

从利润实现视角解读金融不稳定假说^{*}

——兼论后凯恩斯主义对明斯基的批判

孙小雨

内容提要 明斯基先后提出了加速数乘数模型和投资决定理论，作为金融不稳定假说的两大理论基础，但他始终没有对这两大理论基础进行有效整合。明斯基的这一缺陷影响了后凯恩斯主义对其金融不稳定假说的评价，一些后凯恩斯主义者从利润实现视角对该假说进行了批判性解读，强调投资决定理论将微观分析直接一般化到宏观经济，存在合成谬误问题。本文认为仅仅就投资决定理论而言，后凯恩斯主义的批判似乎是有道理的，但其忽视了明斯基早期提出的加速数乘数模型。本文的研究从加速数乘数模型考察了后凯恩斯主义所提出的利润实现问题。如果将明斯基的投资决定理论置于加速数乘数模型所设定的宏观经济情况中，那么这一理论或可在一定程度上免于后凯恩斯主义的批判，而且两大理论基础可以由此整合为一个统一的金融不稳定分析框架。

关键词 金融不稳定假说；利润实现；加速数乘数模型；双重价格体系

作者 孙小雨，中国社会科学院经济研究所、上海研究院助理研究员。

^{*} 本文获国家社会科学基金青年项目“基于马克思主义利润率理论对全球经济长期停滞的理论与政策研究”（20CJL002）的资助。

一、引言

明斯基的经济分析以金融不稳定假说或金融脆弱性假说广为人知。这一假说包含以下两个命题。一是，资本主义经济的市场机制无法实现持续的稳定扩张。明斯基强调资本主义根本的不稳定性是向上的，即经济在上行期运行一段时间之后，会从运行良好的状态转变为投机性繁荣、从平静的扩张转变为通胀性繁荣，出现经济的不稳定倾向。二是，经济周期和深度萧条根源于资本主义的金融属性。明斯基认为经济增长之所以难以自我维持，是因为它会改变预期和偏好体系，引致资本资产价格相对于现行产出价格的上升，从而提高投资率、合意的债务水平和用盈利资产取代货币的意愿。这种经济的稳定孕育着不稳定，或者经济的繁荣孕育着金融脆弱性的观点，也被称为稳定悖论。^①

金融不稳定假说与主流经济学理论存在根本差异。明斯基认为新古典综合理论并不是分析经济的有效工具，因为资本主义经济在 20 世纪 70 年代呈现的周期性特征和金融不稳定作为“关键试验”，^②已经证伪了新古典综合理论的有效性，新古典综合理论“不仅没有将不稳定作为系统的属性进行解释，而且事实上没有意识到，内生的不稳定是一个令人满意的理论所必须解释的问题”。^③他将新古典综合理论称为乡村集市范式，这一范式有如下特征：基本模型始于物物交易，然后加入了生产、资本资产、货币和金融资产因素；货币在其中仅仅充当了促进商品交易的作用；去中心化的市场机制会产生均衡结果。明斯基认为该理论无法解释经济为何会出现内生的周期性断裂，从而也无法构想出旨在控制或者减弱经济不稳定的政策主张。为了解释不稳定如何产生于资本主义的正常运行过程，他主张回到西蒙斯和凯恩斯，抛弃乡村集市范式，采用城市范式或者华尔街范式。这一范式的特征为：理论的建立始于货币经济，它具有复杂精致的金融制度；货币不仅是普遍的交易手段，而且作为“实际资产和财富所有者之间的融资面纱”，随着投资融资和资本资产头寸的融资而出现。明斯基认为这两种

^① Marc Lavoie, *Introduction to Post-Keynesian Economics*, Hampshire & New York: Palgrave Macmillan, 2009, p. 72.

^② Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory”, *Challenge*, vol. 20, no. 1 (1977), pp. 20–27.

^③ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill, 2008, p. 109.

范式的根本区别在于，前者认为货币作为“物物交易的面纱”，并不影响经济的本质行为，而后者主张货币作为“融资的面纱”，以融资的形式进入经济体系中，正是资本主义经济的这一金融属性导致了经济的不稳定。^①

鉴于明斯基对凯恩斯的解读非常不同于主流经济学，^② 他在很多时候（尤其是1975年出版了《凯恩斯》一书以来）都被认为是一名后凯恩斯主义者，在1986年《稳定不稳定的经济》一书中明斯基自己也承认这一著作属于后凯恩斯主义传统。^③ 从理论联系来看，明斯基属于后凯恩斯主义者中的美国阵营。后凯恩斯主义者通常被分为欧洲阵营和美国阵营，前者包括哈考特（Harcourt）、卡尔多（Kaldor）和卡莱茨基（Kalecki）等，强调实体经济的运行，忽视或者至少轻视货币和金融的影响，后者包括戴维森（Davidson）、明斯基和克雷格尔（Kregel）等，聚焦于货币和金融过程及其经济影响。明斯基曾公开致谢克雷格尔和戴维森等美国阵营的学者对其理论的帮助，也在著作中引用了他们的文献，以确立他与这些学者在资本主义经济的金融属性、内在不稳定性等问题上的思想联系。^④ 明斯基对欧洲阵营评价指出，继承（英国）剑桥传统的一派将收入分配、稳态增长置于理论的核心，较少关注现代资本主义经济的货币和金融特征，^⑤ 这与他自己的理论设想——金融不稳定假说始终关注资本主义经济的金融变量、强调经济发展的周期性——并不一致。从政策主张来看，明斯基认为后凯恩斯主义（尤其是英国剑桥传统）的分析夸大了工会的力量、分配斗争的理论意义和收入政策的实践重要性。他关注的是在经济繁荣期，利润动机对经济主体的激励会促进金融产品和金融制度的创新，从而削弱甚至抵消央行在控制货币供给方面的影响；在经济不稳定时期，央行充当最后贷款人角色以及政府的赤字支出，有助于避免金融危机向大萧条转化。^⑥

① Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory”, *Challenge*, vol. 20, no. 1 (1977), pp. 20–27.

② 李黎力详细比较了明斯基和主流经济学在理论图景、方法论和政策主张上的差异，也分析了明斯基与后凯恩斯主义经济学的异同。参见李黎力：《明斯基与主流经济学：渊源和分化》，《经济理论与经济管理》2017年第7期；李黎力：《明斯基与后凯恩斯主义：渊源、比较和启示》，《当代经济研究》2021年第5期。

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

④ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill, 2008, pp. X, 4, 111, 162, 225.

⑤ Hyman Minsky, “Sraffa and Keynes: Effective Demand in the Long Run”, in Krishna Bharadwaj, and Bertram Schefold, eds., *Essays on Piero Sraffa: Critical Perspectives on the Revival of Classical Theory*, London & New York: Routledge, 2017, pp. 362–369.

⑥ John E. King, “Hyman Minsky: The Making of a Post Keynesian”, in Steven Pressman, ed., *Interactions in Political Economy: Malvern after Ten Years*, London & New York: Routledge, 1996, pp. 61–73.

一些后凯恩斯主义学者从利润实现视角对明斯基的金融不稳定假说提出了批判。国内已有学者提到了后凯恩斯主义的这一批判,^① 但他们没有指出后凯恩斯主义学者的这一批判仅仅聚焦于明斯基的投资决定理论,而忽视了他早期提出的加速数乘数模型。^② 本文从利润实现视角对明斯基的加速数乘数模型展开研究,由此提出了一种不同于后凯恩斯主义的解读。本文第二部分提出明斯基金融不稳定假说的理论建构存在阶段性变化,从而使得该假说具有两大理论基础:加速数乘数模型和投资决定理论。明斯基并没有将这两个理论基础进行有效整合,他在提出投资决定理论后偏向于将该理论作为金融不稳定假说的理论基础,忽视了早期提出的加速数乘数模型。本文第三部分首先概括了后凯恩斯主义从利润实现视角对明斯基金融不稳定假说的批判,进而评价指出后凯恩斯主义的批判没有触及明斯基关于加速数乘数模型的建构和结论。本文第四部分首先从利润实现视角考察了加速数乘数模型,发现该模型事实上考虑了利润实现问题,进而在此基础上指出,将加速数乘数模型和投资决定理论结合起来才能构成金融不稳定假说更为完整的理论逻辑。本文结语部分概述了全文的主要内容,并简要分析了加速数乘数模型在模型建构方面的缺陷,为未来进一步的研究指明了方向。

二、金融不稳定假说的理论基础： 从加速数乘数模型到投资决定理论

明斯基为金融不稳定假说提出了两个理论基础。一个是在 20 世纪 50—60 年代基于加速数乘数模型对经济周期理论的研究,尤其以 1957 年在《美国经济评论》上发表的文章为代表;^③ 另一个是自 20 世纪 70 年代开始明斯基提出的投资决定理论,即“商业周期的投资理论和投资的金融理论”。^④ 这一理论借鉴了凯恩斯在不确定性条件下对

① 李黎力:《明斯基经济思想研究》,北京:商务印书馆,2018 年,第 326—328 页;崔学东:《当代资本主义危机是明斯基式危机,还是马克思式危机?》,《马克思主义研究》2018 年第 9 期。

② 加速数乘数模型也可称乘数加速数模型,本文借鉴了明斯基的用法 (accelerator-multiplier model), 在文中使用了加速数乘数模型这一表达。Hyman Minsky, “Monetary Systems and Accelerator Models”, *The American Economic Review*, vol 47, no 6 (1957), pp. 860—883.

③ Hyman Minsky, “Monetary Systems and Accelerator Models”, *The American Economic Review*, vol 47, no 6 (1957), pp. 860—883.

④ Hyman Minsky, “An Exposition of a Keynesian Theory of Investment”, in Hyman Minsky, ed., *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, London & New York: Routledge, 2016, pp. 209—237.

投资的分析,在1972年便初步成型,^①在1975年《凯恩斯》一书中形成了更为完善的分析。^②这两个分析阶段在时间上并非是完全独立的,比如明斯基1964年的文章便具有明显的过渡性,其中他明确提到为了分析经济增长和扩张性繁荣对金融环境的影响,就需要分析以下两个方面的问题:第一,在加速数乘数模型中,面对私人投资的增长超过内部储蓄的情况,融资方式如何导致金融结构的演化;第二,长期的经济繁荣如何影响人们关于经济增长的预期,从而导致实际资产价格的变化。^③这两方面的问题分别对应了明斯基的两个研究阶段。

(一) 评介金融不稳定假说的两个理论基础

首先,我们简要概括金融不稳定假说的第一个理论基础——引入货币体系的加速数乘数模型。明斯基发展了萨缪尔森—希克斯的加速数乘数模型,他的贡献在于引入了不同类型的货币体系,以研究其和经济增长过程之间的相互影响。给定基本的加速数—乘数模型,如下

$$Y_t = C_t + I_t \quad (1)$$

$$C_t = \alpha Y_{t-1} \quad (2)$$

$$I_t = \beta(Y_{t-1} - Y_{t-2}) \quad (3)$$

其中 Y 为收入, C 为消费, I 为投资, α 为边际(平均)消费倾向, β 为加速数系数, t 为时间。将(2)式和(3)式代入(1)式得到

$$Y_t = (\alpha + \beta)Y_{t-1} - \beta Y_{t-2} \quad (4)$$

(4)式是二阶差分方程,它的解通常是这种形式:

$$Y_t = A_1 \mu_1^t + A_2 \mu_2^t \quad (5)$$

其中 A_1 和 A_2 取决于初始条件, μ_1 和 μ_2 决定于 α 和 β 的值。^④明斯基着重分析了

① Hyman Minsky, "Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster", in Hyman Minsky, ed., *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, London & New York: Routledge, 2016, pp. 120-166.

② Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill, 2008, pp. 67-89, 91-113.

③ Hyman Minsky, "Financial Crisis, Financial Systems, and the Performance of the Economy", in Irwin Friend, Hyman Minsky and Victor Andrews, eds., *Private Capital Markets: A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit*, Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall, 1964, pp. 173-380.

④ 若 μ_1 和 μ_2 都小于1,则为单调平衡序列;若 μ_1 和 μ_2 是共轭复数,则可能产生周期性平衡序列、振幅不变的时间序列或发散性周期序列;若 μ_1 和 μ_2 都大于1,则为单调发散序列。

当 $A_1 > 0$, $A_2 > 0$, $\mu_1 > \mu_2 > 1$, 即经济处于发散型增长过程时, 不同的货币体系和这一增长过程是如何相互影响的。在给定货币流通速度不变、货币数量可变的货币体系中, 他运用数例分析发现企业的资产负债结构会随着经济增长和货币供给的增加而变得更具脆弱性。^① 将其分析一般化, 已知总引致投资为 $\beta(Y_{t-1} - Y_{t-2})$, 事前储蓄等于 $(1-\alpha)Y_{t-1}$, 假定事前储蓄用于股权融资的比例为 λ , 那么股权融资为 $\lambda(1-\alpha)Y_{t-1}$ 。给定 $\lambda=1$, 则股权的变化与总投资的比率为 $\frac{\Delta \text{股权融资}}{\Delta \text{总投资}} = \frac{(1-\alpha)Y_{t-1}}{\beta(Y_{t-1} - Y_{t-2})} = \frac{(1-\alpha)}{\beta(1 - \frac{Y_{t-2}}{Y_{t-1}})}$ 。^② 由于经济

增长是一个发散型过程, 即 $\frac{Y_t}{Y_{t-1}}$ 随着时间不断增加, 那么 $\frac{\Delta \text{股权融资}}{\Delta \text{总投资}}$ 将会不断下降。随后, 明斯基从债务投资比的视角再次分析了金融结构的变化。给定经济在不断增长, 即 $Y_t = C_t + I_t > Y_{t-1}$, 可推出 $I_t > (1-\alpha)Y_{t-1}$, 这意味着经济增长需要满足投资大于储蓄, 若投资大于储蓄的部分通过债务融资来满足且货币流通速度为 1, 那么债务融资为 $I_t - (1-\alpha)Y_{t-1} = Y_t - Y_{t-1}$ 。已知 $I_t = Y_t - C_t = Y_t - \alpha Y_{t-1}$, 可得 $\frac{\Delta \text{银行债务}}{\Delta \text{总投资}} = \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_t - \alpha Y_{t-1}} = \left(1 - \frac{1-\alpha}{Y_t/Y_{t-1} - \alpha}\right)$ 。在发散型增长过程中, 给定流通速度不变,^③ 随着 $\frac{Y_t}{Y_{t-1}}$

① 给定产出增长为发散型时间序列, 假定事前投资超过储蓄的部分都可以获得债务融资, 且企业债务融资的增加表现为货币供给的增加, 此外, 给定事前储蓄都用于股权融资, 可得下表。

时间	产出	消费	事前储蓄	事前投资	实现投资	Δ 货币供给	Δ 股权融资/ Δ 总投资
0	100						
1	110	80	20		30	10	0.67
2	128	88	22	40	40	18	0.55
3	174	102	26	72	72	46	0.36
4	323	139	35	184	184	149	0.19

表格来源: Hyman Minsky, "Monetary Systems and Accelerator Models", *The American Economics Review*, vol 47, no 6 (1957), pp 860-883。

由上表可知, 在经济增长过程中, Δ 股权融资/ Δ 总投资不断下降, 从 1 期的 0.67 下降至第 4 期的 0.19。
② 明斯基在脚注 16 进行了一般化分析, 引致投资和事前储蓄是 $t+1$ 期的情况。Hyman Minsky, "Monetary Systems and Accelerator Models", *The American Economic Review*, vol 47, no 6 (1957), pp 860-883。

③ 给定货币流动速度为 V , 则 $\frac{\Delta \text{银行债务}}{\Delta \text{总投资}} = \frac{(Y_t - Y_{t-1})}{Y_t - \alpha Y_{t-1}} = \frac{1}{V} \left(1 - \frac{1-\alpha}{Y_t/Y_{t-1} - \alpha}\right)$ 。如果货币流通速度可变, 那么它的上升将会缓解银行债务—投资比的上升, 反之它的下降也会加速银行债务—投资比的上升。明斯基认为经济下行期往往伴随着流动性偏好上升、货币流通速度下降, 这意味着流通速度在经济下行期会进一步加剧经济的不稳定。

不断增加, $\frac{\Delta \text{银行债务}}{\Delta \text{总投资}}$ 将会不断上升。在货币流通速度为 1 时, 因为 $\frac{\Delta \text{股权融资}}{\Delta \text{总投资}} + \frac{\Delta \text{银行债务}}{\Delta \text{总投资}} = 1$, 所以上述对股权投资比和债务投资比的分析实际上是从不同视角揭示了同一个结论: 融资结构随着经济增长而出现了不稳定趋势。^①

接着简要讨论由双重价格体系发展而来的投资决定理论。明斯基非常重视凯恩斯驳斥维纳 (Viner) 的文献, 在这篇文章中, 凯恩斯坚持认为《就业、利息和货币通论》(简称《通论》) 的主要命题是围绕金融市场上运行的非均衡力量展开的。这些非均衡力量直接影响了资本资产相对于现行产出价格的估值, 这一价格比率与金融市场条件一起决定了投资活动。明斯基认为《通论》考察的一个重要问题便是, 这两类价格 (一方面是资本资产和金融资产价格, 另一方面是现行产出价格) 如何在不同的市场上被决定, 以及如何被经济中不同的力量所塑造。明斯基将这一观点称为双重价格体系 (two-price system)。^② 他认为主流经济学之所以将凯恩斯经济学作为非均衡状态引入瓦尔拉斯一般均衡理论, 并将价格、工资和利息率的各种粘性所导致的失业视为凯恩斯分析的特征, 是因为它完全忽视了凯恩斯发现的核心问题, 即资本主义市场存在双重价格体系。明斯基认为金融不稳定假说在这一点上超越了凯恩斯, 即将负债结构和现金支付承诺整合进了对资本资产价格和投融资决定的分析。^③

在明斯基的投资决定理论中, 如果考虑代表性企业融资行为的影响, 那么投资的决定可以表示为图 1。其中投资品产出的供给价格曲线为 P_I , 包括现行货币工资、原材料成本和准租金。简便起见, 供给价格有时也直接写为对劳动成本的加成形式。^④ 资本资产的需求价格曲线为 P_K , 需求价格取决于未来预期收入流的贴现值。只有资本资产的需

① Hyman Minsky, "Monetary Systems and Accelerator Models", *The American Economic Review*, vol. 47, no. 6 (1957), pp. 860 - 883.

② Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill, 2008, pp. 160, 200. 有学者如崔学东将其称为双重价格体系, 也有学者如李黎力称其为二价制。崔学东:《当代资本主义危机是明斯基式危机, 还是马克思式危机?》,《马克思主义研究》2018 年第 9 期;李黎力:《明斯基的华尔街图景》,《政治经济学评论》2017 年第 4 期。

③ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill, 2008, pp. 105 - 108; Hyman Minsky, "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement", *Thames Papers in Political Economy*, Autumn (1978), pp. 1 - 24.

④ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill, 2016, pp. 194, 200. 明斯基在 1972 年的文章中提出规模报酬递减导致供给曲线的一部分上升, 参见 Hyman Minsky, "An Exposition of a Keynesian Theory of Investment", in Hyman Minsky, ed., *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, London & New York: Routledge, 2016, pp. 209 - 237. 但之后在《凯恩斯》一书中, 明斯基不再提及这一点。

求价格大于投资品产出的供给价格,才能引致投资。给定企业的内部资金水平 $\hat{Q}_I$,明斯基明确指出,虽然总投资会影响总 $\hat{Q}_I$,但企业层面的 $\hat{Q}_I$ 不受其投资水平的影响,这样内部资金水平在图中呈现为双曲线形状。在投资品产出的供给价格为 P_I 时,企业由内部资金提供融资的投资量为 $\hat{I}$ 。当投资品产出大于 $\hat{I}$ 时,企业需要通过外部融资来获得投资。这样投资品产出的价格就会调整以反映贷款者承担的风险或不确定性。企业投资越大,那么企业杠杆率(债务投资比)越高、债务股权比率越大,这将进一步提高贷款者风险和融资成本,从而提高投资品产出的供给价格。这样投资供给曲线就由水平曲线 P_I 转变为斜向上的曲线比如 P_{I1} 。^① 同样地,资本资产的价格也要反映借款者承担的风险或不确定性。在引入借款者风险以后,企业对资本资产的需求越大,那么企业杠杆率越高、债务股权比率越大,这将进一步提高借款者风险、降低预期收益的资本化率,从而降低资本资产价格。这样,投资的需求曲线便由 P_K 转变为斜向下曲线比如 P_{K1} 。最终,投资决定于反映了贷款者风险的投资品价格与反映了借款者风险的资本资产价格。^②

在初始条件下,投资品的供给曲线 P_{I1} 和资本资产需求曲线 P_{K1} 决定投资为 I_1 , 债务量为 $P_I(I_1 - \hat{I})$, 投资融资的杠杆为 $I_1/\hat{I}$ 。在经济繁荣持续一段时间后,如果借款者和贷款者的风险因为乐观的预期而降低,那么金融制度和金融惯例的创新会导致杠杆率的提升。这样投资的供给曲线向下移动变为 P_{I2} 、需求曲线向上移动变为 P_{K2} , 企业投资会相应地由 I_1 增加至 I_2 。在内部资金水平给定的情况下,这也意味着更高的债务,由 $P_I(I_1 - \hat{I})$ 增加至 $P_I(I_2 - \hat{I})$, 和更高的杠杆率,由 $I_1/\hat{I}$ 增加至 $I_2/\hat{I}$, 经济系统变得更脆弱。^③

总结而言,明斯基在两个阶段中提出的分析模型存在显著差异,其中加速数乘数模型着眼于宏观分析,投资决定理论关注于微观决策。这表明明斯基的金融不稳定假说同时包含了反映经济周期的宏观经济分析和反映资本主义企业运行的微观经济分析。

① 明斯基指出,随着债务比率的上升,经济单位发行的所有债务都必须与边际合同保持一致。这样,体现边际风险的供给曲线就成为体现贷款者风险的决策关系。Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill, 2008, p. 108.

② Hyman Minsky, "An Exposition of a Keynesian Theory of Investment", in Hyman Minsky, ed., *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, London & New York: Routledge, 2016, pp. 209–237; Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill, 2008, pp. 105–108; Hyman Minsky, "Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism", *Journal of Economic Issues*, vol. 14, no. 2 (1980), pp. 505–523.

③ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill, 2008, pp. 109–110.

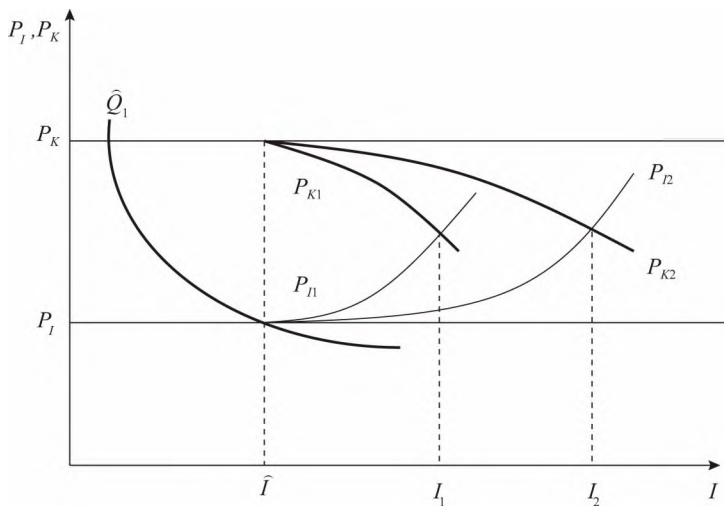


图 1 投资的决定

资料来源：笔者参考 Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill, 2008, p. 110 绘制。

国外后凯恩斯主义学者通常认识到了明斯基的金融不稳定假说包含有两个理论基础,^①国内学者的研究通常侧重于处于微观层次的投资决定理论,或者没有提及明斯基早期提出的加速数乘数模型,^②或者着眼于加速数乘数模型对周期理论的意义,而没有将其作为金融不稳定假说的一部分。^③

虽然明斯基在两个分析阶段运用的具体模型存在差异,但其关于资本主义的华尔街视角、金融创新的重要性、金融不稳定的风险以及最后贷款人和大政府的政策取向等思想,一直贯穿于其前后不同阶段的研究中,这两个分析阶段在分析视角和经济思想上存在一致性。

(二) 两个理论基础缺乏有机整合

尽管金融不稳定假说的两个理论基础存在显而易见的思想联系,但笔者认为明斯

① Marc Lavoie and Mario Seccareccia, "Minsky's Financial Fragility Hypothesis: A Missing Macroeconomic Link?", in Riccardo Bellofiore and Piero Ferri, eds., *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky*, vol. II, Cheltenham: Edward Elgar, 2001, pp. 76-96; Jan Toporowski, *Credit and Crisis from Marx to Minsky*, Cheltenham: Edward Elgar, 2020, pp. 150-151.

② 秦海英:《资本主义经济的内生性金融不稳定理论述评》,《政治经济学评论》2004年第1辑;崔学东:《当代资本主义危机是明斯基式危机,还是马克思式危机?》,《马克思主义研究》2018年第9期。

③ 李黎力:《明斯基经济思想研究》,北京:商务印书馆,2018年,第180-183页。

基始终没有明确而系统地将二者有机地整合为一个分析框架。在投资决定理论提出以后,明斯基越来越倚重于该理论作为金融不稳定的理论基础,而淡化了他早期关于加速数乘数模型的研究。明斯基在 20 世纪 70 年代以来一系列关于金融不稳定的重要文章及其《凯恩斯》和《稳定不稳定的经济》两本著作中,对加速数乘数模型或者是一笔带过或者完全没有提及,而运用大量篇幅阐述了其投资决定理论。^①即使明斯基晚年(与其合作者)在列维研究所撰写的一些论文再次回到了加速数乘数模型,也只是将其用于整合形成一个新的资本主义周期理论,^②而并没有明确这一早期研究在其金融不稳定理论体系中的地位,及其与投资决定理论之间的逻辑联系。

究其原因,明斯基曾在 1972 年明确提出加速数乘数模型中的加速数观点可以解读为投资决定理论的一部分。在他看来,加速数观点指如果将要生产的产出大于当期产出,那么预期资本存量必须增加特定的规模才能获得合意的现金流。他指出,这一观点聚焦于企业经营业务所产生的现金流,体现了投资活动的生产率一面。而投资决定理论中资本存量价格所内含的现金流不仅包含经营业务产生的现金流,而且纳入了由资产抵押或资产出售所得到的投机性现金流。^③笔者认为明斯基的这一主张不无道理,不过他在这里着重分析的加速数观点只是加速数乘数模型的其中一个设定,无法涵盖该模型关于金融体系如何随着经济增长而演化的完整分析。

虽然明斯基在研究后期一定程度上忽视了加速数乘数模型对金融不稳定假说的意义,但笔者认为他早期提出的这一模型对其毕生关于金融不稳定假说的学术研究意义重大。帕帕季米特里乌(Papadimitriou)在为明斯基的博士论文出版成书所作的序言中强调了加速数乘数模型对明斯基理论体系的关键作用,该序言以“金融不稳定假说:‘引致投资与商业周期’的产物”为题,其中“引致投资与商业周期”为明斯基博士论

① Hyman Minsky, “An Exposition of a Keynesian Theory of Investment”, in Hyman Minsky, ed., *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, London & New York: Routledge, 2016, pp. 209–237; Hyman Minsky, “Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster”, in Hyman Minsky, ed., *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, London & New York: Routledge, 2016, pp. 120–166; Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill, 2008, chap. 4, 5. Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill, 2008, chap. 8.

② 具体而言,指不稳定性—阻遏体系框架:经济在不受限的条件下,会生成周期和不稳定等多种经济动态,政府的政策如货币供给和预算赤字等作为阻遏体系抑制了这些生成的序列,从而为经济增长施加了新的初始条件。Piero Ferri and Hyman Minsky, “Market Processes and Thwarting Systems”, *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 3, no. 1 (1992), pp. 79–91.

③ Hyman Minsky, “An Exposition of a Keynesian Theory of Investment”, in Hyman Minsky, ed., *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, London & New York: Routledge, 2016, pp. 209–237.

文的题目。他提到，将明斯基的周期理论与新古典的周期理论区别开来的地方在于，加速数系数不仅由收入—需求之间的典型事实所决定，而且取决于企业的融资情况和货币市场的运行。他认为这一区别正是明斯基金融不稳定假说的根源。^①

三、后凯恩斯主义基于利润实现视角的批判性反思

后凯恩斯主义学者认为明斯基的研究对理解货币化的生产经济做出了重要贡献，不过他们也指出明斯基的理论存在多处缺陷。拉沃（Lavoie）对这些缺陷进行了概括总结，本文认为尤其值得注意的是其中的合成谬误问题。^②

（一）合成谬误：忽视债务融资对利润实现的影响

戴维森最早提出明斯基的理论存在合成谬误问题（fallacy of composition）。他将债务融资分为两类：一是偿债基金融资（sinking fund finance），其中预期准租金和现金流收入在每一期都超过本金和利息，是一种稳健的融资方式；二是流动基金融资（floating fund finance），其中预期准租金和现金流收入在每一期都不足以超过本金和利息。这一分类方式与明斯基关于对冲融资、投机融资和庞氏融资的分类相似，二者的不同之处在于，明斯基认为投机融资和庞氏融资的比重越高，金融的脆弱性越强，^③也就是说，随着经济从偿债基金融资转变为流动基金融资，金融结构将从稳健的系统转变为脆弱的系统。而戴维森对此提出质疑，他认为偿债基金融资相比于流动基金融资更为安全稳健这一点，“尽管对个人而言是恰当的，但是它在整体层面却不一定成立。换言之，‘稳健的’和‘谨慎的’融资原则受限于合成谬误”，因为“在给定期限内，如果太多经济行为人通过偿债基金融资购买长期耐用的非消耗品（long-lived durables），会导致较低的有效需求趋势”，“这一结果看起来与明斯基‘金融不稳定’

① Dimitri B Papadimitriou, “Introduction”, in Hyman Minsky, ed., *Induced Investment and Business Cycles*, Cheltenham: Edward Elgar, 2004, pp ix - xvi.

② Marc Lavoie, “Was Hyman Minsky a Post-Keynesian Economist?”, *Review of Evolutionary Political Economy*, vol 1, no 1 (2020), pp 85 - 101.

③ 明斯基分析了对冲融资、投机融资和庞氏融资的差异，强调投机融资和庞氏融资在利率提高的情况下其资产估值容易出现急剧下跌，而且利率提高使对冲融资更容易转化为投机融资和庞氏融资。Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory”, *Challenge*, vol 20, no 1 (1977), pp 20 - 27.

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/565002223022011212>