



刘俏：厉以宁金融学思想评述



意见领袖 | 刘俏

金融的本质是中介 (intermediation)，是以简单、直接、有效的方式将储蓄转为投资，实现资金跨时间和跨空间的交换。金融的本质虽然简单，但金融实践却千姿百态，而且一直在演进着。如果我们把金融理解为围绕着把储蓄转换为投资所发生的一系列活动的总和，那么这些活动的参与者（个人、家庭、企业、社会团体、国家等）之间的多重交互关系，规范这些活动的宗教文化、社会习俗、法律制度、公共治理体系等，以及这些活动置身于其间的经济社会发展阶段，还有支撑这些活动的科学技术和知识思想体系，聚合在一起形成了人类发展史上色彩斑斓的各类金融。



现代中国金融的演进伴随着新中国经济七十年的发展。从 1953 年国

民经济第一个“五年计划”实施开始，在资本极度匮乏且与国际金融体系几乎完全隔绝的情况下，中国需要一个能够广泛动员社会资金，集中金融资源聚焦基础设施、重工业和大项目的金融体系，高度集中的单一人民银行体系逐渐演进成型。虽然中间经历过多轮起伏，这种集中、垂直管理的架构一直延续到 1978 年中国开启改革开放。1978 年开始的改革开放开启了中国在现代经济体系下以中国人民银行为核心的现代金融体系的建设过程。中国发展模式本身的特点和中国经济的阶段性特征，再加上中国改革开放期间特有的制度环境，决定了中国金融所采用的中介模式。1978 年迄今，中国金融体制改革和金融体系的建设发生了天翻地覆的变化。中国的银行体系和非银行体系、金融市场、金融管理体制、宏观经济调控工具、与国际金融市场的交互关系等经历了巨大的变革，林林总总的金融创新不断涌现，快速发展，逐渐成型。经过四十年的变迁，具有清晰特色和阶段性特点的中国金融体系基本建立成型。这一过程中，中国金融展现出强大的聚集社会资金投向经济建设的能力，为中国经济发展做出了巨大贡献。

作为经济学的一个分支，金融学研究在不确定环境下如何更好地配置资源，实现资金跨时间和空间的交换。这个教科书意义上的定义虽略显抽象，但基本反映出金融学研究的是金融中介过程中第一性的重大问题。金融学发展体现为一系列基准理论的形成，这些基准理论反映的是它们所处时代的研究者们对重要问题的最大共识。中国金融学理论和思想的发展伴随着中国金融的演进与发展。四十年来，对包括企业的本质、信用和财政的关系、货币政策在宏观经济调控中的作用、金融体系的发展和监管、资

本市场定价等诸多第一性问题的纵深研究，逐渐形成了具有中国特色的金融学体系。作为中国金融实践的亲历者和金融学教学与研究的参与者，厉以宁教授对中国金融学的发展居功至伟。

厉以宁改革开放至今的学术思想，涉猎广深，涵括中国经济发展过程中的探索，中国的农业、工业改革，宏观经济调控机制，企业改革，资本市场建设，以及与经济发展密切相关的教育、文化、管理等方方面面。多年来，凭着从实际出发、从中国国情出发、科学求实的指导思想，为中国改革开放和经济发展奉献了一系列理论和政策建议。虽然他没有从现代金融学研究范式的角度对中国金融学做一个整体梳理，但是厉以宁对金融与经济关系的深刻洞察，关于中国经济的非均衡分析，对中国经济微观基础的系列研究，对产权重要性的反复论证，以及对效率的双重基础的前瞻性思考等无一不涉及到现代金融学所关心的核心问题。把这些理论思考、实践方面的洞见，与金融学关注的重大问题，以及中国金融过去四十年的变迁结合在一起，形成了厉以宁金融学思想的大致轮廓。

在本文，我尝试从公司金融理论与实践、宏观经济调节中的货币与财政、以及金融发展理论与实践三个方面评述厉以宁对中国金融学发展做出的卓越贡献。伟大的金融理论和思想追本溯源，探究最根本的因，推进人们对金融核心问题的认识。必须指出，厉以宁教授在推动学界、政策界和实务界对金融本质和核心问题的认知方面的贡献，远不止我在文章里论述的这三个方面。

一、公司金融理论与实践

企业的定义与本质、企业治理机制、企业的最优投资和融资决策、资本市场中的企业等是公司金融（corporate finance）领域一直关注的重要问题。改革开放四十年，中国现代意义上的企业从无到有，从小到大。2019年，按营业收入排名的《财富》全球 500 强已经有 129 家中国企业，超过了美国的 121 家。中国已经成为全球拥有大企业数量最多的经济体。长期以来，厉以宁教授基于中国发展过程中出现的一系列与所有制和企业相关的问题的思考和研究，不仅对中国企业的实践，而且对中国公司金融理论的出现和逐渐发展成型，拥有极为重要的意义。

（一）股份制改革和非均衡的中国经济

企业是市场经济的重要主体之一，是经济的微观基础，而推进中国的市场化改革必须以充满活力的企业作为基础。中国理论界对这一重要问题在认知上取得共识，很大程度上归功于自 1980 年起就一直在推动“股份制改革”的厉以宁教授。中国改革起始于市场主体缺失或不完整这样一个初始条件。市场主体缺失主要反映在两个维度：其一，在经历了近三十年的计划经济之后，经济微观单元——现代意义上的企业——几乎没有，大量的经济活动是在没有市场主体的条件下完成的，政府直接调控仍然普遍；其二，即使已经存在的企业，其目标也局限于完成各种指令性、指导性计划，自负盈亏，实现价值创造并非企业经营目标，国有企业普遍面临“软预算”问题。

上个世纪八十年代中期，厉以宁针对这一现状，敏锐指出：中国经济改革的失败可能是由于价格改革的失败，中国经济改革的成功必须取决于所有制改革的成功，也就是股份制改革的成功（厉以宁，1986）。厉以宁得出这一判断的理论逻辑，正如他在 2008 年的一篇文章中所追述，是：

“股份制的实行是推进中国市场化改革的必要条件，只有通过股份制改造才能重新构造市场经济的微观基础，才能完成市场化改革”（厉以宁，2008）。在上个世纪八十年代中后期关于“市场经济改革的主线之争”进行之时，厉以宁指出，“中国的企业并非独立的商品生产者和经营者的时候，如果不进行股份制改革，它们不可能适应市场经济，就是放开价格，只能带来通货膨胀和经济混乱”。他同时指出，“不进行股份制改革，明确企业自主经营、自负盈亏的本质，一旦经济出现波动，政府可能在一夜之间重新管制价格，退回到计划经济的老路；而企业股份制改革则不同，是根本性的改革，因为它彻底改变了中国经济的微观基础”。在《非均衡的中国》一书中，他对这些观点有更详细的表述。宏观经济的微观基础缺乏活力，是中国经济呈现非均衡特性的最根本原因之一。这一思想贯穿在厉以宁对中国经济、金融众多问题的理解和分析之中。

厉以宁对企业改革重要性的认识，历经数十年，仍然熠熠闪光。市场经济的运作需要充满活力的微观基础：私营企业需要通过股份制改革明确产权，按照价值最大化来做出决策，才能对市场条件的变化做出适时反应；国有企业通过股份制改革，建立企业治理制度，根除“软预算约束”问题，才可能释放出活力。厉以宁在之后参与的股份制改革的具体实践，证券法

的起草，以及后期参与的股权分置改革、以及建设多层次、完善的资本市场体系的讨论，一以贯之地体现了这一思想。

作为一个公司金融领域的研究者，我一直认为，明确不同制度背景下和不同经济发展阶段企业的经营目标和本质，理解企业和市场、政府的关系，探讨如何建设有活力的经济微观基础是公司金融理论必须直面的最重要的问题之一；而基于对这些问题的研究所形成的认知，有很大可能性能成为金融学的基准理论（benchmark theory）。厉以宁教授对企业定位和其在经济生活中重要性的清晰表述，对中国经济的市场化改革和中国金融理论的发展而言，都是向前的一大步；它们也因此成为中国公司金融的基准理论的一部分。

（二）企业的投融资决策

企业如何投资和融资是公司金融关注的另一个重要问题。改革开放期间的中国经济，其发展模式长期以来以投资拉动为主——1978 至今，中国经济的固定资本形成的 GDP 占比一直保持在 40%以上。经济学里有一个关于增长的分析框架阐释了投资率、投资资本收益率与增长的关系：增长率 = 投资率 × 投资资本收益率。投资率和投资资本收益率都能够促进经济增长。改革初期中国经济发展的起点较低，资本相对稀缺，资本的边际收益率保持在一个较高的水平。只要能够保持一定的投资率，经济增长速度就能够得到保证。随着我国工业化进程的接近完成和高速增长阶段的结束，投资资本收益率开始下降。企业投资的重点从投资率转型投资资本收

益率。当投资资本收益率不高时，为了实现一个相对较高的经济增长速度，就必须增加投资率。当中国经济靠高投资率推动时，经济高歌猛进的情况下，企业还可以靠大量的银行信贷或是影子银行提供的资金支持做大规模，保持增长。但如果长期依靠投资，而投资资本收益率跟不上，势必形成企业层面负债率的不断攀高，造成经济发展失衡。中国经济的高质量发展要求我们降低投资率，提高投资资本收益率（Return on Invested Capital，简称 ROIC）。唯有这样，中国经济才能实现从数量增长(quantity growth)向质量增长（quality growth）的转型。

这是过去四十年大量关于中国企业投资和融资方面的研究所呈现出的学界的最大共识。而厉以宁早在 1982 年发表的《论社会主义有效投资和合理投资》一文，在将近四十年前就以严密的逻辑、问题导向性的研究方法以及对中国现实的深刻思考，形成同样的结论和判断。虽然这篇论文讨论的是总体经济，但其逻辑和结论同样适用于企业。这篇论文中，厉以宁首先指出，投资是经济增长的第一推动力量。这一分析与中国当时所处的经济发展阶段非常吻合，也为中国近四十年的经济高速增长所证实。但是，他并没有止步于此。这篇论文最大的理论贡献在于创造性地定义、区分了

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52817

