

# 帝国的光环：美国金融危机 的历史制度解释<sup>\*</sup>

李 辉 唐世平 金 洪

**【内容提要】** 基于历史制度主义的视角,批判性地建立在制度变迁的广义理论以及才能配置理论之上,作者提出一个关于2008年美国金融危机的深层原因的新理论:“帝国的光环”理论。作者认为,美国在全球金融体系中的霸权地位使其吸引了全世界的资本,特别是在美元与黄金脱钩之后。而大量的外资流入逐渐增加了美国放松大萧条后建立的金融管制体系的压力。大量的外资流入和对金融管制的放松最终导致整个美国经济结构过度金融化,特别是使得美国企业家和精英才能“误配置”,进而导致了金融危机的发生。来自美国、英国、法国、德国、日本、加拿大和意大利七个核心发达国家的经验数据高度支持我们理论的推定。这一研究还表明,任何以单一主权货币为中心的国际金融体系都是不稳定的。

**【关键词】** 金融危机;美元霸权;国际资本流动;制度变迁;才能配置

**【作者简介】** 李辉,复旦大学国际关系与公共事务学院;唐世平,复旦大学国际关系与公共事务学院(上海 邮编:200433);金洪,滁州学院经济与管理学院。(滁州 邮编:239000)

**【中图分类号】** D815 F11 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1006-9550  
(2014)03-0129-26

<sup>\*</sup> 本文为复旦大学“985工程”三期整体推进社会科学研究项目“转型的初始状态、政治过程与转型制度绩效:对全球转型国家经验和教训的考察”的阶段性成果(项目编号:2011SHKXZD011)。特别感谢庞珣、漆海霞、陈硕、刘台伟、肖志国、郑宇、郝前进、周强的讨论和建议以及《世界经济与政治》杂志匿名评审专家提出的修改意见和建议。白劼和彭琳提供了出色的数据搜集和整理工作。当然,文责自负。

## 一 危机之谜

2008年,美国爆发了自布雷顿森林体系建立和解体以来最大的一次金融危机。理解这场爆发在全球金融中心美国的危机的缘由对于国际政治经济学理论本身和国际金融体系的制度设计都有毋庸置疑的重要意义。

目前对这场危机的解释主要集中在新马克思主义理论、监管失败论、金融寡头论和美国的过度金融化等路径上。这些不同视角的解释有一个共同基本观点:金融业的膨胀造成了美国经济(以及社会)的过度金融化,过度的金融化进而导致了整个美国社会和经济结构的失衡,最后,只等一个导火索,危机就爆发了。就2008年金融危机的浅层次原因而言,这一理解在学界基本没有太多的异议。

但是,一个更为深层次的问题应该是:美国的经济为什么会“过度金融化”?难道仅仅是资本家的贪婪和政府的监管不力,或者是资本主义体系的致命缺陷?在这个问题上,学界和政策界的讨论还不够精致和充分。

本文将从历史制度主义的视角为2008年金融危机的深层次缘由提供一个机制性的解释。<sup>①</sup>我们认为华尔街金融从业者收入水平的“人为虚高”,将大量的人才吸收到金融行业,进而使得美国的实体经济(特别是制造业)越来越空心化,这才是导致美国金融业与制造业严重失衡的根源所在。

还将国际因素和国内因素有机地结合起来:首先,2008年危机在美国的爆发不仅仅是一个美国国内的金融监管问题,其深层原因有相当一部分是国际因素。其次,在制度变迁的广义论和其他制度主义文献上,我们强调制度变迁的核心是权力和观念的结合。<sup>②</sup>最后,这一理论还建立在“才能配置”理论之上,强调制度(变迁)对经济体系的决定性作用。

本文的解释不是建立在单一因素之上,而是围绕着这一问题构筑一个能够将各种因素串联起来的解释机制——“帝国的光环”理论。具体而言,由于其在第二次世界大战后的全球金融体系中的霸权地位,美国的头顶上笼罩着一个“金融体系最稳定、最安全”的光环。因此,美国吸引了全世界的资本,特别是在美元与黄金脱钩之后。

<sup>①</sup> 关于机制性的解释的优势和必要性以及机制性的解释是自然科学和社会科学共同追求的目标的讨论,参见 Roy Bhaskar, *A Realist Theory of Science*, London: Routledge, 2008; Roy Bhaskar, *The Possibility of Naturalism*, London and New York: Routledge, 1998; Mario Bunge, “Mechanism and Explanation,” *Philosophy of the Social Sciences*, Vol. 27, No. 4, 1997, pp. 410-465.

<sup>②</sup> Shiping Tang, *A General Theory of Institutional Change*, London: Routledge, 2011.

而大量的外资流入则逐渐增加了美国放松大萧条后建立的金融管制体系的压力。外资流入和对金融管制的放松最终导致整个美国经济结构过度金融化,特别是使得美国企业家和精英才能“误配置”。当这一切都准备就绪之后,只需要一个类似于伊拉克战争这样的导火索,金融危机就在这样一个此前许多人认为是最为健康和成熟的美国发生了。

本文以下内容主要分为五个部分:第一部分批判性地回顾了目前对2008年金融危机的既有解释,指出它们的贡献和缺陷。第二部分具体阐述“帝国的光环”理论的逻辑过程。第三部分将美国与英国、法国、德国、日本、加拿大和意大利这六个核心发达工业国家放在一起作为样本,用1970-2010年的数据检验“帝国的光环”理论的一些核心推论。第四部分运用面板数据的回归分析来进一步支持“帝国的光环”理论的两个关键环节:首先,美国在全球金融体系中的霸权地位和金融管制的放松对大量外资向美国流入具有重要的推动作用。其次,外资的流入会拉大金融业与制造业的收入差距。因此,看起来对美国有利的“美元霸权”其实可能是一剂缓释型的毒药。第五部分是简短的结论。

## 二 既有解释的不足

2008年金融危机爆发之后,各种指责纷至沓来。有人认为这是由于美国人的贪婪酿成的恶果,所谓的“住洋房、开豪车”的“美国梦”刺激了华尔街的金融产品设计师在金融创新上朝着“无钱也能消费”的方向努力,加剧了金融行业的不稳定性。新马克思主义者则认为,金融危机验证了马克思早就预言过的资本主义制度的固有矛盾。爱德华·沃尔夫(Edward N. Wolff)甚至在20世纪80年代就指出了美国经济中的“非生产性行为(unproductive activity)”正在拖慢生产性行业的增长速度,这将会造成从事生产劳动的工人阶级的生活状况相对恶化,<sup>①</sup>从而加剧资本主义的内部矛盾。同样借助马克思主义的理论资源,谢富盛、李安和朱安东也指出:“实体资本通过不断增强金融活动以改善资本赢利能力的同时,金融业自身也变为一个在经济活动中越发具有特权的积累机构。”<sup>②</sup>在他们看来,这种积累模式其实造成了整体经济利润率的下降,从而导致危机的发生。除此之外,一些人也将这次金融危机的发生归罪于新兴金

<sup>①</sup> Edward N. Wolff, *Growth, Accumulation, and Unproductive Activity*, Cambridge: Cambridge University Press, 1987, p. 20. 沃尔夫对于“非生产性行为”的定义过于宽泛,包括贸易、金融与保险、房地产、商业与专业服务、联邦政府和州/地方政府的非生产部门六种。本文以下的讨论,特别是定量实证部分,采用的是美国劳工部的统计口径,即金融行业主要包括三大部分(FIRE-sector),即(狭义的)金融服务(financial services,含税务服务)、保险(insurance)和房地产(real estate)。

<sup>②</sup> 谢富盛、李安、朱安东:《马克思主义危机理论和1975-2008年美国经济的利润率》,载《中国社会科学》,2010年第5期,第71页。

融体的加入竞争,尤其是被称为“金砖四国”的巴西、俄罗斯、印度和中国,挤占了资本向美国的流入比率。同时,由伊拉克战争引发的油价上涨与其他一系列恶性后果也难辞其咎。除了以上这些因素之外,目前对于美国2008年金融危机的主流解释主要集中在以下三个路径上。

### (一) 监管失败论

1929年大萧条之后,美国吸取了惨痛的教训,意识到必须遏制金融领域中的过分投机行为,于是便有了1933年通过的著名的《格拉斯-斯蒂格法案》(Glass-Steagall Act)(也称做《1933年银行法》)。该法案在降低美国金融业风险和控制金融业膨胀上起到了至关重要的作用。但在20世纪80年代,美国的金融管制开始出现大幅松动。首先,1980年,美国国会通过了《存款机构解除管制与货币控制法案》,对1933年的管制进行了第一轮松动。<sup>①</sup>1995年,众议院银行委员会(House Banking Committee)新任主席、议员詹姆斯·李奇(James A. Leach)向国会提交了废除《1933年银行法》的议案,这一议案获得当时财政部长罗伯特·鲁宾(Robert Rubin)的支持,这一被称为“金融现代化”的方案松动了美国的金融监管。<sup>②</sup>1999年,《金融服务现代化法案》(Financial Services Modernization Act)的通过则最终宣告了《1933年银行法》的死亡。

管制与放松管制的一个争论焦点在于银行能否经营证券以及其他高风险的投资业务。《1933年银行法》明确禁止商业银行包销和经营公司证券,将投资银行业务和商业银行业务严格地划分开,从而保证商业银行避免证券业的风险。而1999年《1933年银行法》的废除使得商业贷款人可以签署和交易抵押贷款证券和债务担保证券等,并设立结构性投资工具来购买这些证券。金融业的放松管制,打破了金融风险与商业银行之间的防火墙。后果是使得银行的角色和行为都发生了改变,由传统的储蓄和借贷作为主要赢利手段,转向通过金融投资来获得高额利润,这使得银行同时可以从事授予贷款和使用贷款投资两项存在“利益冲突”的业务,因而重新加剧了银行作为存款机构所承担的高金融风险。2008年金融危机到来之初,许多专家就意识到金融管制的放松是重要原因之一。<sup>③</sup>

<sup>①</sup> Donald Tomaskovic-Devey and Ken-Hou Lin, “Income Dynamics, Economic Rents, and Financialization of the U.S. Economy,” *American Sociological Review*, Vol. 76, No. 4, 2011, p. 544.

<sup>②</sup> Jill M. Hendrickson, “The Long and Bumpy Road to Glass-Steagall Reform: A Historical and Evolutionary Analysis of Banking Legislation,” *American Journal of Economics and Sociology*, Vol. 60, No. 4, 2001, pp. 849-879.

<sup>③</sup> 由于是政策性的指责,因此大多是专家发表在非学术类杂志上的观点,如诺贝尔经济学奖获得者约瑟夫·斯蒂格利茨(Joseph E. Stiglitz)认为格兰姆等人对金融业的改革,释放出了美国人卷入金融活动的赌博心理。参见 Marcus Baram, “Who’s Whining Now? Gramm Slammed by Economists,” *ABC News*, September 19, 2008, <http://abcnews.go.com/print?id=5835269>, 登录时间:2013年7月8日。

## (二) 过度金融化

另外一些学者认为,2008年金融危机发生有着深刻的历史和社会原因,这就是美国经济长期以来逐渐累积的“过度金融化”。金融化不仅仅发生在金融行业,而是扩散到了整个社会。例如,杰拉尔德·戴维斯(Gerald F. Davis)就认为,过度金融化使得美国变成了一个“证券社会(portfolio society)”,“即投资风格(investment idiom)成为理解一个个体社会位置的主要方式。个性和天赋成为‘人力资本’,家庭、家族与社区成为‘社会资本’,金融投资的指导原则也以类似的逻辑扩散到远超出其本源意义的范围”。<sup>①</sup>

美国经济的金融化大致有三个层次的含义。在宏观层面上,金融化主要指的是整个国家经济结构的变化,即金融业与相关行业在整个国家经济的贡献中占据主导地位。在这一意义上,格蕾塔·克里普纳(Greta R. Krippner)认为:“金融化指的是一种积累模式,在这种模式中利润主要是通过金融行业创造的,而不是贸易和商品制造。”<sup>②</sup>根据克里普纳提供的数据,与制造业和服务业相比,美国金融业所创造的利润比重从1950年的10%左右上升到2001年的46%左右,而制造业的利润比重由1950年的超过50%下降到2001年的10%,出现了财富贡献的大逆转。<sup>③</sup>

在中观层面上,美国经济的金融化意味着银行系统的转变。首先,大量新兴的投资银行取代了传统的商业银行。其次是公司治理的变化,从20世纪70年代开始,机构投资者和共同基金开始在证券投资领域里占据主导地位,新的投资行为对公司治理的模式提出了挑战。最后是对国家的制度和具体政策的影响。国家需要吸引更多类型的投资,既包括国外直接投资,也要吸引股票和证券投资,因此经济合作与发展组织(OECD)中许多金融化程度较高的国家都开始削减针对大企业和高收入群体的税收,以使它们有更多的资金用以进行投资活动。<sup>④</sup>

微观层面的金融化可能更为关键。过度金融化对公民和个体的心理及行为造成了严重影响。金融业对于收入分配的影响进一步拉大了美国的经济不平等,金融寡头和富人从中获得巨大利益。受其影响,金融业的过度发展在美国也形成了“全民投

① Gerald F. Davis, *Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America*, Oxford: Oxford University Press, 2009, p. 6.

② Greta R. Krippner, “The Financialization of the American Economy,” *Socio-Economic Review*, Vol. 174, No. 3, 2005, p. 174.

③ Greta R. Krippner, “The Financialization of the American Economy,” p. 179.

④ Christopher Deutschmann, “Limits to Financialization: Sociological Analyses of the Financial Crisis,” *Arch. europ. sociol.*, Vol. LII, No. 3, 2011, pp. 347-389.

资”的文化(mass investment culture),各种针对中产阶级下层的投资俱乐部开始兴起。<sup>①</sup> 金融化除了对个体的经济行为产生巨大影响之外,还影响了学生对于专业的选择偏好,越来越多的高素质人才与国外留学生开始大规模涌向与金融相关的专业,希望在其中获得一份高收入的职位,因此戴维斯把这样一个被金融投资全面渗透和浸润的社会称为“投资人社会(society of investors)”。<sup>②</sup>

### (三)金融寡头论

在另外一些学者看来,金融业的放松管制并不是偶然的,其背后的秘密在于美国金融业在长期发展过程中形成了一个所谓的寡头集团。拉格赫拉姆·拉金(Raghuram G. Rajan)和路易吉·金格利斯(Luigi Zingales)分析了历史上不同国家历次金融业的兴衰历程,发现金融业的每一次兴盛,其原因都在于利益集团和现任领导人对金融业的支持。<sup>③</sup> 吉尔·亨德里克森(Jill M. Hendrickson)也认为,美国金融监管的变化,源于利益集团在背后的推动作用。<sup>④</sup> 西蒙·约翰逊(Simon Johnson)则更明确地指出:“毫无疑问,美国是独特的。因为我们不仅仅拥有世界上最发达的经济、军事和技术,我们还有世界上最发达的寡头。”<sup>⑤</sup>这里所说的寡头是指由金融业巨头和具有政策影响力的政客所组成的非正式的圈子或网络,这种政治和经济的结合也被形象地称为“华尔街-华盛顿走廊(the Wall Street-Washington corridor)”。在很多情况下,政治与经济的这种结合依靠的是私人交往和互惠,美国也不例外。这集中体现在华尔街的金融巨头和华盛顿的政客在过去的几十年来频繁地相互任职。比如,克林顿第一任政府的财政部长是罗伯特·鲁宾,而鲁宾在此之前是投资银行高盛集团(Goldman Sachs)的董事会主席之一,卸任之后又出任过花旗银行集团(Citigroup)的董事、顾问甚至首席执行官。类似地,艾伦·格林斯潘(Alan Greenspan)在从美联储(Federal Reserve)主席一职退下之后,成为太平洋投资管理公司(PIMCO)的顾问。同样,小布什政府的财政部长亨利·保尔森(Henry Paulson)就职前也曾是高盛集团的首席执行官,而他的前任约翰·斯诺(John W. Snow)去职后即成为美国赛伯乐资产管理公司的主席。

① Harmes Adam, "Mass Investment Culture," *New Left Review*, No. 9, 2001, pp. 103-124.

② Gerald F. Davis, *Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America*, pp. 235-255.

③ Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century," *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, No. 5, 2003, p. 50.

④ Jill M. Hendrickson, "The Long and Bumpy Road to Glass-Steagall Reform: A Historical and Evolutionary Analysis of Banking Legislation," pp. 849-879.

⑤ Simon Johnson, "The Quiet Coup," *The Atlantic*, May 2009, p. 5, <http://www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/05/the-quiet-coup/7364/>, 登录时间:2013年10月8日。

在大多数国家,政治和经济的结合要依靠贿赂、回扣、私下交易等形式来完成。在西蒙·约翰逊看来,华尔街资本和政治影响的捆绑方式要巧妙得多,那就是通过建立一种“对华尔街好就是对国家好”的信念来赢得美国政府的自觉支持。<sup>①</sup>金融寡头通过影响政客来推动对华尔街有利的政策,而政客也从不断满足华尔街的需求中获得大量政治好处(主要通过竞选资金的支持)。最终,政客变得根本没有动力去反思和质疑华尔街的行为是否适当。即便有人已经意识到华尔街的行为将会产生严重后果,但政客和寡头都没有任何动力去出台政策制止华尔街一步步滑向深渊,直至金融危机彻底爆发。

在这里,我们还不得不提到一些经济学家。由于金融产品对开发人员的数学水平的要求越来越高,美国大学里越来越多的数学、经济、金融类教师在金融机构里兼职工作,担当金融机构的顾问,甚至直接管理资产。学术界的技术和话语支持强有力地推动了美国金融产品的开发,进一步加快了美国的金融化。最典型的例子是迈伦·斯科尔斯(Myron S. Scholes)与罗伯特·默顿(Robert C. Merton),两人因为研究金融衍生品的定价而获得诺贝尔经济学奖,而他们也是长期资本管理公司(LTCM)的合伙人:他们终于把玄妙的金融学理论和实践结合起来了!<sup>②</sup>

以上这三类解释都或多或少地触及了2008年金融危机的一些缘由。但是,在笔者看来,无论是“监管失败论”,还是“过度金融化论”,都没有触及2008年金融危机的根源。显然,过度金融化是美国2008年危机最直接、因而也就是最浅的导因。虽然监管失败是美国经济过度金融化的直接导因之一,但也不是美国2008年危机的深层次原因。换句话说,美国的金融监管失败和过度金融化(在很大程度上这是一个硬币的两面)都只是另外一个更为深刻的原因所导致的后果。

强调金融寡头的政治影响,从而强调他们对美国金融监管体系的制度的影响比“监管失败论”和“过度金融化论”都更进了一步,因为它涉及了“制度变迁”这一核心命题。但是,单纯强调金融寡头的政治影响仍是不够的:在有了1929年大萧条的惨痛教训之后,为什么美国的有识之士还会选择放松对金融体系的监管?难道仅仅是美国的精英对于战后美国经济体系的过度自信(比如“非理性繁荣”<sup>③</sup>)?为什么那些反对的声音没能阻止美国最终放松金融监管?

我们需要进一步追问的是,为什么美国对金融体系的监管在1980年后开始出现松

① Simon Johnson, “The Quiet Coup,” p.6.

② 有讽刺意义的是,两人获得诺贝尔经济学奖的第二天(1998年),LTCM就崩盘了。

③ Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton: Princeton University Press, 2000.

动?难道仅仅是华尔街的贪婪?难道美国人忘记了1929年大萧条的惨痛教训?是否有这种可能,美国放松对金融体系的监管有更加隐蔽,因而更加深刻的“看不见的手”?

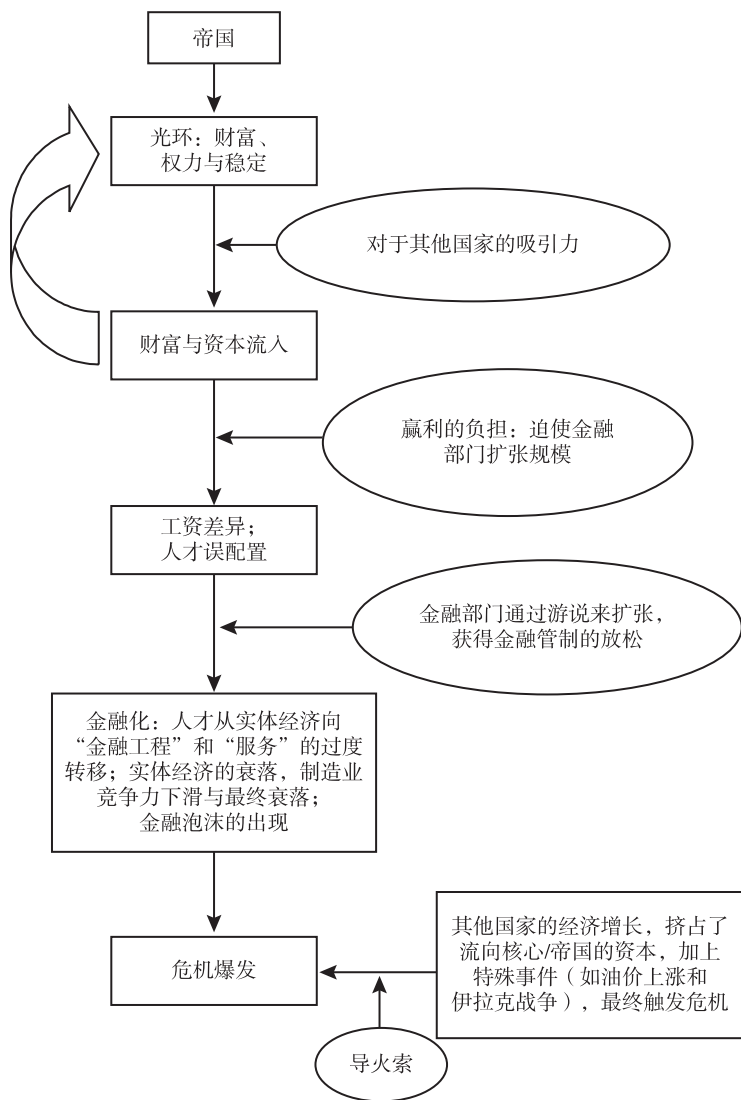


图1 “帝国的光环”理论因果机制图

### 三 帝国的光环

在批判性地继承既有研究的基础上,本文将发展出一个新的解释机制(mecha-



nism),即一套由因果联系串联起来的因素(factors)组合,这种组合可以让看起来零散的因素变得“活起来”。

这一理论的逻辑起点在于对美国的独特性——“帝国的光环”——的分析。1971年8月15日,美国总统尼克松宣布美元与黄金脱钩,布雷顿森林体系随之解体。但在这之后直到2008年金融危机爆发,全球资本仍然继续源源不断地流向美国。图2展示了1970-2010年美国的外商直接投资(FDI)流入和有价证券投资(portfolio equity)流入总量的变化情况。<sup>①</sup>从图2中可以非常清晰地看到,从20世纪90年代中期开始(大致为1996年,金融管制松动的关键一年),美国外资流入的总量开始直线上升。

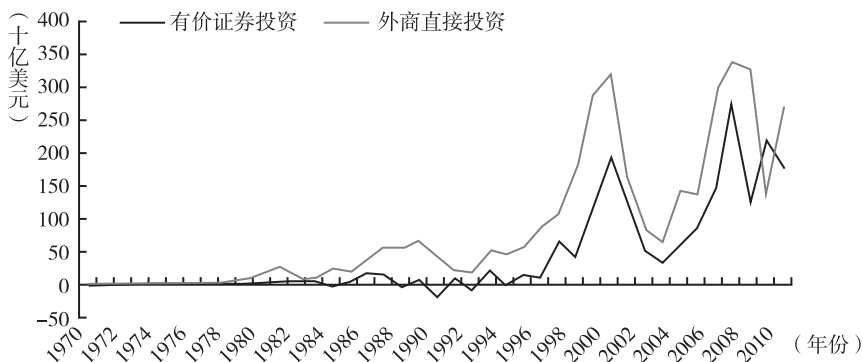


图2 美国的股票债券投资和国外直接投资时间趋势图

按照新古典经济学的理论分析,资本在资本相对稀缺的发展中国家的边际收益应该要远远高于发达国家,因此,资本应该会流向发展中国家。那么为什么国际资本却会持续向美国这样的富裕国家流动呢?罗伯特·卢卡斯(Robert E. Lucas)虽然提到了非经济因素的影响,如政治风险,但总体上还是基于经济效率的分析:发达国家较贫穷国家有更高的人力资本,而人力资本相对聚集的地方,资本的收益更高。<sup>②</sup>曼瑟·奥尔森(Mancur Olson)的回答也类似:制度与经济政策上的缺陷阻碍了资本向低收入国家的流动。<sup>③</sup>奥尔森的理论看似要比纯经济分析更为深刻(因为它诉诸制度),但从本质上却依然是新古典经济学的解释。他认为生产率是决定资本流动的根本原因,因

① 两组数据均来自世界银行的数据库,具体信息参见 <http://data.worldbank.org/>, 登录时间:2013年6月8日。

② Robert E. Lucas, Jr., “Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries?” *The American Economic Review*, Vol. 80, No. 2, 1990, pp. 92-96.

③ Mancur Olson, “Big Bills Left on the Sidewalk: Why Some Nations are Rich, and Others Poor,” *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No. 2, 1996, pp. 3-24.

为制度和经济政策是通过阻碍生产率来阻碍资本流动的。而美国这样的发达国家因为有更高的生产率,所以资本和人力资本的回报更高。

本文认为,更为深刻的原因要从美国在全球投资者心目中的地位中去寻找。虽然20世纪70年代美国的资本主义遭遇了二战以来的第一次沉重打击,但是美国作为一个帝国在全世界金融体系中的霸权地位并没有衰落,因为在美国这个现代“帝国”身上,笼罩着一层“光环”。在这里,“帝国的光环”不仅仅是指美国作为全世界财富和权力的象征,拥有全世界最先进的技术和稳定的政治制度等对投资者颇具吸引力的客观条件,还意味着这些客观条件为美国在全世界投资者心目中所留下的根深蒂固的“主观映像”,即对在美国投资能够获得更高或者更安全的收益的信任,这种信任为美国吸引到了大量的外国投资。这种客观条件和主观映像二者还可以相互加强,如图1因果链条的塔尖部分所示,在资本流入和光环之间还有一个重要的正反馈效应,即大量的资本流入反而可以更进一步加强帝国的“光环效应”,类似于一个崩盘前的“庞氏骗局”。

接下来的关键问题是,资本的大量流入将会带来什么后果?它与2008年的金融危机又有什么联系?回答这一问题,我们首先要看:这些大量流入的资本会对美国的制度体系,特别是对金融监管的体系带来什么样的冲击?

前文已经提到,美国金融监管历史中最重要的法律就是《1933年银行法》,此法通过分割商业银行的储蓄和投资业务从而为商业银行规避金融风险设置了有效的防火墙。然而20世纪60年代后期银行家们就开始针对寻求松动这一法案中的部分条款进行游说,到70年代后期美国才开始逐步放松金融监管。其中里根政府时期(1980-1988年)是其中的重要转折点,“里根经济学(Reaganomics)”的哲学是:“问题在于政府,而不在于解决问题的方法。”<sup>①</sup>因此在其任期内对政府管制大幅度地放松。<sup>②</sup>在1980年,美国国会通过了《存款机构解除管制与货币控制法案》,对1933年的管制进行了第一轮松动。1982年,国会通过《贾森-圣·德曼储蓄机构法案》(Garn-St. Germain Depository Institutions Act),储蓄机构可以参与商业贷款和从事有关共同基金的金融市场活动,这使得共同基金和商业票据的交易活动空前繁荣起来。<sup>③</sup>1986

① Wallace C. Peterson, “The Macroeconomic Legacy of Reaganomics,” *Journal of Economic Issues*, Vol. 22, No. 1, 1988, pp. 1-16.

② Greta R. Krippner, “The Financialization of the American Economy,” *Socio-Economic Review*, Vol. 3, Issue 2, 2005, p. 174; Matthew Sherman, “A Short History of Financial Deregulation in the United States,” Working paper of Center for Economic and Policy Research, 2009; Donald Tomaskovic-Devey and Ken-Hou Lin, “Income Dynamics, Economic Rents, and Financialization of the U.S. Economy,” pp. 543-544.

③ Matthew Sherman, “A Short History of Financial Deregulation in the United States,” p. 7.

年,美联储第一次允许银行将岁入的5%用于投资活动,这是对《1933年银行法》的进一步实质性松动。1987年,格林斯潘被任命为美联储主席,国会在这一年第一次开始讨论废除《1933年银行法》的提案。沃尔夫冈·赖尼克(Wolfgang Reinicke)认为,这次废除《1933年银行法》的提议之所以在国会中得到大力支持,主要原因在于银行家提出的理由是——金融监管限制了美国金融机构在吸引国际投资上的竞争力。<sup>①</sup>而这里“竞争力”的实际含义就是金融机构为国际投资增值的能力,因为只有能为投资增值,对投资者来说才具有更强的吸引力。由于银行家们在游说时对国际竞争力的强调,在一定程度上超越了美国的两党斗争,因此历次对于废除《1933年银行法》的讨论都在不同程度上同时得到两党议员的支持。<sup>②</sup>克林顿上台后,继续推行“新自由主义”经济政策,并且任命鲁宾为财政部长,让格林斯潘继续留任美联储主席。鲁宾和格林斯潘都是放松金融管制的坚定支持者。因此,到了1996年,银行已经可以将岁入的25%用于各种类型的金融产品的投资活动(《1933年银行法》实际上已经不起作用),1999年正式废除《1933年银行法》,美国进入了所谓“监管放手(hands-off regulation)”的金融化时代。

如果我们要从金融危机发生之前的历史制度中发现原因的话,这里的关键点在于,“光环效应”所带来的大量资本流入给美国造成了沉重的“负担”,即要为这批投资持续增值的压力,因此也需要大量从事金融工程和金融服务专业的人才。而在这一过程中,随着资本流入量的不断增加,金融从业人员的劳动力价值被人为地“虚高”了。

唐纳德·托马斯科维克(Donald Tomaskovic-Devey)和林庚厚(Ken-Hou Lin)借助“租金”理论部分说明了这部分“虚高”的工资是如何通过“人为”因素获得的。他们认为,美国金融从业人员的高额收入不是像自由主义经济学家所说的那样,是由于金融行业的高生产率所带来的高额利润所决定的。相反,美国金融从业人员的高额收入是通过设置制度性的壁垒获得了远远超过完全竞争市场条件下的“超额利润”,<sup>③</sup>也即“租金”。由于金融业的高额工资收入的根源不在于自由主义经济学家所说的利润率和生产率,而是制度性(垄断和管制)的后果,因此,它也不会随着利润率和生产率的波动而波动,而是随着制度的变迁而变化,或者更准确地说,其利润率和生产率也是制度性的后果。这里所谓的“制度”实际上指的就是前面所提到的从20世纪80年代以

① Wolfgang Reinicke, *Banking, Politics, and Global Finance: American Commercial Banks and Regulatory Change, 1980-1990*, Aldershot: Edward Elgar, 1995.

② Matthew Sherman, “A Short History of Financial Deregulation in the United States,” pp.9-10.

③ Donald Tomaskovic-Devey and Ken-Hou Lin, “Income Dynamics, Economic Rents, and Financialization of the U. S. Economy,” pp.538-559.

来历次对于金融管制法案的松动。放松金融管制为金融业在国家经济中进行财富转移(注意不是财富创造和积累)提供了机会,这一后果直接造成了到2008年时,美国金融业雇员的薪资已经高出其他部门60%。<sup>①</sup>

显然,金融业的高收入绝不仅仅只是与制造业拉开了差距,其拉开的是与整个美国社会的差距。雅各布·哈克(Jacob S. Hacker)和保罗·皮尔逊(Paul Pierson)把金融业所制造的收入不平等称为“赢者通吃”的政治(winner-take-all politics):即财富高度集中在少数人手中,富人与中产阶级的收入差距逐渐拉大,而且这一趋势已经持续了将近一代人的时间(大致从20世纪80年代开始)。<sup>②</sup>如此高的收入回报,使得金融专业在与其他经济部门竞争人才的过程中获得了绝对优势,吸引了更多的人才加入到这一行业。克劳迪娅·戈尔丁(Claudia Goldin)和劳伦斯·卡茨(Lawrence F. Katz)对哈佛大学毕业生职业变迁的一项跟踪统计表明,1970-1990年,新毕业生从事金融业的比例从5%上升到了15%。1970年毕业的学生里,在15年后有22%的人进入金融领域;1990年毕业的学生里,这一比例增加到了38%。其中女性的增加更为明显,1970年毕业的女性学生中15年后有12%选择金融业,而1990年的毕业生里这一比例增加到23%,几乎增加了一倍。<sup>③</sup>显然,这些人才涌入到金融领域之后又会进一步为金融领域的扩张与垄断(当然是制度性的)进行游说和讨价还价,进一步加剧了美国政府对金融化的推动。而这样的人才配置变化显然一定会从长远削弱美国制造业的创新能力和竞争力。

美国的金融化改变的还不仅仅是物质市场的回报,它还改变了整个美国的“地位市场(positional market)”的分配,因为进入金融部门的向上流动将更快,这把过多的人才吸引到了金融行业。而正如唐世平所指出的,对于一个社会的经济发展来说,地位市场的分配是至关重要的影响因素,因为一个不公平的地位市场将会瓦解个体向上流动的信心和动力。<sup>④</sup>这一过程的严重后果就是造成美国企业家和精英在才能上的“误配置”。按照威廉·鲍莫尔(William J. Baumol)的分析,企业家的才能可以大致划分为生产性和非生产性两类,这两类才能的配置情况将会对经济的创新和发展产生

① Donald Tomaskovic-Devey and Ken-Hou Lin, “Income Dynamics, Economic Rents, and Financialization of the U.S. Economy,” p. 553.

② Jacob S. Hacker and Paul Pierson, “Winner-Take-All Politics: Public Policy, Political Organization, and the Precipitous Rise of Top Incomes in the United States,” *Politics & Society*, Vol. 38, No. 2, 2010, pp. 152-205.

③ Claudia Goldin and Lawrence F. Katz, “Career and Family Life Cycles of the Educational Elite,” *The American Economic Review*, Vol. 98, No. 2, 2008, pp. 363-369.

④ Shiping Tang, “The Positional Market and Economic Growth,” *Journal of Economic Issues*, Vol. XLIV, No. 4, 2010, pp. 915-942.

非常关键的影响。华尔街金融寡头所建立的“华盛顿-华尔街走廊”是典型的非生产性行为(因为对政治的影响主要是为了寻租而不是制度和技术创新),企业家大多将自己的才能发挥在建立社会关系、庇护网络等寻租行为上,而当一个游戏规则将企业家的才能引导向非生产性行为时,带来的将是腐败和虚假繁荣,而不是真正的经济发展。<sup>①</sup>

到这里,我们的逻辑链条已经到了图1的塔底部分,即美国的过度金融化所带来的一系列后果,包括两个相互作用的过程:一是金融领域对其他领域的全面渗透,包括人力资源上人才从制造业和服务业向金融业的过度转移,在政治上华尔街开始成为对美国政治影响最大的利益集团,<sup>②</sup>在文化上形成全民投资的物质主义/消费主义心理倾向以及“投资人社会”的出现;<sup>③</sup>二是其他经济部门对金融业形成了不对称的权力依赖,华尔街成为非金融部门融资的最佳途径,实体经济所创造的每一分钱都要经过华尔街之手,<sup>④</sup>结果是其利润在整个国民经济中的比重不断下滑,美国制造业的竞争力在这一过程中受到严重影响。

这个相互作用的过程并不是一蹴而就的,<sup>⑤</sup>在2007年,克雷格·梅德伦(Craig Medlen)对于美国20世纪90年代的金融泡沫和2000年之后房价上涨的解释中就已经提出,金融业的资本扩张(通过兼并、收购、股份回购等方式),对“传统(old)”经济投资的低预期,工业与金融业相对平衡结构的动摇,是美国金融泡沫的根源所在,金融业本身就是最大的“泡沫制造机(bubble machine)”。<sup>⑥</sup>泡沫的出现,再加上石油价格的上涨和陷入伊拉克战争的泥潭,成为最终刺破泡沫的扳机,多种因素的集合给美国人带来了2008年金融危机。但是正如前文所述,这一系列现象其实只是“帝国的光环”的后果而已,它们可能是触发金融危机的直接原因,但并不是美国这样一个金融帝国爆发危机的根本原因。

① William J. Baumol, “Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive,” *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 5, 1990, pp. 893-921.

② 约翰逊把华尔街对华盛顿的影响称为“静悄悄的政变”。引自Simon Johnson, “The Quiet Coup,” pp. 1-14.

③ Gerald F. Davis, *Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America*, pp. 235-255.

④ 这也符合谢富胜、李安和朱安东的观察:美国金融业正成为一个在经济中越发具有特权的部门。参见谢富胜、李安、朱安东:《马克思主义危机理论和1975-2008年美国经济的利润率》,载《中国社会科学》,2010年第5期,第71页。

⑤ 其实在之前的研究中,甚至连放松监管和过度金融化的相互作用都很少被提到,它们一般被看做两个相互割裂的解释因素。

⑥ Craig Medlen, “The Bubble Machine: Relative Capital Valuation, Distributive Shares and Capital Gains,” *Journal of Economic Issues*, Vol. 41, No. 1, 2007, pp. 201-219.

## 四 数据来源与描述性证据

在这一部分,笔者将展示支持“帝国的光环”理论的经验证据,试图表明以下两点:(1)美国在1970年后确实吸引了大量的外国资本,事实上,美国是最大的外资净吸收国;(2)大量的外资流入是导致美国金融业收入和制造业收入之间的差距越来越大的重要因素之一。

### (一) 变量、测量与数据来源

笔者利用包括美国、英国、法国、德国、日本、加拿大和意大利在内的七个国家1970-2010年的面板数据,来验证本文理论中的关键环节——外资流入是否拉大了金融业与制造业的收入差距。之所以选择这七个国家,原因在于它们是七国集团(G7)的成员,是全球七个核心工业化国家,在20世纪70年代共同面临了一定的资本主义经济危机。在“帝国的光环”这一理论中,只有英国、法国、德国、日本、加拿大和意大利六个国家可以与美国的地位做些许比较,其他国家无论从国际影响力还是金融化的时间上来看,都无法与美国相比。另外,本文选择的时间跨度为1970-2010年,原因是这正好涵盖了从1971年美元与黄金脱钩到2008年金融危机爆发。

表1表明了所有变量的名称、测量和编码方式以及数据的来源。表2为所有变量的描述统计情况。

表1 变量一览表

变量名称	编码与测量方式	数据来源
因变量		
单位劳动力成本_金融业	Unit Labor Cost:financial and business service (level, ratio)	OECD
单位劳动力成本_制造业	Unit Labor Cost:manufacturing(level, ratio)	OECD
劳动力成本差距	劳动力成本(金融业)-劳动力成本(制造业)	作者计算
自变量		
外商直接投资_总量	FDI: net inflows (BoP, current USMYM)	Worldbank
外商直接投资_比率	FDI: net inflows (% of GDP)	Worldbank
有价证券投资_总量	Portfolio equity, net inflows(BoP, current USMYM)	Worldbank
有价证券投资_比率	有价证券投资_总量/当年GDP	作者计算
资本流入_总额	国外直接投资_总量+股票债券投资	作者计算
资本流入_比率	资本流入_总额/当年GDP	作者计算

续表 1

变量名称	编码与测量方式	数据来源
金融管制政策	虚拟变量(管制=0,放松=1)	作者设定
控制变量		
国民总收入(10亿美元)	GNI (current USMYM)	OECD
GDP 年增长率	GDP growth (annual %)	OECD
人口增长率	Population growth (annual %)	OECD
贸易_进口	Trade in goods (value)	OECD
贸易_出口	Trade in goods (value)	OECD
贸易_总额	贸易_进口+贸易_出口	作者计算
贸易_顺差	贸易_出口-贸易_进口	作者计算

资料来源:OECD 的数据来自:<http://www.oecd.org/statistics/>; Worldbank 的数据来自:<http://data.worldbank.org/>。

表 2 相关变量的描述统计

变量	N	最小值	最大值	均值	标准差
单位劳动力成本_金融业	283	0.019	0.819	0.407	0.205
单位劳动力成本_制造业	273	0.071	0.902	0.571	0.198
劳动力成本差距	268	-0.412	0.165	-0.158	0.120
外商直接投资_总量(log)	279	4.319	6.087	4.796	0.304
外商直接投资_比率	279	-1.080	11.14	1.275	1.775
有价证券投资(log)	247	3.411	5.929	4.722	0.281
有价证券投资_比率	248	-0.030	0.130	0.006	0.013
资本流入总额(log)	247	3.830	6.573	4.899	0.412
资本流入_比率	247	-0.023	0.213	0.020	0.026
国民生产总值(log)	287	4.443	9.589	7.042	1.126
GDP 年增长率	286	-5.527	8.414	2.476	2.269
人口增长率	287	-0.429	1.909	0.571	0.465
贸易_总额(log)	287	0.850	5.644	3.425	1.045
贸易_顺差(log)	287	3.462	4.805	4.576	0.168

注:(1)投资、贸易和国民生产总值的单位为十亿美元;

(2)对于变量贸易顺差(log)、FDI 流入量(log)、有价证券流入(log)、资本总流入(log),由于存在一定负值,因此分别加了常数 100,然后取对数;

(3)表中报告的是整体(overall)情况,没有分别报告组间(between)和组内(within)的均值和标准差。

## (二) 资本流入与行业收入差距:七国的描述性比较

在整理了所需要的全部数据之后,笔者发现,美国与其他六个发达工业国家相比较,在对外资的吸引力上有自己的独特优势。通过图3中七个国家四十多年来资本流入总量(外商直接投资加有价证券投资)年均值的比较,我们可以看出美国要远远领先于其他六个国家。

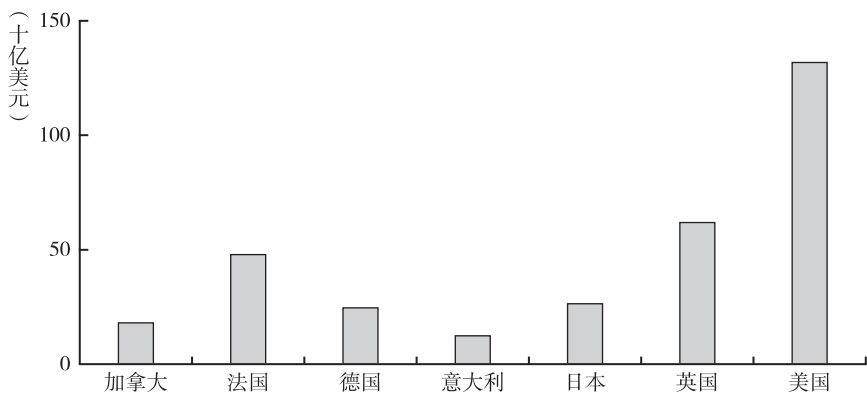


图3 1970-2010年七国资本总流入量均值比较

图4表明,在20世纪80年代之前有价证券的资本流入量上,七个国家的差距并不大,但是自80年代后期90年代初开始(也即美国金融监管的自由化开始后),美国的虚体资本流入量开始大规模飙升,这一趋势到2000年达到第一个顶峰(1936亿美元),随后经过三年的短暂下降(2001-2003年,这是网络泡沫破灭的时间),从2003年开始第二轮更为迅速的飙升,直到2008年金融危机爆发之前,达到了美国40年来(美元与黄金脱钩)的最高水平。而在另外六个国家中,唯一能与美国相媲美的就是英国,英国一直以来吸引虚体资本的能力就非常不俗,到2000年时甚至与美国达到了几乎一样的顶峰(1917.4亿美元),但是这之后英国的虚体资本流入开始逐渐下滑,再也没有达到与美国接近的水平。<sup>①</sup>

在了解过七个国家的资本流入情况之后,下面我们来看一下七个国家制造业和金融业劳动力成本40年来的变化情况。如图5所示,总体上来说,所有国家金融业的劳动力成本都在逐渐上升,但是在法国、德国、意大利、日本和英国,金融业的劳动

<sup>①</sup> 在吸引虚体资本的能力上,美国最终超过英国这一事实也间接支持我们的理论假设:当美国金融管制比英国紧得多的时候,英国还可以通过金融自由化吸引比美国更多的虚体资本。但是,一旦美国的金融自由化程度和英国的程度大致持平,美国的吸引力是英国望尘莫及的。



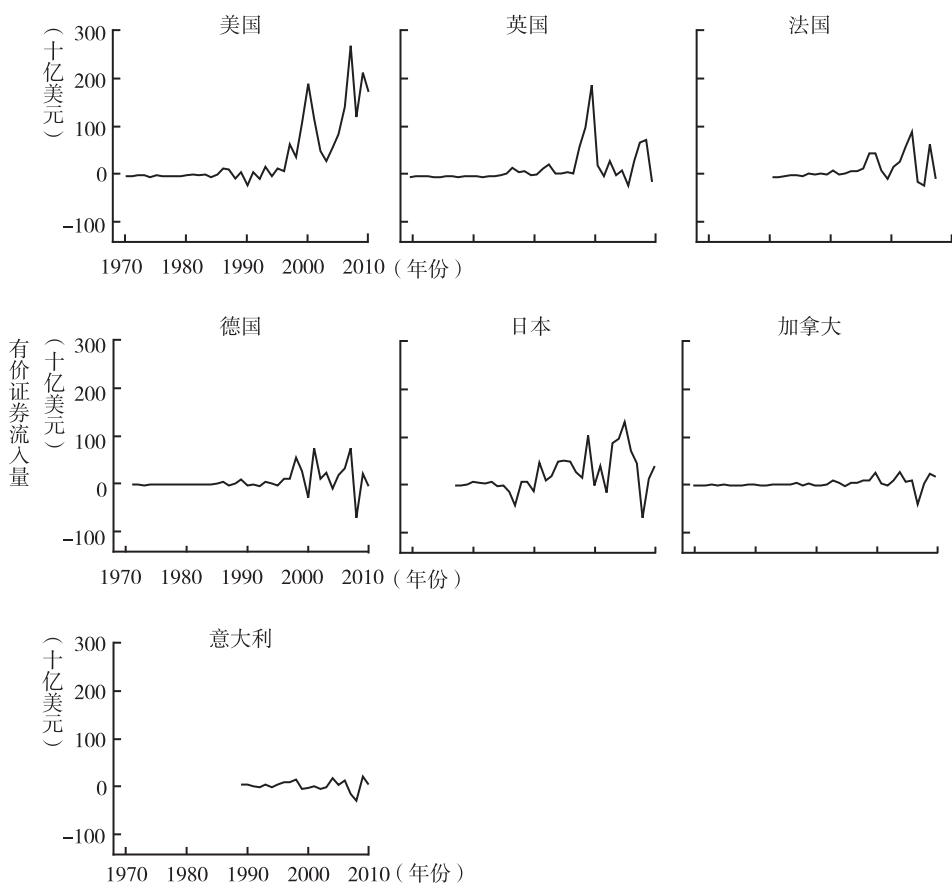


图4 有价证券投资流入七国比较

力成本始终没有超过制造业,虽然在大部分国家二者都在不断接近。只有美国和加拿大,金融业的劳动力成本最终超过了制造业。尤其是美国,其制造业的劳动力成本自20世纪90年代后还出现了下降,但是金融业的劳动力成本却一直处于上升趋势。图6展示了七个国家金融业与制造业劳动力成本差距的时间趋势,非常明显,1980年之后,美国的劳动力成本差距上升坡度最为陡峭。

## 五 回归检验结果

前文的数据描述表明美国作为一个帝国,确实有一些独特之处:它吸引了更多的外资流入,而且其经济的金融化程度(以金融业和制造业的劳动成本差距度量)也远高于其他发达资本主义国家。但是,美国对外资的吸引力是否是由美国的帝国地位导

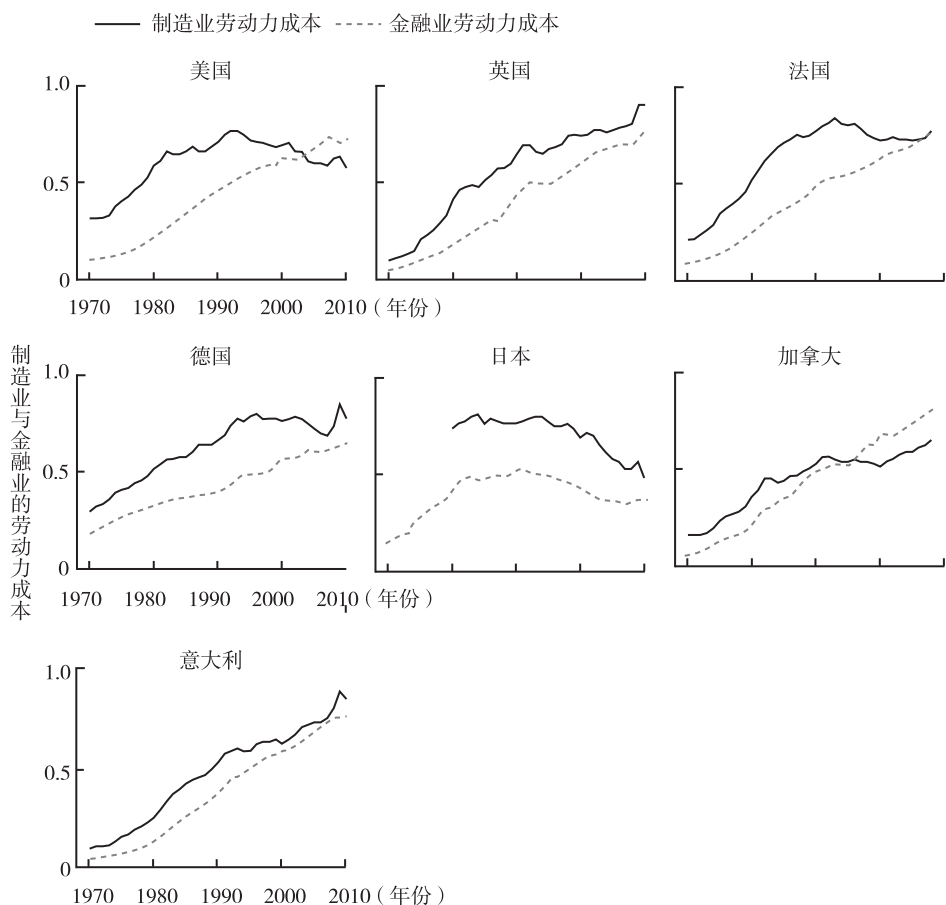


图5 七国金融业与制造业劳动力成本趋势图(1970-2010年)

致的呢?而美国经济的金融化程度如此之高,是否大量的外资流入是罪魁祸首之一呢?为了进一步回答这两个问题,我们在控制了人口增长、经济增长和国家金融监管程度等因素的条件下,对这两组关系进行了回归分析。

### (一) 帝国的光环:美国吸引外资的独特优势

在这个环节,我们主要考察美国的“帝国的光环”的影响,即美国在国际金融体系中的独特霸权地位会使美国获得更多的外资流入,即便在美国的经济地位相对下降后仍旧如此。

在这个部分,我们的核心因变量是资本的流入。依据惯例,我们将国外资本流入区分为外商直接投资和有色证券投资。其中 FDI 是最常使用的用来衡量国外资本流入量的指标,我们选取了外商直接投资的流入总量以及外商直接投资占当年国内生产

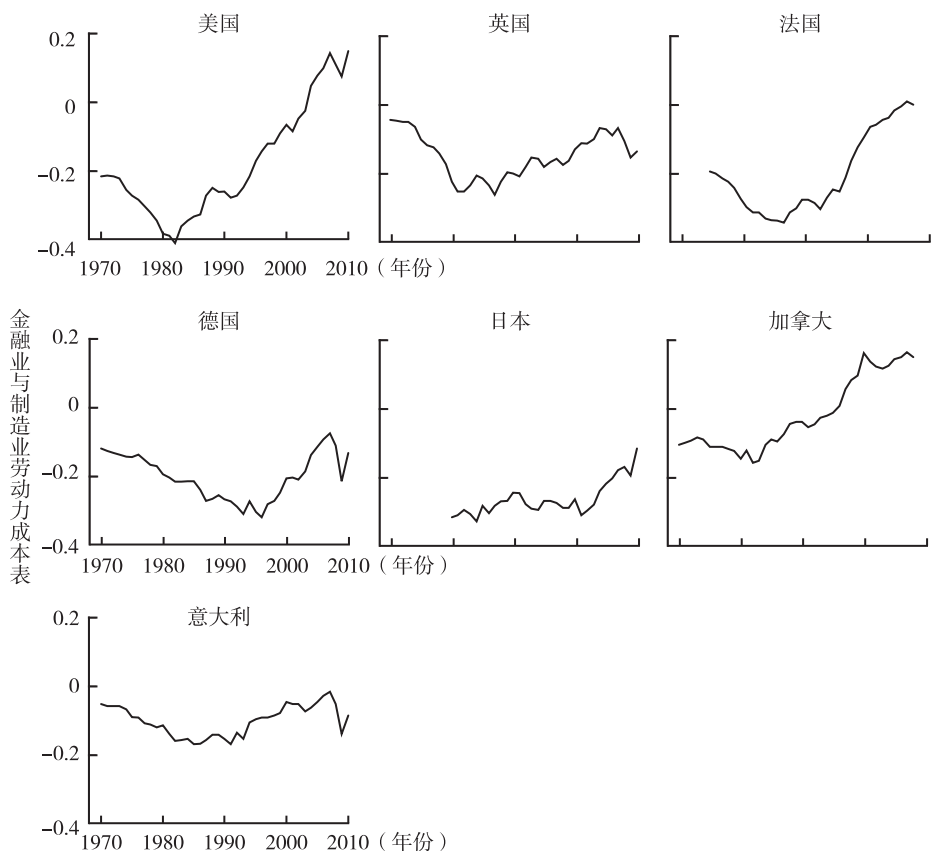


图6 七国金融业与制造业劳动力成本差距时间趋势图(1970-2010年)

总值(GDP)的比重。最后,我们将外商直接投资总量与有价证券投资总量相加,获得当年总体的资本流入量。<sup>①</sup>而核心自变量是“帝国(的光环)”。我们将美国的独特地位用虚拟变量来表示:美国为1,其他国家为0。为了呈现制度变迁对工资差距的影响,我们还增加了一个年份的虚拟变量——是否放松金融管制(放松金融管制为1,否则为0)。前面已经提到,虽然美国国会1999年通过的《金融服务现代化法案》正式终结了对金融业进行管制的《1933年银行法》,但实际上从1995年开始后者就已经名存实亡了,<sup>②</sup>因此

① 关于对资本流入变量的选取和对资本流入总额的计算方法,详细情况参见 Laura Alfaro, Sebnem Kalemli-Ozcan and Vadym Volosovych, “Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions,” in Sebastian Edwards, ed., *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, Chicago: University of Chicago Press, 2007, pp.19-71。

② 有资料表明,从1995年开始,“货币审计署署长路德维希(Eugene A. Ludwig)批准在小城镇中的国家银行可以出售保险”。参见 Jill M. Hendrickson, “The Long and Bumpy Road to Glass-Steagall Reform: A Historical and Evolutionary Analysis of Banking Legislation,” p.864。

我们把1995年作为金融管制和自由化的分水岭。而英国对金融管制的放松更早,始于20世纪80年代英国首相撒切尔夫人对英国金融业进行的一系列被称为“大爆炸(Big Bang)”的自由化政策改革,<sup>①</sup>本文选取1981年作为英国放松管制的分水岭。而其他五个国家对于金融业的管制放松都相对较晚,2001年之后才开始有所变革,因此把2001年作为它们编码的分水岭。

我们推定:美国的帝国地位对于它吸引外资是有利的,而金融管制的放松同样会增加外资的流入。这两个变量的叠加项应该更加刺激外资的流入。在具体的回归操作上,我们遵循詹姆斯·雷(James Lee Ray)的建议,<sup>②</sup>即首先考察独立核心解释(自)变量对因变量的影响,之后再加上控制变量以检验稳定性。

我们的主要控制变量是:经济总量、经济增长率、贸易顺差(贸易出口总额-贸易进口总额)和贸易总额(贸易出口总额+贸易进口总额)。本文推定:(1)经济总量越大,外资流入应该越大;(2)经济增长率越高,外资流入应该越大;(3)贸易总额对资本流入的影响可能是不确定的。(4)一个国家的贸易顺差越大,则意味着一个国家的资本存量更多,资本的成本较低,因而越不容易吸引大量的外资。

在具体的模型选择上,由于“帝国”是一个以国家为单位的类别变量,固定效应模型不再适用,因此我们分别报告了稳健回归的OLS模型(控制异方差)和带Newey-West标准误的模型(控制自相关),其中Newey-West模型设定滞后期3年。表3和表4显示了这部分的定量分析结果。

在表3中,我们先分别检验“帝国的光环”和“对金融管制的放松”对资本流入的独立影响。检验结果表明,这两个变量都各自独立地显著( $p < 0.01$ )促进资本的流入(模型1、模型3、模型5)。再加入控制变量后,这两个变量仍然对资本的流入有显著的促进作用(模型2、模型4、模型6)。

在表4中,我们将“帝国的光环”和“对金融管制的放松”两个虚拟变量相加,形成一个新的变量,其中既没有帝国光环也没有放松管制的年份编码为0,只放松管制或者只具有帝国光环的年份编码为1,同时具有帝国光环和放松管制的年份为2,来进一步检测这两个变量对资本流入的影响。而鉴于帝国的光环有可能是通过导致贸易逆

<sup>①</sup> 例如,1981年,储备资产比率(12.5%)和最低贷款利率被取消。1982年,对消费信贷的限制被取消。参见江时学:《论英国的金融监管》,载《欧洲研究》,2009年第6期,第1-15页。

<sup>②</sup> James Lee Ray, “Explaining Interstate Conflict and War: What Should Be Controlled for?” *Conflict Management and Peace Science*, Vol. 20, No. 1, 2002, pp. 1-30. 类似的建议参见 Christopher L. Achen, “Toward a New Political Methodology: Microfoundations and ART,” *Annual Review of Political Science*, No. 5, 2002, pp. 423-450; Christopher L. Achen, “Let’s Put Garbage-Can Regressions and Barbage-Can Probits Where They Belong,” *Conflict Management and Peace Science*, Vol. 22, No. 4, 2005, pp. 327-339.

表3 OLS 稳健回归

	模型1 FDI(log) (OLS)	模型2 FDI(log) (OLS)	模型3 Equity(log) (OLS)	模型4 Equity(log) (OLS)	模型5 资本流入总量 (log)(OLS)	模型6 资本流入总量 (log)(OLS)
帝国 (帝国=1)	0.365*** (4.86)	0.203*** (4.43)	0.199*** (3.15)	0.094* (1.67)	0.405*** (4.14)	0.175*** (2.72)
金融管制 (放松=1)		0.131*** (3.55)		0.072* (1.71)		0.186*** (3.69)
GDP 增长率		0.012** (2.14)		0.004 (0.53)		0.014 (1.60)
人口增长率		0.075*** (2.85)		0.009 (0.27)		0.080* (1.95)
GNI(log)		-0.075*** (-2.95)		0.014 (0.32)		-0.019 (-0.39)
贸易总量 (log)		0.816*** (5.37)		0.302 (1.27)		0.822*** (3.11)
截距	4.742*** (324.9)	1.124* (1.94)	4.689*** (278.7)	3.045*** (3.52)	4.832*** (216.89)	0.742 (0.76)
r <sup>2</sup>	0.18	0.59	0.07	0.23	0.13	0.51
N	279	279	247	247	247	247
F	23.6	35.5	9.95	9.73	17.1	33.0

注:括号中为t值;\* p<0.10,\*\* p<0.05,\*\*\* p<0.01。

差而导致资本的流入(比如,因为帝国通常需要提供一些“公共产品”而容易累积贸易逆差),我们还检验了这一可能的因果链条(模型7)。结果显示,帝国光环与贸易顺差额之间呈现高度负相关,在控制了控制变量后依然如此(模型8)。也就是说,贸易顺差是介于“帝国的光环”和“外资流入”之间的一个中间变量。因此在后面的其他模型中,不再控制贸易顺差。接下来的检验结果同样支持我们的理论推断。“帝国的光环”和“对金融管制的放松”的叠加项则显著刺激资本的流入(模型9、模型11、模型13)。而且,这一刺激效果在控制一些控制变量后依旧显著(模型10、模型12、模型14)。

## (二)“帝国的光环”的后果

在这个环节,我们主要考察“帝国的光环”的后果,即:大量的外资流入对美国经济的影响,特别是对金融业和制造业的影响。

表 4 Newey-West 标准误(Newey-West standard errors) 回归

	模型 7 贸易顺差 (log)	模型 8 贸易顺差 (log)	模型 9 FDI (log)	模型 10 FDI (log)	模型 11 Equity (log)	模型 12 Equity (log)	模型 13 资本总流入 (log)	模型 14 资本总流入 (log)
帝国+ 金融管制	-0.155 ** (-2.85)	-0.912 *** (-4.66)	0.335 *** (6.44)	0.152 *** (3.89)	0.186 *** (3.58)	0.078 ** (1.99)	0.416 *** (5.87)	0.183 *** (3.32)
GDP 增长率		-0.005 (-1.57)		0.013 ** (2.45)		0.004 (0.56)		0.014 (1.51)
人口增长率		-0.077 ** (-2.49)		0.092 ** (2.59)		0.015 (0.36)		0.077 (1.53)
GNI(log)		0.025 (0.81)		-0.059 * (-1.88)		0.020 (0.47)		-0.022 (-0.42)
贸易总量 (log)		-2.69 (-1.14)		0.765 *** (3.64)		0.287 (1.18)		0.830 ** (2.58)
截距	4.649 (333.04)	5.835 *** (6.07)	4.633 *** (257.4)	1.25 (1.50)	4.619 *** (210.2)	3.08 *** (3.24)	4.670 *** (147.3)	0.725 (0.58)
Lag	3	3	3	3	3	3	3	3
N	287	286	279	279	247	247	247	247
F	8.15	4.64	41.5	18.3	12.8	5.42	34.4	17.3

注:括号中为 t 值; \*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ 。

在这里,我们的因变量为“劳动力成本差距”,即用金融业的单位劳动力成本减去制造业的单位劳动力成本。这里之所以选取“单位劳动力成本(ULC)”,原因首先在于其可获得性。OECD 的数据库中较为完整地提供了我们所需要的七个国家自 1970 年到 2010 年的连续数据,OECD 对单位劳动力成本的定义为:“每单位经济产出的平均劳动力投入成本,通过计算相对于实际产出的劳动力成本总量的比率来获得。”<sup>①</sup>因此劳动力成本的范围大于工资,不仅包括以货币形式表现的工资和薪金,还包括以物质或非物质形式表现的福利,如实物发放、社会保障、技术培训等,因此劳动力成本其实更为准确地反映了对劳动力的投入总量。

本文的核心自变量为美国所吸引到的国外资本,分别由上面提到的三个不同的指标所度量。在下面的回归模型中,笔者将分别检验这几个不同指标对劳动力成本差距的影响。

<sup>①</sup> <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=2809>, 登录时间:2013 年 3 月 18 日。

本文理论的核心推论是:有价证券投资将推高劳动力成本差距。而 FDI 与劳动力成本差距之间的关系是不确定的:一方面,FDI 通常流向制造业,所以有可能降低劳动力成本差距;但另一方面,即便是 FDI 进入美国,也有可能因为金融业的虚高利润,被用于从事金融业的投资。总体的资本流入量应该推高劳动力成本差距。除此之外,我们还推论:对金融管制的放松也将推高劳动力成本差距。

最后,本文选取了各国逐年的人口增长率、国民生产总值、GDP 增长率以及贸易情况作为控制变量。<sup>①</sup> 我们推定,人口增长率大致体现了劳动力增长率,而劳动力供给越充沛,则劳动力的议价权越低,因而会倾向于缩小劳动力成本差距。相反,GDP 增长率越高,表明经济越活跃,因而投资者都更愿意冒更大的风险,因而容易推高金融业和制造业之间的劳动力成本差距。

表 5 资本流入(总量)与劳动力成本差(普通固定效应模型)

	模型 15 劳动力 成本差(FE)	模型 16 劳动力 成本差(FE)	模型 17 劳动力 成本差(FE)	模型 18 劳动力 成本差(FE)	模型 19 劳动力 成本差(FE)	模型 20 劳动力 成本差(FE)
FDI(log)	0.218*** (12.6)			0.155*** (8.22)		
有价证券 (log)		0.137*** (6.15)			0.076*** (3.85)	
资本总流入 (log)			0.152*** (10.8)			0.100*** (6.71)
人口增长率				-0.058*** (-3.29)	-0.060*** (-2.91)	-0.064*** (-3.32)
GDP 增长率				0.005** (2.31)	0.005** (2.14)	0.005** (2.09)
金融管制 (放松=1)				0.075*** (6.50)	0.115*** (9.73)	0.085*** (6.85)
截距	-1.203*** (-14.5)	-0.807*** (-7.64)	-0.905*** (-13.1)	-0.908*** (-10.3)	-0.539*** (-5.78)	-0.655*** (-9.17)
R <sup>2</sup>	0.38	0.14	0.34	0.49	0.41	0.47
N	267	240	240	267	240	240
rho	0.59	0.48	0.57	0.68	0.64	0.67
F	160.0	37.9	117.6	61.6	39.0	50.9

注:括号中为 t 值; \* p<0.10, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01。

<sup>①</sup> 这些数据在国际数据发布平台上的来源非常多,相互之间有略微的出入,为了保持与其他变量数据来源的一致性,我们依然使用 OECD 公开发布的数据。

表 6 资本流入(比重)与劳动力成本差(普通固定效应模型)

	模型 21 劳动力 成本差(FE)	模型 22 劳动力 成本差(FE)	模型 23 劳动力 成本差(FE)	模型 24 劳动力 成本差(FE)	模型 25 劳动力 成本差(FE)	模型 26 劳动力 成本差(FE)
FDI(% GDP)	0.023 *** (6.50)			0.013 *** (4.07)		
有价证券 (% GDP)		1.301 ** (2.59)			0.231 (0.55)	
资本总流入 (% GDP)			1.496 *** (5.74)			0.729 *** (3.10)
人口增长率				-0.055 *** (-2.89)	-0.063 *** (-2.97)	-0.066 *** (-3.19)
GDP 增长率				0.005 ** (2.08)	0.005 ** (2.03)	0.004 * (1.71)
金融管制 (放松=1)				0.112 *** (9.91)	0.127 *** (10.7)	0.115 *** (9.49)
截距	-0.188 *** (-26.5)	-0.166 *** (-23.6)	-0.189 *** (-23.5)	-0.194 *** (-15.0)	-0.185 *** (-12.4)	-0.190 *** (-13.0)
r <sup>2</sup>	0.14	0.028	0.12	0.39	0.37	0.39
N	267	241	240	267	240	240
rho	0.40	0.41	0.41	0.62	0.62	0.62
F	42.3	6.72	32.9	41.8	33.3	36.9

注:括号中为 t 值; \* p<0.10, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01。

我们首先分别对所需要检验的所有模型做了固定效应和随机效应检验,豪斯曼检验的结果强烈支持使用固定效应模型,而非随机效应模型。因此在表 6 中我们只报告了固定效应模型的结果。

结果显示,无论是 FDI 的净流入量、FDI 占 GDP 的比重、有价证券流入量,还是资本总流入量,都对金融业和制造业的单位劳动成本差额构成显著影响。由于我们计算劳动力成本差额是用金融业减去制造业单位劳动力成本,因此四个核心自变量的系数符号为正就表明外资流入确实如我们在理论中所推断的那样,拉大了金融业



与制造业的劳动力成本差距。另外,在所有的模型中,关于金融管制程度的虚拟变量也在最高水平上显著,且符号为正,这也验证了我们理论中所指出的,对金融管制的放松拉大了金融业与制造业的收入差距。另外,在所有的模型中,FDI 总量和 FDI 相对 GDP 的比例也都推高了金融业与制造业的劳动力成本差距。这也印证了我们其中的一个推论:在金融业利润居高不下的情况下,许多 FDI 可能也会被转移到金融业里。

### (三)美元霸权:缓释型的毒药?

至此,我们已经充分展示:“帝国的光环”为美国在 1971 年后依旧吸引了巨额的外资流入,而大量的外资流入增加了美国放松金融管制的压力,金融管制的放松导致了美国的过度金融化以及制造业与金融业比例结构的严重失衡。这些因素共同构成了引爆 2008 年美国金融危机的火药桶。

在 2008 年金融危机之后,美国学术界的一个普遍反应是,美国有这么多优秀的经济学家,为什么无法预测危机的到来?一种解释是经济学家也成为华尔街金融活动的利益卷入者,因此无法客观看待华尔街所正在发生的事情。但我们认为更为重要的原因在于,这场危机的真正根源并不能从经济学或者金融学所讨论的问题中直接得出。美国金融危机的爆发,根本原因不是国家宏观经济政策和金融监管存在的技术上或者制度上的纰漏,也不是少数银行家与华盛顿政客的共谋所能制造出来的,而是美国一如既往地在全球寻求霸权地位的国际战略的客观结果。

在布雷顿森林体系解体后,美元虽然不直接与黄金挂钩了,但是在之后的时间里,美国寻求的是让美元成为全世界最大的储备货币,而且从目前全世界的外汇储备量来看,它确实做到了。正如廖子光(Henry C. K. Liu)在批评美元霸权时所说的:“国际贸易的现状是,美国生产美元,世界其他国家生产美元可以购买的产品。”<sup>①</sup>在美元霸权下,其他国家在国际贸易活动中寻求的不再是比较优势,而是转向竞争基于美元的积累和储备,以稳定本国货币的国际汇率。美元虽然已与黄金脱钩,但是美国幻想的是通过美元霸权战略使得美元本身就是“黄金”。

美国人还没有清醒地意识到,也许美元霸权对于美国来说是一剂毒药——“帝国的光环”带来的不仅仅是大量的资本流入,也带来了为这些资本升值的压力。大量的外资流入首先改变了美国的金融业(对利润的追求更加肆无忌惮),进而改变了美国

<sup>①</sup> Henry C. K. Liu, “US Dollar Hegemony Has Got to Go,” *Asia Times*, April 11, 2002, <http://www.atimes.com/global-econ/DD11Dj01.html>, 登录时间:2013年6月16日。

政府对于金融业的看法(进一步放松管制可以让金融业获得更高的利润),最后改变了美国社会(只有与金融沾边才能实现“美国梦”)。

## 六 结论

本研究基于历史制度主义的视角,批判性地建立在才能配置理论之上,为解释2008年美国金融危机的爆发提出了一个新的理论——“帝国的光环”理论。这一研究至少具有以下理论价值:首先是强调制度分析的重要性,我们认为银行家的贪婪、金融寡头与政客的共谋、美国社会的投资狂热等都是非常表层的因素,这背后其实是复杂的制度演化过程,只有通过历史制度的分析才能更为充分地理解美国今天的金融化现状。其次是对国际因素的重视,在我们的理论中,自始至终强调美国金融化的过程是与美国在全球寻求美元霸权地位的国际战略息息相关的,对美国金融危机发生学的思考如果单纯考虑国内因素的话,只能走到死胡同里去。

本文的研究结论对国际金融体系和中国的经济战略都有一定的政策意义。就国际金融体系来说,任何一个以核心国家的主权货币为支撑的单一储蓄货币体系都是不稳定的,我们的目标是结束任何单一货币的霸权。对中国来说,必须审慎地进行金融化,要通过制度设计,保持金融业的收入不能与其他行业差距过大,以防止人才向金融业过度转移。

[收稿日期:2014 - 01 - 16]

[修回日期:2014 - 02 - 19]

[责任编辑:主父笑飞]