



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

金融化

戴险峰 著

Financialization

金融化

戴险峰 著

Financialization



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

金融化/戴险峰著. —北京: 经济管理出版社, 2017. 5
ISBN 978 - 7 - 5096 - 5027 - 1

I. ①金… II. ①戴… III. ①金融—研究 IV. ①F83

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 054008 号

组稿编辑: 宋 娜
责任编辑: 宋 娜 周晓东
责任印制: 黄章平
责任校对: 雨 千

出版发行: 经济管理出版社
(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn
电 话: (010) 51915602
印 刷: 玉田县昊达印刷有限公司
经 销: 新华书店
开 本: 720mm × 1000mm/16
印 张: 14.75
字 数: 213 千字
版 次: 2017 年 5 月第 1 版 2017 年 5 月第 1 次印刷
书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 5027 - 1
定 价: 88.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

一个值得深入研究的 货币金融学新问题

金融与实体经济的关系，一向是极其重要但颇具争议的研究课题。在 2007 ~ 2008 年发生的全球金融与经济危机中，高债务和高杠杆的兴风作浪，更使这一论题成为全社会关注的热点。在中国，随着经济增速减缓以及货币金融政策效率递减，人们也开始关注高债务和高杠杆问题。很快，对于高杠杆率的关注便与中国本土产生的老问题，如 M2 占 GDP 比重过高、信贷增速过快等结合起来。一时间，“金融应当服务实体经济”，几乎成为所有文件、文章、讲话以及各类会议的箴言。近两年，随着国内“经济发展新常态特征更加明显”，另一个与此相近且彼此应和的命题——制止金融“脱实向虚”，又不胫而走。金融与实体经济的关系，涉及相当广泛的领域，其中，金融与实体经济的彼此渗透关系，是一个十分重要的方面。

传统的主流经济学对金融是不重视的。在古典经济学的眼界里，金融（更严格地说是“货币”）与实体经济的关系是一个宏观问题，尽管当时还没有用宏观经济学的概念来指称这种关系。古典经济学认为，货币与实体经济是彼此分离的，因而，货币无非只是罩在实体经济上的“面纱”；它决定的是物价水平的高低。至于由货币衍生出的金融活动，也没有改变货币与实体经济之间的宏观联系，只是在资源配置这一微观经济运行的层面上，加入了一项成本要素（利率），从而对资源配置的效率产生一定影响。尽管如此，在古典经

济学的框架里，货币金融对于实体经济而言，本质上是中性的，企图运用货币金融政策来影响实体经济运行，或可产生短期冲击，但长期终归无效。

在理论界，最早企图突破金融与实体经济“两分”框架的是瑞典经济学家维克赛尔。他致力于在金融世界和实体世界之间找到一座“由此达彼”的桥梁。在他看来，利率就是这座桥梁：通过货币利率和自然利率对应调整、相互靠近的“累积过程”，引致储蓄和投资、供给（生产）和需求发生方向相反的变化，最终驱使均衡达成，进而决定经济活动的总体水平；而利率结构的变化，则可能影响资源配置的效率，进而影响经济活动的总体水平。凯恩斯继承了维克赛尔的分析思路，并将之发扬光大。不过，他的主要贡献是将维克赛尔的天才思想引入了说英语的国家。然而，尽管凯恩斯开了宏观经济学的先河，但是，在金融与实体经济的关系上，他并没有较维克赛尔走得更远。在此之后，尽管凯恩斯主义、“新凯恩斯主义”、“凯恩斯主义的反革命”、“货币主义的反革命”等“你方唱罢我登场”，争论得不可开交，但在实体经济和金融的关系的研究上，能够称得上革命性的理论贡献，似乎并没有见到。这样，虽然金融在人们日常生产和生活中显得极为重要，但是，在主流经济学的理论体系中，囿于有效市场假说，金融因素始终未被系统性地引入宏观经济学一般均衡模型框架，从而一直委屈地在经济学家族中居于“庶出”地位。

20 世纪 70 ~ 80 年代，信息经济学、新增长理论和新金融发展理论兴起，开始打破传统金融研究的僵局。从金融功能的角度研究金融发展对经济增长的影响，为现代金融发展理论的形成和发展奠定了基础。2007 年全球金融与经济危机以来，经济学界重构宏观经济理论和金融理论的努力获得了

新的刺激，从而有了一些新的进展。努力的基本方向，就是将金融作为内生性体系纳入（刻画实体经济的）动态随机一般均衡模型。在这方面，伯南克和格特勒做出了主要贡献。

入手之处，是在模型中引入企业资产负债表效用。在伯南克和格特勒看来，作为引起经济波动主要因素的投资水平，高度依赖于企业的资产负债表状况。具体而言，企业现金流的多寡、资产净值的高低，对于投资有直接或间接的正面影响。如果企业资产负债表是健康的，其现金流充裕，资产净值也高。这种状况的直接影响，是增加了企业内源融资的来源，降低企业的融资成本；间接的影响则在于，充裕的现金流和高净值为其进行外源融资提供了更多的抵押品，从而降低了其外源融资的成本。当企业遭受到经济中的正向冲击或负向冲击，其净值随之升高或降低时，经由信贷市场的作用，这种冲击对经济的影响会被放大，出现“金融加速器效应”。简言之，存在着这样的逻辑链条：一方面，企业资产负债状况的改变能够引起投资的变化，投资的改变会进一步引起下一期产量的变化，从而造成经济波动。另一方面，随着金融创新的不断推展和金融自由化的不断深入，金融市场波动日趋剧烈，而且显示出强烈的顺周期性和“超调”的特征。这种状况与资产负债表效应彼此呼应，相互强化，使得实体经济呈现出“繁荣—萧条”的新的周期特征。如此，金融因素及其变化便被纳入主流经济分析模型之中。

值得注意的是，当主流经济学的探讨徘徊于从实体经济的立场来解释实体经济与金融之间的关系时，实践却把这一命题引向了另一个方向——实体经济的金融化。用非专业的眼光来观察，人们看到的是，金融作为一个服务行业，在人类生产、生活中已经无处不在，金融业增加值在各国 GDP 中

所占比例越来越高，金融从业人员的收入在社会各类人群中名列前茅，金融对宏观经济政策、社会生活、文化乃至意识形态的影响都日益增大。

然而，在理论层面讨论经济的金融化，则须有更为专业的分析视角，经济的证券化率（各类证券总市值/GDP）、金融相关比率（金融资产总量/GDP）不断提高，证券市场年交易量、信贷余额、年保费收入、外汇日交易量等对 GDP 的比率稳步上升，贸易相关的资本流动与非贸易相关的资本流动的比率的逆转（20 世纪末已达 1:45），都使得金融上层建筑日益膨胀，并进一步改变了人们之间的经济关系，使得债权/债务关系、股权/股利关系、风险/保险关系等金融关系占据了统治地位。

在一般人看来，货币金融与实体经济是泾渭分明的。然而，经过专业训练的经济学者都清楚地知晓：货币金融与实体经济之间的界限从来就不是非此即彼的。马克思早就指出：“货币是和其他一切商品相对的一般商品”（《马克思恩格斯全集》（46 卷），第 90 页），这就从起点上揭示了货币和实体经济（商品）的同源性。在人类历史上，货币确曾固定地由某些商品（如黄金）来充当，但是，自从货币被信用化之后，金融活动日趋多样，货币金融与实体经济的界限更为模糊。尤其是近几十年来，经过层出不穷的金融创新和持续不断的金融自由化，实体经济已程度不同地被“金融化”或“类金融化”了。

在实体经济金融化的过程中，发挥关键作用的是金融的一个基本属性——流动性。在货币金融世界里，一种资产是否是货币，是依据其流动性高低来确定的。所谓流动性，指的是一种资产转换为交易媒介的难易、快慢和受损失程度。一种资产有了流动性，便就有了一定程度的“货币性”。货

币当局总是将定期存款、储蓄存款和外币存款等合称为“准货币”，根据就是：它们较其他资产具有较高的流动性，因而可称作“货币”；但较之现金和活期存款，其流动性较低，因而只是接近货币（准）而已。

一种资产流动性的高低，由该资产之市场状况决定。一种资产的市场如果具有较高的密度（Tightness，即每笔交易价格对市场中间价格的偏离幅度较小）、较大的深度（Depth，即较大规模的交易都不会对市场现行价格产生显著影响）和较大的弹性（Resiliency，即由交易引起的价格波动向其均衡价格收敛的速度越快），则称该资产具有较高的市场流动性；资产的流动性越高，其货币性越强。根据这一界说，现钞、活期存款等我们常识中的货币，无非只是拥有最高流动性的资产而已。

显然，一种资产的金融化，是通过提高该资产市场的流动性产生的。问题恰恰在于，近几十年来的金融创新，其不懈的动力和客观的结果，就是提高了所有资产的流动性。举例来说，房地产历来是流动性最差的资产，但是，经过一级又一级的证券化和信用增级，基于庞大的市场交易规模，与房地产相关联的金融资产如今获得了很高的流动性。正因如此，在危机之初，美联储才将用于投资的房地产归入金融一类，将之与实体经济相对立。

如今，在普通投资者资产配置选项里，其“实体性”不容置辩的大宗产品，霍然就与其“金融性”毋庸置疑的固定收益产品和汇率产品等量齐观；时下稍具规模的投资机构，都会在旗下专设 FICC 部门，即将固定收益（Fixed Income）、货币（Currency）和商品（Commodity）统一在一个逻辑框架下加以运筹。仅此一端就告诉我们，如今讨论金融和

实体经济的关系，根本的难点之一，在于缺乏清晰的概念界定和不含糊的分析前提。要解决这一难题，恐怕需要另辟蹊径，从实体经济的金融化入手，将实体经济和金融经济同炉熔炼。

从历史发展来看，金融化现象发端于工业资本主义向金融资本主义的转化时期。与传统经济学不同，基于实体经济全面金融化这一事实所展开的货币金融理论，从一开始便将金融视为经济的一个有机组成部分，并从此出发，全面分析金融如何影响实体经济的生产和收入分配，以及金融的泛化如何对社会和文化产生冲击。从涉及的学科范围来看，有关金融化的研究，整合了政治经济学、社会学、政治学及历史学等众多学科的研究成果。

本书的作者戴险峰是我在中国社科院指导的博士研究生。他受过良好的经济金融理论基础训练，而且有较丰富的国内外金融市场操作经验。读书期间，他经常同我谈起大宗产品的金融化，以及整个金融市场中金融与实体经济相互融合的趋势，可以说，本书正是他读书期间不懈探讨和深入思考的结果。本书建立在对大量文献的深入研究及作者多年的金融从业实践的基础上，体例清晰、逻辑紧密，既有理论深度又有实践意义，相信能对学术研究、政策制定乃至投资决策等提供助益。

值此《金融化》付梓之际，我写下以上思考，对戴险峰博士表示祝贺，同时，也借以求教于同行。

国家金融与发展实验室



2017年4月24日 于紫竹公寓

前 言

一、本书内容

本书研究的是金融化。金融化研究的是金融资本主义，以及金融资本主义对经济及社会产生的冲击，本质上是对金融与实体（包括经济及社会各层面）关系的研究。

作为一门学科，金融化传统上属于政治经济学范畴，发源于早期政治经济学尤其是马克思主义政治经济学对金融资本主义的研究。早期的金融化研究重点是金融资本主义对收入分配造成的不公。

20 世纪 90 年代末到 21 世纪初开始，包括政治科学、社会学、人类学、地理学及经济学等领域的学者开始以金融化为概念与框架，来分析发达政治经济体一系列结构性变化（van der Zwan, 2014）。现代金融化研究试图理解日益独立存在的全球金融体系如何改变工业经济运行的内在逻辑。

2008 年金融危机后，西方主流经济学掀起了对金融与实体关系的研究热潮。这是传统经济学在金融化方面的研究，强调金融及信贷周期对经济周期所产生的冲击。不过，主流经济学在新古典经济学框架下依然是将金融作为一个分配效率问题，而不是作为经济体系的一部分进行分析（van der

Zwan, 2014)。

本书遵循金融化领域逻辑，将金融作为经济系统的一个有机组成部分进行分析。内容上，力图对金融化现实的发展及金融化学科的各项研究进行综述，对传统经济学关于金融与实体的研究进行归纳，并提出新的见解。本书致力于将金融化学科的研究与传统经济学的相关研究进行整合，以形成一个完整的研究和分析框架，为金融与实体关系讨论提供理论基础。本书将重点研究经济领域的金融化，包括金融周期与经济周期的互动以及大宗商品的金融化。对金融化的其他相关内容，如企业、家庭与政府的金融化，以及金融化对社会与文化的影响等，本书仅做一般性论述，不详细展开。

二、金融化概念内涵

现实中，金融化已经渗透到人们生活的方方面面。金融市场日益成为家庭、公司及政府日常活动的核心（Davis, Kim, 2015）。金融化影响了经济周期与资产价格，还广泛影响公平及文化伦理等。

但金融化并没有权威的精确定义。学术界普遍引用 Epstein（2001）的定义：“金融化指在国内及国际层面，金融市场、金融动机、金融机构和金融精英在经济运行和治理方面变得越来越重要。”

具体来说，金融化包含如下方面：

宏观层面的金融化指金融市场及金融工具（包括衍生品）的迅速发展，以及金融发展及金融周期对经济周期的冲击。金融化通过改变企业与个体行为，会改变宏观经济周期。一些学者还认为金融化通过收入分配的改变而降低了社

会总需求，从而造成经济增长的减缓。而金融自身的不稳定性则带来了实体经济的不稳定。从金融市场结构看，金融化指直接金融日益取代间接金融，而在融资方面变得越来越重要。

中观层面的金融化包括大宗商品、房地产等行业的金融化，以及金融行业在经济中的地位与重要性的提升。大宗商品的金融化导致大宗商品具有了金融属性，价格的波动率及相关性都相应加大。房地产市场的金融化导致房地产价格的变化规律也发生了转变，个人住房的居住功能被弱化，而投资与投机功能被强化。金融行业则因为金融化的发展而提高了其在经济中的地位。

微观层面的金融化包括企业与个人对金融市场的依赖，以及因为金融化而发生的行为的改变。公司层面，公司治理原则转为股东至上；管理层更加重视股价的短期波动；非金融企业更多采用金融工程手段来提高利润，甚至直接介入金融业务。个人层面，家庭资产中金融资产占比大幅提升，消费行为因为信贷可获得性的提高而改变。

政策方面，金融化的发展体现为各国政府普遍采纳有益于金融发展的政策，包括推行金融自由化（监管放松、减少资本控制）、建设股票市场以及促使中央银行独立于政治决策过程（Polilo, Guillen, 2005）。

三、金融化学科发展

从学科发展来看，早期金融化研究的是资本主义从工业资本主义向金融资本主义的演变，认为金融化是工业资本主义进入成熟阶段后，食利者（Rentier）阶级的必然选择。世

界系统理论 (World System Theory) 则认为,金融化是对美国在世界政治中的霸权地位的保护 (Arrighi, 2010), 历次霸权 (如荷兰和英国) 的更替都以金融化为特点——霸权国家在晚期就开始了金融化过程。

经济社会学认为,金融化是宏观经济条件、法律法规变化及技术进步等各种因素综合作用的结果。监管放松及公司并购市场的发展是促进公司金融化发展的重要因素。

政治社会学则认为,金融化是由政府对 20 世纪 70 年代行政管理危机的政治反应而引发的。当时的美国政府为了解决社会、财政及执政合法性三大危机推行市场机制,并放松金融监管、增加信贷的可获得性并促使国际资本流入,从而导致金融业呈爆炸式发展,并将美国经济转型为金融资本主义。

而传统经济学关于金融与实体经济的探讨至少可以追溯到 200 年前 (Smith, 1776)。但是古典经济学家假想了一个无摩擦的理想经济体,从而导致主流宏观经济学因此长期围绕实体经济的增长与波动展开,并着重研究实体经济的资本、劳动力及全要素生产率,而忽略对金融的考虑。不过,宏观经济学一直以来门派林立、充满争议,对金融的态度也在不断演化。Friedman 和 Schwartz (1963) 等货币主义及新凯恩斯综合学派认为,金融对实体经济影响不大或没有影响。伯南克 (Bernanke, 1983) 在对大萧条进行的研究中,在宏观模型中引入金融加速器,开始强调金融在实体波动中的作用。但伯南克的研究并没有将金融作为对实体经济冲击的来源,而仅仅是作为传播冲击的渠道。明斯基 (Minsky, 1986) 则特别强调金融的作用,认为金融存在天然的不稳定性,而且会最终带来实体经济的不稳定。明斯基的理论尽管

被金融从业者广泛接受，但在学术领域却长期遭遇冷落，被排斥于主流经济学之外。

Calvo 对金融危机进行反思认为，金融与传统宏观经济学在理论上的割裂缘于两个领域的研究人员视角的割裂：金融学者不重视研究宏观经济学，而宏观经济学家不重视研究金融。宏观经济学模型没有对金融系统进行适当建模，而金融学则忽略了金融自身的脆弱性以及金融对宏观经济的影响。而业界及政策制定者则将金融作为一个行业来对待，与实体经济的其他行业并无本质区别。Beck (2012) 认为，将学术界视角和业界视角进行统一将是未来的挑战。

2007 ~ 2009 年的全球金融危机与经济危机，从根本上改变了西方传统经济学对金融的态度。研究者开始从理论上再次探讨金融系统的不稳定以及金融对实体经济造成的冲击。

以金融化为统一框架进行金融与实体关系的研究，或是解决 Calvo 和 Beck (2012) 所提问题的一个路径。

四、金融与实体的关系

在现实中，金融对实体经济非常重要。

广义金融包括货币等各种流动性资源，以及货币流通、信用发放、投资及银行中介等金融服务体系（Webster 词典）。Graeber (2011) 将人类有记录的信用关系追溯到公元前 3000 年的 Sumer，即当今的伊拉克南部。这样来看，广义金融至少存在了 5000 年。

进入 21 世纪以来，全球经济还经历了两个新的发展。一是从 2001 年前后开始，大量金融投资者尤其是指数投资者开始投资于大宗商品领域，并改变了大宗商品期货价格波动

的规律。二是 2007 ~ 2009 年美国房地产市场泡沫破裂引发了全球金融危机和经济危机。前者促生了对大宗商品金融化的研究，后者则促使传统经济学领域重拾对金融与经济关系的研究。

对金融与经济周期的关系以及大宗商品金融化的研究均归属于金融化领域，这也是本书研究的重点。

大宗商品金融化对大宗商品市场产生了深远影响。21 世纪以来，随着发展中国家的迅速工业化，特别是中国经济的强劲崛起，全球大宗商品价格开始迅速上涨。Gorton 和 Rouwenhorst (2006) 研究认为，大宗商品与其他金融资产价格的相关性较低，从而有利于资产配置。投资者因此蜂拥而至，开始将大宗商品纳入资产配置框架。随着全球金融危机及经济危机爆发，大宗商品期货市场进入下行周期。大宗商品暴跌之后经历短暂反弹，随后又持续下跌直至 2016 年春季，并随后再次反弹。大宗商品的暴涨暴跌引发了众多争议。民众、从业人员及监管者大都认为，金融投资者尤其是投机者是造成大宗商品价格暴涨的原因。学术界形成的共识则是，大宗商品金融化导致期货价格的波动率上升，而且与其他金融资产的相关性也不断提高 (Cheng, Xiong, 2013)。

2007 ~ 2009 年的全球金融危机及经济危机则表明了金融对实体经济可能产生的冲击，并掀起了学术界对货币、信用及波动的研究热潮，以试图理解货币及信用如何生成、放大并传播冲击 (Schularick, Taylor, 2009)。

学术界加强了对数据的收集，开始对长达百年的金融与经济的波动/周期关系进行实证分析。Taylor (2012) 将全球经济在过去近 150 年的历史分为 1870 ~ 1970 年的货币时代 (Age of Money) 和 1970 年至今的信用时代 (Age of Credit)。

他认为，货币时代和信用时代的一个显著区别在于，后者是杠杆化操作的，进而他发现，当实体经济大规模使用信用即杠杆上升之后，波动也开始加剧了。从历史寻找规律可以发现，在早期的农业社会（也即所谓马尔萨斯经济）中，经济波动主要是因为农业供给受到冲击，一般来说波动较小；在后来的商业社会，市场力量开始导致经济波动的加大；而到了资本主义经济之后，随着经济的金融化程度加深，波动也更加剧烈。这意味着，金融是资本主义经济最主要的组成部分及最基本特征。金融具有天然的不稳定性，并会对实体经济产生冲击。

对金融与实体经济及其相互关系进行历史回顾可以发现如下事实：①资本主义经济中，经济周期多由有效需求不足而引发（Keynes, 1936）；②金融（货币 + 信用）对 GDP 的比例在 20 世纪 70 年代之后一直在上升，也即金融深化（Financial Deepening）或经济的金融化在不断加深；③20 世纪 70 年代之后，金融系统中信用所占比例开始加大；④2001 年前后，金融投资者开始大量投资于大宗商品，大宗商品价格波动加大，与其他传统金融资产的相关性也在加大；⑤全球经济的波动在 20 世纪 70 年代之后的信用时代也开始加大；⑥20 世纪 80 年代之后，虽然发达国家宏观经济 GDP 增长的波动下降（也即“大缓和”，Great Moderation），但是，由于经济的金融化程度加深，最终造成 2007 ~ 2009 年全球经济更大的波动。

从大宗商品到宏观经济，经济的金融化程度都在不断加深。在中观层面，造成大宗商品更高的价格波动率以及同其他金融资产价格相关性的提高；在宏观层面，则带来了全球经济的高杠杆及经济周期波幅的增大。在微观层面，企业与

家庭的利益日益受金融市场影响。甚至像高等教育这种“象牙塔”也未能免俗。例如在英国，高校为了竞争生源而采取借债等方式来进行基础设施建设，从而其办学的活动乃至办学理念等都越来越多地受到金融机构和金融市场的影 响，因此也认为被金融化了。

金融化在实体经济的宏观、中观及微观层面的发展，呼唤着理论与实证方面的相关研究。我们不仅需要追溯、归纳、阐释无所不在的金融化事实，更需要在全球经济与货币体系的制度演化层面展开系统性分析，以期建立统一的分析框架，从而得出对现实和政策制定有指导意义的结论。自然地，分析这种新的综合现象，我们的工具就不能局限于传统的经济学及金融经济学，而须引进其他分析工具，包括地理经济学及其他经济学等，以期对全球生产布局及资本流动进行结构性分析。

五、本书结构

本书以实体经济的“金融化”为研究对象，对金融化学科的主要研究及传统经济学对金融与实体经济关系的研究进行综述，并重点涵盖如下四个领域，即经济的金融化及对实体经济周期与波动的影响；大宗商品金融化（包括采掘类公司的资产负债表引发的对冲行为等）及对资产配置的影响；实体经济金融化下的全球生产布局及全球经济增长模式变化；美元及美元资产在全球生产布局中所起的作用。

本书不仅系统分析了金融自身的不稳定性，而且揭示了在金融化不断加深条件下金融对实体经济的冲击，基于这些分析，本书将对宏观审慎政策以及大宗商品资产配置的操作