

# 金融制度创新与经济增长：新视角<sup>①</sup>

姜南林

(北京工商大学, 北京, 100037)

**内容摘要:** 金融发展与经济增长关系的研究一直是宏观经济增长理论和金融发展理论研究的重点内容之一。金融发展水平的差异不仅仅是金融技术的差异,更是包含金融技术和制度约束的广义金融制度的差异,这种广义的金融制度的本质是金融理念。金融制度创新是推动经济增长的根本动力之一,并且金融制度创新是一个金融理念不断更新的过程。本文从金融理念差异的角度分析了金融部门在经济增长中的理论作用,并对中国案例作了一个简单的实证分析。

**关键词:** DCF模型 经济增长 金融发展 金融制度创新

## 一、引言

金融发展与经济增长关系的研究一直是宏观经济增长理论和发展金融理论研究的重点内容之一。宏观经济学家从劳动投入、资本投入、知识投入等角度细致、深入地研究经济增长的来源和人均收入差异的根本原因。从资本投入的角度来讲,宏观经济学家研究储蓄与经济增长的关系,而这些内容与金融领域密切相关。研究金融发展理论的经济学家直接从金融发展的角度解释经济增长理论的核心问题。研究金融发展与经济增长关系的视角有很多,比如从货币化与金融深化等角度分析金融对经济增长的重要影响,从研究金融结构的变化到金融发展,进而分析金融发展与经济增长关系,以及从历史数据的考察研究金融发展与经济增长的关系(Rousseau, 2002)等等。

本文欲从一个新的视角分析金融发展与经济增长的关系。金融发展不仅仅包括金融工具、市场的演进以及金融结构的变化,还包括宏观层次上金融制度的创新。金融发展水平延伸到金融制度层次,就是一个在时间和空间上都很抽象的概念,而抽象概念的阐释在起步阶段更多地依赖于理论演绎方法,因此,从金融制度创新的角度研究金融发展与经济增长的关系就必须站在“理论视角”。当然,研究金融制度创新与经济增长的关系是一个浩大的工程,仅仅依靠一篇论文是无法全面、深入阐述清楚这个主题的,因此,本文集中于为这一主题的分析提供一个理论框架,期望引出后续的深入研究。

## 二、相关文献的简单综述

### (一) 关于金融发展与经济增长之间关系的早期研究成果

熊彼特早就提出较发达的金融体系有利于减少信息不对称和降低交易费用,因此影响投资决策、储蓄水平和技术创新,进而促进经济增长(何德旭、王朝阳, 2005)。爱德华·肖在 20 世纪 60 和 70 年代分别提出金融能够将储蓄转化为投资而提高生产投资水平和金融抑制不利于经济增长的观点,并且关于金融抑制阻碍经济增长的观点也被麦金农于 1973 年所论证。在实证分析方面,戈德史密斯考察世界范围内的金融发展和经济增长数据,提出金融结构的变化对经济增长具

<sup>①</sup> 本文是在申报国家社科基金课题“构建支持我国自主创新能力体系的金融制度安排”的过程中形成的想法。感谢耶鲁大学陈志武教授,他的关于“金融发展、经济增长与社会福利”的讲座(中国人民大学黄达——蒙代尔讲座之杰出华人学者系列讲座之一,2006年3月12日)启发了本文的写作;感谢北京工商大学经济学院杨德勇教授提供的指导以及周清杰副教授提出的建议。当然,本文观点仅代表我个人,因此文责自负。

有推动作用的观点；自此之后，金融发展与经济增长之间关系的实证研究有了很大进展。

国内学者则主要借鉴国外金融发展理论研究成果分析中国具体问题，得出了有价值的相关结论（何德旭、王朝阳，2005），这些结论包括：金融适度发展是经济实现最优增长的必要条件，金融抑制或金融过渡均会损害中国经济增长；中国金融规模和金融效率与经济增长同时存在双向因果关系。而何德旭和王朝阳（2005）基于金融业作为一个产业的事实，分析了金融业在创造经济增加值时给经济增长带来的直接推动作用。

周立（2003）受到默顿的金融功能观的启发，对金融发展与经济增长的早期研究成果进行综述，概括了五大金融功能对经济增长的促进作用，这五个金融功能分别是：风险管理功能；信息揭示功能；公司治理功能；动员储蓄功能；便利交换功能。他还提出金融发展理论研究中应注意的两个问题：一是对金融结构差异和法律传统差异的理解；二是对经济对金融体系发展的影响的思考。

## （二）关于金融发展与经济增长之间关系研究的新进展

考察世界范围内金融发展史资料以论证金融发展与经济增长之间的关系成为金融发展理论研究的新进展。

Rousseau（2002）运用标准的实证宏观经济学分析工具考察了现存的历史时间序列数据是如何支持经历了多次“金融革命”的金融部门在实体经济中的作用的，分析的案例包括1600-1794年荷兰共和国的历史、1700-1850年英国的历史、1790-1850年美国的历史以及1880-1913年日本的历史，认为金融工具、金融制度和金融市场的出现在促进贸易和商业活动以及工业化方面起着中心作用。

陈志武（2006）通过世界经济史和金融史的考察，回答了现代国家如何致富的问题。他认为在过去，一个国家或地区或者一个国家的居民可以通过勤奋，以及可以利用地大物博的土地资源和其他非土地的自然资源致富，但是，自第一次工业革命以来，国家或居民的致富更多的来源于科学技术，而国家或居民之间的贫富差异又更多的来源于金融技术的差异。科学技术的外溢性很强，可以促进整个世界的财富的增加，但是，金融技术相对来讲具有较低的外溢性，其中的原因是金融技术的背后蕴藏着先进的金融理念，而理念这种本质性的东西是很难模范的，因此，他认为现在看来各国人均收入的差异更多的来源于金融技术的差异，并且金融技术创新是经济增长、社会福利趋向合理化的必要架构。

## （三）小结——金融制度创新与经济增长

自经济学家研究发展中国家金融深化、金融自由化与经济的关系以来，以研究金融发展与经济增长的关系，尤其是发展中国家的金融与经济增长的关系为主要内容的金融发展理论取得丰硕的研究成果。这些研究成果进一步证实了金融对经济增长的重要影响。但是，现有的大部分相关研究均存在对金融发展水平的理解比较片面的问题。现有研究将金融发展仅仅理解为金融工具、市场的演进和金融结构的变化，因此，分析金融对经济增长的促进作用的思路仍然拘泥于金融发展的表象，而没有看到宏观层次上金融制度对经济增长的重要影响。Rousseau（2002）从四国经济史研究中发现金融制度的出现对经济增长的促进作用。顺此逻辑推理下去，我们有理由相信经济增长与金融制度差异存在相关关系，换句话说，金融制度的创新有可能是经济增长的根本动力之一。

本文在已有研究的基础上，将分析思路扩展到金融制度的层次，进一步丰富对金融发展水平的理解，并且从理论上阐述金融制度创新是如何促进经济增长的。金融发展水平的宏观层次是金融制度的创新。而金融制度的内涵不仅包括法律环境、金融监管制度等成文的内容，还包括社会

信用文化、金融理念等不成文的内容。本文仅仅将金融制度局限于金融理念的范畴，研究金融制度创新与经济增长之间的理论关系。

### 三、经济增长影响因素的理论分析——金融视角

经济增长实际上就是生产的增长，而商品和服务的生产需要投入，这些投入实际上可以划分为三类，即劳动投入、资本投入和技术投入。因此，经济增长实际上受到劳动投入、资本投入和技术投入的影响，并且从金融的角度来讲，资本投入需要不断增加资本积累；技术投入又需要有研发资金、技术研发人才和支持技术创新的金融制度的投入。如图 1 所示。

从传统的金融视角来看，研究金融部门在促进经济增长方面发挥的作用，实际上就是要研究如何增加资本积累，从而增加资本投入，进而增加生产，促进经济增长。伴随金融业的不断发展，以及人们对内生经济增长理论对技术的角色的研究成果的肯定，传统的金融视角的内容也不断得到丰富，金融学家看到了风险投资在为技术创新提供研发资金，进而促进技术进步，提升经济增长质量方面的重要作用。但是，传统的金融视角仍然离不开横向的资金融通的眼光，并没有考虑到资金在时间轴上的配置。因此，将资金的配置延伸到不同时间段上的分配可以为分析金融对经济增长的促进作用提供一个新的视角。

资金配置始终都牵涉到分配问题，资金的配置不仅包括在同一时间不同主体之间的配置，还包括在同一主体不同时间上的配置。本文的分析突破“资金在空间上”的配置的局限，进一步拓展资金在空间分布上的深刻含义。本文还考虑到了金融技术以及相应制度对技术创新的影响，进而为分析金融发展与经济增长的关系提供新的分析思路。

金融制度对技术创新的支持是一个不断演化的过程，因此，金融制度需要不断进行创新才能不断促进科学技术的不断进步，进而在根本上提高经济增长的动力。

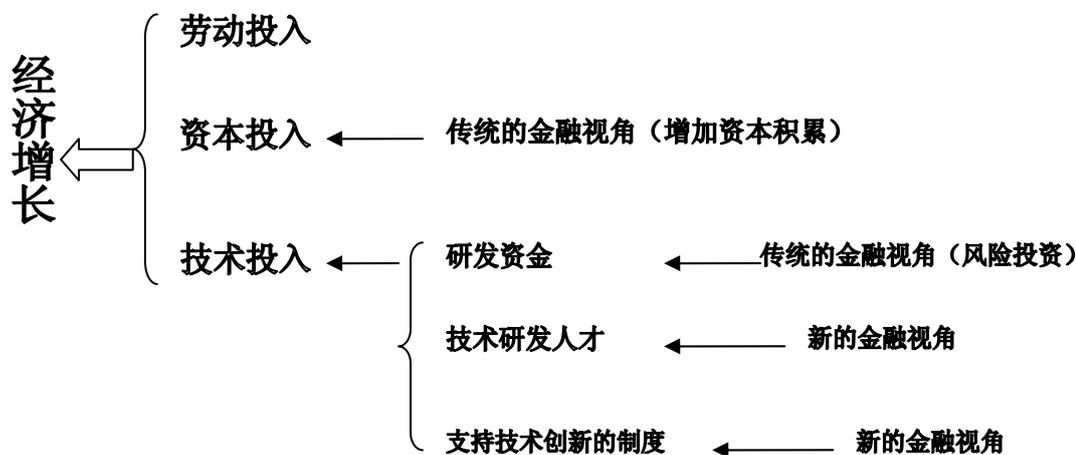


图 1 金融视角的经济增长影响因素图

### 四、金融制度创新与经济增长关系的理论分析

#### （一）金融制度创新的内涵

传统的金融学的定义是指研究资金融通的学问，并且这种融通是横向的不同经济主体之间的资金融通，强调的是如何将资金从盈余方配置到稀缺方，从而提高资金配置效率。

但是，本文的金融学的内涵不仅包括上述的横向的不同经济主体之间的资金融通，还包括纵向的同一主体不同时期收入的资金融通。后者的含义可以从下述的例子中得到理解：作为一名技

术人员，当他拥有一项专利（假设该专利具有显著的应用价值）时，我们有理由相信他在未来有机会获得一笔由转让或出售该专利而获得的经济收入，但是他现在并没有收入，那么，这时候他是否可以凭借一种金融手段将他未来的收入变为现在的收入呢？本文认为，金融学不仅包括横向之间的资金融通，还包括纵向之间的资金融通，并且认为二者是相辅相成的。上述的那些金融手段包括以专利为基础发行证券（然后变现）等。但是，这里出现一个问题，就是如何保证有人购买上述发行的证券。

要想促进将未来收入变现的事业的发展，必须使人相信上述发行的证券能够给持有人带来未来的收入。虽然由于实际经济生活中总是充满不确定性，我们每个人都无法 100% 的肯定这些证券肯定能够带来预期的收入。这时候就需要有一个共同的信念来支撑人们的判断，而共同信念的形成需要有科学的依据去进行说教，并且在制度上能够保证这种信念的持久影响。金融学家和金融立法者从两个方面解决了这个问题：首先是在技术上构建了 DCF 模型；其次是在制度上对发行证券的人进行约束，尤其重要的是信息披露制度和投资者的保护制度。

DCF 模型实际上是一项资产的价值在于其未来带来的收入的理念的反映。DCF 模型认为一项资产的价值来源于三个方面，金融证券也是一项资产，它的价值也来源于三个方面：第一，该证券未来获得的现金流入；第二，该资产获得现金流入的过程中存在的风险；第三，货币的时间价值。因此，DCF 模型的定价公式为：

$$P = \sum \frac{FCF_t}{(1+r_t)^t} \quad (1)$$

上式中， $P$  是指某项证券的价值， $FCF_t$  是指  $t$  期的自由净现金流， $r_t$  是指  $t$  期的贴现率， $t$  可以是有限期限，也可以是无限期限。

从(1)式中可以看出， $FCF_t$ 、 $r_t$ 、 $t$  分别对应的是证券价值来源的三个方面。但是作为深入分析的必然反映，我们必须进一步阐释自由净现金流如何计算，贴现率如何估计等问题的含义。然而对这些问题的深入分析不是本文的主题。并且关于制度约束的内容将在本部分第（二）节进行阐述。

因此，一个成熟的金融理念就是投资者相信这种定价技术，并且它也会按照这一定价技术对资产进行定价。在这一信念的基础上，相关的制度约束保证人们的信念的持久性，从而形成一种社会文化。这样，一个好的金融制度就有了先进的思想基础。

因此，金融制度的本质是一种金融理念，既包括一套具有科学依据的定价技术，也包括一套完善的制度约束，跨越的学科包括法律、政治学、社会学等。金融制度创新就是上述理念不断形成的过程，金融制度的继续创新可以看作是上述理念的不断完善。Rousseau（2002）关于世界金融史的研究对此提供了证据。

## （二）金融制度创新对经济增长的作用的理论分析

通过上文的分析我们发现，金融制度对经济增长的重要作用来源于人们对未来能够获得正的现金流入具有一个共同的信念。这又有两个方面的含义：一是一种具有科学基础的金融定价技术受到人们的普遍信赖，这就是上述 DCF 模型的重要意义；二是防止某些蓬齐分子利用人们的这一信念进行欺诈，建立必要的制度以保护处于信息劣势地位的投资者。

图 2 描述了金融制度创新对技术创新的两条途径，是对图 1 的进一步细化。一个成熟的金融理念，并且具有配套的制度约束保障这一信念的延续，等价于构建了一个好的金融制度。一方面，为技术研发人才提供充分的激励机制，提供一种便于将未来收入贴现到现在的金融工具；另一方面，构建完善的金融中介服务制度，在制度上保证技术创新成果不会被他人无偿占有，从而促进技术创新。

金融制度创新促进技术创新，从而增加技术投入，提高经济增长的效率和质量。这就是金融制度创新促进经济增长的理论视角。

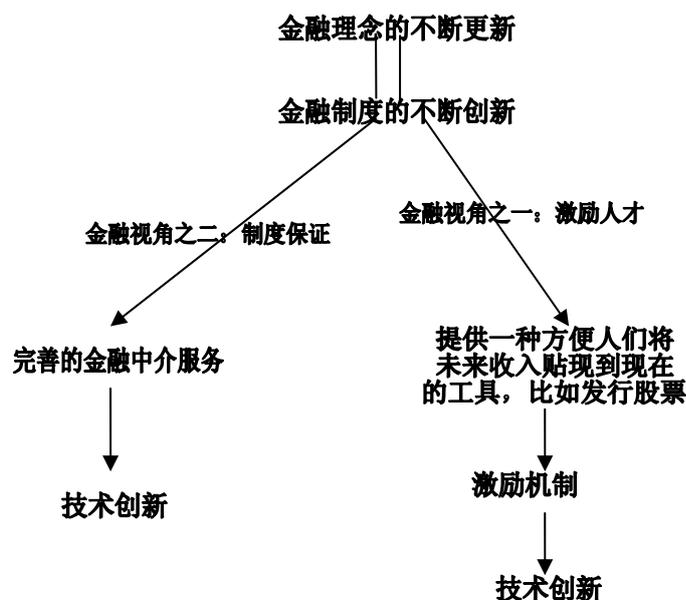


图 2 金融理念与技术创新的关系

### (三) 对中国情况的检验

金融制度创新是一个金融理念不断更新的过程。如果金融理念用 DCF 模型来衡量的话，那么金融制度创新与经济增长的关系就可以做一个简单的实证分析。金融理念比较成熟的国家居民储蓄率是比较低的，因为如果储蓄率很高的话，他们就没有必要将未来的收入提前到现在去花费。因此我们可以通过储蓄率高低的比较对金融制度创新与经济增长关系的研究进行实证分析。图 3 表明，在 1979-2004 年的 26 年里，中国平均储蓄率达到 38.52%，一直是比较高的储蓄率，反映出中国居民的金融理念的落后。

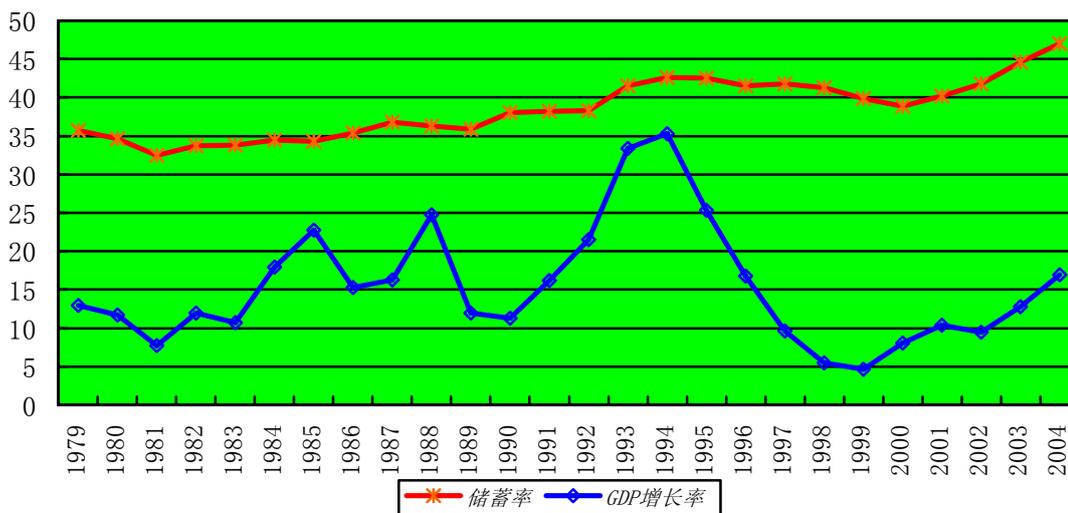


图3 中国储蓄率与GDP增长率趋势对比图（1979-2004）

资料来源：依据《中国统计年鉴—2005》中3-13：支出法国内生产总值计算整理而得，来源于中国国家统计局网站，<http://www.stats.gov.cn/>。

注：1. 储蓄率=100-最终消费率；2. GDP由支出法计算；3. 支出法GDP不等于GDP是由于计算误差的影响，由当年价格计算而得。

## 五、结论

本文从理论上分析了金融制度创新与经济增长之间的理论关系。经济增长需要金融的支持，各国经济增长的差异可以从金融制度的差异寻找原因，而金融制度差异的本质是金融理念的差异。Rousseau（2002）的历史研究表明金融制度创新是促进长期经济增长的根本原因之一。本文认为金融制度创新是一个金融理念不断更新的过程。因此，要想促进经济增长方式的转变，促进经济的长期、协调发展，从金融的角度来看就必须更新人们的金融理念。当然，成熟金融理念的形成不可能一蹴而就，它是一个过程，是金融制度创新的内涵之一。

本文阐述的主题仅仅是一个想法，对这一想法的证明还需要大量的深入研究予以论证。相关的研究主题包括：世界各国金融定价技术的演进史及相互之间的影响；金融制度创新的内涵以及各国金融制度差异的衡量指标研究；金融制度差异与经济增长相关性的实证分析等。

## 参考文献

- [1]Rousseau, Peter L. and Richard Sylla, 2001(7), “Financial Systems, Economic Growth, and Globalization,” NBER Working Paper 8323.
- [2] Peter L., 2002(11), “Historical perspectives on financial development and economic growth,” NBER Working Paper 9333.
- [3]Bordo, Michael D. and Peter L. Rousseau, 2006(2), “Legal-Political Factors and the Historical Evolution of the Finance-Growth Link,” NBER Working Paper 12035.
- [4]Levine, Ross, 2004(10), “Finance and Growth: Theory and Evidence,” NBER Working Paper 10766.
- [5]Beck, Thorsten and Ross Levine, 2003(12), “Legal Institutions and Financial Development,” NBER Working Paper 10126.
- [6]Aghion, Philippe, Diego Comin and Peter Howit, 2006 (5), “When does domestic saving matter for economic growth?” NBER Working Paper 12275.
- [7]Gorton, Gary and Andrew Winton, 2002(5), “Financial Intermediation,” NBER Working Paper 8928.
- [8]何德旭、王朝阳. 金融服务与经济增长: 美国的经验及启示 [J]. 国际经济评论, 2005, (2), 33-37.
- [9]周立. 金融发展促进经济增长的理论综述 [J]. 经济学动态, 2003, (9), 68-73.
- [10]施建淮. 金融创新与长期经济增长 [J]. 经济学动态, 2004, (9), 7-13.

# Innovation of Financial Institutions and Economic Growth: A New Perspective

Jiang Nanlin

(Beijing Technology and Business University, Beijing, 100037)

**Abstract:** The research about relationship between financial development and economic growth has been one of important contents in the domain of macroeconomics and financial development theory. The differences among financial development levels include not only the difference of financial technology, but also dissimilarity of generalized financial institutions which contain financial technology and institution restrictions. And the nature of the generalized financial institutions is financial ideas. The innovation of financial institutions provides incentives for economic growth, and this paper thinks the innovation of financial institutions is the process of updating financial ideas constantly. This paper analyses financial sectors' theoretical role in economic growth from financial dissimilarities, and finally makes a simple empirical analysis about the case of China.

**Key words:** DCF model; economic growth; financial development; innovation of financial institutions

收稿日期: 2006-10-25

作者简介: 姜南林 (1982-11), 安徽安庆人, 北京工商大学经济学院硕士研究生

地址: 北京市海淀区阜成路 33 号 118 信箱

邮编: 100037

E-mail: jiangnan5421@yahoo.com.cn

电话: 13691120931; 010-68986714