

## 國際景氣與歐元區經濟前瞻

講者：魏啓林

摘記：鄭光伶

國際景氣與歐元區的經濟前瞻為近來世人所共同關注的議題，我們也同樣對此重要的趨勢變化感到關心。最近，在經濟學界有這麼一個笑話：現在全世界的投資人都在問一件事：「我們這個世界養了這麼多經濟學家，甚至設了諾貝爾經濟學獎，為什麼沒有人及早告訴我們會發生這樣的經濟危機呢？」關於這點，我引用去年諾貝爾經濟學獎得主克魯曼先生的俏皮話：「所謂經濟學家，就是在今天向我們解釋昨天發生的事情；如果你想知道明天發生的事情，他將會在後天告訴你。」由此可知，若經濟學家可以預測現正發生的事情，那麼他們想必就早於2007年夏天便將手邊所有的資產拋售一空，變為現金，並且在未來股市最低點之際再將其全部買進，進而成為世界大富翁！這意味著，世界上經濟情勢的變化並不是任何人可以輕易掌握的，經濟學家只是就其假設的變數去做趨勢預估。事實上，今日世界正面臨的經濟危機及衰退，在過去幾年已有經濟學家預測到，可惜不能確切知道會發生在哪個時間點。

目前世人皆想知道危機何時會過去，而身為一位諾貝爾經濟學獎得主，克魯曼罕見地每週兩次不斷在紐約時報批判，最近他說了一段發人深省的話：「現在我們總說何時經濟會復甦，但等到那個時間點到了，我們又總說還得再延後半年。問題在於我們總是在做計畫，但計畫能否執行，執行又是否能達到原本預估的效益，所以我

們現在做的許多經濟預測是要拿來做修正用的，這次的經濟危機可能會比我們所想像的要延長更久。」

猶記得去年春天，全球預估經濟將於去年底復甦，歐元區則由於其經濟循環慢美國一季，是故復甦應於今年春季。直至去年九月美國雷曼兄弟垮台，大家便又將美國經濟復甦推延至今年春天，歐洲更推延至夏天，台灣則約在今年冬天。但是到了今年第二季的此時，歐巴馬總統為民眾做了信心喊話：「我們要有信心，我們現在的智慧、能力、生產力以及創新能力都如從前一般，所以大家怎麼能喪志呢？我們一定會成功的！」但另一方面他又表示：「可是在我們復甦之前，還將會有更壞的情況出現。」所謂更壞的情況究竟是如何的光景？這也是大家正在預測的。

關於美元未來的走向，大家可以注意到，美國政府在過去這段時間裡遍地發行美元，因為美元不須做準備。美國聯邦儲備理事會為美國的中央銀行，但它於1913年成立時，當時的威爾遜總統迫於環境的需求，使它成為私人銀行，所以美國的中央銀行是民營的，它不需要公開地宣布其 balance sheet，當時美國國會僅以發債權來控制它（即由國會編預算發行公債），國會一旦通過政府可以發債，而此公債在市場上拋售時若沒有順利賣出，聯準會就得將其全部收購，而該如何收購？即「印鈔票」來應對。

## 一、葛林斯班的泡沫與次級房貸

葛林斯班於當年911之後將利率連降兩碼以穩住美國股市，也因此被視為英雄，但他將美國的基準利率維持在1%近兩年的時間，在美國商業銀行把房地產的貸款貸出後，由二房將其買下發行債券，這些債券被許多投資銀行所購買，將其包裝後再轉賣給其他投資銀行，最後，投資銀行再將其包裝成CDO，賣到全世界去，讓民眾付了手續費又承擔了風險。

正因為全世界利率都很低，這種經過包裝並獲得三個A的評等，其中最大的分歧在於：銀行錢借給你而你把房子押給我，居然有人馬上把我的債權買走，我就已經沒有風險了，第二個人買走又賣給第三個人，以分享其中的利息，最後賣到歐洲及亞洲的投資人手中。所以，真正出資貸款的人卻是最後買債券的人，這其中的風險在於：最後買的人並不認識原始借款的人究竟是誰，唯一知道的便是最初借貸出的銀行本身，這樣的行為將風險控管的觀念模糊掉，因為原銀行已經將風險轉移出去，此外，更有令人匪夷所思的次級房貸出現：若一間房子為一百萬美金，銀行可貸出七十萬（最高為房價之七成），且房子未來有可能會漲價，又由於低利率，大家都繳得起貸款，於是房屋仲介找來貸款民眾，表示房子還有第二胎可擔保借貸，並向一般的融資公司進行第二次借貸。如此這般，由於房價漲了五十萬元，買一百萬元的房子到最後竟可以貸到一百五十萬元的情況就這樣發生了。另一種情況則是，借貸時頭三年寬限期不交本金，只還利息，且利息極低，有些民眾遂購買了超過本身能力可負擔之房屋間數，以為三年後房子漲價就大賺一筆，這樣的念頭吸引了一些沒有能力貸款的

人來買房子，葛林斯班觀察到這個現象，並開始擔憂，於是在2006年起很快地連續十幾次將利率由1%升到5.25%，當時大家還稱讚他此舉相當有魄力。但是後遺症來了，當一個人原本貸款購買五棟房屋並只繳交1%的利息，忽然間利率上升至5.25%，許多人繳不起利息便索性不繳了，次級房貸風暴於焉產生。而次級房貸風暴又延燒到正級房貸，使得問題更加棘手，而販售這些債券的佣金，早就被所謂「肥貓」給瓜分一空。

## 二、美元走貶造成的通貨膨脹問題

2007年下半年，全球經濟在次級房貸的風暴壘罩下，因美元走貶而造成原油與原物料價格飆漲，各國遭逢嚴重的通貨膨脹問題。事實上，通膨到了某種程度，人類的需求便會自然減弱，於是每次通貨膨脹過後伴隨著的便是通貨蕭條。其實通貨蕭條是可以處理的，自從凱因斯的理論出現後，我們知道通脹時慢慢把利率調高，以使物價平緩下來，可解決問題。但是伴隨著金融危機，在物價最高漲的同時開始暴滑，原本應慢慢平緩的物價竟是以斷崖式地快速滑落的方式下降，導致過去從沒有過的全世界一起不景氣，且是所有的產業一起不景氣，實在為80年來僅見。

2008年9月開始，次貸引發更激烈的金融危機，從二房事件到雷曼破產及AIG尋求金援等，擴大成金融海嘯席捲全球。2008年全球經濟在原油與原物料價格雙重上漲引發嚴重通膨壓力下，加上次貸危機所帶來的信用緊縮，導致全球陷入嚴重的衰退：

世界銀行和經合組織（OECD）的30個會員國將面臨38年來首度集體衰退，歐元區經濟也出現15年來首次負成長；

- 國際勞工組織（ILO）於2009年2月預測，至2009年年底，全球失業人口將遽增5,000萬人，達到2.3億；
- 世界銀行（World Bank）預期2009年全球貿易將會下降2.1%，為1982年來的首次下降，並為貿易融資帶來巨大缺口。

貿易為國與國之間互通有無的關係，國與國間貿易量越高，國際經濟成長便會越快；反之，若貿易量衰退，則將會帶來嚴重的後果。

### 三、全球景氣概況

目前對於景氣的預測，充斥著各種樂觀或極端的看法。在此我採用比較中性的Economic Outlook的說法：

美國、歐元區、英國和日本的GDP預期將為負成長。

- 美國：2009年1月製造業耐久財訂單重挫5.2%，貿易赤字（12月）月減16.54億美元，進出口價格同步走低；2009年1月失業率攀升至7.6%，預估2月將升至7.9%。房地產市場將持續低迷。IMF預計2009年全美經濟為衰退1.6%。
- 歐元區與歐盟：2008年12月歐元區及歐盟工業生產各減少12%及11.6%；2009年1月失業率歐元區及歐盟分別上升至8.2%與7.7%；強勢歐元和資產泡沫化破滅更加嚴峻，尤其是西班牙和愛爾蘭房市破產，反應金融與房市的惡化，IMF預計2009年經濟成長為-2.0%。
- 英國：服務業和製造部門成長減緩，2008年第四季經濟成長率為-1.5%。
- 日本：原本疲軟的經濟成長，加上強勢日

圓造成出口產值下滑，消費者和企業信心指數急速下降，預計2009年經濟成長為-2.6%，

- 中國：2008年工業生產成長放緩至12.9%，人民幣升值12.66%。2008年12月失業率4.2%。受美國和歐洲的需求銳減影響，2009年1月份進出口額連續第3個月下降，出口額較上年同期下降17.5%，創下近13年來最大跌幅。（溫家寶的保八政策）
- 南韓：2008年12月以來雖然物價漲勢持續放緩，但生產、內需、出口等實體指標的減少態勢則加深，景氣萎縮速度遠比預期還快。
- 東南亞：新加坡經濟年成長約-2.6%，菲律賓經濟年成長約4.5%，泰國預計年成長約-4.3%，馬來西亞調低全年經濟成長率預測至0.1%，印尼則是唯一的例外，仍成長5.2%。
- 中東歐：受到歐元區對其需求減緩，將影響投資與出口，除匈牙利和烏克蘭的問題，獨立國協、中東及北非等產油國，受到油價崩跌的影響，也使得國內需求成長受到限制（越南化）。

### 四、歐元區的經濟困境

以克魯曼為首的一些經濟學者表示，振興經濟都是計畫下的產物，但計畫執行時若資金沒有及時到位（一般決策至執行完畢可能需時三至六個月不等），待產生效果之時，大約得至今年年底不可。對於這個情形，克魯曼提出救災三原則：（一）要有統一的指揮官；（二）沒有平衡預算只有赤字預算；（三）過猶不及，也就是寧可通貨上漲，再把利率調升，通脹就會下降，但是景氣一旦大蕭條，就算將來將利率

調降至0%也不見得會回升（因銀行悲觀不願貸出款項）。

### （一）歐元區成員國

目前歐元區共有16個成員國和超過3億3千萬的人口。

包含奧地利、比利時、賽普勒斯、芬蘭、法國、德國、希臘、愛爾蘭、義大利、盧森堡、馬爾他、荷蘭、葡萄牙、斯洛伐克、斯洛維尼亞、西班牙。



### （二）歐元區的經濟困境

#### • 經濟預測不斷調低

據IMF2009年1月預測，2009年歐盟與歐元區GDP增長率分別僅及-1.8%和-2.0%，均尚不及2006和2007年的一半。

德國IFO學會調查顯示，歐元區2009年第1季度的經濟景氣指數已從2008年第4季度的50.8下跌到45.8，連續第6個季度下跌。

#### • 歐洲工業生產大幅萎縮

#### • 投資、出口和私人消費疲軟

據經合組織11月預測，整個歐元區的私人消費增長率為0.4%。失業率超過8.6%。固定資本投資增長率為0.4%。

#### • 物價上漲、經濟信心下滑

#### • 金融危機：金融機構虧損、股市暴跌、流動性不足、企業營運與投資受到影響……

西歐所面臨的棘手問題為沒有一個統一的財政政策，未來更有可能被東歐拖垮。所謂「東歐越南化」，就跟亞洲金融風暴時的越南一樣，當時其本身不具有發展的成熟條件，但輿論都預測越南是亞洲未來的一條龍，於是所有的資金都湧進來，而西歐由於資金充足，於東歐投資甚多，所以東歐聚集越來越多資金，但是他的人文、技術、公共建設都仍不足，資金注入後沒有辦法落實到直接生產，因為得先等待許多基礎建設的完成，如此一來，資金在受到官僚體系的拖延後，只好轉而投入股票及房地產，將其炒高，使得當地人跟進。但是到了股票最高點，外資卻又抽手賣掉，使得握著股票的本國人造成嚴重損失。不同的是，此次西歐的資金挹注不是為了炒股，而是有心於當地投資，只是西歐目前亦缺乏資金，只能趁高點時將它們賣掉變現，遂造成東歐崩潰。

而談到冰島的問題，則與歐洲國家金融機構存放比例過高有關。在臺灣，由於央行管制的很好，銀行存放比約為七成，而歐洲部份國家以及冰島則高達九倍，也就是說，存戶存了一百元進來而銀行卻借了九百元出去，這造成的衝擊是很高的，這也就是歐洲現在面臨的大問題。

歐盟成員國的經濟預測不斷調低，工業生產也大幅萎縮，物價上漲，信心危機的出現，為

了挽救頹勢，歐盟國家透過注資、貸款、擔保和降息等方式，以達到刺激經濟計畫、恢復市場信心、避免金融崩潰以及促進經濟增長。到2008年11月中，歐委會已先後批准了德、英、法等10個成員國提出的金融救市計畫，歐盟各國的金融救市計畫總額已超過2萬億歐元。

歐盟高峰會於2008年12月間推出的總額達2000億歐元的刺激經濟計畫。希望通過增加公共支出和減稅等擴張性財政政策刺激經濟增長。歐盟委員會還計劃出資五十億歐元輔助說明振興歐洲經濟，其中包括用於替代能源、高速網際網路及天然氣管路在內的新投資。

歐洲央行並於今年一月的貨幣政策會議中，宣布將基準利率下調50個基點，降至2%，是歐洲央行1999年開始制定貨幣政策以來的最低。自2008年十月份以來，歐央行已四度降息，累計降幅225個基點。

但是，儘管歐盟的金融救市計畫有總額超過兩萬億歐元的經費，花在振興經濟上的，目前僅有兩千億歐元。目前最重要的，就是把西歐各國的財政部長都找來，共推一個人選出來整合協調，成為歐盟的財政部長，掌管如何振興經濟以及如何運用資金。

## 五、歐盟國家的刺激經濟計畫

目前歐盟有許多金融救市措施和刺激經濟計畫：

- 行情性措施：以貨幣、財政政策以抵禦並扭轉眼下的經濟衰退形勢局面。
- 結構性措施：對整個經濟（特別是其製造業）實施改革與創新的戰略
- 資助一些重要的產業領域，如氣候、環保研究和可再生能源專案，開發大容量、高

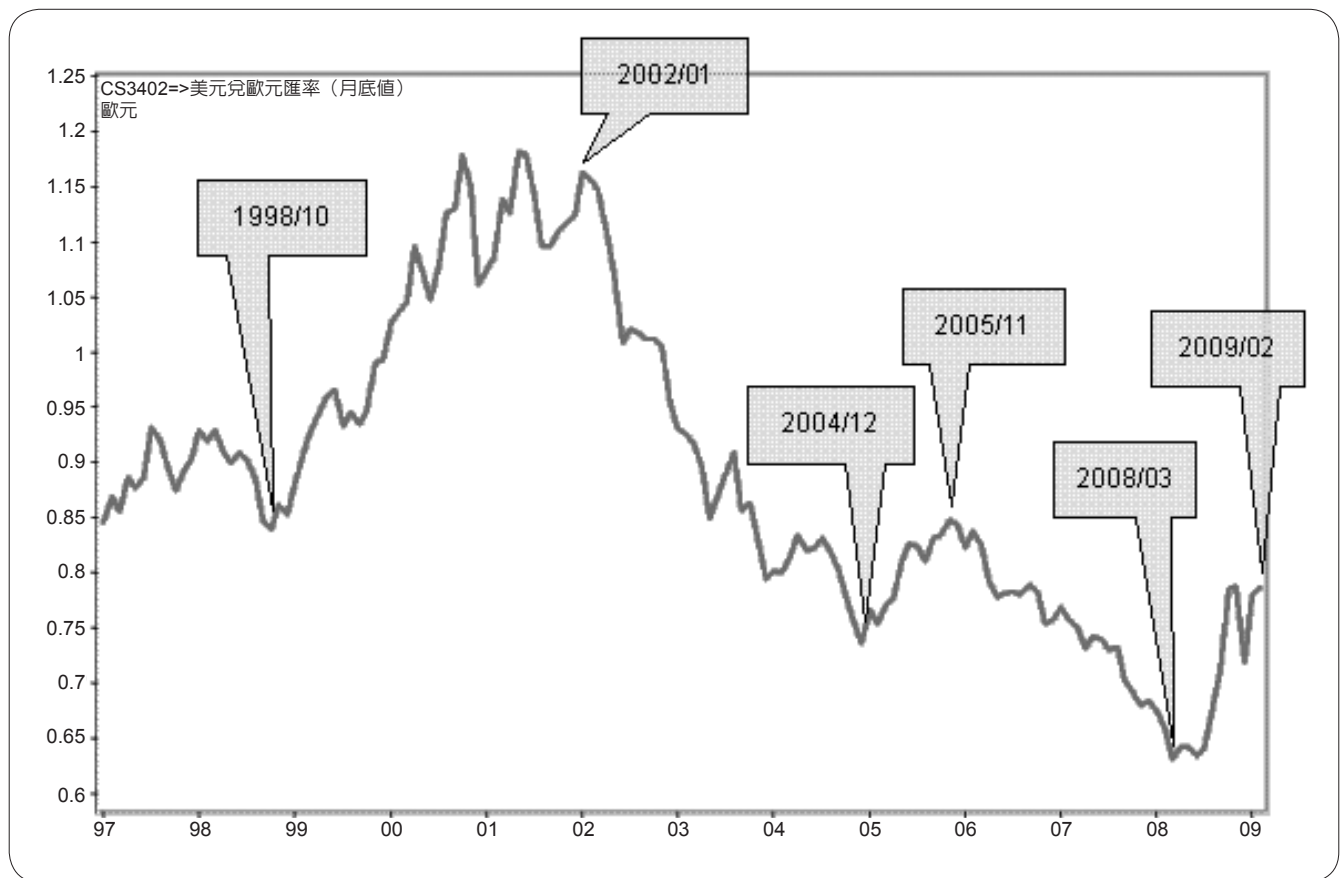
速數位網路系統，致力於生命科學與生物工程產業等。

- 推動「歐洲製造」和歐洲標準的商品標籤，為歐洲生產企業、進口加工商建立統一的技術標準和商品規範；
- 制度性措施：強化金融監管
- 要求所有金融機構遵從強制性的資本金約束，實現企業管理人員的薪酬完全透明化，公開企業舉債經營狀況以及主要股東的身份等資訊。

## 六、歐元區經濟前瞻

- 金融活動適當監管：OECD經濟調查報告指出，決策者應該建立單一歐盟區域的監察者或中央專業機構，由此單位來聯繫各國的監督者。
- 對銀行監管的改進：將銀行貸款變化率和資本充足率掛鉤，以貸款變化率為標準衡量資本金要求，且資本金要求應考慮相關資產價格。（倫敦經濟學院的查爾斯古德哈特教授）
- 應加強財政方面的規範，在經濟放緩時，不應進行任意的財政擴張。各國在政策執行的差異上要避免因競爭造成的扭曲，並思考當危機解除時，政府的退出機制。

目前歐元區面臨的問題為其一刀切的貨幣政策，及其所影響的貨幣穩定性。歐盟的單一貨幣政策和分散化的財政政策，即有執行單一貨幣政策的央行，卻無「歐洲財政部」，但儘管同為歐盟成員，每個國家內在的變異性仍是不同的，歐元區局部融合的限制性，成員國的經濟刺激政策在實踐中仍各自為政，單一貨幣政策也無法



歐元匯率變動圖

滿足各個成員國的發展步伐，從而使各國經濟調控的能力被削弱。如這次受經濟危機衝擊較大的愛爾蘭、西班牙等國就抱怨貨幣政策的力度太小。

歐洲央行的股東為27個歐盟成員國，身後卻沒有一個掌握同範圍財權的權力機構加以支撐，如何在歐元系統中提供流動性？責任比例的劃分？想必都是未來必須要面對的挑戰。

儘管救市計劃不斷加碼，不少歐盟成員國政府仍正面臨因債台高築而遭遇信用危機。德意志銀行負債卻為該國稅收的1.5倍，英國巴克萊銀行負債更為英國稅收的2倍。由於赤字上昇可能引發政府公債違約率上昇，標準普爾日前分別下調了對西班牙和希臘兩國的債信評級，

並對葡萄牙和愛爾蘭發出了警告。而相較於美國不斷增加的巨額財政赤字，歐元區則大力控制財政赤字和通貨膨脹，表示歐原是短空長多，因為《穩定與增長公約》所規定的財政赤字不得超過GDP的3%、債務水準不得超過GDP的60%，雖然在危機期間會束縛政府的經濟刺激手腳，復甦會較慢，但中長期卻有利於歐元的穩定。

(演講人魏啟林教授曾任行政院秘書長、土地銀行董事長等職，目前為台灣大學商學研究所教授、華頓證券投資信託及啟鼎創業投資公司董事長。本篇係魏教授於3月7日在中法比瑞文經協會年會之演講摘錄。)