

金融化学说研究新进展*

张成思 贾翔夫 唐火青

摘要:21世纪以来,金融化学说的主流文献出现了一系列新进展。本文聚焦2005年以来的文献发展,系统梳理金融化学说的发展脉络和研究进展,将前沿文献归纳为三类:金融部门的膨胀、金融产品的衍生化和实业部门的金融化。在金融部门的膨胀化研究中,新古典经济学流派和西方马克思主义政治经济学流派对金融化的现象和后果进行了深刻批判;在金融产品的衍生化研究中,相关文献重点探究了微观主体参与金融产品证券化的机制;在实业部门的金融化研究中,现有文献主要关注实业部门金融化的驱动机制。这三类文献之间有着明显区别,但也具有内在的逻辑联系。本文为深入理解金融化学说的内涵和国外研究前沿进展提供了基础。

关键词:金融化 金融部门 衍生化 实体企业

一、引言

“金融化”概念出现至今已超过半个世纪。20世纪60年代,垄断资本主义(monopoly capitalism)学派率先使用“金融化”(financialization)概念,从金融化与资本积累相结合的角度预见20世纪中后期资本主义经济结构日趋金融化的趋势(Baran & Sweezy, 1966)。而后, Sarcinelli(1988)将金融化理解为由跨国公司的发展及资本在全球金融市场流动引发的资产泡沫膨胀现象。Sweezy(1997)认为金融部门规模急剧膨胀并与实体部门相互独立即为金融化。Krippner(2005)以及 Stockhammer & Grafl(2010)则把非金融企业参与金融活动并从金融渠道获得更多利润的现象称为金融化。时至今日,“金融化”的范畴及研究对象日益丰富和发展,但“金融化”范畴的扩展也给理解金融化带来了困惑。

虽然很多文献试图为“金融化”给出提纲挈领的定义,但是“金融化”的概念仍然被认为是模糊且混乱的(Lapavitsas & Powell, 2013; Aalbers, 2019)。Epstein & Jayadev(2005)基于主要发达资本主义国家经历的经济结构性变化,提出“金融化”是指金融力量、金融市场、金融从业者和金融机构在经济发展中的角色日益增强。后续研究定义金融化时倾向于刻画金融化在不同角度表现出的现象。例如, Lapavitsas & Powell(2013)将金融化现象归结为三种趋势,包括工业企业获得独立进入金融市场的能力,银行重新转向公开市场买卖并向个人发放贷款,家庭愈发依赖金融系统以满足教育、医疗、住房等基本需要。Lagoarde-Segot(2017)将金融化定义为“金融相关的行为体、市场、实践、度量和叙事方式在不同程度上日益占据支配地位,导致经济、企业、国家和家庭的结构转型”。Aalbers(2019)将金融化视作包括经济金融化、实体企业金融化、公共部门金融化、家庭金融化、银行去中介化以及商品资产化在内的复杂概念,并分别给出了上述多种角度的金融化的不同定义。宽泛且不统一的定义和范畴本质上也反映出金融化领域的不断扩展^①。

* 张成思、贾翔夫、唐火青,中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心,邮政编码:100872,电子邮箱:zhangcs@ruc.edu.cn, jiaxiangfu@foxmail.com, tanghuoqingruc@126.com。本研究为中央高校基本科研业务费专项资金资助项目成果(17XNLG01)。感谢匿名审稿人的修改意见,文责自负。

① Mader et al(2019)提出将“金融化”概念化时应该遵循的三个原则:有限性原则、机制导向原则和语境原则,这些原则显然可以视为对金融化研究跨学科发展和金融化内涵不断延伸现状的回应。

金融化的概念与新古典学派的金融发展学说和金融深化论一脉相承,不过前者更关注结构问题,后者更关注金融发展的整体程度。无论是新古典经济学范式还是西方政治经济学流派视角的分析,“金融化”都侧重于结构性问题,包括不同金融主体之间的信息摩擦、生息资本(或金融资本)与实业资本的地位差别以及食利阶层与其他阶层的区别等,这也产生了单一指标难以衡量金融化程度的难题。

从近年来金融化概念范畴的蔓延式发展可以看出,金融化概念内涵丰富,学说发展日新月异。随着金融化研究的不断发展,金融化学说所涉及的领域逐渐囊括了宏观经济、中观金融产品、微观企业主体等方面的结构转型问题,而这些结构问题正是经济社会发展亟待解决的重要问题。从本质上看,宏观、中观、微观视角下的金融化学说存在内在逻辑关系,这三种金融化过程互相推动、彼此促进,但核心逻辑一致。

本文基于2005年以来的主流文献,系统总结了金融化学说的发展脉络、研究对象与研究进展,对金融化学说的文献进行了分类,并据此梳理出这一领域的最新研究进展情况。本文认为,21世纪以来的金融化学说研究可以归纳为三大类:一是金融部门的膨胀,包括新古典经济学派提出的金融发展说和金融深化说的新发展、西方马克思主义政治经济学流派对金融化的批判以及金融部门膨胀化的国别差异说;二是金融产品的衍生化,以大宗商品金融化和资产证券化为代表;三是实业部门的金融化,典型表现是实体企业金融投资占比和金融渠道获利占比的日益增长以及向金融市场利息支付的增加。虽然这三个分支领域的研究范式和研究内容存在明显差别,但是存在深层次的逻辑一致性。

二、金融部门的膨胀

金融部门的膨胀是指广义金融部门的资产规模、利润以及就业人数在经济中所占比例逐渐上升的过程,广义金融部门包括传统银行业、证券业、保险业和房地产业。这也是金融化最常见的一个层次,学界常说的“经济金融化”也主要是指这个层次的金融化(如 Krippner, 2005)。分析金融部门膨胀的文献可以划分为三个流派:一是使用新古典经济范式讨论金融部门发展对经济增长正向影响的文献,二是西方马克思主义政治经济学、后凯恩斯主义和激进政治经济学等流派对金融化进行负面批判的文献,三是提出金融部门膨胀的国别差异说的综合文献。新古典经济学流派往往着重论述金融化过程中的现象及其经济影响,西方马克思主义政治经济学流派多批判金融部门膨胀对经济发展的破坏性作用,而提出国别差异说的文献则对前两者的观点进行了折中。不过,随着时间的推移,前两支观点迥异的流派的界限逐渐模糊,主要体现在新古典经济学流派对金融过度膨胀的价值判断逐渐由正面转向负面,而后凯恩斯主义和激进政治经济学等流派的文献则逐渐引入更加丰富的新古典经济学视角的实证证据,用以对金融化负面影响进行阐述。

(一)新古典经济学流派:金融部门膨胀的金融发展说

新古典经济学范式的传统文献以金融发展和金融深化学说为代表,核心观点强调金融部门扩张对经济发展的正向作用。这些理论并未明确使用“金融化”概念,但是其对金融部门扩张的分析本质上就是宏观层面的金融化分析。该领域的文献一般不单独阐释金融部门扩张的问题,而是将金融部门扩张或者说金融发展的规模扩张放在金融发展对经济增长的影响框架内进行讨论。金融发展理论和金融深化理论于20世纪六七十年代兴起(Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973; Shaw, 1973),并于20世纪90年代基本成形。在信息技术革命和金融体系效率逐渐提高的时代背景下,金融中介的扩张同时推动着金融市场的进步,所以这一时代的理论更多地刻画广义金融中介扩张带来的资源配置效率和信息传递效率的提升,支持金融发展深化对经济体系产生正面影响。

金融深化理论在金融发展理论的基础上继续发展,强调行政干预会抑制金融的资源配置作用。Shaw(1973)和 McKinnon(1973)在 Goldsmith(1969)的基础上提出了金融深化论和金融抑制论,认为发展中国家金融深化程度不足,存在金融抑制现象。该领域文献重点强调金融制度对经

济发展的影响,认为金融深化可以减少过度干预并让金融市场充分发挥资源配置作用,降低实体经济融资成本,推动企业扩大研发投入,促进经济增长。因此,该领域文献认为应当施行一系列金融自由化政策以推动金融深化,而金融抑制是发展中国家经济增长的阻碍(McKinnon, 1973; Shaw, 1973)。

20世纪90年代后,学界又陆续提出新阶段的金融发展理论,多认为金融发展可以通过物质积累和配置渠道促进经济增长,典型观点认为金融部门可以降低融资成本,将稀缺资金配置到最需要的部门,进而使经济达到帕累托最优(如Levine, 2005)。传统金融发展理论上存在一定局限性,尤其是对经济金融增长的解释缺乏微观基础。Levine(2005)等经济学家在内生经济增长理论的基础上引入相关假设,形成内生金融发展理论。内生金融发展理论比传统金融发展理论更具微观基础,如内生增长模型中金融体系对经济增长的影响,可以通过资本边际生产率、储蓄转为投资的比例和私人储蓄率的变化来反映。后续的金融发展文献丰富了金融发展水平的衡量指标,并对20世纪六七十年代至20世纪末金融发展对经济的影响进行了实证检验,将金融中介指标做了进一步扩展,包括金融深度、存款货币银行、非金融企业信贷和非金融私人企业信贷,研究结果发现,金融中介指标和经济增长指标之间有很强的相关性,得到了金融发展促进经济发展的结论(Beck & Demirguc-Kunt, 2005)。

美国政府将各种社会需求的优先排序委托给市场机制,放松对金融市场的管制,增加信贷的可获得性和外国资本的流入,成功“将20世纪70年代的资源约束转变为一个资本充裕的新时代”(Krippner, 2005)。2008年金融危机之后,新古典经济学范式的研究对金融化进程的支持色彩明显减弱,这一时期该流派文献从不同角度研判金融部门扩张对经济发展的负面作用。Palley(2010)认为金融化加剧了经济发展速度放缓的问题。Caverzasi et al(2019)讨论了证券化和影子银行与金融部门扩张的联系,认为影子银行推动了传统银行系统的扩张,没有改变商业银行货币创造者的角色。他们还认为金融部门扩张制造的金融产品为那些有金融化倾向的非金融企业提供了回报(而非满足居民日常需要),因此增加了发达经济体的财富和收入不平等。

2008年全球金融危机以后,新古典经济学派也开始重新审视和思考金融发展对于经济增长的作用。部分文献利用更长的样本和更细致的方法重新对金融发展与经济增长的关系进行实证研究,发现两者并非是简单的线性正相关关系,而是呈现“倒U”形关系(Cecchetti & Kharroubi, 2012; Law & Singh, 2014)。另一部分文献则认为金融过度发展不但不能促进经济增长,反而还会有抑制效应(Arcand et al, 2015; Philippon, 2016)。刻画中国经济现实的金融发展相关文献大多也对经济金融化给予支持,认为金融发展使社会资源得到充分利用,从而促进经济增长。然而,随着中国的金融中介体系不断发展,相关文献也认识到金融发展对经济增长的影响是非线性的,即金融部门的相对规模超过一定程度时金融发展将不利于总体经济增长,此时经济就陷入了“金融超发展”的状态,面临系统性风险积聚和资源次优配置的问题。

学界还通过新古典经济学范式从贸易、流动性和杠杆率水平等角度探讨金融化对经济的影响。已有文献认为金融发展可以促进贸易开放、推动经济发展(Do & Levchenko, 2007),也可以通过杠杆率的提升缓解有效需求不足(Smart & Lee, 2003),或者通过资本流动性的提升平衡供需、优化资源配置(Theurillat et al, 2010)。值得注意的是,贸易开放和资本流动会使实业和金融投资的利润之差进一步扩大(Mishkin, 2009),与金融化水平形成正反馈循环。

新古典经济学派还检验了经济金融化对技术进步的影响,认为金融化可以通过拓宽融资渠道、缓解融资约束、提高融资效率以增加技术创新的资本供应,促进技术创新乃至制造业的发展。Rajan & Zingales(1998)发现对外部融资依赖程度高的行业在金融体系发达的国家增长较快,其微观机制是发达的金融体系可减少道德风险、降低企业外部融资成本、进而帮助企业实现快速发展,而金融机构提供的贷款保证条款有利于监督企业研发活动并减轻道德风险和逆向选择问题。由于金融摩擦会对企业研发投入造成阻碍(Hall & Lerner, 2009),所以完善的金融市场能使企业研发风险受到控制(Nanda &

Rhodes-Kropf, 2016), 高效的金融体系可以促进企业创新水平提升(Ang & Madsen, 2012)。

近年来,新古典经济学范式更加客观地讨论了全球范围内的金融部门膨胀带来的结果。Lapavitsas & Powell(2013)从宏观层面分析了美国、英国、德国、法国和日本等发达市场的经济金融化现象,详细阐释了金融部门、非金融企业和家庭的互动关系,发现家庭已经被纳入正式的金融体系,且家庭的金融化所采取的形式和内容因各国的制度、历史和政治条件而有所不同。另一支对金融部门膨胀的研究文献同样基于国家和宏观经济总量,引入了资本流入的开放经济视角,认为国际金融自由化并没有实现基于投资增长的新自由主义承诺(Stockhammer, 2013),但导致了个人负债增加(Karwowski & Stockhammer, 2017)。

归纳来看,新古典经济学范式研究对象集中于金融部门扩张对经济增长的影响,同时对金融部门扩张的典型事实提供了时序和跨国证据。也就是说,以上文献在分析金融发展对经济增长影响的同时对金融部门扩张程度以及扩张维度(如金融规模、私人信贷占比等)进行了系统的阐述和介绍,使得这些文献同时成为阐述金融化现象(即金融部门的膨胀化)的重要分支。更重要的是,仔细阅读相关文献的论证过程可以发现,金融部门扩张对经济增长影响的实证分析机制在绝大多数文献中是建立在金融部门扩张变量内生性设定基础上的。这种内生性设定本质上论证了经济增长对金融部门扩张也具有驱动效应。所以,无论是金融化的金融发展说还是金融深化说,在论证金融发展对经济增长影响的同时,也阐明了经济增长是金融部门膨胀的宏观动因。

(二)西方马克思主义政治经济学流派:金融部门膨胀的破坏说

西方马克思主义、激进政治经济学和后凯恩斯主义经济学流派对金融部门的膨胀持有尖锐的批评态度,认为金融部门的膨胀化(也即金融化)抑制经济发展、积聚了风险,而且使金融部门更加脆弱不堪(如 Minsky, 1995; Palley, 2013)。这些学派不同于西方所谓的“主流经济学”,在某些语境下被归入非主流(heterodox)经济学。

西方马克思主义者推崇以列宁对垄断资本主义的论述为代表的经典马克思主义理论,认为其中包含了对金融部门膨胀的原始解读:资本的垄断倾向和实业产业愈发依赖银行业的投融资行为催生了银行占据主导地位的金融资本。秉持这一思路的西方学者顺理成章地继承了经典马克思主义的价值观念,着力批判金融部门的膨胀对生产力和生产关系发展产生的负面影响,认为金融部门的膨胀加剧了资本主义的根本矛盾。Arrighi(1994)甚至认为金融化现象的出现代表着资本主义霸权的“秋天”到来。

在西方马克思主义的分析框架中,金融化被认为是发达资本主义经济体结构转型的必由之路,主要作用于资本主义社会中资本与劳动力、资本与资本之间的关系(Lapavitsas & Powell, 2013)。金融部门膨胀化则可以视为可贷货币资本运作模式的变化,或者可以阐释为由于金融行业缺乏竞争而导致生息资本(interest bearing capital)在金融部门中以密集或粗放的形式都能积累扩张(Fine, 2013)。在这个过程中,金融部门在经济中的掠夺性表现得淋漓尽致,甚至达到金融资本的盈利与实业产业中的剩余价值几近脱钩的程度(Lapavitsas & Powell, 2013)。该流派还依据对金融化现象的分析,重构了对阶级间关系的理解,认为金融化赋予了劳动以流动性,借此加剧了竞争,导致资本主义社会矛盾更加尖锐(Bryan et al, 2009)。

激进政治经济学派重点关注生产关系与金融化之间的联系,批判了新古典经济学派局限于分析特定金融市场对宏观经济资本积累的影响思路,认为回答金融化影响的前提是评估整体宏观经济运行状况,而整体评估就不可避免地需要考虑社会规范与政治权力关系等议题(Van Treeck, 2009)。该学派认为金融部门的膨胀是发达国家资本主义变革的主要反映(Van Treeck, 2009),即金融资本扩张、掠夺和剥削程度加深的结果(Hudson, 2010),并且还认为金融部门膨胀化产生的分配效应会增大贫富差距,并且在经济增长趋缓时使非金融部门的实体逐步转向金融部门,引发实体经济的收缩和金融危机(Epstein & Heintz, 2006)。

激进政治经济学派同样强调经济中的结构问题,并认为金融部门膨胀将导致经济停滞。左派学

者的领军人物 Sweezy(1997)认为金融化和经济停滞是一对互相伴生的“孪生兄弟”:实业投资盈利减少时资本会向金融投机领域集中,而华尔街的快速发展就是经济出现停滞的标志。Mayer(2008)、Palley(2010)均认为过度金融化引起的融资结构失衡、企业负债率上升和资本过度积累是导致金融危机的根本原因,而垄断资本的金融化使世界经济增长进入了金融化陷阱。

后凯恩斯主义学派认为金融部门的膨胀化导致了实业部门的糟糕表现(Epstein & Jayadev, 2005)。该学派强调食利阶层(金融部门)和生产型资本家(实业部门)之间存在着明显的对立,食利阶层在对立中占据了上风,抑制了生产型资本家的投资能力与获利水平。后凯恩斯主义者将这一现象归结于新自由主义经济政策的放任,并认为政府理应对金融部门加强监管,借此提高生产投资及其产出(Crotty & Epstein, 2009)。后凯恩斯主义学派还从不同角度论证了加强监管的必要性(如 Giron & Chapoy, 2012)。

总体而言,西方马克思主义、激进政治经济学和后凯恩斯主义等学术流派具有相似的价值取向和分析范式。在分析金融部门的膨胀时,西方马克思主义流派的表述中时常流出资本主义必将灭亡、金融部门膨胀是资本主义毁灭前的疯狂等寓意,后凯恩斯主义者则认为金融部门的膨胀不可持续(Hein & Van Treeck, 2010),而激进政治经济学流派同样多方位批判金融部门的膨胀化。尽管西方马克思主义、激进政治经济学和后凯恩斯主义流派具有一定共识,但是这三类学术流派的研究重点仍存在一定差异。西方马克思主义倾向于从剩余价值、生息资本、劳动等经典概念入手分析金融部门膨胀导致的矛盾,激进政治经济学则重视经济结构、分配与劳动人民幸福等议题,而后凯恩斯主义主要关注政府部门如何决策能够抵御食利阶层对生产型资本的侵蚀,以此达到提高生产投资和产出的目的。

(三)金融部门膨胀化的国别差异说

值得注意的是,已有文献还发现不同类型国家的金融化进程有差异。这一领域的文献既使用了新古典范式对不同国家金融化的进程加以讨论,又明显地吸收了政治经济学流派的部分观点。目前主要研究的国家包括美国、南欧以及部分新兴经济体,但是对中国的相关研究还比较匮乏。

在金融发展学说、股东价值论、金融自由化以及金融市场发展实践的推动下,以美国为主要代表的发达市场国家率先出现金融部门膨胀化的现象,并逐渐引领了全球金融化风潮。但是并非所有国家都因循这一路径,最发达经济体以外国家的金融部门膨胀化模式均有明显差异(Bonizzi, 2013)。

以南欧国家为主要代表的金融发展水平略低的部分发达国家,其金融化进程带有输入性色彩。Barradas et al(2018)通过葡萄牙的案例考察欧洲外围国家金融部门的膨胀情况,认为南欧国家金融部门膨胀化的主要途径是银行的信贷扩张,并发现 20 世纪 80 年代中期欧盟一体化带来的金融体系私有化、自由化以及金融管制放松为葡萄牙的金融部门膨胀创造了重要条件。

以巴西为主要代表的发展中国家金融部门膨胀因新兴经济体融入金融化的世界经济结构而形成,是从属于发达国家的所谓“次级金融化”。Kaltenbrunner & Paineira(2018)强调国际金融体系的存在改变了新兴经济体国内经济主体的融资行为,而新兴经济体持续表现的经济脆弱性又反过来加剧了金融化,即金融化作为不平衡国际体系结果的同时反过来加剧了发展的不平衡。他们据此认为,审慎、全面地管理资本账户开放进程是新兴经济体潜在追赶的先决条件。

在周期性的金融危机后,墨西哥政府采取了有利于金融部门的干预措施,促进金融化的监管模式转变。伴随着高利率经济政策的使用,墨西哥缓慢将经济向以金融为主导的体制转变(Correa et al, 2012)。与巴西相反,墨西哥在金融自由化领域密切遵循“华盛顿共识”的政策建议。例如,银行部门已广泛私有化并向外国竞争开放,而巴西的国有银行,特别是巴西开发银行,继续在国内金融部门中发挥重要作用。

中国金融部门膨胀的过程与其他发展中国家不尽相同,原因可能在于中国的大国地位使中国并不处于从属依附的状态。同为大国,中国又与美国在金融部门扩张过程上有明显差异,中国的银行

主导型金融体系强调信贷资源的获取,而金融部门扩张的直接结果可能是普通商品金融化现象中特定区域、时域下商品价格随着信贷资源流动而产生的剧烈波动。当然,关于中国在这些层面的问题目前还缺乏系统性的科学证据,未来研究可以在这方面进行深入探索。

三、金融产品的衍生化:大宗商品金融化与资产证券化

(一)大宗商品金融化

金融产品的衍生化属于微观金融市场层次的金融化,所以典型案例都对应于微观金融市场上的金融产品及其对应的交易。金融产品衍生化的第一类典型表现是大宗商品金融化,即大宗商品越来越多地被投资者作为一种金融资产类别来持有,用以寻求投资分散化收益(Basak & Pavlova, 2016),典型表现为大宗商品价格、交易规模以及投资收益率的大幅波动。已有对大宗商品金融化机制的大多数研究集中于库存、信息摩擦和指数投资者这三个视角,分别分析大宗商品金融化的原因以及具体影响。

第一,市场供需与库存理论认为,持有可储存的大宗商品存在时间成本,消费者在消费大宗商品与储存大宗商品以进行未来消费中选择,此时大宗商品的價值即为两者中较高的价值。也有理论研究持有大宗商品的收益率问题(Casassus & Collin-Dufresne, 2005)。可储存的大宗商品期货和现货价格的关系与该大宗商品的仓储成本(包括保存货物的成本和财务成本)有关,更低的保存成本和财务成本可以减少大宗商品价格的波动性,并且库存商品可以缓解供需不平衡产生的冲击。实际上,库存理论中影响期货价格的主要因素有仓储费和资金成本这两项。其中,针对大宗商品仓储的资金成本, Frankel(2006)认为货币政策能对大宗商品价格产生明显影响, Gruber & Vigfusson(2018)认为通过减少仓储费用和利率可以降低大宗商品价格的波动率;关于大宗商品保存成本(仓储费)的研究证实,仓储费的上升会使大宗商品期货价格上升(Gorton & Metrick, 2012)。

第二,以信息视角研究大宗商品金融化的文献强调存在信息摩擦时,生产主体的决策变化与大宗商品金融化的关系。Sockin & Xiong(2015)建立理论模型分析大宗商品金融化对实体经济的影响,其模型含有信息不对称的假设,即假设大宗商品的價格是全球经济发展程度的函数,其信息噪音来源于供给侧的不确定性或者反常的期货市场交易。更高的价格会导致更大的需求,因为大宗商品价格上涨是经济强劲的表现,进而生产者会生产更多货物,产量的增加使得信息影响进一步被增强。这样的信息机制对于大宗商品投机也适用,因此期货价格并不仅仅是现货价格的一个表象,即金融投机交易会給大宗商品价格带来噪音,进而影响生产者投入需求和生产决策的反馈效应。大宗商品金融化可以通过信息渠道影响实体经济,在存在信息摩擦的环境中,国际大宗商品价格具有信息传递功能。金融化带来的信息噪音干扰商品价格对全球经济基本面信息的传导,使得经济主体决策时减少对国际大宗商品价格信号的依赖,因此大宗商品金融化削弱了国际大宗商品价格冲击对国内经济波动的驱动作用,即具有价格波动的平抑效果。Hu & Xiong(2013)研究发现,在美国交易的大宗商品价格波动和东亚的股市波动具有某种程度的联系,而东亚国家刚好是这些大宗商品的进口国。也就是说,在美国交易的大宗商品价格上涨可能预示着特定商品更加强烈的国际需求,因此大宗商品价格也会对经济政策制定者的行为产生影响。

第三,已有研究还表明大宗商品的被动投资优势明显,投资大宗商品可以获得多样性投资的好处(Basak & Pavlova, 2016),因为大宗商品的收益率与股票和债券的收益率呈正相关关系。大宗商品被动投资的收益可以分为现货市场收益和期货市场收益两部分。Erb & Harvey(2006)通过研究1982—2004年间的大宗商品期货投资数据发现,大宗商品指数的展期可以获得比现货收益更高的收益。指数投资者(或者说金融资本)在大宗商品市场中扮演着双重角色:一方面提供流动性,为套期保值者提供避险需求,发挥大宗商品市场的风险分散作用;另一方面,当外部金融市场资产价格下跌时,金融资本减少在大宗商品市场的头寸,以降低其投资组合风险,会损害大宗商品市场流动性,将外部金融市场风险传导到大宗商品市场(Cheng & Xiong, 2014)。总体而言,流动性是影响大宗商

品与其他金融市场关联机制的最重要因素。套期保值者往往处于期货市场的空头,但期货市场对空头的吸引力不足,因此需要给他们一个溢价以吸引投资,这就产生了反向市场。固定的参与成本限制了投机者持有期货多头头寸时的风险承受能力,期货市场投资者面临持有多种商品的风险,而期货空头则仅仅面临他所持有的一种商品的集中风险,这样会对期货投资者产生阻碍作用。

(二)资产证券化

金融产品衍生化的第二个典型表现是资产证券化,其实质是金融机构将低流动性资产转换为高流动性资产的过程,和金融衍生品的发展相伴而生。这暗示着由于金融创新的快速发展,实物资产越来越多地被转化为金融资产,而 Stein(2010)则认为推动证券化的力量主要是风险分担和监管套利。西方发达国家在讨论资产证券化问题时认为,金融化是将商品转变为具有价值储藏功能的资产并将这种资产进行证券化的过程,因而商品的流动性和波动特征更加趋向于传统证券。事实上,相对于这一狭义定义下的资产证券化,金融化的含义范畴更加广泛:既可以指基于普通金融产品出现的产品证券化,也可以指住房的证券化以及影子银行通过开展资产证券化业务造成的扩张。

住房金融化属于资产证券化的一类代表,其本质是资本品金融化,也是金融化的核心之一。2008年全球金融危机前后,关于住房金融化的文献数量不断增加,Aalbers(2008)论述了房贷被证券化和衍生品化的过程,证明住房金融化是金融化的核心内容之一。Buchanan(2017)将以房地产为基础资产的证券化作为金融化的一个重要方面,认为证券化加剧了房贷市场的波动性。抵押贷款市场的金融化使得住房和房主均被视为可以利用的金融资源。在过去的一个世纪左右时间内,抵押贷款市场从一个“为需要信贷的房主提供便利的市场”转变为一个日益促进全球投资的市场。由于抵押贷款市场既是本地消费市场也是全球投资市场,所以金融化和全球化的动态联系直接将房主与全球投资者联系在一起,增加了抵押贷款市场的波动性。从这一角度来看,抵押住房所有权和补贴租赁住房的本质目的都是维持金融市场的运转。

资产证券化的第二类代表是发达市场国家的影子银行系统^①。在美国,资产担保商业票据(asset-backed commercial paper, ABCP)、资产担保证券(asset-backed securities, ABS)、担保债务凭证(collateralized debt obligations, CDO)和回购协议(Repos)在信贷过程中起到媒介作用,将高风险的(但不透明的)长期资产转换为低风险的短期负债,降低了直接贷款的信贷成本(Pozsar et al, 2013)。资产证券化通过影子银行渠道加剧了金融系统的风险,乃至批评者因次贷危机的爆发而对资产证券化与影子银行的发展口诛笔伐。2008年全球金融危机以前,证券化推动抵押贷款的不可持续增长(Pozsar et al, 2013),加剧了信贷市场的波动。Levitin & Wachter(2011)评估了抵押贷款供应的隐性担保作用,认为信用评级机构、风险管理机构和投资者都低估了尾部风险,而 Gennaioli et al(2013)通过投资者忽略尾部银行风险的模型,刻画了影子银行体系过度的期限转换和加杠杆操作导致的信贷泡沫与萧条。

危机后的文献深入探讨了资产证券化浪潮后金融市场的结构性问题,总结了两种资产证券化后特定金融市场的崩溃机制:一是资产证券化后投资银行越过过度依赖在回购市场中获取短期资金,而回购市场等有担保融资市场可能因挤兑而被迫去杠杆,引发平仓的浪潮;二是由于证券化产品存在不透明性,当投资者通过复杂信用衍生品做空结构性信贷产品时,负面信息被加入,潜在冲击会被放大(Gorton, 2010; Gorton & Metrick, 2012)。事实上,随着全球证券化市场的广泛改革,学界对证券化的可持续性持有较强烈的保留意见。已有文献结合金融化与证券化的视角,分析了资产证券化对金融不稳定性影响的理论。Giron & Chapoy(2012)从理论上研究了资产证券化和金融化的关系,发现明斯基的金融不稳定性理论(Minsky, 1995)可以解释资产证券化和金融化的现象,金融机构对衍

^① Adrian & Ashcraft(2012)将影子银行定义为金融监管之外的信贷中介系统,这意味着不同国家的影子银行现象可能分别属于不同层次的金融化。

生品的操作也会对证券化和金融化产生影响,具体而言指衍生品与抵押贷款有着密切的关系。他们认为有必要让中央银行作为“最后贷款人”进行干预,并将所有金融中介机构进行国有化和重组。

近年来还有文献认为证券化(影子银行系统)与传统商业银行业务并非完全互斥的关系。Caverzasi et al(2019)认为证券化使传统商业银行实现业务扩张。一方面,证券化允许传统银行扩张业务,为金融系统提供了制造复杂结构性金融产品的“原材料”。另一方面,金融化并未改变商业银行作为货币创造者的角色,而是将内生创造的货币转移到金融领域,助长了金融领域的扩张。

四、实业部门的金融化

实业部门的金融化也可称作实体企业的金融化。按照 Orhangazi(2008)的定义,实业部门的金融化指实业部门的利润来源中金融渠道日益占据主导地位,或者表现为实体企业的金融投资占总投资比例日渐增加以及实体企业向金融市场支付的利息增加。这样来看,欧美发达国家的实业部门的金融化现象主要指实体企业通过股票或衍生品等金融工具投身于金融化浪潮,并且从金融市场直接获取融资。相对而言,中国实业部门金融化的重要表现还包括有能力获得低利率资金来源的实体企业进行委托贷款业务,成为其他实体企业的影子银行(Allen et al,2019)。

(一)金融化与实业部门资本积累率下降

欧美发达国家实业部门的金融化与资本积累率下降的过程在时间上基本重合。由于资本积累率下降的原因备受关注,所以实业部门金融化的一支重要文献就围绕着欧美发达国家实业部门资本积累率明显下降的现象展开,分析金融化是否导致实业投资水平的下降。

部分文献认为金融化导致了实业部门积累率的下降(Stockhammer,2004;Orhangazi,2008;Tori & Onaran,2018),即实业部门将原本应进行实业资产投资的资金转而投向金融市场。也有文献持相反观点,认为前述文献的论点只是互为因果问题催生出的误读,但是事实上并没有足够的证据表明金融化对资本积累水平产生负面影响,而资本积累率的下降应被认为完全是由固定资产收益率下降所导致的(Kliman & Williams,2015)。部分实证文献甚至发现 20 世纪 70 年代后美国实体企业的金融资产存量支持了企业的投资行为(Davis,2018),即实业部门的金融化减缓了实业部门资本积累率的下降。

就金融化是否导致实业部门资本积累速度下降这一议题而言,支持和反对的两派针锋相对、各执一词。但是如果对固定资产收益率下降的原因追根溯源,可以发现金融化对创新产生了负面效应(Aglietta & Reberioux,2006),间接导致了固定资产收益率的下降。Lee et al(2020)通过分析金融化如何改变技术创新战略发现,随着实业部门金融化加剧,实体企业为了从金融市场获得低成本融资和短期内更高的股东价值,其短视问题愈发严重、注册专利的数量增加而重要性降低,这意味着稳健的渐进创新战略逐渐取代了投资风险高、回收期长的激进创新战略。

总体而言,金融化推动了实体企业选择稳健保守的技术创新战略,导致固定资产收益率在较长时间维度上的缓慢下滑,进而使实业部门的资本积累率下降,金融化的现象更加明显。

(二)实体企业金融化的驱动因素

最为直观的导致实体企业金融化的驱动机制就是前文中所提及的固定资产收益率下降、金融投资相对收益率上升的长期趋势,而研究实体企业金融化驱动机制的文献还主要关注以下两点原因:一是企业面临的风险与不确定性水平;二是股东价值最大化等公司治理的要求。

首先,在企业面临的风险与不确定性层面,已有文献强调风险对企业金融化具有推动作用,同时构建投资组合选择模型解释企业金融化行为。企业投资组合选择理论从风险收益权衡的企业目标入手,认为追求最大化的风险调整后收益是企业各项经营活动的根本出发点。使用投资组合选择模型框架的文献认为,相对风险与资产收益率对企业金融化的影响均十分重要(Demir,2009),甚至部分实证文献认为在特定市场(如中国市场)相对风险水平占据主导地位,而固定资产收益率的影响不明显(Zhang & Zheng,2020)。其他实证研究也表明在新兴市场国家(如土耳其),非金融公司从事

金融业以应对高度不确定的宏观经济状况(Ali & Ozen, 2014)。

在使用投资组合选择理论解释金融化驱动行为的经典文献中(Demir, 2009),效用函数的设定常是风险规避的,这一设定看似寻常,但是实际上却蕴藏了对企业金融化更本质驱动因素的解释。在传统的设定中投资者或家庭往往是风险规避的,而企业则应是风险中性、追求利润最大化的。但是在讨论金融化时,企业的风险中性设定意味着企业处于信息对称的有效市场中(即拥有良好投资机会的企业总能获得足够的融资),而个人投资者总有能力甄别资产的优劣并进行相应的投资,这时企业的金融化水平不会影响股东价值,那么企业就似乎应该没有足够的动力进行金融化。但是在有信息摩擦的现实世界中,企业往往面临着信息不对称下的融资约束、有破产成本的破产威胁、股东的平衡风险与收益的要求等,企业的效用函数就变成了风险规避型的效用函数。

其次,在股东价值最大化等公司治理的要求层面,已有文献一方面认为股东价值论在公司治理层面对金融化具有推动力量,另一方面则从企业面临各类摩擦的角度探讨实体企业金融中介角色的形成。论述股东价值论对金融化推动力量的经典文献认为,实体企业减少生产性投资、追求短期内的股东价值最大化而不是长期增长(Lazonick & O'Sullivan, 2000),为了满足融资需求而向着迎合机构投资者利益、迎合金融市场要求的方向发展(Stockhammer, 2004)。时至今日,股东价值取向对实业部门金融化的重要推动作用已成为学界共识(Van der Zwan, 2014; Davis & Kim, 2015),而后续文献在这一共识的基础上继续深入挖掘公司治理要求对金融化的影响。Dallery(2009)在理论框架中引入经理人的委托—代理问题,认为金融化是对公司管理层的约束。Alexiou et al(2019)关注股东结构对金融化进程的影响,认为机构投资者持股单向地加快了金融化进程,而机构投资者持股在公司治理领域往往意味着更好的公司治理水平。

强调股东价值论等公司治理要求对实业部门金融化整体具有推动作用的文献对实业部门金融化的总体趋势进行了解释,而分析风险与不确定性的文献则更清晰地阐释了在实业部门金融化大潮之下微观企业个体如何进行理性的决策。这两种驱动因素在不同类型企业的金融化过程中起作用的大小不同。Davis(2018)综合考虑股东价值论和风险的影响发现,股东价值规范主要影响大型非金融公司的投资行为,而波动性上升对小公司的影响最大。

企业的风险规避效用设定代表着企业面临的各类摩擦,这促使实体企业逐渐具有金融中介的色彩。为了使企业自身的融资获得保障,降低资金流断裂的可能,并且降低与债权人的信息不对称程度,实体企业有动力配置金融资产,成为自己的金融中介或银行;为了满足缺少专业投资能力以及投资渠道的股东或潜在投资者的要求,实体企业进行金融投资,充当股东与潜在投资者的财富管理机构;为了满足面临严重融资约束的其他企业的高息贷款需求,企业可能进行委托贷款等金融投资以获得更高收益(可能是账面收益,也可能是从关联方获得的权益),成为其他企业的影子银行。又因为实体企业具有配置金融资产的行为,金融资产的收益在企业金融化的浪潮中会变高,这进一步推动了企业的金融化。如此看来,企业金融化本质上是实体企业的金融中介化,这可以认为是企业的理性决策。

(三) 实体企业的影子银行化

实体企业的影子银行活动是指实体企业通过商业银行等金融机构发放委托贷款、进行委托理财的业务,这种活动本质上是金融投资活动,只不过形式更加隐蔽,所以是一种隐形的金融化现象。

因为中国实体企业的融资渠道以银行体系为主,在银行部门的所有制歧视和规模歧视等错配现象的影响下(Brandt & Zhu, 2000),以委托贷款、委托理财为典型表现的实体企业影子银行化模式更具典型性(Allen et al, 2019)。为应对2008年全球金融危机的“四万亿元”经济刺激政策,银行监管下的监管套利等因素使得过去十年间实体企业影子银行体系迅速崛起(Hachem & Song, 2017; Hachem, 2018; Allen & Gu, 2020)。

如果将实体企业在金融市场投融资大幅增加的现象归因于发达市场中企业风险管理与短期股东价值最大化造成的扭曲,那么实体企业的影子银行化对资源分配的效应则更像是个不完善的金融资

源分配体系下的突围。委托贷款现象在之前的研究中常被认为是大股东掏空行为的典型手段(Jiang et al,2010),但是 Allen et al(2019)使用中国委托贷款交易层面的微观数据,分析了委托贷款相关信息发布时股票市场的反应,发现委托贷款都是风险与回报水平相符的投资。就资金配置效率而言,实体企业的影子银行化也为获取信贷资源困难但生产率高的民营企业提供了资金,是为风险项目提供资源的次优安排(Wang et al,2019;Allen & Gu,2020)。

实体企业的影子银行化在满足部分实体企业投资需求的同时,也带来了金融系统不稳定的风险。与实体企业金融投资增加和企业对金融市场的利息支付增加等现象不同,实体企业的影子银行化还会对货币政策的有效性产生明显的负面影响。信贷紧缩时银行体系贷款的利率提高,因此委托贷款的利率将提高、其规模均增加(Allen et al,2019),这一逻辑导致委托贷款的规模与货币政策宽松程度反向运动,抵减了货币政策的效应。典型表现是中国2009年至2015年间的紧缩货币政策导致影子银行委托贷款规模迅速增加,削弱了银行体系贷款量下降的作用,阻碍了货币政策对信贷总量影响的有效程度(Chen et al,2018)。更需关注的是,影子银行部门通过非附属委托贷款筹集的资金大部分流入与供给侧改革相关的行业,尤以房地产、基础设施建设和产能过剩行业为甚(Allen et al,2019),这使得中国人民银行对这些领域信贷窗口指导的效果被严重削弱。

实体企业金融化造成的影响其实潜藏于实体企业金融中介化的本质中。正是因为实体企业成为自身的金融中介,企业面临的竞争与破产的压力骤然减小,企业投资固定资产的动力自然地发生变化:原本面临流动性压力的企业有能力将资金用作固定资产投入,而也使得有较多金融渠道获利的企业缺少固定资产投入的激励。另外,企业充当投资者的财富管理机构虽然增强了资源配置的效果,但同时也对培育合格投资机构与投资者产生了负面影响,并且积聚了金融风险。而企业成为影子银行的模式为融资受约束的企业的高质量项目提供了资金支持,但不利于银行发挥信息中介的职能,会导致银行体系信息处理的激励降低,乃至于使金融中介体系效率下降。

五、总结与评述

尽管“金融化”的概念尚没有公认严格清晰的界定,但是文献中“金融化”一词所指的现象一般不会脱离以下三种范畴:金融部门的膨胀;金融产品的衍生化;实业部门的金融化。其中,金融部门的膨胀是指金融部门的资产规模、利润等在经济中所占比例逐渐上升的过程,强调金融部门的扩张;金融产品的衍生化是指金融体系中不断创造金融衍生品且衍生品在金融市场交易中逐渐占据主要地位的过程,强调金融市场中交易的金融产品的衍生程度逐渐增加;实业部门的金融化主要指实业部门的金融投资及利润的占比增加和实体企业从金融市场的直接融资及利息支付增多。

(一)文献之间的区别

金融部门的膨胀、金融产品的衍生化、实业部门的金融化三类金融化文献的研究问题、研究方法和价值取向有较为明显的差异,研究这三类现象的文献采用的视角也不尽相同。

金融部门的膨胀相关文献往往将金融部门视作整体,研究的主体常为金融行业、生息资本、食利阶层等宏观概念。金融部门膨胀的文献较为关注金融部门膨胀对经济发展与社会福利的总体影响,尤其重视金融化过程对产出的影响。金融部门的膨胀领域的相关概念往往较为抽象和深入,这导致了新古典综合学派和西方马克思主义政治经济学流派的文献在这一领域的区别相对明显:新古典综合学派对于金融部门膨胀的分析围绕着“金融发展”“危机”等术语展开,而西方马克思主义政治经济学流派的分析往往围绕着“剩余价值”“生息资本”“食利阶层”等概念展开。相对来说,在分析金融产品的衍生化或实业部门的金融化问题时,绝大多数文献所使用的分析范式或术语概念都更为接近,以至于难以区分新古典综合学派和西方马克思主义政治经济学流派。

金融部门的膨胀文献倾向于对其进行价值判断,而这更使得新古典综合学派和西方马克思主义

政治经济学流派泾渭分明。随着时代的发展,新古典综合学派对金融部门的膨胀经历了由支持到批判的过程,但是这种对金融部门膨胀的批判中流露出的只是对经济危机和生产发展放缓的担忧。相对于新古典综合学派中流露出的技术手段足以解决金融化问题的乐观与含情脉脉,西方马克思主义政治经济学流派则更为激进。后凯恩斯主义、激进政治经济学流派和西方马克思主义抨击金融部门的膨胀现象,分别直指政府监管失位、政治权力的划分甚至于垄断资本主义本身的问题,甚至暗含着金融部门的膨胀化已是资本主义丧钟前奏的意味。

金融产品的衍生化相关文献主要探究金融市场中的何种复杂互动机制会带来金融产品的衍生化以及该种机制会导致什么后果。这一领域的研究常出现精细的理论模型刻画金融市场中不同主体行为的差异。大宗商品金融化文献的价值判断相对折中,更多关注指数投资者加入后对大宗商品定价机制产生的影响和波动性、联动性、信息传导效率等方面造成的改变。资产证券化相关文献的研究焦点往往集中在某特定金融市场的某类具体衍生品,如作为资本品金融化典型代表的住房金融化。当然,资产证券化相关文献也对金融化经由影子银行等渠道造成的风险进行了批评。

实业部门的金融化文献则主要关注实业部门金融化与实业资本积累的关系以及企业金融化的驱动方式,而研究金融化对技术创新和固定资产收益率长期影响的文献在讨论实业部门金融化与资本积累关系时占据重要地位。典型的实业部门的金融化文献往往联系企业投融资相关理论,采用企业层面的微观数据刻画企业的行为决策。实业部门的金融化文献在实证过程中依赖以动态面板数据方法为主要代表的微观计量方法,更重视计量层面上的因果识别,而计量过程中的因果识别问题更是直接成为持有对立观点的文献在争论过程中讨论的首要问题。

(二) 文献之间的联系

当然,金融部门的膨胀、金融产品的衍生化、实业部门的金融化三类金融化现象之间不是彼此孤立的,这三个领域的文献相互之间同样存在着内在逻辑联系。

首先,金融部门的膨胀为金融产品衍生化奠定了基础。金融中介体系的规模扩张和技术发展推动了发达金融市场体系的出现,并为资产证券化和大宗商品金融化提供了基础设施。金融产品衍生化又反过来对金融部门的膨胀推波助澜,为庞大的金融中介提供了丰富的扩张途径。证券化推动了抵押贷款的不可持续增长,增加了信贷市场的波动性(Buchanan, 2017),使得银行体系的资产规模有能力迅速扩张。大宗商品金融化的过程是金融机构投资者投资标的范围扩大的过程,同样意味着金融部门加速膨胀。

其次,实业部门的金融化是金融部门膨胀在实业部门的延续。如果按照新古典综合学派的视角,实业部门金融化与金融部门膨胀可以理解为实业部门和金融部门的主体共同追求提高投融资效率和短期效益的过程,但从长期来看是积聚金融风险的过程,即实业部门对于经济金融化趋势的跟随。如果按照西方马克思主义学派的理论,实业部门金融化与金融部门膨胀的本质问题都是生息资本的扩张过程。在金融资本对实业部门进行掠夺的过程中,实业部门内部催生出金融资本,加入金融资本总体分食实业资本所攫取剩余价值的“盛宴”中。

再次,在实业部门的金融化背景下,资本积累率和利润率的下降又会使金融部门加快膨胀。在实业资本获得利润前景萎靡不振的情况下,一方面,金融部门的资本利润率相对增高,金融行业的资本积累相对较快。另一方面,资本从实业产业中抽离、进入金融行业的现象越发明显,这一现象引发了中国学界、政界对于“脱实向虚”问题的担忧。

最后,金融产品的衍生品化为实业部门的金融化提供了便利条件,驱动了实业部门的金融化浪潮。衍生化的金融产品允许量身定做的特性以及其高杠杆的特点为实体企业在金融市场中开展投融资行为提供了良好的工具。可转债等金融衍生产品的逐渐兴起直接推动了实体企业向金融市场直接融资的行为;证券化浪潮兴起之后,风险与收益涵盖广泛的金融投资标的品类迅速丰富,在这一过程中金融产品的高流动性也推动了实体企业进行金融投资。反过来看,正是由于实业部门资金的

涌入以及实业部门对金融产品所提出的层出不穷的新需求,金融产品的衍生化才能发展得如此迅速。

(三)文献之间深层次的一致性

金融部门的膨胀、金融产品的衍生化、实业部门的金融化这三个层次的金融化学说的逻辑内核具有深层次的一致性。金融资本或生息资本、金融产品、实体企业的金融投资等概念,本质上都依附于创造信用的金融体系的价值交换方式。金融机构、实体企业等有能力进行信用创造的主体过度地进行信用创造,并通过信用创造的形式在金融体系内进行有利于该类主体本身的价值分配,这一过程逐渐脱离风险转移等风险管理范畴,使得金融体系与实体经济的矛盾与冲突越发尖锐,而“金融化”的问题也越发突出。

按照上述逻辑,这一“金融化”的本质在宏观经济层面的表现是金融部门的膨胀,以及在此过程中金融部门与金融资本对实业部门与实业资本利润(和剩余价值)的无情掠夺;在金融市场和金融产品层面的表现就是金融产品的衍生化,即基础资产之上构建了复杂庞大的信用关系,直至这一信用关系的影响力远超基础资产;在实业部门的典型表现就是企业通过金融投资等方式获取利润,同时为自己的主营业务创造信用支持乃至染上投资基金的色彩。

综上所述,虽然金融化各流派的研究逻辑存在明显差异,例如在研究主体、研究范式和价值判断等多个方面都存在明显不同,但是不同学说彼此之间形成了相互影响、相互促进和相互融合的发展趋势。因此,未来研究有必要在一个更具包容性的分析框架内阐释金融化的形成逻辑和影响机制等问题,从而为理解金融化的逻辑和推进金融化理念的正面应用提供更有说服力的基础。

参考文献:

- Aalbers, M. B. (2008), "The financialization of home and mortgage markets", *Competition and Change* 12(2):148-166.
- Aalbers, M. B. (2019), "Financialization", In: D. Richardson et al(eds), *The International Encyclopedia of Geography: People, the Earth, Environment, and Technology*, Oxford: Wiley.
- Adrian, T. & A. Ashcraft(2012), "Shadow banking regulation", *Annual Review of Financial Economics* 4(1):99-140.
- Aglietta, M. & A. Reberioux(2006), "Corporate governance adrift: A critique of shareholder value", *Journal of Economics* 88(3):307-311.
- Ait-Youcef, C. (2019), "How index investment impacts commodities: A story about the financialization of agricultural commodities", *Economic Modelling* 80(1):23-33.
- Alexiou, C. et al(2019), "The impact of institutional investors on firms' performance in the context of financialization", *International Journal of Finance and Economics*, forthcoming. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1790>.
- Ali, A. K. & S. Ozen(2014), "Macroeconomic and institutional determinants of financialisation of non-financial firms: Case study of Turkey", *Socio-Economic Review* 12(1):71-98.
- Allen, F. & X. Gu(2020), "Shadow banking in China compared to other countries", *Manchester School*, forthcoming. <https://doi.org/10.2469/faj.v69.n3.4>.
- Allen, F. et al(2019), "Entrusted loans: A close look at China's shadow banking system", *Journal of Financial Economics* 133(1):18-41.
- Ang, J. B. & J. B. Madsen(2012), "Risk capital, private credit, and innovative production", *Canadian Journal of Economics* 45(4):1608-1639.
- Arcand, J. L. et al(2015), "Too much finance?", *Journal of Economic Growth* 20(2):105-148.
- Arrighi, G. (1994), *The Long Twentieth Century: Money, Power and the Origins of Our Times*, New York: Verso.
- Baran, P. A. & P. M. Sweezy(1966), *Monopoly Capital*, Monthly Review Press.
- Barradas, R. et al(2018), "Financialization in the European periphery and the sovereign debt crisis: The Portuguese case", *Journal of Economic Issues* 52(4):1056-1083.
- Basak, S. & A. Pavlova(2016), "A model of financialization of commodities", *Journal of Finance* 71(4):1511-1556.
- Beck, T. & A. Demircuc-Kunt(2005), "Financial and legal constraints to growth: Does firm size matter?", *Journal of Finance* 60(1):137-177.

- Bonizzi, B. (2013), “Financialization in developing and emerging countries: A survey”, *International Journal of Political Economy* 4(4):83–107.
- Brandt, L. & X. Zhu(2000), “Redistribution in a decentralized economy: Growth and inflation in China under reform”, *Journal of Political Economy* 108(2):422–451.
- Bryan, D. et al(2009), “Financialization and Marx: Giving labor and capital a financial makeover”, *Review of Radical Political Economics* 41(4):458–472.
- Buchanan, B. G. (2017), “The way we live now: Financialization and securitization”, *Research in International Business and Finance* 39(1):663–677.
- Casassus, J. & P. Collin-Dufresne(2005), “Stochastic convenience yield implied from commodity futures and interest rates”, *Journal of Finance* 60(5):2283–2331.
- Caverzasi, E. et al(2019), “Shadow banking and the financial side of financialisation”, *Cambridge Journal of Economics* 43(4):1029–1051.
- Cecchetti, S. G. & E. Kharroubi(2012), “Reassessing the impact of finance on growth”, BIS Working Paper, No. 381.
- Chen, K. et al(2018), “The nexus of monetary policy and shadow banking in China”, *American Economic Review* 108(12):3891–3936.
- Cheng, I. & W. Xiong(2014), “Financialization of commodity markets”, *Annual Review of Financial Economics* 6(1):419–441.
- Correa, E. et al(2012), “Financialization in Mexico: Trajectory and limits”, *Journal of Post Keynesian Economics* 35(2):255–275.
- Crotty, J. & G. Epstein(2009), “Avoiding another meltdown”, *Challenge* 52(1):5–26.
- Dallery, T. (2009), “Post-Keynesian theories of the firm under financialization”, *Review of Radical Political Economics* 41(4):492–515.
- Davis, G. F. & S. Kim(2015), “Financialization of the economy”, *Annual Review of Sociology* 41(1):203–221.
- Davis, L. E. (2018), “Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States”, *Metroeconomica* 69(1):270–307.
- Demir, F. (2009), “Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets”, *Journal of Development Economics* 88(1):314–324.
- Do, Q. T. & A. A. Levchenko(2007), “Comparative advantage, demand for external finance, and financial development”, *Journal of Financial Economics* 86(3):796–834.
- Epstein, G. & A. Jayadev(2005), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar.
- Epstein, G. & J. Heintz(2006), “Monetary policy and financial sector reform for employment creation and poverty reduction in Ghana”, PERI Working Papers, No. 97.
- Erb, C. B. & C. R. Harvey(2006), “The strategic and tactical value of commodity futures”, *Financial Analysts Journal* 62(2):69–97.
- Fine, B. (2013), “Financialization from a Marxist perspective”, *International Journal of Political Economy* 42(4):47–66.
- Frankel, J. (2006), “The effect of monetary policy on real commodity prices”, NBER Working Paper, No. 12713.
- Gennaioli, N. et al(2013), “A model of shadow banking”, *Journal of Finance* 68(4):1331–1363.
- Giron, A. & A. Chapoy(2012), “Securitization and financialization”, *Journal of Post Keynesian Economics* 35(2):171–186.
- Goldsmith, R. W. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press.
- Gorton, G. & A. Metrick(2012), “Securitized banking and the run on repo”, *Journal of Financial Economics* 104(3):425–451.
- Gorton, G. B. (2010), *Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007*, Oxford University Press.
- Gruber, J. & R. Vigfusson(2018), “Interest rates and the volatility and correlation of commodity prices”, *Macroeconomic Dynamics* 22(3):600–619.
- Hachem, K. & Z. Song(2017), “Liquidity rules and credit booms”, NBER Working Paper, No. 21880.

- Hachem, K. (2018), "Shadow banking in China", *Annual Review of Financial Economics* 10(1):287—308.
- Hall, B. H. & J. Lerner(2009), "The financing of R&D and innovation", NBER Working Paper, No. 15323.
- Hein, E. & T. Van Treeck(2010), "Financialisation in post-Keynesian models of distribution and growth: A systematic review", In: M. Setterfield(ed), *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*, Edward Elgar.
- Hu, C. H. & W. Xiong(2013), "Are commodity futures prices barometers of the global economy?", NBER Working Paper, No. 19706.
- Hudson, M. (2010), "From Marx to Goldman Sachs: The fictions of fictitious capital, and the financialization of industry", *Critique* 38(3):419—444.
- Jiang, G. et al(2010), "Tunneling through intercorporate loans: The China experience", *Journal of Financial Economics* 98(1):1—20.
- Kaltenbrunner, A. & J. P. Paineira(2018), "Subordinated financial integration and financialisation in emerging capitalist economies: The Brazilian experience", *New Political Economy* 23(3):290—313.
- Karwowski, E. & E. Stockhammer(2017), "Financialisation in emerging economies: A systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies", *Economic and Political Studies* 5(1):60—86.
- Kliman, A. & S. D. Williams(2015), "Why 'financialisation' hasn't depressed US productive investment", *Cambridge Journal of Economics* 39(1):67—92.
- Krippner, G. R. (2005), "The financialization of the American economy", *Socio-Economic Review* 3(2):173—208.
- Lagoarde-Segot, T. (2017), "Financialization: Towards a new research agenda", *International Review of Financial Analysis* 51(1):113—123.
- Lapavistas, C. & J. Powell(2013), "Financialisation varied: A comparative analysis of advanced economies", *Cambridge Journal of Regions Economy and Society* 6(3):359—379.
- Law, S. H. & N. Singh(2014), "Does too much finance harm economic growth?", *Journal of Banking & Finance* 41(1):36—44.
- Lazonick, W. & M. O'Sullivan(2000), "Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance", *Economy and Society* 29(1):13—35.
- Lee, Y. S. et al(2020), "Financialization and innovation short-termism in OECD countries", *Review of Radical Political Economics* 52(2):259—286.
- Levine, R. (2005), "Finance and growth: Theory and evidence", In: P. Aghion & S. N. Durlauf (eds), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier.
- Levitin, A. J. & S. M. Wachter(2011), "Explaining the housing bubble", *Georgetown Law Journal* 100(4):1177—1258.
- Mader, P. et al(2019), "Financialization: An introduction", In: P. Mader et al(eds), *Routledge International Handbook of Financialization*, Routledge.
- Mayer, J. (2008), "The financialization of commodity markets and commodity price volatility", *The Financial and Economic Crisis of 2008—2009 and Developing Countries*, Geneva: United Nation Publication.
- McKinnon, R. I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington: Brookings Institution Press.
- Minsky, H. P. (1995), "Longer waves in financial relations: Financial factors in the more severe depressions II", *Journal of Economic Issues* 29(1):83—96.
- Mishkin, F. S. (2009), "Globalization and financial development", *Journal of Development Economics* 89(2):164—169.
- Nanda, R. & M. Rhodes-Kropf(2016), "Financing risk and innovation", *Management Science* 63(4):901—918.
- Orhangazi, Ö. (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):863—886.
- Palley, T. I. (2010), "The economies of deleveraging: The aftermath of financialization", *Intervention* 7(2):401—413.
- Palley, T. I. (2013), *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*, Palgrave Macmillan.
- Philippon, T. (2016), "The fin-tech opportunity", NBER Working Paper, No. 22476.
- Pozsar, Z. et al(2013), "Shadow banking", *Economic Policy Review* 19(2):1—16.
- Rajan, R. G. & L. Zingales(1998), "Financial dependence and growth", *American Economic Review* 88(3):559—586.
- Sarcinelli, M. (1988), "Liberalization and integration of financial markets", *Review of Economic Conditions in Italy* 3(1):283—301.

- Shaw, E. S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press.
- Smart, A. & J. Lee(2003), “Financialization and the role of real estate in Hong Kong’s regime of accumulation”, *Economic Geography* 79(2):153–171.
- Sockin, M. & W. Xiong(2015), “Informational frictions and commodity markets”, *Journal of Finance* 70(5):2063–2098.
- Stein, J. C. (2010), “Securitization, shadow banking, and financial fragility”, *Daedalus* 139(4): 41–51.
- Stockhammer, E. & L. Grafl(2010), “Financial uncertainty and business investment”, *Review of Political Economy* 22(4):551–568.
- Stockhammer, E. (2004), “Financialization and the slowdown of accumulation”, *Cambridge Journal of Economics* 28(5):719–741.
- Stockhammer, E. (2013), “The Euro crisis and contradictions of Neoliberalism in Europe”, Economics Discussion Papers 2013(2), Kingston University, London.
- Sweezy, P. M. (1997), “More (or less) on globalization”, *Monthly Review* 49(4):1–4.
- Theurillat, T. et al(2010), “Property sector financialization: The case of Swiss pension funds (1992–2005)”, *European Planning Studies* 18(2):189–212.
- Tori, D. & O. Onaran(2018), “The effects of financialization on investment: Evidence from firm-level data for the UK”, *Cambridge Journal of Economics* 42(5):1393–1416.
- Van der Zwan, N. (2014), “Making sense of financialization”, *Socio-Economic Review* 12(1):99–129.
- Van Treeck, T. (2009), “The political economy debate on ‘financialization’: A macroeconomic perspective”, *Review of International Political Economy* 6(5):907–944.
- Wang, H. et al(2019), “Shadow banking: China’s dual-track interest rate liberalization”, SSRN Working Paper, No. 260681.
- Zhang, C. & N. Zheng(2020), “The financial investment decision of non-financial firms in China”, *North American Journal of Economics and Finance* 53(1):1–22.

Recent Development of Financialization Theory

ZHANG Chengsi JIA Xiangfu TANG Huoqing
(Renmin University of China, Beijing, China)

Abstract: Since the new century, the mainstream literature of financialization theory has made a series of new progress. This paper focuses on the literature development in the last 10–15 years, systematizes the development context and research progress of financialization theory, and classifies the frontier literature into three categories: the expansion of the financial sector, the derivatization of financial products and the financialization of the industrial sector. Neoclassical economics schools and Western Marxist political economy schools in the literature on the expansion of the financial sector have criticized financialization from the perspective of phenomena and consequences. The literature of derivative financial products focuses on exploring the mechanism of micro subjects participating in the securitization of financial products. The literature on the financialization of the industrial sector focuses on the driving mechanism of the financialization of the industrial sector. There are obvious differences among the three types of literature, but there are also inherent logical connections. This paper provides a foundation for further understanding the connotation of financialization theory and advances in foreign research.

Keywords: Financialization; Financial Sector; Derivatization; Entity Enterprise

(责任编辑:刘洪愧)

(校对:李仁贵)