

明斯基的宏观经济学：投资的金融理论

Randall Wray, Eric Tymoigne

列维经济研究院，密苏里-堪萨斯城大学

摘要：本文借助海曼·明斯基的方法，在现代资本主义经济框架下分析了投资的金融理论。本文认为明斯基的方法为我们研究金融资本主义奠定了基础，2007 年美国次级抵押贷款市场崩溃引发的金融危机就是一个佐证。即便当前全球性金融危机的蔓延能被成功控制，明斯基的思想也将适用于此类问题的分析。

一、引言

在现代资本主义经济框架下，本文遵循海曼·明斯基的思路介绍投资的金融理论。毋庸置疑，明斯基在该领域做出了最重要的贡献。从 20 世纪 50 年代起，明斯基便着手研究，并不断更新这种理论。虽然宏观经济学“新共识”（the New Consensus）中的一些模型吸收了一些与明斯基近似的思想，但是他的研究基本上被主流研究忽略了（Lavoie 2008, Weise & Barbera 2008）。当然，这并不意味着明斯基的工作没有被世人所知，事实上，后凯恩斯主义经济学家和华尔街的从业者长期运用他的研究成果，并认为明斯基的见解在现实世界中相当有意义。不少传统的经济学家——包括部分诺奖获得者（有些人还是明斯基的朋友）——被明斯基的思想所影响。在写作本文时，我们坚信人们对明斯基理论的浓烈兴趣目前依然在持续（如：McCulley 2007；Chancellor 2007；Lahsrt 2007）。明斯基的方法为我们研究金融资本主义奠定了基础，2007 年美国次级抵押贷款市场的崩溃引发的金融危机提供了令人信服的佐证。即便当前全球性金融危机的蔓延能被成功控制，明斯基的思想也将适用于此类问题的分析。

值得注意的是，本文阐述的内容是对标准方法的一种替代。所谓标准方法形成于 20 世纪 70 年代初，以“有效市场假说”为基础。本文不再赘述那种理论的细节了。正如从新古典理论推演出来的方法一样，该方法将货币和金融放在次要地位。与教科书中论述的关于宏观经济学的主流原则相同，新古典理论坚持“货币中性”——至少在长期内，货币仅决定名义价格。经济学家假想出各种方法，来解释货币对相对价格、实际产出、就业水平和产出构成在短期中的“实际”作用。但是，在实现市场出清并达到均衡的过程中，市场持续不断地摆脱非中性因素的影响。当然，阻止市场出清的主要障碍是政府部门。有效市场假说将分析扩展到非常规的融资活动方式。米尔顿·弗里德曼曾辩称：好的新古典分析应该假定“货币是从直升机上洒下来的”（money is dropped from helicopters）。传统金融理论试图证明：放弃这个假定，研究结果没有两样。在“严格”的假定之下，生产活动是否通过留存收益、

债务或股权融资与“实际”结果不相关。正如一位传统的经济学家（新凯恩斯主义者）所言：“在引入信息不对称以前，经济学的框架就是一个简单的实际经济周期模型；金融结构是无关紧要的”（Gertler 1988: 581）。

明斯基全然否定上述理论的适用性，他认为至少对于现代资本主义经济来说这种理论是没有意义的，现代资本主义经济的特点是包含复杂的、昂贵的和使用期较长的资本性资产。在这种经济框架下，货币不可能是中性的——短期不是，长期也不是。资产头寸的融资方式对理论、现实经济结果都具有重要性，特别是通过债务融资建立起一系列保证清偿能力的义务。问题在于约定一经达成，合约的任何一方都不能确信未来的支付是否能完成。更进一步，合约的偿付方一旦违约，就会造成合约的预期收款方产生财务困境。鉴于此，一个人的违约就会导致违约滚雪球似的增加。随着违约范围的扩大，金融资产的价值下跌——因为任何金融资产都代表一种基于收入流或者潜在资产销售后产生的现金流的索求权。金融资产的价值取决于预期的支付现金流，如果现金流不能实现，那么将导致资产价值下挫。

因此，如果一场无限制的“违约大雪球”使得资产价格普遍下跌，艾文·费雪所称的“债务紧缩”就会发生。费雪和明斯基都认为上述过程在 20 世纪 30 年代发生过，而恰恰是该过程导致了大萧条如此严重。需要强调的是，主流理论把这个过程排除在外，声称在任何情况下通货紧缩都会通过增加实际余额的方式促进经济（1969 年，弗里德曼甚至主张央行以追求长期通缩为目标）。也如古德哈特和特索莫科斯所说，“严格”的主流理论假设违约不可能发生，意味着即使由于名义物价和收入的下降，债务人发现自己的债务实际负担在上升时，通货紧缩也不会导致金融危机的形成（Goodhart and Tsomocos, 2007）。然而，费雪和明斯基则认为正是债务紧缩才使得大萧条如此糟糕。由于忽略违约的发生，像弗里德曼这样的主流经济学家坚持认为金融危机的产生源于政策的失误，与现代经济运行中的任何基本力量无关。正因如此，明斯基认为主流理论是没有意义的，基于这种理论的政策建议应用中，更是危险的。

接下来本文阐述凯恩斯的投资经济周期理论，然后分析明斯基通过加入投资的金融理论，对凯恩斯理论的拓展。实际上，明斯基通过拓展凯恩斯理论分析了现代资本主义经济随时间的演进过程。投资的金融理论在明斯基的假设中起着关键作用。该假设认为，金融体系使日益复杂的经济体更加脆弱，这就是众所周知的明斯基金融不稳定假说。在随后的一节，本文改进了明斯基方法中的融资方式，细致地考察了资产定价和银行部门的演化。最后一节简述该方法对分析当前全球性金融危机的几点启示。

二、经济周期投资理论和明斯基投资的金融理论

在决定有效需求总水平的因素中，凯恩斯《通论》认为投资决策发挥着核心作用。而投资最终主要影响均衡状态下的就业和产出水平。一些基础教材指出，投资是驱动变量，通过乘数作用于总收入。投资乘数是边际储蓄倾向的倒数，比较复杂的形式考虑了进口和税收的

漏损¹。因此,投资的增加将使得收入增加,进而消费增加,直到储蓄增加到与新的投资水平相等为止。投资水平是资本边际效率(实质上是未来利润的折现)相对市场利率的函数,而市场利率使得货币的供给和需求实现均衡。当资本边际效率大于市场平均利率时,投资就启动,通过乘数作用收入、国民产出和就业均上升。上述过程持续到资本边际效率下降、利率上升或者二者综合使得它们相等为止。当且仅当资本边际效率等于市场利率时,投资再也没有好处,经济回复至均衡状态。

尽管在凯恩斯的书中能够找到以上论证,但是它还不能透辟地抓住凯恩斯投资理论的精髓。为更好地理解这一点,我们必须打开《通论》的第17章。这部分内容很正常地被大多数不严谨的凯恩斯追随者所忽略。在这章中,凯恩斯认为,投资决策被包含在资产价格流动性偏好理论之中,换个说法就是凯恩斯的“自有利率”理论。凯恩斯提出“对于每一件耐久的商品,我们都赋予其拥有一个自有利率——小麦自有利率、铜自有利率、房屋自有利率,甚至炼钢厂自有利率”(Keynes, 2007: 222-223)。由于具有特殊的、专有的属性”²,因此货币典型地具有最大的自有利率而成为‘主导’,上述自有利率均可以用货币的形式来描述(Keynes, 2007: 223; Kregel, 1997)。持有任何一项资产的预期收益用货币的形式可以表示为: $q - c + l + a$, 其中: q 是资产的预期收益率, c 是携带成本, l 是流动性, a 是预期价格的升水(或贴水)。总收益用来衡量一项资产的边际效率,包括货币。收益的构成随着资产的变化而改变,非流动性资产(如资本)的大部分收益是 $q - c$,持有流动性资产的大部分收益是 l (主观评估)。最终,变化着的预期以不同的程度影响着各类资产的边际效率,主要取决于总收益的构成形式。如果对未来经济表现的信心增加,则资本性资产的 q 上升,赋予流动性的主观评价就会下降(因此, l 下降)。因此,主要靠流动性 l 获取收益的资产类别的资本边际效率就会减少更快。这种情形下,资本性资产的产量就会增加(投资增加,产生乘数效应),资产价格也会大范围进行调整。综上所述,对经济未来走势的预期决定了产出和就业的均衡水平。

比如,如果企业家感觉到未来市场对小工具的需求将会上升,那么他们也会预期到小工具生产线将会带来更多的利润。结果是小工具生产机器的边际效率上升,当超过持有的其它资产的预期收益时,企业家当时就会订购小工具的生产机器。小工具生产机器的制作为工人提供工资,为卖机器的公司提供收入。工人就会花费工资收入,对总需求产生“乘数”效应,结果就业增加。额外收入的一部分将用于小工具的购买,这使得企业家的预期得以兑现。当然,这也会增加其它产出的消费量,提高其它产品生产线的利润,促成其它类型机器的投资增加。从逻辑上讲,投资、就业、产出和消费能不断地增加,直到任何一类机器不再具有边

¹ 比较正式的是: $\Delta Y / \Delta I = 1 / (1 - b(1 - t) + j)$ 。其中, Y 是国民收入水平, I 是投资总量, b 是边际消费倾向, t 是所得税税率, j 是边际进口倾向。

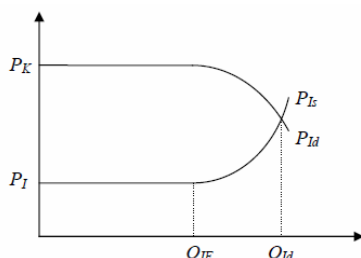
² 根据凯恩斯的理论,货币具有三个特性:(1)具有逼近于零的替代弹性,指对货币的需求增加时,其它资产的替代性异常小。(2)具有逼近于零的生产弹性,指对货币的需求增加时,劳动不会转向其生产(货币既不像矿产需要开采,也不像庄稼需要生长,所以不需要劳动去生产货币)。(3)货币的携带成本可以忽略不计——货币不会腐烂(如食品),不会因使用而贬值(如机器),不用花费大笔的存储费用(今天的大部分货币以电子化的应付款项存在于电脑磁盘上,即使纸币的存储费用也相对低廉)。因此,对货币的不断需求会使得购买力“无限衰减”。

际效率，即机器的收益率小于流动性金融资产的预期收益率。最终的结果是，整个增长过程逆转，当资本性资产的预期收益（如前所述， $q - c + a$ ）下降或者流动性资产的预期收益上升（如前所述，1）。

因此，我们容易发现凯恩斯的资产价格流动性偏好理论与乘数理论、有效需求理论是密不可分的。投资产生的唯一条件就是：某项可用劳动生产的资产（厂房、设备、商业地产、民用建筑、私营基础设施）的边际效率超过货币的边际效率³。而投资通过乘数提高社会的有效需求。当所有的自有利率等于货币收益的标准设定值后，有效需求新的均衡水平又将实现⁴。

当某种资本性资产的边际效率超过货币的边际效率后，凯恩斯没有真正分析投资是如何融资的，故明斯基认为凯恩斯的经济周期投资理论是不全面的。《通论》似乎有一个隐含的假设条件：投资项目将能够得到融资。在 1936 年以后的作品中，凯恩斯确实处理过这个细节问题，但是大部分笔墨用于解释为什么储蓄不能成为资金的一种来源。因此，明斯基最重要的贡献就是将“投资的金融理论”引入到凯恩斯的“经济周期的投资理论”之中。图 1 是对明斯基理论的解释。两个关键的支柱是“双价格体系”（“two-price system”）和“贷方、借方风险”。像凯恩斯一样，明斯基区分了当前产出的价格体系和资产的价格体系，认为当前产出价格取决于“成本加价格提高部分”，被设定在某一水平使得这种管制价格可以保证充足的销售以产生利润。当前产出包括消费性物品和服务、投资性物品和服务、出口、政府采购的商品和服务。

图 1 投资水平的决定



³ 对凯恩斯理论的传统理解是简单地比较市场利率和资本边际效率之间的关系。在第 17 章，凯恩斯坚持主张有多少种资产就有多少种“自有利率”。因此，比较不是简单停留在一种资产的收益和一个利率，而是资产的一系列收益率，由不同的成分（ $q - c + l + a$ ）组成的总收益。

⁴ 需要强调的是，此处凯恩斯所指的均衡概念不同于传统分析中的均衡。凯恩斯认为，均衡意味着一种“休息状态”，不存在改变人们行为的诱因（这种情形下，企业对自己的投资、就业、产出水平感到满足）；意味着并非所有的市场都出清。最重要的是，凯恩斯的均衡概念并不暗含充分就业，而这一点是传统分析中识别均衡状态和所有市场出清的关键，原因在于非自愿失业已经被假设排除。对凯恩斯理论而言，均衡是一个机制，用于分析决定收入水平、就业、产出和资产价格变动的驱动力量。在现实世界中，我们也没有机会观察到“休息状态”的出现。这就是《通论》第 12 章如此重要的原因所在。在这一章中富含精妙的类比——如“投机的旋风”“whirlwinds of speculation”。预期对资产价格的决定起着关键的作用（因此，也决定有效需求），可能失望也可能波动。因次，尽管我们能实现经济中每个参与者对自己的资产组合感到满意的状态，但那也是昙花一现。试图对资产组合的调整促使资产价格变动，使得支出和就业从一个部门转移到另一个部门，也影响着支出和就业的总量（Kregel, 1976, 1986）。

对于投资性物品情形,当前产出物价是资本的一个有效供给价格——足以使得供给方提供新的资本性资产 (P_I)。但是,这种简化的分析仅适用于靠内源资金融资的资本品的购买(如持续经营的销售收入)。如果需要外源资金(借债),资本的供给价格还包括确定的融资成本——最重要的是利率,也包括其它费用 and 成本——即是说,总供给价格(图1中的 P_K)由于“贷方风险”而上升,超过供应方的管制价格 (P_I),其中“贷方风险”由融入资金的成本来补偿。如图1,借助外部融资的投资可以表示成一条向上倾斜的 P_I -曲线。那么,用内源资金购买的投资商品的数量就是从原点到 O_{IF} 的距离,用外源资金购买的投资商品的数量是 O_{IF} 到 O_{Id} 的距离。

关于时间跨度内持有资产的第二个价格体系是存在的,此处所说的资产包括资本性资产、金融资产和货币——实际上,可以在一段时间内持有,作为名义财富储存的任何东西都是资产。除货币以外,这些资产将带来收入流,或许还有资本利得⁵。明斯基采取的是《通论》第17章的处理方法。重要的一点是预期收入流具有不确定性,故它依赖于主观预期。将旧的资本性资产的价格 (P_K) 作为一个参照点,我们可以从资产价格系统中得到新资本性资产的需求价格 (P_d): 当资产未来净收入预期给定的条件下,一个人愿意为该资产付出多少?

同样,上述分析由于忽略了融资方式而流于简单。明斯基认为一个人愿意支付的价格取决于外源融资的数量——借款量愈大,购买者面临的无力偿债的风险就愈高。因此,“借方风险”必须包含在需求价格之中。与贷方风险不同,借方风险这样的“成本”仅仅由主观决定,并没有写进合约之中。我们可以把它看作是“安全边际”: 如果一项资产预期产生的回报现金流的折现值是100万美元,那么他不会为获取该项资产支付超过75万美元的价格。安全边际(本例子是25万美元)可以确保为购买该项资产而融资的债务合约的执行,即使未来收入少于预期。这样的话破产就很容易避免了。显然,因为未来的借方风险难以被精确地计算,所以判断安全边际是否合适的可靠的、快捷的规则是不存在的。

投资品的购买量 (O_{Id}) 由 $P_d = P_K$ 决定,而不是 $P_K = P_I$ ⁶。后一种情形可以通过托宾(1969)的投资理论来解释。托宾 q 是既有资本性资产 (P_K) 的市值与其重置成本 (P_I) 的比值。当 $q > 1$ 时,企业去购买新的资本性资产是相对便宜的,即: 直接投资而不购买现有的资本性资产(通过兼并、收购或其它方式)。当 $q < 1$ 时,投资量趋于减少,由于直接购买现有资产显得便宜,故企业不再订购新的资本品。但是,托宾 q 的假定中排除了不确定性和投资决策的融资结构。在明斯基看来,随着投资量的增加,资本品的需求价格趋于下降,供给价格趋于上升。这都源于卡莱茨基的风险递增原理,内容是: 在预期内源资金和适当的杠杆比率已知的条件下,企业家和银行家会认为随着外源融资量的增加,风险会越来越大。因此,当投资量超过 O_{IF} 时,企业家会越来越不情愿新增投资(随着借方风险的上升,需求价格在下降),银行家随着外源融资量的增加变得越来越谨慎(随着贷方风险的上升,供给价

⁵ 现金不支付利息,所以不产生任何的 q 。货币的其它形式,包括银行活期存款,都会支付较低的利率(故, q 为正);重要的是流动性资产,如各种形式的货币,相对于非流动性资产,如公司债券或资本性资产,将产生较低的收益率。因此,在“货币”与其它类型资产之间的具体什么位置画一条分界线,对于这种分析就不那么重要了。我们可以设想流动性的一个范围,现金在一端,装有机器的工厂在另外一端。

⁶ 如果两条曲线是水平的(不存在借方风险和贷方风险),那么就没有交点,除非两线重合。至于其它情形,投资量要么无限大要么不存在。

格在上升)。

当资本品的需求价格(经借方风险调整)大于供给价格(经贷方风险调整)时,投资会一直进行下去。因为价格中包含安全边际,安全边际受有关不确定性结果的预期而影响。在一次严重萧条开始复苏的初期,人们的预期很悲观,安全边际也很大。当经济扩张带来的收益超过人们的预期后,人们就会发现已有的安全边际过大。这样,人们预期中的借方风险和贷方风险就会减少,曲线 P_{id} 和 P_{is} 就变得平坦,结果是投资品的需求量上升。顺理成章地,在给定内源资金的预期现金流后,银行家和企业家期望并能接受更高的外源融资比例和更多的投资量。因此,安全边际就会下降至恰好使投资项目成功开展的水平。

明斯基开创了关于投资企业开展融资的一个著名的分类系统:套期保值(预期收入流大于利息、本金和安全边际);投机融资(虽然预期融资成本将下降、收入流将上升,或者资产将卖一个好价钱,但短期收入流仅能补偿利息——营业收入够偿还本金)和庞齐融资(短期收入不足以偿还利息,只得借新债还旧债的利息)。在经济扩张的过程中,融资的心态不断变化,从大部分是套期保值变化到投机融资、庞齐融资的比例越来越大。一些庞齐融资是自愿的(如:鉴于债务在更有利的条款下可以被再融资,或者资产价格的升水可以带来优厚的资本利得),一些庞齐融资具有欺骗性(“金字塔”计划就是一例,骗子用更多新加入的债权人提供的资金去偿还旧债权人的债),还有一些源自人们的失望(收入低于预期,融资成本以外上升)。

投资者总是希望提高杠杆或将投资转化的更具投机性,但这样的努力至少在短期内会受到挫败:假如结果显示比人们预期的更加有利,试图参与投机性融资的投资者仍会停留在对冲状态,因为已实现的收入大于预期。随着投资总量的增加,在乘数效应的作用下,有效需求增加,进而提高销售额,并超过人们已有形成的预期水平。后来,明斯基把卡莱茨基结果引入到简化模型中,证明总利润等于投资加政府财政赤字⁷。因此,在投资冲动期,利润会随着投资量的增加而增加,有助于强化人们的预期并鼓励更多的投资。这样就支撑了明斯基的论点:资本主义经济的内在不稳定性正逐渐加重——通向更加疯狂的投机(因投资产生利润),并导致更大量的投资。

此外,在 20 世纪 60 年代初期,明斯基认为对私人部门资产负债表的影响取决于政府资产负债表的状况(Minsky, 1963)。政府支出可以带来扩张,同时使得私人部门在无需破坏资产负债表的情形下不断扩张。政府赤字将增加私人部门资产组合中政府债券的数量(政府债券相对安全的多),甚至提高利润(卡莱茨基等式的扩展形式),通过“政府支出乘数”提

⁷ 根据国民收入恒等式:

$$W + \Pi + T = C + I + G + X - J$$

其中, Π 是公司支付企业所得税后的毛利, W 是雇员的可支配收入, T 是税收, C 是消费水平(资本家和工人的), I 是投资量, G 是政府支出水平, X 是出口, J 是进口。等式两边同时减去 W 和 T , 并定义资本家的消费是 C_c (消费被分解为资本家消费和工人的工资消费 C_w), 则有:

$$\Pi = C_c - S_w + I + DEF + NX$$

其中, S_w 是工薪阶层的储蓄 ($S_w = W - C_w$), DEF 是政府财政赤字, NX 是净出口。Kalecki (1971: 78-79) 从恒等式(从恒等式到等式)推导出一个因果关系,认为 Π 不由公司控制,等式右边的变量取决于相机选择。

高收入和就业水平⁸。但是，在平稳的经济扩张中，从累进收入税制度中获得的财政收入的增速将快于私人部门的收入，结果是政府部门的赤字得到“改善”（逐渐变为盈余），私人部门的财务平衡将恶化（逐渐变为赤字）。引入卡莱茨基等式后，明斯基就可以解释预算的逆周期变动是如何自动地稳定利润——限制利润在经济扩张期的上涨（预算赤字的减少挤出利润）和在经济衰退期的下降（预算赤字的增加刺激利润）。

更进一步，将经济周期的投资理论引入卡莱茨基的利润观点以后，明斯基认为只有预期未来有投资，今天的投资才是可得——因为未来的投资将决定未来的利润（简化模型）。今天投资产生的利润可以验证“昨天”执行的投资决策，所以，在为既有资产融资时，有关“明天”的预期将影响实现“昨天”投资承诺的能力。这也许有点儿复杂，简单的表述是：在购买资产时，企业有必要在“今天”实现利润，来验证过去持有的预期；但是，假如企业现在不投资，“今天”的利润就会减少（也许因为他们对未来持有悲观态度）。因此，为强化过去做出的投资决策，在今天就必须进行投资，且投资最终依赖于对“明天”的预期。在明斯基的投资分析方法中，存在一个复杂的、临时的关系，且极易被扰乱。结合上述的“双价格”方法，明斯基明确提出：调降未来盈利能力预期的任何事物，将使得今天资本的需求价格下降到供给价格以下，投资减少，今天的利润也减少到必要的水平之下，不足以强化过去形成的预期。与此同时，隐含在借方风险和贷方风险之中的安全边际也是不够的，使得安全边际的修正不断进行下去。由于人们的失望，安全边际上升，资本品的需求价格跌至供给价格以下（经借方风险和贷方风险的适当调整），投资进一步减少，在乘数效应下，产出和就业减少更多。此时，宏观经济呈螺旋式下降，并进入深度衰退。

明斯基不断地改进对银行和融资的分析方法，指出联储一味地控制货币供应量是无效的。这是因为银行会尽力避免、逃避联储的管制，从给企业的放贷中去获利。他还拓展了分析，把所有的经济实体看作银行，并通过发债来吸收资产。明斯基主张任何人都能够印制货币；问题在于货币要被人们所接受（Minsky, 1986: 69）。他认为，联储的出现是为了充当最后贷款人的角色，使商业债务更具有流动性（通过对其放贷），联储不再使纸币贬值

（Minsky, 1986: 47）。事实上，联储提供的大部分储备来自于公开市场操作，这就束缚了联储确保金融系统安全和稳健的能力。联储本来可以通过决定接受哪类资产作抵押，细致考察借款人资产负债表的方式来实现的。相反，从20世纪70年代末到80年代中后期，联储倚赖弗里德曼粗浅的货币主义观点，认为联储的主要作用是“控制”货币供应和整体宏观经济⁹——这是不能实现的，因为试图限制储备只会诱使创新性银行行为，鼓励“非银行”资金来源的泛滥，最终迫使最后贷款人出面干预，甚至救助那些高风险的行为（Minsky, 1986: 94）。明斯基认为这种干预是必要的，但是一定程度上鼓励了导致更具脆弱性的创新活动。除了用逆周期赤字来维持需求以外，最后贷款人不仅阻止了深度衰退，也为投机性繁荣的出现埋下隐患，因为市场参与者会认为政府的干预将确保他们万无一失。

三、明斯基理论的扩展：资产价格与融资

资产价格对投资决策起着关键作用，因为投资规模决策取决于一种双重套利。第一，如

⁸ 政府支出乘数类似于投资乘数。

⁹ 弗里德曼主张货币是名义产出的最主要的驱动变量；如果中央银行能确保货币增速稳定，那么名义GDP的增速就会稳定。这就形成了他著名的货币规则：中央银行通过限制银行储备的增长，就可以保证货币供应增速较低且平稳（如每年4%）。

凯恩斯《通论》第 17 章所述，在既定的流动性约束、期限条件以及风险偏好下，投资者基于最大化货币性回报的考虑，往往倾向于在所有种类的资产之间套利（包括金融资产和资本性资产）。与货币主义观点不同的是，这并不意味着所有资产都完全可替代，不确定性的存在导致对货币和准货币理所当然的偏好。第二，在旧的资本性资产（如既有的生产设备）和新的资本性资产（如即将生产出来的投资产品）之间也存在套利。如果既有资产价格较低，则对新资产的出现会产生压制作用，因此既有资产的价格是投资决策中的重要因素。

既有资本性资产价格间接由市场行为决定，包括对股票、债券的报价、兼并收购所决定的价格等。梳理资产定价理论时，可以从对个体行为假设的角度对其分类，具体可分为理性行为、非理性行为和共同行为（convention）理论。大多分析采用前两种假设，而第三种却是与凯恩斯和明斯基的观点最为一致的。

理性行为理论认为，理性个体通过对“先验基础”（a priori fundamental）的判断，决定 q 、 c 、 l 和 a 。这种理论与有效市场理论类似，同时，在解释资产泡沫和过度投资时强调信息问题（如信息不对称、缺乏谈判能力等）的存在。由此，根据这种理性视角，可以得到结论，由于信息充分利用，资产价格一直接近基础价格，投资水平也一直处于最适区域：“资本市场的最主要的作用就是实现经济中资本所有权的合理配置，在资本市场中，价格提供资源配置的信号”（Fama, 1970: 383）。

非理性行为理论则认为存在这样一些非理性个体，他们对于已经存在的先验基础并不了解也不关心，而正是这些人的市场行为决定了资产价格。对于这种理论的部分支持者（如行为金融论者）来说，上述非理性行为属于异常值，而对于其他支持者（如，J. K. Galbraith）来说，这种行为却是正常的（尽管非理性）。但无论如何，关于非理性行为理论，存在一个共识：非理性行为造成了市场波动和泡沫，进而引起了过度投资或投资不足。资产定价的理性行为方法和非理性方法在主流经济学领域被广泛接受并使用，多数与资产定价的生产力理论（productivity theory）相联系。这两种方法确有其合理之处，但都忽视了凯恩斯在其《通论》12 章中阐述的一个重要内容。

凯恩斯认为，资产定价需要依据所谓“共同估值”（conventional valuation），即“由大量‘无知’的个体共同行为决定的基础价值，而且这些个体行为并非是由于错误倾向产生的”（Keynes, 2007: 154-155）。共同价值理论可以理解为资产定价的第三种理论，这种理论并不认同存在所谓的“先验基础”。他假定个体是无知的，并不是因为这些个体不知道怎么做理性行为，而是因为未来本质上是不确定的。正是为了降低这种对未来的不可知，个体通过集体互动达成对基本面的共识，从而形成对未来的预期并据此调整当前决策。由此引申出两点含义：第一，和非理性行为相似，共同价值理论也认为存在一个自我实现的过程，即由众多个体行为所决定的共同价值实际上与既有资产的价格趋同，不管当前价格处于什么水平，个体均一定程度上接受其为合理价格。第二，当前决策会实现个体共同达成的未来预期——在这个自我实现的过程中，个体之间达成的共识可能会影响个体行为本身，使得这些行为更有利于实现个体所预期的未来。

作为对凯恩斯理论的强化,明斯基将共同价值理论(《通论》第 12 章)和流动性偏好理论(《通论》第 17 章)相结合,认为在不确定的经济世界中,共同行为和流动性偏好相互推进,实现了体系均衡。理性行为观点与资产价格的流动性偏好理论的结合(如 Tobin, 1958)仅仅适用于确定性的世界;而非理性行为观点与流动性偏好理论的结合(Galbraith, 1961)则可能只适用于经济剧烈波动阶段。那么将共同行为观点应用于资产价格的流动性偏好理论会得出怎样的结论呢?近期学者如瑞(1992)和奥利(1999)做了相关研究。他们认为,资产的市场价格由 q 、 c 、 l 和 a 决定,同时需要与一个“正常价格”相比较。这个“正常价格”由一个社会性的价格模拟过程决定,是整个经济的基调(anchor)。这个模拟过程并非以部分个体的早期行为为基础(如结合信息经济理论的非理性行为理论),而是综合考虑大众对合理市场价格的观点。这和著名的凯恩斯“选美”理论类似。由此个体对“正常价格”形成了共识,这个共识也成为决定资产价格波动预期的内在基础。如果市场中的个体认为结构性的变化会形成更高的“正常价格”的预期,那么投机就会发生(Wray, 1992; Orléan, 1999)。美国 90 年代末的新经济浪潮中投资者在纳斯达克市场中的表现,以及 20 世纪初的房地产市场中的表现均证明了上述观点。

除了资产定价理论之外,上世界 80 年代和 90 年代的银行体系发展也与投资的金融理论相关联,值得关注。在明斯基的理论框架中,对银行体系的分类是核心内容。他将银行业务分为两类,一类是贷款部门(loan-officer desk),主要任务是判断提供的项目质量是否合格,尽量削弱潜在借款者的乐观情绪;另一类是头寸部门(position-making desk),主要任务是管理银行的资产头寸以及为之融资。在这个银行业务模型中,银行关键是要建立一个与借款者的长期信任关系,形成长期的业务来往。而利润来源主要是存贷利差。而当前,这个模型已经被“发起—分销”(originate-and-distribute)模型所取代,明斯基发现当前已经出现了大量没有贷款部门的银行(Minsky, 1981: 15)。现在,银行所做的仅仅是发起贷款然后将其打包出售,其大部分的利润来源转移到了头寸管理部门。事实上,目前银行的利润主要来自销售和提供结构性金融工具的费用(如 MBS、CDO 等)。银行再也不追求与长期业务往来者的固定的私人良好关系;取而代之的则是信用打分卡制度所带来的短期非个人联系(Kregel, 2008)。

动态安全边际理论在“发起—分销”模型存在的基础上也有了新的发展。首先,金融脆弱性在新的银行体系下更为严重了。原因在于,银行不再持有贷款,违约风险被转嫁给了结构性产品的买家,因此激励问题一定会存在。为了加速结构性金融工具分销,银行和信用评级机构倾向于评级作假,有意抬高评级。这对金融体系安全性是很大的挑战。其次,次级结构、额外利差和超额抵押等信用增级技术的存在,使得一些由垃圾资产组合而成的结构性金融工具轻易得到 AAA 评级(Adelson, 2006)。因此,在经济扩张的开始阶段,经济中的庞齐骗局比例就可能就会很高;这样安全边际的动态变化过程不会持续很久,经济扩张阶段所持续的时间也会缩短。下面我们所讨论的近期房地产市场的发展过程就是上述动态过程的一个典型案例。

五、投资的金融理论与当前全球性金融危机¹⁰

凯恩斯在《通论》第 24 章中指出资本主义体系两个主要的缺陷：无法实现充分就业和收入分配严重不公。而明斯基着重强调了凯恩斯理论中隐含的第三个缺陷：不稳定性是现代金融资本主义的必然结果（Minsky, 1986: 101、250）。他进一步指出，即使有适当的政策，也无法维持经济稳定状态。因此，尽管明斯基认为凯恩斯主义政策即“微调”确实可以实现短时间稳定，但他仍然反对这种政策。因为他认为短暂的稳定之后微调政策反而会重新带来不稳定。为此，“政策难题就是如何设计合适的体制结构和方式，从而削弱通货膨胀、失业和增长放缓对经济体的冲击，同时不增加出现大规模衰退的可能性”（Minsky, 1986: 295）。然而，政策需要去适应环境的变化；政策的成功也不会持续太久。

明斯基指出，战后相对稳定的经济发展阶段催生了一种更加不稳定的现代资本主义形态——资金管理者资本主义（Money Manager Capitalism）。在明斯基 1987 年一篇具有预见性的文章中，他预测到住房抵押贷款证券化的扩张最终将导致美国 2007 年次贷危机爆发。事实上，他是少数几个能够真正了解证券化或者说所谓“发起分销”模式危害的评论家之一。他指出，相对于持有抵押贷款或者其他贷款种类，银行更愿意发起贷款然后将其分销给养老基金或对冲基金等投资者。原则上，所有的抵押贷款被打包成一系列风险种类，不同风险对应不同价格。投资者可以根据对风险—回报的偏好进行选择；储贷机构或者其他受管制的金融机构可以获得由贷款发起、风险评估以及提供抵押服务等相应的费用收入（Minsky, 2008）。40 年之后，明斯基的预测以这样一种惨痛的代价被实现了。而且证券化不仅仅限于明斯基所说的抵押贷款，还涉及到助学贷款、信用卡、汽车贷款和租赁，甚至还有一部分债券。到 2008 年中期，上述证券化市场均由于信用违约上涨而遭受冲击，损失程度远远超过想象。

明斯基（2008）指出，两种发展趋势导致了证券化的广泛使用。首先是金融全球化，二战之后世界经济经历一段长时间的稳定发展阶段，也形成了一种全球范围内通过货币管理追逐短期回报的浪潮，而国外投资者希望购买美元资产但苦于没有直接渠道。证券化的出现恰恰满足了全球投资者的需求。当美国次级债券问题出现时，金融危机迅速波及世界，原因就在于全球范围的投资组合中都含有次级债券的部分。

第二种发展趋势就是，战后随着“市场”的兴起，银行（狭义指可以接收存款，发放贷款的金融机构）重要性迅速下降（银行拥有的金融资产占总额的比重由上世纪 50 年代的 50% 左右下降至 90 年代的 25%）。这种趋势是货币主义在 1979 到 1982 年进行货币实验的产物（即大规模关闭以银行和储贷机构为主的被监管类金融机构，而鼓励相对监管性较弱的“市场”类机构，主要是华尔街的大型投资银行）；与银行有关的规定、监管和惯例的淡出使得金融运行轨道发生偏差，亦促成上述趋势的形成。商业银行存贷款两方面业务均受到激烈竞争，存款方面非银行金融机构可以支付市场利率以吸收存款参与竞争，贷款方面由于商业票据市场的出现企业融资也开始绕过商业银行贷款渠道，这样严重挤压了银行的盈利能力。明斯基

¹⁰ 该部分主要选自 Wray（2008）。

(2008) 发现, 银行大约需要设置 450 个基点的存贷息差, 才能够实现资本的正常回报、法定准备金“税”(因为准备金是不盈利的)和营业成本。

另一方面, 由于没有准备金要求, 没有资本充足要求, 也不需要支付绝大部分的关系型信贷成本, 金融市场只需要较低的息差就可以正常运行。同时, 金融市场也免于新政时期监管规则的约束。这不仅仅意味着对金融部门中较大比例的部门放松了管制, 也表明来自“市场”的竞争迫使监管部门放松了对银行的监管。随着银行竞争力的下降, 企业开始直接向资金管理机构寻求融资。而管理这些短期资本的机构如养老基金和对冲基金, 不具备银行所拥有的评估信用能力, 对风险容易失察。另外, 这些基金维持相对高得多的杠杆率(通常银行的杠杆率为 10 倍左右, 而对冲基金却是 30 倍甚至更高)。上述情况均加剧了金融体系的脆弱性。在正常的经济繁荣阶段, 企业获得较高的利润, 更多的倾向于使用较为安全的内部融资。然而, 在上世纪 90 年代和本世纪初的这个扩张阶段中, 企业大幅增加了外部融资的比例, 因此负债率提高。众所周知, 上世纪 80 年代充斥着杠杆收购和“垃圾债券”, 而 2005 年之后布什政府所经历的繁荣阶段, 发行了更多的“垃圾”。

从 20 世纪 90 年代中叶到 2007 年, 美国出现房地产繁荣, 并导致次级抵押贷款危机。在那之前, “商业银行”和“投资银行”之间没有实质性的区别。明斯基(1986: 45)认为一个普遍的理念催生了与住房融资相关的新政改革, 那就是短期的抵押贷款, 特别是大额的“气球式付款”(Balloon Payment), 促成了大萧条的形成。具有讽刺意义的是, 房屋抵押融资的“创新”刺激出投资泡沫, 并使那样的融资条件反复再现, 将美国的房地产市场变成一个全球性的大赌场。

在我们写作本文时, 美国的金融部门依然深陷危机, 并且危机正在全球传播开来。诸多评论家把此轮危机称为“明斯基时刻”, 质疑我们是否已然处于“庞齐国度”(如: Whalen 2008)。就这一点, 我们能够推断过去十年的金融创新大大地提高了信贷资金的可获得性, 同时推动资产价格的攀升。最终, 不仅挖掘赚钱机会的金融创新进一步泛滥, 而且给疯狂借债和高杠杆的出现火上浇油。格林斯潘“看涨期权”(相信联储可以阻止恶劣事件的出现, 曾经的证据有: 长期资本管理公司救助方案、科技泡沫破灭之后迅速调降利率), 加上联储新采取的运行法则(货币学派的新共识), 将人们的情绪从恐惧扭转至贪婪。新法则包括渐进主义、透明制度和预期管理(意思是没有意外, 要顺应基本预期)。20 世纪 90 年代中期的克林顿繁荣和 2001 年的轻度衰退纠正了人们关于经济增长的认识: 经济扩张应该更稳健且没有通货膨胀, 经济衰退应该短暂且带给人们的伤痛要相对地小。这一切使人们的风险偏好能力增强, 对风险补偿的要求降低, 并追求更高的杠杆。经济繁荣时期形成的大多数乐观派预期是建立在现代经典的金融理论之上, 而这些理论仅仅蕴含在以历史经验为基础的复杂市场行为模型中。模型表面上说风险被系统性地减少, 并转移到能够承担风险的投资者那里。用事后诸葛亮的说法, 我们现在敢说风险既没有转移, 也没有降低。

为了理解当前危机的性质, 诸多分析家再读明斯基的著作, 这不足为奇。现在参考明斯基的金融不稳定假说也很常见。不少评论家抱怨主流的有效市场理论导致人们全盘性低估过去十年的风险。主流经济学家在呼喊“稳定性正变得不稳定”, 这是与新古典经济学主流背道而驰的一个论断。新古典经济学的主流观点强调市场经济自我实现均衡的特性。明斯基认为可能存在资本主义的某种形式是趋于稳定均衡的, 但他始终坚信拥有复杂和昂贵的资本设备的现代金融资本主义, 倾向于脆弱性, 并伴随着不稳定性。为了理解这种形式的资本主

义，有必要认识到投资是如何进行融资的，该方式是怎样产生周期性行为的——在缺乏政府干预和适当政策时，它可以退化为债务通缩和大萧条。

参考文献

- [1]Adelson, M. 2006. “MBS basics.” Research Paper, March 31. New York: Nomura Securities International Inc.
- [2]Chancellor, E. 2007. “Ponzi Nation.” *Institutional Investor* 32(1): 71 - 78.
- [3]Fama, E.F. 1970. “Efficient capital markets: A review of theory and empirical work.” *Journal of Finance* 25(2): 383 - 417.
- [4]Friedman, M. 1969. “The optimum quantity of money.” in M. Friedman (ed.) *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*. Chicago: Aldine.
- [5]Galbraith, J.K. 1961. *The Great Crash*, 3rd edition. Cambridge, MA: The Riverside Press.
- [6]Gertler, M. 1988. “Financial structure and aggregate economic activity: An overview.” *Journal of Money, Credit, and Banking* 20(3), Part 2: 559 - 588.
- [7]Goodhart, C.A.E., and D.P. Tsomocos. 2007. “Analysis of financial stability.” Working Paper Series 2007fe04. Oxford, UK: Oxford Financial Research Center.
- [8]Kalecki, M. 1971. “The determinants of profits.” in M. Kalecki (ed.) *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- [9]Keynes, J.M. 2007 [1936]. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan.
- [10]Kregel, J.A. 1976. “Economic methodology in the face of uncertainty: The modeling methods of Keynes and the Post-Keynesians.” *Economic Journal* 86(342): 209 - 225.
- [11]Kregel, J.A. 1986. “Conceptions of equilibrium: The logic of choice and the logic of production.” in I. Kirzner (ed.) *Subjectivism, Intelligibility, and Economic Understanding*. New York: New York University Press.
- [12]Kregel, J.A. 1997. “Margins of safety and weight of the argument in generating financial crisis.” *Journal of Economic Issues* 31(2): 543 - 548.
- [13]Kregel, J.A. 2008. “Minsky’ s Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market.” Public Policy Brief No. 93/2008. Annandale-on-

- [14]Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College. Lahart, J. 2007. "In time of tumult, obscure economist gain currency." Wall Street Journal, August 18. 23
- [15]Lavoie, M. 2008. "Taming the New Consensus: Hysteresis and Some Other Post-Keynesian Amendments." Forthcoming.
- [16]McCulley, P. 2007. "The plankton theory meets Minsky." Global Central Bank Focus, PIMCO Bonds, March. Available at:
www.pimco.com/leftnav/featured+market+commentary/FF... accessed 3/8/2007
- [17]Minsky, H.P. 1963. "Discussion." American Economic Review 53(2): 401 - 412.
- [18]Minsky, H.P. 1981. "Financial markets and economic instability, 1965 - 1980." Nebraska Journal of Economics and Business 20(4): 5 - 16.
- [19]Minsky, H.P. 1986. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven: Yale University Press.
- [20]Minsky, H.P. 2008. "Securitization." Policy Note No. 2008/2. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College.
- [21]Orl  an, A. 1999. Le Pouvoir de la Finance. Paris: Odile Jacob.
- [22]Tobin, J. 1958. "Liquidity preference as behavior towards risk." Review of Economic Studies 25(2): 65 - 86.
- [23]Tobin, J. 1969. "A general equilibrium approach to monetary theory." Journal of Money, Credit, and Banking 1(1): 15 - 29.
- [24]Weise, C.L., and R.J. Barbera. 2008. "Minsky meets Wicksell: Using the Wicksellian model to understand the twenty-first century business cycle." Forthcoming.
- [25]Whalen, C.J. 2008. "Understanding the credit crunch as a Minsky moment." Challenge 51(1): 91 - 109.
- [26]Wray, L.R. 1992. "Alternative theories of the rate of interest." Cambridge Journal of Economics 16(1): 69 - 89.
- [27]Wray, L.R. 2008. "Lessons from the subprime meltdown." Challenge 51(2): 40 - 68.