美元，額度之大有可能危及到美國銀行業的評級，此外根據美國聯準會 2011 年底的調查，美國銀行業中之前有提供貸款給歐洲同業銀行的美國銀行業裡，受歐債危機影響，多已不再提供貸款給主權債評較低而還款能力較差的歐洲銀行。另外，由於希臘主權債信危機問題持續兩年多來，嚴重影響到金融業者的歐債曝險程度，據國際清算銀行（Bank for International Settlements, BIS）於 2011 年 6 月 9 日公布的數據指出，⁸²美國各銀行截止 2010 年底對希臘的整體風險敞口為 410 億美元，其中多數風險都是間接性的，大約 83% 與擔保有關係，範圍從信用衍生品合約賣家到其他第三方責任的保護等。因此分析美國銀行對希臘債務危機的風險相關性，可發現美國銀行對希臘債務危機的風險主要來自於保險合約的信用違約掉期(CDS)，甚至是交易對手風險(counterparty risk)，這些合約主要出售給持有希臘債券的歐洲銀行。⁸³

自歐債危機隱憂開始，細看美國持有歐債債權招致直接影響的美國金融業者。截止 2010 年 12 月 31 日，銀行業市值排名第三的美國銀行(Bank of America)對希臘的直接金融風險敞口為 4.77 億美元，但具體組成並不明朗；而市值排名第一的花旗集團(Citigroup)和排名第二的摩根大通(J.P. Morgan Chase & Co.)在各自集團的年報中並沒有披露對希臘的具體跨境金融風險敞口。⁸⁴時至 2011 年底，由於歐洲主權債務危機深化並發酵，向歐元區主要經濟體蔓延之勢益加顯

⁸² 由於國際間各大銀行每季度都需要向國際清算銀行提交資產內容報告，因此，國際清算銀行的報告可明白揭示全球銀行對希臘直接或間接風險的曝險程度。參考網址：國際清算銀行 <http://www.bis.org/>

⁸³ 交易對手風險是指「合約對方不履行合約責任的風險」，以雷曼申請破產為例，因為雷曼的 counterparties，包括金融衍生工具產品 CDS 以及場外合約交易的美國國際集團 AIG 等，當 CDS 出問題而 AIG 亦出事，因此雷曼的債權人成了嚴重受害者。

⁸⁴ 未在年報中完全揭露的原因為美國證交會(SEC)只要求銀行披露超過總資產一定百分比的跨境風險敞口。

現，此時雖然美國銀行業對歐洲公債的風險敞口暫時可控，但危機將進一步蔓延，使美國銀行業面臨更「嚴重風險」。⁸⁵

2.加強金融監理，進行更嚴格把關

由於當前歐洲債務危機前景惡化，加上美國經濟復甦乏力，美國銀行股的股價從 2009 年至今仍下跌慘重，美國銀行已難再次承受重跌之打擊。美國監管機構擔心歐債危機將導致歐洲銀行業融資困難，已加強審查歐洲大型銀行在美國所從事的各項金融業務，進行更嚴格的把關。⁸⁶紐約聯邦儲備銀行亦在 2011 年 8 月持續與銀行業者開會，要求銀行業者評估事況繼續惡化所可能遭致的最壞情況並評估它們應對情境惡化後的處理能力，聯儲局亦要求個別銀行提供更多資料，以研判它們是否可獲得可靠資金，維持日常運作，甚至要求個別銀行全面檢查其營運結構。

3.針對歐債危機，新一輪壓力測試

由於金融業透明度對於增進全球市場的穩定性及金融體系的信心度十分重要。因此，美國聯準會（the Fed）於 2011 年 11 月針對美國金融業者，推出新一輪的壓力測試(stress test)，設定美國失業率飆至 13%、國內生產毛額（Gross Domestic Product，GDP）銳減 8%及股市暴跌 52%等嚴苛衝擊下，對資產規模逾 500 億美元（1.52 兆元台幣）的 31 家美國金融業者對其貸款組合暨交易業務進行測試。⁸⁷其中更將以高標準檢驗其中 6 大銀行，特別針對美國銀行、花旗、高盛（Goldman Sachs）、摩根士丹利（Morgan Stanley）、摩根大通及富國銀行（Wells Fargo）等 6 家金融機構進行歐債危機衝擊全球市場的更高標準條件測試。聯準

⁸⁵ 惠譽國際信評公司 2011 年 11 月 16 日聲明中指出：「除非歐元區債務危機及時、有序地得到化解，否則美國銀行業整體信貸前景將惡化。」

⁸⁶ 例如法國法興銀行(Societe Generale)和義大利裕信銀行(UniCredit)……等。

⁸⁷ 聯準會曾於 2009 年 5 月針對 10 家銀行進行首度壓力測試，結果顯示受測銀行恐有高達 750 億美元（2.28 兆元台幣）相關流動性資金需求。

會指出，「針對不同金融機構進行的壓力測試將依據受測金融業規模、複雜性、風險狀況和營運範圍等有所不同，而此次測試的目標是確認金融機構是否針對風險制訂強健且具前瞻性的因應規劃程序，壓力測試完成後也將對外公布相關結果。」

4.面臨歐債風險，資金移轉黃金等保值資產

全球債臺高築的嚴重危機，市場普遍意識到美元和歐元均存在自身的問題，在經濟衰竭氣勢一時尚難解決，而經濟情勢上不明朗之時，黃金就成了國際投資避險的重要工具而持續受到支持。⁸⁸在尤以歐債最為嚴重的全球債臺高築當下，全球總體經濟表現令人憂心，金價頻創新高，各金融機構更皆預估黃金價格會呈上漲之趨勢，紛紛上調金價預估。這其中，2011 年 9 月 8 日，瑞銀集團(UBS)將 2012 年金價預估大幅上調 50%，預估 2012 年平均金價將自 1,380 美元/盎司上調至 2,075 美元/盎司，2013 年的平均金價預估則自 1,200 美元/盎司上調至 1,725 美元/盎司；8 月下旬，法國興業銀行將 2012 年平均金價預估提高至 2,275 美元。巴克萊資本將 2012 年黃金均價提高至 2,000 美元；新加坡大華資產管理(UOB Asset Management)黃金及綜合基金經理人亞達耶(Robert Adair)則預估金價未來 12 個月將攀上 1980 年通膨調整後的歷史高點至每盎司 2,300 美元。另因 2011 年 8 月初標普下調美國三 A 評級之後，摩根大通(JP Morgan, JPM)將年底金價預估自 1,800 美元上調至 2,500 美元/盎司；美銀美林(Bank of America Merrill Lynch)亦將未來 12 個月的金價目標自 1,700 美元/盎司上調至 2,000 美元/盎司；8 月上旬同時期，高盛(Goldman Sachs)則將未來 3、6 以及 12 個月的金價預估分別上調 5.1%、5.8%與 7.5%，各為每盎司 1,645 美元、1,730 美元以及 1,860 美元；匯豐銀行(HSBC)則將 2011、2012、2013 以及長期平均金價的預估分別自 1,525 美元、1,500 美元、1,450 美元以及 1,250 美元，上調至 1,590 美元、1,625 美元、1,550

⁸⁸由於黃金保值與避險功能，在國際風險增溫之此時，黃金金價持續走高，國際金融機構爭先恐後調高黃金目標價。

美元以及 1,375 美元。花旗集團(Citigroup)甚至表示，在宏觀經濟和主權債務面臨重大不確定性之際，以「黃金自由翱翔」來說明金價的牛市氣氛。也因此，美國銀行業在面臨歐債危機可能導致更嚴重的風險之際，多有開始重視如黃金等保值資產而將資金做部分移轉，使資產組合多元而分散風險之方向進行操作以茲因應。

(四) 小結

綜觀當今的美國經濟復甦面臨的障礙，內憂夾雜外患。在外部面，面臨歐洲主權債務危機持續增溫，及其衍生的資金流通性受阻、金融市場波動、及全球經濟復甦緩慢…等問題；內部面，美國作為全球第一大經濟體，自身面臨著經濟成長前景不佳、失業率居高不下、消費者信心不振、而企業投資意願減緩…等棘手問題，加以受制於財政赤字、國家債務急速增加的財政緊縮壓力，美國政府當局可謂正面臨著一個因應全球債臺高築而產生國際變局的高難度的挑戰。

然而，美國仍維持著使世界經濟體系運轉的基石，美國若進入進退維谷的困境，甚至發生國內危機，則必「蝴蝶效應」般迅速蔓延擴散至世界其他國家與地區；且美元仍為全球最常被使用的國際主要流通貨幣，因此，全球金融市場長久以來持續支持著美元體系的穩定以避免美元崩盤。時至 21 世紀之此時，美國仍負有左右世界經濟趨勢，帶動全球金融走向的重要位置與責任，因此，促成世界經濟的良性發展，建立全球金融的穩健秩序，都是此刻美國政府當局之當務之急。

美國此刻為有效解決目前債台高舉的窘境，長遠來看，必須先刺激提振目前的景氣，讓經濟活動創造出有效需求，使民間的信心恢復為首要。然而既要活絡經濟，創造大量就業機會，又要減少政府財政赤字，這兩者存在著「囚犯兩難」(Prisoner's Dilemma)的拉鋸矛盾。活絡經濟需要政府財源支出，必需再度舉債，然而在當前財政困難的窘境下政府勢難再施予擴張性的財政政策，舉債建設與財

政減支的兩難議題因此擴大成為民主共和兩黨的政治角力問題，進一步加大了美國處在全球性債臺高築而嘗試解決此波困境的難度。⁸⁹

為因應全球性債臺高築所帶來的影響，無論美國政府自身之衝擊，抑或歐債危機的間接影響，當前美國政府之因應政策，分別採取「貨幣政策」、「減赤及增稅」、「重建財政紀律」、以及「促進就業」等幾個構面進行；而持有歐債債權曝顯部位受歐債危機直接影響的部份美國金融業者，其因應之道包括：「減少對歐放款、加強審查歐銀業務」、「加強金融監理，進行更嚴格把關」、「針對歐債危機，啟動新一輪壓力測試」、「面臨歐債風險，資金移轉黃金等保值資產」等。因此，美國政府除了加強自身金融機構的審查、做好更嚴格的把關外，也有把資產及債權等債務風險由高危機性的國家轉向較無債務風險的國家，甚至開始重視保值資產(例如黃金)而將資金做部分的移轉操作...等方向進行因應。

三、歐洲

(一) 全球債台高築對歐洲主要國家的衝擊影響

歐元區由目前歐盟 27 個國家中的 17 種貨幣國家所組成，這些國家分別包括：奧地利、比利時、芬蘭、法國、德國、希臘、義大利、愛爾蘭、盧森堡、荷蘭、葡萄牙、斯洛維尼亞、西班牙、馬爾他、賽普勒斯、斯洛伐克、愛沙尼亞。使用歐元之歐元區人口數目前約有 3.3 億人，如果加上與歐元固定匯率制的貨幣，歐元影響到全球 4.8 億人口。2006 年 12 月，共有 6100 億歐元在市面上流通，按照當時匯率計算，相當於 8,020 億美元。歐元流通的現金總價值正式超過了美元。

由於美國聯邦準備理事會近幾年維持較歐洲央行更低的利率，使得歐洲的利

⁸⁹ 共和黨堅持不得加稅，民主黨則堅持預算刪減不得影響社會安全福利，兩黨的政策之爭互不退讓形成僵局。

率具有比美國更大的吸引力，也因此導致了歐元的強勢，除此之外美國的雙赤字問題更讓歐元相對強勢，自從 2008 年美國爆發了金融海嘯以後，歐元相對美元走強，美元兌歐元匯率一度來到 1 美元兌 0.6 歐元的歐元新高點，不過好景不常，金融風暴由美國延燒到了歐洲，這波歐元區蔓延出來的歐債風波，使得投資人憂心主權債務問題持續擴散，開始紛紛拋售歐元，對歐元區債信的疑慮也導致了 2008 年中之後的歐元開始不振，從該年開始一路下跌，這也開始了歐元的坎坷之路。

貨幣貶值後，需用較多的本國貨幣兌換等值外幣，不利於進口，不過對於商品出口而言，因為等值本國貨幣所對應的外幣下降，所以理應對於出口是利多。然而，歐元區國家存在著嚴重的結構性問題，歐元區各國自 1999 年啟用歐元起，在喪失「貨幣自主權」的「貨幣一體化」架構下，即便歐債危機使得歐元貶值，也無法讓所有歐元區國家的經濟體質提升並強化。歐元的貨幣貶值確實有助以出口導向的德國實現經濟成長的果實，但是對於不以出口為導向且經濟體質不佳較難取得國際信心如希臘等債務較差國家，歐元貶值所帶來的幫助相當有限，反而因歐元貶值所象徵的國力衰退形象更加深了該些債務嚴重國家的經濟衰退。因此，當歐元以貶值反應著歐債所面臨的危機挑戰時，貨幣一體化而財政個別自主的歐元區多個國家原本就非常不均衡的經濟發展模式，在歐元進一步貶值幅度加大後，歐元區各國強者益強、弱者益弱，而造成各國間經濟發展的不均衡態勢益形擴大。⁹⁰

另外，歐元區各國各自不同的財政施政政策及社會福利施予，也不斷讓歐元區各個國家的經濟發展兩頭拉鋸，使歐元區內各國的不均衡情況，持續擴大，除了在歐元的貶值下德國、法國等經濟體質較佳的國家富者越富，而債務高舉的希臘等債信危機國家窮者越窮之外，在窮國仍背負著龐大債務而財政赤字持續高漲下卻可能國內享受著優渥的社會福利之時，也造成了歐盟經濟較為穩健的國家，

⁹⁰ 因此市場上有人士認為，若要拆解歐元區國家，並非剔除體質較弱的希臘等債信危機國家，而是應該將體質較強的德、法兩國剔除。

甚至國際貨幣基金在紓困金援計畫方案上多有舉足不前的反對聲浪出現，如此也加大了全球組織欲解決歐債危機的難度。⁹¹

最後，以歐元區 17 國及歐盟 27 成員國家之公債與 GDP 佔比的負債率變化，來進行歐債危機的發展趨勢變化分析。由表 4-5 的歐元國及歐盟國負債率變化比較表來觀察，不難發現歐債危機雖以債務違約風險較高而引發債信危機的數個歐元國家為主要，但債務高築之現象早已悄悄普遍蔓延在每一個歐盟國家之中。仔細分析其趨勢變化，在 2012 年 2 月 6 日歐洲統計局首次發布成員國政府季度債務的數據中顯示，2011 年第三季度歐元區 17 國債務占 GDP 比值由第二季度的 87.7% 降至 87.4%；同時期數據顯示，歐盟 27 國第三季度的負債率則由第二季度的 81.7% 漲至 82.2%，此由 2011 年第二季度至第三季度負債率數據一降一漲之現象，似乎說明著負債危機高峰期的國際救援行動，使得國家負債有自歐元區國家轉嫁至歐盟國家之趨勢。另 2011 年第三季度與 2010 年第三季度相比，可發現歐元區 17 國及歐盟 27 國一年以來的負債率均明顯上升，歐元區由 83.2% 漲至 87.4%，歐盟國家則由 78.5% 升至 82.2%。其中，2011 年第三季度負債率最高的歐盟國家是希臘，比值為 159.1%，其次為義大利的 119.6%，葡萄牙的 110.1% 以及愛爾蘭的 104.9%。

表 4-5 歐元國及歐盟國負債率變化比較表

	2010Q3	2011Q2	2011Q3
歐元區 17 國	83.2%	87.7%	87.4%
歐盟 27 國	78.5%	81.7%	82.2%

(二) 歐元區各國政府之因應政策

歐元區許多成員國內部政治和社會結構存在著衝突，由於南歐國家政黨與公

⁹¹ 在歐元區國家為解決歐債問題提出的 EFSF 的規模擴充方案表決上，斯洛伐克於 2011 年 10 月 11 日就以投票否決支持該擴充方案

會特殊的共生結構，政黨實行緊縮方案時會常與工會發生衝突，因此南歐國家普遍的表現上北歐國家要來得更為糟糕，此波歐債危機的債信問題國家也多位處南歐地區。

本單元針對歐洲債信問題發生後，與歐債問題最為相關的數個歐元區國家分別進行問題發生歷程及因應政策執行的探討分析，最主要包括 PIIGS 歐洲債信問題最為嚴重的葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘、及西班牙等五國；另外，因為在此波歐債問題的發生歷程與解決方案過程中，歐元區兩大經濟主體的德國及法國，其所面對的挑戰及協助問題解決的因應措施，亦在本單元敘述討論之中。

1.希臘

(1) 問題

希臘是此波歐債問題發生最為嚴重的國家，亦可謂為債信危機發生的導火線。希臘於 1981 年加入歐盟，然而早在歐盟 15 國擬定加入歐洲貨幣單位(European currency unit, ECU)的經濟條件時，⁹² ⁹³ 歐盟 15 國中希臘因經濟條件太差，無論國債負債率或財赤率(財政赤字佔 GDP 比重)都不符合加入條件，因此在 1999 年歐元紀元，啟用歐元進行資產計價之初，⁹⁴ 歐元區僅有 11 個國家加入，其中，英國、瑞典及丹麥不願加入，惟希臘是因為條件不符被排除在外。無論是希臘捏造假國家財報數字，或是原來的 11 個歐元區國家形式放水，希臘終於在 2001 年加入了歐元區。

然而，時至 2007 年，金融海嘯發生期間，美國金融業大受衝擊，希臘政府

⁹² 歐盟在 1995 年奧地利、芬蘭、瑞典加入後，共有歐盟 15 個成員國。而歐洲貨幣單位(ECU)是在 1979 年歐洲貨幣協議(European monetary system)中勾畫出來的藍圖，亦即為目前歐元的前身。

⁹³ 1999 年初歐元區整合時，其會員國必須遵守馬斯垂克條約與「穩定成長協定」之規定，並符合 5 項財金整合「一致性標準」，即(1)通膨率不得超過最低 3 國之 1.5%，(2)利率不得超過最低國之 2%，(3)匯率上下波幅在 2.25%至少 2 年、(4)赤字不得超過 GDP 之 3%、(5)政府負債不得超過 GDP 之 60%，始可加入。

⁹⁴ 歐元法償的實體紙幣及硬幣至 2012 年才正式上路使用。

當時的財政赤字佔 GDP 比重，與當時美國的嚴重財赤率及負債率相比，並不算高，因此當時市場對歐元區信心滿滿，市場認為歐元就是投資安全的最佳保障。希臘既已進入了歐元體系，使得當時希臘也因此吸納到大量外資。

不過金融海嘯的發生，造成全球資金滯留，各國企業無法獲利使收入驟減，國家內需的創造使財政缺口擴大，政府赤字益形增加，加入歐元區後的希臘，本身已失去了自主的貨幣政策，又在為擴大建設來刺激經濟使財政支出不斷擴張之下，藉由舉債來支應財政支出的後果，造就了之後財政赤字惡化及龐大債務的雙重隱憂。因此，雖然在 2009 年美國次貸引發的金融海嘯看似已經平息，世界景氣開始緩慢復甦，但以希臘為主要的歐盟地區諸多國家為實施經濟刺激政策而產生高舉的龐大債務及惡化的財政赤字雙重隱憂，讓標準普爾信評機構於 2009 年元月對希臘開了第一槍，首先下調希臘信用評級，並在 2009 年 12 月間三大信評機構紛紛調降歐盟債信國家的主權債評，歐債危機終至表面化的浮出檯面，引發全球隱憂。希臘為債信危機的主要問題國家，希臘債務狀況明顯惡化，因此早自 2010 年中起，希臘主權債權信用評級就已被三大信評機構評為垃圾級債券。⁹⁵ 2011 年希臘經濟成長的拖累更讓經濟前景雪上加霜，即便希臘數度自願進行債務重組但其債務違約風險仍高，標普甚至更將希臘債信評等下調降至極差且違約可能性極高的「CC」評級，三大信評機構更同時持續給予負面展望。

除了希臘主權債務之外，由於該國本國金融業者對希臘公債的曝險部位皆普遍過高，且可能因希臘經濟再度惡化，進而使得曝險過高的銀行承擔更多不良貸款，而一連串希臘主權信評的調降，讓存款戶失去信心，使得銀行存款流失，造成銀行資金流動性部位呈現極度脆弱的狀況，因此，絕大多數的希臘銀行亦淪為三大信評機構持續調降債信評級的目標。穆迪信評機構在 2011 年 9 月 23 日同時調降 8 家希臘銀行的債信評等各兩級，且該 8 家銀行的長期存款和信評展望均被

⁹⁵ 希臘主權債信評級分別於 2010 年 4 月 27 日、2010 年 6 月 15 日及 2011 年 1 月 24 日，先後被標普、穆迪及惠譽評為垃圾級債券。

持續評為負向，就是明顯的例子。⁹⁶

另觀察希臘國內的金融運作，發現保障債權的信用違約交換 CDS 之風險情況相當的不樂觀。⁹⁷以 2011 年 10 月希臘公債 5 年期的 CDS 合約價為例，已竄升至 5400 點的歷史新高，透露出希臘國債市場極度不樂觀而投資人極度恐慌的訊息。另外，分析有關公債發行成本的殖利率波動情況，發現時至 2011 年 9 月，希臘 1 年期、2 年期、及 10 年期的公債殖利率分別飆高至 70%、47.2%及 23%的高點，若進一步以 2 年期公債來進行分析，可發現希臘公債 2 年期的票面利率僅有 4%，與同年期的殖利率 47.2%相比，是個非常大差異的數字，如此現象明顯反映著投資人對希臘公債信心的完全不足，因此導致公債價格的不斷下滑，這其中尤以越短天期的公債越為顯著，觀看 1 年期公債殖利率漲破 70%的驚人情況，顯見投資人購買意願極度微弱。

1999 年至 2001 年間，無論是歐元區國家的良善意圖放水入關，或真是市場間所傳聞的「捏造假財報」，依當時希臘欲加入歐元區之初時之經濟狀況，是明顯不符合加入歐元區之條件的。⁹⁸由於希臘先天經濟體質之不良，又急欲設法加入歐元區，因此希臘隱匿了當時債務累積過高的問題。希臘經濟條件不良，又夾帶著龐大的債務問題，因此打從加入歐元區開始，就埋藏了爾後歐洲主權債信危機的導火線，經過醞釀、增溫、到爆發，終於在信評機構的信用評級調降後浮出市場水面。歐盟體為解決歐債問題，首當其衝的就是必需解決債務危機最為迫

⁹⁶ 此 8 家銀行遭調降之情況分別為：National Bank of Greece SA、EFG Eurobank Ergasias SA、Alpha Bank AE、Piraeus Bank SA、Agricultural Bank of Greece 和 Attica Bank SA 的評級均從「B3」下調至「Caa2」，而 Emporiki Bank of Greece 和 General Bank of Greece 的評級從「B1」下調至「B3」。

⁹⁷ 信用違約交換（credit default swap，簡稱 CDS）是現今國際金融市場上交易最廣泛的「信用衍生性金融商品可供信用提供者（放款人或公司債持有人）規避信用風險的契約，交易主體分別是「違約風險保護買方」（protection buyer，通常為銀行）與「違約風險保護賣方」（protection seller）。銀行可藉由 CDS 將風險以保險費轉嫁給他方。

⁹⁸ 據「華爾街日報」稱，高盛曾幫助希臘秘密借款，交易價值超過 100 億歐元，將原本以美元或日圓計價的希臘國債，換算為歐元，付息時間延續到 2019 年。高盛先是用一種信用證來沖銷該筆交易中的風險，更又於 2005 年將該交易轉移給了希臘國民銀行承購，2008 年希臘國民銀行又在高盛安排的另一項交易中，將此轉移給了另一家公司。由於該交易被視為外匯交易，並非一般貸款，因此不為大眾所熟知，也因此不須計入資產負債表中的負債項。

切的希臘債務問題。

(2) 因應

最先，歐盟透過直接金援的方式嘗試解決希臘債務問題，第一次金援於 2010 年 5 月歐元區財政部長批准分 3 年金援希臘 1100 億歐元，其中 800 億歐元由歐元區成員國提供，其餘 300 億歐元則由國際貨幣基金提供，此次金援活動成了截至 2010 年止，人類史上最大的國家紓困案，然而這項紀錄很快的被超越了。2011 年歐盟各國領袖在 7 月 21 日的緊急高峰會中，決定提供希臘為數達 1,590 億歐元的二次金援。⁹⁹此外，歐元區各國也提供金融機構四種選項，其一為將現有公債換成由 EFSF(歐洲金融穩定基金)擔保的 30 年期同面值債券，初始配息率為 4%，之後將增至 5%。第二種選項為現有公債到期時展期為 30 年期同面值債券，擔保與利率與第一選項相同，其餘兩種選項則為將面值的 80%轉成 15 或 30 年期債券。當時國際金融協會(IIF)估計，藉由此項換債方式可以減少希臘 135 億歐元的銀行債務。

然而，第一次的金援計畫，由於希臘無法實現將預算赤字占國內生產毛額比例降至 7.6%的目標。歐盟、歐洲央行與 IMF 於 2011 年 10 月中止與希臘談判新的救助計畫，且停止發放第一次金援的第六筆 80 億歐元的紓困款。

顯見的，希臘最根本的問題在於希臘國家自身的嚴重經濟與財政雙向問題，除了低靡不振的經濟態勢外，過於優渥的社會福利制度、龐大的公務員體系、高額的工作薪資、良好的退休福利與養老津貼制度，加上飆高的失業率，因此希臘入不敷出而產生了嚴重的政府財政赤字，另外，希臘更有嚴重的逃漏稅現象，這些因素種種，造成希臘在財政結構上產生了嚴重的結構性的難解問題。¹⁰⁰因此，

⁹⁹ 此次金援計畫，若希臘遭判定違反協議規約時，在希臘銀行需融資時將對 350 億歐元的希臘公債作出擔保。

¹⁰⁰ 希臘的公務員數量佔就業人口就高達 10%以上，公務員的退休金極為優渥，在父母為退休公務員且死亡的情況下，依舊可以繼續領取退休金，使得政府在公務體系上支出極為龐大。

要解決希臘債信問題，一方面希臘接受著國際金援，一方面更必需自希臘國家自身的經濟提振及財政改革方案上同時進行。為了能有效改善現況惡劣的經濟蕭條，希臘政府通過了多項財政緊縮計畫，先後推出四個政策，包括：削減公務員的獎金，禁止提前退休，提高退休的年齡，控制軍費開支和增稅等。這其中，希臘政府至 2011 年 6 月止共通過包括大砍預算二百八十億歐元、增稅、削減公務員薪資與退休金、出售國有資產、國營企業私有化…在內的一連串縮減赤字計畫，該些計畫皆於 2011 年 7 月起開始實施。更甚者，希臘在第一次金援，因無法符合紓困案的要求而遭停發紓困款後，希臘政府決定在 2011 年 9 月再提實施新的減赤措施，包括最多裁減 3 萬名公務員、削減退休金、延長物業稅及降低個人所得稅免稅額以及通過財產稅法等等法令，且將部份國營機構員工的退休金減幅達兩成。

其實，希臘在必須面對經濟衰退後，投資人購買政府債券的願意大為減弱之時，政府欲再度舉債籌措資金以償還債務的能力幾已盡失。由於舉債困難，而償債期限逼近，雖然希臘政府本身嘗試多項減赤的方法，希望能解決即將面臨龐大債務償債問題的挑戰，但是信評機構皆明白表示，依希臘本身的財政與舉措能力，是無法解決如此嚴峻的債信危機的。因此市場普遍相信，要解決目前債信危機的嚴厲挑戰，除了希臘本身的經濟提升與財政努力外，可能多要仰賴歐元區或歐盟體其他國家的配合與救援，以及國際貨幣基金(IMF)的基金紓困，甚至，藉助由中國等新興市場國家的介入，以直接金援或提出實質的國際聯袂「救市與就世」方案，才有機會有效救助希臘脫困於嚴峻的債信危機之中，全球金融市場也才得以逃脫債信危機所可能帶來的後市災難。

2.義大利

(1) 問題

義大利為 1951 年「歐洲煤鋼共同體」(ECSC) 成立時的最早的六個歐盟成員國之一。¹⁰¹義大利之經濟實力在西方國家居於第五位，亦為歐元區第三大經濟體。¹⁰²然而與其他世界先進國家相比，義大利的國家及國土資源是相對貧乏的，而新世代資訊技術與科技商品創新能力也顯得相對落後，更由於義大利近十多年來的經濟成長率疲軟不振，執政效率成果不彰，甚至國會意見分歧，造成近年來的經濟的持續衰退，尤其在金融海嘯之後，雖然義大利為歐元區的第三大經濟體，但為提振經濟加強內需，而使得負債高舉，最終成為歐洲第二大債務國，因此，也淪為歐洲債信問題國家之一，義大利遂在此波歐債風暴之下，扮演著影響歐盟體及歐元區後市走勢的關鍵角色。

標準普爾首次在 2011 年 9 月 19 日針對義大利信用評級，從原本的「A+」調降為「A」，¹⁰³經濟展望維持在負向，對原本就飽受經濟成長疲軟、政局不穩、以及龐大的債務問題的義大利而言，無疑雪上加霜，也凸顯出義大利嚴重的債信問題。在義大利信用評級遭調降為「A」等後，該國政府整體債務淨額在 A 等級國家中是最高的，代表著義大利的高額債務隱憂有其嚴重性。而 2011 年第 3 季以來義大利為了「以債養債」的持續發債期間，公債殖利率幾度攀升，10 年期公債殖利率甚至徘徊在 6~7% 的極重要臨界值，造成義大利債券市場的信心恐慌。讓歐盟區正視起義大利償債能力的隱憂，對義大利也開始著手進行多項協助清償債務問題的會議研擬及方案提出。在 2012 年還債高峰期到來而義大利償債能力有限之下，2012 年 1 月 13 日標普再次調降義大利信用評級至「BBB+」級，

由於義大利經濟成長衰竭、政府財政體質脆弱，造成信評機構對歐元區第二大負債國的償債能力起了質疑，2011 年 9 月 19 日義大利主權的首次被標普調降

¹⁰¹ 歐盟自 1951 年由法、德、義、荷、比、盧等六國簽署設立「歐洲煤鋼共同體」(ECSC) 開始。

¹⁰² 歐洲四大經濟體形成於第二次世界大戰後，由英國、德國、法國和義大利所組成，四個國家皆為歐洲聯盟(European Union)創始會員國。四大經濟體國家依目前 GDP 排序為德國 3.668 兆美元、英國 2.866 兆美元、法國 2.674 兆美元、及義大利 2.319 兆美元。

¹⁰³ 隨後，穆迪及惠譽兩家信評機構亦分別於 2011 年 10 月 4 日及 10 月 7 日將義大利信用評級調降一級。

後，穆迪及惠譽兩家信評機構亦隨後跟進，義大利的債券市場因而引起投資人信心的恐慌。然而義大利的大部分公債由國內銀行業者持有，也因此導致義大利一連串的銀行信評被降評，這其中例如：標普在 9 月 22 日調降義大利第二大銀行聯合聖保羅銀行(Intesa Sanpaolo)、Mediobanca 和另外兩家義大利銀行的債信評等，並將債信展望降至負面。

另外，觀察義大利 CDS 之風險走勢，情況相當的不樂觀，2010 至 2011 年以來，義大利債券 CDS 之合約價一直呈現上揚之趨勢，例如單就 2011 年 9 月來觀察，義大利 5 年期 CDS 價差擴大 17 個基點至創紀錄的 400 個基點(即 4%)，而同時期間義大利 10 年期公債殖利率則竄升至 6%以上，CDS 合約價及公債殖利率雙雙屢創加入歐元區以來的高點，顯見義大利債務困境的擴大與益形嚴重。

(2) 因應

為了因應義大利龐大債務及財政赤字問題以強化償債能力，義大利與其他國家皆相同採取「他救」與「自救」兩種途徑同時進行。尋求他救部分，例如，於 2011 年 8 月初藉由歐洲中央銀行(ECB)宣布購買義大利國債，幫助義大利降低借款成本；自救部分，義大利內閣集體同意分別在 2012 年及 2013 年削減預算 200 億歐元及 250 億歐元，總計至 2013 年以前縮減 450 億歐元，藉此以降低財政預算赤字加深。然而，內閣召開會議、集智施予對策、制訂改革方案等不是難題，難題卻在改革方案提出後在「執行面」的困難度。義大利所面臨改革阻礙，包括人民的反對聲浪或反對黨團的否決等。這其中，所曾提出的多項改革方案，如：「富人稅」、「大砍地方補助」、及「退休金改制」問題…等，¹⁰⁴都紛紛受阻，導致改革失敗，使欲解決義大利赤字問題的各式法案難以過關。

¹⁰⁴ 義大利法律所規定「人民必須在工作 40 年後才能請領退休金」之法規，當修正將考量服役以及大學就讀之時間計算於工作資歷內時，因會造成義大利人延後退休，在不到 48 小時時間內就在反對黨議員、公會、企業領袖的強力反對下胎死腹中。

因此，在因應義大利龐大債務下，義大利政府應能夠拿出無比魄力，發揮強勢執行力以執行財政緊縮政策、減少財政赤字、進而強化償債能力；除此外應另再搭配歐盟等國際組織的援助，如此雙管齊下，才有機會防止歐債危機持續擴大蔓延的發生。

3. 西班牙

(1) 問題

西班牙於 1986 年加入歐盟，1999 年歐元區成立後，西班牙是歐元區第四大經濟體。西班牙更曾經擁有世界海上強權，境內林木礦產的資源也相當豐富，不過近幾年經濟成長呈現衰退的現象，這導致了國內失業率的飆高，也造成了這波歐債危機被關切的國家之一，而西班牙人浪漫與悠閒的生活哲學舉世聞名，面對歐債危機是否能夠嚴謹的看待，考驗著西班牙全國人民與政府的智慧。

這波歐洲債信危機，標普首先在 2009 年 1 月 19 日首次下修西班牙的長期主權信貸評級，從「AAA」下修至「AA+」，西班牙被標普自三 A 級高信評俱樂部正式除名，正表明著西班牙主權信評的危機與擔憂的開端。在 2010 年 4 月 28 日標準普爾再度下調西班牙的信評，信評水準從「AA+」調降至「AA」，展望負向，2011 年 10 月 14 日標準普爾又再度下修西班牙信評，由「AA」調降 1 級至「AA-」，西班牙債務的數額節節高舉，償債能力的隱憂緩緩升高之下，西班牙主權債信幾乎面臨著每年信評被調降的命運，市場也不禁正視著西班牙的龐大債務問題，成為與希臘及義大利相同的歐債危機問題國家。

同樣的，由於西班牙的銀行多為西班牙國家主權債的債權持有機構，當西班牙的主權債信被調降之後，西班牙的銀行也沒有辦法倖免於調降的命運，這其中，例如：在 2010 年 10 月 12 日標普下調了十家銀行的信評，而惠普則也下調

了六家銀行信評。而西班牙的銀行信評之調降中，最大及第二大銀行 Santander 及 BBVA 的長期信評均遭調降，其中 Santander 遭標普由「AA」調降至「AA-」，BBVA 則被由「AA-」調降至「A+」，而惠譽也同樣地將 Santander 由「AA」調降至「AA-」，BBVA 則由「AA-」調降至「A+」。¹⁰⁵標普指出，由於西班牙銀行業一再累積受損資產，財務狀況已嚴重惡化。關於西班牙的銀行壞帳問題西班牙中央銀行 2010 年 9 月即發布報告指出，2011 年 7 月份難以收回的銀行壞帳高達 1,247 億歐元，大約是 1,719 億美元，佔總資產的 6.94%，是 1995 年 2 月以來的最高比率，也因此造成一個月後各大信評大動作同時調降西班牙主權信評及各銀行信評。¹⁰⁶

在公債殖利率與 CDS 問題上，由於西班牙主權從 2009 年以來被每年一調降，造成公債殖利率與 CDS 的持續攀升，例如：2011 年 9 月西班牙的 10 年期公債殖利率，數度 6% 以上的高點，創下了近 14 年以來的新高，西班牙的 5 年期公債 CDS 也續創新高，2011 年 9 月 CDS 合約價上升二十個基點，至四百五十基點(4.5%)。

失業率更是西班牙長期以來拖累經濟的重要問題，比較歐債五國的失業率，可從圖 4-4 看出，西班牙之失業率明顯為歐債五國之冠，且明顯自 2008 年開始就一路竄升，西班牙於 2011 年的失業率更已經高達 21% 的驚人失業態勢，平均五個國民就有一個失業人口，而失業人口中年輕人的比例就高達 40%。如此高的失業率數字，成了西班牙國家的重大經濟隱憂，也是西班牙的經濟成長率一直衰弱而無法提振的主因。分析西班牙高失業的原因，過於優渥的社會福利制度無疑是其主要因素，例如：一個人失業後，只要過去六年內繳滿了一年的失業保險，就可以領取最長兩年的失業津貼，前半年津貼相當於原工資水準的 70%，之

¹⁰⁵ 西班牙其餘的銀行信評之調降，另包括：Banco de Sabadell 遭標普由「A」調降至「A-」，遭惠譽由「A-」調降至「BBB+」，Banco Popular Espanol 遭惠譽由「A-」調降至「BBB+」，其「A-」信評展望遭標普列入負面，Bankinter 遭標普由「A」調降至「A-」，Banco Espanol de Credito 遭惠譽由「AA」調降至「AA-」，CaixaBank 則由「A+」調降至「A」。

¹⁰⁶ 2010 年 10 月，惠譽、標普及穆迪分別在 7 日、14 日及 19 日調降西班牙主權信評。

後是 60%。就算達不到申領失業津貼的標準，也能領到失業救濟，每月將近 400 歐元左右，政因為如此超高優渥的社會福利，使得西班牙國家的失業率不斷攀高，更進而造成國家債務的舉措需求。

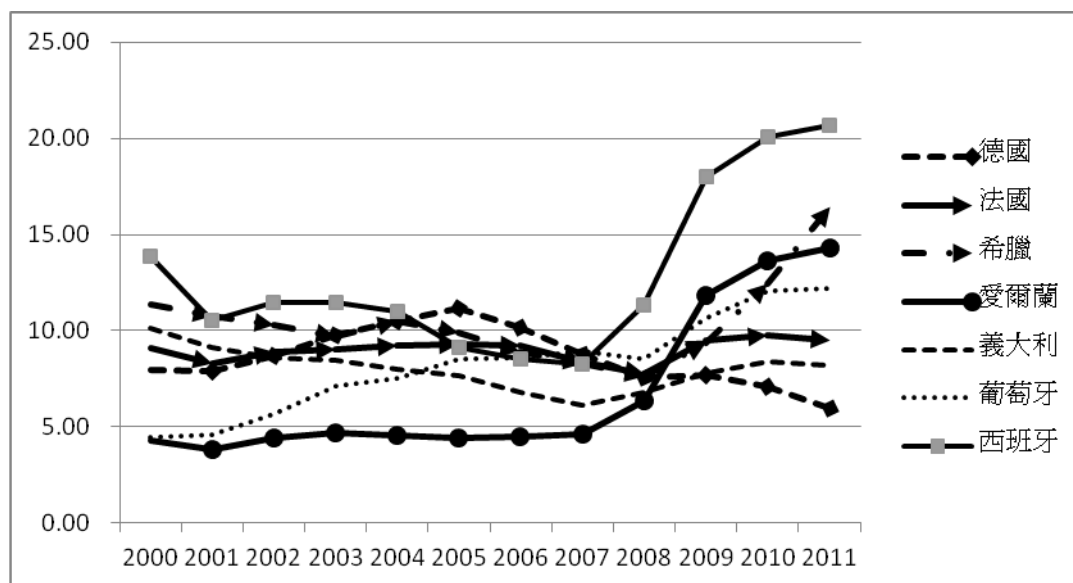


圖 4-4 歐洲五國失業率

資料來源：IMF

(2) 因應

債務高舉而財政困難的情況下，西班牙迫切需要解決的問題包括有：嚴重預算赤字、過高失業率、經濟低成長、及銀行壞帳問題…等。在預算赤字問題的解決上，西班牙政府先後提出多次減赤方案，例如：2011 年 6 月通過實施限制國家赤字和債務的法律；¹⁰⁷ 另在 2011 年 8 月 7 日推行全新方案，其中包括節約 49 億歐元（約合 70 億美元）的公共開支用以削減財政赤字，調整大企業稅收和購買價格較低廉的通用藥品，一系列的減支與增稅方案，有助於西班牙政府把財

¹⁰⁷ 該法律明訂自 2020 年起，西班牙國家整體公共赤字(包括中央和地方政府)的 GDP 佔比上限訂為 0.4%。大致上，中央政府的公共赤字不應超過 GDP 值的 0.26%，各地方政府的預算赤字佔 GDP 比例不應超過 0.14%，地方政府還必須提交達成平衡的預算報告。

政赤字佔 GDP 比重的財赤率有效降低，期盼自 2010 年的 9.2%降至 2011 年 6% 及 2012 年進一步降至 4%，逐步降低財赤率，希望能夠降至歐盟規定的 3%上限之下。

由於優渥的福利制度，使得失業率不斷攀升，因此西班牙政府努力嘗試解決失業率過高的問題。失業率過高的解決方案上，例如：西班牙政府在 2011 年 6 月國會通過新的勞動市場改革，未來勞資雙方在薪資協商上將更有彈性，藉此降低失業率，以創造就業的機會。

雖然西班牙在各方面皆作出改革的決心，但長期以來的高失業率，以及低靡的經濟成長率，將會讓西班牙政府在改革道路上走得較為艱辛。與希臘相比，在債務危機的嚴重性上，雖然西班牙目前並沒有希臘的債務問題來得嚴重，但長期來看，在財政赤字高顯、失業率居高，西班牙的債務問題仍是危機重重。希臘是此次歐債危機的導火線，倘若希臘無法有效解決並控制此次危機的蔓延發生，很可能會使得西班牙的債務問題加速爆發，西班牙債務問題若也危機爆發，歐元區將會面臨更巨大的危機挑戰。

4.愛爾蘭

(1) 問題

愛爾蘭於 1973 年加入歐盟，成為當時歐盟九國之一時，愛爾蘭是九國中最為貧窮的歐盟國家，然而，1995-2007 間愛爾蘭經濟的飛速增長，使得愛爾蘭一躍成為歐盟二十五國中的第二富有之國家，¹⁰⁸愛爾蘭的經濟奇蹟被稱為「凱爾特之虎」(Celtic tiger)。二十世紀末了開始，愛爾蘭的經濟成長奇蹟，拜成功招商大量引進外資所賜，在提供低廉的企業稅使招商引資甚為成功之後，外資的搶

¹⁰⁸ 歐盟自 1951 年由法、德、義、荷、比、盧等六國形成「歐洲煤鋼共同體」開始，走過半個世紀，之後不斷加入新成員國，至 2007 年之前歐盟共有 25 成員國，2007 年初保加利亞和羅馬尼亞兩國的加入，使得歐盟成員達到 27 個。

進，跨國公司的湧入帶給愛爾蘭人就業機會和工作財富，資金到位、就業機會大增、且人才強化後，國家經濟突飛猛進、金融市場活絡運行、房地產市場亦節節飆漲，成就愛爾蘭百年難見的黃金景氣、經濟榮景。

然而，當外資佔全國生產總額達到了 75% 的高峰時，過於龐大的外資進入，造成房地產市場 1996 至 2005 的十年間，房價平均每年接近 15% 的大幅度漲幅，房地產的空前榮景也造就了金融市場的活絡，銀行放貸金額也日益擴張。2007 年至 2008 年間金融海嘯的悄悄來襲，房地產市場由盛景轉為蕭條，房地產泡沫逐漸形成，進而造成銀行的大量虧損、壞帳逐步擴大，隨後外資撤離，經濟急速蕭條，失業率迅速下降，¹⁰⁹愛爾蘭的景氣波動、經濟起伏，可以說是「成也外資，敗也外資」。

標普於 2009 年 3 月 2 日首先調低愛爾蘭債務評級，由「AAA」降至「AA+」。隨後 3 個月，標普以愛爾蘭政府大舉的紓困境內銀行，使得愛爾蘭政府負債逐漸高舉而遠高於原先預期為因，2009 年 6 月 8 日隨即再度下調愛爾蘭的長期主權評，由「AA+」調降兩級至「AA」並展望為負向。2010 年 8 月 25 日標普又以憂心愛爾蘭金援銀行成本上升，再次調降愛爾蘭主權信評至「AA-」，甚至再以憂心愛爾蘭政府負債比率超越預期，於 2010 年 11 月 24 日再度下調兩個評等，使得愛爾蘭主權信評由「AA-」降至「A」，之後於 2011 年 2 月 2 日及 2011 年 4 月 1 日先後再度調降愛爾蘭主權信評，由「A」至「A-」，再至「BBB+」，至此愛爾蘭勉強站穩投資級的最低評等，而展望為穩定。

由於愛爾蘭的銀行因壞漲持續增加而金援成本上升，導致嚴重虧損，國際信評機構亦紛紛調降愛爾蘭銀行的信用評級，例如：穆迪擔心愛爾蘭大選會影響當局者對該國銀行業在資金上的援助存疑，2011 年 2 月 11 日下調愛爾蘭 6 家銀行的信用評級。¹¹⁰在 2011 年 4 月 18 日，穆迪又將愛爾蘭政府擔保銀行長期銀行存款評級

¹⁰⁹ 銀行大量的壞帳造成了 2009 至 2010 年間 GDP 的大量衰退 14%，失業率達到 14% 之高。

¹¹⁰ 包括愛爾蘭銀行債券評級從 Baa2/P-2 下調至 Ba1/非優質，將愛爾蘭聯合銀行債券評級從投資級別中的最低檔次 Baa3 級下調至 Ba2 級，將 EBS 住房協會以及愛爾蘭人壽銀行的債券評級從

下調兩個等級，至此，愛爾蘭所有銀行存款信評均被列入垃圾等級。2011年7月14日，穆迪續調降愛爾蘭5家大型銀行所發行的國家擔保債券評級至Ba1的最高非投資級別，且評級前景為負面。

2010年11月愛爾蘭因銀行的嚴重虧損，向歐盟申請了850億歐元的紓困案，這也代表了愛爾蘭政府已經無法獨力解決境內銀行的問題。而愛爾蘭境內金融市場的公債殖利率及CDS也屢屢推高，例如：10年公債殖利率在2011年7月創下接近14%的高點，也創下了其加入歐元區有史以來的新高點，同時愛爾蘭五年期公債殖利率的CDS合約價格也在2011年6月創下735個基點的高點。

(2) 因應

愛爾蘭目前面臨的嚴重問題有龐大的預算赤字以及銀行大量的虧損問題。其中，愛爾蘭2010年的財政預算赤字佔GDP比例為32%，已遠遠超過歐元區限制的3%財赤率的金援要求門檻關卡。面對歐元區限制要求與自身嚴重財赤率的大幅度差距，愛爾蘭必須進行多項財政改革與經濟提振之措施，無論公共開支的減少或是稅收的增加都是當務之急。因此，愛爾蘭政府已於2011年做出史上最困難的預算緊縮，縮緊60億歐元的開支並把兒童福利從每月的150歐元減至140歐元，訂定新的所得稅制，削減公共部門的退休金，期望在2014年前削減公共開支100億歐元，並增稅50億歐元，藉此以達到歐盟規定的財赤率3%之規定，如此才能達到金援的條件。

愛爾蘭的外資可以說是愛爾蘭經濟成長最大的關鍵，但在現階段債臺高築、經濟前景隱憂其中而獲利願景不佳的市場狀況下，最根本的問題在於「外資」是否有信心繼續投資愛爾蘭，愛爾蘭政府要解決目前的情況，亟需提出政策讓外資盡速回到愛爾蘭，才能讓愛爾蘭經濟可以回到穩定的情況。政府擔憂調升了企業稅會嚴重影響到整個國家的經濟，因此此次愛爾蘭政府的財政改革，並未對於企

Baa3/P-3 下調至 Ba2/非優質。將愛爾蘭泛國建築協會債券評級從 Ba3 下調至 Caa1。

業稅進行任何的增加或調整，期望讓外資盡速回流，讓愛爾蘭經濟得以回穩。愛爾蘭政府在考量短程及長程的財政配套措施，不以短利來影響到整個國家的永續發展，一連串的改革措施顯示出愛爾蘭政府的改革決心。

5. 葡萄牙

(1) 問題

葡萄牙與西班牙同時於1986年加入歐盟。葡萄牙經濟上主要以農業為主，工業方面則有金屬提煉、化工、石油等，居世界前列，昔日葡萄牙在海外擁有大量殖民地，為葡萄牙經濟帶來源源不絕的原物料，但自各殖民地相繼獨立後，這方面優勢已日漸消逝，目前在歐元區的創始11國來說，是經濟狀況相對落後的國家之一。由於經濟條件的落後，在金融海嘯蕭條其過後，葡萄牙為提振經濟刺激內需所需，需要舉債度日，因此也形成為歐洲債信問題之國家之一。

在2010年4月28日標普將葡萄牙的主權債信評等從「A+」調降至「A-」，2011年3月24日及3月29日又持續將葡萄牙主權信用評級從「A-」分別下調至「BBB」及「BBB-」，至此葡萄牙的主權評等已經是投資等級的最後一級了。由於債務狀況日趨惡化，穆迪於2011年7月6日將葡萄牙主權調降至垃圾級債券，標普與惠譽亦皆同時於2011年11月24日將葡萄牙主權債信下調評等，打入垃圾級的「BB+」評等，使葡萄牙主權務違約風險日增，市場籌資能力更為受限。

也因此，國際信評針對受影響牽連的葡萄牙銀行業進行多次評級的調降。例如：穆迪於2011年10月7日對9家葡萄牙銀行的高級債務與存款評級下調一至兩個等級，並將其中6家銀行的獨立評級下調一或兩級，遭穆迪評級下調的6家葡萄牙銀行分別是儲蓄總行、商業銀行、聖精銀行、投資銀行、桑坦德托塔銀行和蒙特皮奧經濟總行。¹¹¹這波的銀行業降評主要是因為葡萄牙疲軟的經濟前景、無力

¹¹¹ 其中商業銀行、聖精銀行、投資銀行的評級下調兩檔，分別降至「B1」、「Ba3」和「Ba2」。

的政府緊縮措施，另外，由於缺少融資市場的途徑，導致流動性的嚴重不足，使得葡萄牙國內銀行業資產品質一步步惡化之中。

另因為葡萄牙主權債信的數度遭到降評，其公債殖利率及CDS價格皆持續走揚。例如：2011年3月的葡萄牙主權被兩度降評使得10年期公債殖利率一路惡化，到了2011年6月，葡萄牙的殖利率已飆上近14%的歷史新高，也是歐元區成立以來葡萄牙10年期殖利率的歷史新高；此外2011年7月穆迪將葡萄牙主權調降至垃圾級債券後，使得市場信心再度受損，葡萄牙CDS五年期的價格擴大至850個基點，再創歷史新高。

(2) 因應

葡萄牙的主權債務在違約風險日增之下，債信評等日降，終至遭三家國際信評機構都已於 2011 年評入垃圾債等級，如此使得葡萄牙自資金市場籌資的能力大為減弱，而國內財政赤字無法改善，風險程度日增，在未來幾年需要外部融資的機會大增，但市場籌資能力受限之下，未來極有可能在藉助歐盟等國際組織的紓困與救援。

6. 法國

(1) 問題

基本上，在歐元區國家內，德國與法國是經濟條件及財政體質最為健全的兩個國家，兩國在此波主權債務風險中，皆扮演著救援歐債問題的主要「金主」角色，亦皆為 EFSF 中六個「AAA」評等的主要金主國家，在這六個金主國家中，法國的貢獻比重，僅次於德國位居第二。2011 年間，IMF 曾警告，法國若達不到中期財務目標，將會導致失去 AAA 債信評級；先前市場人士預測，如果法國

其他 3 家銀行的評級被下調一級。儲蓄總行的評級被下調至「Ba2」，桑坦德銀行的子行托塔銀行的評級從「Baa3」被下調至「Ba1」，蒙特皮奧銀行的評級從「Ba2」被下調至「Ba3」。

的 AAA 評等不保，將會為整個歐元區帶來偌大衝擊，整個 EFSF 的「AAA」評等也會遭到降評。

然而，由於自法國在 2010 年財赤率攀高至 7.1%，超過了歐盟的 3% 標準，且法國央行預估法國經濟成長持續衰竭，五年期 CDS 的合約價在亦於 2010 年 10 月飆漲到突破紀錄的 166 個基點，是 AAA 級政府債券中最高者，另在法國 10 年期公債殖利率也相應升高之下，市場反映及投資者預期認為，在 2011 年 8 月美國喪失標普的 AAA 評級後，下個失去最高評級的將是法國。果不其然的，當歐債問題持續延燒，2012 年 1 月 13 日標普一舉調降歐元區 17 國中的 9 國主權債信時，也將其中核心國的法國頂級 3A 信評被下調 1 級至 AA+。

由於法國銀行業在 PIIGS 等債務不良的國家擁有大量的投資，是全歐洲最多的國家，因此法國多家銀行在此波歐債問題中，受歐債危機之牽累成為負擔嚴重的債權銀行，這其中資產分別為法國法國第一大銀行法國巴黎銀行（BNP Paribas）前三大的法國第一大銀行法國巴黎銀行（BNP Paribas）、法國農業信貸銀行（Credit Agricole）和法國興業銀行（Societe General），2011 年中三家銀行因歐債曝險部位過大、融資與流動性受到質疑，甚至預期獲利將減損而股價跌幅嚴重。由於法國的銀行面臨著歐債曝險部位過高的歐債曝險部位，國際信評機構穆迪遂於 2011 年 9 月 14 日將法國第二和第三大的法國農業信貸銀行和法國興業銀行的長期債務評等調降一級；¹¹²至於法國第一大銀行的法國巴黎銀行，穆迪認為該行有能力吸收潛在的希臘公債損失，將法國巴黎銀行的評等維持在「Aa2」不變，但考量到融資與流動性面臨的挑戰，未來仍可能考慮降評。

(2) 因應

因應這一波的歐債危機，法國政府仍以財政赤字的減支為重要因應措施，由

¹¹² 穆迪以農業信貸的希臘曝險部位為由，將評等從「Aa1」降至「Aa2」，未來將持續觀察融資市場對降評的反應；興業銀行則因融資與流動性的問題，評等從「Aa2」降為「Aa3」，展望為負向。

於 2009 年和 2011 年間法國的財政赤字增加，但法國努力將預算赤字維持著與 GDP 佔比的財赤率在 6%以下水準，法國政府並承諾繼續採取政策，減支去化財政赤字的措施希望到 2013 年能讓法國的財赤率降到 3%的歐元區標準。

目前法國 GDP 總額約 2.2 兆美元，由於受歐債危機影響，法國經濟增長減緩，為確保在增長放緩的情況下實現赤字削減目標，法國政府 2011 年先後祭出兩輪的緊縮計劃，法國著手進行削減其龐大的預算赤字，包括：透過削減公務員數量，修改養老金制度…等等改革措施，但法國龐大的赤字削減計畫是否能順利成效仍令人質疑。然而，法國財長於 2011 年底指出，2012 年年即使 GDP 成長率只有 0.5% 減赤目標亦能實現。

另外，法國的銀行因歐債曝險部位過大、融資與流動性受到質疑，也因此造成債務市場恐慌導致法國借貸成本飆升，但法國仍將其金融市場維持在不錯的水平下進行債務融資。在歐元區國家內，法國的經濟條件及財政體質是相對健全的，在此波歐洲主權債務風險中，扮演著救援歐債問題的主要「金主」角色，倘若法國的削減赤字計畫真能順利有效執行，達到預期目標，則對於法國進行歐元區的救援行動，將有很大的助益。

7.德國

(1) 問題

德國是歐元區最富裕的國家，在出口貿易上，堅實的工業生產輸出導向，德國向來為貿易出口大國，數十年來，德國貿易出口額一項高居世界第一，直至 2009 年第一大出口國才被中國取而代之。由於德國在歐洲國家中經濟體質及財政狀況的相對良好，向來在歐洲區有著領先的指標意涵，因此亦成為此回嘗試解決歐債危機的主要領導國家，EFSF 最主要的金援亦來自德國。從 1990 年歐洲共同市場的建立、大馬克(Great DM)世代的形成，及至歐洲貨幣機構(European Mon

etary Institution, EMI)的設立及歐元籌設、談判、成形、至上路，¹¹³德國都一路扮演著舉足輕重的決策者角色，甚至取代過去英國在歐洲區內的領袖地位。直至1998年歐洲央行設立於德國法蘭克福，而1999年初由德國首先帶頭轉換歐元幣值計價，¹¹⁴歐元區甚至於歐盟體系的國家都自此以德國作為貨幣政策走向的領導指標，也因此德國負起了整體歐元區的成敗大責，此回歐洲債信問題的蔓延，德國更亦步亦趨的審慎帶領歐洲國家進行各次會議並擬定多項救援政策，更成為紓困的主力國家。

然而，德國所施予龐大的金援救助，亦造成國內金融市場之恐慌。例如：2011年年中時，歐盟和國際貨幣基金針對希臘、葡萄牙、愛爾蘭紓困高達3650億歐元，其中德國負擔27%的紓困金，龐大的金援使得德國在10年期的公債殖利率在2011年3月飆至3.5%左右，而2011年9月時德國5年期公債CDS價格亦飆漲歷史新高108個基點。另外，國際清算銀行的數據顯示，德國的銀行是持有希臘債權最大、分擔希臘債務最主要的國家；另外，葡萄牙政府債務、愛爾蘭銀行借款…等，也多有德國債權的部位，因此德國受此波歐洲債信危機的曝險影響也算相當嚴重。

(2) 因應

德國肩負起拯救歐債危機的重責大任，在整頓歐元區國家的償債風險及金融紛擾下，德國數度聯袂所有歐元區國家、甚至歐盟體系國家以及國際間其他大國及國際組織，嘗試來共同集智施策的提出多項預期可行的解決歐洲債信危機方案。由於造成全球投資人投資信心的恐慌起於信評機構的報告，自歐債問題初始，一連串的歐元體系國家遭到信評的調降，使得歐債危機雪上加霜，因此德國總理曾對美國的信評機構發表不滿，德國甚至於2011年7月11日提出歐洲必須

¹¹³ EMI 即為 ECB 的前身。

¹¹⁴ 歐元於1999年初上路時，僅作為資產交易幣值計價；歐元貨幣的紙鈔與硬幣，於2002年初才正式啟用。

成立自己的信評機構，認為如此才能明確的評估自身的債務問題，避免市場因信評的調降聲浪而產生金融市場間波動加劇的惡性循環。

當然，由於歐債問題日趨惡化，又無法藉由多國組織尋得實質有效的解救方案，因此有市場人士建議將債信相當嚴重而財政狀況惡劣，償債能力缺乏的國家剔除，如此將可防範其他歐元區成員國受到牽連傷害，以維持既有的金融穩定及資金流通。歐債危機的爆發，市場人士亦多有「解體歐元」的說法，然而，歐元貨幣一體化的存在，對經濟體質相對健全、貨物商品相對優良的德國而言，是絕對的利多於弊，因此，德國在此波歐債危機中，顯然處處力挽狂瀾，即便釋出大量金援，也只能默默的共同承擔歐元區的未解問題。德國政府刻正努力的嘗試一步步解救歐元於亂流之中，希望歐元區終能夠穩站腳步，讓歐元區金融運行恢復正常。

(三) 歐元區當局的因應政策

1999 年歐元紀元，歐洲各國進行歐元整合，以共同貨幣的歐元進行資產計價，希臘未能符合當時訂定的經濟條件標準而最初無法加入歐元區行列，惟在 2001 年無論是希臘捏造假國家財報數字，或是原來的 11 個歐元區國家形式放水，歐元區國家評估之後，給予希臘參與歐元區的機會，但當時亦提出必須削減該國一連串赤字的減赤條件交換。然而，加入歐元區後的希臘並未履行當初承諾，不但政府開支浮濫，且未有對等之財政收入來應付龐大的花費，加上希臘太過優渥的國內社會福利制度，遠超過稅收歲入的高財政支出，加速了希臘債務的累積，更引爆債台高築所導致國債違約的風險與危機，該債務危機骨牌效應的進而蔓延至歐債五國及其他國家，國際間債務危機越演越烈，成了當今國際金融市場之最大隱憂。

歐債危機產生政治性的骨牌效應，歐洲各國的領導人接連下台，再加上新人上台不一定會有新氣象，政治輪替並不能解決經濟問題，歐債危機問題持續延

燒。¹¹⁵為防範歐債危機的加速蔓延與再擴大，不啻歐元區 17 國著手研擬解救政策，歐盟 27 國的其他 10 國及其他國際主要組織或經濟強國，亦皆嘗試介入其中協助債臺高築國家能早日脫困。歐盟國家及國際貨幣基金就在此間扮演著重要的救世角色關係。

歐盟國家及國際貨幣基金解決歐債危機擴大的應對方法，包括籌措資金對債務風險國家適時救急，並提供良善可行的短、中、長期紓困方案，其中經歷多少大小會議，研擬各式的紓困方案並商議紓困基金之額度為會議的最主要核心。2010 年 5 月設立並開始運行的臨時性 EFSF，隨後為擴大救援能力於 2011 年 12 月 11 日歐盟峰會與會各國領導人所一致同意而提前一年預計於 2012 年 7 月啟動的永久性救助機制的 ESM，及至於 2012 年 12 月 21 日歐洲央行繞過「不得救助單一歐元區國家和機構」的法律自限而啟動的 4890 億歐元長期再融資操作(Long Term Refinancing Operation, LTRO)救銀行行動，都可謂是紓困方案的重要環節。¹¹⁶再者，對於違約倒債風險較高之國家，給予特殊法案緊急紓困，如希臘如此的垃圾債評，當償債能力幾乎無法執行之時，歐盟國亦協議研擬展延希臘債務，提出多項「以短換長」的債務展期及降低利率的舒緩債務成本方案，甚至減計其債務 50%。當然，於此國際組織協助紓困之同時，亦要求存在償債風險之國家，應該施予減支及增稅的各項措施與法案，好讓債務危機國家能夠漸漸改善財政體質，提高未來的還債能力，在承諾達成減支目標條件後，才能成功得到援救組織之援手。除此之外，另有此針對希臘開立新的獨立帳戶並鎖住該帳戶以保障紓困還款之方案提出，認為開立新獨立帳戶並封鎖帳戶是一可行的方案，並可以加強對減支擲節計畫的監督及有效執行。¹¹⁷另外，歐元區政府應該共同組成一個「聯

¹¹⁵ 愛爾蘭前總理亞恩於 2011 年 3 月 9 日下台、葡萄牙社會黨總理蘇格拉底辭職、希臘國會通過不信任案，社會黨總理巴本德里歐辭職、義大利總理貝魯斯柯尼下台等等。

¹¹⁶ 歐洲央行於 2012 年 12 月 21 日所啟動的 LTRO 救銀行行動，市場視之為歐洲版的 QE(量化寬鬆)行徑。另報導指稱，2012 年 2 月 29 日的第二輪三年期 LTRO 操作，資金規模將達到 1 兆歐元。

¹¹⁷ 此針對希臘開立新的獨立帳戶並鎖住帳戶之方案係由法國及德國所提出，認為是可採行的方案，並可以加強對計畫的監督及有效執行。

合財政部」的建議，亦由歐元區的金融高層所提出，期盼藉以通盤性並有效率的進行各債務國家的財政改革，透過減赤要求或加強財政實力來有效解決債務高舉而無法償債的風險。最後，歐債危機國家在歐盟體系無法提供實質有效的解救方案時，亦投向尋求國際間施予援手，如國際貨幣基金甚或部分新興市場國家等，因此國際救援也成了面對歐債問題的一個重要應對方法。

最後，在歐債危機蔓延開展又延燒不斷的痛苦援救期間，市場中不斷發出讓債務危機風險國退出歐元區的聲音，如此之針對性喊話，希臘顯然是最為市場人士首先希望退出歐元區的債信高度風險國家。

1. 歐盟、國際貨幣基金及歐洲央行金援行動

歐盟國家、國際貨幣基金及歐洲央行解決歐債危機擴大的應對方法，包括籌措資金對債務風險國家適時救急，並提供良善可行的短、中、長期紓困方案，其中經歷多少大小會議，研擬各式的紓困方案、運作措施、紓困條件並商議紓困基金之額度為會議的最主要核心。這其中，較引世人關注而值得一提的，包括有：EFSF、ESM 及一連兩輪的 LTRO。

(1) 歐洲金融穩定機制(EFSF)

為了保護各成員國的金融穩定，歐盟 27 國及國際貨幣基金組織於 2010 年 5 月 9 日成立了臨時性的 EFSF；歐盟理事會更於 2010 年 12 月決議修改「歐盟運作條約」，明確規定歐盟得設立永久性的 ESM¹¹⁸。當歐元區成員國出現金融困境或者重組銀行需要貸款的時候，歐洲金融穩定機制可以在德國債務管理局的支持下通過發行債券或其他融資工具來提高貸款支持基金，同時也可以以此來購買

¹¹⁸ 參考自財經知識庫 2011/10/30 新聞稿，

<http://www.moneydj.com/KMDJ/Wiki/WikiViewer.aspx?keyid=e6ed8a04-a71b-499e-85d2-35d8d70dfb24#ixzz1cFrIv2iP>。

主權債務。債務信用將由歐元區成員國根據各自在歐洲央行的已存資金比例，按比例擔保。

早在 2010 年歐債危機之始，歐元區諸國及國際貨幣基金就已挹注希臘 1100 億歐元的紓困基金，¹¹⁹但希臘政府並未有所削減開支等積極作為，以至於成效不彰。有鑑於希臘債務問題的擴大，除放寬希臘貸款之條件外，歐元區領袖在 2011 年 3 月 11 日達成協議，允許將 2013 年中到期之 EFSF 放款額度由原 2500 億歐元擴大至 4400 億歐元，意將紓困希臘的貸款利息由 5% 降為 4%，並加以延長 3 年到期年限至 7.5 年，¹²⁰試圖挽救當時情況，2011 年 9 月底 EFSF 更發表預計擴大額度，將金額擴大至兩兆歐元，最終在 10 月底正式達成決議將金額訂為一兆歐元，而此金額並不包括之前已承諾的紓困國家。以 EFSF 做為債券保險，為初級市場的歐洲債券提供擔保，另一方法以 EFSF 設立特殊投資機制（SPIV），吸引外匯存底豐厚的新興大國與民間投資人。¹²¹

然而，EFSF 美意雖好，但多頭馬車帶導卻各懷鬼胎的歐元區國家，一旦牽涉本國自身利益而無法配合紓困案所伴隨的嚴苛條件時，EFSF 似乎就很難如意達成。例如：2011 年 11 月初，希臘人民針對一連串伴隨著嚴苛條件的紓困案發出強烈反彈之聲，拒絕 EFSF 所要求調低社會福利並降低政府支出等等措施的 EFSF 紓困案，希臘民眾甚至要求公投是否接受紓困案，此舉當時讓全球股市應聲大跌。這也讓人意識到 EFSF 在歐元區甚至對全球的重要性。

歐洲領袖另打算在 2012 年 7 月，較原訂計畫提早 1 年設立 ESM 的永久性援助基金，新方案在治標方面，歐洲國家以雙邊貸款向 IMF 注資 2000 億歐元，供財政危機國家申貸，更將在 2012 年 3 月之前，重新評估將 ESM 和暫時性紓困基金整體貸款上限定在 5000 億歐元的計畫，5000 億歐元的歐盟常設救助機制 ESM

¹¹⁹ 此紓困基金的動用，時至 2011 年 3 月 12 日，歐元區已將其擴大到 4400 億歐元之規模。

¹²⁰ 估計此措施將使希臘所需環款金額減少 60 億歐元。

¹²¹ EFSF 政策對國際金融市場的重要性，由每回 EFSF 一運作，全球股市即應聲大漲便可看出，

用以取代臨時紓困機制的 ESFS。(EFSF 與 ESM 之比較，請參考表 4-3)

2011 年間，針對 EFSF 的施行過程多少產生一些歧見與爭議，尤其在挹注資金給部分債務危機國家時的表決與決行。面對一連串希臘為主的歐債問題，歐盟當局也至 2011 年 9 月開始，進行會商，討論如何解決希臘該國現有的債務問題，或是讓債務問題傷害降至最低。針對 EFSF 的擴充方案，彙整至 2011 年 10 月 13 日的決議流程，其通過與否結果列於表 4-6。由表中可發現，當時大多數歐元區國家都急於配合有效解決歐債持續擴大並蔓延的趨勢與危機，惟斯洛伐克一國反對支持，細究其原因，乃因斯洛伐克認為，同為歐元區規模不大的國家，而斯洛伐克該國可完全沒有國債負債之隱憂，因此並不很願意支持去替希臘這個引爆債務危機問題的國家解套，協助其解決債務問題。

表 4-6 歐債問題決議流程表

日期	國家	會議	備註	通過與否
9/27(二)	希臘	議會就新的稅收措施進行投票	如果希臘未能通過稅收措施的投票，對市場造成的消極影響將巨大	YES
	希臘&德國	兩國總理會面		
9/28(三)	芬蘭	就 EFSF 的規模擴充舉行投票	先前要求希臘提供擔保品，故其投票結果亦將受市場關注	YES
9/29(四)	德國	就 EFSF 的規模擴充舉行投票	最為市場關注焦點，尤其在執政黨以輸掉多場地方選舉後	YES
9/30(五)	奧地利	就 EFSF 的規模擴充舉行投票		

10/3(一)	歐元區	歐元區 17 國會議審批是否同意對希臘發放第六筆 80 億歐元的資金	能否取得此筆資金攸關希臘能否先度過 10/17 的難關，且在 10/3 之前，所謂三駕馬車(歐盟委員會，歐洲央行和 IMF)須先同意撥款才能來的及再 10/3 送交審議，意即，接下來幾天，每天都可能做出決議，今天的希臘議會表決結果是將成為上述三駕馬車評量是否給予紓困金重點之一	
10/6(四)	歐元區	歐元區央行貨幣會議	消息傳出，將於會中兩議題--發放 12 個月短期貸款(12 個月短期貸款，央行於 2009 年 12 月時曾實行過一次)與降息措施，資產擔保債券(藉由購買債券對歐洲銀行業注入流動性，規模有 2.5 兆歐元，擔保對象歐洲房地產貸款市場與公部門貸款。ECB 於 2009 年金融海嘯後買入 600 億歐元的擔保債券，以後和幾乎完全停滯的房地產市場)。目前市場預期歐洲央行可能先釋出資產擔保債券訊息再降息	
10/11(二)	斯洛伐克	就 EFSF 的規模擴充舉行投票(最早)	斯洛伐克自由黨及團結黨(Freedom and Solidarity)反對擴大 EFSF 規模，該國聯合執政黨已經因 EFSF 機制問題發生衝突，該投票結果值得關注	NO
10/13(四)	希臘	須得到 80 億歐元紓困金額的最後期限		

參考資料：香港經濟日報

(2) 長期再融資操作(LTRO)

2011 年 12 月 22 日全球金融市場以利多漲勢反映了前一日(12 月 21 日)歐洲央行所宣佈通過的長期再融資操作(LTRO)方案，將提供給歐元區各國銀行業者 4890 億歐元的融資借貸額度，銀行可通過交付抵押物，獲得 3 年期貸款，利率

為 1%。¹²²因此，各銀行可用這筆融資借貸金額向債信風險國家購買主權國債，並將此主權債抵押給歐洲央行。如此一來，購債銀行就可獲得較高國債收益率和較低借款利率之間的差額。LTRO 操作的好處，當銀行將使用部分從歐洲央行 LTRO 中獲得的資金，投資高收益歐元區的主權債務時，一方面讓主權債有了買家，同時協助壓低歐元區債信風險國家的借貸成本，另一方面也讓購債銀行獲得較高國債收益率和較低借款利率之間差額的利差獲利。LTRO 金額之大，被市場解讀為歐洲版的量化寬鬆(QE)，此再融資操額度甚至將於 2012 年 2 月 29 日第二輪三年期的操作，資金規模達到 1 兆歐元。

LTRO 操作為歐債問題國家協助找到主權債買家，並解決主權債殖利率高企的難題，更同時替歐洲銀行業者創造獲利利基。重要的是，歐洲央行繞過了自身「不得救助單一國家和機構」的法律設限，間接地將原來自己希望承擔的任務轉嫁給歐元區各家銀行，避免了市場對其獨立性的指責。

然而，資本市場中另有人士擔心，歐洲央行的 LTRO 操作恐怕只是短期間滿足了銀行間的資金流動性，卻也同時讓銀行和歐洲央行共同承擔起債信風險國家的國債收益率上升之風險，而歐債危機並未能實質性的有效解決，甚至擔心著萬一歐洲債信危機更惡化，這些大量投資國債的銀行，將面臨更多更大的潛在風險。觀看目前歐元區銀行的經營現況，由於歐洲銀行對沖債券的成本過高，各銀行又為了達到 2012 年中 9% 的第一類核心資本(core tier 1 capital)充足率標準，大規模增持政府債券的可能性不大；為充實核心資本、去化風險資產，又為了減少歐債放款風險缺口，各銀行將可能利用 LTRO 資金進行自身債務的償還，而非完全進行實際購進主權債協助解決債信國家風險的資金運用。¹²³由於以上的思

¹²² 根據歐洲央行聲明，首輪 LTRO 操作擬提供 3 年期 LTRO 達 4890 億歐元，超過彭博預測中值 2930 億歐元，而 3 年期借款利率僅為 1%。

¹²³ 資料顯示，2012 年，歐洲銀行需提升 35% 融資，才能滿足資本金要求，同時，2012 年有超過 6000 億歐元債券到期，其中大部分存在償債風險。

維，部分市場人士因此認為歐洲央行讓銀行購買債券的計畫並不符合邏輯，他們甚至負面的認為 LTRO 也將可能降低各國領導人解決危機的積極性。

雖然市場存在著 LTRO 對抑制歐債危機作用的正反面不同想法，但至少，它可在一定程度上緩解歐洲銀行的流動性危機，在 3 年內不用擔心流動性問題的運作下，銀行系統發生類似雷曼兄弟倒閉風險的危機也幾可避免。¹²⁴

2. 減支及增稅的「財政瘦身」計畫

「減支及增稅」的「財政瘦身」計畫，顯然是此刻國際救援組織要求債信問題國家在取得各式紓困金下的一個必要先行條件。在債務高舉之後，由於債務違約的可能性多來自償債能力的銳減，而一國主權債務償債能力的鈍化主要起因於歲入與歲出相減後產生財政赤字的增加所造成，因此強化財政能力、去化財政赤字就成了各國因應此波歐債危機的政策主軸，也因此使用「勤儉經濟學」概念的財政支出減少的「減支」、「消赤」、「撙節」計畫，就成了各國首當必要執行的重要工作。

這其中，歐洲債信問題導火線的希臘為最被歐盟及國際組織所要求減支的最主要國家。例如：希臘政府於 2011 年 6 月 23 日在歐盟高峰會與歐盟及國際貨幣基金達成協議¹²⁵，承諾以增加稅收及削減支出的五年計畫，做為歐盟援助希臘財政缺口之條件，該計畫雖然減輕支出的緊縮力度，卻擴大徵稅規模，預訂 2015 年財政年度前替國庫增加 140.9 億歐元進帳。而歐盟當局也呼籲歐洲持有希臘公債的銀行能夠自願延長 2014 年到期之希臘債務至少 300 億歐元。然而，歐盟、國際貨幣基金及歐洲央行對希臘所提出的多項「減支計畫」，都一直未能得到希

¹²⁴ 此刻，當歐洲央行可能注入 1 兆歐元的 LTRO 操作和美聯儲可能啟動的 QE3 政策同時釋出大量資金以強化市場流動性時，另加上美國於 2012 年 1 月 27 日通過的提高債務上限 1.2 兆至 16.4 兆美元，市場中有關風險資產和黃金價格的多頭波動走勢，尤令國際投資客及金融市場人士關注。

¹²⁵ 希臘新任財長范尼席洛斯與歐盟和 IMF 審查團敲定這項紓困協議，以爭取歐盟貸款，填補希臘 38 億歐元的財政缺口。

臘的完善回應。及至 2012 年 2 月三大國際組織對希臘提出有關「改革退休年金制度」關鍵性要求的「撙節措施」結果亦破裂，使得希臘紓困案再遭破解，因此，歐債隱憂持續延燒。¹²⁶也因此，歐元區國家「認真考慮」針對希臘開立一個新的獨立帳戶，鎖住希臘的部份稅收，以保障紓困貸款能夠獲得償還，並加強對撙節計畫的監督及有效執行。

除了希臘以外，其他如義大利等債務風險較高的國家，在基金紓困之當下，亦多有增加稅收及削減支出的條件交換要求。義大利還款能力最佳，但因其經濟成長長期低迷，2000 年至今平均 GDP 成長率僅約 1%，仍被信評機構穆迪列入檢討國之一。而西班牙則在 2011 年 6 月內閣通過削減公共支出計畫，該方案將大幅改革西班牙的勞動和退休金制度，大幅減少 2012 年政府預算的 3.8%，希望藉此舉消除市場對該國的還款疑慮。而比利時 2011 年的預估經濟成長率可達 2.6%，高於歐元區整體 1.5%到 2.3%，債務與經濟產值接近，因此還款能力也相對較高。

當然，對於債台高舉而產生償債能力隱憂的國家，合宜的「增稅」措施亦是強化償債能力的重要方法，合宜的增稅措施能有助於去化嚴重財政赤字，也因此，歐洲各債信危機國家多有增加部分不嚴重影響國家經濟發展的稅收政策，並配套其他一些減少社會福利制度的減支措施。倘若各國所允諾的財政緊縮及增稅措施，能得到政府確實的執行及人民理性的配合，則各國財赤率的漸漸降低至歐元區 3%的要求水準將指日可待，至那時，各國償債風險才得以消彌，並防範債務危機的擴大與衝擊。

另外，為了提供歐盟國家之長期稅收，歐盟執行委員會主席巴洛索於 2011 年 9 月底提出將在 2014 年開徵的金融交易稅（托賓稅）草案¹²⁷，估計 1 年可為歐

¹²⁶ 希臘勞工 2012 年 2 月 10 日在雅典國會外廣場集結大示威，抗議「撙節計畫」，稱之為「痛苦的措施」。

¹²⁷ 金融交易稅草案規畫於 2014 年生效，適用於 27 個歐盟會員國，股票與債券交易稅率為 0.1%，衍生性金融商品交易稅率則為 0.01%，估計 1 年稅收約 570 億歐元。

盟帶來 570 億歐元稅收。

3.聯合財政部及監督財政紀律

在政府開支大，稅收不健全，國家財政赤字嚴重，又經濟成長不佳的種種情況下，希臘國債高舉的債務危機引發歐債危機，更拖累全球經濟，造成金融市場動盪。為解決歐債危機，歐元同盟提出多項建議，歐盟執委會提出統一的歐元債券、在 EU 內設信評的管理機構、法國提出核心歐元區、德國則提出財政與政治整合。其中，財政整合受到許多人士的關注。

另外，歐元區制度的設計本身存在著缺陷，由 ECB 掌管統一的貨幣政策，但無法適合各成員國的需要，各成員國只有借助各自的財政政策來調節經濟。因此現行只有貨幣聯盟而缺乏財政聯盟的框架似乎並不完善。在缺乏財政聯盟下之貨幣聯盟，過於冒險以致不能持久，亦即歐債危機除已浮現歐元區缺乏經濟治理之結構性問題外，因經濟體質良莠不齊結合在一起，而存有各種雙重背離的問題。

128

此波經歷了歐債危機所對全球經濟環境及金融市場的重大衝擊，歐洲人士意識到只有貨幣聯盟，而沒有財政聯盟，將很難實質有效解決當前窒礙難行的債務危機，若解決方案只靠資金挹注或減計債務等治標作法，而忽略重整各國財政紀律與體質，則危機的治本功夫將無法達成。其實，對於國界意識較為薄弱的歐洲人士而言，財政與貨幣聯盟的思維在二次世界大戰之後就儼然形成，當時英國首相就提出過歐盟共和國(United State of Europe, USE)的想法。而 1999 年至 2003 年間擔任 EU 執委會主席的義大利前總理普洛迪(R. Prodi)曾呼籲「歐元區必需成立財政聯盟，以與貨幣聯盟相互呼應」¹²⁹。成立財政聯盟就是組合「聯合財政部」

¹²⁸ 2009 年因金融海嘯引爆危機後，法國主辦峰會時就曾提出 EU 應速建立經濟治理之必要。此回歐債危機，歐元區推動經濟治理大改革之三個核心行動，包括：對希臘提供新援助、擴大 EFSF 之規模與功能、支撐受歐債危機影響之銀行。

¹²⁹ 參考資料自財團法人國家政策研究基金會 2011/10/12 新聞稿 <http://www.npf.org.tw/post/1/9797>。

的概念，歐洲銀行行長特里謝就於 2011 年 6 月 2 日在德國演講時呼籲「在單一央行之外，再設單一財政部」並應賦予 EU 有權干預會員國之預算案，亦即歐元區政府應計劃成立一個包括最少 17 個成員國的財政部，希望藉由一個有權力的機關來統一治理歐元區，如此才能有效的掌握歐洲間所產生的各式問題，以盼更加有效快速地解決歐洲債務問題。¹³⁰換言之，只有儘快實施財政聯盟，始可透過財政移轉支付之功能，以彌平歐元區成員國間之區域差異，才能從根本上化解歐債危機。

但是，部分贊成成立聯合財政部的人士強調，即便聯合財政部成立，在進行各國財政方案與紀律的要求與規定時，應仍保有一些與各國協議的協調性的彈性式聯合財政部。

除了金融海嘯導火線及整個歐元區之結構性問題外，希臘等歐債五國執行財政紀律較差，也是歐債危機爆發的主因，因此目前監督各歐債問題國家的財政紀律亦為解決歐債危機的首要任務之一。

4. 「反緊縮」經濟擴張措施

然而，對希臘等債信問題國家進行嚴苛緊縮措施的要求之下，市場人士亦多有憂心削減赤字的撙節措施可能遭致扼殺債信國家經濟成長的後果，而連帶影響至後市全球經濟發展的步伐，甚至落入國際間更大的衰退隱憂。在成長嚴重減緩、失業率持續攀升，且人民和企業正處於數年來最艱困的時刻之時，12 國領袖反其道的提出「反緊縮」的呼聲，認為經濟擴張才是可能的「治本」之道，因此於 2012 年 2 月 22 日上書歐盟，呼籲歐洲國家儘快採取刺激成長的措施，要求解除對服務業、研究領域和能源產業等的多項管制；另外，亦提出加強與中國、俄羅斯和南美洲等新興市場的貿易關係；並考慮與美國簽署自由貿易協定等等。

¹³⁰ 法國及英國皆反對「聯合財政部」的構想，法國認為各國仍應保有其各自的財政自主權；英國則完全反對修法。

這種種刺激景氣成長的擴張政策，自 2012 年 1 月就在布魯塞爾高峰會中倡議，此刻歐盟 12 國領袖共同提出的「反緊縮」經濟擴張刺激措施，顯然是對後市可能的衰退隱憂的一個重要考量。¹³¹

5. 國際求援

在歐盟國家、國際貨幣基金及歐洲央行三大國際組織仍無法短期間有效救援歐債危機的當下，並歐元區債信風險國家在歐盟體系內無法達到自救的情況下，求助於國際間其他國家或組織伸出援手的需求越顯強烈。國際間對於歐、美債務問題的救援除了直接的金援方式外，購買債務危機國家所發行的債券也是常見的方式。

一些國際救援的例子，可發現如：中國購買美債、日債…等等，更於此次歐洲問題爆發後，公開表明願意購買歐洲債務國家所發行之債券，給予強力的支援。而歐洲當局到目前為止提出的援助方案包括提供希臘、葡萄牙及愛爾蘭合計 3,650 億歐元的官方貸款，成立一兆歐元的紓困基金，以及歐洲央行（ECB）收購 960 億歐元的公債。其他例子如：2011 年 9 月，對於希臘遲遲不解的債務問題，金磚五國以及其他新興市場等國也表態願意提供一筆紓困金額協助，¹³²而希臘政府也透過標售 70 億歐元之公債來獲取資金，然此法雖獲取短期金援，但由於投資人對希臘政府的信心不足，因此標售出之公債大多殖利率偏高。除個別國家的資金需求外，EFSF 亦向中國等新興國家、中東產油國、日本及私募基金…等海外標的進行募集籌資。

國際各大央行在此波歐債危機中亦多次聯袂出擊施予援助之手，例如：2011 年 9 月 15 日，ECB 於宣布，與美國聯準會、英格蘭央行、日本央行與瑞士央行共同採取對歐元區銀行挹注美元行動，由五大央行聯手顯示拯救歐洲已是國際共

¹³¹ 2012 年 2 月 22 日上書歐盟呼籲「反緊縮」經濟擴張措施的 12 國，分別為英國、愛爾蘭、荷蘭、義大利、西班牙、愛沙尼亞、拉托維亞、芬蘭、瑞典、波蘭、捷克和斯洛伐克。

¹³² 金磚五國包括巴西、俄國、印度、大陸和南非。

同之行動。¹³³另外，2011 年底國際間為了紓解金融市場壓力，降低市場信用緊縮對家庭及企業貸款的影響，進而提振經濟活動，美國聯準會 2011 年 12 月 1 日聯合六大央行，將臨時性美元流動性交換（US dollar liquidity swap）的利率調降 0.5 個百分點，增加金融市場的美元流通性，讓銀行更容易借到美元，協助降低歐洲債信國家資金流通之風險，該包括聯準會、歐洲央行、英格蘭銀行、日本央行、加拿大央行和瑞士央行等六大央行的美元流動性交換行動於 12 月 5 日起生效實施。

而 2011 年底，歐洲執行委員會推出歐元區共同發行公債的「歐洲公債」計畫，試圖藉由歐元區 17 個國家的整體信譽來得到國際間更多的支援。然此法雖可得到短期金援，但若債務問題國家沒有本身財政改革，充其量是治標不治本，並不是最佳的因應對策，也因此得到非常多的反對聲浪。

在歐債危機未解、全球經濟衰退風險大增的情勢下，中國在此波歐債危機救援路上漸顯身手。此波衝擊全球金融市場甚為嚴重的歐洲債信危機，在歐盟體相關組織自救無效、全球大國央行聯袂救援亦無法奏效的壓力之下，十餘年間賺取世界貿易財而如今成為全球第一外匯儲備「富國家」的中國，就成了西方國家求援的一個新興體。¹³⁴其中，而義大利政府於 2011 年 9 月向中國大陸政府請求購買國債以資援助，希望北京政府能利用龐大的主權基金買入大量的義大利主權債券，中國大陸則表示歐洲將持續為中國主要投資市場，並且將擴大與歐洲國家財政、經濟及投資等合作關係，協助解決財務危機。

中國國務院發展研究中心表示，¹³⁵雖然大陸之資金是歐洲最有利的外部希望，但僅從救助本身而言，需要考慮四個問題：(1)一旦決定救助，就需要足夠

¹³³ 聯手挹注之美援除平常 7 天期美元的拆借之外，還將在 10、11 與 12 月份，分 3 次操作 3 個月期美元拆借，提供足夠美元給銀行。

¹³⁴ 這裡稱中國為「富國家」係以近 3.3 兆全球第一外匯存底之數額而論，並非以 GDP 或人均 GDP 產值而論。

¹³⁵ 中國國務院發展研究中心金融研究所綜合研究室主任陳道富於其所發表之文章中，

的救助資金持續救助，否則容易前功盡棄。(2)是需要設計必要的保護機制，區別對待。對於歐洲核心國家，如義大利等可考慮直接救助。可考慮通過支持法國、德國債券市場，間接支援歐洲對周邊國家的救助。(3)救助過程中，應尋求大陸國家戰略利益的最大化。(4)綜合考慮美國、日本、英國等主要國家主權債務可能的波動因素¹³⁶。

在中國可能救援歐債的例子中，另包括：2010 年 10 月才從紐約聯合國風塵僕僕返回中國大陸的中國總理溫家寶，立刻造訪歐洲四國(希臘、比利時、義大利、土耳其)，並以希臘作為出訪首站對象，祭以「出手挽救希臘經濟」之動作，包括宣布增加購買希臘國債等多項措施。中國並於歐債危機期間，分別多次投資於希臘、愛爾蘭、西班牙和葡萄牙等國家建設。2011 年 12 月 10 日，中國官方批准了中國人民銀行（中國央行）籌設新的外匯投資機構，¹³⁷初始資本規模約達 3,000 億美元，以成立「華美」及「華歐」兩大基金模式進軍歐美市場，此舉被市場解讀為將以此 3,000 億美元投資買進歐美資產，協助歐美國度過頭緒難解的債務危機¹³⁸。

另外，掌處理歐債危機大責的德國總理安格拉·默克爾（Angela Merkel），¹³⁹應中國國務院總理溫家寶邀請，於 2012 年 2 月 2 日至 3 日前往中國正式出訪，進行其所謂的“宣傳歐元信心之旅”，而爭取中國對歐元區的支持以協助救援歐債危機是默克爾出訪任務的重心之一。¹⁴⁰默克爾在與中國國家主席胡錦濤和總理溫家寶的會談中，努力爭取北京方面支持增強國際貨幣基金組織(IMF)的資源，以對付全球金融危機，並投資於歐元區各國國債以及歐元區紓困基金。市場認為，

¹³⁶ 參考資料：聯合新聞網 2011/09/03, <http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MAI3/6586062.shtml>

¹³⁷ 有別於 2007 年 10 月所設立額度 2000 億的中投基金(即中國大陸的第一個主權財富基金(SWF))。

¹³⁸ 參考資料自中時電子報及工商時報 2011/12/10 新聞稿
<http://forum.chinatimes.com/default.aspx?g=posts&t=116723>。

¹³⁹ 德國總理安格拉·默克爾本名為（Angela Dorothea Kasner），默克爾（Merkel）乃冠其前夫之姓氏。

¹⁴⁰ 此次出訪中國是默克爾在過去 5 年期間第五次對中國進行官方正式訪問。

中國的救援行動將使外界對歐洲經濟信心增強，也符合中國的利益，因此，出訪之前，據英國金融時報報道，默克爾將很可能吸引中國官方和中國金融機構在德國乃至整個歐元區開展投資。然而，在與默克爾就歐債問題交換意見時，溫家寶總理表示，「中國支持維護歐元穩定，但解決歐債問題，歐洲自身的努力是關鍵」。由此次默克爾的中國“宣傳歐元信心之旅”，可隱約回憶起 2008 年 12 月金融大海嘯最危機時期的歐巴馬總統選後的中國初訪，當時中國溫家寶總理亦同樣以「中國支持維護國際經貿之穩定，但解決中美經貿嚴重失衡問題，非人民幣升值能解決，美國自身的經濟結構改善才是關鍵」一席話回應歐巴馬的人民幣升值要求。幾次國際金融市場動盪後所產生的求援外匯存底「富政府」的戲碼同樣上演，也看出中國在此時國際經濟地位的逐漸提升，在此波西方妖魔群舞的嚴厲歐債危機中，中國「捉妖士」很有可能會成為救援歐債危機的「救市及救世」主之一重要成員。

6. 解散歐元或歐元區國家分類

最後，隨著歐債問題邁入第四年，在歐債危機蔓延開展、延燒不斷又問題難解的痛苦援救期間，市場中不斷發出讓債務危機風險國退出歐元區的聲浪，¹⁴¹如此之針對性喊話，希臘顯然是最為市場人士首先希望退出歐元區的債信高度風險國家。歐債五國的若風險危機加深，亦有可能被市場人士陸續指責退出歐元區，因為他們認為針對歐元區所有國家不可能會有一體適用的貨幣政策，因此債務問題最嚴重之希臘很有可能退出歐元區，而義大利也有可能步其後塵。然而，市場亦有人士認為，於歐元區貨幣結構一體化之下，最為得利的德國才是此時救援歐債問題應該退出歐元區的主要國家，否則任何的歐元整體貨幣政策的施行，德國永遠為歐元區的最受惠國，至於希臘等債務高築的風險國家反而無法受惠。

¹⁴¹ 太平洋投資管理公司（PIMCO）執行長伊爾艾朗（Mohamed El-Erian）和哈佛大學教授費德斯坦（Martin Feldstein）等經濟學家都認為，歐元若要存活，有些成員國可能必須離開歐元區，伊爾艾朗更在電視訪問時說出歐洲領袖最終需接受一個「更小、整合更好、財政更強的歐元區」。

(四) 歐元區金融業者因應之道

由於歐債危機造成歐元區部分國家信評被大幅度調降，銀行業的信評也受到連帶波及，各債信風險高的歐元區國家，紛紛出現銀行存款大量提領之現象，引發了各家銀行現金短缺的嚴重問題，歐元區金融業者刻正正面臨著嚴峻的生存挑戰，紛紛尋求解救之道，而求助方式仍不外乎「自救」與「他救」。

希臘為首引爆的歐債危機以來，希臘人民深恐一旦被逐出歐元區，改發新的弱勢貨幣，希臘銀行體系將面臨崩潰，而存放於銀行之存款亦將面臨大縮水。歐債危機其間，希臘數度爆發擠提潮，民眾的擠提已令銀行現金嚴重短缺，於 2010 年間富有的私人銀行客戶，大多已率先提款，將資金調度國外，而 2011 年 11 月最新一輪擠提潮中，零售銀行的小額帳戶亦大為擠提，令銀行籌集現金越感困難。據統計，自 2010 至 2011 年間，希臘銀行存款減少數額至少已超過兩成，因此，銀行嘗試提升高達至 7% 的定期存款利率以誘使民眾續放存款於銀行內，銀行的經營成本受歐債危機影響因此大為提高。希臘最大銀行「希臘國家銀行」表示，隨著希債危機日益嚴峻，該國銀行業仰賴歐洲央行求以為生的資金周轉需求日益顯著。因此，歐盟幾輪對希臘的援助案裡，銀行業者爭取到部分資金來成立援助基金用以因應現金不足的危機。此外 2011 年 8 月希臘第 2 大銀行 Eurobank 與第 3 大銀行 ALPHA BANK 在危機因應中宣布合併，使得合併後的銀行資產總額高達 1500 億歐元，成為希臘最大之銀行¹⁴²，此舉動也將使得希臘銀行業對這波歐債風暴有更大的危機處理能力，當面對債務的償還自然產生較佳的防禦能力。

義大利銀行業者資金缺口亦大，根據歐洲銀行業估計，歐元區各銀行需在 2012 年 6 月之前額外籌措 1060 億元的資金中，義大利銀行業者被估計需要籌措

¹⁴² 參考資料自蘋果日報 2011/8/30 新聞稿
<http://www.appledaily.com.tw/appledaily/article/finance/20110830/33631442>。

148 億歐元的資金來度過還債難關，因此，義大利銀行業者嘗試以人力裁減等多項減少經營成本以加強銀行體質的方案來因應此波危機。另外，為防止資本市場裡的市場投機炒作而產生股市動盪，證管局祭出空頭部位的限制，希望抑制此波投機行為，使金融業者承受較小的衝擊。

西班牙則嘗試由國家接管部分疲弱的儲蓄銀行，藉由銀行重組基金，來吸收這些體質較差投資儲蓄銀行的股份。讓西班牙的銀行重組基金(Fund for Orderly Bank Restructuring, FROB)扮演儲蓄銀行的貸方，此舉將強迫負債累累的儲蓄銀行轉型成為傳統銀行，並尋求股票上市以吸引投資人，改善銀行體質。

對於銀行的大量虧損，愛爾蘭銀行業者則採取銀行業瘦身計劃，根據該計劃，銀行的數量將會大幅減少，六大銀行將壓縮重組為兩家主要銀行，愛爾蘭銀行將在 2013 年出售總價高達 300 億歐元的非核心資產，再透過政府的救助，來幫助愛爾蘭銀行度過此事的金融危機。

為了解決葡萄牙銀行的流動性問題，歐元區 17 國財長在 5 月 16 日批准了歐盟、國際貨幣基金組織和歐洲中央銀行代表與葡萄牙政府救助方案，根據這一方案，未來三年葡萄牙將獲得 780 億歐元援助資金，其中歐盟負責提供 520 億歐元，國際貨幣基金組織提供 260 億歐元。

法國的銀行業者有以透過變賣資產來強化資本體質，進以重拾投資人信心的作法，以法國兩大上市銀行為例，強調沒有必要增資的必要，但為穩定人心，承諾大幅削減其鉅額的資產負債表規模，也就是藉由減少風險性資產以加強其本身體質，¹⁴³如何能在目前全球經濟動盪的情況，成功的賣出好價格，藉以調整法國銀行資產體質度過危機，成為法國銀行業者的一大挑戰。

¹⁴³ 法國市值最大銀行法國巴黎(BNP Paribas)和第二大興業(Societe Generale)2011 年第三季股價慘跌(7 月 1 日至 9 月底)，興業股價跌幅達 60%，法巴市值腰斬 52%，市場擔心其資本不足以承受歐債危機帶來的損失。

最後，由於歐洲央行於 2011 年 12 月 21 日通過長期再融資操作(LTRO)方案，兩輪計畫將提供給歐元區各國銀行業者融資借貸額度，歐元區內銀行可通過交付抵押物，獲得 3 年期貸款，而 3 年期借款利率僅為 1%。此兩輪的 LTRO 計畫先後提出 4890 億歐元(2011 年 12 月)及 1 兆歐元(2012 年 2 月)的融資借貸額度，讓歐元區銀行有機會利用融資借貸金額向債信風險國家購買主權國債，並將此主權債抵押給歐洲央行。如此一來，購債銀行就可獲得較高國債收益率和較低借款利率之間的差額，賺取利差獲利。

然而，由目前歐債問題籠罩下歐元區銀行的經營現況來觀察，由於歐洲銀行對沖債券的成本過高，應該不大可能大規模增持政府債券；另外，各銀行為了達到 2012 年中 9%的第一類核心資本充足率的要求，多有充實核心資本、去化風險資產的動作與策略思維。因此在歐洲各家銀行目前資金缺口皆普遍過大之下，為了減少歐債放款風險缺口以及加強去槓桿化的措施，各銀行將可能利用 LTRO 資金進行自身債務的償還，而非完全進行實際購進主權債協助解決債信國家風險的資金運用。

總和以上歐元區金融業者的措施，面對這一波的歐債風暴，金融業者採取的「自救」措施，包括有刪減銀行數量、變賣資產、合併銀行、縮減人力資本、減少風險性資產，如此的措施都是為了強化銀行業體質，使銀行更能夠因應這次的歐債風暴；此外銀行業者更尋求國際上的「他救」援助，希望透過國際資金的挹注，來解決銀行業流動資金的短缺問題。

(五) 小結

總而言之，歐債各國債務高聳的結果，違約風險日高，讓全球各國即使有意救助歐債危機國家，也不敢立即加入救援行列。因此，歐元區政府及金融業者因應歐債危機所施行及提出的政策方案，乃搭配多項方案同時並進，且以多方位角度進行，這包括歐債危機國的「自救」運動，以及求援他國或國際組織的「他救」

行徑，包括：歐盟、國際貨幣基金及歐洲央行金援行動、減支及增稅、聯合財政部及監督財政紀律、國際求援、解散歐元或歐元區國家分級...等。

歐盟、國際貨幣基金及歐洲央行在此波歐債危機中有其穩定歐盟機制順暢運行的重責大任，因此舉行多次高峰會並提出多項救援方案，EFSF、ESM、LTRO的金援救助都是其中重要方案。而各債信問題國家的減支與增稅為治本之重要工作，因此為了防堵歐債危機的更深入、擴大並蔓延，債信問題國家多有被要求減輕國內赤字為主「自救」行動，透過縮減國內福利，以及公共支出預算，藉以降低國家支出，另外再搭配可能的合理性增稅政策，以強化「財赤率」數字，並藉此獲得紓困所需資金。然而，減少支出未必能獲得足夠的救債紓困資金，於是標售國內債券、資產，或尋求外部資金援助的「他救」就無可避免。而國際間如中國等的富有國家在此時所扮演國際救援的角色就更為鮮明。救援國家在針對歐洲國家的援助行徑中，提供直接金援，或提供寬鬆的貸款條件，或延長到期債務的還款期限等，然而，種種救援行動似乎只是將債務違約時間延長，一旦購入債務問題國所發行的債券雖然可獲得較高額的利息，但是相對所承擔的風險卻是不可小覷，當債務國違約風險增高，持有債務的債權國家所可能蒙受的損失機率就越大，更可能再骨牌效應的全球各國連鎖受到衝擊。因此世界各先進國家或富有國家對直接購入債務危機國家債券的救援投資行為就裹足不前。

當經濟規模(市場)越大，越有整合效益，未來歐盟的出路將可能朝向歐元區的經濟進一步統整，除「貨幣自主權」外，各國再交出「財政自主權」。歐元區成員國業已整合出關稅、非關稅權及貨幣權(單一貨幣)，此次歐債危機顯示，下一步歐元區各成員國可能走向共同財政(交出財政權)的統整趨勢。

現行在歐元區推動經濟治理大改革的三個核心行動(對希臘提供新援助、擴大EFSF之規模與功能、支撐受歐債危機影響之銀行)，為目前EU解決短期直接危機之治標問題，而經濟治理乃屬於長期結構性改革之治本問題，為了避免希臘硬

違約，許多人士倡議儘快自「財政聯盟」的角度進行軟重整。但是，部分贊成成立聯合財政部的人士強調，即便聯合財政部成立，在進行各國財政方案與紀律的要求與規定時，EU 應仍保有一些與各國協議的協調性或彈性式聯合財政部。除此之外，各歐債問題國家的維持財政紀律亦為消化歐債危機的重要任務之一。

欲解決債務危機，歐盟另考慮採用政治的手段強勢介入，現今發展出一種多邊救援機制，Economist 雜誌就歐洲債務危機提出幾個解決方案：(1)將歐元區國家分類：對無力償還國家，須透過債務重整機制；就資金流動不足國家，給予完全資金需求。(2)對歐洲銀行實行嚴格監理。(3)將金融援助重點轉至經濟成長。(4)制訂一個新財經政策，避免危機惡化。這其中，要求部分體質較差國家退出歐元區的想法就浮出檯面，或者強調歐元區國家以經濟實力進行分級分類。

總合歐元區政府及金融業者為因應歐債危機所施行及提出的政策方案，包括：EU、IMF、ECB 資金挹注救援、買入債務問題國家之公債、標售國債、標售資產、延長債務還債年限、寬鬆還款條件、擴充 EFSF、提早運作 ESM、ECB 推出 LTRO、擰節消赤、財政紀律、聯合財政部、開徵合理性增稅措施、¹⁴⁴尋求外部金援及各式外部救援行動，最後甚至有考慮讓希臘退出歐元區或歐元區分級...的構想方案等。

未來歐盟的出路也可能朝向大整合的方向進行，從經濟面向，歐元區的經濟進一步統整，除貨幣自主權外，各國交出財政自主權；從社會面向，讓有問題的國家退出歐元區，或成立一個較小、結構近似的歐元區分級。

¹⁴⁴ 如：金融交易稅(托賓稅)草案。

第三節 台灣在全球債務衝擊下的因應策略及建議

一、全球債台高築對台灣之衝擊影響

國際間債台高築，債務高舉之國家又赤字高聳的結果，為減少債務負擔，多以「勤儉經濟學說」的減支方案來達到削赤的目標，這使得國際內需動能減弱，而全球資金流通減緩，其最直接的影響，莫過於各主要債務國家為了平衡收支所產生的民生福利縮減，公共支出減少，進而造成經濟衰竭，而人民得以支配的所得也因之減少，民間的消費力道大打折扣。在生活所需的必需品需求減量之下，將直接影響到對國外進口商品的購買。

另外，由於全球債台高築所引發金融危機的隱憂，使金融市場的不確定性因素急速增加，全球投資標的的波動性也因之擴大，造成多國股市及債市的大幅震盪，VIX 的增幅、CDS 及殖利率的飆漲都是明顯的解說例子。各國股市的跌幅在投資風險日增的情況下，資金流向有紛紛尋求較為安全並保本商品的趨勢，國際投資資金因危機浮現而縮單減量時，各國股市甚至以跌深來反應國際債務高舉之危機，這其中，尤以外資進出最為頻繁且在該國股市投資金額佔比相對較高的國家跌幅反應最大，2011 年間新興國家市場的相對較大跌幅就是實例。

對於小型開放經濟體系的台灣而言，容易受到國際波動的牽連影響，多年以來「國際化、自由化」的經濟思維走向，更讓台灣無法脫離全球「地球村」的危機蔓延連動影響。此回由歐債問題引發的全球債台高築危機，到底影響台灣多少？造成如何的衝擊？值得我們認真省思。

(一) 對台灣的總體影響

目前台灣的債務呈「零外債」之現況，顯示台灣的經濟實力尚稱穩健，能夠無須向外舉債而能持續保持經濟之穩定成長。由圖 4-5 可明顯看出，台灣自 2008 年 11 月後，中央銀行已無任何的國外負債，因此，並不用擔心債務到期而無法還款的窘局。另外，在台灣的國際債權中，以國際債權餘額進行分析，可發現台灣所握有的債權餘額甚少，甚至於 2011 年間調整握有各國債權餘額國家的數額及順序，其中原本列於前十大債權餘額中的愛爾蘭，已經減少對其債權的持有量，而使愛爾蘭退出了前十大債權餘額行列內，因此前十大債權餘額現況並不包含任何歐洲可能倒債違約的危機國家。由此觀之，台灣無論自債權或債務方面進行分析觀察，台灣被債權或債務方面所直接牽連的隱憂並不強烈。¹⁴⁵

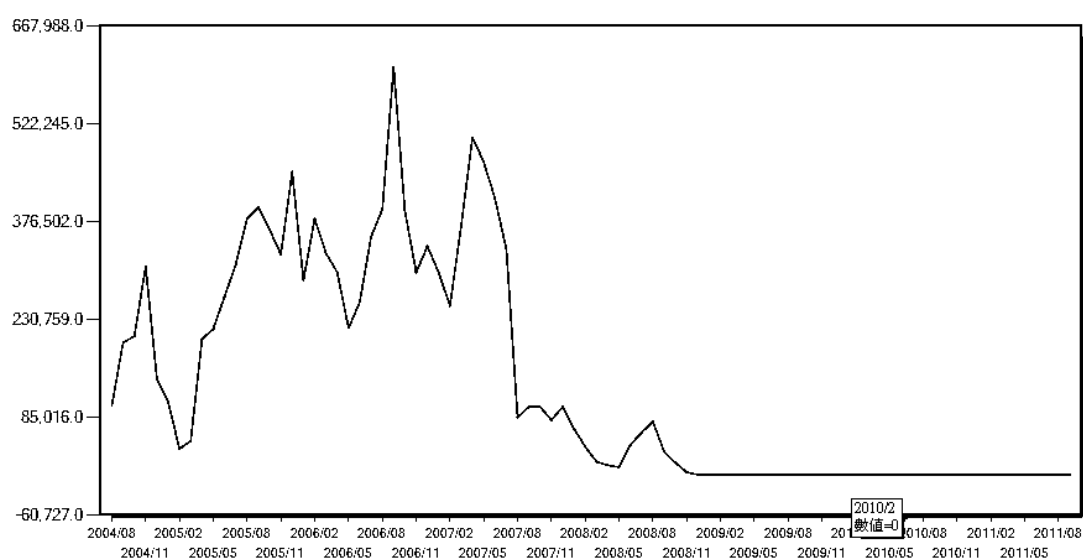


圖 4-5 台灣中央銀行之國際債務

資料來源：台灣經濟新報

¹⁴⁵ 由於台灣金融機構國際化之程度偏低，因此直接影響不大，持有之歐債五國暴險部位甚小也讓台灣受到的衝擊相對其他國家小。台灣全體金融機構持有歐債五國暴險部位不到新台幣 600 億元，持有較多者為富邦人壽的新台幣 132 億元、國泰人壽的 122 億元。且歐債五國影響程度不若對一個茂德 587 億元的債權的損失。且茂德的損失率可能在五成以上，而截至目前為止，僅持有希臘公債之損失率才會達五成。(台灣沒有金融機構持有希臘公債)。台灣的銀行較少依賴批發融資(wholesale funding)，因此當歐系銀行將資金抽回母國時，資金成本不致攀升。

1.直接影響

由此觀之，台灣無論自債權或債務方面進行分析觀察，台灣被債權或債務方面所直接牽連的隱憂並不強烈。嚴格來說，以歐債危機為主的全球債臺高築，即便債信違約無法償還債務，或甚至歐洲結盟結構體的遽然改變，所可能對台灣帶來的直接衝擊影響並不大，其最直接可能發生的衝擊影響不外乎歐洲地區國家內需及民間生活商品需求量縮，所造成台灣直接歐洲貨品出口的量單減少的「出口衝擊」。

表 4-7 台灣、中國及六大工業國家的出口依存度比較

期間	美國	日本	德國	英國	法國	義大利	中國	台灣
2002/12	8.45%	2.43%	28.05%	17.34%	21.17%	20.32%	20.90%	44.86%
2003/12	9.16%	2.73%	30.84%	16.52%	20.16%	18.98%	26.71%	48.36%
2004/12	9.78%	3.04%	33.41%	15.87%	20.34%	20.05%	30.72%	53.65%
2005/12	10.15%	3.26%	35.35%	16.87%	20.56%	20.78%	33.67%	54.30%
2006/12	10.85%	3.71%	38.60%	18.34%	21.39%	22.01%	35.60%	59.45%
2007/12	11.71%	4.09%	39.75%	15.72%	20.97%	23.36%	34.70%	62.65%
2008/12	12.87%	4.04%	39.79%	17.44%	21.18%	23.33%	31.51%	63.47%
2009/12	11.25%	2.88%	34.04%	16.27%	18.02%	19.10%	24.08%	53.77%
2010/12	12.51%	3.52%	38.74%	18.23%	20.07%	21.79%	26.55%	63.64%
2011/6	3.55%	3.44%			20.64%		27.88%	66.68%
2011/9	3.44%	3.50%					28.13%	65.98%

資料來源：台灣經濟新報

由表 4-7 的台灣、中國及六大工業國家的出口依存度比較表中，可明顯看出台灣是個相對非常依賴出口的出口依存度最為高的國家。一向以出口為導向的台灣，在此波歐債危機所引致西方國家市場的需求單量減少之下，其出口額必定會受到某些程度的影響，對於全球景氣波動所產生的衝擊反應也較為顯著，台灣在面臨全球金融動盪使出口遭受衝擊的例子時有所聞，由圖 4-6 可觀察出，2008 年金融海嘯使台灣出口年增率大幅下降，2009 年受全球景氣復甦景象而迅速回升，但 2009 年底國際三大信評機構同時調降希臘債評而爆發歐洲債務問題後，

台灣的出口年增率又再次下降，且隨著歐債危機遲遲未解而持續下滑。因此，如何防範貿易出口受到國際循環波動的衝擊是台灣經濟發展的重要關鍵。

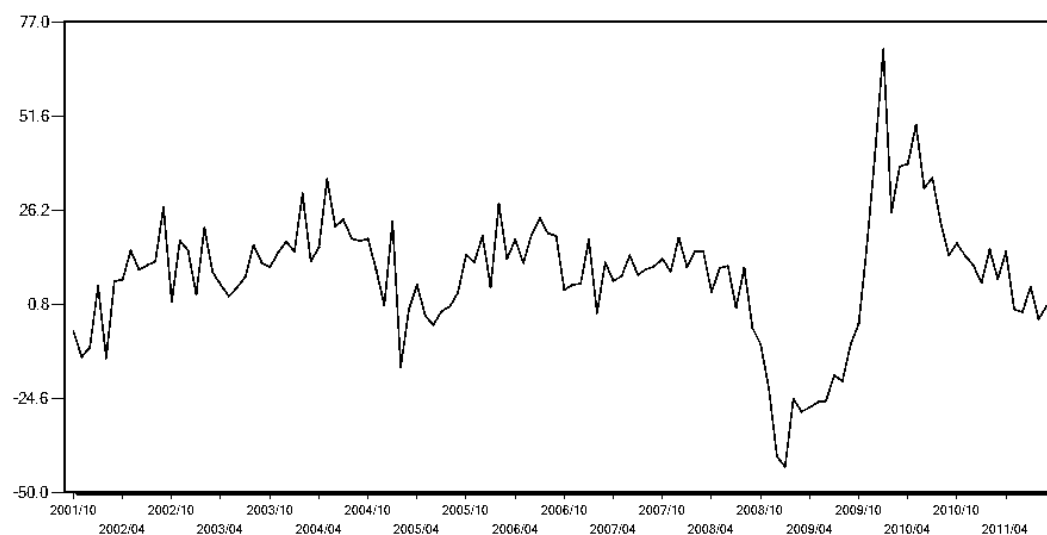


圖 4-6 台灣出口年增率

資料來源：台灣經濟新報

從近年來台灣對主要貿易國家或地區之出口貿易進行觀察，由表 4-8 可看出從 2003 年至 2011 年的近十年來，台灣的主要出口貿易對象為中國及香港，且其貿易出口比例逐年遞增至台灣總貿易出口額的 40% 以上；台灣出口貿易比例次高之國家或地區依次為美國及歐洲地區國家，然而針對此兩地區的貿易出口比例逐年遞減，分別對美國及歐洲國家的出口貿易比例自 2003 年的 17.6% 及 13.8% 下降至 2011 年的 11.8% 及 10.2%；相反的，台灣對東協國家的貿易出口額明顯逐年遞增，對東協六國的出口貿易比例自 2003 年的 11.8% 上升至 2011 年的 16.2%；對於其餘新興國家或地區的出口比例亦從 2003 年的 12.8% 增加至 2011 年的 15.5%。由數字變化可發現台灣的國際貿易主要對象近些年來有明顯自西方國家市場轉移至新興國家市場的傾向，尤其是台灣企業對於歐美市場的貿易出口依存

度近些年來已顯得相對較低，由此結果分析，此次歐債危機對多數台灣企業的影響相信也較小。

表 4-8 我國對主要貿易國家或地區之出口貿易比率統計

年度	中國(含香港)	美國	日本	歐洲國家	東協六國	其他	合計
2003	35.7%	17.6%	8.3%	13.8%	11.8%	12.8%	100.0%
2004	38.0%	15.8%	7.6%	13.1%	13.0%	12.7%	100.0%
2005	39.1%	14.7%	7.6%	11.9%	13.6%	13.1%	100.0%
2006	39.8%	14.4%	7.3%	11.7%	13.7%	13.1%	100.0%
2007	40.7%	13.0%	6.5%	11.6%	14.5%	13.7%	100.0%
2008	39.0%	12.0%	6.9%	11.7%	15.0%	15.4%	100.0%
2009	41.0%	11.6%	7.1%	11.1%	14.8%	14.3%	100.0%
2010	41.8%	11.5%	6.6%	10.7%	15.1%	14.4%	100.0%
2011	40.4%	11.8%	6.9%	10.2%	16.2%	15.5%	100.0%

但部分企業主要出貨到歐洲，或歐洲是主要的需求市場，則可能影響較大。例如太陽能電池產業，歐洲市場佔需求市場超過五成，但因歐債風暴導致各國撙節政府支出，德國、義大利等政府縮減對太陽能之補助，以及受到歐債風暴影響而降低需求，致使業者今年產生大幅虧損。

另外，台灣部份產業主要以歐洲市場作為出口對象的，在此波歐債危機中，也將直接受歐洲需求量單的減少而受到出口衝擊，間接影響其經營獲利。圖 4-7(a)及圖 4-7(b)以圓餅圖分別表示出 2009 年及 2010 年台灣出口歐洲市場的主要產業比率，進而了解台灣可能會受歐債危機發生而波及的可能產業。

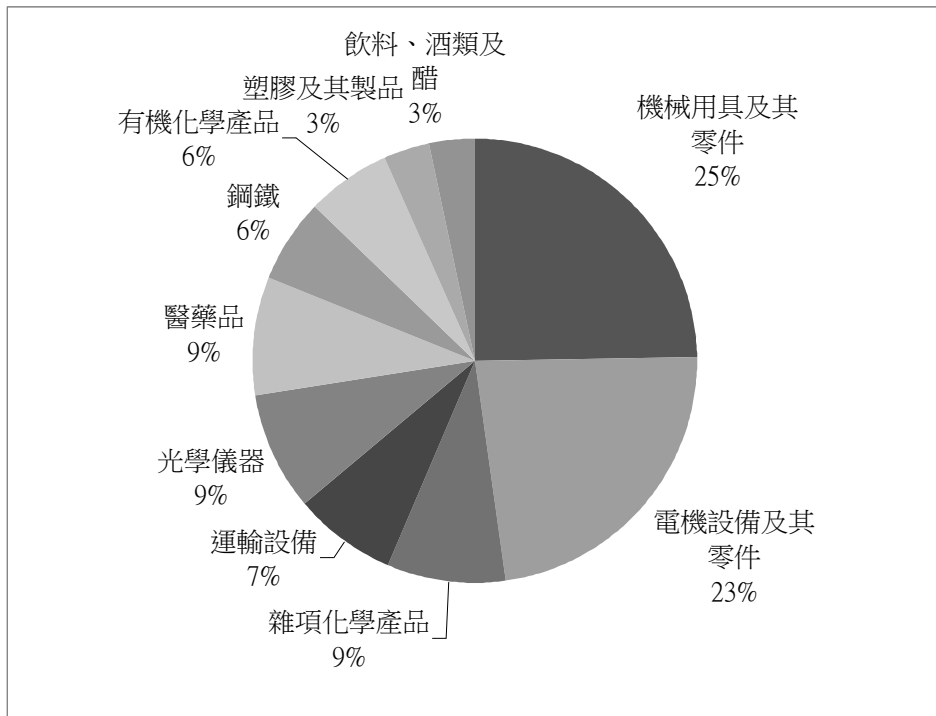


圖 4-7(a)2009 年台灣出口歐洲市場的主要產業比率

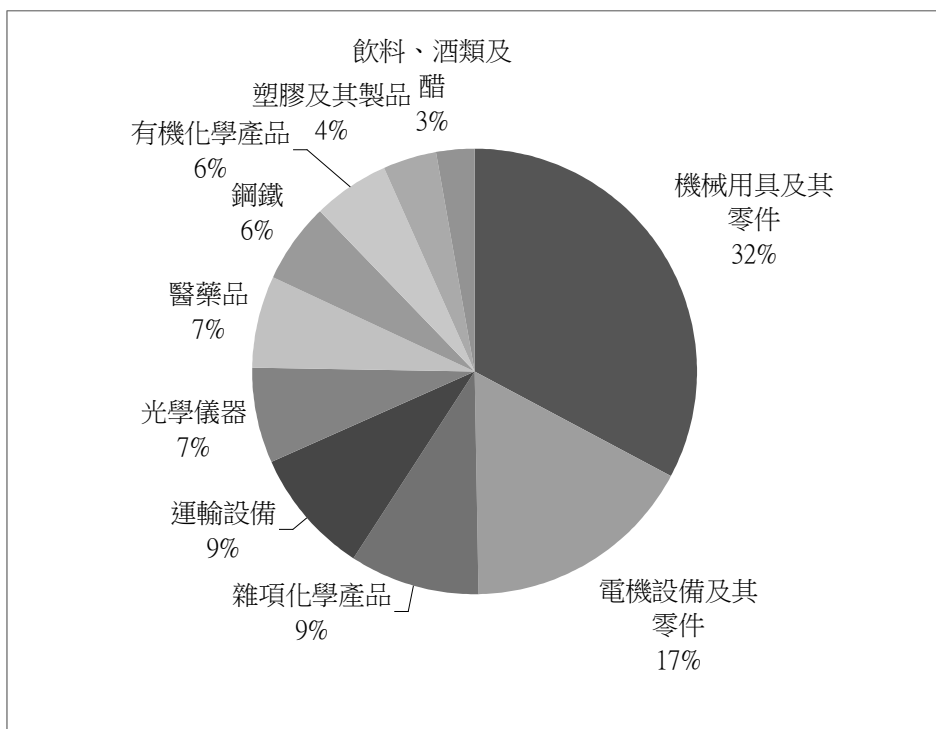


圖 4-7(b) 2010 年台灣出口歐洲市場的主要產業比率

2.間接影響

雖然歐債危機發生，台灣各專家學者普遍認為由於台灣持有歐債風險國家的債權餘額相當有限，因此即便債信違約或歐盟結構體遽變，也不致對台灣產生太大的直接衝擊影響；然而，反觀在歐債危機為主的全球債臺高築之下，其所可能對台灣帶來的間接衝擊影響的確有許多，值得台灣相關當局正視並制訂因應政策以防範衝擊影響的擴大發生。

綜合分析全球債臺高築所可能引致台灣的間接衝擊影響，不外乎以下四者：

(1) 二輪「出口衝擊」

首先，歐洲地區國家內需及民間生活商品需求量縮，造成歐洲貨品進口的量單銳減後，全世界出口國經濟貿易普遍受損而間接影響台灣轉出口貿易的二輪「出口衝擊」(second round impact)。

舉例說明，以 2011 年年底數據進行分析可發現，台灣對中國(含香港)、美國、日本、歐洲地區國家、東協六國、及其他國家或地區之出口貿易額，分別約為 40%、12%、6%、9%、16%、及 17%，其中，於 2011 年年底台灣對歐洲地區國家之出口只有 9%的比例。但是若另外觀察台灣的主要貿易對手國對歐洲地區國家的出口數額佔比，將發現中國(含香港)、美國、及日本分別持有對歐洲地區國家出口數額佔比的 19%、12%、及 18%。因此，當歐洲地區國家需求量縮，造成歐洲進口量單銳減，而衝擊至中國(含香港)、美國、及日本等台灣的主要貿易對手國出口量時，將會間接的衝擊到台灣對此些主要貿易對手國出口量單的減少，產生對台灣的二輪「出口衝擊」。

(2) 股市跌勢波動

當歐洲債信問題發生且持續延燒，而國際聯盟組織又尋不著有效實質的「治本」解救方案時，各類投資標的風險大增、全球投資人信心大失、而投資的不確定性也增幅不少。而台灣股市是個標準受外資影響巨大的淺碟市場，當台灣經濟命脈的出口業遭受影響，企業經營困境逐漸加深而獲利能力遭受打擊，資本活絡的台灣股票市場必然也將受到重擊。並且，台灣股市是個外資導向的金錢遊戲市場，當國際投資氛圍不佳，外資投資佈局傾向保守策略而減少量單時，一方面為將資金提回該國國內救災，另一方面看差全球的投資展望，台灣股票市場就有可能成為國外提領的首要對象。相反的，當國際危機陰霾解除或鈍化，外資回籠台灣股市，就又可能帶動台灣股市的劇烈漲勢。嚴格說來，臺灣本身包括債權債務現況、資產配置，條件皆良好，應可說是國際市場上的績優股，理論上來說，股票市場受歐債危機之影響應該不比美、歐國家來的嚴重，但由觀察 2011 年來台灣股市的相對嚴重跌幅¹⁴⁶，而 2012 年 1 月底年關結束大開紅盤，不難自外資進出的數量看出外資對股市波動所造成的極大影響力，而此波歐債危機更是左右外資動向的主要作手。由此說明了歐債危機對台灣股市造成了波動的增加，也因此產生投資人信心的衰減。

由表 4-9 可看出，歐債危機導致 2011 年以來台股下跌 20%，而同時期多數全球股市表現相較台股為佳，台股反較歐洲或全球多數主要股市下跌幅度大。分析其原因，因台灣股市較為淺碟，其一因台灣屬於外銷導向國家，所以企業獲利受全球景氣影響大；其二因外資帶動台灣股市資金進出的主要地位。另有一說認為台灣股市交易量約七成的散戶受媒體擴大渲染報導而影響投資信心。

¹⁴⁶ 概因「外資」為股市重要作手的影響，2011 年來台灣股市及新興市場國家股市的相對跌幅較歐洲及美國股票市場還大得許多。

表 4-9 全球主要股市股價指數變動率

主要股市	股指變動率	主要股市	股指變動率	主要股市	股指變動率
葡萄牙 PSI	-20.0%	日本 NIKKEI 225	-17.0%	美國 Dow Jones	4.0%
義大利 FTSE MIB	-23.0%	台灣加權指數	-20.0%	英國 FTSE 100	-6.0%
愛爾蘭 ISEQ	-6.0%	中國上証指數	-21.0%	德國 DAX	-12.0%
希臘 ASE	-51.0%	香港恆生指數	-17.0%	法國 CAC 40	-17.0%
西班牙 MSE	-15.0%	韓國 KOSPI	-7.0%		

(3) 市場籌資困難

歐洲債務危機對臺灣股市另一個重要攸關問題，可自承銷部門資料所顯示的上市櫃公司籌資能力進行分析。發現在這波債市的危機，2011 年台灣股市持續下跌，而本益比持續下修的情況，使得許多家公司的籌資案都無法如預期進行，造成各公司面臨嚴峻的考驗。

由表 4-10 之 2011 年申報現金增資案件辦理情形的資金募集情況來觀察，台灣下半年原有需要增資的 34 家公司中，原預計募集金額 81,679,074 元，卻由於市場的不穩定且股市持續下跌，跌破承銷價的就有 23 家公司，使實際募集到之金額僅有 24,743,421 元，產生 53,331,397 元之募集缺口，這使得急需現金增資以因應投資計畫的公司面臨籌資困境，甚至有可能因此失去競爭地位與實力，而跌破承銷價造成 2011 年下半年籌不到足夠資金的一些公司，導致負債比過高，遭到被銀行抽回銀根的命運。

表 4-10 2011 年申報現金增資案件辦理情形

單位：新台幣元

	件數	原預計募集金額	已募集金額	未募集金額
上半年度	23	38,320,502	37,612,392	162,500
下半年度	38	81,679,074	24,743,421	53,331,397
合計	61	119,999,576	62,355,813	53,493,897

資料來源：兆豐金控承銷部

(4) 匯率升值波動

如股市波動增加的因素，由於歐債危機持續延燒，當國際聯盟組織尋不著有效實質的「治本」解救方案而時而祭出一些短期「治標」方案時，歐元匯率升貶波動加大，而當歐債區問題越來越嚴重時，歐元的相對貶值趨勢就儼然形成。相對的，新台幣兌歐元匯率也引此走上升值趨勢。同樣的，美國因景氣復甦緩慢，失業問題猶存，且財赤問題及國債問題也皆顯嚴重的狀況下，新台幣兌美元匯率也走上升值趨勢。新台幣相對於貿易對手國的升值趨勢則將影響到台灣未來出口的競爭力，也影響到台灣以出口為導向的產業生機，進一步令台灣經濟受到出口減緩的影響而經濟成長下修。

(二) 金融業所受衝擊

歐債危機發生自部份「財赤率」及「國債負債率」皆過高而顯現國家的債務償還能力不足所引發的違約風險，由於債權部位多由本國會或他國之國際大型金融機構所持有，因此歐債危機勢必對全球金融市場造成很大的衝擊影響，一旦國家主權債信評被調降，其所牽連到的資金借貸機構必也會因為債務違約的可能造成資產減損而連帶遭到降評，而此些與低信評國家債務關聯的金融機構，其經營獲利也必遭受打擊。

至於台灣的金融機構，由於國際化程度尚不完全，在此波債台高築危機中，看似影響不大，但資金無國界的國際金融交流，台灣本土的金融機構，多少直接或間接經營著國際資金借貸或國際金融商品銷售的業務，其可能發生的直接或間接影響，值得深入探究。而銀行、證券、保險為金融相關事業體的三大主體，其所可能在國際營運環境中的曝險模式與部位多有不同，因此，針對此次全球債台高築對國內金融業所受衝擊之影響分析，將以銀行業、證券業、保險業三者分別敘述。

1.保險業之衝擊

歐債風暴首當其衝的就屬保險業，其主要原因在於保險業所持有之資產最為龐大，特別是其所持有之投資標的大多屬股票、債券等證券商品，而保險業投資模式又幾乎以買入持有(Buy-and-hold)的長期投資方式進行投資，再加上保險業與投資客戶所簽約之投資型保單或其他商品等較無法像其他證券般靈活操作，使得保險業無法運用停損觀念設定明確的停損點，因此所持有之國際投資資金部位大都放在備供出售(Available-for-sale)項下，等待景氣回春後彌補虧損。然而，金融海嘯的發生，接連歐債危機的隱憂，在國際低利率趨勢的走向下，保險業經營之資金成本越來越高，除了現今國際投資環境惡劣，其投資報酬無法彌平過去舊保單的較高利率成本之外，為創造業績所提供銷售新保單的高佣金費用，讓保險業承受著附加於原本就「利差損」過大的更高資金成本。資金成本逐漸推高而國際投資獲利不佳之下，為創造較高獲利，保險業一段時間以來，多有尋求較高風險投資標的的趨勢，在固定收益商品方面，就多少增持了含有債務危機國主權債或垃圾債等的高收益風險債。

由於保險業買入持有(Buy-and-hold)的長期投資模式，雖然仍保持足夠的資金流通性，但在長期承受低利趨勢所造成「利差損」的經營環境下，便傾向銷售較高獲利之保單，這使得保單銷售越來越難，而保險業務越顯得難以經營。在長

期經營報酬低於資金成本之下，保險業自有資金越顯不足。但保險業經營模式多不願將經營實況以虧損認列而反多以「成本法」改列長期投資，如此將使得保險業實際經營體內出現更大的隱藏問題。若歐債危機遲遲未能解決，保險業經營獲利將越加困難，損失亦將越加擴大，當真實損失越顯擴大而自有資本越顯不足之時，所可能帶來的未來隱憂就越為強大，甚至終究可能產生市場終乏人問津連政府出面都難以接管救援的情況。¹⁴⁷

2. 銀行業之衝擊

台灣的銀行業者，其經營模式的國際化程度相對不大，因此在此波歐債危機風暴之下，其所致的直接曝險部位並不大，因此可謂受到歐債危機的影響，並無立即的直接衝擊。

然而，國際間所發行的各項國際商品投資標的，都容易受到國際金融動盪而影響其原有本質的優良。台灣銀行業者所投資國際商品之標的，即便並非歐洲等級較差主權國債之投資標的，在銀行最初投資時可能列屬優良標的，但幾次金融危機後，多少受歐債危機的影響，該些仍持有部位的投資標的就有可能因本質的下降而減損其原有之價值。另外，在多項組合型的投資標的裡，各項指標原先顯示是優良投資商品，但是其投資組合內之成分亦可能包含著較差受到歐債影響的標的內涵。因此，即便目前銀行揭示著所之於國際間的投資組合商品，皆為債信良好的投資標的，但難保這些債信良好的投資標的包含著風險較高的成分內涵，若歐債危機的發生與影響層面越顯嚴重，則此些原本表面優良的標的可能轉為較差等級的投資標的，使原本價值逐漸縮水，進而減損銀行業者之整體價值。因此應設置第二層監控機制來重新監管這些債信良好公司所發行的國際投資商品，仔細研析投資商品之標的內涵，是否具品質佳且防禦性強的本質。

¹⁴⁷ 金管會接管國華人壽至 2012 年 2 月，已經「三度延長」接管時間，雖然透過保險安定基金，替國華人壽數度辦理公開招標，但對國華始終乏人問津。而台灣金控合併國華人壽案亦於 2012 年 2 月 17 日因雙方對「賠付金額」看法差距過大而遭到破局。

再者，台灣銀行業者所遭受之傷害另有可能來自交易對手風險(counterparty risk)，即合約對手因其他第三者因素而無法履行合約責任的風險。¹⁴⁸

此外，在經歷金融海嘯危機以及此次歐洲債信危機的一段時間以來，全球皆採取低利率政策走向下，銀行業的存放業務受到較大影響，往來客戶相對減少，金融服務也因此減緩。國際間在救市的過程中常聯手實施低利率政策，使得銀行業的存放務受到影響，使客戶不願意將手上的閒置資金存放在銀行內，造成資金流動性不佳，使全球景氣轉差，經濟成長倒退，人民消費力減弱，最終還是讓銀行最主要賺取收益的放款業務嚴重衰退，此部分為台灣銀行業遭受的間接衝擊。

3.證券業之衝擊

台灣的股市是個標準受外資影響巨大的淺碟市場，因此當歐洲債信問題發生且持續延燒又尋不著有效實質的解救方案時，國際投資標的風險大增、全球投資人信心大失，在投資的不確定性大幅增加之下，外資及本土投資人皆趨向保守投資心態，使股市成交金額減少、股價下跌。另外，由於台灣是個標準出口導向的國家，當台灣經濟命脈的出口業遭受影響，企業經營困境逐漸加深而獲利能力遭受打擊，台灣股票市場必然更遭受重擊。當台灣股市的股票價格跌破了某些中小公司原定的承銷價格，導致其募集失敗時，其結果也讓許多中小企業難以繼續生存而倒閉，即使存活下其未來發展速度也將大幅下滑。

因此，國際金融之動盪對台灣證券業的影響莫屬股市的大幅波動，外資撤离，本土投資人信心銳減，股市成交量縮價減，而使得證券商經紀部門交易量單減少，影響證券商經營的手續費收入；而另由於股市市值縮水，使股票價格跌破了某些中小公司原定的承銷價格，導致其募集失敗，此結果使得許多中小企業難

¹⁴⁸ 舉例來說，投資人持有雷曼的債券，但擔心其部位會受到雷曼衝擊而減損，投資人會另外找一金融機構公司對其債券做 CDS，使其在雷曼倒閉時仍然能受到理賠，此時對承保之金融公司而言，雷曼倒閉變為該承保公司的交易對手風險。換言之，即使金融機構手上資產沒有直接風險，但資產仍有可能受雷曼倒閉而承受損失。

以繼續生存而倒閉，即使存活下其未來發展速度也將大幅下滑，其對證券商之影響為承銷部門的承銷接案減少，或在輔導公司時的無形成本增加，使原本就競爭薄利的承銷手續費無法符合經營成本。

因此綜合分析，台灣證券商主要以承做國內股票業務為主的承銷部門及股市交易手續費為主的經紀部門，會間接遭受到歐債危機所引起股市波動及市值縮水的衝擊影響，但其所受國際金融危機衝擊之影響，相較於壽險業、銀行業要小得許多。然而，對於一些自營規模較大的證券商，其所受到的國際金融危機衝擊衝擊則可能較大。

綜上結論，歐債危機對台灣金融產業三大主體的衝擊影響層次，最大的應為保險業者，其次為銀行業者，而受傷較輕的應該屬於證券業者。

二、台灣政府的因應策略及政策建議

才經歷過百年難見的全球金融大海嘯，全球經濟環境及金融市場皆大受衝擊。身處地球村的海島台灣，2007 至 2009 年間亦無法避免的遭受到金融大海嘯的衝擊，損及經濟體質及金融營運。接連金融大海嘯之後，歐洲債信國家之問題一一浮現，國際間對歐債危機之隱憂逐步加深，台灣政府亦不敢掉以輕心的釋出多項防禦措施，以防歐債危機爆發後所可能招致的重大影響。以下針對台灣政府因應歐債危機所施予之措施進行分析，並給予本研究所研擬出之可能政策建議方向。

(一) 「零外債」穩定民間信心

為穩定民間投資信心，台灣政府於 2011 年 9 月 15 日償還了最後一筆 23.8 萬美元的外債，由財政部宣布，台灣正式成為在汶來、蒙古、澳門之外，全球少

數沒有外債的國家。不過雖然外債歸零，根據央行 2011 年 11 月份公布的資料，中央政府債務餘額到 2011 年 10 月底止，仍高達 4 兆 4 千萬¹⁴⁹，清一色皆為本國人民借給政府的內債，表面上台灣看似零外債無債一身輕，然而「零外債」只有在內債相對也低的要求下才有其珍貴的意義，否則「高內債，零外債」現況亦將可能步上日本政府高內債的後塵，帶來債務結構上的另類隱憂。

台灣雖然目前接近零外債，但卻不是值得鼓勵的，如同銀行借款一般，平時必須累積小額信貸，在發生危機時才容易借的到錢。因此台灣雖然有大量外匯存底，但適度向他國借款是不可或缺的。另外，在台灣低負債的同時，應該要思考零外債可能帶來的隱憂，一個國家於國際間沒有負債的信用紀錄，等到發生危機時，可能在全球金融市場中會不容易貸到資金。

不過，在危機隨時可能爆發並擴大之此時，此將海外債務全數清償的政策措施仍有其「穩定民間投資信心」的重要意涵。然而，台灣的內債問題亦然棘手，為了避免步上日本政府高內債的後塵，於未來施政，另需透過積極開源節流，逐步縮減收支差短，增加強制還本額度，降低舉債成本等方向進行債務瘦身，才是長久穩定民間投資信心。

(二) 維護出口貿易，關注台灣產業類型發展

海島型小型開放經濟體系的台灣，為典型出口導向的國家，國內內需市場規模小，出口佔據台灣相當重要的比重，因此，在歐債危機中，所可能遭致的直接出口歐洲市場量減及間接轉口其他地區的二次出口衝擊，都多少受到舉足輕重之影響。因此如何保障台灣多國籍經營型態的出口企業，維護貿易出口數額，有其必要。

在維護出口貿易上，政府已多有檢視台灣重要產業生存利基，協商金融業提

¹⁴⁹參考網站:中央銀行政府債券資訊

<http://www.cbc.gov.tw/lp.asp?ctNode=690&CtUnit=347&BaseDSD=7&mp=1>

供必要資金貸予與適時政策協助之方案，但出口產業難免會受到國際危機發生後，國際需求減緩而貿易量單減少之困境。政府此時應更密切關注台灣產業類型之發展，極具競爭力之產業，應該有因應危機能力，做到自我防禦；但針對競爭力差的產業，若屬重要，應予大力扶持，給予出口補貼或資金貸予等補助，協助其國際間競爭力之強化；至於對於競爭力差而不屬重要或難以扶持之產業，必要時，應協助其進行產業之「轉型或升級」之工作，使各產業競爭力都得以加強，如此，則台灣的出口貿易必能適當維護。

(三) 提振內需、刺激經濟

面對歐債危機的全球衝擊，全球各個國家都設法增強自身體質，以做好危機發生時之最佳防禦。增強體質的根本方法，不外乎自身經濟實力的加強，除了出口的維護之外，還包括民間需求的增加、企業投資的增強、甚至政府建設的加強及社會福利的提升，因此金融海嘯期間，台灣政府在民間有「消費券」促進消費措施、¹⁵⁰企業有「三挺政策」扶持企業並進而降低失業措施、¹⁵¹國家則有擴大公共建設的「四年 5000 億」措施。

然而，此波歐債危機與金融海嘯期間全球內需不足之情況不同，因主權債違約機率大增，為增加還款能力，多個債務高舉之國家紛紛以減支、消赤等行徑進行財政瘦身計畫。若於全球債臺高築發生之此刻，提倡「提振內需、刺激經濟」的施政方略，似乎與現實脫節。但，其實不然，對於台灣來說，並無嚴重的債務問題，且國際經濟放緩，而經濟重心逐漸為移至東方市場之此時，雖然「提振內需、刺激經濟」措施與因應歐債危機的財政瘦身計畫背道而馳，但「需求創造供給」的刺激需求方案，才是恢復經濟動能，使景氣增長、失業降低，讓台灣於國際競爭舞台間紮實不敗根基的最佳良方。

¹⁵⁰ 為促進消費，台灣政府於 2009 年 1 月 18 日發放所有國民每人 3600 元新台幣之「消費券」。

¹⁵¹ 「三挺政策」為政府挺銀行、銀行挺企業、企業挺人民。

因此，台灣雖然內需市場規模不大，為降低全球景氣動盪之影響，刺激內需有其必要性。未來促進內需帶動成長，將是這一波經濟結構調整時必須努力的方向，以便逐步減少長期過於依賴出口經濟成長動能，降低國內經濟成長受到國際景氣影響的負面衝擊。除了促進投資之外，當前最重要的還是提振消費。由於消費程度與所得有緊密的關聯性，若失業率飆升，或是個人所得長期沒有成長、臨時派遣工作所造成的所得不穩定感等，倘若再伴隨物價上揚，都會使消費不振，而消費不振又會進一步影響國內投資意願。總而言之，全球在面對歐債危機財政減支，使全球經濟走向不景氣趨勢之下，朝向創造就業機會、提高薪資所得等方式提振民間消費、扶持企業發展等增長企業投資，甚至加強國家公共建設等方案，都是可行的擴大國家內需、提升經濟實力的重要作法。

(四) 開放鬆綁、強化兩岸關係

自 2008 年政黨二次輪替後，馬政府走出「大三通新世代」的「開鎖治國」大格局。MOU、ECFA 的陸續研議、協商、簽署與生效，陸客、陸資、陸生的逐漸鬆綁，兩岸金融互設分行的實質交流，及至「海峽號」的到來、¹⁵²「平潭島」五共模式的可能實現，¹⁵³在在看出台灣政府針對兩岸開放鬆綁政策的紮實決心，無論經濟的穩定、政治的和諧，兩岸關係的良性互動的確強化了許多。

然而，兩岸藩籬 60 餘載，文化、背景、風俗、習慣甚至行為模式及思想意識多有所不同，兩岸互動氛圍因此顯得維妙維肖。在全球金融中心及經濟重心的逐漸位移至東方世界的 21 世紀裡，中國大陸由於廣大人口又窮人居多的龐大內需市場，使得經濟發展的脚步非常快速，無論經濟或政治實體，都很可能成為國際現實走向上的一顆明日之星，台灣島上的資源有限，但擁有絕佳的人才本質及

¹⁵² 兩岸第一艘高速客貨兩用船「海峽號」於 2011 年 11 月 30 日上午首航，自福建平潭啟航至台中港，海程 88 海哩。台灣政府另於 2012 年 1 月 30 日獲准通過「福建國企海峽高速客滾航運公司」匯入 1200 萬元赴台成立分公司。

¹⁵³ 目前大陸政府提出而兩岸政府刻正探索的「五共模式」，即兩岸“共同規劃、共同研發、共同管理、共同經營、共同受益”。然而，中共福建省委書記孫春蘭，另提出打造「共同家園」的六共想法。

管理技術，如何強化兩岸關係，更仔細研擬開放鬆綁的細膩政策，才有機會與對岸繼續共創「互惠共榮」、「互利雙贏」的兩岸政經大局面，也才能創造台灣經濟體質的附加價值，使更有強化的體質以抵禦可能發生的歐債危機衝擊。

(五) 增持人民幣及加速貨幣清算

有鑑於歐債主權風暴風波尚未平息，美日兩國債臺高築之隱憂，台灣央行的外匯存底政策確實有其檢討與調整的必要。由於當前美元仍為全球最重要之準備貨幣，全球約有 62% 之外匯存底採用美元，爰美元債券乃成為各國央行之最愛。¹⁵⁴根據台灣央行 2011 年 8 月公布資料，我國持有美債 1,534 億美元，佔據台灣外匯存底之 38.3%，及國民所得 31% 左右。當前美國的經濟表現不佳，未來景氣不明，債臺高築的因應之道可能是今後 10 年美國須緊縮財政支出將更不利於經濟發展，其結果有可能影響至使美債殖利率或金融市場短期利率上漲，或高於票面利率，而造成美債價格下跌，因而使美元計價之資產遭致減損，台灣央行為分散風險及兼顧安全性、流動性、與收益性，宜尋找適當之另類投資管道來逐漸取代美國公債。

自從 2011 年美國主權債信評遭受調降後，以大陸與日本為主之東亞順差國甚至傳出有意逃脫「美元陷阱」換回其本國貨幣的風聲消息。¹⁵⁵此舉將可能造成國內嚴重通膨等負面效應，因此，短期看來不宜遽然實施，然而，長期間則宜逐漸移轉全然依靠美元之措施，以降低西方世界債臺高築所可能帶來的風險。

再來，台灣與大陸貿易金額龐大，未來若有貨幣清算協議，台灣絕對是與大

¹⁵⁴ 至 2011 年底，大陸持有美債高達 11,655 億美元（已逾其外匯存底之 1/3），日本持有 9,124 億美元次之。

¹⁵⁵ 由於在 1997 年亞洲金融風暴後，即有人引用經濟學「一般均衡理論」中「貨幣供需均等曲線」（LM 曲線）之「凱恩斯場合」（Kenesian Case），把以日本為主之各國央行，購買美債後猶如被套入陷阱而不能自拔，讓美國能持續以低利率舉債度日，其情況甚類似被套在「流動性陷阱」內，並將其改稱為套入「美國陷阱」（US Dollar Trap）內。

陸進行人民幣結算的最佳貿易對手，政府方面若加速與大陸完成貨幣清算的談判，台灣民間及政府均可藉由購買此類特別國債，擺脫美國公債陷阱。

由於人民幣的強勢趨勢，將來走入國際，成為國際重要交易計價貨幣，甚至國際貨幣準備的可能性很大。在兩岸關係日趨和平穩定的氛圍下，應盡早與大陸簽定貨幣清算協議，並適當持有人民幣債，以因應國際間可能發生債務問題後歐美強勢貨幣資金流通之不足。

台灣的外匯存底一向以美元部位持有，為避掉這次債信危機的風險擴大，或可在提高黃金在外匯存底的比例，甚至可考慮增持人民幣作為外匯存底之部分內涵。

(六) 強化預警機制、進行壓力測試

歐盟、歐洲央行、國際貨幣基金等國際組織運作多項方法，嘗試解歐洲債信問題而始終無力之下，歐債危機的隱憂可謂一波未平一波又起。全球各國無不相繼提出各種預警機制，希望能做到「提早發現、提早治療」的嚴密預警工作；全球各個國家，甚至各個金融機構更紛紛進行壓力測試，希望能夠徹底瞭解自身經營實力以及對歐債危機擴大發生的防禦能力。台灣政府於此波歐洲債信問題的發生，亦嘗試建構各項預警機制，並進行壓力測試。而目前台灣所進行的壓力測試分別有「金管會」及「央行」所要求進行的兩個版本。

然而，目前台灣官方所進行壓力測試的理論架構稍顯薄弱，仍需改良。此外先前台灣 2010 年 9 月與 2011 年 7 月所做的兩次壓力測試是以過去 9 年中最差的 4 年取平均數進行測試；與美國相較，美國則是以從 1921 年以來最差的一年來進行測試，兩者建立的基準點不一致。另外，台灣「金管會」版本壓力測試的壓力情境，相較於歐美國家顯的較為輕微，因此，所得結果讓 36 家銀行全數過關。

¹⁵⁶建議政府相關單位在因應歐債危機擴大所可能遭致影響的預警措施上，宜先設定稍為嚴格的壓力測試模式，日後增加壓力測試之次數，以彈性捕捉歐債危機起伏，而全球景氣波動的可能衝擊與影響，俾作完整的預前防範措施與準備。另外，亦建議「金管會」及「央行」的兩個版本應分別著重於「總體」宏觀與「個體」微觀兩個不同的方向與層次，分別進行壓力測試。

(七) 其他

經過專家學者的研擬，在因應歐債危機所可能帶來的衝擊影響方面，仍有其他可行的一些建議。

1. 危機入市、反向操作

勤儉經濟不可為，政府應該開放民間做一些風險投資。台灣外匯存底很多，民間的資金也很浮濫，政府或許可以開放風險投資，如此危機入市，反向操作的因應此波債信危機。

在考慮危機入市方面，可藉由入股或參股購買跨國性的國際企業或礦產企業，以及跟臺灣產業命脈比較有相關的企業去佈局。債務方面，此回債務危機期間，中國和日本是最佳的風險投資者，雙雙大量購買美元及美債商品，因為美元、美債仍然是目前最佳保本保值的商品。依照「高風險高報酬」風險投資的概念，此時台灣或許應該效仿中國及日本，擇時大幅加碼投資商品。

另外，台灣是個在世界上相對負債較低的國家，應該嘗試去舉債，然後把這些錢應該要拿去做創造生產力價值的活動，創造更多的附加價值。

2. 加速 ECFA 早收清單之放寬

在全球債務高聳之此時，世界各國股市大幅下滑，國外需求減少，以致以出

¹⁵⁶ 指 2011 年 7 月所做的第兩次壓力測試結果。

口為主的台灣外銷訂單受到影響。目前，由於中國的內需市場相當龐大，大陸「十二五」計畫更是將外銷轉為內需、世界工廠轉型為世界消費市場的重要轉型時刻，其內需市場將更為擴大，能否切入中國市場將是一大關鍵。因此，如果要降低此波全球債臺高築的衝擊，加強與中國的貿易往來是非常重要的。其中，在面對已簽訂生效的 ECFA，加速早收清單之開放有其必要。

3. 資金扶持實體經濟

因應歐債危機之對策，台灣未來應考慮放棄向歐美那樣持續注入資金至金融業的策略；應該將資金轉向支持製造業或服務業等，讓這塊實體經濟復甦起來，如此才能讓經濟發展完善，台灣之 GDP 才能真正的成長，也才有實力抵禦危機的發生。

4. 發展「主權基金」

研擬台灣發展「主權基金」，如此在國際投資上方能夠發揮攻擊性，更主動出擊國際資本市場，為人民創造更大投資獲利。

三、台灣金融業之因應策略及政策建議

在國際市場的連結下，系統性風險已經不只存在在單一國家的金融體系，而成為全球性的問題，在歐債風暴之後，未來國際金融秩序將會開始轉變，我們應以不同以往的觀點，重新審視以往的金融監理思維。

如前一節所得分析結果，由於台灣金融業者於歐洲債權的曝險部位不大，受到的直接衝擊有限，但歐債危機的資金流通性問題，金融業首當其衝受到衝擊，而資金無國界的地球村架構下，金融商品波動、投資標的價值減損等國際金融風險勢必會蔓延至台灣的金融業者。歐債危機對台灣金融產業三大主體的間接衝擊

影響層次，經分析依序為保險業者、銀行業者、及證券業者。而針對此波歐債危機所帶來台灣金融產業的影響，本研究提出下列幾項因應策略及政策建議。

(一) 財務「體檢」、停損「瘦身」

國內金融業部分，自保險業、銀行業、證券業三大主體進行分析，歐債危機的發生，受傷最深的應屬保險業者。由於保險業的資產配置並不健全，帳上有大量被列為備供出售的資產，該價值其實在歐債風暴過後已經受到減損，卻未被記錄；換句話說，當前保險業的權益其實是被高估的，保險業者本身的資本適足率其實已經嚴重不足。然而目前台灣大部分保險業者皆未做自身「體檢」，更不願作「瘦身」的動作，反而把焦點放在處理賣掉舊資產，以高價買進一樣的新資產，意圖去用「拖」的行徑扭轉財務報表，達到窗飾的效果，到頭來只會將問題越顯嚴重。對保險業而言，當務之急應該徹頭徹尾檢視自身的財務體質是否健全，火速處理該被處分的不良資產，做停損出清的動作，並停止繼續擴大財務操作的槓桿，去槓桿化。

不論是保險業者、銀行業者、或是證券業者，所有金融業者，在此波歐洲債信危機前景尚未明朗化之前，應減少國際債權商品的投資，以較保守的行徑進行業內資產的配置。在當前景氣低迷尚未明朗的情勢下，皆應減少投資槓桿，回歸最初自身業務的本質。

(二) 定期揭示曝險、曝險部位控管

在債務債權部分，金融業者應考慮定期揭露曝險部位。曝險部位的定期揭露，係針對部分有疑慮的債權，可以建立定期揭露制度，以緩解市場疑慮。

此外，金融業者應做好曝險部位的控管，對於曝險部位應考量資產整體曝險的程度，以及自有資本和負債特性進行適當的資產配置，並藉由建立資產品質

分類之評估來準確的計算出曝險的真實金額，並特別對其大額曝險訂立定期檢視並控管其風險的規劃。另可藉由各別金融機構的財務指標作為彈性調整投資限額的幅度，如此不失原本經營模式卻仍具有彈性操作的做法，不僅能建立誘因制度，也能夠適切控管風險。並藉由設立專職的系統性風險單位，針對目前全球的金融市場概況，進行研判與預警，並透過各項模擬，有效建構出未來經濟情勢的可能情況，即早做好各項因應措施。

(三) 市場價值揭露、政府適時接管

歐債危機使得台灣金融產業遭致虧損時，若金融業不願承受虧損而以買入持有(Buy-and-hold)的長期模式進行投資，且以「成本法」將投資皆改列長期投資時，則金融業之經營現況無法反應出其真實價值，即便淨值嚴重短缺，也可能產生經營方與市場方資訊不對稱的「虛擬經營」問題。因此，建議政府進行較為嚴密的追蹤機制，要求金融業者應進行實際市場價值揭露(mark-to-market)，若股東權益的價值明顯減少，淨值不佳使自有資本明顯短缺時，應要求如此經營不善的金融業者進行「增資」動作。倘若資本適足率過低，低於某個門檻時，政府更應適時介入進行接管，以防弊日後更大風險及危機的發生。因此，針對體質不健全的金融機構，建議政府該適時介入接管，考慮改成「官營化」。

(四) 訂定風險限額、風險控管機制

台灣金融業者因應這波全球債信之危機應具備完善的風險控管機制，其中應對其風險承擔能力做出評估並應訂定適當的風險限額，而金融業者必須承擔的風險如下：1.市場風險，2.信用風險，3.流動性風險(又分為市場流動性風險及資金調度流動性風險兩大類)，4.系統及事件風險，5.法律風險，6.作業風險，7.模型風險。

其中台灣金融業者為因應此波全球債台高築危機，其風險控管機制對於市場

風險、信用風險、流動性風險、以及系統及事件風險，更應該提高注意，因應其業務規模並對未來營運方向及市場趨勢進行研析，適時的追蹤市場的變化。對於歐洲信評接連被大幅調降而造成歐洲主權債波動劇烈，擴散至市場上造成投資人恐慌而使得流動性風險增加方面，金融業者應該建立衡量及監控流動性部位之管理機制，使得金融業者得以更確切的衡量、監督、並控管流動性風險。

為了做到完善的風險控管機制，金融業者更需要對其風險限額進行控管，其步驟建議可由董事會決定出公司整體的風險管理政策及風險限額後，再將此總限額分配給各業務部門及交易員。流程上，風險管理部門應每日監控所有業務的風險值，當有業務單位的曝險程度超出其風險限額時，風險管理部門應立即發出風控警示通知書，告知該單位已超過可容忍的風險程度，並且按機制採取相關的超限處理措施。

(五) 二層監控機制、審視持有資產

國際間所發行的各項國際商品投資標的，都容易受到國際金融動盪而影響其原有優良的本質。台灣銀行業者所投資國際商品之標的，即便並非歐洲等級較差主權國債之投資標的，在銀行最初投資時可能列屬優良標的，但幾次金融危機後，多少受歐債危機的影響，該些仍持有部位的投資標的就有可能因本質的下降而減損其原有之價值。以債券為例，在國際間各大型金融機構所發行的債券，各項指標目前顯示的是好的，但是投資組合裡面可能也是有較差受到歐債影響的標的。許多國際間的投資多投資在債信良好的公司或機構上，表面上顯示是沒問題的，但問題是這些債信良好的公司其手上所持有的標的不見得也是好的，特別是經過了金融危機以及這次歐債風暴後，某些原本屬優良的標的可能也會轉為較差的標的，因此應設置第二層監控機制來重新監管這些債信良好公司所發行的國際投資商品，仔細研析投資商品之標的內涵，是否具品質佳且防禦性強的本質。

另外，在多項組合型的投資標的裡，各項指標原先顯示是優良投資商品，但

是其投資組合內之成分亦可能包含著較差受到歐債影響的標的內涵。因此，即便目前銀行揭示著其國際間的投資組合商品，皆為債信良好的投資標的，但難保這些債信良好的投資標的包含著風險較高的成分內涵，若歐債危機的發生與影響層面越顯嚴重，則這些原本表面優良的標的可能轉為較差等級的投資標的，使原本價值逐漸縮水，進而減損銀行業者之整體價值。

綜上所言，歐債危機後，金融機構有必要重新審視所持有的所有資產內涵。尤其應該設置第二層監控機制來重新監管這些債信良好的公司其手上持有之標的是否品質一樣。

(六) 追蹤景氣變化、風險預警系統

歐洲債信危機延燒將影響全球景氣之走向，而全球景氣之好壞亦相對的影響著歐債危機的加強或舒緩。因此景氣變化之追蹤，有助於瞭解歐債危機的變化趨勢。另外，景氣之好壞嚴重影響著台灣金融業的生存利基，因此，金融業者宜設立專屬的景氣追蹤小組，延聘經濟學理深、市場敏銳度強的專家學者，於小組內定期討論分析最新時事，徹底掌握時事走向及景氣趨勢，才能做到完備的風險預警(early warning signal)及風險控管。

另外，金融機構應該瞭解自身的風險胃納度(risk appetite)，再由上而下(top-down)經由上層(董事會)訂定出風險限額，決定風險承受的大小，再進一步做好風險配置；另外，銀行內部應了解每種業務所承擔的業務風險，增加業務透明度(transparency)，掌控正確資訊，最好是要建立基層由下至上(bottom-up)的即時(real time)風險預警系統。

金融業的經營，常出現市場急遽變化所造成的重大衝擊，在不可預期之下所可能發生的經營損失將有可能非常之大，金融大海嘯發生後，與次貸連結的CDS、CDO等包裝商品所衍生的槓桿操作，終至不預期泡沫破滅而使金融業者

蒙受極大損失就是明顯例子。因此，建立完備的風險「預警系統」有助於協助金融業者之經營，以防範歐債危機問題逐漸擴大所可能產生之重大衝擊。

(七) 完善金融監理、進行壓力測試

自從 2008 年金融海嘯過後，各國無不強化對金融體系的監管，監督監管機構的強化，金融監理制度的完善設置，都有助於金融業者本業經營的順暢，並防範或減少危機發生所致之衝擊影響。要讓未來台灣金融體系更為穩定、金融環境更為優渥、金融業者經營更能獲利，完備的金融監理實有其必要。

在壓力測試部份，針對部分違約風險大的債務壓力進行測試，進行倒債的情況模擬與測試，評析歐債危機使金融情勢變化所可能對台灣金融體系的衝擊。

1. 壓力測試介紹

壓力測試是確立系統穩定性的一種測試方法，¹⁵⁷在金融風險管理領域裡，壓力測試是指將金融機構或資產組合置於某一特定的極端情境下，如經濟增長驟減、失業率快速上升到極端水平、房地產價格暴跌等異常的市場變化，然後測試該金融機構或資產組合在這些關鍵市場變數突變的壓力下的表現狀況，如股市暴跌、通膨壓力上升、失業率、房價下跌、GDP 成長衰退至某一比率等等，看是否能經受得起這種市場的突變。

壓力測試包括敏感性測試和情境測試等具體方法。敏感性測試指在測量單個重要風險因素或少數幾項關係密切的因素對於假設變動對銀行風險暴露和銀行承受風險能力的影響；情境測試是假設分析多個風險因素同時發生變化以及某些極端不利事件發生對銀行風險暴露和銀行承受風險能力的影響。

¹⁵⁷ 壓力測試是巴塞爾協議 II 中與風險價值模型 VAR(99%, X)對應的概念，即對於置信度 99% 以外突發事件的測試。

銀行的壓力測試通常包括信用風險、市場風險、操作風險、其他風險等方面內容。壓力測試中，商業銀行應考慮不同風險之間的相互作用和共同影響。而台灣之壓力測試目前有兩個版本，分別經由「金管會」和「中央銀行」來進行，至於「金管會」的版本，主要是交由聯徵中心，再委託銀行公會進行委託研究案之方式所進行的壓力測試。以下針對各國壓力測試歷程及其結果，列表於表 4-11(a) 至 4-11(c)分別敘述之。

2.各國壓力測試結果

銀行壓力測試主要是評估銀行在極端風險情境下，銀行所可能遭受的最大損失，以及銀行本身資本所承受能力。上述歐洲銀行的壓力測試情境主要是針對 6 個總體經濟變數，這些變數分別為 GDP、長短期利率、失業率、CPI、美元指數，外加一個主權債務衝擊的情境。而歐洲銀行壓力測試最大的特色在於引入歐洲債權違約，這也是因應歐債風波所引入的變數，而這個變數則是以長短期利差來當作替代變數，而美國銀行的壓力測試的情境則主要是針對 3 個總體經濟變數，分別為 GDP、失業率和房價指數，來判斷出銀行所能承受的最大損失，以及本身資本的承受能力。

台灣的壓力測試則是分為兩種版本，一種是總體壓力測試，另一種則是個體壓力測試。其中總體壓力測試是由中央銀行依據設定之壓力情境，利用銀行現有申報之資料，以總體經濟模型及總體壓力測試模型進行測試，並將銀行間傳染效果及對總體經濟之可能影響納入評估，以瞭解整體金融體系承受衝擊之能力及對總體經濟之影響，央行主要是針對下列幾個重要的經濟變數做分析，如國內外雙利率與匯率波動、總體經濟、失業率、銀行規模和國家資產負債表等。

個體壓力測試則是由銀行依據金管會訂定之壓力情境，運用內部資料與模型進行測試，並將測試結果申報主管機關，以瞭解個別銀行能否承受壓力情境之衝擊，以及是否需採行因應監理措施，此種測試並不考慮銀行間傳染效果及對總體

經濟之可能影響，也就是針對個別銀行做的分析，主要是針對下列幾個重要的經濟變數做分析，如房價指數、利率和景氣 3 項指標作為分析。

表 4-11(a) 美國銀行業壓力測試

測試歷程	共三次，主管機關無統一訂定方法論，第一次於 2009 年，第二次於 2011 年 2 月(未公佈結果)，第三次於 2011 年 11 月，結果將於 2012 年初公佈，故以下以第一次結果為主
資本要求	第一類資本比率 ¹⁵⁸ >6%且核心資本比率 ¹⁵⁹ >4%
測試結果	10 家銀行(共 19 家銀行受測，53%未通過)須增提 746 億美元資本
市場評論	壓力情境夠嚴重，惟受測銀行家數過少，未正視小型銀行之倒閉風險(近期新一輪壓力測試將新增 12 家資產>500 億美元之銀行，故共 31 家銀行受測)
後續發展	測試結果公佈(2009/5/7)後，美國銀行業股價上漲，且由資本市場融資無虞。

表 4-11(b) 歐盟銀行業壓力測試

測試歷程	共兩次，方法論由歐盟統一訂定，第一次於 2010 年，第二次於 2011 年進行，以下以第二次結果為主
資本要求	核心資本比率>5%
測試結果	8 家銀行(共 91 家銀行受測，9%未通過)須增提 25 億歐元資本。相較美國所計算之 RWA 較低，使其資本比率較高，故多數通過測試；惟壓力測試進行期間，各銀行已陸續增資 245 億歐元。
市場評論	壓力情境輕微，對主權危機採較輕微之降評方式，未採用希臘倒閉之情境。
後續發展	歐洲銀行股指數於測試結果公佈(2011/7/15)後，呈現下跌走勢，且跌幅超過歐洲大盤指數，另 3 個月後通過壓力測試之 Dexia 陷入嚴

¹⁵⁸ 第一類資本比率定義為：第一類資本/風險加權資產(RWA)。第一類資本為普通股、永續非累積特別股、預收資本、資本公積(固定資產增值公積除外)、法定盈餘公積、特別盈餘公積、累積盈虧(應扣除營業準備及備抵呆帳提列不足之金額)、少數股權及權益調整之合計數額減商譽及庫藏股。風險性資產是指信用風險加權風險性資產總額，加計市場風險及作業風險應計提之資本乘以十二·五之合計數。

¹⁵⁹ 核心資本比率定義為：核心資本/風險加權資產(RWA)。核心資本又叫一級資本和產權資本，包括普通股，盈餘，優先股，未分配利潤，儲務賬戶。

	重財務危機(第一次壓力測試後，兩家過關之愛爾蘭銀行發生倒閉)。
--	---------------------------------

表 4-11(c) 台灣銀行業壓力測試

測試歷程	共兩次，方法論由金管會統一訂定，第一次於 2010 年，第二次於 2011 年進行，以下以第二次結果為主
資本要求	資本適足比率>8%且第一類資本比率>4%
測試結果	36 家銀行全數過關
市場評論	1. 各銀行自行訂定壓力情境，公信力受質疑。 2. 較嚴重情境之違約率，為過去 9 年中最差 4 個年度之平均數，未能如同美國根據 1921 年以來最差年度為主。 3. 通過標準較歐美寬鬆，美國核心資本比率須>4%，歐盟>5%，而台灣以較寬鬆之第一類資本比率設定為 4%。 4. 壓力情境輕微：美國房價指數於次貸危機後下跌 34%(2011Q1 相較於 2006Q2)，另大陸壓力測試則假設房價下跌 50%，而台灣第一次壓力測試較嚴重情境(因第二次由各銀行自行定訂，在此以第一次作比較)，假設房價下跌 20%，似乎過於輕微，且房貸之貸放成數(LTV, Loan-To-Value)多為 8 成，假設房價下跌 20%並無造成壓力。

央行預定在 2012 年發展總體壓力測試，與金管會之前做過的個體壓力測試不重複，且兩者具有互補功能，總體壓力測試結果可作為政府政策調整之參考，並不會影響到個體壓力測試結果對個別銀行之監理措施。

3.對台灣進行壓力測試之建議

前段所得結果，在壓力測試方面，歐洲的方法論較為完備，不過歐洲所做的壓力測試設定並不夠嚴謹，因此不算成功；而美國的壓力測試邏輯性不比歐洲，但較為嚴謹。因此，台灣應派人學習歐洲的方法論再帶回台灣才有效果，嚴謹度上則應參考美國所做的壓力測試。

目前，台灣的壓力測試理論架構很薄弱，仍需改良，此外先前的台灣 2010 年

9 月與 2011 年 7 月所做的兩次壓力測試是以過去 9 年中最差的 4 年取平均，與美國相較，美國則是以從 1921 年以來最差的一年來做，兩者建立的基準點不一致。

金融業者應進行壓力測試，但必需實在，不能作假。就目前來看，壓力測試確實有其實行的必要，即使理論架構不完備，也可以先執行以恢復市場信心為目標。

4.台灣施行壓力測試應注意之事項

壓力測試能提供預警效果以及呈現較為透明化之資訊給大眾，是一套利人利己的措施，但要發揮其最大的價值必需要做到以下幾點：

(1) 需要政府的帶頭

台灣實行壓力測試的動力需仰賴政府的魄力，也就是政府需要先身體力行做為示範，以銀行來說要先從公股銀行開始做起，透過壓力測試的結果所帶來的利益誘使其他民間銀行自願加入測試行列。會有此誘因的原因在於通過壓力測試的銀行會對自身信用評級有加分效果，而民間銀行想提升自家信譽最好的方法就是同樣加入壓力測試的行列來證明自己的價值。

(2) 條件設定及時間限制應嚴格把關

實行壓力測試的目的就是要檢示各金融體系的內部資產品質是否良好，因此施行過程中需要嚴格把關，除了條件設定要夠嚴謹外，實行時所定的時限也要確實遵守，以免過程中會有通融的情況發生。而一般在條件設定上不應該只設定一組變數，因為只有在比較靜態分析的情況下會發生，至少應設定三組以上的情境變數可靠性才高。

(3) 從業人員誠信的教育

壓力測試應本持「誠信」原則，無論銀行所使用的是多先進的測試方法，若過程中造假、扭曲事實，則測試結果再漂亮也不具有任何意義。特別是在現今的全球金融體系中，國際金融風暴間隔的時間逐漸縮短，執行壓力測試的時間也應該更為密集，因此，從業人員在道德上的教育也顯的格外重要。

(4) 考慮的面向要廣、執行的時間要精準

金融危機大致分為三個層次：全球型、區域型、本土型。實行壓力測試時所考慮的面向應該要更周全，在逆境條件的設定上應同時考慮三種情況：本土經濟惡化、區域經濟惡化以及全球經濟惡化三種，這樣的分析才具有意義，此舉主要是避免測試結果能讓本國銀行度過本土危機，但卻無法在國際風暴中存活下來。因此，執行壓力測試時應該要考慮周全，此外，選擇測試的時間點也非常重要，否則便喪失測試的意義。

四、小結

本節探討台灣在全球債臺高築的債務衝擊下之因應策略，並提供本研究所研擬可供政府相關單位及金融機構參考之政策及營運建議。

首先在針對全球債台高築對台灣之衝擊影響進行分析，發現對台灣的總體影響可自「直接影響」及「間接影響」兩個層面著手；而對於金融業之影響，則可分別對保險業、銀行業、及證券業所受到之衝擊分別敘述。

至於，台灣政府面對全球債臺高築債務衝擊的因應策略及本研究所提供參考之政策建議，及台灣金融業面對全球債臺高築債務衝擊的因應策略及本研究所研擬供金融機構參考之營運建議，本小節列表重點敘述如表 4-12 所示。

表 4-12 台灣之因應策略及政策建議

政府面	(一) 「零外債」穩定民間信心 (二) 維護出口貿易，關注台灣產業類型發展 (三) 確立「黃金十年」競爭產業主軸
-----	--

	(四) 提振內需、刺激經濟 (五) 開放鬆綁、強化兩岸關係 (六) 增持人民幣及加速貨幣清算 (七) 健全金融體制、加強金融監理 (八) 強化預警機制、進行壓力測試 (九) 其他：1.危機入市、反向操作 2.加速 ECFA 早收清單之放寬 3.資金扶持實體經濟 4.發展「主權基金」
金融面	(一) 財務「體檢」、停損「瘦身」 (二) 定期揭示曝險、曝險部位控管 (三) 市場價值揭露、政府適時接管 (四) 訂定風險限額、風險控管機制 (五) 二層監控機制、審視持有資產 (六) 追蹤景氣變化、風險預警系統 (七) 完善金融監理、進行壓力測試

第五章 結論

負債高舉的後金融海嘯時期，多國財源捉襟見肘，財政營運不盡理想，在債務還款期限紛紛逼近之同時，引爆全球多個國家債臺高築之危機，日本舉債過高，拖累日本本國經濟之發展，但由於日本國債多由該國大型機構法人及其居民所持有，直接影響乃其自身的經濟問題為主；美國債信遭致調降，但國際投資客及各國政府對美國的國際地位與債務的償還性仍抱持極大的信心，因此，美國徘徊舉債上限的高額債務只是令國際間擔憂著美國為減輕本國負擔所施予的一些影響國際貨幣動向的貨幣政策罷了；至於另一大經濟體的歐盟國家體系，由於歐債五國(PIIGS)等國驚爆高額負債，且償債能力有限，致使國際間骨牌效應的讓歐債危機在「後金融海嘯」時期迅速蔓延開來，讓全球金融市場才剛脫離金融海嘯陰影就又被捲入全球另一波金融危機之中。希臘國債幾近倒閉的拉鋸風波、義大利、西班牙國債殖利率的大幅走揚、及至愛爾蘭及葡萄牙的相應國債危機，自2010年年初以來，帶給了全球經濟恐慌及金融陰霾的烏雲籠罩，此波債臺高築之危機，仍持續影響著世界經濟及金融動能的穩定發展，全球債臺高築所可能導致之影響層級，此刻更為世界各國家、各相關機構所最關切之重要議題。

台灣是一個小型開放經濟體系的淺碟市場，整體GDP的金額規模相較於已開發國家來得小許多，股匯市受到外資影響的波動幅度相型較大，經濟層面亦容易受國際經濟景氣之波動影響，因此很難置身於當前全球債台高築大環境的衝擊影響之外，也難保下一波債信危機不會嚴重衝擊到台灣。因此，當今關於如何質化與量化台灣面對全球債台高築所可能帶來的種種負面衝擊，為相當受到重視的議題，除了必需擬清危機傳導的渠道，制定適合台灣環境的防範措施外，如何進一步建立優良的預警制度，來降低台灣未來面對他國經濟及金融互動所可能引發的負面衝擊影響，實為政府施政的一大重點。

由於歐債危機的蔓延與加深，國際間三大金融風險指標(CDS、VIX、公債殖

利率)紛紛走揚，顯見以歐元區 PIIGS 為主的國際間多個國家已儼然在債信的評等上產生了下調的債務危機骨牌效應，國際間償債之風險越來越高。PIIGS 各國家瀕臨大筆債務還債日期接連到來或債務即將破產之危機，為融通還債能力，新債還舊債「以債養債」便成為多個債務危機國家所施予的應急對策。由於此些歐洲國家償債能力受到質疑，歐洲主權債務危機因此更持續擴大，標普、惠譽與穆迪等信評機構因而陸續調降歐債五國的國債信評等，使得歐洲國家標售國債的難度逐步升高，公債殖利率也因此節節推升。

從投資信心面來分析，全球債臺高築，各已開發國家及各大相關金融機構之信用評等多有被調降的疑慮，進二年來，三家主要國際信評機構給予已開發國家及各大金融機構的投資信評多以「負面展望」開出，全球投資信心因之潰散。若單就 PIIGS 五國最近信用評等屢遭調降的情況，可來分析歐洲債務危機最新發展情勢，由表 4-2 可知，三大信用評等機構相繼調降 PIIGS 主權信用評等，其中希臘及葡萄牙甚至被各信評機構降至垃圾級主權債務。除此之外，歐洲多家大型金融機構因主權債務的曝顯部位過高，亦先後遭到調降的厄運。

歐債危機爆發至今對世界之衝擊，無論對各國經濟體本身，乃至全球連動的股匯波動、資金流向，甚至牽動歐盟(European union, EU)、歐洲央行(European central bank, ECB)及國際貨幣基金(international monetary fund, IMF)...等國際聯盟機構大張旗鼓的舉行多次會議，集智施策企圖力挽狂瀾，努力救援當前偌大危機，然而，目前希臘等歐洲債信危機國家紛紛面臨著債務還款到期，而舉債過多無法按時償還被迫延展債務，或另行發債「以債養債」的窘境，未來此債臺高築效應是否會擊破歐元區貨幣結構體，甚至成為下一個動盪全球經濟體產生再次衰退隱憂的重大變數，此刻正為世人所正關切著。

在世界主要國家的援歐行徑中，EU、ECB 及 IMF 經過多次會議，先後達成數度聯手為救援歐債國家以期解決歐債危機的救市及救世協議。對於各歐債國家

資金紓困救援是最直接的手段措施。其中先後包括有：EFSF、ESM、及 LTRO 等擴大資金規模的紓困基金機制。

然而，救援紓困金的取得，債信問題國家必須有一定的還款誠意並保證未來有能力償債，因此「財政瘦身」減支及增稅計畫，成為歐元區當局期盼解決歐債危機問題的主要因應政策之一。雖然「財政瘦身」減支及增稅的計畫，有助減緩歐債危機所帶來的衝擊，但相關人士認為，只有儘快實施財政聯盟，始可透過財政移轉支付之功能，以彌平歐元區成員國間之區域差異，才能從根本上化解歐債危機，因此提出聯合財政部的建議。但是，部分贊成成立聯合財政部的人士強調，即便聯合財政部成立，在進行各國財政方案與紀律的要求與規定時，應仍保有一些與各國協議的協調性的彈性式聯合財政部。除了金融海嘯導火線及整個歐元區之結構性問題外，希臘等歐債五國執行財政紀律較差，也是歐債危機的爆發的主因，因此目前監督各歐債問題國家的財政紀律亦為解決歐債危機的首要任務之一。

「財政瘦身」減支及增稅計畫也好，彈性式聯合財政部也罷，市場人士多有憂心削減赤字的撙節措施可能遭致扼殺債信國家經濟成長的後果，而連帶影響至後市全球經濟發展的步伐，甚至落入國際間更大的衰退隱憂。在成長嚴重減緩、失業率持續攀升，而人民和企業正處於數年來最艱困的時刻之時，12 國領袖反其道的提出「反緊縮」的呼聲，認為經濟擴張才是可能的「至本」之道，因此於 2012 年 2 月 22 日上書歐盟，呼籲歐洲國家儘快採取刺激成長的措施，要求解除對服務業、研究領域和能源產業等的多項管制；另外，亦提出加強與中國、俄羅斯和南美洲等新興市場的貿易關係；並考慮與美國簽署自由貿易協定等等。

國際救援方面，歐債問題期間，美國繼兩次的量化寬鬆政策後，為增加美元於市場間的流通性，於 2011 年 9 月 22 日所提出的扭轉操作策略，由於扭轉策略的成敗關乎到事後能否有效改善美國經濟基本面，以減輕還債壓力，因此亦被視

為美國在對應美債及歐債危機的重要執行政策。另在歐債危機未解、全球經濟衰退風險大增的情勢下，中國官方於 2011 年 12 月 10 日批准了中國人民銀行（中國央行）籌設新的外匯投資機構，初始資本規模約達 3,000 億美元，以「華美」及「華歐」兩大基金，進軍歐美市場。中國此舉被市場解讀為將分頭對歐美兩大市場出手救市，以 3,000 億美元投資基金買進歐美資產，協助歐美國度過頭緒難解的債務危機。

歐盟體本身，在貨幣長久結盟之後，認為在缺乏財政的結盟之下，是很難達到貨幣同盟的完美化的，因此嘗試以財政結盟的方式來解決當下歐債問題。然而，Mundell(1961)最佳貨幣區(optimal currency area)的貨幣理想國理念架構下，歷經數十年整合成形的歐元貨幣同盟體系，似乎忽略了最佳貨幣區貨幣理想國理念中「可分可合」的概念，因此在「有合無分」的歐元體系產生貨幣困境之此時，嘗試以財政結盟的方式來解決當下歐債問題似乎也是一條可行之路徑。也就是說當今歐元的單一貨幣政策適用整個歐元區，個別國家無法透過降息、貶值及增加貨幣供給振興經濟。而無統一的財政部，無法發行歐元區公債，亦無法將資金由財政盈餘國家，移至財政赤字國家。因此多國建議，進行協議式的財政結盟，才能較實質有效的解決當下的歐債危機，並舒緩其對全球經濟金融所引致的嚴重衝擊。

當下，歐債危機未解、全球經濟仍處衰退疑慮之中，即便各大國際機構積極伸出援手聯袂救市，短期間也難在烏雲慘罩之此時很快的見著陽光，享受絢麗光芒。因此短期間歐債發展對全球之影響將會經由「歐債危機」之陣痛，先是對首當其衝的歐洲相應國家，帶來勤儉經濟學的「財政緊縮」與「信用緊縮」，進而造成國家財政內需縮水且企業借貸困難而減緩實質投資，實質投資的減緩又出口減少，而國內消費市場亦因此萎縮，而使進口所需亦減緩，最終結果，勢必造成歐洲經濟體的更為衰竭，而反映國家實力的幣值，亦將因為經濟實力的衰竭而走向貶值趨勢。

歐洲國家的經濟衰竭，對於全球經濟而言，主要相對應國家將減少對歐洲市場之出口值，此時亦將間接影響到各出口國的經濟減緩。另自金融面來觀察，各國股市受到歐債危機衝擊，將持續低迷不振一段時期。股市的低迷，加諸出口之減緩，企業終將獲利衰減，勞工薪資將不增反減，甚至走向失業路途，最後必將連帶影響到民眾的消費意願。綜合言之，於短期間歐債危機難解，除了歐洲國家的經濟將持續衰竭之外，其餘世界各國亦將受其連動影響，而終至各國景氣都未能展現理想光景，這也就是為什麼國際各大組織紛紛調降 2012 年全球景氣的主要原因。

對於日本而言，歐債危機對於日本的間接影響，主要在歐元區的大幅貶值，使全球經濟下滑，日本成為世界資金的避險國家，造成日圓強勢大幅升值，對於日本這以出口為主的國家而言，出口業當然嚴重受到影響，且日元的升值可能會導致日本企業信心出現顯著惡化，並拖累日本經濟增長預期下滑。不過日本政府也成立總額 1000 億美元的「應對日圓升值緊急基金」，作為應對措施。

台灣同處於全球地球村內，亦無法置身於短期間國際景氣連動衰竭之外，最少在全球債務衝擊之下的近年內，無論經濟實質面或金融面，都將受到歐債危機尚存的衝擊影響，景氣難能有回春之象。

本研究因此在對於台灣在全球債臺高築的債務衝擊下所遭受之衝擊及其因應策略所進行之探討，首先針對全球債台高築對台灣總體之衝擊影響進行分析，發現對台灣的總體影響可自「直接影響」及「間接影響」兩個層面探討。研究發現，雖然正當國際關注歐債危機會否釀成全球經濟災難之際，台灣於 2011 年第三季還清最後一筆外債，使能持「零外債」的嬌矜雅號，又由於台灣銀行持有跨國國際債權的前十大國家並沒有 PIIGS 的歐債風險國，因此身處歐債危機的直接衝擊可謂極小，惟透過其餘國家或其他管道的間接衝擊在所難免。另對於金融業之影響，本研究分別自保險業、銀行業、及證券業所受到之衝擊進行敘述，結論

得到，歐債危機對台灣金融產業三大主體的衝擊影響程度，依序為保險業者，其次為銀行業者，而證券業者所受影響較為輕微。

最後，本研究研擬出可供政府相關單位及金融機構參考之政策及營運建議。關於政府面，除了「零外債」的民間信心穩定外，本研究另提出：維護出口貿易，關注台灣產業類型發展，確立「黃金十年」競爭產業主軸，提振內需、刺激經濟，開放鬆綁、強化兩岸關係，增持人民幣及加速貨幣清算，健全金融體制、加強金融監理，強化預警機制、進行壓力測試，及其他(包括：危機入市、反向操作、加速 ECFA 早收清單之放寬、資金扶持實體經濟，發展「主權基金」)等方向，供給政府因應歐債問題之施政參考。

在台灣金融產業面，在全球債臺高築之債務衝擊下，本研究所研擬供金融機構參考之因應策略及營運建議則包括有：(一)財務「體檢」、停損「瘦身」，(二)定期揭示曝險、曝險部位控管，(三)市場價值揭露、政府適時接管，(四)訂定風險限額、風險控管機制，(五)二層監控機制、審視持有資產，(六)追蹤景氣變化、風險預警系統，(七)完善金融監理、進行壓力測試等七項金融面政策建議。

參考文獻

一、中文文獻

方文碩、王冠閔與董澍琦，「亞洲金融危機期間股票市場的蔓延效果」，管理評論，第 25 卷、第 2 期，2006 年，頁 61-82。

吳孟道，「QE3 的可能性與對全球金融衝擊之評析」，國家政策研究基金會

林祖嘉，「重建財政紀律≠全面緊縮」，國家政策研究基金會

梁國源，「聯準會的 QE」，台灣銀行家(The Taiwan Banker)，2011 年 3 月號。

梁國源，全球經濟這樣看，天下文化出版，2012 年。

楊紹華，「柏南克獨舞也難『扭轉』成長頹勢」，今周刊，第 771 期，2011 年 9 月 28 日

鄧哲偉，「國債高漲，國家真正危機」，國家政策研究基金會

濃白蒂，「全球政府債台高築，台灣政府不遑多讓」，理財周刊，第 476 期，2009 年 10 月 8 日

譚瑾瑜，「全球經濟失衡下台灣因應對策」，國家政策研究基金會

二、英文文獻

Argyrou, M. G. and Tsoukalas, J. D. (2011), "The Greek Debt Crisis: Likely Causes, Mechanics and Outcomes," *World Economy*, 34(2), 173-191.

Candelon, Bertrand and Palm, Franz C. (2010), "Banking and Debt Crises in Europe: The Dangerous Liaisons?" *De Economist*, 158(1), 81-99

Caporale, G. M. (1992), "Fiscal Solvency in Europe: Budget Deficits and Government Debt under European Monetary Union," *National Institute Economic Review*, 140, 69-69.

Caporale, G.M., Cipollini, A. and Spagnolo, N. (2005), "Testing for Contagion: A Conditional Correlation Analysis," *Journal of Empirical Finance*, 12, 476-489.

- Cha, B. and Oh, S. (2000), "The Relationship between Developed Equity Markets and the Pacific Basin's Emerging Equity Markets," *International Review of Economics and Finance*, vol. 9, no. 4, pp. 299-322.
- Clayton, G. E. (2005), "The Federal Deficit and the National Debt," *Business Economics*, 40(1), 29-39.
- Corden, W. (2010), "The Theory of the Fiscal Stimulus: How Will a Debt-Financed Stimulus Affect the Future? ," *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 26, no. 1, pp. 38-47.
- Dornbusch, R., Park, Y. C. and Claessens, S. (2000), "Contagion: Understanding How It Spreads," *The World Bank Research Observer*, 15(2), 177-197.
- Entov, R. (1960), "Growth of the US National Debt," *Problems of Economic Transition*, 2(12), 48-53.
- Eun, C.S. and Shim, S. (1989), "International Transmission of Stock Market Movements", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24, 241-256.
- Feldstein, Martin and Horioka, Charles (1980), "Domestic Saving and International Capital Flows", *Economic Journal*, 90 (358), 314–329
- Forbes, K. and Rigobon, R. (2002), "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements," *Journal of Finance*, 57, 2223-2261.
- Ghosh, A., Saidi, R. and Johnson, K. H. (1999), "Who Moves the Asia-Pacific Stock Markets—US or Japan? Empirical Evidence Based on the Theory of Cointegration," *The Financial Review*, 34, 159-170.
- Goto, Y. (2008), "Governance of the Management of Public Debt in Japan," *Public Policy Review*, 4(1), 1-36.
- Hamao, Y., Masulis, R.W. and Ng, V. (1990), "Correlations in Price Changes and Volatility across International Stock Markets," *The Review of Financial Studies*, 3, 281-307.
- Hameed, A., Ashraf, H. and Chaudhary, M. (2008), "External Debt and Its Impact on Economic and Business Growth in Pakistan," *International Research Journal of Finance and Economics*, , no. 20, pp. 132-140.
- Huh, H., Jha, R. and Koo, C. (2005), "Debt Sustainability in East Asia after the Financial Crisis," *Journal of the Korean Economy*, vol. 6, no. 2, pp. 195-214.
- Ihori, T. (2004), "Japan's Fiscal Policy: Sustainability of Government Deficits," *Seoul*

- Journal of Economics*, 17(1), 1-23.
- Imrohoroglu, S. and Sudo, N. (2011), "Will a Growth Miracle Reduce Debt in Japan?" *Economic Review (Keizai Kenkyu)*, 62(1), 44-56.
- Islam, M.F. and Hasan, M.S. (2007), "The Macroeconomic Effects of Government Debt on Capital Formation in the United States: An Empirical Investigation," *Manchester School*, 75(5), 598-616.
- Kaminsky, G. and Schmukle, S. (2002), "Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns? ," *World Bank Economic Review*, vol. 16, 2, 171-195.
- Kanas, A. (1998), "Linkages between the US and European Equity Markets: Further Evidence from Cointegration Tests," *Applied Financial Economics*, 8, 607-614.
- Kasa, K. (1992), "Common Stochastic Trends in International Stock Markets", *Journal of Monetary Economics*, 29, 95-124.
- Keen, Michael, Pradhan, Mahmood, Kang, Kenneth and de Mooij, Ruud (2011), "Raising the Consumption Tax in Japan: Why, When, How?" *International Monetary Fund*
- Kiani, Khurshid M. (2009), "Asian Financial Crisis 1997: An Empirical Investigation," *Business Review*, 4(1), 133-42
- Kim, K. and Lee, S. (1990), "The Role of the Korean Government in Technology Import," *New York and London: Greenwood Press, Praeger*.
- Koray, F. (1987), "Government Debt, Economic Activity, and Transmission of Economic Disturbances," *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 19, no. 3, pp. 361-375.
- Kotlikoff, L.J. (2006), "Is the United States Bankrupt?" *Federal Reserve Bank of St.Louis Review*, 88(4), 235-249.
- Kraay, A. and Nehru, V. (2006), "When Is External Debt Sustainable? ," *World Bank Economic Review*, vol. 20, no. 3, pp. 341-365.
- Krishnamurthy, A. (2010), "How Debt Markets Have Malfunctioned in the Crisis," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, no. 1, pp. 3-28.
- Maghyereh, A. (2003), "External Debt and Economic Growth in Jordan: The Threshold Effect," *Economia Internazionale/International Economics*, vol. 56, 3, 337-355.

- Milne, A. K. L. (2011), "Limited Liability Government Debt for the Eurozone," *CESifo Economic Studies*, 57(1), 44-78.
- Morley, S. and Fishlow, A. (1987), "Deficits, Debt and Destabilization: The Perversity of High Interest Rates," *Journal of Development Economics*, vol. 27, 1-2, 227-244.
- Nagayasu, J. (2001), "Currency Crisis and Contagion: Evidence from Exchange Rates and Sectoral Stock Indices of the Philippines and Thailand," *Journal of Asian Economics*, vol. 12, no. 4, pp. 529-546.
- Oldani, C. and Savona, P. (2010), "The Souvlaki Connection: Some Reflections on the Greek Public Debt Crisis," *Review of Economic Conditions in Italy*, (2), 281-293.
- Osinubi, T., Dauda, R. and Olaleru, O. (2010), "Budget Deficits, External Debt and Economic Growth in Nigeria," *Singapore Economic Review*, vol. 55, no. 3, pp. 491-521.
- Presbitero, A. (2006), "The Debt-Growth Nexus: A Dynamic Panel Data Estimation," *Rivista Italiana degli Economisti*, vol. 11, 3, 417-461.
- Reinhart, Carmen M. and Rogoff, Kenneth S. (2009), This Time is Different-Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press.
- Sheng, H. C. and Tu, A. H., 2000, "A Study of Cointegration and Variance Decomposition among Equity Indices before and during the Period of the Asian Financial Crisis," *Journal of Multinational Financial Management*, 10, 345-365.
- Skilling, D. and Zeckhauser, R. J. (2002), "Political Competition and Debt Trajectories in Japan and the OECD," *Japan and the World Economy*, 14(2), 121-135.

三、網站資料

The Economist (經濟學人)，網址：<http://www.economist.com/>

IMF 網站，網址：<http://www.imf.org/external/index.htm>

大紀元新聞網，網址：<http://www.epochtimes.com/b5>

工商 e 報，網址：<http://ctee.com.tw/>

工商時報，網址：

http://tw.money.yahoo.com/news_article/adbf/d_a_111108_3_2v5xj

中央社新聞網，網址：<http://www2.cna.com.tw/>

中央銀行網站，網址：

<http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=38820&ctNode=302&mp=1>

中時新聞資料庫，網址：http://tol.chinatimes.com/CT_NS/ctsearch.aspx

中時電子報，網址：<http://news.chinatimes.com/>

中廣新聞網，網址：<http://www.bcc.com.tw/news/newslist.asp>

中證網(China Securities Journal)，網址：

http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/www.cs.com.cn/hb/09/201112/t20111222_3181013.html

文匯網，網址：<http://www.wenweipo.com/>

今日新聞網 <http://www.nownews.com/>

世界銀行，網址：<http://data.worldbank.org/>

台灣經濟研究院，網址：<http://www.tier.org.tw/>

自由時報，網址：<http://www.libertytimes.com.tw/2008/new/jul/21/today-e4-2.htm>

金管會，網址：<http://www.fsc.gov.tw>

金管會銀行局，網址：<http://www.bankin>

金管會銀行局，網址

http://www.banking.gov.tw/Layout/main_ch/index.aspx?frame=3

金融界，網址：

<http://big5.jrj.com.cn/gate/big5/usstock.jrj.com.cn/2011/09/29003811177954.shtml>

洛桑國際管理學院，網址：<http://www.haixiainfo.com.tw>

美國國債鐘，網址：<http://www.usdebtclock.org>

香港商報，網址：<http://www.hkcd.com.hk/>

時報周刊-文茜語錄

<http://money.chinatimes.com/news/news-content.aspx?id=20110628002307&cid=1206>

財政部新聞稿 <http://www.mof.gov.tw/fp.asp?xItem=64057&ctNode=657>

理財網，網址：<http://www.moneydj.com/>

華視新聞網，網址：<http://news.cts.com.tw/>

新華網，網址

http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/world/2011-12/24/c_122467509.htm

鉅亨網 <http://news.cnyes.com/content/20110916/KDZ79M9BAYKI0.shtml>

鉅亨網，網址：<http://www.cnyes.com/>

維基百科，網址：

<http://zh.wikipedia.org/wiki/Wikipedia:%E9%A6%96%E9%A1%B5>

新浪金融理財網，網址：

<http://finance.sina.com/bg/usstock/sinacn/20110404/1609257776.html>

新浪新聞，網址：<http://news.sina.com.tw/>

新聞大字報，網址：<http://twb.zhreader.com/>

第一財經日報，網址：

<http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/www.cnstock.com/index/gdbb/201109/1545166.htm>

經濟學人全球債務鐘，網址：http://www.economist.com/content/global_debt_clock

臺灣期貨交易所，網址：<http://www.taifex.com.tw/>

臺灣證券交易所，網址：<http://www.twse.com.tw/>

鳳凰網財經，網址：<http://big5.ifeng.com/gate/big5/finance.ifeng.com/>

聯合新聞網，網址：<http://udn.com/NEWS/mainpage.shtml>

聯合新聞網，網址：<http://money.udn.com/>

<http://www.investor.com.tw/onlineNews/NewsContent.asp?articleNo=14201112100019>

附錄一 座談會(一)會議記錄

「全球債臺高築之衝擊與因應」座談會

主辦單位：臺灣競爭力論壇學會

時 間：100 年 8 月 22 日(一)16：00 - 18：00

地 點：台北市中正區杭州南路一段 16 號(101 會議室)
(財團法人國家政策研究基金會)

主持人：聶建中(淡江大學財金系教授、國家政策研究基金會財金組顧問)

與談人：江怡憬(兆豐證券資本市場業務本部副總經理)

林建山(環球經濟研究社社長)

林建甫(台大經濟系教授、國家政策研究基金會財金組召集人)

陳禮穆(凱基證券債券部協理)

陳森(台灣經濟研究院景氣預測中心主任)

程懷毅(G.I.T.「聚」投資團隊創辦人、玉山證券研究員)
(依筆畫)

列席人員：

聶建中(淡江大學財金系教授)

曾玉翔(淡江大學財金系研究生)

王楚元(淡江大學財金系研究生)

陳彥騰(淡江大學財金系研究生)

張家峰(淡江大學財金系研究生)

預定流程：

16：00~16：10 歡迎介紹交流

16：10~16：30 主持人致詞及報告

16：30~17：30 專家學者與談

17：30~18：00 意見交換

聯絡人：曾玉翔(淡江大學財金系研究生)

電話：0911-297975 Fax：(02)26214755

討論題綱：

---全球債臺高築之衝擊與因應

<現況>

一、歐洲債務危機浮出臺面，美國財務危機也接踵而至，而日本也因為 311 地震讓原本就已居高不下的債務更加岌岌可危。請問：

1. 您對目前全球債務現況的看法，債務危機將會如何發展？
2. 當前世界各國舉債程度居高不下，在地球村的架構下，請問各國債務之間會如何互相牽連？
3. 根據央行公布資料，台灣持有的前十大外債包含歐洲數個有爆出債務危機的國家，請問您怎麼看待台灣目前的舉債現況？舉債額度安全嗎？會不會有爆發債務或其他相關危機的隱憂？

<衝擊>

二、台灣是個淺碟市場，又是個金融體系發達的國家，此波債務危機勢必會對台灣產生某種層面的衝擊影響，請問：

1. 依台灣現行體制規範，您認為台灣會如何受到國際債務波及？
2. 外國的債務危機，將會經由何種管道影響台灣？影響何種層面？
3. 會影響那些金融指標變數 ex. 股市、匯市

<因應>

三、

1. 您認為台灣目前的金融規範或法令是否完善？
2. 因如何制定可防範國際債券危機可能對台灣產生金融衝擊的金融法規？

發言人	與談重點
聶建中 教授	1.座談會題綱(詳如附件)。
林建甫 教授	1. 美國本身舉債並沒有太大的問題,提高舉債上限的問題是由於政治因素,並不認為美國的債券有多大的問題。 2. 歐盟被希臘債權風波的問題所影響,也引爆了西班牙、義大利的情況下,甚至拖累了德國或法國,本來因為歐元貶值該變好的經濟環境,並沒有因此好轉反而惡化,這也造成歐洲股市的慘跌,導致歐洲整體金融的問題比美國嚴重,接著歐盟可能會面臨必須切割南歐債信不良的國家,但這恐怕會有段陣痛期,所以下半年經濟恐怕沒有辦法很好。 3. 地球村的架構下世界各國會互相影響,德法因為歐盟受限於南歐的國家,中國因為握有太多的美債,而受到美國的牽制,而台灣也因為外匯存底大部份持有美國公債而受到牽連。 4. 由於人民幣的強勢,可以考慮跟大陸簽定貨幣清算,以因應可能發生的債務問題。
聶建中 教授	1. 歐洲要切割哪些國家可能是個問題,被切出去的國家又該如何生存下去 用人民幣來規避債信危機也是很好的建言。
陳禮穆 協理	1. 美國在短期可藉由債務貨幣化的方式紓緩債務問題,加上其企業的強力競爭力,短期並沒有太大的隱憂,但其長期的財政減縮,造成了其經濟成長不的不確定變數。 2. 歐洲做了貨幣聯盟,但是沒進一步做財政聯盟,導致了歐洲聯合債券的發放困難,因為債券殖利率的問題,德法不願意讓出殖利率的優勢去幫助希臘、愛爾蘭等國家,也因此造成金融業的衝擊。 3. 對於歐洲跟美國而言,其整體的財務槓桿皆開始下降,債

發言人	與談重點
	務已經清掉了不少,要再出現一次大衰退的機會不是很高。
聶建中 教授	1. 東方市場通膨高,新興國家都是如此,利率應該升息來壓通膨,西方市場景氣又萎靡,利率該如何調控是一大問題。
陳淼 主任	1. 美國除了有十足的成長潛力以外,實質面的需求還是存在的,平均下來,美國每增加 0.42 個人口,就增加對一個房子的需求,美國被信評公司降評,並不值得社會大眾憂心。 2. 評論美國經濟時,GDP 並非唯一指標,看實質面數據來說,台灣對美國出口七月出口還成長 22%,GDP 成長會沒有這麼亮眼,是被貿易赤字給吃掉,假使扣掉貿易赤字,美國還是有亮眼的表現。 3. 歐盟由於過多的社會福利,造成入不敷出,造成到九月為止債務高達 3700 億美元,而其於債務情況較差的國家又沒有足夠的收入來因應,造成歐洲金融的危機。 4. 台灣雖然目前接近零外債,但卻不是值得鼓勵的,如同銀行借款一般,平時必須累積小額信貸,在發生危機時才容易借的到錢。因此台灣雖然有大量外匯存底,但適度向他國借款是不可或缺的。
聶建中 教授	1. 台灣零外債是好是壞確實是值得好好省思。
江怡憬 副總	1. 台股的股市跟國外的股市不太一樣,一般來說下跌會一次到位,跟國外股市慢慢下跌不一樣,這是由於國內投資人信心較不足。 2. 債務問題對臺灣股市最攸關的就是上市櫃公司,臺灣

發言人	與談重點
	下半年原有需要增資的 34 家公司中,因為市場的不穩定,跌破承銷價的就有 23 家公司,這讓急需現金增資以因應投資計畫的公司面臨困境,甚至有可能因此失去競爭地位,而一般公司跌破承銷價造成下半年籌不到足夠的資金,導致負債比過高,被銀行抽回銀根。 3. 在這波債市的危機,股市方面值得注意的有,臺灣股市下修本益比的情況,使得許多公司的籌資案無法進行,各公司面臨嚴峻的考驗。
聶建中 教授	1. 上市公司跌破承銷價造成沒有辦法募集資金,確實是可能會影響到後續。
程懷毅 研究員	1. 歐債危機的演化值得擔憂的是西方國家會不會走向日本化,例如股市、房市崩盤、殭屍化銀行、通貨緊縮或者是零利率以及政治僵局和人口老化、高度負債 GDP 比等問題。 2. 這一波的股市下修行情不只是技術下彎,而是配合經濟基本面、實質面的下修,全球走向衰退的危機,這兩三年應謹慎以對。 3. 歐元區在 2013 年可能會出現斷尾求生的情況,也就是南歐債信不良的國家很有可能在 2013 年被踢除,除了市場的統計跟看法認為,也是配合美國的零利率實施到 2013 年,所以 2013 年是歐元區的關鍵年。 4. 臺灣本身包括舉債、資產配置,條件良好,可以說是市場上的績優股 5. 臺灣可以考慮簽訂兩岸貨幣清算,持有人民幣債,或是在提高黃金在外匯存底的比例來避掉這次債信危機的

發言人	與談重點
	風險。 6. 可以考慮危機入市,藉由入股或參股購買跨國性的國際企業或礦產企業,以及跟臺灣產業命脈比較有相關的企業去佈局。
聶建中 教授	1. 西方日本化危機,確實值得好好觀察。
林建山 社長	1. 檢視 2008 年的次貸風暴是因為民間消費、民間債務泡沫以後造成民間消費問題,那麼今年的 2010 年的歐債到美債,其實是政府大量消費所產生的問題。 2. 宏觀而言經濟有兩條腿,一邊是實務經濟,一邊是象徵經濟,而實務經濟看的是消費、投資、貿易,象徵經濟看的是財務金融等指標。由 2008 年的問題來看,是由於象徵經濟的泡沫導致的實務經濟崩潰,而世界各國搶救的對象都是肇事者(政府部門),而很少有在搶救受害者(民間部門),這雖然穩固了金融部門,但實務部門卻是毫無起色,造成了之後經濟衰退的結果。 3. 2008 以前,股市跟債市的價值都約為 60 兆美元,但 2008 年過後由於經濟的動盪,讓世界各國多棄股買債,如今全國股市資金只剩下 44 兆美元,而債市資金則相反的增加到 100 多兆美元,這麼龐大的金額也是為何當歐美債市發生問題時,影響如此巨之大。另外一點是由股市基金發展出的衍生性商品沒有債市那麼多元,全球金融商品存量 800 兆美元中,絕大部分的衍生性金融商品都建立在債市上,因此債市發生危機,影響的除了是投資人信心,更是影響到 100 兆美元背後以債建立的衍生性金融商品。 4. 金融海嘯過後諸多國家都認為應採用節儉經濟學,因此回到農業社會的思想,在市場上禁止放空各項商品的結果,造成了財政緊縮,這個結果也導致接下來的金融市場緊縮。 5. 台灣外債僅有中東 40 幾億美元,而在各家歡喜台灣低負債的同時,應該要思考零外債可能帶來的隱憂。一個國家沒有負債的信用紀錄,等到發生危機時,可能會不

發言人	與談重點
	容易貸到資金。 6. 美國的後市應不會有太大的問題,觀察美債殖利率原本為 2.88%,被標準普爾降低信評後反降至 2%,可見美債仍為各國資金之避風港。但歐債大多市場的殖利率就飆至 8~9%,可間歐美債情之差異。 7. 在這次債務危機期間,中國和日本是最佳的風險投資者,雙雙大量購買美元、美債,因為美元、美債仍然是目前最佳保本保值的商品,依照風險投資的概念,此時應當是大幅加碼的時機,台灣應該勇敢效仿中國、日本。 8. 台灣未來之因應對策應考慮放棄向歐美那樣持續砸入資金到金融業的策略,而應該要設法使製造業、服務業復甦起來,只有將這塊實務經濟發展完善,台灣之 GDP 才能真正的成長。 9. 台灣是個在世界上來說是個負債很低的國家,我們應該要嘗試去舉債,然後把這些錢應該要拿去做創造生產力價值的活動,創造更多的附加價值,但絕對要避免拿來做社會福利之類的移轉性支出。 10. 勤儉經濟不可為,政府應該開放民間做一些風險投資,台灣外匯存底很多,民間的資金也很浮濫,政府或許可以開放風險投資,如此危機入市,反向的因應債信危機。
聶建中 教授	1. 國際債務情況下也許可以反向思索,或許這是個好的進場時機。
林建甫 教授	1. 在全球債務高聳同時,世界各國股市大幅下滑,國外需求減少,以致以出口為主的台灣外銷上受到影響,如果要降低此波國際債務的衝擊,與中國速簽 ECFA 是非常重要的,因為中國的內需市場在擴大,能否切入中國市場將是一大關鍵。 2. 由於外資資金在台灣股市佔有 30%,一旦國際發生動盪,則台灣股市便容易成為外資的提款機,大量撤走資金的結果就是台股市值大幅下降,而此時政府不應立即介入護盤,因為政府基金在此時護盤將買在高點,換個角度即是給外資以高價賣給政府基金,消耗相當大的成本。而應該要護盤的時機是在台股過度超跌而可能導致一連串的股牌效應,有可能使台灣產業造成重大損害的時候。

發言人	與談重點
	3. 台灣應發展主權基金，如此在國際投資上才會有攻擊性 4. 在 ECFA 的簽訂上,應考慮外匯這一塊與中國協訂外匯交換(SWAP),這將可以幫助台灣渡過金融難關。而央行也應該要開放匯率型的商品,這樣在國際投資上才有多元性,也可以靈活運用台灣大量的外匯存底。這些細節可以在江陳會上協商。
聶建中 教授	1. 台灣發展主權基金這一塊,確實可以邀請專家學者來好好討論。
陳禮穆 協理	1. 在報告所提及的房地產的部分,我國的土地法的內容即對國外炒作有所設防,所以未來若能加強投審會進行實質審查或設立其他配套措施,將會對此問題有所幫助。 2. 兩岸的法律越相近就對兩岸法令接軌越有利。 3. 在雙邊發生糾紛時欲進行法律途徑的關鍵在於,台灣的法令是否可以在中國有效執行。 4. 國內投信一直積極想投資中國,開放此部分有利台灣；未來雙邊投資在 QFII 制度下,基金投資中國部位有機會從 10%限額拉高,預計資金外移的影響仍然有限,不過該項業務的重點將會在外匯是否能夠順利匯出。
聶建中 教授	1. 外匯管制方面的拿捏的確非常微妙,政府到底該讓外匯放手到什麼階段,考驗台灣人的智慧。

附錄二 座談會(二)會議記錄

「歐洲危機何時終了」座談會

主辦單位：淡江大學歐洲研究所、財務金融系

時 間：100 年 12 月 5 日(一)10：00 - 12：00

地 點：淡江大學商館 B302A 室

主持人：郭秋慶(淡江大學歐洲所所長)

主講人：卓忠宏(淡江大學歐洲所副教授)

余瑞明(華南銀行總行徵信產經研究部高級資深專員)

郭秋慶(淡大歐洲所教授兼任所長)

黃得豐(國家政策研究基金會財金組顧問)

列席人員：林欽明(淡江大學亞洲所助理教授)

張福昌(淡江大學歐洲所副教授)

寇大偉(淡江大學歐洲所副教授及專業技術人員)

聶建中(淡江大學財金系教授)

預定流程：

10：10~10：20 主持人致詞

10：20~10：40 從政治角度看歐債（希臘）危機！（卓忠宏）

10：40~11：00 論德國與法國拯救歐元與中國謹慎的反應(郭秋慶)

11：00~11：20 從 EFSF 的角度論歐債危機(余瑞明)

11：20~11：40 財政整合才能根本解決歐債危機(黃得豐)

11：40~12：00 意見交換

發言人	與談重點
卓忠宏 教授	1. 歐盟制度的設計本身存在其缺陷：歐洲中央銀行掌管統一貨幣政策，但無法適合各成員國的需要，各成員國只有借助各自的財政政策來調節經濟。 2. 各會員國內部政治和社會結構存在衝突，由於南歐國家政黨與公會特殊的共生結構，政黨實行緊縮方案時會與工會發生衝突，因此普遍的表現上北歐國家會比南歐國家來得好。 3. 歐洲的政治發生骨牌效應，歐洲各國的領導人接連下台(愛爾蘭前總理亞恩於3月9日下台、葡萄牙社會黨總理蘇格拉底辭職、希臘國會通過不信任案，社會黨總理巴本德里歐辭職、義大利總理貝魯斯柯尼下台等等)，再加上新人上台不一定會有新氣象，政治輪替並不能解決經濟問題。 4. 欲解決債務危機，歐盟必須要政治的手段強勢介入，現今發展出一種多邊救援機制，Economist 雜誌就歐洲債務危機提出幾個解決方案： 將歐元區國家分類：對無力償還國家，須透過債務重整機制；就資金流動不足國家，給予完全資金需求。監管歐洲銀行。 將金融援助重點轉至經濟成長。 制訂一個新財經政策，避免危機惡化。 5. 對於歐盟的運作，可分別以經濟、社會及政治三種邏輯來看待： (1) 就經濟邏輯言：規模(市場)越大，越有整合效益，歐盟會員國已整合出關稅、非關稅權及貨幣權(單一貨幣)，歐債危機顯示，下一步則是要各會員國交出財政權(共同財政)。 (2) 就社會邏輯言：歐盟各國各彈各調，內部差異性不

發言人	與談重點
	斷加大。 (3) 就政治邏輯言：須在政策「深化」與會員國「廣化」之間調和。須依賴一部憲法，把「中央/歐盟」與「地方會員國」的關係更合理明確的釐定。 6. 未來歐盟的出路朝向政治整合的可能性大： (1) 往經濟邏輯靠攏：歐元區的經濟進一步統整，除貨幣自主權外，各國交出財政自主權。 (2) 社會邏輯走向：一種是有問題的國家退出歐元區，成立一個較小，結構近似的歐元區。
郭秋慶 教授	1. 貨幣同盟的框架尚未完善，且現在貨幣同盟而已缺乏財政同盟。希臘債務危機引發歐債危機，將拖累全球經濟復甦。政府開支大，稅收不健全，國家財政緊縮，經濟成長沒如預期。 2. 歐債危機下主事者異位：獨立的歐洲央行(ECB)，具主導性，採貨幣寬鬆政策，運用利率政策；追求共同利益的執委會，具專業能力，但沒捍衛條約積極提出改革。德國跳出來為國家利益提出救援，其他會員國的觀感問題。 3. 歐元區高峰會最後達成一籃子措施，減記希臘債務50%、擴大歐洲金融穩定基金到一兆歐元，2012年底將財政平衡列入各國法律。各國向歐盟提出年度預算，以監督財政。 4. EFSF 向海外籌資的問題，中國等新興國家、中東產油國、日本和私營投資基金。G20 流露希望中國購買，法國電胡錦濤獲得表示願意，傳出可能要一千億的投資，但是有附帶條件，像是解除武器禁運和承認中國市場經濟地位，不過最後沒有成功，因為中國謹慎。 5. 中國在海外分散投資，增加私有化，開放醫療、交通

發言人	與談重點
	和銀行系統等。中國投資希臘海港、愛爾蘭、西班牙和葡萄牙等。美國作為歐盟最重要的經濟夥伴，力不從心，自己有嚴重的財政問題。 6. 改善歐元同盟的建議，執委會提出統一的歐元債券，在 EU 內設信評的管理機構、法國提出核心歐元區、德國提出財政與政治整合。
余瑞明 研究部資深專員	1. EFSF 成立於 2010 年 6 月 7 日，為一家設籍登基於盧森堡市的股份公司，存續期間為三年，股東是由歐元區的各會員國分別指派一名代表，成立目的是為了替歐元區財務出現狀況的會員國提供紓困方案。 2. 歐洲各國對 EFSF 的出資比例是根據各會員國對歐洲央行的出資比例而定的，而這出資的比例是依據各會員國的人口數與國內生產的多寡。 3. 各國所提供的擔保事實上只是對 EFSF 發行的債券提供保證，而非實際撥付紓困款項。 4. 未來 EFSF 考慮使用「財務槓桿化」使 EFSF 實力從 4400 億歐元增強至一兆歐元以上。 5. 財務槓桿化是由各會員國對 EFSF 所提出的保證金轉化為發債之後的一種履約保險，而且是一種帶有投資者自負額式的保險。 6. 2011 年 11 月 26 日推出危機綜合解決方案，但該方案並非制度性與永久性的解決方案，也沒有涉及歐元區財政與貨幣統合之問題。
黃得豐 顧問	1. 1999 年初歐元區整合時，其會員國必須遵守馬斯垂克條約與「穩定成長協定」之規定，並符合 5 項財金整合「一致性標準」，即通膨率不得超過最低 3 國之 1.5%，利率不得超過最低國之 2%，匯率上下波幅在 2.25% 至少 2 年、赤字不得超過 GDP 之 3%、政府負債不得超過 GDP 之 60%，始可加入。當時只有希臘

發言人	與談重點
	未符合規定而喪失參加資格，後來透過手段還是准予加入，然而其政府開支浮濫，情形每況愈下，最終爆發債務危機，爾後更引發所謂「歐豬五國」程度不同之歐務危機，並一再衝擊歐元區與全球金融市場之動盪。 2. 歐債危機的爆發除了金融海嘯導火線外，尚因希臘等歐豬五國執行財政紀律較差，及整個歐元區之結構性問題，尤其是缺乏財政聯盟之貨幣聯盟，太冒險而不能持久。亦即歐債危機除已浮現歐元區缺乏經濟治理之結構性問題外，也因經濟體質良莠不齊結合在一起，而存有各種雙重背離的問題。2009 年因金融海嘯引爆危機後，法國主辦峰會時亦提出 EU 應速建立經濟治理，且法國總統薩科吉總統在 2011 年 12 月初，又再度強調經濟治理之財政聯盟的迫切性。 3. 希臘之發債成本已快速飆高，1 年期公債殖利率一度高達 117%，一般認為殖利率若超過 8% 以上，就有可能會債務重整或違約，因此若從技術上來分析希臘 1 年期公債殖利率超過 100% 已意味破產了，只因希臘為歐元區之成員國，而得已逃過硬違約與破產。因此市場上購買希臘之 CDS 亦一再飆高，原用以提供領先指標之金融工具，後來卻變質為引燃證券訊息之炒作工具，希臘之 CDS 從 2010 年 1 月的 396bps 拉高至 2011 年下半年超過 5000bps 左右，顯示市場早已對希臘債信失去信心。為了整救希臘問題，歐元區推動經濟治理大改革之三個核心行動(對希臘提供新援助、擴大 EFSF 之規模與功能、支撐受歐債危機影響之銀行)，但英國每日郵報抨擊解決歐債危機最根本的辦法還是財政同盟，且為了避免希臘硬違約，仍須儘快進行軟重整。

發言人	與談重點
	4. 三個核心行動為目前 EU 解決短期直接危機之治標問題，而經濟治理乃屬於長期結構性改革之治本問題。 5. ECB 總裁特里謝於 2011 年 6 月 2 日在德國演講時曾呼籲「在單一央行之外，再設單一財政部」並應賦予 EU 有權干預會員國之預算案。換言之，只有儘快實施財政聯盟，始可透過財政移轉支付之功能，以彌平歐元區成員國間之區域差異，才能從根本上化解歐債危機。

附錄三 座談會(三)會議記錄

「全球債臺高築之衝擊與因應」座談會

主辦單位：臺灣競爭力論壇學會

時間：100 年 12 月 7 日(三) 13：30 - 15：10

地點：台北市中正區杭州南路一段 16 號(601 會議室)
(財團法人國家政策研究基金會)

主持人：聶建中(淡江大學財金系教授、國家政策研究基金會財金組顧問)

與談人：沈中華(台灣大學財金系教授)

林景春(前國寶人壽總經理、前台灣壽保投信總經理)

陳素甜(台灣金控副總經理兼發言人)

劉宏基(華南金控副總經理兼風險管理處處長)

謝劍平(中華投資公司董事長)

(依姓氏筆畫排序)

列席人員：

聶建中(淡江大學財金系教授)

曾玉翔(淡江大學財金系研究生)

王楚元(淡江大學財金系研究生)

陳彥騰(淡江大學財金系研究生)

張家峰(淡江大學財金系研究生)

預定流程：

13：30~13：40 歡迎介紹交流

13：40~14：00 主持人致詞及報告

14：00~15：00 專家學者與談

15：10~15：10 意見交換

聯絡人：曾玉翔(淡江大學財金系研究生)

電話：0911-297975 Fax：(02)26214755

討論題綱：

---全球債臺高築對台灣金融業之衝擊與因應

一、面對全球債臺高築問題，我國金融業可能會受到何種衝擊？

請究下面三個層面來分析。

- 1.壽險業
- 2.銀行業
- 3.證券業

二、我國金融應有何因應之道？

請究下面三個層面來分析。

- 1.壽險業
- 2.銀行業
- 3.證券業

三、我國金融機構是否有必要為此建置危機分析，危機控管機制？

請究下面三個層面來分析。

- 1.壽險業
- 2.銀行業
- 3.證券業

四、市場上對於金融業體系的穩健性常使用壓力測試來檢示，但再細分證券、銀行、壽險業，其所面臨的風險可能各有不同，若要制訂一體適用的情境標準，則可能會喪失其意義。試問：

1.銀行、證券、壽險三大行業若要實行壓力測試，各需要何種情境指標？

(Ex.如現行多使用失業率、GDP 成長...etc)

2.壓力測試完成後，未通過測試的機構需要做什麼事後補救行動？

發言人	與談重點
聶建中 教授	1.座談會題綱(詳如附件)。
沈中華 教授	1. 歐債風暴過後，檢視金融機構時除了考慮標的物金融資產的直接風險之外，還須留意 counterparty risk(交易對手風險)，即合約對手不履行合約責任的風險。舉例來說，投資人持有雷曼的債券，但擔心其部位會受到雷曼衝擊而減損，投資人會另外找一金融機構公司對其債券做 CDS，使其在雷曼倒閉時仍然能受到理賠，此時對這做承保的金融公司而言，雷曼倒閉變為該承保公司的交易對手風險。換言之，即使金融機構其手上資產沒有直接風險，但資產仍有可能受到其他相關機構的倒閉而承受損失。 2. 國際間銀行發行的債券，各項指標目前顯示的是好的，但是投資組合裡面可能也是有較差受到歐債影響的標的。目前顯示的國際間投資在債信良好的公司表面上是沒問題的，但問題是這些債信良好的公司其手上所持有的標的不見得也是好的，特別是經過了金融危機以及這次歐債風暴後，某些原本屬優良的標的可能也會轉為較差的標的，因此應設置第二層監控機制來重新監管這些債信良好的公司其手上持有之標的是否品質一樣。因此歐債風暴後金融機構應重新審視持有的資產。
陳素甜 副總經理	1. 壽險業：受衝擊的程度，以<u>壽險業最大</u>。由於歐債問題，全球走低利政策，壽險業者「利差損」加大；另外，壽險業資產裡有一大部分都是金融資產，不外乎就是股票跟債券且需 Mark to Market，投資組合都 buy and hold，然後又是國際投資，95%都放在 available for sale，損失時放在權益的減項，又因為壽險業商品較無法靈活操作，且較無停損概念，所以風險最大。 2. 銀行業：國際化相對不大，直接曝險部位小，<u>無立即衝擊</u>。但全球皆採取低利率政策，銀行業的存放業務受影響，往來客戶減少，金融服務減緩。 3. 證券業：台灣證券業只作 local business，<u>受衝擊較小</u>。

發言人	與談重點
	但全球經濟差，P/E 下降，集資籌資能力變差，證券業業務量減少。證券商風險要看自營部門大不大，投資標操作是否靈活，及是否較有停損概念。
林景春 總經理	1. 目前金融機構應靈活彈性策略，該停損就停損，回歸基本面，體質不好的金融機構應官營化，適時由政府接管。 2. 壽險業的權益小，所以 RBC 很弱，現在應停損殺出，就不會放在資產負債表了，停損時就會放在損益表。現在保險業都意圖去扭轉報表，都在”拖”，舊資產賣掉，用高價買進一樣的資產，都是為了自有資本在處理，越弄越糟。 3. 現在不論是產險、壽險、銀行或證券，都應少做 trading，政府要減赤、去槓桿瘦身降低風險，不是從 cyclical 去減赤，而是從 structural 上去減赤，如退休年齡拉高，以不影響經濟成長為主，不是課 income tax 而是 wealth tax。 4. 壽險業應改變經營的理念，不要以衝業績為主要目標，也要考量到安全性風險的控管，評估最佳的風險承擔能力。監督機構對於壽險業的監督要最為嚴格，政府除了配合外也要給予幫助，也要有早期預警機制。
劉宏基 副總經理	1. 至於銀行業，金融機構應該瞭解風險胃納度(risk appetite)，再由上而下(top-down)經由上層(董事會)訂定出風險限額，決定風險承受的大小，再進一步做好風險配置；另外，銀行內部應了解每種業務所承擔的業務風險，增加業務透明度(transparency)，掌控正確資訊，最好是要建立基層由下至上(bottom-up)的即時(real time)風險預警系統(early warning signal)。 2. 由 $\dot{b} = (g - t) + b(r - y)$ (即政府負債佔 GDP 比値之變動量公式)來作分析：經濟成長率要大於公債利息，否則負債會一直上升，所以現在歐洲國家公債利率都飆高，使得負債一直上升；另外，政府支出大於稅收，負債一路上升，因此，要求減支。 3. 壓力測試方面，歐洲的方法論較為完備，不過歐洲所做的壓力測試設定並不夠嚴謹，因此不算成功；而美

發言人	與談重點
	國的壓力測試邏輯性不比歐洲，但較為嚴謹。因此，台灣應派人學習歐洲的方法論再帶回台灣才有效果，嚴謹度上則應參考美國所做的壓力測試。 4. 目前，台灣的壓力測試理論架構很薄弱，仍需改良，此外先前的台灣 2010 年 9 月與 2011 年 7 月所做的兩次壓力測試是以過去 9 年中最差的 4 年取平均，與美國相較，美國則是以從 1921 年以來最差的一年來做，兩者建立的基準點不一致。 5. 金融業者應進行壓力測試，但必需實在，不能作假。就目前來看，壓力測試確實有其實行的必要，即使理論架構不完備，也可以先做以恢復市場信心為目標。 6. 目前台灣欲進行的壓力測試有「金管會」及「央行」兩個版本。

附錄四 個別專家訪談記錄

時 間：100 年 12 月 13 日(二)12：30 - 14：00

地 點：台北市中正區杭州南路一段 16 號(5F 會議室)

(財團法人國家政策研究基金會)

發言人	與談重點
國立政治大學金融系殷乃平 教授	1. 1954 年羅馬條約至今歐盟將走向財政或政治的統一，或是紛紛瓦解，英國和其他成員國不知是否因此退出歐元區，目前歐盟各國紛紛走上街頭發起抗爭活動。 2. 金融業持續採取金融緊縮措施，銀行的信用緊縮，義大利和法國的銀行借不到錢，改借黃金作為抵押品去借美元。 3. 現在財政信用皆緊縮，導致經濟衰退，歐美皆如此。 4. 選民要求福利，社會福利的衝突與民主政治槓上，福利使得財政惡化。 5. 台灣是以出口為導向的國家，對外貿易的比重大，現狀是刺激內需無用，無法彌補對外貿易的缺口。 6. 中國的訂單可使台灣走出金融風暴，東協 10+3 就佔了 65%。 7. 台灣在技術研發上落後韓國，日本最大的 D-ram 廠要關閉，看能不能引進台灣。
花旗銀行首席經濟學家鄭貞茂	1. 高峰會議並無降低融資成本，歐債信評危機尚未結束。財政聯盟可能只是為了要取得 ECB 的錢。 2. 美債現在持續負向，金磚四國也都有問題，明年產油國可能會減產。 3. 台灣對內應多帶動投資，對外應要有好標的的投資。 4. 國際上具有國際領導品牌者的企業受到的衝擊性較小，因此台灣的重點應鎖定在為技術升級，方能打持久戰。 5. 台灣當前應憑央行還有大量的外匯存款，擴大內需。