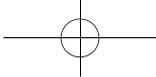


“大萧条”会再次发生吗

[美] 海曼·P. 明斯基 (Hyman P. Minsky) 著

赵准 孙小雨 戴霖杉 译

清华大学出版社
北京



北京市版权局著作权合同登记号 图字：01-2013-7327

Hyman P. Minsky

Can “It” Happen Again? : Essays on Instability and Finance

ISBN: 9780873323055

Copyright © Hyman P. Minsky 1982, 2016

First published by M.E. Sharpe 1982

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。举报：010-62782989, beiqinquan@tup.tsinghua.edu.cn。

图书在版编目(CIP)数据

“大萧条”会再次发生吗 / (美) 海曼·P. 明斯基 (Hyman P. Minsky) 著；赵准，孙小雨，戴霖杉译. —北京：清华大学出版社，2024.9

书名原文：Can “It” Happen Again: Essays on Instability and Finance

ISBN 978-7-302-65824-5

I . ①大… II . ①海… ②赵… ③孙… ④戴… III . ①金融危机—文集 IV . ① F830.99-53

中国国家版本馆 CIP 数据核字 (2024) 第 060166 号

责任编辑：陈 莉

装帧设计：方加青

责任校对：马遥遥

责任印制：宋 林

出版发行：清华大学出版社

网 址：<https://www.tup.com.cn>, <https://www.wqxuetang.com>

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编：100084

社总机：010-83470000 邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈：010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印装者：三河市天利华印刷装订有限公司

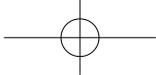
经 销：全国新华书店

开 本：180mm×250mm 印 张：16 字 数：314 千字

版 次：2024 年 9 月第 1 版 印 次：2024 年 9 月第 1 次印刷

定 价：89.00 元

产品编号：044293-01



中文版序言

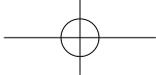


在阅读本书之前，读者需要对美国金融史有一些了解。海曼·明斯基这本文集的英文名字(Can “It” Happen Again?)中的“**It**”(它)是指20世纪30年代的“大萧条”。在经历了20世纪20年代后期股票价格的暴涨以后，华尔街股票交易所在1929年出现了价格崩溃。但“它”不是指1929年的股市崩溃，而是指由银行资不抵债最终导致的1933年3月公共假日期间的银行倒闭潮所引发的银行系统崩溃。尽管股市依然在运行，但这一时期的实体经济几乎减半，GDP和零售价格指数下降了1/3，失业率超过20%。银行体系的问题显然伴随着经济学家所谓的实体经济变量(产出和就业)的崩溃。

一直以来，经济学家主张货币关系独立于由实体经济变量决定的、企业家基于市场做出的决策。这一立场的代表是认为“货币中性”的货币数量论。这一观点认为，如果苹果和橙子的相对货币价格从1个苹果2美元、1个橙子4美元，分别翻了一倍，变为1个苹果4美元、1个橙子8美元，那么这对实际决策没有影响，因为不管价格是哪种情况，2个苹果都可以和1个橙子交换，即1个橙子的实际价格是2个苹果。货币价格或者所谓的名义价值是“面纱”，它遮蔽了商品的实际交换率或相对价值。

20世纪30年代的“大萧条”挑战了这一观点，因为股票价格和华尔街银行的崩溃显然对实体经济企业家关于实际产出生产和劳动雇用的决策产生了影响。问题在于大萧条是否仅仅是一个随机事件和外生冲击，它是否对经济学家关于货币中性的信仰提出了质疑，以及货币数量论是否是分析资本主义经济的恰当框架。1929—1933年，胡佛(Herbert Hoover)总统听从了传统经济学家的建议，即经济会很快恢复并回到危机前的均衡。当经济没有如期恢复的时候，富兰克林·罗斯福(Franklin Roosevelt)取代胡佛当选为总统，他保证政府会采用新政来干预经济，以使其正常运行。

因此，这本书的标题所隐含的问题不仅仅是20世纪30年代“大萧条”是否有可能再现，它还是对现有经济理论的挑战，该理论基于货币中性观点，或者说市场力



|| “大萧条”会再次发生吗

量的运行独立于货币扰动，会使实体经济自动回到均衡这一观点。

海曼·明斯基倾其一生构建了一个替代理论，该理论强调华尔街对实体经济表现的重要性，以及货币不是中性的，经济学家面临的最重要的问题不是“它”是否会再次发生，而是为什么“它”在现代资本主义中发生得不那么频繁了。传统的方法无助于回答这个问题，因为这种理论主张“它”不可能发生，或者如果“它”的确发生了，那么也是一个统计异常，相当于由某个外生事件或冲击导致的500年一遇的洪水，又比如一场疫情暴发或者太阳黑子的爆发。事实上，即使当明斯基这一早期作品集出版的时候，大多数经济学家对这本书的标题所提出问题的回答依然是坚定的“不会”。他们以同样的方式回答了英国女王关于经济学家为什么没有预测到2008年金融危机的问题，他们说他们不知道它为什么会发生，但它作为一个随机事件，本来就不应该被预测到。

但是，正如本书所表明的，明斯基在20世纪50年代就开始发展一种新的理论方法，其中华尔街银行家创造的货币在为实体经济企业家的投资和消费决策进行融资时扮演了关键的角色。这些文章描绘出了明斯基发展这一替代理论的思想轨迹：首先，引发严重危机的金融不稳定是银行家和企业家理性决策的自然结果；其次，确定了导致“它”可能不断再次发生的力量，从而使人们能够理解为什么至少直至20世纪80年代中期，“它”还没有再次发生。

明斯基清楚地相信“它”会再次发生，并且作为“事后诸葛亮”，我们知道“它”的确再次发生了，美国和欧洲大部分地区整个生产和就业的经济系统的确在2008年秋季的金融危机中停滞了，如果不考虑持续的时间，这次危机的规模与20世纪30年代的“大萧条”是相似的。不幸的是，明斯基于1996年去世，他没有活着看到真实世界的答案：是的，“它”会发生，而且“它”的确再次发生了。

本书所涵盖的明斯基的文章包括他从20世纪50年代发表的早期作品，到20世纪70年代和80年代形成的被他冠名为金融不稳定假说的理论。从时间来看，这一文集处于他20世纪70年代中期的著作《凯恩斯〈通论〉新释》与20世纪80年代中期的著作《稳定不稳定的经济》之间的年代。它展现了明斯基金融不稳定假说的发展全貌，尤其有助于我们洞察他的替代性经济分析方法是如何产生了这样一种理论的，即认为经济周期和金融崩溃都是资本主义经济发展的一种自然演化结果的理论。

这些文章证明，在其学术生涯的早期阶段，明斯基就已经形成了其替代方法的大部分重要元素，并且独立于当时主流经济学家对凯恩斯《通论》的阐述。就此而言，首先需要关注的，而且或许最重要的一点是，尽管明斯基主张华尔街对实体经济的支配地位，但他对股市价格和市场崩溃的影响几乎没有兴趣，后者通常是基于心理狂热和群体妄想来解释的。具有讽刺意味的是，很多明斯基的批评者认为，他的不稳定理论需要这种对经济行为做出的心理解释。

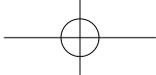
但明斯基几乎不关注这样的解释。相反，他对华尔街的关注集中在工商企业用来自银行的贷款进行投资，这些投资预计将以利润的形式产生未来的收入。明斯基对银行业和投资融资重要性的初始兴趣，反映了他早年作为芝加哥大学的本科生受到亨利·西蒙斯作品的影响，以及随后作为哈佛大学的研究生受到熊彼特的影响——那时，熊彼特正在哈佛大学阐述基于创新的发展过程，以及金融机构在这个过程中对引发商业周期所起的作用。明斯基在芝加哥大学与奥斯卡·兰格的友谊，兰格关于市场社会主义经济学的研究，以及列昂惕夫在哈佛大学对经济生产结构的分析，都是明斯基的思想发展，尤其是他关于金融机构和经济结构演化的重要性思想的重要来源。

事实上，这部文集中收录的他的一篇早期文章提出，要将所有的经济单位“视作银行”来分析^①。显而易见的是，这一简单的建议直接引致了对银行、工商业企业和家庭之间相互联系的资产负债表的分析，因为一个经济单位发行的负债在该系统中其他单位的资产负债表中被记录为资产。这自然引发了明斯基最初提出的货币内生性观点，因为银行用来为企业负债(被用于投资融资)提供融资的存款负债同时也被家庭视为资产(因为存款是银行的负债，银行通过这些存款获得企业的负债，企业用它们的负债为其投资融资，而银行的存款负债同时就是家庭的资产——译者注)。这些资产负债表的相互联系当然足以确立货币决定实际变量的重要性，而且它也证明了经济活动内生的周期性。因为金融机构并不希望通过销售投资资产的方式来清偿存款负债，而是希望发行新的负债，所以稳定性要求经济各个部门在资产产生的现金支付收入流和未偿负债到期的支出流两者之间取得平衡。当任何一个单位在现金收入流和支出流之间出现不平衡情况的时候，这都会自动反映在其他单位的账目上。然后，为了恢复平衡而采取的行动会引起生产和支出决策的变化。例如，企业现金收入流的下降将导致对银行还款的下降和银行放款的下降，这意味着企业借款和投资及家庭收入和支出的下降。这一过程显然导致了货币融资、产出和劳动需求的周期性波动。真正重要的是现金流收入和支出的平衡，而非供给和需求的自动恢复平衡。现金流收入和支出的任何不平衡都会引起调整，从而影响资产负债表和经济活动，并产生可能偏离平衡的周期性运动。“就我们的目标而言，从防御性的视角看待所有的组织很重要：‘是什么使一个组织陷于财务困境?’”^②

明斯基早期银行业分析的第二个方面是将金融机构描述为利用创新为投资提供融资的逐利性实体。这是支持金融内生于系统行为这一观点的第二个理由。例如，在他早期关于周期的公式化建模中，他指出传统的产生经济周期的乘数-加速数模型，潜在地假定了某种未做任何形式化说明(formal specification)的货币系统。他在

① 参见第6章“金融不稳定再考察：灾难经济学”。

② 同上。



IV “大萧条”会再次发生吗

这一领域的文章尝试研究了明确引入不同货币体系所造成的影响^①。

明斯基将货币体系的分化与银行为寻求利润最大化而进行的不同金融创新联系了起来。例如^②，他提及美国20世纪60年代的经历，如(大额)存单的产生对存款储蓄中介施加的压力(储蓄和贷款协会、互助储蓄银行)，待清偿商业票据发行量的迅速增长，以及银行和银行客户关系的相应变化。对明斯基而言，不稳定内生于逐利性的银行的创新中，也是经济中金融结构演化的基本要素。

在20世纪70年代以前，明斯基力求将这些早期观点更充分地整合进凯恩斯《通论》的思想内涵之中。20世纪70年代早期，他访问了英国剑桥大学，同凯恩斯在剑桥的很多前同事进行了交流，例如琼·罗宾逊，理查德·卡恩和尼古拉斯·卡尔多，他们正在构想将凯恩斯的理论拓展至长期增长和分配理论领域。他也重温并熟悉了凯恩斯的货币理论，尤其是《货币论》。正是在这一时期，他试图更明确地解释金融不稳定假说，以及它为何优于货币中性(原文为货币非中性，根据上下文内容更正为货币中性——译者注)理论——后者是占支配地位的新古典综合学派的特征。于是，明斯基试图提供一种与金融不稳定假说兼容的对凯恩斯理论的阐释。他在《凯恩斯》一书中认为，凯恩斯在《通论》中已经采纳了华尔街范式，即一种从华尔街投资银行董事会办公室来看待经济的视角。他注意到，凯恩斯首先假定了一个拥有成熟金融机构的货币生产经济。在这样一种经济中，货币不仅仅充当了一种克服了物物交换体系中需求双重巧合问题的媒介，还是一种特殊类型的金融资产，它在资本资产头寸被融资时出现。在这一著作之后的发展中，明斯基继续将自己的方法与凯恩斯的《通论》更紧密地结合在一起，指出了与凯恩斯的理论相似的三个基本假设：不确定性的普遍存在、资本主义经济时间路径固有的周期性，以及设定现金支付承诺的货币合同的根本重要性。由此，明斯基可以将凯恩斯《通论》的基本原理重新解释如下：它适用于这样一种资本主义经济，它具有精致的金融机构且这些机构可以被恰当地称为“华尔街”；它的正常路径随着时间的演变呈现出周期性，也就是说，商业周期是具有精致金融关系的资本主义经济市场过程所固有的^③。

在明斯基后来的工作中，他继续将自己的工作与剑桥传统的后凯恩斯主义联系在一起。例如，他为经济理论提出了一个后凯恩斯主义的戒律：“在解释资本主义经济的行为时，不可将通常所谓的实体经济与货币和金融经济一分为二。”当然，这仅仅是指他相信金融机构和实体经济表现之间的相互作用。他还提出了“一个后凯恩斯主义观点的主要命题：《通论》指出要摒弃作为一种状态的均衡，即经济趋

① 参见第11章“货币体系和加速数模型”。

② 参见第2章“金融与利润：美国商业周期不断变化的性质”。

③ 参见John Maynard Keynes, New York: Columbia University Press, 1975.

向的状态，并且一旦均衡实现便只有外生冲击才能导致其偏离的状态。这也是对经济以演化性周期方式发展的一种肯定”。^①

明斯基也将他对货币中性的批判与凯恩斯对马歇尔货币数量论的批判，以及后凯恩斯主义对20世纪70年代复兴起来的货币数量论及其对价格的解释的批判结合起来。明斯基通过提出凯恩斯的理论将实体经济和货币因素融为一体，从而终结了凯恩斯没有货币价格理论的观点，挑战了主流经济学对凯恩斯理论的批判，后者认为凯恩斯忽视了价格，因而需要新古典主义或者货币主义的价格解释。他进一步强调，这一方法清楚地表明，正如凯恩斯所坚持的那样，利率理论以金融资产的现货价格和远期价格之间的关系为基础，进而引入了预期在价格决定中的重要性，以及预期回报在投资和消费决策中的重要性。明斯基清晰地阐明了这一点，他说，“华尔街”基本的经济活动是用今天的货币交换明天的货币^②。今天的货币可以使经济主体购买资本资产，而明天的货币需要从用于生产的资本资产中获得足够的收入，以支付利息、分红、本金偿还和税后总利润。获取一般性的金融资产和特定的生产性投资——它驱动对劳动的需求并生产出国民收入，都是今天的货币-明天的货币之间的交易。

例如，早在20世纪70年代明斯基便主张，凯恩斯认为是对货币的供给和需求影响资本资产的价格水平，而不是货币供给影响产出的价格水平或货币价值。为了提供一种对产出价格水平的替代性解释，明斯基提出了“两套价格体系”：“资本主义经济的一个特殊性质就是存在两套价格——一套是当前产出的价格，另一套是资本资产的价格，并且在具有股票交易所的经济中，资本资产持续被定价为资本资产存量中资本品的当前价格，而金融工具则决定于资产货币(asset money)被主观决定的现行潜在收益(这一潜在收益产生于货币具有保护持有者应对不确定性的力量，也就是凯恩斯所谓的流动性偏好)，以及决定于与资本资产获得的未来准租金也就是与税后总利润有关的现行预期。因为两套价格的直接决定因素非常不同，因此这两套价格可能并不一致，并且在历史上也的确经常不一致。”^③

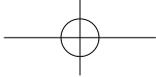
最后由此产生了对货币数量论的最根本的批判，它将一次又一次地召唤基于金融不稳定假说的后凯恩斯主义经济学进一步发展。他对这一观点作过如下表达：

“《通论》本应题为‘就业、资产价格和货币通论’……在资本主义经济中，利息的流动性偏好理论实际上是资产价格的决定理论。货币不是中性的，因为货币影响资产的绝对和相对价格及投资的速度，而工资和利润(由投资决定)决定了绝

^① Minsky, Hyman P., “Salient Attributes of Post-Keynesian Economics” (1992). Hyman P. Minsky Archive. 28.

^② 参见第5章“金融不稳定假说：一个重述”。

^③ Minsky, Hyman P., “Prices in a Financially Sophisticated Capital-Using Capitalist Economy” (1992). Hyman P. Minsky Archive. 35.



VI “大萧条”会再次发生吗

对和相对的产出价格。”^①

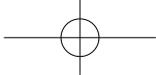
因此，明斯基将其对货币中性的驳斥与凯恩斯为他自己设置的问题——“逃离货币数量论的混乱”——联系起来，认为凯恩斯的问题对经济学家而言依然是一个有效的问题。无论面临的问题是在经济表现恶化的情况下改革资本主义，还是在指令性社会主义崩溃后创造资本主义，经济学家提供的建议几乎都反映出货币数量论的混乱。货币数量论的本质属性是货币中性，在它之中包含的不协调被忽略了，即一方面这是一个货币在其中没有容身之处的经济理论，另一方面它却在为金融体系的构建提供建议。如果不理解资本主义经济是如何将所谓经济的金融和实际方面整合在一起的，不理解替代性制度安排产生的结果，那么，政策能否抑制市场经济产生不和谐行为的内生倾向，或者政策能否引导资本主义的动力以确保经济发展，都会成为碰运气的事情。

扬·克雷格尔

(Jan Kregel)

2024年5月

^① Minsky, H. (1989) “Financial Structures: Indebtedness and Credit.” In Barrere, A. (ed.) (1989) *Money, Credit and Prices in Keynesian Perspective*. Palgrave Macmillan UK, p. 51.



译者序



明斯基金融不稳定假说的关键词

一、从众所周知的“明斯基时刻”进入复杂难懂的“金融不稳定假说”

明斯基是继马克思和凯恩斯之后，第三位我欣赏和喜爱的经济学家。他终其一生都在研究“大萧条”是否会再次发生的问题。在他去世十二年后，2008年世界金融危机的爆发回答了这个问题。这次危机被称为“明斯基时刻”的到来^①。

相比于“明斯基时刻”这样显而易见的事实，明斯基另一个著名的贡献“金融不稳定假说”则深奥晦涩，未能在学界得到透彻的阐述。

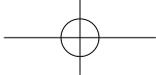
本书是明斯基创立金融不稳定假说的文集，是理解“明斯基时刻”为何会出现的必读文献。除了第7~9章和第13章分析美联储的货币政策，其余9章都在研究金融不稳定假说。第3~6章的标题包含“金融不稳定”或“金融过程与不稳定”，第10~12章介绍金融不稳定假说的数理模型。这些文章的发表时间在1957—1980年间，比《稳定不稳定的经济》的发表早数年甚至数十年，是明斯基思想火花迸发、理论创建高峰期的佳作，值得深入研读，反复揣摩。

二、金融不稳定假说的基础结构是昂贵资本品融资建设的内在机制

金融不稳定假说的基础结构是作为资本品的复杂、长生命周期、昂贵的资本资产或资本设备的融资建设机制(complex, long-live and expensive capital assets or capital equipment, 后文简称“昂贵资本品”)^②。明斯基举例的昂贵资本品有波音公司、核电厂等。

^① J. Lahart, In Time of Tumult, Obscure Economist Gains Currency; Mr. Minsky Long Argued Markets Were Crisis Prone; His ‘Moment’ Has Arrived.

^② Minsky, H., 2008, Stabilizing an unstable economy (First edition, Yale University Press, 1986), McGraw-Hill, p50, 78, 181 (后文简称Minsky, 2008).



VIII “大萧条”会再次发生吗

昂贵资本品专指处在建设过程中、尚未完成的重大工程，其具有以下几个自治的特征：

① 高科技、高难度、重大创新、国计民生重大项目，建成后会有效提高劳动生产率，在为社会提供的新的生产能力和产出方面举足轻重；

② 工程巨大，生产工艺复杂，建设、组装时间长，不能将其当作已经建好或容易建好的产出品对待，建设过程本身就是巨大的挑战；

③ 在漫长的建设过程中，只有投入，没有产出，在完工项目投入运营前所有的投入都没有价值；

④ 价值实现的过程复杂，资金回收期漫长。完工项目需要再次被投入生产运营中，通过生产过程转移其价值，只有当包含着昂贵资本品价值的最终消费品被买走、退出流通并被最终消费时，其价值才算真正得以实现；

⑤ 在建设过程中存在各种不确定因素：在建工程所需的劳动力、原材料、资金能否按既定的成本在需要的时间获得，工程进度是否顺利，项目能否如约建成，建好后能否投入运营，运营后能否顺利收回资金等都是未知；

⑥ 需要巨额资本，离不开融资贷款的资金安排；

⑦ 无论是项目的建设过程还是项目完工后投入运营为社会创造产出，都会对宏观经济的运行及其稳定产生重大影响。

昂贵资本品融资建设的内在机制贯穿从生产供给、资金融通到价值实现等社会经济活动的各个环节中，其具有的高度不确定性和复杂性，给社会经济和社会稳定带来挑战。

三、“金融杂耍(juggling acts)”^①年代的“债务确认(validation of debt)”

1. 时代背景：“金融杂耍”年代

在明斯基的时代，随着社会生产力的发展和剩余财富的积累和增加，一个复杂、精致(sophisticated)的金融共同体(financial community)发展了起来，把借债还钱变成商业惯例和“金融杂耍”。以华尔街为代表的金融共同体建构起了诸如“**短期债务总是可以通过再融资来偿还的**”^②的信仰，“用外部融资投资和用融资获取资本资产头寸，成为我们经济的一个突出特征”。^③“一个经销商可以从融资公司借款来建立他的汽车存货；融资公司可以用商业票据从保险公司借款；而保险公司在抵押贷款上尚有待清偿的支付承诺(payment commitments)，如此等等。”

① Minsky, 2008, p244.

② Minsky, 2008, p244. 这句话与《经济学家》2009年对次贷危机反思的发文和表达同出一辙。

③ Minsky, 2008, p212.

明斯基给这种普遍渗透在经济生活中的资金融通起了一个专有名词：“金融杂耍”。这个词既揭示了资金融通对货币流动、实体经济繁荣的促进作用，也表达了社会经济结构各实体之间高度耦合、互相影响、互相依赖的内在机制，更强调了资金融通体系内在结构的动态性和暂时稳态特征。

2. 资金融通体系内的正向驱动力：“债务确认”

把“金融杂耍”中连锁交织、精致复杂的债权债务关系与昂贵资本品的筹资建设融为一体，可以构建出一个连接过去、现在和未来的融资联动反馈机制。它有以下主要的节点：

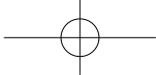
- ① 过去的经济运行良好、利润丰厚，让人有理由相信前景光明；
- ② 想要投资建厂的人敢于也愿意借钱办厂；
- ③ 银行家或资金充裕者敢于也愿意拿出货币、贷出款项；
- ④ **如果一笔融资贷款协议达成，投资建厂的行为本身会在事实上形成之前投资所需要的市场需求，使之前投资预期赚取的利润得以实现，这会证明之前的投资决策是正确的；**
- ⑤ 企业能够实现利润的时候，才能如期偿还贷款本金和利息；
- ⑥ 前期贷款能够还本付息的事实可以证明前期融资决策的正确性，这被称为“债务确认”。

被确认的债务会正向激励从①到⑥的循环，融资、投资的相互激励成为这套系统正向反馈的原始驱动力和持续的驱动力。

在这个多维度的复杂系统中，在漫长的时间跨度中，人们根据预期决定行动，又用行动的后果验证过去预期和决策的正确性，一系列关乎是否借债、是否投资、投资的项目能否如约建成，能否正常运营并产生利润，以及能否如约归还借款的决策，就决定了整个经济系统的绩效，决定了创新、产出、就业和宏观经济的运行周期及稳定性。其间的任何一个节点出了问题，借来的货币就可能无法如约归还，债务违约的连锁反应就可能导致“明斯基时刻”的爆发。我把明斯基描述的这个过程称之为资金融通体系的内在机制模型。

四、金融不稳定假说的关键词

明斯基用“金融杂耍”时代资金融通体系的内在机制模型，洞察昂贵资本品融资建设全生命周期中的融资方式转化和价值的最终实现，探索宏观经济稳定性和金融体系稳定性的原理，构建出金融不稳定假说的框架结构和关键要素，用一套内涵深刻的词汇进行阐述。我抽取了几个新颖、有趣的关键词，以飨读者。



X “大萧条”会再次发生吗

1. 我们这种经济(our economy)^①

它是指以生产资料私有制为典型特征的资本主义经济。消费资料之外的社会剩余财富实质上是用作社会积累和投资的公共财富。当它们被私人占有时，投资实体经济就离不开“债权”融资，形形色色“杂耍”般的债权债务关系和金融市场行为就是必然的结果。

2. 支付承诺

当有融资借款行为发生时，就会产生还本付息的支付承诺。支付承诺规定了借款单位承诺支付的偿还债务所必需的现金流^②。

3. 现金流的分类

现金流之于经济的作用如同血液之于人体的作用。明斯基从实体经济的价值创造、借债还钱的强制性，以及为了还债而出售资产等角度对现金流进行分类，分析它们在资金融通全生命周期中的不同作用，既深刻揭示了资金融通的内在规律，也便于洞察金融借款对宏观经济稳定性的影响。

(1) 收入现金流(income cash flows)。这里的“收入”专指在实体经济中通过真正的价值创造和增殖获取的工资和利润收入^③。它是使融资借款具有合法性的唯一现金来源。

(2) 资产负债表现金流(balance-sheet cash flows)。它是指融资借款方为了偿还资产负债表的负债所需要的现金流，亦是指履行支付承诺需要的现金流。它代表了借债还钱对现金流产生的强制性需求。

(3) 投资组合现金流(portfolio cash flows)。它是指买卖资产获取的现金流。用出售资产的方式获取现金流是危险的、脆弱的，它会导致资产贬值，降低偿债能力，把宏观经济拉入系统性风险不断扩散的恶性循环。

4. 融资方式的分类和融资结构

明斯基根据所借债务带来的在未来每一期的预期盈利对支付承诺的满足度，把融资方式分为对冲融资、投机融资和庞氏融资三类，用以区分不同融资方式的稳健性和风险。对冲融资在每一个还款期的预期收益都大于支付承诺。投机融资的预期收益在早期小于支付承诺，到后期大于支付承诺；在早期只能偿还利息，到后期才能归还本金。借贷方需要不断地借新债还旧债。庞氏融资只在个别情况下预期收益

^① 本文所列举的关键词大部分在本书或明斯基的其他著作中都随处可见或被反复论述，故除了确有必要，不再一一标注出处。

^② Minsky, 2008, p205.

^③ H. Minsky, Can 'it' happen again?--Essays on Instability and Finance, First published by M.E. Sharpe 1982, New York: Routledge, 2016, p. 122.

大于支付承诺，其余各期都必须依靠借新债还旧债，债务会积累得越来越多。

融资结构是指在一个经济体中对冲融资、投机融资和庞氏融资各自所占的比重。

从对冲融资、投机融资到庞氏融资的变化，代表了从稳健的借、贷款行为，向越来越冒险和激进的借、贷款行为的转化。在经济发展的不同阶段，经济体有不同的融资结构，对冲融资占比越大的融资结构越稳定，投机融资和庞氏融资占比越大的融资结构越不稳定。

5. 经济的稳定期(periods of tranquility)与癫狂期(euphoria)

经济的稳定期指的是实体经济平稳发展、利润丰厚的时期：利率相对较低，货币供给充足，融资借债主要受实体经济真实利润的驱动，如约而至的预期利润确保之前债务能够还本付息，激发更多的投资和融资。“二战”后五六十年代的“黄金年代”属于典型的稳定期。

经济的癫狂期自发地从经济的稳定期中发展出来。随着稳定期持续时间的不断延长，人们对未来的预期越来越乐观，开始相信经济会在未来永远扩张，相信意欲尝试的投资总是可以赚钱，原本的谨小慎微被越来越大胆的冒进所取代，之前不看好的借款和投资行为，也变得富有吸引力。

在癫狂期，借款和投资的需求是如此的强烈，导致货币市场日趋紧张，利率上升，融资条款的附加条件也日趋严苛。一旦金融头寸收紧，惯用的现金流渠道断裂，就可能带来一系列的债务违约和紧缩。在1929—1933年大萧条和2008年次贷危机之前，美国经济都呈现出“长期繁荣”的癫狂特征。

6. 替换贷款(take-out loan)

替换贷款是昂贵资本品的建设项目完工、投产运营后成功的融资安排，用一笔长期贷款偿还之前的一系列短期贷款。

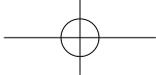
在昂贵资本品的建设过程中只能采取高风险的投机融资或庞氏融资方式，即获得临时性短期贷款，依靠不断的债务展期维持工程进度。在项目完工、投入运营后，较为稳定的收入成为事实且未来可期，才有了获得长期贷款的可能性。当长期贷款的预期收益大于支付承诺时，可以用一笔长期贷款偿还之前的一系列短期贷款，这笔长期贷款属于低风险的对冲融资，就此实现了融资方式从投机融资、庞氏融资到对冲融资的转化。

7. 现值颠倒(present value reversal)

当昂贵资本品的供给价格大于需求价格的时候，此时的供求价格状况称为现值颠倒。

昂贵资本品的需求价格是需求方根据预期利润和利率估算出来的资本品现值。

昂贵资本品的供给价格是项目建设者估算出来的投标价，是包括劳动力、原材



XII “大萧条”会再次发生吗

料、资金成本等在内的建设成本和必要利润之和。

如图1所示，横轴表示投资建设的时间，纵轴表示投资建设的价格，SS是昂贵资本品的供给价格，DD是昂贵资本品的需求价格。

要想让昂贵资本品被生产出来，需求价格必须大于或等于供给价格，这是供求曲线交汇点A左边的情形。但如果需求者对未来悲观失望，预期利润下降，或者利率大幅上升导致需求价格下降；而供给方因成本上升导致供给价格上升，使供给价格大于需求价格的时候，昂贵资本品的供求价格就来到了A点的右边，这个供求价格状况就是现值颠倒。此时投资、融资都会停止：既没有新项目开工，已开工的项目也会变成烂尾工程。

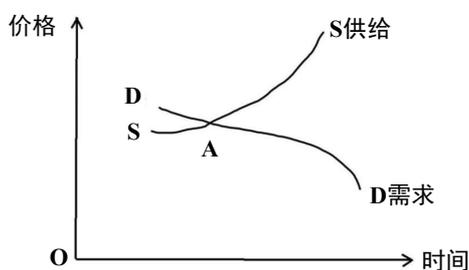


图1 供求价格状况演化与现值颠倒

8. 两套价格体系(two sets of prices)

明斯基创造性地提出的“两套价格体系”理论，在底层逻辑上为昂贵资本品融资建设的难解之题点亮了透视之光。

明斯基提出，处于不同阶段的昂贵资本品存在不同的定价方式和价值实现方式：已建成并投入运营的昂贵资本品用“当前产出价格”来交易；尚未建成的资本品用“资本资产价格”来进行融资建设。

以核电厂为例，已经建成并投入运营的核电厂的“当前产出价格”，根据已有的车间厂房、供求价格就能定价、交易，改变的只是核电厂的所有者，核电厂的投资、积累、产出都不受影响。

尚未建成的核电厂的“资本资产价格”需要随时间变化，接受在建项目供求价格匹配度的检验：如果供给价格小于需求价格，核电厂可能被建设出来；如果供给价格大于需求价格，则核电厂不会被继续建设，会成为烂尾工程，所有投入无法得到价值实现。

如果在某个时间点，已建成核电厂的供给价格低于在建核电厂的供给价格，即已建成核电厂的销售价格低于在建核电厂的预期成本加利润，想要运营核电厂的需求者就不必购买在建核电厂，只需要购买已建成核电厂即可。在建核电厂就无法得到预期的融资，投资、建设都会中断，进而导致宏观经济不稳定。

9. 明斯基时刻

当现值颠倒，新投资中断，资本品失去市场和利润来源，预期的偿债现金流断裂，为了偿债而被迫抛售资产，出现螺旋式价格下跌、偿债能力恶化、债务违约时，明斯基时刻就到来了。

10. 金融不稳定假说

“金融不稳定假说第一定理：经济在某些融资方式是稳定的，在另一些融资方式下是不稳定的。金融不稳定假说第二定理：经过一段长时间的繁荣，资本主义经济会使系统稳定的融资关系，转变为使系统不稳定的融资关系。”^①

五、与明斯基结缘及致谢

1. 与明斯基结缘

我第一次听到明斯基的名字是在2003年我去马萨诸塞大学阿默斯特分校访学期间詹姆斯·克罗蒂(James R. Crotty)的宏观经济学课上。五年后，次贷危机爆发，我申请国家社科基金青年项目“海曼·明斯基关于稳定宏观经济的政治经济学分析”，开启了对明斯基的探索之路。

2011年8月至2012年8月，我在纽约社会科学新学院访学，参加了第21届“明斯基年会(Annual Hyman P. Minsky Conference)”^②(见图2)和第3届“明斯基夏季研讨会”(见图3)，遇见了明斯基的妻子埃丝特(Esther Minsky)(见图4)、女儿戴安娜(Diana DePardo-Minsky)(见图5)和本书中文版序言的作者扬·克雷格尔(Jan Kregel)(见图6)，与他们合影。

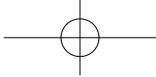
2. 致谢

感谢清华大学出版社的编辑老师们对本书出版给予的大力支持与协助，本书出版的每一个环节都离不开她们的辛勤劳动，尤其是翻译文稿的多次修改给她们增加了巨大的工作量。感谢埃丝特、戴安娜和明斯基的儿子阿兰(Alan Minsky)允许出版翻译本书。感谢安瓦尔·谢克(Anwar Shaikh)推荐明斯基研究的专家学者扬为本书作序。感谢扬为本书撰写中文版序言。

感谢十五年来所有陪伴我在明斯基研究路上的同行者：我的前同事王生升教授与我合作申请明斯基研究的国家社科项目；李亚鹏、董鑫、樊正伟、张珂、陆铭和张科举在清华大学读研究生期间参与明斯基文献的翻译工作；张珂、陆铭、刘振

^① Minsky, H., 1992, The Financial Instability Hypothesis, Working Paper No. 74.

^② “明斯基年会”始于1992年，会期通常为2天，参会者来自政府、学术界、金融机构、媒体和利维经济研究所，截至2021年已召开了29届。



XIV “大萧条”会再次发生吗



图2 明斯基年会，福特基金会，2012年4月
摄于纽约市



图3 明斯基夏季研讨会，2012年6月摄于巴德学院
利维经济研究所



图4 我与明斯基的妻子埃丝特(Esther Minsky)，2012年6月摄于巴德学院利维
经济研究所



图5 我与明斯基的女儿戴安娜(Diana DePardo-Minsky)，2012年6月摄于
巴德学院利维经济研究所



图6 我与扬·克雷格尔(Jan Kregel)，明斯基
夏季研讨会，2012年6月摄于巴德学院利维
经济研究所

山、戴霖杉和王家园都进行了与明斯基相关的硕士论文研究。感谢朱安东教授在百忙之中阅读译稿、撰写专家审读意见。感谢文一教授、李稻葵教授、余永定教授、龚刚教授、孟捷教授和谢富胜教授在百忙之中撰写专家推荐语，字字珠玑。

感谢翻译团队的每一位成员：孙小雨、戴霖杉、田磊、张宏博、轩辕行健、王晟(见图7、图8)。他们是我的人生伙伴、良师益友和精兵强将。本书的每一个章节都经过了所有成员的多轮讨论与修改，凝聚了每位成员的心血和智慧。



图7 (从左至右)张宏博、田磊、戴霖杉、赵准、王晟、轩辕行健，2024年6月摄于清华大学



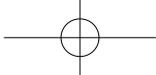
图8 (从左至右)张宏博、田磊、戴霖杉、赵准、王晟、轩辕行健，2024年6月摄于清华大学

受篇幅所限，本书索引部分以数字形式呈现，请读者扫描下方二维码获取。



赵 准

2024年7月于清华园明斋



劳特利奇经典版序言



海曼·明斯基是20世纪美国最具原创性的经济学家之一，这部论文集代表了他的早期思想。从在哈佛大学读研究生时起，明斯基就一直持续关注20世纪30年代初席卷美国的金融危机，本论文集的标题及其收录的论文都体现了这一点。在近一个世纪后的今天，我们通常将这场危机等同于“1929年大崩盘”。然而，正如明斯基在与本论文集同名的文章中所指出的那样，直到他的思想成熟并取得超越为止，一直萦绕在他头脑中的危机是1932—1933年的金融危机，而不是在那之前三年多发生的股票市场崩盘。两者之间的区别十分重要：1929年，股票市场崩盘；1932—1933年，股票市场和银行系统因赫伯特·胡佛(Herbert Hoover)平衡美国联邦预算的尝试而开始崩溃，直到富兰克林·罗斯福(Franklin Roosevelt)通过延长银行假期，出台包括《格拉斯-斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall Act)和拓展存款保险覆盖范围在内的新的金融监管条例，以及实行新政等措施才得以挽救。这些文章清楚地表明，在明斯基看来，避免“大萧条”再次发生并不仅仅意味着支持股票市场和为银行提供再融资，而且还意味着需要财政刺激来防止总需求下降，同时也需要为金融系统提供价值稳定的政府证券。

在危机爆发时，明斯基刚刚步入青少年时期。他出生于1919年，父母是来自俄国的孟什维克难民，他们参加了芝加哥的社会主义政治运动和工会运动。明斯基天资聪颖，他进入芝加哥大学学习数学，并在那里遇到了波兰马克思主义者奥斯卡·兰格(Oskar Lange)，兰格鼓励他学习经济学。明斯基在第二次世界大战末期服完兵役后，在纽约的一家金融公司工作了数月，其后进入哈佛大学攻读博士学位，师从约瑟夫·熊彼特(Joseph Schumpeter)，在1950年熊彼特去世后导师改为瓦西里·列昂惕夫(Wassily Leontief)。他的博士论文是对加速数原理的批判，该原理在当时已经成为保罗·萨缪尔森(Paul Samuelson)所提出的经济周期理论的关键要素。明斯基不仅批判了加速数原理，还批判了经济周期理论中金融因素的缺失^①。

^① 明斯基去世后，他的博士论文以《诱导性投资与经济周期》为题，由爱德华·埃尔加出版社于2004年出版。贝洛菲奥雷(R. Bellofiore)和费里(P. Ferri)主编的《金融凯恩斯主义与市场不稳定性：海曼·明斯基的经济学遗产》(第一卷)(爱德华·埃尔加出版社，2001年)的导言提供了对明斯基著作和观点的出色总结。他们两位是意大利贝加莫大学海曼·明斯基经济系的教授。

从哈佛大学毕业，明斯基先后在布朗大学和加州大学伯克利分校任教，之后于1965年被聘为华盛顿大学圣路易斯分校教授。1990年退休后，他成为巴德学院利维经济研究所的高级学者，并在那里工作直到1996年去世。

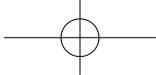
本论文集收录的文章包括他首次发表的文章《中央银行与货币市场变革》和《货币系统与加速数模型》。这些文章显然源自他的博士研究。到了20世纪60年代，在货币和信用委员会任职顾问的工作强化了明斯基对政府政策的关注，他专注于说明美联储的适应性政策和逆周期的财政政策对于消除金融不稳定的必要性。这在他的论文《“大萧条”会再次发生吗》中得以体现。1966年发生的信贷紧缩——后来由美联储提供流动性化解——使明斯基确信，金融不稳定的风险依然迫在眉睫。但是人们并没有吸取教训，随后的信贷紧缩演变为规模不断扩大的全面衰退，并在1979年的里根衰退中达到顶峰（《金融与利润：美国商业周期不断变化的性质》）。

除了亨利·西蒙斯(Henry C. Simons)这一芝加哥学派中的银行业自由放任政策批评者，对明斯基的金融理论影响最大的可能是持有债务紧缩观点的欧文·费雪(Irving Fisher)。明斯基分析金融危机的最初尝试采取的形式是考察经济对于现在所说的“冲击”的响应。这些冲击会影响人们对投资所带来的利润的预期，从而导致投资和进行投资所需融资的增加或减少。投资变动几乎被普遍地看作经济周期中的主动性支出变量。信贷条件不仅是决定为投资而获得融资的关键因素，而且常常决定投资本身。

1969—1970年，明斯基在英国剑桥大学圣约翰学院做了一年的访问学者。他借此机会深化了对凯恩斯著作的理解，这一研究的成果即为他1975年出版的专著《约翰·梅纳德·凯恩斯》。在此书中，明斯基支持凯恩斯关于调节总需求与投资回报就足以实现充分就业的观点。看起来他在这本书出版以后才吸收了米哈尔·卡莱茨基(Michal Kalecki)的部分研究成果。卡莱茨基基于投资的经济周期理论让明斯基找到了使投资不稳定内生于资本主义生产和投资过程的途径。这一经济周期的理论路径使明斯基得出其金融不稳定理论，在这一理论中的信用崩溃并不是由冲击或者货币当局缺乏调节导致，而是在系统内部自行产生。这种新的理论体现在本书收录的《金融不稳定假说：一个重述》一文中。

本论文集最初出版于1982年，既包含了明斯基关于资本主义经济和金融过程的独特理论的基本要点，也反映了这一理论产生的不同阶段。尽管明斯基在1986年出版的最后一本著作《稳定不稳定的经济》中才将他的各种分析整合起来，但在本书收录的文章中也许已能找到其基本观点。

明斯基的观点可能不可避免地受到了当时理论交锋的影响，这些交锋既包括关于经济政策的辩论，也包括凯恩斯主义者中关于如何准确理解凯恩斯著作的争论。关于经济政策的辩论体现在凯恩斯主义者和货币主义者的意识形态斗争之中，争论主题为如何应对20世纪70年代至80年代不断上升的失业率和通货膨胀。凯恩斯主义者支持



XVIII “大萧条”会再次发生吗

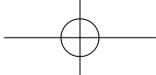
老式的财政刺激，货币主义者则青睐于通货紧缩。在这场争论中，明斯基当然站在凯恩斯主义者一方。但是，在如何解读凯恩斯的《通论》这一问题上，明斯基是最早批判“新古典综合”的经济学家之一。新古典综合是凯恩斯理论的一般均衡版本，一直到20世纪70年代都是经济学教科书的主要观点。考虑到新古典综合现在已经被新古典宏观经济学、新凯恩斯主义宏观经济学和最近的动态随机一般均衡模型所取代，这一争论也许只具有历史意义，明斯基对于新古典综合的评论可能也因此而显得多余。不过应该记住的是，明斯基正是通过这一批判才提炼出对一般均衡理论的独特看法。

同样值得注意的是，在教科书中取代了新古典综合的那些理论(除上述以外，还包括最近的综合了新古典宏观经济学与新凯恩斯主义宏观经济学的“新新古典综合”)与明斯基理论的差别甚至更大。如果说20世纪70年代以来宏观经济理论取得了什么进步，那就是系统性地减少和排除了企业或银行金融机构在宏观经济模型中发挥的任何作用。明斯基后来多次提到，这种排除使模型丧失的恰恰是那些赋予资本主义本质特征的机构。生产和投资的关键决策都是由家庭做出这一观点支撑了当今“有微观基础的”宏观经济学，这对于不谙世事的公众或者书斋里的知识分子来说也许是合理的，但它代表的只是一种想象中的世界，而不是现实中的现代资本主义。尽管现在通常将明斯基和后凯恩斯主义者联系起来，但他对于分析上述机构运行的强调却使其著作有别于许多后凯恩斯主义者。实际上，在明斯基被后凯恩斯主义者接纳以前，他常常称自己为“金融凯恩斯主义者”。

伴随着将企业和金融从宏观经济学中排除，人们对于中央银行管控通货膨胀和经济活动的能力的信心也不断增强。矛盾的是，自从2007年爆发金融危机——我们这个时代的“明斯基时刻”以来，要求增强货币政策对经济影响力的呼声已经上升到新的高度。正如本书收录的文章所示，明斯基对于中央银行掌控经济的能力持怀疑态度。19世纪以来，(政府)通过货币政策来控制国家的经济状况时，这总是成为金融危机的先声。对明斯基来说，中央银行的重要职能是作为最后贷款人，在银行面临流动性短缺时提供信贷。明斯基沿袭了凯恩斯的观点，认为对经济周期的调控最好通过财政政策来实现。从这种观点来看，人们在最近的危机期间及其后提出的中央银行掌控经济的主张，在一定程度上掩盖了中央银行在危机中未能有效履行最后贷款人职能的问题。而在明斯基看来，这是中央银行在危机中可以成功执行的唯一职能。

正如上述论述所示，明斯基对于现代资本主义经济中复杂的金融机制进行了多方面的思考。因为他拒绝将融资和金融关系简化为从现代资本主义经济体制结构中抽象出来的简单投资组合决策，所以其理论在现代宏观经济学中独树一帜。也许是无意识的，明斯基是向19世纪的银行学派回看。而21世纪的金融困境却使这些论文在今天被赋予新的生命和活力。

简·托普洛夫斯基
(Jan Toporowski)



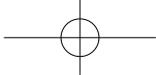
前 言



五十年前，1932—1933年的冬天，美国的金融系统和经济系统停摆，几近完全崩溃。整整两代人一直被这样的幽灵所缠绕——“大萧条”（类似这样的巨大崩溃）是不是会再次来临。如果认识不到改革者的一个主要目标是构建出一种意欲使“大萧条”不再发生的金融和经济制度，我们就无法理解我们经济的制度性结构，而这一结构在罗斯福时期的头几年中就已经基本成型。

本书辑录文章的主题是为“大萧条”做出定义，确认“它”是否会再次发生，并阐明为何到目前为止“它”尚未再次发生。这些文章中最早的发表于二十五年前左右，最迟的发表于1980年底。它们涉及抽象理论、制度演化和美联储政策等问题。尽管发表时间上存在跨度，所涉主题也各有不同，但它们都强调我们应该增进对不断演进的制度结构所产生影响的理理解，并将之纳入经济理论。此外这些文章还指出，如果经济理论把经济学家们通常称为实体经济的部分同金融系统分离开来，那么这种理论就只能得出错误的结论，无法理解我们这个世界的运行方式。

这些文章的重大结论是，金融不稳定对于所有去中心化的资本主义经济 (decentralized capitalist economy) 来说都不可避免。也就是说，资本主义具有固有的缺陷——但是，金融不稳定并不必然带来大萧条；“大萧条”不是必然要发生的。当新政及其后续变革的最终结果是一个比1929年大得多的政府（相对于经济的体量来说），并伴之以对金融实践进行管控和干预的经济结构的时候，这些措施提供了一系列“最后贷款人”的保护。套用一句俗语，美国经济“时来运转(lucked out)”了。然而，随着始于1946年的体系在其后二十多年中的成功演进，“制度的”和“资产组合的”实验与创新将流动性保护吸收殆尽，而这一保护是大萧条后的改革及战时财政的遗产。结果，为了消除可能引发严重衰退的金融错配，政府不得不进行力度更大、频率更高的干预。金融关系的演化导致了间歇性的“危机”，这些“危机”酿成了发生严重衰退的明显而现实的风险。迄今为止，美联储和其他金融管理机构的干预及财政部的赤字共同遏制和管控了这些危机。然而，在目前的金融结构和经济结构下，这些举措会导致通货膨胀。在目前的有通货膨胀倾向的经济系



XX “大萧条”会再次发生吗

统中，抑制通货膨胀的常规手段容易引发债务紧缩过程，如果这一过程无法得以遏制，就会导致严重的萧条。

显然，我们现在需要构建一种制度体系和干预体系，在不造成慢性通货膨胀的前提下防止金融崩溃和严重萧条。在本书中，我只会给出一些关于可能举措的线索；比起开药方，我对于做出诊断感到更自信。

经年以来，我在理论上得到了许多人的帮助，其中一些我能够明确意识到，故在这里表示感谢：作为学生的我深受亨利·西蒙斯、奥斯卡·兰格和约瑟夫·熊彼特的影响。

在我进入华盛顿大学圣路易斯分校工作后，我很快与马克·吐温家族银行建立了联系。在这些年中，这一联系，尤其是来自亚当·阿伦森(Adam Aronson)、约翰·杜宾斯基(John P. Dubinsky)，以及后来的埃德温·哈得斯佩斯(Edwin W. Hudspeth)等人的真知灼见显著地提升了我对于经济运行方式的理解。

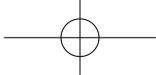
伯纳德·沙尔(Bernard Shull)供职于美联储管理委员会时，对我的作品也提供了很大帮助。

我在英国剑桥大学度过了一年的学术休假(1969—1970年)。十分感谢奥布里·希伯斯顿(Aubrey Silberston)，有了他的帮助我才得以成为这个学术共同体的一员。

莫里斯·汤森德(Maurice Townsend)多年以来总会阅读我正在撰写中的作品，不仅提出意见，还一直鼓励我坚持下去。他是一个可以依靠的真正的朋友。

爱丽丝·利泼维茨(Alice Lipowicz)在阅读本书并为本书挑选收录文章等方面提供了难以估量的帮助。M. E.夏普公司的阿诺德·塔佛(Arnold Tovell)和罗格斯大学的阿尔弗雷德·艾克纳(Alfred Eichner)也为本书提供了大量帮助。贝斯·埃里克(Bess Erlich)和华盛顿大学经济系的工作人员在处理我潦草的手稿时总是报以极大的耐心。

海曼·P. 明斯基
(Hyman P. Minsky)



目 录



导言

“大萧条”会再次发生吗——一个重述 / 1

第1章

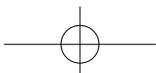
“大萧条”会再次发生吗 / 12

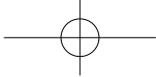
- 1.1 通常情况下的考量因素 / 12
- 1.2 模型简图 / 14
- 1.3 证据一览 / 17
- 1.4 总结：关于联邦政府的角色 / 19

第2章

金融与利润：美国商业周期不断变化的性质 / 20

- 2.1 历史视角 / 20
- 2.2 融资与不稳定 / 21
- 2.3 金融的重要性 / 23
- 2.4 对冲、投机和庞氏融资 / 26
- 2.5 收入水平、收入分配和金融结构的确认 / 35
- 2.6 利润的决定和金融结构的确认 / 39





XXII “大萧条”会再次发生吗

- 2.7 一些数据 / 42
- 2.8 最初问题的回答 / 50

第3章

金融不稳定假说：对凯恩斯的解读和对“标准”理论的替代 / 53

- 3.1 引言 / 53
- 3.2 根据凯恩斯对维纳教授的反驳解读《通论》 / 54
- 3.3 从金融不稳定的视角看我们的经济 / 56
- 3.4 总结 / 61

第4章

资本主义金融过程和资本主义的不稳定 / 63

- 4.1 金融和资本主义经济运行 / 65
- 4.2 关于“货币基金”的题外话 / 66
- 4.3 美联储抑制通货膨胀的操作 / 68
- 4.4 资产价格、投资和融资 / 69
- 4.5 投资、利润和企业债务的确认 / 71
- 4.6 总结 / 75

第5章

金融不稳定假说：一个重述 / 77

- 5.1 引言 / 77
- 5.2 金融不稳定假说在经济理论中的地位 / 79
- 5.3 投资、消费和有效需求理论 / 81
- 5.4 对金融不稳定假说的重述 / 86
- 5.5 政策建议 / 94

第6章

金融不稳定再考察：灾难经济学 / 96

- 6.1 引言 / 96
- 6.2 癫狂经济学 / 99
- 6.3 现金流 / 103
- 6.4 金融不稳定和收入的决定 / 106
- 6.5 货币紧缩如何起作用 / 115
- 6.6 金融稳定理论 / 119
- 6.7 中央银行的职能 / 126

第7章

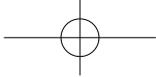
中央银行与货币市场变革 / 130

- 7.1 引言 / 130
- 7.2 近期的两个制度性变革 / 131
- 7.3 变革对货币政策的影响 / 138
- 7.4 制度变化预期的影响 / 140

第8章

货币权力的新功用 / 143

- 8.1 引言 / 143
- 8.2 引导金融市场的演化 / 144
- 8.3 操控不确定性 / 147
- 8.4 总结：联邦储备系统的职责范围 / 151



XXIV “大萧条”会再次发生吗

第9章

美联储：左右为难 / 153

- 9.1 美联储的双重职能 / 154
- 9.2 1929年和1979年 / 155
- 9.3 最后贷款人 / 157
- 9.4 对结构性改革的需求 / 158

第10章

对凯恩斯投资理论的阐释 / 161

- 10.1 引言性评论 / 161
- 10.2 基本组成部分 / 162
- 10.3 资本存量的定价 / 165
- 10.4 货币的作用 / 168
- 10.5 股票市场 / 171
- 10.6 投资的供给 / 172
- 10.7 事前和事后投资：内部资金流 / 175
- 10.8 为投资融资与资本资产价格的相互关系 / 176
- 10.9 总结性评论 / 180

第11章

货币体系和加速数模型 / 182

- 11.1 加速数-乘数模型的形式属性 / 183
- 11.2 货币数量保持不变的加速数模型 / 185
- 11.3 货币数量可变的加速数模型 / 191
- 11.4 政策启示 / 200

第12章

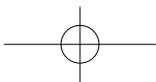
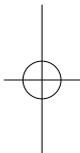
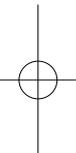
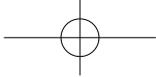
对简单的增长和周期模型的综合 / 202

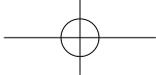
- 12.1 引言 / 202
- 12.2 综合模型的要素 / 203
- 12.3 形式化模型 / 206
- 12.4 总供给行为 / 207
- 12.5 总需求行为 / 208
- 12.6 综合模型的行为 / 209
- 12.7 自我维持的增长的可能性 / 211
- 12.8 事前和事后消费 / 212
- 12.9 通货膨胀的影响 / 213
- 12.10 技术变革的影响 / 215
- 12.11 总结 / 216

第13章

私人部门的资产管理与货币政策的有效性：理论和实践 / 218

- 13.1 引言 / 218
- 13.2 资产管理的资产组合视角 / 220
- 13.3 未被重构的凯恩斯模型 / 223
- 13.4 近年来货币政策的有效性 / 224





“大萧条”会再次发生吗

——一个重述

自第二次世界大战(以下简称“二战”)以来,最重大的经济事件是一件没有发生的事情:一场深远且持久的萧条至今仍未发生。

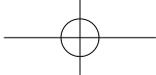
从历史记录来看,超过三十五年没有发生严重且长期的萧条是一项令人瞩目的成就。“二战”以前,严重的萧条会周期性爆发。在那些萧条频发的艰难时期里,20世纪30年代的大萧条仅仅是其中“更大、更好”的一例。战后的成就表明,大体上由20世纪30年代的改革所创造出的制度结构和政策干预措施存在可取之处。

“它”——大萧条——还会再次发生吗?如果“它”还会发生,那么为什么在“二战”后的这么多年中没有发生?无论是基于历史记录,还是基于过去三十五年相较于之前而言的成功,我们都会自然地提出这些问题。要回答这些问题,我们需要这样一种经济理论:在这种理论中,大萧条是我们这类资本主义经济可能出现的一种状态;同时我们可以借助这种理论来确定,在1980年和1930年的经济之间的诸多不同点中,究竟是哪些因素造就了战后时期的成功。

里根政府已经发起了一个方案(本书第1版出版于1982年,明斯基撰写此文时,里根的改革方案尚处在发端阶段——译者注),对经济制度和经济政策进行显著变革。这些方案反映了一些被清晰表达出来的对干预资本主义(interventionist capitalism)的保守性批评。这里的干预资本主义指的是在新政和战后时期发展起来的一种资本主义。

尽管这些批评来自被冠以货币主义、供给学派和财政正统(fiscal orthodoxy)等的各式流派,但它们的主张都是类似的,即它们都声称自己反映的是现代经济理论的成果,而他们所谓的现代经济理论就是通常所说的新古典综合。新古典综合的抽象基础在“二战”后,随着数理经济学的兴盛得到了充分的发展。担任往届政府经济顾问的正统凯恩斯主义者们的理论基础正是这个新古典综合。

新古典综合的主要定理是:在一个去中心化的市场系统中,经济单位由各自的



2 “大萧条”会再次发生吗

利益驱动，最终能够产生一个连贯一致的结果，并且在某些十分特殊的情况下，该结果可以被看作有效率的。然而，只有在做出非常强的假设之下，上述主要结论才能成立。但在一个资本资产由私人所有，且包含复杂的、不断变化的金融机构和金融实践的经济体中，这些假设从未被证明成立。实际上，我们所在的经济体一直随时间的推进而不断地发展。而针对干预的保守性批评所依据的基本定理，都已被证明只适用于那些把时间抽象掉的“模型”。

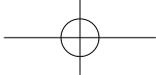
不稳定是我们经济的一个显而易见的特征。理论要想有效地指导政策以控制不稳定，就必须说明不稳定是如何产生的。新古典综合的抽象模型不能产生不稳定。新古典综合理论在构建伊始，就将资本资产、以银行和货币创造为中心的融资安排、负债所施加的约束条件及与未来不确定性相关的问题等因素统统排除在理论范围之外。经济学家和政策制定者想要做得更好，就必须抛弃新古典综合理论。我们必须探究经济过程，而这些过程本身随时间推移而不断发展，这意味着投资、资本资产所有权和与之相关的金融活动将成为理论的核心关注点。一旦进行了这种理论研究，我们就可以证明不稳定是经济过程的正常结果。一旦不稳定被理解为一种理论上的可能性，我们就可以设计出适当的干预措施来限制它。

里根胜利的经济根源

里根在1980年获得政治胜利的原因在于：在20世纪60年代中叶以后，经济在通货膨胀、就业和物质生活水平提高等方面的表现逐渐下滑。对“二战”后历史的仔细考察表明，这一时期可以被自然地划分为两个阶段。第一阶段持续了将近二十年(1948—1966年)，这一时期的经济主要维持平稳增长。随之而来的是一个经济动荡不断加剧的时期，这一时期一直延续到今天。

经济平稳增长时期的特点是较低的通货膨胀率(尤其是以20世纪70年代的标准来看)，低失业率和看似迅速的经济增长。这一阶段开始于战后即时调整的完成，可能是美国经济史上最为成功的一个时期。在新政时期和“二战”中，大量资源被创造出来。战后阶段继承了之前时期创造的遗产——资本资产、训练有素的劳动力及完备的研究机构。此外，家庭、企业和金融机构的富有程度和流动性充足程度比以往任何时期都要高。不仅如此，对“大萧条”的记忆使得家庭、企业和金融机构都十分看重他们的流动性。由于此时保守主义观念在金融领域占据统治地位，因此战争时期所积累起来的大量流动性并未在和平到来后导致支出和投机的暴增。此外，当通货膨胀看起来要开始加速时，联邦政府预算就会转向盈余状态，从而使联邦政府预算成为制约通货膨胀扩张的积极力量。

战争结束后，美国家庭和企业的债务融资支出逐渐扩大，这种扩大往往是试探性的，而不是大规模爆炸性地增加。新增加的流动性被逐渐吸收，规章和标准被逐



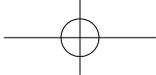
渐放宽，这些规章和标准决定了什么样的合同是被允许的。只有当经济的出色表现减轻了人们对出现另一场大萧条的恐惧时，家庭、企业和金融机构才提高了他们的债务-收入比与债务-流动资产比，进而使这些比率上升到“大萧条”之前的水平。随着分层(layered)的私人债务在金融体系中比重的上升，金融结构变得越来越脆弱，越来越容易受到扰动(disturbances)的影响。随着这些扰动的发生，经济转入动荡体制，并延续至今。

平稳增长过程因1966年的信贷紧缩而首次被打破。美联储在战后首次作为最后贷款人进行干预，为那些正在因设法满足流动性需求而遭受损失的机构提供再融资，就这一次的情况而言，这些机构是银行。信贷紧缩之后出现的是一个“增长型”衰退(“growth” recession，“增长型”衰退是纽约大学Solomon Fabricant教授1972年提出的一个概念，描述一种不同于严格意义上的衰退的“衰退状态”。它指的是在给定时期内经济产出低于潜在产出，这反映于实际GNP增长率低于计量模型给出的估计值，与之相伴的是失业率升高。见The “Recession” of 1969—1970, Solomon Fabricant, Chapter in NBER book Economic Research: Retrospect and Prospect, Volume 1, The Business Cycle Today (1972), Victor Zarnowitz, editor (p. 89—136)——译者注)，不过越南战争规模的扩大迅速导致了联邦赤字的大幅增加，促使经济从增长型衰退中复苏。

1966年事件主要由以下四个要素构成：第一，金融市场的波动导致货币当局作为最后贷款人进行干预；第二，出现经济衰退(1966年的增长型衰退)；第三，联邦赤字显著增加；第四，经济复苏后通货膨胀加速增长，这为下一次波动奠定了基础。随后的1969—1970年、1974—1975年、1980年和1981年的经济动荡同样由这四个要素构成。由于在每一次波动中具体面临流动性不足或无力偿债问题的金融市场和机构都不相同，因此每一次最后贷款人干预的细节也都有所不同。除1980年经济衰退以外，历次衰退的严重程度看起来都逐次恶化。1975年后，联邦政府赤字长期存在，并因为要应对经济衰退而持续增长。

每一次的金融波动都发生在短期融资的快速扩张之后。事实上，金融波动发生的确切时间部分取决于美联储为放缓这种融资增长所做的努力(因为短期融资的快速增长与价格上涨有关)。美联储行动的“理由”是通货膨胀必须被遏制。每一次金融波动之后都会出现经济衰退，在经济衰退中失业增加而通胀率下降。

1966年以来的历次信贷紧缩(金融波动)、经济衰退和复苏构成了通常所说的经济“周期”。在这些周期中，失业率的最小值单调增长。通货膨胀和失业存在明显不断恶化的趋势：通胀率最大值和失业率最小值在1966—1969年比1966年以前要高，在1970—1974年又比1969年以前要高，在1975—1979年又比1974年以前要高。此外，利率水平和美元汇率的波动幅度在这一时期也存在类似的上升趋势，而消费



4 “大萧条”会再次发生吗

的增长速度显著下降。虽然经历了这些动荡，但是就没有出现严重的萧条而言，经济仍然是成功的。其失败在于价格水平不稳定、失业率和物质生活水平的不怎么增长（“增长”表达了在人们的感受中，物质生活水平提高有限。数据也支持人们的感受，《美国总统经济报告》显示，自1973年美国实际工资达到历史最高水平之后，直到今日尚未恢复到那时的峰值——译者注），正是这些失败为里根抛弃现有制度体系、放弃干预开辟了道路。

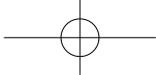
不稳定的根源

政策面临的挑战在于如何在不出现严重萧条的条件下重拾战后经济第一阶段的那种平稳增长。为了制定出这样的政策，我们需要理解为什么1948—1966年多方面的成功会让位于在避免萧条方面持续成功与在经济生活的许多其他方面逐渐失败的结合。

在《中央银行与货币市场变革》（发表于1957年）中，我指出在长期繁荣中“……货币市场上将会出现大量这种增加货币流通速度并减少流动性的创新。结果就是流动性的下降继续加剧。迟早，这些不断加强的变化将导致内在不稳定的货币市场的出现，以至于经济繁荣出现轻微逆转就可能引发金融危机”。即便如此，人们也认识到，一个容易发生危机的金融结构并没有使深度萧条不可避免，因为“繁荣时期的创新产生的不稳定性会引发金融危机，而中央银行的职能是充当最后贷款人，从而限制金融危机带来的损失。中央银行迅速采取行动稳定金融市场，政府迅速采取财政政策来增加经济中的流动性，这两项措施的结合将尽可能地减少危机对消费支出和投资支出的不良影响。因此，严重萧条是可以避免的。于是，中央银行的职能与其说是稳定经济，倒不如说是充当最后贷款人”。

在之后的作品《“大萧条”会再次发生吗》中，我认为随着金融关系变革的不断累积，经济发生金融危机的风险正在提高。但在写那篇论文的1963年，上述变革尚未发展到使债务紧缩全面爆发的程度。到了1966年，第一次信贷紧缩果然发生了。

美联储作为最后贷款人迅速进行了干预，为资产受损的银行提供再融资。20世纪60年代中期越南战争的升级意味着彼时的财政政策必然是刺激性的。在此后发生的宾夕法尼亚—中央铁路公司破产（1969—1970年）、富兰克林国民银行破产（1974—1975年）和亨特—贝奇白银投机（1980年）等金融动荡和衰退期间，美联储的最后贷款人干预措施，与刺激性财政政策的组合防止了经济突然陷入累积性的债务紧缩过程。因此，在过去的十五年中，货币干预和财政政策成功地遏制了金融危机，并防止了深度萧条，尽管它们未能成功维持就业、增长和价格稳定。这种同时存在的成功与失败是同一过程的两个方面。美联储和财政部用来遏制危机和阻止深度萧条的



措施会导致通货膨胀，而他们抑制通货膨胀的措施又会反过来导致金融危机爆发，并使经济面临深度萧条的危险。

1965年以后在抑制和抵消由金融波动所引发的萧条方面的成功与1929年以后在这方面的失败形成了鲜明对比。由于经济结构的不同，1965年以来的金融波动对经济的影响与1929年的金融波动对经济的影响有所不同。“二战”后的经济与1929年崩溃的经济在以下三个方面有质的不同。

第一，政府的相对规模极度扩大。这意味着一旦出现经济下行，就会有一个大得多的政府赤字。

第二，待清偿政府债务规模大，当出现赤字时这些债务会快速增长。这既为流动性设置了下限，又削弱了货币供应与企业借贷之间的联系。

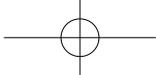
第三，美联储已经准备好在金融危机来临时作为最后贷款人迅速进行干预，或者至少到目前为止一直做着这样的准备。这防止了资产价值的崩溃，因为资产持有者能够获得再融资，而不用被迫出售头寸。

经济在过去的实际运行表现是经济学家们在构建和检验理论时能得到的唯一证据。资本主义经济显而易见的不稳定来源于以下两个方面：①投资过程涉及一系列复杂的市场关系；②负债结构承诺现金流的方式。这里的现金流主要是指来源于产出品生产和分配过程的现金流。要理解资本主义企业的投资行为，有必要对投资行为所涉及的跨期关系进行建模。

我们这种经济的金融本质

我们生活在这样一种经济中：其中投资是由借款、贷款，以及股权变动共同决定的。融资安排通过若干环节进入投资过程中：金融资产和资本资产价格的决定，以及为投资支出提供现金就是这样的两个环节。因为能增加可获得资金，为持有资产和从事当前活动融资，因此，一项金融创新会产生以下两种倾向于增加投资的效应：第一，现存资产的市场价格将会上升，这会提高被用作资产的(投资)产出品需求价格；第二，通过降低生产所需融资的成本，金融创新降低了投资产出品的供给价格。如果融资关系是在如下的框架中加以考察的——这一框架认可在现存的利率下，对融资的过度需求既会导致更高的利率，也会带来更多的金融创新，那么，通过忽视货币和金融关系来确定重要经济变量的理论建构就是站不住脚的。要想使理论对我们的经济有用，积累过程就必须是首要的考量，而货币必须从一开始就被引入论证过程。

在任何时候，企业的现金流都具有以下三种功能：它是判断过去的投资决策是否正确的标志；它为企业履行到期的支付承诺提供资金；它参与决定投资条件和融资条件。在对经济进行现金流分析时，决定经济系统表现的关键在于下面这一组关



6 “大萧条”会再次发生吗

系，即企业偿还债务所需要支付的现金，与企业因当前经营和合同的履行而收到的现金两者之间的关系。这是因为现金收支之间的关系决定着投资的进程，进而决定着就业、产出和利润。

许多投资活动都依赖于这样一种融资关系：之前借款产生的利息在到期时超过了此时靠资产获得的收入，导致待清偿的短期债务总额不断增加。我称其为“庞氏融资”。快速上升的、处于高位的利率会增加类似庞氏的融资活动。这种融资的快速增加基本意味着金融危机即将爆发，或者为了阻止危机发生必须要进行特许优惠再融资(concessionary refinancing)。战后时期的趋势是，随着没有出现严重萧条的时间不断延长，投机融资(或债务展期)和包含利息资本化(the capitalizing of interest)的庞氏安排的比例不断提高。

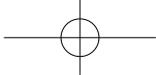
然而，尽管存在资产负债表不断恶化、金融系统在数次紧缩中几近崩溃，以及名义利率与实际利率(价格平减之后的利率)过高等问题，自1966年以来，经济却始终没有爆发严重萧条。这源于两个现象：美联储愿意并有能力执行最后贷款人职能及政府赤字。

随着短期债务和导致利息资本化的债务相对于企业总资本收入的比例不断增加，对短期融资的需求也会因企业为债务进行再融资的需要而增长。投资通常由短期债务来提供资金。因此当投资繁荣发生在为到期债务再融资的需要不断扩大的情况下时，短期债务的需求“曲线”就会增加(右移)并变得更陡峭(弹性减小)。在这种条件下，除非融资的供给十分具有弹性，否则短期利率会快速上升。在一个对短期融资的需求部分来源于利息资本化的世界里，短期利率的上升可能会增加短期融资需求，进而导致短期利率进一步上升。短期利率上升会导致长期利率上升，从而降低资本资产的价值。

最后贷款人干预

短期利率和长期利率的共同上升使得有着较长孕育期(gestation periods)的投资产品的生产成本提高，同时，两者的共同上升还会降低由投资产生的资本资产的需求价格。这往往会减少投资。同样的利率变动还会影响金融机构的流动性、盈利能力和偿债能力。资产价值下跌、持有资产的成本上升、同时利润缩减的这一过程会削弱工商业企业与金融机构的流动性与偿债能力。而当市场上一些重要单位的净值和流动性不足以或者可能不足以对到期债务进行展期或再融资时，经济就会停摆。在这种情况下，美联储、政府的存款保险机构及私人银行就会面临抉择，或者迫使陷入困境的单位“破产”，或者提供特许优惠的、常规市场操作之外的再融资。

当美联储或与美联储的“保护”措施一同行动的机构提供了上述特许优惠的、



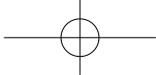
常规市场操作之外的再融资，我们就可以说最后贷款人操作得到了实施。由于美联储的参与行为可以被阐释为用美联储的债务交换“问题资产”，这种营救行动会导致储备货币大量涌入金融系统。

在1929—1933年的银行危机时期的大多数时间里，美联储都置身事外，没有对经营困难的机构提供大规模再融资。但是在1966年以来的历次危机中，美联储都做出了相当激进的干预，不仅自己亲自参与，还扮演其他机构干预行为的“组织者和保证人”。其结果是，资产价值并没有像在自由市场条件下那样大幅下跌，而且每次再融资“危机”过后，银行的储备状况都会有所改善。这种最后贷款人干预对资产价值的维持和它注入的流动性是使经济快速摆脱下行并迅速复苏的因素之一，而这也正是1966年以后经济周期的特征。

我们这种经济中的利润

只有随着历史发展，人们能够观察到各类收入、投资、政府赤字和贸易余额自1966年以来的发展趋势时，如下的事实才变得清晰，即在总资本收入的意义上而言的利润的形成和分配是理解我们经济的核心。这里的总资本收入是由收入生产(income production)带来的现金流，可供企业用来履行待清偿金融工具所带来的支付承诺。(收入生产是明斯基现金流理论中的一个专属概念，它是一个经济单位获取现金流的三种主要方式中的一种。用收入生产的方式获取现金流描述的是实体经济单位通过生产流通等经营性活动创造真实价值增殖的行为，即用真实的生产经营活动创造真实的“收入”；另外两种方式是出售资产和借债——译者注)一个单位发行新债务或通过借债来筹集资金偿还旧债的能力取决于此处定义的利润的水平及预期走势。在通常的观点中，政府支出是库兹涅茨-凯恩斯式需求定义的一部分。随着有关危机是如何被中止、向深度萧条的发展是如何被遏制的证据不断累积，卡莱茨基-凯恩斯式的观点显然更适用于我们的经济，这种观点建立在需求的构成如何决定利润的理论之上。在卡莱茨基-凯恩斯式的观点看来，利润不是资本的技术生产力的产物，而是取决于有支付能力的需求的类型和来源。

卡莱茨基对我们经济中利润的决定有着深刻的见解，他认为利润产生于积累过程对价格的影响。一段时期内投资的货币价值是该时期内货币利润的基本决定因素。消费品生产创造利润的原因在于需要把一部分劳动力——生产消费品的那部分——生产的产品分配给全体消费者。根据价格来分配意味着在消费品的实现价格中，单位劳动成本之上的加成所反映的需求并不由劳动力在消费品生产中获得的工资收入来提供资金。这些价格加成的总和等于消费品生产部门的利润。在一个尽管大胆，但却能够揭示收入分配的决定过程的假设之下(假设工人的工资全部用于消费——译者注)，消费品生产部门的利润等于投资品生产部门的工人获得的工资；总



8 “大萧条”会再次发生吗

利润等于投资(详述见第2章“金融与利润:美国商业周期不断变化的性质”——译者注)。

在20世纪20年代的小政府经济中,利润几乎完全依赖投资的进展。而“二战”以来,政府直接雇用和间接雇用的增加,以及转移支付的扩张,意味着利润对投资的依赖程度大幅下降。随着大政府的兴起,税收收入和转移支付对收入变化的应对,意味着收入的任何下降都将导致政府赤字的激增。既然能够证明利润等于投资加政府赤字,那么只要投资的下滑会带来政府赤字的上升,利润流就得以维持。累积性的债务紧缩过程的发生取决于利润的不断下降,当政府规模大到足以通过大规模增加赤字来抵消收入下降时,债务紧缩过程就会被快速中止。最后贷款人干预提供的再融资和政府赤字对利润的稳定效应,共同解释了自“二战”后深度萧条仍未发生的原因。这些类型的“干预”组合显著地降低了经济下行的脆弱性。

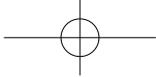
稳定政策想要成功,就必须成功稳定住利润。只有在预期利润足以引起投资支出增加时,经济扩张才能够发生。当期利润为企业履行支付承诺、偿还债务提供现金流,而预期利润则决定了企业通过发行债务来为支出融资和展期到期债务的能力。

货币系统处于债务创造和债务偿还机制的中心。当银行对外借款时——主要是针对企业——货币被创造出来,当借款人履行他们对银行的支付承诺时,货币被消灭。货币的创造受商人和银行家对于预期利润的看法影响,而当利润实现时,货币被消灭。货币变动是经济运行的结果而非原因,并且只有在利润流能够使从银行借款的企业履行偿债承诺时,货币系统才是“稳定”的。

中央银行的干预和政府赤字对利润的稳定,意味着经济扩张时期的金融创新所产生的债务结构,在危机和衰退时期仍然可以得到确认。由于中央银行对面临违约风险的金融头寸进行的再融资干预会导致中央银行存款、货币或担保的增加,所以最后贷款人的干预为衰退停止后信贷的迅速扩张提供了储备货币基础。在1966年、1969—1970年、1974—1975年和1980年的金融危机得到解决后,通胀率都逐步升高,这反映了克服危机的干预措施是如何提高利润和流动性的。

政策选择

一个简单的、描述金融危机爆发后政策选择的“政策选择真值表”(见图I.1)有助于解释为什么近些年的经济状况与1929—1933年不同。对金融危机和衰退的管控包括两个不同方面:一方面是对那些处于危险之中的市场与机构提供再融资(正是这些市场与机构的危险处境引发了危机),另一方面是确保企业利润总额不会下降(因为金融危机揭示了某些特定的融资手段是“危险的”,所以危机的后果之一就是为满足私人需求而进行的债务融资行为减少。由于债务融资主要用于满足投资需求,



而投资产生利润，所以危机会导致利润下降)。因此，我们把危机管控的两个“参数”定为经济陷入衰退时的最后贷款人干预和政府的赤字行为。

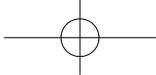
		最后贷款人的干预	
		是	否
政府赤字	是	是-是	是-否
	否	否-是	否-否

图I.1 政策选择真值表

当出现危机风险时，美联储可以强力干预，为机构提供再融资，也就是真值表中中央银行干预一项的“是”，也可以不干预，也就是“否”。当收入下降时，联邦政府可以增加赤字——出于预算的自动调整或者相机抉择的政策，这是“是”，也可以尽力维持预算平衡，这是“否”。在1974—1975年的富兰克林国家银行危机中，美联储的积极干预及国会采取的酌情退税和失业保险等措施，表明这一时期的政策搭配是“是-是”。这一选择不仅带来了经济的快速复苏，还导致了一段时间后通货膨胀率的增长。美联储在1929—1932年放弃承担责任，同时政府规模小且致力于平衡预算，使得该时期的政策应对为“否-否”。大萧条并不是“必然会发生的”，但是在当时的意识形态和制度框架下却是不可避免的。

除了“是-是”和“否-否”的政策搭配，还可以有“是-否”(有大规模政府赤字，没有中央银行干预)和“否-是”(尽管美联储执行最后贷款人职能，政府却试图维持预算平衡)。“否-是”的政策搭配在1930年和1931年是一种可能的政策选择。当时的政府规模是如此之小，以至于除非实施新的大规模支出项目，否则政府赤字无法对提高利润做出巨大贡献。在1930年和1931年，美联储本应勇敢行事，对大量机构提供再融资，维持众多资产的价格，并向成员银行注入大量准备金。如果在投资崩溃，从而利润暴跌发生以前就给整个系统注入大量准备金，这种政策组合就能够成功终止萧条。尽管“否-是”策略下的萧条水平会比“是-是”策略下的更严重，但如果美联储在经济收缩的过程中足够早地进行最后贷款人的干预，大萧条带来的全面灾难就可能得以避免。由于今天政府规模的扩大，“否-是”政策搭配已不再可能。

20世纪80年代，“是-否”策略会是政府能够选择的一种政策搭配。无论税收和政府支出被削减到何种程度，都很难设想政府支出会降低到国民生产总值GNP的20%以下，尤其是考虑到拟议的军事计划。里根的财政改革大大降低了政府预算的



10 “大萧条”会再次发生吗

收入弹性。与1980年实际实行的税收与支出制度相比，在任何给定的向下偏离于使预算平衡的GNP水平下(for any given downside deviation from a balanced budget level of GNP)，政府赤字的规模都将更小。这意味着，为了实现任何给定的能够成功维持利润的赤字规模，实际收入与使预算平衡的收入水平之间的差距必须更大。但差距的扩大意味着过剩产能对投资的限制会更强。这又会反过来削弱赤字引发经济扩张的效果——这一效果是通过提高企业收入和改善资产负债表实现的。与应对收入变化更为充分的税收和支出制度相比，在里根模式的税收和支出制度下，“是-否”策略中“是”的部分将不那么有效。

可能的“是-否”搭配中“否”的部分是指有条件的干预，但并不意味着完全不干预。人们希望美联储在金融机构的流动性和偿债能力普遍出现问题时不会再无动于衷。一个“否”的最后贷款人策略只是意味着美联储不会像它在20世纪60年代中叶所做的那样尽可能快地干预经济。特别地，这意味着美联储不会像它在1980年春天亨特-贝奇白银投机失败时那样先发制人。“是-否”策略意味着美联储只有在认为金融崩溃即将来临时才会进行干预。

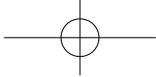
最后贷款人的“否”策略会导致大量破产和资产价值跳水，从而使企业、家庭和金融机构采取保守的金融行为。企业、家庭和金融机构的负债结构转向保守需要一段时期，在此期间政府通过赤字维持收入和利润，各经济单位则借此机会调整自己的负债结构。“是-否”策略最终会带来一段平稳增长的时期，但这所需的时间间隔可能过长，以至于经济刚刚开始平稳增长时，引发当前动荡的金融实验就已经死灰复燃。

利润暴跌是深远且长期的萧条发生的必要条件，而大政府可以防止这种情况发生。但是在现有的大政府结构下，近期的两个选择要么是采取“是-是”策略，经济继续呈现通胀-衰退-通胀的往复更替；要么是采取“是-否”策略，此时私人负债结构会在破产后得到重塑，通胀也会被“挤出”，但会发生深远且长期的衰退。不过，就算采取了“是-否”策略，金融创新的层出不穷也意味着长期衰退后的平稳扩张并不是永久的。只有对政府支出和私人投资领域加以重建，实质性的进步才是可能的。

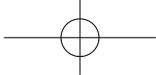
我们能否做得更好

无论各行业和政府财政的结构如何，只要经济还保持是资本主义，只要工商业部门和金融部门的创新继续进行，经济周期就会存在。此外，只要金融结构是复杂的，长期资本资产是私人所有的，深远且长期的萧条就可能发生。然而，如果大政府的性质发生改变，经济就更有可能接近长期平稳的扩张。

我们政府的“大”规模主要源于庞大的转移支付和国防支出。资本主义经济的



基本缺陷在于资本资产的私人所有、资本资产的创造过程与为拥有资本资产而进行的融资行为。正是这些缺陷导致了经济周期的产生。除了教育支出和科研支出，政府的基本支出项目或者支持私人消费，或者提供国防服务，即支持“集体消费”。尽管联邦政府每年的支出占国民生产总值的20%以上，但我们经济中的物质的和知识的基础设施仍在不断恶化。政府支出几乎没有用于公共领域的资本资产创造，而这部分资产可以提高私人资本的生产效率。从事资源创造和开发的大政府与支持消费的大政府相比，更能促进私人投资产出的扩大。政府如果将支出用于保障资本形成，而非像我们当前的政策那样用于支持消费，经济就可以更接近于平稳的增长。因此，在大政府实质上确保了萧条不再发生的情况下，经济平稳增长的恢复依赖于重建政府，使之加强对资源的开发。尽管全面改革是必要的，但是不幸的是，“里根之路”并非正确之路。



第1章

“大萧条”会再次发生吗^①

1933年冬天，美国的金融系统崩溃了。这次崩溃是一个累积性通货紧缩过程的最终结果，这一过程可以很容易地被确认为始于1929年末的股市崩盘。这次通缩过程表现为金融和非金融单位的大规模违约，以及收入和价格的急剧下降^②。1962年春天，股票市场又一次出现了急剧下跌。这引发了政府官员和私人高管各种安抚人心的论调，这些论调让人们回想起1929年股市崩盘后社会的最初反应也是如此，与此同时还出现了对新一轮债务紧缩进程正在被触发担忧的言论。但1962年的事件没有引发像1929年那样的债务紧缩，对此我们有必要探讨一下，这种差别究竟是由于经济制度或经济运行特征发生了根本性的变化，从而使导致金融崩溃的债务紧缩现在不再可能发生，还是因为金融和经济结构的本质属性并没有发生变化，而只是其中经济体量大小的差异造成了这种差别。也就是说，经济真的变得更稳定了吗？或者仅仅是因为在1929年和1962年股票价格下跌时，经济的初始状态有了相当大的差别？

1.1 通常情况下的考量因素

经济顾问委员会在讨论20世纪30年代的财政政策时表示：“……无论财政政策原本可能产生怎样建设性的影响，它都在很大的程度上被限制性货币政策和制度失灵抵消了，而由于20世纪30年代及其之后发生的根本性变革，这些失灵将不会再次发生。”^③但是该委员会没有具体说明发生了哪些制度性变化，从而使现在的不稳定不会继续发展并导致广泛传播的债务紧缩。我们可以推测，之所以对那些制度性

^① 与出版商达成协议，转载自Dean Carson, ed., *Banking and Monetary Studies* (Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, 1963), pp. 101–111, © 1963 by Richard D. Irwin, Inc.

^② I. Fisher, *Booms and Depressions* (New York: Adelphi Co., 1932); Staff, *Debts and Recovery 1929–1937* (New York: Twentieth Century Fund, 1938).

^③ *Economic Report of the President* (Washington, D.C.: U.S. Government) Printing Office, January, 1963, p. 71.

变化缺乏精确性的描述，是由于人们对收入与金融系统的行为和特征之间所具有的联系缺乏一个被普遍接受的认识。

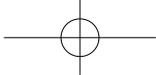
关于企业经济的财务和业务之间的相互关系这一一般性问题所涉及的各种问题，不可能在一篇简短的论文中对其进行全面的审察^①。债务紧缩只有在一段较长的时间间隔后才会发生，这一点毫无疑问。在发生债务紧缩的间隔时间内，金融机构和商业惯例不断演变，因此，就细节而言，每一次债务紧缩都是一个独特的事件。然而，有必要并且值得探讨的是，这套系统是否存在一些本质的金融属性，这些金融属性在一段时间内基本上是不变的，却往往会倾向于增加债务紧缩的可能性。

在这篇论文中，我不会试图回顾1929年以来金融制度和金融实践的变化。我的观点是，作为对大萧条的一种应对而产生的，以及与当前正在讨论的问题(1962年股市崩盘为什么没有引发经济萧条——译者注)相关联的制度变革，阐明了一系列被允许的金融活动和各种金融机构被托付的责任，同时也使金融当局的最后贷款人职能更加明确。当美联储系统在经济明显剧烈下行期间表现出来缺乏效率甚至可能反常的行为时，制度改革便应运而生。这些改革创建了一些特殊的制度，比如各种存款和抵押贷款保险项目，这些项目既让某些最初的最后贷款人职能自动运行，又将它们归属的行政部门从美联储系统中移除。应当关注的是，目前中央银行根本职责和职能的分散化，使其并不能有效地组织起对金融的控制，也不能有效地组织起相关机构履行保护职能，特别是因为有效应对一场正在浮现的金融危机可能需要所有执行最后贷款人职能的不同单位之间协调一致。

本文支持的观点是，金融过程的本质特征没有发生变化，在一个持续的扩张(一个充分就业下的增长期，其间仅被温和的衰退所打断)中，经济的相对体量也没有发生变化。可能会有观点认为，1962年的初始条件与1929年相比有所不同，因为1929年让经济系统从稳定变为不稳定的过程，1962年还远未达到。另外还需要指出的是，联邦政府相对规模的大幅增加已经改变了金融系统的特征，使得金融不稳定的发展将引发一些稳定金融的补偿性变化。也就是说，联邦政府通过迫使公众改变其所拥有的金融工具组合，不仅稳定了收入，还稳定了与之相关的联邦债务增长速度，使得金融系统变得更加稳定。此外，尽管内在的稳定器本身并不能使经济系统恢复到充分就业状态，但家庭和企业的投资组合构成所发生的变化，往往会使私人消费和投资增加到与充分就业相一致的水平。

下一节，我将概述一个模型，说明与债务紧缩相对应的条件是如何产生的。随后，我将展示一些金融变量的观测值，并说明这些变量如何影响一个经济体面对初

^① J. G. Gurley and E. S. Shaw, *Money in a Theory of Finance* (Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1960).



始变化时的反应。最后，我将说明自20世纪20年代以来联邦政府相对规模的增加对这些关系产生了什么影响。

1.2 模型简图

在一个封闭的经济体当中，对于任何时期都有

$$I - S = T - G \quad (1.1)$$

也可以写作

$$(S - I) + (T - G) = 0 \quad (1.2)$$

式中， $S - I$ 为私人部门的总盈余(为方便起见，包括了州和地方政府部门)， $T - G$ 为联邦政府的总盈余。

每个部门的剩余 ζ_j ($j = 1, \dots, n$) 被定义为总的现金收入减去消费支出与包括库存积累在内的总的实际投资之间的差额。因此，我们得到

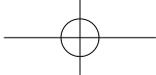
$$\sum_{j=1}^n \zeta_j = 0 \quad (1.3)$$

式(1.3)是一个事后会计恒等式。然而，每个 ζ_j 是在各个部门中所观察到的投资和储蓄行为的结果，也可以解释为市场过程的结果。这一市场过程中各部门事前的储蓄计划和投资计划并不必然会相互协调从而达到一致。要想收入增长，就必须在除短暂间隔之外的时间中，在协调各种储蓄和投资计划的金融市场上持续产生不断增加的总需求。而要想使实际总需求一直增加，在没有大量过剩供给从而商品和要素的价格不易下降的情况下，就有必要使所有部门当前计划支出的总和大于当前获得的收入。同时，总支出超过预期总收入的部分能够在某种市场技术条件下得到融资。由此可见，在能够实现经济增长的时期内，至少有一些部门需要通过发行债券或出售资产的方式来为其部分支出融资^①。

要让这些计划中的赤字能够成功地带来收入的增加，就有必要保证使这些计划得以执行的市场过程不会带来其他单位计划支出的抵消性削减。即使事后的结果是某些部门的盈余比预期中还要大，但总的来说，这些更大的盈余必须是部门收入增加的结果，而不是支出低于计划总额的削减。要实现这一目标，就有必要通过投资组合的变化将闲置的货币投入流通之中(即通过提高流通速度)或通过创造新的货币来为部分支出融资^②。

① J. G. Gurley and E. S. Shaw, *Money in a Theory of Finance* (Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1960).

② H. Minsky, “Monetary Systems and Accelerator Models,” *American Economic Review*, XLVII: 859–83 (December, 1957).



在一个企业经济中，储蓄和投资过程会带来两个剩余：资本存量的变化和金融资产与负债存量的变化。正如资本收入比的增加可能倾向于减少对额外资本品的需求一样，金融负债与收入比(尤其是债务-收入比)的增加，可能会倾向于减少该单位(或部门)通过发债对额外支出进行融资的意愿和能力。

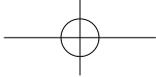
对于一个收入生产单位来说，如果收入下降的百分比变大，其履行还债义务的难度就将增加。债务-收入比的上升将导致该单位在依然能够履行还债义务的条件下，所能承受的收入下降的百分比降低，较小百分比的收入下降就会导致还债更加困难。这将使该单位难以(如果不是不可能的话)通过正常的收入来源履行其债务的支付承诺。如果支付承诺不能从正常的收入来源得到满足，那么这个单位将被迫借款或出售资产。在不利的条件下进行借款和被迫出售资产通常会受影响的单位承受资本损失^①。然而，对于任何单位来说，资本损益都是不对称的：一个单位在依然能履行承诺时所能承受的资本损失是有上限的。超过这个上限的任何损失都将通过违约或者再融资合同的方式转嫁给债权人。这些被引发的资本损失会导致消费和投资的进一步收缩，将会超过最初的收入下降所引发的收缩。而这有可能导致债务紧缩的递归过程^②。

在不同部门的每一个债务-收入比上，我们都可以假设存在一个最大收入降幅，即使这一降幅以最不利于经济稳定的方式分布在各单位，也必然不会导致累积性通货紧缩过程；与此同时，还存在一个最小收入降幅，即使这一降幅以最有利于经济稳定的方式分布在各单位，也必然会导致累积性通货紧缩过程。**必然不会**导致累积性通货紧缩过程的最大收入降幅，小于**必然会**导致累积性通货紧缩过程的最小收入降幅。一个累积性通货紧缩过程发生的概率是收入降幅在必然不会导致累积性通货紧缩和必然会导致累积性通货紧缩的两个边界之间的一个非递减函数。对于一组给定的债务-收入比而言，这些边界性的债务-收入比是由以下因素决定的：经济体最终流动性(那些具有固定合同价值且没有违约风险的资产)的相对规模、私人单位相对于债务的净资产和收入，以及决定总需求的融资决策。

如果在经济增长过程中发生的金融变化倾向于增加私人部门的债务-收入比，或是降低最终流动性的相对存量，那么，一个给定的收入下降百分比引发债务紧缩的概率将随着经济增长而上升。此外，在一组给定的债务-收入比下，如果单位的净资产因资本损失或经营损失而减少，那么必然不会产生债务紧缩的最大收入降幅与必然会产生债务紧缩过程的最小收入降幅都将减小。如果在相当常规的路径上，有规律的经济运行引发了收入的下降与资产价值的减少，那么考虑到金融比率的演

^① J. Dusenberry, *Business Cycles and Economic Growth* (New York: McGraw-Hill Book Co., Inc., 1958).

^② I. Fisher, *op. cit.*; J. Dusenberry, *op. cit.*



进性变化，一定规模的初始收入下降或资本损失在过去没有触发严重的反应，但是现在却有可能引发债务紧缩过程。

一个两部门(家庭、企业)图可以说明这一论点。假定在没有违约风险的资产和家庭净资产数量给定的情况下，出现了一个 ΔY_1 的收入下降。就这个 ΔY_1 而言，存在一组两部门的债务-收入比，它们描绘出了必然不会产生债务紧缩过程的最大债务-收入比。还有另一组更大的债务-收入比，它们描绘出了在收入下降 ΔY_1 时必然会产生债务紧缩过程的最低债务-收入比。对于每一个处在这些边界值之间的债务-收入比来说，收入下降 ΔY_1 触发债务紧缩的可能性是债务-收入比的递增函数。

如图1.1所示的等量曲线将所有债务-收入比划分成三类。对于在曲线A-A以下的债务-收入比来说，收入下降 ΔY_1 必然不会导致债务紧缩。而对于在B-B线以上的那些债务-收入比来说，收入下降 ΔY_1 则必然会导致债务紧缩。在这两条线之间的那些债务-收入比，收入下降 ΔY_1 后出现债务紧缩的可能性随着债务-收入比的上升而增加。我们可以将这些对初始变化做出反应的区域称为稳定、不稳定和不太稳定区域。

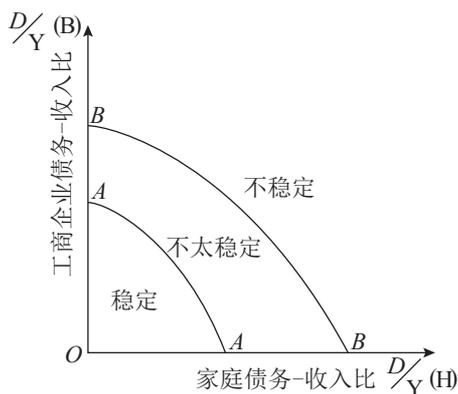


图1.1 收入下降情况下的债务-收入比和反应出的稳定性

对于大于 ΔY_1 的收入下降 $\Delta Y_j (\Delta Y_j > \Delta Y_1)$ 来说，必然不会导致债务紧缩过程的最大债务-收入比，和必然导致债务紧缩过程的最小债务-收入比，都将小于收入下降为 ΔY_1 时的情形。因此，对于每一对债务-收入比 $D/Y(H)\lambda, D/Y(B)\lambda$ 而言，都相对地存在一个 ΔY_a 的收入下降，在面临这一收入下降时，它是必然不会导致累积性通货紧缩过程的最大的一对债务-收入比；同时还存在一个 ΔY_b 的收入下降，在面临这一收入下降时，它是必然会导致累积性通货紧缩过程的最小的一对债务-收入比，且 $\Delta Y_a < \Delta Y_b$ 。对于介于 ΔY_a 和 ΔY_b 之间的每一个收入下降，债务紧缩过程发生的概率都大于0小于1，且随着收入的下降而增加。

以上是从一个最初的收入下降所引发的反应这一视角来进行描述的，而我们

设定的问题是考察股市的急剧下跌如何影响收入——尤其是它是否会引发累积性债务紧缩。在面临收入下降时，不同的债务收入比将导致稳定、不太稳定和不稳定的经济系统行为，而这些不同的反应区域其边界位置取决于社会的最终流动性和家庭净资产。股票市场的急剧下跌将使家庭的净资产减少，而且由于至少有一种融资方式——新发行股票融资——的成本会增加，从而企业投资将减少。此外，净资产的下降也会减少家庭支出。因此，净资产的下降将使反应区域的边界向里收缩，并导致一个初始收入下降。在考虑了股票市场崩溃进而造成初始资本损失的影响和初始收入下降的规模之后，经济系统的行为取决于不同行为状态间的边界位置所在。

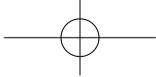
1.3 证据一览

在前一节论点的基础上，初始冲击引发债务紧缩过程的可能性，由最终流动性的相对规模和家庭与企业的债务-收入比决定，并且这些变量具有相关性。我们将考察以下证据：这些变量在1922—1929年和1948—1962年表现出来的趋势，以及这些变量在1929年和1962年相关比率的数值。

一个经济体的最终流动性资产由那些名义价值独立于经济运行之外的资产组成。对于一个企业经济来说，最终流动性资产包括除政府基金以外的在国内拥有的政府债券、国库货币和硬币。我们将用国民生产总值除最终流动性总量作为相对最终流动性的衡量方式。这是一个速度概念，我称之为庇古(Pigou)流通速度，我们可以将其随时间变化的表现与传统流通速度进行比较，传统流通速度定义为国民生产总值除活期存款加上银行外的货币。

图1.2同时呈现了1922—1962年的传统流通速度和庇古流通速度。传统流通速度在1922—1929年呈现出轻微的上升趋势，从3.5左右上升到4.0左右，但此后一直急剧下降直到1946年为1.9，1946年以后开始上升。1962年，传统流通速度再次升到20世纪20年代曾经达到的水平。庇古流通速度从1922年的2.8迅速上升到1929年的5.0，随后一直急剧下降，直到1945年的最低点0.8，并在此后一直稳步上升，于1962年达到2.1。也就是说，虽然自1922年以来庇古流通速度和传统流通速度变化的方向是相同的，但1929年和1962年的相对值却有很大的不同。1929年庇古流通速度比传统流通速度大了25%，而在1962年，庇古流通速度大约是传统流通速度的50%。由于1962年的庇古流通速度数值大约是其1929年数值的40%，所以1962年相对于收入的最终流动性存量比1929年要大得多。

如表1.1所示，在1922—1929年和1948—1962年的经济持续扩张期间，家庭和非金融企业的债务-收入比都有所上升。然而，1962年的家庭债务-收入比要比1929年大，1962年的非金融企业债务-收入比却比1929年小得多。由于抵押债务



18 “大萧条”会再次发生吗

(mortgage debt)的性质在1929年至1962年期间发生了显著的变化，1962年家庭债务-收入比的增大，可能并不意味着经济系统对冲击的敏感性更大(即面临收入下降冲击时发生债务紧缩的可能性没有增大——译者注)。

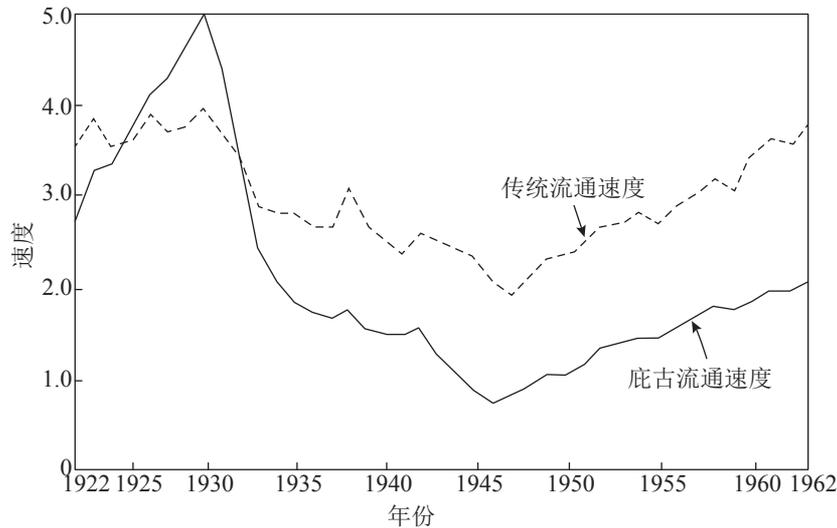


图1.2 1922—1962年的传统流通速度和庇古流通速度

表 1.1 1922—1929 年和 1948—1962 年的非金融企业部门和消费者的债务 - 收入比^①

	年份				
	1922	1929	1948	1957	1962
企业债务 - 收入比	5.7	6.1	3.6	5.0	4.7
消费者债务 - 收入比	0.4	0.6	0.3	0.6	0.7

表1.2列出了1922—1929年和1948—1962年这些债务-收入比的变化情况。1948—1957年和1948—1962年非金融企业债务的增长率比1922—1929年高得多，而这些时期家庭债务的增长率则是处在相同的数量级上。注意到以下事实是有趣的：1957年以来所谓的收入增速放缓，表现在更低的家庭和企业债务-收入比增速上。同样有趣的是可以注意到：非金融企业在1948—1957年的不可持续的债务-收入比相对增长率在1957—1962年期间被打破，尽管这一部门1957年的债务-收入

① 1922,1929: R. Goldsmith, *A Study of Saving in the United States*(Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1956), Tables N-1, W 22, W 31.

1948,1957: Federal Reserve System, *Flow of Funds/Savings Accounts 1946—1960, Supplement 5*, December 1961, Tables 4 and 8.

1962: *Federal Reserve Bulletin*, April, 1963, “Flow of Funds/Savings Tables.”

比为5.0，低于1929年^①。

表 1.2 1922—1929 年和 1948—1962 年的非金融企业部门和消费部门的债务-收入比增长率^②
(%)

	时间间隔			
	1922—1929 年	1948—1957 年	1957—1962 年	1948—1962 年
非金融企业部门	0.9	3.8	-1.3	1.9
消费部门	7.2	8.4	4.3	6.9

1.4 总结：关于联邦政府的角色

在战后的繁荣时期，家庭和非金融企业债务-收入比的变化趋势，以及最终流动性-收入比的变化趋势，看起来似乎与这些变量在两次世界大战之间持续繁荣时期的变化趋势相似。然而，1962年非金融企业部门的债务-收入比和庇古流通速度均小于1929年，而家庭债务-收入比在这两个时期处于相同的数量级。在经济系统面临股市崩盘时，即使我们忽略了债务结构和合同性质的变化，1962年的初始条件与1929年相比也更加倾向于稳定的反应。我们的初步结论是，在这两个时期所观察到的经济系统的不同表现，不一定是在由私人部门需求主导的繁荣下，与之相关的金融过程发生了任何变化；相反，股价大幅下跌时所观察到的不同反应，可以归结为价格下跌发生时经济系统所处状态的显著差异。

然而，1962年的经济有一个方面确实与1929年大不相同。在1929年，联邦政府购买的商品和服务占GNP的比重为1.2%，在1962年为11.3%。联邦政府相对规模的大幅增加，加之今天(1962年——译者注)的税收和支出对GNP下降的反应(自动稳定器——译者注)，意味着今天的联邦政府比20世纪20年代更加趋向于稳定收入。此外，一旦收入下降导致了赤字，那么最终流动性资产存量会增加，并且最终流动性资产存量的增长率会随着平衡预算收入的偏离规模的增大而增加。因此，通过减少由初始扰动而导致的实际收入变化，并在收入下降时显著增加公众的最终流动性存量，联邦政府相对规模的增加使经济能够更好地承受通缩的冲击，就像1962年股市价格大幅下跌时的情形一样。

^① H. Minsky, “Financial Constraints upon Decisions, An Aggregate View,” *1962 Proceedings of the Business and Economic Statistics Section, American Statistical Association*.

^② 1922, 1929: R. Goldsmith, *A Study of Saving in the United States* (Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1956), Tables N-1, W 22, W 31.

1948, 1957: Federal Reserve System, *Flow of Funds/Savings Accounts 1946—1960, Supplement 5*, December 1961, Tables 4 and 8.

1962: *Federal Reserve Bulletin*, April, 1963, “Flow of Funds/Savings Tables.”