

# 中国经济的金融化趋势\*

张成思 贾翔夫

(中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心, 北京 100872)

**[摘要]** 中国经济运行中出现了金融化趋势。作为最大的发展中国家, 中国在过去几十年经历了经济和金融的全面发展。通过分析中国泛金融业扩张的典型事实, 从非金融企业通过金融渠道获利和持有金融资产的视角研究金融化在微观层面的发展趋势; 提出一些非金融层面的间接金融化指标, 如金融从业考试的报名人数、学术期刊中对金融化词汇的引用频率等, 从侧面反映经济金融化的趋势。研究表明: 宏观层面, 中国金融行业存在较为明显的金融化趋势, 具体表现为泛金融行业利润占比大幅上升; 从企业财务数据的微观层面看, 相较于传统的生产活动, 非金融企业金融投资活动的利润占比持续上升, 金融资产占总资产的比重也在近20年呈现出震荡上升的趋势; 此外, 无论是金融相关考试的报名人数, 还是学术期刊对金融化关键词的关注度, 都反映出金融重要性的提升。当前, 中国经济的金融化趋势仍在持续, 金融也表现出“脱实向虚”的特征。中国经济金融化典型事实, 从宏观和微观视角反映了经济金融化的现状、特征和趋势, 应加强宏观、微观经济政策制定的协调和配合, 防止过度金融化对实体经济和金融系统可能造成的危害。

**[关键词]** 金融化趋势 泛金融业 非金融企业 脱实向虚

**[中图分类号]** F83

**[文献标识码]** A

**[文章编号]** 2096-983X(2021)05-0014-11

## 一、引言

随着现代经济的高速发展, 金融业成为经济全球化背景下的标志性产业。无论是财经新闻对上市公司经营状况的相关报道, 还是股票市场在市场经济中发挥的“晴雨表”作用, 均体现了金融行业的重要性。经过四十余年的改革开放进程, 中国的金融结构日趋丰富, 金融创新的脚步也逐渐加快。和上世纪相比, 我国金融产品的数量和种类均得到大幅提升, 市场

主体对金融产品和金融工具的理解也更加深入, 金融成为其核心竞争力的组成部分。当前, 新的业种以及业态层出不穷, 金融也被注入新的活力。

金融重要性提升对经济社会影响力逐渐增强的现象被称作“经济金融化”, 目前已有文献对经济金融化现象进行讨论。Froud<sup>[1]</sup>采用金融化描述公司治理中股东价值上升的现象, Phillips<sup>[2]</sup>则将金融化描述为资本市场相对于银行体系的重要性增强, 突出了直接融资占比

收稿日期: 2020-11-05; 修回日期: 2021-03-17

\*基金项目: 中国人民大学科学研究基金资助项目(中央高校基本科研业务费专项资金资助项目)(17XN1G01)

作者简介: 张成思, 中国人民大学财政金融学院副院长, 教育部长江学者特聘教授, 博士研究生导师, 主要从事货币政策及经济金融化理论研究; 贾翔夫, 中国人民大学财政金融学院博士研究生, 主要从事经济金融化研究。

上升的趋势。产品层面,金融化还被用来描述新金融工具的出现和其带来的金融交易的爆发<sup>[3]</sup>。Epstein<sup>[4]</sup>将金融化定义为:“经济运行过程中国际和国内层面金融市场、金融行为、金融机构和金融从业者及其所治理机构的重要性逐渐增强”,这一定义受到后续研究的广泛接受。部分学者从金融和实体经济关系的视角探讨金融化现象,如Foster<sup>[5]</sup>认为在经济金融化的背景下金融市场被赋予过多的重要性,而生产部门却没有得到足够的重视。也有文献研究金融化与资本积累速度下降之间的关系,认为金融化是资本积累速度下降的结果<sup>[6-8]</sup>。还有研究聚焦企业的微观视角,发现金融投资短周期、高回报的特点导致企业逐渐将生产性投资转化为金融投资,金融投资占GDP的比重逐渐提升,这对就业产生了负面影响<sup>[9]</sup>。在已有文献的基础上,本文从金融行业占比上升和重要性增强的角度探讨中国经济的金融化趋势。

当前,有关经济金融化的研究成果主要聚焦发达国家的经济金融化现象。随着对外开放进程的逐步深入,发展中国家也出现了一系列经济金融化现象。有研究从发展中国家的宏观基本面出发,发现收益高、期限短的金融投资和金融投资者获取投资收益的压力导致发展中国家减少了生产性投资,进而使其制造业的产出份额下降<sup>[10]</sup>。也有研究从发展中国家产业结构的变迁发现资源密集型行业的增长以劳动密集型行业下降为代价,这对就业和工资都有负面影响,资本所有者并不需要对生产性投资进行转型升级就可以获得更高的回报,金融化成为了经济结构转型的障碍<sup>[11]</sup>。我国作为最大的发展中国家,近年来在金融发展过程中出现了一系列变化,比如金融行业的快速扩张、金融市场的大幅膨胀和金融工具的推陈出新等。在就业领域,金融行业的高收入也吸引了大量人才,这虽然可以促进金融市场发展和资源的优化配置,但人才的聚集也会导致金融行业的人才过剩和

传统生产性行业人才稀缺的问题,不利于经济的可持续发展。因此,有必要对我国的经济金融化趋势加以研究,以期厘清金融化现象的典型事实和发展规律,从中得到适合我国实际情况的解决方案,并提出相应的政策建议。

## 二、中国泛金融行业的扩张:典型事实

20世纪70年代以来,金融市场在第三次科技革命和金融去监管的背景下得到了快速发展,以美国为代表的发达经济体将房地产业这一金融属性很强的行业同金融业、保险业一起统称为泛金融行业。Foster<sup>[12]</sup>的研究指出,美国的金融行业在国内生产总值、就业和利润等三方面变得越来越重要。1950年时,美国金融行业GDP占美国国内生产总值的比重为2.8%,这一比重在1980年时上升为4.9%,而在2006年又快速增长至8.3%<sup>[13]</sup>。与之形成鲜明对比的是,传统的制造业对美国GDP的贡献率在1950年为30%,这一数据在2010年下降为10%。很明显,经济活动的重心正在由工业部门逐渐转向金融部门,这正如19世纪工业部门替代农业部门成为美国国民经济的支柱<sup>[14]</sup>。

对比西方发达国家的发展历程,我国也出现了类似的经济金融化现象。计划经济时代,银行业是中国金融行业中流砥柱,也是最典型的代表之一。改革开放以来,伴随着金融行业的创新和发展,金融的内涵和外延也得到不断丰富。除传统的银行业、证券业、保险业外,信托、金融租赁、期货等多种业态也在逐渐重构金融生态。根据我国《国民经济行业分类》,本文将金融业和房地产业统称为泛金融业<sup>①</sup>,而泛金融业的金融化主要由金融行业相对于非金融行业的膨胀体现。张成思和张步昙<sup>[15]</sup>指出,和美国一样,中国经济也经历了金融化现象,而且金融行业的膨胀在中国表现得比美国更加

①文中的泛金融行业包括金融业和房地产行业,将这两个行业作为一个整体考虑。

明显。特别是Luo和Zhu<sup>[6]</sup>发现中国金融企业的利润率显著高于美国的金融企业，作者计算了中国A股上市公司中金融企业的净利润占比，发现从2000年到2009年，这一比例从7.4%上升到49.3%，这一数据表明利润正越来越多的从金融部门获取。过多的利润集中于金融部门不利于经济的可持续发展，然而我国金融部门的规模仍在持续扩大。

传统的经济研究范式通常采用产出分析，其聚焦就业和产出数据并分析经济的长周期变化，但这些数据对于金融相关行业的研究会存在一定的偏差。由于金融行业不是劳动密集型行业，金融产品也并不体现在国民经济账户中，所以分析金融行业的视角应当与传统分析方法相结合并加以改进。采用就业和产出分析以及利润分析方法研究经济中的长周期变化，并将以上方法加以对比，对得到更有意义的结论十分必要。

**(一) 泛金融行业的扩张：就业和产出分析**

图1展示了2004年—2020年中国制造业、服务业（除金融和房地产）和泛金融业的GDP<sup>①</sup>占比，采用增加值（现价）计算。可以看出泛金融业的GDP贡献从2004年的10%左右稳步增长至2020年的16%左右，服务业（除金融和房地产业）的GDP贡献从2004年的33%上升至2020年的39%，而制造业的GDP贡献则从2004年33%下降至2020年的26%。

产出数据表明，2000年初以来，我国经济结构经历了行业调整，具体表现为服务业占比的上升和制造业占比的下降，这与我国加入WTO、全球金融危机和扩大内需等内外部经济环境均相关。虽然服务业和泛金融业的产出占比均上升，但仅通过产出分析无法得出泛金融业快速扩张的结论，因此还需通过其他层面的数据加以佐证。

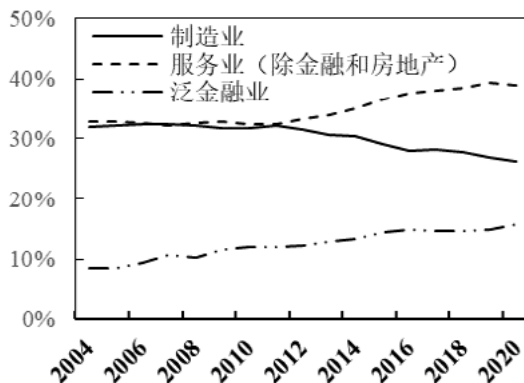


图1 中国制造业、服务业（除金融和房地产）和泛金融业占GDP比重（%）

数据来源：国家统计局，作者整理

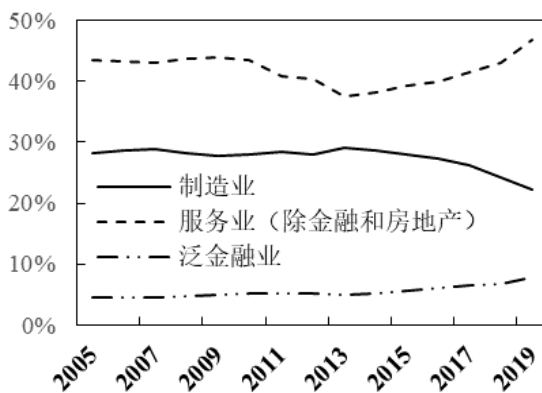


图2 中国制造业、服务业（除金融和房地产）和泛金融业的城镇就业占比（%）

数据来源：国家统计局，作者整理

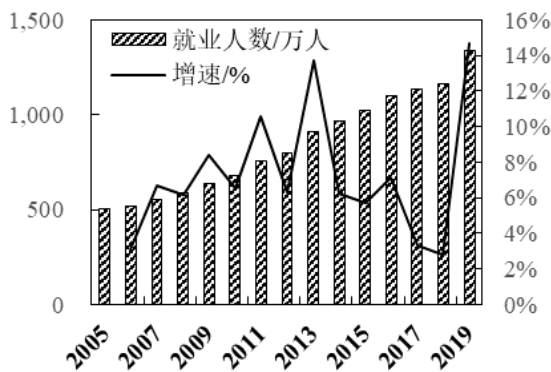


图3 中国泛金融业就业人数及增速

数据来源：国家统计局，作者整理

①计算经济总产出有两种方法，即国民生产总值（GNP）和国内生产总值（GDP）。国民生产总值中包括中国居民的经济活动所获得的产出，无论经济活动发生在境内还是境外；国内生产总值中包括发生在中国领土的所有经济活动获得的产出，无论经济活动的主体属于中国还是外国。本文对经济产出分析采用国内生产总值进行，描述过去十年经济变化的证据之一，就是不同行业对GDP贡献的变化。

在讨论经济是否发生基础性变化时常采用就业层面数据。制造业、服务业和泛金融业这三大行业是吸纳就业的重要行业,但过去的15年间,这三个行业的就业占比出现了趋势性变化。图2展示了2005年—2019年制造业、服务业和泛金融业的城镇就业占比,可以看出,制造业的就业占比出现了较大幅度的下降,而泛金融业的就业占比保持较为稳定的增长。仅从就业数据看,经济的金融化趋势并不明显,因为和制造业等劳动密集型行业不同,泛金融业并不能提供大量的就业机会,就业数据的变化并不十分明显。因此,仅从就业数据无法得到经济金融化现象的有效证据。

图3为中国泛金融行业的就业人数及增速情况。2005年—2019年,我国泛金融行业的就业人数始终保持正增长,在2019年超过了1300万。从增长速度看,2006年开始,泛金融行业的就业人数增速始终保持震荡增加的趋势,2013

年同比增速达到了13.7%,这一趋势在2014年出现转折(这一年份刚好是我国房地产行业出现大量泡沫的年份),泛金融行业的就业人数增速下降。2019年,泛金融行业占我国城镇就业总人数的比例为7.8%,这表明泛金融业仍然不是一个劳动密集型行业,这是因为金融行业本质上是一个资本密集型行业,吸纳就业的总量和增长能力均有限。

泛金融行业的收入较高,这是吸引劳动力的主要因素之一。从国家统计局的调查数据可以看出,近5年来金融行业的城镇就业人员年度平均工资均超过11万元/年,且在2019年接近13万元/年,仅次于信息传输、计算机和软件业以及科学研究、技术服务业和地质勘察业,位列所有行业的第3名。房地产业的工资排名在各行业中处于中游,如2019年房地产业的城镇就业人员年度工资平均为7.9万元/年,在19个行业中排名第9位。

表1 近5年中国各行业城镇就业人员年度平均工资<sup>①</sup>

行业\年份	2015	2016	2017	2018	2019
农林牧渔业	31950	33514	37193	37177	39906
采矿业	60797	61888	70457	82363	92147
制造业	55915	59440	64158	72721	78803
电力、煤气及水的生产和供应业	79225	83480	90361	100328	108012
建筑业	48710	51269	54040	58835	63562
批发和零售业	60279	64928	70955	80514	89178
交通运输、仓储和邮政业	69031	73440	80034	88807	97044
住宿和餐饮业	40925	43304	45577	47915	50165
信息传输、计算机服务和软件业	111833	121719	131472	146234	159934
金融业	110905	113609	120427	127375	129667
房地产业	59736	64909	68779	75274	79517
租赁和商务服务业	71721	75846	79908	84100	86727
科学研究、技术服务业和地质勘察业	89282	96218	106839	122594	132171
水利、环境和公共设施管理业	43086	47411	51929	55882	61002
居民服务和其他服务业	44704	47454	49898	54753	60251
教育	66181	73948	82781	91774	96607
卫生、社会保障和社会福利业	70592	78727	88326	97085	107460
文化、体育和娱乐业	72843	79867	88035	98966	107745
公共管理和社会组织	61921	70472	79703	87390	93733

数据来源:国家统计局,作者整理

①采用城镇就业人员工资总额除以城镇就业人数计算。

### (二) 泛金融行业的扩张: 利润分析

相比于就业和产出数据, 利润数据的波动更大, 也更能反映各行业之间的结构性变化。图4展示了中国制造业、服务业(除金融和房地产,下同)和泛金融业的上市公司在1993年—2019年间的利润占比变动情况, 利润数据采用上市公司财务报表中的“归属母公司股东的净利润”科目计算。1993年, 制造业企业在我国上市公司中占据重要地位, 制造业利润占上市公司总利润的比例接近50%, 而服务业和泛金融业的利润占比为20%左右。2001年, 我国加入世界贸易组织, 积极参与贸易和金融全球化进程, 泛金融业得到快速发展, 这也伴随着泛金融行业利润占比的上升。2003年, 泛金融业上市公司利润占比首次超过制造业, 且差距在此后日趋扩大, 而制造业和服务业的利润占比波动较小。2008年全球金融危机爆发后, 泛金融业利润增长速度有所放缓, 但在2011年后继续快速上升。2015年, 中国在供给侧结构性改革中提出了“三去一降一补”的经济政策, 在防范化解系统性金融风险的政策总基调下, 泛金融业的利润占比有所下降, 2017年后又有所回升, 总体在60%附近波动。总体来看, 上述三个行业在过去十几年间的利润变化反映了泛金融业的快速扩张, 泛金融业利润占比上升的现象也符合“利润越来越多地从金融渠道而非生产渠道积累”这一经济金融化的定义。

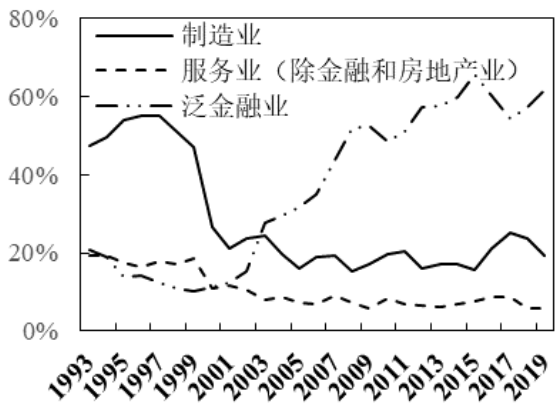


图4 中国制造业、服务业(除金融和房地产业)和泛金融业上市公司利润占比

数据来源: 上市公司年报, 作者整理

### (三) 中国金融部门的膨胀

除生产部门的金融化外, 家庭部门的数据也可以证实经济金融化的趋势。特别值得一提的是, 家庭部门的金融资产持有量和金融债务在近年来得到快速增长。一方面, 家庭部门持有的金融资产比例在上升, 其主要原因是居民越来越多的购买股票和基金<sup>[17]</sup>; 中国居民的金融资产主要是占比超过50%的银行存款, 而其他金融资产在近几年占有越来越高的比例。另一方面, 由于泛金融部门的高速发展, 以商业银行为代表的金融机构开始将其贷款转移到家庭部门, 比如目前很流行的消费贷款。很多研究表明发展中国家的银行部门开始将借贷业务转向家庭部门, 这也导致了居民金融负债的增长<sup>[18]</sup>。金融资产和金融负债的增长可以被看作是泛金融行业的膨胀, 这也强调了泛金融行业金融化对整个经济产生的重要影响。

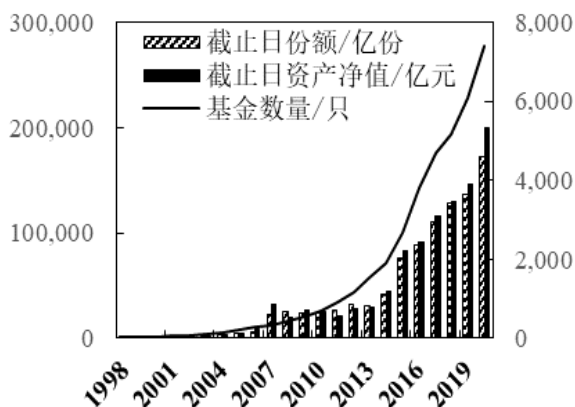


图5 以份额数和净资产表示的基金规模增长情况

数据来源: 中国证券投资基金业协会, 作者整理

随着人们财富的增加, 资产保值增值的愿望也与日俱增, 资产管理行业的重要程度凸显, 证券投资基金发展迅速。对居民而言, 金融消费占总消费的比重也在日益上升。中国第一批基金公司(包括国泰基金和南方基金)成立于1998年, 经过30余年的发展, 国内已拥有超过100家公募基金和超过17000家私募基金。图5为公募基金的总数量、份额数和净资产规模,

可以看出,2007年以前,无论是基金的资产净值还是基金数量均保持较小的规模,而在2007年以后,公募基金的整体规模快速增长,特别是2016年以后,我国基金市场迎来了快速发展的时期,在2017年首次实现基金资产净值突破10万亿元。到2020年,我国已有7403只公募基金,净资产已达到20.7万亿元。

证券化率也是衡量我国经济金融化程度的重要总量指标,20世纪90年代以来,我国的股票市场、债券市场和共同基金市场均经历了长足的发展,各类金融资产的规模也在扩张。本文采用股票、债券和共同基金的总市值衡量证券化的金融资产的总量,采用金融资产总量和国内生产总值的比值计算证券化率。从图6中可以看出,2003年以来,我国的各类金融资产及证券化率呈现明显的阶段性特征。2003年—2007年,我国股票市场快速发展,股票市值从2003年底的4.2万亿元上升至2007年底的32.7万亿元,证券化率也随着股票市场的快速发展而快速上升,从2003年的58.9%上升至2007年的178.6%。2007年—2013年,我国股票市场经历调整,债券市场稳定发展,债券市值从2003年底的3.7万亿元上升至2013年底的25.0万亿元,这一时期的证券化率稳中有降,从2008年的94.4%下降为2013年的87.4%。2013年—2020年,股票、债券和基金市场均保持快速发展,其对应的总市值也在不断上升。2020年底,我国股票、债券和共同基金的市值分别为79.9万亿元、77.6万亿元和20.0万亿元,总和为177.5万亿元,同年的国内生产总值为101.6万亿元,证券化率达到174.7%,几乎与2007年相同。

纵观我国股票市场、债券市场和基金市场的发展情况,我国经济的总体金融化程度在近年来,特别是2014年以来得到稳定发展,这不但表现为证券化率的上升,金融基础设施对实体经济的支持程度也得到提升。

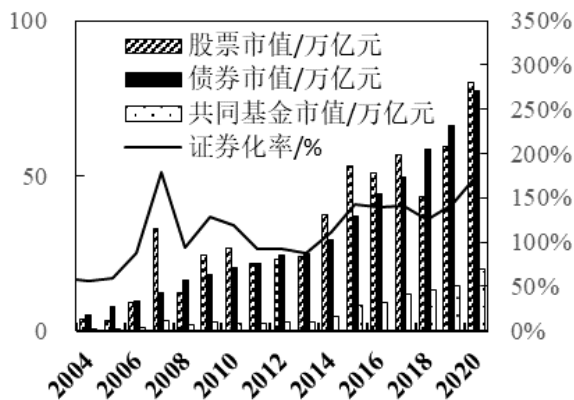


图6 我国股票、债券和基金总市值及证券化率<sup>①</sup>

数据来源: Wind金融终端<sup>②</sup>, 作者整理

### 三、中国传统行业的结构性变化: 非金融企业金融化

经济的金融化还包括非金融企业行为的变化。2007年美国的经济危机已得到深入的研究和讨论。尽管金融危机的成因有很多种说法,经济的金融化和虚拟化导致美国经济出现风险并成为经济危机的主要成因。非金融企业的金融投资行为导致企业的利润渠道得以扩大,但过度的金融化导致资源紧缺,最终导致生产性投资不足并限制了实体经济的发展<sup>[7]</sup>。Crotty<sup>[8]</sup>发现,产品市场和金融市场的变化和管理层的激励机制导致非金融企业现金流快速流向金融领域。

#### (一) 非金融企业金融渠道利润占比

正如引言部分所提到,已有研究使用金融化指现代经济中金融重要性的提升。本文尝试采用Arrighi<sup>[19]</sup>给出的金融化定义,即利润越来越多地从金融渠道,而不是生产性渠道获取。这样定义后可采用统计局的公开数据定量研究我国的经济金融化程度。数据处理方面,本文借鉴Krippner<sup>[14]</sup>的方法,采用企业利润的分析方法着重对比企业金融投资获得的利润和生产经营活动的相对关系。

① 证券化率=(股票总市值+债券总市值+共同基金总市值)/GDP总量。

② 股票市值数据来源为沪、深证券交易所,债券市值数据来源为中债估值中心,共同基金市值来源为中国证券投资基金业协会。

根据上述定义,非金融企业金融化指标可采用非金融企业通过投资渠道获取利润占生产经营活动现金流的比例计算,即该指标的分子为非金融企业的投资性收益,而分母为非金融企业的经营活动现金流。实际上,上述比例指标反映了非金融企业通过金融渠道获取的利润和通过生产性活动获取利润的相对大小。

图7展示了2000年—2019年我国非金融企业的金融化程度,采用三年移动平均降低数据的波动性。

从图7中可以看出,2000年—2005年,我国非金融企业的金融化程度稳中有降;2005年—2008年,非金融企业的金融化程度有较大提升,而在2008年—2010年又保持平稳;2010年以后,非金融企业金融化程度继续上升,企业投资性收益占经营活动产生的现金流量净额的比例从2010年的7.5%上升至2019年的11.9%。总体而言,非金融企业在近10年来出现了明显的金融化趋势,且这种趋势仍在持续。

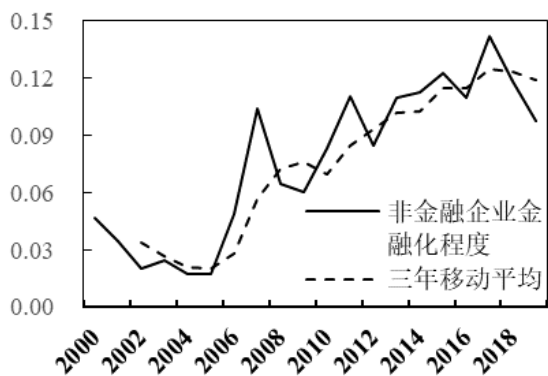


图7 中国非金融企业投资性收益占现金流的比例<sup>①</sup>

数据来源:上市公司年报,作者计算

(二)非金融企业持有金融资产占比

加入非金融企业金融资产持有情况并作为非金融企业金融化的另外一个指标。本文参考张成思和张步昙<sup>[15]</sup>的计算方法,采用以下公式计算金融资产:

金融资产=货币资金+持有至到期投资+交易性金融资产+投资性房地产+可供出售金融资产+应收股利+应收利息+长期股权投资

在计算金融资产后,采用金融资产除以总资产(财务报表中的资产总计科目)即可以得到金融资产的占比情况。

从图8中可以看出,2000年—2019年,我国非金融企业金融资产占比呈现出四个较为明显的阶段:2000年—2006年,我国非金融上市公司金融资产持有量下降,这一阶段公司利润向好,融资较为便利,因此企业账面上并没有很强的动力持有过多金融资产;2006年—2011年,我国非金融上市公司金融资产持有量从2006年的0.17上升至2011年的0.19,这一阶段企业的现金流较为紧张,融资也变得更加困难;2011年—2015年,随着企业融资形势好转,企业的金融资产持有占比再次下降,从2011年的0.19下降为2015年的0.18;2015年—2019年,我国非金融上市公司金融资产持有量再次上升,从2015年的0.18上升为2019年的0.21,且达到了近20年来的最高值。从非金融企业金融资产占总资产的比例来看,我国非金融企业持有越来越多的金融资产,非金融企业的金融化趋势较为明显。

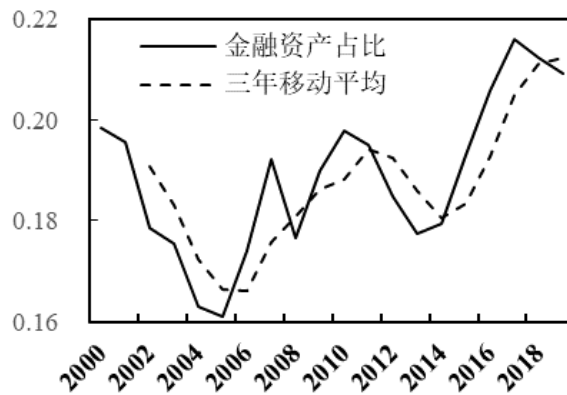


图8 中国非金融企业金融资产占总资产的比例 (%)

数据来源:上市公司年报,作者计算

①相关数据的选取方法和上市公司的剔除方法:时间为2000年至2019年,全部A股非金融企业,剔除ST。非金融企业金融投资的指标采用投资净收益(合并报表),非金融企业实业投资的指标:经营活动产生的现金流量。

## 四、反映中国经济金融化的其他指标

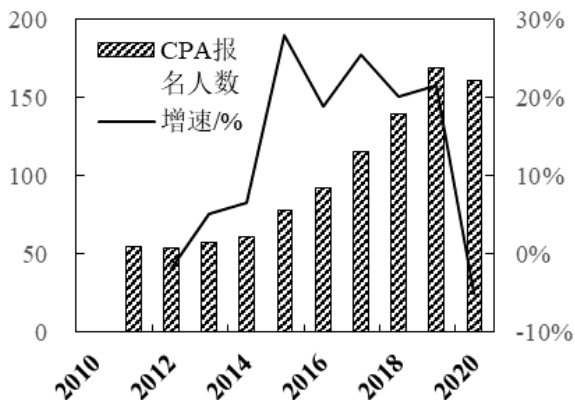
经济金融化不但是金融发展和金融深化的必然结果，也反映了居民、企业等市场主体对金融需求的增加。除上述宏观和微观数据外，还有一些非经济指标可以从侧面反映出经济金融化的趋势，这些指标并不出现在财务报表中，却真实展现了金融在经济社会和学术研究中重要性的提升。

### (一) 金融相关从业考试报名人数持续增长

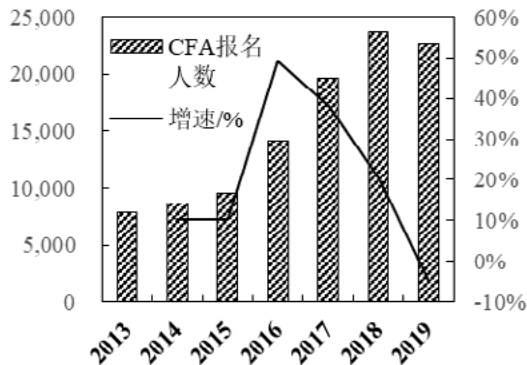
金融相关的从业考试是立志于从事金融相关工作所必须经历的重要知识和技能的认证，目前公认较为重要的考试包括注册会计师(CPA)和特许金融分析师(CFA)考试。

注册会计师考试是我国财政部为会计工作者设置的考试，2009年实施考试制度改革以来，注册会计师考试的报名人数逐年上升。图9(a)中为注册会计师考试的报名人数，可以看出报名人数呈现逐年增长的趋势，仅在2020年受疫情影响，注册会计师考试的报名人数稍有下降。

特许金融分析师考试的报名人数呈现出类似的趋势，如图9(b)所示。金融相关从业考试报名人数上升一方面客观说明金融人才的需求在增加，在总就业人数并非显著增加的前提下，数据也说明金融行业的竞争激烈程度在增加。



(a) CPA报名人数及其增速  
(2011—2020年)



(b) CFA考试报名人数及其增速  
(2013—2019年)

图9 报名参加金融相关从业考试的人数及增长情况

数据来源：中国注册会计师协会，CFA Institute，作者整理

### (二) 学术界对“金融化”相关词汇引用频率日益上升

金融化在学术领域也越来越成为热点。本文将金融相关的关键词(“金融发展”、“金融危机”和“金融化”)作为文献主题词在中国知网的当年文献中出现的频率列示于图10。

可以看出，上述三类关键词的引用情况出现了不同的规律。“金融发展”关键词近年来出现频率的增长较为稳定，从1993年的277次增长至2009年的4545次和2019年的7607次。

“金融危机”关键词则随着1997年亚洲金融危机和2008年全球金融危机的爆发表现出了两次大的增长。1993年，“金融危机”关键词的出现频率仅为88次，而到了1998年则上升为4951次，同比增长率达到1183%，2009年，“金融危机”关键词的出现频率为41814次，同比增长率达到542%。

考虑到学术期刊的发表周期，“金融危机”关键词出现的峰值较金融危机实际爆发的年份滞后1年左右。这也印证了学术期刊的引用频率的确反映出学术研究的热点及趋势。

与上述两个关键词均不同，“金融化”关键词的引用表现出两个不同的阶段。2007年以前，“金融化”关键词的引用频率较少，从1993



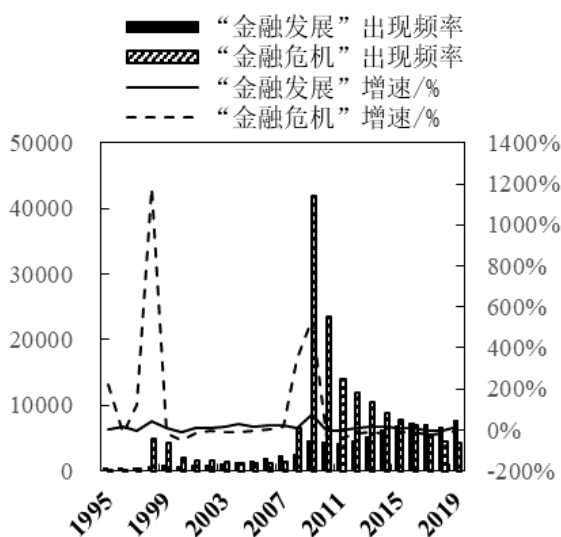
年的7次上升为2007年的57次。而在全球金融危机后,学界对金融化问题的关注度大幅上升,“金融化”关键词的引用频率也从2007年的57次逐渐增长为2019年的741次。学界对金融化关注程度的日益加深可以反映出产业界对金融化的关注程度也日益提升。学界对金融化问题的高度关注并不是偶然现象。与金融危机关注情况随金融危机爆发表现出短期内快速上升不同,对金融化问题的关注是一个持续增长的过程,这表明经济金融化已成为学界普遍认同且关注的话题。

### 五、经济金融化成因的理论解释

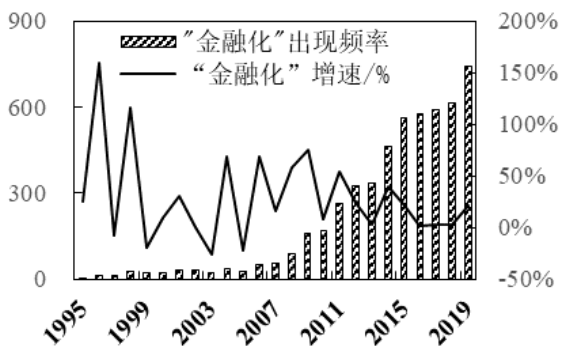
经济体系运行的特征变化可以有多个层面的刻画,比如全球化、新自由主义等。而采用金融化来描述经济中出现的新变化的原因是金融化可以解释经济中的一些新现象,而且有数据支持经济中越来越多的利润通过金融渠道获得。自2000年以来,我国泛金融行业的利润占比增长了约2倍,而非金融企业投资活动获利占经营性现金流的比重则上升3倍。也有相关学说从理论层面探讨经济金融化现象及其背后的原因,其中有代表性的包括食利阶层理论和股东价值论。

食利阶层理论探讨金融行业的膨胀和食利阶层财富和权力的增加。所谓食利阶层是指具有大量资本的一类人,他们将金融产品的利息作为主要的获利渠道,而金融产品的利润也是他们收入的主要来源。Crotty和Epstein<sup>[20]</sup>将食利阶层定义为一类通过持有金融资产而不是生产经营性资产获利的人。基于以上定义,Epstein<sup>[4]</sup>发现自1980年以来,经合组织国家的国民收入比例一直在上升,并使用金融企业利润、非金融企业和家庭的利息收入之和,计算了食利阶层获利占国民总收入的比重。也有研究发现食利阶层占国民收入比重越来越高的现象出现在20世纪初的金融化浪潮之中<sup>[21-22]</sup>。然而,从20世纪20年代的大萧条和战后的凯恩斯时代开始,各个国家的收入占比是下降的,直到20世纪80年代自由主义政策的出现。与此同时,Bonizzi (2013)<sup>[18]</sup>也指出由于短期金融投资的高回报率,越来越多的人拥有资本积累并成为食利阶层,最终导致收入差距拉大。

经济金融化也与股东价值增加有关。传统的企业决策理论认为由于股东的分散性,公司的治理权主要在公司管理层手中,他们的主要目标是增大企业的影响力进而长期占据市场份额。也就是说公司的最根本目标是获得增长,而获取利润是保持增长的重要手段<sup>[23]</sup>。然而,



(a) “金融发展”“金融危机”关键词在学术刊物出现频率及增速



(b) “金融化”关键词在学术刊物出现频率及增速

图10 各关键词在学术刊物出现频率及增速

数据来源:中国知网,作者整理

在20世纪70年代中期,代理成本理论盛行,股东权力革命在西方社会也愈发活跃。股东价值理论开始流行而且公司治理的核心从企业管理层转为公司拥有者。实际上,随着金融体系的进一步深化,资本越来越集中于金融行业,而机构投资者也越来越多地成为公司的大股东,这最终增加了他们对公司的控制力。

近年来,越来越多的文献从微观企业层面分析了金融化的逻辑,认为企业面临的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<sup>[15]</sup>。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<sup>[9]</sup>,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<sup>[24-25]</sup>。其他实证研究也表明在新兴市场国家,非金融企业从事金融业以应对高度不确定的宏观经济状况<sup>[26-27]</sup>。彭俞超等<sup>[28]</sup>也分析了经济政策不确定性对企业金融化的影响,发现了经济政策不确定性对企业实体投资的抑制作用。张成思<sup>[29]</sup>则对金融化的逻辑给出了宏微观三个层次的阐释。综合来看,食利阶层理论、股东价值理论和微观企业金融化理论均对现实中的经济金融化问题加以解释,这也从侧面反映出采用宏观、微观政策协调配合,缩小贫富差距,改善公司治理模式,引导企业资金“脱虚向实”的重要性。当然,究竟哪种理论机制更能解释中国经济的金融化趋势,可能还需要更多的实证研究来提供证据。

## 六、结论及政策建议

我国经济中出现的金融化趋势,具体表现为泛金融业的膨胀和非金融企业层面的结构性变化。本文进行了宏观层面的就业产出分析和利润分析以及微观层面的非金融企业财务数据

分析,还提出了一些非金融层面的间接金融化指标,如金融相关从业考试的报名人数、学术期刊中对金融化词汇的引用频率等,从侧面反映经济金融化的趋势。

研究结果表明:宏观层面,我国金融行业在近年来利润占比上升,经济出现较为明显的金融化趋势;微观层面,非金融企业的投资净收益占经营活动产生的现金流量净额的比例逐年上升,也表现出明显的金融化趋势,且这样的趋势仍在持续。为应对这种金融化趋势,应当协调好宏、微观经济政策,提出如下政策建议:

第一,应发展多层次资本市场,提高直接融资比例。目前,我国银行体系处于主导地位,证券市场发展较为缓慢。在金融体制改革过程中,应着力完善直接融资体系,提高直接融资占比。同时,应发展科创板市场,适度降低中小企业的进入门槛。此外,我国地方政府的融资应加以改革,做好资金运用等信息披露、同时着力完善预算软约束问题。此外,还应明确政府和市场的边界,充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。

第二,应开展结构性去杠杆。我国非金融企业杠杆率高,其中国有企业的债务占全体非金融企业债务的60%,且近年来杠杆率仍有上升趋势。应当清理僵尸企业,完善企业破产制度,推进竞争性领域改革,向民营资本开放部分领域,采用市场机制提升企业竞争力。在“去杠杆”方面,除合理控制债务规模外,还应增加产出,将经济高质量发展作为重要目标,做好经济结构的优化工作,并降低经济增长对投资活动的依赖。此外,还应通过提高技术水平和人力资本投入,提升研发的重要性,提高全要素生产率。

第三,应加强对系统性金融风险的监测。我国目前正在进行结构性转型,在当前外部环境不确定性增强的背景下,系统性风险积累更加隐蔽。因此应充分认识到系统性风险监测的重要性,从风险演变角度出发,结合时间和空间因素对系统性金融风险加以监测。对于国有

企业、非国有企业,金融企业、非金融企业等不同类别的企业分别采取不同的杠杆率标准加以监测。

### 参考文献

- [1]Froud J, Haslam C, Johal S, Williams K. Shareholder value and financialization: Consultancy promises, management moves [J]. *Economy and Society*, 2000 (29) : 80-110.
- [2]Phillips K. *Wealth and democracy: A political history of the American rich* [M]. New York: Broadway Books, 2002.
- [3]Phillips K. *Arrogant capital: Washington, Wall Street, and the frustration of American politics* [M]. Boston, Little, Brown & Company, 1994.
- [4]Epstein G A. *Financialization and the world economy* [M]. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2005.
- [5]Foster J. The financialization of accumulation [J]. *Monthly Review*, 2010, 62 (5) : 1-17.
- [6]Aglietta M, Breton R. Financial systems, corporate control and capital accumulation [J]. *Economy and Society*, 2001, 30 (4) : 433-466.
- [7]Stockhammer E. Financialization and the slowdown of accumulation [J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2004, 28 (5) : 719-741.
- [8]Crotty J. The Neoliberal Paradox: The impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the Neoliberal Era [J]. *The Review of Radical Political Economics*, 2003, 35 (3) : 271-279.
- [9]Demir F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets [J]. *Journal of Development Economics*, 2009, 88 (2) : 314-324.
- [10]Kalinowski T, Cho H. The political economy of financial integration in South Korea: States, big business, and foreign investors [J]. *Asian Survey* 2009, 49: 221-242.
- [11]Araujo E, Bruno M, Pimentel D. Financialization against industrialization: A regulationist approach of the Brazilian paradox [J]. *Revue de la Regulation - Capitalisme, Institutions, Pouvoirs*. 2012: 2-32.
- [12]Foster J. The financialization of capitalism [J]. *Monthly Review*, 2007, 58 (11) : 1-14.
- [13]Greenwood R, Scharfstein D. The growth of finance [J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2013, 27 (2) : 3-28.
- [14]Krippner G R. The financialization of the American economy [J]. *Socio-Economic Review*, 2005, 3 (2) : 173-208.
- [15]张成思, 张步昙.中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J].*经济研究*, 2016 (12) : 32-46.
- [16]Luo Y, Zhu F. Financialization of the economy and income inequality in China [J]. *Economic and Political Studies*, 2014, 2 (2) : 46-66.
- [17]Davis G F, Kim S. Financialization of the economy [J]. *Annual Review of Sociology*, 2015, 41 (1) : 203-221.
- [18]Bonizzi B. Financialization in developing and emerging countries: A survey [J]. *International Journal of Political Economy*, 2013, 42 (4) : 83-107.
- [19]Arrighi, G. *The long twentieth century: Money, power, and the origins of our times* [M]. London: Verso Press, 1994.
- [20]Crotty J, Epstein G. In defense of capital controls [J]. *Socialist Register*, 1996 (32) : 118-149.
- [21]Hobson J A. *Imperialism: A Study* [M]. Ann Arbor: University of Michigan Press, 1902.
- [22]Hilferding R. *Finance capital: A study in the latest phase of capitalist development* [M]. London: Routledge and Kegan Paul, 1910.
- [23]Lavoie M. *Foundations of post-keynesian economic analysis* [M]. MA: Edward Elgar Publishing, 1992.
- [24]张成思, 郑宁.中国非金融企业的金融投资行为影响机制研究[J].*世界经济*, 2018 (12) :3-24.
- [25]Zhang C, Zheng N. The financial investment decision of non-financial firms in China [J]. *North American Journal of Economics and Finance*, 2020, 53 (1) : 1-22.
- [26]Akkemik K A, Ozen S. Macroeconomic and institutional determinants of financialisation of non-financial firms: Case study of Turkey [J]. *Socio-Economic Review* 2014, 12 (1) : 71-98.
- [27]张成思, 刘贯春.中国实业部门投融资决策机制研究——基于经济政策不确定性和融资约束异质性视角[J]. *经济研究*, 2018 (12) : 51-67.
- [28]彭俞超, 韩珣, 李建军.经济政策不确定性与企业金融化[J]. *中国工业经济*, 2018 (1) : 137-155.
- [29]张成思. 金融化的逻辑与反思[J]. *经济研究*, 2019 (12) : 1-17.

【责任编辑 许鲁光】

(下转第94页)