

质疑者



埃莱娜·雷伊在伦敦商学院的校园里。

杰里米·克里夫特
采访伦敦商学院
经济学教授
埃莱娜·雷伊

天气好的时候，埃莱娜·雷伊 (Hélène Rey) 喜欢骑着她的滑板车，穿过伦敦摄政公园，来到自己上班的地方——伦敦商学院院内被白色柱廊所环抱的办公室。她会沿着她那个面积不大、摆满书籍的办公室外面狭窄的走廊，展示她不俗的技巧。在她快速向前滑行时，利用左脚娴熟地控制着滑板车铝制框架的后刹。

“我住的地方就在公园对面，所以上班非常方便，”这位曾荣获多项大奖的著名经济学教授说。“公园有许多野生的白鹭、翠绿色的长尾小鸊鹬以及大量的野鸭。偶尔还可以看到黑天鹅——不过它们并不完全罕见，”埃莱娜轻声笑着说。事实上，摄政公园里的一对黑天鹅（传统上终身为伴）不久之前成为全球媒体的头条新闻，由于这两只黑天鹅在求偶期间过于吵闹，而被公园管理者强行分开。

畅销书作家纳西姆·尼古拉斯·塔勒布 (Nassim Nicholas Taleb) 采用“黑天鹅”事件这一术语来描述一些罕见发生的事情，正如黑天鹅在自然界非常罕见一样，这些事情完全不可预测或不可能想象得到，但在商业和金融领域可能产生重大影响的事件。

针对塔勒布的提法，雷伊说，“不过在现实生活中，黑天鹅并不完全罕见。我并不认为重大影响是一件非常异乎寻常的

事情。它取决于系统以及你给予人们的刺激因素。”

关注重大问题

目前，雷伊及其丈夫和八岁大的女儿居住在两套紧挨在一起的现代化联排别墅中。她以敢于质疑现已被人们公认的普遍看法，特别是对国际金融体制、美元作用以及其他主要宏观经济问题的看法而享有盛誉。经济学家同行们称赞她的研究工作和看法“引人深思”和“有影响力”。

雷伊说，“我时常关注的是经济学领域中的重大问题。”雷伊的丈夫是同为伦敦商学院教授的经济学家理查德·波茨 (Richard Portes)。波茨 1983 年创办了经济政策研究中心——一个由欧洲经济学家组成的研究网络。在伦敦接受《金融与发展》杂志的采访时，雷伊说：“你必须研究国际宏观经济状况，才能认清这些重大经济问题。”

美国加州大学伯克利分校经济学教授皮埃尔·奥利弗·古林查斯 (Pierre-Olivier Gourinchas) 认为：“她总是关注影响国际货币体系或整个金融领域的部分深层次因素。”与雷伊一样，古林查斯也是法国籍经济学家。

都柏林圣三一学院教授菲利普·莱恩 (Philip Lane) 认为,“她(雷伊)的研究工作以富有耐心和专注度而闻名。她建立了多个大规模的长期项目,最终推动了知识的重大进步,而不是满足于一些‘快速见成效’的研究项目。”

1998年,雷伊同时从伦敦商学院和巴黎社会科学高等学院毕业,获得两个不同的博士学位。此后,她因其引人深思的研究成果荣获欧洲多项经济学大奖,并呼吁更多的妇女跻身经济学研究行业的高级职位。

“埃莱娜总是关注重大问题,并通过极其周密的分析数据来回答这些问题,”IMF首席经济学家奥利维尔·布兰查德(Olivier Blanchard)说道。“如果你希望在(经济学研究)这一行业取得成功,那是一个最佳的组合,而她(埃莱娜)已经取得了显著的成功,”去年在美国华盛顿举行的研究会议上,布兰查德如此介绍雷伊。

荣获多项大奖

2006年,雷伊因其在对外贸易和金融不平衡的因果关系、货币国际化以及金融危机的深入认识方面的卓越研究成果,荣获2006年“伯纳瑟奖”(Bernácer Prize,专门授予欧洲40岁以下的最优秀宏观经济和金融经济学家)。

2012年,雷伊荣获欧洲经济协会颁发的首届比尔吉特·格罗德奖(Birgit Grodal Award),该奖项是专门用于表彰在经济学领域做出重大贡献的欧洲女性经济学家。2013年,她与同是法国籍的著名经济学家托马斯·皮凯蒂(Thomas Piketty)共同荣获两年一度的叶留·杨森奖(Yrjö Jahnsson Prize),也成为首个荣获该奖项的女性。皮凯蒂出版了一本有关财富和收入不平等的《21世纪资本论》(Capital in the Twenty-First Century)。

2013年雷伊荣获叶留·杨森奖,因其在国际金融研究领域,特别是对汇率和国际资本流的界定方面所做出的原创性贡献。评审委员会指出,她“长期致力于研究一直困扰众多经济学家和决策者的许多重大国际金融问题,并取得了显著的进展。”

都柏林圣三一学院教授莱恩指出:“她将理论与经验相结合,使得她的研究工作对政策分析发挥了重大作用。”

在着重关注经济学研究的同时,雷伊说,她在工作之余对她喜欢做的事情表现也“非常正常”。“我喜欢看书;喜欢听音乐——伦敦的一大特点是音乐会很多。”在她有空的时候,还喜欢和女儿一起踢球或者自己去游泳。“因为我小时候在乡村长大,所以我还喜欢到森林里去旅行或爬山。”

改变人们的看法

雷伊的父母分别是土木工程师和教师,她在位于法国中部地区一个美丽的市镇布里乌德(Brioude)长大。雷伊将她在经济学研究领域取得的成功归功于她在法国教育体制下打下的很好的数学基础。在巴黎一所大学读完本科后,她获得了攻读美国加州斯坦福大学硕士学位的奖学金。“于是我很早就接触到了美国教育体制,”她说。然后,雷伊

重新回到欧洲攻读博士学位。她曾在普林斯顿大学和伦敦经济学院等诸多著名大学任教,包括在加州大学伯克利分校和哈佛大学短暂执教。

她最具影响力的研究工作之一,是她在普林斯顿大学执教期间,与古林查斯共同开展的有关美国在全球金融体系中作用的研究。布兰查德认为,该研究工作“改变了人们对美国经常项目赤字的看法。”

在最近一次全球金融危机发生前,众多经济学家和政治家主要关注的是美国不断扩大的经常项目赤字,而古林查斯和雷伊的研究表明,鉴于美国在国际金融体系中处于中心地位,美国在经常项目方面的赤字状况并没有像表面看上去那么糟糕。

“尽管美国的贸易赤字巨大,但经济学家们并没有考虑到美国从资本收益和美元汇率变动中获得大量金融收入,”古林查斯对《金融与发展》杂志如是说。

“例如,几乎所有的美国外债都是以美元计价的,而大约70%的美国境外资产是以其他货币计价的。因此,美元汇率贬值10%,就将使其境外资产增值,使大约5.9%的美国GDP从世界其他地区转入美国。相比而言,2004年美国商品和服务贸易赤字仅占美国GDP的5.3%。因此,这些资本收益可以说非常巨大。”

正如古林查斯和雷伊(Gourinchas和Rey,2005年)指出,美元贬值对美国的外部地位具有两方面的好处,即增加美国净出口额以及提高美国资产的美元价值。

古林查斯和雷伊表示,美国在世界金融体系中心的地位为美国赋予了他们称之为“过度特权”的东西(20世纪60年代由时任法国财长瓦莱里·吉斯卡尔·德斯坦[Valéry Giscard d'Estaing]创造的一个词,用以描述美国从美元作为世界储备货币中获得的优势)。古林查斯和雷伊解释道,“过度特权”的形成是因为美国可以在世界金融市场中按低于市场价格的利率借贷,从而在其境外资产中获得高收益。他们跟踪了美国是如何逐渐承担风险更高的海外投资。

美国:世界银行家和世界承保商

“然后,我们进一步发展了这些看法,指出了美国所发挥的重要角色,使之看上去更像世界其他地区的承保国,”雷伊解释道。

二战以后,美国接替英国成为世界银行界的主宰者、国际主要货币(美元)的发行者以及国际流动性的提供者。

这尤其意味着,美国可以短期借贷(外国人愿意购买美元流动资产)和长期放贷(美国向境外企业提供长期贷款和投资资金)。如同银行一样,美国可以从其外部资产带来的高收益与债务成本的差价中提取中介费用。

古林查斯说,自20世纪90年代以来,美国已成为类似于全世界的风险投资者。“自始至终,美国资产已越来越多地从长期银行贷款转向外国直接投资(FDI),自20世纪90年代以来转向外国直接投资和股市。与此同时,美国的债务仍主要是银行贷款、贸易信贷和负债,即收益率低的安全资产。”

“因此，美国的资产负债状况日益类似于风险投资者，在资产层面具有高回报的风险投资。此外，其杠杆率也出现了长期大幅增长。”

雷伊说，全球金融危机期间，他们扩大了对这方面的研究，结果发现美国的角色发生了逆转，它通过其对外投资组合将资金大规模地投向世界其他地区。“我们估算，仅2008年（这一投资比例）就占美国GDP的13%—14%。因此，这一比重非常大。”

同时，美国“对世界经济和世界其他地区提供相当于全球承保商的服务——在经济发展状况良好的时期获得相当于保险费的收益，而在经济发展状况不佳的时期进行赔付。这正是我们在数据中所发现的情况。”

雷伊说，“一方面，美国享受‘过度特权’；另一方面，作为全球承保商，美国也有在危机时期承担‘过度责任’的义务。”

在杰克逊·霍尔会议上的讲话

雷伊研究中的另一个方面是对经济学的另一个陈旧观念提出了质疑。这种过时的观点认为，各国只能实现“三元悖论”(impossible trinity)，即固定汇率、开放资本市场(无资本控制)和独立货币政策中的其中两个方面(见专栏)。

“三元悖论”认为，在资本自由流动的世界，一国只有通过让其汇率自由浮动，才能实现独立的货币政策(Obstfeld和Taylor, 2004年)。

2013年，在美国怀俄明州杰克逊·霍尔召开的会议上面对各国央行行长发表的一次有影响力的讲话中，雷伊指出，目前新兴市场和发达经济体都日益开放金融市场，而事实上，金融全球化的大规模发展在此之前已对这一理论(三元悖论)提出了质疑。

由于许多关键决策是由金融体系的中心(美国)做出，再通过全球化输出到世界其他地区，因此各国不可能再借助其汇率来使其自身不受影响。

目前，世界所面临的不是“三难选择”，仅仅只是“两难选择”，即如果且只有资本账户直接或间接得到管理，才可能实现独立的货币政策(Rey, 2013年)。

雷伊表示，“一个新出现的局面是一个拥有强大全球金融流动性的世界，其主要特征表现为资产价格、资本总流量和杠杆(债务)的经常性大量流动。”

在资本自由流动时，全球金融流动可以约束各国的货币政策，无论其汇率体系如何。

“人们普遍认为，如果你拥有一个灵活的汇率体系，该汇率就可以让你免受金融冲击的影响，从而可以实现独立的货币政策。事实上，这正是通货膨胀目标国一直坚持的观点。但是，如果你拥有我所建议的全球金融流动，那么就不会出现这种状况：你的汇率不可能让你免受影响——你不可能让自己完全封闭起来，”雷伊说。

古林查斯说，“如果她的观点是正确的，我们就必须重新思考我们在开放经济体中如何管理货币政策的指导原则。”

何为“三元悖论”？

“三元悖论”或“三难选择”，是指认为一国不可能同时保持固定汇率、资本自由流动和独立货币政策的观点。

该观点是由英国经济学家马库斯·弗莱明(Marcus Fleming)和加拿大经济学家罗伯特·蒙代尔(Robert Mundell)于1962年共同提出的，两人共同创建了蒙代尔—弗莱明汇率模型。他们指出，一国不可能同时实现国内独立货币政策、固定汇率、资本自由流动这三个要素：只能最多实现其中两个目标。

自此以后，“三元悖论”的理论成为开放经济体的基石之一。20世纪90年代，经济学家莫里斯·奥布斯特菲尔德(Maurice Obstfeld)和艾伦·泰勒(Alan Taylor)就提出了“开放经济体”这一理论。

在一般层面，开放经济体(在障碍因素极少的全球市场买卖商品、服务和资本资产的经济体)的决策者在宏观经济层面面临三难选择(trilemma)。通常他们会面临三个值得拥有，但又相互对立的目标，即稳定汇率、国际资本的自由流动、执行面向国内目标的货币政策。由于这三个目标中只有两个目标可以彼此相容，决策者必须确定舍弃哪一个目标。这就是所谓的“三难选择”。

“在某种程度上说，它更像是一个研究议程，而不是一个已经成熟的理论，”古林查斯继续说道。“埃莱娜在杰克逊·霍尔会议的讲话中以及她近来发表的部分文章中只是提出了一系列的问题，而不是提供明确的答案。”

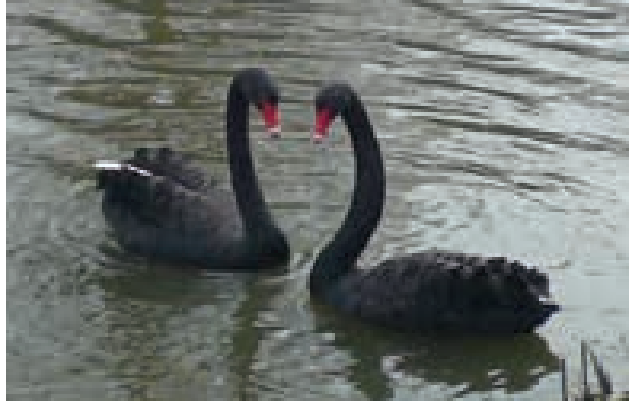
布兰查德认为，雷伊的研究工作非常重要。“与此前认为只要让汇率浮动就可免受影响的观点相比，(雷伊的)这一观点完全不同。我认为，这一观点总体是正确的，可能对我们的思维方式，比如新兴市场应如何针对资本流动的剧烈变动做出响应的思考方式产生很大的影响。”

各国须加强对资本流动的控制

雷伊认为，各国必须加强对跨国资本流动的管理和监管，这是因为这种资本流动一直处于不稳定状态，导致了危机的爆发。

在全球金融危机造成严重破坏后，人们很难弄清或估量各国从金融开放和资本自由流动中所真正获得的好处。事实上，雷伊也表示，金融全球化带来的好处很难确定。雷伊经常向法国财经日报《回声报》(Les Echos)投稿，同时也是法国财长咨询委员会委员。

“目前有数万亿美元跨境流动。尽管我们尽了最大努力，并且开展了数以百计的研究，但经济学家仍难以确定这种资本流动带来的好处。当然，部分资本流动非常有利，这一点完全有可能。同时，部分金融行业获得了大量的好处，这一点也很有可能。不过对于其他人来说，热钱流动并不是风险共担，而是加大了风险的形成。”



位于英国伦敦摄政公园里的黑天鹅。

雷伊认为，如果这些国际资本流动并未带来大量的好处，而只是造成危机，那么“我们就必须限制部分资本流动。通过宏观审慎政策或资本控制，我们可以实现这一目标。我支持这种观点，即每个人的情况都将好转——只是部分金融行业可能除外。”

在全球金融危机后宏观审慎政策得到了加强。该政策旨在通过提前采取预防措施以及通过改善对整个金融体系的监管，控制或最大限度减小金融体系内部产生的风险。“宏观审慎政策现已非常重要——但问题是它能否在防止下一次危机中发挥作用。”

“她将理论与经验相结合，使得她的研究工作对政策分析发挥了重大作用。”

雷伊表示，近期各国所采取的增加对银行的资本要求以及压力测试都是朝着正确方向的措施。

全球化的不均衡影响

同时，雷伊就国际金融体系的变化方面开展了研究，这些变化包括欧元的创立、欧洲的危机、中国的崛起、全球经济体融入全球流动等。2011年，雷伊及一个专门委员会的其他成员就如何改革国际货币体系提出了建议，包括加强IMF的作用，允许IMF直接通过商业市场借贷(Farhi、Gourinchas和Rey, 2011年)。目前，IMF只能从成员国政府那里筹集资金。

都柏林三一学院教授莱恩认为，雷伊与巴黎政治学院经济学教授菲利普·马丁(Philippe Martin)共同开展的有关金融全球化的研究工作，值得更多关注(Martin和Rey, 2006年)。雷伊与马丁合作建立了一系列研究模型，分析了具有不对称或不均衡金融体系的各个经济体(欧洲的核心经济体与外围经济体；全球发达经济体与新兴市场经济体)融合后所带来的影响。

“埃莱娜是影响对金融全球化再认识的经济学家之一，针对金融全球化的好处，她的看法略微不同。例如，在金融全球化可能在新兴市场产生更多的金融危机方面，她的看法就不同，”马丁说。

“在金融全球化在国际调整中的作用和经典的‘三难选择’方面，她的看法也略微不同。在每种情况下，她都对经典的重大问题重新进行分析，表明金融全球化的某些新维度(估值效应，全球金融流动等)可以改变我们对这些经典问题的看法。”

雷伊表示，对于欧洲而言，解决该地区历史遗留下来的债务问题以及推出更为可靠的财政框架体系，是稳定欧元区的两大关键措施。

“除希腊外——这是因为希腊的情况完全不同于欧洲地区的其他国家——欧洲地区必须建立一个更为可靠的财

政框架体系。首先，必须解决危机引发的债务问题。如果某些国家的债务率达到其GDP的130%，由于这些国家‘太大而不能破产’，你就不可能建立一个更为可靠的财政框架体系。”

当被问及中国崛起所带来的影响时，雷伊表示，中国这个世界人口第一大国在世界经济中越来越重要，这一点显而易见。

但是，中国的货币人民币要与美元共同被认可为全球货币尚需假以时日。“当前中国经济发展迅猛，但其金融基础设施和银行体系仍然很不发达。因此，人民币要成为与美元同等重要甚至超过美元的货币，还需要相当长的时间。”

“这种状况不可能很快就发生——这一点是毫无疑问的！”

未来的“黑天鹅”现象

我们的未来会有“黑天鹅”现象吗？“不过，从本质上讲，我们还没有思考过这个问题，或者说了解得还不多，”雷伊戴着亲切的微笑说道。

“不过，有两件事情明显令人担忧——一是现在存在大量的金融衍生头寸。这相当于一个黑洞。也许是好事，也许不是好事。我们还不清楚它们将出现什么样的状况。”

“许多人思考的另一件事情是网络安全的问题——这个问题日益严重，我们尚不完全清楚其影响。但这并不意味着它是一种‘黑天鹅’现象。风险就来自于系统内部！”■

杰里米·克里夫特(Jeremy Clift)是IMF出版人，并曾担任《金融与发展》的主编。

参考文献：

Farhi, Emmanuel, Pierre-Olivier Gourinchas, and Hélène Rey, 2011, *Reforming the International Monetary System* (London: Centre for Economic Policy Research).

Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey, 2005, “From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and Exorbitant Privilege,” NBER Working Paper No. 11563 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Martin, Philippe, and Hélène Rey, 2006, “Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?” *The American Economic Review*, Vol. 96, No. 5, pp. 1631–51.

Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor, 2004, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth* (New York: Cambridge University Press).

Rey, Hélène, 2013, “Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence” (Kansas City, Missouri: Federal Reserve Bank).