

---

# 希臘與南歐財政危機的啟示

---

財團法人保險安定基金

業務部研究組研究員

楊聖璋

---

民國九十九年九月二十七日

---



## 目錄

一、	前言與本研究架構.....	1
二、	從希臘危機到歐豬五國.....	2
(一)	希臘.....	2
(二)	歐豬五國.....	3
(三)	歐盟和歐元區其他國家的財政概況.....	6
三、	歐盟的組織架構與政策.....	8
(一)	歐盟組織與政策.....	8
(二)	穩定與成長公約.....	9
四、	歐洲主權債信事件的後續發展.....	11
(一)	歐洲金融穩定機構與歐洲央行的立場.....	11
(二)	希臘的財政改革與成效.....	12
(三)	歐元與歐盟的未來.....	14
五、	全球政府財政普遍惡化.....	20
(一)	主要國家財政明顯惡化.....	20
(二)	政府債務發展的關鍵.....	20
六、	歐洲主權債信危機與台灣保險業.....	22
(一)	在資產中維持歐元適度比例，有助於降低風險.....	22
(二)	全球央行的外匯存底歐元部位持續增加.....	23
七、	結論.....	25

## 圖表目錄

圖一 金融海嘯對希臘經濟造成衝擊.....	3
圖二 歐元區各國財政脆弱指數.....	5
圖三 歐盟主要機關.....	9
圖四 歐盟對於成員國財政紀律的要求與處置.....	10
圖五 歐洲央行並未因希臘財政危機而擴大寬鬆貨幣政策.....	12
圖六 希臘進行財政改革後，政府負債占GDP比重可望於 2014 年逐漸降低.....	13
圖七 加入歐元區之後，希臘政府舉債顯著下降.....	15
圖八 歐元整合後，德國是最大受益國.....	16
圖九 歐元區各國利率出現差異化走勢.....	19
圖十 德國和美國十年期公債殖利率走勢亦步亦趨.....	23
圖十一 歐元在全球央行外匯存底的比重持續上升.....	24
表一 希臘政府公債結構（至 2010 年六月）.....	2
表二 歐元區各國 2010 年預算赤字及負債餘額.....	4
表三 歐盟各國財政餘額占GDP比重.....	7
表四 希臘進行財政改革後，預期 2012 年以後經濟開始恢復成長.....	14
表五 歐元區各國經常帳餘額.....	17
表六 金融海嘯後全球政府財政惡化.....	20
表七 歐元區整體政府債務動態.....	21
表八 Moody's的歐元區各國政府公債評等（目前評等與展望）.....	22

## 一、前言與本研究架構

2009 年第四季希臘新政府上調財政赤字與政府負債估計值，衍生出金融市場對於歐豬五國 (PIIGS) 財政的疑慮，造成歐元匯率及全球股債市的震盪。由於台灣保險業的海外投資佔總資產比重超過 30%，因此本研究對於希臘及歐洲債信事件進行探討，以瞭解事件的前因後果，及其對台灣保險業在資產方面的影響。本研究的結構如下：

首先，我們檢視歐元區和歐盟成員國的政府赤字和負債，以更全面的角度來瞭解歐洲各國及整體的財政狀況。其次介紹歐盟的組織、政策和運作方式，以及「穩定與成長公約」對歐元區各國財政的約束力。

接著，我們介紹歐盟爲了因應希臘與南歐主權債信危機所設立的金融穩定機構和歐洲央行的立場，以及希臘的財政改革到目前爲止所獲得的結果。另外，對於希臘是否退出歐元區，以及歐元和歐盟的未來可能發展，我們也從希臘和德國的角度加以探討。

希臘主權債信危機和杜拜的債務危機及冰島的銀行危機一樣，都是 2008 美國次貸危機引發金融海嘯後的回音泡沫。我們認爲更應該注意金融海嘯之後世界各國政府財政和負債惡化，可能是未來經濟不穩定的潛藏導火線。

最後，就歷史資料觀察，美元兌台幣和歐元兌台幣的報酬率之間的關係，以及歐洲國家的政府債信，認爲台灣的保險業若適度加入債信良好的歐元成員國資產，有助於降低匯率波動而產生的風險。各國央行的資產配置也顯示歐元的重要性與日俱增。

整體而言，從希臘開始的歐洲主權債信危機，集中於南歐國家，大部分西歐和北歐國家的財政狀況仍屬穩健，因此本事件應不至於擴散成大規模的金融危機。而良好的財政紀律，以及歐元和美元之間的替代性，都顯示將資產適度配置於債信良好的歐元國家，是可以降低保險業資產風險的做法。

# 希臘與南歐財政危機的啓示

## 二、從希臘危機到歐豬五國

2009 年 10 月，希臘新政府修正 2008 年財政赤字占 GDP 的比重，由前政府宣告的 5%，上調為 7.7%；2009 年財政赤字的估計值，則由原先的 3.7% 上調為 12.5%。另外，至 2009 年底的政府負債餘額占 GDP 的比重，也由 99.6% 上調為 115.1%。由於希臘政府關於財政方面的誠信度一直有不良紀錄，希臘新政府的舉動，再次引發了金融界對於希臘財政數據可信度的質疑，也開啓了希臘和南歐各國主權債信的新一波風暴。

### （一）希臘

希臘是本次歐洲主權債務危機的焦點，雖然危機從 2009 年第四季才浮現，但根本的問題卻早已隱藏在希臘經濟中：

1. 優渥的社會福利：60 歲之前退休即可領到全額退休金，每一年的工作年資，可以得到的所得替代率高達 2--3 個百分點。
2. 財政紀律不佳：因為 1997 至 2000 年預算赤字金額低報，2004 年希臘被歐盟糾正。加入歐元區後，希臘的舉債成本下降，政府負債一直居高不下。
3. 雅典奧運的後遺症：2004 年奧運成本估計從 110 億美元至 200 億美元都有，奧運結束後，當初的投資並沒有繼續帶來收益。
4. 歐元升值對希臘的影響：由於美元走弱，歐元升值，希臘經濟受到衝擊。
5. 金融海嘯對希臘的衝擊：希臘經濟高度倚賴觀光、運輸和貿易，這三個產業占 GDP 的比重高達 33%，金融海嘯造成全球觀光和貿易萎縮，導致 2009 年希臘經濟衰退 2%。

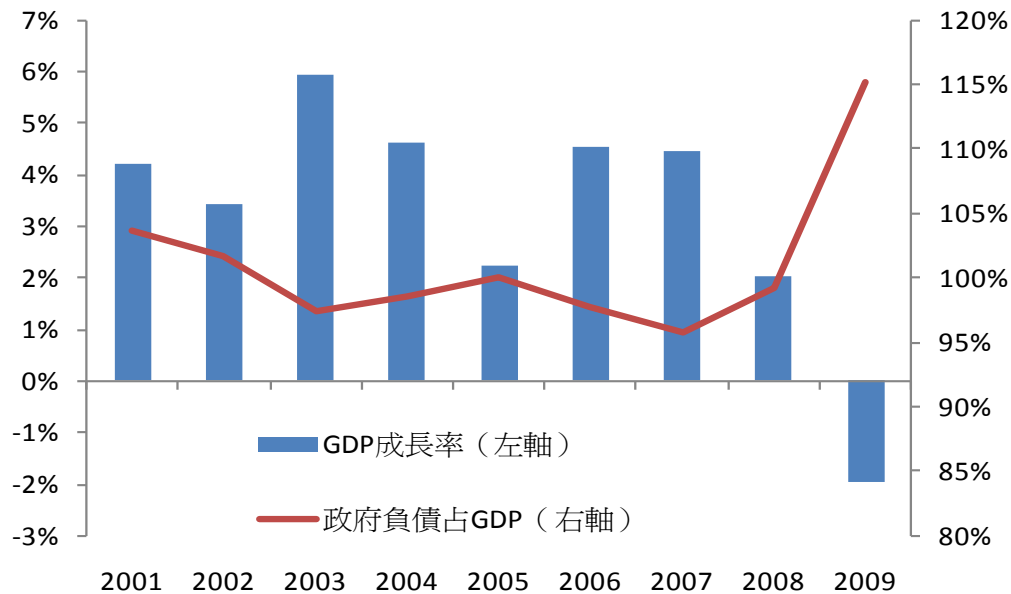
表一 希臘政府公債結構（至 2010 年六月）

總額：3,170 億歐元					
剩餘到期期間		利率		幣別	
一年內到期	8.6%	固定利率	70.1%	歐元	98.7%
一到五年內到期	40.0%	浮動利率	29.9%	非歐元	1.3%
五年以上到期	51.4%	-	-	-	--

資料來源：希臘財政部，財團法人保險安定基金整理。

## 希臘與南歐財政危機的啓示

圖一 金融海嘯對希臘經濟造成衝擊



資料來源：Bloomberg，財團法人保險安定基金整理。

至 2010 年 6 月底為止，希臘公債餘額共 3,169.5 億歐元，大約是 GDP 的 133%。主要為固定利率且以歐元計價，但五年內到期的比重將近 50%，是希臘政府財政上最大的壓力。

2009 年末希臘爆發債信危機以來，希臘籌資的難度增加。以十年期公債殖利率來看，希臘和德國公債的利差由 239 個基本點，擴大至 785 個基本點，因此：

1. 新發行的債券年期明顯縮短，2010 年以來發行的公債，五年內到期的比重高達 73.6%。
2. 浮動利率公債的比重，由 2009 年底的 24.6% 上升至 2010 年六月的 29.9%。

這兩點都造成希臘必須立即改善財政收支的壓力，而在當前的不景氣環境下，增加政府收入不易，因此只有尋求外援一途。

### (二) 歐豬五國

希臘爆發了主權債務危機之後，金融市場對於其他財政體質較弱的歐洲國家，也產生疑慮，這些國家就是是金融市場所稱的歐豬五國 (PIIGS)，包括葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘和西班牙。歐豬五國除了愛爾蘭之外，其餘四個都是南歐國家，顯示南歐諸國的財政狀況較

## 希臘與南歐財政危機的啓示

不理想。2009 年歐元區各國的預算赤字和政府負債占 GDP 比重如表二。

檢視歐元區各國的財政狀況，愛爾蘭、希臘、西班牙和葡萄牙的單年度財政赤字明顯偏高；如果以累積的政府負債餘額來看，希臘、義大利和葡萄牙較高。將兩者結合來看，希臘和葡萄牙兩個國家在財政赤字和政府負債都榜上有名，但希臘的情況比起葡萄牙更是明顯惡劣。歐洲的政策智庫「歐洲政策研究中心」(CEPS；Centre for European Policy Studies) 根據各國政府負債、財政赤字、單位勞工成本、經常帳餘額，以及淨國民儲蓄等資訊所編制的財政脆弱指數(圖二)也顯示，歐元區國家中，希臘的財政狀況最險惡，其次為葡萄牙；愛爾蘭、義大利和西班牙則跟隨在後。不過除了希臘和葡萄牙之外，其他國家並沒有立即的主權債信危機。

表二 歐元區各國 2010 年預算赤字及負債餘額

	預算赤字占 GDP (%)	債務餘額占 GDP (%)	GDP 占歐元區比重 (%)
比利時	6.0	96.7	3.7
德國	3.3	73.2	27.2
愛爾蘭	14.3	64.0	2.1
希臘	13.6	115.1	2.6
西班牙	11.2	53.2	11.8
法國	7.5	77.6	21.2
義大利	5.3	115.8	17.2
賽浦路斯	6.1	56.2	0.2
盧森堡	0.7	14.5	0.4
馬爾他	3.8	69.1	0.1
荷蘭	5.3	60.9	6.4
奧地利	3.4	66.5	3.0
葡萄牙	9.4	76.8	1.8
斯洛凡尼亞	5.5	35.9	0.4
斯洛伐克	6.8	35.7	0.6
芬蘭	2.2	44.0	2.0
平均	6.3	78.7	100.0

註：預算和債務為 2010 年估計值，GDP 比重為 2007 年值。

資料來源：歐盟統計局。單位：%。財團法人保險安定基金整理。



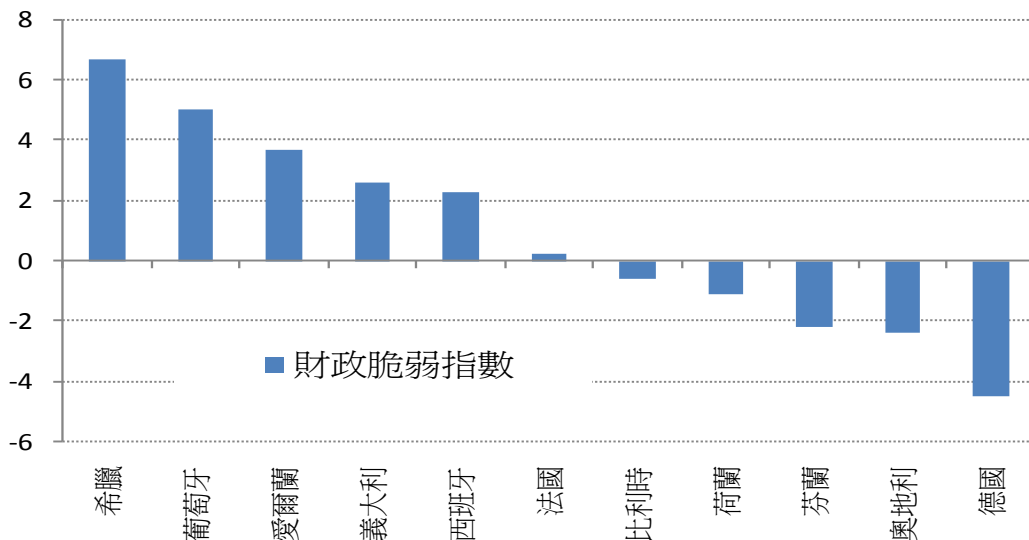
## 希臘與南歐財政危機的啓示

以各國情況來看，愛爾蘭 2010 年單年度的財政赤字雖然預期會高達 GDP 的 14.3%，但政府債務占 GDP 的比重卻只有 64%，距離歐盟穩定與成長公約（SGP）所要求的 60% 相去不遠，因此尚不至於發生立即的危機。愛爾蘭的問題在於結構性基本財政餘額<sup>1</sup>（請參考表二）在未來幾年都是赤字，且結構性財政餘額距離歐盟穩定與成長公約所要求的 3% 相去甚遠。

西班牙也是類似的狀況，政府債務占 GDP 的比重僅 53%，但結構性基本財政餘額也是大幅赤字，只是幅度不若愛爾蘭嚴重。因此，愛爾蘭和西班牙的當務之急，是儘快改善每年的財政狀況，防止負債繼續惡化。

義大利方面，最大的壓力來自於政府負債過高，達 GDP 的 116%。但最近幾年義大利的財政紀律改善，因此金融市場對於義大利的長期政府財政仍具有信心。歐盟執委會（European Commission）的資料顯示，儘管義大利最近幾年的預算餘額依然出現赤字，但結構性基本財政餘額卻都出現盈餘，預期 2007 至 2011 年結構性基本財政餘額占 GDP 的比重平均可達 1.2%。換言之，義大利的財政赤字來自於：

圖二 歐元區各國財政脆弱指數



資料來源：CEPS，財團法人保險安定基金整理。註：指數越高，表示財政越脆弱。

<sup>1</sup> 景氣衰退時，政府稅收通常會減少，而支出（例如失業救濟）則會增加，因此財政會惡化，但當景氣回升，財政也會自動好轉，這就是財政政策的「自動調節」功能。因此就長期觀點來看，應該要扣除景氣循環性的因素，才能顯示真正的財政體質。扣除循環性影響之後，就是「結構性財政餘額」。另外，政府的財政支出包括了負債的利息支出，扣除掉利息支出之後的財政餘額，就是「基本財政餘額」，如果是正數，表示政府負債餘額將會下降。考慮以上兩個因素之後，就是「結構性基本財政餘額」，是用來評量各國財政狀況的重要指標。

## 希臘與南歐財政危機的啓示

---

1. 原有負債所產生的利息支出。
2. 2008 年金融海嘯引發經濟衰退，財政支出因此增加。

扣除了以上兩個因素之後的結構性基本財政餘額顯示，義大利財政是有盈餘的。儘管目前累計的負債水準偏高，但只要維持目前的狀態，隨著景氣回到成長的常軌，未來政府負債應該不至於惡化。

整體而言，除了希臘和葡萄牙之外，歐豬五國的財政狀況並不像表面上看到的嚴重。而且希臘和葡萄牙在歐元區經濟的比重並不高，兩國 GDP 僅占歐元區的 4.4%，只要歐盟伸出援手，這兩個國家的財政危機應該可以獲得控制。關鍵還是在於 GDP 占了超過歐元區 30% 以上的義大利、西班牙和愛爾蘭的財政紀律和經濟景氣，在金融海嘯之後何時能夠回到正軌。

### （三）歐盟和歐元區其他國家的財政概況

除了歐豬五國之外，其他歐洲國家受到金融海嘯的衝擊，最近兩年的財政狀況也不盡理想。表三顯示，2009 和 2010 年，歐元區政府的結構性財政赤字，分別占 GDP 的 4.7% 和 5.0%，其中區域內最大經濟體德國這兩年的結構性赤字占 GDP 比分別為 1.7% 和 3.6%，第二大經濟體法國則分別為 6.2% 和 6.2%。最值得注意的是，法國的結構性基本財政餘額，可能有惡化的風險，是應予以持續追蹤的變數。

歐元區以外的歐盟國家，則以英國的財政狀況最令人擔心。不論是結構性財政餘額或結構性基本財政餘額占 GDP 的比重，都出現大幅度的赤字，分別在 9% 和 7% 以上。而且受到金融海嘯的衝擊，2008 年以後英國財政惡化的情況比歐元區各國更加明顯。

表三凸顯出，雖然最近兩年財政惡化，但歐元區的財政紀律比起歐盟為佳。而這也顯示「穩定與成長公約」(Stability and Growth Pact; SGP) 發揮了一定的功能，對於維繫歐元成員國的財政紀律是有所幫助的。

## 希臘與南歐財政危機的啓示

表三 歐盟各國財政餘額占 GDP 比重 (單位：%，2010 年以後為預測值)

	財政餘額					結構性財政餘額					結構性基本財政餘額				
	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
比利時	-0.2	-1.2	-6.0	-5.0	-5.0	-1.3	-2.1	-3.9	-3.8	-4.0	2.5	1.7	-0.3	0.0	-0.2
德國	0.2	0.0	-3.3	-5.0	-4.7	-1.2	-1.1	-1.7	-3.6	-3.5	1.6	1.6	0.9	-1.0	-0.8
愛爾蘭	0.1	-7.3	-14.3	-11.7	-12.1	-1.6	-7.0	-9.4	-9.3	-10.2	-0.6	-5.7	-7.3	-6.5	-6.7
希臘	-5.1	-7.7	-13.6	-9.3	-9.9	-6.8	-8.7	-13.0	-8.5	-8.2	-2.7	-4.2	-8.0	-3.2	-2.4
西班牙	1.9	-4.1	-11.2	-9.8	-8.8	1.2	-4.1	-8.9	-7.8	-7.0	2.8	-2.5	-7.1	-5.7	-4.4
法國	-2.7	-3.3	-7.5	-8.0	-7.4	-3.8	-3.8	-6.2	-6.2	-6.2	-1.1	-0.9	-3.9	-3.6	-3.3
義大利	-1.5	-2.7	-5.3	-5.3	-5.0	-3.2	-3.5	-4.0	-3.7	-3.6	1.8	1.6	0.7	0.9	1.2
盧森堡	3.6	2.9	-0.7	-3.5	-3.9	1.1	2.0	1.2	-1.4	-1.9	1.3	2.3	1.7	-1.0	-1.3
荷蘭	0.2	0.7	-5.3	-6.3	-5.1	-1.0	-0.5	-3.6	-4.9	-4.0	1.2	1.6	-1.4	-2.6	-1.7
奧地利	-0.4	-0.4	-3.4	-4.7	-4.6	-1.6	-1.7	-2.4	-3.6	-3.6	1.1	0.8	0.3	-0.8	-0.7
葡萄牙	-2.6	-2.8	-9.4	-8.5	-7.9	-3.1	-3.8	-8.1	-7.7	-7.0	-0.3	-0.8	-5.2	-4.6	-3.4
斯洛凡尼亞	0.0	-1.7	-5.5	-6.1	-5.2	-2.9	-4.8	-3.7	-4.4	-3.8	-1.6	-3.7	-2.3	-2.5	-1.8
芬蘭	5.2	4.2	-2.2	-3.8	-2.9	2.6	2.1	0.4	-1.3	-1.0	4.1	3.5	1.6	-0.2	0.2
馬爾它	-2.2	-4.5	-3.8	-4.3	-3.6	-3.1	-5.2	-3.8	-4.0	-3.4	0.2	-1.9	-0.5	-0.7	-0.2
賽浦路斯	3.4	0.9	-6.1	-7.1	-7.7	2.5	-0.4	-5.8	-6.3	-7.1	5.5	2.4	-3.3	-3.6	-4.2
斯洛伐克	-1.9	-2.3	-6.8	-6.0	-5.4	-3.7	-4.7	-6.6	-5.4	-4.7	-2.3	-3.5	-5.1	-3.9	-3.2
歐元區	-0.6	-2.0	-6.3	-6.6	-6.1	-1.9	-2.8	-4.7	-5.0	-4.8	1.0	0.2	-1.8	-2.1	-1.6
保加利亞	0.1	1.8	-3.9	-2.8	-2.2	-1.5	0.0	-2.8	-1.1	-0.8	-0.5	0.9	-2.0	-0.3	0.1
捷克	-0.7	-2.7	-5.9	-5.7	-5.7	-2.9	-4.5	-5.4	-4.9	-4.9	-1.7	-3.4	-4.1	-3.2	-2.8
丹麥	4.8	3.4	-2.7	-5.5	-4.9	3.1	3.3	0.6	-2.7	-3.1	4.7	4.7	2.6	-0.6	-1.0
愛沙尼亞	2.6	-2.7	-1.7	-2.4	-2.4	-1.1	-4.3	-0.6	-2.1	-1.8	-0.9	-4.1	-0.2	-1.6	-1.4
拉托維亞	-0.3	-4.1	-9.0	-8.6	-9.9	-4.5	-6.4	-6.9	-6.7	-9.0	-4.2	-5.8	-5.3	-4.3	-6.1
立陶宛	-1.0	-3.3	-8.9	-8.4	-8.5	-3.1	-5.6	-7.1	-6.8	-6.8	-2.4	-5.0	-6.1	-5.2	-4.9
匈牙利	-5.0	-3.8	-4.0	-4.1	-4.0	-5.5	-4.7	-2.2	-2.3	-3.0	-1.4	-0.5	2.6	2.3	1.1
波蘭	-1.9	-3.7	-7.1	-7.3	-7.0	-2.8	-4.6	-7.2	-6.3	-5.7	-0.5	-2.3	-4.6	-3.5	-2.6
羅馬尼亞	-2.5	-5.4	-8.3	-8.0	-7.4	-4.7	-7.7	-8.3	-7.1	-6.4	-3.9	-7.0	-6.8	-5.2	-4.4
瑞士	3.8	2.5	-0.5	-2.1	-1.6	1.6	1.1	1.9	-0.2	-0.5	3.3	2.8	2.8	0.7	0.3
英國	-2.8	-4.9	-11.5	-12.0	-10.0	-3.9	-5.2	-9.5	-10.4	-8.7	-1.7	-2.9	-7.5	-7.6	-5.6
歐盟	-0.8	-2.3	-6.8	-7.2	-6.5	-2.1	-3.1	-5.2	-5.6	-5.2	0.6	-0.3	-2.5	-2.8	-2.2

資料來源：歐盟執行委員會，財團法人保險安定基金整理。

### 三、 歐盟的組織架構與政策

希臘主權債信危機引發新一波對於歐盟和歐元的爭論。歐元於 1999 年創立，2002 年開始流通，至今已經超過十年。歐元推出後，歐元區成員國面臨的挑戰，就是貨幣政策與財政政策分離，而且許多的政策都必須符合歐盟的相關規定。

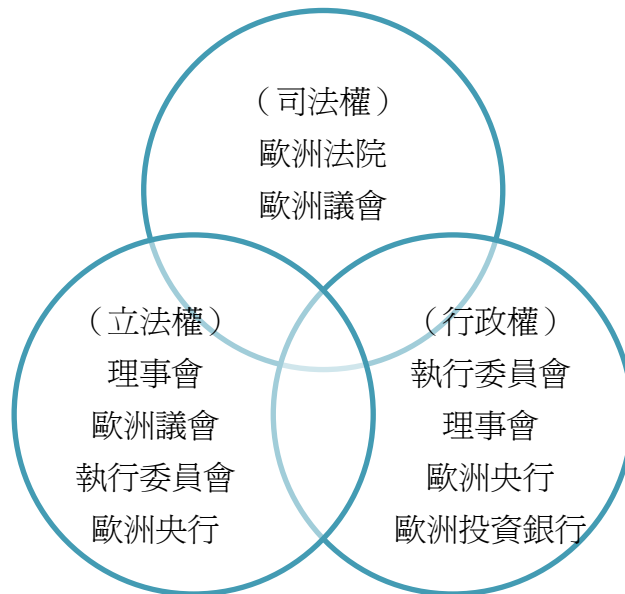
#### （一） 歐盟組織與政策

歐盟是透過國際條約所形成的國際法人，各會員國雖將部分主權移轉給歐盟，但並未將主權完全移轉給歐盟。不過歐盟所制訂的法律，對於各會員國及其人民具有約束力。目前主流看法認為，歐盟是一個具有獨特性質的國際法主體，也就是一個超國家的組織。由於具有這樣的特殊性，歐盟可以建立自己的法律制度，擁有自己的機關，在會員國移轉出來的權力範圍內，擁有主權。

歐盟主要機關的功能簡示如圖三。和歐洲主權債信有關的歐盟機關，主要有：

1. 歐盟理事會（Council）：由各國部長級代表組成，對於成員國進行財政審查（例如預算赤字是否超限），必要時進行財政罰鍰。
2. 執行委員會（Commission）：監督成員國是否確實遵守歐盟條約的規定，享有調查權。
3. 歐洲央行（European Central Bank；ECB）：為歐元貨幣政策的主管機關，歐洲央行的首要目標為保障價格穩定，在不偏離價格穩定的情況下，才能支援歐盟的一般經濟政策。

圖三 歐盟主要機關



資料來源：陳麗娟著「歐洲共同體法導論」，財團法人保險安定基金整理。

## (二) 穩定與成長公約

歐元統一之後，歐元區成員國將貨幣政策交由歐洲央行決定，但仍保留本國的財政政策。爲了維持歐元的穩定，避免因成員國財政紀律不佳導致長期利率失控，而影響貨幣政策的執行，歐盟制訂了「穩定與成長公約」(Stability and Growth Pact；SGP)，要求成員國必須遵守。穩定與成長公約可以說是歐元區貨幣政策和財政政策分別由兩個主權機關執行的輔助原則。

穩定與成長公約要求歐盟成員國每年的財政赤字不得高於 GDP 的 3%，政府負債則需維持在 GDP 的 60% 以內。隨後歐盟發現，當景氣波動出現時，成員國幾乎很難達成這樣的要求，因此 2005 年歐盟將財政赤字的規定，改爲經過循環調整後的財政赤字（也就是結構性財政赤字）不得高於 3%，以利各國財政政策的反循環功能得以發揮作用。

## 希臘與南歐財政危機的啓示

圖四 歐盟對於成員國財政紀律的要求與處置



資料來源：歐盟理事會，財團法人保險安定基金整理。

如果歐盟理事會認定某成員國的財政赤字超限，就會啓動「超額赤字程序」(Excessive deficit procedure；EDP)，要求該成員國在期限內改善財政狀況。如果該成員國未能在限期內改善，歐盟理事會就會決定是否對其進行罰鍰，要求該國提存 GDP 的 0.5% 至歐盟，直到赤字改善爲止。

表二顯示，2007 年整體歐元區和歐盟大致還能符合 SGP 所要求的財政赤字標準，但特定國家，如歐元區的希臘、法國、義大利和葡萄牙有超限的現象；歐元區以外的歐盟國家，則有匈牙利、羅馬尼亞和英國不符合要求。2008 金融海嘯之後，各國財政都出現惡化的現象，歐盟如何面對 SGP 的限制，成了一大政治挑戰。

### 四、歐洲主權債信事件的後續發展

2009 年底希臘爆發主權債信危機之後，歐元大幅貶值，最低一度來到 1.18 美元以下。市場信心的動搖，甚至可能導致歐洲金融風暴。爲了避免危機的擴散，歐盟、IMF 與希臘政府多管其下，透過設立金融穩定機構對希臘紓困，並要求希臘進行財政改革，降低希臘危機對歐洲造成的傷害。

#### （一）歐洲金融穩定機構與歐洲央行的立場

歐元區 16 個成員國同意依照歐洲金融穩定機制（European Financial Stability Mechanism），設立歐洲金融穩定機構（European Financial Stability Facility），籌措 5,000 億歐元的資金，另外國際貨幣基金（IMF）最高也將提供 2,500 億歐元。兩者合計高達 7,500 億歐元的基金，用以支援財務有困難的歐盟國家。歐盟希望金融穩定機構發行的債券，能夠取得 AAA 的信用評等，符合向歐洲央行融資的資格。

歐洲央行隨後發佈聲明，表示將採取措施以舒緩某些市場的緊張情勢，使得貨幣政策得以發揮效果。不過歐洲央行也強調，這些措施將不會改變歐洲央行貨幣政策的立場。歐洲央行採取了兩項重要措施：

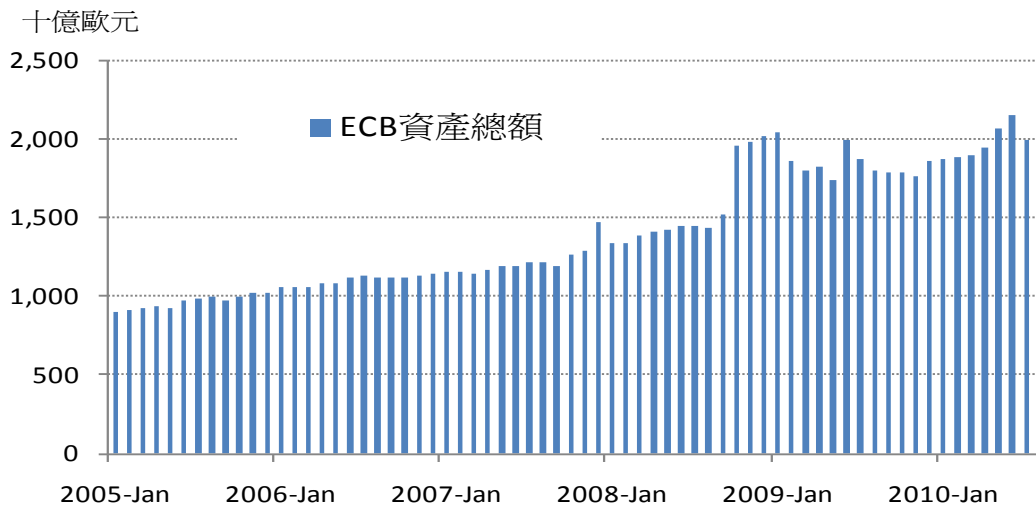
1. 必要時對於歐元區的公共及民間債券市場進行干預。但歐元區各國政府必須承諾採取行動以符合歐盟對於財政的要求。
2. 爲了吸收上述行動所注入的流動性資金，歐洲央行將會進行沖銷政策，以確保貨幣政策立場不會受到影響。

換言之，爲了紓解市場的流動性問題，必要時歐洲央行將進場承接公私部門的債務，但爲了避免紓困行動造成市場資金的浮濫，因此歐洲央行會在貨幣市場進行資金回收，無意擴貨幣供給，以避免造成通膨壓力。

至 8 月 26 日，歐洲央行的總資產爲 1.96 兆歐元，和希臘財政危機高峰時（5 月 7 日）的 1.98 兆歐元比較不增反減。顯示歐洲央行在提供融資的同時，也同步沖銷新增的資金，希臘財政危機和金融穩定機構的成立，並沒有改變歐洲央行的貨幣政策立場。

# 希臘與南歐財政危機的啟示

圖五 歐洲央行並未因希臘財政危機而擴大寬鬆貨幣政策



資料來源：歐洲央行，財團法人保險安定基金整理。

## (二) 希臘的財政改革與成效

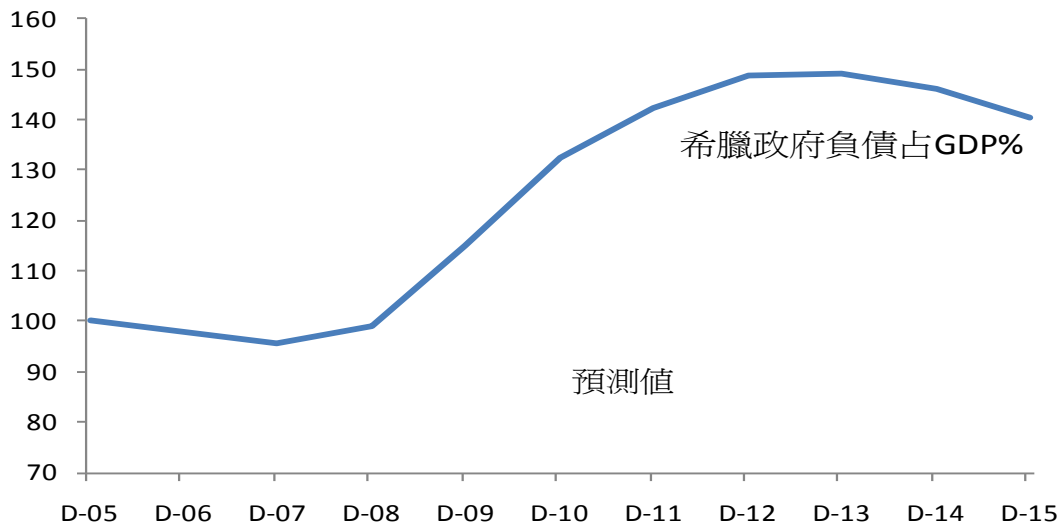
在歐盟和 IMF 伸出援手後，希臘政府財政獲得喘息的機會，但歐盟和 IMF 同時也對希臘提出要求，進行財政改革。以下就是希臘財政改革的目標和主要措施：

1. 目標：2013 年以後政府負債占 GDP 比重將開始下降，2014 年以後政府財政赤字低於 GDP 的 3%。
2. 提升希臘政府財政透明度：希臘政府和歐洲統計局合作，提升政府統計部門，強化統計能力，以及改善財政資訊的品質。
3. 提高增值稅 (VAT) 和不動產及奢侈品稅率，開徵高所得附加稅。
4. 刪減公務員的獎金、津貼和補助。希臘政府對公家雇員進行普查，讓薪資透明化。
5. 延長退休年資和退休年齡：將退休年齡提高到 60 歲以後，工作年資必須滿 40 年才能領到全額退休金。若不符合條件，退休金必須打折。而且未來關於退休年齡的規定，要隨預期生命表調整。用以計算退休金額度的所得基數也要調降。對於退休金和物價連動的部分，設定上限。



## 希臘與南歐財政危機的啓示

圖六 希臘進行財政改革後，政府負債占 GDP 比重可望於 2014 年逐漸降低



資料來源：IMF，財團法人保險安定基金整理。單位：%。

### 6. 減少政府對於企業的持股，出售國營事業，並進行醫院整併。

歐盟和 IMF 將在 2013 年中之前，每季對希臘進行財政和經濟觀察，2010 年六月中旬所進行的第一次財經檢查報告重點如下：

1. 政府正在進行財政結構性改革，以提升長期競爭力與成長。
2. 短期的經濟活動一如預期呈現下滑，通膨則因調高附加稅而明顯上升。
3. 政府支出正在控制中，但醫院、社會福利和公營機構的財務仍有風險。
4. 銀行面臨流動性壓力，清償能力小幅下降，但歐洲央行將協助希臘央行提供支援。
5. 結構性改革仍在進行，包括民營計畫、勞動市場、地方政府和產業開放。

但報告也指出，金融市場對於希臘的財政狀況並未完全放心。希臘主權債券五年期的信用違約交換（CDS）報價仍在 1,100 點以上，根據 CDS 報價商 CMA 的研究，依照這個報價來估計，希臘主權債券五年內違約的可能性仍高達 55.6%，顯示金融市場對於希臘的債信仍有高度疑慮。

## 希臘與南歐財政危機的啓示

不過 CDS 的報價容易受到市場心理面的干擾，不一定是未來的真實狀況。例如在 2009 年第四季希臘債信危機正要爆發時，CDS 的報價僅 220 點，五年違約機率則為 17.4%，遠低於 2010 年第二季時的水準。

如果依照信評公司 Moody's 的評等，目前希臘主權債信為屬於投機的 Ba1 等級，根據歷史經驗，五年內的違約機率則為 8.1%。整體而言，只要希臘的財政在歐盟和 IMF 的監督下，能夠按照計畫逐步改善，未來 CDS 下降的可能性是存在的。

表四 希臘進行財政改革後，預期 2012 年以後經濟開始恢復成長

	2009	2010(F)	2011(F)	2012(F)	2013(F)	2014(F)	2015(F)
名目 GDP 成長率	-0.7	-2.8	-3.1	2.1	2.8	3.1	3.8
實質 GDP 成長率	-2.0	-4.0	-2.6	1.1	2.1	2.1	2.7
消費者物價成長率	1.3	1.9	-0.4	1.2	0.7	0.9	1.0
就業人數成長率	-1.4	-2.6	-3.2	-0.2	0.7	0.3	0.9
失業率	9.4	11.8	14.6	14.8	14.3	14.1	13.4
每人 GDP 成長率	-2.2	-4.2	-2.7	1.0	2.1	2.0	2.6

資料來源：IMF，財團法人保險安定基金整理。單位：%。

### （三）歐元與歐盟的未來

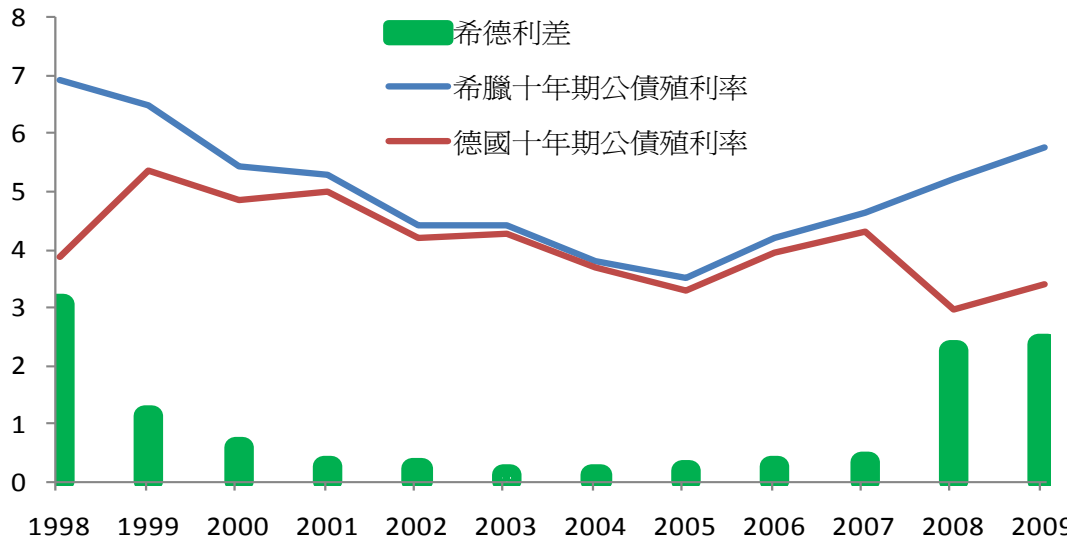
希臘主權債信危機發生後，許多看壞歐元前景的聲音再度浮現，主要包括歐元區貨幣政策和財政政策無法協調、歐元區內成員國經濟差異過大，及歐元區可能瓦解等。基本上，這些看法都是事實，但並非無法克服的困難，以下是歐元整合後的變化及未來可能出現的轉變。

#### 1. 歐元整合帶來的好處包括：

- (1) 區域內貿易、投資及金融清算的換匯成本消失、區域內的匯率風險降低，區域內物價趨向一致。
- (2) 歐元整合後，各國的短期利率統一，長期利率之間的差距也因此縮小。例如 1998 年時，希臘的十年期公債殖利率為 6.9%，德國則為 3.9%；2004 年時希臘十年期公債殖利率降為 3.8%，德國則為 3.7%，加入歐元區讓希臘借款成本明顯下降。

## 希臘與南歐財政危機的啟示

圖七 加入歐元區之後，希臘政府舉債成本顯著下降



資料來源：Bloomberg，財團法人保險安定基金整理。單位：%（利率）及百分點（利差）。

但是加入歐元對於成員國也有風險：

- (1) 成員國放棄調整貨幣政策的權力，匯率和利率決定於歐元區的整體經濟狀況，在體質有效調整之前，小國的經濟波動可能加劇。2008 年的金融海嘯對於西班牙、希臘等國所帶來衝擊即為一例。
- (2) 為了配合貨幣政策的執行，成員國的財政政策彈性必須受限，而這正是成長與穩定公約（SGP）的規範。
- (3) 歐元區內各國經濟發展程度不同，所處的景氣循環階段也經常不同，某些國家面臨經濟衰退時，其他國家卻可能正面臨通膨威脅，歐洲央行的貨幣政策可能顧此失彼。

由於有這些風險，部分歐盟成員國選擇觀望，英國是主要代表。英國在歐洲匯率機制（ERM）時期，即曾經因英鎊匯率彈性不足而導致經濟受到傷害，也因此自 1992 年英鎊退出歐洲匯率機制之後，對於加入歐元就興趣缺缺。

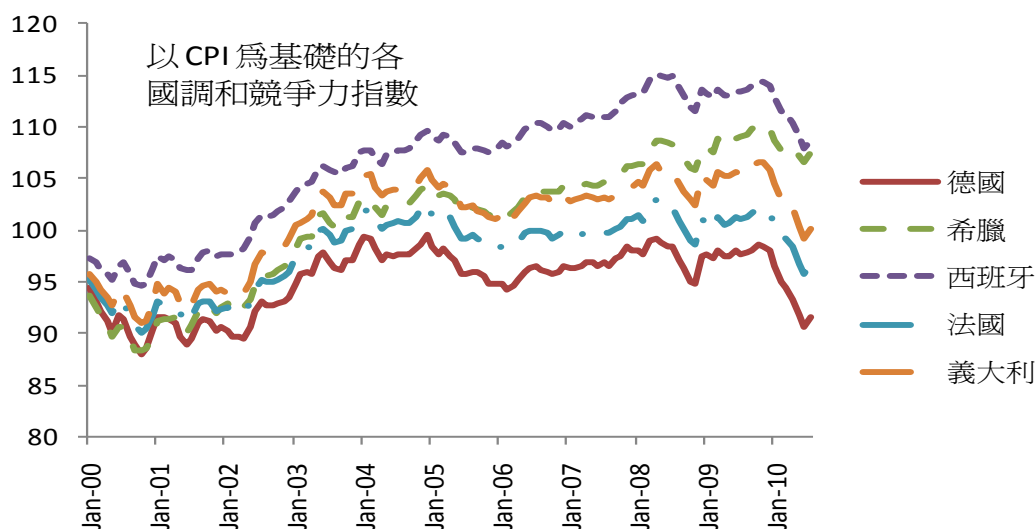
而本次發生財政危機的國家幾乎都是南歐國家，也反映出歐洲區域內南北發展不均衡的現象，將是未來歐盟和歐洲央行必須嚴肅面對的課題，否則將威脅歐盟和歐元的前景。

## 希臘與南歐財政危機的啓示

### 2. 歐盟的角色及未來的可能變革

在這次希臘及南歐財政危機中，歐盟成立歐洲金融穩定機構，扮演了紓困的角色。但這樣的角色只能救急，南歐各國長期的赤字問題並未解決，因此歐盟的政治領袖開始思考是否在歐盟層級成立一個「歐洲財政部」，監理各國的稅收和政府支出，甚至在未來發展出統合的歐洲財政政策。歐盟政治領袖們希望，透過歐洲財政部的設立，將可以為成員國統一發行公債，加強歐盟的財政整合，避免主權債務危機的發生。但這樣的提議表示歐元區成員國除了已經放棄的貨幣政策權力之外，可能還必須進一步放棄部分或全部的財政政策決策權，在政治上仍有相當大的阻力。

圖八 歐元整合後，德國是最大受益國



資料來源：歐洲央行，財團法人保險安定基金整理。

但是就目前的歐洲來說，統合的歐洲財政政策的確有其必要性，主要原因是成員國之間的經濟發展狀況差距仍然很大，而且歐元整合之後，有些國家受益，但也有國家付出成本。圖八為以歐元區成員國消費者物價指數（CPI）為基礎所編制的特定國家調和競爭力指數（1999年=100），意義類似各國的實質有效匯率（REER），顯然歐元整合後，德國的調和指數最低，也就是最具有競爭力，而西班牙和希臘的競爭力則惡化。

另外，歐元區各國貿易也是同樣的情況。表五顯示歐元區各國經常帳餘額：

(1) 2007年以前，歐元升值對於整體歐元區經常帳餘額的影響並

## 希臘與南歐財政危機的啓示

不是非常明顯；但 2008 年以後受到金融海嘯和歐元升值的雙重影響，歐元區經常帳轉為赤字，而且明顯擴大。

- (2) 以各別國家來看，德國不受歐元升值的影響，經常帳反而擴大，比利時、荷蘭、奧地利和芬蘭也能維持盈餘。而法國則由 2003 年的小幅盈餘，轉為經常帳赤字，南歐各國的經常帳赤字則有擴大的現象。
- (3) 歐元區各國經常帳的變化，與各國實質競爭力的變化正好相互呼應。德國可說是歐元整合後的最大受益者，但相對的，南歐各國則付出經濟上的代價。為了維持單一貨幣的結構，享受單一貨幣帶來的好處，歐盟各國必須正視內部失衡的問題，並且嚴肅思考是否由歐盟層級來處理這個問題，未來朝向完全或部分統合的財政政策，是一個會被正視的方向。

表五 歐元區各國經常帳餘額（單位：十億歐元，2009 年為估計值，2010 年以後為預測值）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
比利時	16.2	15.4	13.5	10	10.8	12.4	0.7	6.9	10.4
德國	44.4	106.5	117.3	154.2	192.1	165.8	120.0	117.4	121.3
愛爾蘭	1.2	-0.2	-5.4	-7.3	-10.1	-9.5	-4.7	-1.5	-1.1
希臘	-21.1	-19.1	-21.5	-26.9	-33.2	-33.0	-31.2	-24.4	-20.7
西班牙	-31.6	-49.5	-67.8	-88.9	-105.4	-103.9	-53.6	-48.1	-48.3
法國	3.9	-9.7	-30.8	-33.0	-43.0	-64.7	-56.3	-64.8	-73.5
義大利	-12.0	-7.6	-17.1	-29.5	-28.1	-48.7	-48.0	-50.3	-47.2
賽浦路斯	-0.3	-0.6	-0.8	-1.0	-1.9	-3.0	-1.4	-1.2	-1.3
盧森堡	2.1	3.3	3.3	3.5	3.6	-1.2	-0.2	0.3	0.6
馬爾他	-0.1	-0.3	-0.4	-0.5	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3
荷蘭	29.2	42.2	38.4	48.7	48.6	25.2	22.0	34.7	38.5
奧地利	3.9	5.2	5.3	7.6	9.1	10.2	8.1	8.7	12.0
葡萄牙	-8.9	-11.3	-14.6	-16.2	-16.0	-20.1	-17.2	-16.9	-17.1
斯洛凡尼亞	-0.2	-0.7	-0.5	-0.7	-1.6	-2.3	-0.3	-0.5	-0.6
斯洛伐克	-1.9	-2.2	-3.3	-3.7	-2.8	-4.5	-2.0	-3.0	-2.9
芬蘭	7.4	9.6	5.5	7.7	7.7	6.3	2.5	1.9	2.3
歐元區	31.5	79.0	17.6	25.0	31.1	-83.0	-55.5	-37.6	-26.3

資料來源：歐盟執行委員會，財團法人保險安定基金整理。

## 希臘與南歐財政危機的啓示

---

### 3. 希臘退出歐元區的可能性

希臘主權債信危機發生後，金融市場出現希臘將退出歐元區的看法。關於希臘是否會選擇退出歐元區，可以就希臘被動及主動兩方面來討論：

#### (1) 希臘是否會被迫退出歐元區？

就目前歐盟的規定來看，歐盟或歐洲央行並沒有要求成員國退出歐元區的權力。雖然德國總理提出修改里斯本條約，加入將不符合規定的成員國逐出歐元區的規定，但由於茲事體大，大部分成員國並不贊成。因此短期內希臘並不會有被迫退出歐元區的危機。

#### (2) 希臘是否會主動退出歐元區？

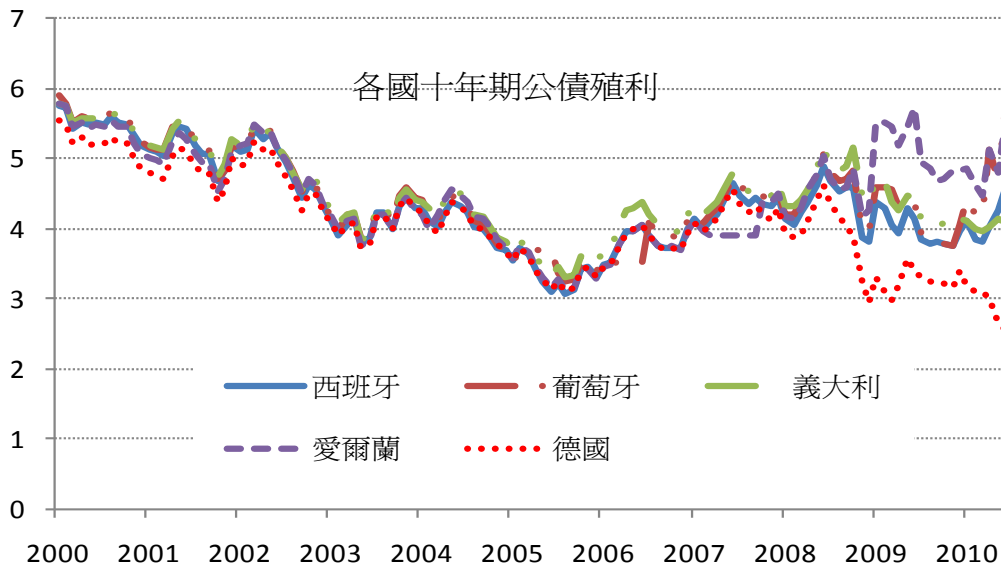
目前並沒有歐元區成員國主動退出歐元區的相關規定，因此希臘能否退出歐元區，或如何退出歐元區，是一個棘手的問題。根據 IMF 的一項研究顯示，依照目前的相關規定，成員國要退出歐元區，必須以退出歐盟的方式才能達成。

以希臘的狀況來看，如果退出歐盟，所要付出的代價將會非常高，包括與歐盟國家的交易成本上升導致快速邊緣化，金融市場對於希臘違約的疑慮也會大幅上升，而且希臘無法再享有歐元較低利率的好處，以及直接的貨幣轉換成本等。因此退出歐盟對於希臘並不是一個優先選項，甚至不在選項之中。而這也是為何希臘政府寧可在國內抗議聲不斷的情況下，接受歐盟和 IMF 關於財政改革要求的主要原因。

由於希臘退出歐元區的可能性微乎其微，德國國內也傳出不如由德國主動退出歐元區的想法。這樣的想法看起來表面上可行，但如果德國真的這麼做，將會導致歐盟的崩潰，而德國卻是 1951 年歐洲煤鋼共同體的發起國之一，如果德國退出歐盟將會引起歐洲甚至全球政治和經濟的大震撼，因此儘管國內有這樣的聲音，但德國真正退出歐盟的可能性並不高。更何況，根據前面的分析，德國其實是歐盟和歐元整合的最大受益國，就現實利益來考量，德國國內退出歐盟的意見，應該只是爲了在歐盟爭取更多的主導權（例如前述訂定歐元區成員國退場機制等），而非真正的選項。

# 希臘與南歐財政危機的啓示

圖九 歐元區各國利率出現差異化走勢



資料來源：Bloomberg，財團法人保險安定基金整理。單位：%。

## 4. 同一貨幣，差別利率

根據以上的分析，我們認為歐元和歐盟在可預見的未來仍將持續運作，但歐盟的組織可能會有所變革，例如設立歐盟層級的歐洲財政部，甚至將歐洲理事會提升為歐洲政府，朝向更緊密的邦聯甚至聯邦前進。這些做法不但符合歐盟成立的初衷，比起解散歐盟或歐元區等選項，政治和經濟成本也較低。

不過我們認為，在維持單一貨幣的架構下，未來歐元區各國的利率將會出現分歧的走勢，經濟及財政體質健全的國家，例如德國，將享有較其他國家低的借款成本；而財經體質不佳的國家，則必須付出較高的風險貼水。圖九顯示，2008年金融海嘯後利率差異化的現象已經開始，而且有擴大的趨勢。

## 五、全球政府財政普遍惡化

2008年美國次貸危機引發了全球金融海嘯以後，2009年金融市場雖然回穩，但仍陸續爆發小型金融危機，例如杜拜的債務危機及冰島銀行擴張過度引起的金融風暴等，可以說是金融海嘯的餘波蕩漾，經濟學家稱這種現象是回音泡沫（Echo Bubble）。回音泡沫類似地震之後的餘震，雖然會對市場心理造成衝擊，造成經濟暫時疲軟，但通常不會引起嚴重的市場危機或經濟的大幅衰退。

### （一）主要國家財政明顯惡化

國際清算銀行（BIS）的報告顯示，2008年金融海嘯發生後，除了拉丁美洲之外，幾乎世界各國政府的財政和負債狀況都惡化，其中美國的財政惡化又最明顯，政府負債占GDP的比重，由2007年的62%，在三年內增加了30個百分點，2010年達到92%。我們認為這將是未來全球經濟風險的最大來源。

表六 金融海嘯後全球政府財政惡化（2010年以後為預測值）

財政指標占 GDP 比重(%)	財政餘額			結構性財政餘額			政府負債		
	2007	2010	2011	2007	2010	2011	2007	2010	2011
日本	-2.5	-8.2	-9.4	-3.4	-7.4	-9.0	167	197	204
美國	-2.8	-10.7	-9.4	-3.1	-9.2	-8.2	62	92	100
亞洲	0.1	-3.5	-3.6	-	-	-	37	40	41
中歐	3.7	-4.4	-3.9	-	-	-	23	28	29
拉丁美洲	-1.5	-2.4	-2.0	-	-	-	41	37	35

資料來源：國際清算銀行，財團法人保險安定基金整理。

從這裡也可以看到，美國和歐洲的財政紀律有顯著的差別。面對經濟衰退，美國政府的政策思維就是擴大財政支出和大幅舉債，而歐洲則強調短期財政可以允許彈性調節，但最終仍須回歸到「穩定與成長公約」的財政規範，而這也是為何我們對於歐洲的長期經濟發展並不悲觀的原因。

### （二）政府債務發展的關鍵

政府負債未來能否改善，通膨、經濟成長和利率的變化是主要的關鍵。表七是歐盟執委會對於歐元區政府債務的預測，其中利息支出、經濟成長和通膨是政府債務雪球效應的三個因子：

1. 利率越高，政府的負債就會越滾越大，如果政府財政赤字不加以



## 希臘與南歐財政危機的啓示

改善，導致新發行債券的利率上升，就會形成惡性循環。這個問題也是希臘和南歐國家最急迫的威脅。

2. 經濟成長越高，政府負債相對於 GDP 的比重當然就會降低。但金融海嘯之後全球經濟欲振乏力，不是短期內就能顯著改善。
3. 通貨膨脹率越高，政府負債會相對減輕。如果政府公債是以本國貨幣發行，通膨上升就會形成實質負債降低。由於希臘公債絕大部分是以歐元計價，因此希臘主權債信危機發生後，歐元貶值對於希臘而言，並不全是壞事。

表七 歐元區整體政府債務動態

占 GDP 比重	2003 -- 2007 平均	2008	2009	2010(F)	2011(F)
總債務比率(%)	68.6	69.4	78.7	84.7	88.5
比率變動(百分點)	-0.4	3.4	9.3	6.0	3.8
貢獻來源(百分點)					
基本收支	-0.9	-1.0	3.5	3.6	2.9
雪球效應	0.3	1.2	5.0	1.7	0.8
利息支出	3.0	3.0	2.8	3.0	3.2
成長效應	-1.4	-0.4	2.9	-0.7	-1.2
通膨效應	-1.4	-1.4	-0.8	-0.6	-1.2
存量與流量調整	0.3	3.3	0.8	0.7	0.1

資料來源：歐盟執行委員會，財團法人保險安定基金整理。

由於政府負債升高的現象普遍出現在已開發國家，政府負債是否會演變成新一波經濟不穩定的導火線，就取決於上述三個經濟因子的變化。我們觀察目前全球各大央行的態度，似乎有容忍通膨的傾向，這是必須密切追蹤的變數。

# 希臘與南歐財政危機的啓示

## 六、歐洲主權債信危機與台灣保險業

希臘主權債信危機爆發之後，金融市場大幅度震盪，歐元自 2009 年 11 月接近 1.5 美元的價位，大幅下跌至最低 1.18 美元以下，下跌幅度超過 20%。但隨著歐洲情勢趨緩，歐元一度回升至 1.3 美元，顯示金融市場對於歐洲主權債信雖然仍有疑慮，但信心已經穩定。

### (一) 在資產中維持歐元適度比例，有助於降低風險

雖然 2010 年以來歐元貶值，但是就長期的資產配置而言，適度增加歐元資產，對於保險公司資產的風險控制是有幫助的。從 2001 年一月至 2010 年八月，美元兌台幣和歐元兌台幣匯率每月報酬率的相關係數為 -0.1，為小幅的負相關，接近零相關。因此對於海外投資占資產比重將近 1/3 的台灣保險業而言，適度加入歐元資產，有助於降低匯率波動而產生的資產風險。

表八 Moody's 的歐元區各國政府公債評等（目前評等與展望）

	本國貨幣債券	外國貨幣債券		本國貨幣債券	外國貨幣債券
比利時	Aa1 / 穩定	Aa1 / 穩定	盧森堡	Aaa / 穩定	Aaa / 穩定
德國	Aaa / 穩定	Aaa / 穩定	馬爾他	A1 / 穩定	A1 / 穩定
愛爾蘭	Aa2 / 穩定	Aa2 / 穩定	荷蘭	Aaa / 穩定	Aaa / 穩定
希臘	Ba1 / 穩定	Ba1 / 穩定	奧地利	Aaa / 穩定	Aaa / 穩定
西班牙	Aaa / 負向評估	Aaa / 負向評估	葡萄牙	A1 / 穩定	A1 / 穩定
法國	Aaa / 穩定	Aaa / 穩定	斯洛凡尼亞	Aa2 / 穩定	Aa2 / 穩定
義大利	Aa2 / 穩定	Aa2 / 穩定	斯洛伐克	A1 / 穩定	A1 / 穩定
賽浦路斯	Aa3 / 穩定	Aa3 / 穩定	芬蘭	Aaa / 穩定	Aaa / 穩定

資料來源：Moody's，財團法人保險安定基金整理。

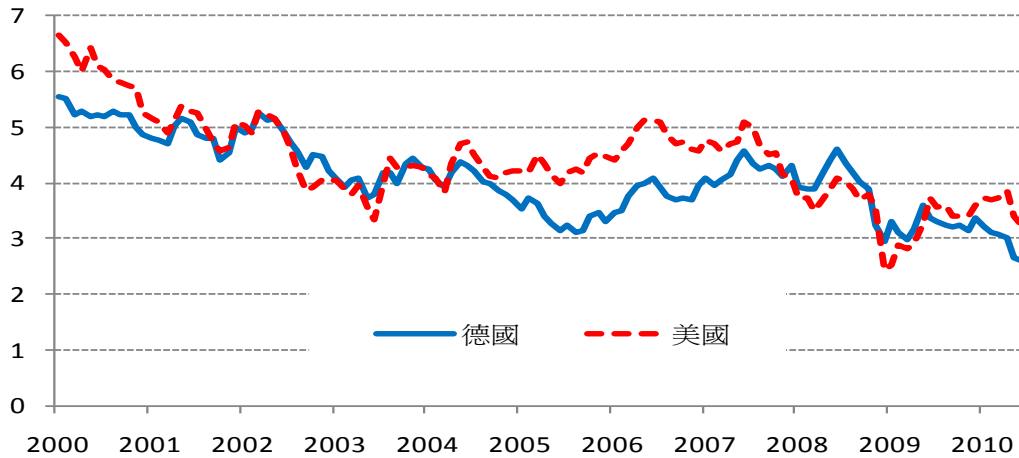
註：「負向評估」表示 Moody's 未來可能將展望調為負向，但目前的展望並非負向。

另外，儘管希臘及南歐主權債信出現危機，但歐洲其他國家的債信品質仍然良好。以 Moody's 對歐元區各國公債的評等來說，德國、法國、盧森堡、荷蘭、奧地利及芬蘭的歐元及非歐元公債評等都是最高的 Aaa 等級且展望穩定，西班牙則是 Aaa 等級但展望可能被調整為負向。且除了希臘之外，各成員國的公債也都維持在投資等級（Baa 以上）。

利率水準方面，歐元區內債信最好的德國，十年期公債殖利率和美國維持約略相同的水準，而且走勢也亦步亦趨。綜合匯率和利率來看，歐元區債信良好國家（主要為西歐和北歐國家）的公債，對台灣保險業而言，可以說是美國公債的優質替代品。

## 希臘與南歐財政危機的啓示

圖十 德國和美國十年期公債殖利率走勢亦步亦趨（單位：％）



資料來源：Fed 和 Bloomberg，財團法人保險安定基金整理。單位：％。

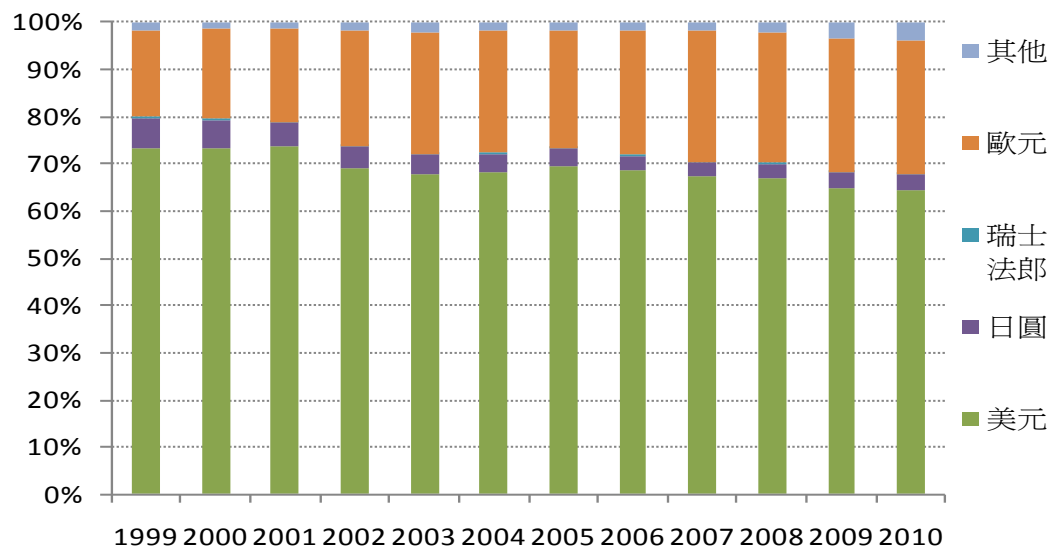
### （二） 全球央行的外匯存底歐元部位持續增加

歐元誕生後，重要性持續上升。根據 IMF 的統計（圖十一），全球各國已知分配情況的外匯存底中，美元的比重持續下降，由 1999 年的 71% 下降至 2010 年第一季的 61.5%，幅度將近 10 個百分點。相對的，歐元則由 17.9% 上升至 27.2%，美元和歐元彼此消長的幅度略相等。

我們認為，儘管保險業的投資配置目的和央行有所差別，但全球央行資產配置的貨幣別，仍具有重要的參考意義，可以提供台灣保險業另一個借鏡。總而言之，儘管希臘引發了金融市場對於歐洲和歐元的疑慮，但從長期的財政紀律、各別國家的債信品質、歐盟和歐元的未來發展，以及資產配置的考量，我們認為適當加入債信良好的歐元成員國資產，對於台灣保險業海外投資的整體資產品質，是有所助益的。

## 希臘與南歐財政危機的啓示

圖十一 歐元在全球央行外匯存底的比重持續上升



資料來源：IMF，財團法人保險安定基金整理。單位：%。

### 七、結論

綜合本文內容，我們將結論整理如下：

1. 檢視了歐元區各國的財政狀況之後，我們認為除了希臘和葡萄牙之外，歐豬五國的財政狀況並不像表面上看到的嚴峻。但愛爾蘭、義大利和西班牙財政仍須儘快回復正軌，否則仍有財政危機發生的風險。
2. 進一步檢視歐洲各國的財政狀況，歐元區第二大經濟體法國的結構性基本財政餘額，可能有惡化的風險，是應予以持續追蹤的變數。而歐盟的英國財政惡化的情況比起歐元區各國更加明顯。整體來看，歐元區的財政紀律較歐盟為佳，顯示「穩定與成長公約」對歐元區各國的財政紀律發揮了一定的功能。
3. 爲了避免危機的擴散，歐盟、IMF 與希臘政府多管其下，籌措 7,500 億歐元設立金融穩定機構對希臘紓困，並要求希臘進行財政改革，降低希臘危機對歐洲造成的傷害。2010 年六月份歐盟和 IMF 對希臘進行了第一次財經檢查，認為希臘的財政改革狀況大致符合要求，但風險尙未完全消除。歐盟和 IMF 於 2013 年中之前，將持續監督希臘的財政改革。
4. 歐元統一爲歐元區國家帶來好處但也有風險，最大的疑慮來自成員國貨幣政策和財政政策之間的分離，以及成員國之間經濟發展狀況的差異。未來可能的發展包括設立歐盟層級的歐洲財政部等。我們認為希臘退出歐元區的可能性極低，歐盟和歐元在可預見的未來仍將持續運作。不過歐元區各成員國之間，將出現單一貨幣差別利率的現象。
5. 希臘主權債信危機和杜拜的債務危機及冰島的銀行危機一樣，都是 2008 美國次貸危機引發金融海嘯後的回音泡沫。不過應該注意金融海嘯之後世界各國政府財政和負債惡化，可能是未來經濟不穩定的潛藏導火線。
6. 就歷史資料觀察，美元兌台幣和歐元兌台幣的報酬率爲接近零相關的負相關，且西歐和北歐政府的債信品質也相當良好，因此對於海外投資占資產比重將近 1/3 的台灣保險業而言，適度加入歐元資產，有助於降低匯率波動而產生的資產風險。全球央行的資產配置中，美元比重下降，而歐元比重則上升，也是另一種參考。