



中國人民大學
RENMIN UNIVERSITY OF CHINA

政治经济学主文献读书笔记 4

姓 名: 王小军
学 号: 2018100071
班 级: 2018 级经济学硕士 1 班
论文名: 读书笔记 4

金融化的宏观经济含义

Macroeconomic Implication Of Financialisation

Peter Skott and Soon Ryoo

【摘要】

越来越多的文献研究表明“金融化”会大大削弱非金融企业的盈利能力，限制总需求的增长。本文使用了两种可以替代的研究方法，基于两种假定（劳动力约束型和二元型经济）重点研究金融业的固定-流动关系(financial stock-flow relation)，发现金融化的定性效果 (qualitative effect)对家庭储蓄不敏感，对劳动力市场的假定及投资函数的特殊形式具有依赖性。

一、 引言

第一部分介绍了什么是金融化，相关学者已经做了哪些研究。

金融化与现实经济中的五大变化有关：

- 中央银行政策目标的调整，央行几乎不再关心价格稳定；
- 国内外市场上资金流动(financial flows)的大大增加；
- 家庭金融资产比例上升，消费、信用越来越成为驱动发展的关键因素；
- 公司治理模式的改变；
- 金融机构和机构投资者影响力的增加。

金融化带来的这些变化可以解释一些宏观经济现象。尽管绝大多数的已有文献都只停留在描述性和经验性的层面，但对于理解金融化的特征十分具有启发意义。

【作者在本文作出的贡献】

本文探究了公司的金融决策、动物精神、家庭金融行为、利润率水平的宏观经济表现。

【本文的三点局限性】

- 在封闭经济内考察；
- 考察中长期的影响，忽视稳定问题和短期波动；
- 忽略财政政策，货币政策被假定是简单。

二、 证据

- 保留率(retention rate)从 70 年代的 85%降至 73%;
- 债务融资变得越来越重要, 债务与资本重置成本的比例从 50 年代的 30% 增至 60%;
- 实际利率水平波动明显(Fig. 5.);
- 家庭部门消费在可支配收入所占比例大大增加;
- 金融化改变了公司的经营目标, 从增长目标转向股东利益最大化目标;
- 公司积累行为的改变可能会改变投资函数。

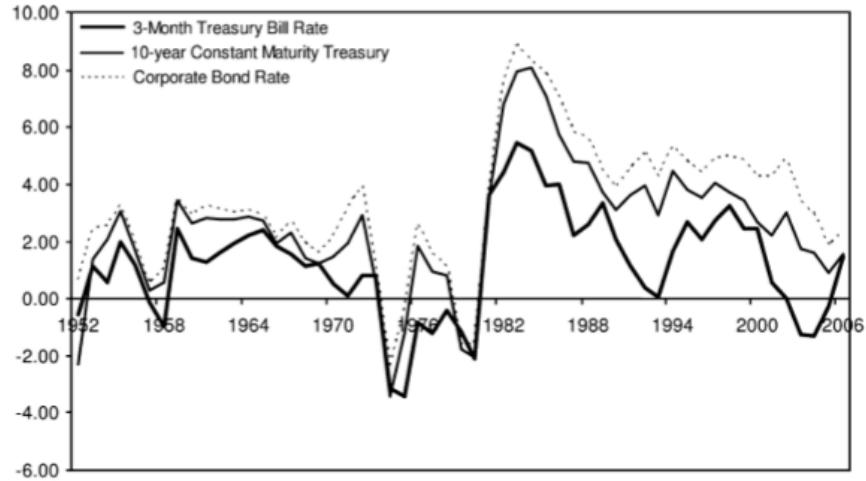


Fig. 5. Real rates of interest (1952–2006). Nominal rates minus consumer price index inflation rates. Sources: Federal Reserve Board, Federal Reserve Statistical Release; Bureau of Labor Statistics, The Consumer Price Index. Authors' calculations.

三、 一般框架

3.1 公司

1-融资约束

单个公司面临的融资约束可以写成:

$$pI_j + Div_j^L + iM_j^L + v\dot{N}_j^A + \dot{M}_j^A = \Pi_j + v\dot{N}_j^L + \dot{M}_j^L + iM_j^A + Div_j^A$$

- I, Π, Div, M, N 分别代表投资、名义利率、股利、存贷款、股数。

上标代表资产 (A) 或者负债 (L), 下标代表公司。将所有公司进行加总, 得到了总量指标 (去掉了下标 j)

$$pI + Div + iM = \Pi + v\dot{N} + \dot{M}$$

假定股利是预先给定的, r 是真实利率, $r = i - \hat{p}$, s_f 是保留率(retention rate):

$$Div = (1 - s_f)(\Pi - rM)$$

①

根据①，融资约束可以重写为

$$pI = s_f(\Pi - rM) + vN\hat{N} + M(\hat{M} - \hat{p})$$

②

其中 $\hat{\cdot}$ 代表变量随时间的变化率 $\hat{x} = \frac{\dot{x}}{x} = \frac{dx/dt}{x}$ 。式中 s_f 可以描述公司的融资行为， \hat{N} 可以捕捉新政策的信息。

2-价格/产出，增长函数

增长率与利润率正相关，与就业率负相关，可以写成以下形式：

$$\hat{Y} = h(\pi, e); h_\pi > 0, h_e < 0$$

③

通过改变一些假定可以扩展该模型。如果劳动力可以无限供给，那么 $h_e = 0$ 。标准卡莱茨基假定利润份额是固定的 $\pi = \bar{\pi}$ ，那么 $h_\pi = \infty$ ，at $\pi = \bar{\pi}$, $h_e = 0$ 。

3-积累

$$\frac{I}{K} = f(u, \pi, r, q, m, c)$$

④

$u = \frac{Y}{K}$ 是效用(utilisation)的测度， q 是估值比例 $q = \frac{M+vN}{pK}$ ， m 是负债率 $m = \frac{M}{pK}$ ，

c 是保留收入比资本 $c = \frac{s_f(\Pi - rM)}{pK}$ 。

3.2 银行

假定公司和家庭都不持有现金，公司从银行借贷最终将借来的钱存在银行，家庭会把收入存入银行。

假定存贷款利润是相等的，且没有交易成本。因此整体上来看，所有公司的债务总和等于家庭部门的存款总和。

$$M = M^H$$

3.3 家庭

与公司类似，家庭面临一个预算（融资）约束：

$$pC + v\dot{N}^H + \dot{M}^H = W + Div^H + iM^H$$

⑤

C 是消费， W 是工资收入， N^H, M^H 分别是家庭持股数和家庭存款， Div^H 是家庭部门收到的股利支付。在平衡增长路径下，家庭的消费和存款行为可以被下

面两个方程刻画：

$$M^H = \beta(i, r, r_e, \pi, \dots)pY \quad (6)$$

$$vN^H = \alpha(i, r, r_e, \pi, \dots)pY \quad (7)$$

其中固定-流动比率(stock-flow ratios) α, β 分别由一些变量决定：存款和资产(equity)回报率 r, r_e 等。

固定-流动比率和消费间的联系是直观的，使用预算约束方程(5)和股利方程，结合(6)(7)可以得到消费函数：

$$\frac{C}{K} = u[1 - s_f(\pi - r\beta) + \beta(\hat{p} - \hat{M}) - \alpha\hat{N}] \quad (8)$$

四、 哈罗德积累

哈罗德传统：假定过剩资本的水平恰好或接近公司想要的水平。稳定增长路径有固定的积累率：

$$u = u^* \quad (9)$$

u 是产出-资本比， u^* 是公司理想中的 u 值。考虑哈罗德投资函数：

$$\frac{d}{dt}\hat{K} = \lambda(u - u^*); \lambda > 0$$

4.1 成熟经济

成熟经济的特点是有劳动力约束，平稳增长路径下就业率是固定的。因此经济增长率必须与劳动力的增长率持平，作者称为“自然增长率”(n)，将其视为外生给定的常数：

$$\hat{Y} = n \quad (10)$$

根据(9)(10)，产品市场的均衡条件可以写为：

$$\frac{C}{K} + n = u^*$$

或者：

$$[1 - s_f(\pi - r\beta) - \beta n - \alpha\hat{N}] = \frac{u^* - n}{u^*} \quad (11)$$

1-无弹性的固定-流动比率

首先假定 α, β 都独立于方程⑥⑦中的各种回报率：

$$\frac{\partial \pi}{\partial s_f} = -\frac{\pi - \beta r}{s_f} < 0$$

$$\frac{\partial \pi}{\partial \hat{N}} = -\frac{\alpha}{s_f} < 0$$

$$\frac{\partial \pi}{\partial r} = \beta > 0$$

$$\frac{\partial \pi}{\partial \alpha} = -\frac{\hat{N}}{s_f}$$

$$\frac{\partial \pi}{\partial \beta} = \frac{s_f r - n}{s_f}$$

直观的结果是简单的：给定利润率的情况下， s_f （保留率）的提高增加总储蓄，实际利率的提高产生相反的结果。高水平的 α 产生更高的家庭储蓄。假定 α, β 是外生的具有很大的局限性，但只要假定 α, β 对金融变量 (s_f, \hat{N}, r) 不敏感，这个假定就是合理的。

2-Lavoie-Godley 设定特殊的消费函数

他们的消费函数的一般形式是：

$$\frac{C}{K} = \psi(y, \gamma), \psi_y > 0, \psi_\gamma > 0 \quad (21)$$

y 是家庭的分配收入， γ 是资本利得。它们都是资本存量的比例。 $y = [1 - s_f(\pi - r\beta) + \hat{p}\beta]u; \gamma = \frac{vN(\hat{v}-\hat{p})}{K}$ 。由股权发行融资的投资支出比例设为 x ，Lavoie-Godley 将这个比例描述新政策的变量。

$$\frac{vN}{pK} \hat{N} = x \frac{I}{K} = xg$$

其中 g 是积累率。因此，资本收益率(the ratio of capital gains)可以写成：

$$\gamma = \alpha u g - x g$$

将此处的假定应用于(11)：

$$u^* - n = u^* \left[1 - s_f(\pi - r\beta) - \beta n - \frac{xn}{u^*} \right] = \psi(y, \gamma) \quad (22)$$

4.2 二元经济：内生增长

二元经济^①下，劳动力供给不再是增长率的限制条件，存在大量的潜在失业人口。此时的增长函数形式非常简单：

$$\hat{Y} = h(\pi), h' > 0$$

稳定增长路径下， $g = \hat{Y} = \hat{K}; u = u^*$ ，经济增长表现为资本积累。产品市场的平衡条件表现的形式为：

$$\left[1 - s_f(\pi - r\beta) - \beta h(\pi) - \alpha \hat{N}\right] = 1 - \frac{1}{u^*} h(\pi) \quad (24)$$

1-无弹性的固定-流动比例

二元经济中，利润份额的变化会影响增长率：

$$\left[1 - s_f(\bar{\pi} - r\beta) - \beta g - \alpha \hat{N}\right] = 1 - \frac{1}{u^*} g$$

2- Lavoie-Godley 设定特殊的消费函数

模仿上面的过程，此处得到以下比较静态分析：

$$\begin{aligned} \frac{\partial g}{\partial s_f} &= \frac{\bar{\pi} - r\beta - (s_f r - g) \frac{\partial \beta}{\partial s_f}}{\frac{1}{u^*} (1 - \beta u^* - x) + (s_f r - g) \frac{\partial \beta}{\partial g}} \\ \frac{\partial g}{\partial x} &= \frac{\frac{1}{u^*} - (s_f r - g) \frac{\partial \beta}{\partial x}}{\frac{1}{u^*} (1 - \beta u^* - x) + (s_f r - g) \frac{\partial \beta}{\partial g}} \\ \frac{\partial g}{\partial r} &= - \frac{s_f \beta + (s_f r - g) \frac{\partial \beta}{\partial x}}{\frac{1}{u^*} (1 - \beta u^* - x) + (s_f r - g) \frac{\partial \beta}{\partial g}} \end{aligned}$$

五、卡莱茨基模型

卡莱茨基模型与哈罗德模型不同之处在于积累函数的设定。效率率 (utilization rate) 成为一个调节变量，总需求的变动会带来效用的变动。此处利润率被处理为外生变量 $\pi = \bar{\pi}$ ，劳动力供给被处理为完全弹性的（与二元经济情形一致）。最后，假定利润率的增加会减少效用。

1-无弹性的固定-流动比例

使用 α, β 托宾 q 、债务资本比例的定义，保留收入与资本的比率可以被写为：

^① 刘易斯二元经济理论。

$$\begin{cases} q = (\alpha + \beta)u \\ m = \beta u \\ c = s_f(\pi - r\beta)u \end{cases}$$

于是积累方程仅仅是效用的函数：

$$\frac{I}{K} = f(u, \bar{\pi}, r, q, m, c) = f(u, \bar{\pi}, r, (\alpha + \beta)u, \beta u, s_f(\pi - r\beta)u) \equiv \phi(u; \alpha, \beta, r, \bar{\pi}, s_f)$$

从⑧可以得到

$$\phi(u; \alpha, \beta, r, \bar{\pi}, s_f) = [s_f(\bar{\pi} - r\beta) + \beta\phi(u) + \alpha\hat{N}]u \quad (25)$$

如果假定储蓄比投资对效用率的变化反应更强烈，凯恩斯短期稳定假定依然是满足的。如果 α, β 是外生的，那么

$$s_f(\bar{\pi} - r\beta) + \beta(\phi' u + g) + \alpha\hat{N} - \phi' > 0 \quad (26)$$

2- Lavoie-Godley 设定特殊的消费函数

在他们的研究中，积累方程被设定为：

$$g = \gamma_0 + \gamma_1 s_f(\bar{\pi}u - rm) - \gamma_2 rm + \gamma_3 q + \gamma_4 u$$

利用 q, m, α, β 的定义，这个式子可以重写为：

$$g = \gamma_0 + [\gamma_1 s_f(\bar{\pi} - r\beta) - \gamma_2 r\beta + \gamma_3(\alpha + \beta) + \gamma_4]u \quad (33)$$

为了方便，将消费函数写成如下形式：

$$u - g = u \left[1 - s_f(\bar{\pi} - r\beta) - \beta g - \frac{xg}{u} \right] = \psi(y, \gamma)$$

$$\frac{\beta}{\alpha + \beta} = z(r, r_e, y, q)$$

六、 结论

“金融化”是对过去三十年发展变化的一个概括。本文尝试用已有的理论框架分析观察到的宏观经济变化。第四部分和第五部分的模型存在三个方面的区别：

- 劳动力约束；
- 积累规制；
- 家庭行为的特点。

文章末尾比较了成熟经济和二元经济在两类理论框架下的不同点。