

金融不稳定、大政府与明斯基悖论

——探索兼顾经济增长和金融稳定的发展道路

◎ 孙小雨

内容提要 资本主义经济具有内在的金融不稳定倾向,大政府对中断经济向下循环和避免经济萧条具有重要作用,但同时干预政策使得经济系统产生的问题得以继续存在并持续深化,导致经济容易产生加速型通胀或滞胀趋向,从而引发新一轮金融不稳定。从经验分析来看,美国式大政府在黄金年代的确发挥了稳定经济的作用,但自20世纪80年代进入新自由主义时期以来,大政府的制度成本日益上升。本文的主要贡献在于:首先,从资本积累体制变迁、黄金年代大政府的保守性以及萧条的功能性与利润率的恢复三个方面对明斯基悖论提供了政治经济学视角的解释;其次,基于美国在2008年金融危机和2020年新冠疫情危机后的经济数据,分析了明斯基悖论的最新表现;最后,基于明斯基为改善大政府制度提出的替代性政策方案,尝试探索一条兼顾经济增长和金融稳定的发展道路。

关键词 金融不稳定 大政府 明斯基悖论 利润率

(中图分类号)F061.2 (文献标识码)A (文章编号)0447-662X(2025)09-0130-11

DOI:10.15895/j.cnki.rwzz.2025.09.011

2023年10月30日至31日,习近平总书记在中央金融工作会议上强调“要加快建设金融强国,全面加强金融监管,完善金融体制,优化金融服务,防范化解风险”。^①继中央金融工作会议后,习近平总书记在2024年1月16日至19日举行的省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班上发表重要讲话,指出“中国特色金融发展之路既遵循现代金融发展的客观规律,更具有适合我国国情的鲜明特色,与西方金融模式有本质区别。我们要坚定自信,在实践中继续探索完善,使这条路越走越宽广”。^②本文尝试总结西方发达国家政府处置金融风险的历史实践、梳理其中的成败得失,以深化对西方金融模式运行规律和发展道路的认识。

在20世纪60年代后半期至80年代初,美国经济周期的动荡程度增强,经济停滞和通货膨胀同时出现,金融危机频仍。美国政府通过经济政策和制度安排来遏制金融不稳定,包括扩大财政支出规模(大政府)和央行承担最后贷款人的职能(大银行)。明斯基将其简称为大政府,一些后继研究者也将其称为大政府制度、大政府干预或大政府资本主义。大政府制度虽然使美国在20世纪60—70年代成功避免了经济萧条,但干预政策并没有从根本上解决经济系统的问题,且致使其继续存在并持续深化,导致经济容易产生加速型通胀或者滞胀趋向,从而引发新一轮金融不稳定。这被罗伯特·波林(Robert Pollin)

^① 《中央金融工作会议在北京举行》,《人民日报》2023年11月1日,第1版。

^② 《坚定不移走中国特色金融发展之路 推动我国金融高质量发展》,《人民日报》2024年1月17日,第1版。

和加里·戴姆斯基(Gary Dymnski)称作明斯基悖论(Minsk's Paradox)。^①国内学者李黎力^②和崔学东^③都认同这一观点,主张大政府的制度安排在短期内适用于凯恩斯主义福特制,但长期将引发滞胀危机,因为它并没有消除资本主义产生金融不稳定的内在趋向。

一、金融不稳定与大政府

自20世纪60年代中期至80年代初期,美国经济变得动荡且程度似乎还在加重,经济不稳定表现得十分明显,经济停滞和通货膨胀同时出现,金融危机频仍,如1966年、1969—1970年以及1974—1975年信用紧缩及1980年初贝奇/亨特白银危机。尽管美国在20世纪60年代中期至80年代初期出现了扰动,但在政府干预下经济没有出现如1929—1933年那样的大萧条。美国经济的这一阶段变化提出了一个问题:大政府究竟通过什么稳定经济,以中断经济的向下循环并避免经济萧条?

虽然经济学界一直有构想和设计稳定化政策的传统,但是鲜有经济学家对这一问题作出明确回答。明斯基认为政府赤字支出的目的是利润稳定。一方面,尽管美国20世纪60年代以来失业率较高、金融扰动频繁,但是整体经济的利润却没有出现过大幅下降。明斯基运用拓展的卡莱茨基利润方程进行了解释。在不考虑政府和进出口的条件下,卡莱茨基的利润方程表示为:投资=利润。这一方程代表的是小政府时期,其中利润的波动幅度与投资的波动幅度相同。在这种类型的经济体中,债务人的偿还能力取决于当期投资,经济呈现出周期性不稳定倾向。它代表了大萧条和罗斯福新政改革以前的美国经济,政府总预算相对于国民生产总值较少,投资的不稳定很容易转化为企业偿还债务的现金流的波动性。当投资下降时,企业的融资结构就会恶化,对冲融资单位比例降低,而投机融资和庞氏融资单位比例上升。引入政府因素后可得:利润=投资+政府赤字。这一方程代表的是大政府时期,如果政府赤字与投资负相关,那么利润的波动幅度便会显著小于投资的波动幅度。在这种类型的经济体中,当投资下降时,政府支出的增加可以抵消投资的下降,从而稳定利润流和偿债能力。^④对美国来说,这意味着政府的支出规模要保持在GDP的20%左右。如表1所示,我们比较了1929—1930年和1974—1975年政府对经济的干预情况。1929—1930年,政府预算赤字不足以抵消投资规模的下降,企业总留存收益作为可用于偿还债务承诺的资金从115亿美元减少至88亿美元,下降了23.5%,债务负担随着国家陷入经济衰退而增加。1974—1975年与之形成对比,大政府的赤字维持了企业利润,使企业能够履行其对银行和其他金融机构的支付承诺。此外,政府债务的增加为市场主体创造了无风险的资产,有助于稳定私人的资产组合。另一方面,美联储承担了最后贷款人职能。当美联储承担这一职责时,它为银行系统注入准备金,抵消市场上的流动性短缺,积极地为那些融资能力已被削弱的单位提供债务再融资。这样资产持有者可以进行再融资而非对资产进行强制出售,以此避免市场上资产价值的崩溃所引发的萧条。在1966年、1969—1970年、1974—1975年,美联储都发挥了最后贷款人职能,在这一过程中为更多金融实践和市场主体提供了担保。比如,1966年保护了使用存款证书的银行,1969—1970年保护了商业票据市场,1974—1975年将担保拓展至那些拥有美国银行离岸分行负债的市场主体。^⑤

① R. Pollin, G. Dymnski, "The Costs and Benefits of Financial Instability: Big Government Capitalism and the Minsky Paradox," in G. Dymnski, R. Pollin, eds., *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky*, Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1994, pp. 369 ~ 341.

② 李黎力《资本积累和金融化:明斯基与垄断资本学派》,《中国人民大学学报》2017年第1期。

③ 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。

④ H. P. Minsky, "Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles," in *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, London & New York: Routledge, 2016, pp. 12 ~ 58.

⑤ H. P. Minsky, "Central Banking and Money Market Changes," *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 71, no. 2, 1957, pp. 171 ~ 187.



表 1 比较美国小政府时期和大政府时期的政府干预(亿美元)

	1929 年	1930 年	1929—1930 年的变化	1974 年	1975 年	1974—1975 年的变化
投资规模	162	103	-59	2146	1909	-237
政府预算赤字	-10	3	+13	107	706	+599
企业总留存收益	115	88	-27	1379	1762	+383

资料来源:作者根据明斯基(1980)绘制。^①

明斯基肯定政府干预对中断经济的向下循环和避免经济萧条的重要作用,明确阐发了对大政府的支持。同时他意识到了大政府的道德风险,认为政府调控政策不能保证经济增长的长期稳定,只能暂时缓和金融不稳定以及金融不稳定向全面不稳定的蔓延,这导致经济和金融系统产生的问题得以持续存在并不断深化。首先,政府干预措施不仅不能根除金融不稳定,而且会进一步助长金融不稳定。因为一旦借款者和贷款者意识到利润向下的不稳定风险减小了,先前冒险的金融实践没有了偿债压力,那么企业家和银行家进行债务融资的意愿和能力就会增强,金融创新会再次被鼓励。^② 美联储也存在类似的问题。美联储向私人金融系统中注入准备金和担保范围的扩张都会提高银行和其他金融机构从事融资活动的能力和意愿。如果最后贷款人的干预没有伴随着限制金融市场实践的管控和改革,那么一旦商人和银行家的“动物精神”从迫使美联储采取最后贷款人职能的金融危机的短暂冲击中恢复过来,这种干预就会为推动通胀型扩张的融资提供条件。^③ 其次,防止债务紧缩和深度萧条的举措会在其后产生通货膨胀。明斯基指出大政府的赤字支出对利润的稳定效应会加剧通胀。由卡莱茨基利润方程可以推出消费品部门的利润等于投资部门的工资,即 $P_c Q_c - W_c N_c = W_I N_I$, 其中 P_c 为消费品的价格水平, Q_c 为数量, W_c 为消费品部门的工资率, N_c 为消费品部门雇用的工人数量, W_I 和 N_I 分别定义为投资品部门的工资率和雇用人数。如果 $W_c = W_I$, 那么 $P_c = \frac{W_c}{A_{v_c}} \left(1 + \frac{N_I}{N_c} \right)$, 其中 A_{v_c} 为消费品部门平均劳动生产率。由该方程可知,政策中的投资偏好会通过提高投资品部门相对于消费品部门的就业比率 $\frac{N_I}{N_c}$ 而加剧通胀,除非投资对生产率 A_{v_c} 的提高可以抵消这一影响。^④ 最后,政府赤字导致政府债务问题。明斯基认为,政府只有在税收支出体制可以保证其未来的盈余时,才有可能在衰退期运营赤字的同时保证其信用不受到损害。政府逃避国外债务会导致汇率贬值,逃避国内债务会导致通胀和国债利息率提升。如果央行为了保证政府债务的名义价值而将其货币化,那么会导致对央行和商业银行的挤兑。^⑤

具体到现实中,虽然大政府使美国经济在 20 世纪 60 年代中期至 80 年代初期避免了深度萧条,但硬币的另一面却是不断加速的通货膨胀和滞胀等问题。在 1966 年、1969—1970 年和 1974—1975 年,美联储每一次都通过对金融市场行为的隐性背书来赋予其合法性,这为随后通货膨胀的爆发奠定了融资基础。政策制定者在 20 世纪 70 年代面临两难困境,他们抑制危机、中断深度萧条的努力导致了通货膨胀,为了抑制通货膨胀,又必须在经济实现充分就业之前结束经济扩张,这有可能导致经济萧条的重现。这种政策困境使得大政府的干预难以长期维持实体经济的就业和增长,每一次对金融扰动的干预都会引发之后的经济衰退和失业上升。进入新自由主义时期后,明斯基所阐明的大政府的副作用日益加剧。

①③ H. P. Minsky, "The Federal Reserve: Between a Rock and a Hard Place," *Challenge*, vol. 23, no. 2, 1980, pp. 30 ~ 36.

② H. P. Minsky, "Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles," in *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, London & New York: Routledge, 2016, pp. 12 ~ 58.

④ H. P. Minsky, "The Relevance of Kalecki: The Useable Contribution," *PSL Quarterly Review*, vol. 67, no. 265, 2013, pp. 95 ~ 106.

⑤ H. P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw - Hill, 2008, pp. 336 ~ 337.



二、对明斯基悖论的政治经济学解释

基于政治经济学视角,从黄金年代到新自由主义时期的阶段性变化引致了大政府制度的成本上升和逐渐失效。

1. 资本积累体制变迁

战后黄金年代和新自由主义时期分别确立了不同的积累体制。黄金年代的一系列制度形式为长期繁荣创造了条件:国家引导企业开展投资和创新的制度,促使企业将自有利润用于投资,推动了创新和生产率的增长;劳资之间集体谈判协议,实现工资收入随着生产率增长,工资的增长促进消费,以及改善大批量设备的投资增长,极大地促进了产能的充分利用和利润增长;利润增长推动了投资和生产率进一步增长,实现了投资、创新、生产率、工资、消费、产能和利润的同步增长。1973—1975年滞胀危机后,国家、资本和劳动之间关系的重新调整确立了新自由主义积累体制:劳资关系中经济权力向资方的倾斜,导致劳动生产率和工人收入之间的剪刀差日益扩大;国家摒弃凯恩斯主义宏观需求管理政策,并将避免通货膨胀作为宏观经济政策的首要目标,但资本主义内在需求约束和产能过剩的趋势,导致了积累率和利润率的背离,进而刺激金融资本剥夺性积累的扩张;国家解除对资本市场和金融市场的控制,助推资本主义积累的全球化,在国际上被迫卷入追求跨国资本和金融资本收益最大化的制度和政策竞争,削弱了政府行动的独立性和自主性。

黄金年代福特主义积累体制到新自由主义积累体制的变化,影响了大政府的干预效果。黄金年代经济增长的良性循环意味着,大政府在经济危机期间稳定利润和资产价格的同时,也推动了投资、生产率、工资和就业的提升以及经济的复苏。但在新自由主义积累体制下,大政府在危机期间稳定利润和维持资产价格的干预措施,不仅不能带动投资、创新、生产率、工资和就业的同步恢复,而且在带来金融的风险、成本和损失社会化的同时,却无法实现收益的社会化。积累体制的关键在于投资体制。根据明斯基的投资决定理论,非金融企业依赖于使用外部资金来实现长期资本资产融资,如果大政府稳定了总利润,那么银行家将不再拥有市场权力。这一理论将战后福特主义阶段这一历史时期概念化,为大政府干预主义政策的实施提供了理论基础,但它不再适用于新自由主义时期。因为新自由主义时期企业的投资决策不受外部融资成本的制约,利息率曾在2008年之前长达10年的时间里保持在接近于零的低水平。这一货币政策没有恢复投资和就业,因为企业虽具有高现金持有率,但并未将这些现金用于扩大或改善国内的资本基础,而是选择将其贮藏起来或者分发股利、回购股票等,导致了资产价格扭曲、股票回购和股市泡沫,为2008年金融危机的爆发埋下了伏笔。这种金融化趋势意味着,不论是调整利息率的传统货币政策,还是调整美联储资产构成和扩张资产负债表的非传统货币政策,虽然通过阻止资产价格贬值和公司利润下滑恢复了金融市场的运行,但这只是维护了金融利益特权阶层,无助于就业的维护和经济的发展。

2. 黄金年代大政府的保守性

积累体制自福特主义体制向新自由主义体制的变化,一定程度上解释了明斯基悖论产生的原因。不过仅依赖于这一视角的理解可能会有这样一种推论:既然新自由主义体制使得大政府的政策干预趋于失效,那么是否重新回到黄金年代福特主义积累体制就可以维护资本主义经济增长的长期稳定?明斯基批判性地反思了黄金年代的大政府制度和凯恩斯主义理论,对这一问题作出了否定回答。

黄金年代据以施政的凯恩斯主义理论具有保守性。在明斯基看来,凯恩斯的理论既认为市场经济难以实现充分就业,需要投资社会化,又认为在实现充分就业后,市场经济在微观层面的资源配置是有效的。这意味着凯恩斯本身具有保守的一面,对主流经济学的旧有传统妥协太多,而这保守的一面被黄金年代凯恩斯主义理论继承并放大,进而影响了这一时期大政府的实践内容。信奉凯恩斯主义理论的



经济学家和智囊,向美国总统和政府推销一种高度混合化的凯恩斯主义即新古典综合理论,该理论是瓦尔拉斯—帕累托一般均衡理论和凯恩斯主义收入与就业理论的混合,前者旨在生成效率规则,坚持均衡和稳态增长,后者旨在确立控制经济周期的规则,主张维持总需求以减少失业,并且认为失业率需要保持在一定水平以抑制通胀。从理论倾向来看,凯恩斯主义理论过度强调维持总需求的数量水平,认为各种生成需求的政策选项之间可以相互替代,比如以税收减免替代扩张性财政政策,忽视了经济的结构性和制度性障碍,同时也缺乏金融和货币分析从而无法解释金融不稳定问题。^①

在凯恩斯主义理论的影响下,黄金年代实践的大政府内容不仅与凯恩斯的理论设想并不相同,而且具有保守性。虽然当时的确是受管控的经济,不是自由主义的经济,但是经济管控的方向与凯恩斯的设想不同,不是投资的社会化,而是采取税收减免等措施以引致私人投资和消费,这些措施几乎独立于社会效益,渗透了税收和补贴体系,形成了私人投资结合政府转移支付和军事开支的增长策略。^② 这样一种高私人投资—高利润—高赤字的策略,促进了黄金年代的必然终结,以及凯恩斯主义理论的最终坍塌。因为资本主义动态过程是周期性的,且以其本质上不稳定的金融系统为核心。经济趋向不稳定的根源在于经济增长对私人投资的依赖性和私人投资的金融属性,不论政府干预的计划是多么精妙、思维多么敏捷,资本主义内在的投机性和创新性因素最终会产生趋于不稳定的金融惯例和融资关系。这意味着,那些可以使经济从萧条转变为充分就业的政策,并不能同样使充分就业得以维持。重新回到黄金年代福特主义积累体制不足以维护资本主义经济增长的长期稳定,而且在黄金年代保守的凯恩斯主义理论影响下所建立的大政府制度,正是 20 世纪 60 年代末至 80 年代初金融危机频仍的制度根源所在。

上述大政府的保守性延续到了政府对经济危机的干预政策。面对数次流动性危机的爆发,抑制金融不稳定的赤字支出和最后贷款人职能只能稳定利润和流动性的绝对水平,无法在支出的结构和方向上引导私人投资并推进社会投资。虽然美国联邦政府的支出规模超过了 GNP 的 20%,但主要支出项目用于支持个人消费和国防,而非用于基础设施建设,以提高私有资本和整体经济的生产率。这样的大政府在宏观层面不仅无法实现食利者的安乐死,反而助长投机,降低了金融稳定性,最终导致经济或者适应加速型通胀,或者出现债务通缩,难以维持美国经济在 20 世纪 60 年代非通胀的、持续的扩张过程。

3. 萧条的功能性与利润率的恢复

不论是黄金年代政府支出集中于个人消费和国防,还是新自由主义时期货币政策推动了金融投机和股市泡沫,政府调控之所以无法将新增流动性用于生产性投资,是因为它在避免经济萧条的同时丧失了清除大量债务的金融简化(financial simplification)机会。这与马克思所谓的萧条的功能性是相似的,萧条为恢复金融结构的稳健性创造了条件。正是因为美国经济在政府干预下没有出现全面的债务通缩,20 世纪 60 年代以来的黑铅时代没有像以往的经济周期一样在经历脆弱性上升后重新走向稳健;取而代之的是,金融脆弱性的上升成为美国经济长期的制度性趋势,改变了美国经济最为基本的结构性决定因素。^③ 经济周期不再以繁荣和萧条的交替为特征,而是以繁荣和高水平停滞为特征。

马克思主义学者认同这一观点,强调明斯基的大政府虽然设置了利润的底限,但是避免企业破产的政策推迟了实体经济中资本的贬值和利润率的恢复,经济周期动态逐渐失去了为下一阶段的资本积累创造条件的力量。首先,马克思主义学者提出了正常产能利润率概念(或充分就业利润率概念),这种利

① H. P. Minsky, "The Role of Employment Policy," in M. S. Gordon, ed., *Poverty in America*, San Francisco: Chandler Publishing Company, 1965, pp. 175 ~ 120.

② H. P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw - Hill, 2008, p. 323.

③ R. Pollin, "The Relevance of Hyman Minsky," *Challenge*, vol. 40, no. 2, 1997, pp. 75 ~ 94.



利润率的提升取决于正常产能(或充分就业)条件下,资本贬值(资本构成下降)和剩余价值(率)的提升。政府支出增加(不论来源于借款还是货币供给增加)可以逆转经济衰退期利润率的下降趋势,但因为减少了企业破产从而不利于资本贬值,因此无助于使利润率恢复到经济扩张期的正常产能水平。此外,最后贷款人政策虽然避免了金融危机的传播和大量破产的出现,但也无助于提升正常产能利用率。在马克思主义学者看来,明斯基的政府干预理论意味着大政府可以解决利润问题,但这一政策无法在短期内提升正常产能利用率。^①

其次,政府赤字支出在长期会降低正常产能利润率,从而不利于资本积累和经济增长,因为政府赤字支出是非生产性支出、是对总剩余价值的扣除,因此赤字支出导致私人掌握的、用于生产性积累的剩余价值减少,从而进一步导致劳动生产率降低和利润率下降。^② 资本主义增长的长期趋势取决于正常利润率的轨迹,随着资本有机构成上升和正常产能利润率的下降,资本积累和体系的扩张能力都下降了,这将通过市场调节机制限制经济的长期增长。这一观点用公式表示为 $g_k = sr = sr_n u$, 其中 g_k 为投资增长率, s 为储蓄率, r 为利润率, r_n 为正常利润率, u 为产能利用率。如果国家的赤字支出用于军事支出和社会福利支出等非生产性投资,那么也许会在短期内刺激需求、就业和产出,但是长期内会提高社会消费份额、降低社会储蓄率 s , 从而降低经济的长期增长率。

最后,政府在危机期间的干预政策引致通胀提升和实际工资下降,从长期来看,大政府可以造就经济的滞胀状态,高失业率和 high 通胀结合起来压低了实际工资,伴随着劳动生产率的提升,剩余价值率将缓慢提升。在长达几十年的漫长过程中,剩余价值率的提升可能抵消持续的资本有机构成提升和非生产性劳动的增加,并将最终实现正常产能利润率的恢复和提升。^③ 不过,这一过程虽然避免了严重的经济萧条和资本贬值,而且同时实现了正常产能利润率的恢复,但在短期内影响很小,更重要的是削弱了资本主义作为一种生产方式的历史正当性。自产业革命造就特殊的资本主义生产方式以后,剩余劳动的增长主要取决于生产力进步,在资本竞争压力下,剩余价值又尽可能转化为生产性投资和创新,从而进一步推动了剩余价值增长,剩余价值增长和生产力进步之间的有机联系意味着,相对剩余价值的生产成为居于主导地位的生产剩余价值的方法,彰显了资本主义生产方式的历史正当性。^④ 而通过放缓实际工资增长来实现剩余价值和利润率恢复的过程,在一定程度上破坏了相对剩余价值生产机制,表明资本主义在解放与发展生产力上所起的作用正在被削弱。

三、大衰退和后新冠疫情时期的明斯基悖论

本文将后新冠疫情时期纳入明斯基的分析框架出于以下考虑:首先,明斯基的分析方法基于经济的资产负债表视角或者华尔街视角,即每个经济单位都必须满足其支出、并运用所得收入和持有负债支撑其资产头寸。2020 年新冠疫情和 2008 年金融危机的相似点在于,它们都扰乱了经济主体之前关于借款者信用和整体经济表现的预期,2020 年资本市场定价的急剧变动和某些市场上流动性的蒸发,与 2008 年的市场扰动是类似的。在疫情之前,2008 年美国政府的干预措施和新自由主义积累体制的延续,导致大衰退时期经济增长疲软、各经济主体承担高水平债务,新冠疫情的外生冲击引发经济衰退,进一步加

① F. Moseley, "Marx, Minsky and Crotty on Crises in Capitalism," in J. P. Goldstein, M. G. Hillard, eds., *Heterodox Macroeconomics: Keynes, Marx and Globalization*, London & New York: Routledge, 2009, pp. 160 ~ 170; A. Shaikh, "The Current World Economic Crisis: Causes and Implications," *Detroit: Against the Current*, 1989, pp. 1 ~ 26.

② D. Yaffe, "The Marxian Theory of Crisis, Capital and the State," *Economy and Society*, vol. 2, no. 2, 1972, pp. 186 ~ 232.

③ F. Moseley, "Marx, Minsky and Crotty on Crises in Capitalism," in J. P. Goldstein, M. G. Hillard, eds., *Heterodox Macroeconomics: Keynes, Marx and Globalization*, London & New York: Routledge, 2009, pp. 160 ~ 170.

④ 孟捷《剩余价值与中国特色社会主义政治经济学:一个思想史的考察》,《学术月刊》2021 年第 2 期。



剧经济主体的财务压力。其次,明斯基为经济衰退开出的政策药方强调阻止金融崩溃的大银行干预,以及着眼于逆周期政府支出的大政府干预。国外经济学家已经注意到,政府应对 2008 年股市崩溃和 2020 年新冠疫情危机的相似性,即更重视对大银行和大企业的金融救助。^①

为了展现经济正常运行时候的表现,将 2008 年和 2020 年排除在外。如表 2 所示,我们比较了早期新自由主义时期(1983—2007)、大衰退时期(2009—2019)和后新冠疫情时期(2021—2024),从中可以发现:第一,相比于早期新自由主义时期,大衰退时期的政府支出比例更高、政府干预力度更大,但实际年均增长率更低、经济增长表现更差,失业率更高且每 10000 家银行破产数量有所提升,家庭债务和公共债务占 GDP 比例提升且非金融企业杠杆率提升,只有通胀率和实际利息率有所降低。第二,相比于大衰退时期,后疫情时期的政府支出比例在短期内急剧上升,但实际年均增长率依然无法回到早期新自由主义时期;就失业率来看,后疫情时期失业率乍看起来低于大衰退时期,但考虑到后疫情时期包括的是新冠疫情危机后的经济复苏阶段,以及美国在疫情后出现大辞职浪潮,4.1% 的失业率水平可能被低估;后疫情时期每 10000 家银行破产数量远低于大衰退时期,但这并不意味着后疫情时期的金融结构更加稳健。后疫情时期,2023 年有 5 家银行破产,但这 5 家破产银行总资产加起来是整个大衰退时期 507 家破产银行的 1.7 倍;而且后疫情时期通胀率显著提升,甚至导致实际利息率降低至负值水平;虽然家庭债务占 GDP 比例和非金融企业杠杆率稍微有所下降,但公共债务占 GDP 比例在短期内急剧提升。通过以上对比发现,大衰退时期和后新冠疫情时期,明斯基悖论继续存在且大政府的干预成本进一步上升,这两个时期相比于早期新自由主义时期还呈现出新的特征,即实际利息率出现了大幅下降。

表 2 美国早期新自由主义时期、大衰退时期和后新冠疫情时期的经济和金融指标

	早期新自由主义时期 (1983—2007)	大衰退时期 (2009—2019)	后新冠疫情时期 (2021—2024)
政府支出占 GDP 比例(%)	20.8	21.5	25.4
实际 GDP 平均年增长率	3.3	2.2	2.7
失业率	5.8	6.5	4.1
通胀率	2.6	1.5	4.4
实际利息率	5.5	2.6	-0.3
每 10000 家银行破产数量	70	73	4.4
家庭债务占 GDP 比例(%)	67.8	83.6	74.8
非金融企业杠杆率(%)	41.4	46.3	43.6
公共债务占 GDP 比例(%)	55.8	98.0	120.2

数据来源:李民骐(2009),^②《美国总统经济报告》、联邦存款保险公司(FDIC)网站、美国资金流量表和联邦政府债务表。

相比于早期新自由主义时期,大衰退时期和后疫情时期明斯基悖论之所以加剧,是因为劳动生产率—工资—利润—投资之间的联系进一步被削弱。首先,就劳动生产率—劳动报酬关系来看,已有研究证明自 20 世纪 80 年代以来,美国实际工资增长率逐渐放缓,增速慢于劳动生产率。^③如图 1 所示,在 1982 年以前,劳动生产率和劳动报酬增速趋同(表现为两条曲线斜率相近),在 1982 年之后,劳动生产率增速逐渐快于劳动报酬增速(表现为劳动生产率曲线的斜率比劳动报酬曲线更高)。本文将数据拓展至 2024 年分析发现:第一,比较早期新自由主义时期、大衰退时期和后疫情时期,劳动生产率和劳动报酬增

① G. Dymski, H. Szymborska, "Seeing the Covid-19 Crises Through a Minskyian Lens: Austerity, Stratification, and Productivity," in P. McCann, T. Vorley, eds, *Productivity and the Pandemic: Challenges and Insights from Covid-19*, Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2021, pp. 219 ~ 236.

② M. Q. Li, "Socialization of Risks Without Socialization of Investment: The Minsky Paradox and the Structural Contradiction of Big Government Capitalism," *PERI Working Papers*, no. 205, 2009.

③ A. Shaikh, *Capitalism: Competition, Conflict, Crises*, Oxford: Oxford University Press, 2016, pp. 730 ~ 731.

长率随时间不断降低,分别从 2.27% 降低至 1.25%、1.07%,从 1.29% 降低至 0.69%、-0.68%;第二,劳动报酬增长率持续低于劳动生产率,因此劳动报酬—劳动生产率比率不断降低,从早期新自由主义时期的 87% 降低至后衰退时期的 70%,直至后疫情时期的 67%。

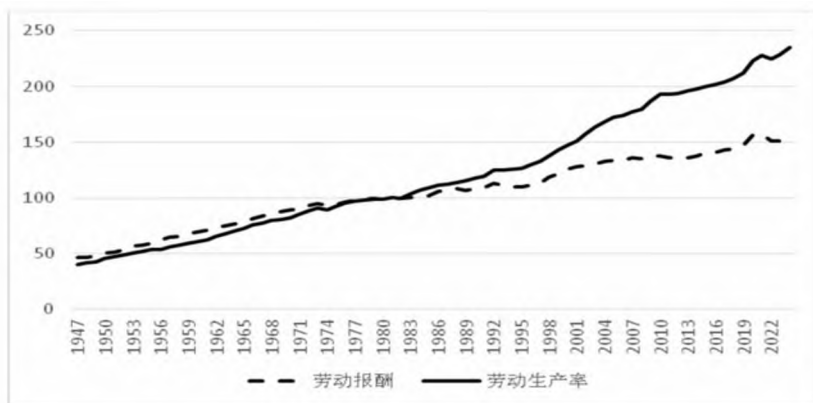


图 1 美国实际劳动报酬和劳动生产率指数(1947—2024, 1982 = 100)

数据来源: 美国实际劳动报酬和劳动生产率指数原始数据以 2017 = 100, 本文为便于跨期比较以 1982 = 100 对数据进行了处理。

其次,从利润率—积累率的偏离来看,利润率在早期新自由主义时期有些许下降,之后到大衰退时期和后疫情时期又出现了回升,整体来看表现平稳。但从利润决定因素来看,自早期新自由主义时期到后疫情时期,资本家消费减去工人储蓄对利润的贡献率不断上升,抵消了净投资的下降趋势。从利润构成因素来看,总体而言,从早期新自由主义时期到大衰退时期和后疫情时期,出现了收入从企业家到食利者和股东的大幅度再分配。这一再分配减少了企业储蓄从而抑制了投资。这样,利润的保证就需要食利者和股东以更高水平的消费抵消净投资的减少。之前已经有对比研究指出,相对于黄金年代大政府时期,新自由主义时期利润决定和构成因素出现了上文所说的趋势性变化,^①如表 3 所示,本文的对比分析发现,如果将新自由主义时期进一步分为早期新自由主义时期、大衰退时期和后疫情时期,那么利润决定和构成因素的变化趋势在持续加剧。

表 3 大政府时期、早期新自由主义时期、大衰退时期和后新冠疫情时期利润的决定因素和构成因素

	利润的决定因素(%)						利润的构成因素(%)				
	利润率	净私人投资	资本家消费— 工人储蓄	政府赤字	净出口	余值	所有者收益	租金收入	净利息支出	净分红支出	未分配利润
大政府时期 (1948—1979)	18.8	40.5	25.6	36.7	1.6	-4.3	45.9	11.7	14	11	17.4
早期新自由主义时期 (1983—2007)	17.5	32.1	48.6	39.4	-13.3	-6.8	34.2	6.3	32.5	16.2	10.9
大衰退时期 (2009—2019)	18.6	15.8	68.1	33.9	-13.8	-4	34.1	14.6	17.2	20	14.1
后新冠疫情时期 (2021—2024)	18.8	19.7	72.4	28.3	-14.8	-3.4	32.2	15.5	11.8	26.3	14.1

注: 计算方法和数据来源参见 Bakir 和 Campbell (2022)。^②

再次,大衰退时期和后新冠疫情时期利润率相比于早期新自由主义时期出现了回升,经产能利用率调整的正常利润率的回升趋势更加明显。不过,分析表 4 可见:(1) 利润份额的增长越来越难以抵消产

^{①②} E. Bakir, A. Campbell, “The Kaleckian Profit and Profit Rate and Post - WWII U. S. Business Cycles”, *Journal of Economic Issues*, vol. 54, no. 2, 2022, pp. 446 ~ 454; D. M. Brennan, “Beyond Profit - Led Versus Investment - Led Capitalism: Marx and Kalecki on ‘Capitalists’ ‘Consumption’ and ‘Workers’ Savings”, *Rethinking Marxism*, vol. 34, no. 3, 2022, pp. 294 ~ 316.



出资本比下降对利润率的负向影响。在大衰退时期,利润份额增长了 12.7%,在抵消资本产出比的上升之后实现利润率上升 6.7%。进入后新冠疫情时期,利润份额依然在较快增长,但利润率却增幅不大。(2) 实际利润率和正常利润率之间的差距持续扩大。实际工资增长放缓和投资萎靡导致产能利用率整体呈现下降趋势,从早期新自由主义时期的 80.6% 持续下降至大衰退时期的 76.3%,尽管后疫情时期有稍许回升,但相对于早期新自由主义时期依然处于较低水平。产能利用率的下降趋势意味着剩余价值生产与实现的矛盾加剧,经济实际增长路径越来越偏离正常产能利用率路径。(3) 相比于大政府时期,新自由主义时期实际利润率有明显下降,大衰退时期和后疫情时期尽管实际利润率有所回升,但同时伴随的是利润份额上升和产能利用率下降。这是发达资本主义经济经历长期停滞与衰退、无法走出长波下行期的本质原因。由前面图 1 可知,劳动生产率增长率出现了持续下滑趋势,劳动生产率增长率的降低与利润份额的上升集中表明资本主义市场经济的动态效率在降低,资本主义生产方式越来越难以通过在解放与发展生产力上所起的作用来证明自身的历史进步性。

表 4 大政府时期、早期新自由主义时期、大衰退时期和后新冠疫情时期利润率和
经产能利用率调整后的利润率(%)

	大政府时期 (1948—1979)	早期新自由主义时期 (1983—2007)	大衰退时期 (2009—2019)	后新冠疫情时期 (2021—2024)
利润率	18.8	17.5	18.6	18.8
利润份额	19.8	19.3	21.8	22.3
产出资本比	94.5	90.3	85.6	84.2
产能利用率	83.8	80.6	76.3	78.7
经产能利用率调整后的利润率	20.0	21.7	24.4	23.9

数据来源:美联储圣路易斯联储网站。^①

最后,相比早期新自由主义时期,大衰退时期和后疫情时期的实际利息率处于更低水平,提高了息后净利润率。这是因为从 2008 年金融危机后奥巴马政府的银行救助政策,到特朗普政府的减税政策,再到 2020 年新冠疫情危机期间的金融救助政策,政府的货币创造和量化宽松将流动性注入金融、保险和房地产部门(FIRE 部门)。2008 年次贷危机后,这些财政货币手段通过为私营部门提供大量净资产和流动性缓解了危机,阻止了资产价值贬值、恢复了大企业的盈利,从而避免了一次新的大萧条。但这些手段既不能避免大规模取消抵押品赎回权,也不能阻止失业率的进一步上升,危机后经济并没有出现真正的复苏,而是进入了经济长期停滞的大衰退时期。政府债务高企,财政政策转而支持紧缩方案和平衡预算,进一步加剧了经济衰退和债务压力。美联储的量化宽松政策一定程度上抵消了财政紧缩的影响,但导致资产价格上升、贫富差距扩大和金融系统潜在的脆弱性。在继承了大衰退时期脆弱的金融结构的基础上,2020 年新冠疫情对美国经济造成了新的冲击,加剧了家庭和企业的流动性问题。这一时期美国的财政货币政策框架正在加速演化,其主要方向为:一是强化积极财政政策的作用,增加失业救助或者保障企业为员工发放工资,政府在一定程度上担当“最后雇佣人”的角色。如拜登政府的美国救援计划(American Rescue Plan,ARP)、美国家庭计划(American Family Plan,AFP)和美国就业计划(American Job Plan,AJP)。二是实施了更大幅度的量化宽松政策,央行购买资产的规模和标的范围不断扩大,从银行类金融机构扩展至非银行类金融机构和大型非金融企业。大政府(以及支持大政府的现代货币理论)被金融部门俘获、扭曲和滥用,用以支持财政赤字货币化以进行金融救助并进一步抬高房地产和金融资

^① Board of Governors of the Federal Reserve System (US), “Capacity Utilization: Total Index [CAPUTLB50001A],” Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://fred.stlouisfed.org/series/CAPUTLB50001A>.



产价格,其政策目标与作为大政府支持者的明斯基正好相反。

四、结语

本文的分析表明,明斯基悖论的存在并不意味着没有国家干预的情况会更好,试图通过削减国家干预回到黄金年代的观点无异于痴人说梦。明斯基看到了凯恩斯主义理论的保守性和内在不一致性,他试图推进凯恩斯的政策激进化,并将自己对凯恩斯的解读与新政时期的实践相结合,以改造已有的政府干预内容。为了兼顾经济增长和金融稳定,明斯基提出了如下的政策方案:第一,降低私人投资的比例,同时提高社会平均消费倾向、公共消费和公共投资的比例,尤其是增加用于公共领域的资本资产创造、不断改善物质的和知识的基础设施以提高私人资本的生产效率,降低用于军事支出和浪费的比例。^① 明斯基明确提出,一种混合型市场经济道路比全面的社会主义或者自由资本主义,更有利于经济增长和稳定。一方面,借鉴熊彼特关于创新型企业家观点,他认为私人企业的存在依然有利于经济的活力和弹性;另一方面,他强调对使用大规模资本资产的企业进行负债结构进行全面社会化,认为这与私人部门的繁荣增长是一致的。^② 根据韦恩·戈德利(Wynne Godley)的部门核算恒等关系,政府消费和公共基础设施投资的增加也将改善私人部门的资产负债表,从而有利于金融结构的稳定。^③ 第二,大政府的制度安排应该和经济结构性改革有机结合起来。经济结构性改革不应该再将投资和经济增长作为目标,而是应该将充分就业作为目标。充分就业的经济一定有利于扩张增长、金融稳定和消除贫困,而试图通过密集型私人资本投资的扩张来驱动的增长难以实现长期的经济繁荣,在收入分配上会日益不平等,并且将导致技术选择的低效和经济总体表现的不稳定。而以就业为目标导向的经济改革计划相比以经济增长为导向的计划,将会逐渐显现出益处,这是建立人本经济从而走向人本社会的第一步。为此,明斯基从20世纪60年代开始就提出了最后雇佣人计划,主张政府应当以社会最低工资提供满足充分就业的工作岗位。这一计划将以最低工资增加供给,不会引致通胀压力,而且有利于促进社会参与度、保障参与式民主。第三,对金融体系进行全面而深刻的改革,通过加强对金融体系的公共控制以增强金融体系运营的公共性,动摇由华尔街金融资本家主导的金融体系并限制私人投资和融资的市场权力。具体举措包括央行执行最后贷款人职能时以再贴现取代公开市场操作,建立公共支付体系,发展社区银行网络,用政府融资替代资本密集型投资的私人融资,禁止大型金融公司横跨包括保险和养老金储蓄等不同服务领域,设定政府存款保险的适用范围以迫使金融机构承担风险并避免风险转嫁,将高管薪酬与金融企业更长期的收入流挂钩,以鼓励为昂贵的资本资产提供长期融资等。^④

考虑到明斯基思想的根源在于,试图在不改变劳资关系条件下改善工人阶级的物质条件以及试图在保持阶级关系不变的条件下拯救资本主义,其社会主义立场更接近于资产阶级改良性的社会主义或者资产阶级的乌托邦主义。正是因为其改革计划缺乏阶级视角,他没有考察为了实施这些项目需要进行怎样的政治联合,以及要战胜怎样的既得利益群体,这使得他的经济改革计划具有空想色彩。比如最后雇佣人计划在资本主义社会依然存在内生的限制:一方面,在意识形态层面,害怕被视为社会主义行动;另一方面,为了维持新自由主义秩序,不断使劳动者在全球范围内逐底竞争,资本不仅要使用别国的廉价劳动力,而且要在本国内保持较低的工资。此外,明斯基只关注国内经济,忽略了美国经济是复杂的国际经济

① H. P. Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill, 2008, pp. 159 ~ 166.

② H. P. Minsky, "Money and Crisis in Schumpeter and Keynes," in H. J. Wagener, J. W. Drukker, eds., *The Economic Law of Motion of Modern Society: A Marx - Keynes - Schumpeter Centennial*, Cambridge: Cambridge University Press, 1986, pp. 112 ~ 122.

③ R. L. Wray, "A Minskyan Road to Financial Reform," *Levy Economics Institute Working Papers*, no. 655, 2011.

④ H. P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw-Hill, 2008, pp. 349 ~ 365.



的有机组成部分。国际发达的银行同业拆借市场网络既能将信息和资金高效配置,也能将风险和问题迅速传播。金融的全球化意味着金融危机会导致全球范围的链式反应,这将超越央行有效干预的能力。

尽管如此,明斯基的上述替代性政策方案主张政府应该将投资社会化和新政实践结合起来,通过恰当的政府干预促进充分就业,实现社会公平和金融稳定,这意味着他的观点不仅秉承了新政的精神,而且试图超越凯恩斯本人和凯恩斯主义,更接近于社会主义立场。例如明斯基提出,政府支出的增加应该用于生产性投资和社会支出而非军事支出、借鉴大萧条经验进行政府直接雇佣和避免经济的金融化趋势,这些主张不仅试图重建投资—生产率—就业和工资之间的联系,而且近似于强调对产能和资源的社会化使用,与社会主义制度对使用价值的社会化生产和分配的追求有相似性,从而也得到了一些马克思主义学者的支持。^① 通过比较美国政府面临 20 世纪 70 年代危机、2008 年金融危机和 2020 年新冠疫情危机的应对策略,可以发现美国政府的干预实践存在这样一种趋势:看重大银行以维护金融稳定,以及忽视大政府对有效需求的维持。从长期来看这将加剧明斯基悖论的矛盾:不仅引发通货膨胀和政府债务问题,而且往往在无法根除金融不稳定的同时,为新一轮金融不稳定提供条件。这样的趋势性变化偏离了明斯基最初关于大银行和大政府并举的政策药方,遑论在这一药方的基础上进一步推进纳入新政内容的结构性改革和替代性方案,以避免大政府的制度成本不断上升。

在中国社会主义市场经济条件下,经济繁荣期中的企业、家庭等经济单位同样会降低对不确定性和风险的评估,蕴含着将经济上行期转变为投机性繁荣的潜在风险,这有可能使经济由稳定增长转向金融不稳定。就此而言,明斯基对兼顾经济增长和金融稳定的发展道路的探索对我国经济治理依然具有现实意义。比较而言,中国经济在快速发展过程中尽管经历了多轮负向冲击,但依然保持了相对稳定的金融结构,这一事实表明中国的投资和金融系统、政府宏观调控的结构和范围与美国都有很大不同。具体而言,一是,在中国投资和金融系统中,国有经济的比重远高于美国,国有企业的投资、国有银行的贷款相比私有企业和私有银行更具稳定性,具有更强的风险承受能力。而且国有企业的逆周期投资会阻碍金融不稳定向实体经济的传导,避免金融不稳定恶化为深度经济衰退和金融崩溃。这使得中国经济可能出现的金融不稳定更不容易转化为金融崩溃和经济萧条。二是,中国政府可以依托国有经济、产业政策等工具对明斯基悖论的矛盾进行不同程度的调整。比如,中国政府支出的投资偏向可以通过提高劳动生产率以削弱通胀问题,政府支出可以用于生产性投资以提振经济发展,进而增加税收收入以减轻债务问题。基于上述对明斯基悖论的政治经济学解释,为了更好地发挥我国特色投融资体制对金融不稳定的逆向调节作用,我们可以在明斯基上述方案的基础上作出如下补充:第一,在生产资料公有制的基础上,充分发挥国有企业在促进生产性投资增长和战略性技术研发的作用,强化利润—投资—生产率和就业—大规模消费—产能有效利用的良性循环,这样大政府用以稳定利润的干预政策才能带动经济整体的复苏和良性发展;第二,调整并改善政府的支出结构,发挥国有商业银行体系和国有资本投资平台的制度优势,推进投资与融资的生产性和公共性,将财政支出和货币创造的流动性引导至生产性投资而非金融投机,积极服务于国家重大产业政策实施、充分就业和共同富裕战略;第三,国家要作为创造性破坏的重要主体,主动去塑造数据、市场和制度,促进工艺创新和产品创新相结合以提高劳动生产率和社会有效需求,从而不断提高充分就业和正常产能条件下的利润率水平,实现扩大内需战略同供给侧结构性改革的有机结合。

作者单位:中国社会科学院经济研究所
责任编辑:韩海燕

^① A. Shaikh, "The Current World Economic Crisis: Causes and Implications," *Detroit: Against the Current*, 1989, pp. 1 ~ 26.