

探究金融不稳定和经济周期波动的本源
透析金融危机和经济危机反复爆发的来龙去脉

稳定 不稳定的经济



Stabilizing An Unstable Economy
一种金融不稳定视角

(中文修订版)

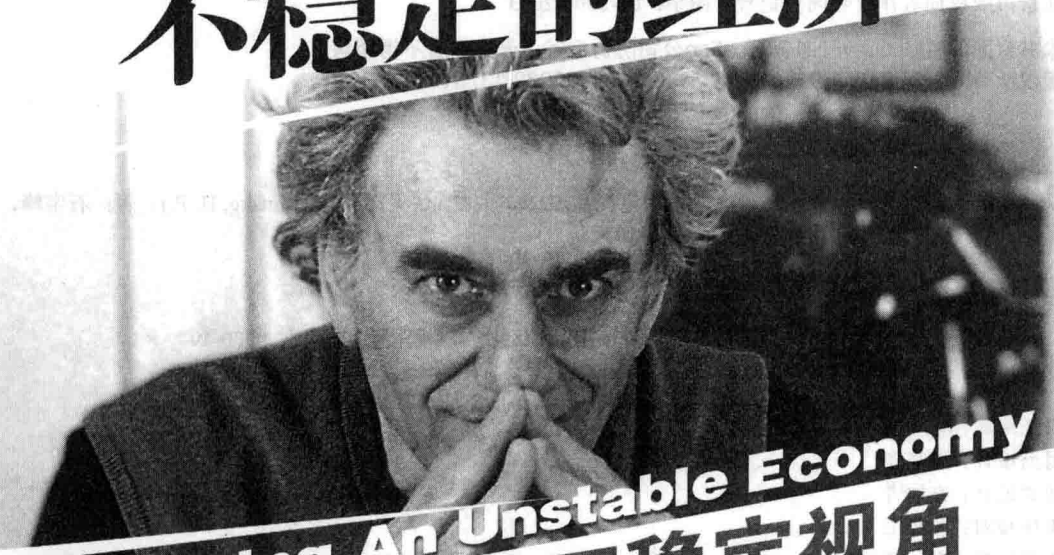
[美]海曼·P.明斯基 著

石宝峰 张慧卉 译
鲁政委 审校

希望能从阅读此书中获取更多智慧，为稳定世界经济寻找更为有效的解决方案。

——吴晓灵

稳定 不稳定的经济



Stabilizing An Unstable Economy
一种金融不稳定视角

(中文修订版)

[美] 海曼·P. 明斯基 著

石宝峰 张慧卉 译

清华大学出版社

Hyman P. Minsky
Stabilizing An Unstable Economy
EISBN: 978-0-07-159299-4
Copyright © 2008 by McGraw-Hill Education

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education and Tsinghua University Press Limited. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2015 by McGraw-Hill Education and Tsinghua University Press Limited.

版权所有。未经出版人事先书面许可，对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播，包括但不限于复印、录制、录音，或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本授权中文简体字翻译版由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司和清华大学出版社有限公司合作出版。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内(不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)销售。

版权©2015由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司与清华大学出版社有限公司所有。

北京市版权局著作权合同登记号 图字：01-2009-2063

本书封面贴有McGraw-Hill Education公司防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

稳定不稳定的经济——一种金融不稳定视角(中文修订版)/(美)明斯基(Minsky, H. P.) 著; 石宝峰, 张慧卉 译. —北京: 清华大学出版社, 2015

书名原文: *Stabilizing An Unstable Economy*

ISBN 978-7-302-40110-0

I. ①稳… II. ①明… ②石… ③张… III. ①经济学—通俗读物 IV. ①F0-49

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第089490号

责任编辑: 陈 莉 蔡 琦

封面设计: 周晓亮

版式设计: 方加青

责任校对: 邱晓玉

责任印制: 宋 林

出版发行: 清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址: 北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编: 100084

社 总 机: 010-62770175 邮 购: 010-62786544

投稿与读者服务: 010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈: 010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者: 三河市金元印装有限公司

经 销: 全国新华书店

开 本: 180mm×250mm 印 张: 21.25 字 数: 393 千字

版 次: 2015 年 7 月第 1 版 印 次: 2015 年 7 月第 1 次印刷

印 数: 1~3500

定 价: 58.00 元

中文版序言

吴晓灵

这本书是美国经济学家海曼·明斯基先生的一部代表作，它系统深入地阐述了“金融不稳定论”的主要思想。作为“金融不稳定论”的创始人，明斯基先生毕业于美国芝加哥大学，在哈佛大学获得经济学博士学位，后在多所大学任教。他毕生专注于金融体系、经济周期和总需求决定等方面的研究。他的思想早已为西方金融界所熟悉，而且其追随者中也不乏像金德尔伯格这样的知名经济学家，但令人遗憾的是，直到明斯基先生 1996 年去世，他仍然被归为非主流经济学家，其主要思想也没有得到应有的重视。斯人已逝，思想永存，尤其是那些光辉正确的思想将会不断被传承发扬。

2008 年以来，由次贷危机引发的国际金融危机不断蔓延和加剧，对世界经济造成严重冲击。国际金融危机的产生和发展，给主流经济学研究带来了巨大挑战。在对金融危机进行探究和应对的过程中，出现了各种不同甚至截然相反的观点和主张。对于产生金融危机的原因和根源，有的归结于美联储过度宽松的货币政策，有的认为是过度的金融创新和监管不足导致的金融衍生品泛滥，有的则归咎于美国政府对房地产市场的刺激政策和贷款担保。从更深层次的原因看，流行的观点认为危机归因于自由市场的失灵，于是大规模政府干预随之而来；而与此对立的主张则认为是政府干预政策的失败导致出现危机。正如现任美联储主席伯南克先生说：“解释大萧条是宏观经济学的‘圣杯’。”同样，如果能够深入分析金融危机的产生原因，从根源上揭示金融危机的本质，进而阐明金融体系对经济周期运行的影响机制，则不仅解决了宏观经济学中的又一难题，更会对我们进一步认识和应对金融危机发挥指导作用，当然其中的难度也可想而知。明斯基先生以其独有的洞察力，运用“金融不稳定假说”对金融危机做出了极富解释力的分析。国际金融危

机爆发以来，他的思想逐渐被越来越多的人接受，以致人们把以资产价格崩溃为特征的金融危机爆发称为“明斯基时刻”(Minsky Moment)。在我国应对国际金融危机冲击、努力实现经济平稳较快发展的关键时刻，及时把这本著作翻译成中文版介绍给国内读者，为我们更好地理解 and 认识金融危机，提供了一种崭新的视角和逻辑严谨的理论体系。

在思考经济为什么会不稳定时，明斯基认为，为投资进行融资是经济中不稳定性的重要来源。这是建立在著名的“明斯基融资分类法”的基础上的，明斯基根据收入-债务关系，将融资方式分为三种类型。

(1) 对冲性融资：即债务人期望从融资合同中所获得的现金流能覆盖利息和本金，这是最安全的融资类型。

(2) 投机性融资：即债务人预期从融资合同中获得的现金流只能覆盖利息，这是利用短期资金为长期头寸来融资。

(3) 庞氏融资：即债务人的现金流什么都覆盖不了，债务人需要靠出售资产或者再借新钱来履行支付承诺。

在经济的扩张过程中，人们通过承担风险赚钱越容易，在承担风险方面就会变得越不谨慎，因此融资的基本态势通常是从对冲性融资向投机性融资比重、庞氏融资比重逐步升高的方向发展。显然，投机性融资和庞氏融资能否持续，依赖于信贷环境的宽松和资产价格的不断上涨，一旦这种条件不具备，融资链就会断裂，而资产价格“螺旋加速下降”效应会造成雪崩似的金融动荡，正如我们在本次金融危机中目睹的。

由于经济扩张过程中投机性融资和庞氏融资的比重必然上升，因此金融脆弱性是天然的、内生的。当市场体系处于稳定时，发挥作用的市场力量会通过利益的引导使市场向不稳定的方向发展。如果每个人都变得更加追求风险，这将加大杠杆的力度，直至游戏玩不下去，市场偏离均衡。所以，如明斯基所说，稳定最终是不稳定的，因为稳定会引起资产价格膨胀以及信用过量。换言之，稳定永远无法成为目的地，只能是一个通向不稳定的旅程。

在这种分析框架下，如何稳定不稳定的经济？明斯基开出了如下药方。

1. 既反对完全的自由主义，也反对凯恩斯的刺激投资、福利政策。明斯基认为市场的内部力量包含不稳定因素，需要进行干预来避免“看不见的手”走向无序调整，当然也不能把更进一步的自由放任作为解决“不均衡”问题的办法。同时，他也反对凯恩斯主义者强调的对总需求进行微调、刺激投资和建立中央集权下的福利制度。他认为刺激投资必然会导致融资结构从对冲性融资向投机性融资乃至庞氏融资转换，这导致金融脆弱性不断增强，将引起金融不稳定性 and 通货膨胀，甚至会加大不公平。

2. **微调不可能。**明斯基认为即使微调政策能够取得暂时的稳定性，这种稳定性也将产生退回不稳定性的过程。如果危机在未发生时就被“成功抑制住”，风险行为就会被认为是“有效的”，这将为此后可能发生更频繁和更剧烈的后续危机埋下伏笔，总有“算总账”的一天。微调的应对方案是一种危险的策略，该策略可以暂时有效，但恰恰是因为它可以暂时有效，才为自己的灭亡埋下种子。所以明斯基反对那些所谓的反周期、熨平周期的政策应对，认为“政策问题在于，设计一些制度结构和政策措施，能够在不增加陷入深度萧条可能性的情况下削弱通货膨胀、失业和生活水平提高迟缓的影响”。

3. **政府最应该关注的是就业，而且政府应该直接创造就业岗位，只有政府才能提供具有无限弹性的劳动力需求，这对实现充分就业是必需的。**明斯基倡导罗斯福新政中的“公共资源保护队”和“全国青年行政部”等就业方案。

“公共资源保护队”方案招募了约25万16~20岁的青年人，他们的任务是植树护林、水土保持等，保护和改善国家公园和森林资源，每位参与者的预算是每年8000美元。这一方案的关键意义在于它成为一种从学校走向就业的过渡手段。“全国青年行政部”负责为高中、大学的学生提供实习就业的机会，并提供培训。比如“全国青年行政部”会委托公共部门一些项目，由这些公共部门招募青年学生或毕业生来完成，政府支付工资。在弗里德曼传记中曾谈到他在大萧条期间作为大学生参与了好多政府委托的项目组的研究工作，对一些经济的长期性问题进行研究，虽然在当时不一定有立竿见影的成果，但这些项目一方面提供了就业机会、增加了学生的收入(当然，新政中针对不同人群有不同的就业方案)；另一方面这些扎实的研究培养了人，为后来美国经济学的发展和繁荣奠定了基础。

4. **应该鼓励股权融资而不是债权融资。**明斯基主张那些可以鼓励股权融资的政策，比如建议取消企业所得税，可以把收益转给股东，这有利于削弱企业增强不稳定性的力量。

5. **因为银行的规模和与其开展业务的企业规模有关系，应该鼓励发展中小银行的政策。**例如明斯基与一些学者一道共同促使克林顿总统开创了社区发展银行制度，以便更多地满足小客户需求。他还认为应该扩大融资服务的范围，要为那些享受不到服务的家庭提供融资服务。

6. **货币政策方面，明斯基认为货币政策不能用于反周期，要简化规则。**中央银行的职能不能局限于控制货币供给，更重要的是抑制金融不稳定性，随着资产组合中企业债务对政府债务的不断替代，央行需要更多地应用贴现工具替代公开市场操作来控制银行体系的准备金数量。

明斯基的敏锐观察和深刻洞见对于我们了解纷繁复杂的现实经济很有帮

助。如何恰当地运用金融工具促进经济的稳定发展，应该是全球信用货币体系下的一个重要理论问题和现实问题。从一个新的视角和用一种非主流的理论以本次金融危机为样本来探讨这一问题的答案，我认为是有意义的。因而我愿借明斯基的《稳定不稳定的经济》一书中文版出版之机作此序言，并向读者推介。希望我们能从阅读此书中获取更多的智慧，为稳定我们面临的日益频繁地爆发金融危机的世界经济寻找更为有效的解决方案。

吴晓灵

2010年1月

前 言

早在二十多年前首次出版之时，海曼·明斯基的著作就已经领先于那个时代。这对经济思想家来说司空见惯。约瑟夫·熊彼特对当今的影响要远大于对他所处时代的影响，约翰·梅纳德·凯恩斯的开创性思想在广泛宣扬之后才撼动了整个经济学界，不知疲倦的明斯基先生亦是如此。尽管他在 20 世纪 70 年代和 80 年代具有一定影响力，但他的思想从未像当今这样备受重视。如果明斯基先生仍然健在，他完全可以对那些在过去几十年里集中精力研究经济和金融的人说，“我早就跟你们说过，这一切会发生”。如今再版明斯基的经典著作，正当其时！

像凯恩斯(明斯基曾在 1975 年出版过一本关于他的传记)和熊彼特一样，明斯基重点关注经济周期。凯恩斯主义在二战后占据了主导地位，它集中体现在凯恩斯著作中在政治上深得人心的一些方面。几乎没人能回想起，经济增长时期，凯恩斯曾在提出财政政策和预算盈余之前推荐过货币政策。对于绝大多数政策制定者来说，凯恩斯主义就意味着不假思索的、再简单不过的赤字支出。现在，人们已经逐渐认识到，凯恩斯主义驯服了经济周期，这可以从一些诸如“软着陆”(soft landing)和“中途修正”(mid-course correction)等词语中得到印证。

明斯基与凯恩斯既有区别又有联系。明斯基强调投资的波动性，认为投资所产生现金流的不确定性对企业的资产负债表会产生重大影响。这是一个应该引起更多关注的重要见解。

20 世纪 70 年代末期和 80 年代货币主义逐步取代凯恩斯主义之后，明斯基的深刻见解又一次未得到应有重视。即便在 20 世纪 80 年代早期的鼎盛时期，货币主义也没能有效应对金融体系的结构变化，而明斯基却能以其清晰的分析方法从容应对。当时，计量经济学几乎已经成为经济学家和金融分析师的一种信仰。但明斯基没有让他的分析受到统计模型的限制。他明智地认识到，数学方程并不能准确地解释经济和金融中至关重要的关键性结构变化和行为模式的转变。

在我最初接触金融市场的时候,就被明斯基的著作所吸引,在工作过程中,我开始集中精力关注一个问题,那就是,债务规模为何持续地以快于名义国民生产总值增速的速度增长。我把这种不健康的发展趋势归因于快速的金融资产证券化、金融市场全球化以及便于将风险量化的信息技术方面的巨大进步。由于政策制定者没能采取有效措施以敦促金融机构在企业经营驱动力和偿债义务之间取得平衡,这就加剧了爆发式增长的债务中固有的风险。

海曼·明斯基的深刻见解帮助我们理解近几十年来关键性的金融发展。几乎没人能像明斯基一样理解投机性融资自我强化的力量、不断降低的债务质量和经济的波动,这些已经成为我们这个时代的特征。他把企业为了偿债而借款的行为称为“投机性融资”,这反过来又能推高投资和资产价格。他致力于解释清楚,为何企业家和银行家们所向往的就业、投资和利润的乐观增长,最终必然导致经济的波动和令人难以接受的风险。用一个可以作为安然时代(Age of Enron)暗语的有趣短语来形容,那就是,明斯基告诫世人不要进行“资产负债表冒险”(balance-sheet adventuring)。

本书第1版出版之后发生了一系列事件:从20世纪80年代末和90年代初期的存贷款危机和银行业危机,到墨西哥和韩国的债务危机、俄罗斯的债务拖欠以及20世纪90年代因长期资产管理过度杠杆化引发的市场动荡,再到2000年高科技泡沫破裂。这一系列事件都在明斯基的预料之中。

如今我们正面临着次贷危机,有些人把这称之为“明斯基时代”,但这显然缩小了明斯基著作的广度和深度。现在是时候认真考虑海曼·明斯基的见解了!要依靠他这部振聋发聩的著作,使我们的金融体系具有更加稳固的坚实基础。

亨利·考夫曼

第 1 版前言和致谢

众所周知，在一个金融体系成熟而复杂的发达资本主义经济中，总产出、就业和价格很容易出现波动。同时，我们也可以看到，自第二次世界大战以来，发达经济的这种不稳定特性有所缓解。特别是，即使在经济和金融体系中存在着巨大的压力和破坏力的情况下，也没有出现资产价格崩溃、不可控的大范围破产和严重而持久的大萧条。

20 世纪 60 年代末以来，经济不稳定性表现得异常明显，而在二战后的 20 年里却并非如此。于是我们要问：“在我们这种类型的经济中，是什么因素使经济运行状况产生如此剧烈的变化？”

要回答这个问题，就需要弄清楚那些追逐利润的商人和银行家们如何把一个最初富有活力的金融体系(不易引发金融危机)变成一个脆弱的金融体系(容易导致金融危机)。决定融资关系和资产定价的市场机制发出了信号，这种信号促使那些容易产生不稳定性的融资关系得以发展，最终使不稳定性变为现实。资本主义经济的稳定时期(或平稳运行时期)只是暂时的。

本书试图阐明为什么我们的经济如此容易波动，以及显而易见的不稳定性在经济中如何存在。即便我们成功避免了大萧条这一可能发生的最糟情况，但一个不争的事实是，近些年经济的表现确实比二战之后的 20 年更为糟糕。而且，20 世纪 60 年代末以来，我们成功地使不稳定性趋于稳定，但此事并非有意为之，因为作为政策基础的各种理论并没有考虑能使内在不稳定系统趋于稳定的关键因素。政策虽然很成功，但政策制定者们对不断恶化的经济表现却只字不提。因此，在历史、理论和制度的多重作用下，需要把改革提上日程。

本书遵循了后凯恩斯主义传统，这样做意味着凯恩斯为我们提供了巨人的肩膀，站在上面，我们能够深刻理解发达资本主义经济的本质特征。不过，遵循后凯恩斯主义并不意味着全盘接受这位伟人的著作。我希望没有因为引用凯恩斯的话而触犯他，如果冒犯了，敬请谅解。

我需要感谢很多人：从我接受教育起，要感谢 Oscar Lange、Henry Simons

和 Josef Schumpeter。近年来，我要衷心感谢的里雅斯特的同事们，包括在高等经济研究中心(Centro di Studi Economici Avanzati)的全部教职员和学生，特别是后凯恩斯主义拥护者 Jan Kregel、Paul Davidson 以及后来的 Sidney Weintraub。

再次感谢 Maurice Townsend 的鼓励以及和我分享的真知灼见。

特别感谢 Joan Robinson，他经常直截了当地提出反对意见。

在第二世纪基金，我还要感谢 Carol Barker、Waiter Klein 和 Gary Nickerson，特别是 Klein，他使我在萎靡不振和灰心失望的时候重拾信心。Ted Young 帮我从头到尾修改了手稿，去除掉一些不利阐明信息的部分。Beverly Goldverg 为全书做了出版前的准备工作。

没有 Bess Erlich 和 Susan Hilton 领导下的华盛顿大学经济系默默无闻的帮助和理解，本书也不会出版。特别感谢 Daren Rensing 和 Anne Schroeder，当我需要在纷繁芜杂的数据中寻找有用数据时，Chris Varvares 和华盛顿大学的计算机伸出了援手。

海曼·P. 明斯基

明斯基的《稳定不稳定的经济》：20年之后

Dimitri B. Papadimitriou & L. Randall Wray

当我们为海曼·明斯基最全面的这本著作(1986年公开发行)的新版本做准备工作时，美国金融体系正面临着20世纪30年代以来最为严重的危机。本书对金融危机的解释力令人叹服，这充分说明，明斯基先生的理论不仅适用于他在世时的金融危机，也可用于美国资本市场网络股泡沫的破裂以及我们正在见证的住房抵押次贷危机。明斯基总能超越他所处的时代。要知道，他在20世纪50年代就率先论述了“金融不稳定性”，并超前整整一代人准确预见经济转型。尽管我们已多次阅读此书，但当我们为了撰写本序言再次认真研读时，明斯基的分析深度及其对认识现代复杂资本主义经济运行的理论贡献，仍给我们留下了深刻印象。就此而言，本书独一无二。

本书停印之后仍然有着稳定的需求量。网上出售的二手书价格已经涨到上千美元。2007年，当金融媒体认识到明斯基的分析与抵押贷款支持证券市场的快速崩溃有关时，人们对其著作的兴趣骤然升温。事实上，在本书中，明斯基详细地考察了几次金融危机，其中有几次危机涉及相同的金融工具，如商业票据(commercial paper)、市政债(municipal bond)、房地产投资信托基金(REITs)(见第38页和第77页)。更重要的是，明斯基解释了经济为什么向较容易发生金融危机的方向演化。而且，如果危机被抑制住——就像目前那样，那么高危行为就是“正确的”。这将为此后可能发生的更频繁和更剧烈的危机埋下伏笔。正如明斯基所坚持认为的，在我们这种倾向于发生在投机性繁荣的经济中，有着内在的、本质的不稳定性，这一点与约翰·梅纳德·凯恩斯的观点不谋而合。凯恩斯认为“在一个不稳定的经济中，投机行为主宰着人们的事业心”(第14页)。其他对资本主义进程的批判性分析都强调崩溃，而明斯基则更关注在“高涨时期”经济人的行为。其他的分析将危机归咎于“冲击”、“非理性繁荣”或“不

明智”的政策，而明斯基则主张，对经济系统来说，产生金融脆弱性的过程是天然的和内生的。

根据明斯基的看法，资本主义经济最多是“有条件地协调”的(第95页)。在分析具有复杂的和估值过高的资本资产的资本主义经济时，明斯基拒绝使用与现实世界无关的主流经济学的均衡方法论。取而代之的是，他提出“平静时期”(第95页)的概念，该时期以稳健的金融体系和金融创新的欠缺为特征。在这个时期，投资的融资属性显得不那么重要。然而，“稳定性正在动摇”，当相对的平静鼓励更多旨在增加收入的冒险和创新行为时，它同时也就破坏了产生“协调性”和“平静”的条件。也就是说，当市场体系处于稳定时，发挥作用的市場力量将使市场向不稳定的方向发展，所以，即使能达到均衡，也会引起经济行为的变化，很快使经济偏离均衡。

明斯基的“投资周期理论”是从凯恩斯理论得到启发的。明斯基的周期理论来自以下两个因素的结合：一是凯恩斯在《通论》第12章的著名论述，这部分内容集中论述不确定条件下投资决策的不稳定性；二是《通论》第17章所采用的金融资产和资本资产的估值方法。乐观主义和悲观主义此起彼伏地交替将影响总投资量，而后者通过支出乘数决定总产出和就业。凯恩斯指出，要分析为投资进行融资的过程。明斯基对此表示赞赏，但他同时认为有必要进一步深入分析。这样，明斯基的贡献就是在凯恩斯“投资周期理论”的基础上发展出了“投资的融资理论”。这也是明斯基早期著作《凯恩斯〈通论〉新释》(1975)的主题。由于为投资进行融资是我们经济中不稳定性的最重要来源，它也就成了使“经济从不稳定趋于稳定”所要分析研究的主题。因此，明斯基对投资以及如何为其融资的论述是本书的核心内容。在细心重读第8章时，明斯基的分析的优越性跃然纸上。

明斯基认为，此前没人能深刻理解凯恩斯《通论》(第261页)的政策内涵。正如本书题目中所展现的，明斯基的使命就是通过为现代金融资本主义经济制定政策来填补上述空白。第12章特别是第13章提出了明斯基的政策改革方案。了解明斯基的人都知道，他与那些著名的凯恩斯主义者的政策主张存在长期分歧。后者强调要对总需求进行微调，刺激投资，并建立“社会福利的中央集权制”以提供安全网。从20世纪60年代早期开始，明斯基就反对建立福利制度或经济刺激政策，这对那些反对用自由市场办法来解决现实问题的批评家们来说是不可思议的。但明斯基采用了另外一种思路，这种思路强调：①微调是不可能的；②依靠投资拉动经济增长来提高生活水平会产生破坏性的不稳定性 and 通货膨胀；③福利制度容易产生通货膨胀，而且只是将失业制度化了。在第13章，他提出一种战略，就是要依靠消费、就业以及运用制度和监管来抑制不稳

定性，在后面我们还要回到这点进行详细讨论。

在本导言的余下部分，我们将概述明斯基对理论和政策分析的贡献。我们也会讨论明斯基的一些早期著作，正是这些早期著作才成就了本书。最后，我们还要进一步阐述如何将他的分析拓展应用于当代现实问题。

明斯基的早期贡献

在20世纪50年代到60年代中期明斯基的各种出版物中，他逐步发展了自己对于经济周期的分析(明斯基, 1957a, 1964, 1979)。第一，他认为政府、监管机构、法律体系和企业(合称为制度)，特别是金融制度至关重要。这是对日益占据主流的以IS-LM模型为最佳代表的凯恩斯主义经济学的一种挑战。尽管明斯基在哈佛大学曾师从阿尔文·汉森(Alvin Hansen)教授，但他却偏好芝加哥大学亨利·西蒙斯(Henry Simons)的制度学说。过于简化的宏观经济学新古典综合方法隐藏了LM曲线背后的金融，而且由于IS-LM模型分析仅仅集中于唯一的均衡点上，它不能说明现实经济的动态发展。基于这些原因，明斯基对乘数—加速数模型更感兴趣，这个模型考虑到了爆发式的经济增长(明斯基, 1957b)。在明斯基最早的著作中，他为制度设定了上限和下限，从而得出多种可能出现的产出组合，包括稳定的增长、周期、繁荣和长期萧条。在他最后写作于利维经济学院的一些论文(Minsky & Ferri, 1991)中，他最终又回到了这些模型。然而，很明显，这些分析结果在他的主张中发挥了作用，他认为“新政”和战后制度安排抑制了现代资本主义的内在不稳定性，成就了某种程度的稳定。

同时，明斯基考察了金融创新，认为金融机构谋求正常利润的行为持续扰乱了当局控制货币供给增长的努力(Minsky, 1957a)。这就是他拒绝LM曲线中固定的货币供给假设的主要原因之一。实际上，中央银行的管制反而会引起金融创新，从而货币政策从来不会遵守被米尔顿·弗里德曼宣传了几十年之久的所谓的“增长率法则”(growth rate rule)。金融创新将增加流动性，使金融体系更容易受到破坏。如果中央银行作为最终贷款人实施干预，金融创新就会被合法化，金融创新也将持续进行。明斯基(1957a)考察了联邦基金市场的创立，这项考察显示出银行体系如何有效利用准备金，从而内在决定货币供给。对金融创新的第一次严峻考验发生于1966年的市政债市场，第二次考验则是1970年的商业票据挤兑，不过这两次考验都被中央银行的快速反应化解了。因此，虽然战后早期是一个具有“有条件的协调性”的金融体系，几乎没有私人债务，有

大量前期延续下来的联邦政府债务(来自二战的赤字),但以盈利为目的的金融创新将逐渐放松制度管制。金融危机将变得更为频繁和严重,考验着金融当局避免金融危机再次发生的能力。表面上的稳定性将增强不稳定性。

早期著作的扩展

在《凯恩斯〈通论〉新释》中,明斯基提出了对凯恩斯理论的另一种分析(见第106页下该书目的摘要)。这本书对“投资的融资理论和投资周期理论”进行了最详细的介绍。“二价制”和“贷款人和借款人风险”是其中两个关键的组成部分,前者是直接从凯恩斯那里借鉴而来的,后者则要归功于米歇尔·卡莱茨基(Michael Kalecki),但实际上也是从凯恩斯那里借鉴来的。明斯基把价格体系区分为当前产出价格和资产价格。当前产出价格取决于“成本加差价”,在该价格下可以获得利润。这个价格体系适用于消费品和服务、投资品乃至政府购买的商品和服务。对于投资品,当前产出价格是一种有效的资本供给价格,此价格足以导致供应商提供新的资本资产。不过,这种简化分析仅适用于通过内部资金融资而购置的资产。如果涉及外部资金(借款),那么资产的供给价格要包括显性的融资成本,最重要的是利息,还要考虑其他各种费用和支出,也就是说,供给价格由于存在“贷款人风险”而提高了。

对可以长期持有的资产而言,还存在着第二种价格体系。除了流动性最强的现金以外,人们还预期这些资产产生收入流和资本收益。在这里,明斯基沿用了《通论》最重要的章节——第17章中凯恩斯所作的著述。关键点在于无法确切知道预期收入流(它取决于主观预期)。我们从资产价格体系得到资本资产的需求价格:考虑未来可能产生的预期净收入,人们会为资产支付什么价格?不过,这种计算方法过于简单化,因为它忽略了融资安排。明斯基认为,人们愿意支付的价格取决于所需要的外部融资量,也就是更多借款将使买方面临更高的破产风险。这就是为什么在需求价格中也要考虑“借款人风险”。

只有当资本资产的需求价格超过供给价格时,投资才可能发生。这些价格包含了被定义为足值担保的安全边际,所以受到对未知结果的预期的影响。在从极度萧条到经济复苏的恢复过程中,由于预期降低,安全边际变大;随着时间的推移,如果经济扩张超过了悲观的预测,安全边际就会太大,并降低到使项目仅能获得一般的成功的水平上。以下是著名的明斯基融资分类法:对冲性融资,预期收入流能偿还全部利息和本金;投机性融资,近期收入流仅能偿还

利息；庞氏融资^①，近期收入不够偿还利息，债务不断增加。在经济扩张过程中，融资的基本态势从主要是对冲性融资向投机性融资甚至是庞氏融资的比重逐步升高发展。

在明斯基的早期著作中，他就认为融资者关于提高杠杆比率并取得更多的投机性融资的渴望可能并不会如意。如果结果远好于预期，由于收入比预计的多很多，尝试运用投机性融资的投资者仍将可以实现保值。这样，明斯基并没有把目前人们熟知的卡莱茨基关系合并到《凯恩斯〈通论〉新释》中，但他认为，投资繁荣可以通过乘数作用扩张总需求和支出，并形成比预期更多的销售。后来，明斯基明确地将卡莱茨基的结果结合进来，即在缩略模型中总利润等于投资加上政府赤字。这样，在投资膨胀过程中，利润将伴随投资而不断增长，可以持续强化预期并鼓励更多投资。这印证了明斯基的见解，资本主义经济中根本的不稳定性会不断增强直至出现投机狂热。

此外，在20世纪60年代早期，明斯基认为政府资产负债表状况会决定对私营经济资产负债表的影响(Minsky, 1963)。由于政府赤字将使私营资产中安全性高的政府债券增多(第2章讨论的政府支出赤字的影响之一)，政府提高支出所引起的扩张会导致私营经济扩张，但不会让企业的资产负债表变得脆弱。不过，一次大的经济扩张将使税收增长快于私营经济收入的增长，政府预算会得到改善(趋向于盈余)，而私营经济收支将出现恶化(趋向于赤字)。当明斯基把卡莱茨基等式放入他的论述中时(正如他在本书第14页和第128页所做的)，他就能解释预算的反周期调节如何自动使利润趋于稳定，既能限制繁荣中利润继续高涨，也能限制衰退中利润不断下降。

把卡莱茨基对利润的观点和他自己的投资周期理论结合起来，明斯基认为，只有预期到未来的投资，当前的投资才可能发生，因为未来的投资将决定未来的利润(参见概括性模型)(第129页)。而且，由于当前的投资能够证明“过去”的决策是正确的，对“未来”的预期影响着偿还为购买当前资本资产而进行融资所欠债务的能力。在明斯基研究这些很容易被扰乱的投资的方法中，涉及复杂的时间关系(见第168页到第170页)。一旦这与“二价制”方法相联系，显而易见，任何降低预期未来盈利能力的事情都会促使资本的需求价格低于供给价格。这会减少投资额和“当前”利润，使之低于要证实“过去”的预期所需的水平——之前的资本项目开始实施时，需求价格依赖于“过去”的预期。可以证明，先前借款人和贷款人风险之中包含的安全边际是不够的，经过修正后的安全边际才有可能是合宜的。

① 庞氏骗局，指骗人向虚设的企业投资，以后来投资者的钱作为快速盈利付给最初投资者以诱使更多人上当，作者在这里指金融发展过程是一个博傻过程，不好的后果都由后来者承担——译者注。

在整个 20 世纪 60、70 和 80 年代，明斯基继续发展他的金融不稳定性假说，把对投资理论所做的拓展不断结合起来。他添加了卡莱茨基等式，结合了“二价制”体系，纳入更为复杂的关于部门平衡的论述。那些年里，他改进了对银行的分析，意识到联邦储备银行控制货币供给的尝试是徒劳无功的。他也将分析银行的方法用于分析所有其他实体。他认为，每个人都可以创造货币；问题是让其他人接受它(第 62 页)——毕竟每个人都可以通过举债获取资产。他还认为，虽然美联储被创立并通过为企业债务提供流动性来扮演最终贷款人角色，但它不再贴现票据了(第 43 页)。实际上，美联储主要通过公开市场操作提供准备金，这极大限制了美联储通过确定哪些担保物可以接受和仔细审查借款人资产负债表来确保金融体系安全稳定的能力。相反，试图限制准备金只会导致银行业务的创新并鼓励“非银行”融资的扩张，最终要求“最终贷款人干预”甚至是“紧急救援”去承担那些高风险业务所造成的后果(第 85 页)，所以美联储坚持依靠弗里德曼的简化货币主义观点，基本作用就是“控制”货币供给，进而控制总体经济运行(实际上根本控制不了)。与旨在维持总需求的反周期性赤字一起，这类政策不仅能阻止经济陷入深度衰退，也会产生长期的通货膨胀压力。

“大萧条”会再次发生吗？

明斯基认为“大萧条”代表了资本主义的失败，解决这个问题必须成立“大政府”和“大银行”，他常用“大”这个词来表示政府的规模、公共支出的水平、中央银行以及各种新政改革措施(参见第 174 页；Minsky, 1993)。尽管二战后出现的经济体与以往相比有根本区别，而且显得更富有活力，但明斯基总是质疑“它”(大萧条)是否会再次发生。他的答案是暂时“不会”：已经提出的政策空间的上限和下限使战后的头几十年不会发生债务紧缩。不过，在明显具有活力的金融体系背景下，经济发展可能给违约的“雪球”打开大门，最终会完全打破设定的限制。如果制度约束不能适应环境变化，或者更糟糕的是，大萧条的教训被完全抛到脑后，以至于危险的“自由市场”思想左右了政策，上述情况就更可能发生。当然，这些都已成为过去。

明斯基明确地阐述了他的反自由放任政策的主题，“在内部力量包含不稳定性的世界中，通过向环境中引入惯例、约束和干预，能够达到并维持某种程度的均衡”(Minsky & Ferri, 1991)。他坚持认为，问题在于以正统的新古典主义为理论基础的经济学不能提供对经济的深刻见解。这是因为这些标准的经济理