

国外政治经济学

CONTEMPORARY THEORIES IN POLITICAL ECONOMY

去杠杆

齐昊

中国人民大学经济学院

① 规模效应 (去杠杆)

② 金融部门GDP

非金融部门GDP, 而非占非金融部门GDP比重

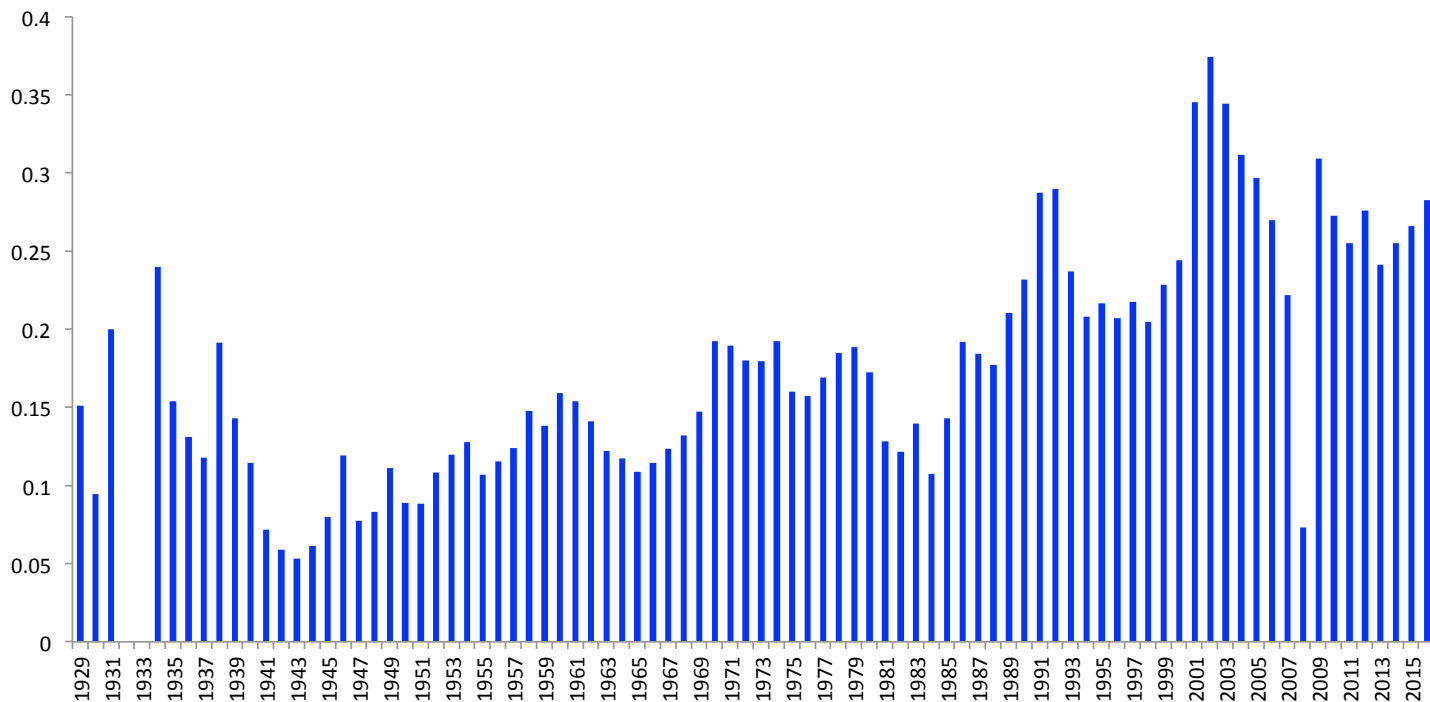
HB- 滤波 (工业部门的实际GDP分离出来)

③ 产能过剩

Lecture 13 金融化

- 金融化 **Financialization**
- 1990s提出
- 2008年危机发生之前在政治经济学中已有大量讨论
- 危机发生之后成为理论热点
- 最流行的定义来自Epstein(2005) 他的博士论文是研究金融化。
- “金融化是指金融动机、金融市场、金融投资者和金融机构在国内和国际经济的运行中起到了越来越大的作用”

美国金融公司的利润占全部公司利润的比例 1929-2016



■ 金融部门利润占公司部门利润比重

金融化涉及的基本问题

- 1. 对金融化程度的衡量
- 2. 金融化的定义：金融化是资本主义矛盾的结果，还是矛盾本身？
- 3. 金融化与资本主义的发展阶段之间有何关系？
- 4. 金融化如何导致了金融危机？
- 5. 金融化对生产性投资(以及技术进步、技能提高)有何影响？是否会抑制生产性投资
- 6. 金融化对收入分配有何影响？负债，对降工资反抗不强(白领还不上债)
- 7. 金融与经济增长之间的关系：金融应该扮演什么角色？
- 8. 金融化对个人行为方式、意识形态的影响每个人都是一个资产负债表
- 9. 金融化在发达国家和发展中国家的不同
- 10. 金融化与金融深化之间的不同

金融化内生于发达国家

外在影响

金融化文献的代表人物

受凯恩斯和马克思共同影响

- **James Crotty, Gerald Epstein:** 金融化的总体历史，与金融危机的联系
 - **William Lazonick:** 公司治理 (一篇文章金融化对公司治理的影响, 2009)
 - **Greta Krippner:** 金融化现象描述
 - **Marc Lavoie, Eckhard Hein, Peter Skott, Thomas Palley, Amitava Dutt:** 金融化相关的后凯恩斯主义模型
 - **Engelbert Stockhammer, Ozgur Orhangazi, Arjun Jayadev, Leila Davis:** 金融化相关的经验研究
 - **Costas Lapavistas:** 金融利润的来源
 - ↓ 希腊人
 - ↓ 土耳其人
 - ↓ 印度人
 - ↓ 2018: 金融化是否导致非金融企业投资 ↓
- (从劳动价值论)
- { 金融化是分配的结果 (生产内)
还是二次剥削的结果 (生产外) }

早期思想来源

- 1. 希法廷
- 金融资本：产业资本和金融资本结合的产物，对经济、政治、对外扩张产生影响 *银行渗入到资本中。*
- 2. Monthly Review School *(每月评论学派)*
- 垄断资本主义有经济停滞的趋势，大量剩余价值没有出路，流向金融领域，产生金融化
- 3. 明斯基的金融不稳定性假说：*经济在正常运行过程中有不稳定趋势*
- 资本主义经济是货币经济，~~企业~~通过债务融资，随着债务的增加，金融体系变得脆弱，庞氏融资 *经济好，乐观预计。*
- 4. 阿瑞吉的霸权周期律
- 当全球性霸权衰落时，金融资本占主导

金融化为什么会产生？

- 对这一问题有不同的看法
- 1. 金融化是实体经济中利润率的下降(垄断资本主义经济停滞趋势)的结果
- 2. 金融化是1980s开始政府放松金融管制的结果
- 3. 金融化是贫富分化的结果
- 4. 金融化是阶级斗争(食利者阶级rentier上升，食利者和管理者合谋)
- **Monthly Review: 1**
- **Social Structure of Accumulation: 2+3**
- **Post-Keynesian: 4**

金融化与宏观经济模型的结合

- 资本主义的任何一种现实变化不能停留在描述层面，而必须与宏观经济模型相结合
- 一个宏观经济模型是微观和宏观相互对照的结果
- 1. 与后凯恩斯主义增长与分配模型的结合
- 2. 与资本循环模型的结合

↓ 金融化影响一些行为方程。与资本循环模型结合。

后凯增长与分配模型如何结合金融化?

皮凯蒂的数据: 最高工作是 CEO

- 1. 从两阶级到多阶级(食利者阶级、管理者阶级), 改变储蓄方程
- 2. 企业投资方式变化(股东利益至上、短期主义、非金融企业金融化), 改变投资方程
- 3. 家庭消费方式变化(财富效应、借债消费、奢侈性消费), 改变消费, 进而改变储蓄方程 家庭负债率提高
- 4. 分配内生(食利者阶层兴起, 与管理者合谋, 工资份额下降), 改变储蓄方程
- 5. 从封闭到开放, 分配内生, 改变国际竞争力, 进而改变净出口需求
- 接下来看一个例子

Hein & Treeck (2010)的金融化模型框架

- Hein & Treeck (2010)把金融化总结为三个变化：
 1. 企业的目标和限制发生了变化：股东力量的增大使管理者和工人服从于股东的短期利益；股息和股票回购的增加限制了企业进行投资的能力
回购：买股票资金多，股价↑
 2. 家庭通过财富效应和债务融资增加消费
 3. 股东、管理者和工人之间的分配随着权力关系的变化而变化
- 我们从单个企业开始

美国利润率和资本积累的脱钩
一个重要原因是金融化。

大企业中股东—管理者矛盾及其变化

- 股东更想要短期利益，而不想要企业进行投资
- 管理者想要长期利益，主张投资
- 金融化给管理者扩张企业施加了限制，改变了管理者的偏好，让管理者也赞同股东利益至上
- 1. 大棒：恶意收购（宝能和万科收购问题）
- 2. 胡萝卜：股权激励（抬高股价对管理者有利）
- 企业的管理模式从传统的“保留利润+投资利润(retain and invest)”，变成“缩小规模+分配股息(downsize and distribution)”

将一些业务外包给发展中国家

拉维尼克(2014)——哈佛经济评论：

企业的融资边界(Finance Frontier)

- 融资边界FF：给定企业的利润率 r ，企业能够通过融资实现的最大的资本增长率 g

$$I = s_f(\Pi - i_b K_b) + x_b I + x_s I.$$

- 可得 g 与 r 之间的关系，两者正相关

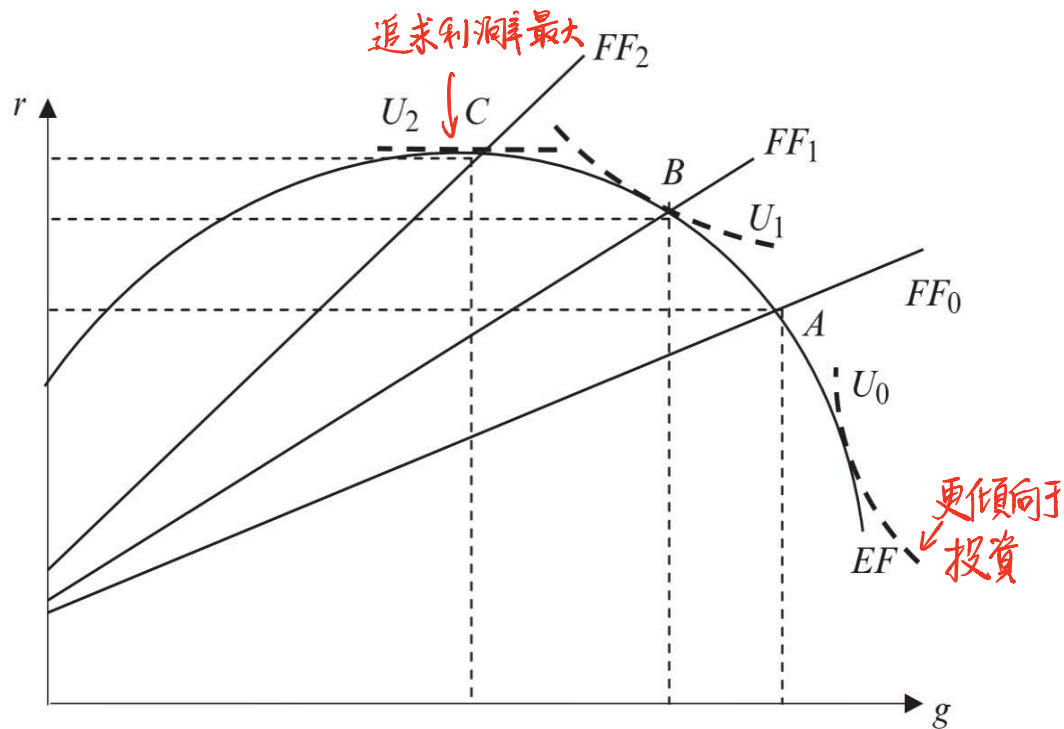
$$g = \frac{I}{K} = \frac{s_f(r - i_b LEV)}{1 - x_b - x_s}.$$

$$r = \frac{1 - x_b - x_s}{s_f} g + \frac{s_f i_b LEV}{1 - x_b - x_s}$$


企业的扩张边界(Expansion Frontier)

- 扩张边界EF: 给定企业的增长战略(反映为 g), 可以实现的最大利润率 r
- g 比较低时, r 和 g 正相关, g 比较高时, r 和 g 负相关
- 增长过快不利于利润率
- 食利者(股东)和管理者偏好不同:
 - 食利者重 r 轻 g
 - 管理者重 g 轻 r
- 用效用函数 $U(g, r)$ 表示食利者和管理者的权力大小

扩张边界(EF)与融资边界(FF)



金融化如何影响投资?

- 从微观到宏观
 - **rsf**: 股东的利润目标, 与投资负相关
 - **LEV**: 杠杆率, 反映投资受到融资约束的程度
 - **u**: 产能利用率, 反映宏观总需求
 - **q**: Tobin's Q, 反映宏观赢利性
- 

$$g^i = \frac{I}{K} = \gamma_0 - \gamma_1 r_{sf} - \gamma_2 LEV + \gamma_3 u + \gamma_4 q$$

金融化如何影响储蓄? (影响消费)

- 假设工人不从工资中储蓄 受财富效应
- 总储蓄 = 企业总利润 - (来自股息的消费 - 来自利息的消费) - (来自财富效应的消费 - 来自工人贷款的消费) - 来自食利者贷款的消费

$$g^s = \frac{S}{K} = r - \beta_1[(1 - s_f)(r - i_b LEV) + i_b LEV] - \beta_2 q - \beta_3 \frac{\Delta L_w}{K} - \beta_4 \frac{\Delta L_r}{K},$$

$$\Delta L_w = f(\overset{+}{W}, \overset{-}{L}_w, \overset{-}{i}_b, \overset{-}{rep})$$

$$\Delta L_r = f(\overset{+}{\Pi}, \overset{+}{K}_b, \overset{+}{K}_s, \overset{-}{L}_r, \overset{-}{i}_l, \overset{-}{rep}).$$

金融化如何影响收入分配?

- **h**: 利润份额
- **m**: 企业成本加成
- **BUR_w**: 工人债务负担

$$h = \frac{\Pi}{Y} = \frac{m}{1 + m}, \text{ with } m = f(r_{sf}^+, s_f^+, x_s^-, BUR_w^+)$$

$\text{with } BUR_w = \frac{(i_l + rep)L_w}{Y}$

企业保留利润比例
会计净利润目标 企业发新股得到的资金

主要文献

- Arrighi, G., 1994. *The long twentieth century: money, power and the origins of our times*. New York: Verso.
- Lazonick, W. & O'Sullivan, M., 2000. Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, 29, pp.13-35.
- Stockhammer, E., 2004. Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), pp.719-741.
- Epstein, G.(ed.), 2005. *Financialization and the world economy*. Edward Elgar.
- Krippner, G., 2005. The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review* 3(2), pp. 173-208.
- Skott, P. & Ryoo, S., 2008. Macroeconomic implications of financialisation. *Cambridge Journal of Economics*, 32(6), pp.827-862.
- Orhangazi, O., 2008. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector:: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32(6), pp.863-886.

主要文献 (cont.)

- Crotty, J., 2009. Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the “new financial architecture.” *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), pp.563–580.
- Hein, E. and T. van Treeck, 2010. Financialisation in post-Keynesian models of distribution and growth: a systematic review. In Setterfield, M. (ed.), 2010. *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*, Edward Elgar.
- Palley, T. 2013. *Financialization: the economics of finance capital domination*. New York: Palgrave MacMillan.
- Lapavistas, Costas. 2013. *Profiting without producing: how finance exploits us all*. London: Verso Books.
- Davis, L.E., 2013. *Financialization and the nonfinancial corporation: an investigation of firm- level investment behavior in the U.S.* Working Paper.
- Lazonick, W., 2014. *Profits without prosperity*. *Harvard Business Review*. September.