

海曼·明斯基与当今主流经济学

金 俐

摘要：明斯基的“金融凯恩斯主义”观点与 1960、1970 年代大多数主流经济学家对金融因素的忽视形成鲜明对比。1980 年代初开始，主流经济学重新强调金融因素在投资决定和宏观经济波动中的重要性，但这并不意味着是对明斯基理论的接受。实际上，在理论框架、研究方法和政策主张等方面，明斯基理论与主流经济学的差别仍然是很大的。

关键词：明斯基 凯恩斯主义 金融因素 宏观经济学

海曼·明斯基 (Hyman P. Minsky) 是当代货币理论和金融制度研究方面的著名经济学家。与同时代的许多经济学家一样，对凯恩斯《就业、利息和货币通论》(以下简称《通论》) 进行解读和扩展是明斯基学术研究的中心。明斯基自称是“金融凯恩斯主义”的阐释者。在凯恩斯理论中，投资波动是总需求波动的主要来源，而明斯基强调金融因素——金融机构的行为、企业平衡表状况、融资成本和融资渠道等——在投资波动中至关重要的作用，认为离开金融因素就不能解释投资的易波动性和资本主义经济的内在不稳定性。他提出了经济分析的“华尔街范式”——以广泛存在的金融关系为理论分析的出发点，而把生产和分配机制置于从属地位。明斯基认为，在信用制度高度发达的资本主义经济中，“华尔街”的行为在经济周期中处于核心地位，标准理论所采用的“乡村集市范式”对于分析有着复杂金融制度的资本主义经济是不适合的。

明斯基的“金融凯恩斯主义”观点与 20 世纪 60、70 年代大多数主流经济学家对金融因素的忽视形成鲜明对比。在由希克斯 (1937) 率先提出，后由莫迪利安尼 (1944) 进一步发展的主流分析框架 (IS-LM 模型) 中，货币市场和货币/产出关系成为宏观经济学的焦点，金融中介的作用仅仅表现在银行资产负债表中的负债方是货币供给量的组成部分。在这个分析框架下，金融中介只是最终储蓄者和投资者之间的一个被动的代理人；所有的金融关系仅仅表现在“货币市场”上，并且由中央银行的干预所控制。

然而从 20 世纪 80 年代早期开始，金融因素在主流经济学中的地位发生了很大的变化。越来越多的主流学者开始在理论上与经验上探讨金融因素对投资和经济波动的影响。这种变化的推动力来自两个方面。一方面，70 年代末的宏观经济学面临着严重的危机，主流学者不得不开始认真对待包括金融市场摩擦在内的各种市场不完善性，力图为宏观经济学寻找更坚实的微观基础；另一方面，信息经济学的发展不仅使“MM 定理”（即金融无关性的推论）失去了效力，同时也为更好地认识金融因素的性质和作用提供了强有力的分析工具。到 20 世纪 90 年代中期，主流经济学在这方面的研究已经取得了很大成果。

从表面上看，主流经济学的理论研究回到 20 世纪 60 年代的轨道似乎证明了明斯基的先见之明，他在金融因素成为主流经济学的时髦话题之前，很早就强调它对投资和宏观经济的重要性。但主流经济学对金融因素的重新关注并不意味着对明斯基理论的接受。根据社会科学引用指数网的统计，在 1989 - 1997 年期间，主流经济学文献对明斯基的引用只有 11 次 (Fazzari, 1999)。布兰查德和费希尔 (Blanchard & Fischer, 1989) 的《宏观经济学 (高级教程)》反映了 1980 年代以来宏观经济学方面的最新研究成果，但在他们这本近 700 页的书中一次也没有提到明斯基的理论贡献。

那么，为什么主流经济学与明斯基理论如此疏离？本文拟通过以下三方面的分析比较来回答这个

问题。

一、金融因素影响投资决定的微观基础

在《通论》中,凯恩斯强调投资在总产出和就业理论中的中心作用。凯恩斯的投资理论与当时的主流观点有两方面的不同。首先,凯恩斯强调投资对总需求和经济活动短期波动的驱动作用,而不是它对资本积累的长期效应;其次,虽然凯恩斯主要关注货币因素对投资的重要影响,但仍然强调不确定性、融资渠道和融资成本对投资水平的决定作用,认为资本生产率的技术条件只是影响投资的因素之一。因此,明斯基说凯恩斯提出了一个关于产出的投资理论与一个关于投资的金融理论,并在投资的金融理论方面对凯恩斯理论进行了丰富和发展。在明斯基看来,离开金融因素就不能理解投资的波动。

明斯基的投资理论建立在他的两个价格体系的分析基础上。明斯基认为,经济中存在两个不同的价格体系。一个当前产出(包括消费、投资、政府和出口)的价格体系与一个包括资本资产在内的资产价格体系。投资水平取决于资本资产的供给价格和需求价格的相互作用。资本资产的供给价格(P_i)由购买价格与融资成本两部分构成。购买价格来自当前产出的价格体系,因为资本资产是当前产出的一部分。融资成本包括显性成本(利率和各种费用)和隐性成本(贷款人监督的增加)。随着投资水平的上升,贷款人会觉察到增加贷款的高风险(凯恩斯称之为“贷款人风险”)并要求这种高风险得到补偿,因此融资成本上升,这时供给价格线向上倾斜。资本资产的供给价格主要来自当前产出的价格体系,但由于资本资产主要通过融资购买,因此融资成本也是供给价格的重要组成部分。与供给价格不同,资本资产的需求价格(P_k)主要来自资产价格体系,其主要决定因素是预期利润的贴现值。只要资本资产中有一部分是通过外部融资取得的,需求价格中就必须包括一个补偿凯恩斯所谓的“借款人风险”的数额。这是需求价格曲线折弯的主要原因——投资所需的外部融资越多,借款人的支付承诺就越高,因此借款人的风险也就越大,资本资产的需求价格也就越低。只有当资本资产的需求价格高于供给价格时,投资才会发生,而投资水平由需求价格线与供给价格线的交点决定(如图1所示),即由借款人和贷款人的风险决定。借款人和贷款人预期的改变使需求线和供给线发生移动,乐观的预期使需求和供给

增加,悲观预期的影响则相反。

通过以上分析可看出,明斯基利用“借款人风险”和“贷款人风险”这两个凯恩斯提出的概念,把根本的不确定性和金融关系的中心作用联系在了一起,并把它们看作投资行为的主要决定因素。在一个根本不确定的环境中,企业的融资结构、外部融资的可获得性和成本是投资水平的重要决定因素;同时,人的猜想、本能和“动物精神”也会对投资产生影响。

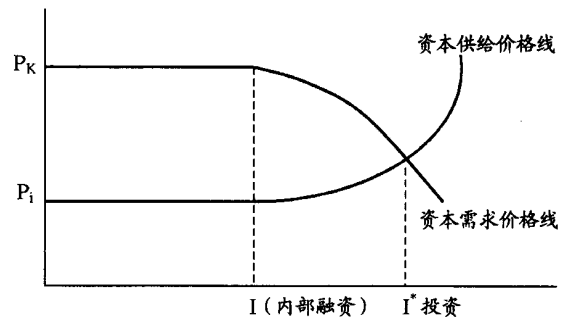


图1 明斯基关于投资水平的决定

主流经济学在微观层次上对金融因素的重新关注始于20世纪80年代早期。信息经济学的发展对这方面的研究起了很大的推动作用。阿克洛夫(Akerlof,1970)对二手车市场的研究表明,信息不对称产生的逆向选择导致好货被次货逐出市场,从而导致市场运行的低效率。斯蒂格利茨和魏斯(Stiglitz & Weiss,1981)将这种思想用于信贷市场的分析,结果表明逆向选择可能使信贷市场产生信贷配给均衡——在不存在对利率的制度性限制的情况下,一些企业即使愿意支付更高的利率也不能获得资金。这意味着企业可能面临融资约束:一些从技术上来说是好的投资项目(净现值为正),由于不能获得资金而没有被实施。在斯蒂格利茨和魏斯的开创性工作之后,金融市场约束对企业行为和投资的影响逐渐成为主流经济学的重要论题,理论与经验研究的相关文献相当浩繁。目前已有大量的经验证据支持融资约束的存在性,小企业、派发红利很少的企业以及缺乏商业票据市场融资渠道的企业,都可能受到信贷约束。经验证据也表明,企业现金流量和净价值的不利变化也对投资有很大的影响,企业的高负债或低“净值”会增加外部融资的成本,从而降低投资。

总之,“金融因素对投资很重要”已是今天主流经济学家的共识。很显然,这是在向明斯基的观点靠拢,但这并不表明他们的理论有完全相同的基础和分析框架。主流经济学认为信息不对称是金融因

素影响投资的主要原因,而明斯基在讨论企业的投资为什么受融资渠道和融资成本的约束时从来没有讨论信息不对称。比如,明斯基和主流经济学都强调企业平衡表实力对投资的影响,但在明斯基的理论中,平衡表效应的产生主要是因为在一个根本不确定性的环境中,高负债率或低现金流使人们增加了对风险的考虑。而主流经济学对此的分析是,在信息不对称情况下,高负债率或低现金流使企业自身的利益相对于贷款者的利益下降,会滋生严重的道德风险问题,因而银行不愿意提供贷款。

这里显然涉及到“根本的不确定性”与不对称信息的关系问题。后凯恩斯主义者在不对称信息与凯恩斯的“根本的不确定性”是否为互补关系上一直有争论。Dymski (1993)认为,在经济平稳时期,金融市场主体可以看作是在不对称信息条件下进行决策,但随机行为有稳定的概率分布,行为人对未来进行预测。由此,Dymski认为,只有将不对称信息与根本的不确定性结合起来才能更好地分析金融市场的行为,并且,使用不对称信息并不意味着是对新古典经济学方法论的接受。Fazzari (1992, 1999)也认为,信息不对称是资本市场所固有的特征,利用它有助于解释明斯基理论中投资-金融联系的存在性。但也有许多后凯恩斯主义者认为,信息不对称并不是明斯基理论中投资受金融因素约束的“必要条件”,即使不存在信息不对称,“根本的不确定性”也会使金融因素对投资产生约束作用。特别是,他们指出,根本的不确定性是不可能完全被模型化的,而新凯恩斯主义经济学的不对称信息范式常常将不确定性环境降格为有已知的概率分布的风险环境,与“根本的不确定性”分析框架并不存在互补性(Hans Van Ees and Harry Garretsen, 1993)。

在新凯恩斯主义经济学中,不确定性仍然是理论分析的基本前提,但大部分文献并不是在严格的凯恩斯意义上使用这一术语,而是将不确定性问题转化为信息成本约束下的优化问题对待。这种转化使得新凯恩斯主义在接受理性预期假说的条件下仍然可以得到不同于新古典理论的市场结果:由于信息不对称,具有理性预期的利益最大化者的行为也可能导致市场的低效率。与凯恩斯一样,明斯基并不否认行为人的最大化动机,只是认为在一个根本

不确定的投资环境中,经济当事人的行动基础可以是“捉摸不定的”,他们有时依赖习惯来部分解决不确定问题,有时又不可避免地受本能、猜想和动物精神的驱动。因此,在金融因素影响投资决定的微观基础上,明斯基理论与主流的新凯恩斯主义在分析框架上是不尽相同的。

二、金融因素在宏观经济波动中的作用

明斯基在微观层次上研究投资与金融因素之间的联系主要是为了在宏观模型中解释资本主义经济的周期性波动。明斯基的逻辑关系是这样的:投资波动是资本主义经济波动的主要来源;投资波动的原因是在根本不确定性的条件下借款人和贷款人风险的波动;而借款人和贷款人风险的波动是由资本主义金融的内在不稳定性决定的。因此,金融的不稳定性是经济波动的根源。实际上,明斯基的“金融不稳定性假说”就是关于经济周期的理论。

明斯基将经济中的融资行为分为三类:套期保值融资、投机性融资与庞齐融资。套期保值融资者在通过债务融资后,每一个时期的期望现金流入都远大于其现金流出,因此他们可以通过现金流入偿还其债务。投机性融资者的现金流出有时会超过现金流入,特别是在需要偿还短期债务的本金时更是这样,所以他们有时需要发新债来填补资金缺口。庞齐融资者的现金支付承诺在几乎所有的时候都超过其现金流入,不但不能归还债务本金,连支付利息都很困难,只有不断增加新债务或出售资产来满足债务承诺。整体经济的稳定性取决于这三种融资活动所占的比重。如果套期保值活动占支配地位,经济便可能保持自我均衡的特征,外部冲击难以对经济造成深远而持久的影响。如果投机性融资活动和庞齐融资活动占的比重越大,那么金融体系就越脆弱,小的冲击就可能引发经济危机。

明斯基认为,资本主义的金融体系有从强健状态向脆弱状态转化的内在倾向。原因在于经济周期中人们预期的改变以及这种改变经由金融体系传导的方式。在经济周期的谷底,所实现的利润以及利润的预期都很低,但由于刚结束的债务通货紧缩已经使投机性融资者和庞齐融资者破产,因此这时整个经济的融资结构很稳健。随着经济走出谷底,利润开始回升,但由于对经济低迷的记忆仍在,预期利润仍很低,借贷行为都较谨慎。当实现的利润开始超过预期利润时,人们开始调高利润预期,借贷活动

的活跃推动经济进一步扩张,直到充分就业的到来。这时预期更加乐观,由此推动债务的增长,但利润机会却受生产率增长的约束而增长缓慢,因此债务的增长开始超过利润的增长,金融结构逐渐变得脆弱。随着收入的减少和贷款人停止向庞齐融资者贷款,一部分企业开始出售资产以偿还债务,这导致资产价格的下降,引发费雪形态的债务通货紧缩,经济由衰退转为萧条。

当今主流经济学对金融因素的宏观经济含义的讨论有两条明显不同的线索。一条线索的研究将信息不对称产生的资本市场“不完善性”纳入新一代的真实经济周期模型(RBC)进行分析。例如,威廉姆森(Williamson,1987)在一个一般均衡的真实经济周期模型中讨论了信贷配给在经济周期中的作用。伯南克和格特勒(Bernanke & Gertler,1989)利用世代交叠模型对真实经济周期模型进行改良,构建了金融加速器模型,试图从金融市场的角度来寻找经济周期波动的原因。他们的基本结论是:基于不完全信息之上的金融市场可以通过代际之间的传递机制放大外生冲击的影响并使之持续下去。清泷和穆尔(Kiyotaki & Moore,1997)讨论了一个某些厂商受到信贷约束并以其生产性资产作为抵押品的经济。由于借款可能性受到抵押品价值的限制,在资本市场不完全的情况下,一次小的生产性冲击就可能引发信贷周期。这类模型通常假设价格灵活变动(虽然最近几年也有些真实经济周期模型开始引入名义刚性),技术或偏好冲击等供给方面的因素被认为是产出波动的主要原因,金融因素所起的作用仅在于它影响资本和投资的形成,从而影响经济的生产能力。由于这类模型强调总供给冲击的作用,因此与明斯基理论没有多少共同基础。

另一条线索是主流的新凯恩斯主义的研究。这部分研究在传统的凯恩斯主义分析框架内重新考虑了金融因素在决定总需求以及在货币传导机制方面的作用。例如,格林沃德、斯蒂格利茨和魏斯(Greenwald, Stiglitz & Weiss,1984)讨论了资本市场上的不完全信息与宏观经济波动的关系。他们认为,在一个信息不对称的信贷市场上,许多企业面临信贷约束,而这些企业同样由于信息问题也不能通过资本市场满足资金需求,因此,资本的可得性是一个比资本成本更重要的影响投资的因素——凯恩斯关于投资波动重要性的论断无疑是正确的,但却不正确地把利率作为影响投资水平的最重要的因素。由于信息不对称所

产生的资本市场的不完善性可能扩大一次小的经济冲击。格林沃德和斯蒂格利茨(Greenwald & Stiglitz, 1990)在经过修正的、包含信贷配给的IS-LM模型中探讨了金融市场不完善性的影响。他们发现,由于金融中介在资源配置中的作用,(实际)货币供给量的增加不仅向右移动LM曲线,也使经过修正的IS曲线向右移动,货币政策除了通过传统的利率渠道发挥作用外,还有一个信贷渠道。在这个模型中,价格粘性仍是货币非中性的基本前提。不过,IS-LM模型更适合静态或比较静态分析,而在明斯基经济理论中,经济波动表现为一个复杂的动态过程,其间企业的融资行为与金融体系的反应相互作用和推动。

与明斯基理论有更多相似之处的是伯南克和格特勒(Bernanke & Gertler,1995)关于货币政策的“平衡表渠道”观点,也即广义的“信贷渠道”观点。这种观点认为,企业外部融资的成本与自己的平衡表状况直接相关,企业的平衡表状况反映了企业的“内部净价值”。由于信息不对称和道德风险的存在,一个负债率高的企业在融资时要比负债率较低的企业支付更高的成本。而货币政策可以通过影响利率和抵押品的价值来改变企业的内部净价值,从而影响企业的融资成本和融资量。明斯基也强调企业的财务状况如何影响债务融资的成本和信贷的可获得性。他认为,企业过去的投资活动决定它现在债务的“安全边界”(企业的现金流量与其债务负担之差),而这个“安全边界”又是决定企业现在融资能力的最基本的因素。虽然伯南克和格特勒(1995)使用利息支付比率作为衡量债务支出和现金流量的指标,但他们关于投资与负债率之间关系的含义与明斯基的理论是很相似的。

不过,这两种理论在分析方法上仍然有很大的差距。在主流经济学中,金融因素的宏观作用是通过所谓“金融加速器”(伯南克和格特勒,1989,1995)发挥出来的。金融因素只是外生“冲击”的传播机制,用来解释为什么波动幅度很大,但金融因素本身并不是波动产生的源泉。而在明斯基理论中,金融与投资的联系不仅传播了不稳定性,而且正是不稳定性的来源。明斯基(1986,第172页)曾说:“不稳定性不是由系统的外部因素,而是由系统的内部机制决定的;我们的经济不是因为石油、战争或货币突袭而不稳定,而是因为它在本质上是不稳定的。”不同的是,当今主流经济学在相当大的程度上只是利用金

融关系来解释价格刚性和市场不完善性的存在,并唤起人们对金融结构的宏观重要性的更多关注,但并没有像明斯基那样赋予金融因素绝对关键的作用。实际上,他们同时也强调不对称信息造成的产品市场与劳动市场的不完善性对经济波动的影响。例如,阿克洛夫和耶伦(Akerlof & Yellen,1985)证明,如果将产品市场上的不完全竞争与劳动市场上的效率工资结合起来,总需求的扰动将导致经济周期性的波动;布兰查德和清泷(Blanchard & Kyotaki,1987)证明,如果菜单成本或近理性行为的存在造成了名义价格刚性,较小的名义总需求冲击将导致产量和福利的更大波动,因为价格刚性会产生总需求的外部性。而明斯基虽然在其两个价格体系的理论中包含了劳动市场和产品市场,但却从来没有认真对待过这两个市场在经济波动中的作用。

此外,明斯基(1978,1982)采用了卡莱茨基-利维方程对总投资和利润关系的描述,认为提供内部融资的利润或现金流在决定总投资中起很重要的作用。今天高水平的投资会通过宏观经济的繁荣使企业的利润增加,而利润的增加不仅直接提高内部融资水平,而且也提高了企业的安全性从而增加外部融资的可能性。然而卡莱茨基-利维方程并不为今天的主流经济学所接受,因为它缺乏所谓的“微观基础”——总投资和利润之间的关系并不是从理性人的最优化行为中推导出来的。因此,在今天的流经济家看来,明斯基的经济波动理论仍然带有前凯恩斯经济周期理论的明显缺陷:对银行信贷为什么会重复地过度扩张和过度紧缩,没有提供令人信服的解释。遵循理性预期假说,托宾(1989)在评价明斯基《稳定一个不稳定的经济》一书时就曾问:如果贷款人和借款人意识到盲目乐观预期的有害后果,那么明斯基式的经济周期是否就会消失了?

三、宏观经济的稳定政策

《稳定一个不稳定的经济》是明斯基最后著作的题目,这表明他一生的学术生涯都在试图探讨如何设计宏观经济政策来改善有着复杂金融体系的现代资本主义的运行。大部分主流的真实经济周期理论家都相信经济会迅速、有效地对外生冲击做出反应,波动并不需要政府干预;并且,由于经济会对政府政策做出足够快的调整,政府政策在很大程度上也是无效的。与此不同的是,新凯恩斯主义在不对称信息范式下,建立了价格和工资刚性的微观基础,并结

合理性预期思想和自然率假说,论证了名义总需求波动有重大的实际效应。由此引出了他们的中心命题:宏观经济在短期可能偏离自然率水平,政府的干预政策对稳定经济是必要的,并且可以是有效的。因此可以说,新凯恩斯主义者与明斯基一样具有明显的凯恩斯精神。实际上,他们对宏观经济稳定政策的看法在某些方面是相似的。

首先,新凯恩斯主义者与明斯基一样不主张政府“微调”经济。与20世纪50年代和60年代初期的传统凯恩斯主义观点不同,大多数新凯恩斯主义者对政府“微调”经济,保持经济达到充分就业而又没有通货膨胀的能力并不乐观。他们倾向于赞同货币主义者和新古典经济学家的观点,这就是,政府需要考虑私人部门对政府行动的反应,政府如果干预得太多会比干预得较少时得到更坏的结果。大多数经济学家认为,积极的相机抉择的财政政策的作用最多是有限的,财政政策的稳定作用应当内含于“自动稳定器”中(Snowdon & Vane,1999)。同样,明斯基一直批评传统凯恩斯主义提出的微调政策,认为这种政策观忽视了行为人预期和行为的调整。在政府直接购买和政府转移支付中,明斯基更强调作为自动稳定器的转移支付的作用。他认为,二战后资本主义经济衰退次数减少的主要原因是:通过自动稳定器的作用,政府预算赤字为就业、个人收入以及利润流量提供了一个下限,从而缓解了私人部门收入的下降,稳定了总需求。当然,根据明斯基的观点,只有“大政府”(政府支出在国内生产总值中占的比重很大)才能产生较大的自动稳定效应,而主流经济学并不接受这种“大政府”观点。

其次,与明斯基一样,新凯恩斯主义者也认为政府政策可能引起新的不稳定。今天大部分经济学家已不再把稳定看成一个“控制论”问题,而是一个“博弈论问题”(Snowdon and Vane,1999)。政策当局的政策体系会影响人们的预期和行为,这种观点已被广泛接受。Mishkin(1999)在分析1997年的东南亚金融危机时认为,这些国家显性或隐性的政府安全网的存在所引起的道德风险问题恶化了经济状况。如果金融机构的存款者和外国贷款者知道,政府总是会保护他们,那么他们就不会有监督金融机构的激励,而这些机构就会改变预期和行为,变得更加冒险。明斯基虽然没有使用“道德风险”一词,但在他的“稳定是不稳定的”观点中,经济主体预期和行为的改变是稳定政策产生新的不稳定的根本原因。明

斯基说：“一旦借款人和贷款人意识到利润下降的不稳定趋势已经减缓，那么企业和银行进行债务融资的意愿和能力将会增加。如果使债务生效的现金流实际上还被大政府的利润含义所担保，那么资本资产市场上的债务融资就会受到鼓励”（明斯基，1986）。明斯基认为，尽管“新政”和战后的改革建立起了各种稳定经济的制度，但这些制度同时也改变了人们的行为，使经济的脆弱性增加。根据明斯基的观点，如果政府总是通过干预来防止通货紧缩，那么它就会使流动性价值和边界降低，这样脆弱的企业平衡表仍然会被信贷机构所接受。明斯基常说的是，行为人根据自己的“模型”行事（虽然这个模型并不总是正确的），而政府干预是该模型的参数之一，这是非常深刻和富有启发意义的。

不过，明斯基与主流经济学的政策观仍然存在很大差异。

首先，主流经济学与明斯基关于中央银行作用的看法是有区别的。在主流经济学看来，中央银行的基本职能是执行货币政策，通过控制货币供给量或利率来稳定经济。而根据明斯基的“内生货币”理论，由于金融创新使银行能够通过新的制度渠道获得大量负债，控制货币增长的政策在控制金融市场力量方面是无效的，更无法对付由投机行为引发的金融危机。明斯基更强调中央银行作为最后贷款者在抑制债务通货紧缩中的作用，他认为，如果没有中央银行的干预，资本主义必然面临导致萧条的反复发作的金融崩溃。因此，当一些大的企业或银行发生支付困难时，中央银行可以直接购买这些企业或银行的资产、发行无风险债务或者直接向它们提供贷款来维持金融体系的稳定。虽然，这些援救行动会产生副作用，使冒险行为得到鼓励和奖赏，因而使金融系统更加脆弱，但除此之外别无选择。这就是明斯基的“大银行”的观点。在明斯基看来，金融资本主义内在的不稳定性决定了中央银行面临的主要任务就是稳定金融体系。主流经济学虽然也把金融体系的稳定作为货币当局的目标之一，并且也看到了货币的内生性加剧了中央银行货币控制的困难，但对货币政策的讨论并不涉及资本主义内在不稳定性问题，相反，现在大多数主流经济学家相信市场经济的长期均衡趋势。

其次，主流经济学最近的研究很少关注财政政策在抑制金融不稳定中的作用（不过，Feldstein 在 2002 年的研究中发现，财政政策在抑制通货紧缩中

可以发挥更大的作用）。多数主流经济学家认为，由于财政政策执行过程中的低效率，货币政策应该取代财政政策成为主要的稳定政策。虽然明斯基认为，由于金融关系的存在，“大政府”自身并不足以阻止危机的发生，但经济紧缩阶段的政府赤字却可以维持利润水平，有助于避免经济系统中的交互违约，从而有助于避免经济由低迷转为萧条。

四、总结

20 世纪 80 年代后，主流经济学对资本市场不完善性及其宏观经济含义和政策含义的研究在某种程度上是在向明斯基的金融观靠拢（Fazzari, 1999）。在金融因素影响投资决定的微观基础、金融因素在宏观经济波动中的作用以及政府对经济的稳定政策方面，主流的新凯恩斯主义观点与明斯基理论的距离在某些方面是在缩小。但明斯基的理论框架与主流范式仍然有很大的区别。首先，严格的凯恩斯意义上的不确定性始终是明斯基理论的基石，而新凯恩斯主义的不对称信息范式则倾向于在可概率化的意义上描述不确定性问题。其次，新凯恩斯主义是在理性预期假说的条件下探讨宏观经济学的微观基础，而明斯基理论并不完全遵循个人理性假说，认为在一个根本不确定的环境中，个人行为不可避免地受猜测、本能、习惯和动物精神的影响。第三，虽然新凯恩斯主义者认为，经济中的一些内生力量会使经济波动加剧并持续一段时间，但他们大都接受了长期均衡的新古典假设，而明斯基则认为资本主义在本质上是长期非均衡的，其原因在于资本主义金融的内在不稳定性。第四，在明斯基理论中，金融因素是宏观经济波动的根本原因，而在主流经济学中，经济干扰的根源是外生的，金融市场摩擦也只是扩大这些外生干扰的众多因素之一。第五，就宏观经济政策而言，明斯基的“大政府”和“大银行”分析框架中的很多内容并不出现在主流经济学中。因此，明斯基理论与主流经济学的结构在根本上还是不一致的。此外，明斯基对现代资本主义经济所具有的批评精神更是今天的主流经济学家普遍缺乏的，这也是明斯基理论至今不被主流经济学接受的一个重要原因。

注释：

明斯基不喜欢自己被贴上“后凯恩斯主义者”的标签。根据 Wray 的分析，其中一个原因可能是后凯恩斯主义者有把制度纳入分析框架以形成“一般理论”的倾向，明斯基想与

此保持距离,对明斯基来讲,任何制度都是特定的制度,太一般的理论没有任何用处。参见 Wray, 1989. "Government Deficit, Investment, Saving, and Growth." *Journal of Economic Issues*, 23, 4(December), pp. 977 - 1 002。

当然也有例外。Patinkin, Gurley 和 Shaw, Brainard 和 Tobin 等是这一时期仍然关注金融中介的少数主流经济学家。

传统凯恩斯主义建立在新古典的微观基础上,这使市场失灵和非自愿失业等凯恩斯主义命题并不能与瓦尔拉斯一般均衡理论和谐共存。1970 年代初的“滞胀”已经动摇了凯恩斯主义的主流经济学地位,随后的“理性预期革命”更使之面临严峻危机。

哈伯德 (Hubbard, 1998) 在一篇分析资本市场的完善性与投资的文章中曾引用了六十多篇相关文献,这从一个侧面也说明了主流经济学对金融因素的重视。

凯恩斯在提出自己的投资理论时,心中确实是有“信用状态”位置的。在不确定性环境中,贷款人对借款人信用度的信心是影响投资决定的重要因素,因此,对未来持乐观预期的借款人并不总能按照市场利率借到任何数量的款项(参见凯恩斯:《就业、利息和货币通论》,中文版,148~162 页,北京,商务印书馆,1999)。但凯恩斯对此并未作进一步的分析,在《通论》中,流动性偏好理论基本上取代了强调金融中介和企业融资结构作用的信贷资金理论。

明斯基的投资理论与托宾 (Tobin, 1969) 的 q 理论有相似之处,但明斯基更强调金融因素的重要性。

购买价格可以看成不受投资水平的影响,因此呈水平状态。当然,明斯基也认识到,由于资本品供给瓶颈状态的出现,购买价格也会因投资水平的增加而上升,但这并不影响对问题的分析。

即那种不能被纳入静态的概率分析框架的不确定性。凯恩斯学派经济学家都认为,凯恩斯的一个重要贡献就是将不确定性牢固地置于经济各阶段的中心。明斯基 (1975) 很清楚地抓住了凯恩斯理论的这个特点,他曾说,“失去不确定性的凯恩斯,就像失去王子地位的哈姆雷特一样”。参见布赖恩·斯诺登、霍华德·文等:《现代宏观经济学指南——各思想流派比较研究引论》,中文版,453~455 页,北京,商务印书馆,1998。

以波士顿的投机金融家 Charles Ponzi 的名字命名。

Tobin, James, 1989. "Review of Stabilizing An Unstable Economy." *Journal of Economic Literature* 27 (March), pp. 105 - 108.

参考文献:

1. Bernanke, B. S. and Gertler, M., 1995. "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9(4), pp. 27 - 48.
2. Dymski, G and Pollin, R., 1992. "Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm," in S. Fazzari and D. B. Papadimitriou, eds., *Financial Conditions and the Macroeconomic Performance*. Armonk, N. Y.: M. E. Sharpe.
3. Dymski, G., 1993. "Keynesian Uncertainty and Asymmetric Information: Complementary or Contradictory?" *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall, Vol. 16, No. 1.

4. Fazzari, S. M., 1999. "Minsky and the Mainstream: Has Recent Research Rediscovered Financial Keynesianism?" Washington University in St. Louis and the Jerome Levy Economics Institute Working Paper, No. 278.

5. Fazzari, S. M., 1992. "Keynesian Theories of Investment and Finance: Neo, Post, and New," in S. Fazzari and D. B. Papadimitriou, eds., *Financial Conditions and the Macroeconomic Performance*. Armonk, N. Y.: M. E. Sharpe.

6. Greenwald, B. and Stiglitz, J. E., 1990. "Macroeconomic Models with Equity and Credit Rationing," in R. G. Hubbard, ed., *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment* The University of Chicago Press.

7. Greenwald, B.; Stiglitz, J. E. and Weiss, A., 1984. "Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations." *American Economic Review*, 74(2), pp. 194 - 199.

8. Kiyotaki, N. and Moore J., 1997. "Credit Cycles." *Journal of Political Economy* 105, pp. 211 - 248.

9. Minsky, H. P., 1986. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Conn.: Yale University Press.

10. Minsky, H. P., 1992. "The Financial Instability Hypothesis." The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74.

11. Minsky, H. P., 1993. "Finance and Stability: The Limits of Capitalism." The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 93.

12. Minsky, H. P.; Delli, Gatti, D. and Gallegati, M., 1994. "Financial Institutions, Economic Policy and the Dynamic Behavior of the Economy." The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 126.

13. Mishkin, F. S., 1999. "Lessons from the Asian Crisis." NBER Working Paper, No. 7 102.

14. Papadimitriou, D. B. and Wray, L. R., 1999. "Minsky's Analysis of Financial Capitalism." The Jerome Levy Economics Institute Working Paper, No. 275.

15. Snowden, B. and Vane, H., 1999. *Conversations with Leading Economist*. UK: Edward Elgar.

16. Stiglitz, J. E. and Weiss, A., 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." *American Economic Review*, 71(3), pp. 393 - 410.

17. Van Ees, Hans and Carretsen, H., 1993. "Financial Markets and the Complementarity of Asymmetric Information and Fundamental Uncertainty." *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall, Vol. 16, No. 1.

18. 布赖恩·斯诺登、霍华德·R·文:《现代宏观经济学的反思》,中文版,北京,商务印书馆,2000。

19. 布赖恩·斯诺登、霍华德·R·文、彼得·温纳齐克:《现代宏观经济学指南——各思想流派比较研究引论》,中文版,北京,商务印书馆,1998。

17. 凯恩斯:《就业、利息和货币通论》,中文版,北京,商务印书馆,1999。

(作者单位:上海大学国际工商管理学院 上海 201206)
(责任编辑: S)