

## 本期摘要

对比两位欧洲央行行长的作风：特里谢偏保守，更多关注通胀和核心欧元区的利益，整体来讲比较滞后；德拉吉则能权衡两边的利益，协调动作出色，前瞻性指引市场表现良好……现在市场开始预估德拉吉的动作。

## 音频梗概

00:05

### 同样的矛盾、不同的选择

今天还是接着聊聊欧洲央行，尤其是从我从业以来经历过的两个欧洲央行行长特里谢和德拉吉，他们的表现上面还是有非常大的差异。

记得当年对特里谢的评论，大家一直认为他是一个比较偏保守的一个人，另外是比较偏重于传统央行行为的一个角色。特里谢面临的欧洲央行和欧洲内部结构性矛盾和现在德拉吉面临的没有什么区别，矛盾都是一样的矛盾，但是选择是不一样的。

经济好的时候和坏的时候都会出现这种核心区和非核心区之间的矛盾关系，央行货币政策到底应该盯住哪种角色，可能在不同的央行行长的手中，选项是不一样的。

01:30

### 特里谢早期：跟着通胀被动加息

像特里谢在早期的时候更多选择的是一开始保持欧洲央行政策不动，因为那个时候以为他更加偏重于对欧洲经济增长的看法和支持，但是事实上后来来看，其实他是非常的被动性而且是滞后地跟随着通胀在走。到后面当通胀开始大规模加速以后，一直到2005年底、2006年开始，特里谢的加息选择步伐开始加快，尤其是当时随着整个通胀的快速高企，核心通胀区的矛盾也在加剧，所以说那个时候欧洲央行是被动地随着通胀进行了大规模的加息。当然了在这个过程中肯定也会造成欧洲区内部进一步的分化和风险的累积。

02:58

## 特里谢时代的欧央行：不具备明显前瞻角色

可以说到了10年期的2007年的时候，那个时候实际上美国的次贷危机其实已经开始出现了问题，对当时特里谢的滞后选择上来讲，他其实还是犯了错误。

当时美联储开始降息，向市场注入流动性，包括当时的欧洲央行，一开始可能没有感觉到说可能引发大的问题。事实上一直到了2008年年底的时候，欧洲央行才进行了真正意义上的反思，才发现问题的蔓延过来了，所以从那个时候就可以感觉到特里谢时代的欧洲央行不具备比较明显的前瞻性的角色。

03:45

## 注入950亿欧元看似前瞻，事实上却还是滞后

2007年的8月份，包括法巴下面的抵押贷款基金开始遭受投资人赎回，那个时候其实应该是认识到美国的次贷危机通过金融体系已经开始蔓延到全球范围之内了。虽然说当时欧洲央行也做出了选择，跟其他央行一起向银行体系大规模地注入了流动性，当时注入了950亿欧元来防止金融体

系的崩盘。当时感觉是说欧洲央行还是比较灵活的，前瞻性还是做得不错的，应该说很快就迈出了正确的防范信贷危机的步伐。

之后市场一直在预期美联储大幅度降息了以后，欧洲央行其实已经没有空间了，市场当时普遍预估都是欧洲央行的货币政策应该在4左右是封顶的，后面也伴随着美国的降息应该也会出现降息。

当时看似是有些前瞻性的，但是最后其实倒过来看却发现特里谢还是比较滞后的，虽然说当时注入了这么大的流动性，但是仍然没有意识到可能是一场更大的风险或危机。

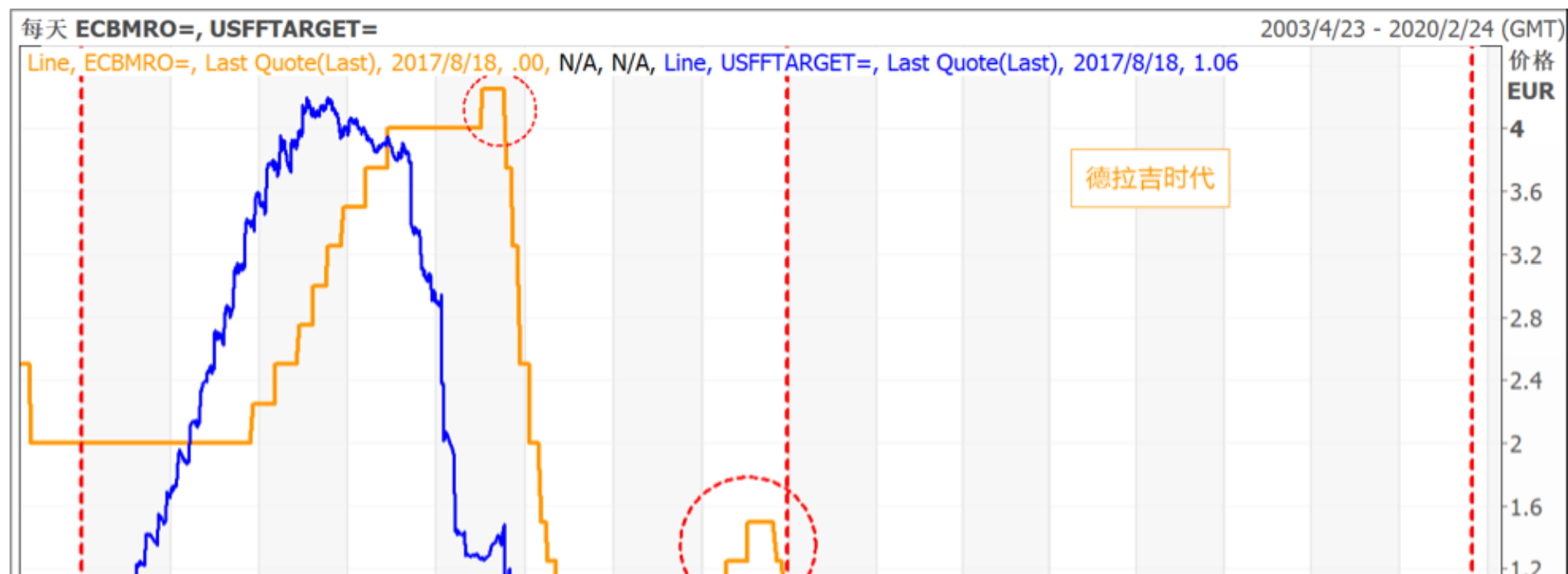
05:35

### 特里谢更关注核心欧元区的利益

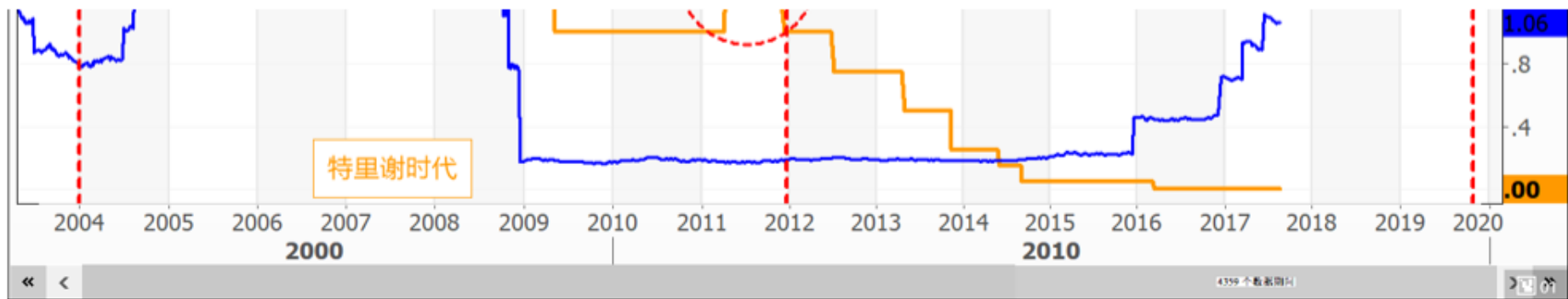
甚至到了2008年的年中，欧洲央行因为通胀高企的因素甚至还逆向地做出了一次加息的动作，而那个时候美国的短端利率水平已经降到了1.5左右，所以那个时候导致欧元进一步加速地上涨，市场普遍地反应不是很明白：为什么环境在恶化的情况下，欧洲央行竟然是加息的。

这个问题如果说没有想明白的话，可能到了2010年，也就是特里谢末期的时候，欧洲央行刚刚缓解了一些债务危机的问题后，在短期内竟然又做出了加息的行为，那就更无法理解欧洲央行为什么那么做了。

在特里谢整个04年到12年的过程中来看，对他的总结普遍来讲就是比较滞后的，他并不是一个特别前瞻性的央行领导，或者说在他领导下，欧洲央行的前瞻性实际上是不足的，更多的是滞后性的，并且更多地将关注的目标放在了通胀上。其实这也是源于欧洲内部发展不平衡调节下，**特里谢是更关注于德国和法国等核心欧元区的利益**，所以他的央行货币政策在面对两个利益和两个风险分离的过程中，他更多地还是关注于前者。







07:50

顶住压力，德拉吉的权衡！

而到了德拉吉的年代，就明显是不太一样了。他整体的行为应该说在前面应对风险的表现来讲是反应地非常快，非常激进。首先第一点是他上任的头两年应对风险的过程中也是顶住了比较大的压力，当然当时的通缩也在大幅度地产生，尤其到了2014年以后油价大幅度下跌以后也给了德拉吉腾挪出很多空间，所以欧洲央行应该说是比较及时地介入和干预了政策，也防止了欧洲债务危机的进一步蔓延，应该说在这一方面上德拉吉的行动是非常准确，也承担了欧洲央行的职能。

当然，在这个过程中也顶住了非常大的压力，比如，来自于德国的阻挠。可以看到德拉吉一直是在两边相夹的过程中做一个权衡，但是更多地可以看到在权衡利弊之后，德拉吉尽量在说服当时的核心欧洲区，实际上从结果上来看也阻挡了欧元区的极端性风险，包括欧洲的单一货币计划的飞灰湮灭。所以应该说德拉吉的前段的表现是非常不错的。

10:00

## 德拉吉的前瞻性指引表现得很好

应该说更多地是在做一个选择，所实行的非常规的政策基本上是权衡了两边，跟美联储的行为还不是完全的相同。

在权衡之后没有选择大规模地购买主权债券，实际上也是为了规避例如德国的这种反诉——不能够轻易地让欧洲央行在没有约束的情况下去救助欧元区内部其他的国家——这个实际上应该说是——一种妥协的结果吧。

可以说德拉吉去说服包括德国央行总裁韦伯还有副总裁施塔克在内，应该说两边的协调还是非常好的，迅速地协调完之后实行负利率，买入两万亿的欧元区的政府公债和企业债券。

甚至在2014年的讲话也非常的激进，一方面甚至是明确地给出了欧元1.4的上限，前瞻性的引导市场的表现是非常的好——欧洲央行将不惜一切代价拯救欧元。

12:05

为什么市场对欧洲央行的预估明显提前？

这个风格完全跟特里谢前面的风格完全是不一样的，这也就是为什么在当下这种情况下前面德拉吉的这种讲话会引发市场比较大的波动，**根本原因在于大家从德拉吉整个的执政路径上来看一直认为他是能够协调两方的利益关系，做出这种权衡的。**

现在其实欧洲央行也面临着两层关系，一方面是不是要快速地回归，回归的路径上实际上到底怎么样去平衡关系，当然还是有声音认为欧洲目前一旦债券收益率上行的话仍然会产生大的风险，所以市场现在就认为德拉吉到底能不能带领欧洲央行回到危机前，实际上看德拉吉的选项是不是更愿意在2018年到任前去完成这样的一个动作，所以说市场对欧洲央行的预估明显是比较提前

的。

前期相关内容时间线：



【017】德拉吉讲话后，用赛马去看全球汇率

【034】捷克脱钩欧元，这张交易员手绘图解释了欧洲将发生什么？（上）

【035】这种欧洲货币将升值20%？交易员手绘图说欧洲（下）

【078】全球央行纷纷喊话，与市场的博弈好比狗和绳子

【087】（视频）德拉吉的预期管理很失败，狗绳拖着ECB的预期前行

【099】长短端欧美利差重新走阔，此时欧元应该怎么看？ | 【099】视频内训

-end-