

全球金融资本主义的经济生态链

中国人民大学国际货币研究所副所长、中国农业银行首席经济学家 向松祚

▶▶▶ [上接 03 版]

石油的发明不仅改变了许多国家的经济生态体系,而且彻底改变了全球经济生态体系,改变了全球产业价值链和产业分工格局。石油公司是最早实现完全彻底跨国经营的企业。洛克菲勒标准石油公司被“分拆”之后所派生的多家石油公司,始终高居世界 500 强企业的榜首和前列,埃克森石油公司一直是全世界市值最高的企业。石油定价权和石油美元是美元货币霸权的核心支柱。全球金融资本主义的重要特征之一,就是以石油为主要代表的大宗商品被彻底金融化和美元化。这正是以石油美元为支柱的美元霸权体系演变的必然结果。

全球金融资本主义的崛起,与石油有着最重要的关系。美国是最早发现石油和大规模使用石油改造整个经济体系的国家,它很快成为高度依赖石油的经济体,从军事经济到民用经济毫无例外。正是美国对石油的过度依赖,驱使美国政府、石油巨头和金融大亨联合起来,向全世界疯狂扩张以寻找稳定的石油进口来源,从而让美国石油巨头和金融企业成为最具国际化经营能力的跨国公司,让美元自然而然成为石油产品的定价和交易货币。正是二战之后美国对石油的过度依赖和过度浪费(一半的石油)才导致美国长期出现贸易逆差和国际收支逆差,最终引发美欧之间的国际收支失衡和货币冲突,导致布雷顿森林体系崩溃,从而诱发全球金融资本主义的迅猛扩张。正是以美国为首的西方各国政府、金融机构和石油巨头长期以极低价格、肆意掠夺发展中国家石油资源,才最终导致 1970 年代的多次石油危机,彻底摧毁了任何重建国际货币体系的希望和努力。正是以摩根财团和花旗银行为代表的美国银行,将中东滚滚流出的“石油黄金”转化为“石油美元”,源源不断地高息借给发展中国家,导致了 1980 年代大规模的债务危机,并大大加深了所有新兴市场国家对发达国家货币金融和资本市场的依赖。正是 1982 年纽约商品交易所首开石油期货交易,最终将全球石油定价权从生产国或 OPEC 手中决定性地转移到金融投机家手上。正是因为石油等大宗商品定价权决定性地转移到金融投机家手上,金融市场的一举一动对各国物价水平、经济增长、货币政策和财政政策都具有日益举足轻重的影响。石油美元还是美国国债市场和全球债券市场的核心推手,是金融衍生产品快速发展的重要力量,是带动全球资本流动的领头羊,是各国汇率动荡的重要驱动力。

石油完全不仅重塑了全球产业格局,重塑了全球货币金融格局,重塑了全球地缘政治格局,而且重塑了整个人类文明。面向未来,产业格局的调整、货币金融格局的变迁、地缘政治势力的再划分和再平衡,仍然取决于全球能源结构的调整和变迁。最近兴起的页岩气革命,方兴未艾的清洁能源,包括分布式发电、生物能源、太阳能、地热能、核聚变等等,最终必将改变全球产业分工格局、全球金融货币格局、全球资本主义生态体系和地缘政治格局。新能源已经成为各国竞相争夺的新战略制高点。

页岩气革命和新能源崛起,已经开始改变全球产业分工体系。能源价格的大幅度下降,开始抵消美国的高劳动成本,部分制造业开始回流美国,竞争力大幅提升。制造业开始回流美国,对全球产业分工体系影响巨大,虽然我们今天还不能详细评估影响究竟如何。美国决心到



2020 年基本实现能源自给自足,不再从国外进口一分钱能源,而且还将大量出口能源。如果美国能源自给自足并且大量出口,必然对美国的国际收支产生深远影响,进而深刻改变国际货币金融体系。

美国联邦能源信息署预计,到 2019 年,借助页岩油的快速增长,美国石油产量将重新回到 1970 年的生产水平(1970 年美国石油产量每天 960 万桶,随后一直下降到 2008 年每天 500 万桶)。国际能源署更加乐观,认为到 2020 年,美国将取代沙特阿拉伯,成为全球第一大石油生产国(目前沙特每天石油产量是 1160 万桶)。事实上到 2013 年,美国已经取代俄罗斯,成为全球最大能源生产国(以石油和天然气总产量计)。2013 年,页岩油产量给美国 GDP 增长贡献到 0.3 个百分点,到 2020 年,每年至少贡献 0.1—0.2 个百分点,总共创造超过 170 万个新工作岗位(引自 The Economist, February.15—21, 2014, pp.33—34)。

页岩气革命和新能源革命所改变的,不仅是经济版图,影响的不仅仅是就业和 GDP 增速,而且会深刻改变地缘政治格局和国际货币金融体系。譬如,由于美国页岩油的快速增长,美国原油进出口赤字占 GDP 的比例已经下降到 1.7%,而欧洲却增长到 GDP 的 4%。原油进出口赤字曾经是美国贸易收支和国际收支赤字的主要构成部分。假若美国因为大量出口石油和天然气(美国自 1975 年以来禁止出口原油)而出现大规模贸易收支和国际收支顺差,那将就是国际货币体系的革命性变化。

从宏观经济生态体系价值链到微观产业和企业的价值链:从产业资本主义的企业治理结构到金融资本主义的企业治理结构。

经济生态体系具有特征性的层级结构价值链或生态链,必然表现为生产组织尤其是企业组织特征性的纵向价值链和横向价值链。现代企业理论曾经深入研究的纵向整合和横向整合,就是产业或企业内部价值链的整合,是产业内部(劳动)分工的深化和细化。技术进步和技术创新会彻底改变产业的价值链,从而改变企业组织或一般性生产组织的层级结构,改变纵向整合和横向整合的方向,钱德勒对美国企业历史的著名研究(钱德勒《看得见的手》),正是基于技术创新改变企业内部价值链和外部价值链。无论是内部价值链还是外部价值

链,都必然形成特征性的层级结构,从价值链的最高端一直延伸到价值链的最低端。能源结构对人类经济生态体系或全球价值链生态体系的主导,必然衍生或演变为具体产业或企业的价值链或生态链结构。产业链低端的生产者高度依赖产业链高端的发明者和生产者。譬如,自从石油和重化工兴起之后,全球农业逐渐形成对化肥和农药的高度依赖,亦即对石油和天然气的高度依赖。石油和天然气价格的变动必然影响化肥和农药的成本与价格,从而影响农产品的价格和农民的收入;汽车工业和飞机航空业同样高度依赖石油,石油价格的变动不仅深刻影响汽车和飞机制造业的产业结构和产品设计制造的价格体系,而且深刻改变人们对汽车和民用航空的消费偏好。面向未来,如果新能源的崛起能够改变制造业对石油的依赖,必然重塑整个汽车和航空业。如今,人们已经对新能源汽车充满期待。

处于价值链高端的企业和企业家拥有主导产业发展方向的话语权和决定权,拥有整个产业链各个产品和服务的定价权、资源配置权和收入分配权。处于产业链高端的资本则获得超额利润,处于产业链高端的劳动者亦享受相对高收入或高工资。价值链高端的企业主导整个产业链的价格结构和分配体系。价值链顶端的企业往往拥有垄断或者至少寡占的特殊地位,顺着价值链越往下走,竞争必然越激烈,价值链的最低端则非常接近经济学家所研究的“完美竞争”。价值链高端的企业,通过合约分包刺激竞争,能够最大限度压低价值链中低端企业的产品和服务的价格,从而获取超额利润。

整体(宏观)经济生态体系的层级价值链或产业链,必然体现、延伸和扩展为企业和产业内部的价值链或产业链,进而扩展为市场的层级结构、价格的层级结构和资本的层级结构。从商业资本主义到工业资本主义再到全球金融资本主义的演化 and 突变,正是整体经济生态体系的宏观价值链层级结构、产业层级结构、市场层级结构、价格层级结构和资本层级结构的演化 and 突变。宏观价值链或生态链,产业、市场价格和资本层级结构之演化突变,就是全球的生产分工体系、资源配置体系、价格体系、财富和收入分配体系之演化 and 突变。

技术进步和技术创新不仅必然改变企业

和产业内部的价值链、分工体系和层级结构,而且必然改变整个经济体系的价值链、分工体系和层级结构,从而改变地区和国家的比较优势,创造出崭新的地区、国家和全球产业分工体系 and 产业布局。地区、国家和全球的产业分工体系亦是一个动态演化的生态经济体系,必然有某些地区和国家处于全球产业链或价值链的高端,另一些国家则处于全球产业链或价值链的中低端。过去 200 多年来,凡是开启和领导新工业革命的国家或地区,则必然居于全球产业链或价值链的高端,不仅获取高额利润,而且产业价值链的独特优势必然转化为贸易、货币和金融优势。从商业资本主义到工业资本主义和金融资本主义,技术创新始终是决定性因素。技术创新必然转化为产业优势、贸易优势、货币和金融优势。

企业理念和治理结构的革命:从利润最大化到管理者目标最大化再到股东价值最大化(市值最大化)。

没有能源革命,就没有工业革命;没有工业革命,就没有现代资本和金融革命;没有资本和金融革命,就没有现代产业资本主义;没有现代产业资本主义,就没有后来的金融资本主义和全球金融资本主义。

以石油和电力为代表的现代能源结构决定了产业资本主义的基本制度结构。能源革命开启产业和经济生态价值链革命,同时就开启了企业内部治理结构的革命。企业内部治理结构的革命包括四个层面:资本市场的金融革命;企业所有权和经营权的分离;职业经理阶层的兴起;企业内部组织结构的层级化和官僚化。

现代管理资本主义的兴起,正是铁路、石油、钢铁、电力、汽车、飞机、重化工、大型连锁超市、现代食品加工企业兴起之后的必然结果。所有这些新兴产业都具有一个共同特征:企业规模越来越大,越来越垄断或寡占,内部控制越来越集权化、官僚化和层级化,与此同时,股东数量却越来越多,越来越分散,单个股东所持有的股份比例越来越小,单个股东的权力越来越小。越来越多的大型公司董事长和首席执行官都不是企业的股东,更不是控股股东。职业经理人日益成为主导现代经济社会最具权威和影响力的一群人。与家族和业主资本主义时代相比,这自然是具有划时代意义的重大变革。不具有股东身份的职业经理人如何能够确保股东的利益,如何具有动机和动力将企业经营好和管理好,股东、职业经理人、员工和消费者的利益如何协调,遂成为现代经济社会最复杂亦是最重要的课题之一。

企业治理结构只是整个经济生态体系的一个环节或组成部分,它必然取决于经济生态体系的价值链或产业链结构,正如个别生物有机体的内部组织必然取决于自然生态体系的价值链或生态链。生物有机体的内部组织是自然生态体系演化的结果,企业内部治理结构亦是经济生态体系演变的结果,核心则是能源结构所决定的技术体系和工程体系。

产业资本主义是高度集中的工业时代的企业治理结构必然是高度集中的控制模式,是一种高度官僚化的层级模式(诺奖得主奥利弗威廉姆森毕生的研究重心就是企业内部的层级结构。参见威廉姆森的著作《资本主义经济制度》)。充分利用股票市场进行融资的企业,内部组织结构则与分散的股票市场完全相反。高度集中控制的内部组织结构与高度分散的股权结构,形成产业资本主义时代经济组织的一个显著特征。与此同时,商业银行和投资银行

对产业发展方向和企业内部决策有着决定性影响。商业银行和投资银行通过向企业派驻董事和管理人员来发挥影响,政府则要么直接拥有和经营企业,或者成为企业的大股东,或者直接拥有和控制商业银行,通过商业银行来控制企业。要而言之,产业资本主义时代,即使是资本市场或金融市场相对发达的美国和英国,货币金融市场对产业发展方向和企业内部决策的影响也是间接和有限的。经济学家和管理学者经常谈论企业融资和企业控制的“银行模式”(bank based model)和“金融市场模式”(market based model)。所谓银行模式,就是商业银行主导企业融资和企业内部决策,方式就是向企业派驻董事和管理人员;所谓金融市场模式,就是货币金融市场主导企业融资和内部决策,方式则是分散的投资者以“用脚投票”的方式、市场的兼并收购等等,迫使企业管理者按照投资者的意愿行事。经济学通常将德国、日本和韩国的经济发展模式称为“银行主导模式”,或者一般而言被称之为“东亚模式”;将英美或盎格鲁-撒克逊经济发展模式称为“市场主导模式”。然而,为什么一些国家会采取“银行主导模式”或“东亚模式”。另一些国家则采取“市场主导模式”或“盎格鲁-撒克逊模式”呢?经济学者的解释包括文化传统、增长战略选择、后发国家追赶策略、产业政策等等。

事实上,这种分析是似是而非的。如果深入分析最典型的“盎格鲁-撒克逊模式”——美国,我们会发现,即使是拥有最发达货币金融市场或资本市场的美国,产业资本主义时代里,企业治理或经济组织结构同样是高度集中控制模式或者“银行主导模式”。譬如从 19 世纪末到 20 世纪初(正值美国第二次工业革命的巅峰时期),仅摩根财团合伙人就拥有 112 家美国顶级公司的 72 个董事席位,涵盖金融、铁路、运输、钢铁和公用企业等几乎所有领域。第一国民银行(花旗银行前身)老板乔治贝克是四十多家美国顶级公司的董事(Ron Chernow, The House of Morgan, p.151—152, Simon & Shuster, 1990)。类似情形不胜枚举。产业资本主义时代,商业银行和投资银行向大企业派驻董事和管理人员,几乎是一种惯例和规则,甚至直到 1970 年代,美国大商业银行和投资银行仍然向大企业派驻董事。

高度集中的企业管理和控制模式,是工业时代的必然结果。管理者价值最大化或管理者目标最大化。管理者的目标可能是自身金钱利益、创建和维持公司帝国、员工利益、股东利益、顾客诉求、社区发展、国家战略等等,也可能是上述各种利益的某种组合。

现代管理资本主义的本质特征就是所有权和经营权的分离(事实上,所有权和管理权的分离,不仅仅是管理资本主义企业治理结构的本质特征,而且也是社会主义国家国有企业治理结构的本质特征。二者之区别只在于所有者行使最终控制权的方式根本不同。现代管理资本主义企业股东行使最终控制权的方式是“用脚投票”,即通过资本市场买卖股票、兼并收购等方式来制约管理者行为。社会主义国家的国有企业股东理论上则只能通过全民的代表(国会、人民代表大会或政府)来监督管理者。所有权和经营权分离、管理者主导的企业治理结构是工业资本主义时代,占据主导和支配地位的企业治理模式。经过复杂和漫长的演变,发展到金融资本主义时代的股东价值最大化和企业市值最大化。

(选自作者新著《新资本论》第 4 章)(完)

热视角

超低利率不是央行的阴谋

英国《金融时报》首席经济评论员 马丁·沃尔夫

当前利率为何如此之低?最佳答案,是发达国家仍处于一种“可管理的萧条”之中。这种萧条非常严重,它不会很快结束。

人们可以发现,主要高收入货币区(美国、欧元区、日本和英国)的“安全”证券利率异常低表现在三个不同方面。首先,央行的短期干预利率是 0.5% 甚至更低。其次,长期政府债券的收益率极低:德国 30 年债券收益率为 0.7%,日本接近 1.5%,英国是 2.4%,美国是 2.6%。最后,长期实际利率也非常低:英国十年期通胀挂钩国债实际利率为 -0.7%,美国同类债券收益率高一些,但也只有 0.4%。

如果你在十年前告诉人们,今天会出现上述这些情况,大多数人会认为你疯了。只有需求、产出和通胀全都极度低迷,并且人们预期这种低迷还会持续下去,你的预言才有可能成真。实际上,力度极大的货币刺激措施给产出和通胀带来的增幅非常小,可见当前经济多么疲弱。

然而,现在我们听到了关于利率极低的不同解释:它是货币政策(尤其是央行购买长期资产这类量化宽松政策)的错。有些人认为此类“印钞行为”特别不负责任。

正如英国央行副行长本·布罗德本特所



说的,这种指责毫无道理。如果货币政策在至少 6 年时间里——有些人说是自本世纪初以来——保持一种不负责任的宽松,人们肯定会看到通胀飙升,或者至少是通胀预期不断上升。此外,央行不可能随心所欲地制定长期利率。对量化宽松效果的实证分析表明,它可能将债券收益率拉低了 1 个百分点。但请注意,即便在量化宽松政策结束之后(先是英国,现在是美国),收益率依然保持了极低的水平。

物价水平是受货币政策影响最明显的经济变量。央行家们不可能决定实际经济变量的水平,比如产出、就业,甚至是实际利率,后者衡量的是经通胀调整后的资产回报率。长期而言尤其如此。然而实际利率的下降是长期性的。以通胀挂钩债券衡量,它们的收益率从 1997 年以前的 4% 左右,降至 1999 年(亚

洲金融危机爆发之后)至 2007 年间的 2% 左右,随后又降至接近零的水平(西方金融危机爆发之后)。

利率极低的原因有更令人信服的解释。那就是,均衡实际利率——简单地说,就是整体经济中需求与潜在供给相匹配时的利率——已经下降,央行行长通过降低他们控制的名义利率来应对。美国前财政部长劳伦斯·萨默斯将这种状况称为“长期停滞”(secular stagnation),意指长期性需求不足的趋势。

最合理的解释是储蓄过剩和缺乏良好的投资项目。伴随着这些问题,金融危机前全球经常账户失衡加剧,危机后金融压力和不良债务问题严重。危机前出现的私人信贷激增,显示了在一个需求不足的世界,央行怎样维持需求。如果不是它们,我们会更早看到与今日类似的低迷景象。

危机爆发以来,各国央行没有选择如何行动——它们的手一直被压着。欧元区发生的事提供了一个有力例证。2011 年初,欧洲央行将干预利率从 1% 上调到 1.5%。此举极为不妥,欧洲央行最后不得不再次降息,并开始采取量化宽松。如果央行想成为一个起到稳定作用的力量,它们就得按照一个平衡的方向调整利率——而这个方向还不是它们能选择的。

厌恶风险心理加重可能是安全证券实际

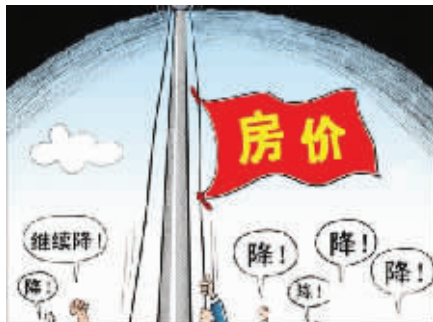
利率出现下降的另一个原因。因为金融危机增加了最安全以及流动性最强的资产的吸引力。这在一定程度上解释了为什么德国国债的收益率极低。但从长期角度来看,这似乎不是一个主要因素。比如自金融危机以来,美国国债和企业债券之间的息差并不是一直都比较大。

我们不该将央行看作是全球经济的主宰,而应将它们看成在一台跑步机上奔跑的猩猩。它们只有采用超宽松的政策,才能在高收入国家平衡潜在供给与需求之间的关系,但这些政策会在各个方面产生不稳定的后果。

什么时候我们才能看到实际利率和名义利率出现持续上升?这将需要投资明显加强,储蓄明显减少以及避险意识明显下降,所有这些在近期都不大可能发生。中国经济正在放缓,这很可能进一步抑制利率。许多新兴经济体也在变得疲弱。美国的经济复苏可能无法承受利率大幅提高,尤其是考虑到美元目前的强势。许多经济体的债务负担仍很重。

超低利率不是央行的阴谋,而是紧缩性力量在全球经济中制造的后果。虽然利率上行最终是不可避免的,但处在历史低点的利率很可能将伴随我们很长一段时间。那些打赌通胀会飙升、债券市场会崩溃的人仍将失望。萧条已经得到了遏制,但萧条毕竟是萧条。(FT 中文网)

外眼看中国



2 月中国房价跌幅创纪录

中国 2 月房价跌幅达到创纪录水平,突显这个全球第二大经济体增速放缓。根据路透社对中国国家统计局(NBS)公布的官方数据的计算,中国 2 月房价同比下跌 5.7%。1 月跌幅为 5.1%。

由于中国经济放缓,近月来房价一直在降温。近日,中国政策制定者将今年的国内生产总值(GDP)增速目标确定为“7% 左右”,但国务院总理李克强承认,“要实现目标并不容易”。中国很多中等城市还出现供应过剩问题。

在国家统计局跟踪的 70 个大中城市中,有 69 个城市的房价 2 月同比下跌。北京房价同比下跌 3.6%,1 月跌幅为 3.2%。上海房价同比下跌 4.7%,1 月跌幅为 4.2%。

(FT 中文网)