

# 从利润实现视角解读金融不稳定假说<sup>\*</sup>

——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。

---

---

<sup>\*</sup> 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。<sup>①</sup>

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”，<sup>②</sup>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”。<sup>③</sup>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

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

<sup>②</sup> 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.

<sup>③</sup> 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。<sup>①</sup>

鉴于明斯基对凯恩斯的解读非常不同于主流经济学，<sup>②</sup>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。<sup>③</sup>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。<sup>④</sup>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，<sup>⑤</sup>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。<sup>⑥</sup>

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,<sup>①</sup>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。<sup>②</sup>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;<sup>③</sup>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”。<sup>④</sup>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,<sup>①</sup>在1975年《凯恩斯》一书中形成了更为完善的分析。<sup>②</sup>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。<sup>③</sup>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, $\alpha$ 为边际(平均)消费倾向, $\beta$ 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, $\mu_1$ 和 $\mu_2$ 决定于 $\alpha$ 和 $\beta$ 的值。<sup>④</sup>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 $\mu_1$ 和 $\mu_2$ 都小于1,则为单调平衡序列,若 $\mu_1$ 和 $\mu_2$ 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 $\mu_1$ 和 $\mu_2$ 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脆弱性。<sup>①</sup> 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  $\lambda$ , 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  $\frac{\Delta \text{股权融资}}{\Delta \text{总投资}} = \frac{(1-\alpha)Y_{t-1}}{\beta(Y_{t-1} - Y_{t-2})} = \frac{(1-\alpha)}{\beta(1 - \frac{Y_{t-2}}{Y_{t-1}})}$ 。<sup>②</sup> 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,<sup>③</sup> 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	$\Delta$ 货币供给	$\Delta$ 股权融资/ $\Delta$ 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,  $\Delta$  股权融资/ $\Delta$  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。<sup>①</sup>

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)。<sup>②</sup> 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。<sup>③</sup>

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。<sup>④</sup> 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  $P_{I1}$ 。<sup>①</sup> 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。<sup>②</sup>

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。<sup>③</sup>

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.



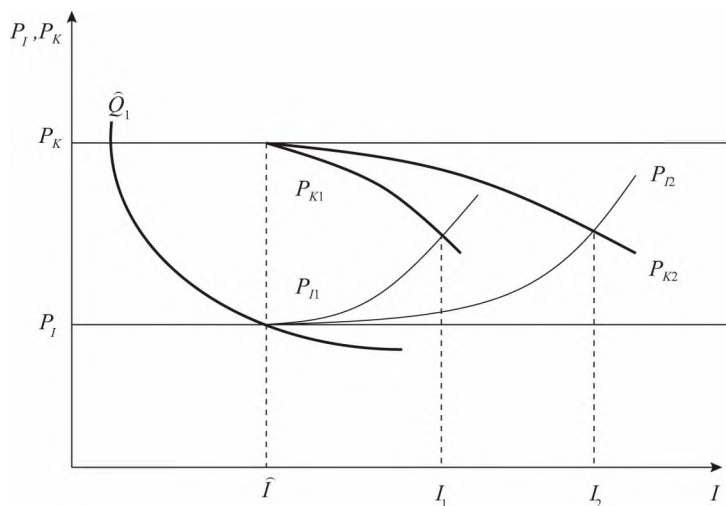


图 1 投资的决定

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,<sup>①</sup>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,<sup>②</sup>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。<sup>③</sup>

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

<sup>①</sup> 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.

<sup>②</sup> 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。

<sup>③</sup> 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。<sup>①</sup>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,<sup>②</sup>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。<sup>③</sup>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

<sup>①</sup> 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.

<sup>②</sup> 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.

<sup>③</sup> 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。<sup>①</sup>

### 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。<sup>②</sup>

#### （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，<sup>③</sup>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’

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

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

<sup>③</sup> 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.

的独创性分析存在矛盾”。戴维森认为之所以存在这一差异，是因为明斯基假定在其他条件不变的情况下，不论企业是采用偿债基金融资还是流动基金融资，未来每一期的销售水平和现金流水平都是不变的。<sup>①</sup> 戴维森的这一判断意在表明，明斯基忽视了债务融资对有效需求和利润实现的宏观经济影响，以及这一宏观影响如何反过来作用于企业的杠杆率和债务结构的变化。

拉沃等沿袭了戴维森从利润实现视角对明斯基金融不稳定假说的批判。他们认为，就明斯基的投资决定理论而言，在其著名的双曲线图形中，代表性企业的内部资金水平是给定不变的，因此企业的留存收益与投资水平毫无关系，债务融资的任何增加都将表现为现金支付/内部资金比率的上升。明斯基直接将基于这些假设的结论应用于宏观经济，指出“如果留存收益的增长慢于投资，那么债务比率将上升，一些企业会变得资金短缺，利息率可能会上升，接着可能会发生流动性危机”。拉沃等认为，明斯基将微观分析的结论直接一般化到宏观经济的做法，很明显地缺失了宏观经济的链条(a missing macroeconomic link)，出现了戴维森所谓的合成谬误问题。<sup>②</sup> 在拉沃等看来，如果在宏观经济分析中引入有效需求的影响，那么内部资金水平保持不变这一投资决定理论的前提假设可能并不成立。

与戴维森的分析相比，拉沃等进一步指出，明斯基并非没有意识到债务融资对利润实现的影响，但他始终“没有将卡莱茨基的这些分析规范地整合进他对于这一问题的解释，即更高的杠杆率为何是经济扩张不可避免的结果”。<sup>③</sup> 具体而言，明斯基在《凯恩斯》一书中已经认识到，虽然在个体企业层面上内部资金水平给定不变，但在总量层面上，总投资会通过增加总收入从而提高总内部资金水平，这进而可能会降低企业的债务融资。不过，紧接着明斯基就又忽视了这一点，指出不论什么时候债务融资的意愿增加，债务支付承诺与（给定的）内部资金水平之比都会上升。<sup>④</sup> 明斯基在 1977 年对卡莱茨基的利润方程进行了文字的阐述，并在 1978 年给出了数学上的表达之

① Paul Davidson, *Money and the Real World*, London: Macmillan, 1978, pp 416 - 418.

② 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.

③ 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.

④ Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill, 2008, pp 105, 111 - 112.

后，依然没有将卡莱茨基的理论真正整合进对金融不稳定的分析。<sup>①</sup> 这一问题在明斯基1980年的文章中也表现得非常明显，该文指出，在经济繁荣时期实现的投资会更大，这意味着实现的利润将大于预期利润，这会增加内部资金，并使得外部资金小于预期水平。因为实现的利润相比预期利润更大，因此即使投资单位和银行要增加债务融资，实现的债务也会低于预期债务。这里，明斯基显然看到了债务对利润实现的影响。但他紧接着笔锋一转提出，在经济繁荣时期，企业和银行家之间的交易日益反映了其对外部融资的借款者风险和贷款者风险的低估，这意味着这样一种经济是不稳定的。<sup>②</sup> 对此，拉沃指出，明斯基清晰地认识到了“债务比率可能受限于与节俭悖论相同的矛盾行为”，即个体企业增加杠杆率的行为可能使得整体经济的杠杆率降低。尽管如此，明斯基依然将仅适用于微观经济的金融不稳定假说应用于宏观经济分析，这一逻辑跳跃问题一直未能得到解决。拉沃猜测，明斯基这样做的主要原因在于他无法放弃自己在1957年提出的金融不稳定假说。<sup>③</sup>

由戴维森提出并由拉沃等进一步发展的合成谬误批判，得到了其他学者如托波罗夫斯基（Toporowski）和贝洛菲奥（Bellofiore）等的认同。<sup>④⑤</sup> 戴维森和拉沃等清晰地揭示了明斯基的金融不稳定假说与卡莱茨基利润实现理论之间存在的矛盾，但没有阐明明斯基为何在自己的分析中如此重视卡莱茨基的利润理论，托波罗夫斯基对这一点

---

① 转引自 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. 其中提到的明斯基1977年的文章，参见 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. 明斯基1978年的文章，参见 Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”, *Thames Papers in Political Economy*, Autumn (1978), pp. 1–24.

② Hyman Minsky, “Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism”, *Journal of Economic Issues*, vol. 14, no. 2 (1980), pp. 505–523.

③ 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.

④ Jan Toporowski, “Minsky’s ‘Induced Investment and Business Cycles’”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, no. 5 (2008), pp. 725–737.

⑤ 贝洛菲奥等也认为当经济单位借贷的时候，整体经济的债务比率可能不会改变。比如在两部门经济中，个体企业将借贷资金用于支付购买资本品，但这些支出同时也是提供资本品企业的货币利润。由此，他们认为整体杠杆率不必然会增加。Riccardo Bellofiore, Joseph Halevi, and Marco Passarella, “Minsky in the ‘New’ Capitalism: The New Clothes of the Financial Instability Hypothesis”, in Papadimitriou, Dimitri and L. Randall Wray, eds., *The Elgar Companion to Hyman Minsky*, Cheltenham: Edward Elgar, 2010, pp. 84–99.

进行了补充。他指出，明斯基在 20 世纪 70 年代早期完成了对凯恩斯的研究以后，接受了卡莱茨基的利润理论。托波罗夫斯基认为，“这一理论使得明斯基将金融脆弱性内生，因为利润理论表明在投资达到顶峰并开始下降以后，企业部门的现金流如何随着投资的下降而下降。现金流的降低意味着企业更难履行融资承诺，因此会导致过度负债的危机”。<sup>①</sup> 笔者认为托波罗夫斯基的这一解释表明，虽然引入利润实现视角以后，明斯基的投资决定理论可能如同戴维森和拉沃等所强调的那样，无法证明金融不稳定假说——金融结构随着经济的扩张繁荣而必然走向不稳定，但如果假定金融结构已经出现不稳定，那么利润实现便成为经济情况日益恶化并最终导致危机爆发的必不可少的一环。给定卡莱茨基利润方程  $\pi = I$ ， $\pi$  为利润，那么可得到导致经济向下循环的链式反应：<sup>②</sup> 金融结构的脆弱性—投资下降—利润下降—债务偿还能力下降—资产价格崩溃—资产强制出售—金融危机和萧条。<sup>③</sup> 由此我们便可以理解为何明斯基在介绍其金融不稳定假说时，总是需要反复运用两部类模型来推导和阐述卡莱茨基利润方程。

## （二）对后凯恩斯主义的理论批判的评价

后凯恩斯主义学者在明斯基的投资决定理论上基本达成了共识：该理论存在合成谬误问题，不能作为金融不稳定假说恰当的理论基础。国内学者李黎力针对这一批判从两个方面为明斯基的金融不稳定假说进行了辩护：一是，虽然投资的增加会提高总利润，但是总需求的其他因素如财政赤字减少、贸易赤字增加等也会降低利润，这样利润的增速会低于投资的增速和债务的增速；二是，微观企业杠杆率的上升会通过主体之间相互联系的结构效应导致宏观层面的金融不稳定。<sup>④</sup> 笔者认为这两点辩护都是需

<sup>①</sup> Jan Toporowski, “Minsky’s ‘Induced Investment and Business Cycles’”, *Cambridge Journal of Economics*, vol 32, no 5 (2008), pp 725–737.

<sup>②</sup> 进一步地，在引入政府干预以后，卡莱茨基利润方程转变为  $\beta(Y_{t-1} - Y_{t-2})$ ，其中  $(1-\alpha)Y_{t-1}$  为财政赤字，在投资下降的情况下，政府赤字的增加可以维持经济整体的利润水平，从而阻断经济的向下循环。参见 Hyman Minsky, “Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism”, *Journal of Economic Issues*, vol 14, no 2 (1980), pp 505–523; Hyman Minsky, “The Relevance of Kalecki: The Useable Contribution”, *PSL Quarterly Review*, vol 67, no 265 (2013), pp 95–106.

<sup>③</sup> 明斯基也曾多次明确地描述了利润实现在经济的这一累积性通缩过程中的链条作用。Hyman Minsky, “Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles”, in Hyman Minsky, ed., *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, London & New York: Routledge, 2016, pp 12–58; Hyman Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”, *Thames Papers in Political Economy*, Autumn (1978), pp 1–24.

<sup>④</sup> 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。

要商榷的。首先，在讨论投资和利润之间的关系时，理论分析通常需要假设有效需求的其他条件保持不变，这样利润的增速会和投资的增速相同。或者，如果在研究这一问题时需要引入总需求其他部分的变化，那么这种变化也应该是由投资的变化所内生引致的，但投资的增加与总需求其他部分的降低之间的逻辑关系在李黎力的论述中并没有得到阐明。其次，后凯恩斯主义关于明斯基的金融不稳定假说缺乏宏观经济基础这一观点，并不是说个体企业的杠杆率上升不会导致宏观层面总体杠杆率的上升，而是强调个体企业的杠杆率上升并非债务融资最终的事后情况，因为企业提高杠杆率的努力会通过增加总需求从而最终可能降低其杠杆率水平。

笔者认为如果仅仅聚焦于投资决定理论，那么后凯恩斯主义的批判的确是有道理的。明斯基在投资决定理论中并没有考察预期的改善所引致的债务融资的增加，是否通过影响宏观需求和利润实现从而对企业的债务结构产生积极影响。虽然明斯基在后期多次引用卡莱茨基利润方程，但他并没有将这一利润方程和投资决定理论真正结合起来。值得补充的是，卡莱茨基本人在分析企业债务时是更为全面的，一方面他在微观分析上指出给定企业的自有资本，那么投资量越大，也即债务投资比越高，企业所面临的风险越大、越有可能遭受亏损，<sup>①</sup>这和明斯基投资决定理论的结论相似；另一方面在宏观分析上，卡莱茨基在推导利润方程时指出“如果一些资本家将其流动储备资金用于增加投资，那么其他资本家的利润将会增加相同的数量，这样投资的流动储备资金就转移到了其他资本家手中。如果额外的投资是由银行信贷来融资，那么这一支出量将引致等量的储蓄利润作为银行存款积累起来。这样，投资资本家发现有可能发行等量债券，从而偿还银行信贷”，<sup>②</sup>这一观点呼应了后凯恩斯主义对明斯基的批判。

#### 四、基于利润实现视角的新解读

正如本文第二部分所总结的，金融不稳定假说具有两个理论基础：加速数乘数模型和投资决定理论，后凯恩斯主义学者并没有从利润实现视角对加速数乘数模型

<sup>①</sup> Kaleck Michal, *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy 1933 - 1970*, Cambridge: Cambridge University Press, 1971, pp. 105 - 106.

<sup>②</sup> Kalecki Michał, *Theory of Economic Dynamics*, London & New York: Routledge, 1954, p. 50.

给以同样的分析，这使得他们对明斯基金融不稳定假说的评价产生了一定的偏差。为了回应后凯恩斯主义对明斯基的批判，并考察利润实现思想和金融不稳定假说之间的联系，笔者接下来将从利润实现视角对明斯基早期提出的加速数乘数模型进行研究。

### (一) 加速数乘数模型对利润实现问题的考察

首先，考察利润实现的绝对水平。根据明斯基对加速数乘数模型的建构，当投资与储蓄相等，即  $I_t = (1 - \alpha)Y_{t-1}$  时，可得  $I_t + \alpha Y_{t-1} = Y_t = Y_{t-1}$ ，即各期的产出都相等。为了实现产出的增长，即  $Y_t > Y_{t-1}$ ，就要满足投资大于储蓄，即  $I_t > (1 - \alpha)Y_{t-1}$ 。参见表 1 的加速数乘数增长过程，<sup>①</sup>  $t$  期投资超过事前储蓄的部分  $(I_t - (1 - \alpha)Y_{t-1})$  表现为  $t$  期新增的债务融资， $t$  期债务融资的引入直接增加了  $t$  期实现的投资，基于卡莱茨基方程，实现的投资的增加意味着实现的利润的增加，这表明债务融资通过增加投资和利润提高了  $t$  期的总产出  $Y_t$ 。给定消费倾向， $t$  期总产出的增加反过来会增加  $(t+1)$  期的事前储蓄  $(1 - \alpha)Y_t$ ，如果给定工人不储蓄、资本家不消费，那么事前储蓄作为净产出扣除消费之后的剩余部分即是生产的利润，也就是说  $t$  期总产出的增加提高了  $t+1$  期的利润水平。这意味着这一模型事实上考虑了利润实现问题，因为债务融资的增加的确通过增加投资和利润提高了总产出，进而提高了下一期的总利润水平、增强了总内部资金的投资能力和偿债能力。

其次，考察利润实现的相对水平。明斯基着重分析的宏观经济情况不仅要求产出的增长，而且要求增长过程是发散型的，即要求  $\frac{Y_{t+1}}{Y_t} > \frac{Y_t}{Y_{t-1}}$ 。将该式变形可得  $\frac{I_{t+1}}{I_t} > \frac{(1 - \alpha)Y_t}{(1 - \alpha)Y_{t-1}}$ ，表明发散型增长意味着实现投资的增长率要高于事前储蓄的增长率。又因为事前储蓄可以理解为生产的利润，实现的投资即是实现的利润，这样实现投资的增长率高于事前储蓄的增长率，便意味着利润的实现速度高于利润的生产速度。又因为实现的投资总是大于事前储蓄，也即每一期的事前储蓄总是构成实现投资的一部分，实现投资的增长率高于事前储蓄的增长率要求债务融资的增长率高于事前储蓄的增长率，表示为  $\frac{I_{t+1} - (1 - \alpha)Y_t}{I_t - (1 - \alpha)Y_{t-1}} > \frac{(1 - \alpha)Y_t}{(1 - \alpha)Y_{t-1}}$ ，这意味着债务融资的增速快于利润的生产增

<sup>①</sup> 参照第 207 页注①的表格，依然给定货币数量可变、货币流通速度不变。



速。正是在这种发散型增长的设定下，即使模型包含了债务融资对利润实现的正向影响，金融结构的不稳定性也会伴随着增长过程而日益显著。

表 1 加速数乘数增长过程（无限货币供给）

时间	产出	消费	事前储蓄	事前投资	实现投资	$\Delta$ 货币供给
$t-1$	$Y_{t-1}$					
$t$	$Y_t = \alpha Y_{t-1} + I_t$	$\alpha Y_{t-1}$	$(1-\alpha)Y_{t-1}$	$I_t = \beta(Y_{t-1} - Y_{t-2})$	$I_t$	$I_t - (1-\alpha)Y_{t-1}$
$t+1$	$Y_{t+1} = \alpha Y_t + I_{t+1}$	$\alpha Y_t$	$(1-\alpha)Y_t$	$I_{t+1} = \beta(Y_t - Y_{t-1})$	$I_{t+1}$	$I_{t+1} - (1-\alpha)Y_t$

上述分析表明，虽然明斯基在 20 世纪 70 年代才开始接受并引用卡莱茨基的利润方程，但他在早期的加速数乘数模型研究中就已经考虑到了投资繁荣通过乘数效应增加总需求和产出，进而提高利润和内部资本水平的逻辑联系。明斯基在早期研究中体现的利润实现思想与之后他明确引用的卡莱茨基利润方程之间具有相似性，它们实质上体现了投资与利润之间的相互强化关系：投资繁荣促进了利润的增长，利润的增长改善了投资预期从而进一步刺激投资；或者投资下降导致利润下滑，利润下滑削弱了偿债能力从而进一步降低投资意愿。二者之间的区别在于以下两点：第一，加速数乘数模型中，投资不论在绝对水平还是相对增速上都领先于（生产的）利润，而且这一领先是通过外生的、相对增速快于（生产的）利润的债务融资来实现的，而卡莱茨基利润方程中投资决定了利润，二者是相等的；第二，加速数乘数模型进一步明确了投资与利润之间的相互强化如何通过发散型增长过程导致了整体融资结构的不稳定，而利润实现方程本身则没有建立投资—利润关系与金融结构演变之间的逻辑联系。

## （二）整合明斯基的两个理论基础

在提出加速数乘数模型之后，明斯基在另外几篇文章中进一步拓展了对该模型的分析，比如引入产能限制和经济增长的下限等。<sup>①②</sup> 在对这一宏观模型进行详细研究后，他指出，这一模型忽视了在不确定性条件下的决策过程，基于这一判断，他开始

① Hyman Minsky, “The Integration of Simple Growth and Cycle Models”, in Hyman Minsky, ed., *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, London & New York: Routledge, 2016, pp. 266–285.

② Hyman Minsky, “A Linear Model of Cyclical Growth”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 41, no. 2 (1959), pp. 133–145.

在凯恩斯理论的基础上建构投资决定理论。<sup>①</sup> 笔者认为明斯基的这一论述表明，加速数乘数模型和投资决定理论并非各自独立的理论，而是存在紧密的逻辑联系。明斯基在投资决定理论中强调，经济繁荣期的长期持续改变了人们的风险偏好、对未来利润流的预期和对不确定性的判断，由此促使投资需求曲线向上移动和供给曲线向下移动，从而导致投资品产出上升。笔者认为这里的经济繁荣有其特指的含义，指经济满足加速数乘数模型中经济呈现发散型增长这一设定，而根据加速数乘数模型，这一设定是导致债务结构脆弱性的关键。

笔者之所以提出这样的解读，是因为明斯基在阐述其金融不稳定假说时，总是强调能够引致这一不稳定性的宏观经济具有特殊的演化特征：它不仅是增长的、扩张的，而且它的增长和扩张从经济增速来看不是平静而稳定的而是发散型的，从人们的预期来看也不是平稳而冷静的而是亢奋而高涨的。最直观的证据是明斯基在描述金融不稳定所处的宏观经济时，经常用到“发散”（explosive）一词，这通常使人联想到其加速数乘数模型中的发散型增长过程（explosive process）。如果“发散”（explosive）一词是从客观的角度来描述经济特征，那么与之相对应的，另一个经常被明斯基使用的词——癫狂（euphoric）则是从人的主观角度来刻画同样的经济过程。明斯基还明确区分了非癫狂型扩张的经济（non-euphoric expanding）和癫狂型扩张的经济（booming euphoric），前者的投资需求曲线是稳定的，后者的货币供给—资本品价格曲线从而投资需求曲线会向上移动。<sup>②</sup> 这都意味着明斯基在金融不稳定理论中所强调的经济扩张是具有限定性意义的，笔者认为明斯基对宏观经济特征的这种描述如果要用数学形式来表达，实际上就暗合了他早期在加速数乘数模型中所设定的发散型增长过程。

如果将企业投资决定的分析置于加速数乘数模型所呈现的宏观经济演化的背景下，

---

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, “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, “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, “Private Sector Asset Management and the Effectiveness of Monetary Policy: Theory and Practice”, *The Journal of Finance*, vol 24, no 2 (1969), pp 222 - 237; Hyman Minsky, *John Maynard Keynes*, New York: McGraw-Hill, 2008, pp 86, 161; Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill, 2008, pp 58 - 59, 105, 237.

那么在经济加速发展从而金融不稳定不断增强的宏观经济中，代表性企业的内部资金水平可能会因为其债务融资的决策对宏观利润实现的正向影响而实现相应的提高，但其投资需求和债务融资也会以更快的速度增长。宏观经济和微观决策之间的互动具体表示为如下模型。第一，宏观经济的长期加速型增长改变了企业的预期和对不确定性的判断，降低了借款者风险和贷款者风险，从而增加了企业决策的投资和债务融资。这一微观变化是宏观经济的演化特征在微观企业层面上的表现和结果，表现为模型中的逻辑链条 1。如果忽视了明斯基的宏观分析，而仅仅看到微观层面经济主体的预期变化对投资的影响，便很容易将金融不稳定假说仅仅归结为心理因素的影响。<sup>①</sup> 第二，企业投资决策的变化提高了资本品需求和投资品供给，在更高的投资品产出水平上实现了均衡。投资的增加可以通过增加总需求促进利润的实现，提高经济的整体利润水平和偿付能力，表现为逻辑链条 2。第三，这一微观变化也将通过经济主体之间的相互影响最终确证宏观层面的金融不稳定。微观企业投资和债务融资的增加的确会增加整个社会的总投资和有效需求，促进整体利润的实现，但在加速数乘数模型的设定中，只有债务融资的增长快于总实现利润的增长时，才能维持明斯基所设定的发散型增长过程。这一宏观结果意味着即使代表性企业的内部资金水平有所增长，其增速也会慢于投资和债务融资的增速，表现为只有逻辑链条 3 进入了明斯基金融不稳定假说的一部分，同样可能的逻辑链条 4 被排除在外。

明斯基在多处分析中也含蓄地表达了这一宏观经济和微观决策之间的联系，比如他认为“一种扩张性的新时期在以下三个意义上削弱了经济的稳定性。第一，它非常迅速地提升了现有资本的价值。第二，通过发债收购实际资本的融资意愿增强，这些负债在过去被视为高成本负债，其中负债的成本包含了负债发行者所承担的风险或不确定性（借款者风险）。第三，当资产收益根据资产获得者承担的风险（贷款者风险）进行了调整时，之前被贷款者认为是低收益的资产便被接受了”。<sup>②</sup> 再如他指出“随着相对稳定的增长转变为投机性繁荣，不稳定性便出现了。不稳定性出现是因为工商

<sup>①</sup> 国外学者 Diop 和国内学者刘文超等持有类似的观点。Samba Diop, “Minsky’s Analysis of Capitalist Development: A Critical Assessment and Perspectives”, *Review of Radical Political Economics*, vol 48, no 2 (2016), pp 201 - 216; 刘文超、申琳：《明斯基、帕利与马克思：三种金融化理论的比较与综合》，《人文杂志》2021 年第 3 期。

<sup>②</sup> 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.

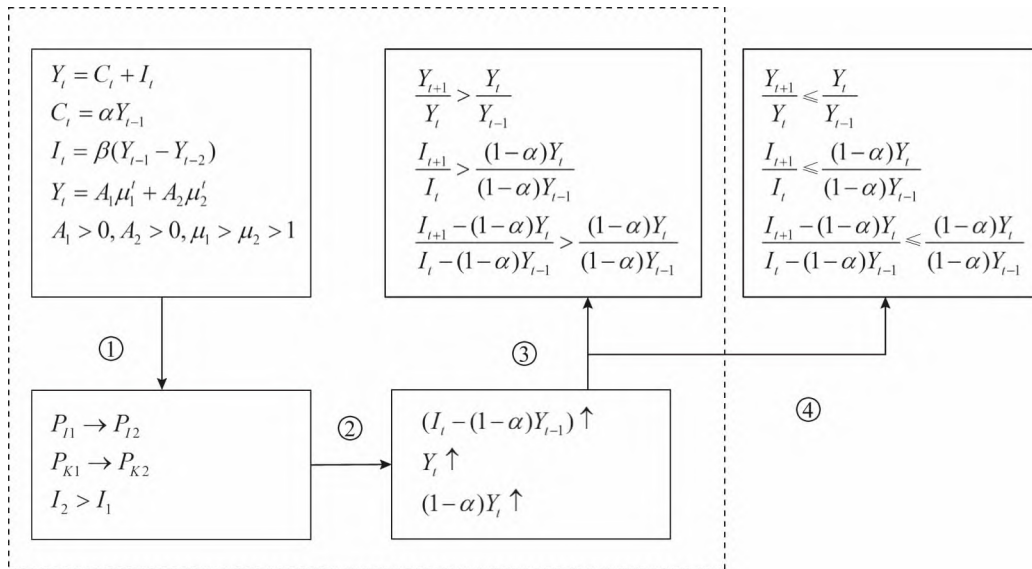


图 2 对金融不稳定假说两个理论基础的整合

业企业（公司）以及充当金融中介的组织，其可接受的和合意的负债结构受经济成功的影响而改变了”。<sup>①</sup> 这些论述都暗示投机性繁荣的宏观经济影响了微观主体的预期和不确定性判断，微观主体的行为变化最终将引致宏观经济的不稳定性。

由此而言，笔者认为投资决定理论作为微观层次的分析，并非没有考虑宏观层面的利润实现问题，而是这一微观决策本身被置于有着特殊限定意义、纳入了利润实现的宏观经济增长中。这样，在投资决定理论中，关于内部资金水平在投资增长时保持不变的假设，或者更一般而言内部资金水平增速慢于投资增速的情况，正是宏观经济的特殊设定在微观代表性决策单位的反映。这种解读与明斯基整体的研究范式是一致的。根据李黎力的阐释，明斯基遵循了一种宏观—微观—宏观的研究范式，这种范式在进行微观分析之前，要先明确微观主体进行决策所处的宏观经济背景，然后在这一宏观基础上分析微观经济行为，最后再分析微观主体的行为对整体经济的影响。<sup>②</sup> 李黎力的研究着眼于明斯基的整个理论图景和方法论，而笔者在这里强调的是，加速数乘数模型和投资决定理论这两个具体理论之间的联系，也同样遵循了其宏观—微观—宏

① Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill, 2008, p. 193.

② 李黎力：《明斯基的经济学研究方法》，《当代经济研究》2017年第6期。

观的研究范式。基于这一范式，这两个理论基础可以整合为一个统一的分析框架，结合上述模型可以用图 3 简要表示。

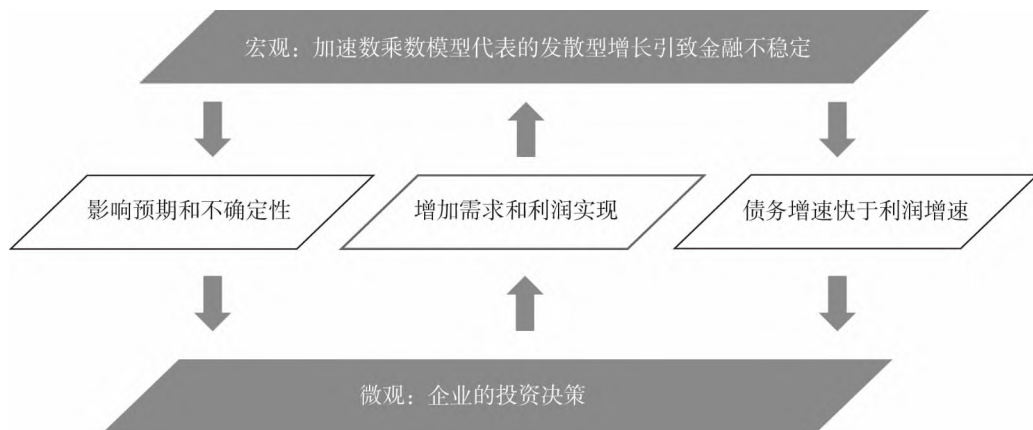


图 3 基于明斯基金融不稳定假说的宏观—微观—宏观研究范式

## 五、结语

明斯基先后为其金融不稳定假说提出了两个理论基础：着眼于宏观分析的加速数乘数模型和强调微观企业决策的投资决定理论，不过他并没有将这两个理论基础有机整合起来，而是倾向于忽视加速数乘数模型，并依赖投资决定理论来解释金融不稳定。明斯基的这一未完成的整合为后凯恩斯主义对其金融不稳定假说的批判埋下了伏笔。一些后凯恩斯主义学者认为投资决定理论作为一种微观分析，无法体现债务融资通过增加有效需求、促进利润实现而最终增强其偿债能力、降低债务压力的可能性。他们指出，明斯基据此推导出宏观经济的金融不稳定存在合成谬误问题。笔者认为后凯恩斯主义学者对明斯基的批判存在缺陷，因为他们忽视了明斯基早期提出的加速数乘数模型以及加速数乘数模型和投资决定理论之间的联系。由此出发，本文提出了一种不同于后凯恩斯主义的解读：加速数乘数模型考察了利润实现问题，投资决定理论不存在合成谬误问题。如果将明斯基对投资决策的分析置于加速数乘数模型所设定的宏观经济情况中，那么投资决定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。

虽然本文借助于对加速数乘数模型的解读完善了明斯基的金融不稳定假说，但这

一模型本身也存在进一步发展的空间。首先，模型含有新古典可贷资金理论的内容。明斯基指出当储蓄超过投资的时候，超出部分会用以减少银行债务。这一观点用来分析微观主体是合理的，但正如拉沃指出的，这在宏观经济层面意味着遵循了投资取决于储蓄的可贷资金理论。根据凯恩斯的有效需求理论，储蓄超过投资意味着生产过剩，这样经济中会出现利润实现的问题，这反而会增加生产者的债务。<sup>①</sup> 其次，模型设定经济增长全部来源于债务融资，正如明斯基所说，“加速数过程在扩张中运行的必要条件是，存在除了事前储蓄以外的投资融资来源”。<sup>②</sup> 在明斯基看来，在投资和储蓄相等、债务融资为零的情况下，整个经济的产出保持不变，每一期源于储蓄的投资并不能增加下一期的产出；只有在投资大于储蓄、引入债务融资的条件下，经济才会出现增长。明斯基的这种分析法与熊彼特相似，都是通过引入某种外生变量（债务融资或创新）打破经济的静态均衡从而发展动态理论。这样明斯基便和熊彼特一样“没有成功地提出一个分析资本主义内生演化的理论框架”，<sup>③</sup> 从而其对经济增长过程的刻画是不完整的。由此而言，未来的研究应该借鉴并发展加速数乘数模型将经济增长和金融演化相结合的分析逻辑，建构一个更为合理完善的宏观分析模型：既要始终恰当地体现利润实现的思想，又要体现经济增长内生的动态性和投资本身对经济增长的推动作用。

## Interpreting the Financial Instability Hypothesis from the Perspective of Profit Realization: A Critical Assessment of Post-Keynesian Criticism on Minsky

Sun Xiaoyu

**Abstract:** Minsky successively proposed the accelerator-multiplier model and the theory of investment as the theoretical foundations of financial instability hypothesis (FIH),

<sup>①</sup> Marc Lavoie, “Loanable Funds, Endogenous Money and Minsky’s Financial Fragility Hypothesis”, in Avi Cohen, Harald Hagemann and John Smithin, eds., *Money, Financial Institutions and Macroeconomics*, New York: Springer, 1997, pp 67–82.

<sup>②</sup> Hyman Minsky, “Monetary Systems and Accelerator Models”, *The American Economic Review*, vol 47, no 6 (1957), pp 860–883.

<sup>③</sup> 孟捷：《熊彼特的资本主义演化理论：一个再评价》，《中国人民大学学报》2003 年第 2 期。

but he didn't integrate the two theories in a consistent way. This flaw of Minsky has affected the post-Keynesian evaluation of FIH. Some post-Keynesians critically interpret and reflects on FIH from the perspective of profit realization, especially emphasizing that it commits the fallacy of composition by generalizing the microeconomic analysis directly to macroeconomics in the formal exposition of the theory of investment. This paper argues that the post-Keynesian critique seems to be justified only in terms of the Minsky's theory of investment. However, they haven't made the same examination of the basic model and conclusions of the accelerator-multiplier model from the perspective of profit realization. The paper considers the problem of profit realization. Besides from the accelerator-multiplier model. If Minsky's theory of investment is placed in the macroeconomic context set by the accelerator-multiplier model, this theory may be exempt from the post-Keynesian criticism to a certain extent, and the two theoretical foundations can thus be integrated into a consistent analytical framework of FIH.

**Key words:** financial instability hypothesis; profit realization; accelerator-multiplier model; two price system

**Author:** Sun Xiaoyu, assistant researcher fellow of Institute of Economics and Shanghai Academy, Chinese Academy of Social Sciences.