



希臘宣佈公投後果難料

6 月 26 日晚，希臘總理齊普拉斯在國際債權人向該國提出改革方案的反建議和歐元集團會議前夕，宣佈決定於 7 月 5 日舉行公投，讓人民決定是否接納國際債權人的緊縮方案以換取援助，令希臘和債權人雙方難以在 6 月 30 日第二輪救助方案及國際貨幣基金組織(國基會)近 16 億歐元貸款到期前達成協議。6 月 27 日，歐元集團召開緊急會議後指他們將不會再為其救助方案延期，方案中餘下超過 180 億歐元(包括銀行救助計劃餘下的 109 億歐元)的資金亦將於本月底到期，故當希臘於 7 月 5 日舉行公投時，有關方案已不再存在。因此，目前市場相信希臘將無法償還國基會的貸款，這是近 30 年來首次有國家未能償還國基會的貸款。

6 月 24 日，國際債權人向希臘就改革方案提出反建議，要求該國在徵收增值稅和退休金等改革上進行調整。有關方案表面上看似與希臘當局在 6 月 22 日提交的建議沒有太大的分歧，但這卻反映出債權人實際上是對希臘是否真有誠意落實改革存在質疑，認為這些措施未必能如希臘政府預期般達到改善財政狀況的效果。另一方面，希臘總理齊普拉斯所屬的執政聯盟在國會內只擁有輕微的控制性議席。若齊普拉斯對債權人作出讓步的話，其所屬黨派的部份議員或會作出反對，影響其在國會內執政的地位，或促使了其作出公投的決定。

目前，希臘政府鼓吹人民在公投上投下不接納債權人緊縮方案的一票，但表明這一公投並非決定希臘是否將脫離歐元區，且歐盟沒有任何法律條文就成員國在什麼情況下會脫離歐元區。當地報章民調顯示 47.2% 的受訪者贊成接納緊縮方案，33.0% 不贊成，18.4% 尚未決定，其餘的表示不知道或拒絕回答。現時難以估計公投的結果，相信假若希臘人民贊成接納緊縮方案的話，總理

蔡永雄
高級經濟研究員
Tel: 28266976
rickychoi@bochk.com

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

齊普拉斯或有需要辭職或提早舉行大選，而若希臘人民反對緊縮方案，則齊普拉斯的態度將會更為強硬，令希臘最終退出歐元區的風險明顯增加。

自今年初左翼政府上場以來，希臘存款外流的情況日益惡化，希臘銀行透過歐洲央行的緊急流動性援助(Emergency Lending Assistance, ELA)所獲的資金接近 890 億歐元。過去一段時間，歐洲央行鑒於希臘與債權人雙方仍在進行談判，已不斷提高緊急流動性援助的金額。然而，在宣佈公投的決定後，希臘與債權人的關係進一步惡化，加上雙方的談判已經終止，而第二輪救助方案亦將到期，歐洲央行昨日決定維持對希臘緊急流動性援助的額度不變，拒絕再次提高金額。因在目前的情況下，歐洲央行難再認為希臘銀行仍然健全，而用作抵押的資產亦十分有限，希臘銀行已無法再從歐洲央行獲得資金。因此，希臘政府宣佈當地的銀行將會關閉一星期，直至公投日過後才重開，並實行資本管制規定存戶每日提款不超過 60 歐元，以避免其金融體系出現崩潰。參考塞浦路斯於 2013 年實行資本管制的經驗，未來的資本管制將不會針對正常的商業活動，大多是為防止資本賬下的資金大量外流。

目前，歐洲當局已建立了防火牆，如：希臘國債大多已集中於歐盟、歐洲央行和國際貨幣基金會手上，並建立了歐洲財政協定、歐洲穩定機制和銀行業聯盟、歐洲央行亦推出了量化寬鬆和直接貨幣交易(Outright monetary transactions)。近日，歐盟和歐洲央行等亦提出歐元區要逐步實現真正的經濟與貨幣聯盟，即從目前主權國家制定財政預算和經濟政策的規則過渡至越來越接受由歐洲層面作出共同決策，為未來共同分擔風險鋪路。然而，市場預期歐洲央行最快今天或會加大量化寬鬆、啟動直接貨幣交易或推出新措施，以防止希臘的債務問題擴散至其他歐元區的成員國，造成系統性風險。希臘公投和實行資本管制的決定難免會對該國本已疲弱的經濟帶來更沉重的打擊，並為歐元區以至全球金融市場帶來大幅波動，長遠甚至會助長其他反對歐元的黨派在各國興起，不利歐元區的穩定發展。

總括而言，無論公投的結果如何，相信希臘和債權人雙方亦會在不久的將來再次舉行談判，但政治博弈的變數仍多，故後果難料。再者，希臘的財政問題難以解決，其債務佔本地生產總值的比例高達 177%，新一輪談判將不是一件易事，特別是涉及債權人是否需要為希臘作出削債，且如要削債將如何完成等。當中

國基會、歐盟和歐洲央行各有不同的立場：國基會希望歐盟可作出削債；歐盟則認為債權國人民均會反對，且會助長區內其他反對歐元的黨派得勢，政治上並不可行；歐洲央行亦不能削債，因涉及違反貨幣融資(Monetary financing)的法律，故料削債亦只可以減息、免息、延長還款期等方法進行。然而，若債權人不能達成削債方案，希臘債務的問題亦難以持續，勢將影響國基會參與新一輪救助方案。如該組織不參與新一輪的救助(或只擔任技術顧問)，即表示其他歐盟成員國需要承擔更大的援助額，這不利於部份成員國向國會提出撥款的審批。