

doi:10.13582/j.cnki.1672-7835.2018.04.009

# “明斯基动态”及其对新时代 中国金融政策的启示<sup>①</sup>

李黎力,李家瑞

(中国人民大学经济学院,北京 100872)

**摘要:**自2008年全球金融危机爆发以来,“明斯基时刻”便作为流行语在学界和商、政、媒体各界广泛传播,并一直如幽灵般笼罩在全球经济上空挥之不去。研究发现,与该术语相比,“明斯基动态”更确切地表述了明斯基的核心思想。该动态描绘的是企业在投资的外部融资过程中,因“债务—利润比”上升,导致内生的金融不稳定性,凸显了“大政府”与“大银行”制度安排在稳定不稳定的经济中的重要作用。在社会主义新时代,理解该动态对于防范和化解我国系统性金融风险具有重要启示。

**关键词:**新时代;明斯基时刻;明斯基动态;金融不稳定假说

**中图分类号:**F831.59      **文献标志码:**A      **文章编号:**1672-7835(2018)04-0052-08

## 一 “明斯基时刻”还是“明斯基动态”

始于2007年的“大衰退”(Great Recession)促使人们重新审视主流经济学的金融理论。在这场反思中,非主流经济学家海曼·明斯基(Hyman Minsky)连同他的思想一道成为了一门显学<sup>①</sup>。以其名字命名的“明斯基时刻”(Minsky Moment)被诸多学者所接受,并用来描述这场危机。著名经济学家克鲁格曼(Paul Krugman)就曾在2009年撰写了一篇名为《重读明斯基之夜》(The Night They Reread Minsky)的博文,随后以这一题目在伦敦经济学院罗宾斯讲座上作了报告。2017年10月19日,原央行行长周小川在十九大金融系统代表团举行的团组讨论上,也强调中国在未来要重点防止“明斯基时刻”出现所引发的剧烈调整,并将其视为守住不发生系统性金融风险底线的关键。“明斯基时刻”激起了学界浓厚的兴趣,很多学者将这个术语与自身的研究方向和金融危机的某些特征结合,赋予了其多样化的含义<sup>②</sup>,以至于有人说“一千个人眼中有一千个明斯基”。

虽然不同学者所述的“明斯基时刻”侧重点有所不同,但这些定义都旨在描述金融层面上一个短暂且异常的时点,这是一个“资产价值崩溃,危机爆发的时刻”<sup>③</sup>,并且该时点多是由于外界因素的冲击或投资者的投机心理所致。

虽然“明斯基时刻”是本轮明斯基思潮的核心论点,但有趣的是,明斯基本人却从未用过“时刻”这类词来形容自己的理论。许多明斯基研究者也认为“明斯基时刻”是对明斯基思想的误读,将明斯基与他的思想人为地割裂开来。明斯基笔下的金融危机是金融机制自然演化的一个结果,而非一个特别的时点。“时刻论”与明斯基本人意图“稳定不稳定的经济”的主张相悖。明斯基认为经济运行中没有均衡状态,只有一个不断积累危机的“平静时期”(periods of tranquility)。投资并获取利润是资本主义经济的本质特征,而这个过程必然伴随着债务性融资,企业“债务—利润比”的提高,进而导致经济变得愈加脆弱。所

① 收稿日期:2018-01-22

基金项目:国家社会科学基金青年项目(18CJL004);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(16XNF015)

作者简介:李黎力(1986-),男,湖南衡南人,博士,副教授,主要从事经济思想史与经济学流派研究。

①李黎力:《明斯基经济思想研究》,商务印书馆2018年版,第1页。

②关于不同学者对“明斯基时刻”的定义,具体参见李黎力:《“明斯基时刻”之考辨》,《经济理论与经济管理》2013年第7期。

③周小川:《在〈财经〉年会上的主题演讲》,《西部金融》2012年第1期。

以明斯基认为金融体系具有内生的不稳定性,金融危机的到来是正常的和必然的。因此,“明斯基时刻”和明斯基本人思想的一个显著差异就是在对金融危机的看法上:前者认为是异常,后者认为是必然。更深层次来看,强调静态资源最优配置的主流经济学家们更倾向于接受“明斯基时刻”。因为这些主流经济学家们认为市场本身是完善的,可以自发地达到均衡状态,金融危机只是突发的异常现象。比如格林斯潘就把这次危机比作“百年一遇的事件”。“明斯基时刻”成了主流经济学家们的一个“护身符”:既然金融危机本身是一个孤立且短暂的异常时刻,那么将危机爆发的原因归于突发性事件的冲击或是人的贪婪就显得理所当然了。“明斯基时刻”与明斯基本人的“金融不稳定性假说”(financial instability hypothesis,下文简称 FIH)在理论上有着不可调和的矛盾。

“明斯基时刻”在理论层面上对明斯基思想的误读也导致人们不能在实践中正确地运用明斯基的理论。金融体系由稳健到脆弱的变化原本是一个系统的演进过程,但在这种拐点论的支配下,人们却选择利用 FIH 的部分内容来构建不同的评价模型,以迎合这一原本必然到来的节点。金融危机变成了由单因素或几个因素推动的突发事件,明斯基本人的金融内生动态演进过程却被视而不见,这是一种对明斯基思想的碎片化和庸俗化解读,也弱化了 FIH 自身的解释力。第一种弱化是将 FIH 简化成三种孤立的融资方式——对冲性融资(hedge-financed unit)、投机性融资(speculative-financed unit)和庞氏融资(ponzi unit),却忽视了每种融资方式都是金融运行的自然结果,三者之间存在着相互转化的可能性。例如,戴维森(Davidson)就把“明斯基时刻”比作“庞氏金字塔式融资骗局崩溃之时”<sup>①</sup>。但明斯基笔下的庞氏融资是资本资产预期现金流变化的产物,是一种易受金融市场变化影响的融资方式。随着企业现金流的变化,庞氏融资与投机性融资存在相互转化的可能,与简单的金融诈骗有着本质区别。第二种弱化是将 FIH 简化为“资产负债

表效应”(the balance sheet effect),认为其只适用于以企业投资为主导的经济中。比如,克雷格尔(Jan Kregel)就宣称在“放款加转销”(originate-and-distribute)的金融体系下,这场由家庭部门投资消费引起的金融危机不能被明斯基的理论所解释<sup>②</sup>。诚然,企业是明斯基理论中最重要的主体,资产负债表分析法也被明斯基用于解释企业周期性资产泡沫和金融危机之间的必然联系。但这并不意味着明斯基就忽视了私人消费的重要性。在他晚年的著作《稳定不稳定的经济:一种金融不稳定视角》中就明确指出了个人消费对于利润的影响。首先他把“不能提供资本资产中技术所要求的劳动的工人”<sup>③</sup>,即企业管理人员和辅助生产人员的薪酬视为是一种对利润的分配。他认为这种分配会缩减企业用于投资的利润,使企业更加依赖外部的债务性融资,侵蚀企业经营的“安全边际”(margin of cushion)。其次明斯基还预言了住房抵押贷款的破灭。这二者都意味着明斯基也将家庭部门视为不稳定性的巨大潜在来源。明斯基生前,面向家庭部门的金融创新才刚刚兴起,所以要求他系统准确地阐述私人部门对金融稳定性的影响未免有些强人所难。明斯基理论最大的价值是指出在平静时期会不断积累使经济陷入脆弱乃至崩溃的因素,而非去论证这些因素究竟具体是什么。因此本轮由私人信贷部门引发的金融危机不仅没有违背明斯基的理论,反而是完善其理论的一个良机。

在这种背景下,我们主张用“明斯基动态”(Minsky Dynamics)来代替“明斯基时刻”,希望用“动态”这一词来表明明斯基是通过分析整个金融与经济的运行过程,得出了“这种不稳定性……是由经济的内在过程导致”<sup>④</sup>的结论。相比于“明斯基时刻”,“明斯基动态”更符合明斯基的理论核心。“动态说”不仅是一种由静态到动态的跨越,也意味着将研究视角从一个孤立的时刻转向一种全景式的、存在内生不稳定性的金融和经济运行机制当中。现任央行行长易纲在中国发展高层论坛 2018 年会上表示,“打好防范化解重大风险攻坚战、保持金融业整体稳定,仍是当前金

①Davidson P. “Is the current financial distress caused by the subprime mortgage crisis a Minsky moment? Or is it the result of attempting to securitize illiquid noncommercial mortgage loans?” *Journal of Post Keynesian Economics*, 2008, 30(4): 669-676.

②关于不同学者对 FIH 解释力的看法,具体参见李黎力:《“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。

③明斯基:《稳定不稳定的经济:一种金融不稳定视角》,石宝峰、张慧贲译,清华大学出版社 2015 年版,第 136 页。

④明斯基:《稳定不稳定的经济:一种金融不稳定视角》,石宝峰、张慧贲译,清华大学出版社 2015 年版,第 9 页。

融方面的主要工作。”在我国社会主义建设进入新时代的现实下,全面地阐释“明斯基动态”的内涵,不仅利于我们理解金融危机发生机理,而且对于我国继续深化金融改革,防范和化解金融风险都有着重要启示。下面将对这一动态做一个全景式描述。

## 二 “明斯基动态”的全景

明斯基深受凯恩斯的影响,曾将自己比作“金融凯恩斯主义者”。FIH本质上是将金融过程纳入到凯恩斯的“经济周期的投资理论”中,将利率变化的原因归结为金融市场的变化,即“投资的金融理论”。明斯基认为是金融的脆弱性使经济变得脆弱。具体来看:在研究方法上,他提出包含不确定性、利润、投资和债务四要素在内的“华尔街范式”<sup>①</sup>;在研究视角上,他提出从生产分配转向资本资产和金融市场。并由此得出结论:金融是一个具有周期演变性的动态过程,因其内生的不稳定性,导致经济也变得不稳定。FIH的精髓可以被概括为“明斯基动态”。为了准确地把握“明斯基动态”,我们准备从经济中的主体、企业投融资行为和不稳定路径这三方面来全面了解明斯基笔下的经济运行过程。

### (一) 经济中的主体

明斯基认为主流经济学的分析方法忽视了资本资产和金融市场在经济中的决定性作用,因而称其为“乡村集市范式”<sup>②</sup>。在他的理论中,经济的核心主体包括企业、金融机构、政府和央行。

#### 1. 企业

企业被明斯基定义为“通过运营和向债务人履行承诺而赚取租金的现金流机器”<sup>③</sup>。一旦企业经营时的安全边际被侵蚀,企业就会变得不稳定甚至破产。决定企业安全边际的首要因素是企业自身的成本结构。企业在运营时有三种成本:一种是用于管理和辅助生产(比如宣传、公关费用)的企业类型成本;一种是用于偿还债务、支付股利和留存收益的融资成本;最后一种也是最常见的,由当前技术所决定的成本,主要包括劳动力成本和原材料成本。通过对第三种成本所决定

的产品最低供给价格进行加价,可以筹集前两种成本所需的资金。但产品供给价格不能无限地提高,所以增加前两种成本总会使企业出现资金不足的现象,进而不断侵蚀企业的安全边际,最终让企业变得不稳定。同时在竞争环境下,企业又有通过提高前两种成本以达到垄断地位的天然动机,这一过程往往就需要借助外部融资来提供资金。通过不断注入资金,具有垄断地位的企业基本都成为了资本密集型企业,这也增强了企业破产对经济的破坏性。正如明斯基所言:“社会和经济政策似乎刻意通过控制管理成本和促进资本密集型生产技术,以支持具有垄断的部门发展。”<sup>④</sup>但垄断并不能从根本上消除企业经营中的不稳定因素,当垄断价格水平也不能弥补企业当前成本时,危机就会爆发。

#### 2. 金融机构

明斯基认为当前资本主义经济处于“基金经理资本主义”(money manager capitalism)阶段,生产分配要从属于金融制度的安排<sup>⑤</sup>。投资和融资是最重要的经济行为,因此商业银行和类银行金融机构是该经济阶段的关键主体。

商业银行广泛参与经济的全过程,能通过传导政府货币政策、向企业发放贷款等行为影响整个经济走势。现在银行巧妙地借助票据贴现、同业拆借等头寸融资方式,在不影响基本存贷款业务的前提下,就能创造出运营现金流和获取利润。头寸融资工具也因此成为了银行最重要的金融创新成果。在平静时期,这些工具增强了银行的融资能力,也符合发展储备节约型负债的要求。但长期来看,依赖头寸融资工具创造的现金流会削弱活期存款在银行资产中的地位,使银行更加依赖于这种来自资本资产的不稳定现金流,导致银行总资产质量不断恶化。同时这些工具也会割裂央行和银行的联系,不仅使银行变得更加难以监管,而且也降低了货币政策的效力。银行系统的不稳定性随着金融创新而不断增大。

类银行金融机构也加剧了金融市场的不稳定性。这些机构发展迅速且受到的监管约束较少,目前已形成了“央行—银行—类银行金融机构”

①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。

②金刚:《海曼·明斯基与当今主流经济学》,《经济评论》2005年第5期。

③明斯基:《稳定不稳定的经济:一种金融不稳定视角》,石宝峰、张慧贲译,清华大学出版社2015年版,第180页。

④明斯基:《稳定不稳定的经济:一种金融不稳定视角》,石宝峰、张慧贲译,清华大学出版社2015年版,第144页。

⑤Minsky H P. “Money manager capitalism, fiscal independence and international monetary reconstruction”. *The Future of The Global Economic and Monetary System*, 1990(2):209-218.

的等级制银行结构。该类机构多以向银行借款作为应急融资渠道,但二者的资产组成相似度高,类银行金融机构发生危机后,银行也会陷入到流动性不足的困境中,金融危机也会被迅速传导。

### 3. 政府和央行

明斯基认为经济政策的核心应该是确保企业已经实现的和将要实现的利润流足够大,以保证企业的再投资数量能维持经济平稳增长。在他笔下,解决金融危机的关键政策是“大政府”实行的赤字财政。同时央行的职责是成为能稳定资产价值和金融市场的“最后贷款人”。“为了维持效率和稳定性,应该把高度集中的私人权利削弱到可控的范围”<sup>①</sup>。这种态度虽显无情,但却明确地表达了明斯基意图通过政府和央行来稳定金融市场进而稳定经济的决心。

明斯基认为当危机初露苗头时,“大政府”就必须迅速通过赤字财政来进行干预。根据宏观会计等式,单个部门赤字会使其他部门产生盈余。政府通过赤字财政将企业负债转变为自己的负债,使企业在就业下降、个人消费不足的情况下仍能维持住利润,降低了高负债率的资本密集型企业破产的可能性。基于赤字财政,“大政府”同时稳定了劳动者工资、企业运营现金流和金融资产价格。倘若没有大政府,在危机爆发后,企业为了偿债会削减投资甚至出售资产,家庭部门也会减少消费,二者形成相互影响的螺旋式下降趋势,最终走向债务紧缩和深度衰退。

财政政策生效需要时间,但金融资产价格的崩溃却往往是突然的<sup>②</sup>。因此为了稳定经济,一个能及时稳定资产价值和金融市场安全的央行也是所必须的。明斯基把央行在危机中的角色称为“最后贷款人”。在危机爆发初期,好的央行就要通过将问题资产纳入到自身资产、承担潜在损失和为企业、金融机构提供融资的方式,来提升整个金融体系的融资能力,降低企业的违约风险以及避免发生挤兑事件。换言之,央行政策的核心是维护流动性,避免流动性危机转换成破坏性的偿付性危机。在平静时期,好的央行则要主动引导金融市场发展,例如规定公司的内外融资比例、限制金融机构支持投机性融资的能力等。

### (二) 经济不稳定的根源:企业投融资行为

明斯基将帕丁根方法视为主流经济学理论的

雏形。即通过正常的市场过程,一个未达到充分就业的经济能自发达成充分就业<sup>③</sup>。但在现实中,企业为了投资会预先通过金融市场进行融资,产生与当前利润无关的外部债务。在技术水平不变的情况下,企业无法用逐渐下降的利润收入来履行这部分债务承诺,帕丁根方法因此失效,主流经济学也注定只能成为一座“空中楼阁”。明斯基的分析范式是以凯恩斯的投资理论为核心,加入费雪的“债务—通缩机制”和卡莱茨基的利润方程式,构建以投资和融资为核心的新理论。

#### 1. 企业投资

通过投资,企业的各种经济行为被有机地结合在了一起,所以明斯基将投资视为资本主义经济运作的本质因素。企业投资数量由投资需求曲线和投资供给曲线共同决定。考虑伴随着企业投资而生的融资行为后,传统的投资需求曲线和供给曲线都将会发生显著变化。

企业在决定投资前,要考虑两个因素:一是比较资本资产预期收益与成本的大小。二是内外融资比例。传统的投资需求曲线只考虑了第一个决策,认为投资品的需求价格仅由资本资产的价格决定。在利率保持不变的假设下,此时企业投资完全通过外部融资实现,投资需求无弹性,投资的需求曲线是一条在一定资本资产价格上的水平直线;投资品的供给价格则由生产者报价决定,受投资品数量的限制,供给价格会在投资量超过一定水平后上升。

明斯基在利率不变的假设下,考虑加入内外融资比例和借贷双方风险后,投资需求曲线和供给曲线的变化。首先,企业可以通过内部现金流为投资进行融资。设  $Q_N$  是用于投资的内部现金流,当前产出价格为  $P_1$ ,产出为  $I_1$ ,故有  $Q_1 = P_1 I_1$ 。其次,当借方风险增加时,为了减少借款成本和还款压力,会降低对资本资产的需求价格,即投资需求曲线会向下弯曲;当贷方风险增加时,为了确保借出资金的安全性,会提高资本资产的供给价格,即投资供给曲线向上弯曲。

由此我们得到图 1,其中横轴代表投资数量  $I$ ,纵轴代表资本资产价格  $P$ 。曲线  $Q_N Q_N$  与投资供给曲线交于点  $A$ ,投资数量为  $I_1$ ,表示企业此时全部通过内部融资进行投资。 $I_1$  到  $I_{总}$  表示企业

①明斯基:《稳定不稳定的经济:一种金融不稳定视角》,石宝峰、张慧贲译,清华大学出版社 2015 年版,第 8 页。

②杨竹清:《产融结合与全要素生产率关系》,《金融经济研究》2017 年第 5 期。

③Patinkin D. “Price flexibility and full employment”. *The American Economic Review*, 1948, 38(4): 543-564.

借助外部融资的部分。借方风险使投资需求曲线向下弯曲,贷方风险使投资供给曲线向上弯曲,曲线交于点B。此时,资本资产价格上升到 $P_I$ ,投资量上升到 $I_{总}$ 。

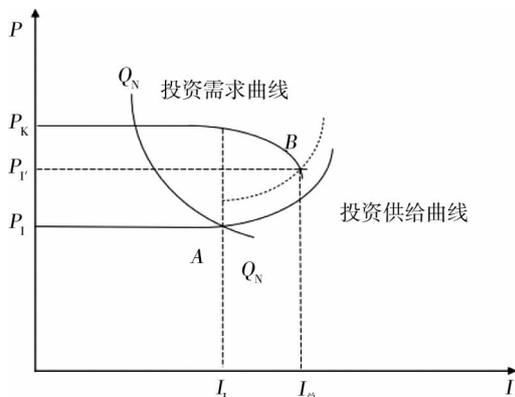


图1 投资曲线:内部资金和外部融资的影响  
来源:作者根据明斯基(2015)绘制

由于经济的不确定性,资本资产的收益也不确定。当资本资产带来的收益上升时, $Q_N Q_N$  会向上移动到  $Q_N' Q_N'$  位置;资本资产价格因此上升,即由  $P_K$  向上平移至  $P_{K'}$ 。投资需求曲线会向上移动,投资供给曲线的水平部分则会因投资量的扩大而延长至  $I_I$ 。此时,企业仅通过内部融资就能将投资扩大至  $I_I$ ,所用的外部融资数量减少,可以继续通过外部融资来扩大投资规模。在  $I_I$  至  $I_{总}$  段,企业利用外部融资来扩大投资。当资本资产价格仍上升至  $P_I$  时,相比于均衡点 B,新均衡点  $B'$  处的投资量  $I_{总'}$  显著增加(如图2)。反之,当资本资产收益减小,资本资产价格下降时(由  $Q_N' Q_N'$  向下移动到  $Q_N Q_N$ ),企业投资数量将显著减少。

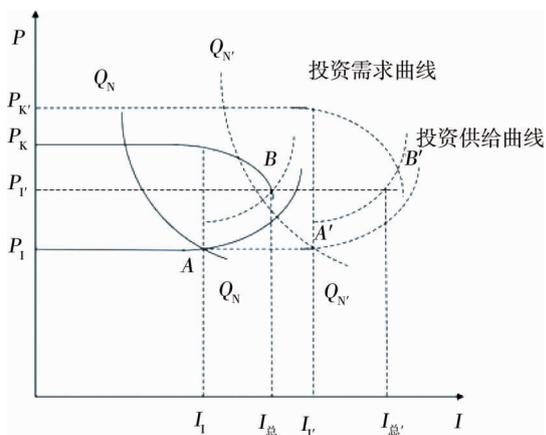


图2 投资曲线:内部资金和外部融资比例变化后  
来源:作者根据明斯基(2015)绘制

以上分析都建立在利率不变的假设上,明斯基认为在考虑了利率变化后,投资将变得更加不稳定。首先,随着利率变化,资本资产的供给和需求价格会直接发生与实际现金流变化无关的显著变化。其次,企业增加外部融资会使投资的融资成本增加,导致短期利率上升,这又会进一步提高资本资产的供给价格。最后,短期利率上升还会使长期利率上升,改变企业对未来的预期,使资本资产需求价格下降。

至此,明斯基指出了考虑企业外部融资后投资变得不稳定的两条路径:一是不确定性导致资本资产预期收益不稳定;二是利率变化。因为投资具备强大的内生不稳定性,所以经济也内生不稳定。追根溯源,这种不稳定是由融资尤其是金融场所决定的债务性融资引起的。

### 2. 融资方式

因为经济具有不确定性,加上工人和部分债权人要求在产品获利前就取得报酬,所以企业在正常经营时会产生一定的融资需求。企业融资条件的变化源于企业内外融资比例的变化,外部债务性融资比重上升将使企业处于“过度负债”状态,整个经济也会进入费雪所说的“债务—通缩过程”。明斯基对费雪的理论做了两点改进:一是将债务融资比上升分为三个阶段,二是解释了为何企业总是会陷入“过度负债”状态。

第一,明斯基区分了企业的三种债务—融资关系,分别是:对冲性融资、投机性融资和庞氏融资。对冲性融资的主体从资本资产中获得的现金流,在满足了现在和未来的支付承诺后还有剩余,属于最安全的融资方式。从事投机性融资的主体,其当期现金流少于短期现金支付承诺,但资本资产未来的总收入能弥补债务。企业的投机性融资受金融市场和产品市场的共同影响。庞氏融资并非诈骗,但也是一种危险的融资方式。此时企业的融资成本已经超过了资本资产的预期收入,在借入资金偿还债务的同时,企业应偿债务的面值也在不断上升。庞氏融资主要受金融市场的影响,企业此时已经陷入困境。后两种融资方式对金融市场的变化十分敏感,其比重的上升会削弱整个金融系统的安全边际。

第二,企业有陷入“过度负债”的倾向。正常的经济过程是一个由对冲性融资逐渐滑向庞氏融资的过程。经济刚刚复苏时,对冲性融资占主导地位,短期利率低于长期利率,有利于企业扩大投资。企业在此基础上,借助较为激进的投机性融

资,增大了对资本资产的需求,从而提高了资本资产价格与投资数量。基于该过程,企业不仅获得了超额的投机性利润,也有利于扩大生产规模,促成自身垄断。所以企业倾向于使用短期债务为长期金融资产融资,进而获利。这部分投机性利润是由当前利率结构所决定的,在这种动力的驱使下,企业会自发地从对冲性融资转向投机性融资,最终陷入“过度负债”状态。

此外,借助金融创新,企业能从金融市场筹措到远超过自身偿还能力的资金,这部分过量的融资需求在不断减少资金供给弹性的同时,也增大了企业自身的“债务—利润比”,使企业对资本资

产价格的变化更为敏感。当危机爆发后,企业仅通过出卖自身持有的资本资产已无法偿还全部债务。而且为了避免抛售资本资产后其价格断崖式下跌,不单是为了偿债,更是为了维持资本资产价格,企业只能继续借贷,被迫走向更深层次的庞氏融资。令人悲哀的是,利率最初的上升恰恰是由企业自身推动的。

(三) 不稳定路径——“明斯基动态”全景图

为了理解“明斯基动态”的全貌与关键,我们构建了包含企业、金融机构、政府和央行这几类主体,以投资、融资行为为核心的“明斯基动态”(图 3)。

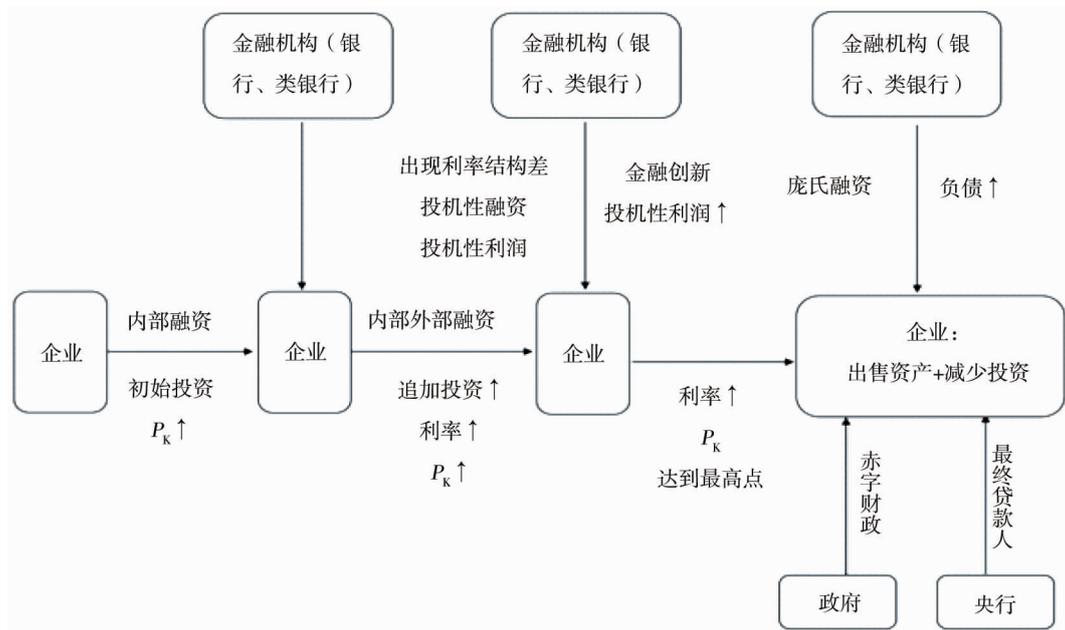


图 3 “明斯基动态”图

通过图 3,我们能直观地感受到明斯基的理论是一个动态的过程。资产价格的崩溃看似突然,但其实是以金融为主导的经济过程自发运行的结果。具体而言,在经济刚刚复苏时,企业通过内部融资进行投资并获利,资本资产价格  $P_k$  开始上升。之后,在追求垄断地位和突发事件的驱使下,企业开始寻求向金融机构借款,此时的融资方式仍为安全的对冲性融资。企业通过内外融资结合,显著地提升了投资数量,获得了更大的利润。资本资产价格  $P_k$  和利率也在继续上升。当对冲性融资占据主导地位后,长短期利率会出现偏离,企业和金融机构都发现自己能利用这种利率结构差来获利,于是由对冲性融资转为投机性融资。金融创新也使得他们能充分利用这部分投

机性融资来获取投机性利润,这一过程将不断提高利率并使  $P_k$  达到最高点。外部融资的目的也由再生产获利,逐步转变为清偿先前债务。此时若  $P_k$  下降,会严重损害企业的安全边际,所以企业开始借助于庞氏融资。既是为了还债,更是为了防止  $P_k$  突然崩溃,但企业的负债却因此不断增加。企业“债务—利润比”持续增大,金融机构的资金弹性也在持续减小。随着企业“债务—利润比”的上升和银行等金融机构资金供给弹性的下降,当利率上升到使庞氏融资的资金链也断裂时,企业就会立即陷入到严重的流动性危机之中。若无“大政府”和“大银行”,该危机将会直接转化成偿付性危机致使经济崩溃,之后又回到从经济复苏阶段开始的循环。所以政府和央行在危机时

的作用是:通过赤字财政和“最后贷款人”政策,维持企业利润,使庞氏融资逐渐转化成投机性融资,以防经济突然崩溃。

总之,金融的内生不稳定性源自经济扩张期间,企业“债务—利润比”的上升。在经济复苏初期,长短期利率不匹配,企业通过短期债务融资扩大生产,甚至直接投身证券市场,都能获取更大的利润。因此,企业在正常经营时就有推动自身债务上升的动力。企业的这种投机行为造成了金融的内生不稳定性。而在当前以“放款+转销”为特征,由家庭部门主导的金融市场里,家庭部门也在一定程度上取代企业,其投机行为成为了金融不稳定的新来源。

### 三 “明斯基动态”对新时代中国金融政策的启示

作为明斯基理论的核心,“明斯基动态”是一个不断演化的、旨在论证金融体系具有内生不稳定性的学说。每次金融危机的导火索或有不同,但隐藏在背后的本质过程却未改变:不可避免的债务性融资会削弱经济主体的安全边际,不断积累让经济变脆弱的因素直到危机爆发。所以,对“明斯基时刻”的争论无足轻重,关键是理解和重视经济背后的“明斯基动态”。“明斯基动态”对新时代中国的金融政策的启示主要有以下三方面:

第一,正确且审慎地认识金融危机。金融危机是金融过程自然演进的结果,一味猜测危机是否到来没有意义,而是应该在危机还未引起严重后果的时候就及时进行干预。通过稳定产品价格、企业利润和市场流动性,将危机的破坏性降到最低。像美国在1975~1978年那样,通过“大政府”和“最后贷款人”的有效干预,避免了经济走向“大衰退”式的更深层次危机。随着本轮金融危机影响加剧,我国也在前几年赫然成为了国内外讨论“明斯基时刻”的焦点。比如早在2011年5月4日,瑞银(UBS)高级经济顾问玛格纳斯便在《金融时报》上发表了一篇题为“中国面临信贷驱动的明斯基时刻”的文章,明确警示中国将可能面临明斯基时刻。“明斯基时刻”这个幽灵一直徘徊在中国上空,并且每当我国经济出现负面预期时,这个幽灵便会席卷笼罩,让人不寒而栗。但实际上我们并没有必要因此而过度恐慌。因为首先我国股市、债市、房地产市场和银行资产一直都处于稳定可控的状态,暂未有逼近“明斯基时

刻”的危险。其次,过去数年中国经济的实际表现也有力地回应了这些悲观者们,中国经济不仅没有崩盘,而且随着供给侧改革的深入以及各种金融监管措施的实施,2017年以来我国经济已出现了明显恢复增长的迹象,几乎已无人相信中国会面临明斯基时刻。依托恰当的政策干预,可以将危机的破坏性降到最低。更何况,“明斯基时刻”只是金融危机更广泛图景中的“冰山一角”。相比于这个“时刻”,我们更应该关注描叙经济全景的“明斯基动态”。我国经济正处于复苏之初,这种势头仍然相当脆弱,企业的预期利润充满不确定性。“钱宝”等高风险的“金融创新”也在不断冲击着我国现有的金融监管体制。因此,基于“动态”所揭示的金融过程,我们需要做好重点领域的风险防范和处置,坚决打击违法金融活动,加强薄弱环节监管制度建设。目前我国金融体系尚不完善,资本资产价格和利率的对应关系不明确,在一定程度上避免了破坏性金融危机的发生。但这并不意味着我国就应延缓金融市场化改革,因为不完善的金融体系不仅无法完全发挥金融对经济的促进作用,而且还会加剧金融市场的道德风险,催生出更多的违法获利行为。在新时代的金融政策方面,我们需要尽快补齐监管短板,明确“监管姓监”,促进多层次资本市场健康发展。

第二,建立更加有效的“大政府”和“大银行”。中国政府和央行在市场中具有强大的影响力和风险控制能力,有成为明斯基所言的“大政府”和“最后贷款人”的能力。在社会主义新时代,政府和央行在重点防控金融风险的同时,也应引导金融业服务于供给侧结构性改革这条主线,促进金融和实体经济的良性循环。为此,政府应该更加灵活地运用赤字购买,增强赤字财政的作用。我国下阶段政府转型的一大要点就是增强赤字财政的效力。首先因为资本密集型企业受金融市场变动影响大,破产又会对经济造成严重破坏,所以在危机初期政府就要增强对资本密集型企业产品的购买力度。其次,政府还要建立较为完善的宏观经济指标预警和发布机制,避免因金融资产价格突然下跌而使社会陷入过度恐慌,促成危机大爆发。最后,基于我国中央政府债务和赤字水平较低,而地方政府和企业债务过高的现状,为充分发挥政府的救助作用,应在紧缩和强化企业和地方政府预算支出的同时,适当放松对中央政府支出的约束,使中央政府在危机初期能及时注资救助。在央行方面,首先要扮演好明斯基所

说的“最后贷款人”角色。但央行的救助也可能增强金融机构的乐观预期,认为出现问题后总会有央行承担损失,于是转而采取更激进的金融创新,快速积累经济中的不稳定因素。所以危机爆发后,央行可以选择做一个存在不确定性的“最后贷款人”。当金融机构对央行是否援助和援助数额存疑时,在平时就会更注重审慎经营。此外还要大力发挥央行在引导金融业发展上的作用。我国的大型银行大都有国资背景,央行的道义劝告可以达到和行政命令同等的效力。所以央行在平日里要充分发挥自己的这种优势,一方面,由于海外投资的风险和不确定性日益增强,央行要加强对金融海外投资的监管,谨防外汇流失,限制银行支持风险性融资的能力;另一方面,合理引导金融机构加大对实体经济的支持力度,特别是加强银行在金融扶贫上的作用。

第三,防止企业过度“金融化”。正如凯恩斯所言:“华尔街最好的头脑却在事实上被引导到一个与其社会功能不同的目标。”<sup>①</sup>本轮金融危机爆发之后,西方国家的一些私企因过度“金融化”而带来短视、外包生产、摧毁就业岗位等问题饱受诟病。毫无疑问,“金融化”将显著加快“明斯基动态”的恶化过程。首先,企业在金融市场的过度投入不仅削弱了其通过生产获利的热情,而且也会促使企业更大规模地雇佣非生产性的管理者。这种倾向不仅使企业在分配利润时更多地侧

重于非生产领域,而且也会降低企业的生产欲望以至于使总利润下滑。其次,资产证券化已成为这个时代最伟大的金融创新,部分非生产性管理者甚至可以通过金融市场发达的衍生品交易进行自我交易,例如发行定向股本、贷款给内部人员等,直接转移公司财产,给投资者造成严重损失。最后,金融市场本身就具有高杠杆性、高风险性,也让投身其中的企业在经营时面临着更高的不确定性。在“放款加转销”的金融体系当中,社会提倡用资产型储蓄来代替传统的准备金。银行在发放抵押贷款后,通过将贷款打包成证券,经评级机构评定后卖给投资者,将贷款风险分散到社会中。金融机构为了获利,开始主动创造并提供融资机会,推动社会的“债务—利润比”上升,所以当前金融体系本身就存在着低估风险和对资产错误定价的问题。随着越来越多的企业参与到金融市场,企业现金流危机波及的范围也将更具广泛性和破坏性,单个企业的金融冒险行为很可能带来连锁反应,造成整个经济的崩溃。在我国的一些企业中,“金融化”也开始初露苗头,敦促企业重视生产,合理安排非生产性管理人员的比重和薪酬,对于避免危机发生、减缓金融危机的破坏性也有重要意义。在社会主义新时代,就金融政策而言,政府需要合理引导金融机构创新,避免企业过度“金融化”也将成为我国下一阶段金融改革的目标之一。

## “Minsky Dynamics” and Its Enlightenment to Chinese Financial Policy for a New Era

Li Li-li & LI Jia-rui

(School of Economics, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

**Abstract:** Since the eruption of the 2008 financial crisis, “Minsky Moment” as a popular term is widely spread from all walks of life, which has shrouded over the global economy like a ghost. This paper finds that compared with the term, the “Minsky Dynamics” is a more accurate way to express Minsky’s core thoughts. This dynamics describes the endogenously financial instability caused by the rise of enterprises’ “debt to profit ratio” in the process of external financing of investment, and the important role of the “big government” and “big bank” system in stabilizing an unstable economy. To understand this dynamics is of great enlightenment for China to prevent and resolve the systemic financial risks for a new era of socialism.

**Key words:** new era; Minsky Moment; Minsky Dynamics; Financial Instability Hypothesis

(责任校对 曾祥炎,谢宜辰)

<sup>①</sup>凯恩斯:《就业、利息和货币通论》,商务印书馆 2005 年版,第 162 页。