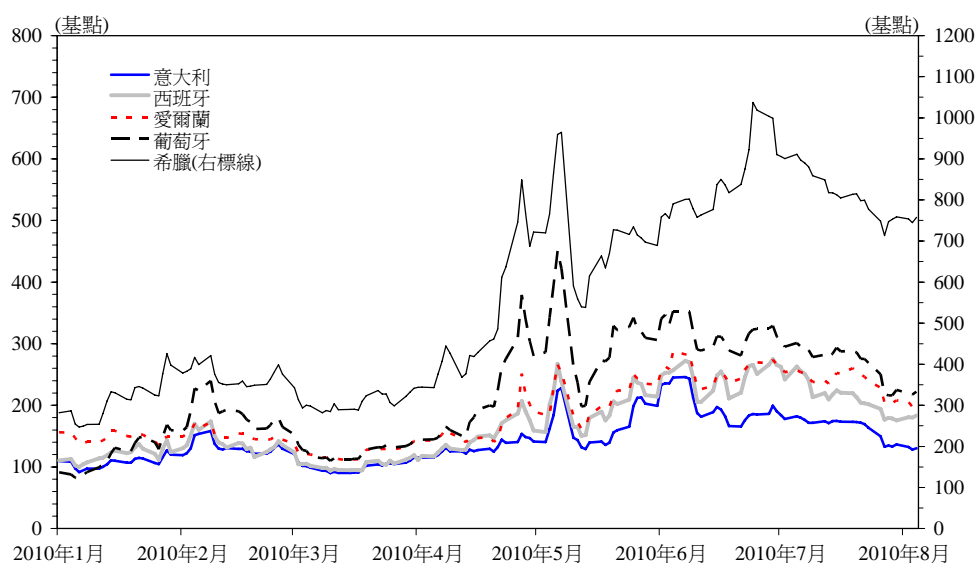


## 專題 1.1

## 歐元區主權債務問題的新近發展

雖然全球經濟狀況在二零一零年第二季普遍進一步改善，但歐元區一些經濟體系(特別是葡萄牙、意大利、愛爾蘭、希臘和西班牙，現普遍被統稱為「歐豬五國」)的主權債務風險升級，以致在二零一零年第二季引發新一輪金融市場震盪，也顯著增加了全球經濟前景的下行風險。事實上，這些經濟體系在宏觀經濟方面的弱點已醞釀多年：財政管理寬鬆、歐元區內的低息差助長借貸、儲蓄率低、倚賴對外融資，以及房地產市場泡沫都是誘因。隨着二零零八至零九年經濟出現「大衰退」，這些弱點表露無遺。財政收支突然惡化，加上再融資的條件收緊，為這些經濟體系的公共財政增添壓力。二零零九年年底，希臘的情況首先曝光，其後數月，市場對歐豬五國其他經濟體系的憂慮加劇。繼希臘後，西班牙、葡萄牙和愛爾蘭亦遭調降評級。歐豬五國的主權信貸違約掉期價差(用以量度對沖這些經濟體系政府違約的成本)在四月底至五月初市況最為緊張時急升(圖 1)。

圖 1：歐豬五國的五年期信貸違約掉期急升，仍高於四月中水平



為應付危機，歐盟與國際貨幣基金組織由二零一零年四月起聯手推行多項大規模拯救措施。雖然相關措施暫時遏止了危機擴散，但金融市場仍未釋疑，以致股票、貨幣和商品市場在第二季大幅起落。相比四、五月時的情況，金融市場的壓力近日已稍為減退，但債台高築的歐洲國家的主權信貸違約掉期價差仍然高企，而希臘政府債券的價差更在六月底創新高。拯救措施可能足以紓緩這些欠債纍纍經濟體系短期再融資的需要及防止即時違約，但這些國家的財政狀況在中長期能否維持，則取決於各地財政緊縮措施的效用。從當地國民強烈反對及預期增長前景黯淡來看，這方面的工作將會是艱鉅的。

**專題 1.1 (續)**

現時，情況仍在演變中，而市場對歐洲主權債務問題能否得以長遠解決仍然存疑。事實上，問題假如突然轉壞，可以觸發威力強大的連鎖效應，通過各地銀行對這些經濟體系的跨境頭寸，波及歐元區以至其他地區的銀行體系。根據國際清算銀行提供的資料，以直接借款人為基礎計算，法國和德國是歐豬五國銀行的主要債權人(在二零零九年年底分別佔對歐豬五國的債權總額 23%和 18%)，其次是英國和美國(分別佔 11%和 5%)。此外，對於葡萄牙、荷蘭和比利時等小型經濟體系，其各自的銀行體系對歐豬五國銀行承擔的頭寸也不少(分別佔各自銀行業總資產的 9%、8%和 7%)。

為防止信心進一步削弱及債務問題不斷惡化，歐洲一些國家已推行緊縮措施，以期恢復財政穩健。當中最大的考驗，是如何在整頓財務之餘又不損害當前的復蘇進程。歐洲的復蘇步伐已經較世界其他地方緩慢，二零一零年第一季的按年增長只得 0.5%，而六月的失業率仍徘徊於 10%的高位。財政緊縮措施難免會對歐洲已經疲弱的前景構成壓力。不過，德國和法國等歐洲核心經濟體系表現強韌，應可為歐元區帶來一些動力，而歐元轉弱亦會令這些經濟體系的出口受惠。

歐洲主權債務情況不斷演化，已成為全球經濟前景的一個主要風險因素，這是因為歐洲在全球經濟所佔比重甚大(在二零零九年，歐盟佔全球生產總值約 28%，較美國的比率還要大)。歐洲亦與世界貿易關係密切，是亞洲貨物出口和服務輸出的重要市場。具體而言，歐盟市場分別佔香港貨物出口和服務輸出總額的 12%和 19%。歐盟經濟持續疲弱很可能會拖慢亞洲現時強勁的增長勢頭。雖然歐洲主權債務問題至今未有顯著抑制全球貿易往來，但歐洲債務問題對全球需求的負面影響可能在今年後期陸續浮現，以致影響今年下半年及二零一一年香港的出口前景，我們仍須密切監察局勢的變化。

**歐元區主權債務問題的一些重要發展**

二零零九年十二月	惠譽評級因希臘公共財政狀況惡化而將其主權信貸評級降至 <b>BBB+</b> ，前景為負面，這是歐元區國家當中獲得的最低評級，亦是希臘首次獲得 <b>A</b> 級以下的評級。事件觸發市場拋售希臘資產。希臘政府制訂削減赤字計劃，但遇到阻力。
二零一零年一月	歐洲委員會譴責希臘篡改公共帳目。
二月底	惠譽把希臘四大銀行的評級由 <b>BBB+</b> 降至 <b>BBB</b> 。
三月初	希臘政府公布新的緊縮措施，以削減其 48 億歐元的赤字(相當於國內生產總值 2%左右)。

## 專題 1.1 (續)

三月底	歐元區領袖支持在希臘債務問題惡化時與國際貨幣基金組織聯手拯救希臘的協議。惠譽把葡萄牙的主權信貸評級由 AA 降至 AA-，前景為負面。
四月中	歐元區成員國經過一番角力，同意在希臘正式要求財政援助時，以低於市場的息率提供 300 億歐元貸款，為期三年。另外，國際貨幣基金組織同意同時提供 150 億歐元的貸款。不過，這並沒有遏止希臘政府債券息率上升。希臘被揭發少報二零零九年財政赤字，穆迪其後調低希臘的債務評級。
四月二十三日	希臘宣布將動用緊急援助，助其渡過今年的難關。
四月二十七日	標準普爾把希臘評級降至垃圾級別(BB+)，並以「宏觀經濟結構軟弱無力」為理由把葡萄牙的評級連降兩級至 A-，前景為負面。
四月二十八日	標準普爾以「經濟調整需時甚長及公共財政狀況出現風險」為理由，把西班牙的評級由 AA+降至 AA，前景為負面。國際貨幣基金組織表示，向希臘提供的三年期援助計劃的金額可增至 1,000 億至 1,200 億歐元，較四月中承諾的金額高出一倍以上。
五月二日	歐元區政府與國際貨幣基金組織聯手提供 1,100 億歐元的緊急貸款計劃，以期避免希臘違約及危機擴散。為取得貸款，希臘會推行財政緊縮計劃，在未來三年削減赤字。歐洲中央銀行(歐洲央行)豁免希臘政府債券抵押品在歐元體系的信貸業務中須達到最低信貸評級要求。
五月十日	歐盟和國際貨幣基金組織推出總值達 7,500 億歐元的進一步穩定措施，當中包括 600 億歐元的歐盟債券、歐元區國家擔保的 4,400 億歐元資金，以及國際貨幣基金組織提供至多 2,500 億歐元資金。其他措施還有歐洲央行購入政府及企業債務，恢復以固定利率無限提供三個月期的貸款，以及與美國聯邦儲備局恢復美元互換安排。結果歐豬五國的信貸違約掉期價格回落，但歐元跌勢加劇，其後對美元匯率創四年以來新低。
五月中	繼希臘和愛爾蘭後，歐洲數個經濟體系(包括西班牙、葡萄牙、意大利、匈牙利、德國和英國)相繼開始推行緊縮計劃，以期恢復財政穩健。
五月十七日	針對透明度低的金融業務，歐盟財政部長通過另類投資基金管理指令草案，以監管對沖基金和私募基金。

### 專題 1.1 (續)

五月二十二日	西班牙中央銀行接管小型儲蓄銀行 <b>CajaSur</b> ，引起市場憂慮危機是否蔓延至銀行同業市場，而三個月期銀行同業拆息已逐步攀升至二零零九年七月的水平。
六月四日	匈牙利一名官員表示，匈牙利可能出現希臘式危機的風險。此言觸發另一輪市場恐慌。
六月七日	歐元區財政部長通過五月初提出的 4,400 億歐元拯救方案的細節。歐盟設立特別目的投資工具 - 「歐洲金融穩定基金」，成員國按其在歐洲央行所佔的份額作出擔保，在市場集資，籌集得的資金用以向財困成員國提供貸款。
六月十六日	西班牙公布，該國會公開銀行壓力測試結果，以提高市場透明度。
六月十七日	歐盟亦同意在七月下旬公開有關結果。由歐洲委員會、歐洲央行及國際貨幣基金組織進行的中期檢討報告指出，希臘的財政狀況好轉，並正按照協議推行緊縮措施。
六月三十日	各國對歐洲央行提供的三個月期資金的需求較預期為少，關於銀行依賴歐洲央行接濟的憂慮有所紓緩。
七月七日	德國內閣通過削減赤字方案，目標是在二零一四年或之前把財政赤字減少約 800 億歐元。
七月十七日	國際貨幣基金組織和歐盟暫停與匈牙利進行有關檢討其 200 億歐元穩定計劃的談判，並指匈牙利須採取更積極的行動削減財政赤字。
七月十九日	穆迪以「政府逐漸但明顯地喪失財政實力」和「增長前景已轉弱」為理由，把愛爾蘭的主權信貸評級由 Aa1 降至 Aa2，前景為穩定。
七月二十三日	歐盟銀行壓力測試結果公布。在九十一家接受測試的銀行中，只有七家(五家西班牙儲蓄銀行、德國 <b>Hypo Real Estate</b> 和希臘 <b>ATEBank</b> )在假設為不利的情況再加上額外的主權風險衝擊下，一級資本比率未達到 6% 的要求；需要注入資金總額為 35 億歐元。測試結果較金融市場普遍預期理想，但市場仍對壓力測試是否足夠嚴謹存疑。