

# 明斯基的“华尔街图景”<sup>\*</sup>

李黎力

---

**内容提要** 了解一个经济学家所想象的图景是理解其经济思想的前提。依据其“华尔街范式”，明斯基构想出一幅独特而宏大的“华尔街图景”。该图景描绘的是，在一个充满着根本的不确定性的货币生产型经济中，资本主义经济最为重要的资本积累过程和与之相伴的融资过程，以及在这两种相互作用的过程当中周期性产生的内生金融脆弱性和不稳定性。与主流经济学所设想的物物交换经济相比，这种“华尔街图景”能够更好且更深刻地捕捉和描述资本主义经济，在此基础上对资本主义金融的强调以及由此产生的金融的逻辑，也更有助于理解现代金融化的资本主义经济。但受视野所限，该图景对实体生产领域自身的运行规律和逻辑关注不足，因而在一定程度上限制了明斯基思想和理论的洞察力和解释力。

**关键词** 明斯基；图景；华尔街图景；华尔街范式

**作者** 李黎力，中国人民大学经济学院讲师。

---

2008年这场“大衰退”（Great Recession）在学术圈内外引发了一股强劲的明斯基（Hyman Minsky）思潮。尽管这股思潮鼓舞人心，但不幸的是，明斯基的思想事实上却并没有真正为人们所理解。<sup>②</sup> 其背后的主要原因在于，人们对明斯基的图景或想象（vision）不甚了解，未能从整体上系统把握他的概念体系，以至于对他的思想进行片

---

<sup>\*</sup> 本文系中国人民大学科学研究基金（中央高校基本科研业务费专项资金资助）项目“明斯基与马克思主义经济不稳定思想比较研究”（16XNF015）的阶段性成果。

<sup>②</sup> 李黎力：《“大衰退”以来明斯基思潮之动向——一个批判性评述》，《经济评论》2014年第1期。

面化和庸俗化解读。著名经济思想史家熊彼特 (J. Schumpeter) 曾指出: “分析工作必然要有一种分析前的认识行为作前导, 借以提供分析工作所需的素材……这种分析前的认识行为称为‘想象’ (vision) ……它乃是一种概念的形成”<sup>①</sup>; “然后我们进而使我们的想象概念化, 并通过对事实的比较仔细的考察来发展它或者纠正它……我们的概念和我们所确立的这些概念之间的关系两者的总和或‘体系’, 就是我们所称的理论或模型”<sup>②</sup>。这意味着, 经济思想由图景和正式理论共同组成。图景是个体借以看待世界的广泛认知, 而理论则包含了捕捉这种图景的具体模型。因此, 为了理解一个经济学家的思想, 我们必须首先了解他的图景。有鉴于此, 本文试图对明斯基所想象的图景予以重建和评判, 以期增进对明斯基思想的理解。

## 一、明斯基经济图景概述

作为明斯基哈佛大学的启蒙恩师以及其博士论文的指导教师, 熊彼特对明斯基的思想发展产生了重大而深远的影响。明斯基清楚地记得熊彼特曾向他们讲授图景的重要性, 并鼓励和敦促他们去构想和论证自己的图景<sup>③</sup>。明斯基接受了熊彼特的教诲, 毕生致力于构建和印证他的那幅独特的宏大经济图景, 并如同英国哲学家和政治思想史家以赛亚·伯林 (Isaiah Berlin) 所称的“刺猬”那样, “将所有事物同这个独特的基本图景联系起来”, “依据这个图景来理解、思考和探索”。也正是这种独特图景, 令明斯基变得与众不同, 而让他的“存在和发言变得有意义”<sup>④</sup>。

那么, 明斯基这只“刺猬”究竟有何“大知”呢? 他到底构想出一幅怎样的“基本图景”呢? 他所坚守的“简单普适的有组织性的原则”又是什么呢? 简而言之, 这“一大知”便是明斯基依据他曾反复强调的“华尔街范式” (Wall Street paradigm) 或“金融城范式” (City paradigm) 这种有组织性的原则所构建的一幅宏大的“华尔街图

① 约瑟夫·熊彼特:《经济分析史》(第一卷), 朱泱等译, 北京: 商务印书馆, 2008年, 第74-75页。

② 约瑟夫·熊彼特:《经济分析史》(第二卷), 杨敬年译, 北京: 商务印书馆, 2008年, 第291-292页。

③ Hyman Minsky, “Taking Schumpeter’s Methodology Seriously: Commentary”, In *Entrepreneurship, Technological Innovation and Economic Growth: Studies in the Schumpeterian Tradition*, edited by F. M. Scherer and M. Perlman, Ann Arbor: University of Michigan Press, 1992, pp. 363-370.

④ 具体参见 Isaiah Berlin, *The Hedgehog and the Fox*, London: Weidenfeld & Nicolson Ltd, 1953, pp. 1-2.

景”(Wall Street view)<sup>①</sup>。“华尔街范式”是明斯基相对于当时主流的新古典综合学派所秉持的“物物交换范式”(barter paradigm)<sup>②</sup>或“乡村集市范式”(village fair paradigm)<sup>③</sup>而提出来的:前者所设想的图景是华尔街上银行家与企业家之间的谈判和交易,而后者所描述的图景则是乡村集市上自耕农或手工艺者之间的交换。在明斯基看来,“华尔街范式”才是研究发达资本主义的適切范式<sup>④</sup>,它首先是一个金融相互关系和现金流的网络,其次才是生产和分配机制<sup>⑤</sup>。下面将力图捕捉和还原明斯基基于这种“华尔街范式”所构建的宏大的“华尔街图景”。

## 二、明斯基“华尔街图景”的重建

### (一) 货币生产型经济

明斯基所设想的经济图景并非面向所有的经济形态,而是仅仅基于“资本主义经济”,即生产资料私人所有和私人投资<sup>⑥</sup>。并且,这种图景也并非囊括所有的资本主义经济,而是仅仅着眼于那种已经形成发达、复杂且不断演化的金融体系,从而便于资本资产占有、创造和再融资的“发达资本主义经济”。虽然在明斯基看来,这种资本主义经济是一个集生产和金融于一体的经济体系,经济运行是实体和金融结构二者共同作用的结果<sup>⑦</sup>;但他却倾向于认为,在这种经济体中,金融过程呈现出它们自身的运行规律和逻辑,以至于这种金融的逻辑事实上决定了经济的逻辑。这是构成明斯基所有

---

① Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory”, *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol. 16, no. 1 (1977), pp. 5–16.

② Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 55.

③ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory”, *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol. 16, no. 1 (1977), pp. 5–16.

④ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 70.

⑤ Hyman Minsky, “A Theory of Systemic Fragility”, In *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*, edited by Edward Altman and Arnold Sametz, New York: John Wiley and Sons, 1977, pp. 138–152.

⑥ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 54.

⑦ Hyman Minsky, “Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles”, In *The Business Cycle and Public Policy 1929–1980: A Compendium of Papers Submitted to the Joint Economic Committee*, Congress of the United States, 96th Congress, 2nd Session, Washington, DC: Government Printing Office, 1980.

研究基础,并将其研究同其他经济学家的研究区分开来的独特图景和核心洞见之所在。在明斯基看来,我们之所以需要理解金融,并不是因为它是我们现代经济的重要组成部分,而是因为它恰恰是我们经济的核心和动力。

### 1. 以货币生产货币

主流“交换范式”将“物物交换的经济”(barter economy)作为自身的出发点,然后将生产、货币以及资本和金融资产附加于其上,以获得一个更加真实的描述。其言外之意在于,资本主义经济的核心特征,可以通过一个没有货币和生产的基本模型来准确地把握。这种所谓的“实物公理”,在明斯基看来只是正统理论的一种假设<sup>①</sup>,现实的资本主义经济并不符合这种假设,而应当基于“华尔街范式”,从“货币生产型经济”(monetary production economy)这种经济图景着手来捕捉<sup>②</sup>。它是一个复杂的“货币投入—货币产出”交易的体系<sup>③</sup>。在该体系中,货币处于经济决策的核心,无论是在生产过程的开端还是结束——“只有那些获得融资(即货币投入)的经济活动才能得到开展”<sup>④</sup>,而任何经济活动的目标则在于获得净货币收益。这意味着,在货币生产型经济中,名义变量十分重要,货币并非中性<sup>⑤</sup>。从华尔街范式着眼,货币生产型经济形成了一个现金流相互交织的复杂金融关系网络,其中货币体系处于该网络的中心。因而,金融是资本主义经济体系的基本组成部分,事实上也正是其韧性和不稳定性的根源。正因如此,明斯基才坚持认为,理解资本主义经济的适切研究纲领不能抽象掉货币和金融关系,而是应当将它们作为经济的本质要素纳入<sup>⑥</sup>。

### 2. 不确定性

由于明斯基所设想的“货币生产型经济”是在一个存在昨天、今天和明天的历史时间(historical time)中动态运行的,因而是一个充满着根本的不确定性(fundamen-

---

① Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 286.

② Hyman Minsky, “The Legacy of Keynes”, *Metroeconomica*, vol. 35, no. 1-2 (1983), pp. 87-103.

③ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 78.

④ Hyman Minsky, “Sraffa and Keynes: Effective Demand in the Long Run”, In *Essays on Piero Sraffa: Critical Perspectives on the Revival of Classical Theory*, edited by K. Bharadwaj and B. Schefold, London: Unwin Hyman, 1990, pp. 362-371.

⑤ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 161.

⑥ Hyman Minsky, “Hyman P. Minsky”, In *A Biographical Dictionary of Dissenting Economists*, 2nd Edition, edited by Philip Arestis and Malcolm Sawyer, Cheltenham: Edward Elgar, 2000, pp. 411-416.

tal uncertainty) 的世界<sup>①</sup>。不确定性意味着决策是在缺乏确切知识的情况之下做出的, 这意味着, 在一个不确定的世界中, 经济主体的资产组合决策必然具有投机性<sup>②</sup>。由于这种投机性, 他们会通过选择恰当的资产和负债结构来防范不确定性所带来的不利后果<sup>③</sup>。在明斯基看来, 不确定性正是最直接地通过影响金融结构来影响资本主义经济的运行<sup>④</sup>。一方面, 不确定性为企业家的想象留下了广阔无垠的空间, 从而给资本主义经济注入了活力; 另一方面, 不确定性所蕴含的投机性本质则构成了资本主义经济潜在不稳定性的来源。由于在不确定性的环境中“不存在任何对其发生的概率进行计算的科学基础”<sup>⑤</sup>, 因而在不得不做出决策时必须依据某种猜测, 即经济主体在不确切且不充分的信息的基础之上, 基于一定的信心或权重赋予主观概率, 从而用来指导行为或决策。由于概率具有主观性, 很容易发生迅速而巨大的变化, 因而基于这些概率估计所做出的决策也会迅速而明显地随之改变。但是, 这并不意味着主观概率的赋予以及赋予所基于的权重或信心是以一种随机的、不可预测的方式发生改变; 相反, 它们是以一种对事件做出反应的一致的方式发生变化<sup>⑥</sup>。分析这种系统性的变化, 成为明斯基分析不确定性下的资本主义金融及其对投资的影响的重要组成部分, 而这需要引入“预期”要素。

### 3. 预期

面对货币生产型经济所充斥的根本的不确定性, 经济主体只能通过对未来的预期来进行经济决策。预期意味着一套关于系统行为理论的信息或知识<sup>⑦</sup>。事实上, 为了做出决策, 经济主体构建了一个关于他们所认为的经济体系如何运转, 以及未来将如何运转的内心上的解释, 即每个经济主体的头脑中都具有一个“经济模型的模型”<sup>⑧</sup>。但是他们却知道, 这些解释并非复制了经济体系的“真实”模型, 而仅仅是已经得到经济体成员或其特定部门公认的表述, 即遵循某种“常规”(convention)或“可接受的

① Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 75.

② Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 75.

③ Hyman Minsky, “Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster”, In *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Board of Governors, Federal Reserve System, 1972, 3, pp. 95 - 136.

④ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 67.

⑤ John M. Keynes, “The General Theory of Employment”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 51, no. 2 (1937), pp. 209 - 223.

⑥ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 63.

⑦ Hyman Minsky, “The Legacy of Keynes”, *Metroeconomica*, vol. 35, no. 1 - 2 (1983), pp. 87 - 103.

⑧ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: A Clarification”, In *The Risk of Economic Crisis*, edited by M. Feldstein, Chicago: University of Chicago Press, 1991, pp. 158 - 166.

共识”(consensus)<sup>①</sup>。因而经济人知道,他们可能会犯系统性错误,比如知道过去是对现在和未来并不完美的指导。这些错误并非来自信息不对称或有限理性的存在,而是源自经济体的不确定性。预期所依赖的常规或共识在明斯基的分析中发挥着至关重要的作用。在平时,总有某种“共识”存在,并通过扮演“确定性等价”的角色来稳定决策过程。这些常规并不需要取决于任何客观标准,而是可能取决于银行家、企业家和监管机构等经济主体盛行的风气。因而,它们以及有赖于其上的预期会不断发生变化,而且会以一种系统性的方式随着经济的运行而发生变化。在明斯基看来,一个人的预期和对不确定性的偏好并非与生俱来,而是受经济过去成功和失败的影响。

## (二) 积累过程

明斯基所设想的“货币生产型经济”图景当中的核心经济问题,在于凯恩斯所发觉的“经济的资本发展”,而不是奈特(Frank Knight)式的“给定资源的分配”。换言之,明斯基着眼于一个在现实时间中不断积累的资本主义经济,伴随着资本主义经济资本积累和发展的的是当前的货币交换未来的货币<sup>②</sup>。因此,明斯基声称,一个理论要想对我们的经济有益,积累过程必须成为关注的焦点<sup>③</sup>。

### 1. 资本积累与投资

资本主义经济中的资本积累表现为资本资产的积累,资本资产的生产被称为投资<sup>④</sup>。企业投资涉及花钱去生产用于生产过程的商品(即资本资产),该生产过程预期会产生超过当前或付现成本的收入。在此经济过程中,这种超过成本的收入被归功于资本资产,并成为投资的报酬<sup>⑤</sup>。如此一来,资本主义积累过程(即投资)便主要围绕资本资产定价、投资品生产成本以及融资条件三个部分展开,而资本资产定价则成为

---

① Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, pp. 108, 126.

② Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis”, Working paper, No. 74, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, 1992.

③ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy”, In *Financial Crises: Theory, History and Policy*, edited by C. P. Kindleberger and J. P. Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982, pp. 13–38.

④ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, pp. 195.

⑤ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 192.



其中的焦点<sup>①</sup>。由于不确定性，资本资产定价过程具有投机性，因而投资活动是生产和投机因素共同作用的产物，是决定资本主义经济路径最根本的要素，是导致经济波动的主要力量<sup>②</sup>。在处理资本资产的性质及定价方面，明斯基采取了一种典型的资产组合观。投资活动于是被视作资产（资本资产、金融资产和货币）组合偏好的一部分。经济主体对资产的偏好和需求取决于资产带来的效用，而任何资产的效用则来自它所包含的三个属性的组合：准租金、持有成本和流动性溢价<sup>③</sup>。遵循“华尔街范式”，明斯基进一步从金融视角来看待资本资产——它不过是一系列未来的净现金流。就其被期待会在未来产生现金流这个意义上而言，实物资本资产在本质上等价于投机性金融资产<sup>④</sup>。资本资产的所有者拥有一个特殊的或有合同，该合同的履行（即投资报酬的实现）取决于企业以及行业和宏观经济的状况<sup>⑤</sup>。正是部分在这个意义上，明斯基认为，“投资是一种金融现象”，并在很多场合称投资为“金融投资”<sup>⑥</sup>。

## 2. 二价制

明斯基进一步将投资的决定纳入到源自凯恩斯基本洞见的所谓的“二价制”（two price systems）框架下进行分析。在宏观层面，资本主义货币生产型经济由两类分别包含两组价格的不同价格体系构成，即“二价制”<sup>⑦</sup>。第一类是“产出价格体系”，包含两组价格：消费品价格与投资品价格，它们对于两个部门各自利润的决定十分重要。第二类是“资产价格体系”，也包含两组价格：金融资产价格与资本资产价格。这两类价格体系取决于截然不同的市场过程和时间范围，因而会产生不一致<sup>⑧</sup>。当前产出价格体系反映的是短期预期，取决于成本以及成本之上的加成，二者均受到总需求水平的影响。理论上而言，这种价格体系往往变动比较缓慢。与之不同，资产价格体系反映的则是长期预期，取决于资产预期报酬和贴现率（或资本化率）。由于确定未来预期报酬

① Hyman Minsky, “The Legacy of Keynes”, *Metroeconomica*, vol. 35, no. 1-2 (1983), pp. 87-103.

② Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 191.

③ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, pp. 78-79.

④ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 55.

⑤ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 192.

⑥ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 209; Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, pp. 116, 131.

⑦ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory”, *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol. 16, no. 1 (1977), pp. 5-16.

⑧ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 89.

包含主观性要素,因而这种价格体系在理论上往往会出现剧烈波动<sup>①</sup>。在明斯基看来,经济周期便源自这两类价格水平之间的波动<sup>②</sup>。从“二价制”框架来考虑投资,那么投资品的供给价格属于“产出价格体系”,具体由投资生产的成本和成本之上的加成共同决定;而投资品的需求价格属于“资产价格体系”,具体由资本资产在未来预期产生的准租金(或利润)和适用于资本资产预期准租金的资本化因子共同决定。<sup>③</sup>二者相等决定了投资的规模。

### 3. 利润与分配

标准理论将经济视作生产和消费产出,而“华尔街范式”则将其视作生产和分配利润<sup>④</sup>。从华尔街视角来看,生产是为了利润,而不是为了使用。资本资产之所以具有价值,也恰恰是因为它们能够产生利润,而不是因为它们在物质层面上具有生产性<sup>⑤</sup>。利润激发着企业生产并为其带来报酬,是资本主义经济连接时间的关键纽带,起着坐实过去和诱导未来的重要作用<sup>⑥</sup>。资本资产之所以能够产生利润,并不是因为它们具有生产性,而是因为它们是稀缺的,而其稀缺性由总需求决定。因此,资本主义经济当中利润的生产与分配是由经济过程而不是技术状况所决定的<sup>⑦</sup>。明斯基<sup>⑧</sup>青睐于运用卡莱茨基利润方程来解释利润在宏观上的决定。根据该方程,投资是利润的主要决定因素,利润与投资之间的相互依存关系由此成为明斯基图景当中至关重要的关系动态。利润是促使资本主义运行的“胡萝卜加大棒”:现在之所以有投资发生是因为,预期资本资产在未来会产生利润,但是这些未来利润只有在未来投资发生时才能实现。因此,

---

① Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”, In *Thames Papers in Political Economy*, London: Thames Polytechnic, 1978.

② Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 161.

③ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, pp. 195 - 200.

④ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy”, In *Financial Crises: Theory, History and Policy*, edited by C. P. Kindleberger and J. P. Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982, pp. 13 - 38.

⑤ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 187.

⑥ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 191.

⑦ Hyman Minsky, “The Legacy of Keynes”, *Metroeconomica*, vol. 35, no. 1 - 2 (1983), pp. 87 - 103.

⑧ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory”, *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol. 16, no. 1 (1977), pp. 5 - 16.



现在之所以有投资，是因为预期未来会有投资发生；而且，只有在预期未来会发生投资时，投资才可能在当前发生<sup>①</sup>。这种涉及复杂时序关系的动态的特有的循环性不可避免会带来投资与利润之间的正反馈过程。

### （三）融资过程

从企业的资产负债表来看，投资一方面表现为工厂、设备或在制品的增加，另一方面与其相对应，则体现为负债（权益或债务）的增加或者其它资产（现金或流动性资产）的减少<sup>②</sup>。因此，在分析资本积累过程的同时，必须讨论积累过程有赖实现的融资过程，即讨论“以货币生产货币”当中的货币“原料”。

#### 1. 融资与货币创造

在明斯基看来，内部资金通常不足以为投资和资本资产头寸提供融资，因而需要外部融资，特别是企业债务，因为这种负债是资本主义经济的基本特征<sup>③</sup>。因此，一个投资或获得资本资产的决策，基本上是一个发行债务的决策，而债务蕴含着支付承诺和融资成本。外部融资成本不仅仅涉及利率，其真正重要的是融资合同的条款，包括偿还期限以及各种“生产者和贷款者所要求的各种保护”<sup>④</sup>。资本主义关于投资与利润之间所特有的循环性，在银行业和金融体系方面产生了必然的结果：银行业和金融体系不仅在当前必须维持有利的资产价格和投资融资条件，而且必须在未来也被期待如此。在为投资和资本资产头寸提供融资的过程中，即在银行放贷时，货币被创造出来；而在借款人向银行偿付债务时，货币被回流湮灭<sup>⑤</sup>。换言之，货币是响应企业和银行对未来的利润预期而被创造出来的，并在利润实现时被湮灭的。这意味着，货币成了财富所有者与资产之间的“融资面纱”，货币体系因而处于债务创造和偿付机制的中心<sup>⑥</sup>。

---

① Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis”, Working paper, No. 74, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, 1992.

② Hyman Minsky, “Monetary Systems and Accelerator Models”, *American Economic Review*, vol. 47, no. 6 (1957), pp. 859 - 883.

③ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory”, *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol. 16, no. 1 (1977), pp 5 - 16.

④ Hyman Minsky, “Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles”, In *The Business Cycle and Public Policy 1929—1980: A Compendium of Papers Submitted to the Joint Economic Committee*, Congress of the United States, 96th Congress, 2nd Session, Washington, DC: Government Printing Office, 1980.

⑤ Hyman Minsky, “Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism”, *Journal of Economic Issues*, vol. 14, no. 2 (1980), pp. 505 - 522.

⑥ Hyman Minsky, “Can ‘It’ Happen Again? A Reprise”, *Challenge*, vol. 25, no. 3 (1982), pp. 5 - 13.

现代银行背景之下的投资和资本资产占有融资,使得有效货币供给成为一个内生变量:金融体系内生地产生至少一部分增加了的投资需求所需要的资金<sup>①</sup>,货币变化因而成了经济运行的结果,而不是原因。同时,由于资本主义复杂的金融相互关系及其难以避免的投机性,货币成为一种特殊的资产。

## 2. 债务层级与负债结构

资本主义经济的一个典型特征在于,伴随着投资和资本资产头寸融资过程当中货币产生的,是一系列债务层级或债务金字塔的产生<sup>②</sup>。在融资过程中,银行和其它金融机构接受私人非银行经济主体的债务来换取自身的可转让的债务(即银行货币)。在这个债务层级中,存在着特殊的层级——货币层级。同债务一样,每个人都可以创造货币,但问题在于确保其普遍接受性。那么究竟是什么决定了债务层级当中的各种债务以及各种货币被他人所接受呢?明斯基认为,这取决于债务发行主体从他人那“获得信用”,即“获取有利于自身的净现金流”的能力<sup>③</sup>。这意味着,债务和货币的价值,依靠它们在需要的时候必须能够回流以保持其相对稀缺性来维持。正是各种债务发行主体在“获取有利于自身的净现金流”能力方面的差异,才导致了债务和货币的等级结构的形成。随着融资过程当中的债务层级的确立,经济由此产生了一个现金支付承诺的负债结构<sup>④</sup>。在明斯基看来,理解资本主义经济运行的关键在于,确切地描述负债结构所需要的现金支付,以及偿付这些债务的现金是如何产生的<sup>⑤</sup>。负债结构会不断演变,经济主体遵循常规的合意的、可接受的负债结构也会不断发生变化。负债结构的这些变化反映了投资融资当中的投机性因素,会对外部融资和投资产生影响<sup>⑥</sup>。随着债务层级的深化,这种负债结构会包含现金支付和收入之间更加紧密的关联,因而其风险也会不断增加。

---

① Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”, In *Thames Papers in Political Economy*, London: Thames Polytechnic, 1978.

② Hyman Minsky, “Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism”, *Journal of Economic Issues*, vol. 14, no. 2 (1980), pp. 505–522.

③ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 80.

④ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 140.

⑤ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy”, In *Financial Crises: Theory, History and Policy*, edited by C. P. Kindleberger and J. P. Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982, pp. 13–38.

⑥ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 208.

### 3. 金融创新

在复杂而发达的充满债务层级的金融体系中，金融创新是资本主义经济的典型特征。尤其是在经济运行良好之时，经济主体依靠新的金融工具、金融机构、金融制度和金融惯例的创造<sup>①</sup>，旨在规避体系或监管机构所设置的障碍，满足融资活动的需要而从中获利。它们最经常出现在利率较高或不断上升期间。寻求新的融资方式的金融创新于是会提高货币流通速度，导致有效融资能力的上升，从而提高融资供给的弹性，满足过旺的融资需求<sup>②</sup>。这意味着，金融创新将倾向于催升资产价格、诱导资本利得、增加投资和提高利润，经济将会竭力扩张以超越任何稳定充分就业的状态<sup>③</sup>。但是流通速度增加的反面却是整个经济的流动性下降，所形成的流动性资产的金字塔结构意味着经济的风险上升<sup>④</sup>。随着流动性降低，货币的“内在”收益上升，因而降低了资产价格和投资<sup>⑤</sup>。在资本主义体系中推动金融创新的主体是广义上的银行家，包括商业银行家和投资银行家等所有金融中介。他们在竞争压力之下，设法通过调整他们的资产和负债，以利用一切能捕捉到的获利机会来积极地创造财富<sup>⑥</sup>。与其他任何经济主体一样，银行家同样是在充满不确定性下的经济环境下基于预期行事。在明斯基看来，银行业是一股破坏性力量，倾向于诱导和放大不稳定性。

#### （四）现金箱状况

在明斯基看来，对于研究资本主义过程而言，将经济现实构建成为一个商品和市场体系是次要的，而将其分解为一个现金流的世界则是首要的<sup>⑦</sup>。在货币生产型经济

---

① Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory”, *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol. 16, no. 1 (1977), pp. 5–16.

② Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 90

③ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 199.

④ Hyman Minsky, “Central Banking and Money Market Changes”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 71, no. 2 (1957), pp. 171–187.

⑤ Hyman Minsky, “Can ‘It’ Happen Again? A Reprise”, *Challenge*, vol. 25, no. 3 (1982), pp. 5–13.

⑥ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis”, Working paper, No. 74, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, 1992.

⑦ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy”, In *Financial Crises: Theory, History and Policy*, edited by C. P. Kindleberger and J. P. Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982, pp. 13–38.

中,每个经济主体均是一个现金流入—现金流出的“装置”<sup>①</sup>,他们必须满足明斯基所谓的“现金箱”条件 (“cash box” condition)<sup>②</sup>,即现金流出不能长期超过现金流入。明斯基主要关注的便是,上述积累过程当中所产生的现金流入与融资过程当中所产生的现金流出之间的关系,它们是决定经济体系表现最关键的关系<sup>③</sup>。

### 1. 现金流的来源与使用

在充满不确定性的资本主义经济中,每个经济单位均要做出资产组合的决策。该决策包含着相互依赖的两个方面:一方面,选择哪些资产来持有和控制;另一方面,这些资产头寸的所有和控制如何融资。资产和负债于是产生一系列预期现金流,涉及现金流的来源和使用<sup>④</sup>。根据交易或项目的性质可分为三种基本的现金流(包括来源和使用)类型:收入现金流、资产负债表现现金流和资产组合现金流<sup>⑤</sup>。而根据资产所产生的现金流是否取决于经济运行,可区分出内在资产与外在资产<sup>⑥</sup>。经济当中的不确定性会影响内在资产与外在资产的相对价格。面对“现金箱”条件或“生存约束”,经济主体往往会保留一些现金储备,<sup>⑦</sup>以防范其现金流入出现短缺,不足以弥补其现金流出。由于债务和收入之间往往缺乏同步性<sup>⑧</sup>,因此在某段时期,当这些后备现金流来源可能被耗尽时,经济主体便不得不“为了维持头寸而出售头寸”<sup>⑨</sup>,即通过出售某些资产来为单位经营活动至关重要的资产头寸提供融资。经济当中收入、资产负债表和资产组

---

① Hyman Minsky, “Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles”, In *The Business Cycle and Public Policy 1929—1980: A Compendium of Papers Submitted to the Joint Economic Committee*, Congress of the United States, 96th Congress, 2nd Session. Washington, DC: Government Printing Office, 1980.

② Hyman Minsky, “Financial Crisis, Financial Systems, and the Performance of the Economy”, In *Private Capital Markets: A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit*, edited by Irwin Friend, Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1964, pp. 173–380.

③ Hyman Minsky, “Can ‘It’ Happen Again? A Reprise”, *Challenge*, vol. 25, no. 3 (1982), pp. 5–13.

④ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 68.

⑤ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 223.

⑥ Hyman Minsky, *Can ‘It’ Happen Again? Essays on Instability and Finance*, New York: M. E. Sharpe, 1982, p. 158 n. 23.

⑦ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy”, In *Financial Crises: Theory, History and Policy*, edited by C. P. Kindleberger and J. P. Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982, pp. 13–38; Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 48.

⑧ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 222.

⑨ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: A Clarification”, In *The Risk of Economic Crisis*, edited by M. Feldstein, Chicago: University of Chicago Press, 1991, pp. 158–166.

合这三种现金流的相对比重，内在资产与外在资产之间的比率，以及“维持头寸”活动的多寡，一同度量了金融结构，反映了金融体系的脆弱性程度。

## 2. 安全边际

货币生产型经济是一个基于“安全边际”的借贷体系，企业活动正是在这样一个具有安全保障的借贷体系中开展<sup>①</sup>。在不确定性下，安全边际为防范经济出现差错和变动而准备，从而给借贷双方均提供了保护。根据“现金箱”状况，可以区分三类安全边际或指标：现金流边际、资产组合边际和资产负债表边际<sup>②</sup>。依据这三类安全边际的情况，明斯基提出了著名的融资或财务状况分类法：对冲型融资、投机型融资和庞氏融资<sup>③</sup>。一个经济当中的安全边际的大小，以及依此划分的三种融资类型的组合，决定了金融体系是否脆弱，反映出经济在不引发债务通缩的情况下吸收现金收入不足的能力<sup>④</sup>。投机型和庞氏融资在经济中所占的比重越大，经济总体的安全边际就越小，金融结构的脆弱性就越大。这三种融资类型在经济中的比重，进而决定了经济的运行动态：如果对冲型融资占主导，那么经济很可能是一个均衡导向和收敛的体系；但是，当投机型和庞氏融资在其中占有的比重越大时，那么经济就越有可能是一个偏差放大的体系<sup>⑤</sup>。现实当中的安全边际的大小以及不同融资类型的组合反映了经济的历史，以及历史上的变化对长期预期状态的影响<sup>⑥</sup>，因而会随着经济的演变而不断发生变化。

## 3. 借款人风险与贷款人风险

基于安全边际的借贷体系为借贷双方提供了保护，而这其中涉及两种风险——借款人风险和贷款人风险<sup>⑦</sup>。这两种风险均产生自债务融资过程中可能产生的违约，因而会随着债务融资的增加而不断增加。由于这两种风险的存在，债务融资主体（主要是

① Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 105.

② Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 373.

③ Hyman Minsky, “Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles”, In *The Business Cycle and Public Policy 1929—1980: A Compendium of Papers Submitted to the Joint Economic Committee*, Congress of the United States, 96th Congress, 2nd Session, Washington, DC: Government Printing Office, 1980.

④ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 90.

⑤ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis”, Working paper, No. 74, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, 1992.

⑥ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”, In *Thames Papers in Political Economy*, London: Thames Polytechnic, 1978.

⑦ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 211.



企业)在计算自己的成本时,不仅应计入债务融资所产生的客观融资成本,而且还应按照如前所述的卡莱茨基的风险递增原理,对债务融资所产生的这两类风险加入成本折算<sup>①</sup>。与客观的融资成本不同,借款人风险和贷款人风险均是一种主观风险,它们均反映了经济主体的主观性估价,取决于借贷双方之间可接受的共识或“常规”<sup>②</sup>。借贷双方所要求的安全边际,体现了借贷双方各自所感受到的风险。因此,借方和贷方所需要的安全边际对投资债务融资及投资的影响,于是便体现在借款人风险和贷款人风险对它们的影响上。在明斯基看来,借款人风险和贷款人风险正是投资速度的有效决定因素<sup>③</sup>,并且投资速度还对这两种风险极其敏感<sup>④</sup>。表现在“二价制”框架中,将借款人风险纳入考虑的投资需求价格,与将贷款人风险纳入考虑的投资供给价格,这二者相等决定了投资的规模和速度,以及相应的债务融资规模。因此,无疑受到过去经济表现影响的、对借款人风险和贷款人风险的“流行估计”,充当着投资速度乃至经济变动的直接的调节器<sup>⑤</sup>。

## (五) 周期性视野

在明斯基看来,理解凯恩斯以及资本主义经济的三个基本洞见在于:资本主义过程的周期性特征、不确定性下的决策和发达资本主义经济的金融关系。<sup>⑥</sup>因此,在明斯基的华尔街图景中,上述不确定性下的决策和资本主义经济的金融关系被纳入到一个周期性的框架中进行考察,从而能够探究经济和金融体系在经济周期演变过程中的变化和动态,并凸显经济运行的金融和投机性决定<sup>⑦</sup>。

### 1. 内生周期性动态

与主流的经济理论,即新古典综合学派所认为的资本主义经济的正常运行轨迹是充分就业的增长不同,明斯基始终坚持着他的周期性视角。在他的想象中,资本主义经济的正常路径永远是周期性的,表现为一连串系统状态的不断交替<sup>⑧</sup>。而具有发达、

① Hyman Minsky, *Induced Investment and Business Cycles*, Cheltenham: Edward Elgar, 2004, p. 147.

② Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 108.

③ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 215.

④ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 108.

⑤ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 112.

⑥ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: Columbia University Press, 1975, pp. vii-xi.

⑦ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 55.

⑧ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 129.



复杂金融制度的资本主义经济所存在的内在缺陷，恰恰在于它所呈现出的难以驯服的周期性。明斯基笃信，具有发达金融制度的资本主义经济产生经济周期更深层次的原因，在于资产组合和金融相互关系的不稳定性<sup>①</sup>。因为合意的资产组合以及由此产生的金融关系通常处于这样一种决策领域，即对未来的看法的改变会立即反映到当前的行为中来，以至于对未来预期的波动会即刻影响到资产组合选择及相应的金融结构的波动，进而带来投资的变化和经济周期的交替。因此明斯基强调，一个忽视金融的分析是无法捕捉到资本主义经济本质上的周期性特征的<sup>②</sup>。然而明斯基却无意于研究整个经济周期过程中的金融变化，相反，他更多关注的是导致经济周期交替演变的内生的系统性变化和动态<sup>③</sup>，并且特别关注在经济周期扩张期间或持续增长期间所发生的系统性变化<sup>④</sup>。正是在这期间，明斯基发现了脆弱性动态以及可能引发金融危机的条件。

## 2. 繁荣阶段的角色

与其它强调经济崩溃阶段的资本主义批判性分析不同，明斯基特别强调持续扩张阶段当中的繁荣这个相对短暂的阶段在其经济图景当中所扮演的至关重要的角色<sup>⑤</sup>。在明斯基看来，这种繁荣阶段是经济成功运行和长期扩张的必然结果<sup>⑥</sup>。它是一个相对短暂的“命无定数”<sup>⑦</sup>的阶段，此时经济接近于充分就业，并被情绪高涨（euphoria）的乐观预期所支配，因而又被称为“情绪高涨”阶段或状态<sup>⑧</sup>。繁荣阶段的重要性，体现在繁荣期间金融结构的变化动态。其典型特征在于，在不产生通货膨胀的情况下，来自经营活动和金融合同的现金流入无法像资产负债表交易所产生的现金流出那样快速地增长。为此，明斯基分别考察了繁荣的早期阶段所产生的与投资繁荣和债务膨胀相关的不稳定性动态，以及后期阶段所滋生的引发金融危机乃至债务通缩的条件。然而

① Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 55.

② Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy”, In *Financial Crises: Theory, History and Policy*, edited by C. P. Kindleberger and J. P. Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982, pp. 13 - 38.

③ Hyman Minsky, “The Strategy of Economic Policy and Income Distribution”, *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, no. 409 (1973), pp. 92 - 101.

④ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 193.

⑤ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 140.

⑥ Hyman Minsky, “Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster”, In *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Board of Governors, Federal Reserve System, no. 3 (1972), pp. 95 - 136.

⑦ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 112.

⑧ Hyman Minsky, “Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster”, In *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Board of Governors, Federal Reserve System, no. 3 (1972), pp. 95 - 136.

重要的是,尽管繁荣重要,但它却只能解释经济金融脆弱性的加速,而无法解释经济当中财务状况逐渐弱化的过程。<sup>①</sup>资本主义经济之所以会变得脆弱,首先是因为持续扩张期间金融结构的系统性变化,而繁荣或情绪高涨阶段只是加剧了这种变化,加速了拐点的到来。

## (六) 脆弱性、不稳定性和危机

货币生产型经济在周期性演变过程中所产生的金融脆弱性、不稳定性乃至危机现象,是明斯基毕生关注的一个焦点。“金融脆弱性”、“金融不稳定性”和“金融危机”三个概念,因而被明斯基广泛使用,以至于因未给出一个明确的定义而曾受批评<sup>②</sup>。然而,尽管在其早期,这些概念之间的差别的确不明显,但在后来随着他进一步发展和完善自己的图景,这些概念的界定以及它们之间的区别也越来越清晰。

### 1. 金融脆弱性

脆弱性通常是相对于“稳健性”而言,描述的是对冲击的耐受能力。“当金融体系对冲击的耐受能力下降时,金融脆弱性便产生”<sup>③</sup>。可见,金融脆弱性是对金融体系本身抗冲击能力的描述。但金融体系却并非孤立存在,它的脆弱性并不仅仅取决于金融体系内部的相互作用,而是与实体领域的投资、就业和利润密切相关的<sup>④</sup>。因而金融脆弱性还可以定义为一个金融体系产生金融不稳定性的倾向。在一个脆弱的金融体系中,哪怕“现金流的一个‘细微的扰动’”<sup>⑤</sup>都能够产生金融不稳定性,因为现金流入与现金流出紧密相关。那么金融脆弱性如何决定呢?在明斯基看来,它由私人经济单位的财务状况结构(即上述的“现金箱”状况)与经济体系的“内在稳定器”(央行的最后

---

① Hyman Minsky, “Financial Instability Revisited: the Economics of Disaster”, In *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Board of Governors, Federal Reserve System, no. 3 (1972), pp. 95 - 136.

② 如 Goldsmith, Raymond, “Comment”, In *Financial Crises: Theory, History and Policy*, edited by C. P. Kindleberger and J. P. Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982, pp. 41 - 43.

③ Hyman Minsky, “Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster”, In *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Board of Governors, Federal Reserve System, 1972, 3, pp. 95 - 136.

④ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy”, In *Financial Crises: Theory, History and Policy*, edited by C. P. Kindleberger and J. P. Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982, pp. 13 - 38.

⑤ Hyman Minsky, “Financial Crisis, Financial Systems, and the Performance of the Economy”, In *Private Capital Markets: A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit*, edited by Irwin Friend, Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1964, pp. 173 - 380.

贷款人干预和政府的逆周期性财政政策，以及金融制度和惯例）相关。<sup>①</sup>在明斯基看来，金融脆弱性是发达资本主义经济中的一种内生现象和根本特征，是资本主义经济的系统性缺陷<sup>②</sup>。在一个脆弱的金融体系中，持续的正常运行会被某些并非异常的事件所打破。这种脆弱性在资本主义经济持续扩张阶段逐渐产生并不断积累，在繁荣阶段突出显现，具体则体现在决定脆弱性的内生因素或指标的恶化。金融体系在为资本主义积累过程提供其所必需的融资的过程当中，逐渐走向脆弱。

## 2. 金融不稳定性

“金融不稳定性”概念，把“金融脆弱性”的影响同经济的非金融方面或实体部分联系了起来。当一个经济体系无法促进和保持充分就业和价格稳定时，它便是金融不稳定的。这其中包含着两种不同的不稳定性：“向上的不稳定性”（经济超越充分就业水平的爆炸性扩张和繁荣，并导致通货膨胀加速和资产价格迅速膨胀）<sup>③</sup>与“向下的不稳定性”（经济停滞、债务通缩和资产价格迅速崩盘）。它们是密切相关的：向上的不稳定性是导致向下的不稳定的原因和先决条件，而对向下的不稳定的抑制则会导致向上的不稳定性加剧<sup>④</sup>。明斯基认为，金融脆弱性会带来金融不稳定性，从而对经济的非金融变量产生影响。具体而言，金融体系越脆弱，便越倾向于不稳定。<sup>⑤</sup>同金融脆弱性一样，明斯基认为金融不稳定性也是资本主义内在固有的<sup>⑥</sup>。积累过程或投资是连接金融脆弱性与金融不稳定性的纽带，脆弱的金融体系对投资产生影响，从而对实体部门产生连锁效应，带来宏观经济的不稳定。由于资本积累过程是资本主义的本质部分，因而在明斯基看来，经济政策虽然可以通过影响投资过程、工资和政府赤字而影响经济的不稳定性趋向，但在资本主义框架内，金融不稳定性无法从根本

① Hyman Minsky, “Finance and Stability: The Limits of Capitalism”, Working paper, No. 93, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, 1993.

② Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 58.

③ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy”, In *Financial Crises: Theory, History and Policy*, edited by C. P. Kindleberger and J. P. Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982, pp. 13 - 38.

④ Hyman Minsky, “Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism”, *Journal of Economic Issues*, vol. 14, no. 2 (1980), pp. 505 - 522.

⑤ Hyman Minsky, “Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles”, In *The Business Cycle and Public Policy 1929—1980: A Compendium of Papers Submitted to the Joint Economic Committee*, Congress of the United States, 96th Congress, 2nd Session, Washington, DC: Government Printing Office, 1980.

⑥ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 51.

上消除<sup>①</sup>。

### 3. 金融危机

“金融危机”概念与“金融脆弱性”概念紧密相关，是脆弱的金融体系的产物<sup>②</sup>。它具体是指经济当中出现普遍财务困境的状况，此时普遍需要为了维持头寸而出售头寸，从而导致资产价值普遍的大幅下降。而当投资下降，以至于利润、产出、就业和工资均下降时，金融危机便引致了经济危机<sup>③</sup>，而这则取决于经济的金融稳定性程度。金融危机是严重衰退和深度萧条出现的基本要素和必要条件<sup>④</sup>。在明斯基看来，金融危机的爆发同样是资本主义经济内部正常运行的产物。资本主义经济会倾向于以一种较容易发生金融危机的方式运行。资本主义经济为投资和资产持有提供融资的过程，导致滋生金融危机条件的内生发展。正是在投资繁荣期间，明斯基发现了引发金融危机的条件。在这些可能的内生性触发条件当中，明斯基特别讨论了繁荣后期利率的上升的影响——它是经济持续扩张期间内生过程的产物<sup>⑤</sup>。因此，在明斯基的图景中，并不需要“外部冲击”的出现来引发金融危机。在一个脆弱的金融体系中，哪怕现金流入的正常波动或推迟，都有可能触发金融危机，即当财务困境超过临界水平之后，金融体系无需外部的冲击便会产生金融危机<sup>⑥</sup>。

### (七) 金融结构、通货膨胀、就业和政策

明斯基图景当中的最后一个部分，是金融结构对通货膨胀和就业所产生的去稳定性影响，以及该如何稳定这种金融不稳定性。在他看来，尽管不稳定性源自资本主义经济的内部进程，但却没有必要放任它充分展现，我们可以通过制度和政策来“稳定

---

① Hyman Minsky, “Central Banking and Money Market Changes”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 71, no. 2 (1957), pp. 171–187.

② Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 234.

③ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: A Clarification”, In *The Risk of Economic Crisis*, edited by M. Feldstein, Chicago: University of Chicago Press, 1991, pp. 158–166.

④ Hyman Minsky, “Financial Markets and Economic Instability, 1965–1980”, *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol. 20, no. 4 (1981), pp. 5–16.

⑤ Hyman Minsky, “Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles”, In *The Business Cycle and Public Policy 1929–1980: A Compendium of Papers Submitted to the Joint Economic Committee*, Congress of the United States, 96th Congress, 2nd Session, Washington, DC: Government Printing Office, 1980.

⑥ Hyman Minsky, “Financial Crisis, Financial Systems, and the Performance of the Economy”, In *Private Capital Markets: A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit*, edited by Irwin Friend, Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1964, pp. 173–380.

不稳定性”<sup>①</sup>。

### 1. 金融结构

“金融结构”是明斯基的金融逻辑的出发点和着眼点，它通常具有两层含义：狭义上通常指相互联系的企业资产负债结构，而广义上则由一系列金融资产和负债以及各个经济单位之间的支付承诺网络所构成<sup>②</sup>，因而除了企业和金融机构外，它还包括家庭甚至政府的资产负债结构。有鉴于此，明斯基在 20 世纪 60 年代初就开始考察经济的金融部门和实体部门之间的相互关系，并提出了与其相关的一些假说<sup>③</sup>，意在反对将实体部门与金融部门分割开来的所谓的“两分法”，因为这二者均是经济当中切实存在的相互交织的要素。尽管明斯基将金融结构与实体部门看作是经济当中不可分割、相互作用的部分，但他却集中关注金融结构对实体部门从而对资本主义经济的影响。一方面，明斯基认识到资本主义金融结构对于资本主义经济的意义：金融结构是资本主义保持生机和活力所必需的，它既能够产生一种信号，诱导投资欲望加速，又能够为其诱导的投资加速提供融资，从而将企业家的动物精神转化为有效的投资需求<sup>④</sup>；另一方面，明斯基还洞察到，正是这样一种维持资本主义韧性所必需的金融结构，存在着与生俱来的固有缺陷，对资本主义经济带来了内生的极具破坏性的不稳定性，因而导致债务通缩和深度萧条可能爆发<sup>⑤</sup>。总之，金融结构既是产生资本主义适应性的原因，又是导致资本主义不稳定性之罪魁<sup>⑥</sup>。

### 2. 金融结构与通货膨胀和就业

在一个具有复杂和不断演化的金融结构的发达资本主义经济中，总产出、就业和

① Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 11.

② Hyman Minsky, “Longer Waves in Financial Relations; Financial Factors in the More Severe Depressions”, *American Economic Review Papers and Proceedings*, no. 54 (May 1964), pp. 324–332.

③ Hyman Minsky, “Financial Crisis, Financial Systems, and the Performance of the Economy”, In *Private Capital Markets: A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit*, edited by Irwin Friend, Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1964, pp. 173–380.

④ Hyman Minsky, “Private Sector Asset Management and the Effectiveness of Monetary Policy: Theory and Practice”, *Journal of Finance*, vol. 24, no. 2 (1969), pp. 223–238.

⑤ Hyman Minsky, “Financial Factors in the Economics of Capitalism”, *Journal of Financial Services Research*, no. 9 (1995), pp. 197–208.

⑥ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 196.



价格很容易出现波动,并且还倾向于导致通货膨胀、通货紧缩、金融危机、失业和贫困<sup>①</sup>。在明斯基看来,不稳定性和失业才是资本主义的致命缺陷<sup>②</sup>。在“大萧条”之后的“大政府时代”,金融结构所产生的金融不稳定性主要表现在向上的不稳定性,即容易导致通货膨胀和投机性繁荣。而债务通缩那种向下的不稳定性则被“大政府时代”的政策干预和制度安排所抑制,但却转化为加剧的向上的不稳定性。就通货膨胀而言,明斯基认为,当前以投资为导向的经济和金融结构滋生了长期的通货膨胀倾向<sup>③</sup>。持续的普遍性繁荣、对失业的低容忍和脆弱的金融体系一道,特别有助于产生加速的通货膨胀<sup>④</sup>。而在实现充分就业方面,具有动态的金融结构的资本主义经济内在运行的经济过程,倾向于以一种向上的方式打破充分就业均衡,带来投机性繁荣<sup>⑤</sup>。在一个金融结构不稳定的经济中,承诺依靠投资来实现充分就业意味着,失业和通货膨胀均有可能会呈现出一种长期向上的态势<sup>⑥</sup>。这是因为,强调投资和经济增长而不是就业作为政策目标是个错误。充分就业的经济一定会扩张,但一个旨在依靠诱导资本密集型的私人投资来加速经济增长的经济,不仅可能得不到增长,而且还可能在收入分配上更加不公平,在技术选择上更加无效率,在整体表现上更加不稳定,从而带来滞胀<sup>⑦</sup>。

### 3. 政策战略

由于明斯基认为,具有发达、复杂和动态金融体系的资本主义经济会内生地产生严重的去稳定性力量,以至于严重的萧条是不加干预的资本主义的自然而然的结果<sup>⑧</sup>,因而他明确反对自由放任,坚持认为发达资本主义经济需要政策干预和制度安排来

---

① Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, pp. ix, 320.

② Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 329.

③ Hyman Minsky, “The Relevance of Kalecki: The Useable Contribution”, *PSL Quarterly Review*, vol. 66, no. 265 (2013), pp. 95 - 106.

④ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 161.

⑤ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 198.

⑥ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 295.

⑦ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, pp. 325 - 326.

⑧ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, pp. 324 - 325.



“稳定不稳定的经济”。并且在他看来，央行最后贷款人干预所提供的再融资与政府赤字对利润的稳定作用，一同解释了为何我们在二战以来没有发生深度萧条<sup>①</sup>。然而，现有的大政府资本主义的政策干预和制度安排却是有缺陷的，它们产生了令人沮丧的两难怪圈：为了遏制通货膨胀所采取的措施引发了债务通缩，而为避免债务通缩和深度萧条所采取的行动则造成了随之而来的通货膨胀<sup>②</sup>。打破这一怪圈需要“一场制度和结构方面的划时代改革”<sup>③</sup>。改革的问题在于“设计制度架构和措施，在不增加深度萧条爆发可能性的情况下，削弱通货膨胀、失业和生活水平改善放慢的趋向”<sup>④</sup>。而依据明斯基的图景，“维持稳健的金融结构，无需遭受深度萧条风险的有效的反通货膨胀和充分就业政策的先决条件”<sup>⑤</sup>。这意味着，政策应当旨在实现和维持一个稳健的金融结构，而稳定政策的人本目标则在于实现接近充分就业<sup>⑥</sup>。为此，明斯基提出了一个涉及大政府、就业战略、金融改革和产业政策等的全面的、综合性的解决方案和改革议程。随着经济和金融结构的演化，不稳定性的来源和表现形式也会不断发生变化，“稳定不稳定的经济”相应的政策干预和制度安排同样应当与时俱进。

### 三、明斯基经济图景总结和评价

以上便是明斯基这只“刺猬”所设想的一幅独特而宏大的“华尔街图景”，我们可以用图1来加以简单勾画。如图1所示，明斯基所构想的是一个发达资本主义的货币生产型经济，表现为充斥着不确定性的复杂的金融关系和现金流网络。这种经济背后的焦点在于资本积累或投资过程，投资在二价制框架中进行，并以利润的形式产生现金流入。由于投资活动需要依靠融资，因而与资本积累过程同时进行的是融资过程。

① Hyman Minsky, “Can ‘It’ Happen Again? A Reprise”, *Challenge*, vol. 25, no. 3 (1982), pp. 5–13.

② Hyman Minsky, “The Federal Reserve: Between a Rock and a Hard Place”, *Challenge*, vol. 23, no. 2 (1980), pp. 30–36.

③ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 323.

④ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, pp. 323–328.

⑤ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”, In *Thames Papers in Political Economy*, London: Thames Polytechnic, 1978.

⑥ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 340.

复杂而不断演化的金融体系，在为企业投资提供融资的过程中，内生创造了货币，并随之创造了债务层级和负债结构，从而使投资活动以债务支付承诺的形式产生了现金流出。利润作为投资所产生的现金流入，与债务作为投资所产生的现金流出，这二者之间的关系因而成为货币生产型经济当中的核心金融关系。从微观层面而言，这种关系成为企业现金箱状况的主要体现，决定着企业的安全边际和风险评估。而上升到宏观层面，这种关系交织在一起则形成了金融结构。由于这种关系会不断变化，金融结构也会不断演化。发达资本主义经济在周期性扩张过程中，金融结构会逐渐内生地滋生金融脆弱性，以至于会进一步以通货膨胀、失业和危机等形式导致金融不稳定性。然而，资本主义这种内在所固有的不稳定性，却可以通过政策制度安排来抑制。

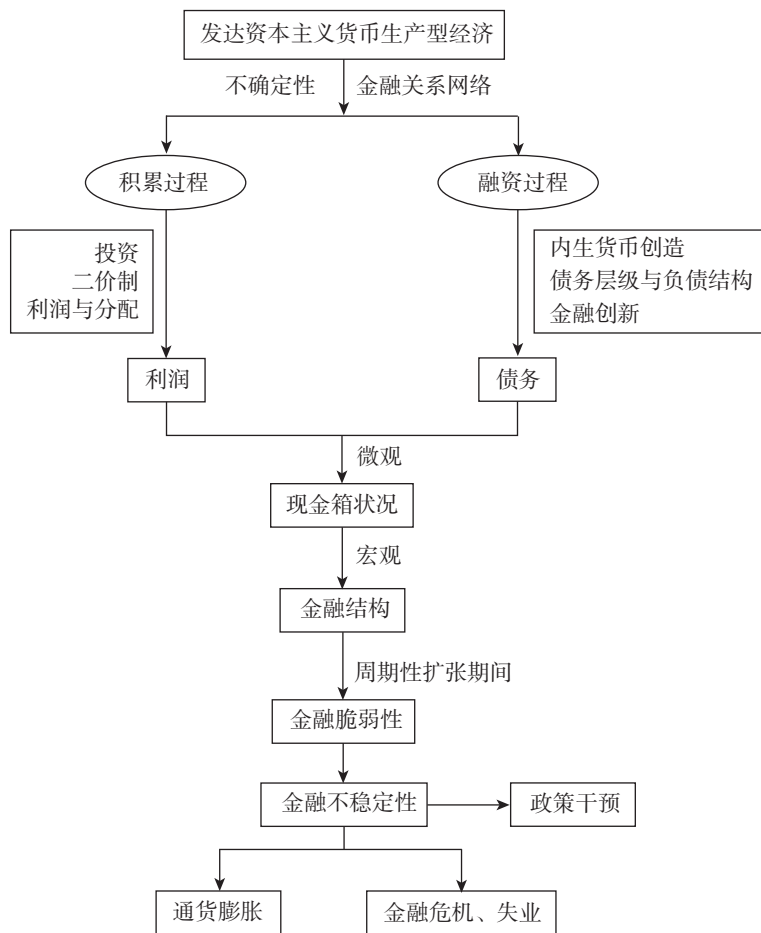


图1 明斯基华尔街图景概览

资料来源：作者根据以上分析自行绘制。

简而言之，“华尔街图景”描绘的是，在一个充满着根本的不确定性因而依靠预期的货币生产型经济中，资本主义经济最为重要的是资本积累过程和动态，以及与之相伴的同金融市场密切相关的融资过程。这意味着同凯恩斯、熊彼特和马克思类似，该经济图景是一个集实体（生产）与金融于一体的经济体系，经济表现取决于实体生产与金融发展二者的共同作用。就这一点而言，那些针对明斯基仅关注金融领域，而忽视实体生产的批评和诘难<sup>①</sup>，显而易见是站不住脚的，缺乏对明斯基图景最基本的了解。明斯基特别指出，作为资本资产的生产和积累，投资是一个实体部门的概念，但由于它有赖于融资，因而必须同金融市场联系起来<sup>②</sup>。之后，他还一再强调，资本主义经济既是一个创造收入的体系，又是一个金融体系<sup>③</sup>，其经济图景便旨在将实体经济同金融世界以一种有意义的方式结合起来<sup>④</sup>。资本的积累过程或投资过程不可避免地涉及利润的生产和分配，并且华尔街范式恰恰将资本主义经济首要地视作生产和分配利润，而不是生产和消费产出，故而那些认为明斯基忽视分配问题的批评<sup>⑤</sup>同样是缺乏依据的，缺乏对明斯基总体图景的理解。由于着眼于资本主义经济当中的资本积累，而不是既定资源的配置，在明斯基的“华尔街图景”中，关键性的经济关系在于企业家与银行家之间，而不是企业与工人或厂商（生产者）与家庭（消费者）之间。而最核心的交易则是借贷活动，即现在的货币与未来的货币之间的交易，而不是以物易物<sup>⑥</sup>。这意味着，明斯基考察的焦点在于企业家和银行家的行为：企业家管理企业，拥有经济当中的资本资产，银行家则为这些企业安排负债结构来提供融资。而无论是家庭还是工人都处于幕后，因而，马克思及马克思主义所关注的劳资冲突和阶段斗争在其图景中是无足轻重的。

在这个“华尔街图景”当中，明斯基从资本积累过程和融资过程当中敏锐地观察

① 例如一些新马克思主义者：Ivanova, Maria, “Marx, Minsky, and the Great Recession”, *Review of Radical Political Economics*, vol. 45, no. 1 (2012), pp. 59–75; John Foster and Robert McChesney, *The Endless Crisis*, New York: Monthly Review Press, 2012.

② Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 92.

③ Hyman Minsky, “Financial Instability and the Decline of Banking: Public Policy Implications”, In *Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition*, Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago, 1994.

④ Minsky, H. and M. Vaughan, “Debt and Business Cycles”, *Business Economics*, vol. 25, no. 3 (1990), pp. 23–28.

⑤ 如 Dymski, Gary and Robert Pollin, “Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm”, In *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*, edited by S. Fazzari and D. B. Papadimitriou, New York: M. E. Sharpe Inc., 1992, pp. 27–61.

⑥ Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”, In *Thames Papers in Political Economy*, London: Thames Polytechnic, 1978.

到其中真正重要的事物，那就是现金流。资本主义经济其实是一个相互联系的现金流网络，资本积累过程当中所产生的现金流入（即利润）与融资过程当中所产生的现金流出（即债务支付承诺）之间的关系，是决定经济运行最为关键的关系<sup>①</sup>。正是在这个意义上，明斯基一再强调，“资本主义本质上是一个金融体系”<sup>②</sup>，“资本主义（具有）本质上的金融属性”<sup>③</sup>。也正是从这种关系动态出发，或者说从金融体系出发，明斯基探究到资本主义经济内在所具有的周期性不稳定动态。可见，明斯基的基本图景并非单纯面向传统意义上的纯粹的金融领域，而是事实上涵盖了传统意义上的实体和金融两个领域，只是从现金流视角出发，认为资本主义经济深深嵌入于一个金融体系当中，因而对实体领域与金融领域之间做出区分无所助益。只有认识到明斯基的这种独特的现金流视角，我们才能理解，明斯基事实上将资本主义内在具有的不稳定性缺陷归咎于资本主义制度本身，更明确地讲，归咎于资本主义这种组织资本积累的方式，而不是纯粹的金融部门（领域），更不是单纯的实体部门（领域），正如其明确声称的：

资本主义具有内在的缺陷，倾向于产生繁荣、危机和萧条的交替。这种不稳定性是源自与发达资本主义相容的金融体系所必须具有的特征。这样一种金融体系不仅能够产生诱导投资的欲望加速的信号，而且能够为这些加速的投资提供融资。<sup>④</sup>

资本主义经济存在根本缺陷。这种缺陷的存在是因为，维持资本主义的生机和活力所必需的金融体系——它将企业家的动物精神转化为有效的投资需求——包含着由投资繁荣所驱动的近乎失控的扩张的潜力。这种失控的扩张会陷入停滞，因为累积的金融变化使得金融体系变得脆弱，以至于即便是很平常的变化也可能引发严重的财务困境。<sup>⑤</sup>

可见，在明斯基的“华尔街图景”中，资本主义金融体系是内生于资本主义制度

---

① Hyman Minsky, “Can ‘It’ Happen Again? A Reprise”, *Challenge*, vol. 25, no. 3 (1982), pp. 5–13.

② Hyman Minsky, “Financial Intermediation in the Money and Capital Markets”, In *Issues in Banking and Monetary Analysis*, edited by G. Pontecorvo, R. P. Shay and A. G. Hart, New York: Rinehart and Winston, 1967, pp. 33–56.

③ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 11.

④ Hyman Minsky, “Private Sector Asset Management and the Effectiveness of Monetary Policy: Theory and Practice”, *Journal of Finance*, vol. 24, no. 2 (1969), pp. 223–238.

⑤ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 11.

当中的，是资本主义积累过程所必需的，对于维持资本主义的正常运行和生机活力不可或缺。因此那种将金融体系从资本主义制度中分离出来，将资本主义的不稳定性归咎于金融体系的人为缺陷，而不是资本主义制度的系统性缺陷的观点是明斯基无法接受的。而这正是其恩师西蒙斯（Henry Simons）及芝加哥学派的观点，他们认为存在一种不同于金融危机时期占主导的但却与资本主义相容的金融体系，它们会使严重的金融动荡变得不再可能发生。货币分析的任务便在于设计这样一种金融体系，而货币政策的任务则是实行这样一种设计<sup>①</sup>。明斯基明确反对这种观点，而赞成所谓的未建构的凯恩斯的观点。其要旨在于，资本主义的金融体系和金融制度是资本主义制度的有机组成部分，正是资本主义制度情境下发生的资本积累过程，滋生了金融体系的不稳定性。意识到明斯基的这种逻辑之后，那些认为明斯基未从实体层面对不稳定性和危机的深层根源加以解释，而只是从金融层面抓住了危机的表面现象的陈腐评价<sup>②</sup>显然是有失公允的。

正是由于明斯基洞察到资本主义金融体系在现实发达资本主义经济当中所扮演的至关重要的角色，资本主义金融才进而被其置于“华尔街图景”的核心。在该图景中，金融不是从属于资本积累的融资过程，而是具有自身独立的运行规律和逻辑的，以至于资本主义这种金融的逻辑事实上在某种程度上决定了经济的逻辑：“资本主义经济所特有的行为属性便主要集中于金融对系统行为的影响”<sup>③</sup>。这种源自现实世界的金融观，是明斯基图景以及思想当中最为根本的、也最为独特的方面<sup>④</sup>，诚如斯蒂夫·基恩（Steve Keen）所指出的：

明斯基更多地受到他对传统理论看法的触动。在他看来，传统理论是一种痴心妄想的想法，是有关现实世界的一种迪斯尼世界的观点。他更多地置身于现实世界当中，不惜把自己的手弄脏。我认为，明斯基为我们提供了有史以来第一个有关资本主义的明智概述，其中包含了与资本主义相关的一切——既涉及优点，

---

① Hyman Minsky, “Private Sector Asset Management and the Effectiveness of Monetary Policy: Theory and Practice”, *Journal of Finance*, vol. 24, no. 2 (1969), pp. 223–238.

② 如 Ivanova, Maria. “Marx, Minsky, and the Great Recession”, *Review of Radical Political Economics*, vol. 45, no. 1 (2012), pp. 59–75

③ Hyman Minsky, “Financial Intermediation in the Money and Capital Markets”, In *Issues in Banking and Monetary Analysis*, edited by G. Pontecorvo, R. P. Shay and A. G. Hart, New York: Rinehart and Winston, 1967, pp. 33–56.

④ King, John, “Hyman Minsky: The Making of a Post Keynesian”, In *Interaction in Political Economy: Malvern after Ten Years*, edited by Steven Pressman, London and New York: Routledge, 1936, pp. 61–73.

又触及缺陷。<sup>①</sup>

显然，在明斯基早期便形成的这种金融观中，资本主义的优点和缺陷均从根本上源自资本主义金融。正是资本主义金融使得资本主义具有熊彼特所认为的创造性、活力和韧性。如上明斯基所指出的，资本主义金融体系“不仅能够产生诱导投资的欲望加速的信号，而且能够为这些加速的投资提供融资”，因而成功“将企业家的动物精神转化为有效的投资需求”。这将产生“投资繁荣所驱动的近乎失控的扩张的潜力”，从而使明斯基所设想的经济图景本质上呈现出欣欣向荣、情绪高涨的向上的不稳定性，倾向于过度投资和过度负债。而传统意义上的实体部门则不存在诸如投资利润率或边际资本效率下降等任何阻碍投资扩张、经济持续平衡增长的因素，金融部门能够确保资本主义焕发出向上扩张的生机和活力。因而这种图景事实上是与马克思和马克思主义截然不同的，也是与凯恩斯有出入的。他们从根本上倾向于停滞主义者，认为资本主义积累具有停滞的倾向，因而设想的经济图景从本质上呈现出向下的不稳定性。在明斯基看来，也正是资本主义金融为资本主义所带来的生机和活力的优点，造成了资本主义同时具有不可避免的内生不稳定性 and 周期性波动的缺陷。金融体系一手促成的向上的不稳定性 and 繁荣，为接下来难以避免的向下的不稳定性 and 危机埋下了伏笔，这正是明斯基“稳定蕴含着不稳定”的要旨所在。

那么我们该如何评价明斯基的这种独特的“华尔街图景”呢？一方面，我们必须承认，他所构想的这种类似于凯恩斯、马克思和熊彼特的货币生产型经济，比传统所设想的物物交换经济或乡村集市经济要更好且更深刻地捕捉和描述了资本主义经济，正如他自己所认为的，“华尔街范式”才是研究发达资本主义的適切范式<sup>②</sup>。在此基础上对资本主义金融的强调以及由此产生的金融的逻辑，也更有助于理解现代这种包含发达、复杂且不断演化的金融体系的资本主义经济，尤其对于当代出现的金融化过程所导致的金融支配生产的资本主义动态更具解释力<sup>③</sup>。事实上，正是明斯基领先于他那个时代洞察到并毕生致力于探索的这种“华尔街图景”背后的金融的逻辑，才使其在经济思想史上留下了身后名。在这个领域，可以说他是20世纪关于金融不稳定性主

---

① Weldon, Duncan, “Did Hyman Minsky Find the Secret behind Financial Crashes?”, *BBC News Magazine*, March 24, 2014.

② Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, p. 70.

③ Anna Variato, “Hyman Minsky: What Kind of (post-) Keynesian?”, In *Financial Keynesianism and Market Instability: The Economic Legacy of Hyman Minsky, volume I*, edited by Riccardo Bellofiore and Piero Ferri, Cheltenham; Edward Elgar, 2001, pp. 75 – 105.



题的研究的最为重要的经济学家<sup>①</sup>，预见到了我们金融体系的去稳定化，从而将金融脆弱性问题带到研究视野的中心<sup>②</sup>。并且，历次危机表明，该图景当中具体所包含的不确定性、预期、债务、资产、货币和现金流等独特要素，均是捕捉和预见到不稳定性 and 危机发生的不可或缺的要害，因而是主流经济理论亟需纳入和深刻剖析的<sup>③</sup>。然而另一方面，明斯基这种独特的“华尔街图景”也难免具有其局限性，正如任何经济图景都不可避免存在的一样。尽管如上所述，该图景包含了所谓的实体部门与金融部门的统一，也涉及生产与分配的结合，但是按照其金融的逻辑，从金融的视角出发，面对发达资本主义经济，明斯基“首先看到的是一个金融相互关系和现金流的网络，而其次才是生产和分配机制”<sup>④</sup>。换言之，他几乎没有看到与他关于资本主义的“华尔街图景”相对的图景的长处，即将资本主义视作一个商品流的体系，一个由人类劳动所推动的体系<sup>⑤</sup>。因而，相对于金融领域，他对实体变量的讨论是不足的，没有像考察金融那样去探究实体领域所具有的自身的运行规律和逻辑。事实上，在他的这种图景中，实体领域的运行规律和逻辑从属于并依附于他所探求的金融的逻辑，而鲜少具有相对自主性和独立性。例如如前所述，在其图景中，明斯基将经济单位的金融属性发挥到极致，以至于实体投资也不过是经济主体可行的资产组合选择当中的一种，而且是最具风险的那种，因为它最不具流动性，且有赖于未来的经济表现。由于受图景所限而对实体生产领域关注不足，明斯基也不可避免会忽视与其相关的重要因素，例如生产技术创新<sup>⑥</sup>，从而可能在一定程度上限制其思想和理论的洞察力和解释力。

---

① L. R. Wray, “Financial Instability”, In *an Encyclopedia of Macroeconomics*, edited by Brian Snowdon and Howard R. Vane, Cheltenham: Edward Elgar, 2002, pp. 239 – 243.

② Henry Kaufman, “Forward”, In *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*, edited by S. Fazzari and D. Papadimitriou, New York: M. E. Sharpe Inc., 1992, pp. vii – viii.

③ 德克·贝泽默：《信贷危机和经济衰退：一种范式检验》，沈梓鑫、李黎力译，《经济资料译丛》2012年第4期。

④ Hyman Minsky, “A Theory of Systemic Fragility”, In *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*, edited by Edward Altman and Arnold Sametz, New York: John Wiley and Sons, 1977, pp. 138 – 52.

⑤ John King, “Hyman Minsky: The Making of a Post Keynesian”, In *Interaction in Political Economy: Malvern after Ten Years*, edited by Steven Pressman, London and New York: Routledge, 1936, pp. 61 – 73.

⑥ 参见李黎力、张红梅：《明斯基研究传统：经济学所忽视的金融泡沫研究传统》，《经济学家》2013年第9期。

## The Wall Street View of Hyman Minsky

*Li Lili*

**Abstract:** A grasp of the vision of an economist, is a prerequisite to understand the economic thought of him. In accordance with his “Wall Street paradigm”, Minsky conceives a unique and grand “Wall Street view”. This view conceives of the capitalist process of accumulation, the accompanying financing process, and in these processes the cyclically produced endogenous financial fragility and instability, embedded in the monetary production economy full of fundamental uncertainty. Compared with the barter economy envisaged by the mainstream economics, this “Wall Street view” is able to capture and describe capitalist economies more appropriately and profoundly. The emphasis on the finance based on this view and the resulting logic of finance, also contribute to the understanding of modern financial capitalism. Nevertheless, confined by vision, this view pays not enough attention to the law of motion and logic of the real production, and thus to some extent limits the insight and explanatory power of Minsky’s idea and theory.

**Key words:** Hyman Minsky; vision; Wall Street view; Wall Street paradigm

**Author:** Li Lili, Assistant Professor of School of Economics, Renmin University of China.