

MF

MODERN FINANCE SERIES

现代金融译丛

金融理论系列

欧元的诞生

The Birth of the Euro

奥托马·伊辛(OTMAR ISSING)/著

王琳/译

今天，来自15个国家的3.18亿人在使用欧元，对美元在世界经济中的重要性造成冲击。这是自欧元推出后很少人能预料到的结果。我们怎样解释这一成功？欧元未来的前景如何？没人能比伊辛更好地回答这些问题，因为伊辛是欧洲中央银行执行委员会的建立成员之一（1998—2006年），也就是欧元的设计负责人。本书体现了他独特的内部视角，是其个人风格与理论政论文学特点的完美结合。



中国金融出版社



MODERN FINANCE SERIES

现代金融译丛
金融理论系列

欧元的诞生

The Birth of the Euro



中国金融出版社

责任编辑：赵燕红 童祎薇

责任校对：李俊英

责任印制：程 颖

© Otmar Issing 2008

《欧元的诞生》中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

北京版权合同登记图字 01 - 2010 - 3730

图书在版编目 (CIP) 数据

欧元的诞生 (Ouyuan de Dansheng) / 奥托马·伊辛著 (Otmar Issing); 王琳译. —北京: 中国金融出版社, 2011. 7

(现代金融译丛. 金融理论系列)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5864 - 8

I. ①欧… II. ①奥…②王 III. ①欧元—研究 IV. ①F825

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 033862 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 11.75

字数 178 千

版次 2011 年 7 月第 1 版

印次 2011 年 7 月第 1 次印刷

定价 35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5864 - 8/F. 5424

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

《现代金融译丛》编委会

主 任：苏 宁

副主任：金 琦 魏革军

编 委（按姓氏笔画为序）：丁志杰 马君潞 王 稳 王 璐

王治超 祁 斌 李 苒 杨再平

肖远企 张健华 陈雨露 周道许

孟 龙 赵天朗 查子安 康以同

韩明智 焦瑾璞 谢 多

欧元的诞生

今天，欧元与15个国家、3.18亿人口¹的生活息息相关。在世界经济舞台上，欧元大有与美元分庭抗礼之势。然而，最初发行之时，对其能取得如此成就而信心满怀者却寥寥无几。欧元何以如此成功？其前景如何？

对这些问题的解答，恐无人能出奥托马·伊辛（Otmar Issing）之右。这位欧洲央行执行董事会的创始成员是欧元的主要奠基人之一。他以业内专业人士的独特视角，辅以本人见证欧元诞生的宝贵经历，并借鉴大量学术性和政策性文献，为读者描绘了一幅欧元诞生的历史画卷。

诚然，众多学术界人士、政策制定者和欧元观察家正在冥思欧元一路走来的艰辛和前路上的挑战，而本书独一无二的历史经验和感悟就颇值得众人借鉴。

奥托马·伊辛：法兰克福大学金融研究中心主任，法兰克福大学和维尔茨堡大学名誉教授。德意志银行前董事会成员（1990—1998），欧洲央行执行董事会创始成员（1998—2006）。

1 译者注：本书杀青之时，欧元区尚有15个成员国，现已扩展至27个。

《欧元的诞生》中文版前言

2006年5月，当我在欧洲中央银行执行委员会任期届满的时候，欧元的声望早已远远超出了人们的最佳预期。欧洲中央银行已经兑现了政治上的承诺——一种稳定的货币。欧元受到了全世界投资者的认可，并已经成为了第二大最重要的国际货币。观察者甚至开始讨论欧元是否迟早会超过美元成为世界上的主导货币。

与此同时，欧元被世界其他地区的主权国家视做国家间通用货币的某种典范。

与这样的成功形成鲜明对比的是，像诺贝尔奖得主米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）这样的怀疑者在货币联盟成立之前就预言了欧元和欧洲经济与货币联盟的计划注定会失败。造成这种批评意见的原因有两方面。首先，组成经济与货币联盟的国家——最初11个，现在17个（爱沙尼亚将于2011年1月加入）——远远不能满足最优货币区域的标准，特别是高度的弹性，不仅仅是劳动力市场的弹性。结果，单一货币政策并不能适用所有的成员国，因此，弊大于利。其次，长期来看，稳定货币必须与坚实的公共财政相伴随。为了满足这一先决条件，签订了《稳定和增长公约》。欧元诞生的第一个十年里——在此期间《公约》被一而再再而三地违反，并最终削弱——这已经证明了第二个反对意见并非没有道理。

欧洲经济与货币联盟危机在2009年秋浮出水面，主要的危机发生在希腊，这似乎支持了怀疑者的立场，但是，欧洲经济与货币联盟是否真的注定失败？

本书回答了这个问题以及许多其他问题。它分析了通向货币联盟的漫长道路、欧洲中央银行的成立、它的货币政策以及运行框架。最后一章的标题是“处在十字路口的欧洲”，警告了欧洲经济与货币联盟会面临实质性的危险，并且描述了三种情形，为可预见的未来发展作了阐述。

作为在最初八年里居于领导位置的内部人士，以及欧元主要的“设计师”之一，我概括了欧元会生存下来的原因。我相信我的中文读者会获得第一手的信息，了解这项充满吸引力的、始于第二次世界大战之后的欧洲一体化计划。了解这项计划及其历史对亚洲未来的发展也大有裨益。

维尔茨堡……

序

1999年1月1日是货币历史上一个里程碑式的日子。11种国家货币，尤其包括深受德国人民尊敬的德国马克均退出了历史舞台。它们的地位由欧元替代，成为超过3亿人民使用的统一货币。与此同时，欧元区不断扩大，现在一共有15个成员国了。

欧元的诞生是一桩独一无二的事件。在此之前，从来没有主权国家会同意把它们的货币政策交付给一个超国家的机构。这种布局产生一种特别的紧张关系：一方面，是中央银行（欧洲中央银行，ECB）和单一的货币政策；另一方面，各个国家在很大程度上保留了它们在经济和财政政策领域的职能。有许多观察者，可能还包括大部分前沿的经济学家，对于这次试验的结果很是怀疑。首先，欧元会不会有个好的开端？在当前的情况下，如果可能的话，欧元可以成为稳定货币的可能性有多大？其次，未来会怎样？在没有政治联盟的情况下，欧洲经济与货币联盟（EMU）是否会继续生存下去？

这个课题已经由经济学家和媒体综合地探讨过了。早在欧洲经济与货币联盟尚未成立之时，就已经有大量的经济研究问世了，之后的研究甚至更多。不必惊讶，因为这项政治决策为经济学家提供了一种特别的试验，对于该试验的各方各面，经济学家都可以做广泛而深入的理论和经验研究。在经济学家间以及媒体中，人们的想法从一种完全怀疑的评价摇摆过来，认为这项试验是成功的人一开始有些惊讶，但是同时又几乎认为可以是理所当然的。这样做，他们是想要忘记筹备欧洲经济与货币联盟的艰辛，建立新机构——欧洲货币银行的艰苦，以及为单一货币政策奠定基础的艰难。

本书介绍欧元诞生的历程，以及欧洲中央银行和单一货币政策的设立。我作为本书的作者曾经以领导者的身份密切地参与其中，观察角度十分有利。自从1990年10月我离开学术界加入德意志银行董事会之后，在1998年6月1日，也就是欧洲中央银行创立的时候，我被任命为欧洲中央银行执行董事

会成员，因此我处在这项独一无二的事件的中心。我同时负责经济和研究总司，因此责任重大，尤其是在单一货币政策的筹备和早期阶段。我要做的是应对这项从任何方面讲都很特别的挑战，并且与此同时有机会影响人们对它的反应。对于一名经济学家而言，难道还有比这项任务更有趣的吗？

在本书中，我的目标是要让读者一起来体验这次可能是现代货币历史上最令人激动的事件。为了实现这一目标，我从经济学家的角度分析了欧元的酝酿和诞生，同时描述了像欧洲中央银行这样重要机构的设立过程和背景。一方面，作为一个超国家的机构，欧洲中央银行是一家特别的中央银行；另一方面，欧洲中央银行及其货币政策总体上可以作为现代中央银行的模型。最后的章节着眼于未来，着眼于欧洲中央银行和欧洲经济与货币联盟所面临的挑战。

经济分析交织着历史陈述是本书的基调。本书大部分章节都是通俗易懂的，甚至对于那些没有经济学背景的读者而言也是如此。在某些部分，比如关于货币政策战略的选择，一项决定性的因素就是需要考虑到经济分析和研究的背景。

参考书目中大部分都是作者的其他作品。它们的出版在很大程度上都是与本书介绍的过程发生在同一时期的，我用它们来说明每一步、每一项决定是如何经过欧洲中央银行内部深入的经济讨论得出的，尤其是我自己手下的工作人员的讨论。反过来，这些出版作品广泛参考了其他文献。因此，本书应该成为学生以及那些想要进一步深入了解这个课题的人士的有用的出发点。

本书回忆了我与我在经济和研究总司的同事之间的成功合作。我永远也不会忘记他们是如何支持我完成任务，永远不会忘记他们是如何奉献他们杰出的专业技能、投入和忠诚。

我要感谢 Marcel Bluhm、Vitor Gaspar、Hans Joachim Kiöckers、Julian von Landesberger、Klaus Masuch、Wolfgang Modery、Wolfgang Schill 和 Volker Wieland，感谢他们提出的许多有价值的评论和批评，还要感谢 Ludger Schuknecht 对独立章节提出的意见。Lars Svensson 和 John Taylor 非常友好地对与货币政策战略选择相关的篇章提出了评论。特别要说的是，有五位匿名专家鼓励我研究这个课题，并提出了许许多多的建议，其中有不少我都照做了。Wolfgang Modery 关注的是数据和图表。我的助理 Marcel Bluhm 是我所有技术事务

方面不可或缺的得力助手。Birgit Pässler 不厌其烦地把我的手稿转化成可读的文本。Chris Harrison 在剑桥大学出版社指导了本书的出版，并友好地承担了撰写索引的工作。

在 Nigel Hulbert 大学我找到了一位优秀的德英译者，我感谢他对我的文本提出的许多有价值的建议。

我要把本书的英文版献给我在欧洲中央银行的同事，以感谢他们多年来的杰出工作。

奥托马·伊辛



目 录

THE BIRTH OF THE EURO

1	第 1 章 2008 年的欧元
3	第 2 章 历史背景
40	第 3 章 欧洲中央银行和货币政策的建立
95	第 4 章 欧洲中央银行——稳定欧元的货币政策
137	第 5 章 欧洲经济与货币联盟框架下的中央银行和 货币政策
169	第 6 章 处在十字路口的欧洲

第 1 章 2008 年的欧元

今天，也就是 2008 年，欧元已是 15 个欧洲国家的通用货币了，有 3.2 亿居民在使用欧元，很多其他成员国也希望能在不久的将来加入欧元区。2002 年伊始，欧元纸币和硬币发行问世，之前的各国货币不再流通，它们的名字也自此成为了历史。有一些民粹主义政客曾经攻击过欧元，要求恢复使用国家货币，但他们并没有获得广泛的支持，这就证明了统一货币是不可逆转的现实，而要回到过去是不可接受的。

从全球来看，欧元也已获得了稳固的地位，成为了继美元之后第二大重要货币。尽管从某些标准来看，比如占全球官方储备的份额，欧元还是远远落后的，但是在其他方面，比如信用货币这一领域，众所周知，欧元多多少少已经与美元处在同一水平了。世界各地的投资者都信赖欧元，并且购买以欧元计价的长期票据。对于欧元稳定性的信心也体现在持续低水平的通胀预期上，这也有助于解释为什么欧元区会出现历史上罕见的低水平的长期名义利率。

自从 1991 年 1 月 1 日问世以来，在过去 9 年间，欧元取得了举世瞩目的成就。欧元的年均通胀率在 2% 左右，是历史上和国际市场上名副其实的穩定货币。

欧元所取得的成功有力地反驳了在它问世之前人们所作的诸多预测。不看好欧元的人要么认为货币联盟不会取得什么进展，要么预言欧元将早早地退出流通领域，或至少认为它会导致通货膨胀，然而这些预言没有一项实现的。那么，所有的担忧都毫无根据吗？人们是否能想当然地认为欧元的成功会继续？

实际的情况是，主权国家把自己国家货币的自主权转交给一个超越国家的机构，同时更多或更少地保留其他政策领域的自主权，这种情况是前所未有的。因此，观察家们都称之为一个试验而并非巧合，而这个试验的结果在未来较长的时间内都是不确定的。

未来有无尽的预测空间。但是欧元良好的开端及其迄今为止所取得成功背后的原因是什么？可能出现的弱点又在哪里？本书尝试着对这些问题予以解答。

第2章 历史背景

通往货币联盟的崎岖道路

在欧洲创建一个货币联盟的想法可以追溯到很久以前。早在公元一世纪，商人如果从罗马出发，经过克劳蒂亚·阿格里皮娜的殖民地和鲁特蒂亚—巴黎西，最终抵达伦狄尼姆，也就是经过今天的科隆、巴黎和伦敦，沿途可以用同一种货币支付，那就是古罗马便士。然而，16个世纪之后，同样的旅途却需要无休止的货币兑换和计算。国与国之间高额的关税严重影响了欧洲的贸易，在战争频繁发生的时期，贸易甚至停止了。人们可能还记得，仅在德国一个国家，就有上百个领地拥有各自的铸币权。1790年，这一地区的海关边境数量估计高达1800个左右。直到1834年海关联盟成立，德国的大部分贸易壁垒才得以消除。而到了1871年，德意志帝国在政治上实现了统一，多重货币终于得到了废除，马克成为了德国的通用货币。

我们可以从欧洲历史的这些大事件中得到哪些启示呢？

通用货币时期有两个特点：

- 金属的天然稀缺性保证了货币的稳定。
- 货币得以通用的前提是罗马帝国统治下的政治联盟。

然而，古罗马便士不断贬值，罗马帝国崩溃，致使货币稳定性不复存在，旧体系也随之瓦解。自此以后，德国再也没有出现过单一货币，直到1871年在德意志帝国的统治下，德国才采用了金本位制度，并建立起政治联盟。在其他地方，比如法国和英国，单一货币出现得相对较早。独立作家或团体总会时不时地提出通用欧洲货币这个概念，并经常与欧洲的政治统一这一思想

相提并论。但是在过去很长的一段时间里，人们并没有为这个目标作出过认真的、实质性的努力。¹

直到令人毛骨悚然的两次世界大战发生之后，欧洲统一的思想才有了新的决定性的推动力。这一过程源于1952年欧洲煤钢共同体的成立，然而笔者并不准备在此一一描述这一过程的各个阶段。通用货币的目标只是一个背景。

1958年欧洲经济共同体（EEC）成立，几年之后，人们开始时不时地提出统一货币的建议。1969年12月1日和2日，各国领导人、政府首脑参加了在海牙举行的峰会，迈出了具体的第一步。他们同意“以委员会在1969年2月12日提交的备忘录为基础，同时与委员会保持紧密合作，会议要在1970年间制订一份阶段性计划，以创建一个经济和货币联盟”。1970年秋，以研究小组主席卢森堡总理的名字命名的“沃纳小组”递交了报告，其中就包含了一份计划，要分三个阶段建立经济与货币联盟。不久之后，人们认为完成这项计划还需要10年时间。

这个宏伟目标从一开始就注定失败。一方面，因为在经历了多次大规模动荡之后，国际环境势必受到影响，并会持续数年。1973年3月19日德国马克实行浮动汇率，意味着布雷顿森林体系下的固定汇率制度土崩瓦解，欧洲各国对于基本汇率各执己见。另一方面，尽管沃纳计划详细阐释了经济和制度领域的推进需要与货币一体化齐头并进，但是其立场相对模糊且充斥着争议。毕竟当时缺乏的就是落实这项计划的政治意愿。

之后的几年里，来自全球和欧洲地区²的汇率风险占据了主导地位。在法德的一项行动打破了僵局之后，会议于1978年12月5日达成一致意见，建立欧洲货币体系（EMS），该体系自1979年3月13日起生效。现在看来，这个日子是货币一体化过程中的一个分水岭，这意味着至少法语区的国家支持“货币主义者的立场”，也就是根据假设，一旦达成了货币协议，之后的

1 比如1712年Abbé de Saint Pierre出版了一篇论文，题为Projet de traité pour rendre la paix perpétuelle entre souverains chrétiens。

关于欧洲货币的历史，参见F. 伯格，《合12为1：欧洲通用货币》（法兰克福，2001）。

2 想要详细了解自此之后直到经济和货币联盟第三阶段的过程，请参见H. 蒂特迈尔的《挑战欧元》（慕尼黑，2005）以及A. 萨斯的《通向欧洲经济与货币联盟之路》（伦敦，1999）。

对于该问题，想要了解从另一个角度的看法以及其他的评估意见，请参见T. 派多亚夏欧帕的《欧洲：通向货币联盟之路》（牛津，1994）。

问题便可迎刃而解。简而言之，这种观点就是：一旦汇率固定下来，货币一体化就多多少少是大势所趋的事了。然而，之后发生的汇率危机却证实了“经济学家的立场”的合理性，这场危机看起来充斥着无休止的升值和贬值，通常伴随着激烈的政治争论。“经济学家的立场”的支持者包括卡尔·席勒这样著名的政治家以及差不多所有的德国顶尖经济学家。根据这一观点，（不成熟的）固定汇率发展到最后势必会带来突发性的大幅汇率波动。要实现持久的汇率稳定，至少各国的货币政策要协调统一。

为了解货币一体化接下来的发展，我们先来看下欧洲货币体系的以下特点：

1. 欧洲货币单位（ECU）尽管处于体系的正式核心位置，但是与法国人最初的设想相比，起到的作用很有限（作为记账单位等）。
2. 汇率由成员国货币（“平价网络”）决定。
3. 强制干预并不针对欧洲货币单位，也就是一个货币篮子，而是根据平价网络来实施。

不久人们就认识到，欧洲货币单位的基础是最强力的货币；简而言之，它是一个“德国马克联盟”。1979年和1980年，第二次石油危机爆发，价格面临巨大压力，随后这一货币体系的后果就迅速显现出来。德意志联邦银行为了消除通胀风险采取了一套明确的促进稳定的货币政策，从而让德国不必像20世纪70年代第一次油价危机爆发后那样吞下通胀和滞胀的苦果。而那些没能或者不愿意加入这一反通胀过程的国家，被迫让自己的货币不断贬值，这是因为它们极力坚守平价，超出了正常的范围，达到了危机爆发的水平。在这一系统下，除了依循德意志联邦银行的货币政策，或者让自己国家的货币贬值之外，别无他法。

1992年和1993年的危机³中，欧洲货币体系内部的矛盾进一步加剧。与油价上涨时的情况不同，德国的统一引起了一场极度不对称的单独的“德国冲击”。德意志联邦银行针对这一情况作出了回应，依照自身的职权出台了一项货币政策，首先平息价格上涨的压力，然后逐渐恢复价格的稳定性。⁴

在未来建立货币联盟的前景也帮助了德意志联邦银行实行促进稳定的政

3 参见萨斯的《通向欧洲经济与货币联盟之路》。

4 参见O. 伊辛的《德国经济前景和政策》，经济事务学院，载《经济事务》（1994年冬）。

策。我在当时写道：

“如果有人认真看待在未来建立欧洲经济与货币联盟的时间表，实行单一稳定的货币，那么他就应该立即采取行动，消除通货膨胀；从这一角度分析，这个十年的结束可能要比从日历上看到的来得早些。尤其是在德国，公众担心未来的欧洲货币在价值贮藏方面的稳定性可能达不到稳定德国马克的程度。因此，保证货币价值的稳定性比过去显得重要，这不仅是出于国家利益的考虑，而且还是实现欧洲经济与货币联盟的一项重要的突出的贡献。”⁵

这段时期发生的事情证实了所谓的“不稳定三角”理论，根据该理论，稳定汇率、稳定物价（或货币政策自治）以及资本自由流动这三项目标中，只有两项可以同时实现。鉴于对资本流动的限制与共同市场原则不相容——这里忽略了其他主要目标，比如资本控制的可操作性——剩下的唯一选择就是在其余两项目标中二选一。在欧洲一体化的背景下，人们在过去从未真正接受过灵活汇率制度。⁶然而，固定汇率制度却往往导致货币突然的升值或贬值，这在欧洲货币体系中显现出来，并且从长期来看，固定汇率制度在危机面前显得脆弱不堪，似乎注定会发生下一次危机，并随之产生更大幅度的汇率波动，什么时候发生只是时间问题。国际资本流动的规模和灵活性都远胜以往。

在1992年和1993年的汇率波动期间，意大利里拉相对德国马克贬值超过30%，这一下子就调换了两国双边贸易的竞争地位，并引发了一系列关于是否需要出台国家层面的反向措施的讨论。下一次汇率危机很可能破坏经济一体化取得的主要成就，比如商品、服务和资本的自由流动。

因此，在这三大目标之中，大家所讨论的基本上“只有”货币政策了。⁷让一个国家的货币处于领导地位从长期来看是站不住脚的，这是因为政治上有人反对它。尤其是欧洲货币体系中的大国或多或少地不愿意遵循德意志联邦银行的货币政策。对于德意志联邦银行来说，它不可能出台一项针对“欧

5 参见 O. 伊辛的《法兰克福全德日报》，1993 年 1 月 16 日。

6 关于这个问题，请参见 O. 伊辛的《欧洲货币体系下的一体化进程，货币政治和汇率》，载《信贷和资本》（1969 年）。

7 对此的分析，请参见 O. 伊辛的《欧洲的硬汇率：欧元区》，载《国际经济学与政策》，2006（3）：3-4。