

欧洲央行“换帅”前瞻——

拉加德若上任 短期风险偏好有提振中长期挑战仍存

专题摘要：

欧洲理事会提名拉加德担任下届欧洲央行行长

2019年7月2日，欧洲理事会提名现任国际货币基金组织总裁拉加德担任下届欧洲央行行长。如果该提名得到欧洲议会、欧洲央行理事会的支持，并且最终在欧洲理事会表决通过，拉加德将于今年11月正式出任欧洲央行第四任行长，任期8年。

历经三任行长，一个偏鹰的央行管委会

至今，欧洲央行已经历三任领导者，分别是德伊森贝赫、特里谢和德拉吉。三人在任期间的行事风格并不相同，具体体现在央行决策的透明度和预期指引上，治下的管委会也体现出不同的风格。根据欧洲央行在过去20年的经验推测，欧洲央行管委会在紧缩上达成一致相比在宽松政策上达成一致要更容易，整体而言是比较偏鹰的。

拉加德若上任，对欧洲有机遇也有挑战

关于“超级马里奥”的继任者是谁，此前市场有诸多推测。呼声最高的是欧洲央行管委、德国央行行长魏德曼。但是市场对其强硬的鹰派倾向存在担忧，普遍认为他上任之后很有可能领导欧洲央行开启一轮相对较为激进的紧缩政策，这对于复苏基础尚不牢固、又饱受贸易摩擦困扰的欧元区经济来说，不啻于一脚急刹车。拉加德意外脱颖而出，令欧洲市场松了一口气。我们推测，拉加德如果出任欧洲央行行长，基于她对目前经济的判断，她很有可能继承德拉吉的政策取向，维持当前欧元区的低利率环境，必要时通过积极的市场沟通和非常规货币政策应对经济下行风险，这在短期内固然会带来市场风险偏好的上升，但是，鹰派倾向的管委会始终是隐患，从中长期来看也是欧洲区域内乃至全球避险情绪的重要来源。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

宏观策略：

研究员

尹丹

0755-23991697

yindan@citcifs.com

从业资格号 F0276368

投资咨询号 Z0011352

近期相关报告：

6月全球制造业景气度观察：贸易阴云令制造业承压 中国萎缩势头意外缓和

2019-07-02

日本大阪 G20 峰会点评：中国重申对外开放立场 对美国听其言还需观其行

2019-06-29

中国5月工业企业利润数据点评：减税降费政策有所成效，主动去库存阶段延续

2019-06-27

2019年半年报：全球经济临重重考验，政策转折正步步临近

2019-06-17

中国5月通胀数据点评：鲜果、猪肉抬升通胀 但整体风险可控

2019-06-13

中国5月社会融资数据点评：2冲量效应退潮信贷回归预期 下行风险仍存稳增长政策可期

2019-06-13

目 录

一、欧洲理事会提名拉加德担任下届欧洲央行行长..... 3

二、历经三任行长，一个偏鹰的央行管委会..... 3

三、拉加德若上任，对欧洲有机遇也有挑战..... 5

图目录

图 1: 历任欧洲央行行长履职期间欧洲三大基准利率变化..... 5

图 2: 欧洲 STOXX50 指数 7

图 3: 德国 DAX 指数 7

图 4: 法国 CAC 指数 7

图 5: 意大利 ITLMS 指数..... 7

图 6: 欧元兑美元..... 7

表目录

表 1: 欧盟主要行政管理机构职能及其构成一览..... 3

表 2: 欧洲央行三任行长对比..... 4

表 3: 德拉吉的“继承者们” 6

一、欧洲理事会提名拉加德担任下届欧洲央行行长

经过长达 3 天的艰难磋商，2019 年 7 月 2 日，欧盟的最高决策机构——欧洲理事会决定提名德国国防部长冯德莱恩担任下届欧盟委员会主席，同时选举比利时首相米歇尔担任下届欧洲理事会主席，提名国际货币基金组织(IMF)总裁拉加德担任下任欧洲中央银行行长，提名西班牙外交大臣丰特列斯担任下任欧盟外交和安全政策高级代表。

上述提名中，拉加德的提名受到了市场的极大关注。拉加德表示，提名期间将暂时卸任 IMF 总裁一职。如果该提名得到欧洲议会、欧洲央行理事会的支持，并且最终在欧洲理事会表决通过，拉加德将于今年 11 月正式出任欧洲央行第四任行长，任期 8 年。

表1: 欧盟主要行政管理机构职能及其构成一览

机构	职能	人员构成
欧洲理事会	欧盟最高决策机构。 不直接参与立法，主要制定欧盟整体发展方向，提名欧盟主要机构官员。	由成员国国家元首或政府首脑及欧洲理事会主席、欧盟委员会主席组成。欧洲理事会主席由理事会内部选举，任期 2 年半，可连任一届。
欧盟委员会	欧盟立法发起与执行机构	由每个成员国 1 名代表组成，其中主席 1 人，副主席 7 人。成员由欧洲理事会提名，经欧洲议会确认，主席一般由欧洲议会最大党派领袖担任。
欧盟理事会	欧盟立法与政策制定和协调机构	代表各国政府，由每个成员国政府各任命 1 名部长级代表组成，在理事会会议上代表其成员国政府进行投票表决。理事会按不同领域划分为若干个部长理事会，除外长理事会外，理事会主席由各成员国轮任，任期半年。
欧洲议会	欧盟监督、咨询和立法机构	代表欧盟民众，议员由成员国民众直接普选产生，751 人，根据各成员国人口比例分配，任期 5 年。设议长 1 人，副议长 14 人，任期 2 年半，可连选连任。
欧洲央行	欧元区中央银行	欧洲央行管理委员会是欧央行最高决策机构，负责制定利率和货币政策。由 6 名执行董事会成员(行长、副行长和 4 名委员)以及欧元区各成员国央行行长组成。执行委员由欧洲理事会提名，并向议会咨询意见(没有表决权)，再由欧洲理事会通过。
欧洲法院	欧盟仲裁机构	负责作出司法解释，并且审理和裁决在执行欧共体条约和有关规定中发生的各种争执。
欧洲对外行动署	欧盟外交与安全事务机构	由欧盟外交与安全政策高级代表（兼任欧盟委员会副主席）领导，协调成员国外交政策。

资料来源：EU 中信期货研究部

二、历经三任行长，一个偏鹰的央行管委会

欧洲央行成立于 1998 年 6 月 1 日，总部位于德国法兰克福。至今，欧洲央行已经历经三任领导者，分别是德伊森贝赫、特里谢和德拉吉。

表2: 欧洲央行三任行长对比

领导人	任期	履历	特点及在任期间大事记
德伊森贝赫	1998.6-2003.11	荷兰人，格罗宁根大学经济学博士，曾在IMF工作，后任阿姆斯特丹大学经济学教授并兼任荷兰央行顾问，并曾任荷兰财政大臣、荷兰合作银行董事、荷兰央行行长、欧洲货币局局长。	是阅历丰富又注重实用的学者型人物，担任荷兰央行行长期间推出的一系列紧缩经济政策创造了“荷兰奇迹”。 1998年5月被任命为欧洲央行行长； 1999年欧元成功面世； 2003年因健康原因卸任。
特里谢	2003.11-2011.11	法国人，毕业于法国国家行政学院，曾任法国总统德斯坦的政府顾问、法国财政部官员、法国央行行长。	是反通胀政策的坚定支持者，担任法国央行行长期间坚决提高利率以抑制通胀，为法国央行赢得了前所未有的名望与独立性。 2003年11月被任命为欧洲央行行长； 2011年10月任职期满。
德拉吉	2011.11-2019.11	意大利人，美国麻省理工学院经济学博士，曾任哈佛大学经济学教授、世界银行执行行长、意大利财政部总干事、高盛投资银行副总裁、意大利央行行长、全球央行主席。	是务实的技术型官员，注重团队合作，担任意大利财政部总干事期间通过出售国有资产和改革财政部，使意大利度过货币危机并首批进入欧元区。 2011年11月被任命为欧洲央行行长； 2019年10月即将任职期满。

资料来源：中信期货研究部根据公开市场资料整理

欧洲央行三任行长在任期间的行事风格并不相同，具体体现在央行决策的透明度和预期指引上。

德伊森贝赫对决策的表决结果相当不透明，他一般不回答关于投票的问题，只提达成共识，对此他曾经解释是为了避免参与决策者受到来自各自成员国的压力。

相反，特里谢指出，不一定等待共识决策，可以有一致(unanimity)、共识(consensus)和多数(majority)三类决策，意见的趋同性依次递减。在与市场沟通时，他也能开诚布公告知决策的状态。

而德拉吉的行事风格介于上述两者之间，他会在利率调整的决策方面避免回答关于决策状态的问题，但是对重大决策或者非常规操作时，他则会给出相对更加明确的信息。

三任欧洲央行行长治下的管委会也体现出不同的风格。

德伊森贝赫任期欧洲央行管委会的意见趋同，决策均处于“一致”和“共识”的状态。

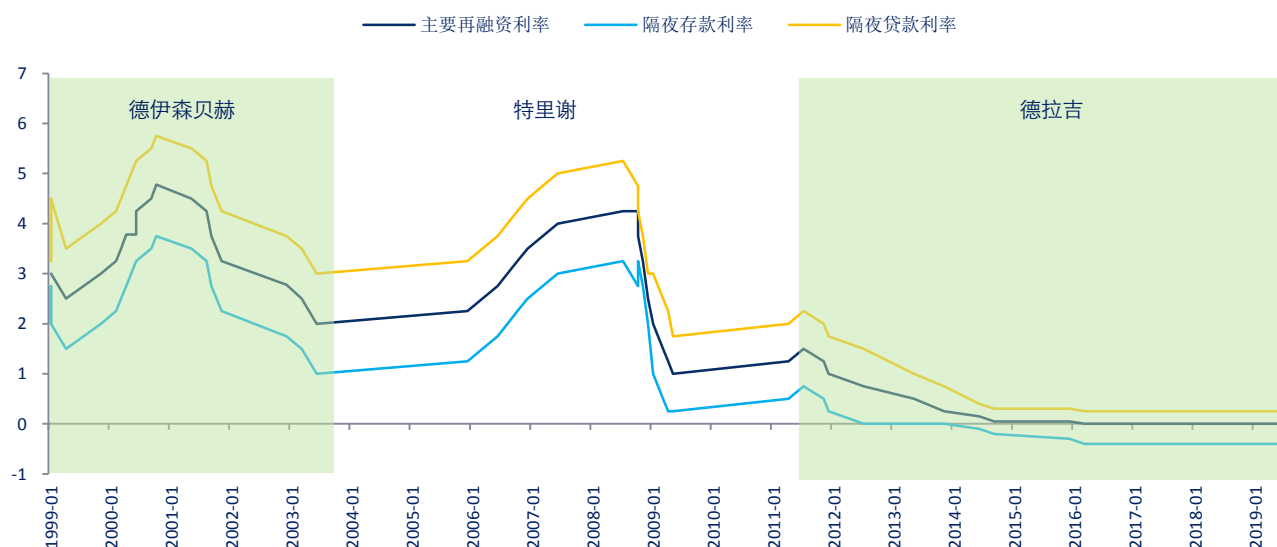
特里谢任期期间，仅在2006年6月决定加息幅度，以及2010年5月决定是否引入证券市场计划和维持希腊国债的抵押品资格时，出现了两次“多数”状态，其他绝大部分决策处于“一致”和“共识”状态。

而德拉吉履任至今，“多数”决定的次数频频出现，在德拉吉任内所有决策中，“多数”状态占15%，如果只关注利率发生调整时管委会的表决状态，则有超过一半的决议处于“多数”状态，大多数关于非常规操作（QE、负利率、LTRO、TLTRO等）的决议都处于“多数”状态。

通过对三位行长在任期间与市场沟通的观察，我们可以发现，在欧元区经济状况较好的时期，欧洲央行管委会达成共识更容易；相反，在经济状况较糟的时期，意见则会比较分裂。

由于在经济状况较好的时期，需要通过紧缩政策使经济不至过热，而在经济状况较糟的时期，需要通过宽松政策对经济进行额外的刺激，所以我们可以根据前述的规律合理推测，**管委会在紧缩上达成一致相比在宽松政策上达成一致要更容易**。虽然我们不否认在欧债危机之后欧洲央行推出了许多非常规货币政策，鉴于非常规货币政策的溢出效应并不确定，导致管委会在面对这些政策的决策时表现出抵触情绪，但是我们认为**欧洲央行管委会整体而言是比较偏鹰的**。

图1：历任欧洲央行行长履职期间欧洲三大基准利率变化



资料来源：Wind 中信期货研究部

三、拉加德若上任，对欧洲有机遇也有挑战

过去八年，德拉吉致力于通过宽松措施救欧元区经济于水火，下一任欧洲央行行长需要面临的首要问题就是如何逐步退出这些宽松措施。与此同时，欧洲央行管委会相比 20 年前意见更加分裂、显示出比较偏鹰的倾向。

下一任欧元区央行行长如果继续推行宽松政策，尤其是在使用非常规操作进行宽松时，大概率会遇到来自管委会的阻力。但是，当前全球经济的不确定性正再度加大，宽松可能会成为欧洲央行被迫的选择。如果下一任行长是个“复古派”，希望和前两任行长时期那样，达成更多共识，势必导致政策力度不够或者实施时间过晚，政策效果打折扣，欧洲经济将陷入长久的类似日本的停滞之中。如果下一任行长更接近德拉吉的行事风格，求同存异，行事果断，可能对当前的欧洲央行政策有效性以及欧洲经济更有帮助。

关于“超级马里奥”的继任者是谁，此前市场有诸多推测。我们列举了一些在拉加德提名前市场呼声较高的候选人，可以发现，除拉加德之外，其他人均出自欧洲央行管委会，尽管倾向有鸽有鹰，但是比起拉加德，均对欧洲央行的运作更加熟稔。

同时，从所有可能的候选人的履历可以看出，非专业经济学家出身的拉加德在央行事务方面的经验也是相对匮乏的。因此，此番拉加德从一众候选人中脱颖而出获得欧洲理事会的提名，风头盖过了此前呼声最高的魏德曼，是令市场大感意外的。

表3: 德拉吉的“继承者们”

候选人	现任职务	履历	主要货币政策主张
魏德曼	欧洲央行管委	德国人，在法国巴黎大学和德国波恩大学学习经济学并取得博士学位，曾于 IMF 工作，曾任德国总理默克尔的顾问，后成为德国央行最年轻的行长	强硬鹰派，对德拉吉在任期间的宽松政策始终保持强硬的否决态度。
维勒鲁瓦德加洛	欧洲央行管委	法国人，曾在法国巴黎银行工作。	温和鸽派，立场与德拉吉比较接近，支持持续宽松政策，但是也意识到银行业对负利率政策的担忧。
连恩	欧洲央行管委	爱尔兰人，哈佛大学博士，曾在柏林大学担任经济学教授	在欧洲央行拥有很强的话语权，除行长一职之外，还有可能接替明年离任的普雷特、出任欧洲央行首席经济学家。
拉加德	IMF 总裁	法国人，法学和政治学硕士，曾任国际律师，加入法国政府后先后担任外贸部长级代表、农渔业部长等职，并且是法兰西第五共和国迄今任期最长的法国财长，后成为 IMF 的首位女性总裁。	未知
哈森	欧洲央行管委	爱沙尼亚人，哈佛大学经济学博士，曾任世界银行对华经济学家主管，也是苏联解体后爱沙尼亚货币奠基人	一直是 QE 的反对者，支持退出宽松政策。
诺特	欧洲央行管委	荷兰人	强硬鹰派，反对过长时间的购债。

资料来源：中信期货研究部根据公开市场资料整理

从对事件最为敏感的股市及汇市的表现来看，市场对这一意外是持欢迎态度的。对于此前呼声最高的魏德曼，市场对其强硬的鹰派倾向存在担忧，普遍认为他上任之后很有可能领导欧洲央行开启一轮相对较为激进的紧缩政策，这对于复苏基础尚不牢固、又饱受贸易摩擦困扰的欧元区经济来说，不啻于一脚急刹车。

相反，拉加德在最近一次公开讲话中表达了对全球经济处于艰难状况的判断，还建议央行继续调整政策以应对这种局面，同时她还曾赞扬德拉吉在欧债危机期间

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11633

