



應對希債危機的歐元改革任務艱巨

希臘在過去 5 年時間裏三度爆發債務危機，若非歐盟、IMF 和歐洲央行前後提供 3 輪合共 3260 億歐元的援助，希臘恐怕已經全面債務違約、以及退出歐元區另謀出路。脫歐的話希臘短期的痛苦會比留在歐元區繼續緊縮為大，因為希臘重新啓用大幅貶值的舊貨幣 Drachma，惡性通脹和高利率等的問題並非短時間內可以解決。對歐元而言，由於其設計時並沒有退出機制（也不應該有退出機制，因為這一機制的存在本身就是對歐元潛在的信心危機），如果希臘在緊縮和財政改革上無法達到歐盟的要求，它主動還是被動地脫歐的風險始終存在，那麼它對歐元的威脅也始終存在。

目前看來，就算在希臘脫歐的最壞情景之下，相信觸發骨牌效應帶動其他歐元區國家脫歐的風險並不高。首先，希臘的債務問題有其獨特性，那就是在加入歐元區前後，希臘在政府財政乃至 GDP 統計上都有造假，以便符合准入條件，換言之希臘當初其實並不符合使用歐元的規定，現在退出，也不過是回到原地，其他情況優於希臘、一直按規矩辦事的歐元區國家跟隨其脫歐的誘因不大。其次，在美國次按危機和雷曼破產引發金融海嘯之前，歐元區各國其實充分享受了歐元統一貨幣帶來的種種好處如貿易量提升和融資成本降低等，希臘也不例外。歐元區 GDP 以當時匯率計算在 2009 年時達到 14.10 萬億美元，非常接近當時美國 GDP 的 14.42 萬億美元。其後危機爆發，與在主要發達和新興市場經濟體所發生的一樣，歐元區的私營部門被迫迅速和大幅地去杠杆，與此同時，公營部門卻因為要救市和刺激經濟而加杠杆，結果其負債大增，歐盟穩定和增長條約裏面政府債務要控制在 GDP 的 60% 之內、每年政府財政赤字要控制在 GDP 的 3% 之內等規定無法執行，其中財政根基相對最弱的歐豬五國便先後爆發主權債務

戴道華
高級經濟研究員
Tel: 28266187
michaeldai@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。

危機。

債務危機也迫使這些國家進行痛苦的財政改革，時至今日就連希臘也取得進展。在今年首季，歐豬五國的實質 GDP 按年已全部恢復增長，其 2014 年的政府財政赤字在 3.0% 至 5.8% 不等，回到 3.0% 的安全綫之內相信只是時間問題，而撇除其債務利息開支的基本財政已有三個國家恢復了盈餘。另外，除了希臘因為債務負擔過重之外，其他四國的 10 年期國債收益率有三國已降至不到 2.0% 的水平，比美國都要低，比危機前還要低，這說明市場認同其發展，債市融資對它們敞開大門。另外，隨著美國加息漸近，歐元兌美元匯率降至不到 1.10 的水平，歐元區國家亟需的匯率貶值也得到實現。在這些發展之下，就算希臘脫歐，其他歐元區國家並沒有步其後塵的誘因。

但這些情況也清楚顯示了歐元設計當中的內在不足之處，那就是在貨幣聯盟的框架之下尚欠財政聯盟，在一定的市場環境之下歐元區成員國財政出問題反過來威脅貨幣聯盟。平心而論，歐元的設計者並非沒有認識到這一弱點，在政府財政與成員國國家主權掛鉤的情況下，歐盟穩定和增長條約關於政府債務在 GDP 的 60%、政府財政赤字在 GDP 的 3% 的規定相信就是想通過對各成員國財政的約束來規避財政聯盟尚不存在的風險，但問題是該財政紀律的執行乏力（例如在危機前希臘和意大利的政府財政狀況已不達標），加上事前無法預計的次按危機和金融海嘯衝擊巨大（西班牙和愛爾蘭的政府財政從十分穩健迅速惡化成為債務危機，就連德國和法國政府財政也不達標），主權債務危機才瀕臨失控。

有意見指在貨幣聯盟下，歐元區各成員國在存在較大的經濟發展和政府財政差異的情況下使用單一貨幣、單一匯率、單一貨幣政策是問題的根本所在，果真如此的話貨幣聯盟就可能永遠不會成功，因為現實當中歐元區各國的經濟發展和政府財政是不可能趨同的。以美國或中國為例，美國各州、中國各省之間的經濟發展和政府財政也是差異巨大，但它們使用單一貨幣、單一匯率、單一利率（美元和人民幣），並不會因州或省而異，那麼美國和中國與歐元區的區別何在？就是在中央財政和獨立財政之上。美國聯邦政府和中國中央政府收取全國大部份的稅收，再以財政轉移的方式分配給各州/省，使用單一貨幣、單一匯率、單一利率便沒有問題。但歐元區各成員國政府財政獨立，而且有很大誘因搞赤字財政，加上歐元區的勞工市場流動性偏低，福利制度偏大方，



才成爲貨幣聯盟的隱患。

不過，財政聯盟雖然在理論上是歐元區下一步要努力達成的目標，但其難度更大，因爲這實際上是要求德國等財政相對健全的成員國去補貼其他財政弱國，與現在德國等出錢援助希臘表面上無異，但實際上援助的錢是要還的，但財政補貼卻是單向的。另外，貨幣聯盟要求各成員國央行放棄獨立的貨幣政策已經不易，財政聯盟要求各成員國政府放棄大部份財政政策，就難上加難。但有關的改革又是必須的，這便考驗歐盟一體化的決心。