

中国经济金融化再思考

李义平,刁文

(中国人民大学经济学院,北京 100872)

[摘要] 本文从经济金融化理论内涵入手,结合中国经济金融化的现状,在回顾经典经济学理论的基础上,基于实体经济与金融经济视角,探讨了顺应中国经济金融化的有效途径,对于更好地推动中国经济发展,具有重要现实意义。

[关键词] 经济金融化; 实体经济; 金融经济

[作者简介] 李义平(1956—)男,陕西西安人,中国人民大学经济学院教授、博士生导师,主要从事中国社会主义市场经济、国有企业改革研究。

刁文(1986—)男,山东济宁人,中国人民大学经济学院在读博士生,主攻对外直接投资、中国金融体制改革。

[中图分类号] F83 [文献标识码] A [文章编号] 1003-7071(2016)03-0111-05 [收稿日期] 2016-03-05

1980年代以来,主流的新古典经济学将金融业称为“现代经济的核心”,金融业开始在发达国家跻身所有行业之首,经济金融化越来越引起学术界和理论界关注。美国学者格莱塔·R·克里普纳在《美国经济的金融化》中分析了1980年代以来美国经济金融化的趋势,发现了经济金融化的新特征:美国企业利润更多地依靠金融渠道获得,而非过去的生产过程和贸易领域^[1]。马克思主义金融理论研究学者认为,经济金融化实质是金融资本从经济领域逐步扩张到政治和社会领域的过程。法国经济学家 Chesnais Francois 在《金融全球化》中指出“1980年代全球的经济发展的最引人瞩目的现象莫过于金融领域巨额资本以惊人的速度进行交易,这些巨额资本的交易并没有商品、劳务和投资的交易与之对应。”^{[2] P106} 金融业迅猛发展并开始与实体经济相背离,加剧了经济的不稳定性和脆弱性。经济金融化已经成为世界经济面临的普遍问题。因此,科学把握经济金融化理论内涵,理性分析中国经济金融化现状,对推动中国经济健康发展具有重要现实意义。

一、经济金融化理论内涵

经典经济学理论认为,现代市场经济是典型的产品—货币关系,前者负责生产和提供产品,后者形成购买力。因此,可将整个社会经济活动分为实体经济与货币经济两大部分。英国经济学家凯恩斯于1936年出版的《就业、利息和货币通论》首次提出宏观经济管理理论,包括宏观经济供求平衡和宏观经济干预

政策。政府可以通过货币量对经济进行调控:经济增长放缓时,注入货币刺激经济增长;经济增长过快时,收缩货币量给经济降温,这是宏观经济干预的基本原理。但是,除政府供给的基础货币外,流通中的货币量大部分是由金融体系创造的,并主要表现为债务量。如果长期实行扩张性财政政策和宽松的货币政策,债务量超过一定限制,金融风险会加大,这也是当前世界经济的真实写照。随着货币流通和信用活动的相互渗透,形成崭新的、不断扩展的金融范畴,经济学理论倾向于将这些非实际的经济领域统称为“金融经济”。因此,经济金融化是实体经济与金融经济相互融合的过程。

当前,经济金融化已成为世界经济最为显著的特征之一,衡量经济金融化的方法也在不断完善。1969年,美国经济学家戈德·史密斯开创性地运用金融相关率 FIR(金融资产总额与国民生产总值的比率)来衡量经济金融化程度,该指标也是目前应用最广泛的经济金融化计量方法。1950年代以来,随着金融经济的发展和深化,金融创新愈演愈烈,传统衡量经济金融化的方法已不足以适应当今时代的要求,用包含经济货币化、经济信贷化、经济证券化和经济虚拟化的整体总量替代金融资产总量来考察实体经济与金融经济融合程度的思想应运而生,这一方法可以全面衡量经济金融化的程度。

同时,经济金融化深刻影响着经济增长和经济结构调整。随着金融衍生工具的迅猛发展,金融经济的

覆盖范围扩大及对实体经济的影响加深,金融经济开始出现脱离实际经济的趋势。此外,由于美国次贷危机导致的全球性经济危机,人们对经济金融化的作用和影响开始提出质疑。但经济学领域的众多学者通过大量研究对经济金融化的益处给予高度肯定,认为经济金融化有利于发挥企业家精神、有利于促进就业和改善金融资产结构,有利于推动一国经济的增长。因此,我们必须深刻把握经济金融化理论内涵:经济金融化是实体经济与金融经济的融合,它是一种客观的发展过程,并且深刻影响着国家经济运行和经济结构调整;经济金融化既给国家经济发展带来正面作用,也存在一定负面影响。目前,中国经济金融化仍处于起步阶段。从长期看,必须将保证金融经济运行的质量和效率、保持金融经济与实体经济的均衡发展作为中国经济发展的主要思路。

二、基于实体经济与金融经济视角下的经济金融化再思考

(一) 实体经济是国家经济发展的基础

实体经济是指与物质、精神产品和服务相关的生产、流通等经济活动,它不仅包含农业、制造业,也包含现代服务业。经济学对实体经济的研究是从物质产品生产开始的。作为经济学理论框架起点的古典政治经济学早在17世纪就对物质产品生产进行研究。古典政治经济学代表重农学派认为,物质产品的创造者是农业部门,只有农业生产才会使物质产品丰富、社会财富增加,而其他部门只负责将各种物质重新组合成一种新的产品形态,并不创造财富。古典经济学先驱威廉·配第认为,劳动是财富之父,土地是财富之母,社会财富的源泉是劳动和土地结合的农业生产。亚当·斯密继续深化对社会财富的研究,区分了生产性劳动和非生产性劳动,将社会财富的源泉归因于生产性劳动,把社会财富的来源从农业扩展到制造业。马克思指出,“不论财富的社会形式如何,使用价值总是构成财富的物质内容”^{[3] P48},而商品的使用价值是由生产性劳动产生的。

经济学理论表明,实体经济创造了社会财富,是人类社会生存和发展的基础^[4]。当代中国一直重视实体经济的发展,国民经济核算体系由实体经济出发,政策和制度向实体经济倾斜,有力地推动了中国经济发展。这充分体现出,实体经济是国家经济发展的基础,对国家经济发展有重要的推动作用。

(二) 金融经济为国家和实体经济服务

金融经济包含银行、保险、证券,也包含房地产信贷等在内的泛金融行业,它伴随着商业和商业信用制

度而产生,起初主要表现为银行和保险公司等形式。西方经济学家和马克思始终把生产性劳动创造的物质产品视为社会的真正财富,非生产性劳动是服务于生产性劳动的。因此,金融经济是为实体经济服务的,这是金融经济的基本要求和边界。当金融经济的发展脱离实体经济,甚至完全摆脱实体经济的约束,呈现自我循环和膨胀的特性时,会导致过度的经济金融化。此时,金融经济已经超出为国家和实体经济服务的边界。

近些年,金融经济脱离实体经济的趋势越发明显,实体经济中生产部门甚至依附于金融部门。在商品市场中,普通商品由于投机资金的进入会逐渐表现出资本品的特性,最后甚至成为纯粹的金融产品,其商品价格几乎完全由投资价值所决定。当经济金融化超过适度的标准,会导致市场价格的波动性增加和社会资源配置效率的下降,给未来中国经济发展带来更多的不稳定性和不确定性。

(三) 实体经济与金融经济的均衡发展

实体经济是国家经济发展的基础,金融经济为实体经济服务。因此,金融经济的发展必须与实体经济的发展相匹配。

金融经济如与实体经济不匹配,会带来经济金融化的过度发展,极易导致金融危机和经济危机,原因有以下五点:第一,金融部门往往带有投机和赌博的性质,社会经济运行的风险变大。马克思在《资本论》中指出“由这种所有权证书的价格变动而造成的盈亏,以及这种证书在铁路大王等人手里的集中,就其本质来说,越来越成为赌博的结果。赌博已经代替劳动,并且也代替了直接的暴力,而表现为夺取资本财产的原始方法。”^{[5] P541}第二,金融经济的乘数效应会将金融风险成倍扩大。马克思在《资本论》第3卷中举例说明了这个过程“A今天在兑付汇票时把这张银行券交给B;B在同一天把它存到他的银行家那里;这个银行家在同一天用它来为C的汇票贴现;C把它支付给他的银行,这个银行再把它贷给汇票经纪人等等。”^{[6] P606}每一个人的支付能力都依赖于另一个人的支付能力,如果某一个环节中断,社会恐慌突然爆发,经济危机接踵而来。第三,社会收入分配差距扩大,加剧整个社会的两极分化。就资产性收入而言,由于金融资产分布极不平衡,工人的工资与福利被削减,国民收入分配有利于金融机构和食利阶层,严重的社会两级分化会带来越来越多的社会问题。第四,大量资金从实体经济转向虚拟经济,导致农业、工业等实体经济部门资金缺乏,金融、房地产投资等领域异常活跃,会形成产业“空心化”。第五,过度发展的经济金融化会高估资产的价

格,从而掩盖资产的真实价值,使经济系统中的“泡沫”越吹越大。当经济“泡沫”过大而破裂时,大量财富瞬间消失,将严重影响及破坏国家和实体经济运行安全。

戈拉德·A·爱波斯坦在《金融化与世界经济》中系统地阐述了实体经济与金融经济发展不均衡导致过度经济金融化的后果。“金融化深刻而又主要是负面地影响了全球经济运行,导致国民收入分配有利于金融机构和食利阶层,导致工人的工资与福利被削减,制造并放大了金融市场的泡沫,诱发了新兴市场国家数次金融危机,导致发达国家金融资本控制发展中国家的核心产业,经济缺乏信贷支持,这些国家的国内外精英阶层大发其财,但经济却陷入停滞。”^[7]美国经济金融化,使美国的经济的发展偏离了实体经济与金融经济相协调的发展方向,导致了2008年次贷危机的爆发,愈演愈烈进而演变成波及全球的经济危机。美国正力图通过“再工业化”战略,让经济发展回归实体经济,扭转美国经济过度金融化的困境,促使美国尽快走出经济危机。

三、当前中国经济金融化的特征和趋势

(一) 宏观层面

目前,中国经济发展进入新常态,整体经济增长速度下降。2015年GDP增长率为6.9%,创25年来新低。从产业角度看,中国第二产业增速明显放缓,2015年1—11月,规模以上工业增加值增长6.1%,较2014年同期回落2.2个百分点;第三产业增速继续提高,2015年前三季度增加值增长8.6%,较2014年同期提高1个百分点;第三产业占GDP的比重达到51.4%,较2014年同期提高2.3个百分点,高于第二产业10.8个百分点。同时,中国金融业发展迅速。据中国人民银行和国家统计局的数据显示,中国金融资产总量从2007年的111.2万亿元增至2014年的263.7万亿元,金融资产总量8年间增长率超过136%,年均增长率超过17%,远高于同期中国GDP增长率。2015年,金融业增加值5.75万亿元,同比增长15.9%,增速位居所有行业之首;金融业增加值对GDP的贡献度达16.7%,其中,第二季度贡献度达20%,创历史新高;人民币新增贷款11.72万亿元,创历史最高水平,同比增速达15%,而2014年人民币新增贷款增速仅为9.8%。

整体经济增速放缓,实体经济资本回报率下降,投资与信贷相背离,资金加速从实体经济向金融业转移。从货币化指标来看,金融资产总量的增长速度远超国民生产总值的增长速度,金融相关比率FIR增速过快,与中国整体经济发展现状不符。实体经济不景气,金

融业继续保持高速增长的态势,凸显出宏观层面中国经济金融化的趋势。

(二) 微观层面

第一,中国微观企业利润两级分化严重,金融企业利润率显著升高。Luo, Y. 和 Zhu, F. 通过研究2000—2013年中国A股上市公司的财务数据发现,A股上市金融企业净利润占有上市公司净利润总额的比重由2000年的7.4%上升至2009年的49.3%^[8]。而中国非金融企业由于美国次贷危机引发全球经济危机、世界整体经济增速放缓,企业利润率大幅下降。第二,正像美国学者格莱塔·R·克里普纳描述的一样,中国非金融企业的利润越来越多地通过金融渠道而不是传统的商品生产和贸易渠道获得^[8]。张成思通过考察2004—2013年中国A股非金融和非地产上市公司的财务数据,计算非金融企业从金融渠道获得的利润占其当期净利润的比重,发现中国A股上市非金融企业对金融渠道获得利润的依赖性逐年升高^[9]。第三,企业资金投资方向发生改变。不论国有企业还是民营企业都在逐步减少投向商品生产和流通环节的资金量,扩大对理财产品、房地产、艺术品和大宗商品交易等金融领域的投资。根据中国银行业协会报告显示,2012年25%的非金融企业资金被用于投资银行理财产品。另外,2012年上市公司发布的公告显示,共有151家非房地产类上市公司对房地产行业进行过投资。第四,金融机构资产比重回升、证券交易所股票流通市值下降,中国金融结构与实体经济结构匹配出现问题:一方面金融结构的优化与产业结构调整 and 升级不匹配;另一方面民营企业获得融资支持的地位与其在国民经济发展中的地位不匹配。金融经济主体与实体经济主体的发展迥异,从微观层面证实了中国经济金融化的趋势。

(三) 中国经济金融化趋势

为了全面分析中国经济金融化的趋势,本文借鉴林楠在《中国经济适度金融化研究》中的处理方法,将经济金融化从经济货币化、经济信贷化、经济证券化和经济虚拟化四个维度来进行衡量^[10]。经济货币化用央行货币发行量M2表示,经济信贷化用新增贷款量表示,经济证券化用流通中的股票总市值和债券总市值表示,经济虚拟化用金融衍生品市值表示(在忽略换手率的前提下,金融衍生品市值=金融衍生品的全年交易总额/250)。

因此,经济金融化指数 $FOE = \frac{\text{金融化总量} (M2 + \text{信贷总量} + \text{资产证券化总量} + \text{金融衍生品总量})}{GDP}$ 。考虑到数据的可获得性和研究的时效性,本文仅考察中国2007—2015年的相关数据,描述近年来中

国经济金融化的程度 具体结果如下表 1 所示(表中所有数据均由国家统计局、财政部、中国人民银行、中国期货业协会、中国证券业协会和中国债券信息网的数据库计算得出)。

表 1 2007—2015 年中国经济金融化指数

年份	金融化总量 F	GDP	经济金融化指数 FOE
2007	889875	268019	3.32
2008	806977	316752	2.55
2009	1129829	345629	3.27
2010	1274502	408903	3.12
2011	1358324	484124	2.81
2012	1527899	534123	2.86
2013	1685607	588019	2.87
2014	1993983	635910	3.14
2015	2409916	676708	3.56

注:其中 F 和 GDP 单位为亿元。

通过上表 1 所示,我们发现,2007—2010 年,中国经济金融化指数呈现出明显的波动性特征^[11];从 2008 年开始到 2015 年,中国经济金融化指数持续走高,2015 年达到 3.56,也是近年的最高水平。但从整体上看,中国经济金融化指数基本保持在 3.0 左右,表明中国经济金融化的程度相对比较稳定,没有出现经济金融化过快增长的态势。为了进一步分析经济货币化、经济信贷化、经济证券化和经济虚拟化中哪些因素推动了中国金融化的发展,我们需要具体研究中国金融化总量 F 的构成,结果如下表 2 所示。

表 2 2007—2015 年中国金融化总量 F 的构成

单位:亿元

年份	M2	新增贷款量	股票市值和 债券市值总量	金融衍生品 总量
2007	403442	36300	449643	1639
2008	475167	49100	282067	2877
2009	610225	95900	422988	5220
2010	725852	79500	468338	6182
2011	851591	74700	431167	5501
2012	974149	82000	470788	6845
2013	1106525	88900	489182	10699
2014	1228375	97800	666632	11679
2015	1392300	117200	898945	22169

由上表 2 可知,中国货币发行量 M2 和新增贷款量基本保持相对稳定的增长。股票市值和债券市值总量在 2008 年达到近期最低水平,2009—2013 年增长缓慢,2014 年和 2015 年增长明显加快,表明中国经济证券化水平与股市周期呈显著的正相关性,在股票市场行情较好时经济证券化水平较高,反之则经济证券化水平较低或保持相对稳定。2007—2015 年,中国金融衍生品总量增长非常迅速,在不考虑换手率的前提下,2015 年金融衍生品总量是 2007 年的 13.5 倍;并且从 2014 年开始呈现明显加快趋势,2015 年金融衍生品总量较

2014 年增加近 1 倍。因此,可得出如下结论:2007—2015 年中国经济金融化指数增长稳定,但金融衍生品总量的增速明显超过其他总量的增速,这需要引起高度重视^[12]。

当然,经济金融化可能存在一个适度的区间或者均衡的比率,我们需要参考借鉴发达国家的历史数据和先进经验,并对中国的具体国情充分考量,以对中国金融化的适度性进行全面研究和预估。

四、经济金融化对中国经济发展的冲击

无论是宏观层面实体经济的不景气、金融经济的快速发展,还是微观层面金融企业的快速扩张、非金融企业广泛参与金融领域,经济金融化正在,并且持续冲击着中国经济的发展,这主要体现在以下四个方面:

第一,经济金融化改变了中国传统价格形成机制^[13]。而传统价格形成机制是依据商品和服务的价值,根据市场供求状况和竞争情况来确定的。但经济金融化将商品市场成为金融投资的选择。比如在大宗商品交易市场中,投资者经常采用套期保值和风险对冲的方式确定商品的市场价格,高度依赖于证券市场和期货市场,因而造成市场价格波动脱离了商品的价值和市场供求状况。

第二,经济金融化加剧了中国收入分配差距。当今社会,金融资产的金融收入已经成为中国居民收入的重要和主要来源。居民财富与社会财富同金融资产价格密切相关,经济金融化使金融资产价格上涨的速度明显超过工资收入上涨的速度,社会收入与分配差距在不断拉大。同时,经济金融化改变了就业市场的弹性和劳资双方的力量,也加大了中国收入分配差距。

第三,经济金融化将以金融为核心的新经济增长模式替代传统以制造业等实体经济为主的经济增长模式。这种经济增长模式会加速经济的增长和衰退。金融资产价格上涨推动消费扩张、信贷扩张,进而推动国家经济加速扩张。但金融资产价格下跌时,将导致信贷全面收缩和经济产出的加速下跌,这会导致国家经济长期衰退,不利于保持国家经济稳定增长。

第四,经济金融化使中国参与全球化的程度进一步提高,中国经济发展对世界经济的依赖度和融合度进一步提高^[14]。一旦世界经济增速放缓,尤其是发达国家陷入经济增长困境或是流动性紧缩,发达国家的债务危机和贸易赤字会进一步拖累中国经济发展。因此,经济金融化将世界各国更加紧密地联系在一起,区域性的金融危机会在全球化扩散,中国未能幸免。

五、应对中国经济金融化的有效途径

(一) 经济发展需要回归实体经济

经济发展回归实体经济。首先,这种“回归”是一种再创新、“再工业化”的过程,并不是单纯重复过去的发展方式,而是在注重科技、绿色、新能源等产业基础上,实现产业结构优化和升级,占领新的科技、经济制高点。其次,支持和保证科技创新、环保和战略性新兴产业的资金需求,对实体经济中企业的技术研发、产品创新、人才培养、设备更新和节能减排等活动提供充足的资金支持,坚持把培育战略性新兴产业与改造提升实体经济中传统产业相结合,有效推进实体经济存量调整和增量优化。最后,中国应全面加强国际和区域合作,建立实体经济的新分工与新平衡,深化交通运输与现代物流融合,改善投资环境吸引外商直接投资,积极引导鼓励更多的人力、资本、资源在全球范围内流动,促进中国实体经济再发展。

(二) 调整金融经济发展的速度、规模和结构

降低中国金融经济发展速度,实现金融经济的平稳增长;在保证实体经济与金融经济相对均衡的基础上适当扩大金融经济规模,以推动实体经济的发展;调整金融经济结构,增加直接融资的占比。未来五到十年,中国经济金融化适度发展不仅是重要的,而且是必要的。因此,继续保持相对稳定的货币发行量和信贷规模,实行稳健的经济货币化和经济信贷化政策;设定并维持股票市场合理的年均增速,以保护中国股票市场的发展,发展包括企业债和地方政府债券在内的债券市场,进一步降低实体经济的融资成本;高度重视金融衍生品市场的发展,合理、有序地开展金融衍生品交易,保持金融衍生品总量平稳增长。

(三) 金融经济与实体经济相协调

金融经济是为实体经济服务的,金融经济的发展须与实体经济发展相协调、相统一。首先,金融经济的发展不能超过为实体经济服务的边界,应与实体经济发展相匹配。其次,密切关注金融资本的规模,尤其是金融衍生品的总量。在防范资产缩水对产业发展不利

影响的同时,消除泡沫经济的结构性矛盾,保证金融经济的发展与国家和实体经济发展同步。再者,加强监管。作为一个新兴市场经济国家,中国在发展金融经济时更应强化监管措施,加大监测力度,完善调控政策,以保证中国金融经济的平稳运行,推动中国金融经济更好地服务于实体经济,实现相对稳定的经济金融化发展,促进中国经济的健康增长。

[参考文献]

- [1]格·R. 克里普纳,丁为民,常盛. 美国经济的金融化[J]. 国外理论动态, 2008(6).
- [2]Chesnais Francois. 金融全球化[M]. 北京:中央编译出版社, 2001.
- [3]马克思恩格斯全集:第23卷[M]. 北京:人民出版社, 1974.
- [4]李义平. 实体经济是经济稳定增长的根基[J]. 中小企业管理与科技(中旬刊), 2012(9).
- [5]马克思恩格斯全集:第25卷[M]. 北京:人民出版社, 1974.
- [6]马克思. 资本论:第3卷[M]. 北京:人民出版社, 1966.
- [7]戈拉德·A. 爱泼斯坦,温爱莲. 金融化与世界经济[J]. 国外理论动态, 2007(7).
- [8]Yu Luo, Frank Zhu, the School of Finance, 等. Financialization of the Economy and Income Inequality in China[J]. 经济与政治研究(英文版), 2014(2).
- [9]张成思,张步昙. 再论金融与实体经济:经济金融化视角[J]. 经济学动态, 2015(6).
- [10]林楠. 中国经济适度金融化研究——从金融市场发展速度、结构和规模的视角[J]. 理论探讨, 2014(2).
- [11]易纲,宋旺. 中国金融资产结构演进:1991-2007[J]. 经济研究, 2008(8).
- [12]赵峰,田佳禾. 当前中国经济金融化的水平和趋势——一个结构的和比较的分析[J]. 政治经济学评论, 2015(3).
- [13]崔学东. 当代资本主义金融化与金融危机——异端经济学金融化研究述评[J]. 社会科学战线, 2009(7).
- [14]谈儒勇. 金融发展与经济增长:文献综述及对中国的启示[J]. 当代财经, 2004(12).

Reconsideration of China's Financialization of Economy

LI Ying - ping, DIAO Wen

(Department of Economics, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: In this paper, we start from the definition of the financialization of economy, using macro - level and micro - level data to describe the current status of China's financialization of economy. Then we review the classical economic theory, think about the financialization of economy based on the perspective of the relation between real economy and the financial economy. Finally, we discussed the measures how to respond for China's financialization of economy, which has important practical significance to promote China's economic development.

Key Words: Financialization of Economy; Real Economy; Financial Economy

[责任编辑、校对:王月霞]