

金融断层线的发现者



劳拉·华莱士
采访富有远见的金融经济学家、现任印度央行行长拉古拉姆·拉詹

拉古拉姆·拉詹 (Raghuram Rajan), 现任印度中央银行行长, 曾是 IMF 最年轻的、也是首位来自非西方国家的首席经济学家。

然而, 在 2003 年当不惑之年的拉詹出现在 IMF 华盛顿总部时, 许多同行都认为他选错了地方。这位来自芝加哥大学的金融学教授是要任 IMF 新的经济顾问和研究部主任。尽管他是一名声誉很高的金融经济学家, 但他所就职的岗位此前一直由著名的宏观经济学家担任。当时, 对于在 IMF 中占据主要地位的诸多宏观经济学家来说, 拉詹只是一位名不见经传的小人物。

不过, IMF 选择拉詹出任首席经济学家是有原因的: IMF 希望能够增强其在 20 世纪 90 年代末亚洲金融危机后的金融专业知识。时任 IMF “第二把手” 的第一副总裁安妮·克鲁格 (Anne Krueger) 当时正巧阅读了由拉詹与路易吉·金格尔斯 (Luigi Zingales) 合著的一本名为《从资本家手中拯救资本主义》(Saving Capitalism from the Capitalists) (2003 年) 的书, 于是她联系了拉詹。当被问及是否有意成为首席经济学家时, 拉詹说他是这样对安妮说的: “安妮, 我对宏观经济学一窍不通”。对此, 安妮·克鲁格打趣道: “大家彼此彼此。” 于是, 拉詹决定一试, 并立即参加了面试。

十年之后, 在拉詹就任印度储备银行 (RBI) 行长的首日, 没有人再质疑他是否选错了地方。1991 年, 拉詹写了一篇关于银行与公司关系密切的危险性的博士论文。自此以后, 他所有的学术研究工作为他最终就任印度储备银行行长奠定了坚实的基础。此外, 他在 IMF 的工作经历赋予了他在政策制定和参与发达经济体经济事务方面宝贵的工作经验。正如此前他的一位同事所说, 拉詹之所以能够坚持自己的立场, 是因为他对所有工业大国都“不畏惧”。此外, 早在 2007 年金融危机袭击美国并进而对全球经济造成严重破坏之前, 他就对金融创新所存在的风险给予过严

重警告，而当时仅有为数不多的经济学家提出了此警告。

国内外对拉詹的要求和期望值都很高。目前，在印度极力恢复其经济强劲发展势头之际，他被委以执掌印度央行的重任。世界其他国家的决策者也希望他能就全球金融体系的改革提供指导。不足为奇的是，尽管这位芝加哥大学的金融学教授主张自由市场，但正如他在2003年出版的《从资本家手中拯救资本主义》一书中写道的，他同时认为市场是一个“脆弱的机制，政府既不能过多干预，也不能不干预。”

即便如此，很难将拉詹归为某个特定的经济学派。他喜欢自称为“务实主义者”。他告诉本刊：“决定结果的不仅是经济体制，还包括影响经济体制的政治因素，但人们对政治层面的认识程度远远低于对经济体制的认识。因此，当你将这两者结合在一起时，从本质上说这是一个引导的过程。我如何确保那些合理的经济体制能被广泛接受？”

拯救资本主义

拉詹于1963年出生在印度中部的博帕尔市。不过，他小时候大部分时间是在印尼、斯里兰卡和比利时度过的（他的父亲当时在印度外交部工作），11岁时才回到印度。他说，他对金融的浓厚兴趣可追溯至在印度管理学院艾哈迈德巴德分校读研究生的日子。此前，他在印度理工学院德里分校荣获工程学学士学位。拉詹回想起自己阅读诺贝尔经济学奖得主罗伯特·默顿（Robert Merton）的“期权理性定价理论”（计算期权的一个公式，期权是指让买家有权在今后以某个设定的价格购买或出售某项金融资产的合约）时的情景。他说，他不仅被该理论的“数学之美”（mathematical elegance），同时也被该理论“在现实生活中的实用性”所深深打动。1991年，他从美国麻省理工学院斯隆管理学院获得金融博士学位，并成为芝加哥大学布斯商学院助理教授——这两座商学院都吸引了世界顶尖的期权定价研究学者来此工作。

在此后12年的大部分时间中，拉詹将布斯商学院当成了自己的家，在教授银行学和金融学的同时，他与道格·戴蒙德（Doug Diamond）和金格尔斯等同事开展了此后被大量引用的研究工作。2003年1月，拉詹荣获美国金融协会授予40岁以下领先的金融研究者的首届费希尔·布莱克奖（Fischer Black Prize），以表彰他“为我们了解各个金融机构、现代企业的运行方式以及各国金融业发展的因果关系等方面所作出的开创性贡献”。

颁奖词指出：“甚至当许多经济学家盛赞银行金融业的优点时，拉詹在他很有影响力的博士论文中指出，银行与企业之间过于亲密的关系也有其不利的一面，如同在日本的情形一样。”颁奖词继续引用了拉詹与戴蒙德共同开展的研究工作，指出其“将有关银行的微观理论与宏观经济学理论结合在了一起”，同时更加清楚地阐明了“银行在提

供流动性方面所发挥的作用，这一功能是银行易于遭受系统性危机影响的原因以及货币政策的变化对银行贷款产生如此重大影响的原因。”颁奖词还援引了他和金格尔斯开展的研究工作，该研究工作提供了“一个确定机制对经济增长影响的全新方法”，并表明了“在那些金融体系更加发达的国家中，依赖于外部金融因素的行业发展速度更快”，因此有助于“抨击一种错误观念，即认为一国的金融体系只是一个次要问题，对其经济增长影响不大”。

“这是一个引导的过程。我如何确保那些合理的经济体制能被广泛接受？”

拉詹和金格尔斯基于上述发现写成了2003年的《从资本家手中拯救资本主义》一书。书中指出，许多国家的金融体系并不发达的原因是精英们在政治上的强烈反对。这些精英们担心如果金融工具的获取自由度增加，他们将会失去其地位，面临竞争。拉詹认为，鉴于后金融危机已波及至他所认为的“征税过度和监管过度的经济体”，该书到现在仍然具有重大意义，因为现在真正需要的是如何“让我们的经济体始终保持灵活性，以求找到相关的解决方案”。

此后，拉詹又荣获了多个其他奖项，包括2011年获印度印孚瑟斯社会科学—经济学奖，2013年获德意志银行金融经济学奖。在法兰克福的颁奖典礼上，作为颁奖人之一的戴蒙德说，拉詹的研究工作“总是非常清楚地表明其研究主题和研究成果可以如何改善整个世界”。他还认为拉詹“非常地公平、公正，令人难以置信”，并且“是我们学院的理性使者”——戴蒙德指出，在芝加哥大学，特别是在布斯商学院，“虽然拉詹在一些富有争议的观点上立场坚定，但他几乎没有任何仇敌”。

从学术界到IMF

2003年8月，拉詹接替哈佛大学著名的经济学教授肯尼斯·罗格夫（Kenneth Rogoff），就任IMF首席经济学家。拉詹承认，“这是一个有趣的转变。”他面带微笑地回忆道：“在著名宏观经济学家罗格夫离职后，人们的反应是：‘那个家伙是何方人士？’‘拉詹？他是谁？’”拉詹说，“我首先必须证明的一件事情就是，我还是懂点宏观经济学的”，同时他努力吸引和留住一个优秀的团队。“当人们开始纷纷想加入（到研究部门）时，我意识到我们已经开始出现转机。”

随着全球经济相对趋于平静——自2001年年末阿根廷贷款违约以来的金融动荡最终趋于平息——拉詹得以加快对金融业的研究进度，并开始探讨如何将金融行业

面临的问题纳入 IMF 的国家经济模型中。鉴于 IMF 此前已建立了处理各种财政和货币问题的模型，拉詹的想法似乎是可行的。然而，要创建一个针对金融问题的模型，实际的难度要大得多。因此，在人们认为拉詹为该模型的建立奠定了坚实基础的同时，该模型的建立仍有大量的工作需要完成，对于 IMF 的研究者以及整个学术界的成百上千名学者来说都是如此。

一个主要的差异在于，十年前创建一个金融模型还缺乏紧迫感，而如今这个问题已经迫在眉睫。正如拉詹在 2013 年 8 月“辛迪加项目”的专栏中如此写道：“在 2008 年金融危机前，许多宏观经济学家往往倾向于将金融业排除在其有关发达经济体的研究模型之外。由于自 20 世纪 30 年代的“大萧条”以来一直没有发生严重的金融危机，人们很容易想当然地认为金融系统在幕后发挥了作用。简化后的模型表明，直至金融系统退居二线后，政策似乎才会发挥其作用。由于“羊群效应”——政策以我们现在才开始了解的方式影响人们的行为——占据上风，金融系统因此失灵。”

IMF 首席经济学家奥利弗·布兰查德 (Olivier Blanchard) 说，“在如何看待金融体系、如何隔离部分风险类型以及如何获得可以让我们实时开展更多工作的数据方面，我们已经取得了很大的进展。但并不是说我们已经完全了解这些问题了，将两者整合的工作仍在进展之中，但仍未完全实现这一目标。”布兰查德说，根本性的问题是“我们并不确信金融稳定性的真正含义”。他还担心，宏观金融模型可能仍然难以实现——“这将永远是一个猫捉老鼠的游戏”——因为“我们今天确定的风险，也许两年过后就成为金融体系中另外一个不同的风险了”。

部分同事认为，拉詹具有纵观全局的能力，这是让他成为这些金融辩论中的关键人物的主要原因。IMF 研究部助理主任斯蒂恩·克莱森斯 (Stijn Claessens) 说，拉詹属于“少数拥有学术和专业技能的人之一，可以从具体的体制层面谈论宏观经济学和了解金融状况，同时能够发现宏观经济和金融之间的联系以及两者相互作用的方式”。芝加哥的阿尼尔·卡什亚普 (Anil Kashyap，他也是与拉詹的合著者之一) 说：“人们有关设定利率的争论往往很简单。相反，有关如何实现金融稳定性的争论则要微妙得多，其部分原因是我们尚没有建立一个可以依赖的标准工作母机模型。拉詹的一大优势是对金融体制以及哪些地方运行良好，哪些地方存在挑战具有清楚的认识。我认为，这是他在许多有关金融稳定性的辩论中一直保持领先的主要原因。”

在杰克森·霍尔的最终较量

不过，拉詹的观点并非总是得到认可。2005 年 8 月，拉詹在发表了有关金融体系潜藏的风险的预见性演讲后，

拉詹的警告未得到重视

拉古拉姆·拉詹可否借助什么东西来确保他的观点在杰克森·霍尔得到认可？拉詹认为没有，其原因有两个。

首先，由于当时经济状况良好，很难说服人们采取措施来减缓增长，以应对低概率的风险。毕竟，此前美联储通过向市场注入流动性，曾应对过互联网危机。人们普遍认为，“如果另一个危机爆发，美联储可能会用同样的方式加以应对——即便此次的问题是银行信贷，而非市场价值的丧失，”拉詹这样告诉《金融与发展》杂志。

其次，拉詹的讲话是在向当时即将卸任的美联储主席艾伦·格林斯潘致敬的宴会上发表的。格林斯潘认为，“金融体系的关键参与方没有选择偏离自身目标路径的动力。”他的看法受到广泛的认可，因此要以其他方式极力说服观众是一件非常困难的事情。拉詹说，“这些人都是很聪明的。他们来自高盛，来自摩根大通。他们赚得盆满钵满。他们是这个房间里最聪明的人。他们为什么会毁掉他们的业务呢？而我们呢？我们只是低收入的监管方，我们是不是认为我们对他们业务的了解情况超过他们吗？不，事实上，我们没有他们自己了解的多，不过我们拥有不同的动机。他们已陷入狂热的竞争之中，而我们能够阻止他们这样做。”

遭受到了大量的批评。在美国怀俄明州杰克森·霍尔举行的由央行行长和其他高级经济学家参加的年度研讨会上，拉詹应邀就金融体系在艾伦·格林斯潘（当时他即将卸任美联储主席一职）的治理下发生了哪些变化发表了演讲。他说，他曾希望看到金融市场的急剧扩张会降低各大银行的风险，然而他的团队所收集到的数据显示的却是截然相反的结果。

当着格林斯潘的面，拉詹以他的论文《金融发展是否使世界更为危险？》为基础发表了演讲。他警告说，近来的金融创新（如作为债务违约保险的信用违约交换）可能导致“出现毁灭性崩溃的更大（尽管仍然较小）可能性。”在随后的几个季度，该信息并未被顺利接受。前任美国财政部部长劳伦斯·萨默斯 (Lawrence Summers) 认为拉詹的预言“有点反对技术进步的意思”，而且“在很大程度上具有误导性”。现任美联储副主席唐纳德·科恩 (Donald Kohn) 认为，拉詹怀念以往由银行所主导的金融系统的日子——而拉詹强烈否认了这一点。

拉詹曾经写道，他在离开怀俄明时是有些焦虑不安的，不是因为受到批评，而是因为“这些批评者似乎忽略了未来将发生的事情”（见专栏）。几年之后，他的警告成为现实：2007 年美国次贷抵押证券市场开始崩溃，并最终导致全球金融危机的爆发。

当然，拉詹在 IMF 的时间远远超过他在杰克森·霍尔的时间。他说，这是一个很好的在职学习体验过程，在此期间，他使自己的宏观经济技能更加娴熟。他还专心致力于研究全球经济政策的制定。例如，他率领一个团队尽

力帮助部分主要经济体降低其（前所未有的）巨额收支逆差。这也是他首次担任管理者——当时研究部的共有100人。不过，这个数字现在看起来似乎太小了——目前在印度储备银行的下属员工达到了17000人。

拉詹此前在IMF的同事说，拉詹的杰出之处在于他的谦逊、正直、好学和严谨。IMF研究部副主任乔纳森·奥斯特里（Jonathan Ostry）说，拉詹“会让下属提出自己的观点，几乎将所有的荣誉归功于他们，即便是在他自己提出了大量意见和建议的情况下也是如此”。此外，他还“愿意采取引发争议的立场，无论是在内部，还是在他职权允许的外部范围内都是这样，坦率地说，这种程度我以前从未见到过”。

2006年12月，在与IMF的合约到期后，拉詹重返芝加哥。在那里，他有时间，同时也获得了学术上的自由，可以进一步深入探究金融创新带来的影响。《断层线》即是他的研究成果，并荣获2010年《金融时报》和高盛最佳商业图书奖。拉詹警告不要让金融业（“发疯了的银行家”）成为金融危机的替罪羊，这是因为责任取决于各种复杂且分布广泛的断层线，包括以下方面：

- 导致宽松信贷政策的国内政治压力（源自收入不平等）；
- 依赖于负债累累的美国消费者的出口型增长战略（如中国、德国和日本等国）；
- 认为政府终将出手相救，从而承担更大的金融风险。

返回印度

拉詹可以在美国继续其职业生涯，但他从未忘记自己的祖国印度，并经常以印度为其演讲和研究的主题。他说自己之所以学习经济学，是因为经济学提供了一个可以帮助印度进入“大国之列”的途径。2008年，拉詹担任一个有关金融业改革的高层政府委员会主席，得以有机会帮助重新打造印度的金融行业。该委员会提供的报告《一百个小步骤》（A Hundred Small Steps）称，印度储备银行应针对一个单一的目标，即稳定的低通胀率，而非同时针对多个目标（如通胀、汇率和资本流动等）。

该报告还提议印度应面向更多人口推动金融服务（包括信贷、储蓄和保险产品等）的可获取性（特别是农村地区——这里的绝大部分人口无法获得正规的信贷和保险等服务）；减少政府对银行系统的大量干预；并且加快外资参与印度金融市场的步伐。

拉詹在芝加哥担任印度总理曼莫汉·辛格的五年顾问，在孟买担任印度财政部首席经济顾问一年后，2013年9月正式掌舵印度储备银行。彼时，由于印度通胀水平不断上涨、财政和经常项目赤字巨大、经济增长放缓，印度市场处于动荡之中。不过，拉詹快速采取措施稳定了印度卢比的汇率，显著降低了通胀水平，并逐渐增加

了外汇储备——使他在当地媒体赢得了“摇滚之星”的绰号。他还不遗余力地为设定通胀目标奠定基础，并实施了“一百个小步骤”中建议的许多其他改革。

拉詹希望印度储备银行能够通过确保宏观经济的稳定性，帮助印度创造更多的就业机会。在此过程中，世界银行首席经济学家考什克·巴苏（Kaushik Basu）希望拉詹能够鼓励印度储备银行“更具试验性”。在拉詹之前，巴苏担任印度首席经济顾问，他说新兴市场经济体不必在很大程度上依赖于那些在主要工业国中发挥良好作用的货币实践，尽管央行引导各个经济体发展的风险很大，“许多央行通过遵守这些规则来控制该经济体的发展”。巴苏说，各央行的负责人可能会说，“这个政策在富裕国家能够发挥很好的作用，但在我们的国家可能行不通，我会在利率方面采取稍微不同的干预政策”，尝试“新的政策，看这些政策是否能够可行。而鉴于拉詹的背景，他完全有能力做到这一点。”

拉詹可以在美国继续其职业生涯，但他从未忘记自己的祖国印度。

2014年年初，拉詹在全球金融界引起广泛关注。当时，他在接受印度彭博电视的采访中，“国际货币合作已经失败”——实际指美联储暗示正考虑撤销此前为重振美国经济所采用的部分刺激措施。此后，他公开指责几大央行仅仅关注对其本国经济有利的政策，而未考虑其低利率政策给新兴市场经济体带来的金融动荡因素。新兴市场经济体被迫应对那些为寻求更高投资收益率的资金的大量流入。他呼吁那些资金来源国的央行“重新审视其政策，考虑其低利率政策对资金接受国对策（如持续的汇率干预措施）的中期影响。”

正如拉詹在2013年6月国际清算银行所做的演讲中所说：“在这个资本大量流动的一体化世界，各个大国的货币政策成为全球共同的‘油门踏板’。即便油门踏板全部踩下去，作为大国的‘汽车’也可能陷入深沟里出不来，而作为世界其他地方的‘汽车’则可能突破其最高时速。如果全球各国难以避免大国央行非常规政策导致的溢出效应，这些大国的央行是否应该消化这些溢出效应呢？如果是，又该怎么办？这在政治上可行吗？”

目前，拉詹拥有一个大部分学者很少能够获得的机会，可以将自己长期以来所宣扬的理念付诸实施。印度储备银行（以及其他新兴市场经济体的央行）可能并非全球动力最为强劲的“跑车”，但是对于拉詹来说，这次是其一生中成为“典范驾驶者”的绝无仅有的机会！■

劳拉·华莱士（Laura Wallace）是信息交流顾问，曾任《金融与发展》的主编。