



# 歐債危機對我國的影響與啟示 ——遠離華爾街

●黃世鑫／國立台北大學財政學系退休教授

## 前言

2008年9月美國「雷曼兄弟控股公司」(Lehman Brothers Holdings Inc.)因「次級房貸」(sub-prime mortgage)等衍生性金融商品所造成的風暴，申請破產之後，僅隔一年，2009年10月，歐洲即爆發所謂的「歐債危機」，其除了造成歐盟(EU)政治上巨大之震盪，以及當事國：希臘，之社會混亂之外，對全球金融市場的衝擊，仍難評估。雖然有國內雜誌(天下雜誌482期)指出「全球金融市場再度面臨嚴峻的威脅，危機規模甚至比2008年大十二倍，若無法化解，衝擊將遠超過金融海嘯。」但由於二者之基本性質，完全不同，而且，此一事件，仍繼續發展當中，同時，亦是史無前例。因此，其最後會如何收場？可能造成何種影響？無人可以預料！

有關「歐債危機」之相關報導和評論文獻，相當豐富，但除George Soros<sup>1</sup>、Joseph Stiglitz<sup>2</sup>等少數專家學者外，一般都是「霧裡看花」，視其為如同民間企業所發行之公司債或「衍生性的金融債券」，或如一般國家之政府以他國貨幣(主要為美元或歐元)發行之「主權債券」(Sovereign Bonds)，而忽視「歐債」之獨特性質。因此，對「歐債危機」問題之本質和其產生之衝擊，往往未能確實掌握。

為了釐清「歐債」之獨特性質，本文首先就「歐債」之內涵，以及「歐債危機」之形成，加以界定和評述，這部分主要根據德文版的維基百科<sup>3</sup>相關資料加以整理，不過，所引用之資料，均經確認過。第二部分為，探討導致歐債危機之可能因素。由於，一般都將之歸諸於希臘等所謂「歐洲五豬」<sup>4</sup>之財政赤字和未償債務的累積所造成，而忽略華爾街的介入。因此，將問題簡化到，只要這些國家能夠恢復財政平衡，似乎所有的問題，就可迎刃而解。殊不知，在一個正常的民主國家，要降低財政赤字，不僅猶如與虎謀皮，而且反而治絲益棼！因此，第三部分，將特別著重在一個「老掉牙」的課題，即藉由過去的歷史經驗，分析財政與金融的關係。本文最後的結論：如果沒有「歐元區」的設立，也就沒有所謂的「歐洲五豬」的誕生。同時，華爾街也就「無機可趁」。

至於國人所關心的，有關歐債危機對我國之影響，根據中央社2012年3月16日之報導：「來台參加會議的法國前外貿部長杜里歐（Bruno Durieux）今天針對歐債議題表示，歐債雖然會讓歐洲接下來一到兩年經濟成長緩慢，但對台灣不會有這麼嚴重的影響。」這種論點，應該可以接受。

## 壹、「歐債危機」？或「歐元危機」！

歐債危機，精確的說法，應該是「歐元區之國家債務危機」（Staatsschuldenkrise im Euroraum）<sup>5</sup>，或稱「歐元危機」（Euro-Krise），指的是歐元區（Eurozone）的會員國，若無第三者的支援，無法償還其政府舉借的債務，導致歐元區陷入政府債務——與銀行危機的惡性循環（Teufelskreis aus Staatsschulden- und Bankenkrisen）。因此，首先應該釐清的，所謂歐債危機，係指歐元區，而非歐盟的危機。按歐盟二十七個會員國中，目前有十七個加入歐元區，十個未加入。其次，歐債危機，雖是因歐元區各會員國的財政問題所引發，但其直接衝擊的卻是歐元區整體。第三，歐債危機所指涉的，主要並非「肇事國」是否財政破產問題，而是其對金融面可產生之衝擊，乃至「歐元」作為歐盟統一貨幣制度的存廢問題。因此，歐債危機雖是因希臘之財政危機而突現，但二者並非可以畫上等號，也並不會因為希臘之財政危機的紓解而解除。

具體而言，真正的危機，就正如George Soros、甘逸驊<sup>6</sup>一針見血所指出的，是「制度性的危機」：

「遺憾的是，歐元危機更難處理。2008年的時候，美國有應對危機所需要的金融監管當局；現在，能應對當前危機的歐元區共同財政機構還沒誕生。創建共同財政機構是需要數個主權國參與的政治過程，這就是問題如此嚴峻的原因。由於缺乏設立共同財政機構的政治意願，且自從歐元問世以來歐盟的政治凝聚力已大為渙散，因此歐元危機並沒有顯而易見的解決方案。」（George Soros，2011）

「希臘的財政危機或許在短期內可稍微緩解，但歐債危機尚未獲得根本解決之道。主要的問題在於，歐元區財政危機的另一個主因是，區域內貨幣政策與財政政策分屬不同的角色，使得擁有單一貨幣的歐元區卻缺乏各國在財政政策的整合。當發生問題時，會員國無法妥善運用貨幣政策的彈性加以解決，而歐盟又無法統一各國的財政手段。」（甘逸驊，2012）。

更嚴重者，由於其是因歐元區會員國之國家財政赤字而引起，因此，可能「反彈」而成為社會危機。

## 貳、都是「歐元」惹的禍！

歐元危機的呈現，約在2009年10月至2010年4月間。2009年希臘社會黨選舉獲勝後上任，新任政府接手後發現財政情況嚴峻，於是於10月份宣佈，除了對2008年的實際財政赤字的資料加以修訂外，並將2009年財政赤字占GDP比例，從原有的3.7%調高改為15.8%。同時，並確認當時之累積未償還政府債務餘額高達GDP的129.3%，總金額為兩千多億歐元，其中的兩百億歐元將在2010年4、5月份到期。情況已經嚴重到，不僅已到期之債務，無力償還。且其信用（Bonität）評等遭到調降，已無法再從資本市場舉借。希臘乃於2010年4月23日向歐盟提出申請，要求援助。

希臘係於2001年1月1日加入「歐元區」。根據「馬斯垂克準則」（Maastricht criteri），加入歐元區之基本條件為：每年之預算赤字，不得超過GDP的3%，和未償債務餘額不得超過GDP的60%。但在事件爆發後，根據歐洲委員會2010年1月「關於希臘之預算赤字和債務的統計報告」指出：從2004年開始，「歐盟統計署」（EuroStat）就發現希臘所提供之統計數據，並不真實，且係經過變造的。從該署於2004年11月公布修正後之希臘的財政赤字和未償還債務之金額的報告，就發現1997~2003年間，已有錯誤的數據。且2004年之後，「歐盟統計署」在每半年發布的新聞稿，就有五次對希臘之統計數據表示「保留」。

實際上，希臘在2001年1月1日加入歐元區之前，預算赤字佔GDP的比率：1990、1995、2000年分別為：14.2%、9.1%、3.7%。未償債務餘額佔GDP的比率，分別為：71.7%、97.9%、104.4%。均遠超過得加入歐元區之標準的3%或60%。在2001年以後，希臘之政府預算赤字佔GDP的比率：2005、2008、2009、2010年分別為：5.5%、9.8%、15.8%、10.6%。未償債務餘額佔GDP的比率，分別為：101.2%、113.0%、129.3%、144.9%。既使在事件爆發，歐盟施以援手，2011、2012、2013年，政府預算赤字佔GDP的比率，分別為：8.9%、7.0%、6.8%。未償債務餘額佔GDP的比率，分別為：162.8%、198.3%、198.5%。<sup>7</sup>

由上面之數據顯示，希臘的財政危機屬於「結構性」的，也就是從1990年開始，二十餘年來，其每年的財政赤字，不僅均超過歐盟所訂標準：GDP的3%，且累積未償還政府債務餘額佔GDP的比例，也超過60%的上限以上，且超過的幅度甚大。同時，值得注意的是，2001年以後，希臘雖加入歐元區，但其財政情況，不僅未見改善，反而持續惡化。

按為成立歐元區，歐盟會員國於1992年於荷蘭的馬斯垂克（Maastricht）簽訂《馬斯垂克條約》（Maastricht Treaty），訂定所謂的「歐元趨同準則」（euro convergence criteria），通稱「馬斯垂克準則」。主要內容包括：（1）通貨膨脹率不得超過物價最穩定的三個會員國之物價指數平均數的一點五個百分點。（2）在政府財政方面，未償債務

餘額不得超過GDP的60%；每年之預算赤字，不得超過GDP的3%。只有偶發、短期的逾越，可以例外的被允許。(3)申請國必須加入1979年所設立的「歐洲貨幣系統」(European Monetary System, 簡稱EMS)於1999年取代原來的「匯率機制」(Exchange Rate Mechanism, 簡稱ERM)制定之「匯率機制II」(ERM II)，且至少連續兩年，不得貶值；其匯率只能在「歐元匯率」(Eurokurs：歐元對美元之匯率)之一定範圍內(大部分為15%)浮動，若超過，各國中央銀行必須介入干預。(4)名目長期利率，不得高於三個物價最平穩會員國之平均數的二個百分點。

這些準則的主要目的，係為了建立一個具有幣值高度穩定的共同貨幣，作為「歐洲內部市場」(Das Europäische Binnenmarkt)的補充形成條件，即將歐洲「共同市場」(Das Gemeinsame Markt)整合成為真正的「內部市場」。歐盟會員國中，必須符合上述條件，才能加入歐元區，成為會員國。

1999年1月1日，符合條件者，有奧地利、比利時、芬蘭、法國、德國、愛爾蘭、義大利、盧森堡、荷蘭、葡萄牙、西班牙等十一個國家。2001年1月1日希臘獲准加入，成為第十二個加入的國家。接著，斯洛維尼亞(2007年)、馬爾他和賽普勒斯(2008年)、斯洛伐克(2009年)、愛沙尼亞(2011年)相繼加入，一共十七個國家。尚未加入的十個國家中，英國、丹麥、和瑞典，雖已符合條件，但仍選擇不加入。

目前十七個歐元區會員國中，發生財政危機者，除了希臘以外，仍有四個「未爆彈」：義大利、愛爾蘭、西班牙和葡萄牙。未加入的其他十個歐盟會員國，似乎均安然無恙。因此，如果就已加入歐元區的十七個國家和歐盟二十七個會員國(隨後( )中之數字)整體之數據加以比較：二者2000、2005、2008至2012年之財政赤字佔GDP的比率平均數，分別為：1.2% (0.6%)、2.5% (2.5%)、2.1% (2.4%)、6.4% (6.9%)、6.2% (6.6%)、4.1% (4.7%)、3.4% (3.9%)。未償債務餘額佔GDP的比率平均數為：69.2% (61.9%)、70.2% (62.8%)、70.1% (62.5%)、79.8% (74.7%)、85.6% (80.3%)、88.0% (82.5%)、90.4% (84.9%)。也就是，在財政赤字方面，歐元區國家之平均數低於歐盟國家之平均數，然在未償債務方面，歐元區國家之平均數，卻高於歐盟國家之平均數。除此之外，已加入歐元區的十七個國家中，除冰島、盧森堡、和前東歐國家外，加入歐元區後，其未償債務餘額，幾乎每年以相當大的幅度上升，且均超過馬斯垂克準則所規定的60%甚多。反而未參加國家，能夠維持穩定。這似乎與當時成立歐元區之目標相違背。

從上述的分析，我們幾乎可以暫時得到這樣的結論：所謂「歐債危機」，主要係因歐元區的形成所帶來的「致命性後果」(Schulden-Krise：Die fatalen Folgen der Euro-Einführung)<sup>8</sup>；各國政府的高財政赤字和債務，固然是必要條件，但應非充分條件<sup>9</sup>。同時，對希臘而言，如果不急切的加入歐元區，也許今天的財政赤字和債務金額，就不會那麼高。也就沒有今天的財政危機，而導致政治和社會之危機。這樣的結論，從下節的

分析，應可得到支持。

### 參、禍水原來來自華爾街！

從希臘的經驗，其實值得探討的是，在歐盟嚴格審查和監督之下，其為何有辦法隱藏事實和掩蓋問題長達二十年？2010年2月13日紐約時報（New York Times）一篇以「Wall St. Helped to Mask Debt Fueling Europe's Crisis」為題之報導或許可以揭開這個「謎」！

根據上述之報導，2000年間，為了讓希臘政府符合「馬斯垂克準則」而加入歐元區，華爾街的Goldman Sachs Group Inc. 透過各種衍生性金融工具之操作，為其虛飾相關的統計數據，使之符合歐盟所規定的標準，時間長達十年之久。同時，在希臘加入歐元區之後，Goldman Sachs Group Inc.仍然採取相同的手法，讓希臘得以形式上「非借款」的方式，融通其財政赤字，以規避「馬斯垂克準則」之限制。即使在希臘債務問題爆發之前的三個月，Goldman Sachs Group Inc.又派出一組人，故技重施，企圖拖延問題之爆發，但遭新政府拒絕。不過，希臘政府卻必須為2000年Goldman Sachs Group Inc.所提供之服務，支付一億美元。

紐約時報因此指出：歐債問題雖然並非華爾街所造成，但如無華爾街銀行（莊）家之協助，希臘政府不可能舉借超過其償還能力的債務。歐債問題就如同美國的次級房貸或AIG風暴，衍生性金融商品扮演相當重要的角色。華爾街的Goldman Sachs Group Inc.與J.P. Morgan Chase & Co.等銀行所發展的金融工具，讓歐洲希臘、義大利等國政府得以掩蓋其債務。

換言之，歐盟為了推動單一貨幣，在歐元誕生的同時，亦帶來「原罪」（original sin）；像義大利和希臘等原本財政赤字就很高的國家，為了加入歐元，但卻未以開源節流的方法，削減其赤字，而是藉助於華爾街的銀行，以衍生性金融商品，降低其赤字。例如就希臘而言，2001年剛加入歐元後，Goldman Sachs Group Inc.就祕密地以外匯交易（currency trade），而非舉債（loans）方式，幫希臘政府借得數十億的款項，讓其得以不須削減赤字。另外，則由這些銀行以預付現金的方式，來交換政府未來的收入，如機場降落費或彩券收入等。除此之外，2005年Goldman Sachs Group Inc.曾將「interest rate swap」賣給希臘最大的銀行：「希臘國家銀行」，2008年並協助銀行將swap轉入一家名為Titlos的公司，而由「希臘國家銀行」取得Titlos所發行的公司債，用以作為向歐洲中央銀行（European Central Bank，簡稱ECB）貸款的擔保品。在義大利方面，JPMorgan則是運用「currency swap」和「interest rate swap」等衍生性金融工具，讓義大利政府取得大量現金，義大利政府則係以不會被歸類為「負債」之未來給付，作為對價。

## 肆、現代版的南海公司或密西西比公司？

以上的這些操作手法，其實與十八世紀的英國、法國所發生的金融史上最受矚目的泡沫經濟，有異曲同工之處。都是以衍生性金融商品，解決政府債務問題。只是當時的衍生性金融商品是由政府授以特權經營對外或殖民地貿易之南海公司（South Sea Company）或密西西比公司（Mississippi Company）的股票<sup>10</sup>。

英國對西班牙王位繼承戰爭（1701～1714年）留下的鉅額政府債務，由一千六百四十萬累積至五千三百七十萬英鎊，其中，一千三百三十三萬英鎊為長期付息債券（每年支付六十六萬六千五百六十六英鎊，至世紀結束）。為了解決此鉅額的債務，特別是將九百餘萬英鎊無特定稅源擔保的戰時短期公債，轉換為股票，1710年，倫敦的商人、金融家、和股票掮客George Caswall，和放高利貸的股票掮客John Blunt，兩人建議Robert Harley的新政府，以一千萬英鎊的長期債券作為資本設立南海公司，南海公司可以獲取與西班牙貿易之獨占權。其他的股東則係以其所持有的難以轉移的短期政府債券，來交換可轉換且易於移轉的公司股份。南海公司除了保證每年由政府取得約五十餘萬英鎊現金收入外，還可以從其獨占的貿易之營運獲取「預期利潤」。

就解決政府的短期債券而言，南海公司的運作相當成功，至1711年，97%短期政府債券，轉換為公司股份。且由於1713年之後，英國的股票市場，相當繁榮，1717年之平均的股票價格上漲面值的20%。政府為減輕其債務利息，乃全部買回高利率但不易交易的債券，而發行新的低利率且已有市場之債券；根據1717年的換債法案，其減少大量浮動利率的國庫券，並成立償債基金（Sinking Fund），減少國債，其減少的利息支出達13%。

1719年財政部建議南海公司以十一點五倍資本化的價格，購買1710年發行，每年需支付利息十三萬五千英鎊的彩券債券，即提供相當一百五十五萬兩千兩百五十英鎊的股票給債券持有人，雖然以債券持有人之原始投資一百五十萬英鎊來計算之獲利率，只有3.48%，但其仍較債券之市場價格高，因為債券利息之給付，已經延遲，再者，其仍可獲得一筆永久性的資產，因為原始債券在二十三年後才到期，而且股票之轉讓比債券之轉讓容易。除此之外，在1719年12月債券轉換時，股票之出售價格為面值之114%，所以債券持有人的獲利率約為20%。依此條件，幾乎有70%的彩券債券轉換為股票，政府每年支付的利息，下降近50%；南海公司亦獲得利益，其資本增加一百七十五萬英鎊，但其只有承受債務一百零八萬英鎊，其餘的六十七萬英鎊之股票的市場價值為七十六萬三千八百英鎊，足夠用以支付額外的延遲利息給債券持有人和財政部。因此，此種債券轉換，使各方均得到好處，主要的來源，除了當時債券市場的價格普遍提高外，大部分係因以現代化的金融工具，即由政府特許的股份公司之容易轉讓的股票，取代不易轉讓的政府債券。

由於政府發行之債券數量仍相當多，在1719年末此種操作持續進行，除了英格蘭銀行和新東印度公司所持有者外，幾乎全部轉換為南海公司的股票。南海公司被授權，可以在已轉換之可償還債券之名目面值，和其嘗試說服轉換之任何比例的長期和短期不可償還債券的限度內，發行新股票，且對其用以交換之股票，可以設定任何轉換價格。長期不可償還債券之轉換價格為每年支付利息的二十倍，短期不可償還債券為每年支付利息的十四倍。

但這是一種致命的吸引力和詐欺的計畫；若為了使債券持有人願意轉換，其轉換價格愈高，則將有愈多的剩餘股票可供其他用途；例如，若轉換價格為股票市價的135%，則二千萬英鎊的債券，只需發行新股一千四百八十一萬四千八百一十五英鎊，其餘的五百一十八萬五千一百八十五英鎊可以挪作他用。

1720年4月7日，國會通過南海公司所提之超過七百五十萬英鎊的轉換計畫，並於4月14日開始登記認股；首次發行的兩百萬英鎊，一下子被認購一空。公司的股價由4月13日面值的288%，於4月27日上升為335%。4月28日，開始辦理不可償還債權之轉換，包括九十九年期與三十年期的長期、短期兩種債券，政府同意長期之價格為二十倍，短期之價格為十四倍，但南海公司提出更優惠的價格，分別為三十二倍和十七倍。不過，其要求債券持有人以三百七十五英鎊的債券認購一百英鎊的新股票，在當時股票市價為三百三十五至三百四十三英鎊之間，且預期仍會上漲，故其認購價係合理的，有63%的不可償還債權均轉換為股票。

另外，在4月29日，辦理現金認股；在當時原始股票之市價只有三百四十英鎊，現金認股為四百英鎊，但亦是馬上被認購一空。最初宣佈發行之新股為一百萬英鎊，但實際發行之新股為一百五十萬英鎊。現金認股只需繳納20%至10%的保證金，其餘分三年支付。因此，許多預期股票上漲之投資人，儘可能的借錢認購。雖然政府債券的價格維持穩定，但以其為基礎而發行的股票卻繼續上漲；同時，南海公司更以其現金認購所獲得的現金，提供貸款給股票認購人；其條件是每一百英鎊之股票（存放於南海公司），可以貸二百五十英鎊，於四個月內償還，利率5%；貸款總額約一百萬英鎊。就股市的供、需而言，這產生了所謂的雙乘效果（double-barrelled effect），一方面，市場上股票的供給減少約四十萬英鎊，但需求卻增加一百萬英鎊。

此種方式的操作持續進行，股價上升至一千英鎊，一直到8月18日，南海公司的董事會控告York Buildings Company和 New River Company違反6月通過的泡沫法（The Bubble Act），從事與其所特許的業務以外之業務，南海公司股價由8月下旬至10月中，開始急遽下跌至兩百九十英鎊。9月24日英格蘭銀行要求南海公司的代理銀行The Sword-Blade Company<sup>11</sup>以硬幣或英格蘭銀行之鈔票償還其所發行的票券時，The Sword-Blade Company宣告倒閉，南海公司亦崩潰。

在法國方面，1715年，法王路易十四駕崩後，法國的經濟實際上已經破產，政府的收入僅勉強夠支付龐大公債的利息；當時，蘇格蘭的經濟學者John Law，遊說路易十五的攝政王，接受其建議，以解決財政問題。Law建議法國，學習英國的英格蘭銀行，設立貨幣發行機關，於1716年設立The Banque Général。隔年，1717年設立西方公司（Compagnie d'Occident），主要係以承受政府債券，用以交換掌握法國在美洲殖民地Louisiana的獨占貿易權<sup>12</sup>。即本國及外國之債券持有人，可以債券轉換為股份。原始名目資本為一億 livres，面值五百 livres一股，但市價只有三百 livres。Law被任命為七位董事之一。Law並將西方公司的經營範圍，擴大至加拿大毛皮獨占交易；1719年更擴大至對印度和中國的貿易獨占，並改為印度公司（Compagnie des Indes），增加新股五萬股，同時又獲得鑄幣和收取間接稅的權利。

1719年，Law提供每年支付4%股利的公司股票，或比照政府給付給公司3%的固定報酬率的債券，以償還政府以前發行債券。Law持續發行三次的新股，每股面值五千 livres，承諾4%的股利，由原來的股東優先承購；由於在此之前三次所發行的股票面值分別為五百、五百五十與一千 livres，這些股票持有人乃獲取相當高的資本利得。至於那些原本持有政府債券者，則不能優先認購此些新股，只能以市價來購買。

為了降低有效利率至2%，Law計畫將股票之市價提高至一萬 livres；其採取的措施為：第一，將股分分割為較小單位，以吸引小額投資人；第二，採分期付款，每月支付10%，而且前兩個月可以遞延至第三個月；第三，由Banque Royale提供以股票為擔保之貸款。當股票之市價上升至一萬 livres後，為穩定股價，Law又採取下列步驟：第一，設置營業處所，從事該公司股票之買、賣；第二，將股票之價格固定在九千 livre。Law的這些作為，主要係為創造一個吸引富有的法國人，以及外國，特別是英國和荷蘭的投資人。

惟由於西方公司的股分仍然乏人問津，為了抬高股價，Law乃引進期貨交易，且在此同時，有謠言指Louisiana發現豐富之礦產，均支撐股價上漲。1719年7月Law保證股利為12%，12月提高至40%；股價因買入的大量增加而直線上漲，其購買股份的財源，大部分來自銀行的低利貸款。1720年1月，整個巴黎籠罩在一片投機的狂熱氣氛，面值五百的股票，漲到一萬八千，漲幅高達三十六倍。人民一夕之間，財富倍增，百萬富翁這個新詞，也出現。Law的名聲和影響力達到巔峰，被任命為財政總長，等於是實質的首相。但至12月，開始崩盤，Law逃到比利時。

這些於1719年至1721年先後發生於巴黎、倫敦、阿姆斯特丹、和漢堡的金融危機，彼此之間，有其關聯性。主要係因資金來源係來自國際金融市場，受到國際的投機客之操縱，例如荷蘭人在這二個英、法之泡沫中，均扮演重要角色。除此之外，其並引進以股票質押借款之制度，大量擴充股票市場之資金，哄抬股價。



## 伍、公司債？主權債？或「歐元公債」？

由於以上這二次金融事件的教訓，不僅英國於1720年通過泡沫法，限制股份公司的使用，一直到十九世紀。且對發行貨幣之銀行<sup>13</sup>的限制和監督相當嚴格，對財政和金融之間，亦建立嚴密的防火牆；例如，強調中央銀行的獨立性，中央銀行不得購買政府發行之債券等。不僅如此，在金融市場，政府債券和民間之金融債券，不論是股票或公司債，亦均有明顯之區隔。

本質上，政府之債券與民間企業，包括金融機構所發行之債券，截然不同。後者之市場流動性高，同時，債券之價格（或價值），主要決定於其報酬率和風險率，有可能因發行主體的「信用破產」或「倒閉」而一夜之間化為烏有。除非，如2008年美國的次級房貸，如任其破產，對整個社會和經濟的衝擊，相當大，故當時的美國政府，乃透過財政之措施給予「紓困」，緩和並降低其衝擊。另外，由於債券只是民間企業或金融機構「賺錢」的工具，故當其「無利可圖」時，自然會停止發行，且即使發行，亦無人購買。因此，其存在一個自然「停損點」。

至於政府的債券，一般而言，如係以本國貨幣所發行者，屬於所謂的「內債」（internal debt），只有債權人，而無債務人<sup>14</sup>；故即使債權人為外國人或金融機構，亦然。因此，其並無如一般所擔心的，因到期未償還而「破產」！同時，理論上，國家亦不會倒閉，故其最後可能之結局為通貨膨脹。

例如，2011年7月26日世界銀行資深經濟專家和副總裁（1997~2000年），同時亦是2001年諾貝爾經濟學獎得主Joseph Stiglitz 在接受德國時代雜誌（Die Zeit）的訪問時，對於記者問到：美國現在的債務已高達十四兆三千億美元（14,3 Billionen Dollar），創下歷史新高，是否會陷入如希臘所面對需要「換債」（umschulden）的情況？他的回答是：美國的情況完全不同，她是以自己的貨幣發行債券，理論上，貨幣發行銀行（die Notenbank）可以毫無限制的印鈔票來挹注。因此，問題不在於，她是否有、無償債能力（zahlungsunfähig），而是以何種代價來支付：通貨膨脹、貶值、一個弱勢的美元。也就是，美國永遠可以償還其債務，問題只是，美元的價值會變成如何<sup>15</sup>。其實，不只是美國是如此，對其他國家，包括我國，亦然。

更值得一提的，不同於民間企業或金融機構之發行債券，政府發行債券，係為了融通財政赤字所需之財源，因此，要停止或減少政府債券，唯一的途徑，就是控制預算赤字，但在一個民主國家，不僅樽節預算，有相當大的政治阻力，同時，可能反而引發社會和經濟危機<sup>16</sup>。故政府債券的發行，不是「人力」可以掌控的，不是「開源節流」，四個字就可以解決的。

另外，如果政府債券是以他國之貨幣（通常是國際共通的美元或歐元），在國際金融市場上發行，這就屬於「外債」（external debt），華爾街稱之為「主權債券」

(sovereign bonds)。其性質與民間之債券較相似，不同的只是，如前述，國家並不會倒閉或破產。因此，其風險相對較低，不至於因債券到期未償還，而就變成廢紙，完全喪失價值。以1980年代，南美洲的阿根廷、墨西哥、和巴西的金融危機為例，最後是由國際貨幣基金（IMF）和世界銀行（WB）等國際金融機構出面協調，以債權協商的方法，解決問題。

此次發生問題的歐元區「歐債」，如前述，係史無前例。雖然係由政府所發行的債券，但既非前述之「內債」，亦非「外債」或「主權債」。一方面，就希臘、義大利、西班牙……等歐元區會員國而言，其係以本國貨幣：歐元（Euro）所發行，似乎是內債。但另一方面，由於歐元又係歐元區十七個國家共同使用的貨幣，故其所發行的債券，完全在國際金融市場流通，故又形同外債。這一點，似乎與美國政府債券相同。但問題是，美國可以完全決定美元之發行，而歐元的發行權，又不在各別會員國的手中。因此，其不僅無法透過掌控貨幣的發行，迂迴的紓解其債務問題。同時，其所發行的債券，又如同民間債券，完全暴露於國際金融市場之風險中，成為炒作的工具。且對投機客而言，正如流行於銀行界的一句行話：「The country is too big to be allowed to fail. ... A default would reverberate around the globe」。換言之，其所承擔的違約風險，相對的低，因此，炒作的空間相對的大。不僅如此，因其是為融通政府的財政赤字而發行的債券，不是說停，就可以停。

### 結語：笨蛋！問題在金融！

Joseph Stiglitz 在前所提及的，接受德國時代雜誌的訪問時，對於記者問到的另一個問題：歐盟如何防止這些負債纍纍的國家，未來只是會利用援助性的貸款，得到暫時喘息的機會，而不是繼續採取截流措施？

他的回答是：到目前為止，問題不在部分的歐元區會員國家之不負責任的作為；西班牙和愛爾蘭，甚至在金融危機前，仍然有預算剩餘。如果根據歐盟之協定（EU-Verträge），這些國家之作為都是正確的。故問題在這些協定本身。這些協定讓市場自我規範（sich selbst regulieren），然實際上，銀行制度卻未受管制。這些金融機構，毫不負責任的貸出款項，並以此種方式，粉粹了美國和全球經濟。因此，我們應集中全力於改革金融制度（das Finanzsystem zu reformieren），我們需要更多的管制措施。

接著，對於記者表示：不過，對於這一點，自從金融危機以來，人民已經無所期待。Stiglitz 的回應是：完全正確。我們對於金融制度始終未能推動，做必要的改革。反而，銀行界能夠透過其政治影響力，成功的阻止改革。我在提交聯合國的一篇報告中，提出非改不可的幾點建議：例如信評機構（die Rating-Agenturen）的影響力，必須降低，以及應該開徵「金融交易稅」（Finanztransaktionssteuer）。在美國和歐洲的政治人物和學術界，對於應該做根本的改革，基本上，意見相當一致。不過，銀行界確實有相

當大的影響力。

除此之外，記者問到，有關美國對於訂定「公債上限」(Schuldengrenzen)之激烈爭議的問題。Stiglitz直接了當的回答：訂定「公債上限」毫無意義(sinnlos)！是一種「愚蠢的限制」(eine alberne Restriktion)。國會通過法律，政府才能課稅和支出；赤字或債務，只是這二者的差距。國會不應，也不須對此制定另一項法律，而是只要在制定有關課稅和支出之法律時，能夠更負責和協調(verantwortungsbewusst und stimmig handeln)。

的確，歐債危機的問題，係金融制度的問題所引發，財政赤字只是「替罪羔羊」，金融制度不改革，不僅財政問題無法解決，反而更形惡化。當3月15日財政部公布財政健全小組委員名單，學者專家中赫然半數是屬於「財務金融」領域的學者專家，我們不禁一則以喜，一則以憂。喜的是，如果以財務金融見長的財政部長，欲藉這些「財務金融」的學者專家，改革我國的金融制度，防止其惡化我國財政，那我們應該鼓掌支持，並高呼：部長英明。不過，讓我們憂心的，如果如傳聞中的，是要這幾位「財務金融」的學者專家，以「財務金融」的工具，解決「財政」問題，如為復徵「證券交易所得稅」，而調降「證券交易稅」，那真的是典型的「叫鬼拿藥單」，穩死的！

#### 【註釋】

1. George Soros, 吳國卿編譯, 〈索羅斯專欄：歐元危機 比次貸還棘手〉, 《經濟日報》, 2011年9月16日, <[http://money.udn.com/fund/storypage.jsp?f\\_ART\\_ID=246493](http://money.udn.com/fund/storypage.jsp?f_ART_ID=246493)>。
2. “Europa ist auf einem guten Weg, die Krise zu lösen,” Wirtschaft, ZEIT ONLINE, 26, Juli, 2011, <<http://www.zeit.de/wirtschaft/2011-07/Joseph-Stiglitz-Interview/seit-1>>.
3. “Staatsschuldenkrise im Euroraum,” WIKIPEDIA, <[http://de.wikipedia.org/wiki/Staatsschuldenkrise\\_im\\_Euroraum](http://de.wikipedia.org/wiki/Staatsschuldenkrise_im_Euroraum)>.
4. 希臘、義大利、西班牙、葡萄牙和愛爾蘭。
5. 詳參考德國聯邦財政部之問答集：“Fragen und Antworten zur Bekämpfung der Staatsschuldenkrise im Euroraum und zur Stärkung der Wirtschafts- und Währungsunion,” (2011.10.13) <[http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/Wirtschaft\\_\\_und\\_\\_Verwaltung/Europa/20110920\\_\\_29\\_\\_Faq\\_\\_Schuldenkrise.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/Wirtschaft__und__Verwaltung/Europa/20110920__29__Faq__Schuldenkrise.html)>.
6. 甘逸驊, 〈歐債危機 已成慢性病〉, 《中國時報》, 2012年2月22日。
7. 有關之統計數據, 引自德國聯邦財政部2011年11月之月報: <[http://www.bundesfinanzministerium.de/nm\\_143364/DE/BMF\\_\\_Startseite/Publikationen/Monatsbericht\\_\\_des\\_\\_BMF/2011/11/statistiken-und-dokumentationen/01-finanzwirtschaftliche-entwicklung/tabellen/Tabelle\\_\\_S14.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/nm_143364/DE/BMF__Startseite/Publikationen/Monatsbericht__des__BMF/2011/11/statistiken-und-dokumentationen/01-finanzwirtschaftliche-entwicklung/tabellen/Tabelle__S14.html)>. & <[http://www.bundesfinanzministerium.de/nm\\_14336](http://www.bundesfinanzministerium.de/nm_14336)

4/DE/BMF\_\_Startseite/Publikationen/Monatsbericht\_\_des\_\_BMF/2011/11/statistiken-und-dokumentationen/01-finanzwirtschaftliche-entwicklung/tabellen/Tabelle\_\_S15.html>。

8. “Schulden-Krise : Die fatalen Folgen der Euro-Einführung,” *FOCUS MONEY ONLINE*, 28. März 2011, <[http://www.focus.de/finanzen/news/staatsverschuldung/schulden-krise-die-fatalen-folgen-der-euro-einfuehrung\\_aid\\_612834.html](http://www.focus.de/finanzen/news/staatsverschuldung/schulden-krise-die-fatalen-folgen-der-euro-einfuehrung_aid_612834.html)>.
9. 同時期，日本之財政赤字和債務分別為：1995（4.7%，86.2%），2000（7.6%，135.4%），2005（6.7%，175.3%），2008（2.2%，174.1%），2009（8.7%，194.1%），2010（6.8%，197.6%），2011（7.2%，206.2%），2012（7.4%，210.0%），2013（7.2%，215.7%）。另外，美國之情況：1995（3.2%，71.2%），2000（1.5%，54.8%），2005（3.2%，61.8%），2008（6.4%，71.8%），2009（11.5%，85.8%），2010（10.6%，95.2%），2011（10.0%，101.0%），2012（8.5%，105.6%），2013（5.0%，107.1%）。
10. Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason* (Cambridge: Cambridge University Press, 1990).
11. 由於南海公司不得經營銀行業務，Elias Turner, George Caswall and Jacob Sawbridge 乃於1712年接收The Sword-Blade Company；Caswall and Sawbridge為南海公司的董事。The Sword-Blade Company從事證券經理業務，其所發行的票券，南海公司接受作為現金給付。因此，The Sword-Blade Company乃貸款給南海公司，供作借款給認購股票者。不過，The Sword-Blade Company所發行的票券，並非法定貨幣或銀行鈔票，其在證券交換所以外，不能使用。
12. Mississippi Company係法國海外殖民地公司的通稱。
13. 中央銀行乃因而誕生。
14. 此即：「we owe it to our-self」，we係指國民全體，無法區分這一代或下一代。
15. 同註2。
16. 黃世鑫，〈跨世紀財政赤字問題——財政社會學之剖析〉，《華信金融季刊》，12期，2000年，頁35-68。◆