

金融学视域下的共同富裕：学理基础与实现路径*

于博

(天津财经大学 金融学院, 天津 300222)

[摘要] 通过引入资本收入比和资本收益率与一国资本收入份额之间的关系分析, 阐释了资本收入份额不断集中、贫富不断分化背后的金融学学理基础, 并在学理分析基础上, 对老龄化、金融化等部分经济现象如何影响共同富裕进行了理论推断。这既实现了解当下经济社会现象与共同富裕之间理论联系的目的, 也为相关主题的实证研究提供了基础性理论支撑。在此基础上, 研究还系统性阐述了金融结构与贫富分化之间的理论联系, 以及金融结构影响财富不均等的四大传导路径, 首次以金融结构改革为视角阐述了消除不均等、推进共同富裕的理论基础及具体举措, 为后续研究进一步探索如何通过金融结构改革来推动共同富裕既提供了理论框架, 又提供了行动路径, 上述思考与结论实现了以金融学为视角拓展共同富裕改革路径的研究目标。

[关键词] 资本收入比; 贫富差距; 金融结构; 共同富裕

[中图分类号] F830.9 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1674-5639(2024)01-0058-09

DOI: 10.14091/j.cnki.kmxyxb.2024.01.007

一、引言

共同富裕是新时代中国特色社会主义发展的本质要求, 是中国式现代化的重要特征。党的二十大报告提出, 中国式现代化是全体人民共同富裕的现代化。而共同富裕是社会主义的本质要求, 是对西方资本逻辑的全面超越。^①金融是现代经济的核心, 深化金融体制改革, 健全金融服务体系, 进一步发挥金融体系在动员储蓄、资源配置、财富管理、风险对冲等方面的功能, 对于推动经济高质量发展、缩小部门间资源分配不均衡和财富不均等具有重大意义。

现有研究多从金融发展、金融创新、金融集聚与竞争以及金融体制改革等视角出发, 探讨与共同富裕之间的复杂关系。如金融发展方面, 已有文献多认为金融发展可以通过促进收入增长、拓宽收入来源、平滑收入波动、缓冲重大冲击等机制来减缓家庭部门之间的财富不平等, 推进共同富裕。^②当然, 学界对相关认知也存在一定分歧, 因为金融发展通常具有双刃剑效应, 无论是从伯南克等人的金融加速器理论, 还是从明斯基的金融不稳定假说以及辜朝明的资产负债表衰退理论来看, 他们普遍认为金融对外生冲击具有“加速”效应, 从而放大冲击对收入不均等的影响强度, 进而经济下行期导致贫富分化加剧格局。例如, 学界在诸多认识上的分歧为重新反思金融的功能, 尤其是为共同富裕领域所发挥的功能提供了空间。再例如, 在金融体制改革如何影响共同富裕方面, 现有文献多从放松准入管制与鼓励多元化金融、财税体制改革^③以及普惠金融与和非银金融体系改革等视角展开,^④但至今鲜有文献从金融结构改革这一全新视角出发审视金融体制变迁如何影响共同富裕。并且, 现有金融改革与共同富裕的关系研究多是以某

* [作者简介] 于博, 男, 天津人, 天津财经大学副教授, 博士, 研究方向为公司金融。

[基金项目] 国家社科基金一般项目“货币政策波动与企业投资结构再平衡研究”(17BGL062)。

① 李合亮. 走共同富裕的中国式现代化道路 [EB-OL]. (2023-01-03). <http://theory.people.com.cn/n1/2023/01/03/c40531-32598561.html>.

② 王胜邦, 朱太辉, 罗煜, 朱元倩. 农村金融发展促进共同富裕的机制和路径研究 [J]. 金融监管研究, 2023, (8): 1-21.

③ 杨灿明. 构建现代财税金融体制对优化收入分配格局的启示和意义 [J]. 经济学动态, 2021, (9): 33-47.

④ 尹志超, 文小梅, 栗传政. 普惠金融、收入差距与共同富裕 [J]. 数量经济技术经济研究, 2023, (1): 109-127.

项金融改革示范区试点政策为准的自然实验^①，对改革效果进行实证评估，评估过程过度依赖于数据本身，缺乏有关改革到共同富裕的实现路径分析，也缺乏来自货币金融学视角的学理性反思，这也使得现有关于普惠金融如何推动共同富裕类的实证研究通常缺少基础性的理论分析框架和来自金融学的学理性探讨。

基于此，本文首先引入资本收入比、资本收益率等核心经济学概念，并在此基础上探讨资本收益率和一国经济增速的相对比例是如何决定一国社会贫富分化水平的，这将为解读贫富不均等、推进共同富裕提供学理性基础。其次，文章进一步对老龄化、金融化、殖民主义及大萧条、中国式现代化等如何影响贫富分化进行了理论推断，这些推论对推动以实体经济复苏疲弱与老龄化叠加为特征的经济社会如何实现共同富裕具有一定理论参考意义。再次，文章还探讨不同金融结构水平对资本收益率“分布”的影响，即探讨金融结构是如何引发不同群体（如家庭部门和企业部门）之间资本收益率分布出现差异的，从而以优化财富分布为视角，为削弱不均等、推进共同富裕，提供来自金融结构改革视角的理论依据。最后，文章从创新（生产力）、信用派生、资本收入比、资本收益率4个角度构建了金融结构改革影响共同富裕的基本传导路径，并结合每个路径讨论了如何以结构改革推进共同富裕的具体改革举措。

文章潜在创新包括：一方面，将资本收入比、资本收益率、经济增速与储蓄率一起纳入共同富裕影响因素分析框架，揭示出四者的联动过程是如何影响贫富分化的，而在学理分析基础上对老龄化、金融化、经济衰退、利率市场化改革等经济现象如何影响共同富裕进行的理论推断既实现了解读当下经济社会现象与共同富裕之间理论联系的目的，也为相关主题的实证研究提供了必要的理论支撑。例如，有关老龄化与共同富裕关系的研究中，已有文献较少结合理论来探讨老龄化通过何种渠道影响收入均等程度，而本文则首先通过在一国资本性收入占总收入比重的大小与资本收入比和资本收益率之间构建恒等式，进而引入资本收入比的动态收敛定律，实现了将储蓄率和经济增速纳入共同富裕的研究视域中来，而由于储蓄率和经济增速均与老龄化进程紧密联系，故可以清晰、有效地揭示出老龄化、利率市场化、实体经济金融化等诸多社会现象与储蓄、经济增长和资本收益率的关系，从而在基础理论层面给出上述各因素与共同富裕的学理性联系，这将为现有实证研究如何构建理论分析框架提供重要参考，也有助于弥补现有共同富裕类研究在核心自变量和因变量之间存在理论断层的不足。另一方面，通过揭示中国资本市场和银行市场在发展水平上的巨大差异，以及分析由此导致的财富在不同部门之间的扭曲性配制，探索性地将金融结构改革引入了共同富裕的政策工具箱，拓展了金融结构与共同富裕之间关系研究的边界，也为下一阶段深化金融改革提供了来自“收入分配优化”视角的理论依据。

二、学理基础：理解贫富分化背后的根本性力量

衡量一个国家资本（财富）水平的最自然而有效的方法是用资本存量除以每年的收入流量，即资本收入比（ β ），例如，若资本收入比为6（即 $\beta = \text{资本存量} / \text{收入流量} = 6$ ），则代表一个国家的资本（财富）总额等于6年的国民收入之和。在新古典经济学视角下，资本收入比通常用于表示一国使用的生产技术，即生产一个单位的收入所需要的资本。需要的资本越多，说明这个国家的生产类型越是资本密集型的。而在本文看来，资本收入比是一个可以用来简单衡量一国贫富差距的重要指标。因为，资本收入比的提高并不必然导致贫富差距的拉大，例如，当积累的资本在国民之间是平均分配时，资本收入比的增加并不会扩大收入差距。换言之，资本收入比（ β ）是度量某国整体财富与收入之间结构关系的指标，它无法直接反映一国内部的收入分配结构和分配公平性。之所以引入这个指标，是因为该指标对解读收入分配不公具有进一步研究的价值，它可以影响资本收入占国民总收入的比重 α ，而该比重与贫富差距密切相关。具体而言，资本收入比（ β ）与国民收入中资本性收入的比重 α 的关系可用式（1）表示。

$$\alpha = r \times \beta \quad (1)$$

式（1）是一个会计恒等式，它简洁地阐述了资本收入比、资本收益率和资本性收入占国民收入比重三者之间的关系。举例来说：若一国资本存量水平（财富水平）等于6年的国民收入（即 $\beta = 6$ ）、而资本收益率 r 为5%，那么，资本性收入在国民收入中的比重将是30%。对此，也可以以个人为例说明：假设个

^① 杨仁发，李自鑫. 创新型城市试点政策能够促进共同富裕吗？[J]. 财经研究，2023，（8）：19-33.

人年收入为3万元,由 $\beta=6$ 可知,其资本存量为18万元,又由于资本收入占其总收入的30%,故资本收入为3万元 $\times 30\% = 0.9$ 万元,于是,资本收益率正是5%(0.9/18)。

式(1)对理解贫富差距的意义在于:式(1)虽然无法解释是什么因素决定了资本收益率 r 或资本收入比 β ,但它却能在一定程度上解释国民收入中的资本份额 α 如何变化这个问题。而理解 α 的攀升对理解贫富分化具有重要意义,因为 α 的攀升在分配维度有3层内涵:第一,资本性收入占国民收入的相对规模在不断扩大,财富越来越向资本持有者集中。而资本收入的分配不平等程度显著大于劳动收入的分配不平等程度^①,故向资本性收入集中的过程本身便会导致分配不平等水平的扩大。第二,由于财富的集中存在自我强化机制,所以,财富向资产持有者集中的过程还会导致财富差距进一步被扩大。这种自我强化机制与两个因素有关,一是富人的储蓄率更高,二是资本收益率具有规模效应,财产规模庞大的人,在投资过程中也更容易获得更好的投资机会,从而实现更高回报率。第三,国民收入中居民间的收入差距被称为规模分配,而国民收入中资本份额越高的国家,用基尼系数衡量的居民收入不平等也更高。^②

理解了 α 对于贫富分化的重要意义后,需要进一步观察 α 是如何被 r 和 β 共同决定的。从历史数据看,全球主要发达国家的资本收入比(β)基本稳定在6~7之间^③。因此, α 的变化在短期主要是取决于资本收益率 r 的变化。由新古典增长理论可知,资本收益率 r 等于资本的边际生产率,而资本的边际生产率是递减的,这意味着资本收益率会随着资本使用量的不断增加而减少。那么,在资本收入比 β 上升,资本收益率 r 下降的情况下,作为二者乘积的国民收入中的资本份额如何变化将取决于资本收入比的上升和资本收益率的下降哪个更大。而二者变动幅度的相对大小实际上反映的是资本和劳动之间的替代弹性。当资本收入比的上升幅大于资本收益率的下降幅度时,替代弹性大于1,此时资本份额(α)将上升。基于全球主要发达国家的测算结果,替代弹性取值基本在1.3~1.6之间^④。长期高于1的原因是:(1)资本有多种用途,为避免某种投资在特定用途上的资本边际生产率递减,资本会转向其他用途,由此减缓了边际生产率递减。(2)技术进步不断产生新的投资需求,而这些新需求有更高的回报率,这会抑制资本边际生产率的下降;(3)近年来资本流动性的加强及各国为争取外资而进行的激烈竞争显著提高了资本的议价能力,这有助于抑制资本收益率的下降。上述过程解释了为何从历史数据来看资本性收入在国民收入中的份额近几十年来呈上升趋势,这一上升趋势也意味着财富在向那些持有更多资本的人集中,即贫富分化正在不断加剧。

公式(1)的作用是刻画了资本收入比 β 在资本收入 α 形成过程中扮演的角色。但是,我们无法从公式(1)中得知什么因素决定着 β ,而从世界主要发达国家一战前至21世纪初期的资本积累和收入增长来看, β 呈现出一个相对稳定的状态^⑤。由于公式(1)只是为资本收入的形成提供了一个概念框架,所以,我们需要借助其他公式来刻画 β 的影响因素,然后将这些因素一起纳入公式(1),从而阐述这些因素是如何影响 α ,进而影响贫富差距的。发现这些因素并对其进行适当的干预,或将有助于削弱贫富分化、促进共同富裕。为此,本文参考皮凯蒂^⑥,引入资本收入比的动态收敛定律,即公式(2)。

$$\beta = s/g \quad (2)$$

其中, s 为一国的储蓄率, g 依然代表经济增长率。假设储蓄率 s 为12%,经济增长率 g 为3%,那么,资本收入比 β 将为4。这个公式的经济含义是:假设一国每年将12%的国民收入用于储蓄,而国民收入的年增长率为3%,那么,这个国家当下积累的资本便相当于4年的国民收入。

那么, β 为何等于 s/g 呢?这是因为:一个储蓄率为 s 、增长率为 g 的国家,所能实现的唯一“稳定”的资本收入比(β)只能是 s/g 。举例来说,假设某国每年将12%的国民收入用于储蓄,且经济增长

① 皮凯蒂. 二十一世纪资本论 [M]. 巴曙松, 等译. 北京: 中信出版社, 2014: 261.

② 皮凯蒂. 二十一世纪资本论 [M]. 巴曙松, 等译. 北京: 中信出版社, 2014: 326.

③ 皮凯蒂. 二十一世纪资本论 [M]. 巴曙松, 等译. 北京: 中信出版社, 2014: 168.

④ 皮凯蒂. 二十一世纪资本论 [M]. 巴曙松, 等译. 北京: 中信出版社, 2014: 225.

⑤ 欧洲与美国私人资本与国民收入比在1920~1990年基本稳定在3.5~4.1之间。参见网址:<http://piketty.pse.ens.fr/capital21c>.

⑥ 皮凯蒂. 二十一世纪资本论 [M]. 巴曙松, 等译. 北京: 中信出版社, 2014: 169.

速度为3%，那么，只有在其资本存量等于4倍的国民收入时，资本存量才是在以每年3%的速度递增。而以3%的速度递增的意义在于，这恰好与国民收入增速（ g ）相等，而只有相等的收入增长率和资本增长率，才会维持一个稳定的资本收入比。可见，式（2）给出的是一国处于稳态时的资本收入比，或者说资本收入比在长期的动态收敛值。如果资本存量少于4年的国民收入，则12%的储蓄率将意味着资本存量的增速会高于每年3%，即比国民收入增速更快，这无疑会导致“资本/收入比”提高，直到最终收敛（上敛）到4；相反，若资本存量多于4年的国民收入，则12%的储蓄率意味着资本的增速每年低于3%，即比国民收入增长慢，这意味着“资本/收入比”将下将，直到最终回敛（下敛）到4。

理解公式（2）对于理解哪些因素影响资本性收入的形成非常重要，也是理解贫富分化的重要环节。因为，若将公式（1）和公式（2）联系起来，即可得到公式（3）。

$$\alpha = (r/g) \times s \quad (3)$$

式（3）表明除了可以从资本和劳动的替代弹性出发来理解资本份额（ α ）的变动受何种因素驱动外，还可以从等号右侧括号中资本收益率（ r ）与收入增长率（ g ）之间的比例关系来解读资本份额的变动：由于国民收入主要由资本收入和劳动收入两部分组成，而劳动收入增速从统计规律上看，基本与经济增速 g 接近。故当资本收入每年按 r 增长^①、劳动收入每年按 g 增长时，若 $r > g$ ，则两种收入构成的增长率上的差距将直接导致国民收入总额中资本收入份额的上升、劳动收入份额的下降。与此同时，当资本收益率 r 长期高于经济增速 g 时，意味着富人只需要将资本收入的一部分拿出来用于再投资，即可保障其资本收入的增长超过劳动者收入的增长。而这正是产生贫富差距的关键。仅靠劳动获得收入的人无论在收入增长还是在资本积累上，都无法跑赢富人阶层，无法在财富和收入分配上与资产持有者平分秋色，这导致富人将在资本积累和新增收入的分配上处于支配地位。而当资产持有者将所有资本收入用于再投资时，其结果便是资本收入在不断地叠加和累进过程中占国民收入的比重 α 不断提高。综上，如果 r 长期大于 g 时，则 α 会呈现长期攀升趋势，从而导致财富在更大比例上以资本性收入的方式进行积累，这意味着那些凭借劳动来获得收入的人在未来的国家财富构成中的占比会越来越小，也意味着贫富分化进一步加剧。至此得到本文的第一核心结论：“ $r > g$ ”是导致社会财富不均等和收入差距扩大的根本性力量。

菲利普斯曾将 $r = g$ 命名为“资本积累的黄金律”。因为只有当 $r = g$ 时，才会存在这样一个长期均衡态——储蓄率等于资本的收入份额，此时，所有的资本收益会储蓄起来并增加到资本存量中。而当 $r > g$ 时，意味着不再需要将所有资本收益通过储蓄增加到资本存量中以维持相同的资本收入比，再投资资本收益等于经济增长（ g ）的部分就够了，剩下的（ $r - g$ ）部分可以用于消费、捐赠和继承。这也恰恰是食利阶层产生的根本，即 $r > g$ 是食利者社会存在的根源，也是在解释和消除财富不均等问题时，最应被关注到的学理性规律。

以下将焦点进一步转向公式（3）中的储蓄率 s 。根据公式（2），它和经济增长率 g 一样，也是在长期上决定 β 的重要因素。从公式（3）可知：当 $r = g$ 时， α 将等于 s 。即当资本收益率等于经济增长率时，资本收入占国民收入的比率 α 将和储蓄率 s 相等。这意味着资本持有者要将全部的资本收入用于储蓄，即资本积累处于“饱和”状态，食利者必须将所有资本收入全部用于投资，而无力转为消费。这恰恰意味着财富的均等化和食利阶层的消失。换言之，当人类社会无限接近收入均等化社会时，储蓄率会和资本收入的份额相等。至此得到第二核心结论：只有当储蓄率 s 长期等于资本收入占国民收入的比率 α ，社会财富才会趋近于均等化。

借鉴以上分析，本文进一步给出了与财富非均等化有关的若干推论，具体如下。

推论一：老龄化社会的长期持续，会加剧社会财富不均等水平。

根据公式（2）可知，理解和改善贫富分化的两个基本着眼点是储蓄率 s 和经济增长率 g 。就老龄化社会而言，一方面，老年人个体风险偏好更低，社会老龄化会导致储蓄率的上升倾向；另一方面，老龄化也意味着个体在创新能力、新技术应用、知识学习以及人力资本积累方面的上升潜力降低，这会制约

① 假定资本性收入完全用于再投资时，于是资本收益率等于资本收入增长率。

生产率进步,减缓经济增长,即导致更低的 g 。两者共同作用,意味着老龄化社会将产生更高的 β ,即这样的国家将在长期中积累起更大数量的资本,而巨额资本反过来会加剧财富不均。于是,从政策上看,鼓励人口增长和技术创新是对冲社会贫富分化的重要的入口,如通过鼓励生育来提升人口增长率,鼓励创新来提升劳动生产率,进而通过提高 g 来缓解老龄化社会因储蓄率上升对贫富分化所产生的负面影响。

推论二:殖民主义虽然对长期贫富差距影响有限,但却会造成短期内财富不均等水平的快速上升。

这是由于:虽然资本收入比在长期看存在动态收敛性,会稳定在均衡状态,但这并不意味着短期内它始终是稳定的,即资本收入比从短期看显然是会受到一些因素扰动的。例如,一国通过殖民在短期所能获得大量的新增土地等自然资源。这些资源的价值与人类进步和过去的投资无关,也与储蓄水平之间的联系甚微。但此时 β 仍将出现一个快速的上升,因为作为资本收入比,殖民过程导致了资本(分子)的快速上升和集中,这会直接导致 β 的上升。这个结论有助于理解地缘冲突、战争、殖民等世界范围的矛盾冲突对资本收入比的影响,以及如何通过它影响全球财富不均衡。

推论三:实体经济金融化会加剧贫富分化。

这是由于:除了通过殖民、战争等方式快速获得大量自然资源外,资本收入比在短期内提升还与金融体系的快速膨胀紧密相关。例如,当实体经济金融化程度过高时,短视主义下的金融资产逐利必然会推高资产价格,而资产价格(房地产和股票价格)的快速上涨(涨速明显高于消费者价格指数)会导致资本收入比 β 在短期内快速上升,进而迅速提升资本收入占国民收入中的比重,从而加剧财富不均等。此时,即使没有任何新增储蓄, β 也将在短期内快速上升。所以,合理管控脱实向虚及资产价格泡沫是抑制不均等的有效手段。

推论四:战争和萧条之后常伴随一个较长时期的贫富分化收敛的过程,即贫富分化水平会在战争或萧条之后的较长时期呈现出快速降低的特征。

给出这一推论的原因在于,既然 $r > g$ 是加剧贫富分化的条件,那么利用 $r < g$ 这一条件便能过滤出贫富收入差距缩小的哪些历史阶段。而在这些历史阶段中,最明显的贫富差距收敛发生在两次世界大战期间(1915~1944年)。这是因为,战争和大萧条会导致大量资本(财富)遭到严重破坏,资本性收入锐减,从而导致财产收入和劳动收入差距快速缩小的现象。当然,库兹涅茨也曾对战后贫富差距发生倒U型变化原因提供过解释,并认为战后贫富分化差距的缩小是由经济发展的一些固有机制(如更多的人从农业部门转到报酬较高的工业部门)所致。而本文的公式(1)和公式(2)在库兹涅茨的解释之外,额外从战后复苏期的 r 和 g 的相对变动幅度为视角,为贫富分化的缩减提供了新的解释,即该时期贫富分化的快速缩减很可能并非源于复苏过程中的特定制度因素,而是仅仅与战后劳动的恢复比资本的恢复更快,以及由此导致的收入增长率 g 在战后比资本增长率 r 的复苏更快所致。

推论五:中国式现代化是推进共同富裕的重要保障,也是中国特色社会主义在实现共同富裕方面的优势所在。

中国式现代化是全体人民共同富裕的现代化,而提高全体人民生活水平的关键是提高生产力,即推动生产率进步是实现共同富裕,尤其是全体人民共同富裕的关键。邓小平同志曾依据新中国成立以来社会主义建设实践揭示出导致社会主义国家贫困的根源是生产力水平低。他指出:“落后国家建设社会主义,在开始的一段很长时间内生产力水平不如发达的资本主义国家,不可能完全消灭贫穷。所以,社会主义必须大力发展生产力,逐步消灭贫穷,不断提高人民的生活水平。”^①党的十八大以来,以习近平同志为核心的党中央不断深入推进“创新驱动战略”,将提高全社会生产力夯实为推动经济和社会发展的战略举措。^②党的二十大报告则进一步提出:“以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴。”^③在具体带领

① 尹文华,马俊峰.新时代中国贫困治理的经验启示再思考——评《马克思主义政治经济学热点问题研究》[J].江西财经大学学报,2022,(2):2+149.

② 睦纪刚.科学把握和实施创新驱动发展战略[J].国家治理,2023,(12):16-21.

③ 张东刚,林尚立.以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴[N].人民日报,2022-11-15(9).

全国人民，尤其是部分落后地区人民实现生产率跃升方面，中国特色社会主义呈现出明显的制度优势——精准扶贫、乡村振兴等一系列改革举措均取得了重要进展。当乡村人口的生产率边际增长速度在改革驱动下呈现出更强的增长动力时，必然会更大程度上提升全社会生产力水平，从而带来更高的 g ，而根据公式(3)，全社会生产率的上升是可以更好地消除不均等、推进共同富裕的。于是，中国式现代化由于在根本上更加兼顾城市和乡村生产率的共同进步，因此能更好地诠释中国特色社会主义在构建共同富裕社会方面所独有的理论意涵，也能更好地展现其在消除不均等、推进共同富裕上的独特制度优势。

以上内容重点探讨了 $r > g$ 这个导致社会财富（收入）不均等的决定性力量，为理解贫富分化、构建与共同富裕有关的政策措施提供了学理依据。本部分分析更多是侧重于讨论财富是如何“集中”的，因为集中本身也意味着不均等在加剧。但是，不均等其实还有另一层内涵，即在资产持有者内部，不同水平的资产所有者之间的 r 也是不同的，而 r 在不同财富主体之间的差异会进一步导致财富在“分布”上的不均等。为此，本文接下来将从金融结构视角进一步探讨财富在不同部门（如家庭部门和企业部门）之间的“分布”不均等问题，以及如何通过“金融结构改革”来削弱这种不均等，并给出相关改革建议。

三、改革路径——以金融结构改革加速推进共同富裕

一国金融结构可以从多个维度影响该国在消除不均等、推进共同富裕方面的能力。然而，有关金融结构与共同富裕的关系研究，至今仍未得到理论界的充分关注。金融结构主要从以下3个方面影响财富不均等：(1)通过影响企业“创新能力”（生产率）来影响财富不均等；(2)通过影响抵押与信用派生能力来影响一国经济波动强度和风险分担能力，而“高波动性、低分担性”的国家，其财富不均等程度通常更高；(3)通过同时影响资本劳动比和资本收益率来影响一国财富集中度和财富分布，从而影响不均等水平。以下将分别对上述3个方面展开具体分析。

（一）金融结构扭曲如何影响财富不均等——技术创新（生产率）视角

既然 $r > g$ 是引发财富不均等的重要力量，那么提高经济增值速度是化解不均等的关键。推动经济增速的核心驱动力在于“生产率”的提升，而生产率在微观层面是与行业和创新水平直接相关。以银行信贷为主导的金融结构和以直接融资为主导的金融结构在助力企业创新方面，恰恰具有天然差异。这种差异具体表现在以下两个维度。

第一，股权市场更利于促进外部融资依赖行业的创新。首先，股权融资存在风险和收益共享机制，不会加重企业的财务困境，进而鼓励企业创新。其次，投资人及利益相关者对创新项目往往缺乏足够的信息，因此容易对项目前景产生误判。但股权市场的价格反馈机制，能帮助和引导投资者进行合理投资，投资者的行为反馈又会进一步影响管理层的投资决策和投资效率，从而提高企业创新资源的配置效率。相比之下，信贷融资不存在股权融资那样的价格反馈机制，且信贷融资一般需要担保和抵押物，而创新企业大多难以满足抵押和担保条件，因为缺少有形资产作为抵押物。最后，银行作为信贷供给方，并不能享受到创新带来的全部收益，因为债务合约是以固定价格（利率）为收益的，存在上限。而在股权融资下，如果创新成功，则投资者可以享受股票价格上涨的全部收益，这也导致银行不会激励企业去从事高风险的创新，因为这意味着银行产生了收益和风险的不对称敞口。以上分析说明以股权融资为主导的金融结构会更有利于促进融资依赖型企业的创新和生产率的提升，而银行主导的金融结构对创新的激励很可能较弱，甚至为负。

第二，股权市场更利于促进技术密集型行业的创新。高科技行业以及技术密集型行业往往具有更高的风险特征，而股权市场恰恰可以助力这种行业的发展。首先，股权市场能够根据风险进行定价，高风险资产一般具有高收益性。其次，股权市场能给明星创新公司的股票以较高的价格、进而鼓励公司创新。^①相比之下，虽然信贷市场也能为行业融资，但由于信贷市场会天然地规避高风险的项目，加之信贷对有形资产的过度关注，使其更容易钟情于一些保守性行业，从而不利于颠覆性技术创新的推动。信贷对高科技密集行

^① KAPADIA N. The Next Microsoft? Skewness, Idiosyncratic Volatility, and Expected Return [D]. Chapel Hill: University of North Carolina at Chapel Hill, 2007.

业的退避也与这些行业通常具有更强的经营不确定性和信息不对称性有关,这也容易产生更强的代理问题,而信贷市场和股权市场相比,更缺乏对代理问题的有效监督能力,如信贷市场无法规避研发中的逆向选择和道德风险问题。

综上,以股权融资为主导的金融结构,由于更有利于推动企业技术创新,故对长期经济增速 g 会有更强的助推作用。而当经济增速 g 以更快速度上行时,将降低 r 与 g 之间的差距,并由此缓解财富集中的程度和收入不均的行程速度。由此产生的政策建议是:(1)应考虑在信贷市场的契约设计中增加对无形资产的评估和抵押支持,如允许创新性企业以专利、人才合同等方式进行无形资产抵押,或者通过跨部门联动在无形资产抵押上进行金融破局。(2)应破除“所有制”迷思,对民营创新企业给予同等力度的信贷支持。(3)银行可以加强贷后对创新企业的信息跟踪和信息互动机制,并借助大数据及人工智能来辅助风控决策,从而更好地缓解信息不对称、化解潜在风险。

(二) 金融结构扭曲如何影响财富不均等——抵押与信用派生视角

以银行信贷为主导的金融结构会导致实体经济对债务的依赖度更高,由于债务扩张通常以抵押为前提,而抵押融资对经济波动存在放大效应,故银行主导的金融结构更容易加剧周期波动性。并且,其风险分担功能本身存在先天不足,二者结合,导致信贷主导下的金融结构成为收入差距扩张的催化剂。例如,2008年的全球金融危机的根源是家庭部门的住房债务。居民和企业使用抵押贷款购买房产,抵押贷款的本质是信用派生,购买的人越多,信用被放大的程度越高,而信用扩张推升下,房价会被迅速抬升,而高房价意味着家庭部门能够从银行借得更多的贷款,由此形成了一个信用扩张的正反馈过程。那么,在经济上行期,拥有房产更多的人获得了很多的资本回报,而低收入人群由于资本持有量(同时也是抵押品)相对较少,所以,通过信用扩张和资产升值过程获得的收益相对较低。但是,在信用扩张驱动的经济繁荣中,风险也在逐渐积累,因为金融机构为了转移杠杆风险,会在资本市场上寻求二次融资(证券化),主要手段是以房贷为基础资产,打包发行MBS(Mortgage-Backed Security)。MBS又会被进一步用于抵押融资,如发行CDO(Collateralized Debt Obligation),而在此过程中,底层资产的风险是被不断放大的。当这种风险在证券化资产的持有者通过货币市场进行极短期融资时,整个金融体系便很容易因为底层资产恶化而发生严重的挤兑和抛售事件。在上述过程中,不断增加的抵押杠杆以及短期市场上的期限错配都放大了底层资产的风险,这本身是由于底层资产的“债务”属性所决定的。而债务合约的刚性又会导致在遭遇风险冲击时,债务人必须依法偿还,即独自面对风险损失,这正是债务经济特有的风险分担能力不足问题。显然,与股权相比,债务合约是反保险(anti-insurance)属性,而股票等股权合约则天然具有保险属性。债务合约的弱风险分担性意味着当发生进入衰退期时,低收入人群不仅会面临更大的失业和收入下降风险,还会面对更多的刚性债务风险,因为他们更欠缺在经济繁荣期通过衍生品市场“对冲”债务风险的能力,这导致他们在经济下行期,尤其是资产泡沫破裂期不得不承受更多的风险损失。换言之,抵押能力的有限性导致经济繁荣期低收入人群的财富增长速度更慢,而债务风险分担功能的缺失和低收入人群在风险对冲能力上的不足,导致在经济衰退期,低收入人群不得不面临更多的债务损失。这种收益和损失的非对称性,加剧了债务经济下的贫富分化程度,是金融结构影响社会财富分布不均衡和收入不均等的关键所在。由此产生的政策建议是:国家应适度平抑资本市场波动、培育资本市场的财富创造功能。中国股市存在牛短熊长特征,波动性大,家庭部门投资者更容易在追涨杀跌、频繁操作中承担更多的风险损失,从而加剧贫富分化。由于家庭部门难以通过资本市场分享到中国经济增长红利,所以,也形成了新的财富扭曲性转移和贫富分化。基于此,强化资本市场价值投资属性、平抑股市波动,稳定股市增长预期、提升资本市场财富创造和财富回报能力,是未来资本市场改革的重点。

(三) 金融结构扭曲与财富不均等——资本劳动比和资本收益率视角

1. 金融加速器渠道

根据前文给出的动态收敛律 $\beta = s/g$ 可知,对于一个以发展现代银行体系为核心的金融结构而言,信贷融资必然占企业部分融资的主要部分,而资金来源则主要是家庭部门的存款(储蓄)。在存贷比约束下,信贷膨胀也意味着银行获得了更多的存款。即银行主导的金融结构在储蓄动员上会较资本市场主导

的金融结构更具天然优势。这也是中国长期以来储蓄率普遍高于世界其他国家的重要原因。Wind 数据显示，截至 2021 年末，中国国民总储蓄率为 44.65%，远高于美国（17.96%）、日本（29.54%）等。可见，以银行为主导的金融结构在动员储蓄、提高储蓄率方面具有先天优势，且这一优势还会在金融加速器机制下产生自我强化特征。如在经济下行期，以 GDP 增速为代表的国民收入增长率 g 会下降。此时，由于投资机会缩减，资本会更多地以储蓄的方式（而非投资）留存在金融体系内，这会进一步导致 β 上升。而当越来越多的资金留存在金融体系内部而不是以投资方式去创造增长机会和市场价格时，实体经济便会更加疲弱、家庭部门的储蓄倾向也会进一步提高，上述过程正是金融加速器效应的表现。综上，以银行为主导的金融结构在储蓄动员上的优势会在经济波动中被金融加速器放大，从而引发资本劳动比的自我强化，而资本劳动比的过度攀升则是财富集中和收入不均等的重要表现。从这个角度看，调节金融结构，对降低财富不均等、推进共同富裕具有重要意义。由此产生的政策建议是：应着力推动金融服务实体经济的能力、减少资本在金融系统内部的停滞或空转。具体而言，一是必须强调对企业家的保护，对企业因环境不确定性而面临的经营风险应给予一定支持，对于决策及行动中的一些失误，也应给予一定的包容，尽可能激励企业家信心，从而让银行体系派生的信用更多地服务到实体经济运行中去。二是营造更加开放、积极的舆论环境，允许为企业家沟通、为学术交流、为技术发展、为年轻人成长提供更加“自由开放”的舆论空间，让好的声音、好的建议能够表达、能够通过沟通、交流被发现，乃至被发展。

2. 部门补贴渠道

让一部分人先富，然后带动后富的思想贯穿了改革开放后民营经济崛起的进程，而先富的重要途径是做强企业，因此企业部门被赋予了更多的增长红利。主要表现为：第一，通过加速产业结构改革，从以农业化为主要的经济结构中释放了大量的劳动力到以工业化为主的经济结构，大量的劳动力转入，对工业企业而言意味着更低的用工成本。第二，国有企业改革进一步破除了生产要素资源在不同部门（而非产业）之间的扭曲性配置，提高了企业部门的发展质量。第三，发展现代银行体系，提高了全社会的储蓄动员能力，而高储蓄抑制了存款利率，也保证了企业部门可以长期享受更低的融资成本。于是，以劳动密集型产业为代表的中国制造业快速崛起。尽管在公式（1）中，“资本收入比”代表一国资本存量相当于几年的国民收入之和，但资本收入比也可以理解为“生产一个单位的收入所需要的资本”，表征的是一国的生产技术特征。因为当产出一个单位的收入所需要的资本越多时，说明这个国家的生产技术是资本密集型的。这也能较好地解释为何伴随改革开放中国实体经济在以信贷为主导的金融结构下，呈现出了更强的资本密集型特征，以及导致了资本收入比的快速攀升。而由前文可知，一方面，资本收入比的上升是威胁财富不均等的重要因素；另一方面，资本收益率又是如何调节收入不均等的呢？一个事实是，穷人和富人通过资本投资来获得资本收益的能力是不一样的。投资工具选择的多样性导致了富人具有更强的风险分散和风险对冲能力，而穷人则几乎没有。这意味着富人阶层面对的资本收益率和穷人面对的资本收益率是不同的，即资本收益的分布是有显著差异的——更容易向富人集中。换言之，在考虑资本收益率的调节作用后，资本收入比上升对财富不均等的威胁不仅没有下降，反而有可能被放大。

上述内容有两点与金融结构相关：一是现代银行体系的构建强化了全社会的储蓄动员能力，从而为企业部门的发展赢得了更低的成本；二是家庭部门没有很好的和富人竞争的投资渠道。二者结合，说明快速膨胀的银行体系和财富增值能力与相对受限的资本市场是加速贫富分化的重要力量，这恰恰意味着金融结构扭曲是威胁财富均等化的重要因素。更重要的是：家庭部门由于长期缺乏良好的投资工具，只能通过存款（理财）获得资本收益，这衍生了长期以来金融结构扭曲下的家庭部门补贴企业部门的经济发展模式，而这一模式虽然让企业部门获得了快速增长，但也加剧了全社会的财富分化，因此本文将此称为金融结构影响贫富分化的部门补贴渠道。而修正补贴模式的关键是让家庭部门能够更好地通过资本市场分享经济增长红利。但在推进多层次资本市场建设方面，现有文献多是从扩容角度认识金融结构改革，但这是远远不够的，虽然股票市场在设立之初是以为国有企业融资为服务目标的，但单纯以规模扩张来体现金融结构改革并非明智之举，呵护资本市场最重要的不仅仅是要呵护上市融资的企业，更要呵

护为企业提供资金的投资人。所以,金融结构改革不仅要从规模结构出发来推进,还要从质量角度和服务功能角度出发进行推进。由此产生的政策建议是:首先,减缓股权市场的扩容速度,从平衡市场体量的角度出发强化IPO筛选。对于在注册制下上市的企业,尤其是初创企业,则必须合理控制融资规模。其次,应优化上市资产的质量。如地方债投资中的部分优质资产,可以考虑通过以央企并购的方式实现上市;当下很多地方债项目的投资收益为负,但资产却是真实存在的,其中不乏优质资产,可以将这些资产打包,以央企为平台,以折价增发并购方式实现资产上市,将未来资产升值空间让渡给投资者,这样既可以盘活地方政府的存量资本,又可以为资本市场注入活力、分享改革红利。

四、结 语

中国改革开放40多年来,经济建设取得举世瞩目的成就。然而,经济增长并不必然带来贫富差距的缩小。因此,有必要探究导致当下社会财富分布不均等的微观逻辑及其理论成因。

为此,本文首先以资本收入比恒等式为起点展开了分析,揭示出尽管资本收入比的提高并不必然导致贫富差距的拉大,如当积累的资本在国民之间是平均分配时,资本收入比的增加并不会扩大收入差距,但理解资本收入比是理解资本收入占一国收入比重的重要前提。在此基础上,文章进一步通过引入资本收入比的动态收敛律公式将储蓄率与经济增速纳入收入均等化问题的研究框架,并总结出资本收益率大于经济增长率是导致长期社会财富不均等和收入差距扩大的根本性力量,也是食利者社会存在的根源,只有当储蓄率长期等于资本收入占国民收入的比率,社会财富才趋近于均等化。在上述结论基础上,本文进一步对老龄化、金融化、殖民主义及大萧条如何影响贫富分化进行了理论推断,这些推断对推动以实体经济复苏疲弱与老龄化叠加为特征的经济社会如何实现共同富裕具有一定理论指导意义。

在此基础上,文章进一步探讨了通过金融结构改革助力共同富裕的理论基础和改革传导路径。此前鲜有文献关注一国金融结构在消除不均等、推进共同富裕方面所扮演的角色。而本文则构建了金融结构与共同富裕的关系研究,从而拓展了这一理论场域的研究边界。文章最终证明了金融结构主要从以下3个方面影响财富不均等:(1)通过影响企业“创新能力”来影响财富不均等。(2)通过影响抵押与信用派生能力来影响一国经济波动强度和风险分担能力,而一个“高波动性、低分担性”的国家而言,财富不均等是更容易被强化的。(3)通过同时影响资本劳动比和资本收益率来影响一国财富集中度和财富分布,从而影响不均等水平。由此,文章也结合每个改革传导路径给出了具体的政策建议。

Promoting Common Prosperity: Theoretical Basis and Reform Measures

YU Bo

(School of Finance, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin, China 300222)

Abstract: By the analysis of the relationship between introducing capital income ratio, return on capital, and a country's share of capital income, this paper elucidates the theoretical basis of finance behind the continuous concentration of share of capital income and the continuous differentiation of wealth. Based on the theoretical analysis, theoretical inference is made on how some economic phenomena such as aging and financialization affect common prosperity. This not only achieves the purpose of interpreting the theoretical connection between current economic and social phenomena and common prosperity, but also provides fundamental theoretical support for empirical research on related topics. On this basis, the theoretical connection between financial structure and wealth inequality, as well as the four transmission paths through which financial structure affects wealth inequality, were systematically elaborated. The theoretical basis and reform path for eliminating inequality and promoting common prosperity were first time elaborated from the perspective of financial reform. This provides a theoretical framework for further research on how to promote common prosperity through financial structure reform, and combined with theory, reform measures that can be used for reference were proposed. The above exploratory findings have achieved the research goal of expanding the path of common prosperity reform from the perspective of finance.

Key words: capital income ratio; wealth gap; financial structure; reform measures

(责任编辑:杨云红)