

歐洲主權債務危機

元大證券

吳崇貴 協理





歐債危機比雷曼風暴嚴重12倍


雷曼兄弟
6,390 億美元



歐洲聯盟(EU)



歐盟的銘言：“多元一體”

歐洲日：每年的5月9日

歐盟的統一貨幣：歐元 (euro)



歐盟的盟歌：貝多芬第九交響曲中的《歡樂頌》。

地位與宗旨

歐盟是目前最強大的地區性國際組織。成員國已將部分國家主權交給組織（主要是經濟方面，如貨幣、金融政策、內部市場、外貿），令歐盟越來越像聯邦制國家。雖然歐盟還不是真正的國家，歐盟本身也無權行使各成員國的主權，但里斯本條約第一條第八項（款）允許歐盟簽訂歐洲人權公約成為歐洲委員會的成員國。

其宗旨為促進和平，追求公民富裕生活，實現社會經濟可持續發展，確保基本價值觀，加強國際合作。

歐洲聯盟(EU)

- 是根據1992年簽署的《歐洲聯盟條約》也稱《馬斯垂克條約》所建立的國際組織，現擁有27個會員國
- 政治上所有成員國均為民主制的國家
- 經濟上為世界第一大經濟實體
(其中法國、義大利、英國、德國為八大工業國成員)
- 軍事上絕大多數歐盟成員國為北大西洋公約成員

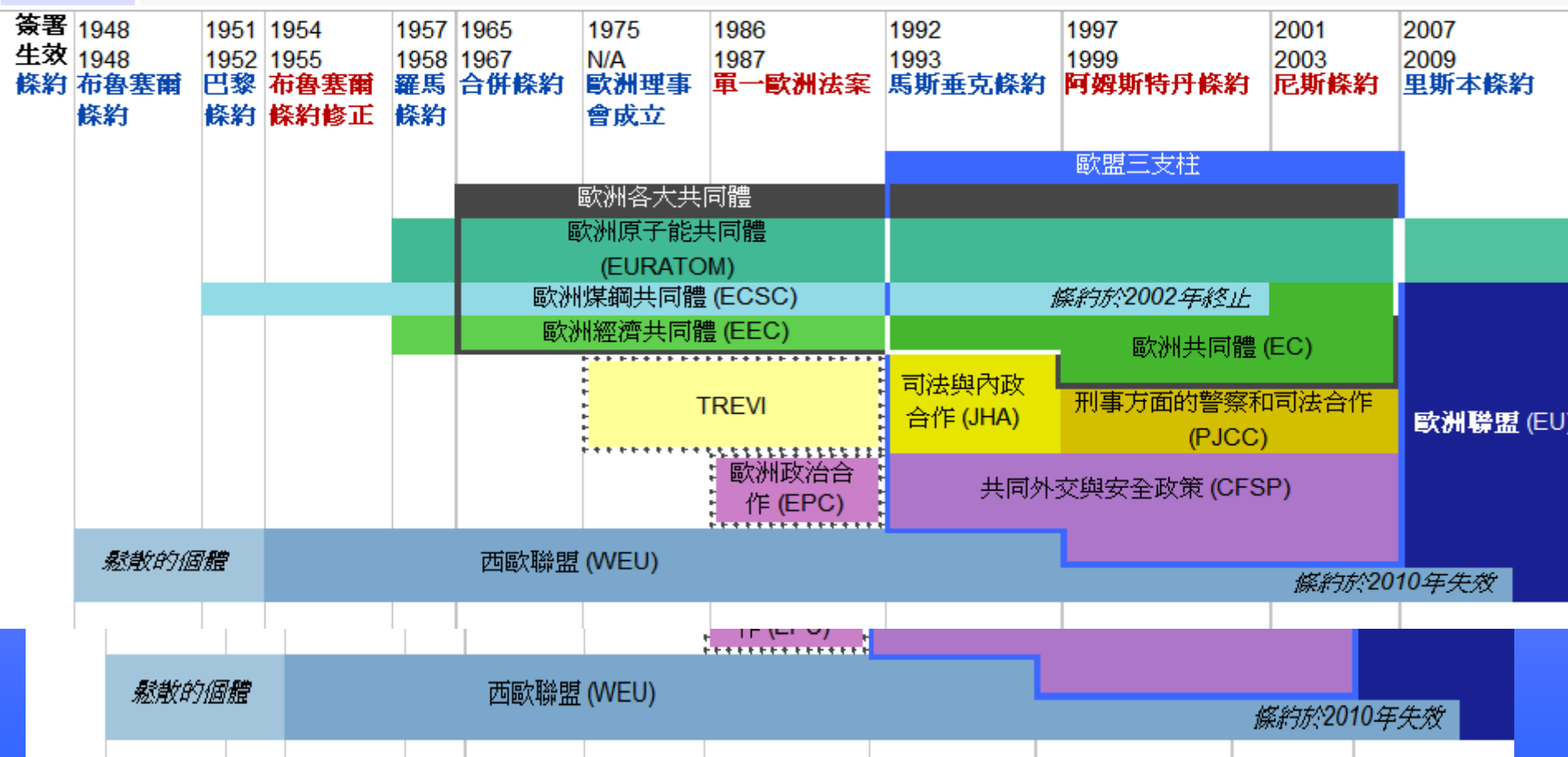
歐盟是世界上最有力的國際組織

- ◆在貿易、農業、金融等方面趨近於一個統一的聯邦國家
- ◆在內政、國防、外交等其他方面則類似一個獨立國家所組成的同盟。
- ◆歐盟的政治體制因與世界其他大規模的國際組織不同，應把它視作一邦聯。

歐盟成員國及條約

成員國	 奧地利	 比利時	 保加利亞	 賽普勒斯	 捷克	 丹麥	 愛沙尼亞	 芬蘭	 法國	 德國	 希臘
	 匈牙利	 義大利	 愛爾蘭	 拉脫維亞	 立陶宛	 盧森堡	 馬爾他	 荷蘭	 波蘭	 葡萄牙	 羅馬尼亞
	 斯洛伐克	 斯洛維尼亞	 西班牙	 瑞典	 英國						

獲承認 候選國	 克羅埃西亞	 馬其頓	 土耳其								
------------	---	---	---	--	--	--	--	--	--	--	--



成員國

- 目前，歐盟有27個成員國。

1.1950年創始國

-  法國
-  義大利
-  荷蘭
-  比利時
-  盧森堡
-  西德(現已合併為德國)

2.1973年

-  愛爾蘭
-  丹麥
-  英國

3.1981年

-  希臘

4.1986年

-  葡萄牙
-  西班牙

5.1995年

-  奧地利
-  芬蘭
-  瑞典

6.2004年

-  波蘭
-  拉脫維亞
-  立陶宛
-  愛沙尼亞
-  匈牙利
-  捷克
-  斯洛伐克
-  斯洛維尼亞
-  馬爾他
-  賽普勒斯

7.2007年

-  保加利亞
-  羅馬尼亞

歐盟的歷史

- 1952年:建立的歐洲煤鋼共同體，當時只有六個成員國
- 1958年:又成立了歐洲經濟共同體和歐洲原子能共同體
- 1967年:統合在歐洲共同體之下
- 1993年:又統合在歐洲聯盟之下，歐盟已經漸漸地從貿易實體轉變成經濟和政治聯盟
- 1971年至2007年:期間進行了六次擴大，成員國從6個增至27個。

起初推動歐盟建立的動機，是渴望重建二戰後損失慘重的歐洲，以及擔憂歐洲會再度陷入戰爭泥潭。

歐盟共由三大支柱

- 歐洲共同體:

其中包括關稅同盟、單一市場、共同 農業政策、共同漁業政策、單一貨幣、申根條約等諸多部分

- 共同外交與安全政策：

- 刑事事件之警政與司法合作:

◆ 歐盟的主要機構有歐洲理事會、歐盟理事會、歐盟委員會、歐洲議會、歐洲法院、歐洲中央銀行等。此外，歐洲原子能共同體也在歐洲共同體的管轄範圍之內，但在法律上是獨立於歐盟的國際組織。

成員國
候選國

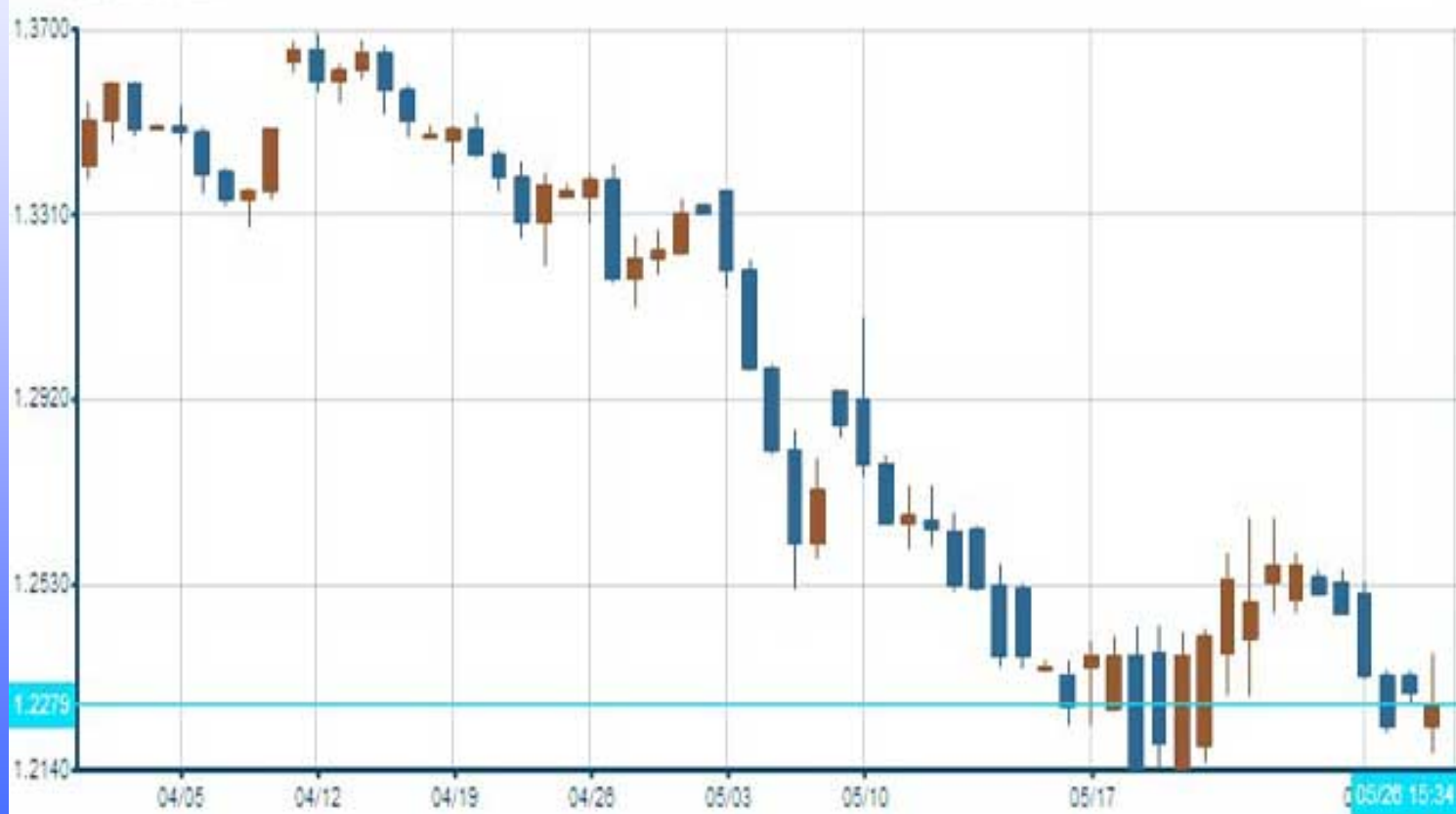
海外地區



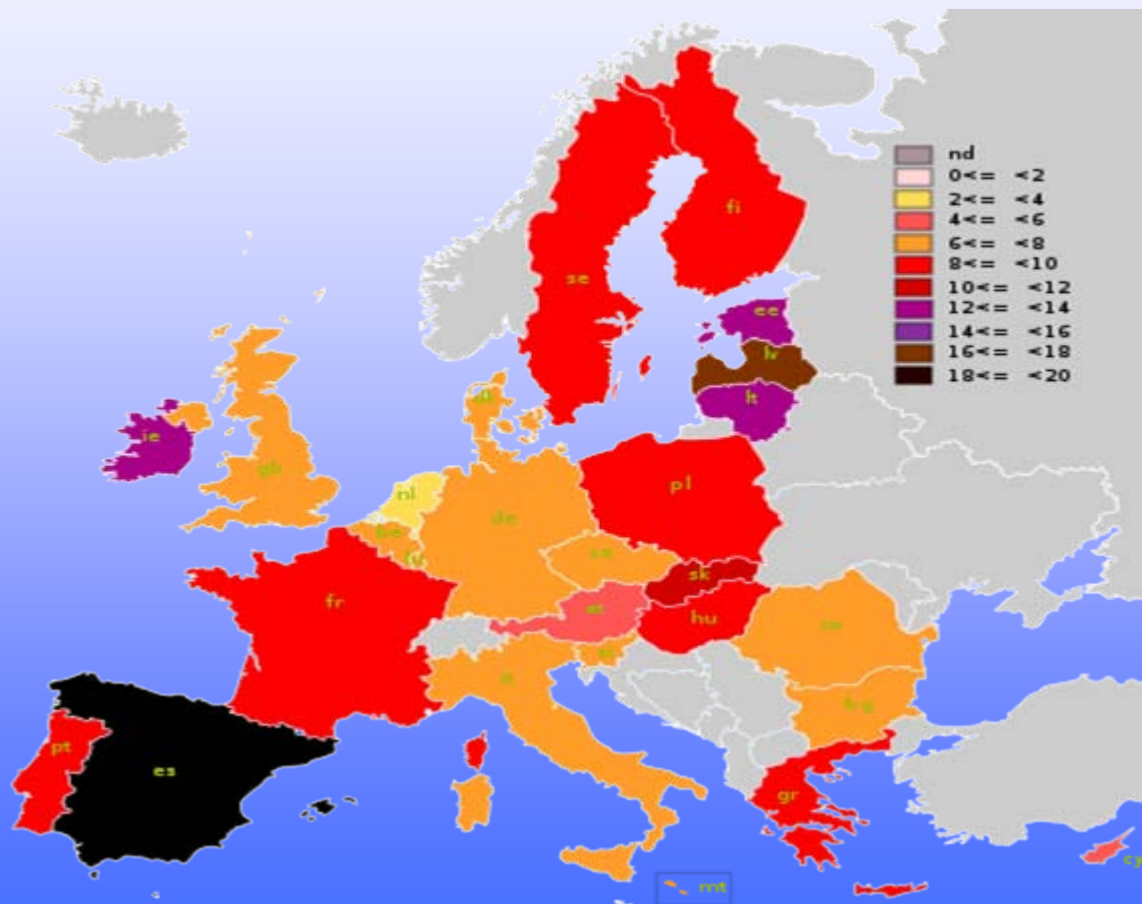
歐元

- 歐盟的官方貨幣，目前已經由**27**個成員國中的**16**個採納為流通貨幣；申根條約取消了部分成員國之間的邊境管制，目前已有**22**個歐盟成員國和**3**個非成員國實施。
- 目前有關歐盟的**主要議題**：
歐盟的擴大、落實里斯本條約、全球暖化、非歐元區成員國加入歐元區的事宜、及主權債務危機。

一欧元/美元 天图



2009歐盟失業率



歐豬五國(**PIIGS**)

歐豬五國(PIIGS)

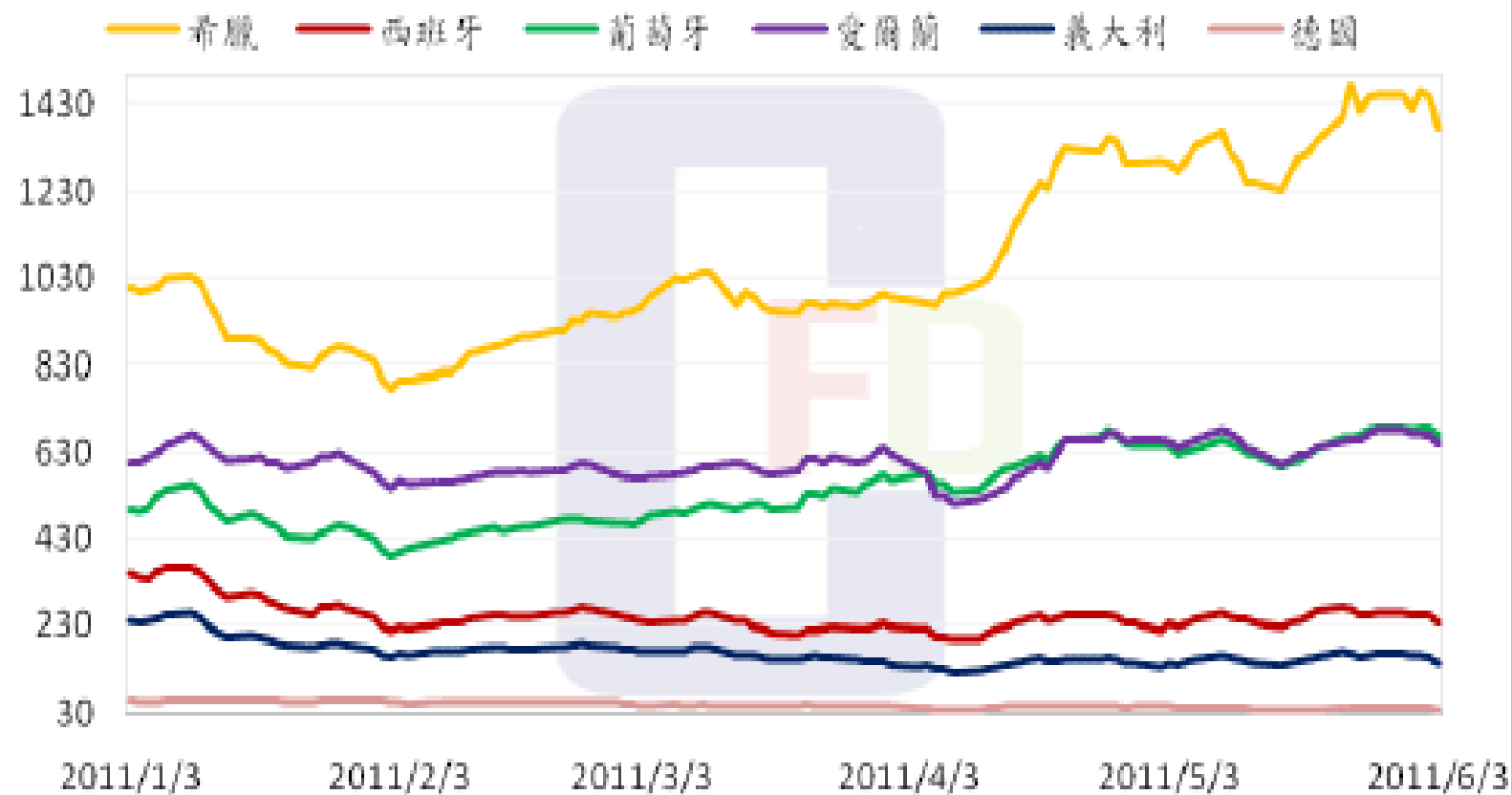
- 是國際債券分析家、學者和國際經濟界媒體對歐洲五個較弱的經濟體的貶稱。
- 稱呼涵蓋葡萄牙（Portugal）、義大利（Italy）、愛爾蘭（Ireland）、希臘（Greece）、西班牙（Spain），特別指各國的主權債券市場。
- 歐豬五國最初稱為歐豬四國 "PIGS"，其中 "I" 指義大利，後來加入了愛爾蘭。

- 最初的這四個南歐國家**文化傳統、地理位置比較接近**，加上近年同樣面對財政赤字的愛爾蘭共和國（地理上不屬南歐，但位置較接近。），最近幾年**經濟增長停滯不前，失業率高，又有較高的財政赤字**。鑒於情況近似，才有財經人士把五國並列一起。



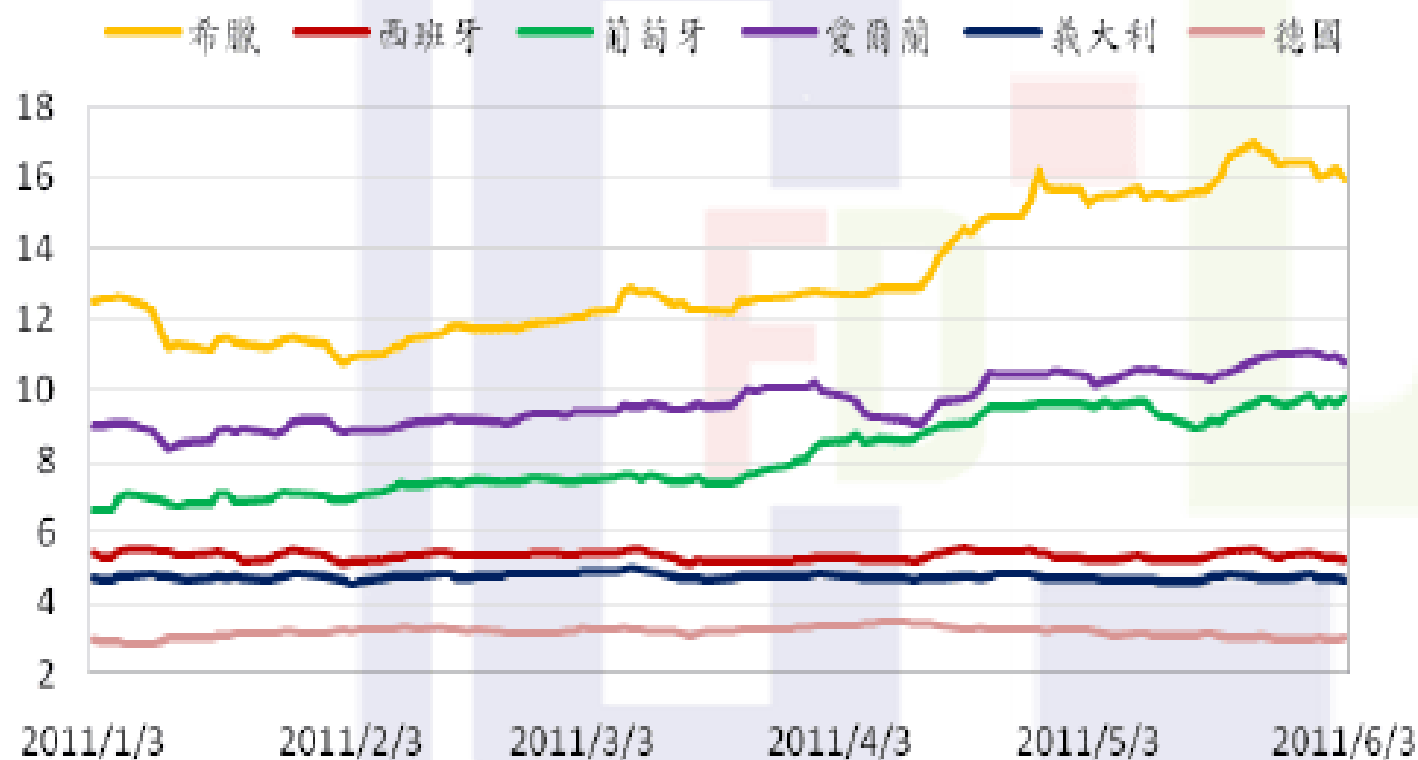
<圖一>

歐豬五國與德國五年期CDS



資料來源：Bloomberg/啟富達國際研究團隊整理

<圖二> 歐豬五國與德國十年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg/啟富達國際研究團隊整理

全球十大高負債風險國家



資料來源：IMF報告2010/9

主要國家GDP與財赤成長%

	GDP成長率		財赤佔GDP比	資料來源：歐盟統計局
	2009	2010(f)	2009	
德國	-4.7	2.0	3.0	
法國	-2.6	1.6	7.5	
荷蘭	-3.9	1.7	5.4	
瑞典	-5.3	4.8	0.9	
英國	-5.0	1.8	11.4	
歐盟	-4.2	1.8	6.8	
美國	-2.6	2.7	8.9(2010)	
日本	-5.2	3.5	10.5	

主要國家失業率與通膨%

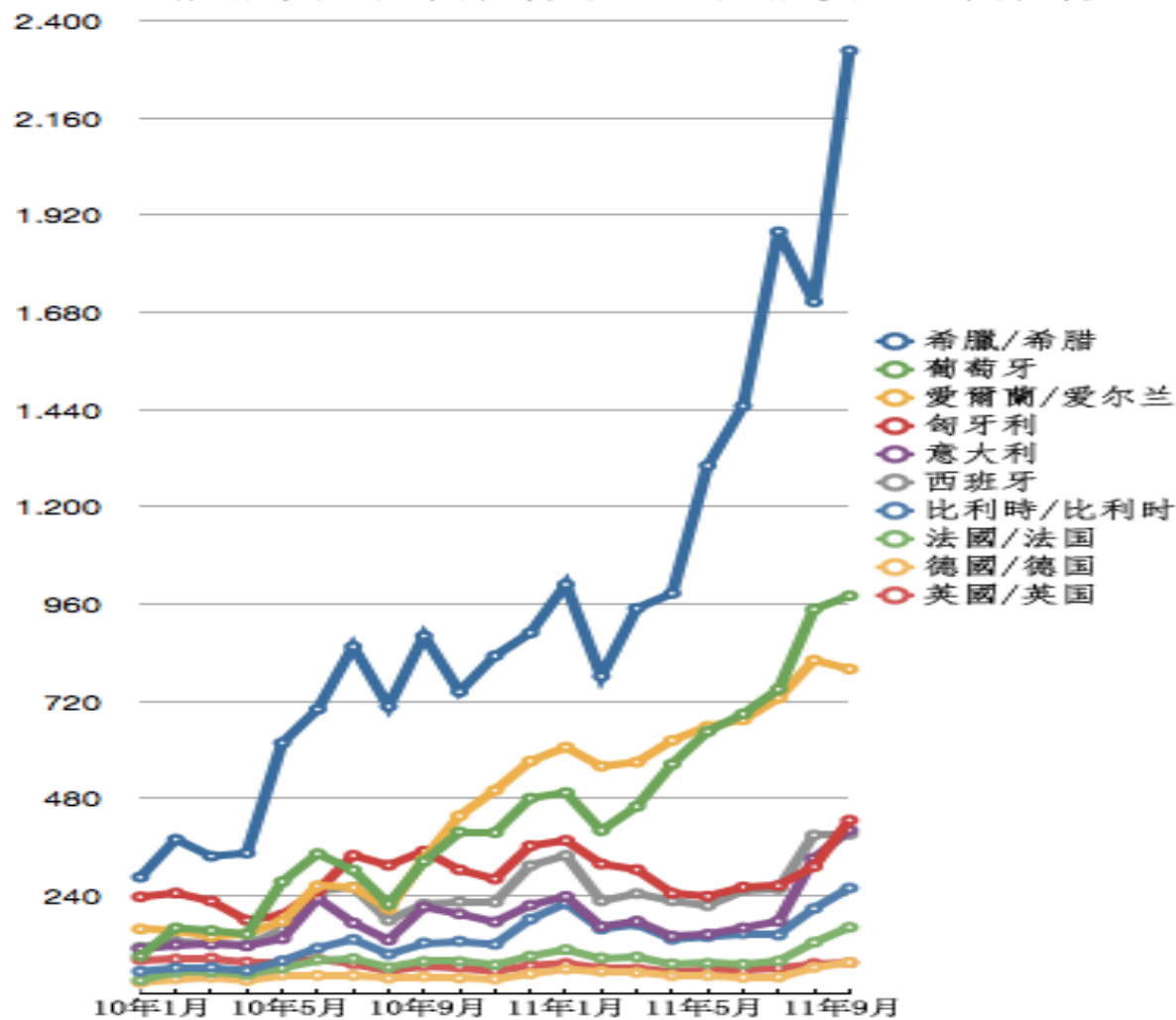
	失業率	通膨	資料來源：歐盟統計局
	2010/10	2010/10	
德國	6.7	1.3	
法國	9.8	1.8	
荷蘭	4.4	1.4	
瑞典	8.1	1.6	
英國	7.7(Aug)	3.1(Sep)	
歐盟	9.6	2.3(Nov)	
美國	9.6	0.9	
日本	5.0(Sep)	-0.6	

註：美日為核心通膨指數

主權違約

- 是指一國政府無法按時對其向外擔保借來的債務還本付息的情況，如債務重組；當期本金、利息未如期如數支付；債務總額超過國際貨幣基金組織貸款協議所規定的最高上限。
- 當一國政府充當該國主權債券的債務人時，由於政府自身在司法體系中的角色使其很難出現在他國的破產法庭上，因此政府可能會在這種缺少法律約束的情況下宣布其主權債務違約。
- 主權國家的代表政府對即將到期的債務的態度對違約是否發生存在顯著影響。

主權信貸違約掉期 / 主权信贷违约掉期



來源：彭博新聞社 / 来源：彭博新闻社

歐債危機的起源



起 源

2010年發生的債務危機，主要源於希臘急於鉅額融資來設法支付大量到期公債，以避免出現債務違約的風險。

- ▼ 2010年5月2日IMF同意向希臘提供總值1,100億歐元貸款，但條件是希臘需要厲行一系列的緊縮開支措施。
- ▼ 2010年11月繼希臘以後，愛爾蘭在同年也獲得總值850億歐元的救助方案。
- ▼ 2011年5月而葡萄牙則在獲得另一個總值780億歐元的援助。

2010歐洲經濟困境

有話好說

2月 南歐五國(葡.義.愛爾蘭.希臘.西班牙)
經濟.債信不佳, 評等展望趨負面

5月 歐盟成立7500億歐元歐洲金融穩定基金
希臘接受1100億歐元紓困方案

11月 愛爾蘭接受850億歐元紓困方案

12月 歐洲央行決議延長緊急貸款至明年4月
基準利率1%不變、未通過擴大收購公債計畫



歐洲正陷入自二次大戰以來之最大金融危機





愛爾蘭簡介

有話好說整理

歷史

1949 成立共和國，1973 加入歐盟
人口 446 萬，首都為都柏林

經濟

2009 人均 GDP 51356 美元，世界第六
1995-2000GDP 10% 以上，
被稱凱達爾之虎 (Celtic Tiger)

成功觀點

- 80 年放棄保護主義，全面開放招商
- 企業稅從 50%→12.5% (特定產業 10%)
- 吸引英特爾、微軟、戴爾進駐)
- 政府基金協助創新研發
- 教育程度高，工資較西歐低
- 政府電子化比率歐洲第一

愛爾蘭危機與歐盟紓困

08 金融海嘯後債信

有話好說整理

2008 房產↓50-60%、銀行瀕破產

2009 財赤佔 GDP11.7%、2010 恐達 GDP32%

接受歐盟紓困

- ▶ 日期 2010/11/28 歐盟與 IMF 敲定
- ▶ 資金 850 億歐元 (台幣 3.4 兆)、利率 5.8%
- ▶ 條件
 - 政府支出 4 年內刪 1 百億歐元
(減福利、退休金、減薪、公部門裁員)
 - 增稅 50 億歐元等措施
(增稅值 2013 ↑ 22%、2014 ↑ 24%)
 - 2014 年前財赤佔 GDP 減到 GDP3% 內

歐洲金融穩定基金

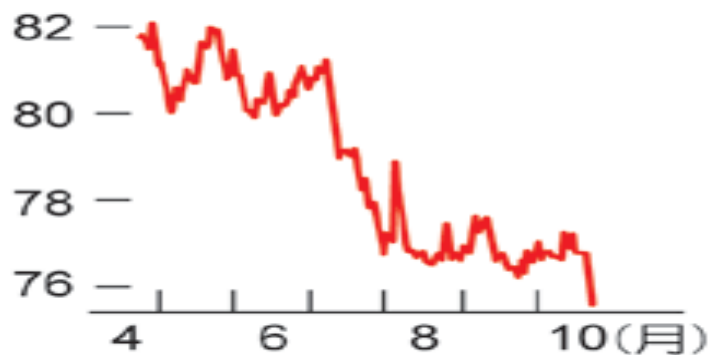
(European Financial Stability Facility, EFSF)

- 環球多國政府赤字和負債水平不斷上升，再加上歐洲多國公債先後被降低評級
- 在2010年5月9日，歐盟多國財長通過一個總值7,500億歐元（相當於當時10,000億美元）的全面救助計劃，用以成立一個歐洲金融穩定基金（EFSF），希望藉以確保歐洲整體的金融隱定。

- **2011年5月**:債務危機因為希臘再度在支付到期公債方面出現問題而重新湧現。不少希臘國民因反對該國政府計劃推出的緊縮開支措施而發起上街示威，群情激憤。
- **2011年6月底**，希臘政府勉強通過新一輪的緊縮開支方案，從而獲得歐盟領袖承諾提供援助支持希臘經濟，該國引發的危機才得以受到控制。

美元兌日圓走勢

單位：日圓



2011年

資料來源：彭博資訊

欧债危机蔓延纽约金价大跌

原因 由于市场对欧债危机担忧再度升温



新华社记者 卢哲 编制

2010年歐債危機爆發後各市場復原力

各市場指數	低 點		突破前波高點		歷時
	日期	指數	日期	指數	
MSCI 世界	5/7	1,033.74	11/4	1,263.00	約6個月
MSCI 新興亞洲	5/25	351.20	9/15	423.55	約3.5個月
MSCI 新興歐洲	5/25	385.53	11/4	529.25	約5.5個月
MSCI 新興拉美	5/20	3,401.25	9/28	4,320.53	約4個月
MSCI 新興歐非中東	5/25	283.05	10/1	358.31	約4個月

資料來源：Bloomberg；資料日期：2011/09/08

製表：魏喬怡

歐債危機的主因



各國沒有貨幣發行權， 無法有效利用貨幣政策解決眼前的困境

◆ 無法於景氣低迷時藉由

- 降息來刺激經濟
- 貨幣貶值來提振出口
- 增加貨幣供給以應付貿易赤字及財政赤字

◆ 貨幣昇貶值造成嚴重的貿易失衡



監督機制形同虛設，自食其果

- 穩定與成長公約（**the Stability and Growth Pact**）條約形同虛設。
 1. 赤字/GDP比不能超過3%，
 2. 負債/GDP比不能超過60%，
 3. 若違反規定將課0.5% GDP的重罰，

表一：歐豬五國與德國赤字佔 GDP 比重

	希臘	西班牙	葡萄牙	愛爾蘭	義大利	德國
2000	-3.7%	-1%	-2.9%	4.8%	-0.8%	1.3%
2001	-4.5%	-0.6%	-4.3%	0.9%	-3.1%	-2.8%
2002	-4.8%	-0.5%	-2.8%	-0.3%	-2.9%	-3.7%
2003	-5.6%	-0.2%	-2.9%	0.4%	-3.5%	-4.0%
2004	-7.5%	-0.3%	-3.4%	1.4%	-3.5%	-3.8%
2005	-5.2%	1.0%	-6.1%	1.6%	-4.3%	-3.3%
2006	-5.7%	2.0%	-4.1%	2.9%	-3.4%	-1.6%
2007	-6.4%	1.9%	-2.8%	0%	-1.5%	0.3%
2008	-9.4%	-4.2%	-2.9%	-7.3%	-2.7%	0.1%
2009	-15.4%	-11.1%	-9.3%	-14.4%	-5.3%	-3.0%
2010	-10.5%	-9.2%	-9.1%	-32.4%	-4.6%	-3.3%

資料來源：歐盟統計局

表二：歐豬五國與德國負債佔 GDP 比重

	希臘	西班牙	葡萄牙	愛爾蘭	義大利	德國
2000	103.4%	59.3%	50.5%	37.8%	109.2%	59.7%
2001	103.7%	55.5%	52.9%	35.6%	108.8%	58.8%
2002	101.7%	52.5%	55.6%	32.2%	105.7%	60.4%
2003	97.4%	48.7%	56.9%	31%	104.4%	63.9%
2004	98.6%	46.2%	58.3%	29.7%	103.8%	65.8%
2005	100%	43%	63.6%	27.4%	105.8%	68%
2006	106.1%	39.6%	63.9%	24.8%	106.6%	67.6%
2007	105%	36.1%	62.7%	25%	103.6%	64.9%
2008	110.3%	39.8%	65.3%	44.3%	106.3%	66.3%
2009	126.8%	53.2%	76.1%	65.5%	116%	73.4%
2010	142.8%	60.1%	93%	96.2%	119%	83.2%

資料來源：歐盟統計局

資源分配不均 是造成今日歐債危機的主因

1. 借貸成本大幅降低，信貸快速成長，債務快速累積
2. 稅收增多，未來前景充滿信心，舉債
3. 房地產市場蓬勃，泡沫化
4. 出口產業衰退
5. 幣值之強弱勢，造成兩邊的貿易逆差不斷擴大

金融海嘯是觸發歐債危機的導火線

- 歐豬五國長期的貿易逆差，龐大的政府支出，在景氣繁榮的年代沒有人會去注意，畢竟當時收入仍可以應付眼下的債務問題
- 一旦景氣發生變化，尤其是遇上前所未見的金融海嘯衝擊，經濟大幅衰退造成稅收減少，失業人口增加，請領失業救濟金的「社會福利制度」使得政府支出也大為增加，爲了因應衰退，政府也擴大規模支出以刺激經濟，這些都是造成歐洲各國債務大幅飆升的原因，也是觸發歐債危機的導火線。



解決方案及未來影響

1. Default (債務違約)

2. Haircut (削債、債務重組、展延)

債務重組其實就是變相違約。所謂的債務重組就是希臘政府與債權人談判，看是否能接受延期支付本息、減息，或是不償還利息，更嚴重者為償還部分本金。產生流動性危機

3. Exit (退出歐元區)

可藉由增加貨幣供給來減緩債務壓力，不過缺點是導致惡性通膨，對經濟傷害極大。

4. Bailout (獲得紓困)

希臘問題

- 歐盟也要求希臘必須進行財政改革、削減赤字、出售國營企業等。
- 削減赤字，又必須得從削減退休金與公務人員薪資下手
- 增稅及降低所得稅減免額，這樣的政策使德希臘國民大為不滿，「從簡入奢易，從奢入簡難」

9月以來歐洲重大抗議事件

12/15 希臘總工會抗議減薪，發動今年第7次罷工，數萬人參與

12/14 義大利國會否決總理不信任案，10萬民眾羅馬街頭抗議

12/09 英國調漲學費，數萬學生欲衝入國會

12/03 西班牙航管員無預警罷工，要求縮減工時

11/25 義大利學生串聯抗議政府欲刪大學教育經費及減少教育工作

09/09 法國百萬勞工罷工抗議政府調高延退及領退休金年齡，10月又罷工3次

09/06 法國數萬民眾遊行抗議政府驅逐吉普賽人政策，德、義民眾聲援



有話好談整理

歐債危機後的影響

希臘債務危機，目前各方共識應是會再次紓困希臘以解決目前的燃眉之急

◎短期展望

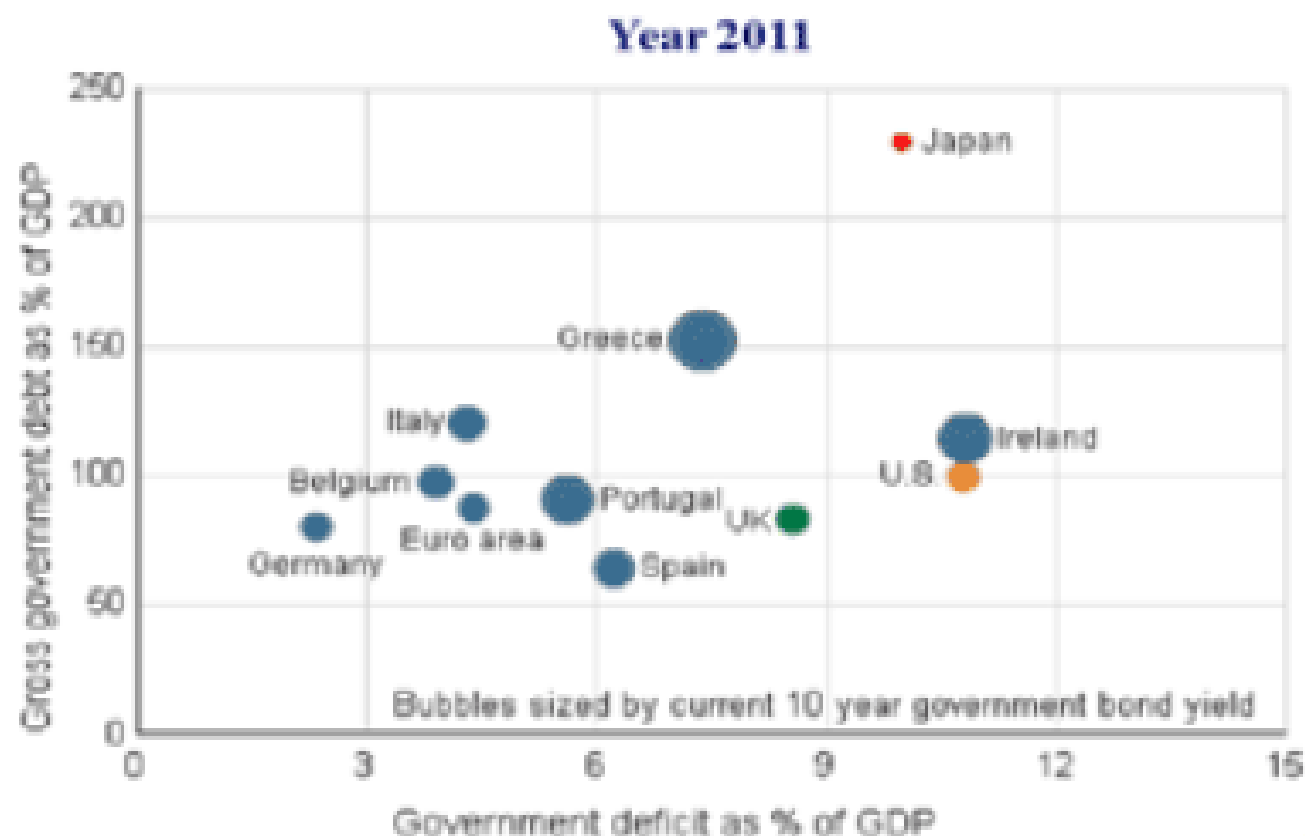
1. 歐元或維持強勢不變
2. 債務危機有利金價走勢

◎長期展望

1. 未來市場風險的主旋律－「成熟國家的債務危機」
2. 社會福利縮減

<圖三>

政府債務、赤字佔 GDP 比重

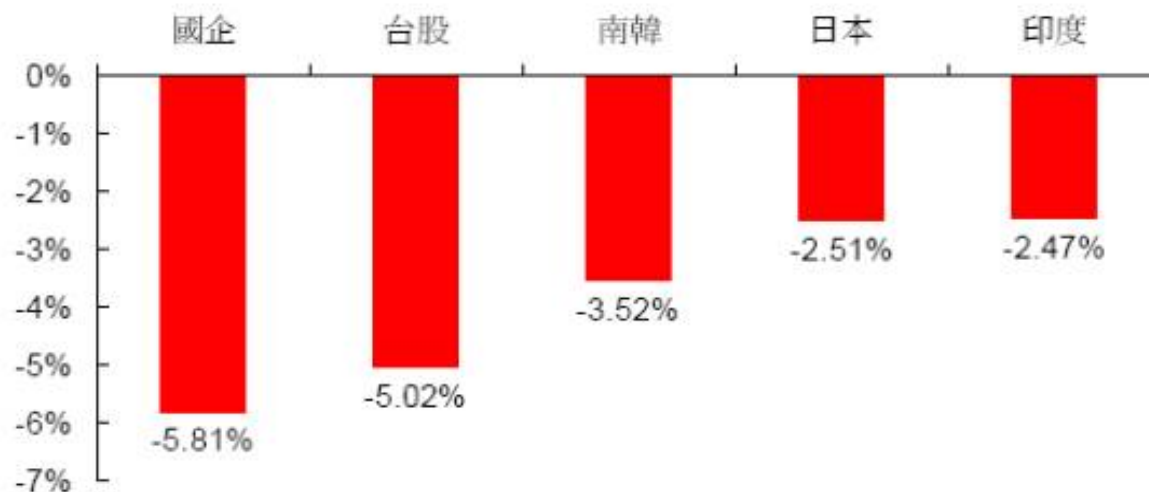


Sources: Thomson Reuters, IMF World Economic Outlook



資料來源：路透社

亞洲各國股市9/12~9/14之跌幅



資料來源：Bloomberg，2011.9.14 15:30

8月全球股災以來，亞洲各國最大波段漲幅



資料來源：Bloomberg，2011.9.14，最大波段漲幅不一定發生在同一時段

歐債危機之三大結局

- ◆ 歐元區的崩塌
- ◆ **17**個歐元區成立一個財政聯盟
- ◆ 建立一個更小、目標更趨向一致之歐元區

- 危機一：四千億變八兆，全球資金流動大緊縮

銀行緊縮銀根，對景氣、企業發展的衝擊，將遠超過雷曼兄弟破產引發的金融海嘯。

- 危機二：I M F 失能，各國自掃門前雪

- 危機三：歐元解體，貨幣逃命潮



最近發展



最近發展

- 法國和德國已同意將歐洲金融穩定基金 (European Financial Stability Facility) 的規模從4,400億歐元擴大至2萬億歐元以上。此舉將是歐洲主權債務危機綜合性解決方案的一部分。
- 除了擴大歐洲金融穩定基金的規模和權力，法德兩國還一致同意歐洲銀行業應通過資本重組將資本充足率提高至9%。

9月17日

EU財長會議決定了5大事項:

1. 同意提撥80億歐元紓困貸款給希臘
2. 不擴大ESFS規模
3. 不推出更多「振興經濟措施」
4. 銀行應增資以符合巴塞爾協定
5. 及同意執行更嚴格之預算規則

三大重要課題

- 一. 如何建立一套**防火牆**機制，以**防止義大利、西班牙債務危機進一步擴大**。
- 二. 擬定**歐洲銀行資本重組計畫、強化銀行體質、提高銀行間資本流動性以**降低交易對手風險 (counterparty risk)****。
- 三. 最後也是最重要的是，對**希臘可能的主權債務違約**做好準備，甚至在未來以循序漸進的方式讓希臘違約，避免希臘政府破產對歐洲經濟造成過大的衝擊。

歐盟27國領袖(23)日 第13次歐債危機高峰會議

- 兩方面尋求化解危機，一是避免危機蔓延到其他歐元區國家，尤其是義大利
- 歐盟領袖則是努力重振市場對他們化解危機的信心



3項對策

- 1) 同意歐元區主要銀行必須增資，以面對希臘債務重整造成的損失，而增資規模在1,000億歐元（1,390億美元）至1,080億歐元（1,500億美元）之間
- 2) 希臘債務重整建立共識，民間債權人必須共同分擔損失，而資產減記的比率將由協議的21%擴大到40—60%區間。
- 3) 針對紓困基金「歐洲金融穩定機制（EFSF）」規模如何擴大以及如何使用的議題

歐元區解決希臘債務協議

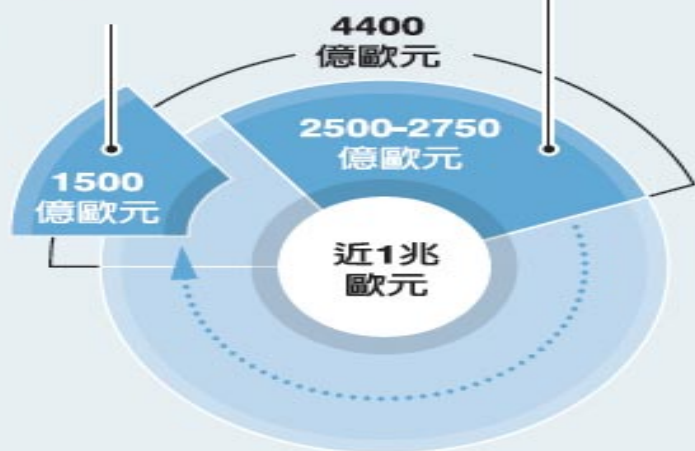
關鍵點：

- 1 民間業者同意自願將持有的希臘公債的債權金額打消50%。
▶ 此舉將使希臘的債務負擔有效降低1千億歐元，並且在2020前將希臘總負債佔國內生產毛額的比例由目前的160%降到120%。
- 2 歐洲金融穩定機制(EFSF)紓困基金透過「槓桿操作」，擴大到一兆歐元。
- 3 歐洲銀行業進行股本重建，在2012年之前增資1千億到1千1百億歐元。

歐洲金融穩定機制(EFSF)：
2010年5月成立

已全數用於對愛爾蘭、葡萄牙及希臘的紓困

透過槓桿操作使基金擴大4-5倍，估計可產生一兆歐元的作用



- ▶ 2010年五月第一次紓困：目的在於讓希臘有時間進行預算改革，並重整3400億歐元的累積負債。實施九個月之後因希臘未能達到經濟成長目標而未能成功。

1100
億歐元

分批提撥，
直到2013年

- ▶ 2011年10月歐元區領袖完成第二次紓困計畫談判；歐盟透露將在2012年前提撥約1300億歐元。

- ▶ 2011年7月歐元區領袖同意第二次紓困計畫，但協議後來破局。

1090
億歐元

將近
1300億
歐元

歐盟峰會決定的主要措施

- ★ 希臘赤字比須在2020年前降到120%以下
- ★ 民間投資人希臘債券名目價值將減50%
- ★ 歐元區成員國提供300億歐元擔保
- ★ 歐元區三年內提供希臘1,000億歐元貸款
- ★ 歐洲金融穩定機制規模將增至1兆歐元
- ★ 歐洲議會及各國擬定強化歐盟措施

專題簡報結束

Q&A

