

Mc
Graw
Hill Education

探究金融不稳定和经济周期波动的本源
透析金融危机和经济危机反复爆发的来龙去脉

<http://iask.sina.com.cn/u/1644200877> 此处有大量书籍免费下载!

仅供个人阅读研究所用, 不得用于商业或其他非法目的。切勿在他处转发!

水隐醉月

稳定不稳定的经济

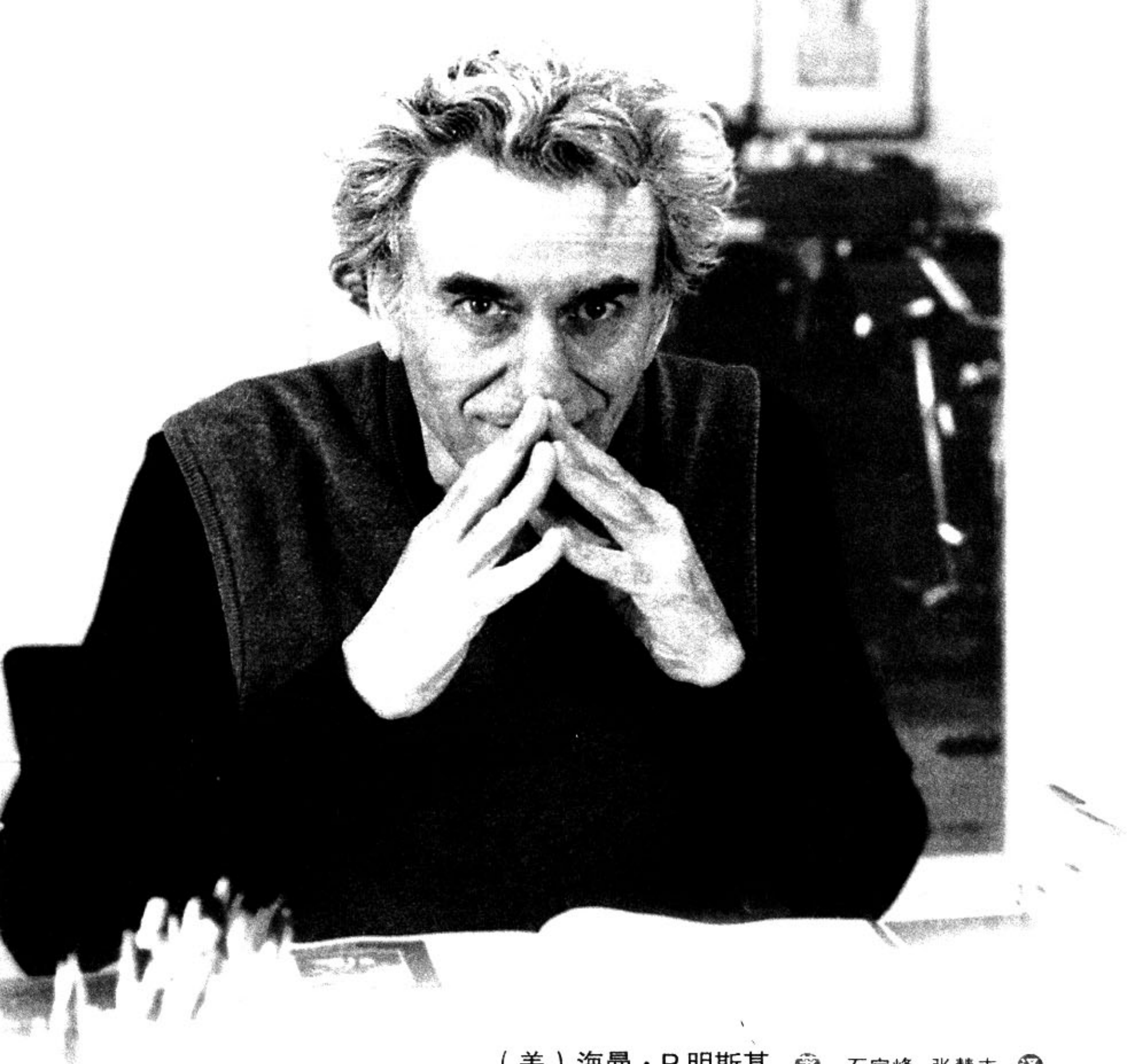
——一种金融不稳定视角

Stabilizing An Unstable Economy

(美) 海曼·P. 明斯基 著 石宝峰 张慧卉 译

Mc
Graw
Hill

清华大学出版社



(美) 海曼·P.明斯基 著 石宝峰 张慧卉 译

稳定不稳定的经济

——一种金融不稳定视角

Stabilizing An unstable Economy

清华大学出版社

北京

Hyman P. Minsky
Stabilizing An Unstable Economy
EISBN: 978-0-07-159299-4
Copyright © 2008 by Hyman Minsky

Original language published by The McGraw-Hill Companies, Inc. All rights reserved. No part of this publication may be reproduced or distributed by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

Simplified Chinese translation edition is published and distributed exclusively by Tsinghua University Press under the authorization by McGraw-Hill Education(Asia) Co., within the territory of the People's Republic of China only (excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan). Unauthorized export of this edition is a violation of the Copyright Act. Violation of this Law is subject to Civil and Criminal Penalties.

本书中文简体字翻译版由美国麦格劳-希尔教育出版(亚洲)公司授权清华大学出版社在中华人民共和国境内(不包括中国香港、澳门特别行政区和中国台湾地区)独家出版发行。未经许可之出口视为违反著作权法,将受法律之制裁。未经出版者预先书面许可,不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

北京市版权局著作权合同登记号 图字: 01-2009-2063

本书封面贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话: 010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

稳定不稳定的经济——一种金融不稳定视角/(美)明斯基(Minsky, H.P.) 著;石宝峰,张慧卉 译.
—北京:清华大学出版社,2010.1

书名原文: Stabilizing An Unstable Economy

ISBN 978-7-302-21321-5

I. 稳… II. ①明… ②石… ③张… III. 资本主义经济—经济波动—研究 IV. F037.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 184142 号

责任编辑:陈 莉

版式设计:康 博

责任印制:王秀菊

出版发行:清华大学出版社

<http://www.tup.com.cn>

社 总 机:010-62770175

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

封面设计:周周设计局

责任校对:胡雁翎

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座

邮 编:100084

邮 购:010-62786544

印 刷 者:清华大学印刷厂

装 订 者:三河市新茂装订有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:180×250 印 张:22.75 字 数:421 千字

版 次:2010 年 1 月第 1 版 印 次:2010 年 1 月第 1 次印刷

印 数:1~6000

定 价:49.00 元

本书如存在文字不清、漏印、缺页、倒页、脱页等印装质量问题,请与清华大学出版社出版部联系调换。联系电话:(010)62770177 转 3103 产品编号:030751-01

中文版序言

吴晓灵

这本书是美国经济学家海曼·明斯基先生的一部代表作，它系统深入地阐述了“金融不稳定论”的主要思想。作为“金融不稳定论”的创始人，明斯基先生毕业于美国芝加哥大学，在哈佛大学获得经济学博士学位，后在多所大学任教。他毕生专注于金融体系、经济周期和总需求决定等方面的研究。他的思想早已为西方金融界所熟悉，而且其追随者中也不乏像金德尔伯格这样的知名经济学家，但令人遗憾的是，直到明斯基先生 1996 年去世，他仍然被归为非主流经济学家，其主要思想也没有得到应有的重视。斯人已逝，思想永存，尤其是那些光辉正确的思想将会不断被传承发扬。

2008 年以来，由次贷危机引发的国际金融危机不断蔓延和加剧，对世界经济造成严重冲击。国际金融危机的产生和发展，给主流经济学研究带来了巨大挑战。在对金融危机进行探究和应对的过程中，出现了各种不同甚至截然相反的观点和主张。对于产生金融危机的原因和根源，有的归结于美联储过度宽松的货币政策，有的认为是过度的金融创新和监管不足导致的金融衍生品泛滥，有的则归咎于美国政府对房地产市场的刺激政策和贷款担保。从更深层次的原因看，流行的观点认为危机归因于自由市场的失灵，于是大规模政府干预随之而来；而与此对立的主张则认为是政府干预政策的失败导致出现危机。正如现任美联储主席伯南克先生说：“解释大萧条是宏观经济学的‘圣杯’。”同样，如果能够深入分析金融危机的产生原因，从根源上揭示金融危机的本质，进而阐明金融体系对经济周期运行的影响机制，则不仅是解决了宏观经济学中的又一难题，更会对我们进一步认识和应对金融危机发挥指导作用，当然其中的难度也可想而知。明斯基先生以其独有的洞察力，运用“金融不稳定假说”对金融危机作出了极富解释力的分析。国际金融危机爆发以来，他的思想逐渐被越来越多的人接受，以致人们把以资产价格崩溃为特征的金融危机爆发称为“明斯基时刻(Minsky Moment)”。在我国应对国际金融危机冲击、努力实现经济平稳较快发展的关键时刻，及时把这本著作翻译成中文版介绍给国内读者，为我

们更好地理解 and 认识金融危机，提供了一种崭新的视角和逻辑严谨的理论体系。

在思考经济为什么会不稳定时，明斯基认为，为投资进行融资是经济中不稳定性的重要来源。这是建立在著名的“明斯基融资分类法”的基础上的，明斯基根据收入-债务关系，将融资方式分为三种类型：(1)对冲性融资：即债务人期望从融资合同中所获得的现金流能覆盖利息和本金，这是最安全的融资类型；(2)投机性融资：即债务人预期从融资合同中获得的现金流只能覆盖利息，这是利用短期资金为长期头寸来融资；(3)庞氏融资：即债务人的现金流什么都覆盖不了，债务人需要靠出售资产或者再借新钱来履行支付承诺。在经济的扩张过程中，人们通过承担风险赚钱越来越容易，在承担风险方面就会变得越不谨慎，这是自我实现的。因此融资的基本态势通常是从对冲性融资向投机性融资比重、庞氏融资比重逐步升高的方向发展。显然，投机性融资和庞氏融资能否持续，依赖于信贷环境的宽松和资产价格的不断上涨，一旦这种条件不具备，融资链就会断裂，而资产价格“螺旋加速下降”效应会造成雪崩似的金融动荡，正如我们在本次金融危机中目睹的。

由于经济扩张过程中投机性融资和庞氏融资的比重必然上升，因此金融脆弱性是天然的、内生的。当市场体系处于稳定时，发挥作用的市場力量会通过利益的引导使市场向不稳定的方向发展。如果每个人都变得更加追求风险，这将加大杠杆的力度，直至游戏玩不下去，市场偏离均衡。所以，如明斯基所说，稳定最终是不稳定的，因为稳定会引起资产价格膨胀以及信用过量。换言之，稳定永远无法成为目的地，只能是一个通向不稳定的旅程。

在这种分析框架下，如何稳定不稳定的经济？明斯基开出了如下药方。

1. 既反对完全的自由主义也反对凯恩斯的刺激投资、福利政策。明斯基认为市场的内部力量包含不稳定因素，需要进行干预来避免“看不见的手”走向无序调整，当然也不能把更进一步的自由放任作为解决“不均衡”问题的办法。同时，他也反对凯恩斯主义者强调的对总需求进行微调、刺激投资和建立中央集权下的福利制度。他认为刺激投资必然会导致融资结构从对冲性融资向投机性融资乃至庞氏融资转换，这导致金融脆弱性不断增强，将引起金融不稳定性和通货膨胀，甚至会加大不公平。

2. 微调不可能。明斯基认为即使微调政策能够取得暂时的稳定性，这种稳定性也将产生退回不稳定性的过程。如果危机在远未发生时就被“成功抑制住”，风险行为就会被认为是“有效的”，这将为此后可能发生更频繁和更剧烈的后续危机埋下伏笔，总有“算总账”的一天。微调的应对方案是一种危险的策略，该策略可以暂时有效，但恰恰是因为它可以暂时有效，才为自己的灭亡埋下种子。所以明斯基反对那些所谓的反周期、熨平周期的政策应对，认为“政

策问题在于，设计一些制度结构和政策措施，能够在不增加陷入深度萧条可能性的情况下削弱通货膨胀、失业和生活水平提高迟缓的影响”。

3. 政府最应该关注的是就业，而且政府应该直接创造就业岗位，只有政府才能提供具有无限弹性的劳动力需求，这对实现充分就业是必须的。明斯基倡导罗斯福新政中的“公共资源保护队”和“全国青年行政部”等就业方案。

“公共资源保护队”方案招募了约 25 万 16—20 岁的青年人，他们的任务是植树护林、水土保持等，保护和改善国家公园和森林资源，每位参与者的预算是每年 8000 美元。这一方案的关键意义在于它成为一种从学校走向就业的过渡手段。“全国青年行政部”负责为高中、大学的学生提供实习就业的机会，并提供培训。比如“全国青年行政部”会委托公共部门一些项目，由这些公共部门招募青年学生或毕业生来完成，政府支付工资。在弗里德曼传记中曾谈到他在大萧条期间作为大学生参与了好多政府委托的项目组的研究工作，对一些经济的长期性问题进行研究，虽然在当时不一定有立即奏效的成果，但这些项目一方面提供了就业机会、增加了学生的收入（当然，新政中针对不同人群有不同的就业方案）；另一方面这些扎实的研究培养了人，为后来美国经济学的发展和繁荣奠定了基础。

4. 应该鼓励股权融资而不是债权融资。明斯基主张那些可以鼓励股权融资的政策，比如建议取消企业所得税，可以把收益转给股东，这有利于削弱企业增强不稳定性的力量。

5. 因为银行的规模与和其开展业务的企业规模有关系，应该鼓励发展中小银行的政策。例如明斯基与一些学者一道共同促使克林顿总统开创了社区发展银行制度，以便更多地满足小客户需求。他还认为应该扩大融资服务的范围，要为那些享受不到服务的家庭提供融资服务。

6. 货币政策方面，明斯基认为货币政策不能用于反周期，要简化规则。中央银行的职能不能局限于控制货币供给，更重要的是抑制金融不稳定性，随着资产组合中企业债务对政府债务的不断替代，央行需要更多地应用贴现工具替代公开市场操作来控制银行体系的准备金数量。

明斯基的敏锐观察和深刻洞见对于我们了解纷繁复杂的现实经济很有帮助。如何恰当地运用金融工具促进经济的稳定发展，应该是全球信用货币体系下的一个重要理论问题和现实问题。从一个新的视角和用一种非主流的理论以本次金融危机为样本来探讨这一问题的答案，我认为是有意义的。因而我愿借明斯基的《稳定不稳定的经济》一书中文版出版之机作此序言，并向读者推介。希望我们能从阅读此书获取更多的智慧，为稳定我们面临的日益频繁地爆发金融危机的世界经济寻找更为有效的解决方案。

前言

早在二十多年前首次出版之时，海曼·明斯基的著作就已经领先于那个时代。这对经济思想家来说司空见惯。约瑟夫·熊彼特对当今的影响要远大于对他所处时代的影响，约翰·梅纳德·凯恩斯的开创性思想在广泛宣扬之后才撼动了整个经济学界，不知疲倦的明斯基先生亦是如此。尽管他在 20 世纪 70 年代和 80 年代具有一定影响力，但他的思想从未像当今这样备受重视。如果明斯基先生仍然健在，他完全可以对那些在过去几十年里集中精力研究经济和金融的人说，“我早就跟你们说过，这一切会发生”。如今再版明斯基的经典著作，正当其时！

像凯恩斯(明斯基曾在 1975 年出版过一本关于他的传记)和熊彼特一样，明斯基重点关注经济周期。凯恩斯主义在二战后占据了主导地位，它集中体现在凯恩斯著作中在政治上深得人心的一些方面。几乎没人能回想起，经济增长时期，凯恩斯曾在提出财政政策和预算盈余之前推荐过货币政策。对于绝大多数政策制定者来说，凯恩斯主义就意味着不假思索的、再简单不过的赤字支出。现在，人们已经逐渐认识到，凯恩斯主义驯服了经济周期，这可以从一些诸如“软着陆(soft landing)”和“中途修正(mid-course correction)”等词语中得到印证。

明斯基与凯恩斯既有区别又有联系。明斯基强调投资的波动性，认为投资所产生现金流的不确定性对企业的资产负债表会产生重大影响。这是一个应该引起更多关注的重要见解。

20 世纪 70 年代末期和 80 年代货币主义逐步取代凯恩斯主义之后，明斯基的深刻见解又一次没有得到应有重视。即便在 80 年代早期的鼎盛时期，货币主义也没能有效应对金融体系的结构变化，而明斯基却能以其清晰的分析方法从容应对。当时，计量经济学几乎已经成为经济学家和金融分析师的一种信仰。但明斯基没有让他的分析受到统计模型的限制。他明智地认识到，数学方程并不能准确地解释经济和金融中至关重要的关键性结构变化和行为模式的转变。

在我最初接触金融市场的时候，就被明斯基的著作所吸引，在工作过程中，我开始集中精力关注一个问题，那就是，债务规模为何持续地以快于名义国民生产总值增速的速度增长。我把这种不健康的发展趋势归因于快速的金融资产证券化、金融市场全球化以及便于将风险量化的信息技术方面的巨大进步。由于政策制定者没能采取有效措施以敦促金融机构在企业经营冲动和偿债义务之间取得平衡，这就加剧了爆发式增长的债务中固有的风险。

海曼·明斯基的深刻见解帮助我们理解近几十年来关键性的金融发展。几乎没人能像明斯基一样理解投机性融资自我强化的力量、不断降低的债务质量和经济的波动，这些已经成为我们这个时代的特征。他把企业为了偿债而借款的行为称为“投机性融资”，这反过来又能推高投资和资产价格。他致力于解释清楚，为何企业家和银行家们所向往的就业、投资和利润的乐观增长，最终必然导致经济的波动和令人难以接受的风险。用一个可以作为安然时代(Age of Enron)暗语的有趣短语来形容，那就是，明斯基告诫世人不要进行“资产负债表冒险”(balance-sheet adventuring)。

本书第1版出版之后发生了一系列事件：从20世纪80年代末和90年代初期的存贷款危机和银行业危机，到墨西哥和韩国的债务危机、俄罗斯的债务拖欠以及90年代因长期资产管理过度杠杆化引发的市场动荡，再到2000年高科技泡沫破裂。这一系列事件都在明斯基的预料之中。

如今我们正面临着次贷危机。有些人把这称之为“明斯基时代”，但这显然缩小了明斯基著作的广度和深度。现在是时候认真考虑海曼·明斯基的见解了！要依靠他这部振聋发聩的著作，使我们的金融体系具有更加稳固的坚实基础。

亨利·考夫曼

第 1 版前言和致谢

众所周知，在一个金融体系成熟而复杂的发达资本主义经济中，总产出、就业和价格很容易出现波动。同时，我们也可以看到，自第二次世界大战以来，发达经济的这种不稳定特性有所缓解。特别是，即使在经济和金融体系中存在着巨大的压力和破坏力的情况下，也没有出现资产价格崩溃、不可控的大范围破产和严重而持久的大萧条。

20 世纪 60 年代末以来，经济不稳定性表现得异常明显，而在二战后的 20 年里却并非如此。于是我们要问：“在我们这种类型的经济中，是什么因素使经济运行状况产生如此剧烈的变化？”

要回答这个问题，就需要弄清楚那些追逐利润的商人和银行家们如何把一个最初富有活力的金融体系（不易引发金融危机）变成一个脆弱的金融体系（容易导致金融危机）。决定融资关系和资产定价的市场机制发出了信号，这种信号促进那些容易产生不稳定性的融资关系得以发展，最终使不稳定性变为现实。资本主义经济的稳定时期（或平稳运行时期）只是暂时的。

本书试图阐明为什么我们的经济如此容易波动，以及显而易见的不稳定性在经济中如何存在。即便我们成功避免了大萧条这一可能发生的最糟情况，但一个不争的事实是，近些年经济的表现确实比二战之后的 20 年更为糟糕。而且，20 世纪 60 年代末以来，我们成功地使不稳定性趋于稳定，可此事并非有意为之，因为作为政策基础的各种理论，并没有考虑能使内在不稳定系统趋于稳定的关键因素。政策虽然很成功，但政策制定者们对不断恶化的经济表现却只字不提。因此，在历史、理论和制度的多重作用下，需要把改革提上日程。

本书遵循了后凯恩斯主义传统，这样做意味着凯恩斯为我们提供了巨人的肩膀，站在上面，我们能够深刻理解发达资本主义经济的本质特征。不过，遵循后凯恩斯主义并不意味着全盘接受这位伟人的著作。我希望没有因为引用凯恩斯的话而触犯他，如果冒犯了，敬请谅解。

我需要感谢很多人：从我接受教育起，要感谢 Oscar Lange、Henry Simons

和 Josef Schumpeter。近年来，我要衷心感谢 Trieste 的同事们，包括在 Centro di Studi Economici Avanzati 的全部教职员和学生，特别是后凯恩斯主义拥护者 Jan Kregel、Paul Davidson 以及后来的 Sidney Weintraub。

再次感谢 Maurice Townsend 的鼓励以及和我分享的真知灼见。

特别感谢 Joan Robinson，他经常直截了当地提出反对意见。

在第二十七世纪基金，我还要感谢 Carol Barker、Waiter Klein 和 Gary Nickerson，特别是 Klein，他使我在萎靡不振和灰心失望的时候重新找回了信心。Ted Young 帮我从头到尾修改了手稿，去除掉一些不利阐明信息的要点。Beverly Goldverg 为全书做了出版前的准备工作。

没有 Bess Erlich 和 Susan Hilton 领导下的华盛顿大学经济系默默无闻的帮助和理解，本书也不会出版。特别感谢 Daren Rensing 和 Anne Schroeder，当我需要在纷繁芜杂的数据中寻找有用数据时，Chris Varvares 和华盛顿大学的计算机伸出了援手。

海曼·P.明斯基

明斯基的《稳定不稳定的经济》：20 年之后

Dimitri B. Papadimitriou & L.Randall Wray

海曼·明斯基这本最全面的著作于 1986 年公开发行，当我们为此书的新版本做准备工作时，美国金融体系正面临着自 20 世纪 30 年代以来最为严重的危机。本书对金融危机的解释令人叹服，这充分说明，明斯基先生毕生不仅与金融危机，而且与美国资本市场网络泡沫的破裂和我们共同见证的次级住房抵押贷款的彻底崩溃有着割不断的联系。明斯基总能超越他所处的时代。要知道，他在 20 世纪 50 年代就率先论述了“金融不稳定性”，并准确预见到了几乎整整一代人都不甚明了的经济转型。尽管我们已多次阅读此书，但当我们为了撰写本序言再次认真研读时，明斯基的分析深度和对认识现代复杂资本主义经济运行的理论贡献，仍给我们留下了深刻印象。就此而言，本书独一无二。

本书印刷之后有着稳定的需求量。网上出售的二手书价格已经上涨到 1000 美元。2007 年，当金融出版界认识到明斯基的分析与快速膨胀的有抵押支持债券市场的彻底崩溃有关时，人们对其著作的兴趣骤然升温。事实上，在本书中，明斯基详细地考察了几次金融危机，其中有几次危机涉及相同的金融工具，如商业票据 (commercial paper)、市政债券 (municipal bond)、房地产投资信托基金 (REITs) (见 pp.46,96 下)。更重要的是，明斯基解释了经济为什么会以一种较容易发生金融危机的方式运行。而且，如果危机在远未发生时就被成功地抑制住——就像目前那样，那么风险行为就是“有效的”。这将为此后可能发生更频繁和更剧烈的后续危机埋下伏笔。正如明斯基所坚持的，在我们这种倾向于投机繁荣的经济中，有着内在的和本质的不稳定性，这点与约翰·梅纳德·凯恩斯的观点不谋而合，凯恩斯认为“在一个不稳定的经济中，企业行为以投机为主” (p.18)。其他对资本主义进程的重要分析都强调崩溃，而明斯基则更关注在“高涨时期”中间人的行为。其他的分析归咎于“动荡”、“非理性繁荣”或“不明

智”的政策，而明斯基则主张，对经济系统来说，产生金融脆弱性的过程是天然的和内生的。

根据明斯基的看法，资本主义经济最多是“有条件地协调”(p.117)。当独立地去分析一个具有复杂的、估值过高的资本资产的资本主义经济时，明斯基拒绝使用主流经济学的均衡方法论。取而代之的是，他提出“平静时期”(p.117)的概念，该时期以健全的金融体系和没有金融创新为特征。在这个时期，为投资进行的融资显得不那么重要。然而，“稳定性正在动摇”，当相对的平静鼓励更多旨在增加收入的冒险和创新行为时，它同时也就破坏了产生“协调性”和“平静”的条件。也就是说，当市场体系处于稳定时，发挥作用的市場力量将使市场向不稳定的方向发展，所以即使能达到均衡，也会引起经济行为的变化，很快使经济偏离均衡。

明斯基的“投资周期理论”是从凯恩斯理论得到启发的。明斯基的周期理论来自以下两个因素的结合：一是凯恩斯《通论》第12章的著名内容，这部分内容集中在投资决策的不稳定性上，因为这些决策是在固有的不确定性的条件下作出的；二是《通论》第17章所采用的金融资产和资本资产的估价方法，乐观主义和悲观主义的交互作用将影响总的投资数量，并通过支出乘数影响总产出和就业。明斯基赞赏凯恩斯指明了要分析为投资而进行融资过程的这种思路，同时他认为有必要对此进一步深入分析。这样，明斯基的贡献就是在凯恩斯“投资周期理论”的基础上发展出了“投资融资理论”。这也是明斯基早期著作《凯恩斯〈通论〉新释》(1975)的主题。由于为投资进行融资是我们经济中不稳定性的最重要来源，它也就成了使“经济从不稳定趋于稳定”所要分析研究的主要题目。因此，明斯基论述投资和如何进行融资是本书的核心内容。在最近一次重读第8章时，明斯基充满智慧的理论再次让我肃然起敬。

明斯基认为，此前没有人认真考虑过凯恩斯《通论》(p.334)的政策内涵。正如本书题目中所展现的，明斯基的任务就是要通过为现代金融资本主义经济制定政策来纠正存在的缺陷。第12章特别是第13章提出了明斯基认为可选择的政策改革议程。了解明斯基的人都知道，他与那些著名的凯恩斯主义者的政策主张存在固执的分歧，凯恩斯主义者强调要对总需求进行微调，要刺激投资，要建立中央集权经济下的福利制度，通过这些手段提供一张安全网。从20世纪60年代早期开始，明斯基就反对建立福利制度和政府为刺激经济而进行的投资，这对那些反对用自由市场的办法去解决现实问题的批评家们来说是不可思议的。但明斯基采用了另外一种思路，这种思路强调：(a)微调是不可能的；(b)依靠投资拉动经济增长来提高生活水平会产生有害的不稳定性和通货膨胀；(c)福利事业容易产生通货膨胀，而且只是一种制度化的失业。在第13章中，他提

出了一项可供选择的战略，就是要依靠消费、就业以及运用制度和监管来抑制不稳定性，在后面我们还要回到这点上进行详细讨论。

在导言的余下部分，我们将简要概述明斯基对理论和政策分析的贡献。我们也会讨论明斯基的一些早期著作，有了这些早期著作才成就了本书。最后，我们还要进一步阐述他在分析中提到的一些现实问题。

明斯基的早期贡献

在20世纪50年代到60年代中期明斯基的各种出版物中，他逐步形成了自己的周期分析(明斯基, 1957a, 1964, 1979)。第一，他认为政府、监管机构、法律体系和企业合起来称为制度，特别是金融制度至关重要。这是对日益占据主流的以IS—LM模型为最佳代表的凯恩斯主义经济学的一种挑战。尽管明斯基在哈佛大学曾师从于阿尔文·汉森(Alvin Hansen)教授，但他却偏好芝加哥大学亨利·西蒙斯(Henry Simons)的制度学说。过于简化的宏观经济学中的新古典综合方法隐藏了LM曲线背后的“融资”，而且由于IS—LM模型分析仅仅集中在均衡的唯一一点上，它不能说明现实经济的动态发展。基于这些原因，明斯基对乘数—加速数模型更感兴趣，这个模型可能产生爆发式的经济增长(明斯基, 1957b)。在明斯基最早的著作中，他考虑了制度的极端情况，从而得出多种可能出现的产出组合，包括稳定增长、周期、繁荣和长期萧条。在一些于利维经济学院写就的最新报告(Minsky and Ferri, 1991)中，他最终又回到了这些模型。然而，众所周知，这些分析结果在他的主张中发挥了作用，他认为“新政”和战后制度安排抑制了现代资本主义的内在不稳定性，成就了表面的稳定。

同时，明斯基考察了金融创新，认为金融机构谋求正常的利润持续扰乱了当局控制货币供给增长的努力(Minsky, 1957a)。这就是他拒绝LM曲线有固定货币供给假设前提的主要原因之一。实际上，中央银行的管制反而会引起金融创新，保证使货币政策从来不会遵守所谓的“增长率法则”(growth rate rule)，该法则已被米尔顿·弗里德曼宣传了几十年之久。金融创新将增加流动性，使金融体系更容易受到破坏。如果中央银行作为最终贷款人实施干预以确保新业务得以持续，它就会承认金融创新是合理的。明斯基(1957a)考察了联邦基金市场的创立，这项考察显示出如何以内在决定货币供给的形式让银行体系有效利用储备金。对金融创新的第一次严峻考验是1966年在市政债券市场，第二次考验是1970年对商业票据出现的恐慌，不过这两次考验都被中央银行的快速反应化解了。因此，战后早期是一个具有“有条件连贯性”金融体系的良好案例，

几乎没有私人债务，有大量延续下来的联邦政府债务（来自二战的赤字），以盈利为目的的金融创新将逐渐放松制度管制。金融危机将变得更为频繁和严重，考验着金融当局避免金融危机再次发生的能力。当前的外在的稳定性将增强不稳定性。

早期著作的扩展

在《凯恩斯〈通论〉新释》中，明斯基提出了对凯恩斯理论的另一种分析（见p133下该书目的摘要）。这本书对“投资的融资理论和投资周期理论”进行了最详细的介绍。“二价制”和“贷款人和借款人风险”是其中两个关键的组成部分，前者是直接从凯恩斯那里借鉴而来，后者则要归功于米歇尔·卡莱茨基（Michael Kalecki），实际上也是从凯恩斯那里借鉴来的。明斯基把价格体系区分为当前产出价格和资产价格。当前产出价格取决于“成本加加价”，在该价格水平下可以获得利润。这个价格体系适用于消费品和服务、投资品以及政府购买的商品和服务。对于投资品，当前产出价格是一种有效的资本供给价格，此价格足以导致供应商提供新的资本资产。不过，这种简化分析仅适用于通过内部资金融资购置的资产。如果涉及外部资金（贷款），那么资产的供给价格还要包括明确的融资成本，最重要的是利息，还要考虑其他各种费用和支出，也就是说，供给价格由于存在“贷款人风险”而提高了。

对始终可以持有的资产而言，还存在着第二种价格体系。除了可以创造流动性最强的现金以外，这些资产预期还能产生收入流和资本收益。在这里，明斯基沿用了《通论》最重要的章节——第17章凯恩斯所作的陈述。但关键在于不能确切知道预期收入流，它取决于主观预期。我们从资产价格体系得到资本资产的需求价格：考虑未来可能产生的预期净收入，人们会对资产支付什么价格？不过，这种计算方法也过于简单化了，因为它忽略了融资安排所发生的成本。明斯基认为，人们愿意支付的价格取决于外部融资需求的数量，也就是更多借款将使买方面临更高的破产风险。这就是为什么在需求价格中也要考虑“借款人风险”。

只有当资本资产的需求价格超过供给价格时，投资才可能发生。因为这些价格包含了安全边际，作为足够的担保，它们受到预期未知结果的影响。在从极度萧条到复苏的恢复过程中，盈利随着预期降低而变大；随着时间的推移，如果经济扩张超过了悲观的预测，这些盈利就比必需的盈利要多。这样，盈利会降低到项目获得一般成功的水平上。以下是我们称为著名的明斯基融资分类

法：对冲性融资，预期收入流能偿还全部利息和本金；投机性融资，后期的收入流仅能偿还利息；庞氏融资^{*}，后期收入不够偿还利息，债务不断增加。在经济扩张过程中，融资的基本态势从主要是对冲性融资向投机性融资甚至是庞氏融资的比重逐步升高发展。

在明斯基的早期著作中，他认为融资者希望提高杠杆比率并取得更多的投机性融资将注定导致失败。如果结果远好于预期，由于收入比预计的多很多，尝试运用投机性融资的投资者仍将可以实现保值。这样，明斯基并没有把目前人们熟知的卡莱茨基关系合并到《凯恩斯〈通论〉新释》中，但他认为，投资繁荣可以通过乘数作用扩张总需求和支出，并形成比预期更多的销售。后来，明斯基明确地将卡莱茨基结果结合进来，即在缩略模型中总利润等于投资加上政府赤字。这样，在投资膨胀过程中，利润将伴随投资而不断增长，可以持续强化预期和鼓励更多投资。这印证了明斯基的见解，资本主义经济中根本的不稳定性会不断增强直至出现投机狂热之时。

此外，在 20 世纪 60 年代早期，明斯基认为政府资产负债表的情况会决定对私营经济资产负债表的影响(Minsky, 1963)。由于政府赤字将向私营资产中增加安全性高的政府债券(第 2 章讨论的政府支出赤字的影响之一)，政府增加支出引起的扩张会导致私营经济扩张，但不会给企业带来一个脆弱的资产负债表。不过，一次大的经济扩张将使税收收入增长快于私营经济收入增长，政府预算会得到改善(趋向于盈余)，而私营经济收支将出现恶化(趋向于赤字)。当明斯基把卡莱茨基方程放入他的说明中时(正如他在本书 pp.17 和 162 所做的)，他就能解释预算的反周期调节如何自动使利润趋于稳定，既能限制繁荣中利润继续高涨，也能限制衰退中利润不断下降。

把卡莱茨基对利润的观点和他的投资周期理论结合起来，明斯基认为，只有当未来的投资可以预期，投资在当前才可能发生，因为未来的投资将决定未来的利润(参见总模型)(p.163)。而且，由于当前的投资只能证明“过去”的决策是正确的，对“未来”的预期影响着偿还购买当前资本资产进行融资所欠债务的能力。在明斯基研究这些很容易被扰乱的投资的过程中，涉及复杂的时间关系(见 pp.213-218)。一旦这与“二价制”方法相联系，显而易见，任何降低预期未来盈利能力的事情就会促使资本的需求价格低于供给价格。这会减少投资额和“当前”的利润直到低于确认“过去”预期所必须的水平，当之前的资本项目开始实施时，需求价格依赖于“过去”的预期。可以证明借款人和贷款人风险之中包含的安全边际是不够的，必须修订需要达到的安全边际。

* 庞氏骗局，指骗人向虚设的企业投资，以后来投资者的钱作为快速盈利付给最初投资者以诱使更多人上当，作者在这里指金融发展过程是一个博傻过程，不好的后果都是由后来者承担——译者注。

在整个 20 世纪 60 年代、70 年代和 80 年代，明斯基继续发展他的金融不稳定性假说，把对投资理论所作的拓展不断结合起来。他添加了卡莱茨基方程，结合了“二价制”体系，包括进更为复杂的关于部门平衡的论述。那些年里，他增进了对银行的认识，认为联邦储备银行试图控制货币供给是徒劳无功的。他也扩展了分析使对待所有企业像对待银行一样。他认为每个人都可以创造货币，毕竟每个人都可以通过举债获取资产，问题是让人们接受它(p.79)。他还认为，正是美联储被创立出来，通过创造企业债务提供流动性来扮演最终贷款人角色之后，它就不再倾向于使用票据贴现工具了(p.54)。实际上，美联储主要通过公开市场操作提供准备金，这极大地限制了美联储通过确定可以接受的担保物和仔细审查借款人资产负债表来确保金融体系安全稳定的能力。相反，由于试图限制准备金只会导致银行业务的创新和鼓励“非银行”融资的扩张，最后要求实行“最终贷款人干预”甚至是“紧急救援”去承担那些冒险者业务所造成的后果(p.106)，所以美联储坚持依靠弗里德曼的简化货币主义观点，美联储的基本作用就是“控制”货币供给进而控制经济总体运行(实际上根本控制不了)。与旨在维持总需求的反周期性赤字一起，这类政策不仅能阻止经济陷入深度衰退，也会产生长期的通货膨胀压力。

“大萧条”会再次发生吗？

明斯基认为“大萧条”代表了资本主义的失败，解决这个问题必须成立“大政府”和“大银行”，他常用“大”这个词来表示政府的规模、公共支出的水平、中央银行以及各种新政改革措施(参见 p.221; Minsky, 1993)。尽管二战后出现的经济体与以往相比有根本区别，而且显得更富有活力，但明斯基总是质疑“IT”(大萧条)是否会再次发生。他的答案是暂时“不会”：已经提出的政策空间的上限和下限使战后的头几十年不会发生债务通缩。不过，在明显具有活力的金融体系背景下，经济发展可能给违约拖欠债务的“雪球”打开大门，最终会完全打破设定的限制。如果制度约束不能适应环境变化，或者更糟糕的是，大萧条的教训被完全抛到脑后，以至于危险的“自由市场”思想左右了政策，上述情况就更可能发生。当然，这些事情都已成为过去。

明斯基明确地阐述了他的反自由放任政策的主题，“在内部力量包含不稳定性的世界中，通过向环境中引入惯例、约束和干预，能够达到并维持表面平衡”(Minsky and Ferri, 1991)。他坚持认为，问题在于以正统的新古典主义为理论基础的经济学不能提供对经济的深刻见解。这是因为这些标准的经济理论解释

不了不稳定性和大萧条的存在，只能通过内部动荡和拒绝工资作出反应的顽固工人来解释。实际上，在传统理论看来，失业是对固执的惩罚（参见 p.154）。主流经济学不能命令把更进一步的自由放任作为解决“不均衡”问题的办法。相反，根据明斯基的观点，不连贯的市场结果是“天然的”，需要进行干预来避免看不见的手发挥作用：“为了抑制市场机制造成的祸害，资本主义经济形成了一整套制度和机构，其特点等同于断路器。这些发挥作用的制度会停止那些形成不连贯性的经济进程，并且以新的初始条件重新启动经济……”（Minsky et al., 1994）。不仅如此，“制度和干预的倾向将主要决定整个时期经济路径是平稳或是动荡的程度：是前进的，是停滞的，抑或是恶化的”（同上）。

战后特别是 20 世纪 70 年代之后的经济增长更倾向于依靠投资支出拉动。在冷战加剧时期，联邦政府支出相对于 GDP 而言快速增长，国家和地方政府在 70 年代早期就提高了支出比重，政府支出在那之后保持了连续增长。战后一段时期，尽管增加了对老年人和贫困人群的转移支付，但“水涨”并没有导致所有的船都升高，众多以凯恩斯主义为指导的政策寻求鼓励投资以扩大总需求。明斯基早在 20 世纪 60 年代早期就对这种政策立场进行了评论，他认为这种政策将引起金融不稳定性和通货膨胀，甚至会加大不公平（Minsky, 1965, 1968, 1972, 1973）。这是因为，投资拉动的经济增长会使金融体系从富于活力的结构转变为脆弱性不断增强的结构。进一步地，投资和转移支付都会导致通货膨胀压力——这种阻止严重衰退和承担冒险者行为后果的制度底线只能使情况更糟。

在本书第 11 章中，明斯基使用价格总水平加价的方法对这种通胀压力作了最好的阐述。我们在此就不展开了，其基本思想是，当前总产出价格体系中消费品价格是由成本和加价来决定的，成本主要是部门的工资成本。生产消费品的工人包括投资品部门和政府部门的工人、外国人和转移支付的接受者（退休人员，属于儿童家庭扶助计划和领取失业救济的人），涨价幅度是由这些人的消费支出超过所生产的消费品数量决定的。这曾是明斯基早期著作的主题，也是他强烈反对肯尼迪和约翰逊向贫困宣战的主要原因之一（Minsky, 1965, 1968）。他坚持认为靠投资支出推动的“涨潮”不会惠及所有的穷人，而且支持那些在最具价格支配力行业中拥有最好技能的工人，会增加社会的不公平。无论如何，给不工作的人发钱会在不增加总供给的情况下提高消费品需求。因此，明斯基不赞成福利事业，不仅是因为它会造成“制度性失业”，产生被迫的依附关系，而且会导致通货膨胀压力。正如我们将在下面看到的，明斯基支持直接创造就业岗位和高消费的策略。实际被采用的政策组合容易推动投资、福利和紧急援

助，但却加重了金融的脆弱性和社会不公平，同时也给经济带来滞胀的隐忧。

证据

正如前面讨论的，明斯基认为二战后经济表现出的稳定性不是因为市场正常的自我运行，而要归功于“大政府”和“大银行”。在本书第二部分中，明斯基考察了一些经验性证据，认为每当经济可能要出现崩溃的态势时，预算赤字和最终贷款人干预共同维持了总需求、总收入特别是资产价格和利润。我们在此简单概括一下他考察的案例，并增添几个本书首次出版之后一段时期内发生的例子。

第一，我们认为更新第 13 章中的表 13.3 和表 13.5 是有用的，这两个图表给出了衡量政府规模和联邦财政收支占 GDP 比重的方法。所有费用占 GNP 比重实际上从 1983 年的 24.7% 下降到 2006 年的 20% 多一点。（至于达到充分就业水平的总产出，则比重从 22.5% 下降到 19.98%。）总体上看，目前的开支比重小于 1983 年，与明斯基根据两者相对规模和综合考虑的结果比较相近。

再看收入，所占比重从 1983 年占充分就业 GNP 比重的 16.7% 上升到 2006 年占充分就业 GDP 比重的 18.11%。在这段时期，收入中个人所得税比重下滑了近 5 个百分点，而企业所得税的比重上升了 8.5%。相对于达到充分就业的产出来说，企业税收增长了 1.66%，社会保险税增长了 0.5 个百分点。当经济在低于充分就业的水平运行时，2006 年出现了小规模赤字，这也许与明斯基的主张比较接近。然而，税收收入的组成情况实际上已经与明斯基的理想情况渐行渐远，他支持取消企业所得税和工薪税（社会保险税），这几项税收却以惊人的速度在增长。值得注意的是，在执行产生大量盈余的方案中，社会保障支出实际上略低于 1983 年的水平（相对于充分就业的 GNP 或 GDP），但税收却高于当时水平。在充分就业水平下的整体财政预算比 1983 年更加趋紧（支出更少，税收收入更多），但是企业税收和工薪税承担了额外的负担，这些负担包括通货膨胀（成本反映在价格中）、鼓励借款（债务利息被企业税抵消）和阻碍就业（企业的工薪税更高，而工人得到的家庭收入更低）。这不是明斯基所支持的发展，因为它们增加了经济重新回到滞胀状态的可能性。

在第 2 章和第 3 章中，明斯基考察了 1974 年至 1975 年和 1981 年至 1982 年的极度低迷时期。他认为“大政府”在两个时期内对维持收入和利润发挥了重要作用。特别是，每个萧条期所出现的财政赤字使众多企业能持续支付债务利息并设立偿还债务的基金。而且，在两个时期内，转移支付都提高了，这样，

根据明斯基的观点，个人收入在萧条时期第一次没有出现下降。这使得消费即使是在失业不断增多的时候仍没有垮掉。明斯基也分析了联邦政府的运行机制，认为在这两个时期内，最终贷款人机制特别重要。瓦里(Wray, 1989)用明斯基的分析方法去分析里根时期的经济复苏，该分析表明，并不是供给经济学把经济带出了萧条期；相反，是 20 世纪 80 年代中期的大量赤字增加了利润，使投资得以恢复。而且，政府对存贷款行业安排了紧急援助计划，最后导致大约 1250 亿美元的额外财政支出。尽管这次紧急援助计划并没有采取明斯基所支持的形式(他更倾向于用一家类似“复兴金融公司”的企业接收不良资产从而可以使其中大多数得以恢复，而不是乔治·布什总统在使损失社会化的同时还补贴产业合并)，不过该计划还是阻止了存贷款危机把经济拖入更糟糕的衰退和可能发生的债务紧缩。

自那之后，发生了一系列金融危机和经济衰退，每一次危机和衰退都受到大银行和大政府拯救行为的抑制。出人意料的是，1987 年和 1989 年的股市崩盘和价格低但风险大的债券市场的瓦解对经济影响甚微，就是因为政府的大规模赤字和美联储及时提供准备金最后使市场恢复了平静(Minsky, 1992)。20 世纪 90 年代初期的“老布什衰退”被大规模预算赤字遏制。然而，这种复苏比较脆弱，通常被很多人称为“失业的”和“悲愁的”复苏，这给比尔·克林顿的选举作了贡献，恰好反映了几十年来债务猛增和个人收入增长缓慢的紧张关系。在 20 世纪 90 年代中期，经济好像突然脱离了卡特总统所谓的“萎靡不振”——新经济诞生了。政策制定者(包括最有影响力的艾伦·格林斯潘)开始相信经济由于生产力增长的重大变革能够以更快的速度增长，而且不会出现加速的通货膨胀。实际上，经济和税收都在快速增长，自 1929 年以来首次出现持续的财政盈余不断增多。克林顿总统宣称，财政盈余至少还会持续 15 年，使政府自 1837 年以来第一次不受债务的束缚。(应注意到以下这两个日子非常重要，1837 年开始了一次深度的萧条，1929 年历史上所谓的“大萧条”开始了。实际上，在克林顿政府出现盈余前，共存在六个具有大量财政盈余的时期，每一时期之后接踵而至的就是一次大萧条，总共六次大萧条。)新经济的刺激作用很快传导到金融市场，促进形成了一次历史上最激动人心的资本市场繁荣。

利维经济学院的学者们几乎成为唯一的怀疑主义者，他们不停地发出警告，克林顿繁荣产生于美国私营经济空前的赤字支出，家庭和企业债务增长速度要快于收入增长。当然，正如明斯基在 20 世纪 60 年代早期就认识到的，同时也是维尼·格德力的部门分析方法所证实的，考虑到财政盈余和经常账户赤字，私营部门的赤字是一种必要的会计安排。(Minsky, 1963; Godley, 1999)如果私营部门出现紧缩，或者仅仅是回到一个更常见的小规模盈余，总需求将下滑六个

百分点。

回顾上面内容，我们现在能了解到，克林顿盈余存在时间较短，随着私营经济收缩，这些盈余使经济陷入了萧条。

股票市场崩盘后最终开始复苏(除了纳斯达克市场外，都达到了前所未有的高度)。这在某种程度上是因为，不断增长的预算赤字改善了企业的资产负债表，同时帮助启动了又一波贫血式的“无就业”复苏。令人感到惊奇的是，金融市场参与者很快重获了自信，并开始寻找其他的投机机会，此时很多美国家庭又开始了赤字支出。金融市场进入了历史上无与伦比的创新大潮中。由于普通家庭可以获得先前不能获得的抵押贷款，房地产市场繁荣起来，房地产价格比以往涨得更快。由于房地产所有者们通过借款获得资本收益来给消费提供资金，他们要将资产进行“变现”。所有这些都得益于美联储所坚持的低利率政策，人们相信更好的货币政策(以“新共识宏观经济学”为理论指导)将遏制通货膨胀，毫无保留的格林斯潘先生承诺，联储不会让任何糟糕的事情再次发生。

政策问题

凯恩斯的通论指出了资本主义体系固有的缺陷：长期失业和过度不公平。明斯基增加了第三个缺陷：不稳定性也是现代金融资本主义的一种正常结果(p.112, 315)。而且进一步讲，即使有适当的政策，持续的稳定性也是无法获得的，因为它会像产生大萧条那样改变人的行为。正因如此，明斯基拒绝任何“微调”的提法，即使这种政策能够取得暂时的稳定性，这种稳定性将产生退回不稳定性的过程。因此，“政策问题在于，设计一些制度结构和政策措施，能够在不增加陷入深度萧条可能性的情况下削弱通货膨胀、失业和生活水平提高迟缓的影响”(p.328)。然而，成功永远不会是永久的，政策不得不为了适应不断改变的环境而几次三番地进行调整。

在本书公开出版之后，明斯基认为，战后时期的相对稳定导致了“货币管理资本主义”的发展——“57种资本主义”中的一种更不稳定的情况。在一篇很早的著作中(Minsky, 1987)，明斯基预测到住房抵押贷款证券化会有爆发式发展，最终导致了2007年的次贷危机。实际上，他是为数不多的了解证券化真正前景的理论家之一。原则上，所有的抵押贷款打成一个资产包，包含各种风险等级，覆盖风险的不同价格。投资者可以选择他偏好的风险—收益组合进行交易。储蓄所和其他被监管的金融机构将因为组织贷款、评估风险和提供抵押贷款而获得收费收入。金融工程将创设担保债券凭证(CDOs)，为满足投资者的

需求而量身定做。二十年之后，明斯基的预言彻底地被验证了。

明斯基(1987)认为，证券化表现出两种发展趋势。第一，证券化是金融全球化的一部分，因为它创造了在国际间自由流动的金融票据。德国投资者并不直接接触美国房地产所有者，但他可以购买来自美国房地产市场的住房抵押贷款证券。明斯基乐于指出，二战后在发达国家(甚至在很多发展中国家)不同步地产生了萧条和自由扩张，这使得全球充斥着被统一管理的寻求回报的货币。打包的债券具有独立的评级机构所赋予的风险权重，它吸引全球投资者试图取得各自想要获得的美元计价资产的数量。由此明斯基发现被担保的美国抵押贷款的价值已经超过了联邦政府债券的市场价值，次贷危机很快在全球蔓延也就不足为怪了。

第二，证券化使银行(狭义上定义为吸收存款和发放贷款的金融机构)的重要性相对下降，这有利于市场发展(银行持有的金融资产的份额从 20 世纪 50 年代的 50%下降到 90 年代的 25%。)这种发展本身是实行货币主义促成的(1979—1982 年，它消灭了部门经济中有监管的部分，有利于相对无监管的“市场”)，但它也受到金融领域持续退让的刺激，这些金融领域已经放弃了对银行的规章、监管和惯例。非银行金融机构可以吸收能够按市场利率付息的可核对存款，商业票据市场允许公司绕过商业银行，票据规模迅速增长，这两个方面对银行业务竞争不断加剧，挤压了银行的盈利空间。明斯基(1987)观察到，银行要求将资产的利息率和支付债务的利率之差扩大 450 个基点(每基点等于 0.1%)。这样能够补偿正常的资本收益率和对银行征收的存款准备金税(准备金是非盈利资产)以及客户服务成本。

相比较而言，金融市场因为不受存款准备金率、监管的资本要求以及银行业众多交易成本的约束，正好可以比银行扩张得更快，同时，金融市场在旨在使其更加安全的“新政”监管下显得更为自由超脱。这意味着，不仅金融部门中越来越多的机构不受大多数规则的监管，而且来自市场的“竞争”也迫使政策制定者放松对银行的监管。直到最终导致当前次贷危机的房地产繁荣之前，“商业银行”和“投资银行”并不存在什么本质区别。原本被“新政”改革变得非常安全的房地产市场，变成了一个巨大的全球性赌场。明斯基认为(p.51)，之所以兴起与房地产融资有关的“新政”改革，主要是因为人们普遍相信，短期抵押贷款特别是典型的具有大量气球膨胀式付款的贷款(分期付款中最后一笔比较大的贷款)，是产生大萧条的重要原因；令人感到讽刺的是，这种导致投机性繁荣空前高涨的房地产抵押贷款“创新”，恰恰又重新创造了产生萧条的条件。

正如我们所提到的，美国的金融部门正处在一场向全世界扩散的金融危机

中。找出个中原因并认清所有后果需要假以时日。众多评论家们把危机称为“明斯基时刻”，并且质疑我们是否已经变成了一个“庞氏国家”。从这点看，我们可以推测过去十年的金融创新极大程度地扩张了信用规模，之后大幅推高了资产价格。结果，这不仅鼓励了更多的金融创新来充分利用赚取利润的机会，同时也加速了债务规模扩张和更高的杠杆水平。有四个因素打破了观点上的平衡，使人们从恐惧走向了贪婪：格林斯潘“作为”，也就是相信美联储不会再让糟糕的事情发生，这可以从以下方面得到印证，长期资本管理救援安排、在网络经济破灭之后迅速减息，以及美联储采用的称之为“新货币共识”的新操作程序，包括渐进主义、透明度和意味着没有意外的预期管理。克林顿繁荣和 2001 年的表面衰退，使人们重新审视经济增长，从此可以看出，经济扩张可以更迅猛而且不发生通货膨胀，衰退可以短暂而且相对无痛苦。所有这些助长了对风险的偏好，降低了对风险的补偿，鼓励了更高的杠杆比率。不仅如此，证券化、套期保值以及各种各样的保险如信用违约互换等，把风险转移到最能承担它的方面。如果明斯基能够看到过去五年的情况，他会把它称为激进的悬而未决的怀疑时期。

我们不晓得在当今是否还会出现大萧条，但已经出现了逐步扩张的监管运动。在本书最后一部分，我们将关注政策的取向。

改革的议程

在本书中，明斯基提供了一份集中在四个方面的改革议程：

- 大政府(规模、支出和征税)
- 就业战略(雇主的最后避难所)
- 金融改革
- 垄断

明斯基认为，各种资本主义经济都存在缺陷，但人们可以发展一种资本主义使缺陷在其中不那么明显(p.328)。正如上面所讨论的，他支持具有更低投资和更高消费的资本主义经济，前者保持了充分就业，后者精简了组织。明斯基要将政策重点从交换转移到就业方面。他担心，没有政府直接创造就业就不能达到或接近充分就业状态，这是明斯基自 20 世纪 60 年代初期就主张的立场。这样，他指向了各种“新政”就业计划，例如成立了民间资源保护队(CCC.)和全国青年管理局(NYA.)，指导创立全面的最终救助人计划，认为只有政府才能

提供具有无限弹性的劳动力需求，这对实现充分就业是必需的(p.343)。他估测全面实施计划的成本是国民产出的 1.25%，这与促进该项计划的其他方面的估计相一致(Harvey, 1989; Wray, 1998)，也与阿根廷和印度当前的实际情况相吻合。此外，明斯基还主张提供一份普惠性的儿童补贴，支出大约占 GDP 的 1.33% (p.334)。与此同时，这些方案将代替那些福利支出和失业救济支出，比当前计划给予参加者更多的机会和尊严。而且，他的方案不太容易引起通货膨胀。福利事业给失业者发放补贴，会在不增加供给的情况下增加需求，与此不同的是，工作方案可以创造出有效产出。明斯基也预料到了会存在反对意见，认为充分就业必然伴随通货膨胀，这种充分就业通过提出相对固定和统一的计划工资，制定一个工资标准，实际上有利于稳定工资(p.348)。(在最近几年里，这些观点被“最终救助人”的支持者们详细地进行挖掘，他们与明斯基有相同的结论。)最后，明斯基通过取消工薪税和在不损失社会保障权益的情况下允许退休人员继续工作来消除劳动力就业的障碍。

明斯基更喜欢那些鼓励股权融资而不是债权融资的政策，例如取消企业所得税，可以把收益转给股东。因为他认为，银行的规模与和其开展业务的企业规模有关系，他主张那些支持中小银行发展的政策(p.355)。他主张放松“新政”对中小银行的限制，以便这些银行能够提供更多满足小客户需求的服务。但是，美国的政策走到了相反的一面，在最后实施“新政”改革之前，最大规模的银行都免于受格拉斯-斯蒂格尔法的规制。因此，银行业变得比明斯基提出那些建议时更加集中，同时，如前所述，政策和创新都更加注重“市场”而不是“银行”本身，这也推动银行进一步集中。明斯基极力主张，在储备金供应中，要通过转为使用贴现窗口而不是公开市场操作来加强对银行业的监管(p.361)。实际上，我们可以从后期被加拿大采用的一类准备金供应体系中理解明斯基的主张，由于“储备税”和对准备金余额支付的利息或者对透支款项的收费不断降低，所以这类准备金体系没有准备金要求。伯南克主席曾经出现过犹豫，美联储可以最初对准备金支付几年的利息，但为了应付后期出现的次贷危机，他提出更多使用贴现窗口的政策建议。虽然这是为了应对大范围的金融危机，但也许该领域中现实的政策是逐渐贴近明斯基的主张的。不过，在很大程度上，随着“新政”的限制被撤销，政策离明斯基的主张渐行渐远，金融制度不断“自由化”，结果可以预见。

后来，在利维经济学院，明斯基继续开展支持现代资本主义制度的政策研究工作。他认为，资本主义富有活力而且形式多样，20 世纪 30 年代的改革已经不再适应资本主义的资本管理模式(Minsky, 1996)。资本主义发展的这个阶段并没有同时兴起新保守主义观念，来消除“新政”和“凯恩斯时代”政策的影

响。在美国以外，新保守主义也称为“新自由主义”。从金融监管机构到退休金公共支付机构，所有的财产都受到私有化的威胁(Wray, 2005)。然而，明斯基认为自由市场观念非常危险，特别是在货币管理阶段。令人感到讽刺的是，由于当时私人债务水平低、个人资产组合中完全是国债以及对产生保守行为的大萧条的记忆，“看不见的手”在战后早期没有产生巨大的破坏作用。不过在当前，私人债务比例已提高很多，而且在贪婪超过恐惧的环境中，杠杆作用持续了几十年，“看不见的手”鼓励了更为冒险的行为。

因此，明斯基在 20 世纪 90 年代设计出的可供选择的政策建议是，降低不安全性、提升稳定性以及鼓励民主政治。他继续支持创造就业、更大的薪酬平等和儿童补贴。明斯基和利维经济学院的其他学者一道，共同促使克林顿总统开创了社区发展银行制度(Minsky et al., 1993)。他的主张比已经被实际采纳的方案还要深入，他认为应该扩大融资服务的范围，要为那些享受不到服务的家庭提供融资服务。他支持利维经济学院学者罗尼·菲利普斯提出的主张，要建立一个“小”银行制度，可以提供保证金并只持有最安全的资产(国债)(Minsky, 1994)。换句话说，明斯基为金融部门提出了政策建议的范围，而金融部门实际采用的政策却几乎是背道而驰。

当前的挑战

我们将简要提到美国经济当今和可预见的未来一段时期所面临的 4 个挑战，并以此结束导言。

1. 长期贸易赤字。
2. 不断增大的不平等。
3. 持续的财政转移支付。
4. 次贷危机的副作用。

明斯基的著作阐明了以上所有领域的政策含义。由于美国具有进口倾向，只要经济以合理的速度增长，就会存在贸易赤字。尽管多数评论家担心美国为这些贸易赤字“融资”的能力，但那并不是真正的关注点，因为在某种程度上，存在贸易赤字说明世界上其他国家渴望得到以美元计价的美元资产。不过，持续的贸易赤字还是会引起两方面的忧虑：第一，贸易赤字会影响美国的就业和工资水平。对贸易赤字的正确应对应该是，为那些因进口导致减少国内就业而被替代的就业者创造就业岗位。虽然许多失去的工作岗位都有较高的收入，但必须启动再培训和其他方案来帮助单个失业者，明斯基的最终救助计划只是

第一步。像美国这样高度发达的国家，应该使它的政策向公开市场倾斜，没有必要允许来自那些滥用劳动力国家的不公平竞争，在那些国家使用童工、监狱工和发放低于基本生活水平工资的情况盛行，因此，在制定政策时，应该以“公平贸易”而非“自由贸易”为指导。

第二，由于有必要维持国内部门（包括私人经济和政府）与出口部门之间的平衡，经常账户赤字就意味着，或者美国政府或者私人经济部门，或者两者一起必须具有保持国际收支平衡的等额赤字。1996 年以来，美国私人经济部门几乎持续出现赤字，就中期而言我们认为这是一种不可持续的状态。不过，在当前情况下，实现充分就业的经济有可能产生至少相当于 GDP4% 的经常账户赤字。战后时期私人经济部门盈余占 GDP 比重的长期平均数大约是 3%，如果私人经济部门拥有约 3% 的贸易盈余，则政府部门的赤字需要达到 GDP 的 7%。这在政治上是不可能实现的，而且经济上可能也不希望达到这样的结果。回想起明斯基曾认为赤字会产生更高的加价，因为它创造出超过消费品部门工资购买力的产出需求。这种赤字在某种程度上通常被净进口抵消，净进口使得消费者能购买那些并非美国工人制造的产品。不过，美元在一定程度上贬值会改善贸易余额状况，因为进口的需求价格弹性还不够高，这是与以经济学家阿尔弗雷德·马歇尔和阿巴·勒纳所命名的马歇尔—勒纳原理相反的条件，进口商品的通货膨胀可以传递给美国消费者。在 2007 年，自 20 世纪 70 年代以来的第三次“能源危机”成为一个大麻烦。它导致在美元走软的情况下石油价格快速上涨，推高了美国的消费价格水平。正如我们提到的，美联储选择维护金融的稳定性而不是去和通货膨胀做激烈斗争，这在我们看来是一种正确的应对。然而，现在还不清楚，政策制定者会在多长时期内不理睬通货膨胀。不可能再次出现所谓的“保罗·沃尔克年度”——实行紧缩的政策，即使增加失业。明斯基可能支持一系列降低贸易赤字和财政赤字的政策。

通过各种指标衡量，今天之不平等程度已经与大萧条前夕的程度别无二致。实际上，靠劳动获取收入的前 1% 的人在 2003 年至 2005 年获得的总收入为 5250 亿美元，这要高于总人口中收入最低的 20% 的人在 2005 年获得的全部收入 3800 亿美元。把 1% 最高收入者一半的收入重新分配给五分之一最低收入的人，将使最低收入者的收入增加 70%。而且，自 20 世纪 70 年代早期以来，男性工薪阶层的实际收入就没有提高。正如上面提到的，明斯基对使用转移支付来重新分配收入总是持怀疑态度，他更倾向于通过创造就业岗位以及侧重于增加低收入工人的工资来重新进行收入分配。实际上，在 20 世纪 60 年代中期，他通过计算证明了，要想通过创造就业岗位来消除贫困，还有很长的路要走。柯尔顿 (Kelton) 和瓦里 (Wray, 2004) 修正了明斯基的分析，他们证明出，一个家庭如果

至少有一个工人有一份全职工作，并且全年都上班，则低于贫困线之下的可能性就很小。因此，明斯基的支付雇员一份基本工资的“最终救助计划”，特别是一份赖以生存的工资外加一份儿童补贴，能够消除主要的贫穷。通过降低两个百分点失业率所产生的额外 GDP，比满足所有家庭都在贫困线以上而产生的必需的额外消费要大几倍。因此，确实不必实施“罗宾汉”式的劫富济贫计划来消除贫困。不过，明斯基明确地认为，极端的收入和财富与民主政治的要求并不一致。因此，与重新分配收入来消除贫困相比，限制最高收入者的收入和财富增长与创造一个更为公平的社会环境之间关系更为密切。

明斯基也支持用限制熟练工人的工资增长来降低工资收入方面的不公平（明斯基，1965，1968，1972）。他认为，在某种程度上，至少部分通货膨胀是工资成本推动的，主要是由于被组织起来的熟练工人的工资上涨所引起的。因此，他们的工资增长应该控制在生产增长的水平以下，而低工资的工人应该获得高于正常生产所得的工资。通过这种方式，熟练工人与不熟练工人工资的差距将缩小，同时通货膨胀的压力将减弱。美国面临工资和价格上涨的压力由来已久，但从 2007 年开始，使通货膨胀“雷声大，雨点小”的通货紧缩压力以及来自中国和印度的低工资竞争，发挥了实实在在的作用。正如上面提到的，当前的政策组合不可能再次引起滞胀。

克林顿总统终止了“众所周知的社会福利”，取消了对有依赖子女家庭的救助，同时启动了“贫困家庭临时救助”项目，这项救助有时间期限。然而，由于他没有为失去社会福利的成年人提供工作机会或者儿童补贴，在没有出台有效解决办法的情况下，他的“改革”仅仅增加了不安全感。无论如何，“社会福利”只是一个小的支出方案，包括向老人进行转移支付、发生在老龄人口、幸存者和残疾人保险方面的支出以及公共医疗补助体制方面的支出。近些年，主要是新保守主义者以讲述故事的方式来吓唬人们，声称社会保障和医疗保险方案在未来将面临成百上千亿的“资金缺口”。这种分析是完全错误的，早在多年前利维经济学院的公开出版物就指出过这些（Papadimitriou and Wray, 1999）。他们主要集中在预测方案的收入和成本的差距方面，他们得出结论，我们应该提高税收或者削减当期支出以便建立起一只信托基金，足够弥补未来的赤字。

我们不再重复在其他地方已经得出的结论，但要强调与明斯基的分析相一致的两点。第一，相对于处于正常工作年龄的人口而言，随着老龄人口数量的增长，将增加消费品物价的加价，此中原因前已述及。解决之道不在金融，不管是否采用把收入交到未来退休者手中的办法，除非他们参与消费品的生产，否则只要消费品总份额在增长，这些人对消费品的支出就会推高通货膨胀水平。

这就是为什么明斯基坚持认为，解决婴儿潮所致的退休人口数量激增的办法是，取消超过 65 岁就不能从事工作的限制(p.344)。此外，提高失业群体和非劳动力群体的就业比例将增加产出的供给，增加妇女、高中辍学生、少数民族和海外移民的就业有助于满足不断增加的退休者的需求。

第二，大多数联邦政府的“短期债务”是医疗保险计划中的欠账。主要问题是没有足够的资金，但关于医疗保健的两个特点更为常见：价格比一般价格水平涨得要快，所以占名义 GDP 比重份额提高的部分要用于医疗保健；随着医疗进步和对福利社会期望值的提高，要有不断增加的实际资源用于医疗保健领域。因此，问题绝不限于医疗补助和医疗救助方面，私人医疗保险同样面临成本上升的问题，结果使得病人离开私人医疗转而去指望政府。在某种程度上，人们并没有预期到 GDP 中的增长部分都花在医疗保健方面，这也不是人们希望见到的结果：这是一个生产力几乎一直没有增长的劳动密集型部门，具有所谓“鲍莫尔成本通病”的条件，可以预料到，一个富有而且逐步老龄化的社会，能够很容易满足人们多数的物质需求，在这样的社会中，医疗保健会成为经济活动中更重要的焦点。

另一方面，医疗保健改革被看做是不能回避的政策问题，也不可能在“私有化”或“单一支付者”等一些类似的简单口号中找到解决问题的办法。社会必须在以下方面作出抉择，人们究竟想要将多大比例的资源投入到医疗保健领域，到底有多少应该花在年迈老人的最后时日上，以及为提供服务的服务组织实施和付款的最好方式是什么。一味地抱怨没有资金支持只会使问题更加混乱。把医疗保健方面的支出计入消费品生产成本，显而易见是为医疗保健服务“埋单”的最差方式，因为在全球经济中完全竞争不会去承担这些成本。此外，即使美国不面对这种外部竞争者，明斯基所谓的“家长式资本主义”的时代也已经一去不返了。任何公司或组织都不能确保，雇员获得的补偿中会包含足够的为最后产出价格所弥补的医疗保健。

我们最后要在此处讨论的问题是本轮次贷危机所产生的副作用，它展示了过去二十多年中被货币管理者创造的“新金融体系”所带来的严重问题。随着相对不受管理的市场从商业银行抢去更多的市场份额，监管当局放松了对商业银行的监管和审查以促进它们展开竞争。除此以外，商业银行还被允许进行资产负债表的冒险，通过减少资产负债表上的流动性来减少准备金和资本数量，规避审查。银行业之间的关系被一些“发起和分配”等经纪人业务所取代，在这些经纪业务中，各种贷款被打包成证券，打散后又在不同时间卖给投资人。信用风险根据财产模型被分摊到各种借款人的资产组合中，这种模型使用的是

基于若干年历史经验的统计数据。证券交易被一些如商业票据的短期信用严重放大，其中通常混杂着商业银行提供的融资便利。因此，风险并没有真正从商业银行的资产负债表中转移走，相反，在市场遇到困难和资产价格大幅下跌等糟糕时刻，风险仍会回到银行。

现在我们知道这些模型反映不出系统风险，由于人们相信，能获得一个具有“可知”的借款人信用评级的多样化资产组合就足够了，因而从来不评估单个借款人的风险。几乎所有的激励都来自最初的生产能力或者贷款数量上，而不是来自还款能力。明斯基始终主张，应该要求一位对一切充满怀疑的贷款员去评估每一位个体借款人的资质。要建立起一种联系以便让人们理解，借款人目前的业绩将对未来的信用评级产生影响。不幸的是，金融市场已经变成仅仅依据价格运行的现货市场，存在着大量根本不受限制的信用。正如明斯基的好友 Albert Wojnilower 所坚持的，在经济周期的某个时点上，信用需求在任一价格水平上都可以是无限的，因此，有必要限制信用需求的规模以防止出现投机性繁荣。或者如明斯基所说，资本主义经济体中最主要的不稳定性就是向上增长，政策必须限制过猛地增长。

应优先考虑重建银行业关系。明斯基建议组建一些中小规模的银行，尽管这个建议难以实现，但却朝着正确的方向迈出了一步。与二十多年前相比，人们对银行业给予了更多的关注，美国失去了大约一半的银行业机构。由于银行债务具有明确的公共担保，银行权益只有在形成不良贷款时才面临损失的风险。通过提高杠杆比率和购买风险资产可以增加权益收益，但这两者也容易导致需要公共资金保护存款者。由于这个原因，必须把限定交易资产的类型和资本充足率要求作为商业银行监管的一项内容。尽管《巴塞尔协议》提供了一些指导原则，但问题是风险分类过于宽泛，稍大些的商业银行都被允许使用内部模型来评估风险，这恰恰导致了次级市场的混乱。进一步看，行使追索权等资产负债表以外的操作是被允许的，而且是不受监管的。《巴塞尔协议》允许单个国家在认为必要的情况下加强监管，但始终存在着倡导竞争而放松管制的倾向。由于这个原因，恢复必要程度的监管需要更多的国际合作。而且，正如许多评论家在次贷危机中所说，必须在“恐惧”和“贪婪”之间恢复一种适度的平衡。这意味着，必须设计出多种干预措施，从而使股东能够承担损失，而存款人得到救援。反过来看，在“银行”和“市场”之间保持一定独立性，将有利于重建商业银行监管。

结论

明斯基对“金融资本主义”作出了 20 世纪最为敏锐的分析，他的洞察力具有重大意义。我们希望通过以上介绍能给阅读此书提供一些背景知识和指导原则，该书提供了明斯基最为全面的见解。正如之前世纪基金主席的前言和明斯基本人的序言所指出的，本书经过了一段较长的酝酿时期。我们修正了大量数字、数学说明方面的错误以及明显的文字错误，但保留了一些可能略显模糊的说明，主要是认为那可能恰恰是明斯基想要表达的。明斯基的文风有些让人难以适应，但他的后续著作颇丰。这个新版本让年轻一代拥有了一部经济和金融学方面的不朽之作。

我们借此机会感谢 Yeva Nersisyan(密苏里—堪萨斯城大学)和 Deborah Treadway(利维经济学院)在出版这个新版本过程中给予的编辑方面的帮助。我们还要感谢麦克格劳-希尔出版社的 Leah Spiro 及时提出重印明斯基著作的建议。明斯基在第一版的致辞中将本书献给了 Esther Minsky，我们也应该感谢她的支持和多年的友谊。还应该特别感谢 Alan 和 Diana Minsky 对该项目的支持。当然，我们要向我们的良师益友——海曼·明斯基先生致以最崇高的敬意。

参考书目

- Harvey, Phillip, *Securing the Right to Employment*, Princeton: Princeton University Press, 1989.
- Kelton, Stephanie and L. Randall Wray, “The War on Poverty after 40 Years: A Minskyan Assessment,” The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief No. 78, 2004.

- Minsky, Hyman P., "Central Banking and Money Market Changes," *Quarterly Journal of Economics*, 71, 1957a, 171–187.
- Minsky, Hyman P., "Monetary Systems and Accelerator Models," *American Economic Review*, 47, 6 (December), 860–883.
- Minsky, Hyman P., "A Linear Model of Cyclical Growth," *The Review of Economics and Statistics*, 41, 2, Part 1 (May), 133–145.
- Minsky, Hyman P., "Discussion," *American Economic Review*, 53, 2 (May), 401–412.
- Minsky, Hyman P., "Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions," *American Economic Association Papers and Proceedings*, 54, 324–332.
- Minsky, Hyman P., "The Role of Employment Policy," in Margaret S. Gordon, ed., *Poverty in America*, San Francisco: Chandler Publishing Company, 1965.
- Minsky, Hyman P., "Effects of Shifts of Aggregate Demand upon Income Distribution," *American Journal of Agricultural Economics*, 50, 2 (May), 328–339.
- Minsky, Hyman P., "Economic Issues in 1972: A Perspective," notes from a presentation to a symposium on The Economics of the Candidates sponsored by the Department of Economics at Washington University, St. Louis, Missouri, October 6, 1972.
- Minsky, Hyman P., "The Strategy of Economic Policy and Income Distribution," *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 409 (September), 92–101.
- Minsky, Hyman P., memo on securitization, Minsky Archives, The Levy Economics Institute of Bard College, 1987.
- Minsky, Hyman P., "Profits, Deficits and Instability: A Policy Discussion," in D. B. Papadimitriou, ed., *Profits, Deficits and Instability*, London: Macmillan, 1992.
- Minsky, Hyman P., "Finance and Stability: The Limits of Capitalism," The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 93, 1993.
- Minsky, Hyman P., "Financial Instability and the Decline (?) of Banking: Public Policy Implications," The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 127, 1994.

- Minsky, Hyman P., "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies," The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 155, 1996.
- Minsky, Hyman P. and P. Ferri, "Market Processes and Thwarting Systems," The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 64, 1991.
- Minsky, Hyman P. and C. Whalen, "Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites for Successful Capitalism," The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 165, 1996.
- Minsky, Hyman P., D. Delli Gatti and M. Gallegati, "Financial Institutions, Economic Policy, and the Dynamic Behavior of the Economy," The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 126, 1994.
- Minsky, Hyman P., D. B. Papadimitriou, R. J. Phillips, and L.R. Wray, "Community Development Banking: A Proposal to Establish a Nationwide System of Community Development Banks," The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief No. 3, 1993.
- Papadimitriou, Dimitri and L. R. Wray, "How Can We Provide for the Baby Boomers in Their Old Age?," The Levy Economics Institute of Bard College, Policy Note No. 5, 1999.
- Wray, L. Randall, *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*, Northampton: Edward Elgar, 1998.
- Wray, L. Randall, "A Keynesian Presentation of the Relations among Government Deficits, Investment, Saving, and Growth," *Journal of Economic Issues*, 23, 4, 977-1002.
- Wray, L. Randall, "The Political Economy of the Current U.S. Financial Crisis," *International Papers in Political Economy*, 1, 3, 1994, 1-51.
- Wray, L. Randall, "Can a Rising Tide Raise All Boats? Evidence from the Kennedy-Johnson and Clinton-era expansions," in Jonathan M. Harris and Neva R. Goodwin, eds., *New Thinking in Macroeconomics: Social, Institutional and Environmental Perspectives*, Northampton: Edward Elgar, 150-181.
- Wray, L. Randall, "The Ownership Society," The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief No. 82, 2005.

目 录

第 I 部分 概 论

第 1 章 经济进程、行为和政策	3
------------------------	---

第 II 部分 经济危机回顾

第 2 章 1975 年一场并非“大萧条”的深度衰退：大政府的影响	13
1973—1975 年的经济衰退年表	15
1974—1975 年的经济事件	16
大政府的影响	18
收入和就业效应	21
大政府对现金流的影响	25
解读资产负债表	30
第 3 章 1975 年一场并非“大萧条”的深度衰退： 最终贷款人干预的影响	35
最终贷款人操作的本质	37
详述融资关系	38
最终贷款人功能	40
银行业惯例	42
最终贷款人概念	44
机构改革的必要性	45
1973—1975 年的银行破产：作为最终贷款人的 “中央银行”机制	47
使用的技术	48
富兰克林国民银行的破产	51
房地产信托投资公司和作为最终贷款人的巨型商业银行	54
1974—1975 年的典型情况	57

天还没有塌	58
第 4 章 战后金融不稳定的出现	61
题外话：一些组织原则	61
银行头寸融资工具的演变	64
战后时期的部门数据	69
1966 年的信用危机	77
1970 年的流动性不足	81
危机的教训	85
第III部分 经 济 理 论	
第 5 章 理论透视	89
理论的重要性	90
当前的主流理论：前凯恩斯主义的衣钵	91
连贯性和政策	94
新古典综合理论的根源：价格作为决策依据	96
新古典总需求理论：以前凯恩斯理论为基础	98
货币数量论	100
新古典总需求理论：总结	101
第 6 章 当代主流理论：后凯恩斯综合理论	105
凯恩斯理论的演变	109
劳动力市场：决定总需求还是由总需求决定	110
汉森-克莱因理论：初级教科书中的凯恩斯理论、 计量经济学预测和政策模拟	112
希克斯的观点	116
帕丁根的改革：劳动市场决定论的胜出	119
第 7 章 资本主义经济中的价格和利润	127
宏观经济价格关系：最简单的案例	129
宏观经济价格关系：考虑政府因素	132
宏观经济价格关系：考虑对外贸易	134
宏观经济价格关系：来自利润的消费和来自工资的储蓄	135
利润中用于消费支出的意义	137
供给价格	141

税收和政府支出 146

企业支出的融资 148

资本密集度、多元化市场和多样化产品 149

结论 151

第 8 章 投资和融资 153

 资本主义经济的特征：两套价格体系和金融 155

 与帕丁根方法的决裂 157

 准租金和资本资产价格 160

 投资 164

第 9 章 融资承诺与不稳定性 175

 现金流的分类 178

 运营现金流和债务 181

 对冲性融资、投机性融资和庞氏融资 183

 各种融资类型的权重 185

 金融市场和金融制度 193

 结论 194

第IV部分 制度动力学

第 10 章 资本主义经济中的银行业 199

 银行业的业务 204

 银行的利润等式：杠杆、资产收入、债务成本 208

 银行的利润等式：作为成本的准备金和融资业务的演化 216

 扩展到非银行金融机构的利润等式 218

 融资供给对融资需求作出的反应 220

 银行业是一种内生的不稳定因素：中央银行作为最终贷款人 221

第 11 章 通货膨胀 225

 货币工资与实际工资 227

 货币工资 231

 工资的融资 235

 政府是通货膨胀的发动机 238

 加价的构成 239

 工会和通货膨胀 246

作为福音和祸水的大政府 249

通货膨胀的控制 250

第 V 部分 政 策

第 12 章 政策简述 253

 议程的重要性 255

 可采用的方法 256

第 13 章 改革议程 259

 大政府 261

 就业战略 272

 金融改革 277

 产业政策：大公司主导情况下的其他选择 289

 结论 292

附录 A 融资体系 295

 对冲性融资 295

 投机性融资 297

 庞氏融资 300

附录 B 消费价格和实际工资 303

索 引 307



第 I 部分

概 论

经济进程、行为和政策

经济进程、行为和政策

20 世纪的最后十年，经济世界处于混乱不堪的状态。第二次世界大战之后，³紧跟着是 20 年稳定的经济增长时期，在 20 世纪 60 年代后期，国际和国内的经济秩序变得动荡起来。突然出现的加速通货膨胀、更为严重的长期性和周期性失业、破产、持续紧缩的利率、能源危机、交通、食品供应、福利、城市以及银行业问题与麻烦不断的扩张时期交织在一起。二战后曾很好地为人们服务的经济和社会政策组合，在 20 世纪 60 年代中期失灵了。原来的政策组合就是将当时广为接受的理论运用于同期的经济体系中，而现在我们需要一种新的方法、一种完全不同于以前的政策组合。

尽管诸如个人安全、诚信、美德等重大问题都已经超越了纯经济范畴，但本书仍要将焦点集中于研究如何使经济稳定。把问题看得简单一点儿的话，如果每个人都能获得工作机会，经济能给所有人提供基本社会保障和自我价值实现感，那么很多社会问题就会回到易于管理的程度。

经济运行状况不佳表明需要进行经济改革，在这样一个时代，制定任何成功的变革方案都必须首先对现存制度中经济进程运行有深刻的理解。这种理解决定了产生什么样的经济理论。制度和习俗并不是与生俱来的，经济理论也是如此。经济理论是创造性想象力的产物，它的概念和理论构造都是人类思想的结晶。经济理论并没有直观地展现国民收入到底是什么，而只是将各种现象和元素串成一些数字；需求曲线也没有摆在销售商和顾客面前；只有在承认货币政策和财政政策能对经济运行产生影响的理论中，人们才能感觉到货币政策和财政政策影响经济行为的方式。⁴

不幸的是，那些在大学和研究生院里讲授的经济理论，作为过去 30 年中经济界人士和学生必备的知识，作为资本主义国家经济政策的理论基础，却有着严重的缺陷。这些政策结论是从传统的理论经济学模型中推导而来的，不能用来对经济中的政策进行系统而明确的阐述。已经建立起来的经济理论，尤其是

那些主要在第二次世界大战之后才发展起来的高等数学理论,能够证明具有抽象定义的交换机制可以得到一种虽不是最优但却能保持连贯性的结果。¹然而,这些数学结果都是从抽象的数学模型推导而来的。这些模型确实没有考虑时期、货币、不确定性、资本资产融资和投资等因素。从另一个角度看,假设那些抽象出理论的要素是重要的而且有实质意义,如果融资关系和融资机构显著影响经济事件的进程,那么已有的经济理论并不能为以下主张提供支撑——这类分散的市场经济中并不存在连贯的结果。事实上,“华尔街”在世界上举足轻重,它们能给经济产生不稳定力量,有时候经济中的融资进程对金融和经济稳定性会产生严重威胁,也就使经济行为变得不连贯。²

20 世纪 60 年代中期,在保持良好运行约二十年后,按照标准理论来衡量,经济开始以一种令人难以置信的方式运行。从 1966 年信用危机开始,我们经历了一系列金融危机(其他的发生在 1970 年,1974—1975 年,1979—1980 年和 1982—1983 年),一次比一次严重。官员和貌似权威的人士对经济周期的反应是,抵制源于约翰·梅纳德·凯恩斯著作的宏观经济理论,转而追捧那些大概可靠和真实的微观经济理论的传统分析。然而实际情况是,经济体正在按照凯恩斯理论所描述的方式运行,这个理论认为,资本主义经济拥有一个脆弱的金融结构,需要一个庞大的政府加以维持。当前经济理论的错误在于,它们从根本上误读了凯恩斯的著作。³

误读的后果是形成一种与现实不符的理论,把那些不希望出现的事件看作外部力量导致的后果(如石油危机),而不是看做经济内生决定的,这种理论可以满足政客们寻找替罪羊的需要,但却对解决问题毫无帮助。现存经济学的主流部分——所谓的新古典综合理论,兼有货币主义和凯恩斯主义的特征,有着一流的逻辑结构,但它不能解释一个运转正常的经济体中为何会出现金融危机,以及为什么某一时期的经济更容易出现危机,而另一时期则不会。⁴

1 Kenneth J. Arrow 和 Frank H. Hahn 有一些认识到数学理论局限性的重要评论,参见“*General Competitive Equilibrium*”(San Francisco: Holden-Day, 1971)。

2 在现代经济学家中,后凯恩斯经济学家最鲜明地主张此种观点。参见 Paul Davidson, *Money and the Real World* (New York: Wiley, 1972); Jan Kregel, *The Reconstruction of Political Economy: An Introduction to Post-Keynesian Economics* (London: Macmillan, 1973); Hyman P. Minsky, *John Maynard Keynes* (New York: Columbia University Press, 1975); Hyman P. Minsky, *Can “IT” Happen Again? Essays on Instability & Finance* (Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe & Co., 1982); Sidney Weintraub, *Keynes, Keynesians, and Monetarists* (Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1978)。

3 John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment Interest and Money* (New York: Harcourt Brace, 1936), 是理解拥有复杂的、混乱的和不断发展的金融机构的资本主义经济体如何运行的关键性著作。

4 就本书所讨论的内容而言, Don Patinkin, *Money, Interest and Prices*, 2d ed. (New York: Harper and Row, 1936) 被认为是新古典综合的典范。这种新古典综合也是以下理论的基础: Milton Friedman, “A Theoretical Framework for Monetary Analysis,” *Journal of Political Economy* 78 (March-April 1970), pp. 193-238; Robert A. Gordon, *Friedman’s Monetary Framework: A Debate with His Critics* (Chicago: University of Chicago Press, 1974); James Tobin, *Asset Accumulation and Economic Activity* (Chicago: University of Chicago Press, 1980)。新古典综合总体上结合了瓦尔拉斯的价格理论和凯恩斯的见解。

20 世纪 60 年代末期以来出现的如此明显的经济不稳定性，是金融体系的脆弱本质所导致的，这种金融体系是在二战后若干年中金融关系和金融机构不断积累的变化中形成的。那些由于经济良好运行而产生的不经意的和不易引人关注的金融关系的变化和投机性融资，已经使基于 20 世纪 50 年代和 60 年代早期的经验形成的货币政策和财政政策失效。还没有一组货币政策和财政政策的组合，能够重新建立和维持那段时期良好的经济状况。如果我们想重新获得那种良好的境况，就需要进行基本制度变革，这与罗斯福政府前六年的基础性改革相似。改革要获得成功，就有必要强调以下理论观点，这种观点能让人们理解当前经济表现出如此显著不稳定的原因。

为了使新时代的一系列改革获得长久成功，就必须具备如下认识：一是为什么分散的市场机制(保守主义者所谓的自由市场)是处理经济生活中诸多小事的有效方式；二是资本主义的金融机构，特别是在使用资本密集技术进行生产的背景下，存在着固有的破坏性。因此，在崇尚自由市场产权的同时，我们必须承认，有效率的和合意的自由市场的范围是有限的。我们必须发展某种经济制度，用以限制和控制债务结构，特别是控制金融机构和需要大量资本投资的生产过程的债务。令人感到匪夷所思的是，资本主义存在天然缺陷恰恰是因为它不易容纳使用大量资本资产的生产过程。

有的人主张，资本主义社会是不平等的和无效率的。但贫困、腐败、公共福利设施和私人权力的不平等分配以及导致低效率的垄断等(这些概括起来的结论就是，资本主义是不公平的)，也并不总是与资本主义经济体系相伴而生。尽管不平等和无效率令人反感，但也没有科学的法律和历史证据证明，为了能持续存在，一种经济制度必须符合公平和效率的标准。不过，如果资本主义经济总是在即将到来的资产价格崩盘、就业崩溃的威胁与加速的通货膨胀、猛烈的投机行为的威胁之间摇摆不定，那么它就不能继续维持下去，尤其是当上述威胁被人们不断感受到之后。如果市场机制运转良好，我们必须做好准备以控制因经济周期引起的不确定性，以便指导投资的预期能够使经济处于平稳健康的状态。

里根政府和它的施政方案主要是在 1981 年形成的，尽管当时是对经济出现严重问题的一种应对，但它是基于对当时问题的误诊，以及一种与资本主义基本制度不协调的经济运行理论。人们忽视了导致 20 世纪 60 年代如此显著不稳定的金融脆弱性。放松监管的驱动以及通过持续的大规模货币控制和失业来降低通货膨胀率的努力虽然成功了，但加剧了金融不稳定性，这种不稳定性在 1960 年、1970 年、1974—1975 年和 1979—1980 年间异常明显。在 20 世纪 60 年代晚期和 70 年代时断时续的危机中，最终贷款人干预被用来掩盖脆弱的金融

体系中存在的问题，但在 80 年代却成了实质上每天必须要做的事情。1982 年中的那次金融危机，出现了俄克拉荷马州宾夕法尼亚广场银行倒闭和墨西哥比索的崩盘，经济好像被带入了一个具有永久金融风暴的制度。在 1984—1985 年，我们见证了通过最终贷款人干预成功重组了芝加哥的伊利诺斯大陆银行，为阿根廷进行再融资，挽救了俄亥俄州和马里兰州储蓄保险机构的崩盘，而且避免了农业州中可能出现的大范围银行破产。在 20 世纪 80 年代，遏制不稳定性成为经济政策的主要任务，这与 50 年代和 60 年代经济政策的任务大不相同。

持续的失业和破产以及公司和银行难以为继，根本上把劳动力从收入导向型转变为就业保障导向型。政府的宏观经济政策已经不能再保证劳动者实现就业；劳动者得到的唯一保证好像就是“有权”制定一个作出让步的工资安排。工人们作出这些让步就意味着，成本推动导致的经济周期被削弱了，同时也意味着因工资增长而产生的消费需求比经济扩张期少了许多。如果里根改革没有造成不稳定性恶化的预期，就像很多经济和政治中的情况一样，改革的影响有时不会被全部察觉到。即使意在实现强劲复兴的赤字会使里根主义者取得显而易见的成功，也会埋下新一轮通货膨胀、危机和严重衰退的隐患。

经济系统不是自然界。经济体是一种由立法或发明创新进化过程创造出来的社会组织。政策能够改变经济的细节和总体特点，经济政策的形成涉及经济目标的界定以及经济和社会制度决定实际经济进程的意识。

因此，经济政策必须考虑制度设置和一系列制度的作用机制。制度是通过立法形成的，也是不断完善的结果。一旦通过立法形成制度，制度就承担起了应有的责任并且根据市场进程不断发展。在动态的世界中，我们不能期望总能解决制度体制的所有问题。同时，我们也不能总是忙于从根本上改变制度。如果一种制度安排包含了对所处时代相关过程 and 目标的最好诠释，就应该让这种制度运行一段时间，在此期间，相关政策也要被限制在该制度框架内运行。只有当经济和社会制度的不良表现变得非常明显和严重时，才有必要进行彻底的制度改革。现在就到了这个时候。

我们当前制度设置的主体部分，是在罗斯福改革时期特别是在不迟于 1936 年完成的“第二次新政”期间生效的。这种制度是对 1933 年为了实现短期内复苏而进行紧急立法导致失败的一种应对，也是对最高法院作出使颁布于 1933 年内 100 天时间里众多第一次新政内容失效的大量裁决的应对。但当我们的制度设置在罗斯福政府的大部分时间里还能沉着应对时，约翰·梅纳德·凯恩斯以及他 1936 年出版的《就业、利息和货币通论》，已经彻底改变了我们对经济运行的理解。

凯恩斯主义有众多流派——保守派、自由派和激进派。有些人认为凯恩斯是完全错误的，有些人认为他仅仅发展了现存的经济理论，还有些人认为他的理论完全与之前的经济理论决裂。不管我们如何看待凯恩斯，我们必须认识到，在某种程度上，我们在1936年前建立的主要制度安排，也就是我们的基础性制度安排，并没有受到来自经济分析领域的凯恩斯革命的启发。所有我们能做的就是法定的经济结构下进行凯恩斯主义式的操作，这种法定的经济结构反映了前凯恩斯主义对经济的理解。

尽管并不是凯恩斯对资本主义经济的所有观点都被吸收到主流经济理论和政策分析当中，但经济命运可控这一观念，已经成功地把对经济进行人为管理作为战后时期政府公开宣称的目标。1946年的《就业法案》成立了经济顾问委员会、经济委员会联席会议，并建立起一项持续努力进行这类管理的责任。

一旦我们接受了经济政策能够影响经济进程的主张，那么首当其冲就要回答政策执行中“谁将受益”和“形成什么样的生产过程”。不仅如此，如果我们承认制度是人为设置的，而且至少在某种程度上是有意识决策的产物，我们也就必须面对制度安排对社会结果所产生的影响。如同什么是“为了谁”和“什么类别”的决定因素，现实并不允许我们求助于一种抽象的市场机制。现有的是一种明确的、现实的市场机制。⁵

经济政策必须反映一种意识形态，它必须反映建设美好社会的理想。很明显，我们面临的是一个失败的景象，经济政策为之奋斗的目标和任务是“危机”。在1926年，凯恩斯对政治问题进行了详细界定：

需要把经济效率、社会公平和个人自由三者结合起来。第一个需要批判、预警和技术知识；第二个需要有关爱他人的无私和热心；第三个需要对各种优点和独立性的容忍、宽容和欣赏。在所有这些方面，最重要的是赋予那些杰出的和志向远大的群体无任何障碍的平等机遇。⁶

我们需要建立一种旨在鼓励实现现代效率、公平和自由三位一体目标的制度。

由于在过去50年中生产能力迅速提高，我们可以说已经实现了经济效率的目标。我们是富有的，至少在美国是这样。我们可以忍受放弃一些产出而去获

5 在同时代的经济学中存在一个“无效性定理”。（参见 Thomas J.Sargent and Neil Wallace, “Rational Expectations and the Theory of Economic Policy”, *Journal of Monetary Economics*, 1976, pp.169-183.）这个定理仅在制度结构被忽略的情况下才能成立。

6 John Maynard Keynes, “Essays in Persuasion” *The Collected Writings*, vol.9, (New York: St. Martin's Press, 1972), p.311. 文章的题目是“Liberals and Labor”。

得社会公平和个人自由。一种存在干预措施的经济制度可以很好地服务于这个目标，这种干预能影响分散的市场进程所产生的结果。由于私人权力的高度集中和巨大的财富差异损害了效率、公平和自由三个目标，极其需要一种愿意放弃巨型公司和庞大金融组织的潜在利益（可能实际上并不存在）的政策。根据最近的经验，当巨型公司和金融机构遇到的困难集中在使经济备受折磨的不稳定性上时，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以控制的范围。

社会公平依赖于来自于私人 and 政治力量核心的个人尊严和独立性。尊严和独立性最好是通过由权利或者公平交易获取收入的经济制度来获得。对所有人来说，对工作的补偿应该是主要的收入来源。由于并非劳动所得的转移支付的发放范围不断扩大，永久性独立正在成为众多领受者和社会体制的消极因素。社会公平和个人自由需要通过干预来创造一种经济上的机会，借此机遇，除了那些重残人士，每个人都可以通过工作赚取收入来自力更生。充分就业既是经济上的好事，也是政治上的好事。

认为所有的社会目标和经济目标都能相互协调，这种想法是天真的。强调其中一项目标可能会降低实现其他目标的能力，所以必须有优先顺序。我倾向于把个人自由和民主权力放在首位；在我看来，所谓财产权的安全（好像财产权降低了传统经济理论中的经济效率）并不等同于个人自由的扩展和社会公平的提升。这些观念影响着我的政策立场。

尽管本书主要集中于探讨经济理论和解释经济历史，但它的目标是为我们这个不断出现故障的经济提出一项改革议程。有效的改革必须与经济发展进程相一致，并且不能违背人的特性。没有对经济进程的了解，没有热情，却恰好有着对民主理想的非理性信奉，一份适应变革需要的改革议程很可能成为那些不断演绎恐惧和挫折、只能提供“万能良方”和空洞口号的煽动政治家的工具。⁷

对于进行前瞻性改革的主张，有必要花大量笔墨来描绘。具体细节必须由国会和政府提出，同时我们也希望，要有开明的民意辩论来思考经济发展的方向。⁸

7 Henry C. Simons, *A Positive Program for Laissez Faire* (Chicago: University of Chicago Press, 1934), reprinted in Henry C. Simons, *Economic Policy For a Free Society* (Chicago: University of Chicago Press, 1948), 提出了一系列保守的基于政治经济模型的制度改革和政策运行方案。尽管是五十年前的一些片段，西蒙斯建议的本质仍然值得考虑。

8 在他的 1926 年的一本小册子“*The End of Laissez-Faire*”中 (Vol.9, *Collected Works, Essays in Persuasion*, op.cit., pp.272-94), 凯恩斯引用了 Burke 所提到的“最大的问题之一就是立法，也就是，直接相对于公众聪明才智而言，国家应该承担些什么，以及相对于个人努力而言，什么是国家应该尽量放手尽量不要去施加干预的。”（凯恩斯引用的内容是 McCulloch 在政治经济学原理中所写的。）Burke 对政策问题的论述在当今和他所处时代同样有效。

我们这种类型经济的主要缺陷是它不够稳定。这种不稳定性并不是因为外部的波动或者政策制定者的不称职和无知所致。不稳定性是我们这类经济内部固有的。资本主义经济具有复杂的、发达的而又不断发展的金融体系，它的发展变迁容易产生不连贯性（表现为失控的通货膨胀和大萧条）。但是，也没有必要充分夸大不连贯性，毕竟相关的机构和政策能够阻止经济一头扎进不稳定的局面。所以我们可以这样说：政策使不稳定性趋于稳定。⁹

9 目前有充足的证据表明，几乎所有的系统，只要是多维的、非线性的和时间独立的，都存在内生的不稳定性。参见 Richard L. Day, "Irregular Growth Cycles," *American Economic Review* 72, no.3 (June 1982), 以及 "The Emergence of Chaos From Classical Economic Growth," *Quarterly Journal of Economics*; Alessandro Vercelli, "Fluctuations and Growth: Keynes, Schumpeter, Marx and the Structural Instability of Capitalism," in R. Goodwin, M. Kurger, and A. Vercelli, *Nonlinear Models of Fluctuating Growth* (New York: Springer, 1984); Peter S. Albin, *Microeconomic Foundations of Cyclical Irregularities and Chaos*, Center for the Study of System Structure and Industrial Complexity, John Jay College, City University of New York, May 1985。同样人们也知道，如果不稳定系统有上下限的限制，时间序列的计量经济学分析会显示，系统是稳定的。参见 John M. Blatt, "On the Econometric Approach to Business-Cycle Analysis," *Oxford Economic Papers* (N.S.), vol.30 (Jul 1978)。对于一个受限制的急剧扩张的序列的早期分析，参见 Hyman P. Minsky, "A Linear Model of Cyclical Growth," *Review of Economics and Statistics* XLI, no. 2, Part 1 (May 1959), and "Monetary Systems and Acceleration Models," *American Economic Review* 47 (Dec. 1957)。



第 II 部分

经济危机回顾

1975年一场并非“大萧条”的深度衰退：大政府的影响
1975年一场并非“大萧条”的深度衰退：最终贷款人干预的影响
战后金融不稳定的出现

1975 年一场并非 “大萧条”的深度衰退： 大政府的影响

1975 年第一季度，美国和世界经济似乎在迅速走向衰退，其严重程度直逼 15
20 世纪 30 年代的经济大萧条；这种震动世界的经济衰退在 1982 年年中再次上
演。国民收入大幅下滑，失业率急剧上升；几乎每一天都有新的银行、金融机构、
市政府、商业企业或者整个国家承认陷入融资困境。例如，1974 年 10 月，纽约
的富兰克林国民银行损失数 10 亿美元(富兰克林国民银行在当时是美国倒闭的银
行中最大的一家)；1975 年初，纽约国民担保银行融入 10 亿美元以避免融资困难
所带来的不良后果。在 1974—1975 年，倒闭的银行和受冲击的资产数量多于二
战以来的任何时期。而且，拥有 200 亿美元资产的房地产投资信托行业(REIT)，
受到融资困难的严重影响，导致大量的公司破产和员工失业。1982 年，这种恐
慌的情绪蔓延到了储蓄银行，继而在当年年中导致了大量银行的破产——包括
俄克拉荷马州宾夕法尼亚广场银行——一些掌握着美国经济命脉的银行受到致
命的打击，比如大通曼哈顿银行、伊利诺伊大陆银行和 Seafirst。之后，1982 年
年中，墨西哥比索崩盘，拉丁美洲国家面临着数以十亿计的美元债务。¹

此外，1975 年最具标志性的事件是纽约城市银行的财务危机、美国电话电
报公司的倒闭、埃迪森联合公司需要向美国政府出售资产以履行还债义务以及
Pan Am 的濒临破产。1982 年，虽然没有发生市政当局财政的破产，但是，像 16
International Harvester 和 Braniff 这样的公司几乎每天在隐蔽地或公开地破产。

¹ 1981—1982 年的危机在 1984 年又一次重演，起因在于美联储、联邦储蓄保险公司和大银行联盟阻止了挽救伊利诺伊大陆银行的资金注入行动，拉丁美洲国家债务危机的进一步深化威胁着很多大银行的偿付能力。

在这两个历史时期，金融混乱似乎都带有传染性，公众预期所有的资产价值将会很快受到影响。金融危机似乎爆发在即！但是，在1975年5月和1982年11月，这场经济下行的趋势戛然而止，一轮强劲的经济上升周期开始了。

发生在1974—1975年以及1982年突出的金融不稳定并非独立的事件。从1966年以来，美国经济时续时断地表现出普遍的不稳定性。1966年、1970年和1979年的金融混乱已经隐藏了严重的危机，但是这些危机从影响范围和数量级来说都赶不上1974—1975年和1982年。尽管1974—1975年和1981—1982年的融资困难比其他时期的危机更为严重，甚至货币市场参与者和监管部门都像面临1929—1933年爆发的全面金融危机那样开始采取一系列措施，但并未发生全面的金融危机。

1966年金融困境之后紧跟着出现收入增长停滞和失业小幅上升，这两者同时发生时被称为增长性衰退。之后出现了四次产生金融危机的阶段，分别是1970年、1974—1975年、1979年和1981—1982年，都造成了经济衰退；其中情况最为严重的是1974—1975年和1981—1982年。主要由于存在持续的融资困难，1974—1975年经济下降的深度以及随后经济复苏的不稳定特性，使得1974—1975年要么发生温和的经济下滑，要么发生严重的经济衰退。1981—1982年的经济衰退也具有相同的特征。

1966年之后发生的金融危机和经济衰退并非美国经济不稳定性持续增加的唯一证据。1966年之后的时期，美国经历了和平年代最为严重的通货膨胀。此外，在经济扩张导致的金融危机时期，通货膨胀率高于之前经济扩张期的通货膨胀水平。尽管在1975年以来的大部分时间里，失业率都处于高水平，生产能力利用率处于低水平；但是，在1981—1982年的严重经济衰退之前，基础通货膨胀率的年增长率（消费者价格指数，CPI）从未明显低于6%。

要想为美国制定经济政策，就有必要理解为何我们现在的经济较之战后时期早些时候不稳定得多，以及为何这种不稳定并没有导致深度而持久的经济衰退。尽管美国经济在过去十年并未取得骄人的业绩，但至少避免了经济大萧条导致的灾难。

- 17 那么，到底是什么原因避免了1975年和1982年经济的深度衰退呢？答案集中于经济的两个方面。第一个方面是，大政府不仅稳定了就业和收入，而且稳定了现金流（利润），继而稳定了资产价格。²第二个方面是，美国联邦储备体

2 该结论来自于卡莱茨基的一本著作，参见 Michael Kalecki, *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy* (1933-1970) (Cambridge: Cambridge University Press, 1971) 第7章“利润的决定”。还可参见 Hyman P. Minsky, *Can "IT" Happen Again? Essays on Instability & Finance* (Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe Inc., 1982), 第2章“金融和利润：美国经济周期不断变化的本质”，pp.14-58。

系与其他政府机构和私人金融机构一起，充当了最终贷款人的角色。人们认为，面对金融混乱和不断下降的收入，政府和中央银行的联合行动在阻止经济深度衰退的同时，也带来了不断加速和日渐严重的通货膨胀。当前所遵循的制度规范和习惯并没有阻止来自操作中打破均衡的因素。现实的情况是，人们仅仅改变了经济周期的形状；通货膨胀取代了广泛而深度的经济衰退。

1973—1975年的经济衰退年表

1973—1975年的经济衰退持续了共六个季度，从1973年的10月(或者11月)到1975年的4月(或者5月)，这是自二战以来持续时间最长的一次经济衰退。不过，这六个季度的时间可以分为两个阶段：1973年10月到1974年10月这四个季度经济温和衰退，1974年10月到1975年4月这最后两个季度经济迅速下滑。尽管第一个阶段可以归因于1973年阿拉伯国家和以色列战争引发的石油危机，但第二个阶段则是由于经济的运转方式出了问题。

在1974年第三季度和1975年第一季度，天似乎要塌下来了。1974年9月，工业生产指数站稳125.6点(1967年为100点)；六个月以后，该指数大幅下挫到110.0点，以每年24.8%的百分比下滑。同样地，经过1972年价格调整后的国民生产总值在1974年第三季度为12102亿美元，而在1975年第一季度为11586亿美元，下降的年百分比是8.5%(见表2.1)。在1974年9月到1975年3月之间，城市就业率以每年6.7%的比率下降。

如果这六个月(1974年第四季度到1975年第一季度)的下降比率再持续六个月，将会发生一场非常严重的经济大萧条。但是，这一切并没有发生，经济在1975年第二季度突然停止下滑，并出现了复苏的苗头。登记就业率在1975年4月超过了1975年3月。工业生产指数在1975年第一季度以23%的年率下跌，却在7、8、9三个月上涨10.6%。经价格调整后的GNP在1975年第一季度以9.2%的年率下降，到第二季度则小幅上涨3.3%，第三季度增幅继续扩大，达到11.9%。

在这短短六个月的时间里，经济的表现冰火两重天。最初，温和的衰退演变成经济的急速下跌，然后，大约六个月之后，经济下滑突然停止，几乎与此同时，经济出现好转并开始了快速的扩张。经济的这种猛然逆转是不稳定性的一种标志。最明显的证据是，1974—1975年的经济比战后任何一个时期的经济都缺乏稳定性。

不稳定性增加了不确定性。在一个快速变化的经济中作出决策要比在缓慢

变化的经济中作出决策困难得多。从不确定性本身,或者是经济自然发展的规律来说,不断增加的不确定性是经济行为(尤其是长期投资)的一个制约因素。然而,更重要的是,因为处于资本主义的环境下,不稳定性的破坏性会被放大。决策制定者开始寻找早期一些预兆性的信号,并对经济中的短期指标变得尤为敏感。这样做的一个结果就是,投资者开始喜欢追求可观而直接的经济收益,其最好的办法是争取获得更加持久和安全的收益——尽管较小——而获得这种收益又可通过投资来实现,投资同时还促进了经济的长期增长和发展。用凯恩斯的经济学术语来说,在一个不稳定的经济中,投机支配着企业经营。

19

表 2.1 1973—1975 年的经济轨迹(季度数据)

	GNP		GNP 增长率(年率)		经济价格调整的 GNP		失业率
	当前美元	经 1972 年价格调 整后美元	按当前 美元	经价格 调整	指数 (1972=100)	变化率 (年率)	%
1973 (1)	1,265.0	1,227.7	15.8	8.8	103.04	6.5	5.0
(2)	1,287.8	1,228.4	7.4	0.2	104.84	7.2	4.9
(3)	1,319.7	1,236.5	10.3	2.7	106.73	7.4	4.8
(4)	1,352.7	1,240.9	10.4	1.4	109.01	8.8	4.8
1974 (1)	1,370.9	1,228.7	5.5	-3.9	111.58	9.8	5.0
(2)	1,391.0	1,217.2	6.0	-3.7	114.28	10.0	5.1
(3)	1,424.4	1,210.2	9.9	-2.3	117.70	12.5	5.6
(4)	1,441.3	1,186.8	4.8	-7.5	121.45	13.4	6.7
1975 (1)	1,443.6	1,158.6	-2.1	-9.2	123.74	7.8	8.1
(2)	1,460.6	1,168.1	7.7	3.3	125.04	4.3	8.7
(3)	1,526.5	1,201.5	19.9	11.9	127.21	7.1	8.6
(4)	1,573.2	1,217.4	12.2	5.4	129.22	6.5	8.5

资料来源: *Economic Report of the President*, January 1976. U.S. Government Printing Office, Washington, 1976.

1974—1975 年的经济事件

1974 年第四季度和 1975 年第一季度,美国的经济似乎处于爆发全面金融危机的边缘;按照以往的经验来说,接下来要发生的便是经济大萧条。收入快速下滑,失业率从 1974 年 3 月的 5.0% 迅速升至 1975 年 3 月的 8.6%。1975 年春天,金融困境主要局限在金融机构、电气行业、航空公司和商业领域,要么是已经发生要么是即将来临,而这种金融困境在很多时候可能会导致银行的破

20

产。富兰克林国民银行于1974年10月损失数10亿美元，损失10亿美元的国家安全银行则于1975年1月被纽约化学银行。

与此同时，欧洲国家也在担心世界经济会像1929—1933年那样彻底崩溃。德国和英国所发生的金融危机，其严重程度直逼美国。

然而，收入并没有持续大幅下降，同样，失业也没有持续上升，人们所恐惧的金融动荡和危机并没有如期到来。失业率于1975年5月达到阶段性高点8.9%，工业生产指数于1975年4月跌至109.9点，并于1975年底站稳118.5点。经济在1975年第二季度开始复苏，1976年快速发展，一切都表明，最糟糕的事情并没有发生。事实证明，金融市场和经济开始恢复，由于前期金融混乱而积累的债务紧缩或者经济大萧条根本没有出现。1974—1975年的金融动荡来得快去得也快，因而人们对这场金融动荡留下的印象也并不深刻。

专家、政治家和政府官员已经宣称，经济能够成功避免1974—1975年的那场金融困境，得益于市场自身所具有的功能。然而，实际情况是，经济突然停止下滑并很快开始复苏，最主要的是由于强大的财政手段和及时的最终贷款人干预。财政政策中有的是自动调节的，比如大量的转移支付计划以及就业下降导致税收额大幅下降的税收系统；有的是相机抉择的，比如税收减免和失业保险覆盖率提高等。

1974—1975年的状况并非早期金融危机中一个独立的阶段，而是与经济衰退相关的。在之前的十年中，这种情况是第三次发生，前两次分别是1966年和1970年。这三次类似金融危机事件发生的原因是，美联储在避免危机的过程中，为了努力遏制通货膨胀，导致利率迅速上升。然而，20世纪60年代中期以前，美联储同样为了遏制通货膨胀却并没有引起类似危机的状况发生，那是因为，从20世纪60年代中期至今的金融环境与二战结束到60年代这段时间的金融环境有着本质的区别。

1974—1975年以来另外还发生了两次金融动荡：1979—1980年和1982—1983年。两次都是紧跟着美联储采取遏制通货膨胀的手段之后发生的。很明显，²¹ 1966年以来，美联储在有管制的金融环境下，采取传统的紧缩货币政策导致了金融混乱、失业率上升以及产出下降。

战后时期，金融结构变得越来越容易受到金融危机的影响。但是，是什么决定了金融结构是否会受到金融危机的影响呢？实际上，是两者的相互作用导致了1974—1975年的经济下滑，以及随后1975—1976年的经济复苏；然而，这些因素并没有纳入对经济运行方式和政策对结果影响的标准分析框架中。无论是建立在传统凯恩斯理论还是建立在流行的货币主义模型基础上的分析，都不能解释金融和经济的不稳定性。

为了理解 1974—1975 年以及其他最近的经济周期中所发生的事件，我们不仅有必要知道收入和就业的情况，而且要清楚债务紧缩是如何发生又是如何被及时遏制的。1975 年的经历告诉我们，简单的凯恩斯模型虽然能够在简单的情况下有效地稳定政府赤字并有助于经济的扩张，但是现实世界中的经济关系比简单模型中的变量关系要复杂得多。尤其是，由于我们经济中所发生的现象是如此依赖金融因素，所以只有在金融因素被纳入理论结构之后，经济理论才对现实具有指导意义。

大政府所执行的收入和金融稳定政策能否奏效，大家拭目以待。同时，以支付承诺的形式存在的应偿短期债务，以及资产价格的下降都可能使金融混乱恶化为金融崩溃。为了避免爆发全面的金融危机，就有必要进行再融资。1965 年之后的经济衰退阶段，这种再融资，或者说最终贷款人干预由美联储、美国联邦储蓄保险公司 (FDIC) 和私人金融机构 (主要是代表联储利益的大型商业银行) 共同执行。如果最初的金融危机还没有引起全面恐慌，那么有效的最终贷款人行为就是必需的，尽管存在大政府。

1975 年之所以没有发生大规模的经济萧条，是因为两种类型的政府干预起了作用：(1) 大政府的财政政策：经济衰退过程中大量的政府赤字直接影响了收入，使私人金融承诺得以持久，并且优化了投资组合结构；(2) 最终贷款人承诺：美联储正确地执行了再融资政策，并使私人部门和公共部门进行了合作。

22 大政府的影响

尽管美国政府几乎不参与生产，也不直接提供任何服务，但是它规模非常之大。与其他国家政府不同的是，美国政府既不拥有也不经营铁路、电力和电话系统，而且也不为大众医疗服务埋单。除了田纳西河谷管理局 (Tennessee Valley Authority)、一些核电站和邮局系统遗留下来的业务，就很难想起大政府还有其他参与生产的方式。尽管美国政府在很长的一段时间里管理并经营着造船厂和兵器厂，但是现在已经放手了；军品购买现在都是采用与表面看来是私人企业的公司签订合同的形式。

为了理解我们的政府有多大，需要将政府的支出分成四个部分：(1) 政府就业和政府生产支出 (比如，过去的兵工厂、邮局服务和军费中的人员经费支出)；(2) 政府采购支出 [比如，洛克希德 (Lockheed) 公司为飞机和导弹签订的合同、来自像兰德公司 (Rand Corporation) 这样的智囊团的文件，或者因修建高速公路而订立的合同]；(3) 转移支付 [比如，社会保险、医疗保险、失业保险和对有子

女家庭补助计划(Aid to Families with Dependent Children, AFDC)]; (4) 政府债务利息。

在最近几年,使政府变“大”的原因并不是政府就业支出和除了军费之外的政府采购支出增加,这个“大”体现在总需求、资金流量和投资组合效应上。政府现在变得比以前“大”主要是因为军费支出、转移支付计划和国家债务的成本增加了。转移支付计划在二战之后成为政府支出的最大组成部分,政府支出的周期性影响主要取决于政府转移支付的影响。

一般的交易都是双向的,但转移支付却是一种单向交易。在一项转移支付中,一个单位收到现金或者物品和以实物支付的服务,而不需要用任何东西来交换。接受转移支付的人必须要符合有一个未成年孩子的条件。接受转移支付的单位并没有为生产过程提供投入。由于转移支付接受者没有创造产出,因此转移支付收入不计入 GNP 中,尽管它们属于消费者可支配(税后)收入的一部分。

如果某人因生产“有用”产品而获得收入,那么不管数量有多少,大概可以说他在产出池中有所投入,尽管其收入又意味着他从中拿走了一部分。在一个市场经济中,一个生产单位为其员工和所有者融资而产生的市场价值,不会大于在任何没有陷入财务困境的时期生产单位的销售收入超出投入成本的部分。销售额超过非劳动投入成本的那部分一般都是通过生产厂家的工人和投资者进行融资,这部分要从经济的产出中予以扣除。如果将国民生产总值(GNP)看做一个水壶,那么生产参与者能从这个水壶中拿走多少取决于他们放进去多少。转移支付作为可支配收入的一部分,并没有发生实际的交换活动。有一句最常见的话:公平交易并非强取豪夺。这句话可以应用于从工作中获得的收入,但却不适用于从转移支付中所获得的收入。如今,绝大部分人们获取收入的权利来自于法律、道德的或者制度惯例,而不是通过现在或者过去作出的显著贡献来决定。

一位参加失业保险的工人在对当前产出没有贡献的情况下也能获得收入。如果这位工人从失业救济中和公共事业振兴署的(Work Projection Administration)之类的救济计划中获得相同数额的收入,那么就可以认为,他对 GNP 的贡献与自己获得的收入相等。如果公共事业振兴署的产出是有效的(useful)并且已经被出售,那么对失业者的公共事业振兴署的类救济不及失业保险那样容易引发通货膨胀。如果公共事业振兴署的产出有效(useful),那么即使它不在市场上出售,对于那些发现该产出有效的人们来说,这也是一种贡献;而且,可以假设,公共事业振兴署的支出中被税收或者使用者费用部分或者全部抵消的部分可以计入 GNP 中。国防合同中的军备支出和收入属于收入,不属于当前的有效产出,并且至少与转移支付一样容易引发通货膨胀。

在过去几年中，由于政府支出中转移支付比重越来越高，这种大量政府支出直接影响可支配收入，而对就业和 GNP 没有任何影响。当然，其中也涉及度量方法和定义有所区别。例如，如果联邦政府在雇用医生和护士上的支出与在医疗保险和医疗补助上的花费相同，那么这种医疗保健支出则不属于转移支付，而是政府购买商品和劳务。

从 1974 年第二季度到 1975 年第一季度美国经济停止大幅下滑，以及在 1975 年的春夏又开始迅速复苏，大政府的存在是一个重要的原因。正是在大政府的作用下，国民收入的下降才自动导致了大量的政府赤字。

- 24 要想理解大政府是如何阻止经济自由下滑的，就必须深入研究政府赤字对经济的不同影响：收入和就业效应，它们主要通过政府对商品、服务和劳动的需求起作用；预算效应，这主要通过部门盈余或赤字起作用；投资组合效应，这则是因为在一个投资组合中必须有为了消除赤字而进行融资的金融工具。第一个影响是大家所熟悉的，并且在 GNP 的计算公式中都进行了说明。第二个和第三个影响则经常被忽略，然而，它们其实非常重要，因为经济既是一个创造收入的系统又是一个收入分配系统，而且这个系统非常复杂、相互依存，是一个精密的金融体系。³

分清这些不同因素之后才能发现，大政府对经济的影响远比标准理论所允许的要大得多、深入得多。标准理论忽略了政府赤字中的资金流量和投资组合含义。标准理论仅仅关注政府支出的直接和次生影响，包括转移支付和对总需求征收的税额。经过扩展后的理论则不仅考虑了其他部门为了偿还债务所需要的现金流，还考虑了金融动荡后投资组合中安全资产之需要。

- 25 1975 年冬天，收入大幅下滑的情况有了逆转，那是因为联邦政府对经济下滑的第一反应就是用钱来解决这个问题；同时，他们也没有考虑长期利益和成本。因此，凯恩斯核心理论——政府支出增加和税收减免，如果实施的程度足够的话，将能阻止经济的下滑——的实质在 1974—1975 年的经济衰退中就已经得到了最终的诠释。1975 年经济发展的结果就是，我们所要面对的经济理论和政策中存在的问题，并不是有关制止经济大幅下滑而导致的巨额政府赤字，而是关于不同方法和角度的效率问题，以及与相关政策策略相联系的后续影响。

3 第一个影响在教科书中分析乘数的部分进行了说明，可以参考任何一本初级的经济学教材，比如，Paul A. Samuelson, *Economics*, 9th ed. (New York: McGraw-Hill Book CO., 1973), pp.220-233。第二个影响在卡莱基 (Kaleckian) 的分析中作了重点介绍，Michael Kalecki, 1938, "The Lesson of the Blum Experiment", *Economic Journal*, March, 1938。第三个影响在 Warren McClam, "Financial Fragility and Instability: Monetary Authorities as Borrowers and Lenders of Last Resort", Chapter 11; C.P. Kindleberger and J.P. Laffargue, *Financial Crisis Theory, History and Policy* (Cambridge: Cambridge University Press, 1982) 以及 J. Tobin, "Pitfalls in Financial Model Building", *American Economic Review* LVIII (May 1968), pp.99-122 中都有所显示。

假定大政府赤字的效果得到了证明，那么被忽略了的政策问题就真正成为结构影响和政府行为目标的决定性因素。一旦政府的力量足够大，它就必须既关注总需求，又关注为谁生产、如何生产以及生产什么这些问题。

里根为了减少政府支出(包括国防支出、支援性支出和利息支出)所作出的努力，如果成功了或者得到了充分的实施，将可能导致经济陷入更加不确定和不稳定的境地。大政府的影响在1981—1982年的经济衰退和1983—1984年的复苏中得到了清楚的体现。以下将阐述大政府的力量和导致不稳定的大规模赤字。

收入和就业效应

在传统的收入决定理论中，政府要么是创造就业机会(比如，雇用员工或者购买商品或劳务)，要么是提供收入(比如社会保险)，或者是为公共服务支出(比如，医疗保险和医疗救助)。同时，政府还通过税收和费用从人民那里获得收入。通常我们认为，政府雇用劳动者就意味着提供了一种有效的服务。同样地，当政府购买某种商品或劳务(比如，从军工企业那里购买的物品)时，就等于生产了某种有用的商品。另一方面，政府给人民的转移支付对就业和产出不产生直接的影响。因为，此时收入没有发生实质性的改变，只有当接受转移支付的人将所获得的转移支付花费出去的时候才会对经济产生影响。

对于政府如何影响经济，标准理论认为，政府对商品和劳务的支出与消费和投资一起，共同构成总需求的一部分，但是政府转移支付则不属于总需求。消费支出是可支配收入、用不同方式计算的财富或净财富以及由金融资产而获得的收入(比如利息)之函数。转移支付以及社会保险税和个人所得税经由可支配收入间接进入分析并对消费支出发生影响。

根据这种对总需求的计算方法，用于雇用劳动者的1美元对GNP的影响要大于用于增加福利或失业救济的1美元所产生的影响。1975年，美国政府将800亿美元用于社会保险支出。如果将这800亿美元中的50%用于实施各种就业计划，那么GNP的增长将大于400亿美元。很明显，对于一个国家是通过就业(通过私人企业或创造就业计划的方式)提供收入，还是通过转移支付提供收入，两者方式哪种更优，是一个规范的经济和社会问题。还有一点值得注意，即军事支出也属于GNP的一部分。

事实上，当且仅当我们将所有与财富相关的概念都从GNP的计量中彻底剔除，并且将其看做一种纯粹的产出概念(转变成一种当期劳动需求，比如转变成就业)时，区分转移支付、税收和政府商品和劳务的支出才是有意义的。政府

对商品的购买(比如对炮弹和纸夹的购买)以及对劳务(不管是对官员、士兵、参议员或者是工程师)的购买都与就业直接相关,因为雇用了工人,并且生产了商品和劳务。此外,当被雇用的工人、企业主和利润接受者(profit receiver)在消费品和投资品上支出时,政府对商品和劳务的支出还通过消费者的可支配收入间接地与就业相关。当转移支付向家庭提供更多的可支配收入以及向商业提供额外的总利润时,转移支付也会间接地影响就业。因此,政府对就业简单直接的影响方式是整个经济蓝图中重要的组成部分。

政府支出,尤其是超过税收的那部分支出,是收入的决定性因素。如表 2.2 所示,战后时期政府对个人的转移支付以及对州政府和地方政府的补助金支出大量增加。1950 年,二战后早期,大政府的总支出是 408 亿美元(差不多相当于 GNP 的 14%);其中给个人的转移支付为 108 亿美元(相当于政府支出的 24%)。与此形成鲜明对比的是,1975 年,大政府的总支出为 3569 亿美元(差不多相当于 GNP 的 24%);转移支付为 1461 亿美元(为政府总支出的 40%)。政府支出中另外一块增长迅速的是对州政府和地方政府的补助金。这部分的支出从 1950 年的 23 亿美元增长到 1975 年的 542 亿美元(从政府支出的 5%增长到 15%)。

表 2.2 联邦政府支出, 1950 年和 1969—1975 年(10 亿美元)

商品和劳务购买							
年份	总支出	总额	国防支出	其他	对个人的转移支付	对州和地方政府的援助力	GNP
1950	40.8	18.7	14.0	4.7	10.8	2.3	286.2
1969	188.4	97.5	76.3	21.2	50.6	20.3	935.5
70	204.2	95.6	73.5	22.1	61.3	24.4	982.4
71	220.6	96.2	70.2	26.0	72.7	29.0	1063.4
72	244.7	102.1	73.5	28.6	80.5	37.5	1171.1
73	264.8	102.0	73.4	28.6	93.2	40.6	1306.3
74	300.1	111.7	77.4	34.3	114.5	43.9	1406.9
75	356.9	123.1	84.0	39.2	146.1	54.2	1499.0
占 GNP 的百分比							
1950	14.3	6.5	4.9	1.6	3.8	0.8	
1969	20.1	10.4	8.2	2.3	5.4	2.2	
70	20.8	9.7	7.5	2.2	6.2	2.5	

(续表)

商品和劳务购买							
年份	总支出	总额	国防支出	其他	对个人的转移支付	对州和地方政府的援助力	GNP
71	20.7	9.0	6.6	2.4	6.8	2.7	
72	20.9	8.7	6.3	2.4	6.9	3.2	
73	19.4	7.8	5.6	2.2	7.1	3.1	
74	21.3	7.9	5.5	2.4	8.1	3.1	
75	23.8	8.2	5.6	2.6	9.8	3.6	

资料来源：Economic Report of the President, January 1976.U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., 1976.

1950—1969 年经济持续发展时期和尼克松与福特执政时表面的保守主义时期，政府支出的主要构成要素有很大不同。1950 年到 1969 年，政府对商品和劳务的总购买量增加了 5 个百分点，国防支出增加 5.45 个百分点，对居民的政府支出增加 4.51 个百分点。在同一时期，对个人的转移支付也增加了将近 5 个百分点。因此，在华府执政相对自由放任的时期，政府对商品和劳务的购买和对个人的转移支付以相同的速度增长。

与之相反，1969 年到 1975 年，大政府对商品和劳务的购买上涨了 26%，其中国防支出上涨 10%，其他对居民的支出上涨 85%——但是对个人的转移支付令人难以置信地上涨了近 200%！1975 年，转移支付比政府对商品和劳务的购买多出 20%，相比之下，1950 年和 1969 年此差额微乎其微。

转移支付包括一系列的应得权益计划(entitlement program)，并且当经济陷入衰退时，它将自动增加。此外，由于它们是已经制订好的计划，因此当经济陷入衰退时，国会或者其他管理部门都可以相对容易地变得更加“慷慨”。

尽管 1975 年 5 月失业率升至 8.9%，但是在 1973—1975 年期间，个人可支配收入在任何一个季度都没有下降(见表 2.3)。其中一个原因是政府的转移支付大量增加。1973 年第一季度到 1975 年第四季度之间，个人可支配收入增加了 2478 亿美元，政府转移支付增加了 652 亿美元；26.3%的个人可支配收入是由于转移支付的增加而导致的。如果按占个人可支配收入的百分比来衡量，1973 年第一季度转移支付占 12.69%，1975 年第三季度达到最高的 15.96%，1975 年第四季度则又降至 15.72%。

表 2.3 转移支付和个人可支配收入, 1973—1975 年(季度)*

	个人可支配收入	政府对个的转移支付†	政府对个人的转移支付/个人可支配收入
1973 (1)	866.6	110.0	12.69
(2)	891.7	111.9	12.55
(3)	914.1	114.5	12.53
(4)	939.9	117.5	12.50
1974 (1)	953.8	123.5	12.95
(2)	968.2	130.7	13.50
(3)	996.1	138.4	13.89
(4)	1015.9	145.5	14.43
1975 (1)	1024.0	157.7	15.40
(2)	1081.7	169.4	15.66
(3)	1087.1	172.4	15.96
(4)	1114.4	175.2	15.72

资料来源: *Economic Report of the President*, January 1976. U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., 1976.

*所有数据都是按年利率计算的, 进行了季节调整。

†所有政府: 包括联邦政府, 州政府和地方政府。

由于政府转移支付的爆炸式增长, 1975 年家庭必须消费或者已经消费的每 6 美元中就有 1 美元来自联邦政府或州政府的转移支付计划, 该计划所产生的收入或服务与当期的劳动创造(比如创造的产出)无关。举个例子, 失业保险, 1974 年第二季度以每年 53 亿美元的速度增长, 而到 1975 年第二季度, 其增长速度加快到每年 194 亿美元。这种对失业保险转移支付的快速增长, 有助于解释为何经济的下滑态势会如此迅速地发生逆转。

29 对于一个六分之一的可支配收入都来自应得权益计划的经济, 我们将忽略效率和公平的问题。存在大量与就业或者商业利润无关的可支配收入是有益的, 因为在经济衰退时期, 该收入可以维持一定规模的需求, 从而防止经济严重而持续的下滑。另一方面, 当经济陷入衰退时, 这些计划有扩大其范围的趋势, 从这一点来说又是有害的, 因为它们会向经济中输入通货膨胀。即使在 1973—1975 年产出和就业下降的情况下, 个人可支配收入的增加也是经济衰退时期价格持续上涨的原因之一。

政府的转移支付是不用工作就可以获得的收入, 它为货币工资率设定了一个底限。每一次对转移支付计划的改进都会使工资上升, 从而一些人会进入劳

动市场。当考虑价格因素的转移支付计划不断得到改进时，尤其是在现实中失业或退出劳动力群体就有资格获得转移支付时，经济中的有效产能将会被不断减少的劳动力所侵蚀。

大政府对现金流的影响

30

根据经济学中的基本理论，所有部门实现的金融盈余和赤字加起来应该等于零。这是根据一个简单的现象推出的，即一个部门买进一个单位的当前产出，就必然有另外一个部门相应地获得现金。因为经济中的不同部门(比如，家庭、企业、政府和金融机构)是构成经济的基本单位，所以该基本理论也适用于总体经济。如果大政府像 1975 年那样其支出超过税收收入 734 亿美元，那么所有其他部门的盈余和赤字之和应该等于 734 亿美元的盈余。正如表 2.4 中的年度数据和表 2.5 中的 1973—1975 年季度数据所显示的那样，不同的实体部门和会计部门中所发生的盈余和赤字之和为零(允许数字上的误差)。

表 2.4 各部门盈余和赤字，1972—1975 年(10 亿美元)

	1972	1973	1974	1975
家庭部门	801.3	903.1	983.6	1,076.8
个人可支配收入	-751.9	-830.4	-909.5	-987.2
个人费用	-49.4	+72.7	+74.0	+89.6
个人储蓄(盈余)				
商业部门	131.3	141.2	141.7	174.8
内部资金总额	-179.2	-220.2	-209.5	-196.3
私人投资总额	-47.9	-79.0	-67.8	-21.5
赤字或盈余				
政府	-17.3	-6.9	-11.7	-73.4
联邦政府赤字或盈余	13.7	12.9	8.1	10.0
州政府赤字或盈余	-3.6	+6.0	-3.6	-63.4
所有政府赤字或盈余	49.4	78.7	74.0	89.6
总盈余	-51.5	-79.0	-71.4	-84.9
总赤字	-2.1	-0.3	+3.6	+4.7
差额	6.08	8.05	7.52	8.92
家庭储蓄占个人可支配收入的百分比	26.73	35.88	32.4	10.95

资料来源：Economic Report of the President, January 1976. U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., 1976. 1976.

表 2.5 各部门盈余和赤字, 1972—1975 年(按季度)

	1973				1974				1975		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)
家庭部门	866.8	891.7	914.1	939.9	953.8	968.2	996.3	1015.9	1024.0	1081.7	1087.1
个人可支配收入	806.1	821.8	840.3	853.4	872.6	901.4	931.7	932.4	950.4	974.2	1001.3
个人费用	60.7	69.9	73.8	86.5	81.2	66.8	64.6	83.5	73.6	107.5	85.9
个人储蓄 (盈余)	138.6	138.7	141.3	145.9	147.1	142.0	134.2	143.1	154.7	171.8	185.6
商业部门	207.2	213.7	223.8	236.1	218.1	207.5	202.2	210.0	177.1	177.0	202.7
内部资金 总额	-68.6	-75.0	-82.5	-90.2	-71.0	-65.5	-68.0	-66.9	-22.4	-5.2	-25.1
私人投资 总额	-10.9	-7.4	-4.8	-4.6	-5.3	-7.9	-8.0	-25.5	-53.7	-102.2	-70.5
赤字或盈余											
政府											
联邦政府赤字 或盈余	+15.9	+13.2	+12.4	+10.1	+9.4	+8.2	+9.1	+5.9	+5.7	+8.8	+12.9
州政府赤字 或盈余											
所有政府赤字 或盈余	+5.0	+5.8	+7.7	+5.5	+4.1	+0.3	+1.1	-19.6	-48.0	-93.4	-57.6
总盈余	65.4	75.8	81.5	92.0	85.2	67.1	65.6	83.6	73.6	107.5	85.9
总赤字	-68.4	-75.0	-82.5	-90.2	-71.0	-65.6	-68.0	-86.5	-70.4	-98.6	-82.7
差额	-3.0	+8	-1.0	+1.8	+14.2	+1.6	-2.4	+2.9	+3.2	+6.9	+3.2

资料来源: *Economic Report of the President*, January 1976. U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., 1976.

家庭的盈余或赤字来自个人可支配收入和个人支出之间的差额。除非经济陷入深度衰退(或者在只有一个小政府的经济中), 否则一般来说, 家庭都会产生盈余。但是该盈余会随着可支配收入的变化而显著变化。表 2.4 显示, 家庭储蓄从 1972 年占可支配收入的 6.08%, 到 1973 年的 8.05%, 1974 年的 7.52%, 1975 年的 8.9%。在 1973 年和 1975 年, 家庭储蓄率迅速增加。每一次家庭储蓄率的突然上升都伴随着经济中一些其他部门赤字的突然增加。1973 年, 突然增加的赤字来自商业企业; 1975 年, 则是因为政府赤字迅猛上升。

私人投资的对象是企业部门。企业部门的赤字表现为超过企业内部资金(留存收益加折旧提成)的多余的工厂、设备、存货以及公司的房地产投资。1972 年, 企业部门的赤字是 479 亿美元, 到 1973 年则一跃达到 790 亿美元, 1974

年继续保持高位为 678 亿美元，到 1975 年迅速下滑至 215 亿美元。如果用占总的私人投资的百分比来描述的话，则是从 1972 年的 26.7% 上升到 1973 年的 35.8% 和 1974 年的 32.4%，到 1975 年又回落到 10.95%。

所有政府（包括联邦政府、州政府和地方政府）的赤字在 1973 年和 1974 年都上下浮动了 100 亿美元——1973 年有所下降但是 1974 年又上升了——1975 年则增加了 600 亿美元。1975 年增加的这 600 亿美元通过其他部门的赤字减少或者是盈余增加得以体现。其中的 156 亿美元计入家庭储蓄增加，这使家庭储蓄占个人可支配收入的百分比变成 8.92%。还有一大块 331 亿美元计入企业部门总的内部资金项，这使其增加了大概 23.4%。（1975 年，失业率大幅上升，不变价 GNP 显著下降，总的商业企业利润上涨了 23.4%。）另外一部分抵消政府赤字增长的是减少的 132 亿美元的投资，这主要是由于存货清算的结果。这样的话，600 亿美元的政府赤字就被 156 亿美元的个人储蓄增加和 463 亿美元的企业部门赤字减少抵消了。因此，1975 年，政府赤字主要是被企业现金流的增加抵消的。准确地说，即使是在国家处于严重衰退的时候，企业利润仍然能够维持甚至增加！³¹

1973 年第一季度到 1975 第三季度的数据是为了强调，政府赤字的大幅增长是如何与经济中其他部门的盈余变动联系在一起的。1973—1974 年的 8 个季度中，企业部门总的内部资金在一个很小的范围内变动（1342 亿—1471 亿美元）。这个阶段并没有什么明显的趋势。但是，1975 年的前三个季度，企业部门总的内部资金分别为 1547 亿美元、1718 亿美元和 1856 亿美元（该数据按年度利率计算并经过季节性调整）。在 1974 年第三季度和 1975 年第三季度之间，企业部门总的内部资金上升了 36.8%，尽管在同一时期国民收入和就业是下降的。³³

1975 年第二季度联邦政府按年计算的赤字为 1022 亿美元。这比 1974 年第二季度高出了 943 亿美元，所以就必然存在一个其他部门发生的 943 亿美元的盈余来抵消赤字，从而达到盈亏平衡。这部分金额可以分解成以下几部分：家庭个人储蓄增长 407 亿美元，企业部门总的内部资金增加 282 亿美元，投资减少 305 亿美元。在这个总数值中，大约 400 亿美元反映在个人储蓄上，大约 600 亿美元反映在企业部门内部资金的增加或者企业投资的减少上。这些年度和季度数据显示，即使经济陷入严重衰退中，企业部门总的内部资金还是会增加。

在美国经济中，企业是在一个基于安全边际的借贷体系中运转。衡量安全边际有两个方法，即债券应得现金流与债券所有者所得现金流之比率，以及期望现金流现值与应偿债务面值之比率。20 世纪 70 年代的繁荣以及战后长时间的经济发展，一方面与短期企业债券的发行数量大幅增加有关；另一方面也与

金融机构的扩张有关，这些金融机构通过发行自己的债券(通常是短期的)来对自身债务进行融资。企业所能发行的短期债券的数量主要取决于其经营所创造的内部资金。

1975年，由于没有大政府的干预，以及自我调节和相机抉择政策共同作用所形成的大额赤字，与1974—1975年的情况一样，经济随着公司现金流的巨幅波动而大幅振动。商业企业的债券发行能力和借贷系统的安全边际都将下降。即使没有发生实际的破产，企业现金流的减少将迫使它们履行合同中的承诺。事实上，商业企业的总利润在1975年是增加的，所以并没有引发强迫企业履行承诺的情况。

- 34 在1975年及时阻止经济下滑以及迅速将经济衰退逆转为经济扩张方面，大政府创造的巨额赤字起到了举足轻重的作用。政府完全通过进口来阻止经济不断下滑，以及保持经济的持续发展的行为不能不加辨别地就加以鼓励，在鼓励进口的同时要铭记经济学中的一个基本原理：所有部门的盈余和赤字之和为零。我们可以质疑大政府的效率，但是其对经济产生的效果却是毋庸置疑的。

以上的分析都是基于会计等式的，并没有包含任何行为关系。纯粹的会计公式不是一个理论，也不能由此随意推出任何结论。为了理解问题的本质，我们必须探求最终的结果到底是怎样产生的(比如，所有部门总的盈余和赤字相加是如何等于零的)。因此，我们必须阐述清楚，在会计报表中哪些条目是决定性的，哪些是被决定的(比如，介绍要想达到一个既定的结果经济应该怎样运行的假设)。

客观地说，家庭个人支出与其收入的变化有关。这种被动的家庭储蓄和消费行为会由于家庭财富和消费者债务的存在而有所削弱。大约四十年前，当约翰·梅纳德·凯恩斯第一次系统地阐述被动消费行为的相关理论时，与20世纪70年代相比，家庭财富和消费者分期付款都只是总体经济中很小的一部分。

由于前期的积累，1974年和1975年家庭储蓄的比例很高，这也正是当时汽车销售呈爆炸式增长的一个重要反映。1974—1975年家庭储蓄增长部分地表现在家庭对汽车和其他消费品购买融资的减少上。如果消费信贷在增长的过程中出现停滞，即使可支配收入能够维持现状甚至增长，那么，正如1975年那样，储蓄率将会维持高位，并且家庭的流动性头寸也会增加。随着时间的推移，这种家庭流动性的积累将会在之后的某一时期导致消费支出的突然大幅增加。在经济衰退时期未受到失业直接而显著影响的家庭，一旦流动性资产得到积累，而且与收入相关的债券减少，其支出与可支配收入之比就会上升。正如1975年那样，由于这种不理性的消费支出，紧随有着高储蓄率的经济衰退而来的就是有着低储蓄率的经济复苏。当储蓄与可支配收入之比下降时，在引导经济走

出衰退的过程中消费者扮演着“英雄”的角色。然而，消费者的英雄行为对于经济衰退中的高储蓄率反应滞后。 35

可观察到的储蓄与可支配收入之比率不断发生变化，证明了消费行为并非是完全被动的。但是，消费支出与现在和过去的经济发展之间的关系非常明显，而且是相对稳定的。我们都知道，个人支出占个人可支配收入的比例几乎总保持在95%—91%。此外，如果储蓄率很高（比如，某段时间里达到8%—9%），那么支出很快就会有一个爆发式的增长，从而使储蓄率降至6%。

因此，记入表2.4和表2.5中的家庭储蓄，作为政府收入的一部分，主要取决于经济系统如何运行，以及它在之前的一个时期的运行情况。税收计划由国会、州议会以及各地立法当局来制定。因此，一旦税法制定了，所征收的税额就取决于经济行为。

另一方面，表中还有两个条目，其变化完全独立于当前的经济运行状况，称为决定性或原因性变量，它们就是企业投资和政府支出。企业投资即使不是在完全也是在很大程度上取决于现在对未来的预期。当然，过去和当前的经济行为有助于对未来进行判断，对将要建设的设施规模以及为这些设施融资的方式都会有影响。今天银行家和商人对于未来25年的收入和付现成本的看法，从根本上决定了长期项目是否会发生，以及应该以什么方式进行融资。投资不是由当前或过去的经济状况决定，而是取决于对未来的看法。

表2.5中另外一个独立于当前经济运行情况的条目是政府支出，该项记入政府盈余或赤字栏。支出计划主要是对商品和劳务的购买预算，主要由国会行为决定，当然也会受到一定的限制。政府支出的另外一个组成部分表现为转移支付，与税法和行政法规相类似，它们共同构成了一个应得权益框架。实际支出取决于家庭行为及其经济头寸。

因为这些独立和非独立的关系，由投资支出的减少或者储蓄率的上升而导致的收入下降，将使人们从应得权益计划中获益，同时会降低政府税收额。相机抉择的政府支出和税收变动计划将会使政府赤字大幅上升。该赤字将必须通过企业部门和家庭部门的等量盈余来弥补。因为企业部门的一部分盈余会使其税后总利润增加，因此，即使是在经济陷入衰退时期，企业部门的债券发行能力依然会提高。此外，政府赤字可能会引发较高的储蓄率，这意味着随后消费支出会有一个自发的上升。当经济停止下滑，高储蓄率导致与收入相关的家庭债减少，同时家庭持有的流动性资产增加后，这种自发的消费就会发生。 36

如果1975年大政府不存在，经济中就会已经开始两个下滑的过程。首先，私人投资会以从未有过的程度减少，因为存货进一步清算，以及如果没有阻止，

投资计划也已经大幅削减。其次，个人可支配收入会下降得更快，甚至快于个人支出，从而导致家庭储蓄率降低。也就是说，没有大政府的情况下，一开始对投资的削减会从两个方面引发经济的下滑：减少企业存货投资，减少家庭可支配收入，这些都进入积累过程。（消费支出和投资支出的减少都可以消除储蓄（盈余）超过投资（赤字）的那一部分。）然而，家庭支出的下降和商业投资的减少降低了企业的内部资金流——这将在任何投资水平上增加企业赤字。家庭收入、家庭支出、企业投资和企业现金流之间很可能互相影响，从而全部下降。当然，这是一个导致经济进入深度衰退的相互作用过程。

由于大政府自动产生大量赤字的本性，它会给经济设定一个更高的承受极限。虽然这个较高的承受极限本身很重要，但是它在一个有着企业和家庭负债的世界中会显得尤其重要，因为企业总利润和家庭储蓄对于承担这种负债至关重要。

如果 1975 年并没有出现大量的政府赤字，企业和家庭的债券发行能力就会被严重削弱。由于收入和利润重复不断的交替下滑，这些被削弱的能力会导致过去的债务紧缩和深度衰退。大政府对部门预算的影响使商业利润得以维持，同时也可以精确解释什么使得这种累计的相互作用的下滑效应没能发生。⁴

解读资产负债表

当大政府存在盈余或者赤字时，就会使用或创造金融工具。尤其是在经济衰退时期，出现巨额政府赤字时，包括金融组织（比如银行、储蓄银行和保险公司）在内的其他部门会通过获得政府债券为赤字融资。

我们生活在一个有着复杂金融系统的经济环境中，在该系统里，盈余部门——在 1975 年是家庭部门——并不需要直接从赤字部门获取负债，而是通过从金融机构获得债务从而为这些赤字进行间接融资。在我们所在的经济环境中，银行、储蓄机构、保险公司和养老基金等机构最有可能成为企业、政府和家庭最直接的债务所有人。家庭可以获得金融机构的各种债务，例如，领取退休金权利、保险政策退保现金值、活期存款，以及其他各种储蓄或定期存款。因此，各部门之间盈余和赤字的变动所带来的直接影响主要来自金融机构获取和出售资产的行为。

4 Irving Fisher, "The Debt Deflation Theory of Great Depressions", in *Econometrica* 1 (Oct. 1983), *Booms and Depression* (New York: Adelphi, 1932) 也对导致大萧条的交互影响作了较好的阐述。还可以参见 Hyman P. Minsky, "Debt-Deflation Processes in Today's Institutional Environment", *Banco Nazionale de Lavoro Quarterly Review* 143 (Dec. 1982).

在最近几年里，一些金融机构和非金融机构之间对政府债券的直接买卖发生了很大的波动。表 2.6 中显示了国内私人部门在 1972—1975 年之间对政府债券、国库券和机构发行的债券的购买情况。政府组织（比如联邦储备系统、政府机构或者政府主导的机构）购买的债券和外国人购买的债券都从发行的总债券中扣除，以得到国内私人部门购买的债券。

表 2.6 美国个人购买政府债券总额，1972—1975 年（10 亿美元）

	1972	1973	1974	1975
家庭	0.6	20.4	14.5	-0.9
非金融企业	-2.4	-1.8	3.5	16.1
州和地方政府	-3.4	-0.2	-0.1	-5.8
所有非金融部门	1.6	18.8	18.1	21.1
商业银行	6.5	-1.3	1.0	30.3
储蓄和贷款协会	4.3	*	3.3	11.1
互助储蓄银行	1.4	-0.5	0.1	3.6
信用社	0.8	0.2	0.2	1.9
人寿保险公司	0.3	0.1	*	1.3
私有退休资金	1.0	0.6	1.1	5.4
州和地方政府资金	-0.6	0.1	0.6	1.7
其他投资公司	-0.4	-0.1	-0.3	-1.0
所有金融部门	13.6	-0.4	6.7	57.1
全国所有部门	15.2	18.4	24.9	78.1

资料来源：Flow of Funds Data, Board of Governors of the Federal Reserve System.

1972、1973 和 1974 年，虽然在总的数量上私人部门购买的政府债券逐年小幅上升，但购买的政府债券数量没有明显变化。1972 年债券的主要购买部门是金融机构：商业银行、储蓄和贷款协会、互助储蓄银行共购买了 122 亿美元的政府债券。然而，1973 年和 1974 年，主要购买债券的单位变成了非金融机构——尤其是家庭部门：1973 年，家庭部门购买了 204 亿美元的政府债券，以至于其他国内私人部门共减少了 200 亿美元的债券持有量。1974 年，家庭部门购买 145 亿美元的政府债券，非金融机构购买了 35 亿美元。当年，金融部门主要是与抵押贷款相关的储蓄和贷款协会对政府债券存在净购买量。这种储蓄和贷款协会的净购买反映了房地产市场的下滑趋势。

1975年,政府债券的净购买模式与之前年份相比发生了根本性的改变。在这一年,非金融部门购买了200亿美元的政府债券,但是,与1973年和1974年形成鲜明对比的是,家庭对政府债券的持有量减少,而非金融企业的持有量则上升了161亿美元。此外,州政府和地方政府的持有量大幅增加。但是,最大变化在于,金融部门对债券的购买量。这些部门在1975年对政府的购买量达到571亿美元,比1974年多出了504亿美元。在这504亿美元的增加量中,303亿美元由商业银行购买,111亿美元由储蓄和贷款协会购买。商业银行和其他金融组织购买大量政府债券为政府的赤字融资,在这个过程中,这些机构的资产负债表也发生了巨大的变化。

政府债券不存在违约风险,事实上,不管政府债券合同上说明何时到期,都会到期。该合同只是名义上的,价格水平的变化才会真正地影响政府债券的购买力。此外,政府债券可以在市场上交易,而且该特征是由联邦储蓄系统最终授予的,而这种授权并不一定延伸至其他债券。因此,政府证券所有者拥有根据自己需要或偏好的变化修正投资组合的能力。从某种意义上说,1975年通过购买政府债券,银行、储蓄和贷款协会、人寿保险公司和养老基金能够储存融资能力;它们可以在私人融资需求清淡的时候保留这种权利,直到需求旺盛时再将其出售。大规模赤字所产生的通货膨胀压力,在赤字当期完全不会被察觉到(正如1975年的情况那样)在经济衰退时购买的资产尚未处置而经济开始后续繁荣的时期,这种大规模的赤字最有可能发生。

表2.7显示了1972—1975年商业银行部门各种金融资产的净购买。各年的金融资产购买量有着非常明显的变化。1972年商业银行部门获得金融资产783亿美元。尽管1973年超过了1000亿美元,但是在1974年又减少到840亿美元,1975年的金融资产相对较少,为329亿美元。在1972—1973年的经济中,商业银行部门是一个推动性的、决定性的因素,然而在1975年则是一个被动的、非决定性的因素。

1972—1975年期间还有一个显著的变化,那就是银行取得资产的构成。1973年,大约521亿美元或净资产的50%以上都是未分类(NEC, not elsewhere classified)的银行贷款(比如对商业企业的银行贷款)。1973年,商业银行也获得了198亿美元的抵押贷款和106亿美元的消费信贷。很明显,银行部门是在将自己的金融资产向私人部门配置。但是,1975年经济严重衰退时期,所发生的情况与1973年的情况形成了强烈的对比,不仅是因为在1975年商业银行仅仅获得了329亿美元的金融资产,而且因为其中的303亿美元是美国政府的债券。未分类银行贷款减少了129亿美元,消费信贷小幅下降了6亿美元。而且,抵押贷款减少至31亿美元。最重要的是,1975年银行资源的配置从企业部门

转移到了政府部门。

1975年的经济衰退时期，政府债券和赤字大幅增加，这一方面意味着各企业和金融机构能够获取安全和有效的资产，增加了其投资组合的流动性，尽管总收入和就业是下降的。当银行增加其总资产和负债时，私人企业部门的债务将会减少。当政府债务较少而且应偿债务不大时，在经济衰退时期，各种私人投资组合，包括银行的投资组合中的政府债券不会大规模增加。在这样的经济环境中，私人企业债的减少必然意味着活期存款和定期存款的减少。1975年并没有发生企业债和公众持有的活期与定期存款的交互减少，是因为有不断增长的大量应偿公众债加入银行和企业投资组合中。 41

表 2.7 商业银行：金融资产的净收益 (10 亿美元)

	1972	1973	1974	1975
金融资产的净收益	78.3	100.2	83.9	32.9
活期存款+现金	0.2	0.3	-0.2	*
银行贷款总额	75.4	83.3	62.2	27.8
借贷市场工具	70.5	86.6	64.6	26.6
美国政府证券	6.5	-1.3	1.0	30.3
直接融资	2.4	-8.8	-2.6	29.1
机构发行	4.1	7.6	3.6	1.2
其他证券+贷款	25.7	25.9	19.1	6.4
储蓄和贷款义务	7.2	5.7	5.5	1.3
公司债券	1.7	0.5	1.1	2.1
房屋抵押	9.0	11.0	6.5	1.9
其他抵押	7.8	8.8	6.1	1.2
证券外的其他贷款	38.4	62.0	44.5	-10.1
消费信贷	10.1	10.6	2.8	-0.6
银行贷款	28.5	52.1	39.5	-12.9
公开市场票据	-0.2	-0.8	2.2	3.4
公司权益	0.1	0.1	—	—
担保贷款	4.8	-3.4	-2.4	1.2
备用现金+会员银行储备	-1.0	3.5	-3	1.0
其他银行间要求权	1.4	6.0	7.1	-5.4
杂项资产	2.3	7.2	15.0	9.5

资料来源：Flow of Funds Data, Board of Governors of the Federal Reserve System.

1975年，由于大政府的存在和政府债券的大幅增加，企业和银行投资组合的违约风险降低了。由于企业不断清除存货，它们减少了对银行的负债同时增加购买政府债券。银行和其他金融机构通过购买政府债券而不是减少其资产和负债来增加流动性。包括家庭和企业部门在内的公众不仅购买像银行存款和储蓄存款这样的安全资产，而且减少与其收入相关的负债。因此，在1975年经济受到威胁的时期，投资组合中不断增加的大量政府债券是一个重要的稳定因素。

1975 年一场并非

“大萧条”的深度衰退：

最终贷款人干预的影响

正如我们所看到的，在 1974—1975 年（以及在 1969—1970 年和 1981—1982 年），经济中出现了一种长期积累形成的衰退，包括金融市场变量和产出带来的收入之间的相互作用，这种衰退经历了一个开始发生、逐步加强和突然停止的过程，避免了演变为一场“羽翼丰满”的债务紧缩。相互作用的过程并没有肆意发展主要有两个原因：一是存在一个“大政府”，即使在收入下滑的情况下，政府的大规模赤字仍然会保持最终需求并使企业利润得以维持；二是美联储、联邦储蓄保险公司以及通力合作的私人机构实行了迅速而有效的最终贷款人干预。

正当“大政府”利用赤字稳定产出、就业和企业利润时，最终贷款人也在稳定资产价值和金融市场。例如，美联储购买而且准备持续购买或接受那些以别的方式不适宜变现的抵押资产，由此以自身的无风险债务不断替代各种资产组合中的风险资产。正当“大政府”对总需求、部门盈余和资产组合中政府负债增量加大干预之时，最终贷款人也在影响具有类似结构的总资产的价值和各种资产组合可以获得的再融资量。对于抑制和逆转与 1974—1975 年（以及 1969—1970 年和 1981—1982 年）发生的金融重创相联系的收入降低，这两方面维护稳定性的努力都是必要的。

最终贷款人必须迅速采取干预措施，并确保能够获得再融资来防止金融困难演变为一场能够导致经济“大萧条”的相互作用而且不断积累的衰退。为了做到这些，一定不要让那些将被保护的企业在蒙受损失的情况下为了偿还债务而彻底变卖资产头寸。一旦银行、金融机构和普通公司以及州和地方政府，被

迫通过非常规的渠道进行再融资，最终贷款人就必须要么提供贷款，要么甘冒债务紧缩的风险。

在收入快速回落前以及“大政府”还能发挥调节收入和维护金融稳定之前，最终贷款人通常就需要发挥作用。如果负有最终贷款人职能的机构袖手旁观，任由市场力量发挥作用，那么与没有干预情况相比，以当前产出价格表示的资产价值将出现更大幅度的下降；投资和借债消费将更大幅度下降；收入、就业和利润也将出现更大幅度的下降。如果获得充足的动力，金融危机和后续的债务紧缩可能一度会彻底击垮“大政府”调节收入和维护金融稳定的能力。即使没有最终贷款人的有效干预，“大政府”最终也会使经济复苏，但是有时候，需要付出高昂的代价，主要体现为丧失收入和资产价格崩盘。

在1966年、1969—1970年、1974—1975年以及1980—1981，即使美联储的最终贷款人功能在稳定经济过程中发挥了举足轻重的作用，但人们对这种功能和作用还知之甚少。由于经济本身具有导致间歇式金融不稳定性的内在的和不可避免的缺陷，所以我们需要最终贷款人。市场资本主义依靠内在运行机制运行，会不时经历可能产生紧缩式萧条的金融危机，传统的经济理论不接受这种观点。

如果那些影响金融市场结构和运行的经济政策有可能产生效果，则人们一定会理解经济中那些使最终贷款人必须存在的方面。通过监管金融机构的结构和控制允许开展的金融业务的类型，那些为人们所理解的经济政策有希望降低金融不稳定性。

创设最终贷款人的功能，是1913年为建立美国联邦储备制度而进行立法的主要目标，但这个最初的目标被以下的观点扰乱，即联邦储备体系最主要和最重要的功能是控制货币供给。后面这种看法忽略了经济的正常运行会导致脆弱而不稳定的融资关系的发展。如果能认识到美联储的责任（包含于作为最终贷款人角色中），是要确保金融体系作为一个整体以正常而不产生混乱的方式运行，那么人们就不会对美联储的行为开出那么多的政策处方。如果金融体系变得四分五裂，那么美联储或其他中央银行组织必将着手进行干预，并通过提供流动性和承担潜在损失来挽回危局。然而，这种再融资和使潜在损失社会化的做法既增加了经济的收益，也增加了成本，因为它在最终贷款人方案出台后会影响经济的运行。由于美联储有责任在事态变得糟糕的时候挽回局面，我们至少可以这样认为，它必须关注和指导金融业务的增长和发展，在经济平稳运行时和环境迫使它进行干预时都是如此。

在历史上，那些存在严重金融不稳定性的时期会导致对金融机构结构的争论，并经常触发机构改革。美联储就是为应对1970年的恐慌而设立的，联邦储

蓄保险公司是对大萧条期间银行破产的一种反应。至今，过去二十年中的金融创伤并没有导致任何旨在纠正产生金融不稳定性原因的通过立法实现的重大机构改革，我认为主要原因是，这一时期的金融不稳定性并没有导致早期所出现的那类大萧条。不过，没有出现大萧条并不意味着会出现相反的结果；所采取的最终贷款人干预实际上已经为接下来的通货膨胀爆发埋下了伏笔。在最近一些年份的不稳定性中，经济处于一种在预期要结束的通货膨胀和初始的债务紧缩之间来回摇摆的状态，这是我们使用避免债务紧缩和大萧条办法的副作用。

最终贷款人操作的本质

富兰克林国民银行于1974年10月8日宣布破产。当时这家银行拥有36亿美元的资产，大幅低于1973年年末该银行财务报告中的50亿美元。富兰克林国民银行面临的困境在1974年5月初就公开化了，从那时到1974年7月末，⁴⁶总资产下降了9亿美元。在同一时期，对存款人和其他银行的负债减少了16亿美元，货币市场债务降低了8亿美元，在国外分支机构的存款减少了5亿美元。29亿美元的存款减少被资产减少和14亿美元的美联储的借款抵消。¹

当富兰克林国民银行的困境公诸于众后，它就不能再购买联邦基金或者不能再销售大额存单(超过10万美元并且未保险的存单)，这种状况称为恐慌。为了使富兰克林国民银行在存款不断减少的情况下还能够履行付款义务，美联储借给它14亿美元。这样美联储给富兰克林国民银行进行了再融资，这种情况下的再融资，换句话讲，可以使一个金融机构或者金融市场抵御挤兑风险，这是最终贷款人最重要的功能。

在富兰克林国民银行宣布破产之后，联邦储蓄保险公司开始介入，并安排了另一家银行——新组建的欧美银行和信托公司(European-American Bank and Trust Company)接管富兰克林国民银行的办公机构和存款债务。联邦储蓄保险公司接管破产的富兰克林国民银行的所有不良资产，并对所有的存款人给予完全保护，甚至对那些存款超过法定保险限制的存款人也一样予以保护。联邦存款保险公司把不良资产纳入自身的资产组合中，并从联邦储备银行已经接受的作为富兰克林国民银行借款的抵押物当中对后续接管者支付现金或者银行可接受的资产。当联邦储蓄保险公司把不良资产纳入自身资产组合，并支付给欧美银

¹ 接下来我在很大程度上依赖于以下研究，Andrew Brimmer, *International Finance and the Management of Bank Failure* (Washington, D.C.: Brimmer, 1976)。在1984年那场“不可避免的”芝加哥州的伊利诺伊大陆银行的破产中，美联储的最终贷款人干预行为要比在富兰克林国民银行中大得多。

行现金和可接受的财产时，它就保证，除了普通股股东权益外，所有的富兰克林国民银行的债务都将得到偿付。联邦储蓄保险公司就扮演了一个最终贷款人的角色。

在 1973 年末，房地产投资信托公司拥有已发行的超过 40 亿美元公开市场票据；在 1974 年末，该行业共有 7 亿美元这类票据没有得到偿还。当房地产投资信托公司在建设贷款方面所面临的困难变得众所周知时，就会发生挤兑。结果是，大约 33 亿美元的公开市场票据被注销，并且为商业银行的贷款所取代。当商业银行给潦倒的房地产投资信托公司进行再融资时，它们也扮演了最终贷款人的角色。

- 47 在以上诸案例中，如同在许多其他案例中一样（例如 bailing out of New York City, Pan Am, and Consolidated Edison），危机发展的一个关键因素是对挤兑的恐慌。一家拥有短期未偿付债务的公司正常情况下需要进行保险或销售新的短期债券以便履行偿还义务。当潜在的贷款人或债券购买者相信，发生了显著的变化，即债券发行人将不会按期偿还债务时，就会出现挤兑。在这种情况下，借款公司通过支付更高的利率也不能取得贷款和让人们购买其债券。

不管市场状况和特殊债务人的经济状况，一个行使最终贷款人功能的机构能够保证某些合同中的条款被履行。这样，最终贷款人降低了其担保资产的违约风险。具有低违约风险的资产更容易为市场所接受，它们的流动性就强。当美联储广泛使用这种防止违约的工具时，就增加了流动资产和经济中具有货币功能的资产的有效数量。美联储作为最终贷款人所保护的资产是一些银行或类似机构的债务，它们被轮流用来给投资和购买资产进行融资。任何扩大美联储作为最终贷款人对新的机构和金融工具的保护，都会增加经济的整体融资能力，一旦这种增加的融资能力得到利用，资产价格和借贷行为就会增加。即使最终贷款人的力量发挥作用使初露端倪的金融危机夭折，通过给新机构或者新的信用工具增加流动性资产而产生的额外融资能力，将导致未来可能发生通货膨胀。

详述融资关系

经济的一项重要属性是资产的所有权主要是通过债务进行融资获得，并且债务中包含了偿还承诺。在近段时期内，对大多数金融机构和许多普通的商业企业而言，偿债承诺的数量经常超过了该企业主营业务预期获得的现金数量。这些企业希望通过借款获得偿还债务的资金。即使一个企业能够通过销售产品或资产获得足够的现金，可这些产品或资产的买家通常也要去借款。市场正常

功能的发挥依赖于金融体系的良好运转，在这样市场中的借款、销售资产和产 48
品成了我们经济的特征。一套复杂的相互依存的金融体系的平稳运行，对美国经济的正常运转是必需的。任何破坏金融市场的因素对产出、就业和资产价格都会产生负面影响。

为了偿还债务而去借款的融资安排是投机性融资。在那些没有出现严重萧条、银行和其他金融机构繁荣发展的年份中，企业依靠投机性融资的比重在经济中会提高。在一个以财产私有、不确定性和企业利润最大化行为为特征的经济中，经济繁荣时期会导致使用资产负债表进行冒险活动。作为企业总体融资中的一部分，投机性融资增加的过程会导致资产价格提高和投资增加。这会改善就业、产出和企业利润状况，这些状况的改善反过来又向企业家和银行家们证明，使用投机性融资的经验是正确的。这种不断使偏差扩大的反作用是不稳定系统的典型特征，也是我们所处经济体的特征。

主导我们经济的“大块头”公司从各类金融市场中和各类金融机构中进行融资，以便于进行企业运营和履行融资合约。在这种复杂的债务关系中，企业在短期债务中进行日复一日的操作就有了一个以融资和再融资为特征的定位，也就是说，这些公司“做了银行在做的事情”。在我们的经济中，非金融类企业具有许多作为银行从事债务管理的特征。

谨慎的公司在进行投机性融资时会准备一些可以获得的备选的融资工具，包括一些万一主要的融资渠道成本过高或不能获得融资时的后援性融资。这种后援性融资渠道大致上就扮演着它们的最终贷款人角色。不过，这些特别的最终贷款人必须能够抵挡住强烈的融资需求。为了能做到这些，他们需要一些可以为增加的资产进行融资的可靠资金来源。

即使有人认为可靠的资金来源可能是像联邦储蓄保险公司这样的特殊政府机构，或者是具有代表性的大型私人联盟——商业银行，但美国联邦储备委员会才是美国经济最终的可靠资金来源。美联储使企业和金融机构不必担心它们不能通过出卖资产或者以高惩罚利率借款来获得再融资。美联储的最终贷款人行为，直接地或间接地确立了资产价格的下限或者融资期限的上限，这样就把 49
投机性融资所涉及的风险社会化了。但是，这种把金融市场风险社会化的做法鼓励了在资本资产融资方面敢于冒险，当在经济扩张期这样做时反过来会增加潜在的不稳定性。

最终贷款人功能

美联储被赋予确保流动性张弛有度的责任，以便于能够达到作为最终贷款人的最初目的。因此，无论何时出现银行挤兑，联邦储备货币都容易获得以便替代居民和企业资产组合中的银行存款。在用联邦储备存款或票据替代消费者存款过程中，联邦储备银行要获得那些商业银行在贸易和生产融资中获得的资产，这样美联储就给合格的机构和市场进行了再融资。

通过这种再融资，最终贷款人能够直接满足某些机构的资金需求，这些机构很难通过出售金融资产和不动产来获得资金，而出售金融资产和不动产会导致资产价格大幅缩水。这种资产价格大幅缩水又会引发破产，不仅是对最初受到影响的机构而言，还包括持有这些资产的其他机构。最终贷款人的干预行为可以防止出现金融机构所持有的资产价值大幅缩水，以至于发生普遍的流动性损失、大范围存款票面价值贬值和其他债务。这种干预行为能够保证，当资产的市场价值下跌时，由银行或其他机构带来的损失不会让银行的存款人蒙受损失。这样，最终贷款人的操作，通过设定资产价值的下限和将部分存在于借贷扮演重要角色的经济中的私人风险社会化，来阻止损失的扩大化。

除非在没有美联储干预的情况下，经济中会不时发生由金融不稳定性导致的大萧条，否则美联储就显得非常多余。美联储设立于第一次世界大战的前几年，是因为在 19 世纪末前后的若干年，人们感到经济中经常发生由金融体系的不稳定性引发的失灵现象，主要表现为以 1907 年纽约信用危机为顶峰的一系列恐慌和危机。缺少具有强大说服力的经济理论解释说明最初的金融恐慌和危机，但这并不妨碍成立美联储，因为金融不稳定性存在是显而易见的。

自美联储成立以来，只有在 1929—1933 年发生了一次相当严重的金融危机。当时，在某种程度上，经济出现问题是因为金融体系存在缺陷。对这场危机的一种应对是对银行结构和联邦储备制度进行改革。其他的措施还有成立像联邦储蓄保险公司和证券交易委员会这样的新机构来监管银行和金融业务。

从 20 世纪 30 年代到 60 年代早期，没有发生过严重的金融风暴。由于存在从第二次世界大战继承下来的金融资产和流动性、明显扩大的联邦政府（冷战和多样化的转移支付安排的结果）和在必需时正确运用赤字的财政政策，美国、日本和西欧工业化国家在相当长的时间内（20 年）实现了比以前更加接近充分就业的状态。尽管也会偶尔发生温和的衰退、持续不断的适度通货膨胀，还会有与美国出现的增加青年人失业（尤其是黑人）类似的结构性问题。但总体上看，国民经济似乎运转良好。实际上，这些国家的成功使秉持资本主义经济通过自身

运行能够实现充分就业的经济信条有所复苏。数理经济学的盛行对这种观点给予了支持，数理经济学以一种严格的方式“证明”出，尽管存在众多假设前提，分散的市场机制能够产生一种经济连贯发展的结果。众多假设不考虑存在货币、时间、不确定性和昂贵的资本资产（也就是，经济理论中的“经济”与我们的现实经济在关键领域有很大区别）。²

在1946—1966年这段短暂的稳定时期内，也存在对充分就业的轻微偏离，但这要么归因于那些认为需要财政调控的人（传统的凯恩斯主义者）进行调节的错误，要么归因于那些认为不需要进行财政调控的人（正在出现的货币主义者）去控制货币供给的错误。在分析问题和提出政策建议上存在竞争的两个学派都 51 认为，在一个具有复杂金融体系的经济中，存在一个正在运行的经济过程先是推高通货膨胀，然后导致金融不稳定性。

20世纪50年代和60年代没有发生金融危机，这期间的经济理论拘泥于主流经济学家的看法，他们认为应该允许合理的金融不稳定性的发展，所以美联储行使最终贷款人职能的必要性就被忽略了。结果是，20世纪60年代末期和70年代初期的标准经济理论没有对美联储和财政当局关于如何以及在何时行使最终贷款人职能来阻止严重的发展，如何最小化干预对通货膨胀水平的负面影响，提供任何指导原则。

最终贷款人责任的一个方面涉及，当危机变得明了和急迫时能够采取紧急行动。这包括将私人债务替换为联邦储备的债务以及通过美联储或其他机构吸收私人损失的操作。需要采取这类行动是断断续续的，自1965年以来共采用了六次这样的干预。美联储作为最终贷款人的第二个方面就是从保险人的权利转到需要按照被保险人的合理而谨慎的行为行事。如果最终贷款人同意在出现问题时来收拾残局，它就有权利和责任控制并阻止可能引起或恶化金融危机的商业惯例。

由于当时认为大萧条要归因于1929—1933年过度的股票市场投机和标准抵押贷款的短期性，作为大萧条的结果，美联储控制股票市场的保证金要求，而且出现了分期摊还固定期限抵押借款。³近几年，我们观察到许多银行业和金融领域的变革。对于那些正发生在金融业务中的变革，尽管当局还没有理论确定这些变革是会增加还是减少金融体系的整体稳定性，但这些变革已得到默许。⁴

2 参见 Paul Davidson, *Money and the Real World*, 考虑到人为的假设，新古典主义理论家们试图解决这些问题还有很长的路要走，参见 Frank H. Hahn, *Money and Inflation* (Cambridge: MIT Press, 1983)。

3 参见 *Debts and Recovery, 1929-1937* (New York: The Twentieth Century Fund, 1938)。

4 Paul Meek, *U.S. Monetary Policy and Financial Markets* (New York: Federal Reserve Bank, 1982)。另参见 Thomas J. Cahill and Gillian G. Garcia, *Financial Deregulation and Monetary Control* (Stanford: Hoover Institution Press, 1982)。

52 在缺乏这样一个理论的情况下，当局漠视银行经营从资产管理向负债管理的演变，也没有看到具有投机性债务结构的金融机构大幅增长的重要性，这种投机性债务结构使银行深陷其中，如房地产投资信托基金便是如此。当今流行的经济理论认为市场是稳定的和有效的。这给美联储施加了压力允许金融业务按照“市场力量”去发展。对银行业和金融市场采取自由放任的态度占了上风。⁵

在美国中央银行业不仅包括美国联邦储备银行，而且包括像联邦储蓄保险公司、证券交易委员会和货币监管署这样的各类监管机构，也包括私人银行银团。如果这个复杂组织要阻止和控制金融的不稳定性，那么它的行动必须受到一种经济理论的指导，该经济理论应认为金融不稳定性是资本主义经济中金融市场运行的结果。除非一种理论能够说明在什么条件下某种现象会发生，否则这种理论不会给控制或消除这种现象以任何指导。

银行业惯例

商业银行给企业、家庭和政府融资的方式决定了银行资产的构成，这种资产构成连同银行为给自身融资而产生的债务，共同决定了怎样实施最终贷款人操作和这些操作在经济领域的影响。在向银行供给资金方面，自20世纪20年代以来发生了一项重要变化，就是联邦储备贴现和公开市场操作的相对重要性发生了逆转。当商业银行依赖于通过贴现窗口获取稳定份额的准备金头寸时，美联储就被牵涉进与成员银行之间有规律的日常的银行业关系中。但是，一旦美联储将在公开市场上买卖证券作为供给准备金的主要操作，就停止了与成员银行之间的密切且持续的商业关系。

53 如果美联储通过贴现窗口正常运行向银行提供资金，则只要商业银行看重这种资金来源，它们就会遵守储备银行设定的企业和资产负债表的规定。另一方面，如果通过对政府债进行公开市场操作的方式向银行提供美联储资金，美联储和成员银行之间的买卖关系就使联储丧失了影响成员银行行为的能力。美联储通过正常的银行业关系去影响成员银行行为的能力在第二次世界大战后大大削弱了。根据芝加哥政界的观点，美联储影响力的削弱也并没有为日显名正言顺的联储对商业银行的检查和监管所弥补。

为了详细阐述这一点，1913年的《美联储法案》规定，最终贷款人职能和

⁵ 1984年伊利诺斯大陆银行破产和随后的国有化使人们对银行业要求更多的放任和更少的监管的呼声暂时减弱。

部分常规的储备金供给职能要在区域储备银行的贴现窗口实施。在金本位的世界中，法案就是为此而写，银行准备金的主要来源是支持纸币并可用纸币兑换的黄金。而且，当美联储通过向成员银行提供贴现贷款来获得资产时，也创造了银行准备金。结果，联邦储备银行就成了分层次体系中的一个组成部分，在这个体系中，商业银行向公众（企业、政府和家庭）贷款，美联储向商业银行贷款。在20世纪20年代，如果商业银行通过贴现窗口向美联储的借款是所有银行准备金的重要来源，那么美联储为其贷款操作所设定的利率就是商业银行贷款期限的重要决定因素。美联储控制的贷款期限会影响商业银行以获利为目的向客户贷款的期限。⁶

中央银行通过贴现窗口所使用的工具（有效票据）是因商业银行对企业客户的贷款而产生的。最具代表性的企业债，即使在1913年认为必须要有担保的情况下，其二级市场或再销售市场也很糟糕。当银行需要资金时，在美联储成立之前，银行很不容易将这些债券变现。通过使所有的银行持有的企业票据成为至少是附条件的流动资产，美联储增加了整个金融体系的流动性。这反过来改变了银行的可接受资产和债务结构。带来的一个结果就是20世纪20年代的大繁荣，正是由于在繁荣期间金融业务大发展，导致了1929年至1933年冬天之间的一系列危机。

大萧条时期和战后时期，人们把用政府债务替代银行对企业的贷款看作美 54
联储进行日常操作的工具。在20世纪30年代出现大崩溃之后，通过美联储贴现不再提供大量的银行准备金，银行准备金并不反映美联储拥有的黄金数量。后来一段时期，由于持有政府债券产生了大量没有黄金支持的银行准备金。目前美联储的常规操作主要集中于在公开市场上买卖政府债券，取代了那种采用设定期限给成员银行进行再贴现的常规操作方式。这意味着，美联储作为最终贷款人进行操作去影响银行的准备金时不再使用相同的市场和工具。在1913年时，最终贷款人操作和对银行贷款的控制都是通过贴现窗口进行操作。自大萧条之后的年份里，对银行贷款的控制就通过公开市场操作的方式进行操作，直到1966年，联邦储备体系都没有必要采取积极的干预措施来阻止严重的金融不稳定性。不过，自1966年以来，在金融不稳定时期，当把最终贷款人的责任又强加于美联储时，贴现窗口再次被使用了。

银行业务的发展以及由贴现向公开市场操作的转变，取消了美联储和成员银行之间正常的银行业资产间的基本关系。这样美联储就不能依据熟悉的银行业务知识行事，如果银行通常从联储借款，则依据熟悉的银行业务知识行事还

6 W. Randolph Burgess, *The Reserve Banks and the Money Market* (New York:Harper 1927)

能成功。美联储对保护银行存款人免于损失有固有的责任，但它又没有能力阻止银行业务，这种银行业务可能会迫使美联储为了保护存款而从银行取得资产。美联储也有明确的责任确保企业获得充足的融资。

最终贷款人概念

55 近些年，货币主义已经影响到了人们的意识，并指导了政治家、专家、公众甚至美联储自身职员的行为。结果，不管如何界定，美联储的唯一功能就是通过控制货币供给来控制经济运行这一观点得以发展。在这种观点中，美联储被认为完全有能力决定收入、就业和价格水平，尽管是间接的；如果美联储进行正确的公开市场操作，则一个国家将会获得永久的经济福祉。实际上，美联储在决定货币供给上并没有那么有力，而且货币供给也不能控制收入。在短期内，在决定金融对收入的影响中市场行为主导了美联储的行为，而从更长时期来看，引入新的融资工具和新旧金融实务的发展掌控了局面。

尽管美联储不能决定货币、收入、就业和价格的短期变化，但它一直可以用自身的资产去替代货币市场、银行资产组合以及公众手中的其他资产。在与由政府、银行、企业或家庭拥有或创造的资产进行交换的过程中，美联储就把自身的资产引入到银行、企业和家庭的资产组合。美联储愿意而且能够进行这类交换的期限，确定了美联储可能获得的资产的底价。如果有些工具在市场上严重超额供给，例如政府债券、私人商业票据、银行贷款、银行存款或资本资产，那么这些工具的价格就会大幅下跌。在对资金头寸进行再融资显得特别重要的情况下，也就是存在着大量短期债务的情况下，当金融工具的价格在市场中大幅下跌时，借款人偿还债务的能力就会出问题。如果美联储愿意而且能够通过购买这些金融工具从而为借款人进行再融资，把自己的资产引入经济当中，那也就确定了这类金融工具的价格下限或底价。

56 设定一些金融工具和房地产的最低价格，是最终贷款人的一项基本功能。只要经济中的基础货币是美联储的负债，例如美联储票据或美联储存款，美联储就能够成为最终贷款人。除非一场实际的或预期的通货膨胀使政府失去对货币的控制力，否则美联储就能设定某些资产的最低价格。美联储债务的价值基于大量税收的存在，这些税收必须用来向政府在美国联储的账户偿还美联储债务。只要联邦政府是一个有效的税收当局，只要政府支出的主要部分是通过税收补偿，只要政府在美国联储办理银行业务，就不会出现美联储债务不能行使货币职

能的情况。⁷在这种情况下，美联储能够成为有效的最终贷款人。

最终贷款人的权力为美联储提供了强有力的机制，但同大多数强有力的机制一样，它们也会产生严重的副作用。副作用之一是由于最终贷款人操作会出现流动性增加对通货膨胀的滞后影响。每一次美联储和作为最终贷款人的机构对新的金融机构和金融工具大加保护时，金融体系的通货膨胀可能性就增加了。

在1929—1933年的大萧条中，美联储辜负了人们对它作为一个有效的最终贷款人的希望，结果诞生了一家联邦储蓄保险公司。在战后时期，特别是在1970年商业票据惨败之后，一个相当形式化的“双重”最终贷款人结构出现在商业票据市场上。在这种“双重”结构中，美联储是成员银行（特别是巨型成员银行）的最终贷款人，而巨型成员银行是参与商业票据市场的机构和组织的最终贷款人。这种“双重”市场形成了固有的形式，在实践中要求企业出售商业票据来获得商业银行无固定期限的信用，而且至少要达到未偿付商业票据的数量。

当联邦储蓄保险公司为一家将要并入其他机构的破产银行提供融资时（例如，美洲银行并购 Seafirst of Seattle），或者当商业银行给房地产投资信托公司进行再融资时，我们同样看到了最终贷款人的操作。从更广阔的视角看，最终贷款人的功能是正常商业融资安排的一种拓展。在英国，最终贷款人操作是从正常的银行业流程中派生出来的，通过正常的业务流程，货币市场的金融机构在英格兰银行获得部分头寸。在英国，只有当市场陷入困境时才会出现从英格兰银行借款，而在美国借款人是特定银行。不过，在两个案例中，都是市场现象导致需要进行最终贷款人操作。

中央银行作为最终贷款人的操作通常不考虑交易的收益性，而是高度关注 57 金融市场和经济的需要。如果最终贷款人的功能如此分散以至于商业银行和联邦储蓄保险公司也参与其中，对这些组织来说，就必须以一种违反良好企业实践原则的做法行事。商业银行可能被要求取得他们不愿意购买的票据，被要求以让步条款发放贷款，联邦储蓄保险公司可能被要求选择一种昂贵的而不是成本最低的方式为破产银行提供流动性。

机构改革的必要性

银行业和金融体系的弱点在1974年秋季是如此明显，以至于当时的美联储

7 只要美联储的资产主要是政府债，实际上政府的财政必然会不时出现盈余状态或者适当的情况导致美联储货币将要升值。如果美联储资产主要是私人企业债，只要企业赚取足够的利润来偿还对银行的债务，联储和银行的钱就会升值。请注意在银行和企业的关系中，存在一定的可接受的企业违约比例：与企业作为整体，而不是与每个企业相关的足够利润。

主席亚瑟·伯恩斯 10 月份告知美国银行家协会，他对“保持美国银行业体系稳定性”的关注。他提出，“美国的银行业体系，实际上世界的银行业体系出现了问题”，伯恩斯指明引起其关注的五个原因：

第一，银行业体系的权益资本基础变薄弱；第二，更加依赖具有潜在的不稳定性特征的资金；第三，与财力相关的沉重的贷款还款义务；第四，资产质量的恶化；第五，在外汇交易和其他国外操作方面增加了对更大规模银行的风险暴露。

伯恩斯以如下观点结束了他的谈话，“美国的监管系统没能跟上需要”，“需要一场实质性的（监管机制的）重组来克服现存结构中的内生性问题”。⁸

58 伯恩斯指出的银行业体系中存在的弱点，正是整个战后时期银行和金融体系不断发展的增长路径。伯恩斯分析中的主要不足在于，他把所见到的困难要么归因于监管热情不高，要么归因于其他如监管体制如何构成等微不足道的错误，而不是归因于美国经济中根本的行为特征。

但 1974—1975 年的危机是 1966 年以来的第三次需要干预的危机，之后又紧跟着三个这样的危机。由于这些初始的危机中存在的问题与二战前有规律地困扰国民经济的金融不稳定性相类似，美联储需要意识到，不稳定性是一个具有与美国类似金融机构的经济体的基本特征。也就是说，指导美联储行为的理论必须承认金融危机有可能是我们经济体运行的内生因素造成的。

在以下部分，为了阐明具有最终贷款人功能的分层组织在 1974—1975 年是如何运转的，我们首先将考察商业银行发生了什么情况，特别关注富兰克林国民银行的发展变化，然后关注特殊类型的金融机构——房地产信托投资公司的发展变化。仔细考察房地产信托投资公司是值得的，因为它们造成了 20 世纪 70 年代的投机膨胀。而且，房地产信托投资公司面临危机的方式，能够说明作为最终贷款人职能的分层组织的内在问题，因为在当前的组织结构中，针对某种危机采取的临时性措施，可能引起其他的危机。当对房地产信托投资公司的商业票据产生巨大恐慌时，美联储在 1974 年作为房地产信托投资公司的兜底者、后援和贷款人所采取的行动，导致了 1975 年和 1976 年商业银行问题的产生。

考察房地产信托投资公司事件可以表明，超越狭义界定的最终贷款人职能所采取的行动，对使脆弱的和深受影响的金融机构变得健康是必要的。扮演最终贷款人角色和保护其他相关机构的需要，与美联储被认为目标是控制收入、就业和价格的操作结合起来。成功的最终贷款人操作会导致随后的通货膨胀，

8 A.E.Burns, talk to American Bankers Association, Oct.1974. Release by Board of Governors, Federal Reserve System, Washington, D.C., Oct. 1974. 伯恩斯在 1974 年指出的每一项弱点都显而易见，也许在 1980—1982 年以更加极端的形式表现。

而且有可能是加速的通货膨胀，因为引起麻烦的债务目前是在其他的私人资产组合中，如果这些私人资产组合将来变得质量优良，那么带来的潜在现金流必然会增大。增加这种现金流的一种方式是为通货膨胀扩张融资。正是因为成功 59 实行最终贷款人职能扩大了美联储对新市场和新工具进行担保的范围，这些操作会产生内在的通货膨胀倾向。通过确认金融工具过去的使用效果，扩大了对该工具未来价值的无怀疑担保。除非监管机构控制、限制甚至可能禁止导致了需要最终贷款人操作的金融业务，否则那些为了避免陷入深度衰退而进行干预所取得的成功将是昙花一现；在此后一段时间，需要干预的情况又会发生。

随着投机性融资爆发式增长，以及这种投机性融资容易引发金融危机，有必要进行最终贷款人干预。为了避免发生这种情况，就需要进行机构改革，限制公司外部融资以及银行和其他金融机构支撑投机性融资爆发性增长的能力。

1973—1975年的银行破产：作为最终贷款人的

“中央银行”机制

自20世纪30年代的大萧条之后，伴随1973—1975年的衰退，爆发了最大规模的银行破产。然而，美元地位大不如昨，尤其是在银行业。不仅是经济增长和通货膨胀影响了美元地位，还因为二战后银行业明显走向规模庞大和机构分散。不仅如此，在1973—1975年需要进行特别干预的四家银行拥有超过10亿美元的资产，由于两三个因素富兰克林国民银行成了截至当时倒闭的最大银行，以上这两个事实是显示问题严重性的重大标志。在1974—1975年造成10亿美元大麻烦的四家银行是：圣地亚哥的美国国民银行，于1973年10月18日宣布破产；纽约的富兰克林国民银行，于1974年10月8日破产；纽约的担保国民银行，为了阻止破产于1975年早期被兼并；底特律的联邦银行，通过美联储的超常规贷款得以维持。除了银行的规模之外，值得注意的是，富兰克林国民银行至少算得上外围的华尔街（货币市场）银行。

在此时期，破产的和近乎破产的银行并没有被关掉和清盘，而是被并入其他金融机构。美国联邦储蓄保险公司或者通过提供担保资产来承接债务，或者 60 注入现金来置换接管金融机构拒绝接受的财产。尽管美国联邦储蓄保险公司对存款的法定责任在立法中明确规定了上限，但破产银行被并入有偿付能力的机构就意味着，破产银行中的全部银行存款是得到承认的。

富兰克林国民银行和国民担保银行都在长岛，富兰克林国民银行破产导致

国民担保银行面临很多困难。富兰克林国民银行的困难影响了长岛的企业和资产价值，从而进一步降低了本已捉襟见肘的国民担保银行的头寸。

除了规模上 10 亿美元的银行倒闭以外，在 1974 年之后的几年里，出现了大规模的其他银行破产和陷入困境。1975 年，13 家银行破产了，1976 年 10 月份 14 家银行破产了。所有这些银行都没有达到 10 亿美元以上的规模，但是它们的资产规模也是从 1 亿到 4.75 亿美元不等。与此形成对比的是，在金融风暴前期的 1969 年，它们相互交叉持有或在其他银行存款的 9 家银行中最大的，仅有 1140 万美元存款。1974—1976 年的情况与早些时候的情况完全不同。

从 1934 年开始实行存款保险到 1974 年，大约拥有合计 36 亿美元存款的 506 家银行破产了。在 1934—1972 年，496 家银行相互交叉合计拥有存款 11 亿美元。在 1973 年和 1974 年中，圣地亚哥国民银行和富兰克林国民银行破产了，联邦储蓄保险公司帮助过的破产银行的存款总量，比该机构成立后头 38 年破产银行的存款的两倍还要多。⁹

在银行审查中，根据审查机构是否看出问题，把贷款进行分类。出现问题的贷款数量和银行总资本金之间的比例，决定了银行是否归类为问题银行；与那些没有问题的银行相比，问题银行会被监管当局更加严格地监管。在 1975 年年末和 1976 年年初，监管当局所掌握的问题银行的名单被公开了。一些主要的银行，包括像纽约的大通曼哈顿银行这样的国内第三大银行，都出现在名单上。

银行破产和银行问题公开化并没有引发不断积累的债务紧缩过程。美联储处置富兰克林国民银行的方式以及解决其他相对较小规模银行困难的方式表明，早些时期引发对金融机构恐慌的情况在 1975 年至 1976 年并没有引发恐慌。因此，各种各样的破产被历史学家和分析家们作为孤立的事件而不是系统性崩溃的状况加以解读。

使用的技术

最终贷款人能力的有效发挥，成功阻止了 1974—1975 年之间不断积累的相互作用。银行、金融机构和公司的资产损失或者为美联储和联邦储蓄保险公司这样的政府机构所吸收，或者为保持机构流动性所掩盖，即使它们资产的公开

9 请注意破产银行的数据不包括被“合并的”国民担保银行的例子，以及再融资和正常化后的伊利诺依大陆银行。而且，像富兰克林国民银行这样的银行只是破产日当期资产进入统计数据，而当美联储坚持实行破产在实行部分清算之前的资产不计入。

市场价值实际净值为负。¹⁰例如，破产机构账面资产的价值表现为它们的历史成本，而不是更低的当前市场价值，所以从账面看净值是正的，可以使这些机构继续接受存款和出售债务（例如，可以对头寸进行再融资）。美联储和联邦储蓄保险公司在帮助破产银行和濒临破产的银行时所采用的技术，使相关银行的债务仍得到承认，使问题机构能够进行再融资。

大多数银行的债务人，特别是房地产信托投资公司，当它们不能销售商业票据时，它们的债务就转嫁到银行身上。在1974年、1975年和1976年，这些公司甚至都不能支付债务合同规定的利息，更不要说偿还本金了。尽管这些企业违约，还是采取了行动来化解相应的债务，而并没有出现大量银行破产。这意味着，银行取得房地产和土地用来抵补银行债务，为了与较低的预期现金收入相匹配，重新设定房地产信托投资公司债务的利息率和到期期限。应付的利息与市场利息率之间的差额被归为房地产信托投资公司的债务。 62

这种“化解”安排通常会涉及债权人要严格控制债务人，债权人经常有机会通过重组和强制破产而得以抽身而出。在某种情况下，对破产的和流动性不足的债务人实施重组的办法，能够被看做这样一种途径，通过它银行或其他债权人能够控制何时确认损失并把这些损失包含在损益表和资产负债表中。这种方法意味着，1973—1975年出现的各种金融困难，根据涉及机构的不同，已用不同方式处置掉了。

在各种情形中，由于美联储拥有承担债务的最终武器，也就是创造美联储贷款的能力，美联储必须扮演一个公开的或隐藏的角色，经常要用自身的债务去替换私营银行或其他个人借款人的债务。但是美联储创造货币的能力不必在每种情况下都使用，通过让借款人知道在任何需要时就可以获得美联储贷款，也可以间接解决最终贷款人问题。需要格外强调的是，由于存在美联储，作为直接或间接的金融体系的最终贷款人，任何对美联储灵活性的约束（例如，通过命令式的机械行事规则）都会削弱其行动的能力。规则不能替代最终贷款人的相机抉择。

另一方面，美国联邦储蓄保险公司会依照法律对破产银行中被保险的存款负责。现在被保险的数额为每个账户10万美元，但在所述银行破产的当时每个账户只有2万美元。然而，在1973—1975年的大规模银行破产中，美国联邦储蓄保险公司要找到一家健康的银行，它能够承担破产状况下的非权益债务，并取得它认为在破产的状况下还是“良好”的资产。这种承担存款的技术要求美

10 在1984—1985年美国财务公司的案例中，机构和监管当局认识到，必须全力以赴保持机构的流动性。参见 *Wall Street Journals*, March 9, 1985.

国联邦储蓄保险公司取得破产状况下的“不良”资产，并就这些贬值资产给接管机构相应的现金，从而承担下来破产状况下所有的非权益负债。美国联邦储蓄保险公司在1973—1975年有效运用各种技术，为所有银行存款提供了保障，不仅仅是法律规定的存款数额，还包括海外分支结构的存款。

银行走向破产是需要时日的，除非是因为发生欺诈行为导致的破产。1973年10月破产的圣地亚哥国民银行，至少在它关门一年前就是一家问题银行了。

63 富兰克林国民银行于1974年10月8日破产，但它的极端困境在1974年5月就为大众所知。考虑到许多银行数据本身需要公开，以及人们需要了解银行相互持有头寸的情况（因为存在银行间贷款和大额存单），一旦人们知道并坚信一家银行陷入困境，很快就會发生对这家银行的挤兑。

在现代银行业的环境中，与早些时候喧闹的人群聚集在银行外焦急地要将存款换成现金相比，银行挤兑已经成为温和得多的事件。在现代银行业，由于有存款保险，个人小额零星存款完全被联邦储蓄保险公司保险，这意味着，在破产银行中被完全保险的个人存款仅仅承担一时延达获得其资金的风险。结果是，小额零星存款人在银行陷入困境时并不会叫嚷着要回现金。¹¹

破产银行的其他存款人将根据最高授信额或者已用贷款额来获得存款赔偿。如果最高授信额已经被提取出来，那么存款人就与银行抵消了债务。在这种情况下，银行破产最多将导致借款人寻找其他贷款来源时感到临时的不便利和为难。企业组织（即有选择权的）总是会有可供选择的融资来源。一旦银行的困难显现出来，企业借款人就会扩展从备选来源借到资金的能力，并且开辟新的融资渠道。即使困难银行能够渡过公开的危机，它也将失去众多客户。

如果银行的负债超过它的资产，银行的大规模负债（包括公司存款、10万美元或者超过10万美元的大额可转让存单、回购协议、联邦基金市场借款（银行间隔夜拆借））就会存在风险。一旦银行的困境变得显而易见，它就不能再获得更多的以市场为导向的债务，并且联邦基金借款将迅速抽回（除非存在某种“中央银行”的保证）。随着大量债务到期，偿债能力变弱的银行不能再出售或利用什么替代品，不能再滚动循环自身的债务，故不能通过市场对头寸进行再融资。唯一能获得资金来弥补日益明显的损失和对破产进行再融资的地方就是联邦储备银行的贴现窗口。

64 走向破产的第一步是市场开始意识到银行所面临的困境，这将导致以下形式的恐慌：大额可转让存单不能展期、联邦基金不能出售、只能通过从美联储

11 在1985年流行的挤兑中，喧闹的人群拥在门外，焦急地要向俄亥俄州和马里兰州被私人和国家基金保险的储蓄机构讨个说法。发生这样的挤兑是因为对国家保险基金的偿付能力缺乏信心。

借款进行抵消的回购协议在执行中出现问题。然后，大规模银行债务中的绝大部分在危难时迅速转化为区域联邦储备银行的债务。稍后，当银行破产公开化后，联邦储蓄保险公司就要介入了。

需要指出的是，美联储体系的债务通常要比货币市场的债务执行更低的利息率。美联储贴现率的无惩罚特征实际上表现为对破产银行的一种补贴。在一次恐慌中，美联储取得了处于困境的银行的“正常”资产，而“可疑类”资产仍旧保留在银行的资产组合中。一旦银行被认为已经破产，联邦储蓄保险公司将介入来承担所有的或部分的存款，这取决于联邦储蓄保险公司是通过合并的方式还是通过清算的方式行事。除非是小银行或者是没经检查程序发现的简单欺诈案例，在任何情况下，处置银行破产都需要美联储系统和联邦储蓄保险公司的合作和协调。

尽管把美联储和联邦储蓄保险公司分开有政治方面、组织方面、竞争方面和历史方面等诸多原因，但显然并没有经济学基本原理方面的根据。在大规模银行破产以前，市场意识可能已经自然地认为陷入困境的机构进入了美联储的援助范畴，但如果联邦储备银行拒绝援助正在走向破产的银行，那么联邦储蓄保险公司将不得不匆忙介入并通过向银行注入资源来进行救助。联邦储蓄保险公司可能非常需要美联储提供贷款或者进行公开市场操作，如果美联储准备这样做的话：毕竟联邦储蓄保险公司手中并没有那么多的现金。当大规模银行破产时，无论采用哪种方式，随着最终贷款人采取多种形式进行干预，美联储必须扮演关键角色。

由于美联储在可能进行的最终贷款人操作中发挥主要作用，相比目前而言，联邦储蓄保险公司应该与美联储进行更为明确的协调。也许它应该是美联储的一个半自治的分支机构。联邦储蓄保险公司的银行检查职能显然应该并入美联储，特别是如果银行检查的输入将成为问题银行的早期预警体系的部分。¹²

富兰克林国民银行的破产

65

在1973年年末，富兰克林国民银行是美国第十二大银行，拥有大约50亿美元的资产。1974年10月8日它被宣布破产，其存款被欧美银行接手。当时它的总资产是36亿美元，其中17亿美元是通过向纽约联邦储备银行借款融资取得的。

¹² Hyman P.Minsky, "Suggestions for a Cash Flow Oriented Bank Examination," *Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition*, Bank of Chicago, 1975.

由于富兰克林国民银行的破产没有引起恐慌, 尽管 1974—1975 年经济的大幅下滑和之后没有完全恢复都与它的破产有关, 但美联储作为最终贷款人的干预还是被看做进行了良好的操作。通过实行这些操作, 美联储使富兰克林国民银行偿还了其海外分支机构存款人的债务。美联储和联邦储蓄保险公司对国内存款的保护延伸到对海外分支机构存款的保护。

富兰克林国民银行实际上是在同一把伞下面的三家银行¹³: 长岛零售银行、纽约批发银行和 1969 年在伦敦开业的海外分行。伦敦银行的资金是通过在伦敦市场上支付一定费用借的, 被用来在欧元市场上发放贷款。这些贷款通常是以高出资金成本很小的利息率发放。在 1973 年年末, 富兰克林国民银行在伦敦分行拥有大约 10 亿美元的存款, 在纽约批发银行有大约 14 亿美元的存款, 在长岛零售银行约有 26 亿美元存款。

富兰克林国民银行的问题并没有在 1974 年突然爆发出来。早在 1972 年 12 月检查者就已经从 18.21 亿美元的贷款组合中找出 1.93 亿美元归为不符合标准的资产, 占总贷款量的 10.6%。在 1974 年 6 月, 随着对富兰克林国民银行挤兑的不断发展, 被查出的贷款比重增至 12.7%。银行业国内贷款资产的业绩不佳是导致银行破产的重要原因。

富兰克林国民银行本已捉襟见肘的头寸还取决于它的收益情况。即使在问题显露出来之前, 该银行的总资产收益率也比较低。在 1970 年, 它的总资产收益率是 0.66%, 当时其他大规模银行的这一比率为 0.98%。1972 年之前富兰克林国民银行仍在盈利, 但总资产收益率仅为 0.3%, 而其他规模较大的纽约银行达到 0.78%。每 1 美元的资产赚 0.30 美元利润难以弥补人为过失或利润损失。随着经济体进入两位数通货膨胀和利息率的区间, 富兰克林国民银行的资产价值、现金流和流动性都逐渐减少了。在这种环境下, 1974 年早些时候富兰克林国民银行的利润就蒸发掉了。

1972 年, 卢森堡的一家公司获得了对富兰克林国民银行的控股权, 这家公司被一位名为 Michele Sindona 的意大利银行家控制。购买价格是大约 4000 万美元购得富兰克林国民银行 21% 的股份。仅仅通过 4000 万美元 Sindona 就取得了约 50 亿美元资产的控制权, 相当于每 1 美元的投资获得 125 美元的资产。在一家管理层和董事会仅持有少量股份的银行中(富兰克林国民银行即是如此), 管理层融资量与其管理的总资产的比率是很低的。在这种环境下, 除非管理层完全忠于职守, 否则有可能发生银行资产被管理层收购, 这将是监管当局主要关注的问题。

13 参见 Brimmer, *International Finance and Management of Bank Failures*, op.cit.

导致富兰克林国民银行不稳定状况的发展历程是有迹可寻的。在1974年5月3日，刚好在公开宣布分红派息前夕，富兰克林国民银行拥有47亿美元的资产。在其总负债中，有9亿美元来自国外的借款，有13亿美元来自纽约货币市场。此时，该银行还没有从美联储借款，并且国外的分支机构实际上也只为总部带来了微不足道的资金（约700万美元）。

1974年5月17日，就是在银行困境公开后不久，总资产就降低了4亿美元。在两周内，货币市场的债务减少了7亿美元，变为6亿美元，在国外分支机构的存款减少了1.6亿美元，变为分支机构欠总部1亿美元。为了弥补损失的资金和存款，富兰克林国民银行向美联储举借了9.6亿美元借款。

从富兰克林国民银行的联邦基金和同业存放账户的变动情况看，银行业团体明显对该银行缺乏信心。5月3日，富兰克林国民银行还有5亿美元的联邦基金债务和3亿美元的同业存放债务。到了5月17日，联邦基金的借款变为零，同业存放账户减少到1300万美元。在危机的最初两个星期内，也有一些国内定期存款发生了取回。

从5月17日到破产关闭这段时期，富兰克林国民银行越发依赖于联邦储备银行。截至7月底，它向联储共借了14亿美元的借款，而且还欠总部大约3.5亿美元的海外分支机构债务。国内活期存款和定期存款从1974年5月3日的18亿美元缩减到12亿美元。美联储给这些金融机构明显保护的结果是，这些机构能够通过联邦基金市场获得资金。⁶⁷

当富兰克林国民银行最后在10月8日被宣布破产时，它的总资产还不到36亿美元，比5个月前困难公开化时的47亿美元下跌了近25%。在破产关闭时的全部债务中，欠美联储贴现窗口就达17亿美元。总资产减少11亿美元和对美联储的负债增加17亿美元，两者叠加起来意味着，富兰克林国民银行私人债务的大规模取回受到了影响。

作为一种纯技术操作，纽约联邦储备银行对富兰克林国民银行的再融资实施得很成功。在欧元市场或者银行大额可转让定期存单市场上并没有出现可以观察到的恐慌和逃离。尽管几乎在1974年6月同时出现了巨大的“德意志银行”的破产，但仍然出现这种相对平静的局面。¹⁴两家国际性的银行几乎同时破产，本应导致国际金融市场恐慌，但是，美联储有效地承接了富兰克林国民银行伦敦分支机构的存款，从而避免了从其他美国银行这些美国银行在国内和海外的损失被认为是巨大的欧洲分支机构的发展出现恐慌。对这些更大规模银行海外机构存款的挤兑可能会导致整体的市场恐慌，如果不加抑制，将成为走向深度

14 同上

萧条的条件。

对美联储而言，保护富兰克林国民银行海外业务中的存款人也许是正确的。但是，1974年的发展中的错误之处在于，在使经济避免出现因对富兰克林国民银行的挤兑而造成的最糟糕结果之后，美联储并没有提议对美国银行海外业务进行重大改革。

68 房地产信托投资公司和作为最终贷款人的巨型商业银行

房地产信托投资公司是20世纪70年代早期繁荣起来的金融产业。这些企业是税法创新的产物——如果它们交出股息收入的90%，就可以不缴企业所得税。尽管房地产信托投资公司都能够而且也都拥有各自的资产、抵押物或者融资结构，但是1974年遇到的主要困难仍然集中在为建设融资的房地产信托投资公司上。¹⁵

1968年前后，房地产信托投资公司的总资产大约有10亿美元。1972年增长到约140亿美元，四年中平均年增长率达到93%。在1973年，总资产继续大幅度增长到202亿美元，比1972年增长45%。但在1974年年末增长速度出现了下滑，当年房地产信托投资公司的资产总额达到212亿美元，仅增长了5%，1975年年末又回落到195亿美元。

尽管房地产信托投资公司完全能够拥有和经营房地产，但却出现了一个奇怪的现象：为建设融资的房地产信托投资公司本身负债累累。由于房地产信托投资公司像其他金融企业一样，是利用别人的钱搞经营，利润取决于资产回报与负债成本之间的差异。随着房地产信托投资公司的业务在20世纪70年代早期出现爆发性增长，这个行业愈发依赖于短期融资，这使得房地产信托投资公司的利润和股票市值容易受到利率大幅波动的冲击。

表3.1显示了房地产信托投资公司1972—1975年的资产负债表。此表中的变化显示出房地产信托投资公司所面临危机的一些方面。在1972年，139亿美元总资产当中的36.6%是所有者权益，而在1973年200亿总资产中所有者权益只有28.7%(1974年为25%)。这样，1974年大繁荣达到顶峰，随之而来的就是

15 这里应用的实际信息来自 Joseph F. Sinkey, Jr., *A Look at the REIT Industry and Its Relationships with Commercial Banks*, Federal Deposit Insurance Corporation, Banking and Economic Research Section, Division of Research, Washington, D.C., 1976。解释是作者所做。

不断提高的杠杆比率。

表 3.1 房地产信托投资公司，1972—1975 年(单位：10 亿美元)

	1972	1973	1974	1975
实物资产	2.5	3.2	4.3	6.9
多家庭建筑	0.8	1.1	1.4	2.3
非居民建筑	1.7	2.2	2.9	4.7
总金融资产	11.4	17.0	16.9	12.6
家庭抵押	2.8	4.1	4.4	3.5
多家庭抵押	2.9	3.7	3.9	3.3
商业抵押	4.9	7.4	7.7	6.6
混合资产	0.8	1.9	0.9	-1.2
总资产	13.9	20.2	21.2	19.5
信用市场工具	8.8	14.4	16.0	15.7
抵押	1.2	1.5	1.6	1.9
多家庭居民	0.4	0.5	0.5	0.6
商业	0.8	1.0	1.1	1.3
公司债	1.4	1.9	2.1	2.2
银行贷款 NEC	3.0	7.0	11.5	10.7
公开市场票据	3.2	4.0	0.7	0.8
所有者权益(估计)	5.1	5.8	5.2	3.8

资料来源：基金数据，Board of Governors of the Federal Reserve System。

同时，房地产信托投资公司的债务结构出现了巨大变化。在 1972 年，总资产中银行贷款占 21.6%，公开市场票据占 23.0%，但是在 1973 年，银行贷款增 69 长到 34.7%，而公开市场票据下滑到 19.8%。结果是，在 1973 年总资产增加的 63 亿美元中，40 亿美元是银行贷款融资，8 亿美元是公开市场票据融资。1973 年新增加的融资要比原有的负债更具有投机性；截至 1973 年年底，房地产信托投资公司要比 1972 年以及之前都更依赖于短期融资。而且，到 1973 年，建设融资在房地产信托投资公司业务中的比重提高了。

进行投资决策和对投资方案的融资决策，实际上都是作出随工作进程进行付款的决策。房地产信托投资公司广泛涉及给多家庭住房、公寓和商业房地产建设提供融资，当房地产尚未完工或处于待售期时，往往要给上述领域提供短

期融资。此时，房地产信托投资公司会通过短期贷款来获得资金以满足建设贷款的需要。

70 由于被融资产出的特性，借款人不会理会从项目开始时到项目结束时的实际价值。铺了一半的游泳池或者一幢六层公寓建筑中的两层并不值多少钱。做出投资这样的工程项目的决策等同于确立借款人和贷款人之间一系列短期贷款的义务；项目中下一步要用到的资金必须在表上给出预测。为这类项目提供融资的房地产信托投资公司必须根据需要获得资金，并且在获得资金时按当前的市场利率支付利息。

房地产信托投资公司通过收取高于其还款数额的费用来获得利润。正如人们对它的称呼那样，这种传递式的获利方法是金融机构的典型特征。如果借款人在佛罗里达州、加利福尼亚州或科罗拉多州建一幢公寓或单元住宅，在公寓出售或单元住宅建成并以目标居住率出租之前，借款人都不能获得现金收入，此时由保险公司提供的临时抵用的或永久性的融资将提供资金用于偿还建设贷款。在工程建设期间借款人没有现金流入，但是在每一笔短期债务到期时都要支付利息。为了支付利息，工程经常通过贴现票据取得融资，这自然增加了贷款人在经营期间的利息收入。

应收未收的收入使房地产信托投资公司陷入两难境地。收入是产生了；但公司需要支付股息中的 90%以保持在税收上的优势，可公司并没有现金流入。在这种情况下，房地产信托投资公司为了支付股息必须进行借款。仅当建筑工程被出售或出租从而能产生永久性融资时，承包人的收入、对房地产信托投资公司贴现票据的支付才得以实现。任何在建设期间提高利率、延迟完工或者延迟出售和出租都会提高成本。当工程在建时，任何长期利率的提高都会降低抵押物的价值（抵押物的价值是由任何潜在买家的预期租金或预期收入支持的），这将降低建设项目作为已完成资本资产的市场价格。如果延迟完工以及延迟出售和出租，并且短期和长期利率提高都发生了，项目的成本就可能超过它当前的市场价值：出现负的现值，即在建设中成本超过了被建造资产的价值。

为了支付股息而借款是庞氏融资（详见第 9 章）的一种形式。1974 年出现的利率高涨、建筑延迟、完工公寓的过量供给严重危及房地产信托投资公司的资本，致使这些公司很难出售商业票据。房地产信托投资公司商业票据从 1973 年的 40 亿美元跌倒 1974 年的 10 亿美元。

71 在 1974 年房地产信托投资公司唯一可以获得的资金来源就是商业银行，对房地产信托投资公司的贷款从 1973 年年末的 70 亿美元增加到 1974 年的 115 亿美元。银行承接了不能在公开市场上出售其票据的公司的票据。显而易见，在这个过程中的某些阶段，银行家们也不得不承认，他们正在给那些信用受到质

疑的组织发放贷款。并不是出于获利的考虑而发放贷款是最终贷款人操作的一个特征。当商业银行在公开市场不起作用时为房地产信托投资公司进行再融资，它们实际上就扮演了最终贷款人的角色。

商业银行家扮演最终贷款人的角色，或者是在自身的长期利率条件下，或者是在中央银行的压力下。美联储是否给商业银行施压对房地产信托投资公司进行再融资，还不得而知。不过，在1970年，当克莱斯勒公司的融资工具经受来自货币市场的压力时，美联储并没有听之任之，而是好意地让财团对克莱斯勒公司提供再融资。

另一方面，这种压力也可能不是必需的。大的房地产信托投资公司的贷款主要来自辛迪加，参加这些辛迪加的大银行有共同的利益，即不用承担由于房地产信托投资公司不能偿还债务引起的突然冲击造成的必然损失，它们关心房地产信托投资公司违约对资产组合中其他相关建筑资产的影响。银行家这时会认为对房地产信托投资公司进行再融资是最好的事情；这将使他们能够把任何他们观察到的损失列入损益表中来抵消后期的收入。作为选择，银行家希望能通过通货膨胀恢复资产价值，给房地产信托投资公司贷款，或者在重组房地产信托投资公司债务中得到的资产至少要跟它们的票面价值一样多。

房地产信托投资公司的危机是一个典型的投机泡沫。但是，由于机构贷款人对房地产信托投资进行了再融资，而且监管机构赞同这种做法，所以并没有出现常见的结果——大崩盘。无论银行或银行当局怎么提到重组贷款，再融资银行可以获得资产的真实实现值都要大大低于票面价值。作为房地产信托投资公司发展的结果，商业银行拥有脆弱的资产负债表，从而更容易受到未来投机时期之后出现的干扰的冲击。金融体系比房地产信托投资公司泡沫没有破灭时更为脆弱。但是在短期内，与我们谴责相应的结果、房地产信托投资产业完全没有发展相比，经济还是更强大了。

1974—1975年的典型情况

72

在很多方面，1974—1975年可以被认为是美联储履行最终贷款人责任的经典案例。尽管出现了政府失灵的问题，以及人们普遍认识到重要的金融机构可能面临更为严峻的困难，但毕竟当时并没有产生危机和恐慌，只是出现了大量的艰难时刻、企业破产、股价暴跌和较为严重的衰退。这次衰退仍是缓和的，而且被大政府在收入和财政方面作出的及时反应给逆转回来（相关论述见第2章）。

但是 1974—1975 年(以及 1981—1982 年)的成功并不能带来更多的满足。这些年的情况表明,通过正常运行,我们的经济将会内生产生金融危机的条件,而且解决这些危机的适度办法依赖于中央银行及时且有效的干预。如果在这种情况下,没有提前采取有效的措施,将会发生比 1974—1975 年更为严重的金融和经济危机。

当局在阻止金融危机肆意发展方面所取得的成功并不是顿“免费的午餐”。美联储对富兰克林国民银行实行最终贷款人的职能意味着,美联储的保护直接扩展到美国所属的成员银行所有在海外的存款。这种保护的扩展意味着,1974 年以后国际金融市场给扩张开了绿灯。特别是,正是这种保护使 1974 年后美国大银行的海外分支机构的存款大量增加。这样,1974—1975 年的成功为未来的困难埋下了种子,由此出现了 20 世纪 80 年代漫长的第三次世界债务危机。同样的,人们在 1974 年对房地产信托投资公司的商业票据的恐慌被商业银行贷款而不是公开市场信用平复。在此过程中,商业票据市场的完整性没有改变,正巧在此时商业银行忙于进行优惠的融资安排。一旦机构和利益再次得到保护,就会导致脆弱的商业银行资产组合。

1974—1975 年成功中断了金融危机的威胁,并且遏制了收入和就业的紧缩少,这意味着困难并不是机构改革大潮的信号。1974—1975 年实践的结果是,尽管阻止出现危机的力量并没有增加,但美联储的保护扩张了。实际上,美联储的责任加重了,但它的权力并没有增加。在 1974—1975 年以及接下来所采取的措施中,并没有降低出现另一场严重萧条或是一场温和衰退的可能性。正如我们现在所知,1981—1982 年我们看到了一场更为严重的金融危机,由于它影响着整个 20 世纪 80 年代,所以需要进行比 1974—1975 年更为广泛的最终贷款人干预。

天还没有塌

随着富兰克林国民银行破产、房地产信托投资公司陷入困境和大量企业破产,1974 年第三季度和 1975 年第一季度出现了产出大幅下降和失业爆发式增加。经济仿佛已处于大萧条的边缘,苍天将倾。但灾难并没有发生。大规模政府赤字(因减税而增加)和最终贷款人的干预阻止了衰退,并使经济很快恢复到正常的状态。

在 1969—1970 年,当宾州中央铁路公司垮掉、人们对商业票据市场产生恐慌时,政府赤字增加和最终贷款人干预阻止了萧条并促使经济逐步恢复。

在1974—1975年、1979—1980年以及1981—1982年先后发生了超过两次有威胁的金融崩溃，它们都被大规模政府赤字和最终贷款人干预给遏制住了。在1974—1975年干预后，复苏时期出现了高通货膨胀，这又引发了国际和国内对美元的摒弃。在1978—1979年，由于美元大幅贬值，以美元为中心的国际货币体系被打破。在美国脱离美元采取的形式有收藏品投资猛增、一窝蜂式的金属投机和家庭债务快速增加。

美联储通过调整政策作出反应，把货币供应量而不是利率作为货币政策的直接目标。这种务实的货币主义做法很快导致利率猛涨。谈到美元的国际脱离，作为金本位下拥有极少黄金储备的管理者，美联储的行动遵循了整个19世纪形成的英格兰银行所遵循的规则。¹⁶

美元的国内逃离被高利率打破，这大大增加了黄金和白银这些不生息资产⁷⁴的持有成本，以及持有短期资产获得的偿付款。政策调整的代价是(除了1980年为期6个月的短期衰退)The Hunt fortune and Bache and Company 颇具威胁的崩溃¹⁷、宾西法尼亚银行的破产，以及克莱斯勒特许贷款的需求。这些使得美联储要进行最终贷款人干预，尽管利率的降低是短暂的。

除了破产者的具体情况和涉及机构的性质，1981—1982年的衰退与1974—1975年的衰退异常相似。再次出现了收入和产出的大幅下降以及失业猛增，再次出现了大规模增加的财政赤字(里根经济政策中极端凯恩斯主义的一面)，再次出现了深深的创伤和经济大幅回落，再次出现了美联储的最终贷款人干预。随着失业和银行破产状况越来越糟，在主要最终贷款人干预的6个月之后，再次出现了收入和就业的大幅度好转。“天”又一次没塌下来。

1981—1982年的衰退和美联储的干预行为以及1983年和1984年的结果，在国际化程度方面有别于1974—1975年的情况。导致美联储作为最终贷款人进行干预的导火索包括，俄克拉荷马州增进型银行的崩溃和对美元产生的恐慌，特别是墨西哥比索的暴跌。人们认为，1979年调整为务实的货币主义政策是由对脱离美元的恐慌引起的，而放弃务实的货币主义政策，更明确的判断是，是由对使用美元的恐慌引起的。

即使在1982年天没有塌下来，1984年早期的复苏也比较强劲，但天下也不是都太平无事。脆弱的金融机构问题不断，如芝加哥洲际伊利诺伊大陆银行备受折磨，这表明经济远远没有保持二战后最初几年正常运行的过程。20世纪50年代和60年代早期固有的连续性被一种明显的内在不连贯性代替，这种不连贯性蕴涵在最终贷款人干预和大政府为维持利润采取的措施当中。干预的结果是，

16 R.S.Sayers, *Bank of England Operations (1890-1914)* (London: P.S. King & Sons, 1936)

17 Stephan Fey, *Beyond Greed* (New York: Penguin, 1983)

并没有出现经济崩溃。

- 75 成功阻止天塌下来的最终贷款人干预和大规模政府赤字是强效药。强效药经常有副作用。而且，我们知道，系统可以发展变化以至于在一种制度或一组建筑物中有效的“药”可能在其他领域效果全无。为了考察这些问题，我们需要一种理论，阐明为什么我们的系统容易受到“天塌下来”的威胁，以及为什么特殊政策干预在有时是成功的，而在其他时候却是无效的。

战后金融不稳定的出现

关于如何合理地组织货币体系和金融系统的争论，几乎贯穿了整个美国史，⁷⁷但是在二战后经济平稳发展的 20 年中，这种争论的声音消失了。经济所创造的优秀业绩，以及国际、国内银行和金融系统超乎寻常的稳定，意味着我们在近两百年对经济的试探之后彻底明白了事情的要领。尽管不存在关于货币的政治性争议，甚至不存在重大的新法律，但是货币和金融系统正在经历着意义非凡的变革。¹

金融系统的动力带来了机构的变革，这是由于商业企业、金融机构和家庭在管理各自的事务时以追求利润为目标。在这个发生变革的过程中，新的金融⁷⁸工具和金融机构随之产生，而旧有的金融工具和金融机构也被应用于新的方向。这些变化与反映所处时代成功氛围的法律和行政管理上的变化一起，使经济金融系统从一个不太可能发生金融危机的系统变成了一个极易发生危机的系统。在 1966 年的信贷危机中，金融不稳定性又一次显现出来。从那以后，制度和结构的变革不断满足应对不稳定性采取干预抑制不稳定性的要求，在这样的环境中，金融体系处于不断演化发展的状态。

题外话：一些组织原则

在讨论使经济从平稳运行变成混乱不堪的原因之前，我们有必要先介绍一些组织原则。我们处于资本主义经济中，该经济拥有复杂的、精细的、昂贵的资本设备；具备久经考验的、复杂的、令人费解的、不断发展演变的金融系统，该系统使间接获得财产所有权成为可能。由于我们所处的是资本主义经济，所

1 美国的货币史包括：(1) 华盛顿所谓的州债券假设；(2) 美国第一银行，以及更重要的美国第二银行；(3) 自由银行时代；(4) 联邦立案银行法 (National Banking Act)；(5) 美元和重新使用硬币；(6) 不能把人类在金子做成的十字架上钉死；(7) 联邦储备立案；(8) 罗斯福时代的改革。不幸的是，引导美国货币史的著作，Milton Frideman and Anna Schwartz, *A Monetary History of The United States, 1867-1960* (Princeton: Princeton University Press, 1963) 以作者的理论先验性而著名。弗里德曼和施瓦茨对于货币主义的推崇近乎狂热。

以我们的经济取决于私人对收入的追求，以及为维持并创造资本资产和当前产量所需财富的追求。

有一种观点认为，当用债务来对取得资本资产融资时，我们的经济就成了一个货币参与交易的复杂系统。每一个金融工具——可以是短期票据、债券、定期存款、保险单或者股权——都是承诺在某个时间或者某个事件发生时支付现金。这个时间可能是确定的(在合同中予以规定的)，也可能是开放的(根据需要而定或者是有条件事件发生的时候)。银行或储蓄机构的定期存款(要按存款者的指令进行支付)和或有支出合同(比如养老保险和人寿保险协议)都是开放式的合同。普通股或所有者权益是一种特殊的或有承诺：企业必须创造利润，并且要给股权所有者以现金的形式发放红利。

履行这些合约都需要现金。现金可以从以下途径获得：现有资金(只能使问题暂时隐蔽起来)，对形成收入的贡献的付款(工资和利润)，所拥有的融资合同产生的资金，出售有形资产和金融资产以及借款。以上列举了几乎所有获得现金的途径，但创造现金并不包括在其中，现金的创造仅仅适用于政府和银行(尽管从原则上来说，每一个部门都能“创造”货币——但唯一的问题是，创造货币的一方要让该货币能为其他人所“接受”)。²

公司的资产负债表(有形资产和金融资产被列在表格的一边，负债则被列在另外一边)和损益表可以用来解释和表明现金的来源和使用情况。销售收入和付现成本之间的差额就是企业的总利润。该利润是一个现金流；就好比说，这种利润的获得是由于公司的市场、资本资产和组织之特性使然。一个单位的另一种类型的现金流来自其拥有的金融工具，这些现金流代表了其他方对合同的履行情况。现金流除了来自总利润和履行合同义务所得之外，公司还可以通过出售其有形资产、金融资产、抵押资产、未来收入来获得现金。

公司资产负债表的另外一边是负债，负债是履行支付的承诺；该支付主要用来偿还债务。用于履行支付承诺的现金可能来自总利润现金流、现有资金、资产出售，也可能来自借债。希望自己的现金收入在每一个时期都能超过现金支出的公司会致力于使用对冲性融资。另一方面，若一家公司在某一时期的合同现金流出超过了其所期望的现金流入，就会积极寻找投机性融资或者庞氏融资。处于投机性融资或庞氏融资状态的公司通过出售某些资产、用新债券购买到期债券或者借新债以获得现金，从而偿还债权人债务；这些公司对金融市场环境的依赖程度要高于那些债务结构具有对冲融资特性的公司。

2 20世纪80年代货币市场基金和各种经纪人现金管理账户的引入和快速发展表明，那些毫无名气的机构也能够创造起着货币作用的负债。

银行、类似储蓄和贷款组织的存款机构，以及其他短期债券的持有者（商业企业、家庭和政府）将会面临在某个时期现金流出大于现金流入的情况。受现金流出影响较大的公司将会倾向于持有现金或易于变现的资产，或者拥有一些可保证再融资的资产。有些资产并不是那么容易就可以变现，如正在运作的工厂和银行投资组合中的贷款，这些资产可以被称为单位的头寸；它们是该单位经营活动中常备的，而且往往是某个企业和行专用的。如果企业有一个突然的现金支出，那么所需现金就可以通过处置这些主要资产或者通过借款来筹集。用 80 银行业的术语来说，这种通过为企业的主要业务融资而获取现金的行为被称为头寸融资 (making position)。用于这种目的的金融工具就是头寸融资资产或债务。如果一项资产或债务有一个广泛且活跃的市场，那么它就是一个好的头寸融资工具。此外，头寸融资资产的市场应该是富有弹性的，也就是如果该资产的价格稍有下降，则购买指令就会蜂拥而至，所以在一般情况下，其价格不会变化太多。

银行和其他金融机构通常会将资产收购和现金管理分为两个不同的部门，这个现象也许可以帮助我们更好地理解以上提到的头寸融资问题。商业银行贷款往往有一个贷款额度，当企业需要的时候可以按照最高额度获得贷款。因此，一项贷款会在贷款者贷出的同时显示在银行账簿中：银行在贷出一笔款项的同时其现金（银行储备）会减少。对于联邦储备银行的一家成员银行来说，贷款意味着在借方记入其在联邦储备银行的存款。

每一家银行都有一位行政主管（在现在的银行集团中是一个专门的行政办公室）负责确保银行的现金头寸——对于成员银行来说是在联邦储备银行的存款——保持在一个必要的水平。该主管需要创造银行所需要的现金流。根据教科书中的观点，一家储备不足的银行会严格限制贷款。事实上，在现代商业银行的业务中，每天的贷款都是以前承诺的结果。贷款投资组合和银行贷款策略往往不会轻易变化，它们需要达到最低准备金要求的标准。

如果一个单位能够确保通过自己的行为获得净现金流，那么它所作出的现金支付承诺将会是一项被广为接受的流动性资产或者货币资产。只要财富所有者相信一家银行能够根据自己的需要获得净现金流，那么其负债将会被看作流动性资产。一旦这种信心消失了，财富所有者将不会再持有该单位的负债。这就产生了一个现金流出，从而要考验单位根据自己需要创造净现金流的能力。³

归根结底，对于银行负债的接受程度取决于该银行为获得自己所需现金流

3 这是来自 R. S. Sayer 的名言：“一个银行，尤其是一个中央银行，有责任让自己保持富裕。” R. S. Sayer, *Bank of England Operations (1890 - 1914)* (London: P. S. King & Sons, 1936)

- 81 而取消贷款或放慢贷款节奏的能力。但是，取消贷款的方式显然过于严厉，这实际上是停止现行银行业务的一种做法。此外，这种做法还可能会对那些以往都通过银行融资的业务产生负面影响。因此，银行需要找到一些能够根据自己需要创造现金流但又不会影响其基本贷款情况的方法。这时候就要用到头寸融资工具了。一家运营良好的银行在安排其资产结构时，往往会确保自己有足够的资产以创造现金流，而不会取消最低企业贷款以及企业和其他行业短期融资的底线。

二战末期，商业银行持有大量的政府证券。政府证券市场是主要的头寸融资市场，国库券是首要的头寸融资工具。那些拥有多余现金的银行都将购买国库券，而有现金(储备金存款)赤字的银行将会出售国库券。这些买卖行为可以通过独立的交易商或大银行中的交易部门来完成。

政府证券市场是一个交易商市场，它不同于股票市场，后者则是一个经纪人市场。在一个交易商市场上，债券实际上都是由市场组织者购买，然后又被以头寸形式出售；简单来说，交易商用于交易的债券是自有的。而在一个经纪人市场中，市场组织者将买方和卖方联系起来，但是经纪人从未真正拥有用于交易的证券。因此，交易商有一个待融资的证券清单。在国库券市场，交易商可以在一个交易日买卖大量证券，可能持有大量证券到第二天。交易商为满足自身头寸融资的需求向银行和非银行机构借入现金。要使银行系统有效运转，那些买卖头寸融资工具的交易商就势必要存在；当市场上证券的供给发生变化时，这些交易商可以平抑证券价格的波动。

银行是以追求利润为目标的组织机构，千方百计地获得与它们期望的和它们所能承受的风险相匹配的利润。银行家通过出售自己异地、异时支付等服务，通过安排融资，通过管理现金的利差来赚钱；获得利差的条件是，资产利率大于负债利率。

当银行家发现了增加其资产回报率或者降低其负债成本的方法时，其所获利润就会增加。要达到此目的，各家银行分分通过引入新的企业融资方法和筹集资金方法进行变革：新金融工具、新类型的合同，以及不断出现的以追求利润为目标的新金融机构。

82 银行头寸融资工具的演变

商业银行用于为头寸融资的工具是在战后时期发展起来的。最初，主要的头寸融资工具是国库券；银行出售资产(政府债券)从而增加现金持有，而当有

剩余现金时买进债券。当国库券被用于头寸融资时，银行会用一种资产（商业贷款）代替另一种资产（政府证券）；反之亦然。

银行或大规模现金持有者购买或出售政府债券都需要有相应的交易商，这些交易商是为了获取现金的目的而买卖头寸融资工具的。只要交易商增加持有政府债券，就需要通过借贷获得现金。另一方面，只要交易商手中的债券减少，他们就是在还债。因此，当交易商手中的债券增加或减少时，他们就是在增加或减少自己的负债：他们通过经营自己的负债来为头寸融资。尽管商业银行是购买政府债券最主要的资金来源，公司和其他有短期多余资金的机构也都会为交易商提供融资。然而，交易商有时候可能并不能完全通过银行和非银行渠道获得足够的资金用于购买政府债券。在这样的情况下，为了保证交易商市场的平稳运行，交易商必须有应急的融资。一种办法是允许这些债券交易商通过联邦储备银行借款，但是这并没有被采用。20世纪50年代和60年代，纽约一家非常大的银行——制造商汉诺威信托公司（Manufacturer's Hanover Trust Company）——不再将向交易商贷款作为自己的一项正规业务。但是，如果所有其他的融资渠道都向交易商关闭了，交易商就可以通过制造商汉诺威信托公司借款。毋庸置疑，如果制造商汉诺威信托公司因为向债券交易者融资而爆发准备金赤字，它就可以利用联邦储备的贴现窗口获得资金。⁴

在银行大量持有政府债券的背景下，这种间接进入联邦储备银行的方式是解决应急头寸融资的很好办法。很显然，如果银行不通过政府债券来获得头寸，这种方法就会失效。

表4.1显示了1946—1984年商业银行的投资组合中贷款和证券所占比例的变化。在1946年达到战后765亿美元高点以后，政府债券在投资组合中数量在20世纪60年代中期基本保持固定，此后又开始上升。然而，从表4.1中可以明显看出，1974年，政府债券持有量增加的部分主要是由代理机构发行的，尽管是由美国政府完全担保的，这部分债券不能真正用于头寸融资，因为它们的市场往往很小。此外，由于头寸融资规模的大小与金融资产的总规模有关，因此，政府债券在总资产中所占的百分比（如表4.1所示）从二战一直到20世纪70年代都处于下降趋势，这意味着，持有政府债券在解决银行的头寸融资问题上越来越无力了。

4 Hyman P. Minsky, "Central Banking and Money Changes", *Quarterly Journal of Economics* LXXI (May 1957); Hyman P. Minsky, *Can "IT" Happen Again? Essays on Instability & Finance* (Armonk N. Y.: M. E. Sharpe & Co., 1982).

表 4.1 商业银行：年底总金融资产、政府债券和贷款

年底	总金融资产(10亿美元)	美国政府债券总额	贷款	政府/金融资产(%)	贷款/金融资产(%)	美国政府机构	美国政府机构债券占美国政府债券的百分比
1946	134.2	76.5	24.0	57.0	17.9	1.0	1.3
1950	149.5	64.5	25.9	43.1	28.8	1.9	2.9
1955	187.4	65.2	83.4	34.8	44.5	2.9	4.4
1960	228.3	63.9	120.0	28.0	52.5	2.3	3.6
1965	340.7	66.0	203.8	19.4	59.8	5.8	8.8
1970	504.9	76.4	310.8	15.1	61.6	13.9	18.2
1973	728.8	88.8	478.1	12.2	65.6	29.6	33.3
1974	800.1	89.5	535.7	11.2	67.0	33.2	37.1
1975	834.6	119.5	533.6	14.3	63.9	34.6	28.9
1976	906.0	139.6	577.5	15.4	63.7	36.0	25.8
1977	1000.4	138.5	659.5	13.8	65.7	36.8	26.5
1978	1147.2	139.0	773.8	12.1	67.4	43.8	31.5
1979	1276.8	146.5	877.2	11.5	68.7	51.2	24.9
1980	1389.5	172.1	938.7	12.4	67.5	60.9	35.4
1981	1522.6	183.9	1029.5	12.1	67.6	70.7	38.4
1982	1611.2	211.8	1074.4	13.1	66.7	78.2	36.9
1983	1757.4	258.1	1158.8	14.7	65.9	79.0	30.6
1984	2012.9	261.5	1328.4	13.0	65.8	78.5	30.0

资料来源：Flow of Funds Accounts, 1952-1984, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., April 1985. Data from 1946 and 1950 from *ibid.*, 1946-1975, December 1976.

如果一家机构无法通过买卖一项资产比如政府债券来进行头寸融资，那么它可以通过增加或减少自己的借款来进行融资。战后时期，为商业银行提供头寸融资的另外一个市场随着联邦市场基金的发展出现了。联邦基金是联邦储备银行的存款，到 20 世纪 50 年代中期，在最大的银行，以及一些虽然规模小一些但在地理位置上易于交易这种头寸融资工具的银行中已经非常普遍了。联邦基金成为一个最主要的头寸融资工具，联邦基金市场利率——对该存款的银行间贷款利率——现在已经成为经济中一种主要的利率。

银行资产的增加与银行对美联储存款和备用现金的多少有关。表 4.2 显示了

银行在美联储的备用现金和储备金与银行总金融资产之百分比，该百分比从1946年的13.6%降低到1975年的4.6%，再降低到1984年的2.0%。由于头寸融资总量与金融资产数量有关，所以银行有必要发展更大范围的头寸融资工具和市场——为了能够改善这种越来越低的百分比（备用现金和储备金与银行总金融资产之百分比）。对于总资产相对于储备金和备用金增加来说，商业银行必须发展节约储备型(reserve-economizing)的负债。银行已经在创造金融工具上有所创新，当对储备金的需求增加时，这些被创新的金融工具就可以被用于创造储备金，就像它们在银行系统中发放储备金一样。

表 4.2 商业银行：备用现金和会员银行储备，选取 1947—1984 年中有代表性的年份

年份	银行金融资产	备用现金	会员银行储备	现金和储备总额	现金和储备占金融资产的百分比
1946	134.2	2.0	16.1	18.2	13.6
1950	149.5	2.2	17.7	19.9	13.2
1955	187.4	2.7	19.0	21.7	11.6
1960	228.3	3.3	17.1	20.4	8.9
1965	340.7	4.9	18.4	23.3	6.8
1970	504.9	7.0	24.2	31.2	6.2
1975	834.6	12.3	26.1	38.4	4.6
1980	1389.5	19.8	27.5	47.3	3.4
1984	2012.9	18.6	21.8	40.4	2.0

资料来源：Flow of Funds Accounts, 1952–1984, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., April 1985. Data from 1946 and 1950 from *ibid.*, 1946–1975, December 1976.

大额定期存单(CD)就是节约储备型存款的一种，至少从理论上来说，它是可转让的。20世纪60年代早期，CD被引入银行体系后很快成为受大规模持有短期资金的投资者欢迎的一种产品。20世纪60年代初期CDs的发展使银行信贷的扩张速度远远快于储备金。在导致1966信用危机的时期，当成员银行的储备金年增长率保持在2.6%时，定期存款(包括这些可转让大额定期存单)增长得快得多——其增长率为10.7%，而总的银行贷款增长率仅为8.0%。因此，定期存款的增长使银行能够不受准备金所限制的银行贷款增长的限制。

还有一种被政府债券交易商和商业银行用于头寸融资的工具是回购协议——一项在资产(比如说，一系列政府债务)出售同时签订的合同，并且在一个固定的时间(比如说，明天或者一周以后)买回这些资产。该资产出售和后来回

购的价格都是在合同中约定好的；一旦价格被确定，购买者所获得的回报就是这些目标资产的利率。与银行的回购协议实际上就是从用来确定所需准备金数量的资产中去除存款。它们也可以被用来规避利率上限的管制。

86 银行还从国外银行进行头寸融资。从国外借入的美元(欧洲美元)是一种不吸收(absorb)储备金的负债之又一个例子。当一家美国银行在伦敦的分行借入欧洲美元并转移至本国时，这笔借入的欧洲美元作为在美国银行的准备金存款，并不会相应创造出吸收储备金的一笔负债。

如果这笔欧洲美元贷款是将德国马克换成美元的话，那么出售该贷款的结果可能使银行在联邦银行的准备金存款增加，这取决于中央银行是否关心汇率。在1970年发生信贷紧缩时，那些拥有国外分支机构的银行都能够规避美联储严格的筹资和信贷政策。在1970年流动性紧缩之后，很多银行都建立了国外分支机构以应对严格的准备金限制，为自己未来的融资创造好的条件。

当前银行系统的一般功能取决于各种可用于头寸融资的货币市场工具的多样性。二战结束以来，银行系统从单纯将政府债券作为头寸融资的工具，发展为巧妙利用政府债券账户或联邦基金头寸的复杂情形；后者是通过大额定期存单、回购协议、欧洲美元贷款(或出售)以及从联邦储备银行贷款进行融资的。有各种不同头寸融资可能的银行系统与紧紧依赖政府债券进行头寸融资的体系是完全不一样的。更重要的是，头寸融资的技术与工具还处于不断发展的过程中。只要购买货币的方式和银行融资手段发生快速创新，美联储政策行为和允许融资数量之间的联系就会变得越来越宽松。银行和其他金融机构的头寸融资技术越多，融资供给对美联储的货币政策的反应就会越慢。在融资渠道不断发生变化的情况下，与存在严格而固定的关系相比，美联储的严格的限制措施与银行和金融市场形成供给变化之间存在更长的时滞。当美联储政策行为和允许融资数量之间的联系变得不紧密时，政策制定者对取得成果的急功进利将会导致严重的过量融资供给。政策行为将会导致经济走向金融危机的可能性，会随着头寸融资市场数量的增加，以及从各种市场买来的银行资产所占比例的增加而增加。因此，随着战后金融系统的不断演变，经济中潜在的不稳定性也在逐渐增加。

87 银行以及银行交易资产和获得存款的市场所发生的仅仅是金融硬币的一面而已。当银行出售大额存单或者参与回购协议时，就会产生银行定期存款或支付承诺替代活期存款的情况。这些交易增强了银行系统的融资能力。但是，融资银行所提供的往往是短期融资；因此，那些使银行融资快速增长的途径会导致非银行的短期融资行为增加。短期融资的快速增长将会使银行系统变得越来越脆弱。

战后时期的部门数据

从20世纪60年代中期开始,经济表现和金融结构经历了巨大的变化。通货膨胀率明显高于以前,失业成为近几年最为严重的问题——1974—1975年和1981—1982年的经济衰退过程中,失业率显著高于之前的年份,1975年到1981年间的最低失业率高于战后经济扩张时期。

经济中出现这些情况的原因可以从20世纪60年代中期金融关系所发生的重要变化中找到。在考察这些变化时,我们必须重点强调非金融公司、家庭和商业银行(美国经济中最主要的三个部门)的资产负债表数据的变化趋势。

毫无疑问,经济大萧条影响了什么是合意债务结构的观点。当时一个颇为流行的观点是,银行是一个贷款机构,除非借款人不需要借款;用专业术语说就是,贷款人和借款人都是风险规避者。因为二战后的经济繁荣一开始被看作一个暂时性事件,所以战后早期债务融资一直都不被看好。

1946年,家庭、企业和金融机构的资产负债表中都有大量的政府债券,而私人债券所占的比例已经远远小于过去。联邦债券为2295亿美元,而私人债券的总量是1534亿美元,低于1929年的1618亿美元。由于较低水平的私人债券拥有量以及较高比例的应偿政府债券,主要部门的资产负债表中绝大部分都是政府发行的安全可靠的金融资产。

然而,若只单独考察某些数字,我们将会对经济关系了解甚少。表4.3中显示了1946年到1984年间一些年份不同类型债券的分布情况。直到20世纪70年代中期,联邦政府债券相对于债券总数量下降了,公司债券所占的百分比则上升了。另一方面,州政府债券和地方政府债券所占百分比在1960年之前一直处于上升状态,然后稳定在10%到10.5%之间。家庭和非公司制企业的情况类似,即20世纪60年代中期之前先有一个大幅上升,然后保持稳定。家庭和非公司制企业债券所占比例似乎达到一个稳定的状态。

1981—1984年大量存在的反周期和结构性赤字对债券的分布产生了影响。联邦政府债券占债券的比例从1980年的18.8%增加到1984年的23.0%。公司和家庭债券所占的比例都在这期间下降了:公司债券所占比例从23.1%下降到21.9%,而家庭债券所占比例则从37.7%下降到35.7%。

表 4.3 1946—1984 年中部分年份净政府债券和私人债券的分配情况

年份	净政府债券和私人 债券(10 亿美元)	联邦政府 债券(%)	州政府和地方 政府债券(%)	公司债券 (%)	家庭债券 (%)
1943	350.4	62.8	4.4	14.1	9.8
1952	460.2	48.1	6.8	18.9	20.4
1955	544.9	41.8	8.4	19.0	25.0
1960	726.8	32.5	9.9	21.2	30.0
1965	1012.5	25.9	10.2	21.9	33.9
1970	1432.3	21.0	10.4	24.8	33.6
1975	2288.8	19.5	9.6	24.0	34.0
1980	3948.3	18.8	7.5	23.1	37.7
1981	4328.4	19.2	7.0	23.4	37.4
1982	4728.9	21.0	7.1	23.0	36.2
1983	5255.3	22.4	7.1	21.8	35.9
1984	5970.8	23.0	6.8	21.9	35.7

资料来源: Flow of Funds Accounts, 1952-1984, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., April 1985. Data from 1946 and 1950 from ibid., 1946-1975, December 1976.

89 总的债券与 GNP 的比率从 1946 年下降之后, 就一直在一个较小的范围内(1.30—1.40)变动; 直到 20 世纪 60 年代早期, 债券与 GNP 的比率开始上升。(表 4.4 中显示, 1946—1984 年间部分年份用当前美元计价的各种类型债券与 GNP 的比率。)最近发展结果是, 净政府债券和私人债券占 GNP 的比重在 1984 年达到了 1.63。

表 4.4 1946—1984 年间部分年份净政府债券和私人债券对 GNP 的比率

年份	净政府债券和私人债 券(单位: 10 亿美元)	联邦政府 债券	州政府和地 方政府债券	公司债券	家庭债券
1946	1.67	1.04	0.07	0.24	0.16
1952	1.32	0.64	0.09	0.25	0.27
1955	1.37	0.57	0.12	0.26	0.34
1960	1.43	0.47	0.14	0.30	0.43
1965	1.47	0.38	0.15	0.32	0.50
1970	1.44	0.30	0.15	0.36	0.48
1975	1.48	0.29	0.14	0.35	0.50

(续表)

年份	净政府债券和私人债券(单位: 10 亿美元)	联邦政府债券	州政府和地方政府债券	公司债券	家庭债券
1980	1.50	0.28	0.11	0.35	0.57
1981	1.46	0.28	0.10	0.34	0.55
1982	1.54	0.32	0.11	0.35	0.56
1983	1.59	0.36	0.11	0.35	0.57
1984	1.63	0.38	0.11	0.36	0.58

资料来源: Flow of Funds Accounts, 1952-1984, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., April 1985. Data from 1946 and 1950 from ibid., 1946-1975, December 1976.

在里根时代出现赤字之前, 联邦政府债券对 GNP 的比率都处于下降趋势; 1946 年为 1.04, 1980 年为 0.28。公司债券对 GNP 的比率在 1970 年之前则一直上升, 1946 年为 0.24, 1970 年为 0.36。(1965 年到 1970 年之间公司债券与 GNP 的比率从 0.32 上升到 0.36。)1970 年以后, 该比率一直相当稳定。州政府和地方政府债券以及个人债券在 1965 年之前都呈现出上升态势, 直到 20 世纪 70 年代中期稳定在一个较小的变化范围之内。从那时开始, 家庭债券与 GNP 之比率再次上升。

20 世纪 60 年代和 70 年代, 州政府和地方政府债券、家庭债券和公司债券相对于 GNP 增加速度逐渐放慢, 同时联邦政府债券与 GNP 的比率以越来越慢的速度降低, 随之而来的是金融市场不稳定性的增强。20 世纪 60 年代后期和 70 年代也见证了利率的上升, 提高了企业利润和家庭收入在总债券中所占的比例。因此, 20 世纪 60 年代以来的发展趋势反映了债券增长和利率大幅提高的综合效应。

部门的资产负债表和资产负债与收入的关系表明了 20 世纪 60 年代中期金融关系所发生的主要变化。凯恩斯认为我们经济的特点是基于安全边际的借贷系统。安全边际可以描述为债务支付承诺与现金收入之比、净财富或股权与负债(股票市场购买的保证金)之比, 以及债务与现金或流动性资产之比, 也就是支付承诺与用于经营之外的资产之比。安全边际的大小取决于一个金融机构是脆弱的还是稳健的, 这反映了该机构在没有引起债务紧缩情况下解决现金短缺的能力。

以下将给出 9 幅图——其中, 4 幅是关于非金融公司的, 2 幅是关于家庭的, 3 幅是关于商业银行的——它们显示了 20 世纪 60 年代中期金融关系所发生的重要变化之趋势。从这些图中可以看到经济向混乱和脆弱的转变。

图 4.1 显示了非金融公司对固定厂房和设备的投资与内部资金之比。这些数

据表明，当公司的投资意愿增加时，我们久经考验的金融系统将会根据需要调节资金。这是因为当时的经济确实运行良好，以及对投资的刺激——比如，投资税赋优惠和加速折旧政策——增强了企业对负债的承受能力。

91

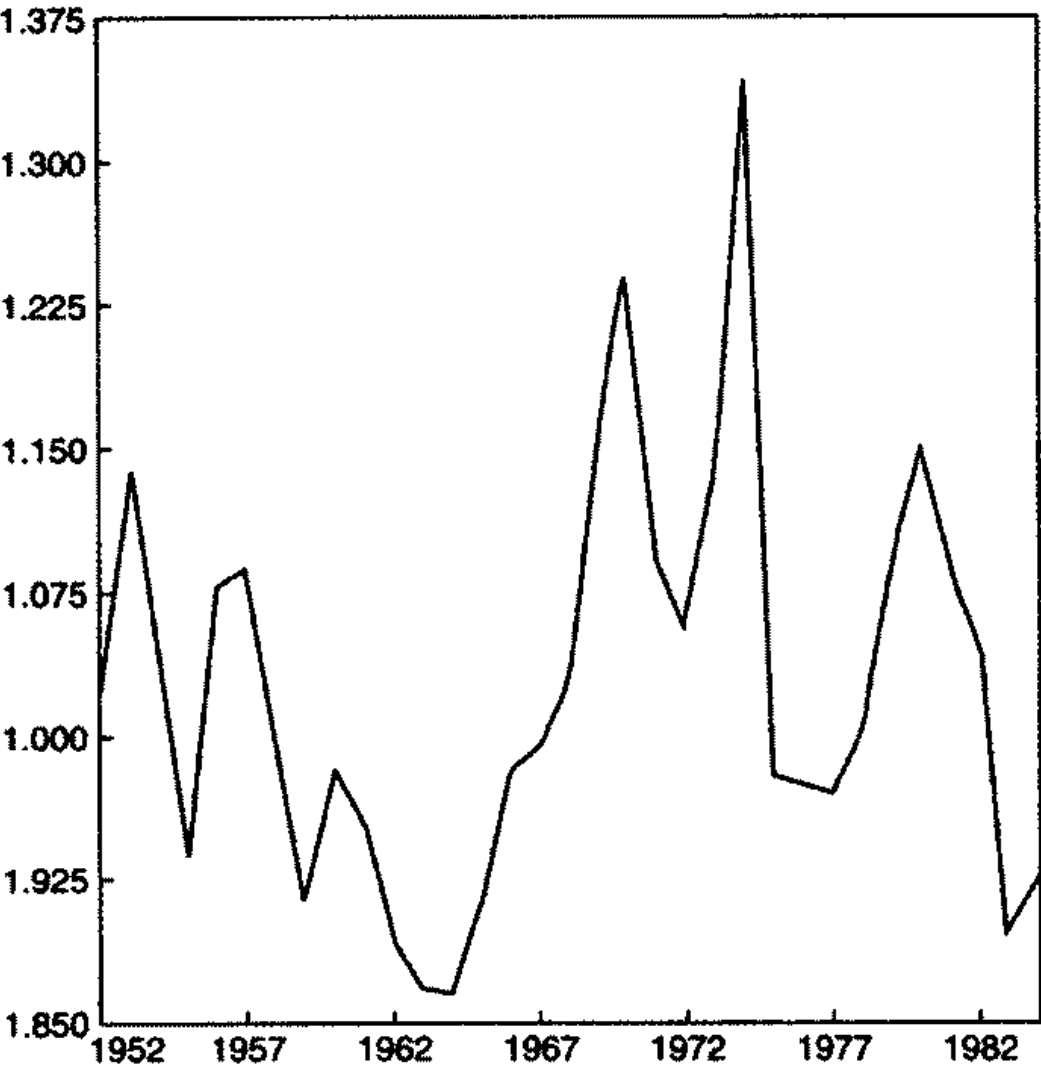


图 4.1 固定资产投资/总的内部资金，非金融公司，1952—1984 年

资料来源: Flow of Fund Account, Board of Governors of the Federal Reserve System.

图 4.2 显示了负债对总内部资金的比率，虽然数据是原始没有经过处理的，但这是非金融公司的现金支付义务相对现金流数量的一个指标。这个指标应用并不是非常广泛，因为它没有考虑债务结构中短期债比例的增加，也没有根据利率上升而有所调整。该指标在 20 世纪 60 年代中期之前并没有显示出任何明显的趋势，但在此之后，该指标突然强劲升高。很明显，从 1965 年到 1974 年，公司总资金中，运营所得现金流比以前大大降低了。此外，如果允许利率上升的话，该比率会增加得更多。1955 年之后的十年中，长期债券的利率上升了 50%，但是 1965 年以后利率高了一倍以上。因此，如果公司负债随着利率的变化而进行调整，那么图 4.2 中头 15 年不太明显的下降趋势可能会被消除，而 1965 年到 1974 年之间的上升趋势则会加强。

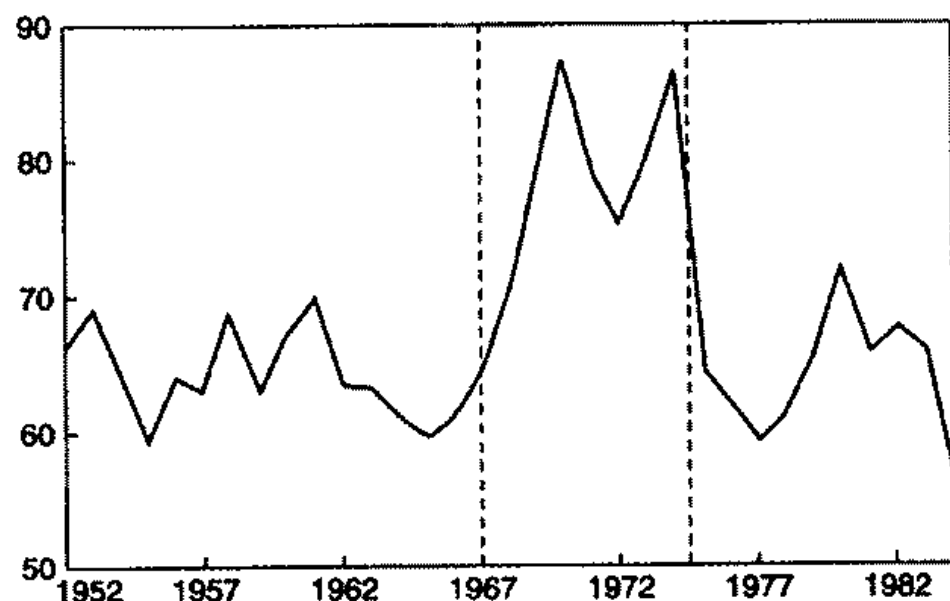


图 4.2 总负债/总内部资金，非金融公司，1952—1984 年

资料来源: Flow of Fund Account, Board of Governors of the Federal Reserve System.

图 4.3 显示了公司资产负债表中负债相对于现金资产的变化趋势，该比率是⁹² 为其他流动性指标——比如，企业负债和所持有的无风险资产 (no-default asset) 之比率——服务的。负债和活期存款的比率在整个战后时期一直处于上升趋势。然而，如纵坐标所显示的，1960 年以后该比率呈周期性变化。公司负债与活期存款和现金之比率的快速增长反映了一个日益放松管制的金融市场，在这个市场上商业企业“投资于”利息而非现金。图 4.4 显示了非金融公司债务结构的另一面，公开市场票据加上从金融公司借来的款项之和与总负债的比率反映了公司对外融资比例的增加。这些债务在 1967 年之前只占总债务的很小一部分；但是很显然，现在它们比以前所提供的资金要多得多。有两个阶段对外部融资的依赖程度显著增加——第一个阶段是 1960 年前后，第二个阶段是 1969 年前后。1969 年以后外部融资的增长也许可以很好地反映一个观点，即美联储处理 1969—1970 年金融动荡的方式——它们为这些债务提供保护——意味着这些债务比之前的那段时间更安全。

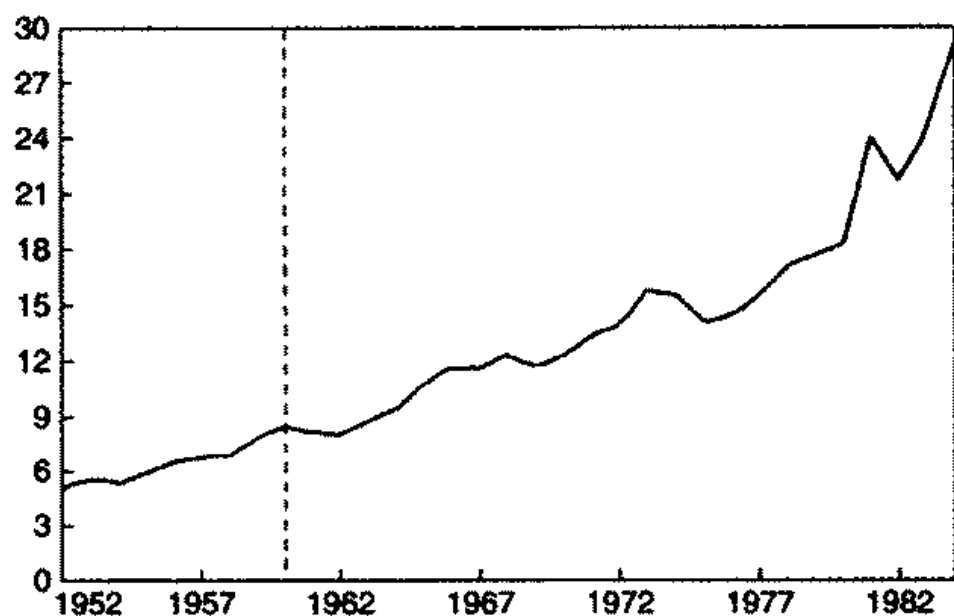


图 4.3 总负债/活期存款，非金融公司，1952—1984 年

资料来源: Flow of Funds Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System.

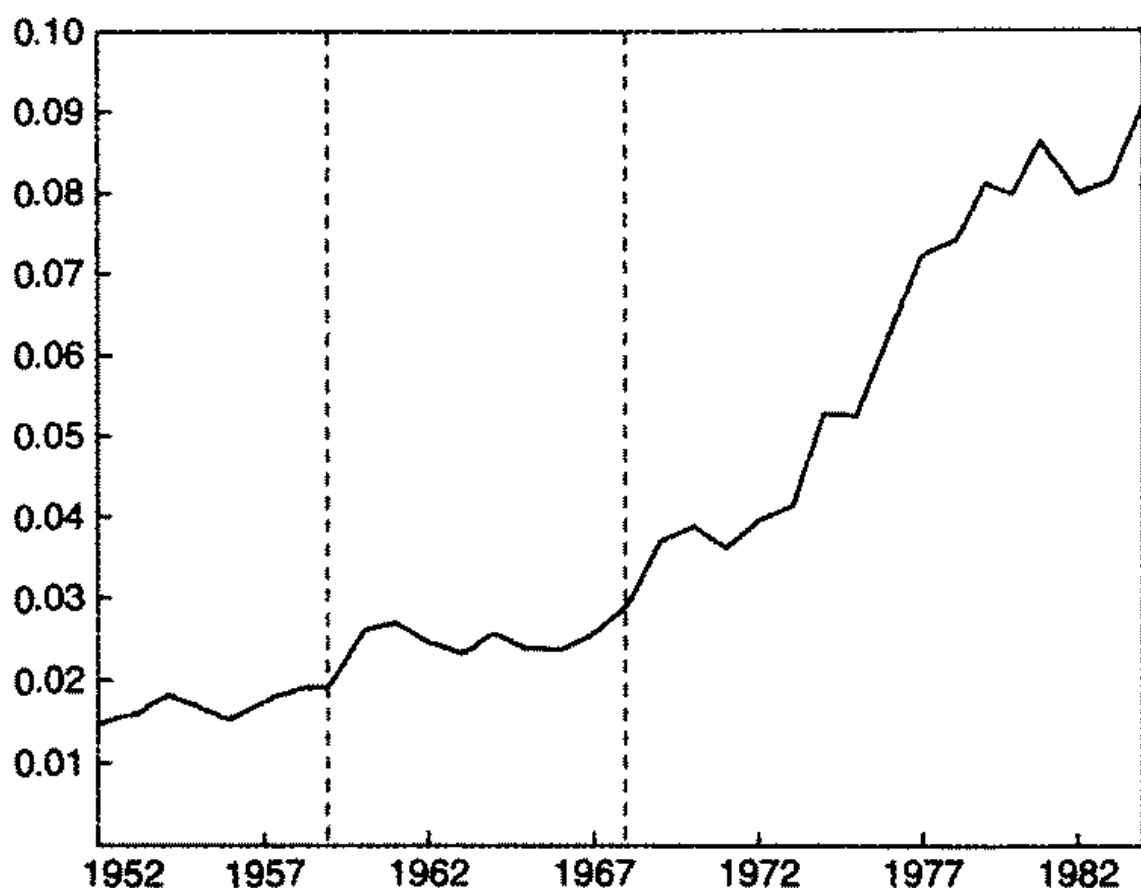


图 4.4 (公开市场票据+来自金融公司的借款)/总负债，非金融公司，1952—1984 年

资料来源：Flow of Funds Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System.

图 4.5 和图 4.6 表示的是家庭部门的数据；图 4.5 是负债与个人收入之比率，而图 4.6 是负债与货币之比率。1964 年之前，家庭负债与个人收入之比一直稳定增长，而在此之后，该比率显出了周期性的特征。该周期性特征在 1976 年之前并没有显出任何趋势，一直到“增加”至另一个稳定的状态为止。负债与货币之比——衡量流动性的一个原始指标——在 1964 年之前增长迅速，那时也是没有明显发展趋势的周期性模式。这一持续到 1971 年，此后该比率快速增长。1979 年以来，负债—货币比又开始显示出没有明显趋势的周期性模式。

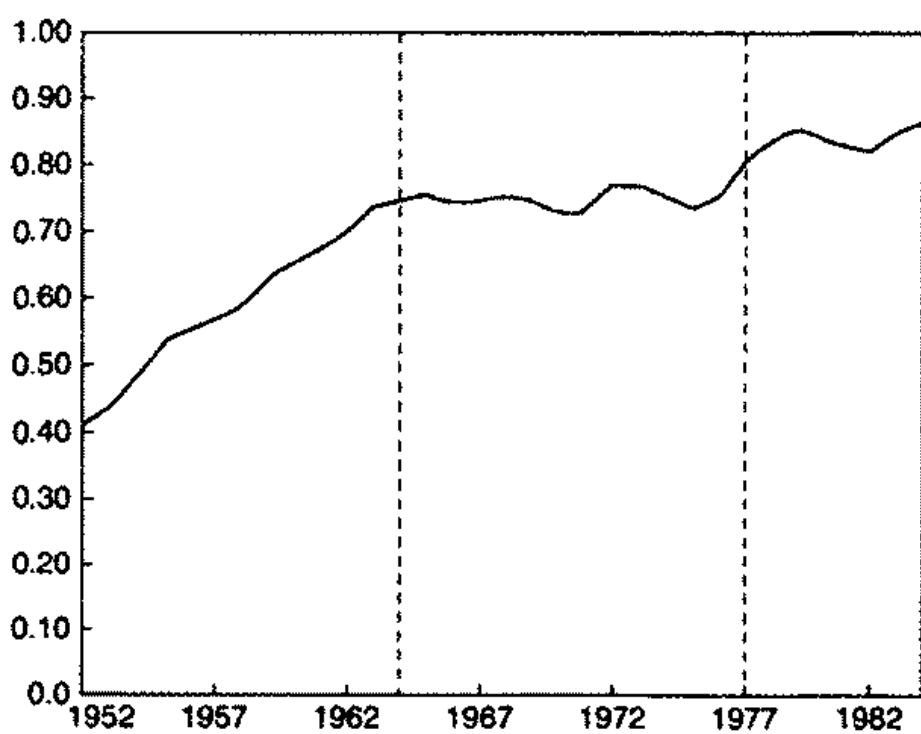


图 4.5 负债/个人可支配收入，家庭，1952—1984 年

资料来源：Flow of Funds Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System.

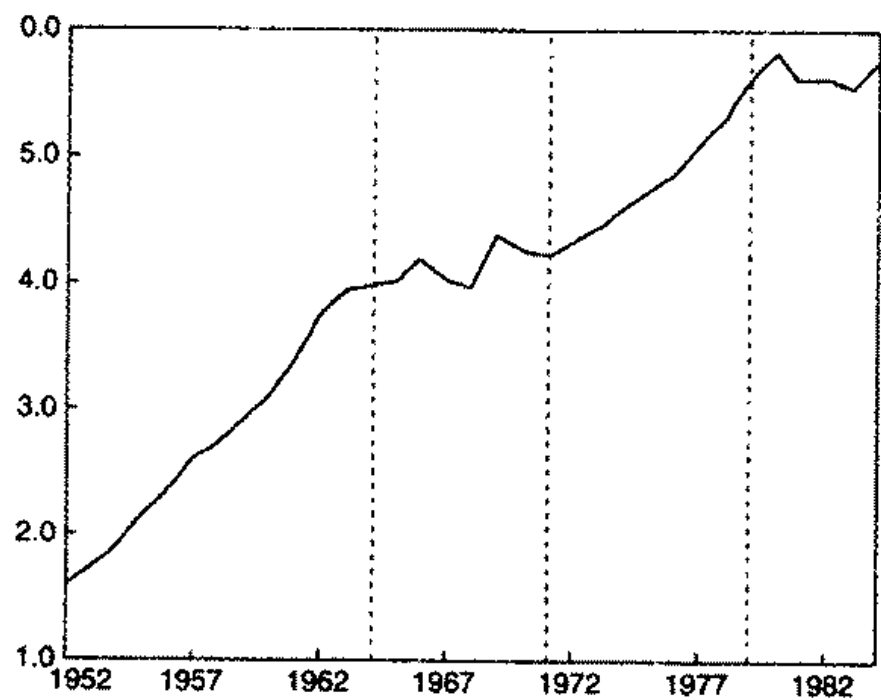


图 4.6 负债/货币，家庭，1952—1984 年

资料来源：Flow of Funds Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve.

图 4.7—4.9 显示了商业银行的一些融资关系。图 4.7 中显示的是金融净资产与总负债之比。1950—1960 年，该比率在 0.074 至 0.086 区间内呈现上升趋势；1960 年以后开始下降，到 1974 年下降到 0.056；从 1978 年开始稳定在 6% 左右。因此，商业银行按惯例计量的权益保护大幅降低，在商业银行中，并不因为利率上升而进行资产减计。然而，如果重新进行估值的话，权益保护会下降得更多。

图 4.8 描述了受保护资产（即市场价值受联储干预保护的资产）与总负债之比，该比率从 1952 年的略低于 0.6 锐降到 1974 年的 0.17。图 4.9 展示了活期存款与总负债之比，该比率在整个时期内都处于下降趋势，这也许可以解释为大量新银行负债的引入。

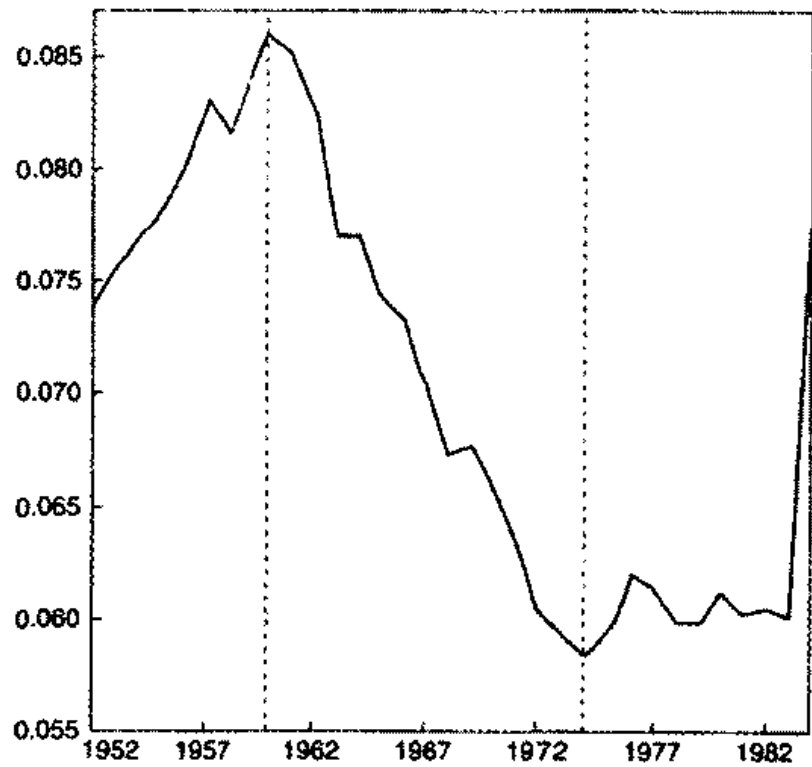


图 4.7 金融净资产/总负债，商业银行，1952—1984 年

资料来源：Flow of Funds Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System.

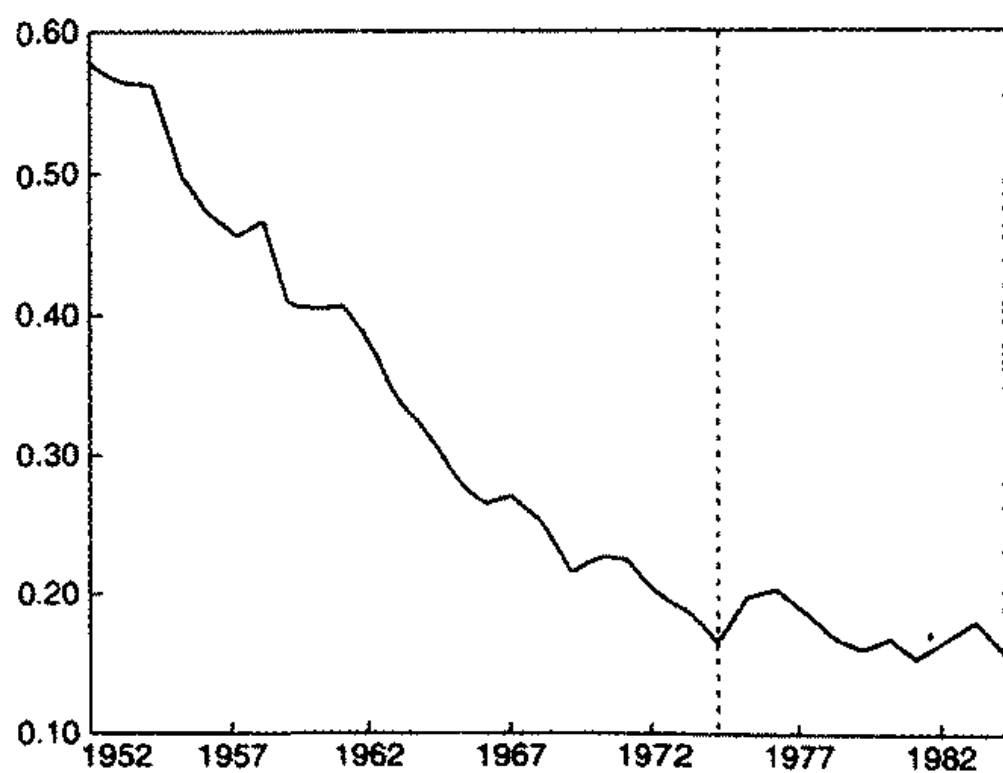


图 4.8 受保护资产/总负债^{*}，商业银行，1952—1984 年

资料来源：Flow of Funds Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System.

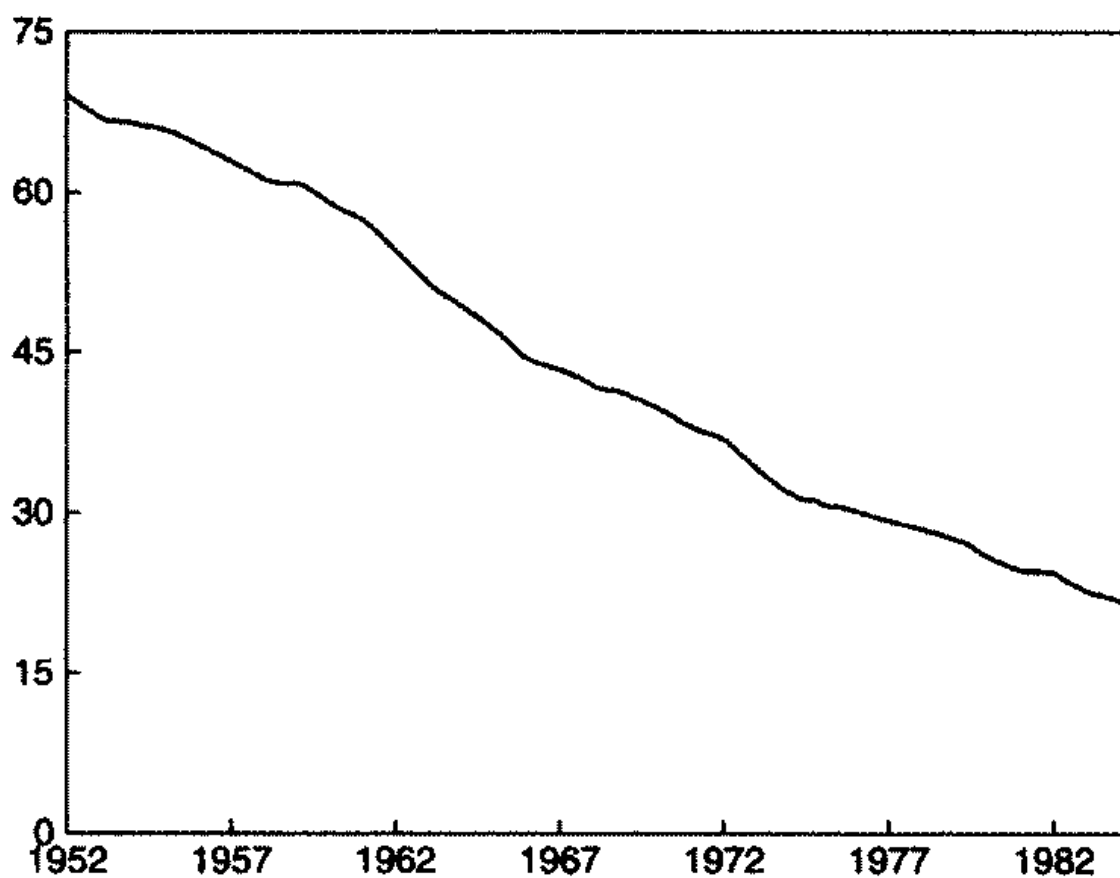


图 4.9 活期存款/总负债，商业银行，1952—1984 年

资料来源：Flow of Funds Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System.

在这几幅图中，平行于纵轴的虚线表示融资结构中的行为方式发生变化或者是趋势发生变化的时间。这些变化表明，20 世纪 60 年代早期，金融系统的行为模式经历了巨大的转变——更具有投机性——以及这个变化会加速金融走向脆弱的步伐。也正因为此，20 世纪 60 年代以来的经济表现比二战后头十五年内的任何时候都不稳定，通货膨胀率和失业率持续走高。

* 原书为总负债/受保护资产，疑有误。——译者注

机构的变化也是融资机构发生变革的一个原因；从1960年到1974年，类似于银行的一些机构和实业公司——比如由金融公司主管的商业企业、发行商业票据的公司、房地产信托投资公司和非会员的商业银行——相对于金融系统中的其他部门来说迅速成长。

这些作为准银行的金融机构已经很快成长起来，会员银行——尤其是大规模的货币市场银行——事实上已经变成了这些机构的最终贷款人，通常都是通过信用贷款最高限额的形式来加以限制。实际上，美联储是这些机构间接的最终贷款人。1974年的房地产信任投资公司危机期间（见本书第3章），可以很明显地看到，美国联邦银行系统（1863—1913年）的信用等级评价模型又开始使用了。

从总体上来说，分等级的银行管理模式可能是金融系统脆弱的缘由之一。⁹⁷ 当由于准银行机构一些明显的脆弱性而使该融资渠道变得很昂贵或难以获得时，准银行机构就会利用其在主要银行的最高贷款限额。因为银行持有的资产与准银行持有的投资组合中的资产是相似的，所以当准银行机构的损失或现金流的短缺在市场上变得明朗之后，银行所持有的一些资产的变现能力就会削弱。从而，当这些银行扮演类似于最终贷款人的角色时，一些银行本来就岌岌可危的投资组合将会变得更加脆弱。此外，大货币市场银行在某几个时期连续救助准银行的行为，很可能会导致大银行不断走向衰弱；美国银行在1982年宾夕法尼亚广场银行惨败之后收购西雅图的Seafirst银行时，其实力并不一定得到加强。

分等级金融模式中暗含了多米诺效应的潜在可能，而多米诺效应可能会导致一系列崩溃和灾难。通过深入分析相关的金融数据，我们可以发现，新的金融层级以及用于获得贷款的新金融工具的引入，很明显是金融系统脆弱性增加的原因。

1966年的信用危机

1966年爆发的信用危机是20世纪30年代以来金融系统所遭遇的第一个困境，金融工具或机构在这次危机中扮演了重要角色，这次危机迫使美联储扮演了最终贷款人的角色。战后早期金融动荡的发生是因为一些具体业务的失败或金融诈骗事件，比如埃斯蒂斯（Billie Sol Estes）事件和1963年发生的色拉油丑闻案（Salad Oil Scandal）。在那段时间里，美联储不得不针对这些具体状况出手干预。但是1966年，美联储成了一个名副其实的最终贷款人，其目标是控制系统

性风险——处于危险中的市场。1966 年的信贷危机实际上是 1961 年以来经济周期性扩张所带来的一个必然结果——在战后相当长一段时间内，经济从未出现过一次真正意义上的衰退！信用危机仅仅在投资组合的安全边际受到侵扰时才会发生。紧随经济大萧条之后的世界大战所遗留下来的丰富的金融资产，导致了战后金融市场的繁荣。

98 一旦银行持有大量的政府证券，它们就可以通过交易(买入和卖出)那些证券来调整自己的现金需求。由于这些头寸融资行为被记入资产一栏；因此在战后第一个时期中，一家银行最主要的管理问题就集中于管理其资产(也就是它的贷款和投资)。

20 世纪 60 年代中期，当大银行用光了自己持有的多余的国库券时，它们就开始用存款与联储进行交易，它们开始借入或借出联邦基金。这些借入借出行为成为银行将短期国库券作为头寸融资的一个补充或者替代方式。将联邦基金作为头寸融资的工具意味着借款银行在弥补了自己现金不足的同时增加了其负债。

联邦基金的使用仅仅是将负债栏而非资产栏的银行业务转变成主要的头寸融资行为的第一步。1960 年，随着大通银行(Chase National Bank)的初试牛刀，CDs 成为各大银行最偏好的头寸融资方式。20 世纪 60 年代期间，这种负债的快速增长，使得银行的借出款项能够以快于其基本储备金(reserve base)的速度增长。虽然在确定储备金增长率和货币供给(活期存款和现金)增长率时，美联储致力于追求一种适度的方式，但是银行贷款的快速增长足以导致通货膨胀的最终爆发。

随着 20 世纪 60 年代经济的不断扩张，非金融公司在实物资产上的支出迅速增长，其增长速度超过了公司自有资金的增长速度(如图 4.1 所示)。因此，正如表 4.5 所示，公司的净外部融资急剧增长。对银行机构的资金的需求超过了供给，美联储不断大量地向银行系统注入储备金，于是利率和一般物价水平上升了。

99 表 4.5 美国投资和资金内部来源(非农业和非金融公司企业)，1961—1966(单位：10 亿美元)

年份	实物资产的购买		内部资金来源	净外部资金	净外部资金/实物资产 购买(%)
1961	37.0	-5.6%*	35.6	1.4	3.8
1962	44.7	20.8%*	41.8	2.9	6.5
1963	46.7	4.5%*	43.9	2.8	6.0
1964	52.2	11.8%*	50.8	1.4	2.7

(续表)

年份	实物资产的购买		内部资金来源	净外部资金	净外部资金/实物资产 购买(%)
1965	61.9	18.6%*	55.3	6.6	10.7
1966	73.8	19.2%*	58.6	15.2	20.6

* $(t \text{ 年价值} \div t-1 \text{ 年价值} - 1) \times 100 = 100$ 资料来源: Table B-69, p. 294: *Economic Report of the President*, January 1967. U.S. Government Printing Office, Washington, 1967.

1966 年中期, 投资极为繁荣, 美联储为了遏制通货膨胀, 开始逐渐降低储备金的增长速度(见表 4.6)。这意味着作为银行贷款基础的资金增长速度出现下降。

表 4.6 美国货币和银行信贷的年变化率(1965 年 12 月—1967 年 7 月的不同时期)[%每年]

	起始日期			
	1965 年 12 月	1966 年 4 月	1966 年 7 月	1966 年 12 月
	终止日期			
	1966 年 4 月	1966 年 7 月	1966 年 12 月	1967 年 7 月
成员银行储备金	6.8	2.6	-4.3	11.1
Monev 股票	6.8	-3.0	1.0	7.0
定期存款	9.5	10.7	4.2	17.9
银行贷款	8.0	8.0	1.5	12.4

资料来源: Federal Reserve Bank of St. Louis, *Monetary Trends*. St. Louis, Federal Reserve Bank Monthly Issues, 1966/1967.

储备金增长率的下降和投资的繁荣共同导致银行对货币市场资金需求的大量增加。尽管美联储提高了 CDs 的利率上限, 但是商业票据和国库券的市场利率上升得更多。因此, 大额 CDs 的持有者允许这些 CDs 被耗尽; 这挤占了货币市场银行的业务。

快到 1966 年 6 月底的时候, 具有上限利率的大额 CDs 价格开始下降, 这有效地阻止了它们的继续发行。8 月初, 应偿债务的数量急剧减少, 这导致了大型商业银行的挤兑。然而, 随着银行挤兑和储备金的减少, 银行产生了对企业的贷款承诺, 这使得每一家银行都各自去寻找筹集资金的途径。

银行有两种途径去获得准备金, 这使金融动荡蔓延到金融系统中的其他部门。一些纽约城市银行——以富兰克林国民银行为代表——提供较小面值的可转让 CDs, 将高利率带来的收益传至持有少量资金的人那里。这些小额的 CDs

100 所产生的收益高于储蓄机构所能够支付的收益，尤其是对于纽约城市银行中的共同储蓄银行来说，它们的投资组合主要是低利率抵押贷款。这些高利率的CDs导致资金从美国西部向东部转移，西部的储蓄存款因为高利率的诱惑而发生转移。

用一种债务代替正在减少(run-off)的债务还有一种途径，那就是出售资产。1966年，随着大额CDs遭遇寒流，银行几乎没有政府融资工具用于头寸融资了。因此，它们转向出售其他证券：大型货币市场银行开始出售免税的市政(州政府和当地政府的)债券。

一般来说，在商业银行出售了大约三分之一的新发行的市政债券，而信用危机已经发生的时候，它们就完全退出了交易。同年8月底，由于商业银行退出了新的债券发行市场，以及银行试图通过出售其持有的市政债券来进行头寸融资，在这两者的共同作用下，市场陷入混乱中。高等级的免税市政债券的收益率达到5%，即使是在这样的收益率之下，市场交易仍然清淡。

在整个期间，虽然美联储将名义再贴现率维持在4.5%，但是当银行从贴现窗口借款时，它还是允许名义贴现率有小幅上升——1966年上半年导致了大约3亿美元借款的增加。然而，在7月份和8月份，贴现窗口管理非常严格，以至于没有增加对会员银行的贷款，货币市场银行认为贴现窗口完全对它们关闭了。

不到8月底，市政债券市场出现混乱，关于储蓄机构偿付能力和流动性的流言开始散播，货币市场银行为获得头寸融资而进行的疯狂努力，成为一场可控制的金融恐慌的典型特征。解决这些问题很显然需要美联储采取行动。然而，货币市场的恐慌是短暂的，真正的流动性收缩和对资金快速增长的谨慎性需求防止了可怕的、未知的偶然性事件的发生。正如19世纪发生的货币市场恐慌一样，在当局终于采取某些行动的时候，这种充满危机的氛围就消失了。

101 1966年9月1日，12家地区性联邦储备银行的行长分别给自己所管辖区域内的会员银行发了一封同样的信，其中说明了那些政策符合美联储目标的银行可以从贴现窗口获得贷款。信中还特别指出，贴现窗口获得的贷款，可以供那些能证明自己正努力限制商业贷款规模扩张的银行用于为其当前持有的市政证券融资。此外，信中还强调“相对于处理证券的需要来说，银行通过收缩贷款来调整其头寸可能需要更长时间的窗口贴现”。这封信非常重要，因为，美联储的态度明朗化了：它通过允许市政证券可以用于贴现窗口来表明自己是支持市政证券市场的，而且还有效地为这些债券设定了最低限价。当货币市场银行正积极地准备在大额CDs价格下降之前限制自己贷款的扩张时，每一家银行都自认为自己是符合获得贴现贷款标准的。贴现窗口曾经被认为关闭了，现在又暂时性地开放了。

美联储在1966年9月1日发出的信是一种最终贷款人行为，它认为一些打破经济平衡的因素正主导着金融市场，并且提供了一种进入联储进行头寸再融资的途径，而这一切，正通过银行CDs的失败经营而逐渐显露出来。

贴现窗口的开放确实起了作用：恐慌平息下来。信用危机过去之后，国会通过了一部法律，该法律允许美联储、联邦储蓄保险公司和联邦住房贷款银行委员会可以在自己的管辖权范围内根据机构存款的规模和期限，设定不同的利率上限。

信用危机使投资锐减。总的国内私人投资在1966年第四季度和1967年第二季度之间以26%的年率下降。然而，私人投资的下降并没有导致总收入的下降，因为在城市投资支出逐渐下降的同时，对越南战争的支出却增加了。一场经济衰退无意中被财政政策的适当运用阻止了。1966年爆发的信用危机是战后时期第一次严重的金融混乱。美联储所采取的行为似乎保证了，银行将会受到货币市场的保护从而避免破产。美联储将银行使用可转让CDs和利用债务来为头寸融资合法化。由于允许利率上限随着存款规模的变化而发生改变，财务上的困境被这种不断发生的变化掩盖住了，所以信用危机并没有被看成融资结构存在致命弱点的一个信号。

1970年的流动性不足

二战之后的金融动荡迫切需要最终贷款人干预，这发生在1970年。在那个时候，商业票据市场陷入岌岌可危的境地。美联储采取了两种方式进行干预：¹⁰²

- (1) 开放贴现窗口使银行能够获得资金，为处于危机中的商业票据进行再融资；
- (2) 鼓励银行组成辛迪加集团为像金融公司那样的组织进行再融资，这些组织不能通过法定的途径从贴现窗口融资。

银行的可转让CD是20世纪60年代早期经济扩张时期产生的一种“新的”融资工具，而商业票据则是出现于20世纪60年代末期的一种新融资工具。商业票据是商业企业发行的一种不安全的票据，其发行期限一般是规定好的一段时间——比如说90天或180天。大的金融公司——比如通用汽车金融服务公司GMAC——使用自己发行的商业票据，而小一些的公司则使用交易商的。

1966年年初，有大约100亿美元的商业票据需要偿还。到1968年年中，该数字增加了一倍，为200亿美元。到1970年的5月底有大约320亿美元的该种票据需要偿还。

1969年年初，尼克松总统上任的时候，失业率是3.5%，上一年的CPI上升

了4.2%。企业投资1968年比1967年增长了5.0%，1969年增长了11.6%。在企业产生的内部资金还完全保持不变的同时，投资的净外部融资上升了，并且通过外部融资而进行的企业投资从13.9%上升到了27.5%（见表4.7）。

表4.7 资金的投资和内部融资（非农业、非金融公司），1967—1970年（10亿美元）

年份	实物资产购买		资金的内部来源	净外部资金	外部资金占实物资产的百分比
1967	\$71.4	-3.36%*	61.5	9.9	13.9
1968	\$75.0	5.04%*	61.7	13.3	17.7
1969	\$83.7	11.60%*	60.7	23.0	27.5
1970	\$84.0	0.40%*	59.4	24.6	29.3

* $\frac{\text{第}r\text{年价值}}{\text{第}(r-1)\text{年价值}} \times 100 = 100$

资料来源：Flow of Funds Accounts, 1946–1975, December 1976, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., 1976.

正当这种通过外部融资而进行的投资不断增长的时候，美联储开始用货币政策来抑制通货膨胀了。银行贷款的增长率从1968年的10%降低到1969年上半年的5%，到1969年下半年和1970年上半年则下降到3%。因此，敏感的联邦基金利率先是从1968年年底的6%上升到1969年年中的9%，这个利率一直保持到1970年年初，然后开始下降。在这期间，所有其他的利率都上升了。

就是在这种紧缩的货币政策环境下，宾州中央铁路公司申请破产，其拖欠的应偿商业票据总金额达到0.82亿美元。这导致了商业票据市场的恐慌，30亿美元左右——大约占总数量10%——的应偿商业票据在三个星期的时间内就消失了。纽约联邦储备银行和联邦储备委员会出面干预，鼓励商业银行组成辛迪加来为那些受到商业票据损失影响的企业提供再融资。7月份，会员银行通过联储贴现窗口获得的借款从10亿美元增加到20亿美元，此外，联储还通过公开市场操作向银行系统注入资金。

美联储通过上述方式对商业票据市场进行保护。1970年的商业票据危机催生了一个标准化、制度化的程序，该程序是基于以下事件制定的，即那些发行商业票据的公司可根据需要而获得充足的贷款以还清应偿商业票据，而这些贷款不受最高贷款限额的限制。

在这种情况下，商业票据成了商业银行的一种隐性负债：银行的债务增加了，但是增加的这部分负债并没有在银行的资产负债表中显示出来。这就引入了一种不受美联储传统政策制约的、创造有效货币供给的新方法。

1969—1970年的流动性紧缩之后,银行并没有发生什么变革,尽管在1969—1970年经济衰退实实在在地发生了。1970年年底,失业率为6%,GNP平减指数上涨了6%。6%的通货膨胀率、6%的失业率标志着经济出现了滞胀——高失业率与高物价,这是这美国经济所特有的一种状态。滞胀的出现更加证明了经济的运行不再符合20世纪50年代和60年代早期的模式。

由于这场经济衰退,联邦政府预算头寸从1969年有85亿美元的盈余到1970年产生119亿美元的赤字,1971年赤字又上升到219亿美元。如表4.8所示,这些赤字不仅用于维持收入和就业,另外还用于为公司部门增加现金流。1971年和1972年现金流已经分别增加到699亿美元和775亿美元,而在1968—1970年都稳定在600亿美元左右。然而,矛盾的是,经济衰退对有一个拥有大政府的经济中的公司税后总利润是有利的。

表 4.8 公司现金流和联邦政府预算, 1968—1972 年(10 亿美元)

年 份	联邦政府预算头寸	公司税后总利润
1968	-6.5	61.7
1969	+8.1	60.7
1970	-11.9	59.4
1971	-21.9	69.9
1972	-17.5	77.5

资料来源: *Economic Report of the President, 1976*, U.S. Government Printing Office (1976), and *Flow of Funds Accounts, 1946—1975*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1976.

尽管1969—1970年商业票据市场的危机导致了一场严重的经济衰退,但是美联储作为最后贷款人的迅速干预以及随后在1970、1971和1972年产生的大量政府赤字,这两方面共同遏制了衰退的进一步发展。但是,这次危机之后的几年中,公司现金流的快速增加为后几年进入经济快速扩张和外部融资急剧上升阶段埋下了伏笔。

1969—1970年,用紧缩的货币政策去遏制通货膨胀并没有取得明显的效果。政策制定者本以为限制货币供给量的增加速度会成功地减少企业和家庭部门的支出,从而降低容易引起通胀的过剩需求。然而,在我们所生活的世界里,货币政策并不直接影响需求,它首先影响融资和再融资环境以及金融市场中交易工具的价格。因此,紧缩的货币政策会导致金融市场的瓦解,尽管与此同时,收入、就业和物价都在继续上涨。在需求最终下降之前,经济中就已经埋下了金融危机的种子。但是,成功地运用紧缩的货币政策消除金融混乱,从而制止了1966年和1970年可能发生的经济萧条,意味着这种理论工具必定在

1973—1974年和1980—1981年再次作为反通胀政策被委以重任。

105 1971年以后,企业投资和外部融资再次爆炸式增长(见表4.9),这意味着市场利率有上升压力。1973年年初,由于尼克松的成功连任,货币政策发生了方向性的变化,尼克松为了履行选举时的承诺,采用了放松银根的货币政策,这使严重的通货膨胀开始蔓延,同时降低了流动性资产的安全边际。房地产信托投资公司的出现在很大程度上促成了房地产和企业投资的繁荣,它是20世纪70年代早期金融界的一个奇迹。高利率又一次出现了,又一次地,那些依赖于为自身头寸再融资的金融机构陷入了困境。最引人注目的是,1974年实际上所有的房地产信托投资公司都开始走向破产。这些年里,银行破产犹如瘟疫一样在经济中到处传播。

表4.9 资金投资和内部资金来源情况(非农业、非金融企业),1971—1980年(10亿美元)

年份	实物资产购买		资金内部来源	净外部资金	外部资金占实物资产的百分比
1971	87.2	3.8%*	68.0	19.2	22.0
1972	102.5	17.5%*	78.7	23.8	23.2
1973	121.5	18.5%*	84.6	36.9	30.4
1974	125.9	3.6%*	81.5	44.4	35.2
1975	99.9	-7.9%*	124.4	-24.5	-24.5
1976	139.0	39.1%*	142.9	-3.9	-2.8
1977	169.8	22.1%*	166.3	3.5	2.1
1978	195.9	15.3%*	186.8	9.1	4.6
1979	220.9	12.7%*	218.1	2.8	1.2
1980	216.9	-9.8%*	230.0	-13.1	-6.0

$$* \left[\frac{\text{第}t\text{年价值}}{\text{第}(t-1)\text{年价值}} \right] - 1 \times 100 = 100.$$

资料来源: Flow of Funds Accounts, 1946—1975, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., December 1976, and later releases of Flow of Funds Accounts.

1974—1975年的崩溃与1966年和1969—1970年的情况相同。它们都是由一些金融机构或金融工具市场面临困境,需要美联储的干预,以平息看似金融危机即将爆发的场面。在每一次的危机中,联邦政府赤字都是用于维持收入,创造有益于获得企业利润的条件,以及在投资组合中注入安全资产。

危机的教训

106

1965年之后，在金融市场或银行业至少爆发了四次严重的危机。每一次危机中，之前经济繁荣时快速增长的一类金融工具或机构都会成为金融动荡的焦点。每一次美联储都会通过干预为受到威胁的头寸提供再融资。1966年和1970年，仅仅对一些微不足道的制度和惯例进行了改革。在1974年富兰克林国民银行经营失败之后，美联储并没有对美国银行的海外分支机构改革作出多少努力。1974年之后也没有采取任何措施去阻止基于银行隐性负债的新金融机构如房地产信托投资公司的出现。

美联储在每一次想保护某个金融工具的时候，往往是将使用该工具的融资行为合法化。这意味着，美联储不仅是确实想将可能爆发的危机扼杀在摇篮中，而且它还铺就了一条债务不断增长的道路——使新金融工具的引入具备可能性。事实上，美联储本来是希望将重建融资类型作为投资繁荣的一种必需但不充分的条件，投资繁荣通常会因为金融危机而停止。

大政府的赤字是投资繁荣的充分条件。通过维持总需求，它们保证了公司利润，并将安全资产引入到投资组合中。大政府所产生的这些影响意味着投资繁荣会紧随着经济萧条而发生，投资繁荣创造了融资需求，这又导致了另一轮的通胀和危机。

我们现在所处的世界，似乎是一个充满不稳定性的系统，虽然它在过去阻止了严重的经济衰退。如果几十年内不发生金融危机和大萧条，那么危机和萧条的威胁每隔几年就会出现；如果没有爆发严重的经济衰退，那么我们会陷入长期的通货膨胀中。就阻止经济出现大萧条来说，我们现在比以前做得好多了，这是一个不小的收获。但是经济的不稳定性和不断恶化的经济状况表明，我们必须寻找更好的应对之策。



第Ⅲ部分

经济理论

理论透视

当代主流理论：后凯恩斯综合理论

资本主义经济中的价格和利润

投资和融资

融资承诺与不稳定性

理论透视



理论在所有学科中都扮演着双重角色：它既是一个透视镜，又是一个障眼物。作为透视镜，它集中思考特定的问题，能够对一系列界定清晰但范围有限的现象中的因果关系给出有条件的阐述。但是作为障眼物，理论又限制了研究的视野。这个世界上很多有意义的问题在理论界常常是毫无意义的问题。如果这些没有意义的问题在世界发展的过程中经常被提出来，那么该学科在理论上是需要发生变革的。然而，这种变革需要新的理论工具的发展。这是一个艰难的智力创造过程。

当前的主流经济理论，即新古典综合理论所提出的“为何我们的经济如此不稳定”正是这样一个毫无意义的问题。主流的经济理论不仅没有将不稳定性作为系统的特性予以解释，而且也不认为内生不稳定性是一个令人满意的理论所必须解释的内容。¹

那些提供政策建议的经济学家既不是傻子也不是恶棍。虽然知道不稳定性的存在，但是他们仍然将自己的分析和建议建立在一个不能解释不稳定性的理论之上，这是因为这些理论确实确实为一些严重而深刻的经济问题提供了答案，而且它们作为制定政策的基础的确获得了成功。因此，在摒弃和彻底地修改新古典综合理论之前，很有必要理解该理论所回答的严重而深刻的经济问题的重要性，以及为何必须要有一个新的理论来回答新古典综合派所提出的问题。

1 Robert E. Lucas, Jr.认识到了这个问题。在他最有影响的论文“Expectation and the Neutrality of Money”, *Journal of Economic Theory* 4 (April 1972), pp.103-124 的结论中，而且在 Robert E. Lucas, Jr., *Studies in Business Cycle Theory* (Cambridge: MIT Press, 1981) 中又再次阐述，“本文解决了 Gurley 所提出的矛盾”（Gurley 提出的矛盾是指 Gurley 对弗里德曼观点的评论，“A Program for Monetary Stability”, *Review of Economic Statistics* 43 [1961], pp.307-308）。他对弗里德曼的言论——货币是一层面纱，但是当这层面纱微微颤动的时候，真实产出也会随之波动——亦步亦趋。为了表明经济周期可以用新古典综合理论来进行解释，卢卡斯构建了一个完美的模式，在这个模式中系统性对于理解导致经济周期的信号无能为力。凯恩斯的理论框架则强调了资本资产价格和融资决策都属于市场行为，这就直截了当得多。

理论的重要性

理解主流经济理论的优缺点在当前尤其重要，因为积极的经济政策已经成为一种常态而非特例。实际上，在一个运用积极经济政策的世界中，各种经济理论的内容和制定政策所依据的理论中差异的重要性是饶有趣味的。托宾 (James Tobin) 在肯尼迪任职的头两年里作为经济顾问委员会成员之一，并于 1982 年获得了诺贝尔奖，他就曾经说道：“问题的表述方式以及相关信息的组织形式对问题的解决有着重要的影响。”² 但是“一个问题”的表述方式以及“相关信息”的定义形式却反映了政策制定者的经济理论。也就是说，政策制定的游戏是可以被操纵的；所使用的理论决定了所提出的问题及其表述方式。王子也会受某到他个人所掌握理论的限制。

从很大程度上说，现在的规范经济理论是二战时期的产物。它只是将凯恩斯理论中的一些内容与旧古典分析整合在一起，就被某些理论家们看作一个新的理论。³ 这种新古典综合理论现在引导着经济政策的制定。

- III 令人感到讽刺的是，基于凯恩斯思想而建立的经济理论失败了，因为它不能解释经济的不稳定性。凯恩斯《通论》的核心思想是，对金融力量——以华尔街为代表——与产出和消费的相互影响是如何决定产出、就业和价格进行了深入的分析。从凯恩斯的理论中能够推出的一个政策主张是，有时资本主义经济将以持续的失业为特征。新古典综合派承认这个结论，但是他们忽略了一个更深层次的结论，即一个有着成熟金融体系的经济（比如我们所处的经济）之不稳定性是内生的。凯恩斯的分析得出了这个更为深刻的结论，这为我们理解不稳定性提供了一个新的理论基础。⁴

新古典综合理论认为，财政政策和货币政策能够从本质上消除持续存在的失业，而且分散的市场能够通过自我调节使经济自动达到充分就业状态。然而，新古典综合理论有自相矛盾的地方：一方面，干预政策能够消除持续的失业或长期的通货膨胀；而另一方面，如果什么都不做的话，随着时间的推移和市场自身的调节，经济将维持稳定的价格并达到充分就业。

2 James Tobin, *The Intellectual Revolution in U.S. Policy Making*, Noble Buxton Lectures (Essex: University of Essex, 1966).

3 John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, vol. 7, *Collected Writings of John Maynard Keynes* (London: Macmillan, for the Royal Economic Society, 1973), p. 383. Dan Patinkin's *Money, Interest and Prices*, 2d ed. (New York: Harper and Row, 1965) 是对新古典综合理论早期和传统的表述。

4 这是所谓的后凯恩斯主义经济学家争论的主要内容。参见 Paul Davidson, *Money and the Real World* (New York: Wiley, 1972), and Hyman P. Minsky, *John Maynard Keynes* (New York: Columbia University Press, 1975).

新古典综合理论将不再有效。它不能够将包含我们正在经历着的经济危机初期的经济周期解释为经济内在运行的结果。除非我们理解了是什么导致了经济和金融的不稳定性,否则我们就不能开出药方——制定政策——以修正或消除这种不稳定性。仅仅辨别一种现象是不够的,我们需要一种理论,将不稳定性看作经济中的常态结果,而且该理论要给出控制不稳定性的方法。

因此,根据20世纪60年代中期以来的经济行为,我们有必要给出几个任何经济分析都会涉及的方面:

1. 现行的市场机制是如何得出产出和价格之间的一致性的?

2. 收入、产出和价格是如何决定的?

112

3. 为何连贯性不断被打破?也就是说,为何经济对大萧条所存在的威胁(假设还没有成为现实)如此敏感?

此外,这些问题必须在一个存在着特定制度和融资惯例的经济中,而不是在一个抽象虚构的经济中得到解答。也许正是新古典理论所忽略的,也就是所谓的制度特别是金融制度引起了它所不能解释的现象。经济政策分析所必须面对的一个问题是,能否以及如何依靠市场过程去实现合意的经济结果。以下的分析得出的一般观点是,虽然市场机制足以做出一些不甚重要的社会决策,比如罩袍的颜色搭配、衬衫的长度或冰淇淋的口味等,但是不能也不应该依赖它来为重大事件作决策,比如收入分配、保持经济稳定性、经济的资本投入和年轻人的教育培训。在开始分析之前,我们将建立一个解释我们经济为何会波动的理论,并由此表明不断出现的不稳定性和不连贯性与金融结构的脆弱性相关,而这种金融脆弱性在资本主义经济的资本资产所有权融资和投资的过程中会不断出现。

因此,我们从赞成利用市场机制以实现最充分的社会目标这个观点开始分析,然后承认市场资本主义存在内生的不稳定性,而且可能导致令人难以接受的财富和权利分配。

当前的主流理论: 前凯恩斯主义的衣钵

整个20世纪70年代,美国经济学家都致力于研究凯恩斯主义和货币主义之间可能存在的重要冲突是什么。⁵这些经济学家的参与和相关文章的发表标志

113

5 此类文献篇幅巨大,而且全部的引文有一本书那么厚。货币主义的代表人物是米尔顿·弗里德曼,卡尔·普纳(Karl Brunner)、艾伦·迈尔策(Allan Meltzer)、保罗·萨缪尔森(Paul Samuelson)、弗兰科·莫迪利安尼(Franco Modigliani)和托宾都属于新古典凯恩斯阵营,尽管托宾有时候表现得更像一位凯恩斯主义者而非新古典凯恩斯主义者。

着一轮深层次的讨论正在展开。事实上，当两个阵营的经济学家使用相同的经济理论时，凯恩斯主义和货币主义之间存在的差异非常小。而且，治理经济的公众政策并没有什么实质的不同。两个阵营的辩论有很大程度上是学术上的吹毛求疵，公开的矛盾主要来自新闻界和政客。在这些辩论中，货币主义者强调是货币供给的变化导致了经济的不稳定，而凯恩斯主义者则认为财政政策能够用于稳定经济。直到 20 世纪 70 年代末期，甚至在里根执政的第一任期内，两个阵营的经济学家都相信，经济用合适的政策（也就是他们自己的政策）进行微调，没有通货膨胀的充分就业就能够得以实现和持续。两个学术派别都认为资本主义经济能够消除经济周期，并且都没有考虑系统内导致经济周期的非均衡力量。制定政策的凯恩斯主义者和货币主义者都没有对资本主义体制本身给予太多批判，他们顶多是对资本主义中的制度或政策细节进行批评。

货币主义者和凯恩斯主义者都是保守派，因为他们都承认资本主义的经济是有效的且可变的。两者都不因为资本主义市场经济可能存在严重缺陷而困惑。资本主义运转导致灾难性的经济周期这种观点与以上两者的经济观点是不相关的。

凯恩斯主义者和货币主义者的共同理论是新古典综合理论。凯恩斯认为他在 1936 年发表的新理论标志着与当时占主导地位的理论的彻底决裂；然而，新古典综合理论将从里昂·瓦尔拉斯(Leon Walras)——一位 19 世纪的经济学家——思想中推导出来的理论与从凯恩斯思想中推导出来的理论结合起来。同时代经济学家中的主导观点是由奥克利(Gardner Ackley)(约翰-肯尼迪时代经济顾问委员会的成员之一并在后来成为主席)提出的，他认为“凯恩斯的著作更多的是对‘古典’思想的一种扩展而非变革”。⁶

114 将凯恩斯的《通论》融合到之前的传统理论开始于早期的评论和学术解释。在这个融合的过程中，凯恩斯理论框架的重要方面被忽略了，而这实际上导致了对资本主义经济功能的看法发生了革命性的转变，并引发了对该理论声势浩大的批判。这就是琼·罗宾逊将规范的凯恩斯理论称之为“杂牌凯恩斯理论”的原因。就政策提供建议的经济学家及其政治保护人对凯恩斯的理解来说，凯恩斯革命仍然会发生。

新古典综合理论对凯恩斯思想所忽略的部分，是资本资产定价和存在资本主义金融制度的经济的特定属性。这些被忽略的部分可以作为构建新理论的基础，这个新的理论能够比当前的主流理论更好地解释经济问题，而且对于政策制定者来说更加实用。事实上，这些被遗忘的部分得出了一个理论，该理论认

6 Gardner Ackley, *Macroeconomic Theory* (New York: Macmillan, 1961), p. vii.

为, 20 世纪 60 年代以来越来越受到重视的不稳定性, 是资本主义经济中能够反映其内在本质的各种关系互相作用的必然结果。

关于不稳定性是资本主义经济内生结果的观点与新古典综合理论的观点形成了鲜明的对比, 不管是凯恩斯学派还是货币学派, 都将不稳定性归结为经济外在作用的结果。新古典综合理论与凯恩斯理论是不同的, 因为前者集中于研究分散的市场经济是如何实现生产与分配的连贯性和协调性, 而后者则主要是研究一个经济体的资本发展。新古典综合理论强调均衡和均衡的趋势, 而凯恩斯理论则是围绕华尔街银行家和商人之间的交易展开的。新古典综合理论忽略了经济的资本主义本质, 而这却是凯恩斯一直以来深信不疑的。

新古典理论中的瓦尔拉斯投入最初产生于对一个抽象的交易经济之讨论: 该经济可能是一个农村集市。该结果是通过分析一个模型而得到的, 而这个模型没有考虑资本密集型的生产即我们所知道的资本资产以及资本主义融资。新古典综合理论通过虚构贸易关系, 从而得出分散的市场经济内在连贯的结论。⁷

主流经济理论接着还表明, 经济的一致性是为了适应经济生产而存在的, 而这个结论仅仅在对资本的性质和时间作出冒险假设的情况下才会成立。从更广的范围来说, 新古典综合理论的分析工具还可以运用于分析总收入、货币价格和经济增长。特别是对劳动供给和需求关系的推导过程中, 假设随实际工资将自行调整直到劳动的供给和需求达到平衡。主流理论认为任何对劳动供给-劳动需求平衡的偏离都将会通过市场的相互作用消除掉; 也就是说, 该理论认为充分就业是经济通过其内在力量自行达到的。然而, 新古典综合理论并没有解释最初的偏离是如何造成的: 失业是经济运行的结果这个结论无法得到解释。该理论重点强调经济达到均衡的相互作用, 但是并没有说明经济的内在非均衡过程。

在新古典综合派看来, 资本积累和劳动力增长率决定了产出的增长率。通过储蓄率得出了积累收入的比例。新古典综合理论将家庭储蓄看做储蓄倾向的重要衡量指标, 它决定着投资, 而投资又决定了经济增长。无论如何该理论对那种为投资提供融资而又进一步形成储蓄的制度来说, 就没有解释力了。

新古典理论家们实际上做的是短期分析——存在通货膨胀和失业——而该分析却将通货膨胀和失业看做外生力量所导致的结果。货币主义学者将外生力量——货币供给不当的变化——看作失业和通货膨胀产生的原因。新古典凯恩斯主义者对于失业和通货膨胀是怎样产生的并没有达成一致的意见。他们的短期理论令人感到困惑: 他们相信经济不会维持充分就业状态, 但是他们又难以

7 Gerard Debreau, *Theory of Value* (New Haven: Yale University Press, 1959).

识别导致失业和通货膨胀的机制。

新古典综合的分析工具和技巧除了用于阐明分散的市场过程导致连贯性之外，还用于说明分散的竞争市场机制会实现最合意的结果。这个最合意的结果具有特定的特征：所有人都是平等的，资源（从而收入）的初始分配完全平等。由于我们的目标是说明怎样才能做得比现在更好，但是毕竟多大的脚穿多大的鞋，所以我们可以不考虑最合意的状态。尽管由于在市场经济学中决定生产和消费的过程使得连贯性得以存在，但是市场经济的过程能够产生打破这种连贯性的相互作用的力量。因此，由于存在导致经济不稳定的因素，完全通过市场机制的作用达到最完美的结果是不太可能的。

116 当前的理论使得经济在死气沉沉的环境下发展，在这个环境中，毫无个性的代理商们不断进行着虚无的拍卖和聚会游戏。在我们这个存在着不完美知识和不准确行为的世界中，主流经济理论分析却将完美的知识或幻想出来的能力用作模型计算的条件。然而，这些模型（现在已经高度数学化了）现在变得很有趣，因为它们表明连贯性是可能存在的。但是，现实生活中的人们需要明白的是，市场进程能够有多大程度上被用来产生预期的结果。经济政策所面临的现实问题是，要辨别不稳定性的来源并决定进行政策干预来抑制不连贯性的出现，而对于那些依靠自身运行就能保持连贯性的市场，要尽量避免进行干预。

连贯性和政策

如果一个经济中各变量之间的关系足够稳定，系统对外界变化的反映就是可以预测的，那么系统就能保持性。在一个经济中，连贯性是指，各种商品和服务（包括劳动）的供给和需求数量总能大致保持相等，只要经过细微的调整就能达到并维持实质性的平衡。在这样的经济中，计划、干预、监管或者控制都是不需要的。

然而我们都知道，市场体系的连贯性有时候会被打破：20世纪30年代的经济大萧条就是一个例子。因此，经济理论不仅要阐述定价过程的连贯性，而且还要考虑到连贯性被破坏的可能性。要达到这样的目的，其中一个途径就是建立一种理论，该理论不承认不连贯性是经济内在过程的结果，却认为当发生意外的冲击或者一些制度上的失常时，定价过程将崩溃。如果混乱是由外界因素引起，那么偶尔的混乱并不影响实质上的连贯性。

如果说新古典综合理论是有效的，那么经济中显而易见的不连贯性就一定是由外部因素引起的，比如不完善的制度或者人类判断的失误。外部力量比如

中央银行(美联储)对经济事件进行干预,显然成了表面不连贯性的一只替罪羊,其他的外部力量还可能包括工会、有垄断力的大型企业、外国企业联盟和政府。很多经济学家正是用这些外部影响来解释 20 世纪 30 年代的经济大萧条、20 世纪 70 年代的通货膨胀和 1981—1982 年的经济衰退。

对于那些看重未来收益的市场来说,很难出现对连贯性应有的反映;在某些市场中,分散的定价过程也许能够维持连贯性,然而对于其他的市场来说,定价过程在发生效用的同时会打破这种连贯性。如果这是经济所特有的性质,那么就非常有必要弄清楚,是否有必要采取政策或建立某种制度来限制或者抵消导致不连贯性的定价过程。 117

如果一个分权的资本主义经济中定价机制只有在合适的政策或者制度规范下,才能够产生连贯性的结果,那么政策干预就是必需的,市场机制则是用来解决一些细节上的问题。一旦这种有条件的连贯性被认为是资本主义经济的一个特征,那么人们就不会再盲目地相信和接受市场的作用了。此外,在存在有条件连贯性的经济中,法律的制定和制度的改革会影响到维持连贯性所需要采取的政策措施。政策的制定并不是一劳永逸的:随着制度和关系的变化,维持连贯性的政策也应该发生相应改变。

此外,要想保持市场的连贯性,需要遵循一个替代原则。这个原则的一个方面是,如果供给条件变化导致消费或生产中的商品(或服务)价格相对于其他价格上升(或下降),那么商品(或服务)的数量将会减少(或者增加);这意味着需求曲线的斜率通常是负的。替代原则的第二个方面是,如果商品的价格上升(下降),那么其他商品的数量将会增加(减少)。也就是说,相对价格上升的商品需求数量将会减少,而相对价格下降的商品需求数量将会增加。替代原则说明,较高的相对价格会抑制和降低人们对商品或服务的使用,反之亦然。

如果替代原则能够起到充分的作用,那么对于家庭产出和企业投入来说,分散的市场是可信赖的工具。但是,在金融和资本资产市场上,存在着大量投机性和预测性的因素,替代原则并不总是适用的。一些金融工具或资本资产相对价格上升的结果很有可能是这些金融工具和资本资产的需求数量增加。价格的上涨可能为下一轮价格的上涨提供条件。

证明交换经济是连贯的和稳定的并不能说明,有着资本主义金融制度的经济就具有同样的性质。由失业所引起的工资和价格变化并不总引起投资的增加,虽然这个增加是消除失业所必需的。资本主义经济也许需要外部的控制和协调机制。事实上,中央银行和其他的金融控制装置都是对金融市场中令人头疼的不连贯性作出的反应,这种不连贯性表明自由市场将不会是有着资本主义金融 118

制度的经济所需要的通用政策处方。

新古典综合理论的根源：价格作为决策依据

瓦尔拉斯的基本构架或者说新古典综合理论的价格理论核心是家庭偏好体系和工厂的生产函数。该理论的研究对象是家庭和商业企业。⁸该理论假设，家庭追求预算(或者总支出)约束下的福利最大化，而企业则追求生产可能性下的利润最大化。

新古典综合理论的任务是证明追求利润最大化的企业(用生产函数描述)和效用最大化的家庭(用偏好体系描述)在市场中相互影响从而达到连贯性的结果。为了达到这个目的，供给和需求曲线由潜在的偏好体系以及给定商品和产出投入价格的生产函数决定。在竞争的市场中，假设每一个参与者都按照市场给定的价格买卖自己的商品。因此，每一个市场参与者都是被动的，市场彻底而且权威地控制着一切。

这是一个完美的结果。在不受个人因素影响的 market 面前，每一个人都是价格接受者，然而市场中的控制个人行为的价格实际上是个人行为所决定的，只不过是市场决定的形式出现。如果一系列价格导致所有市场中的供给与需求不相等，那么价格将会发生变化：一些供给过剩产出的价格将会下降，而一些需求过剩产出的价格将会上升。每一套新的价格体系都将会通过这样的途径影响需求、供给和收入，从而达到提高系统协调性的目标。因此，供给或需求过剩都只是暂时的情况，市场机制是一个有效的调整机制。事实上，供给和需求理论提供了市场经济所需要的所有的条件。

如果每一个单位都假设价格一直以来并将永远起支配性作用，而且市场体系没有达到充分协调，并在这个假设下进行生产和消费，那么价格就会发生变化。如果在价格发生变化的条件下，各单位仍然认为新的价格体系一直并将永远起支配性作用——价格变化永远都是无法预测的——那么系统将会通过调整使其改善从而达到协调。没有人发出信号，也没有进行演练，然而每一个单位都遵守规则，并像经过严格培训的出色成员一样行事。在现存价格永远起支配性作用的假设下，任何一个个人没有选择的余地，而只能追求自身利益最大化

8 我们在这里强调一个常常被人们回避的矛盾：生产函数是适用于工厂的，而与生产函数相应的行为主体则是企业。工厂是技术性主体，而企业则是金融和管理性的单位。工厂存在于所有经济中，而企业则仅是资本主义经济中的金融单位。

的经济将会实现一系列协调的结果；没有权力的单位和在现存价格下生产和消费的单位作为参数保证了连贯性。⁹

对有垄断力的企业和这种企业所在的市场之分析与新古典综合理论的核心没有任何关系。太多的垄断和垄断企业之间的竞争与对抗可能会破坏市场实现连贯性的能力。

除此之外，如果各单位认为当前的价格并不必然是未来的价格，而且他们在作决策时考虑了未来的情况，那么市场作为有效的协调机制就可能失灵。资本资产和融资决策本质上包含了时间的变化，存在过去、现在和未来的概念。当然，资本资产定价决策必须考虑项目整个生命周期所发生的事情，当前的决策必须考虑未来，而当前发生的则是过去决策的结果。坚持认为所有这些决策都是基于某个因素永远都起支配性作用的预期，或者换种说法，坚持认为理性代理人都是在已知未来的情况下作出决策，这些幼稚的观点不可能一直存在。¹⁰ 120

存在垄断力量的经济中，当发生融资和投资行为时，当前的价格并不能作为决策的依据。在这些案例中，价格要么随着单位自身的决策发生变化，要么未来预期在决定行为时起着举足轻重的作用。在这些条件下，市场不能作为有效的控制和调节机制。

我们现在用一分为二的观点分析市场。一方面，如果单位被迫依据价格作决策，而且在当前价格将会持续到未来的假设条件下行事，那么市场是一个非常有效的控制和协调手段。另一方面，如果单位知道其行为将会对价格有一个有益的影响，或者当前价格并不会一直起支配性作用，那么市场就不能达到连贯性的结果。

在市场经济中，价格在家庭中间分配产出，而且将有多种用途的生产资源配置到各种产出的生产中。因此，根据新古典的价格理论，价格体系具有分配和配置资源的功能。然而，在一个存在资本主义制度的经济中，价格不一定表明过去的融资和资本投资决策有效，同样不一定能将收入分配给工人和资本资产所有者。但是，资本资产补偿和资本资产服务向各种产出的配置两者之间的关系，并不像劳动补偿和劳动服务向各种产出配置两者之间的关系那么直

9 Oscar Lange, "On the Economic Theory of Socialism", *On the Economic Theory of Socialism*, ed. Benjamin E. Lippincott (Minneapolis: University of Minnesota Press, 1938.)

10 “理性预期”学派认为代理人不能预测未来，但是他们能够基于对经济如何运行的有效知识（比如，一个理论）明确表达自己的预期。如果我们在“理性预期”学派的结论中加入几个命题，即每一个代理人的决策都是基于系统行为的支持理论，一般均衡理论是解释这个世界的最合适表述，以及那些依据一般均衡理论行事的单位将会获得成功，那么就出现了一个均衡和关于经济的平衡观点。（参见 Robert E. Lucas, Jr. op. cit.）如果经济没有遵循一般均衡理论，如果它存在内在的不稳定性，如果经济中的单位都照此行事，那么理性预期将会加重经济的不稳定性。

接和简单。时间、投资和融资都是困扰新古典综合理论的因素，一旦在一个资本主义环境中引入与资本积累相关的问题，该理论就被彻底打败了。

大体上，新古典理论中意义非凡的一部分可以浓缩为把经济看作一组相互关联的供给和需求曲线。每一个商品都有相应的一条供给和需求曲线。这些曲线将商品的数量与该商品的价格和其他商品的价格联系起来，价格是新古典理论中决定提供或获得商品数量的一个信号。对于消费支出全部来自于收入，且购买不仅是一项重复活动，而且并不是总预算支出的全部来说，这种看待经济的方式就足够了；但是，在购买是一种唯一的行为并在一段时间内都会产生重要结果，而且涉及大规模融资(其中包含了未来的承诺)情况，也就是说，在对支出的预算约束依赖于金融市场决策的情况下，这种看待经济的方式就是无效的。

独立的供给和需求曲线，与系统将会不断发生变化直到所有的市场同时达到供给和需求平衡为止这个动态假设一起，共同构成了供给和需求理论；这个理论为各种传统教科书和时评的作者所津津乐道。但是，该理论只有在特定的市场上才成立，这个市场只能在给定的预算条件下进行消费和支出。一旦预算方程(决定了需求曲线)受到融资条件和对未来预期的影响，供给和需求曲线就会移动直到达到均衡的假设将不再成立。包含投融资的市场中，价格、数量和支付承诺可能会由于未来需求或利润而不再得以维持。

新古典价格理论的观点、构想和结论都是前凯恩斯主义(pre-Keynesian)，从某种意义上说，凯恩斯引入理论中的问题和看法在新古典中从未体现出来过。然而，新古典综合理论是前凯恩斯理论和凯恩斯《通论》思想相结合的产物。价格理论中并没有将两者结合起来，在经济分析的范围扩展到包括就业、货币工资和货币价格的决定时，新古典才结合了两者的观点。因此，尽管今天的总需求理论与前凯恩斯的总需求理论大相径庭，但是新古典总需求理论中的大部分内容都忽略了凯恩斯的理论贡献。

新古典总需求理论：以前凯恩斯理论为基础

新古典总需求理论是新古典价格理论中确定就业、产出、积累和价格水平的分析方法和分析框架的延伸。该理论基于一个冒险的假设，即一旦相对价格和数量取决于新古典价格理论中的变量关系和过程，那么产出和就业也就确定了。新古典总需求理论唯一要解决的问题是如何确定货币价格。

新古典总需求理论的主要内容是总生产函数和集合偏好系统。通过总生产函数,可以推导出就业和产出之间的关系、劳动的需求曲线和一条资本资产存货增量的需求曲线(即投资的需求曲线)。从集合偏好系统则可以得出劳动的供给曲线和一条储蓄的供给曲线。劳动的供给和需求曲线都是经过实际货币工资(即所谓的真实工资)的函数。它们的交点决定了真实工资和就业水平,此时经济处于充分就业状态,因为这是劳动的需求和供给曲线相交时的状态。一旦就业水平确定了,就可以通过生产函数计算产出。

如果将新古典价格理论作为总需求分析的基础,那么劳动力市场在决定总产出的过程中就起着主导性作用。由于凯恩斯的一些观点被新古典综合理论吸收,所以劳动供给和需求曲线交点所决定的真实工资和就业水平成了市场所追求的目标。在新古典理论中,如果劳动需求少于供给(也就是说,如果存在失业),那么说明有一个外部障碍在阻止经济达到交点处的真实工资和就业水平,或者经济需要经历一个过程才能最终达到充分就业状态。如果失业持续存在,那肯定是因为真实工资太高,工会压力或相关法律等外部障碍阻止了真实工资下降,或者是因为经济正在走向均衡的过程,但需要一段很长的时间才能达到均衡状态。

供给和需求分析还用来推导储蓄、投资和利率。储蓄的供给函数反映了一个假设,即只有保证未来消费将会增加的条件下,人们才会放弃现期消费。未来消费的增加量可以通过一个折现率进行折现,这一方法可以算出现在放弃的与未来获得多少是相等的。假设偏好系统就是当前消费的减少量需要未来消费的不断增长来予以补偿。这样的话,当前收入中用于储蓄的部分就是利率的增函数。 123

投资与储蓄非常相似,因为它也是牺牲当前的利益以获得未来的收益。投资者通过现期对投资产出的投入来换取未来收益,当投资产出被用于生产资本资产时,未来收益将会增加。如果已知当前投入成本和未来收益,那么对于每一个投资项目都可以计算出一个折现率。

假设储蓄是利率的一个函数,投资也是利率的一个函数,并且利率变化直到储蓄和投资相等,这时就可以确定储蓄和投资的均衡数量以及利率。因此,这样确定的储蓄、投资和利率与其他价格的确定没有不同之处。

积累率取决于节俭(这是偏好系统的一个特征)和生产率(可以用生产函数来描述)。在确定利率时,并没有用到货币、债券和其他金融工具以及金融市场。在新古典理论中,债券和股票市场中不断变化的利率和明显变动缓慢(如果发生变动的话)的资本资产生产力(由生产函数表示)之间的联系并没有得以揭示。根

据新古典理论，如果投资迅速降低——就像 1929—1933 年发生的那样——必然是因为促进生产的资本资产存货增加的能力突然降低，或者是因为用于补偿过去消费的未来支付突然增加。按照新古典的观点，投机、融资条件、过去的金融债务以及不断变化的总需求行为，都与储蓄、投资和利率的确定毫无关系。

在新古典理论中，对未来消费的当期需求能够得以实现的唯一办法是储藏一些当期产出，这些产出可以是供消费的商品，也可以是生产能力。储蓄的供给必须转变成对存货和更多资本资产的需求。货币和融资在任何地方都不会影响真实变量——产出、就业以及当前消费和投资之间的产出分配。另外，利率也与反映节俭程度和生产力的货币无关。

但是，货币随处可见，而且是一种经济现象。不仅如此，我们买商品时支付的价格是货币价格。经济学家必须重视货币，尽管这个研究主题对持乡村市场观点的经济学家陌生，对纯粹的理论家来说很不对胃口，因为当货币受到关注时，本来被公认的抽象推论中就加入了制度因素。¹¹

货币数量论

在新古典理论中引入货币，是为了将真实工资和商品的相对价格转变成我们所观察到的工资和价格，也就是名义工资和名义价格。在新古典理论中，货币与融资和融资行为的关系无足轻重。即使货币是不变量，并且其他价格和价格指数相对于货币单位价值发生变动，根据新古典理论的定义，货币是中性的。货币不影响收入，根据新古典理论的观点，货币仅仅通过促进商品和服务交易来产生收益。因为在新古典的世界中，不存在不确定性，所以并不能通过拥有货币去抵抗不确定性从而获得主观利益。

货币有时候被作为价值储藏手段，因为它是对商品和服务的控制从一个时间延伸至另一个时间的一种途径。然而，根据新古典理论的观点，要使储蓄和投资相等，资本资产是将消费从今天延伸至未来的方式。货币作为储藏手段，与利率为了保证投资与充分就业的储蓄相等而作的调整是相悖的。

在一个使用货币的世界中，用货币支付的价值与按货币收到的价值两者是相等的，买进商品和服务的价值与卖出它们的价值是相等的。这些证明了任何交易的双方在名义价值上都相等：转移的货币价值与买卖商品、服务或资产的

11 “货币存在性给理论家们提出的最大的挑战是：最成熟的经济理论失去了生存的空间。当然，最成熟的经济理论是瓦尔拉斯一般均衡理论中的 Arrow Debreau 理论”。Frank H. Hahn, *Money and Inflation* (Cambridge: MIT Press, 1983), p.1)

价值都是相等的。

为了在构造一个理论时利用恒等式，我们必须要为这个恒等式中的变量建立行为关系。这个恒等式是由费雪相关理论演变而来的交易方程¹²，一般形式为 $MV=PT$ ，其中 M 表示货币供给， V 表示货币流通速度， P 表示物价水平， T 表示交易商品数量。在将恒等式转换成货币数量论的过程中，存在以下假设：

1. M 由“权威机构”给定；
2. V 由制度因素决定，比如现存的生产集合与支付习惯；
3. P 表示物价水平，由货币数量论决定；
4. T 表示产出，由劳动的供给和需求以及生产函数(根据该定义，产出 O 代替交易量 T 方程也是成立的)决定。

如果在货币数量论中加入由收入决定的劳动力市场、由利率决定的储蓄-投资以及产出的消费-投资分配，那么就可以建立一个用于确定价格水平及其变化的精确理论。“货币中性”是一种传统的说法：它的意思是，货币除了影响价格水平之外，对其他因素都不产生影响。¹³

因此，在货币数量论中，一般工资水平和价格水平内生地决定了货币供给函数，但是它忽略了货币由制度因素决定的重要性。在一个货币主要由商业银行活期存款构成的经济中，很多商业企业的融资都涉及货币创造——比如记入银行账簿的债务——和货币减少(destruction)——比如偿还债务。货币对经济行为的影响与其创造和减少的过程存在某种程度的联系。但是在货币数量论中，货币供给增加所导致的结果与货币是通过掠夺、企业融资还是政府购买的方式进入经济是没有关系的。货币是如何产生的，以及在一个成熟的资本主义经济中货币的复杂性质被忽略的程度，这些因素都是不重要的。

新古典总需求理论：总结

新古典总需求理论是一个包含多层内容的体系：劳动需求和供给决定就业、真实工资，将就业引入生产函数后还可以决定产出。产出在消费和投资之间的

12 Irving Fisher, *The Purchasing Power of Money* (New York: Macmillan & Co., 1911)。

13 在凯恩斯理论中，货币从来都不是中性的。列昂惕夫在对《通论》的评论中[*The Fundamental Assumption of Mr. Keynes' Monetary Theory of Unemployment, Quarterly Journal of Economics* 51 (Nov. 1936)]指出，凯恩斯的系统是非中性的。在对列昂惕夫和其他反对者[“*The General Theory of Employment*”, *Quarterly Journal of Economics* 51 (Feb. 1937)]的反驳文章中，凯恩斯辩论道，货币中性论的假设使古典经济学成为一个特例。凯恩斯的反对者，如弗里德曼(参见“*The Role of Monetary Policy*”, *American Economic Review* 56 (March 1968), pp.1-17, 以及卢卡斯，参见 *Studies in Business Cycle Theory* (Cambridge: MIT Press, 1981)，在主张货币长期中性时，采用了各种权宜之计以实现暂时的货币非中性。

分配反映了生产力和利率(由储蓄和投资过程决定)决定的节俭程度之间的一种调和。货币数量理论决定了价格,但是真实变量——生产、就业、生产技术、投资等——的确不受货币的影响。

新古典总需求理论是用于解释相对价格和产出的模型之延伸。每一种商品及其市场都可以被看做一个独立的实体,这样的话系统可以满足所有商品市场和货币市场同时达到出清状态。在这里,货币作为特定商品的替代品或互补品;然而,在总需求理论中,过剩的货币供给有可能产生对商品的过度需求。但是对商品的过度需求会导致商品在市场出清时的货币价格上涨。一般来说,在给定货币工资的情况下,较高的价格水平会降低真实价格或实际工资。这样的话,如果将货币数量理论加入到相对价格决定体系中,就可以建立一个相互依赖的一般模型。

127 新古典模型是一个充分就业模型,所有愿意在现行实际工资水平就业的人都被雇用。市场动力主要是指总需求的动力。假设一个市场——可以是除臭剂市场、劳动市场或者储蓄-投资市场——中的非均衡主要由自身的市场动力解决。我们讨论的是经济如何从最初的不平衡达到均衡状态,但是经济是如何通过自身运行方式达到初始条件的,这与我们的分析无关。

在新古典理论中,外界的冲击破坏市场的平衡,市场又将其转变成新均衡的决定性因素。也许以上观点和金融不稳定假设——是本书后面的核心内容——的基本分歧主要在于对非均衡的观点以及这些不平衡是怎样产生的。对于新古典综合理论来说,对充分就业-稳定价格水平均衡的偏离必然是由外界冲击引起的;严重的偏离,比如20世纪30年代的经济大萧条、20世纪60年代中期持续很久而且不断加速的通货膨胀,以及1974—1975年和1981—1982发生的严重经济衰退则是由外界剧烈的冲击引起的。因此,在新古典理论者的观点中,只要经济表现不合意就是外部冲击导致的。通常的肇事者总是货币体系和政府。经济萧条和通货膨胀是货币制度结构、货币政策实施,以及影响制度或改变政府行为水平的政府政策共同导致的。特别地,要了解货币体系出了什么问题只需要了解货币数量行为。货币制度和货币市场的行为及其演变决定了货币的变化,而这种没有差动效应(differential effect)的货币变化是允许存在的——尤其当是由货币变化引起经济动荡,而非经济环境的不断变化导致货币变化时。

在解释我们经济中的行为以及为经济制定政策的时候,新古典模型并不具有说服力。它忽略了太多的因素,或者说运用了太多的假设。新古典理论——以及以其为基础建立的新古典综合理论——对于制定经济政策确实有一个重要而有用的贡献。该理论说明了,竞争市场机制能够按照消费者的需求进行生产,

虽然这是在严格的条件下才成立的，这意味着，对于那些具备合适条件的分支部门来说，市场是可依赖的，尤其是如果市场在以下情况中不起决定性作用的时候：(1)经济的总体稳定，(2)投资速度甚至投资方向的确立，(3)收入分配，(4)那些每一单位产出或劳动都需要使用大量资本资产的部门之价格和产出的确定。最后一点是通过将新古典理论处理资本资产的定价方式和收益的特殊路径，与返还资本资产(由我们经济中所确定的)的实际路径相比较而得出的。 128

因此，古典理论的一个重要定理——它作为连贯性可能存在的证据——还是有价值的。经济的需求曲线反映了消费者偏好——当收入分配被人们所接受，并且津贴被作为偏好系统的文化决定论时。当特许权税和津贴既用于限制产出又用于扩大产出时，连贯性将能得以维持。然而，连贯性能够维持的自由放任市场经济已经不再存在了；事实是，一旦游戏的总结果被非法操纵的话，那么对游戏细节的干预都将是没有任何意义的。

当代主流理论： 后凯恩斯综合理论

米尔顿·弗里德曼曾经说过，新古典理论的基本观点是：“尽管企业与货币在我们真实经济中很重要，尽管它们产生了大量而复杂的问题，但是在一个没有企业与货币的简单交换经济中，市场通过自身力量达到经济协调之特点显而易见。”¹根据这个观点，“货币作为一种促进交易并促使买卖行为被分成两个部分的工具而被引入。”²经济理论家们所构建的那些模型都表明了一个观点，即从理论上来说，虽然是在严格的条件下，但对于不受明显控制的市场来说，有可能实现连贯性的结果；此外，这种抽象的经济还不存在破坏连贯性的内在过程。因此，在债务紧缩的螺旋下降阶段或通货膨胀加速时期，经济所表现出来的不连贯性并不适用新古典经济理论。

到1930年前后，过去的经济理论已经不能解释20世纪30年代的经济大萧条了。根据新古典理论的观点，应该是外部的剧烈冲击导致了这样一场严重的经济衰退，但当时除了股票市场的崩溃之外，并不存在其他所谓的剧烈冲击。³而且，主流经济理论并没有对股票市场的崩溃、随之发生的债务紧缩以及股票市场的崩溃如何能够导致经济的严重衰退这些问题作任何解释。尽管介绍了整个19世纪和20世纪初爆发的经济周期、金融危机和严重衰退，但是上一章介绍的新古典理论却没有对这些事件进行解释。美国经济在1929—1933年发生的严重衰退，伴随着一系列金融市场危机、大量的银行破产以及全国范围内的失

1 Milton Friedman, *Capitalism and Freedom* (Chicago: University of Chicago Press, 1962), p.14.

2 同上。“引入”是指引入理论而非引入真实经济中。

3 Peter Temin, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* (New York: W.W. Norton, 1976), and Milton Friedman and Anne Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960* (Princeton: Princeton University Press, 1963), 认为在大萧条之前确实存在严重的干扰因素。Temin认为，之前的严重干扰因素是消费的下降；弗里德曼和施瓦兹则认为是货币供给的减少。对他们来说，经济大萧条并不是经济发展的必然结果。

业。在那几年里，银行、其他金融机构和企业的破产经常发生，并且其间常有突然的破产发生。这就明确对经济学家们提出了一个问题，即有必要更好地理解为何我们的经济会产生如此巨大的波动。对经济周期的研究是20世纪20年代经济学界的重要工作，并且由此涌现出了各种各样的经济周期分析方法。一个新的理论脱颖而出——凯恩斯赢得了这场理论革命。⁴

1931年8月，凯恩斯阐明了货币是如何进入我们的经济生活以及货币是怎样影响我们的经济生活的观点，这与新古典理论的观点形成鲜明对比：

131 我们的资本财富由大量的真实资产构成——建筑、商品存货、制造过程中和运输过程中的商品，等等。然而，这些资产的名义所有者为了拥有它们必须不断借钱。那么，按此推断，财富的实际所有者是对货币，而非真实资产拥有要求权。这种“融资”绝大部分来源于银行系统，银行作为中介，通过吸收定期存款，并将这些存款贷给需要资金的客户，从而保证其能够为真实资产的购买融资。真实资产和财富所有者之间的这层面纱，正是货币在现代社会最具标志性的一个特点。⁵

根据凯恩斯的这个观点，货币产生于为投资而融资和资本资产头寸融资的过程中。增加的货币数量要么首先用于为增加产出的投资需求而融资，要么为增加的资本存货或金融资产需求融资。创造货币的同时，从银行借款的人就对贷款银行有了支付货币的承诺。在银行借贷过程的最初，货币是现金流承诺中的一部分，或者更准确地说，货币是经济中企业部门的一个环节，最终取决于企业所获得的总利润。在一个政府力量较弱的经济中，就像1931年凯恩斯提出上述观点的那段时期，当银行家及其企业客户愿意增加现期负债时，货币供给就会增加。只有在银行家及其客户都相信企业的未来收入将能偿还债务的情况下，这种行为才会发生。

另一方面，银行贷款的下降会导致货币供给的减少。当绝大部分银行家和(潜在的)企业贷款客户都认为企业未来的利润不足以履行承诺从而会产生新的债务时，就会发生银行贷款的单边下降。银行经营失败是因为，它们将失去其资产应得的现金，它们为获利而出售的资产价格下降，或者是因为它们不能处置(出售)自己的资产。银行家对企业偿债能力的预期，反映了它们对存量贷款

4 凯恩斯在给萧伯纳寄去的一张明信片中写道：“我相信我正在写一本经济理论方面的书，这本书将使人们思考经济问题的方式产生大规模的革命。”引用于 Roy F. Harrod, *The Life of John Maynard Keynes* (New York: Harcourt Brace, 1951)。

5 John Maynard Keynes, “The Consequences to The Banks of The Collapse in Money Values”, *Essays in Persuasion: Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 9 (London: Macmillan, St. Martin's Press, for the Royal Economic Society, 1972), p. 151.

和经济将怎样运作的预期之经验判断。企业成功地履行其对银行的偿债承诺会导致货币供给的增加，因为这种行为激励了债务融资；相反，如果商业企业不能够履行其债务承诺，货币供给就会减少，因为这会导致银行不愿意为企业债务融资。因此，货币供给完全可以在经济内部决定，因为货币供给的变化反映了企业利润的预期以及银行对商业环境的判断。

根据凯恩斯的观点，货币涉及所有权问题，货币的所有权决定着资本资产 132 融资的方式。因此，货币创造和持有的期限，属于对未来的预期影响当前行为这种机制的一部分。当货币供给由于企业借贷而增加时，银行及其企业借款者会对未来有一个乐观的预期；相应地，对未来的悲观预期会导致银行及其企业客户减少贷款，这将降低货币供给。经济在运行过程中的一些内部因素对已实现和预期利润以及融资合同期限的影响，会使人们对未来的预期从乐观变为悲观。更加具体一点讲，发现履行债务承诺很困难或者不可能偿债的债务人增加，会导致银行怀疑关于债务融资的新建议，甚至是企业不能履行其债务合同时减少可获得的银行资金。

对于凯恩斯来说，银行及其借款者铭记过去，评估现在，并认为未来不会重复。成功的银行家不会自动认为当前的价格和现金流是在过去和未来就一直存在的。因为银行及其企业客户都意识到了时间这个因素的存在，他们认识到自己是在面临不确定性的条件下做出的现期决策。日历时间和用银行债务（也就是用货币表示）表示的债务承诺在一个经济中有着非常重要的作用，同样在资本资产头寸融资的过程中也扮演着重要的角色。本章开篇提到的弗里德曼的观点，在我们的经济如何运作这个问题上，以及对经济的简单评论上，都与凯恩斯的观点大相径庭。

经济大萧条所带来的严重后果将会蔓延至各个国家，在这个过程中越来越明显的结论是，用于解释经济行为的理论，需要将货币和金融变量与对连贯性存在或不存在的解释结合起来。在纯理论中学到的知识与在经济研究所的货币银行课程中学到的知识之间的界限变得模糊了。⁶

凯恩斯的资本主义经济理论将华尔街与经济大萧条联系起来。早于凯恩斯理论的新古典理论和目前在经济理论中占据支配性地位的新古典综合理论的奇怪之处在于，它们既不承认股市崩溃对经济协调性的重要影响，也不承认经济 133 是不协调的。

凯恩斯对以下问题重新进行了定义，即经济理论必须要解释我们的经济为何如此容易产生波动，而不是认同分散市场可以自动达到协调的观点。凯恩斯

6 Paul A. Samuelson, "What Classical and Neo-Classical Monetary Theory Really Was", *Canadian Journal of Economics* 1, no. 1, pp. 1-15. In Clower, ed., *Monetary Theory* (Harmondsworth, England: Penguin, 1969).

对资本主义经济表现的解释强调了投资、投资的融资途径以及融资承诺的影响。凯恩斯分析的核心部分是，通过考虑存量资本资产的收益性、投资和持有资本资产的资金状况以及投资的资金供给状况，建立了有效投资需求理论。在这个理论中，投资是一个耗时的过程，主要依据对利润的预期，因此投资决策永远都是在不确定的环境下作出的。由于不确定性的存在，投资者及其资金提供者会追求能够抵抗偶然不利情况的资产和负债结构，同时在经济环境发生变化以及他们对未来经济的预期发生改变时调整自己的投资组合。

20世纪30年代的经济大萧条期间，金融体系崩溃，产出、就业和资产价格大幅下滑，凯恩斯的《通论》正是写作于那之后。其理论的核心部分是在不确定性和资本主义金融环境下分析投资问题。对于经济理论的发展来说，不幸的是，在理解我们的经济是如何运作的以及怎样设计政策以改善经济业绩时，对凯恩斯《通论》的规范解释都忽略了凯恩斯的经济周期投资理论和不确定环境下的投资金融理论，这些存在重大缺陷的理论进而发展成今天的正统理论。凯恩斯闪烁着智慧光芒的理论，被一群只会提出平庸政策建议的经济学家们解释得毫无出彩之处。⁷

对《通论》的主流解释将凯恩斯理论与古典理论(见本书第5章)相结合，并称其为新古典综合理论。虽然凯恩斯在《通论》中建议经济学家们用一种全新的观点来研究经济，但是今天的主流理论中仍然只是保留了能够与旧理论统
134 一的那部分内容。主流理论忽视了凯恩斯的一个重要观点，即经济总是处于一种暂时状态，因为它要为了应对经济内部破坏平衡的力量而积累。凯恩斯在1935年提出的理论中阐述道，在资本主义经济中积累的结果是，经济的成功运行只是一种暂时的状态；不稳定性是资本主义内在的不可避免的缺陷。

普遍的观点是，大萧条是由各种特殊因素引起的。这个观点认为，合意的政策能够确保这种经济萧条不会再次发生。20世纪50年代和60年代的主流理论似乎认为，只要政策得当，那么充分就业状态和稳定的价格就能够实现并得以维持。内在的破坏性力量被忽视了。新古典综合理论变成了一个没有资本家、资本资产和金融市场的资本主义经济学。这样导致的结果是，今天的主流理论中，已经几乎没有凯恩斯的思想了。

7 Hyman P. Minsky, *John Maynard Keynes* (New York: Columbia University Press, 1975)。

凯恩斯理论的演变

为了理解各种对凯恩斯《通论》的解释以及《通论》的影响，我们有必要记住一些重要的时间段。在美国，经济大萧条发生在1929年末到1933年初。直到20世纪30年代末经济才完全恢复过来，那个时候第二次世界大战正从欧洲开始爆发，军费支出大幅上升。

凯恩斯具有划时代意义的理论著作——《就业、利息与货币通论》——于1936年正式出版(前言上写的是1935年12月13日)。对《通论》的评论和说明(大部分是数学化的)最早出现在1937年。

罗斯福在1933年也就是他执政的第一个任期间，做了一些旨在恢复经济的政策改革，这发生在《通论》出版之前；罗斯福的第二个任期从1937年1月开始。《通论》出版以后，其中的一些思想被用于解释经济恢复期间政府赤字存在的合理性。不过，罗斯福新政的最初方案是有根据的、合理的、基于人道主义精神的。失业者为了生存需要有收入，而工作是获得收入的途径；在罗斯福和当时的美国人民看来，不劳而获地拥有失业救济金是不可容忍的事情。虽然当时提出了一些零散的观点以说明(为刺激国民经济)政府对企业的投资是件好事，但是认为政府赤字能够增加经济中私人部门的产出和就业的观点，当时并没有作为制定财政支出计划的依据而被提出来。

罗斯福新政既是一种改革的努力，又是一个经济复苏计划。罗斯福在其第135个一任期内，即1933—1937年，主要的结构改革在凯恩斯《通论》的思想产生影响之前都是被广泛认可的。很多改革措施的目的都在于使经济大萧条不再发生，这些改革措施也正表明了改革者对经济大萧条的诠释。罗斯福新政时期，价格紧缩被看成经济大萧条的主要原因，并且人们期望能够通过政府和私人干预使下降中的价格保持稳定。然而，根据《通论》中的观点，价格紧缩只是严重经济衰退的一个征兆，而非萧条的原因。根据《通论》的观点，1933—1937年的结构改革是针对衰退的征兆而不是衰退的原因来进行的。

1937—1938年的经济不景气最主要的后果是物价上涨，这是在经济局部复苏时期市场存在限价政策的前提下发生的。经济学家们最近开始转而赞成凯恩斯的观点，比如哈佛大学阿尔文·汉森(Alvin Hansen)就强调1937—1938年经济不景气的原因在于，1936年分发给退伍军人的奖金带来的财政上的推动，1937年为了达到预算平衡而采取的紧缩的财政政策和货币政策，以及美联储为消除潜在通胀而采取的政策措施。

1937—1938年的经济不景气导致了国家临时经济委员会⁸的成立,该委员会一开始认为垄断势力和限价政策的实施才使得经济不完全地膨胀和衰退。凯恩斯思想能够被引入政策讨论中正是得益于汉森向委员会的推荐;然而,直到二战后政府干预增加,相当数量的受凯恩斯理论影响的经济学家才有机会积极参与到政策的制定中,并且对政策产生影响。

136 凯恩斯的思想在20世纪30年代末期产生了一定影响,那是因为该理论(被普遍接受的其实是它的缩减版本)认为市场机制并不一定是一个能够自动纠错从而实现并维持充分就业的体系。在20世纪30年代,显而易见,市场对经济行为的调节是失败的。即使是市场可能会纠正市场的偏差从而引导经济走向充分就业,但是至少在当时,市场并没有及时地发生作用。在类似于1929—1933年的经济大萧条之后,若要通过市场自身力量使经济重新达到充分就业所需要花费的时间太漫长,而且从政治上来说,所需要付出的代价太大了。至少,市场即使要发生作用也需要在正确的政策引导下才能实现。

20世纪30年代充满了各种改革和挽救市场机制的主张。汉森和其他经济学家将凯恩斯的理论解读为,运用适当的财政和货币政策就可以达到接近充分就业状态,而不管劳动力市场和商品市场的结构和制度如何。⁹这意味着,在制定政策的时候可以忽略产业结构和垄断力量范围这些政治上的棘手问题。有经济学家认为,经济复苏和维持充分就业状态不需要限制大集团企业和新兴企业联盟的垄断力量。垄断和卡特尔政策并不被认为是需要重点考虑的,因为它们对就业潜在的负面影响可能被合适的财政政策抵消。

劳动力市场: 决定总需求还是由总需求决定

凯恩斯思想的一个中心是,就业水平不是由劳动力市场内生决定的。正如前面所提到的,古典总需求理论模型认为,劳动力市场上的供给和需求条件决定了就业和实际工资。均衡的就业水平反映了企业的生产特性和家庭的偏好系

8 国家临时经济委员会(Temporary National Economic Committee, TNEC)是为了对经济力量集中度进行彻底的研究而于1938年成立的。参见Ellis W. Hawley, *The New Deal and the Problem of Monopoly* (Princeton: Princeton University Press, 1966)。TNEC变成了一个争论经济不景气和经济衰退原因与应对策略的论坛。

9 Alvin Hansen, *Monetary Theory and Fiscal Policy* (New York: McGraw-Hill, 1949)是对凯恩斯思想一个较为成熟的阐述。Alvin Hansen, *Fiscal Policy and Business Cycle* (New York: Norton, 1941)是更早的一个阐释版本。Henry C. Simons的评论性文章,“Hansen on Fiscal Policy”, *Journal of Political Economy* L, no. 2 (April 1942), pp. 161-196; 被 *Economic Policy for a Free Society*, op. cit. 引用,这其中建立了一个“反对凯恩斯观点”的模型。Simons的评论既可以根据各位读者的喜好而理解成一种不公平的攻击,也可理解为对干预派经济学家诡辩性(sophisticated)的一种攻击。

统。在该理论中，劳动力市场简直被看成了豌豆市场或玩具枪市场。古典理论 137
设想市场是这样起作用的，如果劳动力市场中出现了不平衡，不管是劳动供给过剩还是需求过剩，实际工资的变化将会消除不均衡状态。一旦就业水平给定，经济的生产特点(生产函数)就可以确定产出。

与以上古典理论不同的是，凯恩斯从对产出需求的决定因素开始阐述：家庭 and 企业的产出需求是从纯理论中推导而来的，政策模型中加入政府的产出需求，而总需求是各部门需求之和。倘若劳动需求小于或等于现行工资水平下能够雇用到的工人，那么就业水平就等于由产出决定的劳动需求。根据凯恩斯的观点，在通行的货币工资下劳动的供给可能会超过需求，而且为了应对失业而采取的行动对于消除过剩的劳动供给可能是无效的。凯恩斯认为这种存在非自愿失业的状态也是均衡状态。很显然，这是一个存在过剩劳动供给/劳动需求的状态，也确实存在不断下降的货币工资，仅仅在市场对过剩供给作出的反应不能够有效消除过剩供给的时候，才算达到了均衡状态。

在考虑消除过剩劳动供给或需求的过程中，有必要区分一下市场自身的反应和市场之间的反应。市场自身的反应包括商品或服务的价格和数量的变动。而市场之间的反应则是市场自身变量的变化是如何影响其他市场的供给或需求条件的，以及其他市场是如何对该市场作出反应的。在劳动市场上，市场内的变量是指劳动的货币工资和实际被雇用的劳动数量。根据凯恩斯的理论，过剩的劳动供给会导致货币工资下降，货币工资下降会降低产出的供给价格和雇用工人的收入，降低的收入会减少对产出从而对劳动的货币需求。在较低的货币工资水平下，产出的供求都将降低，从而导致物价降低；降低的货币工资并不一定降低实际工资。因此，劳动市场变量的变化对劳动供求之间关系的影响是，最开始的过剩劳动供给也许不能被消除。

尽管价格和工资的下降不一定能通过市场的自身行为消除劳动的过剩供给，但是它可能会对其他市场产生影响。在凯恩斯的理论框架内，这个问题转化成“下降的货币工资和产出价格是如何影响消费和投资支出的”。货币工资的下降通过提高实际货币供给从而降低利率。这个影响在工资和价格下降的时候 138
对消除过剩供给的力量是很有限的。此外，货币工资和价格的下降减少了家庭和企业用于履行应偿债务承诺的现金流，所以从一开始这就使事情变得更加糟糕。

新古典综合理论的精髓在于吸收了凯恩斯的理论框架，也就是总需求决定了独立于实际货币工资的劳动需求，并由此表明市场过程将最终保证充分就业。如果存在过剩的劳动供给，那么市场就必须改变产出需求，以使劳动的需求曲线向右上方倾斜。因此，过剩供给能够被及时地消除，因为总需求增加，所以

劳动需求的数量增加。

新古典综合理论最主要的原则——市场具有自动达到充分就业状态的机制——是有力的。该理论继承了凯恩斯的大量观点——其基本分析工具和失业均衡的初始状态都是符合凯恩斯思想的。他们还同意以下观点，即由于工资既是成本又是收入，所以劳动市场依靠自身消除失业是不可能的，并且承认通过减少工资，进而降低利率（通过增加实际货币供给）从而传导到投资的路径将难以实现接近充分就业的状态。然而，通过给出一个合理假设，即在同样的收入条件下，一个较富有的消费者会比较贫穷的消费者支出更多，新古典综合派就能够说明市场经济存在一种内在的机制，从理论上保证劳动的需求曲线与古典的供给曲线相交于充分就业的一点。这种市场内在机制是通过消费—收入关系发生作用的，所以取决于实际工资的数量，在任何给定的投资水平下，价格下降将导致消费—收入曲线向上移动和需求增加。这种对总需求真实的影响使得劳动市场成为决定总需求的主导力量，尽管可能会存在劳动市场就业暂时不均衡的状态。

新古典学派得出的这个结论与凯恩斯的结论有着根本的分歧。在凯恩斯的观点中，劳动市场并不决定就业和产出。货币工资被作为成本，从而产出的供给条件决定于外在因素，货币工资在确定产出价格的过程中扮演着重要的角色。凯恩斯认为，货币价格和相对价格由劳动市场和产品市场共同决定。

139 汉森-克莱因理论：初级教科书中的凯恩斯理论、 计量经济学预测和政策模拟

在凯恩斯看来，就业取决于总需求和总供给的相互影响。在对凯恩斯观点的主流解释中，凯恩斯的总供给理论基本上都被忽视了。根据凯恩斯的观点，资本主义环境下总供给的确定不仅仅像主流理论所认为的那样，只要简单地利用生产函数就可以了。在一个资本主义经济中，产出的供给和劳动的需求都只是追求利润过程中产生的副产品而已，利润预期决定了企业的产出计划和就业需求。凯恩斯认为，真实利润是通过使用劳动和已有资本资产得以实现的，而这又取决于短期内的利润预期。基于生产消费和投资产出情况而产生的短期利润预期（它决定了总供给），取决于未来对消费和投资的有效需求。长期利润预期则是确定投资需求价格时要考虑的因素。通过对生产性投资产出（其需求又取决于长期预期）的短期预期，时间因素被引入了计算劳动供给的过程。此外，在

资本主义环境下，总供给取决于融资成本，这个成本在生产产出和雇用劳动的时候是必然要发生的。因此，资本主义环境下的供给理论不能忽略生产融资的方式。尤其是，融资条件所决定的支付承诺决定了可获得的内部融资以及融资性投资的环境。

对凯恩斯理论标准的或者说传统的解释中强调一个观点，就是达到充分就业水平后，每一单位产出的供给价格将会保持稳定或者只是缓慢变动。这是因为只有在总需求超过充分就业的总供给时，工资和价格才会上涨。如果总需求低于充分就业水平下总需求的程度保持在一个适当的范围，那么价格和工资都不会降低，或者降低很少。这就产生了一个理论，在这个理论中，价格不会因为总需求在某个范围内变化而大幅改变；当总需求超过某个水平时价格就会上涨，需求降低到某个水平之下时价格就下降。

一般情况下，工资和价格的变化情况取决于一个过程，该过程类似于某个特定价格的决定过程。这些传统的凯恩斯工资和价格假设认为，当需求超过某个水平时，特定市场的供给就变得缺乏弹性；也就是说，当总需求增加时某种商品的价格将会上涨，因为供给的数量没有随需求而发生相应的变化。¹⁴⁰

如果像传统解释所说的那样，总供给是给定的，那么就业取决于有效总需求。在充分就业水平的限制下，总需求的增加主要引起就业的增加；如果没有充分就业的限制，总需求的增加则主要导致价格的上涨。为了便于分析，我们将私人国内需求分成两个大的部类：一个部类是家庭，它们获得收入并购买消费品；另一个部类是企业，它们获取当前利润和预期利润，拥有资本，而且通常有应偿债务，正是为了偿付这些债务而需要现金，或者导致了一些金融市场交易。投资是总需求中的一部分，它属于企业需求的范畴。

国外需求和政府需求也包含在总需求中。总需求等于总产出，总产出被称为国民生产总值(GNP)，它又等于消费、投资、出口与进口的差额以及政府产出之和。消费需求是税后收入的函数。由于这种行为上的定义，即消费取决于税后收入和转移支付，计算出来的收入就等于总投资、国外需求和政府需求的倍数。对凯恩斯理论的这种解释(主要由汉森提出)，即对产出的总需求从而对劳动的需求是投资、出口与进口的差额以及政府支出的倍数，这是通过消费和税后收入之间的关系推导而来的。根据这个观点，任何高于或低于目标水平的那部分收入都能够通过改变政府支出或税收来抵消，财政政策成了经济的掌风舵。¹⁰

考虑国民收入的简单形式(不存在国外贸易)，可以得出一个结论，即收入

10 Alvin Hansen, *Monetary Theory and Fiscal Policy*, op. cit. 也可以参见 A. P. Lerner, "Functional Finance and the Federal Debt", *Social Research* 10 (Feb. 1943)。

- 141 等于某个常数(被称为乘数)与投资 and 政府支出的乘积。而且,这个常数是储蓄增量和收入增量比率的倒数,该比率被称为边际储蓄倾向。

汉森的简化模型中阐明了两个思想:一个是来自收入的储蓄部分必须用于投资和政府支出;另一个是较多的投资(或政府支出)导致了较高的收入,从而又提高了用于投资的储蓄。保守的商人、政治家和公众人物都坚持认为,税收体系应该调整,以增加对企业投资的激励,因为较多的投资意味着较高的收入和就业水平,这个思想实际上接受了汉森简单模型。

在肯尼迪—约翰逊时代,就业从而供给是企业投资激励的函数这个观点是税收激励和投资信贷政策的理论基础。凯恩斯保守主义与里根的供给派保守主义之间的区别在于:肯尼迪—约翰逊关注于对公司投资的激励,而后来的里根政策则关注于家庭收入和对储蓄的激励。凯恩斯保守主义尽管极度保守,但是它潜在地认识到了过多的储蓄意愿会对投资激励产生不利影响;而后来的里根供给派保守主义者则几乎明确地认为,不管储蓄关系怎样,充分就业水平下的储蓄可以全部用来投资。

1939年9月,二战爆发后不久,凯恩斯和他剑桥的学生们受命为政府办事。后来的事实证明,凯恩斯的有效总需求理论在战争计划中是非常有用的。在二战时期,在政府的控制下,私人部门投资几乎减少到零:政府需求和消费构成了总需求。政府通过税收和(食物等的)配给的方式来约束和控制消费者支出,从而能够为战争提供足够的资源。在这样的环境下,关于凯恩斯观点中的投资、为投资而进行的融资,以及融资流(financial flow)和系统连贯性或稳定性之间的关系就变得无足轻重了。

- 142 二战期间,基于消费函数和外生决定的投资和政府支出的模型形式越来越复杂,而且变成了民营经济(civilian economy)重新恢复的基础。¹¹因此,二战后初期,基于消费函数的私人经济分析和预测工具的出现就不足为奇了。然而,这些模型要么忽略了货币和融资之间的关系,要么以一种初级的方式引入货币和融资的关系。建立这个模型的主要人物一直是劳伦斯·克莱因(Lawrence Klein)。¹²

预测模型最初是因学术研究而发展起来的,后来变成了一个用于政策分析的工具。通过将像消费和投资这样的变量引入模型,以及引入州政府和地方政

11 Nicholas Kaldor, "The Quantitative Aspects of the Full Employment Problem in Britain", Appendix C in *Full Employment in a Free Society*, ed. William H. Beveridge (New York: Norton, 1945), pp. 344-401.

12 宾夕法尼亚大学的劳伦斯·克莱因教授,是诺贝尔奖获得者,他建立了各种计量经济学模型,其中包含很多复杂的细节,尽管这些模型的分析一直以来都是很简单的。参见 Lawrence R. Klein and Arthur S. Goldberger, *An Econometric Model of the United States, 1928-1952* (Amsterdam: North Holland Publishing Company, 1955)。

府这样的部门和金融机构，收入和就业就可通过经验方程及其各变量的关系这一复杂系统确定。

建立不同的市场模型——比如耐用商品市场、服务市场和劳动市场——以及将总需求看做是这些市场行为的结果是很自然的。但是，这是一些虚构的市场，因为没有哪个市场有永久性的消费品；只存在不同种类的耐用消费品，并且每一种都是由企业生产并由零售商在具有特殊制度性质的市场上出售的。经济学家的结构模型不能与航空工程师在风洞中的实验或者计算机模拟的实验相比。这些模型不仅仅是经济如何运行的一个缩影；这些经济预测家的结构模型是简单的汉森模型中所使用的较大集合的一个分解。^{*}

基于消费函数的预测模型在各种政府机构、美联储以及许多商业服务机构中很有生存的空间，这些预测模型会根据不断出现的新数据持续进行更新。它们之所以成为最新的预测工具，主要是依赖于电脑的计算，电脑计算对经验等式进行不同形式的实验，并在其中加入不同的变量以验证其有效性。这种实验的方式意味着，预测模型的结构随着不断修改现有等式而发生变化，其结果是，各种模型预测的结果互相矛盾，混为一谈。即使是非常乐意使用经济计量模型的经济学家也难以接受这些模型中所包含的错综复杂的关系。

预测模型中将政策条目，比如政府支出和税收，以及美联储的行为都在模型中给予了考虑，该模型包含了表示总需求各个组成部分的等式。各种方程等式都有经验参数。每一个结构模型都被转变成系统决定的变量的有解方程，影响着预测家们的预测结果。然后，将预测模型中的变量换成特定日期的值，从而预测模型成为过去系统的函数。如果该模型预测很准确，那么预测的变量值就可以被作为过去值从而用于预测未来。通过这种循环的计算，可以建立一个时间序列，即得出模型的一个趋势；通过不断变化政策前提和未得到解释的变量之行为，可以产生多元化的趋势。如果这些趋势随着其政策假设的变化而改变，那么它们就是政策模拟。像“如果每个人减少 50 美元的税收，那么真实收入将会增加 4%，通货膨胀率将会提高 2%”这样的政策评估，就是经济模拟的结果。¹³

还可以通过改变结构性模型中确定的或估计好的参数来进行政策模拟，以试探法规变化的效果，例如，最低工资或制度的变化。然而，政策模拟的效果

* 分解并引入新的变量以后，需要对它们给予更进一步的解释，所以预测模型可能会变得非常复杂，尽管这些模型最核心最智慧之处其实都没有超出简单消费函数和乘数模型的内容。

13 Daniel B. Suits, "Forecasting and Analysis, with an Econometric Model" *American Economic Review* LII (March 1962); reprinted in Robert A. Gordon and Lawrence R. Klein, *A.E.A. Readings in Business Cycle* (Homewood, Ill.: Richard D. Irwin, Inc., 1965).

不会比建模的效果更好，数量经济模型也不会比一般的经济理论更贴近现实。尤其是，经济自身所创造的不稳定性并非来自与融资结构并无多大联系的模型。

20 世纪 70 年代期间，经济学家越来越清楚地意识到，那些忽略了融资关系的模型作为预测工具是不完善的；然后他们对模型进行了修改，使得货币供给——作为一种外生变量——在预测过程中成为更加重要的一个因素。我们现在
144 所运用的预测模型综合了凯恩斯总需求理论和古典货币数量论两者的思想。这些模型并没有内在的传承关系，无论它们预测得多成功，都是因为运用了用变量的过去值去估计近期的未来值的方式。类似的这种成功，只不过指明了经济中有大量的要素。

简单的汉森消费函数模型是整整一代经济学教科书的主要理论脉络，是财政政策能够很好地协调经济的坚实理论基础。该理论之所以能够长久地被认同，是因为以其为基础制定的政策和用于政策模拟的预测模型都取得了很好的效果。随着政策变得没那么有效，汉森模型失去了其长久以来保持的威信。然而，建立在极其简单的理论投入基础上的、结构复杂的计量经济模型，作为政策分析的工具却仍然有很大的生存空间。

金融不稳定性是 20 世纪 60 年代中期以后经济中出现的一个明显特点。由汉森和克莱因公式推导而来的模型不能说明经济的内在运行过程会造成金融不稳定。因此，基于这些模型模拟而作出的政策决策有一个明确的假设，即金融不稳定性不会发生，或者至少是与政策决策无关。所以，这些决策忽略了现实经济中重要的一部分，并且其结果将常常使经济无法达到其政策目标。

汉森对凯恩斯那些基于消费函数的预测和模拟模型概念的简化，为经济学家们提供了一种看待我们经济的简单、有力和中肯的方式——在大部分情况下，可以不考虑融资和货币因素。战后初期，融资和货币条件都很稳定，但是，自从 20 世纪 60 年代中期以来，这种稳定和平静被打破了，经济陷入一片混乱之中。随着混乱的不断加深，汉森和克莱因的模型失去了可靠性。基于这些模型的预测和模拟都难以再有效地引导经济：最近的经验已经表明，经济并没有按照人们预期的那样运行。

希克斯的观点

约翰·希克斯(John R. Hicks)于 1937 年提出的对凯恩斯理论框架的解释超
145 越了汉森的简化消费函数模型。¹⁴ 希克斯认识到凯恩斯理论中最本质的一部分，

14 John R. Hicks, "Mr. Keynes and the 'Classics': A Suggested Interpretation," *Econometrica* 5 (1937).

也就是金融和货币变量必须被纳入对总需求的解释中。希克斯将凯恩斯的理论理解为考虑两个独立市场的理论，一个是产品市场，一个是货币或金融(债券)市场。在每一个市场中，希克斯都推导出均衡状态下的利率和收入水平组合。他认为问题在于如何确定两个市场同时达到均衡，这与凯恩斯的想法是一致的。希克斯得出了在产品市场和货币市场同时达到均衡时的总产出和利率。

因此，希克斯将总需求的确定看做一种供给和需求问题：他认为存在利率和收入的组合使得产品和货币市场上的供求相等。根据汉森的观点，私人国内的产品需求由两部分构成：消费需求和投资需求。消费需求被作为收入和利率的函数。将收入作为变量是借用了凯恩斯的观点，而将利率作为确定消费的变量又是借用了古典理论中对储蓄的观点。

希克斯将投资作为利率和收入水平(主要是作为一种事后因素)的函数。在这一点上，希克斯强行把凯恩斯拉入了古典学派的阵营中，因为它将投资需求和利率之间的关系解释为资本边际生产力的表现。这种对利率具有生产函数性质的定义意味着，希克斯实际上假设经济会自动走向充分就业水平。在一个可雇用人员不断变化的经济中，资本资产所赚得的利润取决于总需求导致资本资产服务稀缺的程度。一家钢厂在低于其产能的水平下运作良好和在其产能水平上生产，这两种情况下从技术上说是具有同等生产价值的，尽管它在产能水平上生产比在该水平之下生产有利可图得多。

因为收入等于消费加投资，收入减消费等于储蓄，从而储蓄等于投资。储蓄和投资都取决于利率和收入。因此，存在一条二维平面上的曲线给出一系列利率和收入的组合，在这条曲线上储蓄和投资相等，尽管每一个利率收入组合都处于不同的水平。在这条曲线上，较低的利率对应着较高的投资和较高的收入：曲线向右下方倾斜。

在新古典理论框架中，较低的利率意味着较多的投资，是因为在货币工资给定的情况下，较低的利率使得在生产过程中相对于劳动来说较多地使用资本资产；而且期望的资本/劳动比率越大，投资的利率就越高。因此，较高的投资率，通过乘数效应使得收入水平更高。¹⁴⁶

对希克斯理论框架中所使用的，以及传统投资观点的利率—投资关系的争论主要是一种 hand wave。虽然较低的利率意味着用较高的资本资产率进行生产，但是投资即资本资产变化的时间率并不必然上升。保持较多资本存货的意愿并不一定意味着资本存货将会以更快的速度增加。¹⁵

15 在希克斯 1937 年的文章中，他没有对自己阐述投资函数的方式进行评论；对凯恩斯《通论》中的投资和资本资产价格的长篇讨论确实被忽略了。

人们需要货币是因为货币能促进交易，同时还用作不利情况的补偿性资产。¹⁶ 因为货币所促进的交易包含了当前收入，因此收入是货币需求中的一个变量。如果货币的补偿性收益必须与持有货币的债权收益相等，那么利率就是货币需求的一个变量。这意味着，如果收入给定，那么货币数量越多，利率就越低。更进一步地，对于任何一个给定的货币数量来说，较高的收入都是跟较高的利率联系在一起的。因此，对于任何给定的货币供给，在货币供求相等的点都存在一个利率和收入的组合；这些利率—收入组合是货币市场上可供选择的均衡。

希克斯忽略了凯恩斯所叙述的资本主义经济中货币供给在融资活动中的创造过程，他假设货币供给取决于货币当局(在美国为联储)；也就是说，货币供给是一个政策变量。货币当局可以通过货币供给数量来确定市场所需要的利率—收入组合。对于给定的货币供给，较高的收入意味着较高的利率，因为促进交易的货币会使交易增加。

在希克斯看来，均衡状态下的投资—储蓄曲线向下倾斜，而另外一条货币均衡曲线则向上倾斜。此外，两条曲线中的利率和收入都是正的。由于两者都为正，所以收入和利率都被限制在第一象限中，那么两条市场均衡曲线将会相交。只存在唯一的一个利率和收入组合能够同时满足产品市场和货币市场的均衡。如果货币数量发生了变化，那么货币市场的均衡曲线也可能会变动，从而产品市场和货币市场均衡曲线的交点也就会发生变化。

一旦收入确定了，就业水平也就确定了。让我们假设就业低于充分就业水平。在这样的经济环境中，货币数量的增加可能会导致利率降低和收入水平上升——因此使得就业水平下降。因此，在这个希克斯理论框架中，货币似乎控制着经济的运行：似乎存在一个合意的货币数量，使得经济能够达到充分就业的收入水平。

要想在希克斯模型中将失业变成一种与货币供给数量无关的均衡状态，就必须引入合适的产品市场或货币市场均衡曲线形状。达到这个目的的一种途径是详尽地描述投资函数中的投资机会。给定消费—收入之间的关系，如果零利率条件下的投资数量不能够产生充分就业将会怎么样呢？也就是说，不管由于不断增加的货币供给而导致的利率有多低(一定是非负的)，投资都不可能大到抵消充分就业水平下的储蓄。

如果是不充分的投资导致了失业均衡，那么旨在增加就业的政策可能采取以下三种方式之一：政府支出可能被作为收入；投资可能会随着政府补贴和承

16 希克斯和帕丁根以及其他新古典综合派的经济学家们在这一点的认识上存在问题。由于他们没有认识到凯恩斯关于不确定性假设的重要性，所以他们没有办法认同货币的补偿性收益。

诺的增加而增加；或者相对于所期望的利润流投资成本降低。第一种方式使政府税收和支出计划(包括转移支付)增加了收入中的消费，以至于与投资水平相适应的就业水平上升。

第二种方式，政府保证投资收益的计划贯穿了整个美国和平年代，该计划主要是对抵押贷款、各种农业计划，以及一些国防与其他公共设施支出的承诺。¹⁴⁸

采取第三种方式是为了降低投资品价格或者提高预期利润流。从肯尼迪-约翰逊时期开始，解决经济问题的政策处方通常是，用更多的投资来实现充分就业和更快的经济发展。结果是，政府制定了形式多样的税收信贷和所得税调整政策，用于减少投资的净价或者增加利润流。

在希克斯模型中，如果利率独立于货币供给，那么货币供给的变化将对就业没有影响。这就是著名的流动性陷阱——在某个特定的收入范围之内，货币供给的增加不能降低利率。

流动性陷阱观点认为货币政策是无效的。这种情况在金融危机之后很容易发生，其主要特点是无违约风险证券的利率很低，以及风险大的证券收益高。但是在希克斯的模型中，只要利率不是太低，改变货币供给的货币政策在影响收入方面还是有效的。

在教科书中，希克斯模型以前是而且将会一直是解释凯恩斯模型的基础。产品市场均衡时利率和收入之间的关系用 IS 曲线表示，货币市场均衡时的利率和收入之间的关系用 LM 曲线表示。希克斯的理论框架主要由 IS-LM 模型描述。¹⁷

IS-LM 框架不属于新古典综合理论，尽管它是新古典综合理论的研究基础。用这种方式来表述货币需求等式，使得货币需求等式可以被解释为供给数量可以发生变化的货币数量方程，这是一个关于利率的函数。IS-LM 模型中体现了一种投资函数的古典观点。希克斯模型没有包含过剩劳动供给导致劳动需求增加的机制。尽管希克斯模型很接近古典观点，但是它并没有实现古典学派所特有的劳动市场决定的均衡。

帕丁根的改革：劳动市场决定论的胜出

149

作为当时最具权威的经济学家，凯恩斯的思想却在主流理论的市场论面前败下阵来。凯恩斯的理论表明，确保经济达到充分就业的市场过程可能不存在，分散市场经济的内在调节过程可能是一个制造不均衡的过程。事实上，凯恩斯

¹⁷ Martin Bronfenbrenner, 一位经济学领域的天才，将希克斯模型归为 IS-LM 世界。

认为古典理论的连贯性结果对于资本主义经济来说并不总是有效的，因为融资与货币体系不可能总是运行良好。

凯恩斯的研究结果意味着，时代在等待一个能够推翻古典理论的智者出现。这个游戏表明，虽然凯恩斯认为自己的假设和前提条件都是合理的，但是一般来说，分散市场的过程将实现并维持充分就业，除非不让市场起作用。

凯恩斯分析的成功——也是凯恩斯经济理论没有被完全认知的原因之一——部分地是由于国民收入账户体系的发展，这与凯恩斯《通论》的出版几乎是同时发生的。国民收入账户体系是西蒙·库兹涅茨(Simon Kuznets)建立的¹⁸，该体系将收入分成与凯恩斯分析前提类似的几个类别。用汉森和希克斯建立的该体系来解释国民收入账户只是迈出了一小步。国民收入账户与希克斯和汉森对《通论》的解释之间从此建立了一种共生的关系。¹⁹

150

库兹涅茨对国民收入以及国民收入组成部分的研究表明，短期和长期的消费—收入比率之间存在差异。在短期——或者说在一个经济周期之内——消费与收入的比率是变化的：它在经济衰退期要高于经济繁荣期；但是在长期（经济周期各阶段的影响达到平均数），该比率基本保持稳定。

周期性经济扩张时期的储蓄率上升，意味着经济在走向充分就业时，投资增加的速度快于收入增加的速度。经济达到充分就业时，所需要的投资—收入比就变得难以维持经济的继续扩张了。库兹涅茨数据中消费—收入比率的显著变化表明这样一个观点，储蓄行为的周期性变化是决定经济周期性变化的一个基本因素。

长期中的消费—收入比是固定的，而短期内的消费—收入比又是变化的，这是一个明显的悖论，也正是学术研究者所热衷的一种问题。那些找寻该问题答案的研究者可以被分为两种类型：一种从社会和心理的角度进行解释，另一种则通过研究资本价值和积累的经济现象进行解释。

有一部分从社会和心理角度进行解释的研究者们认为，需要努力去增加收入，一旦达到某一消费水平，该水平就能够得以维持，虽然这其中包含了储蓄和资产出售数量的减少。²⁰ 因此，当收入在经济衰退中减少时，消费水平还是能够维持的。还有一部分从社会和心理角度进行解释的研究者们认为，消费者

18 凯恩斯在写作《通论》时引用了库兹涅茨最初的结论。在《通论》的第102—104页，凯恩斯所使用的数据来自库兹涅茨在 Bulletin 52, National Bureau of Economic Research, 1935 中发表的最初结果。

19 由于《通论》中的分析，所以国民收入账户与所研究的问题是相关的；另外，由于国民收入数据的存在，《通论》对经济的描述变得可度量了。如果没有国民收入的相关数据，克莱因模型就不可能建立起来。

20 James Duesenberry, *Income, Saving and the Theory of Consumer Behavior* (Cambridge: Harvard University Press, 1949).

会考虑他们的生命周期收入或持久性收入。²¹ 根据这个观点,消费要么是以所有未来收入的现值(在个人的生命周期内)为基础,要么是以个人所期望的持久性收入为基础。从理论上说,生命周期收入和持久性收入的概念包含了一个假定,即消费单位参与了交易或者具有交易的技巧,这些技巧使消费单位的行为符合生产函数,并且消费单位的边际生产或交易能力决定其收入。有时候,与这种收入之间的偏差会加大,但这并不会影响消费。在经济不景气的时候,收入偏差是负数;而在经济繁荣时期,收入偏差又是正数。因此,在经济不景气时期,消费—收入比率较高;而在经济繁荣时期,消费—收入比率较低。 151

第二类经济学家是根据财富的积累来研究问题。当我们的经济运行良好时,投资发生并且有用的资本资产得以积累:人均资本财富增加。如果我们假设相对于收入财富价值越高,储蓄的激励就越低,那么当积累发生时,消费—收入比有提高的趋势。在一个经济周期内,如果财富和收入增加,并且财富—收入比保持不变,那么储蓄激励也将不会发生变化,尽管人均收入增加了。从以上分析得出一个结论,即从长期看,储蓄—收入比将保持固定。²²

来自希克斯模型的新古典综合理论的两个重要的发展阶段是:(1)提出长期内储蓄—收入比在人均收入增加时不会发生大幅变化,(2)通过假设财富增加对消费—收入比的影响来解释第(1)个观点。为了使新古典理论完整,就必须要考虑不充分的投资导致的失业使消费—收入比提高的情况。该比率的提高意味着,对每一个投资水平来说,都可以在储蓄和投资相等的情况下实现较高的收入和就业水平。

经济学中的一个基本观点是,在没有垄断力量的情况下,一个市场中的过剩供给会导致交易物品价格的下降。因而过剩的劳动供给(失业)就意味着货币工资将下降。货币工资的下降导致产出价格的下降,所以实际货币工资不一定是下降的。如果经过价格水平调整的货币工资是劳动需求和劳动供给的决定因素,那么当工资和价格都下降时,失业降低并不一定会出现。为了减少失业,不得不通过货币工资和供给价格的降低来增加消费或投资需求。然而,通过降低利率来增加投资需求的结果,会受到价格下降时的反方向影响的阻碍。因此,通过降低价格来增加总需求的唯一途径是增加消费。 152

如果价格下降引起人均财富增加,那么每个单位的收入中用于消费的部分

21 Milton Friedman, *A Theory of the Consumption Function* (Princeton: Princeton University Press, 1957). France Modigliani, "Fluctuations in the Saving-Income Ratio: A Problem in Economic Forecasting", *Studies in Income and Wealth*, vol. 2 (New York: National Bureau of Economic Research, 1949), pp. 371-443.

22 Tibor Scitovsky, "Capital Accumulation, Employment and Price Rigidity", *Review of Economic Studies* 7 (1940-1941), pp. 69-88. Arthur C. Pigou, "Economic Progress in a Stable Environment," *Economics* 14 (1947).

就会增加。财富主要由资本资产构成，资本资产存在价值正是因为所有者期望其能在未来产生现金流或利润。由于工资和价格的普遍下降很有可能导致资本资产创造的现金流或利润大于或等于预期，因此资本资产的价值将会比产出的价格水平下降得更快，或者是至少以相同的速度下降。当货币价格下降时，真实资本资产的实际价值的变化不会导致增加消费的财富效应。

但是财富所有者并不是只拥有资本资产，他们还拥有货币和政府债券。假设货币和债券的实际价值会随着价格的下降而上升：这必然会促进消费需求的增加。在任何情况下，由于银行的货币通常被转变成私人 and 企业的债务，价格下降将会导致支付负担增加。结果是，由于货币实际价值的提高而导致的消费膨胀效应，将会被价格下降时债务负担增加而导致的投资和消费减少效应抵消。只要经济中只存在以下资产——包括真实资产和金融资产，即资本资产、以货币形式存在的私人债务，或者从私人债务中获得的货币，总需求就不会随着工资和价格紧缩而发生变化。

然而，与构成货币供给的银行债务相对应的是三类银行资产：私人债务、付息政府债券和政府发行的黄金或法定货币。价格下降将会使银行、家庭和企业所持有的政府债券的实际价值、被银行持有的政府债券所抵消的货币的实际价值，以及黄金或法定货币的实际价值增加。（现在有待解决的主要问题是，政府增加税收的实际价值能否全部或部分抵消政府债券的影响。）

153 真实余额效应——货币供给的实际价值的增加将导致每一收入水平下的消费—收入比上升——是新古典理论的立论基础。²³ 如果由于失业，以及工资和价格下降导致货币供给的实际价值增加，那么增加的财富将会使消费—收入比提高。如果一旦劳动供给超过劳动需求，工资和价格就下降，价格下降导致消费—收入比上升，那么劳动供给将不再过剩（将达到充分就业），价格的下降将会中止。

一旦从投资和消费总额与劳动供求平衡相交之点得出劳动需求，那么价格和工资的下降就会终止。根据这个观点，古典劳动市场在总需求决定中起着决定性的作用，因为系统会保持充分就业水平所决定的收入水平。一旦产出给定，那么储蓄和投资函数决定利率；一旦利率给定，那么货币供给速度或现金余额就确定了。如果产出和货币供给速度确定了，那么货币的供求就决定价格水平。一旦引入真实余额效应，那么就可以从最初的凯恩斯理论中推出古典的结果。

将不反映私人债券的部分货币存量之实际价值引入消费函数，主要归功于帕丁根：从那以后，通过真实余额效应实现与劳动市场均衡相适应的需求，通

23 Milton Friedman, *A Monetary Framework*.

常被看成帕丁根方法。²⁴ 如果我们在帕丁根均衡点上改变相关类型货币的数量，那么随着各种走向不稳定和不均衡过程的不断出现，一个不均衡状态将会发生。帕丁根还说，最终，走向均衡的过程将会取代不均衡状态，并且将会导致与初始价格水平之比不变的一个价格水平（相关货币的数量保持不变）。在新的均衡点，系统中除了货币供给和价格水平之外的所有变量将回到它们最初的均衡水平。帕丁根重建了货币数量论——除了价格水平和货币供给之间的比例保持在均衡状态的水平之外。经济偏离均衡状态的主要表现是，货币供给和货币价格偏离均衡状态时的水平。

通过使用帕丁根方法，我们得出了新古典综合理论。推动经济达到充分就业的关键是，不管什么时候，只要存在过剩的货币供给（或需求），就会有产品或劳务过剩的供给（或需求）。帕丁根方法不仅仅是一种货币数量理论，因为它实现了劳动市场的支配性作用，这使得古典经济学成为一个理论而不仅仅是假设。154

但是帕丁根方法让人筋疲力尽。它没有解释经济是如何出现最初的失业或通胀状态的。帕丁根方法说明了，一旦经济打破了平衡，如何重新建立均衡；但是并不能产生初始的非均衡状态。

此外，在帕丁根方法下，合适的货币供给并不是美联储所宣布的货币供给，而是没有被私人对银行的债券抵消的那一部分。在很多方面，帕丁根方法在起作用的过程中，好像认为货币供给就是黄金，而且黄金的名义价值是固定的。

然而，现在的世界不是一个将金币作为货币的世界。货币创造行为包含了对投资和资产头寸的融资。在这样的世界里，价格紧缩增加了资本资产所有者的债务负担，从而限制了投资和就业。只有经过长期努力以及在损失的产出和就业中扣除掉影响较大的价格，帕丁根效应才是有效的。

凯恩斯对古典思想改革的减少

古典综合理论最主要的缺陷在于，它没有解释经济是如何陷入失业均衡陷阱的；在失业均衡状态中，真实余额效应引导经济走向复苏。这个缺陷之所以存在，是因为新古典经济理论只是阐述了分散市场机制能够产生连贯性的结果，而没有考虑具有破坏性的内在动态过程。新古典理论还认为，为了说明一个分散的贸易经济如何达到连贯而建立的分析工具，可以用来回答有关不断积累的资本主义经济行为的问题，并用于解释在各种经济中福利方面的差异。尤其是，

24 Don Patinkin, *Money, Interest and Prices: An Integration of Monetary and Value Theory*, 2d ed. (New York: Harper and Row, 1965).

家庭需求引致商品生产，从而得出顾客就是上帝的结论也被应用到了储蓄上。

155 根据新古典观点，家庭储蓄似乎诱致投资。关于经济制度如何运作，从而如何产生、吸收、配置盈余等问题都与经济分析中的古典框架没有关系。

在新古典理论框架内，经济的波动、不均衡和金融混乱只有在发生外部冲击的情况下才会发生。因此，历史上发生的大量事实都可以被解释为在特殊的历史时期制度失败的结果。比较典型的事件，比如 20 世纪 30 年代的经济大萧条就不能用新古典理论的系统性特点来给予解释。

因为新古典理论没有考虑内在导致不稳定的力量，并且不具有历史的眼光，它需要解释持续不均衡过程的存在，该过程妨碍了系统中劳动供求达到均衡状态。尤其是，要使真实余额效应发生作用，过剩的劳动供给必须导致货币工资和价格的下降。如果不完美市场在存在过剩劳动供给的情况下，没有使得货币工资和价格下降，或者下降程度很小，那么失业就会持续。这使得持续存在的失业成为劳动者错误行为的结果。特别是这种失业是工会这个“恶人”的杰作。需要强调的是，在这个观点中，失业的受害者(工人)导致失业将会持续；因此，似乎很明显，市场机制不仅能产生连贯性，而且能产生带有惩罚性的公平正义。

在新古典综合理论集中于比较均衡状态的时候，建立模型的基础(一种经济状况)在历史上是不存在的，它仅仅存在于真空中。由于私人融资承诺的存在，债务负担随着工资和价格的下降而增加。价格紧缩导致的债务负担增加使借贷双方都对私人支出尤其是投资的债务融资变得谨慎。投资降低是对价格紧缩的一个反应。从理论上来说，当投资真正变成零时，帕丁根所强调的货币价格水平对消费的影响才可能稳定并增加需求。一旦发生价格紧缩，失业将会在改善之前变得更糟糕，并且在很长一段时期内越来越糟。除非我们能够知道谁受到了经济冲击以及经历的时间，并且认为对那些受到冲击的人给予一定的补偿是
156 合适的，否则就不如说，价格紧缩的新古典机制应该发挥作用，如果可选择的话。如果一个经济即使是其运作没有所期望的那样成功，但也没有糟糕到无可救药的程度，那么如果工资和价格的下降处于了支配地位，并成为阻止价格紧缩作为一种自觉政策的话，那么事情将会变得更加糟糕并且这种糟糕的状况会持续下去。

理论赋予政策以合理性。古典综合理论通过限制操纵政府支出和税收，并通过改变货币供给来调节经济，这就像给政策制定者们蒙上了一个眼罩。目前，关于财政政策的实施细节以及美联储是否应该单独采取货币政策，或是否应该在确定自己行为时考虑利率因素这些问题的争论和矛盾之处层出不穷。但是，对于新古典综合理论来说，市场上资本资产的定价对于政策制定来说不成问题；在这个市场上，今天对未来的观点，以及今天的融资可能性都很重要。在我们

的经济中如此明显的不稳定性是由于金融市场行为、资产价格和利润流产生的，但是这种不稳定性与新古典综合理论无关。

此外，新古典理论还认为接近充分就业的状态可以通过运用货币政策和财政政策来实现并得以维持。这个观点产生的结果是，新古典综合理论使得经济学家忽略了制度结构和收入分配对整体经济表现的影响。

在汉森和希克斯对凯恩斯观点的解释获得成功之前，人们普遍认为产业和融资结构至少应该对经济的不稳定负部分责任。然而，基于对凯恩斯理论主流解释的新古典综合理论和各种模型使得这个观点变得过时。对产业组织的保守和对充分就业政策的自由都变得可能。凯恩斯的《通论》已经成为经济思想发生彻底变革的基础，《通论》的基本观点深刻地指出了资本主义模型的本质缺陷，以及政策能够怎样去应对这些缺陷。但是希克斯—汉森阵营对凯恩斯思想的解释最终形成的结果是新古典综合理论，并得出结论：只要合理地运用货币政策和财政政策的组合，所有预期的结果都能实现，

在20世纪60年代后期、70年代和80年代初期，经济的不稳定性表现得越来越明显，通胀和失业持续存在，新古典综合理论很明显不再能够用于指导相关政策的制定。如果我们要在政策制定上做得更好，就不得不比新古典综合理论家们更加深入地观察和诠释我们的经济。

资本主义经济中的价格 和利润

新古典理论并不研究具有复杂金融体系的资本主义经济保持连贯运行所必须满足的一整套关系。新古典的价格理论仅限于解释怎样调整当前产品的价格以使市场出清，而忽略了让经济实现连贯运行必须要满足的金融资产和资本资产价格决定之间的关系。尤其是，价格作为利润载体的作用并不是该理论的核心关注点。 157

根据新古典理论的观点，价格函数就是(1)要确定一个价钱以便根据价格作出选择¹，并且(2)要决定对产出的主张权利。在函数公式中，价格机制的唯一功能是分配产出和配置资源。由于人们忽略了用美元表示的债务和其他合同，所以绝对价格也就是美元价格与该理论的核心无关。生产中使用的资本资产类似于一种用今天的钱去赚明天的钱的融资合同，这种观点不是新古典理论的核心。因此，在新古典理论中，货币价格和货币利润并不是决定经济行为的关键因素。²

然而，我们所处的经济是一个不断进行投资的资本主义经济。在这样一个经济中，为投资和资本资产所有权进行融资就产生了货币支付承诺，也就是合同约定的现金流。从本质上说，与现金流相关的融资票据完全融入了新古典经济学中生产、消费和投资的真实世界，结果对经济行为产生了融资和“真实”的双重影响。因此，如果经济要连贯运行，那么价格不仅要有成功实现资源配置和产出分配的功能，而且还要确保：(1)产生盈余；(2)收入由资本资产创造(也就是利润)；(3)资本资产的市场价格与能成为资本资产产出的当前生产成本相 158

1 Oscar Lange, "On the Economic Theory of Socialism", *On the Economic Theory of Socialism*, ed. Benjamin E. Lippincott (Minnesota Press, 1938), pp.60-61. Lange is citing Philip H. Wicksteed, *The Common Sense of Political Economy*, 2d ed. (London: 1937).

2 Frank Hahn 在他的 *Money and Inflation* (Cambridge: MIT Press, 1983) 一书中就是从这个问题开始分析的。

一致；(4)企业债务的责任能够被履行。

资本主义经济中的价格体系必须包含利润，它能引致未来生产所需的物质资源的生产。要做到这个，就有必要让现在的状况证明过去做的决策是有效的，因为只有过去的决策被证明是有效的，才能期望用未来证明当前的投资和融资决策是有效的，否则就只有最乐观的那部分人才会进行投资。

过去的投资产出必须要由资本资产所有者所获得的收入来证明。因为过去的为投资产出进行的融资产生了一个法定的还款义务，随着时间的发展过去的还款义务就变成了现在的，债务人的收入必须足以履行这些义务。换句话说，价格体系必须产生现金流(利润、准租金)，现金流同时为投资释放了资源，形成足够高的资本资产价格，从而引致了投资，并承担企业债务。对于一个运行良好的资本主义系统来说，价格必须包含利润。³

159 价格还是补偿成本的工具。在一个资本主义经济中，需要补偿的成本包括融资成本、管理费用和从属成本，以及技术决定的劳动成本和购买原材料和服务的成本等运营成本。企业竭力使得其产品供给价格产生高于运营成本的现金流，以保证他们能够履行应偿未偿的融资合同并维持资本资产的价值。这种努力将采取对技术上决定的成本进行加价的形式实现；一家企业如果在某种程度上有垄断力量，就能控制这种加价水平。通过出售掉足够的产出，这些加价能够使一个企业有能力偿还其债务并支付资本资产价格。这些加价同样能产生现金流来支持各类企业的运营，也就是用于弥补管理费用和从属成本。

要想理解连贯性如何在资本主义经济中正常发挥作用，以及为何有时候这种连贯性会被打破，就不能认为价格的唯一功能只是配置资源和分配收入。价格还必须与取得资本资产所需的现金流、金融体系和经济中的企业类型联系起来。⁴价格所包含的现金流能够用于偿还债务，引致投资并提供部分融资，以及进行新的融资。

现金流在企业间的分配——可以被看作追逐利润资本之间进行竞争的结果——取决于微观经济分析中所研究的厂商行为，但是经济的宏观经济状况确定了所有这些现金流的总和。也就是说，单独的价格、产出和分配都是在反映经济宏观状况的条件下确定的。甚至属于新古典范畴的相对价格，都受到总需求

3 Dudley Dilard 有一篇很著名文章，“The Theory of Monetary Economy”，in *Post-Keynesian Economics*, ed. Kenneth K. Kurihara (London: George Allen and Unwin, 1955)，这是对于价格和利润关系最深刻的见解。后凯恩斯经济学中的已大部分观点都是来自这篇 30 年前的论文。

4 价格必须支持经济中的商业模式意味着，电视的广告成本必须计入广告者的收入中，正如消费税要反映到价格中一样。源于商业模式的成本结构，参见 Myron K. Gordon, “Corporate Bureaucracy, Productivity Gains, and Distribution of Revenue in U.S. Manufacturing, 1949-1977”, *Journal of Post-Keynesian Economics* 4, no. 4 (Summer 1982), pp. 483-496; 以及 Paola Sylos-Labini, “Prices and Income Distribution”, *Journal of Post-Keynesian Economics* 2, no. 1 (Fall 1979), pp. 3-25。

如何在投资、消费和政府之间分配的影响，它们并不仅仅取决于技术和偏好。

以下关于消费品价格如何被决定的讨论表明，包含在价格中的劳动成本加价反映了投资和政府融资。该讨论认为，我们不能通过首先解决分配问题然后再加入融资关系来理解经济是如何运行的；在一个资本主义经济中，资源的配置和价格的确定是与产出、资本资产头寸和有效负债联系在一起的。这意味着名义价值(货币价格)是起作用的：货币是非中性的。⁵ 160

资本主义经济中实际上有两个价格体系：一个是为当前产出服务，另一个是为资本资产服务。当资本资产的价格水平相对于当前产出的价格水平较高时，经济环境就有利于投资；当资本资产的价格水平相对于当前产出的价格水平较低时，经济环境就不利于投资，这实际上预示着经济的衰退或者说萧条。经济周期正是在这两个价格水平的交替之下产生的，尽管每单位的货币价格被固定在一个水平上。经济政策的核心就是稳定经济，以便两个价格达到一个合理的水平以保证最合适数量的投资：这就要求两个价格水平要使实现和期望的利润流足够大，以使资本资产价格高于投资产出的供给价格。“是什么决定利润”，这是理解经济如何运行的最核心问题。

宏观经济价格关系：最简单的案例

任何一个投资经济都会产生并分配盈余。在一个简单概括的投资经济中，所有的劳动力都用于生产消费品或投资品，典型消费品的市场价格必须高于生产每单位商品所需劳动力的工资，因为消费品必须在所有工人中进行分配。那些生产消费品的工人和生产投资品的工人将自己的工资用于购买消费品。所有工资收入都被用于消费品支出，而没有任何利润收入用于消费支出，在这种严格的假设条件下，对由技术决定的直接劳动力成本实现的加价数额(总的看就是利润)，加上生产和分配消费品而产生的材料成本，等于用于生产投资品的劳动力成本。考虑到生产投资品会产生利润，在我们的案例中，来自投资的总收入被分成工资和利润；总利润等于所发生的投资。简单等式“利润=投资”是宏观经济学中的基本关系，宏观经济学的目标是确定拥有尖端的复杂的金融体系的 161

5 货币中性理论参见 John Maynard Keynes, "The General Theory of Employment", *Quarterly Journal of Economics* 51 (1936-1937), pp. 209-223. 该论文对 Wassily W. Leontief 的文章, "The Fundamental Assumption of M. Keynes' Monetary Theory of Employment", *Quarterly Journal of Economics* 51 (1936-1937), pp. 192-197 进行了反驳。弗里德曼这样的货币主义者["The Role of Monetary Policy", *American Economic Review* 58 (March 1968), pp. 1-170], 以及卢卡斯这样的新古典经济学家["Expectation and the Neutrality of Money", *Studies in Business Cycle Theory* (Cambridge: MIT Press, 1981)], 建立了复杂和虚构的模型以实现货币暂时的非中性, 虽然他们坚持货币中性的观点。

资本主义经济自始至终的行为。而且，正是获得融资的投资促使产生盈余。

在一个复杂的市场经济中，由于给国家工作、转移支付、管理者和工人的薪水以及财产所有权(股利和利息)获得的家庭收入，将用于购买消费品并产生利润。主张“利润等于投资”以及获得融资的投资推动经济运行从而产生利润和盈余的这种因果关系应该被修正，允许支出多样化，从而产生对由技术决定的产出成本的加价以及由此形成的利润和盈余。

对于在一个连续时期所生产的产出，价格必须高于直接随产量变化的单位产品投入成本。这是因为生产投入的成本是通过收入超过付现成本的部分进行融资而得到的：这些包括资本资产服务和管理者工资。如果我们不考虑支付非劳动投入，那么在一个竞争市场上，直接劳动成本决定了供给怎样随着价格的变化而变化；但是对于一个持续正常经营的企业或经济来说，收入超过直接劳动力成本的实现额必须足以负担管理费用和偿还债务。

实现让经济获取全球利润的目标有多种不同途径。但是经济所选择的途径会影响相对价格、货币价格水平、收入分配、经济稳定和经济未来的资源。因为利用简单方程和图形来说明价格和利润在一个资本主义经济中的表现有助于我们对理论的理解，所以以下我们将用少量代数知识和简单的图形来分别阐述市场进程和经济政策如何影响价格和利润。

162 我们将 P_c 记作价格， Q_c 记作某种(有代表性的)消费品的数量，那么所有商品的 $P_c Q_c$ 相加就得出了消费。我们同样将 w_c 记作消费品生产中的货币工资率， w_i 记作投资品生产中的货币工资率。消费品生产中的就业记作 N_c ，投资品生产中的就业记作 N_i ； $w_c N_c$ 是消费品生产中的工资总额， $w_i N_i$ 是投资品生产中的工资总额。必须要强调的是，这些工资成本是商品和服务的生产及分配过程所必需的劳动力工资成本；换句话说，这些工资成本是由技术决定的劳动力成本。管理者成本不包括在内；私人经济中的总就业数量要大于 $N_c + N_i$ 。

我们假设经济中只有工人和赚取利润者(也就是说没有管理者)，工人的劳动与消费品和投资品的生产直接相关。更进一步地，让我们作一个极端的假设，即工人将其所有的收入都用于消费品支出，而赚取利润者则完全不支出。因此，消费品需求就等于工资总额；利润收入不产生对消费品的需求。⁶

如果只生产消费品，则工资总额为 $w_c N_c$ ，因此

$$P_c Q_c = w_c N_c, \text{ 从而得到} \quad (1)$$

6 这种对价格看法从很大程度上说来自 Michael Kaleci, op. cit.; Sidney Weintraub, *Keynes, Keynesians and Monetarists* (Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1978) 以及 *Classical Keynesianism: Monetary Theory and the Price Level* (Westport, Conn.: Greenwood Press, 1961); 以及 Jan A. Kregel, *The Reconstruction of Political Economy* (London: Macmillan, 1973)。这些著作中关于价格的观点都与此类似。

$$\pi_c = P_c Q_c - W_c N_c = 0 \quad (\pi \text{ 是指总资本收入意义上的利润}) \quad (2)$$

由于消费总支出和工资总额之间的差额等于利润，所以在工人用实得资本(found capital)进行生产的情况下，利润为零。⁷

然而，如果 $W_I N_I$ 是生产投资品的工资总额，那么

$$P_c Q_c = W_c N_c + W_I N_I, \text{ 所以} \quad (3)$$

$$\pi_c = P_c Q_c - W_c N_c = W_I N_I \quad (4)$$

因此，消费品中的利润等于投资品中的工资。

投资品的需求是 $P_I Q_I$ ，等于生产投资品的工资总额和利润。由于投资品中的工资总额是消费品中的利润，所以简单的推导和极端的行为假设就得出了一个不容置疑的主张，即利润等于投资。^{*}

该主张揭示了一个有力的事实：在一个进行投资的市场经济中，价格和收入分配是可用于投资的资源。生产投资品的工人必须取得消费品得以生存，这就使得生产消费品的工人不能将他们生产的消费品全部消耗掉。在我们的经济中，这种情况是由价格体系来强制实现的。

鉴于以上假设，结果显而易见：已实现投资等于已实现盈余，利润是盈余的表现形式。此外，获得融资的投资将决定总收入、收入在工资和利润之间的分配，以及已实现的总加价。获得融资的投资通过影响价格来促使盈余产生。

只有预期到利润未来一段时期(如几年内)会达到或者超过某个水平，才会进行投资和融资，而且利润等于投资。因此，在一个资本主义经济中，之所以现在进行投资是因为预期到未来也会进行投资。

由我们的简化模型中的利润等式可以推导出价格如何形成。由

$$P_c Q_c = W_c N_c + W_I N_I \quad (7)$$

经过简单的代数变形，得

$$P_c = \frac{W_c N_c}{Q_c} \left(1 + \frac{W_I N_I}{W_c N_c} \right) \quad (8)$$

另外， $Q_c / N_c = A_c$ 是消费品生产中劳动力的平均生产率。由此我们可以得出

$$P_c = \frac{W_c}{A_c} \left(1 + \frac{W_I N_I}{W_c N_c} \right) \quad (9)$$

假设 $W_c = W_I$ ，上式就变成

⁷ 这个观点不能推出任何实质性的结论，但这有利于阐明后续内容。在后面的解释中，利润中消费所占的比率等于由工资负担的支付给管理者、融资者、广告宣传等的支出。

^{*} $I = P_I Q_I = W_I N_I + \pi_I$ 和 $W_I N_I = \pi_c$ (5)，我们可以得出 $I = \pi_c + \pi_I = \pi$ (6)。

$$P_c = \frac{W_c}{A_c} \left(1 + \frac{N_I}{N_c} \right) \quad (10)$$

我们看到消费品价格水平与货币工资率(W_c)，以及生产投资品中雇用的劳动和生产消费品中雇用的劳动之比($\frac{N_I}{N_c}$)正相关，与生产消费品的平均劳动生产率(A_c)负相关。因此，如果工资和投资品产业中的就业相对于消费品产业中的工资和就业上升，那么价格水平就上升；同时，随着生产消费品的平均劳动生产率提高，价格水平下降。

等式 $P_c = \frac{W_c}{A_c} \left(1 + \frac{N_I}{N_c} \right)$ 是等式 $P_c Q_c = W_c N_c + W_I N_I$ 在两种产出中工资相同这一附加假设下的变型。该价格水平等式清楚地说明，在最简化的案例中，决定经济如何运行的直接因素是一些子系统，它们能决定(1)货币工资，(2)平均劳动生产率，以及(3)投资领域就业与消费领域就业的比率。

由这些子系统决定的变量短期稳定性各不相同。在简化资本主义经济中，决定价格的因素中最容易变化的是投资(详见本书第8章)。在一个小政府资本主义经济中国际经济关系不起主要作用，投资的变化是产业波动最重要的决定因素。20世纪20年代的美国经济就接近于这种简化的系统。

165 解释通货膨胀通常会提到货币增长过快、预算赤字或者工资增长过快。我们的分析将有所扩展，而不仅仅包括这几种主要关系。在一个更为完美的模型中，政府预算头寸将影响相对价格、货币价格和价格变化。价格水平方程中没有引入货币供给，货币数量论并没有在此处派上用场。货币出现在决定已实现投资和为政府赤字融资的 subsystem 中。尤其是，货币通过银行系统来影响总需求和价格走势，银行业能为经营活动提供融资并控制资本资产和金融资产。

宏观经济价格关系：考虑政府因素

在本节中，我们将考虑具有支出和税收的政府因素。在引入政府因素之后，我们就可以清楚地看出，在一个存在大政府的经济中，导致债务紧缩和像20世纪30年代那样长时间大萧条的经济关系，不大可能导致慢性的偶尔会加速的通货膨胀。实际上，通货膨胀可能是我们经济中为大萧条而付出的代价。如果引入政府因素，并且工人(和转移支付受益者)将所有收入用于消费品支出、赚取利润者不消费这个极端假设仍然成立，那么消费品需求就等于赚取工资的人与转移支付受益者的税后收入。在上例中就是税前利润等于投资、政府赤字和对

利润征收的税额三者之和。^{*}如果投资和赤字都不变,利润已是税后利润,那么税前利润将等于税后利润加上对利润所征收的税额。此外,如果当投资和收入下降时,政府赤字增加,那么利润就不会像没有政府赤字时出现下降。事实上,大政府主导着这个经济游戏,使得利润得以维持;通过维持利润,政府赤字就 166 可以阻止经济衰退时期企业债务负担的增加。不仅如此,如果政府赤字足够大,企业债务负担还可能在经济衰退时出现下降。

从以上公式可以清楚地看到,是投资品中的工资额、政府赤字和对利润的征税额决定了单位劳动成本加价。如果消费和投资生产的工资总额由于投资减少而降低,那么当前经济中的转移支付将增加,而对工资的征税额将减少,从而增加政府赤字。如果政府赤字的增加额正好抵消投资品生产中工资总额的下降额,那么即使出现就业下降,对更少的消费产出的劳动力成本单位加价也会上升。结果是,当就业下降之时,利润和价格都可能上升;这种情况在1975年和1981—1982年都发生过。

在我们的经济中,企业也是从对政府的销售中获得利润。如果私人投资和政府赤字之和不变,为政府生产的利润越高,消费品生产的利润就越低。只有在某种程度上为政府生产而获得的利润增加了政府赤字,才不会损失生产私人商品获得的利润。

政府赤字是政府支出超过税收收入的部分。出于这种目的政府支出包括直接的政府资助就业、转移支付和对私人企业产品的政府采购,而税收则包括所得税和营业税或消费税。政府支出不包括对已有资产的购买,而税收则不包括涉及财富转移的税收,比如遗产税和资本税。

人们通常认为,政府支出和转移支付容易引起通货膨胀,提高税收容易导 167 致通货紧缩;其实税收本身也会包含在价格中。价格水平等式包括了需求和供给条件:因此,一旦将 w_c 定义为劳动力成本,而不是要缴税的工人工资,那么

$$* P_c Q_c = W_c N_c + W_l N_l + \overline{W_g N_g} + T_r - T_w (W_c N_c + W_l N_l + \overline{W_g N_g}) \quad (11)$$

其中 $\overline{W_g N_g}$ 为直接和间接的政府工资总额, T_r 为政府转移支付, T_w 是工资收入的税率。

$$\text{预算赤字 } Df \text{ 为, } Df = \overline{W_g N_g} + \pi_g + T_r - T_w (W_c N_c + W_l N_l + \overline{W_g N_g}) - T_\pi (\pi) \quad (12)$$

上式中 T_π 是利润的税率, π_g 是为政府生产中获得利润。将(12)式代入(11)式可以得出

$$P_c Q_c = W_c N_c + W_l N_l + Df - \pi_g + T_\pi (\pi) \quad (13)$$

由(13)式可以得出

$$\pi_c = W_l N_l + Df - \pi_g + T_\pi (\pi); \text{ 当}$$

$$\pi_l = I - W_l N_l, \text{ 以及 } \pi_g = \pi_g, \text{ 我们得到}$$

$$\pi = \pi_c + \pi_l + \pi_g = I + Df + T_\pi (\pi). \text{ 由于税后利润是} \quad (14)$$

$$\pi^* = \pi - T_\pi (\pi), \text{ 可以得出}$$

$\pi^* = I + Df$. 税后利润等于投资加上政府赤字。这是存在政府的一般资本主义经济中的基本等式。公式(13)经过变形可以写成

$$P_c = \frac{W_c}{A_c} \left(1 + \frac{W_l N_l}{W_c N_c} + \frac{Df - \pi_g}{W_c N_c} + \frac{T_\pi \pi}{W_c N_c} \right) \quad (15)$$

$\frac{W_c}{A_c}$ 就是供给条件。因此, 雇员对社会保障所做的贡献必须计入劳动力成本中, 而对工资的征税将包括雇员和雇主的贡献。由于雇主要收回自己的成本, 所以雇主对社会保障的贡献包含在价格中。因此, 增加转移支付比如社会保障支出, 同时提高对劳动力的营业税(所谓的雇主贡献), 会增加消费品的需求价格和所有商品的供给价格。紧跟这类税收和支出方案, 会出现与任何利润或赤字上升无关的价格上涨。

还有一点必须要强调, 尽管政府通过其赤字直接影响利润, 但是对不同产出的供给价格有不同影响的税收会影响到相对价格。因此, 对劳动力征收的营业税会提高劳动密集型产出的相对供给价格。劳动密集型生产方式的减少已经通过社会保障和对使用劳动征收其他税得到援助和支持。

特定的政府税收和支出计划如何影响价格, 决定了政府对经济会产生何种影响。政府计划可以影响利润流、价格水平、相对供给价格和生产技术的选择。在里根执政的第一任期内, 供给学派主义者非常强调政府的这方面作用。除此以外, 政府的影响还取决于它与整个经济的相对规模。如果政府规模小, 那么能够实行的赤字有可能在稳定利润和价格方面达不到令人满意的效果。反之, 如果政府规模足够大, 可以稳定利润, 它将在就业下降的时候推动价格上升: 我们曾成功地利用现有机制阻止了二战以来的深度萧条, 但这种机制却导致了通货膨胀。

宏观经济价格关系: 考虑对外贸易

168 贸易差额也影响利润和价格。贸易赤字减少利润, 并限制或降低国内的价格水平; 而贸易盈余则增加利润, 并提高国内的价格水平。重商主义经济政策所追寻的贸易顺差使得价格上涨时利润增加。

这里又需要利用一点代数运算。^{*}数学运算的结果是

^{*} 以下的字母符号在前文中都出现过, $P_x Q_x$ = 出口, $P_m Q_m$ = 进口, 以及 $BTDF$ = 贸易赤字。

$$P_c Q_c = W_c N_c + W_i N_i + \overline{W_o N_o} + W_x N_x + T_i - T_o (W_c N_c + W_i N_i + \overline{W_o N_o} + W_x N_x) - P_m Q_m \quad (17)$$

贸易赤字 ($BTDF$) 是

$$BTDF = P_m Q_m - P_x Q_x = P_m Q_m - W_x N_x - \pi x, \quad (18)$$

因为 $P_x Q_x = W_x N_x + \pi x$ 。

由以上等式可得

$$BTDF + P_c Q_c - W_c N_c + \pi_x = W_i N_i + Df + T_i \pi - \pi_o \quad (19)$$

当 $P_c Q_c - W_c N_c = \pi_c$, $BTDF + \pi_c = W_i N_i + Df + T_i \pi - \pi_o - \pi_x$ 。

当 $W_i N_i = 1 - \pi_i$, 以及 $\pi = \pi_c + \pi_i + \pi_x + \pi_o$ 时, 我们得到

$$BTDF + \pi - T_i \pi = 1 + Df, \text{ 或者} \quad (20)$$

$$BTDF + \pi = 1 + Df; \text{ 或者 } (16a) \pi = 1 + Df - BTDF \quad (20a)$$

$$\pi = I + Df - BTDf + T^* \text{ 或} \quad (16)$$

$$\pi^* = I + Df - BTDf \quad (16a)$$

贸易赤字会降低与任何给定投资和政府赤字相联系的利润。由于国内利润会承担债务和资产价格，并且诱致投资，充分就业条件下导致大量贸易赤字的需求结构，使得实现并维持充分就业状态出现困难。

因为贸易赤字将减少利润，一个进口对收入反映剧烈的经济——今天的美国经济就是如此——将在国内经济扩张时期限制利润的增长。这种作用会限制经济的扩张，并增加实现和维持充分就业状态所需的投资和政府赤字。

一旦考虑了国际收支赤字，那么消费品的价格水平就是

$$P_c = \frac{W_c}{A_c} \left(1 + \frac{W_l N_l}{W_c N_c} + \frac{Df}{W_c N_c} - \frac{BPDf}{W_c N_c} + \frac{T_n \pi - \pi_g - \pi_x}{W_c N_c} \right) \quad (21) \quad 169$$

国际收支赤字将会限制国内已生产消费品的价格水平。这个结果是显而易见的，因为一部分国内收入并没有用于购买国内产品并形成国内价格。

本章余下部分的讨论将不再考虑国际贸易这个因素。因为基本方程是线性的——也就是说，每一部分或者每个现象是可以相互叠加的——我们可以抽象并添加子系统，而不会产生令人误解的结果。

宏观经济价格关系：来自利润的消费和来自工资的储蓄

“利润等于投资”是对资本主义经济运行方式的深刻见解。可以由此推出以下命题，投资过程不自主地就产生了盈余，工资和利润之间的收入分配取决于经济过程而并非技术。推导利润等于投资这个命题所进行的分析还表明，价格水平决定于货币工资和资源在投资、消费和政府之间的分配方式。然而，这个准确而有力的结论是基于一个极端的假设，即所有的工资收入都用于消费支出，而所有的资本收入(利润)都不用于消费支出。很明显，工人可能会储蓄，而获得资本收入的阶层也会消费。

如果我们考虑来自工资收入的储蓄和来自利润(C_π^*)的消费，那么对消费品

国内经济需求就变成*

$$170 \quad P_c Q_c = W_c N_c + W_l N_l + W_g N_g - T_w(W) + c\pi - s\dot{W} \quad (22)$$

从上式推出

$$\pi = I + Df + T_\pi + c\pi - s\dot{W} \quad (23)$$

$$\dot{\pi} = I + Df + c\pi - s\dot{W} \quad (24)$$

由上述可知, 当消费与税后利润之比上升时, 利润增加; 而当工人税后工资中用于储蓄的部分增加时, 利润降低。

因此, 认为资本家们获得的利润等于其支出这个命题包含两个含义: 一个含义是, 资本家对投资品的支出会产生利润; 另外一个含义是, 从利润得到的收入中用于消费的支出会增加利润。从另一方面来说, 工人的储蓄也就是工资中没有用于消费品支出的那一部分, 会降低利润。由于利润会影响投资并决定企业偿还债务的能力, 资本家和工人人们的节俭会减少投资。同样地, 生活水平较高的资本家和工人有利于取得高利润和高投资。

利润影响投资的一个途径是, 通过股票交易所中普通股的价格。在经济运行良好的时期, 由于分配给股东的红利会增加, 而且股价上涨能反映公司收益增长和人们的乐观预期, 股东的财富会增加。股东财富的增加导致那些赚取红利者会增加消费, 这将导致利润进一步增长。利润和用利润收入进行的消费两者之间的关系, 成为增加不稳定性的因素。

在我们这个富裕的经济中, 税后工资收入中用于储蓄的比例也是变化的。在经济状况良好的时候, 就业率很高, 很少有人失业。这使得工人们用分期付款的方式购买大量耐用消费品; 结果工资收入中用于储蓄的比例降低。但是当就业形势萧条时, 即使是在新的分期付款合同签订率下降的时候, 那些有工作的工人们仍需要还清分期付款。这种用现金还款提高了工资收入中用于储蓄的比例。因此, 经济扩张时期以工资收入中较低比例的储蓄为特征, 经济紧缩或萧条时期以较高比例的储蓄为特征。不过高储蓄率会降低企业利润而低储蓄率会增加企业利润: 储蓄行为会放大投资中利润的增加和减少。如果投资减少时

* $P_c Q_c = W_c N_c + W_l N_l + W_g N_g - T_w(W) + c\pi - s\dot{W}$, $P_c Q_c = W_c N_c + \pi_c$, $W_l N_l = I - \pi$,

$Df = W_g N_g + \pi_\pi - T_\pi(\pi)$, $\pi = \pi_c + \pi_l + \pi_g$ 以及 $\dot{\pi} = \pi - T_\pi(\pi)$

是由等式(22)推出等式(23)和等式(24)的。

储蓄上升,那么利润的降低就会被放大;相对应地,如果投资增加时储蓄降低,那么利润的增加就会被放大。

因此,价格等式受到工人储蓄和资本家消费的影响:

$$P_c = \frac{W_c}{A_c} \left(1 + \frac{W_c N_c}{W_c N_c} + \frac{Df}{W_c N_c} + \frac{T_c \pi}{W_c N_c} + \frac{c \dot{\pi}}{W_c N_c} - \frac{s \dot{W}}{W_c N_c} \right) \quad (25)$$

消费品价格水平随着利润中消费比例的上升而增加,随着工资中储蓄比例的上升而下降。即使是 $c\dot{\pi}$ 与 $s\dot{W}$ 都等于零,投资的增加也会导致价格水平的上升。然而,如果投资增加时,利润中的消费比例增加而工资中的储蓄比例降低,那么伴随着投资增加的利润的提高将会被放大。

利润中用于消费支出的意义

利润中用于消费的支出会反作用于并增大利润率,这种主张将现代企业复杂的成本结构和经济中盈余的创造和分配联系成为整体。由于企业成本能反映供给产出的组织和制度安排,所以企业的成本结构会决定市场价格,这种市场价格有利于经济正常运行。

在对盈余最初的讨论中,我们假定总体上盈余用于资本资产的生产。但是一个经济中的盈余,没必要完全用于创造能够提高平均劳动生产率的资本资产(价格公式中的 A_c)。它可以被用于建造凡尔赛宫、维修法院、为军队建设提供支持或扩大企业的组织机构。

富人通过利润和租金融资,他们的高生活水平在增加利润的同时创造了工作岗位,古典经济学家这样认为:这是托马斯·马尔萨斯的主要观点。帝王拥有朝臣,企业拥有行政部门,这些人的收入都是对盈余的分配,尽管他们通过工资的形式获得收入,并被算进被雇用的人数当中。随着这种工资性收入被用于消费品支出,就增加了总的实际毛利润,它是销售收入和由生产技术决定的付现成本之间的差额。从本质上来说,盈余中分配给工资收入的部分,能用于消费支出,并且通过提高实际利润从而又会增加总盈余。 172

在新古典理论中,生产函数被用于推导相对价格和收入分配的技术理论。正如前面所指出的,根据生产函数建立的经济理论对我们所处的经济缺乏说服力,尽管可以用生产函数的思想去探寻出资本资产(工厂和设备)给定情况下付现成本和产出之间的关系。在这种有效运用中,生产函数被用于考察产出随劳动、原材料和服务变化而变化的方式。在资本资产给定的情况下,这些投入—

产出关系能得到单位产出的总可变成本，并成为供给分析的坚实基础。这种对生产函数的应用不会推出相对价格和收入分配的技术理论；在资本资产给定的情况下，资产收入取决于由总需求决定的生产资料的稀缺性，而不是取决于生产的技术条件。

在一个封闭经济中，投入成本被分为生产过程必需的劳动成本、购入原材料和服务的成本以及加成成本。在纯粹的封闭经济中，最终销售收入被分成直接劳动成本和间接劳动成本，它们在现有资本资产和毛利润的情况下是生产所需要的。毛利润被分成总留存收益、税收、股利、利息支付、租金和管理者工资，以上这些都属于对利润的分配。

在国民生产总值账户中，国民生产总值在一方被记为工资和薪水，在另一方又被记为资本总收入。我们在这里要介绍的概念有总数上是相同的，但以另一种方式分解。对于那些不能提供资本资产中技术所要求的劳动的工人，他们的工资和薪水收入被看做是一种利润分配。即使是那些从事广告宣传、销售、营销、研究等工作的管理人员，他们获得的收入也都被看成是一种利润分配的形式。

因此，在我们的经济中，盈余比通过利润或投资衡量的数额要大得多。不仅政府税收是盈余的一部分，而且私人部门的工资和薪水支付中的绝大部分也是173 是对盈余的分配。制度结构和各类企业需要大量的盈余作为销售、管理和促销的资源，这些盈余远超过用利润衡量的盈余。

只有一部分，在很多案例中只有一小部分经营成本反映了技术上所必需的劳动力成本和购买投入的成本。管理、广告宣传、营销、销售、公关、研究、产品开发、企业律师等行政部门所雇用的人员并不是资本资产包含的技术所必需的。在一个给定的企业环境下，这些劳动力提供的服务对于企业的运转和生存至关重要，但是这些成本绝不是技术上决定的。虽然一家钢厂、石油公司和服装公司在技术的投入—产出关系上非常相似，但是管理成本和从属成本以及服务的结构和重要性却明显不同。

每单位产出的销售价格和由技术决定的平均生产成本之间的差额，就是每单位产出的利润。企业可以将该利润用于缴税、留存收益、股利、利息、租金、购买或雇用管理服务以及作为行政开销。各种不同的支出，比如债务利息、雇用管理者和工人的费用，以及购买企业服务等都属于利润分配，是对盈余的使用。

在现代经济中，盈余可以远远超过投资。税收和政府赤字可以为政府增加福利和减少福利的计划提供资源。此外，部分盈余被用于支付管理人员和辅助

工人的工资和薪水。获得这种收入的大部分白领可能比那些蓝领工人要富裕得多，但是他们的工资收入，跟那些蓝领工人的收入一样，都主要用于消费。因此，用广义的利润进行的消费，同样会增加利润。与用红利进行消费相比，用作为辅助劳动力获得的工资收入进行消费，会占到广义利润与狭义利润差额的更大部分。

利润中用于管理和辅助生产的支出，并不在企业的损益表中报告或者向所得税征收部门报告。除了一些研发成本，它们都被算作经营成本。管理者工资与流水线工人的工资处理方式一样；作为投入所购买的广告宣传服务与一家汽车制造商购买的钢材也完全等同。因此，会计报表中报告的利润低估了我们经济中实际产生的盈余。

在技术决定的工资收入中，管理和辅助服务方面的工资比重越大，相对于 174 技术决定的生产成本单位产出需求价格就越高。如果所有管理和辅助服务的成本都是工资成本，并且全部这种工资被用于消费品支出，那么广义利润将会增加工资额那么多。辅助劳动力的消费支出将承担辅助劳动力的总的就业需求。

对每单位产出来说，如果管理和辅助生产方面的工资与由技术决定的工资之间的比率越高，那么每一产出水平下的利润和产品价格都会比没有管理和辅助生产费用的情况要高。增加公司广告宣传、行政管理、产品研发等方面的支出会增加消费需求，而不增加由技术决定的生产所必需的每单位劳动的产出，这会导致价格上升。

如果企业之间在销售、营销、广告宣传和研究等方面展开竞争，相对于由技术决定的劳动工资和薪水，这些职能部门的工资和薪水会增加，由此会形成对价格向上的压力。因此，通过广告宣传、产品开发和销售等，使得企业具有并能维持垄断力量，提高市场份额，这会产生通货膨胀的压力。

虽然管理和辅助生产人员的工资和薪水最好是被作为一种盈余来分配处理，但这些工资、薪水和服务购买是企业必须用价格来补偿的成本。此外，在企业看来，用于履行债务融资承诺以及取得企业资本资产所需的现金都是成本。最低价格要确保企业过去的投资决策、企业的负债结构以及每单位产出的经营方式都有效，它是通过计算由技术决定的成本、辅助生产成本、管理费用、融资成本以及每一单位产出的资本成本之和并且考虑产出的变化得到的。在一个有着现代企业的经济中，生产和销售产品的企业具有庞大的行政机构，开展各种各样的产品研发、产品宣传，产品的价格不仅要承担技术决定的劳动力成本和过去的投资决策所应该保证的利润，还必须承担以上这些活动的成本。

尽管是对超出总利润的那部分盈余的一种分配，但管理和辅助生产支出会

175 采用工资收入的形式。由于工资收入主要用于消费，不过我们也知道，利润中用于消费的部分又会增加利润。总体来说，利润中用于消费的支出部分会增加企业利润，当然，并不是对每一个企业都是如此。因此，在一个封闭经济中，企业用于广告、研究、开发、管理和其他这种管理方面和非技术决定方面的总支出，能决定企业的目标回报，通常是以增加对付现成本或技术决定成本总加价的形式表现出来。这些成本会产生一种自我实现预言的形式：总体上，这类支出数量越大，企业能够在这方面的支出就越多。

由于管理和辅助生产人员的工资和薪水一般都高于技术生产工人的工资和薪水，这些收入中一部分很可能被储蓄起来。储蓄起来的工资降低了利润。管理和辅助生产的工资中用于储蓄的部分，使得这类支出不能实现自我满足。此外，这些高收入中用于储蓄的部分会抵消由投资和政府赤字而获得的部分利润。因此，管理者、技术人员和专业劳动者的收入越高——其储蓄也就越多——则资本家和赚取租金者可获得的现金流就越少。

正如前面所指出的，资本家和赚取租金者可获得的现金流，决定着对未来利润的预期，并提供引致投资的诱因。只要赚取利润的人能像赚工资的工人一样，把工资全部用于消费支出，那么存在这种利润分配起码对投资而言是好事，但是一旦这些高水平工资中有一部分拿出来用于储蓄，那么传统分析中作为利润的现金流将会减少。对于一定水平的投资和一定规模的政府赤字来说，企业用于支付管理和辅助生产方面的总支出越高，用于偿还债务、支付股利和留存收益的利润就会越少。美国产业利润率已经很低而且仍在不断下降，这可能并不是由于技术上的资本生产率有任何下降，而可能主要是因为由社会决定的对管理和辅助生产职能的利润分配增加，由此导致工人的储蓄增加，总体上工资收入更多了。

176 为了能弥补成本并能赚取足够的资本收益，一家具有行政部门而且在广告宣传等服务方面进行支出的现代企业，需要对由技术决定的劳动力成本进行大幅加价。不仅如此，一家大规模的企业还很可能在每单位的产出上使用大量的资本资产服务。结果，需要用于承担过去投资决策的现金流成为总现金流中很大一部分。这些以资本密集型和辅助生产成本支出为特点的大企业，为那些更为简单和经营更差的企业打开了大规模成本的空间。

亚当·斯密有一个著名的论断，“市场的拓展决定劳动分工”，并且劳动分工增加每个工人的技术性产出。斯密主张“投资和创新会改善生活水平”，这也是乐观主义信仰的基础，但它并没有考虑到，产业的组织类型可能因强行增加成本（这些成本可能抵消投资和创新的正面影响）而使增加福利的意向落空。

具有较高管理费用的资本密集型大企业支付的工资率与法定最低工资(其他劳动密集型能够以此最低工资雇到员工)之间存在差异,如果我们将上述内容和这种差异结合起来考虑,那么通过建立能够给大企业提供其他便利的机构来增加产出、就业和福利,就存在很大的潜力。

供给价格

在我们的经济中,供给价格反映厂商的成本结构和它们的垄断力量。抽象地说,有两种类型的供给主体。一种类型的主体生产产出并接受市场所给出的任何价格。竞争性市场、价格接受者或者可变价格这些词都是用于描述这类市场的。在没有政府干预的时候,农产品市场以及一些基本的矿产品市场就是这种类型的市场。在第二种类型的市场中,一家厂商制定价格并根据需求改变生产的产出数量。尽管这些价格制定者、具有垄断力量或者固定价格的厂商在公共设施和制造行业中处于主导地位,但它们在需求变化时维持价格的能力却大不相同。⁸取得垄断是厂商最主要的目标。

对于具有固定价格、产出可变的厂商来说,各种购买劳动和原材料的显性现金支出以及为购买资本资产而取得隐性现金需求的合同融资义务,共同决定 177 厂商的目标供给价格,这个价格为债权人提供一个安全边际。由显性现金需求和隐性现金需求可以画出一条平均成本曲线,该曲线得出各种能够完全承担生产技术、融资结构和企业模式的产品价格和数量组合。目标供给价格由技术决定的成本和各种固定成本决定。如果产出数量适度,目标价格会形成足够的现金流,以使企业的股权投资者对获得的头寸满意。如果厂商面临的斜率为负的需求曲线,在一系列能完全承担成本的价格和数量组合的内部(也就是说,厂商拥有垄断力量),那么厂商就可以随意确定产出的价格。由于总体经济条件和产品垄断力量而引起的需求曲线的移动,将会改变具有垄断力量的企业所决定价格下的销售数量。

因此,存在两种类型的收入—成本关系。在固定价格—可变产出的案例中,单个厂商拥有足够的垄断力量,使得厂商能够根据技术决定的成本建立起一个复杂的成本结构,用于确定价格。那些拥有垄断力量的厂商会按照某一价格水平下市场所愿意接受的数量提供供给,对于大部分产出来说,这一价格会弥补所有的单位成本并形成一个安全边际。另一方面,作为价格接受者的厂商,根

8 希克斯在其最近的著作中对这两种类型的市场作了大量讨论。参见 John Hicks, *Economic Perspectives* (Oxford: Clarendon Press, 1972)。

据技术决定的成本来确定产出数量，它们只能接受市场决定的价格，这一价格是给定的，不会受到这类厂商供给数量的影响。价格和技术确定的平均成本之差为单位现金流，它能弥补所有其他的成本——比如说合同规定的融资费用和各种管理费用。

因为管理费用、辅助生产成本和资本成本在短期内都是固定的，所以包括这些成本在内的总成本可以描述成一组向上移动的由技术决定的总成本曲线，如图 7.1 所示。能够承担厂商组织、融资结构和资本资产头寸的收入位于 CA—CA 曲线上方；该曲线反映在给定的厂商技术、组织结构和债务结构之下产出的全部成本。如果收入位于 CA 曲线上或在其上方，那么厂商的管理层和股东将对过去的决策表示满意。

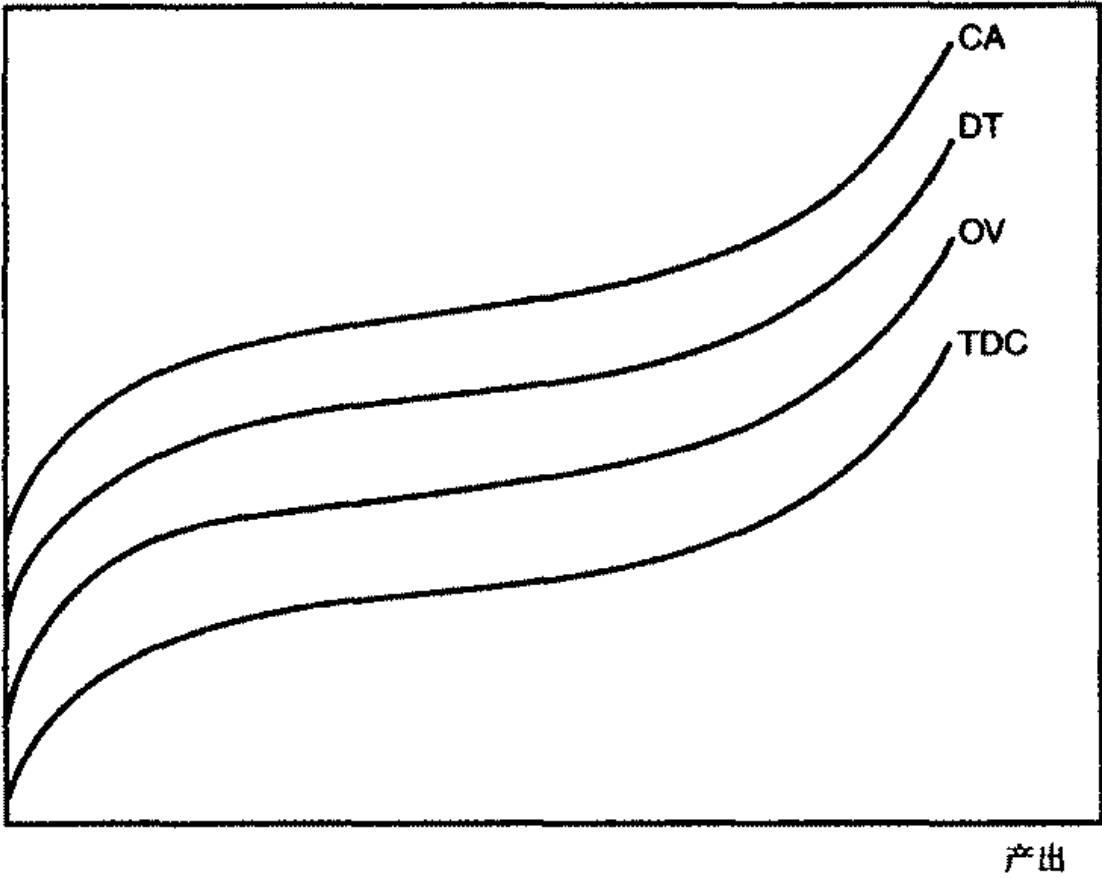


图 7.1 包括所有成本因素的总成本

TDC=给定价格和投入工资条件下由技术决定的成本
OV=技术决定的成本和管理费用
DT=OV+用于偿还债务的资金
CA=DT+用于购买资本资产的资金
收益>CA，完全实现了过去的投资和融资决策
CA>收益>DT，可以偿还债务，但并不能支付购买资本资产的所有价格

图 7.1 种所画出的总成本曲线可以转变成一条边际成本曲线和一系列 U 型平均成本曲线。边际成本曲线反映生产的技术，而平均成本曲线是由总成本曲线的最低点相连接得到的。其他平均成本曲线是厂商由技术决定的成本和各种管理费用、辅助生产成本以及资本成本之和。每一条平均成本曲线的最低点都在同一条边际成本曲线上。这些平均成本曲线和边际成本曲线如图 7.2 所示。

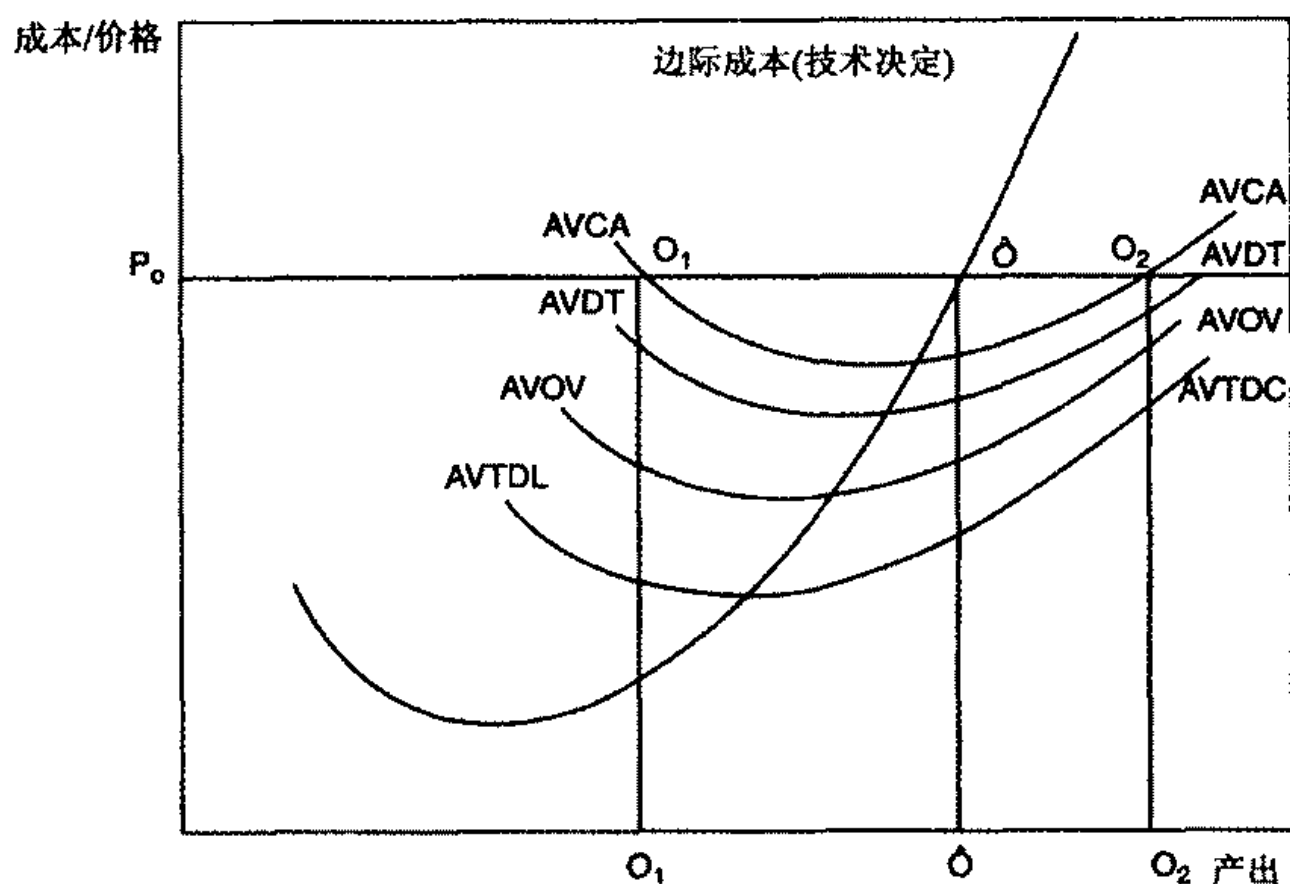


图 7.2 价格制定者的相关曲线

AVTDC=技术决定的平均成本

AVOV=AVTDC+平均管理成本(每单位产出的管理成本)

AVDT=AVOV+平均的债务偿还额(每单位产出的债务偿还额)

AVCA=AVDT+有效的平均资本资产价格

在杯型曲线 AVCA-AVCA 上的任何一个价格和产出组合,都能够满足厂商的总收入要求。如果厂商设定的价格是 P_0 , 产出大于 O_1 而小于 O_2 , 那么将存在一个安全边际, 也就是说总收入已经超过令人满意的程度。对于一些受到监管的行业, 比如公共事业以及大部分运输行业, 它们在被完全结束管制之前, 杯型曲线 AVCA-AVCA 会在各种会议桌前协商确定比率过程中加以确定, P_0 则通过对预期产出的交涉来确定。对于一个在组织结构上具有寡头垄断性质的行业来说, 由于它是资本密集型的行业, 银行家和融资人都暗自坚持要限制价格竞争, 以便当存在需求短缺时, 价格不会像在竞争市场条件下一样, 沿着边际成本曲线暴跌。如果一家厂商通过降低价格应对需求减少的变化, 那么各种价格—数量组合就描绘出一条边际成本曲线; 银行家完全会担心, 需求方面相对较小的下降, 可能会严重损害股票和债券的市场价值。

对于银行家来说, 图 7.2 描述的状况提供一种合意的安全边际。如图 7.2 所示, O_1 大约是 \hat{O} 的 60%, 是 O_2 的 50%。如果在 $P = P_0$ 的条件下, 使利润最大化的产出 \hat{O} 被看做厂商的生产能力(产出大于 \hat{O} 时, 随着产出增加利润会下降), 那么市场需求的下滑将不会削弱企业的融资活力。

图 7.2 中的成本—价格状态可以用于解释经济中的很多问题。如果价格 P_0 处的产出需求数量下降, 比如说从 \hat{O} 下降到 O_1 , 那么由技术决定的劳动力中将出现临时失业的情况。管理费用、广告宣传费用、研发支出和员工工资都能得到保证, 直到产出接近甚至下降到 O_1 之下。事实上, 在厂商努力提高产品需求和保护其垄断地位时, 会增加销售、营销、产品开发和广告宣传支出。这一系列举动会使平均成本曲线上移, 并提高最低产出数量, 在最低产出数量、价格为 P_0 条件下所有成本都能得到弥补。如果最初的需求不足状态一直延续并加剧, 那么具有市场势力的厂商对需求下降所采取的应对措施, 可能会导致面临的困难恶化。

如果产出维持在 \hat{O} 附近, 那么现金流量将超过付现成本所需要的数量以及融资还款义务所需要的利润数量之和。这种现金流量以及给对产能的销售压力使厂商愿意进行投资。不仅如此, 现金流量使得厂商从内部为大部分投资筹措到资金, 并通过出售债务为其余部分投资进行融资。如果产出接近或低于 O_1 , 则投资意愿和投资能力都会削弱。使厂商愿意进行投资的成本和收入状态, 并不能随着产出的变化而顺利连续地实现, 只能以一种不连贯的方式达到。

厂商使用的债务融资和权益融资的相对数量, 能反映经济过去的周期性状况。在图 7.2 中, 杯型曲线 AVDT-AVDT 表示的是, 使厂商能够履行未到期债务还款义务(包括所有用于偿还债务所要求的数量)的最低价格—产出组合。^{*}如果厂商的债务从一个时期展期到另一个时期, 或者具有浮动利率, 那么金融市场条件的改变会影响成本曲线。例如, 利率的上升会使 AVTD-AVTD 曲线和 AVCA-AVCA 曲线向上移动; 并且使 O_1 向右移动, O_2 向左移动。如果在 AVCA-AVCA 曲线上现有生产能力下的加价和目标产出能够得以维持, 那么就必须要提高价格。不过, 如果在价格为 P_0 的条件下作出销售承诺, 那么用传统方法衡量的每单位产出的利润将减少。如果 AVDT 曲线由于利率上升移动到 P_0 之上, 那么厂商可能难以履行其所有的融资还款义务。

181 作为价格接受者的厂商, 通过沿着边际成本曲线调整其产出来应对需求的变化。尽管这些厂商拥有和运营资本资产并举借债务, 但是它们并不具备根据自己满足成本的需要来设定价格的能力。相反, 它们只能被迫接受能够获得的

^{*} 如果需要购买投入品, 比如服装生产厂需要购买的布料, 那么 AV+债务曲线包括用于偿还购买布料所借债务的本金和利息所需要的现金流。如果耐用资本资产包括使用的成分(使用者成本), 那么总收入中的使用者成本部分将包含在边际成本和 AV+债务曲线中。

价格，并将价格作为一个参数，沿着各自的 MC 曲线确定产出。

在图 7.3 中，对于一个作为价格接受者的厂商来说，利润，这里是广义所指的利润，在价格 P_2 上将为 $P_2O_2A_2A_2'$ 。需求的逐渐减少可能会导致该厂商的利润变成 $P_1O_1A_1A_1'$ 。如图所示， P_2 并不比 P_1 高出多少，但正如 AVDT-AVDT 曲线显示的，一个下降很小的需求都可以导致现金流过少，以致使厂商不能履行所有的支付承诺和偿还债务。图 7.2 和图 7.3 反映了一些我们经济中的真实情况，与作为价格制定者的厂商相比，作为价格接受者的厂商更倾向于付出更小的管理费用，并且为每单位产出承担更低的资本成本。垄断能使厂商在需求下降时控制价格的变化，它可以成为使用昂贵的专用资本资产和进行大规模债务融资的先决条件。

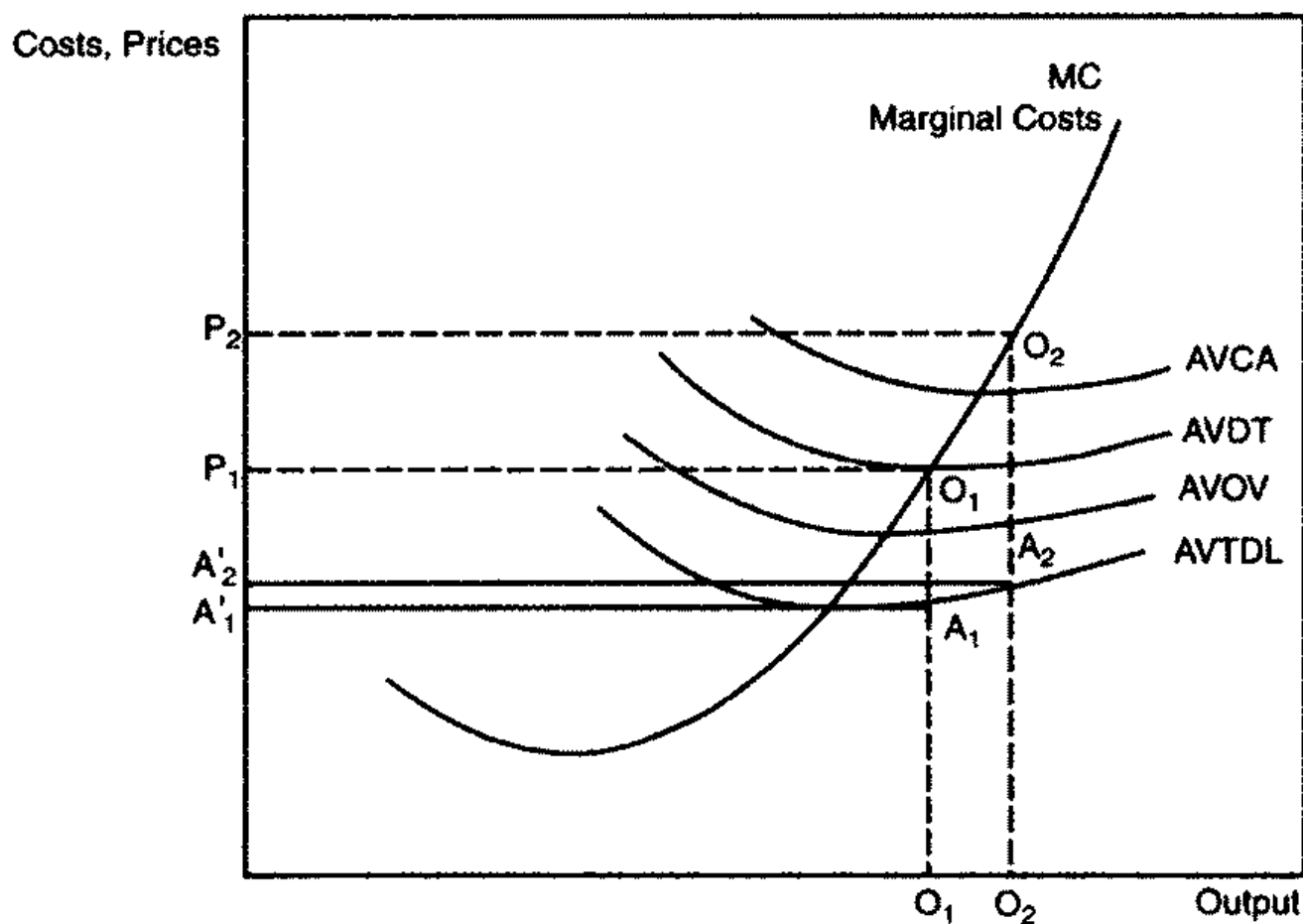


图 7.3 价格接受者的相关曲线

注：MC (Marginal Cost)，边际成本

如上所述，对于整个经济来说，利润是由投资、政府赤字、国际收支赤字以及工资中利润—储蓄关系用于消费的数量来决定的。消费者偏好和投资类型导致需求在各种产出之间进行分配。假设需求由产生利润的支出来确定，就业则取决于以下条件： $I + Def + \dots = \sum_{i=1}^I \pi_i P_i Q_i$ ；（ π 是利润与价格的相关系数，作为利润的产出价格的一部分），在有些情况下， $\pi_i P_i$ 是常数， Q_i 是变量；而在另一些情况下， $\pi_i P_i$ 变化，而 Q_i 是固定的。因此，投资、政府赤字以及用于消费

支出的管理成本会体现在价格中，因为它们决定能够实现的总的单位加价。如果管理成本增加，一个具有垄断力量的厂商将调整供给价格；在竞争的市场上，成本增加的最初效应将减少利润。二战以来，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。

通过提高价格从而在较低的产出水平就能弥补成本(包括资本资产收入)，可以提高安全边际，安全边际的提高将降低任何给定总利润下的就业水平。众所周知，很多经济学家将 1937—1938 年的经济衰退归咎于物价的上涨，之所以出现物价上涨，是因为钢铁和其他行业通过提高价格来努力提高利润额以便降低能够完全弥补成本的产出水平。⁹然而，战后时期，主流经济学忽略了垄断对价格水平和就业的影响。一旦垄断厂商占据经济中的绝大部分，那么增加的产出与投资、政府赤字等上升导致利润增加之间的界限，取决于这些厂商的行为；实际上，财政政策和货币政策的效果取决于利润增加额对需求增加的反映。

183 结果是，价格反映了市场结构以及需求产生的方式。与投资和政府规模都较小的经济相比，一个具有高投资的大政府经济将拥有完全不同的一系列相对价格。相对价格反映不同的垄断力量和经济的企业类型。广告宣传、行政管理和产品研发的支出，以及高级行政管理人员的薪水，都会体现在垄断的厂商的供给价格中。不管是作为价格接受者的厂商还是作为价格制定者的厂商，都必须用价格弥补成本：总利润额——正如我们所定义的——等同于税收，像税收一样，它们为垄断厂商使用的资源提供融资，这类垄断企业可能被认为是无效的。

因此，成本条件决定了供给价格；不过，能决定供给条件的成本随着垄断厂商不同而有所不同。利润如何在厂商之间分配，以及它们如何体现在价格中，这些不仅仅取决于技术和消费者偏好，供给条件会反映市场势力。因此，垄断作用于价格的结果就是相对价格，在存在垄断厂商的情况下，市场决定价格的“最优性”只是新古典经济学家们想象中的无稽之谈。

税收和政府支出

正如我们已指出的，政府赤字(或盈余)影响着总利润和相对价格。像利润一样的税收，是产生盈余的一个机制，而政府支出则是对盈余的一种分配。

由于税后利润可以简单地表示为投资加上政府赤字，则如果投资和政府赤字之和不变，而对利润征税增加，则必然导致税前利润增加。政府支出和利润

9 管理价格问题和经济运行的总体过程是 TNEC 考查的中心内容。可以参见 Ellis Hawley, *The New Deal and the Problem of Monopoly*, op. cit., pp. 460—465, 467.

税增加相同的数量，将会导致税前利润增加。特别是，如果垄断厂商考虑到预期税收会增加，就必然会提高其产品的供给价格。然而，价格接受者不能通过调整价格来应对预期利润税的增加，但是它们的产品价格会上涨，这是因为，政府增加支出所形成的利润会以已实现的单位产出税前利润增加的形式显示出来。

消费税也会体现在供给价格中。雇主对于社会保障的贡献，就是对雇用劳动征的消费税；它们影响着由技术决定的产出成本。只要社会保障税上升，这些成本就会增加。固定的管理费用和辅助生产支出也会上升，因为这些成本基本上属于劳动成本。这些成本的增加意味着，对于价格接受者和价格制定者来说，完全承担债务和资本资产的供给价格会上涨。

企业经营和雇用劳动会产生费用，这部分费用等于税收和劳动力成本，劳动力成本中包括医疗和养老这些额外的福利。这些成本可以作为垄断厂商决定其供给价格的依据，以及作为决定其他厂商已实现利润的依据，在某种程度上，¹⁸⁴这类成本能为需求提供融资。

除了利润和消费税之外，家庭工资和资产收入也是要缴税的。这些税收只有在它们影响劳动力供给或储蓄的时候才会影响供给价格。个人所得税能够确保，即使是在仅仅由技术决定的劳动力成本来控制的价格水平上，由技术决定的劳动力的税后收入也不足以买回其生产的产出。

因此，税收有两条途径来产生盈余。第一条途径是，税收能确保技术上所需要的工人每单位产出中的可支配收入，要低于由技术决定的供给价格；第二条途径是，税收使产出的供给价格高于由技术决定的每单位成本。但是利润也体现在供给价格中——通过对技术决定的成本加价的形式。因此，与生产相关的税收（社会保障税、消费税、增值税和企业所得税）和利润是相等的。不过，税收控制着政府盈余，而利润额则控制着资本资产所有者和公司管理者的盈余。

不考虑产出如何有用，政府支出是对盈余的一种分配，除非产出以至少弥补技术决定成本的价格出售。在一个封闭经济中，政府支出和投资之和被税收和利润所抵消。税收清单和利润加价，以及那些获得收入的人们的储蓄偏好，共同决定着就业水平，在此就业水平下税收和利润之和等于投资和政府支出之和。

投资和政府支出操纵着我们的经济，因为它们不受制于经济当前运行的状态。它们要么取决于外部的政策性因素（政府支出），要么取决于现在对未来的预期（私人投资）。尽管会计关系能确保税收加利润等于政府支出与投资之和，

但它们并不能证明互为因果关系。在得出投资和政府支出等于税收和利润的因果关系成立的观点之前，需要有经济和政治进程方面理论的支持。

企业支出的融资

185

如上文所述，总利润由投资、政府赤字、贸易余额、用利润进行的消费以及工资收入中用于储蓄的部分共同决定。在我们这个有着大政府的经济中，投资和政府赤字的变化会互相抵消，从而总利润不会像小政府经济中那么不稳定。

对大部分厂商来说，任何一个时期的管理费用和辅助生产成本都与该时期的产出无关。对短期而言，利息支付、广告宣传费用、行政人员薪酬和到期债务本金都取决于以前的承诺。

如果经济产生足够多的广义利润，那么将能获得用于履行以前承诺的现金。当然，是否价格（对于产品价格波动的厂商）和产出（对于产品价格固定的厂商）足够大能为这些费用提供资金，要取决于总利润的情况。但不管是否会有当前的现金流，以前债务形成的现金付款额终会到期。当现阶段利润不足时，履行偿还义务所需要的资金来源还可以是现有现金、借款或出售资产。

从广义上说，是银行业系统，使企业能够在没有充足当前利润的情况下仍然可以履行偿还承诺。现有现金和借款能力一般都是基于以前建立的最高信贷限额，它们能在没有足够当前现金流的情况下保证还款。

还款承诺是以预期收入为基础的，如果没有获得收入，那么就要增加现有现金或者是短期银行债务。如果是后者增加，那么此后时期的还款承诺就会增加。这导致成本曲线上移——成本曲线定义一个厂商需要用于履行还款承诺的价格和产出组合。当前利润不足的融资效应是，会提高未来承担厂商资本资产、负债结构和企业类型的价格和产出。今天的利润不足会导致未来更难以获得足够的现金流。要建立扭转失望的力量去取代失望的预期，利润不足的融资结果使未来获得承担成本结构的现金流更加困难。

在短期，如果收入不能弥补厂商的付现成本，那么厂商将减少产出，但是这仅仅会降低技术所决定的成本。短期中的管理成本、辅助生产成本以及融资付款等主要都是事先确定的。广告宣传支出或债务的利息支出，不能像支付给生产一线基层工人的工资那么容易调整。一旦一个厂商举借债务，那么长期债务的还款只有在重新协商后才能变更，而且这可能使企业陷入明显的或隐蔽的破产之中。

186

相对于由技术决定的成本而言，为债务结构、管理费用和辅助生产成本的

现金付款越多,能够根据需求降低迅速作出调整的费用就越少。需求降低会使总利润降至还款承诺以下的水平,固定的还款承诺提高了这种可能性。当出现这种情况的时候,厂商将很快丧失流动性,并且被迫迅速增加自身的债务。因此,当融资成本和企业类型成本相对于技术决定成本增加的时候,更容易出现银根紧缩的情况。由于资本密集型生产技术、企业头寸的债务性融资以及形成管理费用和辅助生产成本的企业类型在经济中变得更为普遍,会更容易发生企业破产。

用于承担资本资产、债务结构和企业类型的现金流,来自投资、政府赤字、贸易盈余以及属于利润分配的收入中用于消费的部分。技术决定的工资总额中用于储蓄的部分会减少这些现金流。投资、政府赤字、贸易盈余以及工资和利润中用于消费的部分,这几项总和的降低会减少承担成本的现金流。投资支出、贸易盈余和家庭消费(储蓄)比例对金融市场的发展很敏感。现金流相对于还款承诺的减少,可能引发一场互相影响、不断积累的下跌过程。在当前的经济中,投资、贸易盈余或工资和利润收入中用于消费的部分出现大幅下滑,会导致就业减少、税收降低和政府转移支付提高。这种朝着政府赤字的变动会维持总利润水平。结果是,对于那些具有高管理费用和辅助生产成本的资本密集型高负债企业,丧失流动性和迅速增加债务的情况会逐渐平息。从本质上看,大政府虽然存在无效率的一面,但它能稳定住收入和利润。它能降低存在大量高负债企业的资本密集型经济大幅下滑的风险。

资本密集度、多元化市场和多样化产品

有必要补充说明一下我们当前生产的一些经验性特征。我们已经考察过资本主义经济正常运行的基本条件:厂商使用资本密集型生产过程,生产多样化产品,并在不同的市场上出售。187

通过税后利润中技术决定的工资总额所占的比率,可以衡量一个生产过程中相对的资本密集度。税后利润要承担购买资本资产的价格,这个比率越大,产出价格中对技术决定的平均成本的加价就越高。如果取得的利润足以承担资本资产的价格,那么它还能承担过去的融资还款承诺。如果经济运行良好,那么从总体上来看,当前的利润就能承担全部取得资本资产的付款承诺和融资关系中的还款承诺。

资本密集型生产过程表明,众多典型厂商的总收入需要用于还债和维持资本资产价格——这意味着,每单位产出中由技术决定的付现成本,在需要达到

的价格中只占相对较小的比例。在这种环境中，过剩的产能和缺乏弹性的需求，使得价格竞争非常剧烈，这将导致利润的灾难性下滑。

在用以偿还债务和维持资产价格所需要达到的价格与生产的付现成本之间，存在一个很大的差额，这意味着价格竞争会抽取一种沉重的罚款，首先是从厂商那里，然后是从银行家那里。因此，在将资金投向特殊的资本密集型生产过程所需的专用资本资产之前，风险厌恶型的投资者和融资者都会要求寡头或垄断竞争协议方面的保护。寡头和垄断竞争是资本密集型行业中一种自然而然的市场结构。由于投资者和银行家需要筹资人作出不会发生价格竞争的保证，所以华尔街的舆论界强烈谴责生产者之间的价格竞争。

生产的目的在于，获得总收入与技术决定的和辅助生产的付现成本之间的差额。生产是为了利润，不是为了使用。如果一个厂商的资本资产生产出大量产品，并在各个市场上出售，那么该厂商及其借款银行不会太在意是哪个市场和哪个产品创造出他们需要的准租金。他们最关心的是，从不同市场获得的准租金总额是否足够偿还企业的债务并维持其资产价值。一个垄断厂商在产品市场上所获得的最大利润，可以从它在每一个市场上所给出的向下倾斜的需求曲线得到。需要的总的最小利润则由用于维持资本资产价值的债务结构和现金流得出。如果最大利润大于需要的最小利润，那么厂商就可以享受以前未充分利用市场头寸获利而现在加以充分利用所产生的收益。在这样的环境中，除了经济关系之外，政治因素也将决定产品的价格。

如果融资技术需要将大量的总收入用于偿还债务和维持资本资产价格，而且厂商通常生产大量产品并在很多市场上出售，那么产品的价格可能不仅仅反映经济关系。厂商确实很少关注从不同市场上所获得的利润比例。但是，一个厂商如果它关注不同市场上各种产出的付现成本加价，就会获得可观的利润。在这种环境中，可能出现价格的交叉补贴(cross-subsidization)；厂商在市场和产品之间改变付现成本加价。一些惯例，比如加成价格、监管，再比如对具有某价值的资本资产制定一个目标收益率，确确实实能够引导价格的形成。因此，在一个资本密集型行业中，存在武断的政策因素影响某些价格。

由于价格会包含对工资成本的实际加价，所以为某一件商品所支付的费用常常作为对其他商品和服务的支付。例如，“自由电视”的美国体系是通过分配广告产品中对技术决定的成本的总加价来获得融资；也就是说，来自洗衣皂和腋下除臭剂生产商的部分收入会用来为娱乐埋单。技术上所需要的成本加价不

仅要偿还债务和维持资本资产价格，还要支持麦迪逊大街*的运转和一系列的转移支付(社会保障和医疗保险)。

前文已经提到，维持用于生产的资本资产价值所需的利润，与生产过程中的资本密集度有关。那些资本密集程度更高的行业和厂商，需要更大的每单位产出利润。如果总投资以及由此而导致的政府就业或转移支付增加，那么总利润将增加。但是这些利润在不同行业和厂商之间的分配，则取决于单个厂商的价格和劳动力成本之比，从而又取决于对各种产品的需求。

如果在各种生产过程中所使用的资本资产的相对价格保持不变，那么资本化后得到资本资产价格的相对利润就不发生变化。这就要求各种不同产出所产生的利润要以相同的比例变化。不过，产出的资本密集程度越高，用于支撑相对资本资产价格不变的产品价格上涨的百分比就越大。投资(以及政府支出和转移支付)对收入比率的上升会产生的后果是，如果利润分配不变，则相对于用资本密集程度较低技术生产的产品价格来说，用资本密集程度较高技术生产的产品价格会上涨。但是，主要的需求变化情况可能使这种产品价格上的变化无法实现。此外，替代原理将使需求向价格上涨较慢的产出转移，也就是向那些用资本密集程度较低的技术生产出来的产品转移。因此，为了维持一种依靠高投资取得发展的经济，为了增加资本密集型生产相对于其他生产的现金流或利润而形成的干预措施，必须附着于价格系统中。有利于资本密集型生产技术的补贴和税收——比如加速折旧和投资税收优惠——是那种通过鼓励投资来刺激经济增长的经济中重要的政策手段。 189

在一个封闭经济中，盈余主要取决于投资、政府支出和管理费用。税收是在利润和政府收入之间分配总盈余的一个工具。如果总盈余给定，一个更大的政府赤字则意味着更高的企业利润。因此，一个拥有大政府和反经济周期赤字的国家，能够维持总盈余的规模，并且能够确保企业利润不会随着企业投资的下降而下降。政府的政策能够保证，在经济衰退时期，对劳动力成本的加价不仅不会下降，甚至还会上升。

结论

一旦价格必须满足的条件包括了从经营中产生现金流，这些现金流能承担负债结构、引导投资意愿，以及为投资进行融资，那么新古典经济学中的均衡和保持均衡状态的谎言就没实质意义了。不仅如此，偿还以前的债务和承担资

* 麦迪逊大街(Madison Avenue)为美国纽约著名的大道之一,是美国广告业中心。——译者注

本资产结构所需要的现金流越多，市场机制有效的言论就越缺乏说服力。在存在大规模资本密集型生产的情况下，机制的主要功能就是产生已实现的和预期的利润，并使这些利润足以保证投资不断发展。有必要用投资或与之具有相同效果的政府赤字来维持利润，让这些利润能承担以前的债务结构和资本资产历史价格。当然，积累资金和资本资产技术生产力的影响也很重要。

190

在有着复杂金融结构和昂贵资本资产的经济中，资本密集型生产方式制造的产出面临着一向下倾斜的个人需求曲线，这种体制对削弱竞争使价格降至边际成本的可能性是必要的。对于资本主义经济中金融市场的正常运行来说，使价格降至生产的劳动力成本简直是巨大的灾难。在资本密集型产品市场上出现的无节制竞争，与融资者和银行家们在给生产融资时拿出大部分资金之前提出降低不确定性的要求，完全水火不容。对那些举借债务并拥有昂贵资本资产的厂商，有必要让利润的数量达到某个目标，但这些厂商并不关心在各个销售产品的市场上总利润如何产生。现实中，确定特定的价格要考虑政策和政治抉择。

由于受需求曲线的约束，垄断最大化会形成利润的上限。当利润最大化行为不能产生足够的现金流来偿还债务和维持资产价值时，资本主义经济就会陷入困境。能够增加名义现金流的通货膨胀就成为一种承担债务的政策工具。

在我们所处的经济中，个人原有的偏好和技术决定的生产关系不会决定产出、价格和收入。经济政策不能基于经济的细节不受政策影响这一假设。在作出政策决策时，我们会问这些政策是什么、为了谁以及如何实行，但我们却能够对这些经济生活中的代表性事物作出自由选择，当然也只能在给定的生产能力限制内。经济赋予我们的是有限的，但在这种限度内我们有自由选择的余地。

投资和融资

在资本主义经济中，利润驱动着企业并为其带来报酬；它们使过去的投资 191 有利可图，同时又引致未来投资。现实表明，今天的利润取决于今天的投资；在极端抽象的模型中，工人将其所有的工资都用于消费，而资本所有者则将利润全部用于储蓄，从而利润等于投资。如果将上述模型拓展一下，不仅仅考虑最基本的结构和简单的行为，投资也仍然是利润的最主要的决定因素(虽然不是唯一因素)。

生产投资性产出时必须要进行融资。此外，获得资本资产的所有权(或者是其头寸)也必须进行融资。因此，融资行为影响着资本资产的价格、投资的有效需求和投资性产出的供给价格。

一旦弄清楚投资的决定性因素，那么就可以对金融不稳定理论给予完整的阐述和解释。投资是资本主义经济运作的最本质要素：政府赤字、消费行为和货币工资路径都是次要的。正如我们所熟知的，当劳动市场制度发生大的变化以及政府力量很小的时候，我们这种经济中最基本的周期性特征就非常明显。尽管货币工资和政府预算的走势能够放大或抑制经济的不稳定，但是资本主义经济中的周期性特征则取决于利润、资本资产价格、金融市场条件和投资之间的关系。

经济政策可能会通过影响投资过程、工资和政府预算来影响经济走向不稳定的趋势，但是在资本主义经济范围中，金融不稳定性不可能被完全根除。尤其是，政府的反周期赤字现在削弱了经济陷入衰退的不稳定性，而长期的政府赤字则加剧了经济过热或者说是通货膨胀式的不稳定性。

为生产投入品而支付货币的企业投资预期能获得超过当前或付现成本的收入 192 入。在资本主义经济中，这种超过成本的收入被用作资本资产，并成为投资收益。一项投资类似于一个债券，是用今天的货币换取未来货币的过程。一位资本资产的所有者拥有一种特殊的或有合同，这份合同说明了资本资产将能获得的货币(利润)取决于厂商的经营状况，从而取决于该行业和整体经济的运行状况。

投资包含了使用劳动和机器来建造厂房和设备的过程,它在现在的经济中可能要昂贵得多,并且可能需要经历一个漫长的过程(核武器工厂就是一个极端的例子)。但是生产投资性产出的工人和用于为投资性产出融资的债务工具的所有者,必须在投资性产出的生产阶段得到报酬。投资性产出的生产者为此而支付的货币,要么通过生产性或投资性厂商的内部渠道获得,要么通过外部渠道获得。企业投资必须制定一个为投资性产出融资的方案。投资决策——获得资本资产的决策——常常是关于债务结构的决策。

本章以及接下来的章节将给出一种看待资本主义经济中各种金融关系的方法,这种方法将现金流和现值的概念引入投资理论中。现金流承诺、现值计算和持有的流动性资产取决于金融市场的发展如何影响经济主体的行为和生存能力。因此,经济的稳定性取决于投资的方式和为资本资产头寸融资的方式。可能有人会说,不稳定性取决于系统的内部而非外部机制;我们的经济之所以不稳定是因为它受到了石油、战争或货币的意外冲击,而不是经济的本质所导致的。

金融不稳定性理论的基本原理可以从凯恩斯的《通论》、费雪对债务通缩的描述,以及西蒙的著作中推导出来。¹那些经历了20世纪30年代的经济学家们在解释当时的经济现象时,不会忽略金融崩溃以及随后一段时期的投机行为。

193 在一本由20世纪基金(Twentieth Century Fund)于20世纪30年代资助出版的专著中,埃文斯克拉古(Evans Clark)和合著者提出了一种对债务如何影响经济体系走势的解释,正是这种经济体系走势导致了1933年经济的崩溃并成为之后经济复苏的一股阻碍力量。²

由于对凯恩斯理论的主流解读被归入传统经济学的范畴,因此他对20世纪20和30年代最为明显的金融和债务结构问题的强调都没有受到关注。在今天的主流经济理论中,经济学家们分析了一种抽象的非金融经济。经济学家们认为,这种抽象的非金融经济的理论,对于有着复杂金融货币制度和经济惯例的经济来说非常有效。正如我们前文所指出的,这种逻辑上的缺失是一种信仰行为,而在新古典综合理论基础上提出的政策建议正是以这种信仰行为作为基础的。

1 John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (New York: Harcourt Brace, 1936); Irying Fisher, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica* 1 (Oct. 1933), pp.337-357; Henry C. Simons, "Rule vs. Authorities in Monetary Policy", *Economic Policy for a Free Society* (Chicago: University of Chicago Press, 1948); Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crises: A History of Financial Crises* (New York: Basic Books, 1978).

2 Twentieth Century Fund, *The Internal Debt of the United States* (New York: The MacMillan Co., 1933) and *Debts and Recovery* (New York: The MacMillan Co., 1938).

现代的正统经济学不是也不能作为经济政策制定的基石。

从某种意义上来说,20世纪20和30年代所忽略的那些思想比现在所保留下来的理论要重要得多。凯恩斯提出了投资理论(说明了为什么我们的经济这么容易受到波动的影响),以及投资的融资理论(与我们今天所处的经济有着不同寻常的相关性)³,但是这个理论在由希克斯、汉森和萨缪尔森所主导的传统凯恩斯理论中被忽略了。

投机性繁荣发生的方式,以及一个不稳定的、存在危机趋势的金融和经济系统发展的方式,对于与所研究经济有关的经济运转过程的任何描述都有着特殊的重要性。在一段增长相对稳定的时期出现的不稳定会变成一种投机性繁荣。这是因为,作为对经济成功运行的反应,商业企业(公司)和金融中介组织可接受的和预期的债务结构发生了改变。在不稳定性的分析中,投机性繁荣以后的投机性恐慌、债务紧缩和深度衰退以及衰退之后的经济复苏,都比不上持续稳定增长时期经济发展所产生的金融脆弱性和不稳定融资结构重要。

资本主义经济的特征:两套价格体系和金融

194

金融不稳定假设有两个基本命题:

- 资本主义市场机制不能产生持续的、价格稳定的以及充分就业的均衡。
- 严重的经济周期是源于资本主义金融的本质特性。

这两个命题——也就是金融不稳定假设——与新古典综合理论形成了最鲜明的对照,后者认为,如果不受到外界因素的干扰,那么分散的市场机制可以自动达到自我维持、价格稳定和充分就业的均衡。这两种观点的区别反映了对金融和金融关系处理方式的不同。金融不稳定观点非常重视资本资产所有权或控制权的融资方式,而这正是主流理论所忽略的。更进一步地,金融不稳定理论还指出了制度演变的过程中哪些因素真正发生了改变,并且说明,尽管经济周期和金融危机是资本主义经济不变的特性,但是一个经济运转所遵循的轨迹还是取决于制度、惯例和政策。归根结底,历史毕竟是历史,尽管可能发生事件的范围受限于基本的经济关系。

在下面的内容中,我们有必要弄清楚资本主义经济的准确本质。在一个资

3 参见 Hyman Minsky, *John Maynard Keynes* (New York: Columbia University Press, 1975); and "An Introduction to a Keynesian Theory of Investment", in G. Szego and K. Schell, *Mathematical Methods in Investment and Finance* (Amsterdam: Elsevier North Holland, 1972). Reprinted in Hyman P. Minsky, *Can "IT" Happen Again? Essays on Instability & Finance* (Armonk N.Y.: M.E. Sharpe & Co., 1982)。

本主义经济中,生产资料是私人所有的:总收入和劳动成本之差为资本资产所有者提供收入来源。此外,资本资产既能被用于交易又能用作抵押(作为贷款的抵押)。而且,由抵押生产工具或未来收入而创造出来的金融工具可以进行交易。由于资本和金融资产可以用于交易,所以它们就有价格。

此外,资本资产和金融工具的价格都取决于市场。正如凯恩斯所强调的,一个资本资产和债务工具类似于年金,两者都预期在未来的某段时间会产生现金流。因此,是市场过程将各种资本和金融资产的契约性或者或有现金流转化(资本化)成一系列的当前价格。

195 资本资产可以被生产出来,资本资产的生产被称为投资。购买者愿意为投资支付的价格是根据资本资产预期可获得的收入来确定的。

资本资产的价格和它们与投资品产出之间的联系是决定一个资本主义经济行为的最核心因素。在一个资本主义经济中,资本资产所有者的预期收入影响着投资品的需求价格。

在一个厂商的资本资产收入能够以债务(债券)的形式出售的经济中,资本资产的收入可以在债券所有者和剩余(权益)所有者之间进行分配。正如前文所提到的,资本资产所赚得的收入与各种层级金融工具的支付都是现金流。因此,契约关系所产生的复杂的现金流网遍及市场的各个角落,与当前产出的生产和分配所产生的现金流网有着盘根错节的联系。

资本和金融资产的价格取决于它们预期产生的现金流和资本化率,对于每项投资来说,其中包含了特定的风险和不确定性。由于从产品的生产和分配中所获得的总利润取决于投资速度,所以今天的投资决定了可用于履行过去签订的融资合同的现金流。如同前文所强调的那样,现代资本主义经济的一般功能决定于资本收入(从而投资)达到和维持的水平,在这个水平上资本资产可以赚得足够的收入以偿还过去的债务。如果没有达到这种水平,那么资本资产和债券的价格就会下降,而这种下降会对投资需求产生负面的影响。

196 资本主义经济的本质特征是存在两套价格体系:一套是当前产出的价格,另一套是资本资产的价格。⁴当前产出的价格和资本资产的价格取决于不同的变量,并由不同的市场决定。然而,这些价格之间是互相联系的,因为投资产出是当前产出的一部分。

4 在第7章中,供给价格(P)可以表示为 $P_0 \approx (1+M)W/A_c$, 其中 W 是工资率, A_c 是劳动的平均生产力, M 是每一单位劳动成本的加成。资本资产的价格决定于资本资产预期赚得的利润、 Q_i 和将这些预期利润资本化后的现价 P_k 。因此,我们可以写成 $P_k = K(\pi_i), i=1, \dots, n$, 其中的 K 是资本化的函数。 P_k 和 P_0 之间是有联系的,因为只要当前的产出转变成了资本资产,投资品就被生产出来了。但是 P_k 和 P_0 会常常发生变化,或者 P_k 和 P_0 之间的微分会发生变化。 P_k 的确定和对 P_k 和 P_0 之间的关系如何影响投资这两个问题是本章讨论的主题。

尽管是资本资产的技术性特征导致了我们的经济中“用现在的钱赚未来的钱”这种基本的关系，但是复杂的金融系统扩大了这种关系的数量并加深了其程度。这种金融结构是导致资本主义经济的适应性和不稳定性的共同原因。

由于我们的经济中存在股份有限公司和股票交易所，它们主要从事资本资产所有权的交易，因此存在股份有限公司的资本主义经济的金融维度比只存在合伙制企业和独资企业的经济的金融维度要大得多。以下的内容将集中讨论存在股份有限公司的资本主义的情况，这在过去一百多年的历史中占据着重要地位，而且现在的重要性更是前所未有。

与帕丁根方法的决裂

新古典综合理论必然要表明的一个观点是，是普通的市场过程使一个开始没有达到充分就业的状态转变成接近充分就业状态。实现这种转变存在一个假设即外生的给定货币变量会影响叫入中用于消费的比例。如果假设失业导致工资和价格的下降，那么货币的实际价值会增加从而抵消下降的影响。这种抵消反过来将会导致消费品需求的增加，从而促进就业。这个思路，也就是众所周知的帕丁根方法，实际上是新古典综合理论的雏形。⁵

米尔顿·弗里德曼认为帕丁根方法证实了资本主义经济没有缺陷的论断：也就是说，市场过程将导致充分就业均衡。⁶在帕丁根方法被提出之前，由凯恩斯提出的以下命题被广泛接受：(1)产品市场基本决定了总需求，(2)给定工资 197 率后，劳动需求小于劳动供给，以及(3)由于过剩的劳动供给导致的货币工资下降很可能不能有效地消除失业。

不管对凯恩斯理论来说，还是就我们的经济来说，以上这些命题确实确实忽略了本质而关键的一点，即在每一个短期环境下，经济中存在迫使各种要素改变的力量——我们可以称之为不均衡力量。这种不均衡力量有时候比较微弱，但是它们在不断积蓄力量，以至于在一段时间之后它们强大到足以破坏任何均衡。

5 Don Patinkin, *Money, Interest, and Prices: An Integration of Monetary and Value Theory*, 2d ed. (New York: Harper and Row, 1965).

6 Milton Friedman, "A Theoretical Framework for Monetary Analysis", *Journal of Political Economy* 78 (March-April 1970), pp.193-238. 还可以参见 Robert Gordon, *Friedman's Monetary Framework: A Debate with his Critics* (Chicago: University of Chicago Press, 1974).

但是,均衡这个术语的运用很容易产生误导。也许最好的办法还是从琼·罗宾逊(Joan Robinson)夫人那里借用一个术语,她将没有发生快速的破坏性变化的一段时间称为宁静时期(periods of tranquility)。⁷她还强调,投资的繁荣、加速的通货膨胀、金融和货币危机以及债务紧缩会破坏这种宁静。

对凯恩斯理论的主流解释中所说的不充分就业均衡并不是一个真正的均衡。这只是在债务紧缩和深度衰退之后的一个暂时状态。在这个状态中,市场对失业的反应是工资和价格的下降,这对增加就业来说是没有用的,因为只有在货币利润得以维持的时候以前的私人债务才能够被偿还;较低的工资和价格又导致了较低的利润。换句话说,需要用于偿还私人债务的现金流只有在利润维持的时候才能够产生。帕丁根效应的功效取决于企业内部债务(其能否被偿还取决于价格水平和货币利润水平)和企业外部的金融资产(其有效性与利润流无关)之比率;该比率越小,功效越大。帕丁根方法忽略了破产对资产价格的影响以及破产对私人组织为投资提供融资能力的负面影响。

因此,帕丁根方法对我们的经济并不适用,因为它所假设的一系列金融关系是有限的。市场对失业的反应是货币工资和价格的下降(帕丁根方法的本质),这可能会使得私人债务人无法用其很低的工资和利润收入来履行其偿债义务。

198 在一个全面彻底的通货紧缩环境中,所有的私人债务最终都将被拒绝履行,以至于所有的资本资产都归那些只有权益负债的个人或公司所有。一旦这种拒绝履行债务的情况发生,由于利润、工资和用于偿债的投资减少产生的影响,以及公司重组对投资的麻痹效应,情况会越来越糟。只有在金融结构被大幅精简之后(这可能需很多年的努力),下降的价格才可能导致经济的扩张。在一个有着复杂金融惯例的经济中,如果存在一条途径使得可以通过帕丁根的真实余额效应来达到经济的充分就业,那么这种方法很可能是通向地狱的。⁸

此外,在实践过程中,实际余额效应不是决定性的因素。帕丁根方法以及著作中处理非均衡现象的其他方法的独特之处在于,一旦它们实现了所谓的充分就业均衡,它们就不再去探寻这种均衡是否包含了再次导致经济崩溃的过程。一个关于系统何时达到充分就业均衡的详尽研究揭示了可能导致充分就业状态被打破的过程。充分就业均衡状态将朝着一个经济过热的方向被打破;也就是

7 Joan Robinson, *Economic Heresies* (London: MacMillan, 1971).

8 Irving Fisher, "Debt Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica* 1 (Oct. 1933) 中详细讨论了这种相互影响。James Tobin 在其 *Asset Accumulation and Economic Activity* (Chicago: University of Chicago Press, 1980) 中参考了费雪的以上观点,但是他似乎没有意识到他引入了一系列与自己基本的新古典观点无关的因素。还可以参见 Hyman P. Minsky, "Debt-Deflation Processes in Today's Institutional Environment", *Banco Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 143 (Dec. 1982).

说，一旦充分就业状态得以实现并维持，那么各因素之间的相互影响将会产生超过充分就业水平的投机性繁荣。

资本资产存货的头寸融资和投资性融资都通过以安全边际为基础的借贷活动来进行。借贷过程创造了货币。因此，银行用于支撑货币供给的那些支付承诺是可以得到履行的。如果不充分就业的状态被暂时的充分就业所取代，那么，各种资本和金融资产的相对价值就会发生变化，从而导致所期望的融资安排发生变化。

在一个资本主义经济中，由于资本资产具有技术生产率，我们只是不时地会需要它们，对资本资产的需求取决于它们的预期利润。在一个能够实现资本头寸的债务性融资和金融资产融资的经济中，投机性因素是不可避免的；因为头寸和工具的债务性融资之使用反映了企业主和银行家对未来现金流和金融市场状况进行投机的意愿。不管充分就业状态在何时达到并得以维持，急于求成的企业主和银行家们都倾向于进行较大比例和数量的债务融资。在经济稳定扩张的阶段，以利润为目标的金融制度创造并不断重新创造货币的“新”形式，用投资组合替代货币，并为不同类型的经济活动创造融资工具：金融创新是我们的经济运转良好时的一个典型特征。⁹

从更广的范围来说，创造的每一种新类型的货币，或者过去所使用过的货币都导致对资本资产和金融资产更多的融资需求，或者对投资更多的融资需求。这个结果将会导致资产价格上升，从而使当前投资的需求价格上升，最终增加了可获得的投资性融资。因此，金融创新将会产生资本收益，增加投资并增加利润：经济将会竭力扩张，以致达到超过充分就业水平的繁荣状态。

通过新的金融工具为投资融资意味着产生了超过充分就业水平的需求。投资性支出的增加使得利润增加，利润增加又使得投资性支出增加，并提高了资本资产价格，从而使得投资的需求价格上升。因此，任何充分就业均衡都会导致债务性融资的增加——由于对上一轮金融困境的痛苦记忆，所以在一开始这种性质的融资还不会太多——这推动经济不断扩张，直至超过充分就业水平。充分就业只是一个暂时性的状态，因为对债务结构和新型金融资产的投机和试验将共同推动经济走向投资繁荣。投资繁荣会导致通货膨胀，并且，膨胀的经济繁荣将会以某种方式传导至金融结构，最终导致金融危机的爆发。对此我们在后文中还将继续讨论。

9 Hyman Minsky, "Central Banking and Money Market Changes", *Quarterly Journal of Economics* LXXI, no. 2 (1957), reprinted in *Can "IT" Happen Again? Essays on Instability & Finance* (Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe & Co., 1982), 它是关于金融创新和金融与经济稳定之间关系的较早讨论。

因此，在一个鼓励金融创新的资本主义经济中，有着稳定价格的充分就业状态不能够一直维持下去，因为在任何一个充分就业的环境中，都存在内在的导致稳定性被破坏的不均衡因素。

200 准租金和资本资产价格

根据凯恩斯的观点，人们期望用于生产的资本资产能够产生准租金(Q_i)形式的收入。准租金是出售用资本资产生产的产品所获得的总收入和产品生产过程中所产生的付现成本、运营成本或技术决定的成本之间的差额，准租金是总利润的概念。资本资产能够产生准租金，是因为经济实际运行的方式，而不是因为资本资产拥有抽象的生产力。由于准租金是一种利润，所以资本资产产生利润是因为它们所生产的产出规定了一个超过厂商付现成本的价格。这种超过厂商付现成本的价格之所以存在，是由于产出的稀缺性，进而是由于用于生产该产出的资本资产的稀缺性。由于一个经济的生产能力取决于短期资本资产的存量，因此资本稀缺性的变化是由需求的变化引起的。投资在获得明显的利润或者有明确的预期利润时，可以缓解某些特定类型资本的短缺。需求水平和组成要素决定了资本资产所赚得的利润，资本资产也只有在它们能够赚取利润这个意义上是有价值的。

资本主义制度催生了两套价格体系：一套是资本资产的价格，一套是当前产出的价格。这两套价格体系是相互联系的，因为投资品是当前产出的一部分，而且那些类似于现有存量资本资产的投资品作为当前产出的价格必须与它们作为资本资产的价格相一致。

如上所述，当前产出的价格取决于货币工资率、现有存量资本资产的劳动生产率，以及技术决定的劳动成本加成(由需求得以维持并反映了经济的企业类型)。各种投资品的供给价格是当前产出价格的一个子集。从另一方面说，资本资产的价格取决于市场上的供求关系，在这个市场上，如果给定当前时期的供给，那么需求就反映了资本资产在未来的每一年预期产生的收益之现金价值(或者说准租金)。为了理解资本资产的价格是如何确定的，就有必要了解预期现金流或准租金是如何转变成资本资产价格的。

201 尽管资本主义经济中的两套价格体系是在两个完全不同的市场中形成的，但它们并不是彼此独立的。资本资产的市场价格代表了一个投资品的生产，如果要将该投资品生产出来，那么资本资产的市场价格必须大于或等于投资品的供给价格。

我们经济中的金融资产是某段时期支付现金的承诺。这些金融资产与资本资产非常类似，因为两者的所有权都赋予所有者拥有某种现金流的权利。此外，像资本资产一样，这样金融资产存在现价，可以将合同中约定的未来现金流进行资本化。

资本资产和金融资产并不一定能在未来产生现金流；每一项金融资产和资本资产都有一套自己特有的附带协议，其中规定了不能获得预期现金流的条件。确定资产价格首先要确定每一货币单位的价格（它可以是美元、马克或日元）。在我们的经济中，银行通过贷出款项创造货币，银行中的定期存款是货币的主要形式，银行的债务人有按合同规定偿还货币的义务。正如我们将在第10章中所讨论的，正是债务人向银行支付货币才使得银行借入货币。

投资和资本资产所有权都是在预期能生产货币的情况下才进行的。我们经济过去的本质特征之一——生产产品是为了获得利润而不是为了使用——是成立的。资本资产在生产中的使用涉及购买商品和雇用劳动。要想购买商品和雇用劳动，就必须向供应商和被雇用者支付货币。因此，手头上的货币保证了为当前产出进行的支付承诺和合同的履行承诺将得以实现。

在一个存在借贷制度的经济中，对于任何个人和有支付承诺的机构来说，保留一些现金——承诺主要是现金形式的——在手头以防止不利情况的发生都是必要而明智的。现金因此而产生某种形式的报酬以防止偶然事件的发生。但是，由于一单位货币的价值都是一美元，因此，为一美元的货币提供安全性保护的支付是不变的。然而，为一美元的货币提供安全性保护的价值是可以改变的。当该价值发生改变的时候，以其他方式持有货币的价格——也就是其他资产的价格——就必然发生改变。

是每一种金融或资本资产，而不是货币产生合同支付或准租金；并且它能够出售或用作抵押贷款从而产生价值。一些资产——比如政府债券或银行及存款机构的定期存款——能够很容易地被变现，然而，其他的资产——比如一家不 202
完全竞争的核能工厂、石油开发公司和特种机器制造商——则不能很快变现。货币是一种特殊的资产，因为它不能产生净现金收入，但是它能够使拥有它的人履行承诺并从事当前或现场交易。

在一个存在各种金融市场的世界中，资本资产可以被分开出售，或者由厂商集中起来；在这种经济中，所有的金融资产和资本资产都拥有两种现金流特性。一种特性是，在合同被履行或资本资产用于生产的时候，货币将会自然增加；另一种特性是，如果资产被出售或抵押，那么可以由此获得现金。资产在需要的时候创造现金并且其金额只发生轻微变动的这种能力被称为流动性。

任何资本资产的价格 P_K 都取决于其所有权预期能产生的现金流以及该资产的流动性。资本资产产生的现金流取决于市场和经济所处的状态，而资产的流动性则取决于它能够被转化成现金的容易程度和保证程度。债券甚至储蓄账户这样的金融资产的价格之决定因素与多数资本资产价格的决定性因素一样：现金流和赖以交易的市场之宽度、深度和可靠性。

在确定资产价格的时候，有一点是确定的，那就是一美元货币的价格就是一美元，每一美元都是一样，存在的每一美元货币都提供流动性。如果预期现金流和包含于各种金融资产和资本资产中的不确定性都给定了，那么当美元相对于资产存量来说很充足的时候，资产价格将会很高；货币数量（图 8.1 中的 P_K （一般情况））越多，资本资产和金融资产的价格就越高。

但也有一个例外，为支付承诺违约提供的保险数量不管在什么时候增加，都不会降低持有者愿意为此项保险支付的溢价。这种对保险无限弹性的需求只有在人们认为现金短缺和违约的可能性极大的时候才会增加。但是，只有在最近和当前的交易中现金短缺和违约的情况不断发生的时候，人们才会有这种预期。在债务紧缩引致经济大萧条之后，其他资产需求给定的情况下，货币供给的增加可能不会导致其他资产价格上涨。对流动性资产的无限需求是一个想象中的条件，美国 1929—1933 年经济崩溃后期（图 8.1，（ P_K 债务紧缩后，1））大致符合这种条件。

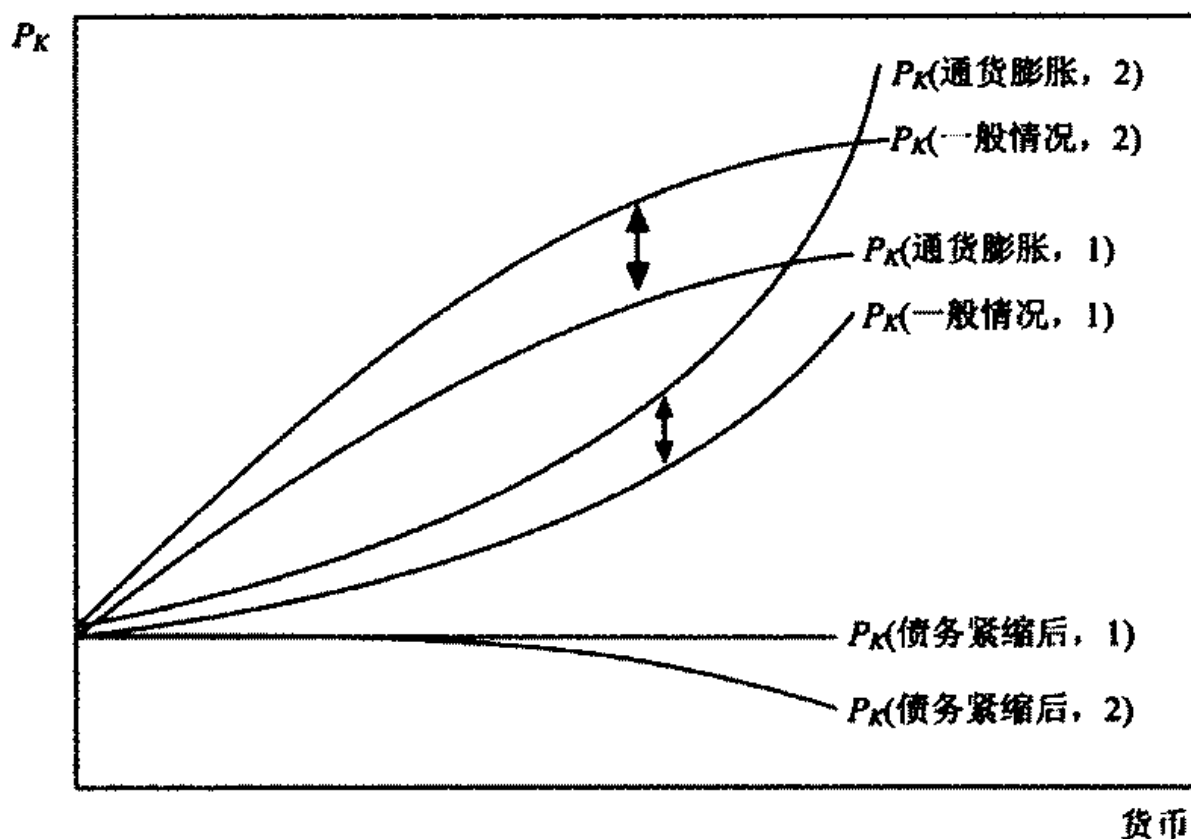


图 8.1 资本资产的价格水平：货币供给和期望环境变化之间的关系

因此，一个典型的资本或金融资产的价格 P_K 和货币数量 M 之间存在一种函数关系。在一般情况下，资本资产的价格是货币量的增函数，因为当货币量

增加时, 货币中所包含的保险价值会降低。又因为货币的价格永远是 1, 所以这意味着产生收入的资本资产之价格水平上升。此外, 该函数关系呈对数形状, 除非:

1. 在给定主观价值条件下, 存在着对流动性提供的保险的前面提到的无限弹性需求。

2. 由于预期价格上升得比保险价值快, 因此包含在货币中的保险被认为没有价值或者价值下降。

在对作为保险的流动性存在无限需求的特殊情形中, 资本资产价格即使在货币供给增加的时候也会出现下降。(图 8.1 中显示了一个存在货币恐慌的状况 (P_K (债务紧缩后, 2)), 然而, 在存在通货膨胀预期的情形中, 有形资产的价格可能会以一个快于货币供给增长的速率增加; 这时就存在来自货币的恐慌(图 8.1 中, P_K (通货膨胀))。

但是比各种关系可能出现的曲线形状更为重要的是, 当过去的经历改变资本和金融资产将产生的现金流预期以及持有货币的价值时, 函数将会发生移动(图 8.1 中标出了移动的方向)。从一条反映了一般情况、通货膨胀和流动性贬值的曲线移动到另一条反映经济运行趋势的曲线并不需要移动太多距离。

流动性对不同资本资产相对价格的影响以及资本资产价格指数用 P_{K_i} 和 M 的函数来度量。我们首先说明, 资本资产有价值是源于它们预期能获得 Q_{K_i} 的准租金。让我们假设最初存在一种失业状态, 并由帕丁根过程开始。当帕丁根过程增加了消费与货币财富所有者收入之比时, 利润将增加。这是因为利润与工资中用于消费的比率以及利润收入直接相关。当所有其他要素都保持不变, 而 Q_{K_i} 增加时, P_{K_i} 将上涨。

Q_{K_i} 的增加也削弱了现有债务结构带来的限制, 因为 Q_{K_i} 是用于履行合同的资金来源。 Q_{K_i} 的增加降低了货币作为流动性保险来源的优势。当作为保险的优势被削弱以后, 每一单位收入和金融承诺所期望的现金余额也会下降, 这将会引起产生 Q 的资产价格进一步上涨。为了应对这一系列事件的发生, 就必须持有一定数量的货币用于获得非货币资产。此外, Q_{K_i} 的增加和资本化率的上升增加了财富, 从而进一步增加了收入中用于支出的比率。而且, 现金流的增加不仅意味着支付能力的提高, 还意味着借债能力的提高。

Q_{K_i} 的增加和货币流动性优势的削弱都将提高资本资产的价格, 因为资本化率和预期收益都增加了。资本化率的上升反映了货币作为流动性保险这个优势被削弱了。一旦债务结构变得很容易负担, 那么增加的债务就能以所愿意的比率进行调整。债务结构反映了各种债务在协商交易之时, 货币所包含的流动性之价值。

资本资产价格相对于当前产出价格的上涨导致了消费和投资的增加。而且，该过程所伴随的准租金增加，降低了货币中所包含的流动性价值。尽管帕丁根过程可能会导致经济从债务紧缩之后的停滞状态走出来，但是最终的结果并不是走向均衡。结果可能是首先产生一个经济稳定增长的平静发展阶段，但是这种平静减少了美元货币中所包含的保险(流动性)的价值，从而资本和金融资产(主要用收入衡量)的绝对价格将上升。因此，尽管平静的经济发展增加了存量资本资产的价值，但它导致了可接受债权比的升高。

流动性内生决定的价值意味着，经济中每一个可能的均衡状态都包含着导致不均衡的力量。即使新古典综合理论的命题(市场机制的内在作用将导致经济从最初的不均衡走向充分就业状态的均衡)是有效的，带来这种均衡的过程也不会停止在充分就业状态，而是会将经济引向一个投机性繁荣。

投资

对投资的分析从确定资本资产的价格开始。正如在前面的章节中提到过的，货币数量、赋予流动性的价值，以及各种资本和金融资产的收入和流动性特征最终产生了一系列的资本和金融资产价格。这些资本和金融资产的价格决定了各种投资性产出的需求价格。这些需求价格或者是通过类推而来——投资与现有存量资本资产相似——或者通过对某个项目的预期现金流和流动性收益进行资本化而来。

然而，投资的需求价格不能决定投资的增长速度。资本资产的市场价格以及相应投资需求价格的存在并不一定意味着存在投资的有效需求。投资的有效需求需要融资。融资的渠道有三种：现金和金融资产、内部融资(也就是税后总利润和红利)和外部融资。外部融资资金是通过借入或通过发行股票获得的。当借入款项的时候，借入主体就产生了支付承诺。支付承诺决定着一个融资主体为融资而承担法律责任所需的最低现金流。

像 GNP 中所有其他组成部分一样，投资是一个流量概念。假设每单位投资的供给价格在投资超过某一水平之后上升，那么在给定资本资产需求价格的前提下，在该价格上存在一个最高投资率。

经济的运转可以被看作企业创造一系列资本收益的过程。该收益将受到投资增速的影响；¹⁰在前面提到的简化模型中，资本收入(利润)等于投资。在一个有着企业债务的世界里，利息、红利和债务本金支付都来自总资本收入流。此

10 参见本书第7章。

外,管理和行政成本也主要是资本收入的一种分配。因此,用于为总投资融资的内部总资金来源是不能完全满足总投资之融资需要的。

用于为投资融资的内部资金必须要通过外部资金来补充。在投资决策中,外部融资的可得性是一个关键因素。

就投资企业而言,安排一项投资项目要涉及两组相关的决策。一组是关于在生产中使用资本资产所预期获得的收益以及投资的成本。另外一组是关于资本资产的融资:取得资本资产的决策基本相当于举债的决策。

为投资的生产活动而融资的成本要计入产出的供给价格中,正如劳动力成本和购买投入品的成本要反映到产出价格中一样。如果厂商必须借钱去支付工资,就会产生借款的利息,并最终增加实际成本。投资品供给价格因此包括了投资酝酿期的利息,就像收割期后小麦的供给价格一般都包括小麦储存过程中的费用。

生产性融资是典型的短期融资,大部分这种类型的融资都是以银行借款形式进行的。生产成本和所有产出的供给价格都包含了利息费用,尤其对于那些包含了重要的投资酝酿期的产出来说。

正如生产性融资是短期融资一样,抵充性融资或持久性融资则一般是长期的。用于抵充性融资的资金可能是通过出售债券、抵押或发行新股票以及公司的留存收益而获得的。在投资品的投资酝酿期不可忽视的情况下作出一项投资决策时,对于使用哪种类型的持久性融资的考虑会涉及到对留存收益规模推测,以及猜测发生持久性融资的那个时点上资本市场的条件如何。

因此,投资决策涉及到投资的供给函数,该函数取决于劳动力成本和短期利率;涉及到投资的需求函数,该函数由资本资产价格和预期的融资结构和融资条件推出。虽然资产负债表结构反映了内部资金(总的留存收益)和实际使用的外部资金(债券或股票发行),但是投资决策仍是基于内部和外部的预期现金流而作出的。但是投资主体的内部现金流取决于作出投资决策到投资结束这段时间内经济的运行情况。因此,投资决策中的不确定性因素不是投资能否取得专家所预测的业绩,也不是投资的市场是否强大。这个不确定的因素主要在于投资所需要的内部融资和外部融资的配比,而这个融资配比又取决于利润流能在多大程度上给资本品提供融资。

由于理性的投资决策中都包含了时间因素,所以要想解释投资就必须花大量的笔墨来解释经济学中不确定性的意义和重要性。不确定性是指某些事件的行为结果不能通过过去的一般规律推导出来。简而言之,经济学中的不确定性与那些可以通过保险规避的风险以及类似于赌博风险的那些风险无关。例如,持有某种资本资产而引起的合理债务结构与制造业中的合理技术就不能相提并

论。今天持有资本资产的合理债务结构只能基于历史和惯例来确定。在过去的历史中，内部融资和外部融资的比例波动非常明显，而且可以看到债务结构也不断有所创新。曾经被认为是安全的债务结构（以及中介机构持有的资产）很有可能被历史证明是高风险的。

在很大程度上，不确定性是一个利用按以往规律进行高度推测的未来处置当前状况的概念。在一个存在不确定性的世界里，成熟的投资者会根据过去决策的经验来应对各种突发事件。如果要将在现实中找到有形的证明的话，就是对存量资本资产、金融资产和新近生产的资本资产的头寸进行杠杆融资或债务融资的意愿。杠杆融资的意愿影响着两种类型的投资者：资本资产所有者，他们确定通过举债获得资本的融资意愿；以及金融团体，它们确定自己对杠杆头寸融资的意愿。正如凯恩斯所指出的，我们经济的特点是“一个基于安全边际进行借贷活动的系统”。借方和贷方所需求的安全边际影响着头寸和投资获得外部融资的比例。

正如前文指出的，资本资产头寸和金融工具头寸是用于融资和再融资的。只要资本资产的所有权发生了转移——比如一个家庭出售资本资产或一个公司被其他公司接管——这种资产的头寸就进行了再融资：过去的债务被偿清了，同时新的债务发生了。在华尔街的世界里，每一个公司被接管和兼并的案例中都包含了债务结构的变化。如果为一些资本资产头寸融资的传统债务结构发生了改变，使得更多的债务变得可接受了，那么按以前的惯例进行头寸融资的公司就获得了举债能力：它们可以通过对同样的资产发行比以前更多的债务来获得现金。如果以前的债务—权益比不发生改变，但是资本资产所产生的现金流的市值增加，那么拥有资本资产的公司就获得了举债能力。

过去的惯例和资本价值的变化对举债能力产生影响的最好例子，也许能在资本资产剩余索取权赖以交易的市场——股票交易所中找到。对于如何确定投资的理论讨论都包含了资本资产价格和投资产出价格之间的对比。在有着股票交易市场的公司资本主义经济中，一个公司的资本资产和市场头寸的市值代替了资本资产的价格。这个市值是用公司普通股和债券的市值之和减去该公司拥有的金融资产价值所得到的。该价值随着股票市场处于不同的阶段而发生变化。股票市场的繁荣会导致一个经济中潜在资本资产的内在市值增加；相反地，股票市场低迷则会使其内在市值下降。

普通股和债券的所有权常常是通过债务融资获得的（保证金账户的存在产生了股票市场资产中具有杠杆作用的头寸）。当通过债务去为普通股的股权融资时，股票价格的上涨将显示从股票持有者那里借债，从而用于为购买更多股份

而融资的能力。股价最初的上涨可能使股票需求进一步增加。此外,在牛市中,这种股票交易价值的上升,使得预期价格成为借方和贷方确定他们所需要的安全边际的决定性因素。

相反地,股票市场上价格的下跌将会降低公司的举债能力,并增加债务负担。由于普通股价格的下跌成为可接受杠杆比例或所要求的安全边际的决定性因素,因此可接受杠杆比例下降,借贷双方都增加其要求的安全边际。 209

要求的安全边际影响着投资单位可接受的融资计划。可接受的外部融资比例会随时间推移而改变,以反映经济单位和存在债务融资的经济所面对的不同机遇和挑战。如果经济最近面临着应偿债务很容易被偿还的情况,那么债务性融资比例将倾向于提高;如果最近经济中的债务偿还已经变成了一个沉重的负担,而且一般的主体都没有履行债务合同,那么可接受的债务比例将会下降。

对融资的当前看法反映了银行家和商人们对他们所面临的不确定性所持有的态度。这些观点反映了过去特别是最近的情况,以及过去的经验是如何转化成预期的。过去经济成功运行的历史会导致企业和银行所要求的安全边际降低,这将促使投资增加;过去经济运行失败的历史将会产生相反的结果。

因此,投资是一种金融现象。投资关系中各个不同部分可以通过图示来表明不同要素之间是怎样互相联系的,以及资产价格、融资条件和收入是怎样影响投资的。图表说明能够将问题阐述得很清楚,它是用于说明投资机制中的各个部分,并表明我们经济运行的各种进程是如何相互影响的。

资本资产的价格,无论是直接对于那些具有明确市场的资本资产来说,还是间接对于那些以公司股票和债务市值代替价格的资本资产来说,都是对投资品的需求价格。对生产投资品来说,一旦给定劳动力、工资率、利率和包含在生产投资品的资本资产中的技术,就存在一个投资品的供给价格。由于很多投资具有“订做”的特性,所以这些供给价格可能是由生产者的报价决定的。假设现有存量资本资产和专门生产厂房和设备的劳动力限制了生产投资品的能力,那么投资的供给曲线将在产出超过某一标准值之后上升。

投资决策将会在履行承诺之后的某个特定时间产生资本资产。假设有一个正在进行的投资项目,用于雇佣劳动和购买投资品的一系列支出都或多或少地取决于资本资产生产的技术条件。这意味着,比如说1984年第二季度的投资性支出在此之前就基本确定了。而且,1984年春天作出的投资决策将会影响未来几个季度的收入、就业和金融市场。 210

综上所述,投资的需求曲线是一条在资本资产的价格水平上平行于横轴的直线;而投资的供给曲线最初是一条直线,但是从某一点开始转而向上倾斜。投资的需求曲线和供给曲线的交点决定了某段时期内投资的数量,并因此得出

该项目从开始到结束的投资性支出表(见图 8.2)。

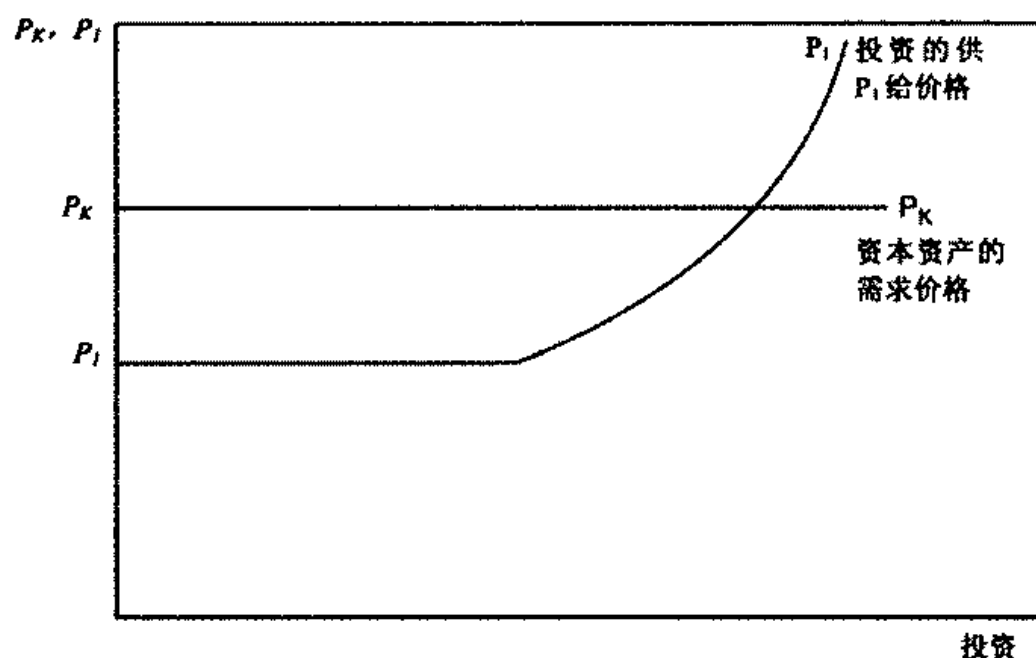


图 8.2 投资：不考虑融资因素的情况

然而，以上分析都没有考虑融资的因素：由两条曲线的交点大致得出的投资数量与融资安排是无关的。这明显很荒唐。除非存在某种对最终购买者能为最终投资品进行支付的保证，否则投资品的生产者是不会进行生产的。这就是为何银行家有有用武之地的原因，银行家从广泛意义上来说可以包括金融团体。甚至是在现在，当那些大型跨国企业制定大量投资计划并使用经济中的大量资本资产时，它们的信用都由银行家、信用评级机构和股票市场分析师来观察并
211 评定。对于每个投资主体以及每个投资项目来说，留存收益和外部融资的比例决定了总的投资活动。投资中运用内部资金的程度反映了当前对融资关系中所要求的安全边际的看法。不管是借方还是贷方都希望自己的利益能够得到保障，借方的保障需求会降低资本资产的需求价格，而贷方的保障需求会增加资本资产的需求价格。

在金融市场平稳运行的时期(也就是说利率不发生大的变化、金融惯例没有大的变革，以及没有明显的金融动荡和混乱的威胁)，工程和市场因素也许是投资的决定性因素。对生产能力的技术性需求由过去行为和当前获得利润的能力推断而来，这种需求在这样一个平稳时期左右着投资决策。¹¹在一个不是如上所

11 在这里很有必要强调一下，从二战末期一直到 1966 年信用危机导致的金融混乱爆发，这期间是金融相对稳定的时期。大量对投资的数量研究，比如 Jorgenson 与其合作者 1971—1974 年进行研究和引用的大量文章中，都使用了金融市场相对稳定那段时期的数据。与之前的研究一样，这些文章本身及其结论无论是作为对本书中所提观点的一次测试(或者说是一种驳斥)，还是对于引导我们理解经济的运行几乎没有什么意义。参见 Dale Jorgenson, "Econometric Studies of Investment Behavior: A Survey", *Journal of Economic Literature* 9, no. 4 (Dec. 1971), 1111-1147. Dale Jorgenson, Jerald Hunter, and M. Ishaq Nadiri, "A Comparison of Alternative Econometric Models of Investment Behavior", *Econometrica* 38, no. 2 (March 1970), pp.187-212, 以及 "The Predictive Performance of Econometric Models of Quarterly Investment Behavior", *Econometrica* 38, no.2 (March 1970), pp.213-224.

述的金融市场平稳期, 金融市场条件就起着举足轻重的作用; 技术性因素在这个时期就退居其次了。

一旦投资项目通过测试, 其资本化的预期准租金减去投资成本后的安全边际, 足以弥补资本资产头寸融资的内在不确定性, 那么是否投资的决策就取决于投资项目的融资条件。从理论上来说, 正如本节一开始就提出的那样, 存在三种不同的融资渠道。一种是现金或等价于现金的资产(政府债券、商业票据等), 它们是在当前的经营中用不上的那部分现金。这种情况在二战以后的很多公司中都存在, 因为在战争时期, 政府支出、投资控制和红利限制导致企业积累了大量现金和政府债券。这种情况也有可能是经济衰退和大萧条之后的结果, 即使政府赤字增加了企业利润, 但衰退和大萧条后紧接是企业投资的停滞期, 结果是银行和企业的流动性增加。如前所述, 清除一战后“大萧条”所形成的易变的融资结构, 整整用了二十年时间。 212

第二种融资渠道是扣除红利和税收的总利润, 这些红利和税收是投资过程中自然增加的。这些属于为投资项目进行的内部融资。总利润少于总资本收入是因为债券利息和本金的偿还, 对红利、税收的分配以及商业模式不同。对投资的内部融资比例的限制会导致投资减少, 从而减少总利润和国民收入。只有当企业的债务支付承诺少并且存在大量政府赤字的情况下, 企业投资中使用的内部融资与其所维持的或者是不断增加的利润两者的变化方向才是一致的, 这使得支付表的当前账户中存在盈余, 或者企业投资组合中有多余的金融资产能够用于融资性投资。一旦需要支付利息和本金的债券数量很多, 那么就必须要通过维持甚至增加债务的外部融资来阻止利润和收入下滑。

第三种融资渠道是外部融资。这部分资金可以通过银行和其他金融中介借入, 也可以通过发行债券或出售股权来获得。投资和资本资产头寸的外部融资是我们经济中的一个突出特点。

在确定一个投资项目是否值得投资的时候, 就是将该项目的预期现金流和成本进行比较。债券的价格类似于一个投资项目的成本。对于债券持有人来说, 债券的利息和本金就相当于从拥有的资本资产上获得的预期现金流。对债券持有人的支付主要是通过发行者所获收益(现金流)超过支付义务的那部分期望现金流来得到保证的。这就可以得出一个结论, 即一项投资要想为债券持有人提供安全边际, 那么该投资项目所得的预期净收益必须要高于债券利息。如果要通过发行债券的方式来为投资项目融资的话, 必须存在这种投资预期收益超过债券支付利息的部分。

正如本书前面所述, 我们经济的突出特点就是存在复杂的基于各种安全边际的借贷关系。只有在借贷双方都预期安全边际提高, 或者认为以前的安全边

213 际过高的情况下，外部融资和内部融资之间的比率才能够提高。认为过去的安全边际太高(或者太低)反映了对债务结构怎样才算合适的一种经验；与投资决策相关的安全边际会随着这种经验而发生变化。

一些资本资产预期获得给定利润流这些资产的购买者可以通过降低其资本资产的需求价格，从而反映出对债务融资的依赖性增加，以此来提高安全边际从而抵消增加的债务合同违约风险暴露。¹²这并没有反映任何的融资费用；它反映出只有存在补偿性的潜在收益时，增加违约风险暴露才是值得的。

内部现金流可以用于进行某种水平的投资(可以是单个企业的投资，也可以是整个经济的投资)。一旦预期内部现金流(Q)被估计出来，它们与投资产出之间的关系就可以用一条等轴双曲线来表示(图 8.3 中的 $Q_N Q_N$)，因为内部现金流或者说准租金 Q_N 与价格 P_I 和产出 I_I 之间的关系用公式表示是 $P_I Q_I = Q_N$ 。这条等轴双曲线与投资产出的供给价格 P_I 之交点可以得到 I_I (内部现金流)，这些投资可以通过预期内部现金流融资(图 8.3 中的 A 点)。

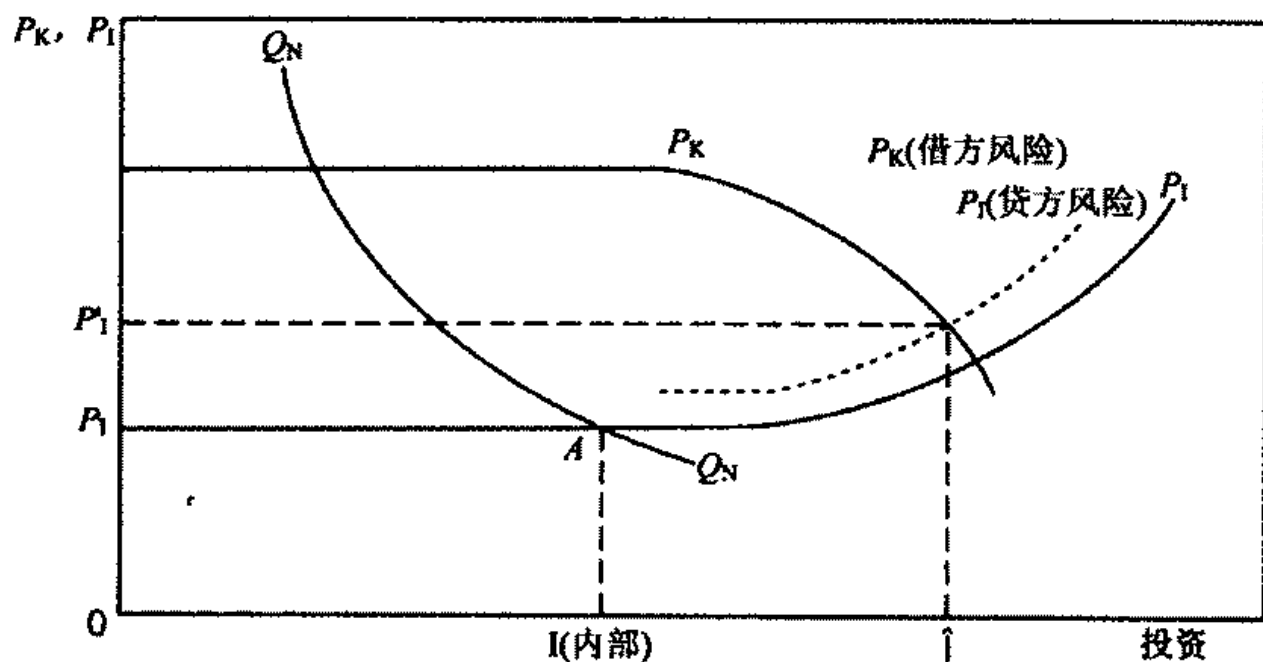


图 8.3 投资：内部资金和外部融资的影响

214 为了给超过 I_I (内部现金流)的那部分投资融资，就必须出售那些经营所不需要的金融资产，或者去寻找外部融资。如果不持有多余的金融资产，那么资产结构中的安全边际就降低了。如果发行新股，那么发行价格必须具有足够的吸引力，足够低的价格又可能让现在的股票所有者觉得自己的股权利益被稀释。如果使用债务、证券或从银行或短期市场借款等方式，那么未来现金流支出承诺会增加，这将降低企业管理者和股权所有者的安全边际。在每一种情况下——出售多余的过剩的金融资产、发行新股或借款——借方风险都会随着外部

12 虽然借方风险和贷方风险这两个术语都出现在凯恩斯的《通论》中，但是它们一般都与 Kalecki 联系在一起。

融资或流动性融资的增加而上升。这种借方风险并不会反映在任何目标成本中,但是它使得资本资产的需求价格下降。尽管借方风险增加可能是由于各种投资组合和收入的变化导致的,但借方风险给投资所带来的影响是,人们将该融资行为看做是一种债务融资。

在产出达到某一水平之后,投资品的供应进度需要加快。然而,在不考虑技术供给条件情况下,贷方风险会大幅提高资本资产的供给条件。这个大幅提高的供给条件在银行所设定的融资条件中以一种具体的形式存在。在贷款和债券合同中,贷方风险反映在较高的设定利率、到期日条款,以及契约与附录中。契约和附录很有可能对红利分配和未来借款有所限制,而且会约束资产的出售,甚至还可能规定最低净资产。契约和附录本质上是对投资主体所面临的风险和不确定性以及可能对贷方带来冲击的方式进行协商而最终达成的一种协议。虽然当杠杆作用上升对未来现金流的信心下降时,贷方所面临的风险表现为利率的明显上升,但实际上融资成本的上升并不只有利率上升这一项。

投资将集中在体现贷方风险的投资供给曲线和反映借方风险的投资需求曲线两者的交点处。两条曲线的交点得到一个资产的内在价格,但是这个价格将永远不会出现在现实中。在图 8.3 中,可观察到的投资品单位价格是 P_I' , 稍高于基本产出供给价格或供求不紧张产出的供给价格。投资量是 \hat{I} , $O-I$ (内部)依赖内部融资, $\hat{I}-I$ (内部)依赖外部融资。

图 8.3 给出了一些决定经济中投资增速的因素。没有给出的因素是不断改变的长期融资或抵充性融资如何影响资本资产需求价格,以及不断变化的短期利率如何影响资本资产的基本供给价格。图 8.3 中没有对资本资产价格 P_K 和投资品供给价格 P_I 的相对位置作出解释。

215

在我们讨论 P_K 和 P_I 如何受到利率变化的影响之前,强调一下虚线 P_K 和 P_I 代表的借方风险和贷方风险是投资增速的有效决定因素,这一点非常重要。

如果企业家运作得非常成功,而且对未来也充满信心,那么借方风险将较小,虚线将会刚刚离开 P_K 线。如果在此之前很少有借款者违约,那么贷方风险将很小,并且在大量外部融资发生之前,投资供给曲线不断上升的趋势都不会太明显。投资增速度随着借方风险和贷方风险的变化而发生改变。¹³

在一个融资条件不会影响投资的世界里,资本资产的技术生产力和供给价格将决定投资。投资的变化将是一个有规律的、平稳的现象。货币和金融不作

13 Robert Clower, "An Investigation into the Dynamics of Investment", *American Economic Review* XLIV (March 1954); Jame G. Witte, Jr., "The Micro Foundations of the Social Investment Function", *Journal of Political Economy* 71 (Oct. 1963).

为经济中任何重大事件的决定因素。只有那些考虑了资本主义金融制度之存在的理论才能够解释观察到的投资不稳定性。¹⁴

图 8.4 表明了除预期现金流之外决定投资的因素之间的比例关系。如果实际现金流 (Q_N') 高于预期现金流 ($Q_N - Q_N$)，那么实际需要的外部融资数量将低于预期。这种情况下，资产负债表中新获得的资本资产受债务拖累的程度将低于最初所预料的。这样一个好于预期的资产负债表意味着厂商及其银行都认为投资主体还有多余的举债能力，从而该投资主体以后的融资条件将比“低于”预期的情况下要有利得多。

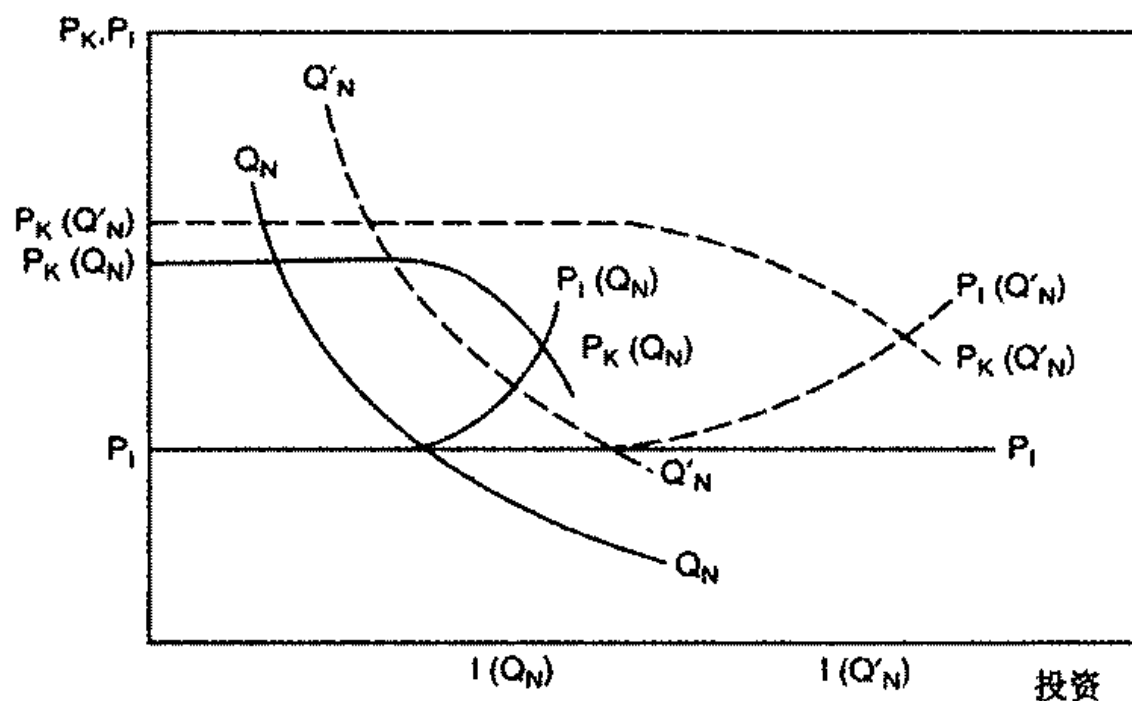


图 8.4 投资的决定因素：内部融资和外部融资的不同比例

216 相应地，如果用于内部融资的现金流少于预期数量，那么为投资进行的融资，比如说 $I(Q_N)$ 对外部融资的实际需求要高于最初所预料的。这种情况则意味着资产负债表比预期的情况差，从而未来投资所面临的融资环境更加严峻。

准租金 Q 与预期值的偏离程度不仅影响投资对企业资产负债表的作用方式，还影响资本资产的价格水平。如果实际的准租金高于预期，那么高于预期的那部分利润将会使得 P_K 上涨，并使 P_K 和 P_I 之间的距离扩大。因此，对于任何一个给定的斜率（由借方风险决定），每一单位产出的需求价格将上涨为 P_K 。这种情况意味着投资需求相对于可获得的内部融资增加了。因此，超过预期的那部分利润通过增加内部资金流、提高资本资产的（内在）价格，以及增强借款者进行外部融资的意愿，从而增加了投资需求。以上准租金和资本资产需求价格之间的关系在金融市场条件不发生变化时成立，但是金融市场条件实际上在不断发生变化，而且这种变化会对 P_K 和 P_I 产生影响。

14 在一个理想的社会制度中，投资的不稳定性将反映政治的变化。而在一个实际的社会制度中，投资的不稳定性反映了执行的无效性，这在一个有着官僚组织的社会中是普遍存在的。

内部融资或净资产在融资中所占的比例是金融市场条件影响投资的一条途径，但不是唯一的途径。融资条件还影响资本资产的需求价格和投资品的供给价格；此外，两个价格之间的差距还受短期和长期利率水平的影响。 217

短期利率影响投资品的供给价格。对于任何需要一定时间才能被生产出来的产品来说，其供给价格必须要考虑最初生产阶段的利息成本。如果投入期很长——并且如果大部分成本都发生在生产的最初阶段——那么投资品的供给价格在很大程度上要受到融资成本的影响。

由于商业银行是企业短期融资行为的行家，所以给投资生产提供融资主要是一种银行行为。这种融资从本质上说是一种中介行为，一直到会持续到投资项目完工投产、产生抵充性融资和持久性融资为止。因此，投资生产中银行融资相当于投入品，其成本影响着资本资产的供给价格。由于通过短期债券融资的投资项目只是处于变成资本资产的过程中，所以它们在完全变成资本资产之前都是没有价值的。部分完成的投资导致融资需求呈现刚性；例如，没有完全建成的核工厂或管道导致融资需求呈现刚性。此外，当供应商交付零部件以用于复杂设备的安装时，刚性的需求曲线将向上倾斜。

一种不断增加的刚性需求将会导致可观察到的价格上涨，除非供给在当前的某个价格水平下是无限弹性的。因此，就融资性投资来说，随着这类投资不断增加，当且仅当银行系统在最初愿意且能够以不变的利率为任何数量的投资进行融资时，才存在融资供给的无限弹性。由于各种各样的原因——银行必须达到的净资产数量、银行准备金的内部和外部流失，以及现代社会中中央银行（联储）限制货币供给的行为——银行的融资供给最终变得不再是无限弹性的。这意味着，在有利的投资环境持续一段时间以后，投资的融资成本将会增加。此外，融资的供给可能变得非常缺乏弹性，这是政策决策或银行和金融系统的内部过程导致的。这意味着短期利率可能在很短的时间内迅速提高。

短期利率的这种提高将会导致生产周期长的投资品的供给价格明显上涨。在一个现代的股票市场中，短期融资用于为股权和债券的头寸融资。这意味着短期利率的迅速提高可能使得长期利率也明显提高，也就是说，导致股票和债券价格的下降。

但是上升的短期和长期利率对资本资产的需求价格和投资品的供给价格则有着正好相反的影响。资本资产的需求价格随着长期利率的提高而下降，投资产出的供给价格随着短期利率的提高而上升。这种情况将缩小引致投资需求的价格差。如果利率提高到一个极端水平，那么作为一项资本资产的投资品之现值将可能下降到低于作为当前产出的投资品之供给价格的水平。如果这种情况 218

真的发生，这样一个现值的颠倒将会使投资活动停止。如果利率提高太多，并且项目预期利润减少，那么即使是正在进行的投资项目都会被放弃。

尽管现值的颠倒曾经发生过——20世纪30年代这种情况确实发生过，后来的1974—1975年以及1981—1982年虽有发生，但是程度已经减轻很多——但投资活动周期性的紧缩和扩张并不是在某种极端情况下发生的。事实充分证明，资本资产的需求价格和投资品的供给价格(包含了成本在内)之间的差额与利率变化方向相反。这增加了投资和利润以及为资本资产头寸进行债务融资的意愿。因此，在任何一个经济中，只要金融市场属于投资决定机制的一部分，都会存在某些强大的内部不稳定力量。

作为融资条件产生影响的一个结果，投资和利率之间的关系可以用一个斜率为负的函数来表示。由于可接受的借方风险和贷方风险随着经济行为的变化而改变，由于投资决定利润从而决定可获得的外部融资数量，因此，斜率为负的投资—利率函数关系会反映包含在负债中的承诺履行情况。斜率为负的投资—利率函数关系并不仅仅是不断降低的资本资产技术生产率和投资品供给价格的简单结果，而是反映了技术行为、市场和融资因素的影响。由于考虑到受严重的不确定性的威胁，金融的影响是如此巨大，所以如果在某项主张中提到关于投资和利率的负相关函数，那么必须认识到，随着经济发展轨迹导致当前对未来预期的改变这个函数也将发生变化。

融资承诺与不稳定性

我们的经济在不同的时期有不同的表现，其最主要的原因是融资活动和融资承诺结构发生了改变。融资活动会形成合同中规定的支付承诺，这些合同在协商签订的时候反映了当时的市场条件和预期。随着时间的推移，支付承诺在某一天会到期并且失效，随着用于支付的可得资金与支付承诺之间关系的变化以及融资安排的不断复杂化，经济的走势尤其是经济的不稳定性也会随之发生变化。

毫无疑问，20 世纪 70 年代和 80 年代的美国经济与 50 年代和 60 年代早期相比要不稳定得多：在 20 世纪 60 年代中期，美国经济的稳定特征发生了一个明显而重要的变化。稳定的金融结构——二战所遗留下来的以及经济大萧条时期所导致的金融保守主义，两者共同作用使得金融得以保持稳定——之后随之而来的是有着不稳定倾向的脆弱的金融结构，而且，不时地需要美联储和相关当局共同采取干预措施以在金融危机初显端倪时就将其扼杀在摇篮中。从稳健的金融结构到脆弱的金融结构之变化并不是在真空中发生的。这种变化的原因可以追溯到在一套既定的制度和规则下，给予金融创新者更多获利机会，鼓励追逐利润的家庭、企业和银行进行金融创新活动，以及政府和中央银行的法律和行政干预。

融资活动导致过多的融资承诺。投资不仅影响总产出、收入分配和产能，在资本主义经济中还会在融资结构中留下无法解决的残余。而且，现有存量资本资产头寸是通过计入资产负债表负债方的融资工具提供融资的。用于为现有资本资产融资的债务结构发生了变化，继而影响到融资关系和支付承诺的结构：兼并、接管和收购在不改变总产出或经济的生产能力的情况下会改变债务结构。¹

金融结构和制度的创新者以及产品、生产技术和市场的创新者都能够获得

1 华尔街从事兼并和收购业务的人们之收入是国民收入和产出的一部分。因此，虽然上文说明的意思很清楚，但是从技术上来说并不成立。在我们所处的这种经济中，没有一种特殊的产出叫做兼并。这种国民收入帐户中产出的价值是向律师事务所和华尔街人士支付的费用，以及由于兼并可能性而产生的特殊成本。20 世纪 80 年代的“金降落伞”产生了“收入”，这与主流经济学中关于收入的观点很难联系起来。

利润。这些创新者往往能获得数额巨大的财产，不管他们是作为借方还是贷方。银行、其他金融机构、企业和家庭总在孜孜不倦地寻找新的融资机会。成功的金融创新者会获得财富的嘉奖，并被那些争相模仿他的人阿谀奉承。一旦一个金融创新被证明成功了，那么它就会迅速地被广泛运用，由于金融创新的成果几乎永远是某种思想的运用，而这种运用对那些想模仿它的人来说毫无专利上的限制。²

政府是改变金融市场惯例和制度的一个发起者，它通过官方当局比如中央银行以立法和颁布行政命令的形式运行。政府影响融资行为和结构的标准。法律、政令和干预反映了规则制定人关于经济如何受金融制度和工具影响的看法。

221 几乎在所有特殊利益的立法和规章的背后，都有着一些关于市场行为及其怎样影响经济从而怎样影响公众利益的理论。立法的改变，比如在罗斯福执政时期所实行的改革，以及20世纪70年代末期和80年代对放松管制的狂热都是某些理论的反映。如果理论随着经济运行方式的改变而发生变化，那么改革将没有任何好处甚至会产生相反的结果。³

如果随着时间的流逝，经济走势发生改变，那么某些法律的制定基础将会被破坏。那时候，法律及其所创造出来的制度惯例可能会失去其依据。由于1929—1933年的金融危机，我们有了对金融结构加以管制的依据，而由于在此后很长一段时间并没有发生严重的金融灾难，又出现了20世纪70年代和80年代的放松管制浪潮。

要想分析融资承诺是如何影响经济的，就必须研究各经济主体的现金流。现金流方法把所有主体——它可能是家庭、公司、州和市政府，甚至可以是国家政府——都看作银行。

传统的银行业文化强调银行家需要注重流动性和偿付能力，这种需求可以通过银行强调将商业贷款变现来达到。通过这种办法，企业销售产生的现金流将会用于偿还银行债务这些偿还的债务将能够保证银行的流动性和偿还能力。同样地，企业也有对流动性和偿还能力的要求，这意味着债务的支付承诺必须

2 Hyman P. Minsky, "Central Banking and Money Market Changes", *Quarterly Journal of Economics* (May 1957); reprinted in Hyman P. Minsky, *Can "IT" Happen Again? Essays on Instability & Finance* (Armonk, N.Y. M.E. Sharpe & Co., 1982)。其中详细叙述了一些货币市场创新的应用。还可以参见 Hyman P. Minsky, "Financial Intermediation in the Money and Capital Markets", in G. Pontecorov, R. P. Shay, and A. G. Hart, *Issues in Banking and Monetary Analysis* (New York: Holt Rinehart & Winston, Inc., 1967), pp.33-56.

3 放松管制的运动援引于 Thomas F. Cargill and Gillian C. Garcia, *Financial Deregulation and Monetary Control* (Stanford: Hoover Institution Press, 1982).

被限制在一定范围之内，这个范围限制于已实现的和预期的现金流。

20世纪70年代和80年代早期所显现出来的一些问题，其原因可以追溯到早些年对传统教科书中公认的（尽管经常被违背）关于银行与企业谨慎运营规则的忽略（或者无知）。近年来，传统理论经常会被大银行和各种银行业机构的管理层所忽视：这种情况在20世纪70年代爆发的房地产信托危机、20世纪70年代末的Hunt-Bache事件，以及20世纪80年代大银行的国际融资风险中尤其明显。导致这种情况的部分原因是，大银行相信财政部、美联储和其他政府机构为了防止大的金融崩溃将会为它们提供援助。20世纪70年代和80年代的经历证实了大银行的这个观点是有道理的。一旦资产数十亿的银行管理人员认为金融当局将总会采取措施以保证其健康运营，而且它们的这些想法得到了实践的证实，那么银行在行事时将会把政府援助这个安全网考虑在内。⁴

然而，单纯地掩盖问题可能会适得其反保护和救出银行家影响了经济后续的表现。对始于1966年的信用危机进行干预，以使金融机构免受其行为的致命性影响，使得在很长一段时期里，经济在金融危机和不断加速的通货膨胀之间来回波动。金融当局由于惧怕大银行破产可能带来的未知后果，因而在它们遭遇困境的时候施以援手，这暗示出对于一个不受干预的自由市场经济来说，这些大银行的规模太过庞大了。

在过去十年以及上个世纪后半的时间里，产生我们观察到的不稳定性产生的原因之一，在于工业工人和工业化经济对融资的需求。外部融资或者说银行融资不再仅仅或者主要是针对企业和存货融资了，对长期资本资产及其所有权的投资也需要外部融资。这说明随着长期资产头寸通过短期债务进行融资，合同约定的债务承诺与运营所得收入之间缺乏同步性，成为银行—企业关系的一部分。

当资本资产简单而廉价的时候，资本主义经济会运行得非常好。当生产变得资本密集度越来越高时，以及投资品的相对成本增加和生产时间延长的时候，不稳定的状况则很可能会恶化。因为在这样的资本主义经济中，融资安排很有可能表现在，债务人不用生产性收入中所获得的现金来偿还债务，而是用发行债券的收入来偿还债务。要想实现经济稳定，我们必须深入考察债务和融资结构中的外部融资的含意。

4 芝加哥大陆伊利诺伊银行，金融当局花费了很大力气来阻止该银行走向“公开”破产，这表明了金融当局对于阻止银行破产的决心和意愿有多大。在这起拖延了两年以上的破产事件——中，股东、董事、管理者和一些雇员的利益受到了损失，而所有存款者（不管存款人的存款数额有多大）的利益都受到了保护。

现金流的分类

我们可以将现金流分成三种基本类型——收入现金流、资产负债表现金流和投资组合现金流。⁵收入现金流——公共的和私人的工资和薪金、生产和交易各个阶段产生的支付，以及企业的税后总利润——都来自生产过程。事实上，货币是在一个收入回路中循环；这里所定义的收入回路包括所有为企业之间出售的半成品所进行的支付，而不仅限于从产品的最终销售中所形成的支付。⁶

此外，现金流还受到现存和已有债务的影响。这些现金流（包括本金和利息）能够通过阅读债务工具的相关合同而确定出来。这种现金流被称为资产负债表现金流；金融工具的存续期越短，资产负债表现金流就越多，也就是每一美元负债的现金流就越多。

第三种现金流是投资组合现金流。它们是资本和金融资产不断交易的结果。这些现金流是购买或出售资产，或者增加新负债的决策结果。任何时期的投资组合现金流中都有一部分是以前承诺的结果，尤其是在投资品生产过程完成之后和将投资品变成资本资产之后更是如此。

224 涉及投资的现金流存在一个不对称问题。对于投资品的生产者来说，现金收入是一种收入账户的现金流。投资品的出售价格要弥补生产中的工资成本、融资成本和材料成本。然而，对于投资品的购买方来说，这种交易是一种投资组合交易，在该交易中，新生产出来的投资品就像一个可能从经济中的存量资产中获得的资本资产或金融工具。这种不对称性反映出生产决策考虑了对未来的预期；投资品类似于存量资本资产，因为它们被用于生产或交易时，预期能产生充足的现金流，从而弥补它们的生产成本。

另外还有必要区分三种不同类型的资产负债表现金流：有日期的现金流、无日期的现金流和或有现金流。有日期的现金流很好理解。一项汽车金融贷款或房屋抵押贷款需要每个月偿还固定的金额。这种按月偿还的金额就是一种现

5 现金流的分类和现金流类型与经济稳定性之间的关系是花了很多年的时间才建立起来的。具体细节参见 Hyman P. Minsky, "Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster", Board of Governors, Federal Reserve System, *Fundamental Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism* (Washington, D.C., 1972); reprinted in Hyman P. Minsky, *Can "IT" Happen Again? Essays on Instability & Finance* (Armonk, N.Y. M.E. Sharpe & Co., 1982), 还可以参见 Hyman P. Minsky, "The Modelling of Financial Instability: An Introduction", *Modelling and Simulation*, vol. 5, Proceedings of the Fifth Annual Pittsburgh Conference (Pittsburgh: Instrument Society of American, 1974)。

6 Frank H. Knight, "Social Economic Organizations", *Syllabus and Selected Reading for the First Year Course in the Social Sciences*, 2d ed. (Chicago: University of Chicago Press, 1933); George J. Stigler, *The Theory of Price*, rev. ed. (New York: Macmillan, 1952), chapter 1.

金支付承诺。

这种协议很明显是一种用今天的货币(购买价格)交换明天的货币(一系列每月偿还的金额)的交易。如果将每月偿还的货币金额以合同中规定的利率折现到订立合同的那一天,那么偿还承诺的现值就等于出借人今天所支出的货币。

任何一位通过借款购买了一套房子或一辆车子的人都知道,合同将每一笔支付都分成两个部分:一部分是利息,另一部分是本金。这对于实现所得税目标和合同在到期之前需要终止的情况来说非常重要。在这种常见的完全分期付款的合同所规定的,每一个日期,都对应着一个未清偿本金的合同价值。如果对那些按合同规定还需偿还的金额以合同订立时的利率进行资本化,那么剩下所要支付的价值等于合同中规定的未清偿价值(除非合同中规定对于提前还款行为要进行惩罚)。

如果市场利率与订立合同时的初始利率不同,那么以该市场利率对剩余支付金额进行资本化后的价值将与合同中所规定的本金数额不同。如果市场利率低于初始的合同利率,那么这个资本化的价值将会变大;而如果市场利率较高的话,这个资本化的价值将会变小。市场利率与合同预期收入和或有收入的资本化价值之间的这种反向关系,是理解资本主义融资的基础。

需要特别提到有日期融资合同的另外两种类型是,票据贴现和债券。在票据贴现中,借款者同意在特定日期支付特定金额,同时作为交换他可以获得小于其 225 承诺支付数额的某个百分比金额。这种贴现行为有着特殊的重要性,因为它提出了权责发生制,而权责发生制可能是存在庞氏融资骗局(Ponzi finance)⁷这类事件的最本质原因,在这些事件中,那些用于支付利息的资金都是借来的。使用最为广泛的贴现工具是国库券。在贴现票据(一般都是短期票据)中,本金和利息都要在某个规定的日期一次性偿还。20世纪70年代和80年代,私人组织开始尝试着购买有较多折扣的零息债券,因为它们的到期日很长。

另外一种更典型的合同是债券:举一个例子,在25年之内每年还100美元,并在25年之后一次性偿还1000美元。这种债券的价格将随着当期利率是高于还是低于10%而下跌或上涨。

以上是固定期限合同的几个例子:另外还存在日期不确定的合同,这属于

7 Donald H. Dunn, *Ponzi!* (New York: McGraw-Hill, 1975)采用了一种小说式的叙述方式,其中描述了越是受人尊重的人,越容易发生“不负责任”的融资行为。用“庞氏”这个词语来表示涉及利息资本化的融资关系一开始本来是一个玩笑,但是在我的论述中这个词将会成为描述事件的一种方式。这并不像Raymond Goldsmith使用这个词语那样是在煽动某种情绪。可以参见Raymond Goldsmith对比的评论,见C. P. Kindleberger and J. P. Laffaugue, *Financial Crises Theory History and Policy* (Cambridge: Cambridge University Press, 1982), p. 43。对于我所使用对冲性融资、投机性融资和庞氏融资的另外一种表达,请参见P. Davidson, *Money and the Real World* (New York: John Wiley and Sons, 1972)。

无固定期限合同的一种。最重要的无固定期限合同是在商业银行和其他存款金融机构(比如储蓄银行)中的存款。尤其重要的是,存款很容易被取出用于支付当前活动,从一家银行转至另一家银行,或者交换成其他资产。这种存款是我们经济中货币的主要形式。

活期存款可以被看作最短期的金融工具。在一般的业务中,支付需求往往是通过将存款转交至交易的另一方来实现。如果只有一家银行发行这种类型的存款,则不会引起任何问题;然而,在一个存在很多银行的经济中,支付行为226 将会导致银行间资产的转移。在一个运转完好的银行系统中,存在一个所有银行家都认可的货币供银行向其他主体进行支付,同时也存在银行能够用其资产交换货币的融资安排。黄金曾经被作为货币;在现代银行中,中央银行的存款——或者在相关银行的存款——扮演着这种角色:融资安排以货币市场和获得中央银行贷款便利的形式出现。

融资工具的第三种类型包含有条件的要求权和或有要求权。有些或有要求权是由票据上的第三方背书而产生的。政府担保的洛克希德和克莱斯勒公司贷款、纽约州发行的道德义务债券、联邦住房贷款银行担保的抵押贷款,以及银行承兑汇票都是因背书而产生或有要求权的例子。

此外,人寿保险、责任保险和意外伤害险,以及公司的普通股中都包含了或有要求权,但是这些与因背书而产生的或有要求权完全不同。例如,公司的普通股中包含的或有要求权,只占股权收益的一个百分比(如果存在股权收益并用于分配的话);或者在公司被出售或遭到清算的时候,这些或有要求权只占公司股价的一个百分比。因此,普通股的价值与现金流的预期流向有着密切的联系,这些现金流是公司在偿还了合同规定的债务承诺之后剩下的那部分现金。

还有一种特殊类型的或有要求权存在于固定期限债务合同中。该合同规定,一旦债务人对任何应偿债务违约,那么所有的应偿债务都将到期并需得到偿还。这个条款是为了保护长期债券持有人的权利而设计的。如果这个条款不存在,那么对于一个债务超过资产价值的主体,其资产很可能在长期债券到期之前就消失了。

金融不稳定性与收入现金流、资产负债表现现金流和投资组合现金流的相对重要性有关。收入现金流——工资、薪水和对最终产品和中间产品的支付——是资产负债表现现金流和投资组合现金流赖以存在的基础。如果已实现的和预期现金流足以满足一个主体应偿债务的所有支付承诺,那么该单位所进行的将是一种对冲性融资。然而,一个主体的资产负债表现现金流可能会大于预期收入,那么它唯一能做的就是延缓付款或者增加债务;延缓付款的主体将积极寻找投机性融资的机会,而那些增加债务的主体将会着力于庞氏融资。因此,追求投

机性融资的主体和着力于庞氏融资的主体需要进行投资组合交易——出售资产或债务——以履行它们的支付承诺，然而那些进行对冲性融资的主体将不必通过投资组合交易就可以履行支付承诺。当然，对冲主体也可能会积极通过投资组合交易来获取资产，但这只是一种商业策略，而不是收入现金流相对于到期支付承诺短缺的结果。 227

还有一点必须要强调一下，当合同开始生效的时候，企业和银行可能已经预见到为了履行支付承诺和使企业继续经营而进行延缓付款或增加债务的需要。然而，支付对冲主体履行其义务不受金融市场环境的影响；而追求投机性融资的主体和着力于庞氏融资的主体则与金融市场环境息息相关。一个经济中收入现金流、资产负债表现金流和投资组合现金流的相对重要性决定了金融系统对金融崩溃的承受能力。一个主要用收入现金流履行债务承诺的经济对于金融危机的免疫能力相对较强：它具有金融稳健性。一个广泛使用投资组合现金流来对资产负债表中的债务进行偿还的经济则更容易爆发金融危机：它至少是存在潜在的金融脆弱性。

运营现金流和债务

一个主体的现金收入预期是以其运营状况和金融资产为基础的。正是企业赚得的现金收入才使得资本资产所有权具有了价值。从一位华尔街人士的观点来看，资本资产有价值不是因为它们能生产有形的产品，而是因为它们能产生利润。对于华尔街人士来说，波音 747 公司的技术能力从重要性上来说只是其次；重要的是它在特定的市场和经济环境下能够使得生产 747 型飞机有利可图的能力。相似地，在华尔街人士眼里，核能工厂是否生产电力、是否破坏环境，以及是否安全都不重要；重要的是对预期成本和收入的计算。正如前文所讨论的，在我们的经济中，一家公司所控制的资本资产未来的盈利性对于投资决策有着至关重要的作用，因为它决定了是否要为生产和资本资产所有权进行融资。

如果资本资产确实是因为能产生利润而具有价值，那么可以得出结论：资本资产的市场价值取决于当前对未来利润的预期，以及预期利润转化成现值的方式。然而，除了对资本资产未来收入资本化之外，还存在两种价值——一是 228 投资品的供给价格，可以用正处于生产过程的资本资产来替代现有资本资产；二是账面价值，它等于资本资产最初的购买价格减去折旧。

在这三种价值中，账面价值主要是一个会计和税收的概念；如果一项资本资产不能生产足够多的收入，那么该资本资产在过去某一时刻的成本，以及减

去折旧以后的当前账面价值便是无关紧要的。从华尔街人士的角度来看，资本资产如果不能为现在或未来的所有者创造足够多的收入，它就是没有价值的。在一个会计实践具有创造性和公司从事多种不同类型业务的经济中，资本资产的面值与生产过程中资本资产的价值之间并没有关系。

新近生产出来的资本资产的成本——投资品的价格——是决定经济走势的一个重要因素。投资品的购买者相信它能产生利润——存量资本资产的价值也是基于这个思路。如果预期收入经过资本化，并且产生了一个高于投资品价格的资本资产价值，那么投资品作为为生产提供保证的资本资产，就预期能产生充足的利润：购买或不购买投资品的决策是基于资本资产价值和投资品供给价格两者之间的关系来作出的。

一家公司的资本资产所预期获得的现金流被称为准租金。⁸马歇尔和凯恩斯使用过这个术语，它让人们容易想到，生产出来的资本资产存货所获得的收入与土地租金相似但两者又不完全一样。李嘉图则认为，土地对生产所作的贡献可归因于大自然的原始的和不可磨灭的赐予，而地租则是生产中这种赐予的价值。然而，资本资产与李嘉图提到的土地不同，因为它们是被生产出来并随着使用而逐渐产生损耗。

229 一个存在负债结构的公司可以被看成一个通过运营和向债务持有人履行承诺而赚得准租金的现金流机器。虽然支付承诺(包括本金和利息)是在合同中就规定好的，或者是给定的，尤其是对于那些有期限的支付承诺，但准租金从本质上来说是预测的或是依主观而存在的。支付承诺是用今天的货币交换明天货币的融资合同产生的结果。今天获得的货币既可以用于为获得资产融资，也可以用于为经营活动融资。通过融资获得的资产有固定资产、原材料和为生产而购买并于生产过程中使用的半成品。当收入和当前生产成本之间存在差额(或者不存在差额)时，将昂贵的可长期使用的资本资产用于生产中就是有价值的(或者没有价值的)。

在早期的银行业实践中，商业银行贷款被看成一种能迅速变现的东西，这意味着贷款的收益将被用于为获得某一特定数量的商品提供融资，并且这些商品的出售——不管是否占有或转售——将产生资金以偿还债务。这意味着当贷款发放时，用于履行债务承诺的现金流是显而易见的，因为完成交易活动将提供一种支付方式。此外，这些交易的发生非常迅速。专门从事这种能迅速变现的贷款业务，对于银行来说是一件好事。尤其是，任何有能力的银行对于它的借

⁸ 准租金是收入减去经过税收调整的付现成本之结果。对于准租金和资本资产价格的讨论参见本书的附录A。

款客户将怎样利用获得的资金去偿还自己的债务都有一些先见之明。⁹

在一个合同承诺是因商品融资而产生的系统中，商品在各种分配渠道中产生现金用于支付债务的本金和利息。债务偿还与收入流联系很紧密。在一个合同承诺是因为长期资本资产融资而产生的系统中，短期现金流会产生小于资本资产价值的总利润。除非融资合同是长期的，考虑了资本资产预期产生租金的时间，否则，一般来说经济是无法产生满足履行偿还承诺所需的现金的。在这种情况下，偿还承诺只有通过收入现金流和投资组合现金流两种方式的结合来得以履行；尤其是，至少对于某些快到期的债券来说，将通过新债来获得偿还资金。

对冲性融资、投机性融资和庞氏融资

230

我们经济的特征是，其借贷行为都是以借方和贷方的安全边际为基础的；公司的资本资产头寸用于生产时预期能够产生现金流，这些头寸是通过股权和债务进行融资的。类似地，商业银行、保险公司、储蓄银行等机构所拥有的融资工具头寸是通过资本和资本公积以及债务进行融资的。金融机构的债务可能是活期存款或定期存款、现金解约价值（即保险）等。金融资产预期能产生它们合同中所规定的现金流。

我们经济的融资结构中，可以确定三种类型的资本头寸融资：对冲性融资、投机性融资和庞氏融资。这些融资方式的特点表现在，债务的现金支付承诺和资本资产赚取的准租金产生的预期现金收入或者债务人合同中对自有融资工具规定的承诺之间存在不同的关系。

对冲性融资的主体及其银行（那些对融资进行安排的一方，虽然它们可能拥有或者并不真正拥有所使用的融资工具）期望从资本资产（或者从融资合同中）所获得的现金流除了足够满足现在和未来的支付承诺外还有剩余。因此，一个对冲性融资的主体不会拥有大量的无固定期限债券。或有债券也不能作为对冲性融资主体负债中的主要部分，除非这种或有性遵循一些公认的精算规则——比如说对保险来说还是成立的。商业银行不能作为对冲性融资的主体。

投机性融资的主体及其银行，预期从运营资本（或者从融资合同中）中获得的现金流会少于某段时期特别是短期内的现金支付承诺。然而，如果现金收入和现金支付都分成利息偿还部分和本金偿还部分（比如，完全的分期住房抵押贷

9 Lloyd W. Mints, *A History of Banking Theory in Great Britain and the United States* (Chicago: University of Chicago Press, 1945) 对于银行的商业贷款理论和与之相关的真实票据学说进行了清楚的阐述和批判。

款在每个月进行的偿付就是一个例子),那么预期的收入会超过每一期按承诺所支付的利息。而出现现金流短缺的情况是因为在这些时期内,本金账户的现金支付承诺要高于本金账户的收入。投机性融资存在延缓偿还到期债务的情况。

231 一个从事投机性融资的主体(及其银行)期望未来一段时期的现金收入将超过同样时期的到期债务。投机性融资涉及利用短期融资为长期头寸融资。商业银行就是投机性融资主体的原型。在收入不足的情况下,一个对冲性融资主体可能变成一个投机性融资主体;而如果获得大量收入或者债务获得了资金,那么一个投机性融资主体又成为一个对冲性融资主体。¹⁰

庞氏融资主体在某些短暂的时期,现金的支付承诺会超过自有资产产生的预期现金收入这一点与投机性融资主体类似。然而,至少是对于一些较短的时期来说,收入账户中的现金支付承诺超过了收入账户中预期的现金支付收入。虽然投机性主体的短期现金流使得融资成本不会增加应偿债务,但是庞氏融资主体的融资成本还是超过收入,从而使应偿债务的面值上升:庞氏融资主体将债务结构中的利息资本化。

投机性融资和庞氏融资的债务人和银行家预期可通过再融资、增加债务或放弃多余的金融资产来履行支付承诺。然而,只有在收入少于预期的时候,对冲性融资主体才容易出现履行应偿融资承诺方面的困难,投机性融资和庞氏融资主体对金融市场的发展比较敏感。投机性融资和庞氏融资主体都必须要想办法适应不断变化的金融市场条件,而对冲性融资主体将不受这种条件变化的影响。¹¹

232 庞氏融资通常与边缘性的或欺诈性的融资活动联系在一起,虽然其最初的意图并不一定是要进行欺诈。那些要借款来投资以取得收入支付利息和红利的主体从事各种各样的庞氏融资。通过提高利息或其他成本,或者减少收入,一个投机性的融资安排可以转变成一个庞氏融资计划。¹²另一方面,如果收益上升或者成本(尤其是利率)下降,庞氏融资可能变成投机性融资。改变支付时间模式的再融资能够改变一个主体的资产负债表形态。

债务重组常常是将投机性融资转变成对冲性融资的一种努力,而且,由贷款人在融资条款上做出让步可能会使庞氏融资主体转变成一个投机性融资主体。企业债务的再融资和债务重组包括各种类型,比如过去十年里曾经发生过

10 破产是将投机性融资主体和庞氏融资主体分别变成对冲性融资主体和投机性融资主体的一种途径。

11 根据这个标准,一个以浮动利率贷款的主体将积极以投机性方式进行融资,虽然在固定利率下它将会进行对冲性融资。

12 当然,这正是20世纪80年代早期储蓄机构发生的情况,当时它们普遍走向了破产。

的克莱斯勒、纽约城、鲍尔温联合和巴西等企业的再融资和债务重组，这些尝试是努力将一些特定主体的融资转移到融资关系中的对冲性融资上。

各种融资类型的权重

对冲性融资安排使得，除非资本资产赚得的准租金低于预期水平，否则合同规定的承诺就能够得以履行。对冲性融资仅对成本增加或收入降低敏感，因为资产负债表的支付承诺将直接受到金融市场发展的影响。一个投机性融资主体必须要在各种金融市场上筹集资金以履行应偿债务承诺。因此，投机性主体不仅仅受到产品市场和生产要素市场发展的影响——像对冲性融资主体那样——而且还受到金融市场发展的影响。结果是，利率的上升和市场信贷标准的变化可能改变投机性融资主体的生存能力——不管是用现金流还是现值衡量的生存能力。

一个庞氏融资主体不仅容易受到影响投机性主体的因素的冲击，而且随着为不断增长的债务支付利息或红利，其资产负债表会出现恶化。因此，为了履行融资承诺而必须赚得的现金流越来越多，资本资产负债表中的净资产—债务比就更加恶化。债务偿还条件更加严格，收入减少和利息成本增加很可能使支付承诺得不到履行。尽管庞氏融资可能只是公司的正常周期性运作中的一部分，但是由于收入减少或利息成本增加而被迫进行的庞氏融资是导致破产潮的部分原因。

经济中对冲性融资、投机性融资和庞氏融资的权重是经济稳定性的一个决定性因素。存在大量投机性融资和庞氏融资的头寸是金融不稳定性爆发的必要条件。需要提出的一个问题是，是什么决定了不同融资模式的比例？为了回答这个问题，要一分为二地看：什么决定了期望的融资模式？以及什么决定了实际的或已实现的融资模式？233

一个主体期望的和实际的融资模式是不同的，因为在任何一个时期的现金收入和支出都大致是过去时期承诺和行为的结果。一旦做出了融资、资本资产和投资承诺，这些承诺就不能改变，除非付出某种(可能是巨额的)成本。

融资承诺和融资活动都与资本资产所有权和投资生产下的真实资源承诺有关。总的来说，一个经济中金融资产的前景不会好于基础主体——家庭、企业和政府的前景。然而，那些具有决定性的私人部门的债务融资是与资本资产的所有权和生产(通过投资实现)有关的。资本资产用于产生收入时所期望实现的时间序列现金流是融资工具时间维度(dimension)的一个潜在决定性因素。

金融系统的稳健程度或脆弱程度取决于安全边际的大小和强度，以及早期金融动荡恶化的可能性。对冲性、投机性和庞氏融资主体对于经济发展比较敏感，因为经济的发展会减少从资产上获得的现金流。一个对冲性主体运营收入的减少或债务的违约可以使其转变为一个投机性主体。一个对冲性主体如果出现了什么差错，那么经济中其他的某个部门或单位首先会跟着出错——除非初始融资的对冲特点是基于对成本、市场以及它们在不同时期发展状况的盲目乐观进行预期的。需要注意的是，对于对冲性主体来说，对产品市场和要素市场的盲目乐观也会导致相同的结果。

从另一方面来说，投机性主体和庞氏主体对于利率的变化——即对金融市场的发展——与对产品市场和要素市场的变化同样敏感：利率的增加会导致现金流承诺的增加，而不增加未来的现金收入。此外，当它们必须不断为其头寸融资的时候，它们就很容易受到金融市场不稳定的影响。投机性融资和庞氏融资所占的比重越大，经济中总的的安全边际就越低，同时融资结构的脆弱性就越严重。

向投机性融资和庞氏融资的大跃进

234 经验证明，我们的经济在稳健和脆弱的融资结构之间来回变化，而金融危机爆发的前提是危机前存在融资结构的不稳定性。我们必须解释金融脆弱性是如何出现的，以及稳健的融资结构又是如何重新建立的。

在一个融资方式主要为对冲性融资的经济中，利率的模式（短期利率明显低于长期利率）使得利润能够通过具有激进性的投机性安排来获得。当投机性融资关系被引入主要是对冲性的头寸融资体系中时，它可以增加资本资产需求，从而提高资产价值——也就是说它会产生资本收益。在一个赚取并预期有资本收益的制度中，存在有利于扩展投机性和庞氏融资的环境。在一个稳健的融资结构中，获利机会使得融资结构从稳健变为脆弱成为一种内生现象。

金融危机之后，银行家和商人对于投机性融资和庞氏融资都会避之唯恐不及。在当今危机过后的经济中，收入、就业和企业利润都由政府赤字维持着，以使得企业投资的利润仍在增加。这使得资本资产投资的外部融资的比例降低了。同时以危机之后的较低利率进行各种再融资，为净资产和长期债务中注入了短期债务。由于赤字的存在，政府债务流进了银行和其他金融主体的投资组合中，这降低了银行和其他金融主体面临的违约风险。一个从金融危机后的衰退中恢复过来的经济将拥有比危机时期更稳健的融资结构。¹³

13 对这些专业术语的具体讨论参见本书最后的附录 A。

在我们的经济中，绝大部分的资本资产都是由公司拥有。普通股、债券和公司短期债都属于金融资产，被家庭直接或者通过中介机构间接持有。资本资产所赚得的准租金取决于经济的运转状况；因此，已实现的准租金可能使一个主体的现金收入—现金支出关系与所预期的不同。针对这种不同而进行的调整导致了投资组合以及投资产出生产顺序的变化。此外，可以承受的现金支付承诺会随着经济运行情况变化，这会影响对经济将如何运转的看法。在一个主要是对冲性融资的经济中，流动性非常充足以至于它几乎没有价值；在这样的经济中，通过使用短期流动性负债为资本资产融资，利率结构能创造获利机会。²³⁵ 如果存量资产结构主要是由货币或流动性资产组成，或者如果政府赤字足够大以至于产生相对于资本资产当前支出来说很高的准租金，那么这种利率结构将得以存在。如果在一个拥有稳健融资结构的经济中，投资和政府赤字创造了大量充足的利润，那么安全性融资工具的短期利率将显著低于自有资本所得的收益。此外，资本资产预期的准租金和其支出是同时发生的，与这些准租金相比，长期私人债务的利息和本金支付将较低。另外，公司和金融机构的短期准货币债务的利率，将低于资本资产融资的对冲性融资中的长期债务利率。经济中存在引致各经济为主体去进行投机性融资的利润预期。

在这样的一个利率关系下，人们可以通过长期和短期债务来为资本资产进行融资，以及通过短期债务——一般是流动性债务来为长期金融资产融资，从而获利。因此，存在两种获取利润的机会。我们的金融制度和惯例使得可用于投资和持有资本资产的融资被限制在一个重要的范围之内，这个限制范围取决于追逐利润的银行家的投资组合决策。由于存在大量银行可用于增加货币的金融工具，这意味着银行能够为其持有的资本资产和投资进行融资，只要资产价格和利率使得这样做有利可图。在一个主要是对冲性融资的经济中，对于贷款主体和银行而言，都存在用更多的短期债务来为资本资产和长期债务进行融资的获利机会。

获利机会的存在并不必然意味着脆弱的融资模式将马上出现。私人债务的现金支付承诺和资本资产预期产生的准租金，其保障性要低于货币和其他短期融资债务所包含的现金流的保障程度。通过负债管理而挖掘出来的获利机会受限于现实中的贷方风险和借方风险。¹⁴

快速利用金融混乱后的利率差异来获利还受到另一个因素制约，那就是还²³⁶

14 贷方风险和借方风险这两个专业术语是在 Michael Kalecki, *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy* (Cambridge: Cambridge University Press, 1971) 和 Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (New York: Harcourt Brace, 1936) 中提到的，也可以参见 Hyman P. Minsky, *John Maynard Keynes* (New York: Columbia University Press, 1971)。

需要成立一个机构，使其能够吸收资本资产持有者的优先负债；并创造一些融资工具以满足财富所有者或其他金融机构对于流动性或价值保证的需求。银行家——从广泛的定义来说包括金融市场上的各种操作者——总在不断地寻求融资惯例的创新。但是传统和保守的观点会像一个限制变革速度的“统治者”一样，随时对创新的传播过程形成障碍。

存在投机性和庞氏融资的获利机会不会立即导致金融脆弱性，还有第三个原因，那就是从事投机性融资的组织需要保证进行再融资。再融资的保证可以表现为一个融资工具的发达广泛的市场，或银行和其他金融机构的信用贷款最高额度。金融惯例和制度在市场中被广泛接受和应用需要一定的时间。像商业票据这样的金融创新的出现和传播速度，限制了从对冲性融资转变为投机性融资的速度。

此外，因为市场参与者不愿意相信对未来潜在利润的乐观预期，即使不出现从对冲性融资向投机性融资的变化，利率条件仍会使投机性融资增加。在《通论》中，凯恩斯观察到，商人们在金融困境之后借入资金的意愿将先于银行家贷款出去的意愿恢复。这种银行家不愿意贷款的情况，降低了向由投机性和庞氏融资主导的融资体系转变的速度。¹⁵

在通过那些新的金融工具而产生更多的融资过程中，有一个内生的过程导致货币和流动资产增加。银行家们通过用货币（会增加自身债务）来为投资提供融资对当前债务结构存在活力的乐观观点作出反映。像商业票据这样的融资工具使准货币比货币量的增长快得多。

237 货币和流动性资产的内在增长使得资本资产价格相对于货币和当前产出价格来说会上涨。这扩大了资本资产和投资品之间的价格差。在一个稳健的融资结构中，短期融资的供给受需求的影响，因此，如果现有资本资产的收益增加，投资将会增加。因此，不仅是给定一系列准租金后的资本资产价格会上涨，而且一般来说准租金本身也将增加。这说明由留存收益获得的内部融资资金多于预期，从而在负债结构中更多地使用短期债务的意愿就被削弱了。利润和可以用于投资性融资的内部资金的增长，是稳健的融资结构转变成脆弱的金融结构需要花费大量时间的另一个原因。当投资繁荣引起的利润增长提高了追逐利润的公司之表面债务承受能力时，情况更是如此。一旦外部融资和投机性融资的比例增加，市场结果将会证明作出这种融资决策是正确的。

可接受的融资工具并不受技术的限制；它们取决于银行家和商人的主观偏

15 正如琼·罗宾逊夫人在一个关于通货膨胀阻碍因素的文章中所提到的，我们很有可能会想到一个传统的金融阻碍因素。在经济成功运转的一段时间里，金融工具的损失很明显是由于当时特殊的金融环境所引起的，这将会降低金融创新的阻碍；反之，破产和需要最后贷款者的那段时期可能潜在地导致金融创新障碍的增加。

好和对未来的预期。在 20 世纪 50 年代经济中的融资结构下，商人和银行家增加短期债务的行为是正确的选择。然而，这种经济上的成功使人们忽视了失败的可能性；在很长一段时期内都没有出现过融资困难，这使得对未来经济的乐观预期不断膨胀，经济中对长期投资的短期融资不断增加成为一种常态。¹⁶

随着之前金融危机的阴影渐渐消散，那些中央银行家、政府官员、商业银行家，甚至是经济学家都很自然地认为新时代到来了。那些类似于卡珊德拉的警告（比如，基本面已经发生了改变，以及存在一个导致经济走向衰退的金融爆发点）在当时的环境下都被理所当然地忽视了。由于当时这些提出疑问的人都没有给出足够的证据来说明其观点的有效性，所以政策当局没有采取非传统理论、以及从历史和制度角度分析的观点也是合理的。然而，在一个存在不确定性的世界中，资本资产生产时期较长，存在私人所有权和华尔街复杂的融资活动，从而一个使经济平稳运行的原本稳健的融资结构，将随着时间的流逝而变得越来越脆弱。 238

内生的力量使对冲性融资主导的环境变得不稳定，随着投机性融资和庞氏融资比重的增加，致使经济不稳定的力量将会越来越强。

为投资而进行的融资

投资是一个时间进程，而且投资一般有大量公司的参与，它们为最终的资本资产提供投入。因此，投资会涉及各种复杂的支付，这些支付需要通过融资的方式获得。虽然投资项目一直到投入使用才能给持有人带来收益，但是这些支付是早就需要发生的。投资项目的价值取决于最终资本资产的价格，从而取决于期望准租金和新生产出来的资本资产的融资方式。我们经济中的投资是一个用现在货币交换未来货币的一种交易。从这个意义上说，投资类似于一种债券或年金的购买。然而，从投资中获得的未来货币通常取决于某种特定行为所带来的财富——特定投资项目的利润取决于业绩。

投资是一种特殊的活动，因为劳动、钢铁等要素是以当前的市场价格购买的，并被用来共同生产某种产品——一项资本资产，该资产只有在其产生准租金的时候才有价值。投资需要较长的生产时间；取得资本资产要在一段时间内才产生收入，这两者都是与时间密不可分的经济行为。

资本资产价格取决于预期准租金，它是投资需求价格（以及投资速度）的决

16 参见 Hyman P. Minsky, "Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster", reprinted as chapter 6 in *Can "IT" Happen Again? Essay on Instability & Finance*, op. cit.; Charles P. Kindleberger, *Manias, Crashed and Panics* (New York: Basic Books), 1978.

定因素之一。由于投资的供给价格决定了最终资本资产可获得的数量，故投资的周期和产能限制了资本资产价格能高于产出价格的程度。产生流动性资产的增加，或者降低流动性主观价值偏好的影响会使得资本资产价格上涨，但是如果不发生投资的话，这种对价格上涨的影响就不会完全显现出来。是投资使得生产出来的资本资产的价格与古典经济学家所说的土地价格的性质显出不同之处。

239 无论什么时候，只要资本资产价格超过了投资成本，那么隐含的资本收益会在投资项目完全成为资本资产存量的那个时间点上实现。这种资本收益引致投资活动的发生。

一个主要是投机性融资和庞氏融资的融资制度中存在不稳定性，是源于不断变化的利率，它是在投资繁荣发展成熟时期形成的。在一个投资繁荣的环境中，随着金融市场和产品市场对获利机会作出反应，对融资的需求增加将使利率上升。结果是，资产现值和投资产出价格之间的差额将减小。如果减小得过多，那么就会出现现值倒挂现象：也就是说，资本资产的价值下降到了投资供给价格之下。不断提高的利率会减少或者消除作为投资性融资基础的安全边际。这将迫使投资主体减少投资或出售头寸。一旦通过出售头寸来获取现金的行为变得普遍，那么资本资产和金融工具的价格水平就会被破坏，从而会使资本资产价格相对于投资的生产成本下降。这样一个资产价格的大幅下降在股市上表现为市场的崩溃。资本资产价格向下的不稳定性可能导致投资螺旋式下降，利润下滑，资产价格不断降低。¹⁷

从历史上看，一个以对冲性融资为主导，并且投资组合中有充足的流动性资产的极端稳健的融资体系，往往是在经济波动，或者给经济带来创伤的债务通缩和大萧条之后建立起来的。20世纪60年代以来的经验表明，大规模的政府赤字和美联储的最后贷款人干预增强了金融系统的稳健性。也就是说，这种在过去通过大萧条实现的稳健性，在现代经济中，不必经历债务通缩和大衰退的狂风骤雨就可以实现。然而，政府赤字和最后贷款人干预虽然能够防止产生金融脆弱性的后果，但是它们同时却导致了通货膨胀。对于那些用美元偿还债务的公司、家庭和金融机构来说，根本不能以一个稳定的价格进行支付。

240 投资、融资和投资带来的收入(来自债券买卖的现金差额，继而是来自准租金)是决定我们经济运转状况的核心因素。¹⁸投资通过两种途径影响经济中的融资结构：投资项目必须通过融资进行，投资活动又产生公司利润——准租金，

17 1980年春天爆发的 Hunt Bache silver 事件就是投机性融资不稳定的一个典型例子。可以参见 Stephen Fay, *Beyond Greed* (New York: Penguin, 1983)。

18 参见本书附录 A 中对投资和融资的介绍。

这决定着私人融资支付承诺能否被履行。从现金流支付承诺角度看,一个投资项目相当于若干债务机构做出的承诺,这些债务会在某个特定的日期到期数量:到期数量随着原材料、劳动力和融资成本的变化而有变化。偿还这些债务的资金可以来自内部(比如税后总利润的分配)或者是来自外部(负债,例如面向个人、银行或其他金融机构新发行的权益和债务)。对供应商(生产投资品生产要素的机构和组织)的债务也在我们构建的分析框架中起着重要的作用。

对供应商(那些通过内部资金和外部债务的某种组合来为其增加的应收账款进行融资的主体)和劳动力的支付是在投资品能够取得有效产出之前就发生的,在很多例子中是发生在很多年以前。因此,投资使得消费品需求在一开始就增加,但同时并未相应提高供给能力:这形成更高的利润边际。

投资的增加会导致短期支付承诺上升。对于税后总利润和红利都不能满足的那部分投资,它们对金融市场的影响相当于必须进行再融资的应偿债务。超过内部资金的过多投资对融资造成的总体影响等同于投机性和庞氏融资在负债结构中所占的比例上升。由于投机性和庞氏融资在融资中的相对比例决定了金融的脆弱性,继而决定了对金融不稳定性的承受能力,因此投资相对于公司内部资金比率提高会增加融资结构的不稳定性。投资中超过公司内部资金的那一部分会使得负债增加。不过,如果有的投资是通过内部资金进行融资的,那么资产负债表将显示净财产增加。

正在实施的投资项目导致与利率有关的资金需求非常缺乏弹性。这是因为一个进行了一半的投资项目如果用未来利润来衡量的话是没有任何价值的,只有在项目完成并且投入使用后,才能具有价值。投资项目中的每一步都需要按期支付和融资。延误需要付出很高的代价,因为用于为投资融资的负债是要支付复利利息的。由于复利的存在,利息的变化影响着生产周期较长的投资项目的成本,其成本要远远高于单利计息情况下的成本。因此,对于那些需要长期实施以及有着很长的预期使用寿命的项目来说,利息的变化带来的影响远远大于对那些短期投资的影响。开始计息时沉淀成本就会增加。投资项目用于生产时预期产生的收入流必须足够大,以至于其资本化价值超过完成项目的所有成本,包括所有的利息支出。 241

因此,利息既进入项目的成本又进入资本资产的价值。预期准租金的现值决定了已完成投资项目出售时的最高价格,同时它也是任何抵押贷款的基础。对于一个可以通过融资来实施的项目来说,准租金的现值必须高于项目的成本。

因此,一旦开始实施一个投资项目,项目的成本和未来准租金的现值(从该现值可以得知项目的融资可行性)就会受到利率变化的影响。应通过当前和预期利率计算投资项目的总成本和现值,以决定该项目是否应该实施。一旦项目开

始实施，如果利率下降的话，已完成项目的成本将下降，项目的现值将比最初计算的要高；反之亦然。

如果一项投资是由一家公司的内部资金进行融资的，那么在利率上升时其付现成本并不会增加。这时，项目的现值将不必随着市场利率的调整而重新计算。因此，一个一直获得正利润的公司很难认识到投资项目已经失败。然而，如果一项融资所用的资金是来自融资市场，而且短期债务的偿还依赖于买卖债券所获得的现金余额，那么在项目进行的过程中，利率的上升可能会使一开始能够产生利润的项目变为一个必然走向破产的项目。

对于一个利用外部融资进行投资的公司来说，存在两个安全边际：一个是投资组合中的流动资产；另一个是整个项目完成之后预期租金的现值超过项目成本的那一部分。预期的资本收益使投资主体可能为了项目而筹集资金。安全边际的大小和可信度决定了债务人的风险等级。一家公司外部和内部的信用评级，以及银行贷款负责人根据超过主要和次要条件的风险溢价对贷款进行的分类，取决于对安全边际的需求。对于一个投资项目来说，利率的上升会减少该项目完成后的资本收益。这与项目在建的影响是一样的，都会降低公司的信用，从而会进一步增加融资成本并降低已完成项目的资本收益现值。金融市场对安全边际降低的反应是进一步降低安全边际。利率的上升以及对贷款的限制（伴随着对风险的重新评估）就像一个自我实现的预言，在此过程中发生了进一步增加融资成本的变化。

在投资繁荣阶段，原材料和劳动成本也会上升。此外，短缺——或者瓶颈状态——会延迟项目的完成时间。原材料和劳动成本上升的明显一个影响是，已完成投资项目成本会上升；更加微妙的影响是项目完成后的预期项目资本收益减少。安全边际有助于确定一个项目的风险等级和融资条件，不过它将逐渐变小直至消失。

当利率、投入成本和迟滞增加了投资的成本时，内部资金与项目成本的比例将会下降，即使内部资金流保持不变。然而，可通过内部融资的投资项目必须具备以下条件，即，其债务与投资项目无关。如果这些债务是短期的，或者具有浮动利率，那么随着市场利率上升其持有成本将增加。因此，随着利率在扩张时期不断提高，一个正在实施的项目的债务融资的数量会增加，而通过内部融资的比例会下降。

当发生上述情况时，公司将使用它们的现金助推器，也就是用于紧急目的的资金，来应对增加的成本。这种对经济主体的流动性的强迫性夺取，是现金支付承诺增加（由于正在实施的投资项目之融资成本不断增加造成的）导致金融和经济系统脆弱性增加的主要方式。

总的来说,随着利用外部融资的投资繁荣出现,经济的脆弱性就会显著增强。融资关系使得投资繁荣将会形成一个投机性融资不断增加的环境,继而导致经济更容易爆发危机。也就是说,一个可能会发生债务通缩的金融结构中,那些作为债务通缩导火索的事件是投资繁荣时期融资关系所导致的正常结果。

金融市场和金融制度

当实施一项长期投资项目时,财务总监和银行家都需要相信所需的资金将通过内部或外部融资渠道获得。对于将要采用的投机性融资和债务融资来说,²⁴³企业家和银行家必须假定金融市场会发生作用,使债券能得以发行或者资产能出售,并且使得投资成本不高于最终资本资产的价值。

由于金融创新是资本主义经济的显著特征,所以一个经济中绝大部分的金融创新都集中于发展金融工具和市场,从而为更高水平的活动提供融资。这些市场创造的金融工具似乎保证了短期融资的使用者和提供者双方的利益,只要他们持有合适的资产,或者持有具备足够利润预期的资产,货币就会在任何需要的时候被获得。这种保障的有效性取决于金融市场正常运作的情况,金融创新会产生资产持有者和潜在贷款者,他们依赖于一些新的金融市场或金融机构的持续正常运转。

主流经济理论认为货币的需求是与收入水平相关的,因为前者在收入和购买之间架起了一座桥梁。在传统的观点看来,货币是有价值的,因为“生产 A 的人想要产品 B,而生产 B 的人想要产品 A”这种情形实在太少了。这证明了货币存在的必要性和重要性。然而,我们生活在一个存在资本资产的世界中,资本资产可以交易,并且通过债务和权益的某种组合进行融资。资产头寸和投资的直接和间接融资产生的支付承诺形成了一个很广泛的网络,因此就存在用货币履行融资合同支付承诺的需求。由于资本资产所产生的现金流是不确定的,也就是说现金流取决于经济和市场的发展,所以货币和易于转让的金融工具将会提供一个安全边际用于确保合同的履行。安全边际以流动性资产来代表,以使得即使是在有突发情况的时候承诺也可以得以履行,安全边际不必以现金或者活期存款的形式出现:它们可以是在需要的时候能很快转换成现金和活期存款的金融工具。

由于投机性融资需要达到一种谨慎性平衡,所以就需要便于流通的工具。只要流动性充足、资本资产能产生高收益,融资的获利机会就存在。任何能够为资本资产提供融资,并且能够通过持有货币来提供很好保证的金融工具或者

244 市场组织，都以低成本借入并以高收益贷出资金。由于资本主义绝不愿意放弃未被利用的获利机会，市场工具和惯例得以建立起来，以充分利用利差。

于是，由此形成了流动资产的不同等级；例如，一位交易商可以从一家金融公司借钱用于持有其汽车，金融公司可以利用商业票据来从保险公司借钱，保险公司拥有抵押出去的应偿债务承诺，等等。因此，存在一个融资承诺的精密网络，该网络的生存能力取决于经济主体以与资本资产潜在利润率相符合的利率借入款项的能力。

融资关系有变戏法的特点，其中融资的正常功能取决于人们的信仰——以及经济业绩对这种信仰的强化——即可以对短期债务进行再融资。一旦金融繁荣时期到来，资金的需求将随着项目接近尾声而增加。如果在某个时期，由于从商业银行获得的融资数额减少导致资金供给弹性下降，那么利率将会出现一个大幅的上涨。

由于那些产生流动资产的金融机构通常会积极地去追求投机性融资，所以当资产价值下降以及产生的利润减少甚至消失时，他们所支付利率的上升将会导致其净资产的减少。投机性融资不断上升利率的压力通常会被金融中介机构敏锐地感知到，对他们融资能力的破坏将对资产负债表或者其债务持有人产生负面影响。这种破坏性影可能在经济中蔓延，1929—1933年的银行破产潮就发生了这种蔓延。中央银行包括存款保险组织的干预，就是为了遏制这种负面影响的蔓延。

结论

我们经济的不稳定是因为资本主义融资。如果对冲性融资和投机性融资的某种比例，以及投资的外部融资和内部融资的某种比例在经济中暂时占有支配地位，那么，在经济内部就存在改变这种比例的动机。任何暂时的经济稳定都会转变成经济扩张，这其中投机性融资和投资的外部融资增加。投资繁荣会剥夺投资主体的流动性，提高金融机构的债务—权益比。当成功的经济运行使得投资者相信以前的甚至是现在的安全边际太高的时候，安全边际会慢慢被侵蚀。

245 只要短期或长期利率上升到足够高，投资繁荣的局面就会被打破，现值关系从而变得不那么相关甚至逆转。这些通常是发生在投机性融资需求增加，从而导致利率、劳动力工资和原材料价格上升之后，那时利润额以及偿还过去债务的能力也会变弱。

投资繁荣的打破是导致金融危机、债务通缩和大萧条，还是导致没有造成

混乱的不景气，这取决于经济的总体流动性、政府部门的相对大小和联储作为最后贷款人的干预程度。因此，最后的结果取决于融资的结构特征和政策。

但是向投机性融资和投资的债务融资的发展趋势本身是制度结构和政策预期的结果。有可能在其他的制度和政策之下，经济遭遇金融危机的可能性要低于现在。

事实证明，自20世纪60年代以来，金融危机的严重性有所提高。要想让政策有效，就必须在政策中反映出对这种趋势个中原因的理解。



第Ⅳ部分

制度动力学

资本主义经济中的银行业
通货膨胀

资本主义经济中的 银行业

在投资驱动的资本主义经济中，经济周期是“天然”存在的，但要探寻其所以然，则必须涉及对投资和资本资产的融资。除留存收益以外的融资会主要涉及资金的合同，银行是企业安排并提供融资的机构。银行业从事的业务要多于商业银行所允许从事的业务。债务中包含活期存款的商业银行，其他存款储蓄机构、各类资金管理公司（如保险公司、养老基金和种类繁多的投资信托基金）以及投资银行，这些机构之间的区别更多地反映在法律环境和制度沿革方面，而不仅是这些金融机构的经济功能不同。 249

二战后一段时期，在美国商业银行与投资银行之间出现明显的界限，这是大萧条后实行改革的结果。这种界限时下已经不复存在，并且它也从未真正存在于其他资本主义国家（如德国）里。此外，由于自 20 世纪 60 年代发生了一系列动荡，融资行为、资产种类和资金管理变得越来越复杂，商业银行、互助储蓄银行和各式各样的资金管理公司之间的界限也趋于模糊。

我们要仔细考察银行业务的发展，在此过程中，要充分了解银行业在资产、负债、服务费等方面的各种产品特性。私人银行将位于从全能银行到高度专业化银行的一个序列中，几乎成为一类银行（花旗集团将会和拉扎德公司共存）。

不过，正如银行业目前的构成，有一类银行——商业银行——保留了独有的重要性，因为它们规模巨大，它们的负债构成大部分货币供给。在一个资本主义经济中，货币与生产和控制资本资产的过程紧密相连。货币不仅仅是一种即便在双方需求不能达成一致情况下也能使交易得以进行的通用券：它是一种债券，来自银行的融资行为以及资本和金融资产头寸。由于经济中特别引入了银行和货币的关系，本章将会着重讨论储蓄银行，并附带讨论非银行金融中介和投资银行业。 250

1931 年，当大萧条正在整个资本主义世界肆虐时，凯恩斯指出，银行系统

的介入“它在储户(把钱借给银行的人)和贷款者(银行向借款人贷款为其购买不动产提供融资)之间的担保……货币的面纱……是现代世界一个特别显著的特征。”¹当银行家开始经营其业务,安排对贸易、投资和资本资产头寸的融资时,货币就被创造出来。通过银行向企业发放贷款,货币数量增加,使对投资和资本资产的渴望转换成有效需求;货币创造是市场机制的一部分,在这种机制下,盈余得以产生并被用于投资品的生产。^{*}

当借款者开始履行一份合约的承诺,在将来把钱偿还给向其借款的银行,这时货币就被创造出来。企业借款人能成功履约的能力最终是基于那些用于生产的资本资产所赚来的准租金,虽然最直接的现金来源可能是债务人的“借新还旧”。资本主义经济体系的正常运转依赖于收入—产出体系产生的利润,这个体系服务于贷款和金融体系,该体系通过发放贷款带动投资进而产生利润。

251

以货币为债务的银行不同于那些融资业务受制于自身保险箱大小的货币放债者。银行代表借款人的利益对外贷款,承担着在将来对借款人偿还资金的义务,它们相信,当还款日到期时,它们能够通过之前借款人在现金流方面给予的支持或者是在市场上处置(买和卖)资产,来获得偿还债务所需要的资金。银行业的这个特征给金融结构带来了灵活性。它使得在来自资产和经营的收入存在不确定的情况下,仍然可以形成企业债务。

在现代工业资本主义出现之前,银行票据主要形成于企业融资中,即处在生产和分配中的商品领域。商业银行这一称谓则反映了在银行业务中这类融资最初的主导地位。²在这样的银行融资中,近期的商品销售能够为偿还银行贷款提供资金。

与之前相比,在现代经济中,对耐用固定资本资产融资的需求要大得多,这种融资需求源出现在生产环节,也出现在使用环节。生产中使用的资本越多,则目前运用的资金就越多,将来每单位产出所承担的债务就越大:耐用资本资产类似于一种债券,通过这种债券,过去的支出能转化为未来的收入。投资银

1 John Maynard Keynes, *Essays in Persuasion: Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol.9 (London: Macmillan, St. Martin's Press, for the Royal Economic Society, 1972), p.151.

* 以上对于一个无政府/无家庭债务的封闭经济,也就是说,对基本框架下的资本主义经济是完全正确的。

2 在现代银行业的票据观念形成之前,银行业的商业贷款理论或真实票据理论占据着主导地位。这一理论认为商业银行应当限制它们在生产(存货)过程中代表商品的重要工具(票据),如果银行做到这一点,则将会产生适度规模的货币供给量。不论这一理论是否正确,商业贷款理论和银行业的票据观都没有考虑银行业在对获得资本资产和进行投资方面的融资作用。这些对银行业的传统观点与新古典经济学理论互为补充,新古典理论强调新的产出之间的交易而根本不考虑资本资产。银行业商业贷款的观点和经济上乡村市场的观点在逻辑上相互映衬。关于这一问题权威性的研究可参见 Jacob Viner, *Studies in the Theory of International Trade* (New York: Harper, 1973), 特别是第3、4、5章;另参见 Lloyd Mints, *A History of Banking Theory in Great Britain and the United States* (Chicago: University of Chicago Press, 1945)。

行家通过承销、分销债券以及像经纪人和交易商那样进行做市，来为投资和获得资本资产所有权进行融资。20 世纪 30 年代的改革把个人债务方面投资银行业务和商业银行业务分割开来，因此，除极个别特例外，一家机构现在不允许同时从事两种类型的业务。³商业银行业和投资银行业的这种区分是人为设定的，²⁵²随着近些年商业银行对固定资本资产头寸进行融资，以及投资银行家们发展储蓄类债务来为融资业务充实资金，这种界限正在日益被打破。

在新古典综合理论中、银行业(特别是商业银行业)是机械的、静态的和被动的，它对经济行为不产生显著的影响。在这种理论中，银行业的作用主要体现在货币供给、货币供给的变化以及利率的短期变动。这种观点同时认为，美联储能通过调控银行准备金和利率来指导或控制货币供给。⁴

事实上，美联储并不能完全控制银行。⁵银行业是一种颇具活力和富于创新的逐利行业。银行家们通过调整银行的资产和负债(即它们的经营方向)，以利用一切能捕捉到的获利机会来积极地创造财富。银行家们的这种实用主义精神不仅会影响到融资的规模和流向，也会影响价格、收入和就业的周期性变化情况。

狭义的观点认为，银行业仅仅是通过货币供给影响经济，这就导致经济学家和政策制定者实际上忽视了银行资产组合的构成情况。二战后的头十年，银行业的管理当局，包括美联储、美国货币监理署和联邦存款保险公司，都没有控制或者重视银行的资产、其他负债以及银行资产对所有者权益的比重(杠杆比例)。随着 20 世纪 60 年代和 70 年代银行业创新不断加速，明显出现了大量不同类型的票据，而且随着制度发展，相应货币的性质也发生了变化。只有考虑到融资业务的演化和创新，才能理解货币、银行业和融资之间的关系：事实上，²⁵³货币是一个内生变量——供给是对需求的反应，而不是由美联储机械地操纵。⁶

货币数量的变化产生于经济主体之间的相互作用，这些经济主体渴望超过收入进行支出，而银行为这些开支提供资金支持。在资本主义经济中，大多数支出超过收入(债务融资)的部分是通过企业进行投资和购买资本资产实现的，尽管一些家庭和政府的债务融资情况也很明显。因家庭进行赤字支出所形成的

3 商业银行被允许继续承销和分销州债券和市政债券。也许在 1975 年显得额外突出的纽约市困境，正是因为商业银行，特别是巨型银行在该类业务中持续占主导地位造成的。

4 Chester Arthur Phillips, *Bank Credit* (New York: Macmillan, 1931); Karl Brunner, "A Scheme for a Supply Theory of Money," *International Economic Review* II (Jan.1961), pp.79-109; and Albert E.Burger, *The Money Supply Process* (Belmont, Calif: Wadsunta Publishing Company, 1971).

5 Sherman Maisel, *Managing the Dollar* (New York: Norton, 1973).

6 Basil Moore, "The Endogenous Money Stock," *Journal of Post-Keynesian Economics* II (Fall 1979), pp.49-70.

债务是否能够长期存在，要取决于就业和工资的变化情况。里根政府之前，联邦政府在平时大量的赤字支出在很大程度上是一种经济衰退现象，反映出政府的税收和支出都要依赖于一个不稳定经济的运行情况：里根政府 1981 年的税收措施似乎使政府平时进行赤字支出成为一种永久性或结构性特征。由于结构性赤字使政府债务迅速增加，如何产生偿还政府债务的现金流，成为一个悬而未决的问题。一个明显的办法是通过收入的增加也就是税收收入的增加来解决。

州和地方政府的债务通常与收入预期紧密相关。对这些地方政府来说，全球或地区经济环境变化引起的收入减少常常是债务问题的根源。

如前所述，在一个简化的不断进行积累的经济中，只生产消费品和投资品，消费品中对劳动力成本的加价等于生产投资品的工资总额；因此，生产消费品的利润取决于投资品的生产。⁷ 投资品生产中对劳动力成本的加价，取决于那些为投资提供融资的人提出的保护需求，以及投资品生产的市场环境。投资需求取决于未来预期利润的资本化价值超过投资品供给价格的部分以及融资条件。

254 投资品需求价格会随着对未来看法的变化而发生改变。然而，除非可以得到融资，否则需求价格上涨并不会导致投资增加。我们必须弄清楚，银行业和金融体系会如何运行以至于投融资需求的增长会导致以美元计价的融资数量的增加，以及银行购买资产能力和意愿的增强是如何导致投资增加的。票据作为银行债务，产生于为大量投资和资本资产头寸融资的过程。

由于资本资产的现值和投资品的需求价格由金融市场决定，而且能够获得融资的投资量取决于银行业进程，并且投资品供给价格取决于融资成本，所以可以得出结论，金融市场和银行业影响着投资。

资本主义经济存在一个怪圈，只有当人们相信未来可以出现充足的投资确保经济良好运行时，才会出现充足的投资确保当前经济良好运行，这个怪圈使银行业和金融体系有了一种必然结果。银行业和金融体系不仅必须对现有的投融资维持有利的资产价格和条件，对未来的投融资也要如此。由于银行业和金融体系的正常运行是保证资本主义经济有序运转的必要条件，体系被打破的话就会引起经济秩序紊乱。

经济的正常运行依赖于投资，由此也就依赖于外部融资。如果在既定的融资期限内，对外部融资的需求超出了供给，则写入合同条款中的融资费用会上涨，在该合同中会规定为在未来履行还款承诺需要进行的货币支付。融资费用包括抵押品的备付、净资产的维护费以及债务还款的保险总额等，这些费用必须在支付红利和利息之前支出。如果存在规定了其他费用的附录，则使得利率

7 关于市场如何在资本主义经济中运行的内在关系，参见第 9 章的附录 A 和 B。

本身成为一个令人误解的标志，使人错误地认为能在该利率水平下为投资进行融资。从分析的角度看，设计这些附录主要是为了使提供融资的机构免受债务人资产流失的损害。用来为持有资产和投资进行融资的合同，通常要包含保护融资机构免遭借款者转移资产的道德风险的条款。

当前融资费用的上涨意味着后续金融资产和资本资产价格的下跌。这会降低投资的需求价格。这一巧妙的机制控制着投资的发生额。投资的需求价格上涨会增加融资需求，如果融资供给缺乏弹性，则融资费用会提高，由此会降低资本资产价格和投资的需求价格。⁸ 255

由于我们生活在一个充满不确定性的世界中，而且当前对未来的判断会影响资本资产价格，这种通过融资费用自动调节的机制经常会被正向的、不均衡的反馈所支配。相对于投资产出的供给价格，资本资产的需求价格上涨会增加投资，由此不仅会增加利润，也会提高应偿债务付款额的利润率，以及在任何费用下从银行和金融市场筹资的数量，增强企业家的投资意愿。由于银行家与企业家存在相似的预期，追求利润的银行家会绞尽脑汁为顾客提供融资，银行家的这种做法会增大不均衡的压力。相应地，资本资产价格的降低也将削弱银行家给企业提供融资的意愿。

对于货币、银行业和金融市场的观点与此处对投融资的观点是一致的，但与权威的观点却显然大相径庭，权威观点把货币如何影响经济运行与创造货币的特定交易分开来看。货币主义方法和标准的凯恩斯主义方法都假定，货币是完全独立于制度因素的。但实际上，经济运行决定了什么会成为货币，并由此形成一个货币体系，针对不同的用途有专门的货币工具。货币不仅来源于融资过程，而且来源于经济本身，它包含各种不同种类的货币：每个人都能创造货币，关键是使其为人们所接受。

银行业和金融机构持有资产组合的偏好能决定各种资本资产的资本化率和各种投资的融资费用。不同种类的资本资产、需要进行广泛融资的生产技术以及各种各样的企业和金融机构的组织形式，成为我们这个世界的特征。在这样的世界中，融资方面的优势和劣势会抵消生产方面的优势和劣势。如果取得成功的人们的融资优势被完全抵消掉，那他们自然也就处于了不利地位。

为了解我们的经济，我们有必要以一种批判的、严肃的态度考察银行业。虽然银行业是为投资和经济增长融资的关键因素，但与此同时，它也是一种容易引起和放大不稳定性的破坏性力量。 256

8 A symmetric mechanism holds for a fall in the demand price for investment.

银行业的业务

银行业不完全是贷出货币：要贷出货币，放贷者必须拥有货币。银行的主要业务是承兑，承兑是确保某些当事人具有可靠信誉。通过对某种债务工具进行承兑，银行需要在债务人不愿付款或者不能付款的情况下承诺支付特定款项。这种承兑票据或已背书票据可以在公开市场上出售。一笔银行贷款相当于银行购买了一张自己已承兑的票据。

商业票据市场能够说明，银行的贷款承诺是如何影响借贷行为和经济活动的。对企业而言，发行商业票据（企业无担保的偿付承诺）获得未使用的等于或超出未到期商业票据的银行授信额度是项标准业务。商业票据的买卖双方都知道，如有必要，能从银行取得资金来支付到期票据。银行进行再融资担保，使得商业票据市场得以生存发展，因为对于贷款人来说，商业票据实际上相当于一笔银行定期存款。⁹

当银行业家进行授信或者授权领取支票时，他并不需要手头就有闲置资金。如果银行家在大部分时间里手头都有闲置资金，那他一定是个蹩脚的银行家。为了避免持有不盈利的资金，银行家可以选择在需要时再获得资金。银行之所以能做出融资承诺是因为它们能在金融市场上进行操作以获得所需资金，为进行这种操作，它们持有能在市场上转让的资产，同时从其他银行获得授信额度。我们的企业体系之所以能正常运行，依赖于一系列融资承诺和货币市场，这种融资承诺并不表现为实际的资金借贷，而货币市场让金融机构之间建立起联系，使所有的融资承诺具有良好信用，并且在需要的时候能随时得到履行。

257 银行和银行家们不是那些用于贷款或投资的货币的被动管理者，他们为了获取最大利润而从事经营活动。他们积极地寻求需要借款的客户，进行融资承诺，建立与企业和其他银行家的关系，并四处寻找资金。他们的利润来源于对他们所提供资金的收费，同时他们也为使用资金而付出成本。实际上，银行用别人的钱来放大自身的资产数量，通过承兑债务、提供资金以及多种多样的服务来获取利润，同时也通过赚取收入利率和支付利率之间的差价来获利。

银行有三类基本的显性债务，包括活期存款、定期存款和所有者权益，同时还有一些或有债务或隐性债务，如承兑、信用证、不设限额的授信以及维护客户关系引起的偿付义务等。银行的公开资产有多种形式，包括货币、贷款和有价值证券等。非公开资产是一些债务，包括对那些有授信额度的人的负债、对

9 1977年之前，商业票据市场增长如此迅猛，以至于作为担保再融资的主要供给者，几家大银行都开始抱怨未使用的授信额度增长太快。

那些债务经过背书的人的负债以及银行自身的授信额度——涉及它们与中央银行的联系。

贷款意味着，银行为换取企业、家庭和政府在未来某个时期的付款承诺而向它们进行付款。购买证券或者投资，反映的是银行运用现有资金或从市场上取得的资金在金融市场上进行的购买行为，这些证券同时也是在未来各个不同时间进行付款的承诺。

贷款不同于证券，它涉及与客户的关系，在这种关系中，银行可以使用借款人主动提供的私人信息。对一个贷款客户来说，维持融资关系可能需要一个隐含的承诺，而对于债券而言绝对没有这种可持续的承诺。正是由于银行贷款涉及私人信息，如果没有银行承兑或有债务，贷款就是不可转让的。美联储设立贴现窗口的最初目的就是想提高贷款的流动性。

由于一份贷款协议使借款人做出向银行偿还债务的承诺，银行业形成两条资金流：资金先从银行流出（贷款），之后又回到银行（还款），前一条资金流引起了后一条资金流。到底流入和流出银行的是什么？流向谁以及又从谁那流出来呢？

尽管银行要向客户的账户收费，但同时它们的付款要流向其他的银行。在收款银行中，这些付款被记入一个储户的账户。这些付款来自于付款银行的某个账户或该银行某个顾客的信用额度，并记入收款银行的特定账户。随着个人、企业和政府相互之间进行付款，他们就在银行间实行转账。

对于联邦储备体系中的成员银行，银行间支付将导致存款从一个银行在联邦储备银行的账户中转移到另一个银行的账户中。对于非成员银行，另一个银行，即所谓的代理银行会介入其中，以至于在联邦储备银行的转账是在代理银行的账户进行的。当企业、家庭、州和地方政府在商业银行的账户上进行存款转账时，成员银行与非成员银行之间的付款会转移联邦储备银行账面上的贷款。公众使用商业银行存款作为货币，而商业银行则使用联邦储备存款作为货币。这是我们的货币和银行体系最基本的等级属性。

在我们的银行体系中，银行为客户作的付款通常会成为其他银行的存款。如果为客户的付款是因为一项贷款协议而作出的，则客户目前就会欠银行钱。该客户现在就不得不在经济中进行经营或者在金融市场上进行操作，以便于他能在债务到期时向银行履行还款义务。由于大量银行的债务人都有未偿还的债务，这些债务需要用活期存款来偿还，所以活期存款具有交换价值。这些债务人会去工作、销售商品或者金融工具来获得活期存款。活期存款的交换价值取决于债务人履行还款义务所需要的存款数量。

银行贷款表面上是用当前货币换取未来货币的一种契约，实际上是把今天

银行账户上的借方转换为未来银行账户上的贷方。¹⁰

让我们假设贷款与活期存款的比率为 100%，每个月有 20 个工作日，并且所有贷款期限为一个月。平均来看，每一个工作日有 5% 的未偿还贷款会到期，并通过减少银行账面上的活期存款来偿还。为了获得足够的活期存款，当借款客户的贷款记入银行账户后，他就必须在经济中开展经营活动，以便能产生足够偿还债务的存款数量。实际上，这个借款人的销售和收入产生的储蓄足以偿还贷款。借款人在这个月中的经营活动会导致贷款银行形成的美联储存款的净收益。

259 在我们的案例中，借款人在经济中的经营时间将超过一个月，这样一来，银行收到的联邦储备存款等于未偿还贷款加上到期利息。如果银行把所有钱都贷出去，会产生与还款额相等数量的贷款或者投资，而收到的利息主要用来支付银行的资金和人力等成本。

在美国，规定联邦储备体系的成员银行必须把其账户中某一特定比例的存款作为联邦储备银行的存款或者以现金形式持有。银行家对其他银行家的支付就通过这种存款进行，对银行家来说，它们就是货币，而其他主体的支付则要通过从银行领取的支票或者现金（它会流入和流出银行）进行。

当支票进入流通并用来对银行付款时，这笔款项就记入银行在美联储账户中的贷方或借方（对于非成员银行，贷方和借方的发生额会记入代理银行的账户中）。这个账户增加量和减少量的净额就是这家银行准备金头寸的变化量。银行要么通过出售资产或者借入资金，要么使用超额准备金偿还债务或者购买资产，通过以上活动形成头寸，使得银行的准备金账户达到所要求的数量。

活期存款和定期存款是银行欠别人的资金。总资产与借入资金两者之间的差额是银行所有者权益的账面价值，用来衡量股东在银行中的投资数量。在 1983 年，美国的几家最大的银行，所有者权益账面价值对资产的比率大约是 3%，而一些大银行的比率是 8%，不少小银行则高达 12%。也就是说，银行所拥有的每 1 美元资产中，就有 88—97 美分是通过借来的钱融资的。到 1983 年末，这一比率在高度杠杆化的巨型银行（美国银行和银行家信托集团）中是 2.8%，在对待杠杆化相对谨慎的大银行（例如梅隆银行）则为 5.9%。

银行家们是通过在资产上赚取比所支付资金更多的钱来获利，对银行来说，用来获利的资产是贷款和投资。银行在商业领域中最具比较优势的方面在于放贷，特别是对企业放贷。不管是不是这么称呼，银行都有所谓的“企业开发”

10 在一种经济中，如果政府债务是创造存款银行账面上的主要资产，需要付税的这个事实赋予了经济中货币的价值。就货币的商品价值（购买力）而言，平衡预算并保有盈余的优势在于，缴税的必要性意味着人们需要工作和生产来获取收入用于缴税。

部门的称呼，它们的主要目的是发现和招揽企业借款人。

银行的贷款功能有三个方面：招揽借款人、结构化贷款和审查借款人。为了赚取更多利润，银行家需要结构化他们的贷款以使借款人总是能履行他们的合同义务。一个银行家在发放贷款前，需要清晰地了解，这个借款人将如何在经济中开展经营来取得资金偿还贷款。260

债务人履行还款承诺所需的资金来源于三个方面：经营活动取得的现金流、再融资或债务展期、出售资产或净举债。一项具有良好结构的银行贷款，应当对借款人和银行家双方都有利；这意味着一笔贷款的收益被用来为借款人产生预期收入(现金)，足以超过用来偿还合同债务所需的资金。

贷款经理是负责贷款结构化和管理的银行职员。贷款经理是银行业取得成功的关键。一名职业的贷款经理明白他是借款人的合作伙伴：如果借款人取得成功，则他的贷款经理也会获得成功。不仅如此，用银行贷款赚到钱的借款人会生意兴隆并寻求进一步贷款：维持信贷关系对银行是有利可图的。因此，从银行家和客户两方面的角度看，给经营活动提供融资的贷款是再好不过的，它能产生足够的现金来履行合同的还款义务。如果贷款被结构化，使得预期现金流能履行合同的还款承诺，则借款人和贷款人正在从事一种对冲性融资。传统的企业贷款中，出售或囤积商品产生的现金用以还债，就是对冲性融资的一个例子。

举借新债是为了履约而获取资金的另一来源。在一个持续的经营活动中，比如制造业，购买的大量原材料通过一系列生产加工变成产出。在这一过程中，第一批货物的有关债务可能刚还完，很可能通过借债来融资。这一系列融资安排可以通过一个变动的总债务来替换，在这个总债务中，到期的债务将被清偿，同时也举借新债务。

债务与生产过程中特定的投入并无关系，但与企业的总体盈利能力有关，它为建立投机性融资关系开辟了道路。资金头寸中包含很多资产，这些资产利用短期借债能在长期内产生回报，对资金头寸的融资需要在企业债务结构中进行再融资，这是投机性融资的一个特点。投机性融资结构的灵活性取决于两方面：一是利润流足以偿还债务利息；二是金融市场能有效运行，债务能够流通。贷款经理预期到，只要潜在的利润足够多，就能取得再融资，他们就会处理好这类不稳定的债务融资关系。

出售或抵押资产是为了履约而获取资金的第三种来源。有抵押品价值支持的贷款，不同于以来自赢利性经营活动的现金流为基础的贷款。的确，在对基于预期现金流的一笔贷款结构化时，信贷经理会以抵押担保的形式要求一个安全边际。但这并不是最主要的考虑因素：基于现金流的贷款是建立在某些企业261

努力经营的预期增加价值的基础之上的。不过，基于抵押的贷款是否具有发展活力，主要取决于抵押资产的预期市场价值的大小。

在抵押证券或土地贷款这样的案例中，持有人持有抵押资产所取得的收入可能不足以偿还贷款利息。建筑工程要到项目竣工形成资产时才能取得收入。信贷经理们还会安排发放贷款是因为他们预期，主要的资产能够卖出去，而且价格能够补偿贷款和应付利息的总额。（对一个建筑工程来说，取得的融资要弥补成本和资本化利息。）这种贷款将给融资结构带来庞氏融资的色彩。进一步讲，由于借款人收入低于之前的预期或者投机性延期融资使利率上涨超过了借贷双方预期的水平等原因，庞氏类型的贷款将很有可能被强加给银行。因此，当利息融资（借钱偿还利息）的资产化成为普通融资结构的一部分时，银行家和企业家们在不利环境中会被迫使用这种融资。当这种情况发生时，庞氏融资在融资结构中的比重就会提高。

因此，经济的周期稳定性取决于融资结构总体而言的脆弱性/稳健性，这种融资结构来自于银行家所创造的贷款。银行家遵从现金流导向，则易于维持稳健的融资结构。银行家强调担保价值和资产的预期价值，则易于产生脆弱的融资结构。

银行的利润等式：杠杆、资产收入、债务成本

杠杆

262 净利润是不断产生的属于企业所有者的那部分收入。净利润率或者盈利能力是净利润与所有者投资的比率。利润率可以被理解为两部分内容的产物：每一美元资产的净利润和资产与所有者权益的比率。所有者权益是指总资产价值与债务之间的差额。银行和其他金融机构的资产，几乎都由融资工具构成，这些融资工具都有一个票面价值和一个市场价值。在一个具有稳定融资环境的体制下，利率和其他融资费用会维持相对稳定，而且融资工具易于流通，债券的市场价值大致等于它的票面价值，贷款到期时大体能够获得其票面价值。在这种情况下，银行资产以及所有者权益的账面价值和市场价值大致是相等的。

按照银行会计惯例，贷款损失准备金不单独有账面反映，它们从未偿还贷款中扣除而不是增加所有者权益账户。银行通常比较保守地对房地产进行估价。因此，在经济平稳运行时期，银行通过股票价值来衡量的市场价值可能大于银行的账面价值。不过，在金融平稳运行时期，由于折旧费与资产的经济价值几

乎没有关系，所以与普通企业的账面价值相比，银行的账面价值更能反映资产在市场中的价值。但是，当利率上升，贷款损失、债务再流通和重组频繁出现时（如在1975年和1982—1983年期间），由于单个资产在利率变化时不会重新估价，银行的账面价值也就和普通企业的账面价值一样，成为一种管理惯例和创造出的核算账目。

与其他利润导向型企业的市场价值一样，银行的市场价值也是未来收入的资本化价值，而且资产化率会反映市场利率、推测的确定性和预期收入的增长。股票的票面价值与市场价值之间的差额，是一家企业是否值得投资的标志。如果证券市场能以与当前股票相同的资本化率，对未分配利润进行资本化，则市场价值超过账面价值的部分表明可以获得一种资本盈余——高于或超过未分配利润的部分。

银行杠杆是总资产对所有者权益的比率，它可用以衡量一家银行通过抵押其“名誉”通常能够向其他机构举借的债务数量。也就是说，杠杆可被理解为用别人的钱去获得资产。对于那些非银行金融机构，包括人寿保险公司、房地产信托投资公司和互助基金等，杠杆清楚地反映出借款与所有者投资的比率。不过，对银行来说，如果它以大量不公开的方式抵押其信用，那么账面上通过负债所显示出的杠杆化率，会低估所有者权益或所有者投资为其他机构提供的担保水平。

如果一家银行有250亿美元的资产以及12.5亿美元的资本、盈余和未分配利润，则资产对所有者权益的比率为20。进一步看，如果缴纳税收和计提坏账准备金之后，银行的利润是1.875亿美元，则利润对资产的比率是0.75%，收入对所有者权益的比率是15%。假设这家银行有1/3的收入用于分红，则未分配利润是所有者投资的10%，所有者权益将每年增加10个百分点。

假设另外一个银行，它在资产管理方面也是盈利的，它的资产对所有者投资的比率是12%。这家银行有大约2500万美元资产和208.5万美元的股东权益，它将赚取18.75万美元，占总资产的0.75%或者占所有者权益的9%。如果分红是5%，未分配利润将占所有者权益的4%。因此，尽管两家银行每美元的资产能够获得相同的净利润，具有更高杠杆比例的第一家银行会更快地增长。

未分配利润在账面价值上的增长表明，银行业向前发展的过程中存在一种内在的动力。但是，未分配利润的总额可能使银行家去追求银行资产和负债达到一定的增长率，这种增长也许与经济的整体增长潜力不相匹配。例如，许多关于货币增长的一般性政策争论都会假定，经济实际的潜在增长率最高每年是4%。对众多经济学家来说，这意味着，如果货币流通速度稳定，货币供应按4%

的速度稳定增长会形成一种无通货膨胀的经济增长。¹¹ 在我们的例子中，银行收入如果达到所有者权益的 15%，则会努力以每年 10% 的速度增长，如果收入只达到所有者权益的 9%，则努力以每年 4% 的速度增长。如果世界各地的银行都能赚到 15% 的利润，并且 1/3 的收益用来分红，那么就要求银行资产以每年 10% 的速度增长，用来维持资产权益比和银行的盈利能力，这会给经济带来一种压力。在当局试图把银行负债的增长率控制在每年 4% 时，银行却在努力以每年 10% 的速度增长。

264 银行资产并不代表一份物质资源的承诺（此处不考虑银行占据的那些高大华丽的建筑和用以让银行职员消遣的电子设备）。所有者投资包含着借来的资金，它们用来给企业、政府和家庭提供融资。不过，对股东来说，除了投资银行的股票外，还可以持有其他企业的股票。为了吸引资金，私人在银行业对银行股票的投资，必须与投资其他企业一样能够获利。在考虑银行和其他企业之间风险或信用的差别后，银行资产的利润率必须像其他资本资产的利润率一样高。如果在普通的经营活动中，每一美元投资获得的收益是 15%，当银行赚的收入高于所有者权益的 15% 时，市场竞争力量就会扩大银行业投资；当银行的收入低于所有者权益的 15% 时，市场竞争力量就会压缩银行投资。

一家银行如果提高杠杆比例而不影响每一美元资产取得的利润，那么这家银行的盈利能力就会提高。杠杆比率提高会增加未分配利润和提高盈利能力，在两者的共同作用下，会使来自银行的融资供给加快增长，以至于使资本资产价格、投资品价格和最终消费品价格全线上涨。¹²

银行的收入来源有，贷款和投资的利息和贴现、票据承兑收费、贷款承诺、外汇兑换收费、票据处理收费等等，减去债务成本、人工成本、设备成本和管理成本。银行会想办法最大化收入同时最小化成本。在收入一侧，银行总是在寻找新的和更能获利的资产和其他收费途径。银行家在经营过程中总是要控制运营成本，并以有利的成本获取资金。在负债一侧，利润和资产权益比率的关系意味着，银行总要去寻找新的借款渠道。

银行家总是在试图寻找新客户发放新的贷款，以及获得资金的新方式（即新的借款渠道）；换言之，银行家在压力下不断创新。保留收入会形成最小的目标利润增长率。如果单位美元资产取得的利润不改变，要想维持利润率，那么资产和非权益负债必须与所有者权益的账面价值以相同的速度增长。

11 芝加哥大学的米尔顿·弗里德曼以其家庭政策建议而声名卓著。

12 我们认为，努力让银行资产保持 10% 的增长率会导致投资消费比率的提高，这意味着消费品价格会上涨（参见第 7 章）。在一般的数量理论推论中，大于产出的货币供给增长率会导致价格水平上涨。尽管数量理论的推论集中关注银行的债务，我们的讨论还是会引起提供融资的银行的思考。

如果我们假设运营成本是可控的，当单位资产的净收益增加或者资产与所有者投资的比率提高时，银行的利润率将上升。前者意味着要扩大负债和资产之间的利差。利差的扩大能反映相对风险和偿付资金的时间(可以被简化为一种风险要素)。为提高资产收益，银行家们倾向于通过接受更长期限或更高风险的资产来取得收入。¹³ 为降低在任何市场利率水平下为债务支付的利率，银行家尽量给存款者更大的安全承诺。这一般通过缩短债务期限和提供特殊担保来实现。扩大资产与债务利率差的做法，会使银行通过创造新型票据来改善对存款人和借款人的服务，新的融资工具来自于追求利润的压力。

提高杠杆比率对银行利润的影响是显著的：如果一家银行的利润占总资产的0.75%，当资本资产比率从6%下降到5%时，账面价值的利润率将达到15%，而不是原来的12.5%。如果杠杆比率持续几年提高，则利润率每年都将上升。随着红利账面价值率不断增加，这意味着由未分配利润决定的增长率将从7.5%增长到10%。每股盈余将提高，股票的市场价值将反映收入的增长。

总的来看，在1960年到1974年期间，通货膨胀和金融不稳定成为人们关注的主要问题，银行的杠杆比率增长了大约50%。这种增长是融资环境变化的一部分，这种变化也包含了在企业的债务结构中投机性融资和庞氏融资的比重有所上升。更高的银行杠杆比率是推动经济金融变得脆弱的过程的一部分，因为银行更高的杠杆比率促进了银行客户短期借款(通过杠杆)的大量增加：银行的杠杆比率以及向经济中引入投机性融资和庞氏融资，是一个硬币的两面。

银行的管理动机

266

随着盈利能力的提高，银行股票的价格会上涨，这对于已将专业化管理作为制度固定下来的银行而言尤为重要。典型的职业银行管理者在其职业生涯开始时并不富有。作为银行管理者，他受雇于人，同时也努力赚取个人财富。但是在既定的税收结构下，通过把一部分收入用于储蓄很难积聚起财富。对于一个企业管理层而言，最有效的方法是通过随着股票价格上涨而提高的股票期权和资本收益来获利。¹⁴ 作为股票期权的持有者，银行管理层对于银行股票的价格非常关注。

13 融资工具风险度量的一个标准是预期的用来履行融资合同的资金来源。那些寻求扩大利差的银行将接受投机性现金流关系和主要基于担保物价值而不是预期现金流的贷款。追逐利润的银行业会通过客户引入投机性融资甚至是庞氏融资。

14 在具有高额所得税和制度化公司的情况下，对资本收益实行税收优惠，是鼓励企业管理层致富的一种途径，而不是一种提倡节俭的办法。如果想一种官僚政治主导的公司资本主义转向一种通过管理者的自利和谋求利润实现的有效率的生产、产品选择和融资，那么有必要实施一些包括股票期权和资本收益税收优惠的方案。

任何股票的价格都与每股收益、银行可识别风险等级的收入的资本化率以及这类收入的预期增长率有关。¹⁵ 如果银行管理者能通过提高杠杆比率提高收入的增长率，同时又没有降低银行收入可识别的安全性，则股票价格就会上涨，这是因为反映增长预期的收入和收入的资本化率提高了。像我们这样具有制度化组织和税收法律的资本主义社会，企业管理人员追求财富的行为会使他们更加注重增长，这反过来又会使他们不断努力提高杠杆比率。但是，银行和普通企业提高杠杆比率，会降低安全边际并因此增加经济潜在的不稳定性。

审慎和监管

267 银行业文献中出现了所谓审慎的银行家这一概念：指仅接受适度规模风险的银行家。对一个银行家来说，风险来自于资产、债务和杠杆比率的选择，也就是来自于资产负债表的构成情况。但是银行家所承担的风险并不是客观可能性现象，而是一些由主观评估的不确定性关系。不仅如此，对一家机构而言，它在任何时候所承担的风险反映的是它的经历，而且主要是近期的经历。在 20 世纪 60 年代初期之前，银行通过用贷款代替政府债务来改变它们的资产结构，从而提高盈利能力；而到了 20 世纪 60 年代中期，银行则通过改变负债结构和提高杠杆比率来提高利润。利润驱动这个银行业中固定的要素，在不同时期体现为不同的形式，但是在整个二战后一段时期，一个明显的主线是与经济的周期性运行有关的风险暴露不断增大。

银行的风险暴露在原来是被客户和苛刻的监管所抑制的，尽管不能完全消除。在一个银行能够而且可以实行破产，而且银行破产会给存款人、股东和借款客户带来损失的体制下，高明的银行服务使用者会对银行投资组合和杠杆比率作出反应。自二战以来，随着存款保险和美联储的干预倾向于保护所有非权益债务持有人而不仅仅是小部分存款人的利益，客户监管的重要性就大大降低了。尽管在法律上每个账户被保险的价值是有限的，从最初的 5000 美元提高到 10 万美元，但联邦储蓄保险公司会更愿意给破产银行的并购者提供融资，而不是关闭和清算这些破产银行了事。结果是，几乎所有倒闭银行的非权益负债都被承担下来。储蓄机构的存款保险也采用相同的方法操作。^{*}

15 如果一只股票的收益为票面价值的 15%，并且资本化率也是 15%，那么股票价格将等于票面价值。如果资本化率为 10%，那么市场价值将超过票面价值；如果资本化率为 20%，那么市场价值将低于票面价值。不仅如此，如果预期每股收益增长，当前收益的资本化率将是无增长资本化率的倒数减去预期利润增长率。

* 宾夕法尼亚州广场银行在 1982 年破产，其无限的债务意味着，联邦储蓄保险公司会拒绝承担所有债务。在 1984 年伊利诺伊州大陆银行破产的案例中，这家银行规模如此之大，以至于联邦储蓄保险公司和美联储被迫宣布它们将承担所有的存款债务，而与此同时，它们对一些小型银行仍坚持实行法定最高 10 万美元的存款保险制度。

人们普遍相信，美联储将与存款保险机构一道防止银行大规模破产，这和处置银行破产的方法合在一起就意味着，存款人无须关心他所打交道银行的生存能力。结果是，本可以导致存款损失、利率劣势，以及借款人寻找其他融资渠道的存款客户监管，目前并没有对银行的杠杆比率和资产负债结构构成约束。人们自以为是地认为，来自监管当局的保护使得私人监管变得没有必要。

社团监管是其他银行和货币市场机构从事的一种控制，因为它们设定在银行间交换的金融工具的期限。由于准备金赤字和短缺会首先由联邦资金贷款或借款解决，社团监管将以差别的形式出现，或者是表现为贷款意愿的差别，或者是表现为向特定银行贷款的条款的差别。当某些特定银行或某类银行出现困难时，就会出现利率差别，受到质疑的那些银行对货币市场借款要支付附加的利率。¹⁶ 一个被视为有困难的银行也许不能销售大额定期存单或借入联邦资金，而只能在美联储的贴现窗口得到借款。

银行检查

随着广义上的中央银行业对风险的吸收而带来的客户监督和社团监管的弱化，银行检查作为一项控制银行风险的手段变得日益重要。银行检查大部分情况下都敷衍了事，主要是会计师们检查固有的程序、文件和明显的欺诈行为等，并不是仔细调查银行业机构的经济活力和风险等情况。尽管检查者能知晓一家拥有 2000 万到 1 亿美元资产的中等银行的运营和交易情况，但现存的检查程序并不能真正替代对超大型银行的客户监督和社团监管，毕竟这些银行拥有复杂的资产和负债结构。在 20 世纪 70 年代和 80 年代，问题银行的大量出现及复杂程度的提高，就是在日益增强的周期性环境中银行风险增加的结果。

在 1974—1976 年银行在房地产信托投资公司方面出现的问题，以及 20 世纪 80 年代初在海外贷款方面出现的问题中，银行检查力量的薄弱表现得尤为明显。这两方面的问题都恰好是危机前信用活动的产物。检查者没有权力去约束超大型银行的信用政策，即使他们意识到问题所在。在我们现行的制度安排中，检查当局仅有的办法是任命一位监管人和撤销存款保险。尽管检查者的震慑对 269 小银行行之有效，但对大银行却收效甚微，例如，由于大通曼哈顿银行对房地产或者南美银行的风险暴露，检查者要求专门对此设置一个监管人，可这并没有什么效果。

除了缺乏可靠的权力之外，与此同等重要的是，银行的检查程序反映出，

16 在 1975 年底的纽约城市银行的危机中，该银行丧失了其在大额定期存单市场中的有利地位。早在 1974 年春，富兰克林国民银行就支付附加利率来获得借款。

检查者缺乏对银行业的了解。银行是一个现金流机器。存取款都是现金流，资产仅在变成现金流时有价值。只有在债务人履行合约时，或者资产被出售或抵押时，资产才能产生现金流。为了使变卖或者抵押资产成为一种现实的可能，金融市场的正常运行很有必要。为了使合约确定的流向银行的现金流得以实现，债务人的现金收入必须达到最低的预期。不过，企业债务人用以偿还债务的现金收入取决于总利润，通常用债务的现金单位来衡量；政府债务人的现金收入取决于税收预期；家庭的现金收入则主要取决于工资和薪水。

想要实现银行的预期现金流，检查者要知晓债务人必定赚取的主要预期现金流的数量。如果银行检查要替代客户监督和社团监管发挥作用的话，它就必须成为一种对银行运营活动有条件的经济分析。在缺乏对银行风险暴露有效控制的情况下，银行家们所做的通过提高杠杆比率来推动利润增长的努力，经常会引起大规模的现金流困难。结果往往是，储蓄保险机构和美联储不得不被迫进行干预，保护银行业免遭债务违约的破坏。这种救助行为对于防止深度萧条和融资业务延续很有必要，并且对于缓解企业、政府和家庭的债务负担以及降低银行的风险都有好处。为了弥补银行监管者的失败，以及市场机构未能阻止危机前一些状况进一步恶化所造成的后果，美联储强制规定了银行准备金的增长率，这个增长率并没有潜在产出增长的支撑。引起通货膨胀的货币供应，在某种程度上既是监管当局通过监管干预控制银行业失败的结果，也是美联储的公开市场操作和贴现率调控政策失败的结果。¹⁷

270 银行负债的显性和隐性成本

活期存款、定期存款和来自不同市场的借入资金是银行的非权益显性负债，这些负债的成本是银行的主要支出，包括直接支付的利息、代替支付显性利息的服务以及银行为了持有某种特定债务而必须保留某些资产所放弃的收入等。

定期存款、定期存单、回购协议和联邦资金都有显性的利息成本。银行将会通过做广告、送礼品拉拢潜在储户，并且用银行经纪人的服务来获取这类存款。定期存单特别是大额可转让定期存单，是银行业债务管理的主要工具，债务管理是为了给头寸融资获取资金而进行的积极的作为和惯常手段。

支付体系主要由支票构成，它的运作费用高昂。尽管依靠计算机连接的电子设备已经使银行业务操作自动化了，但签名验证仍然需要人工。银行对进行存款和使用支票收取服务费用，或者它们并不支付给支票存款全部的市场利率，

17 Hyman P. Minsky, "Suggestions for Cash-Flow Oriented Bank Examination," *Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition*, Federal Reserve Bank of Chicago, 1975.

以此来弥补它们的成本。(从大萧条到1982至1983年之间,法律上禁止对支票存款支付利息。)据估计,使用支票的成本每年大约是支票存款美元数量的3.5%—4.5%。这意味着,当利率显著高于6%时,银行就不倾向于收取服务费用并且将愿意支付支票存款的利息,而当利率下调时,会征收服务费用。

银行需要持有现金准备金来应对活期存款和定期存款的支取。这些储备要么以现金的方式放在银行保险柜中,要么存在联邦储备银行(对于成员银行)或普通银行(对于非成员银行)。保险柜中的现金和准备金不会产生收入,这意味着持有这些现金会放弃一部分利息收入,存在隐性成本。不同的负债占用不同份额的准备金:通常来说,活期存款比定期存款以及回购协议、欧洲美元等负债会占用更多的准备金,而联邦资金并不占用任何准备金。

由于准备金代表放弃的收入,而各种负债会以不同的份额占用完准备金,银行管理层将尽力用占用准备金较低的负债去替换那些占用准备金较多的负债,直到显性成本能弥补所要求的准备金的隐形成本。一旦利率上涨,负债的显性成本也会提高,银行会用占用准备金较低的负债去代替占用准备金较多的负债。由于活期存款属于占用准备金数量较高的负债,所以,当利率上涨时, 271 银行倾向于用其他负债去替换它。这会导致银行创造新形式的负债,并对现有的节省准备金的负债支付更高的利率。

小结

在有关银行业的一般观点中,准备金能决定银行系统非权益资产的总量,但在一个给定的准备金数量下,也会支持不同数量的债务,这取决于债务的构成情况和各种债务占用准备金的情况。如果不同债务占用准备金的数量保持不变,当利率提高时占用准备金较高的债务会被占用较少准备金的债务所取代:与任何规模的银行准备金相协调的资产总量将会增加。相反地,当利率下降时,占用较多准备金的债务在总债务中所占的比例预期会提高。

由于一单位准备金能支持不同数量的银行负债,来自银行的融资会对融资需求及时作出反应,这并不是由联邦储备体系的行动机械地决定的。银行利润最大化的努力以及随着利率升降准备金成本的变化,使得银行融资的供给能对需求作出反应。一旦考虑到银行家的行为和动机,银行负债的变化就不再是银行对美联储行动的被动反应的结果:从银行的支票存款债务这个角度而言,货币是内生决定的。

货币政策试图通过控制银行准备金的增长来决定银行资产和负债的增长率。由于与货币政策要达到的银行准备金增长率相比,银行管理层希望达到的

以及由未分配利润决定的银行资产增长率要大得多，在好的年景，当银行遇到大量信誉卓著的客户提出的贷款需求时，银行业体系会充斥着试图规避美联储管制的创新活动。也就是说，银行家们的目标是让资产和非权益负债至少与银行所有者权益增长得一样快(如果不能比后者更快的话)，而美联储则试图让银行的支票存款债务比银行所有者权益增长得更慢。

在没有中央银行保护银行债务持有人的情况下，提高杠杆比率的趋势往往被客户监督和社团监管所遏制，尽管不能完全控制。在中央银行和储蓄保险机构对银行非权益债务持有者给予近乎完全保护的情况下，客户监督和社团监管就会逐步萎缩。结果是，不存在有效的市场障碍对银行扩张以及银行对需求的不稳定性影响加以遏制。在强劲的扩张之中，只要当局采取措施限制货币增长，金融危机的危险就会显现，当局就会被迫实施干预来保护银行的生存发展能力。这种干预会向银行业体系注入一个准备金比率，该比率将超过无通货膨胀的经济增长所要求的准备金比率。通过这种方式，银行业钳制住了货币当局的手脚，出现债务紧缩的可能性戛然而止，结果出现了支撑通货膨胀的货币增长。

为了控制银行业产生的负面作用，有必要对杠杆比率设置一定的限制，并且要将银行所有者权益的增长率控制在与无通货膨胀的经济增长相适应的水平上。这个原则应当用于指导政策的制定，但在当前经济中，随着利润机会不断催生着新的融资工具和制度，这一原则处于“说到容易做到难”的状态。

银行的利润等式：作为成本的准备金和融资业务的演化

资产的回报、债务的成本、经营成本以及所有者权益的杠杆比率决定着银行的盈利能力，追求利润的银行家运作着所有这些要素。杠杆比率显著影响着银行可获得融资的数量。尽管美联储试图通过管制银行的准备金来控制银行的信贷和货币数量，但在历史上当局从未控制过杠杆比率。某些债务需要缴存准备金，美联储控制着准备金的可获得性和效力，但是美联储不可能通过这种方式控制银行信贷(不考虑总的信贷量)的总规模。当局最多寄希望于借此对显性银行债务设定数量限制：主要以担保和承诺形式存在的隐性债务是无法通过准备金实施控制的。

美联储试图通过变化准备金的数量、设定银行持有某些特定负债的准备金比率，以及固定银行(从美联储贴现窗口)获得准备金的利率，来决定银行贷款

和存款的数量，从而通过控制货币市场来控制经济运行。因此，美联储能创造银行追求利润所处的环境。不过，由美联储实施的对准备金可获得性主面的限制，并不是活期存款取得准备金的前提条件。美联储真正能控制的是，自身未清偿债务的规模以及在特殊环境中成员银行或其他机构能从美联储获得借款的期限。

对现金形式的资金需求会决定流通中的现金数量。不考虑储蓄保险和信用卡的使用，现金对货币供应总量的比率近几年都在提高。现金比率的提高降低了既定数量的美联储负债所能支撑的银行获利资产的总量。在充满不确定性和金融不稳定性的时期，现金比率的提高反映出人们对流动性的高度重视。

另外要考虑的一点是，在战后时期，非成员银行比成员银行更快地增长。¹⁸ 非成员银行用在其他商业银行的存款作为他们的准备金存款。在 1976 年末，在成员银行有 6187 亿美元的存款，在非成员银行有 2579 亿美元。我们假设非成员银行的决定存款准备金的比率是 10%，则有 260 亿美元需作为非成员银行的准备金，仅是 6187 亿美元的 4.2%。因此，与非成员银行实际使用的资金相比，其潜在的准备金数量实际上是无限的。所以，对于非成员银行来说，准备金的可获得性并不是一种有效的约束。

只要利率上涨，联邦储备银行中的准备金存款的隐性成本就会上升。因此，利率越高，作为美联储成员的劣势就越大。美联储越是努力通过收紧准备金增长来控制通胀，就会使非成员银行有更大的竞争优势，因为它们拥有巨大的未使用的潜在准备金蓄水池。由于非成员银行可以把在非成员银行和成员银行中的存款当作准备金，大型的非成员银行的增长又进一步增加了准备金存款的可获得性。 274

随着非成员银行的绝对规模以及它们所持有的银行资产和存款份额的增长，银行体系逐步形成了一个分层次的机制，成员银行用美联储存款和现金作为准备金，非成员银行用商业银行存款和现金作为准备金。向这种分层次结构的发展取决于非成员银行的增长，它们或者通过重新许可或者从成员银行转变而来。1960 年底，在美国有大约 13500 家银行，其中有 6900 家 (51.1%) 为非成员银行。在 1976 年底，有 14671 家银行，其中 8914 家 (60.8%) 为非成员银行。由于非成员银行的增长是先于周期的，是对融资需求作出的反应，因此非成员银行是促使融资供给主动去应对融资需求的进一步因素。¹⁹

18 近些年中，未参加保险的非成员银行要比参加保险的成员银行增长得更快。这种增长主要是因为开设了很多国外银行的分支结构。由于在纽约和芝加哥可以流通的贷款也能在阿姆斯特丹、法兰克福、东京或者巴哈马进行登记，为这些未参加保险的非成员银行提供融资的能力已经远远超过它们的资产和所有者权益代表的数量。

19 John T. Rose, "Federal Reserve System Attrition," Ph.D.diss., Washington University, St. Louis, 1973.

创造准备金替代品和最小化占用准备金的能力，是追求利润最大化的银行体系的最重要特性。想要抑制向金融脆弱发展的趋势，就有必要通过未分配利润控制银行的杠杆比率和股东权益的内部增长率。强调通过控制现金资产对存款负债的比例来控制银行业的做法纯属本末倒置。

扩展到非银行金融机构的利润等式

除商业银行以外，各种金融中介如储蓄和贷款联盟、储蓄互助银行、人寿保险公司、销售和消费融资公司、房地产信托投资公司以及货币市场基金等都是贷款的来源。尽管一些中介在形式上属于互助性质，但它们都是具有高杠杆比率的追求利润的机构。利润机会将促使它们提供融资。

275 这些非银行金融中介与商业银行一起，确保融资供给对信贷市场的需求及时作出反应。专业的金融中介与特定的行业关系紧密：销售金融公司对应着汽车业，储蓄和贷款联盟对应着单一家庭住房，房地产信托投资公司对应着大型商业和住宅建设等。其他的主要还有一些从特定来源筹集资金的机构。因此，养老基金、保险公司和货币市场基金与特定的筹集资金方式紧密联系：养老基金和保险公司以预先安排的计划筹集资金，而且其资产有相当的灵活性；货币市场基金为获得融资来源与储蓄机构开展竞争。不过，不像商业银行和储蓄银行那样，货币市场基金没有可以提供其资产的长期客户。

如表 10.1 中所示，在 1964 年到 1974 的十年中，商业银行和主要的非银行金融中介的融资净值对总资产的比率下降了，且除了储蓄和贷款联盟以外其他都大幅下降。在 1974—1978 年间，这个比率有小幅增长，储蓄和贷款联盟又是例外。在 1964—1978 年间，表 10.1 中各种机构的杠杆比率(此处给出比率的倒数)全部提高了。

表 10.1 融资净值占总金融资产的百分比

	1964	1974	1978
商业银行	7.27	5.82	6.14
储蓄和贷款联盟	6.62	6.23	5.54
储蓄互助银行	9.35	7.89	8.62
人寿保险公司	7.57	4.35	5.04
融资公司	7.64	5.60	3.15
商业银行业	7.09	5.55	5.74

资料来源：Flow of Funds Accounts, Board of Governors Federal Reserve System:1964-December 1976 Supplement;1974, 1978- September 1979 Supplement, Flow of Funds Accounts.

融资公司——既包括向购买汽车和耐用消费品的消费者提供融资的公司，也包括主要向家庭提供贷款的公司——进行积极的负责管理。他们通过发行债券和商业票据及向银行借款来为头寸提供融资。正是由于销售融资业务运用了资产发起者销售这一点，所以融资公司倾向于成为通过取得资金来满足贷款需求的一类组织(它们就像商业银行一样，先发放贷款再筹措资金)。

对于融资公司，需求的增长最初会导致银行贷款的增加，接下来是商业票据的增加。一般的商业票据融资程序要求在银行有一个不受限的信用额度，这个额度要等于或超出未偿还的商业票据。因此，商业票据的强烈扩张将会冲击这一额度的限制。当这种情况出现时，融资公司就发行债券来放松额度的限制。相应地，融资公司的短期扩张受银行信用额度的限制，而长期扩张则受到销售债券能力的限制。

融资公司更像是一个不受约束的金融组织，它能在全国范围内开展经营活动，并灵活运用自身的资产和负债。在表 10.2 中，我们列出了 1964 年、1974 年和 1978 年融资公司的资产和负债结构。很明显，其负债结构在 1964 年和 1974 年间收缩了：在 1964 年，永久性融资(权益和债券)是资产的 44%；在 1974 年，该比例提高到 32%。(到 1978 年，较长期限的融资占比达到 35%。)对公开市场票据融资的依赖程度从 1964 年的 18%提高到 1974 年的 29%，再到 1978 年的 33%。这种对短期货币市场融资的依赖性的提高，使得融资公司更容易受到利率大幅上涨的冲击。

表 10.2 融资公司的资产和负债结构

	1964	1974	1978
活期存款和现金	4.51	3.85	3.02
住房抵押	9.87	11.03	7.41
消费信贷	56.55	46.41	46.05
企业贷款	29.13	38.71	43.45
融资净值	13.96	2.60	3.16
企业债券	30.38	29.14	35.21
银行贷款 NIC	24.35	21.64	14.28
公开市场票据	18.43	28.51	32.53

资料来源：Flow of Funds of Funds Accounts, Board of Governors, Federal Reserve System, 1964-December1976;1974,1978-September 1979.

这些公司的资产构成情况也发生了变化，特别是消费(家庭)贷款和企业贷

款的份额：在 1964 年融资公司的总资产中，57%是家庭贷款，29%是企业贷款；在 1974 年，前者为 46%，后者为 39%；到了 1978 年，前者仍是 46%，但企业贷款占到了 43%。

277 尽管家庭贷款是这些融资公司最初的业务，但随着它们具有了有效运用金融市场的技能，它们将其资产权益比率从 1964 年的 7%提高到 1974 年的 14%，再到 1978 年的超过 30%，同时它们也把业务主要转向了企业贷款。

我们复杂的金融结构由各种机构组成，这些机构对所有者的权益进行杠杆化操作并通常通过转手资金来获利，也就是说，它们贷出去资金的利率要高于所借资金的利率。为了转手资金获利，它们的负债比其资产更多地体现了凯恩斯所说的流动性溢价。如果不存在融资困难的可能性，在现金收入足以偿还债务的时期内，这样的金融中介能够提高它们的资产净值比率而不降低负债的流动性。公司和金融机构对公开市场票据（比如商业票据）的依赖性显著增强，这会导致资本资产价格和股票价格更容易受到由债务组成的流动性的不利重新估值的冲击，这种重新估值会提高公开市场的利率，从而降低这些金融机构通过转手资金来获利的能力。事实上，在 20 世纪 70 年代末和 80 年代初，萧条的股票市场和投资可被看作是对情况发生变化的一种反应，从一个人人们认为融资困难不可能发生的世界转换到一个人人们认为融资困难可能会发生的世界。这就增加了包含在未违约资产中的流动性的价值，降低了很多私人债务的流动性收益，同时也导致了资本资产和股票价格的下跌。

融资供给对融资需求作出的反应

货币银行学和金融学的一般理论认为，美国联邦储备委员会（以下简称“美联储”）通过控制基础货币，能够有效地控制人们的存款和贷款需求。但是，商业银行和金融中介机构的利润最大化行为导致实际的信贷增长率和美联储设想的增长率并不一致。

进行融资的投资对实体经济的影响不能简单地、狭隘地理解为增加了支付手段。金融工具在资产的最终所有者和表面的持有者之间形成了一条融资之幕（financing veil），货币就是这样的金融工具之一，其他的金融工具还包括金融机构的负债、商业票据、公司债券和公司股票。

278 货币的独特之处在于，它的产生是因为银行在融资活动给出了一个归还借款的承诺，而它的消失是因为银行履行了这个承诺。由于货币是在正常的商业活动过程中产生和消失的，所以货币的数量是对融资需求的反映。银行之所以

重要，正是因为银行的运营不受资金出借人的控制，这又是因为银行在贷出资金时不需要全部直接提供现金。银行的这种灵活性意味着，当一个投资项目需要一定期限的资金时，银行就能安排这样的资金以满足其需要。银行拥有的一系列信用和承诺所发挥的作用就像真正拥有资金一样。

在投资过程中，金融体系非常依赖银行的这种灵活性。但是银行家和货币市场的其他运营商都是追逐利润的，他们总是寻找新的方法赚取更多的美元。实体经济的商业机构对融资的需求是不断变化的，而金融体系对这种变化作出反应是非常必要的。但是如果金融创新和信用的过度扩张超过了正常的投资需求，那么过多的资金就会投向金融市场，购买债权、股票以及其他金融资产。这导致金融资产的价格上升速度超过了投资产出的供给价格。这会使金融投资活动增加，由此产生的利润进一步推高了金融资产和长期金融工具的价格。金融市场的这些活动产生了金融泡沫，并且似乎在稳步地扩大。

尽管金融创新是非常普遍的，但是它们被接受的程度取决于人们对所持现金流动性贴水的主观评价。国民经济在一段时期内的良好表现会使人们降低对流动性的评价，增加对更加激进的金融创新的接受程度。于是乎，银行、非银行金融机构和货币市场的其他机构开始了一个全新的试验，在这个试验过程中，新增的负债和不断增加的资产—权益比率并没有显著地降低对它们负债的评级。在这种情况下，激进的金融机构所提供的资金很简单地提高了金融资产的价格，减少了对短期（特别是投机性的）金融资产和短期投资的融资。²⁰

银行业和融资是我们经济中极具破坏性的力量，但是如果没有银行业的运营过程，融资的灵活性以及对企业融资活动的应对（对于一个有活力的资本主义经济来说，这种灵活性和应对是必需的）是不可能存在的。对银行具有破坏性的 279 一面无须惊讶，毕竟银行家在向企业、政府和家庭提供短期融资时是一个专家，银行家通过教会顾客如何利用银行的便利来出售他们的服务。如果企业、政府和家庭不向银行家借款，银行家就没法存活，他们是靠提供贷款谋生的商人。

银行业是一种内生的不稳定因素：中央银行作为最终贷款人

对银行业的规范分析产生一种博弈，博弈的一方是中央银行，有时也称之

20 在1974—1975年间，银行以及其他金融机构向房地产投资信托(REITs)提供的融资是造成当时金融市场脆弱性的一个重要原因。

为货币当局，或者简称“当局”，博弈的另一方是追求利润的商业银行。在博弈过程中，货币当局设定利率，管制准备金，在货币市场上进行买进卖出操作，以获得它们想要的货币数量；而商业银行则不断进行发明和创新，以应对货币当局。货币当局可以限制准备金基数的增长，但是商业银行和金融结构则能决定这些准备金的效力。

然而这是一个不公平的博弈。商业银行的银行家们比中央银行的官僚们面临更大的风险。在战后一段时期内，银行家们在不断地进行金融创新，而货币当局对金融市场运作方式的改变总是表现出“无比惊讶”。在这场博弈中，逐利的银行家几乎总是获胜，但是获胜的代价是经济的稳定性遭到破坏。在这场博弈中，真正的输家是那些饱受失业和通货膨胀之苦的普通老百姓。

280 正是因为屠户和面包师的自利行为导致了市场能够提供充足的肉类和面包。这正是亚当·斯密最早提出的理论，该理论认为人们的自利行为会导致市场的均衡，而新古典理论家提出的观点也同样基于这个理论。正是因为自利，银行家们才提供贷款，扩展他们的金融服务；正是因为自利，当资产价格超过投资品的供给价格时，投资者才购买银行家提供的服务。这导致了如下的结果：一方面，在产品市场上，供给产生的收入恰好等于供给品的市场价值；另一方面，在存在银行业的金融市场上，融资的需求恰好产生了相应的融资供给。进一步地，当资金的供给超过了需求时，过度的供给将会推高金融资产的价格，降低投资品的价格，这就会增加对投资品的需求，进而增加对资金的需求，从而使资金需求和供给逐步走向均衡。

在现实的资本主义世界里，每个人的自利行为并不必然导致经济的整体均衡。自利的银行家、杠杆投资者和投资品生产商既可能导致一国经济出现通货膨胀，也可能导致失业率不断上升的紧缩和衰退。供给和需求的分析方法——该方法认为市场进程能够导致最终的均衡——实际上并不能解释资本主义的经济波动，因为资本主义的融资过程意味着经济中存在内生的不稳定因素。金融的脆弱性是金融不稳定的原因，却是内在市场进程的一个结果。

当局采取的一些管制措施如在发放许可证方面的限制，以及中央银行决定商业银行准备金的规模和效能，其目的都是为了控制银行业和融资体系内生的不稳定因素。但是主流的经济学理论认为，实施管制的一些制度安排反映出原始的盲目和无知，因为，中央银行的管制措施及其拥有的自由裁量权所要处理的问题和现象根本就不存在。这种观点认为，经济不稳定——繁荣、过热、停滞、衰退和萧条——的主要原因不是干涉太少，而恰恰相反，是因为过多的干预以及错误的限制措施而导致的。

诸如美联储这样的机构之所以存在，是为了控制和限制银行体系和金融市

场产生不稳定性的因素和条件，而占主流地位的经济理论却认为这些因素和条件根本不存在。当今的主流经济理论认为，货币当局应该关注货币供给，并且保障货币供给以一个固定的比例增长。货币当局在很大程度上认可了这种观点的有效性，其导致的结果就是货币当局在制定货币政策时好像戴上了眼罩，限制了他们的视野，结果使他们忽略了货币现象影响实体经济的融资关系。

货币当局专注于“货币供给”这层障眼物，实际上损害了投资组合的转换以及这种转换对经济稳定的影响机制。对银行资本金的侵蚀、负债管理业务的不断增长，以及隐性债务的大量使用，直到融资市场崩溃之前，这些现象都被忽视了。在这个时候，美联储需要发挥作用的最基本理由，也就是美联储作为最终贷款人的作用显现出来，它向银行系统注入准备金，为银行进行再融资，以阻止整个融资体系的崩溃。

只要货币当局作为最终贷款人发挥作用，它们就会增加银行的准备金，以阻止金融危机的扩散。另外，当货币当局被迫进行干预时，除了那些处在倒闭边缘的金融机构外，很多金融机构都感到岌岌可危，害怕自己会成为下一个被干预的对象。结果，货币当局作为最终贷款人的成功干预，使得其他金融机构缩减开支，减少激进的融资活动，以改善它们的财务状况，从而免遭当局的干预之苦。在资本主义经济中，特别是在大政府的背景下，财政的自动稳定机制导致了规模可观的财政赤字来维持利润和就业。正是因为规模可观的赤字和作为最终贷款人的干预措施，使得历史上经常出现的经济危机消失于无形。

最终贷款人的干预行动以及大规模政府赤字都会增加银行的准备金，以及银行对政府债权的持有数量。这样做的结果就是，银行能够为衰退之后的企业复苏和规模扩展提供金融支持。正是因为这些干预阻止了经济下滑和金融市场的混乱，避免了物价的持续下滑，这些不利的因素恰好是促使货币当局进行干涉的原因，相反，这些阻止了债务通缩和衰退的干预措施，却为下一轮通胀之后的经济复苏和繁荣打下了基础。

在经济扩张过程中，新的融资工具和新的融资方式会被创造出来。一般情况下，当出现经济停滞时，上述金融创新的缺点将会显现出来，正所谓“退潮之时方知谁在裸泳”。货币当局的干预能够防止局部缺陷导致金融资产价格整体下滑的出现，这种干预采取的方式要么是美联储在其投资组合中加入新的金融工具，要么是默许新的金融机构和市场的再融资安排。既然货币当局的干预是为了证明金融创新的可行性，那么中央银行就会逐步扩大对这些金融创新的认可范围，而这些金融创新也会在下一轮经济扩张中得到广泛应用。

要控制银行的这些破坏性影响，那么货币当局就必须除去障眼物，接受如

下的事实：金融创新活动需要指引和控制。在一个逐利的世界里，商人和金融中介机构都在极力地追逐利润，创新者总是会超越管制者，货币当局不能阻止金融结构的变革。它们唯一能做的是，通过对不同类别的资产设定不同的权益权重率来保证银行保持一定的资本充足率。如果货币当局限制银行的创新，并且知道银行和其他金融机构处在危险的边缘，那么货币当局就更可能减轻经济扩张的破坏性。

282 银行会监督借款人和那些获得信用贷款最高限额的人。一旦打开了信用贷款的闸门，那么银行就会持续地关注借款人的活动，并关注企业和融资的发展，因为这些因素都会影响银行客户的偿债能力。如果银行作为贷款人是这样行事的，那么商业银行作为借款人时自然也会接受潜在的或者实际的贷款人的监督。但是，由于存款保险制度的存在，以及处理倒闭银行时运用了复杂的兼并重组技术，存款人对银行的监督消失了。因此，存款保险机构或者政府授权的其他机构对银行的检查代替了存款人的监督，保险当局有权控制和限制银行的商业活动。当不存在存款保险时，存款人会选择放弃那些资本充足率不高、拥有大量不良资产的银行。因此，金融监管和保险当局作为存款人监督的替代者，必须能够对银行的资本充足率和资产结构加以限制。

商业银行的准备金主要来自美联储对政府债券的持有情况。美联储对政府债券的公开市场买卖并不是补充银行准备金的唯一方式。在经济大萧条之前，银行准备金的主要来源并不是黄金，而是从贴现窗口获得的贷款。贴现窗口是商业银行获得准备金的主要来源，它的重新开放是美联储加强对商业银行控制的一种表现。如果商业银行通常向美联储的贴现窗口贷款，那么它们必然要接受美联储的指导和管制。

只要对政府债券的公开市场操作成为商业银行获得准备金的主要手段，大银行对美联储的控制就有了某种程度的免疫力。如果银行的正常运转要求其从贴现窗口贷款，那么银行的资本充足率和资产结构就会受到美联储的管制。如果银行更多地依赖贴现窗口作为获得准备金的正常渠道，那么就能够降低由于银行对企业和资产持有融资的过快扩张而对经济带来的不稳定影响。

通货膨胀

20 世纪 60 年代中期以来,消费物价的走势与二战后初期的表现有很大不同 (见图 11.1)。1967 年以前的温和的、短暂的通货膨胀在性质上已经发生了变化,现在的通胀来势汹汹,表现出清晰的周期性特征。尤其是近期发生的恶性通货膨胀与周期性爆发的金融危机密切相关。以往与严重经济衰退相关的金融不稳定性,在现代经济体制中,似乎与周期性的恶性通货膨胀挂起钩来。

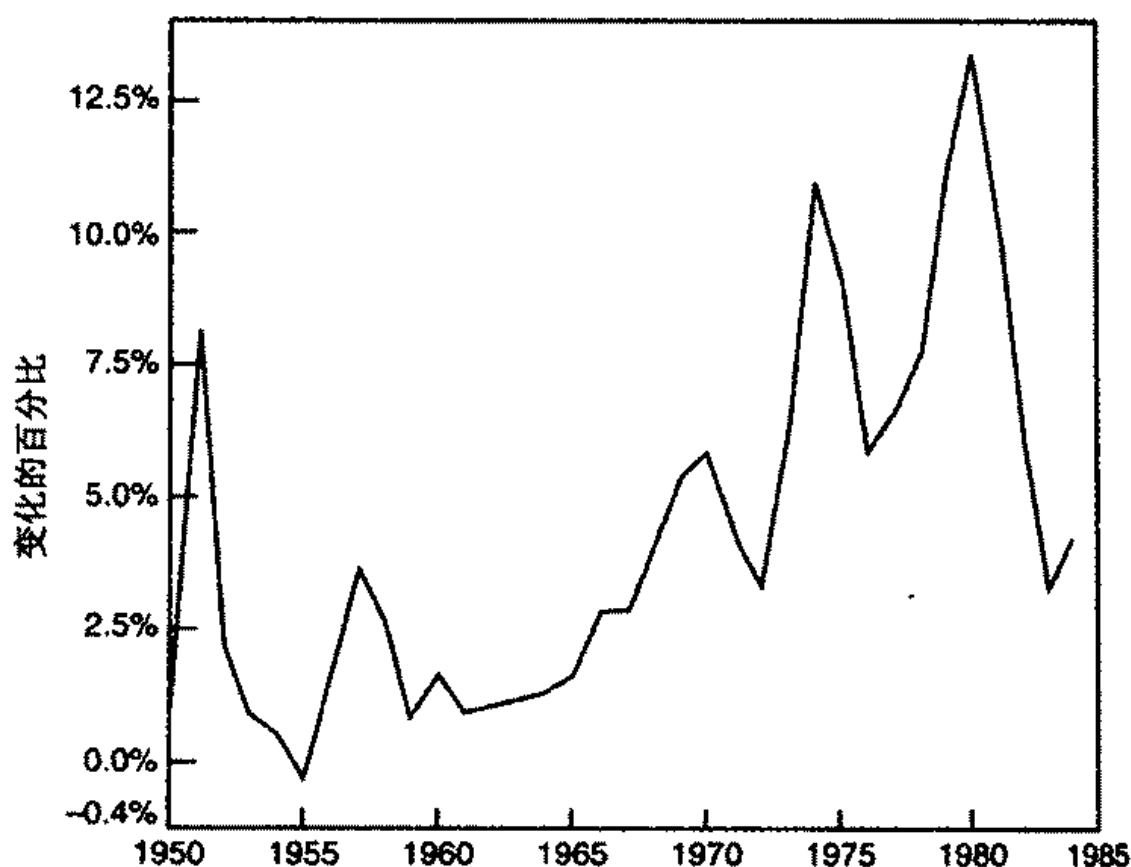


图 11.1 CPI 变化的时间序列

资料来源: Economic Report of the President, February 1985, U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., 1985, Table B 56, P. 296.

第 5 章阐述了积累经济中的价格能够带来利润,并最终导致过剩。此外,价格带来的利润也许能够抵偿负债和企业过去为资本资产支付的价格,但也有可能不能够抵偿这部分费用。劳动力成本的上涨幅度取决于对产出的融资需求,而这个涨幅正好使过去的融资得以成功,并产生新的融资现金流。论据显示,绝对价格(即市场运行的观测结果)与相对价格(即表示获得其他替代性融资的价格)是同时出现的,并且任何一个价格都不比另一个更真实、更基础。

根据框架式价格等式 $[P_c = \frac{W_c}{A_c}(1 + \mu)]$, 消费物价(即通货膨胀)的变化率等于

- 284 工资增长率减去劳动生产率的增长率再加上利润价的上涨率。¹在公式的第一部分得出一个简单的命题, 大意是工资的增长超过了生产率的增长, 从而会导致通货膨胀。但这个工资—价格关系的简单结论忽略了利润的变化对价格的影响。这里提出的观点强调在“大政府资本主义”通货膨胀进程中利润的中心地位。

我的理论强调融资需求的构成和收入中的支出, 收入是一种利润的分配, 它是消费品价格的决定因素。这与传统的凯恩斯理论中的乘数理论分析是一致的。在框架式的传统凯恩斯模型中, 投资品生产中取得的收入以及消费品生产中取得的收入共同为消费品需求提供融资。假设存在严格的支出行为, 最终价格将产生消费品生产的总利润(即总的资本收入), 该总利润等于投资品生产的工资额。货币工资率包含在产出的正常的供给价格中, 但是如果货币工资持续上涨, 在反映这些更高成本的供给价格上, 投资(和政府)需求必须获得融资。即使在存在工会权力的情况下(这时工资要通过谈判来决定), 工资上涨也要获得来自银行业与融资体系的融资支持。

- 285 就业、工资和价格的决定始于企业家和银行家对利润的计算。这个命题与新古典主义的货币理论的观点形成鲜明的对比。货币主义者, 如米尔顿·弗里德曼, 认为“真实的”经济成果——就业, 及其在产出、相对价格, 包括工资和利率之间的分配——是“通过瓦尔拉斯均衡方程组得出的, 这证明了方程组中蕴涵了劳动和商品市场的结构特点, 包括市场的不完善、供求变化的随机性、职位空缺和可获得的劳动力信息的收集成本、流动性成本等等”²。在这

$$1 \quad P_c = \frac{W_c}{A_c} \left(1 + \frac{W_c N_c}{W_c N_c} + \dots \right) \quad (1)$$

根据求解目标可将上式写为:

$$P_c = \frac{W_c}{A_c} (M) \quad (2)$$

这里, M 为 1 加上利润, 并反映了最终需求结构和体制特征。对 (2) 式通过取对数和微分, 可得

$$\frac{dP_c}{P_c} = \frac{dW_c}{A_c} - \frac{dA_c}{A_c} + \frac{dM}{M}$$

2 Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy," *American Economic Review* 58, no. 1 (March 1968), pp. 1-17; p. 8. 弗里德曼教授认为, 总均衡方程组的瓦尔拉斯体系表达的是一个巨大的“挥手”。“总均衡方程组的瓦尔拉斯体系”并没有产生产出、就业和相对价格——市场运行决定经济现实。总均衡方程组的瓦尔拉斯体系试图去模拟现实世界, 但它并不等于现实世界。此外, 瓦尔拉斯模型的一个一致性的解决方案看来还没有引发一个被弗里德曼教授证明了的、有意义的体制关系的样本, 更不用说包含在“等等”内容中的“挥手”了。

个弗里德曼提出的粗略的“挥手”中，真实的结果独立地由货币和融资现象决定，按照货币主义者的分析模式，货币增长率只能影响价格水平的走势。

货币主义者的通货膨胀理论依据的是货币数量论。根据该理论，货币供给把新古典价格理论规定的相对价格转变为货币价格；货币不是相对价格和所生产、消费和投资的产出的决定性因素。

银行家在经营中是迎合消费者的。企业中的生产和投资的融资需求会导致银行掌握的企业资产和未清偿债务增加，也就是说，货币增加了。特别是投资性生产的增加，要么导致银行信贷增加进而使得银行未清偿债务增加，要么触发之前的闲置资金余额变化。随着货币流通速度上升，货币供给所发生的变化，本身就是通货膨胀的一部分，而不只是引起通货膨胀的原因。

在我们的经济中，引发通货膨胀的因果链条始于投资或政府开支的增加，这些因素会导致价格上涨；货币供给或货币流通速度的增加往往与投资或政府开支的增加联系在一起。由于银行的融资供给取决于需求，因此货币供给的变化 286 将会适应决定着融资需求的经济行为。

货币工资与实际工资

文献资料对实际工资与名义(或货币)工资进行了区分。该术语反映了这样一种观点，即与经济相关的工资取决于劳动力生产的以及工资所能购买的真实产出。

劳动力的供给与需求取决于工资与价格的比率，与其说这是经济理论的结论，勿宁说是一个假设：真实准则是传统理论的一个基本原理。³为证明一个分散性的市场能导致经济连贯运行的结论，假设仅当工资相对于价格上涨时，劳动力供给才会增加。

这里强调的相对于价格的工资，并不足以解释存在大量投资而且资本资产和融资合同在货币中占主导地位的经济体的运行情况。货币工资率与利润流能决定债务偿还承诺能否实现。当货币工资上涨时，工人以美元表示的抵押与分期付款债务的偿还能力也会提高，即使当前价格与货币工资同步上涨和下跌。企业关注总利润流的情况，对于一个公司来说，货币工资的上涨意味着同样的

3 Frank H.Hahn, *Money and Inflation* (Cambridge: MIT Press, 1983)。他提到：“行为者的决定他们的行动和计划的目标不依赖于任何名义变量。行为者只关心现实的东西，如物品(适当地依据自然状态确定和区分)、闲暇和成就。我们知道这是缺乏货币幻觉原则，这看起来不可能排除任何感性的分析。”(34页) See also Hyman P. Minsky, "Frank Hahn's Money and Inflation: A Review Article," *Journal of Post-Keynesian Economics* 6, no. 3 (Spring 1984), pp. 449-57.

287 利润率将产生更多的现金流。在一个简化的模型中，当生产投资品的总工资额上升时，生产消费品的总利润也上升；当生产投资品的总工资额下降时，生产消费品的总利润也下降。从更广义的角度来看，消费品生产者偿还债务的能力，取决于决定可实现总利润的工资和其他收入。

在形成价格支持方案之前，偿债能力与价格之间的关系在农业上已清晰地表现出来。农业产出的需求下降和供给上升会导致价格下降，这常常又会导致农民的偿债能力下降。与战后的金本位制的回归相伴的农产品美元价格的下降，直接产生了威廉·珍尼斯·布莱恩的黄金十字架演说。

对于以货币表示的跨期合同，货币工资和价格的变化方向决定着这些合同能否兑现。如果货币工资和价格以同样的百分比变化，则新古典理论所谓的“真实的”工资不发生变化，但可用于履行支付承诺的现金流会发生变化。名义值很重要。

在劳动薪酬体系中不是所有的工资和薪水都以货币形式表现。雇员常获得一些商品和服务形式的报酬。例如，提供给雇员的健康福利，往往规定了可获得的服务条款，而不是所产生的成本。这些提供固定的一揽子商品和服务的协议，使雇主的现金流容易受到成本上升的冲击。

由于大部分的劳动报酬以货币形式表现，因此由购买的商品决定的福利水平取决于工资所能购买的商品数量。在货币工资给定情况下，工资所能购买的商品又取决于商品价格的变化。即使劳动合同和政府行为会影响货币工资，货币工资对商品和服务的支配能力仍取决于市场的发展。劳动合同仅设定了过程，而不是安排结果。工资合同与实现的生活水平之间还有大量的调整余地。立法和集体谈判对工资的影响只会产生这样的机制：集体谈判可以谋事，但成事还得看市场。

经济的框架式模型(见附录 B)表明，货币工资的购买力与消费品的生产正相关，而与投资和消费品领域的就业和工资率负相关。如果消费品生产的产出和就业的比率不变，那么，当投资品领域的就业相对于消费品领域的就业增加
288 时，消费品产业的货币工资的购买力将下降。因此，根据框架式模型，消费品生产的增长能使通货膨胀放缓或停止：如果消费品生产的增长率超过工资总额的增长率，价格水平将趋于下降。

投资的增长会给经济施加通货膨胀压力。由于相对工资率反映了市场需求或者不同的工会权力，不断增长的投资也提高了投资品生产领域对特殊技能的要求。在一个强调投资的经济体制中，相对于消费品产业的工资水平，投资品产业的工资水平将趋于上升。这种相对工资的上涨将通过提高每单位产出的价格来推动消费品的价格水平。

如果我们考察更复杂的关系，考虑到政府、利润中的消费部分和工资中的储蓄，我们会发现，货币工资的购买力取决于收入中用于消费品需求的大小，而不是取决于消费品的生产。因此，以利润为融资的消费需求的上升将导致价格上涨。企业在职工医疗、广告、产品研发等方面的支出被界定为广义上的利润分配。随着为此支付的费用和工资转化为员工的工资收入，这些支出同时提高了必须要弥补的成本和消费品需求。总的来说，这种商业业态的支出成为一种自我实现的预言，因为它既提高了单位成本又提高了产出价格；价格随着这种支出的发生而提高。这部分收入被看作是利润对企业辅助生产部门工资和薪水的分配，它们的增加会产生通货膨胀压力。⁴

主要有两种类型的通货膨胀。第一种是，价格上涨随货币工资的增长而增长，货币工资增长存在滞后；第二种是，价格上涨随货币工资的增长而增长，两者同步或货币工资增长引领价格。当利润的决定因素相对于消费品的产出上升时，则价格相对于工资上升，且工资的购买力下降。这种类型的通货膨胀并不能持久。如果工资购买力的下降幅度很大，工会的斗争或者政府干预（如提高 289 最低工资或法定工资指数）就会发生。当这些成为常态，经济就会朝着另一种类型的通货膨胀发展——价格上升引致工资提升的无休通货膨胀，这又会导致价格进一步上涨。

实际工资的下降何时触发货币工资的提高，要取决于体制性安排、政治气候、实际工资下降的幅度，以及对通货膨胀是经常现象还是偶然现象的判断。一旦通货膨胀可以预期，劳动力市场组织和政治气候就会认为某类工资指数被制度化。一个适度的、非经常性的和不可预期的实际工资的下降不会导致货币工资的上涨。劳动力市场迟钝的反应产生了一个通货膨胀壁垒。这个壁垒意味着，在政府工资、转移支付和以利润提供融资的消费产生微小变化或者没有变化的情况，投资品行业的工资额相对于消费品行业的小幅短暂变化不会导致货币工资率的上升。然而，以不会产生消费品产出的收入支付的消费需求的显著持续的增加，将打破这个通货膨胀壁垒，从而导致伴随着货币工资增长的通货膨胀。

第二次世界大战之前，反周期的经济政策并没有产生影响或者根本不存在。直到罗斯福新政和战后时期，政府只是经济的一小部分，而且政府或者私人部门很少为稳定经济作出努力。和平时期的通货膨胀与周期性的企业扩张相关联。由于这种通货膨胀的持续时间有限，价格的一次上涨并不会导致对价格持续上涨的预期。只有当人们确信货币工资购买力的下降是一个持续的过程时，才会

4 见附录 B 对于货币和工资、价格与消费品生产的利润之间关系的讨论和公式。

出现指数化工资的制度。

第二次世界大战以来，政府已经成为经济的一个重要部门。政府工资、购买和转移支付构成了对消费品的需求，即使这些活动并不直接增加消费品的供给。消费品需求相对于消费品产出的比率的任何上升都产生通货膨胀压力，转移支付尤其会提高这个比率。

290 利润中用于消费的支出与消费品生产领域的工资额的比率的任何上升都会降低工资的购买力。简单来看，这包括了股利、利息和资本利得中用于消费的支出。然而，在经济中，资本总收入(收入减去技术决定的劳动力和原材料成本)的很大比例被以工资和薪金的形式分配给从事行政、营销、广告和其他附属企业职能的人员。这种工资和薪金支付了在消费品上的花费，提高了技术性成本的价格上涨幅度，并降低了单位美元工资收入的购买力。

因此，价格的变化主要取决于经济运行的方式(从最终需求组成和收入来源这个角度来说，它们都可以从对消费品的直接购买中用于消费品支出的那部分来获得)，以及货币工资的变化，货币工资可能是生产的技术成本，也可能是利润分配。货币工资是否对工资购买力的下降作出反应，决定了通货膨胀是否会蔓延开来，也就是说，防止通货膨胀的壁垒是否有效。

如上文所述，每个经济体都设有防止通货膨胀的壁垒，如果越过它，价格的上涨将导致货币工资同步上涨。通货膨胀壁垒的定位会决定货币工资的增长是否成为，或者在哪个时期成为通货膨胀的主要决定因素。在向确定的通货膨胀转变的过程中，货币工资、投资、政府赤字和价格互相推动，其中一个特殊的决定因素就是存在着大量的不断增长的消费需求，而为这些需求提供资金的是直接生产过程中的工资收入之外的资金。战争和国防支出，指数化的转移支付体系，政府引致投资的政策，企业中的广告、营销和行政，以及消费品的赊购，都会为这些需求提供资金。

在一个具有复杂的公司结构和政府机构的现代经济中，使货币工资变动的原因并不是导致通货膨胀的因素。首先，通货膨胀是在一系列既定价格下为取得过多的消费品供给进行融资的结果。对消费品供给的任何限制(如在战争或者旱灾时期的限价)或者在供给没有相应增加的情况下给消费品需求提供资金的收入的增加，都会导致价格上涨。

在这种观点看来，一旦突破了通货膨胀壁垒，货币工资的变动就更多地是一种防御性反应而不是一种原因。当消费需求通过投资、政府转移支付、企业支出和赊购获得融资从而增加了相对于供给的商品需求时，价格上升以致实际工资会降低。当市场条件有利于提高货币工资，即当就业相对充分并且企业利润高涨时，不确定的通货膨胀就会发生。工会的作用是提高了货币工资的反应

速度,降低了通货膨胀壁垒;工会力量的强化会降低通货膨胀壁垒,而工会力量的弱化则会提高通货膨胀壁垒。

过去二十年中出现的新事物就是高失业率时期存在着持续着通货膨胀——包括货币工资的增长。这种滞胀在转移支付高速增长时期就已经发生了,在这一时期,政府赤字在整个经济扩张期内得以持续,并且在失业率上升时迅速膨胀,政府工资率与工资总额快速增加。在20世纪60年代末、70年代和80年代早期的经济衰退中,企业总利润与消费价格都保持不变甚至还有上涨。政府的政策维持了利润,使企业和银行得以渡过1966年、1969—1970年、1974—1975年、1979—1982年和1983—1984年的金融危机,结果却出现了通货膨胀。

在近十年的经济衰退中,实际货币工资趋于下降,因为维持利润的政府赤字使价格的上涨幅度得稳中趋升。结果,当就业趋于稳定并开始上升的时候,货币工资上涨的压力开始凸显。对工资上升(即使在劳动力市场萧条时也会发生)的最好解释是,它是对维护利润的政府赤字的一种防御性或制度性反应,这种政府赤字会导致经济衰退期间的利润上升和价格上涨。

货币工资

第二次世界大战之后不久,凯恩斯理论标准观点的缺陷开始显现出来,即它不能准确地解释价格。菲利普斯、菲尔普斯-布朗与萨缪尔森和索洛的研究填补了这一空白,他们认为货币工资的变化与失业率水平呈负相关,并且这种关系导致了失业率与价格水平变化的负相关。⁵

有观点认为通货膨胀就是经济必须为低失业率而支付的代价,这一观点也宣告了这种反向关系的成立。其后的文献中,与稳定物价相关的失业率被认为是一个“自然”失业率,当通货膨胀能完全被预期时,无论通货膨胀率是多少,这个比率就是实际的失业率。自然失业率的理论家认为,只有当暂时的、意外的通货膨胀率出现时才会存在负相关的关系。⁶以这种观点看来,是否存负相关

5 Alban W. Phillips and Ernest H. Phelps-Brown, "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1862 - 1957," *Economica* 25 (Nov. 1958), pp. 183 - 99; and Paul A. Samuelson and Robert M. Solow, "Analytical Aspects of Anti-Inflationary Policy," *American Economic Review* 50 (May 1960), pp. 177 - 94.

6 Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy," *American Economic Review* 58 (March 1968). Edmond S. Phelps, *Inflation Policy and Unemployment Theory: The Cost-Benefit Approach to Monetary Planning* (New York: Norton, 1970).例如,当预期物价稳定时,一个物价上涨率为零的通货膨胀水平可能伴随着5%的失业率,而4%的失业率可能伴随着2%的非预期通货膨胀率。当政策达到4%的失业率和2%的通货膨胀率之后,一个2%的预期通货膨胀率将会产生。同时,失业率将爬升到5%;为回到4%的失业率,需要刺激因素使通货膨胀率达到2%。这些刺激因素又可能产生一个4%的通货膨胀率。这样,与低于自然失业率的失业率相关的通货膨胀率会上升。

关系取决于自欺欺人；只有当工人相信通货膨胀率将会低于实际水平，而且他们的预期是正确的情况下，失业率才会下降。失业率总会趋向于在物价稳定且没有致力降低失业率的货币或财政政策存在的情况下的失率。这种见解是传统的劳动力供求观点的一种现代表述，它能（反映工人的偏好和生产率）决定就业率和实际工资。

图 11.2 显示，美国以 CPI 计量的通货膨胀率与失业率之间没有明显的持续的关系。在凯恩斯-约翰逊年代（1961—1969 年），失业率和通货膨胀率之间有典型的负相关关系，这表明，低于 4% 的失业率会加速通货膨胀而不使失业率进一步降低。

如果我们考察图中表示通货膨胀壁垒的曲线的垂直或向后弯曲的部分，则会发现这种壁垒在 1955—1957 和 1968—1969 年期间是处于 4% 的失业率水平（但 1955—1957 年期间的通货膨胀率低于 1968—1969 年期间的通货膨胀率）；在 1972—1974 年期间是处于 5% 的失业率水平，在 1978—1979 年期间是处于 6% 的失业率水平。该图表示，通货膨胀率在一个较大的范围内与任意水平的失业率可以共存。

293 菲利普斯似乎用英国在 1862-1957 年的数据验证了通货膨胀与失业率的存在负相关关系的假设，但战后美国的数据与该假设又有明显矛盾，这就要求提出一个理论，以解释负相关关系假设不一定起作用的事实。而且，1966 年以来，价格急剧上涨的压力迅速增加，在一个存在不稳定性的时代产生了一种迅速形成通货膨胀的问题。

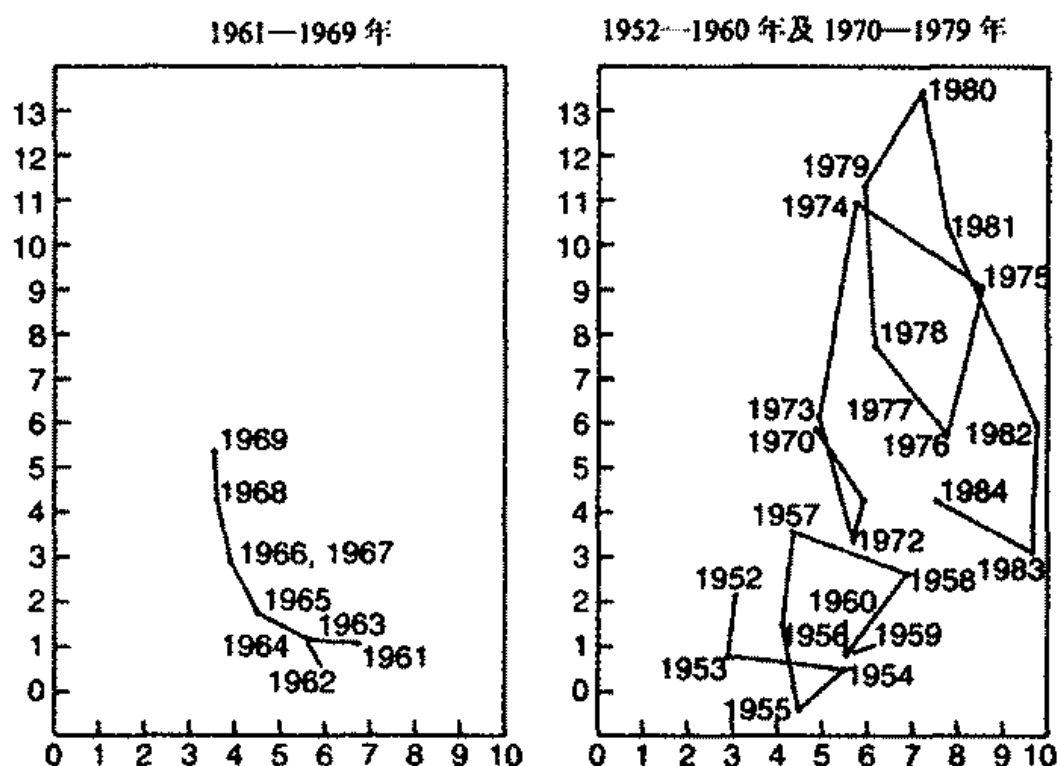


图 11.2 1952—1984 年的失业率和通货膨胀

资料来源: Economic Report of the President, February 1985, U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., 1985, Table B 56, P. 296, and Table B 29, P. 266.

负相关关系假设的论据中使用的英国数据来自于工会,它涵盖了若干经济周期的数据记录。在这一时期中,经济扩张时工资上升,经济紧缩时工资下降。经济扩张的特征是投资和对外贸顺差上升,而紧缩时则下降。因此,价格水平的波动反映了货币工资和产出构成的变化。

在框架模型的价格公式中⁷,在劳动力市场萧条时投资品生产行业的工资上升,将会提高就业率和消费品的产出。这时,消费品价格的上涨将反映经生产率调整的工资的上涨。由于在经济扩张的初期,劳动生产率往往会上升,因此在扩张初期价格不会有很大的涨幅(如果上涨的话)。然而,一旦劳动力市场吃紧,投资品生产行业的就业率增长就不会伴随着消费品生产行业的就业率的相应增长,结果是物价与货币工资上涨,发生通货膨胀。因此,当经济扩张导致劳动力市场短缺时,通货膨胀会趋于恶化。

市场机构性质的不同,通货膨胀的表现也不同。如果价格富有弹性,投资的上升将导致形成工资上升压力的更高价格。另一方面,如果供给随着需求的增加而增加,那么价格不会上升。只有当劳动力市场出现短缺后,投资品行业就业率的增加才会通过影响需求而引起单位物价和工资上升。

在英国数据中观察到的失业率和通货膨胀之间的负相关关系,反映了工资和价格在一种体制结构中的变动,这种体制与我国显然不同。美国经济有以下特征:(1)有效的、不完全的工会主义;(2)即使在衰退时期也要维持利润的“大政府”;(3)使用昂贵和耐用的资本资产的工业比重较大。所有这些都是支持负相关学说的英国数据所没有的或者是表现形式很不一样的特征。

当工会掌握了部分劳动力市场时,在工会有影响力的岗位和行业,经济萧条将不会引起货币工资的下降。劳动力成本和价格下降的压力将会减弱。

“大政府”的赤字在衰退期间会维持——实际上还可能提高——单位劳动力成本的实际涨幅。通过税收和管制计划,政府产生了成本;它也会产生消除这些成本的收入。如果社会保障税收和社会保障收益同时上升,那么劳动力成本的上升将与社会保障收入的花销相抵。在这个过程中,政府的每次税收都提高了产出的供给价格,而政府消费产生的收入能够消除价格的涨幅。不仅仅是政府赤字会产生通货膨胀,如果政府消费相对于消费品的产出上升的话,即使保持政府预算平衡,也会导致价格上升。

正如前面所提到的,自从1966年的信贷危机以来,美国经济比二战后初期更不稳定。正当融资市场环境和投资的盈利性预期将经济推入衰退的时候,政

7 $P_c = \frac{W_c}{A_c} (1 + \frac{W_c N_c}{W_c N_c})$.

府的财政政策维持了总需求。政府赤字在衰退期间维持甚至是提高的利润，表现为更高的单位价格涨幅和更小的消费品产出规模；也就是说，通货膨胀是抑制大萧条的方式所造成的。在一个金融不稳定的经济中承诺充分就业意味着，失业率和通货膨胀率都可能会表现出一个长期的上涨趋势。

资本密集型生产模式越重要，则劳动力成本的涨幅带来的现金流的稳定性就越重要。在投资部门的就业率得到维持或者提高时，如果投资部门的工资率提高，则消费部门的单位劳动力成本的上涨幅度将会提高。投资部门的工资增长，使企业更容易生产消费品用以偿还它们的债务。一旦不断上升的涨幅导致工资购买力下降，促使货币工资增长的不确定的通货膨胀将会到来。

随着投资品生产行业和政府的货币工资的上涨，能够偿还债务的每单位消费品产出所带来的现金流会增加。利润的通货膨胀使履行债务的现金支付承诺变得容易，从而对投资有利（这种影响具有一定的时滞）。经济扩张会催生更大程度的扩张，且一直持续到投资的成本和融资条件受到影响的时候。但是，如果市场确信货币工资增长的势头可能会在短期内发生逆转，则经济扩张带来的工资和价格的上涨，将不会引起投资过热以及工资和物价更大程度的上涨。

然而，如果人们预期到货币工资会上涨并认为上涨可能会持续，那么投资者尤其是金融工具的投资者将会找出这些风险——不管他们是否为产出进行融资——期望维持或提高实际的资本价值。各种商品和人工制品——可以是房产、黄金、邮票、钻石，甚至是收藏品——将会产生泡沫，并且融资条件将由于考虑预期的通货膨胀而作出修改。只要利率快速地调整以反映预期的通货膨胀，通货膨胀发生时金融债务的负担就不会减轻，而且通货膨胀的过程就不会导致投资过热。预期的通货膨胀意味着，投资活动、就业和物价上涨之间的联系断裂了；通货膨胀率与失业率不再是反向相关关系。如果货币工资有上升的内在动力并且融资环境提高了货币工资的涨幅，则当失业率上升时通货膨胀也可能加速。

296 菲利普斯和菲尔普斯-布朗提出的菲利普斯曲线是对历史现象的有效描述，反映了特殊时期的制度条件。在现代经济中，通货膨胀和投资之间通过涨价方式紧密联系的状态被打破了。当政府和企业支出的长期增长引致价格水平的长期增长时，通货膨胀已经成为一种长期现象，而不是周期性的现象。

总之，通货膨胀有很多种：通货膨胀能反映不确定的工资增长或者需求的融资构成。这一观点与以下的简单论断形成鲜明对比，即通货膨胀处处都是一个货币现象，通货膨胀或者是政府引起的，或者是工资上涨超过生产率上涨引起的。货币现象和工资/生产率现象在可观察的通货膨胀中都发生了，它们都是通货膨胀过程中的一部分，但它们既不是通货膨胀的来源也不是通货膨胀的整

个机制。此外，控制货币供给或者货币工资的政策对于通货膨胀这一病症来说，也是治标不治本。

工资的融资

工人获得按照惯例或者与雇主之间的协商所决定的货币工资或者其他报酬。协商工资的很大比例通过集体之间(如工会和有组织的雇主)的谈判，而非工人个人和单个雇主之间的谈判决定。此外，雇佣条件在法律上有诸多限制，涉及工资、工作时间以及车间的各种工作环境。

劳动力成本不仅仅包括税前工资，还包括政府、工会合约要求支付的成本，或者受到雇主营业利润的制约。因此，在研究通货膨胀时所讨论的工资水平是多种因素的平均值，包括了工人报酬的不同组成部分的任何变动。

我们的价格决定模型考虑了消费部门、投资部门和政府雇员的特定的工资变化。在这个模型中，这些组成部分出现的可能完全不同的运动自然是关注的主题。货币工资总水平的增长是从个别的工资增长开始的。工资要实现上涨，缔约各方必须相信即将获得可用于支付更高工资的资金。因为，更高的货币工资意味着更高的技术性平均成本和增量成本，成本和收入的计算表明，要么是价格上升，要么是单位价格涨幅下降。然而，因为债务结构的有效性和企业经营要求保持一个最小现金流，因此销售收入和技术性成本之差要保持一个最小值，以备兑现债务承诺的需要。双方很少就保证破产雇主的工资增加额进行协商，而可能导致破产的工资合约将要重新进行协商。⁸

如果其他条件不变，价格的上升往往导致销售额下降。为了使货币工资和物价的增长不削弱公司的生存能力，物价上涨所带来的销售额下降的百分比不能超过物价上涨的百分比。这个条件意味着产品的需求不能富有弹性。

如果需求富有弹性，提高工资和物价的公司的总利润流将会受到威胁。导致更低产出的工资增长将会导致预期利润流和企业市值的下降。公司不能强行接受这种发展方式。引导货币工资上涨的公司不能在需求有弹性的市场上销售，对竞争市场上的单个企业而言，需求被假定是富有弹性的。

任何一个特定公司都没有极大的需求弹性的市场就是垄断市场或者寡头市场：公司拥有垄断力量。如果公司是一个受限制的垄断者，它有未利用的垄断权力，工会合约导致的工资上涨可能会削弱这种限制，以至于公司可能会利用

8 在1982—1983年期间这种情况开始凸显，当时美国大陆航空公司为了打破工会合约而寻求破产保护。

之前未被利用的垄断权力。因此，当存在未被利用的垄断权力，或者如果存在垄断权力增长的预期时，公司就会同意工资的上涨。仅当存在受限制的垄断权力并且工资上涨会削弱这种限制时，简单的工资推动型通货膨胀才会发生。因为工资是企业必须弥补的成本，在只受少数主体操纵的行业中，公司和工会之间存在着一个共生的关系；在政治层面上，工资的增长是公司运用垄断权力以掩饰其权力的理由。

如果需求增长，更高的货币工资可能不会危及公司的总利润流量，正如某种特定产品得到市场认可时的情况。那些成功地推出新产品的公司将获得不断增长的无弹性的需求，并且需要额外的劳动力。因此，它们会提供更高的工资和更好的雇佣条件，以便从往往是短暂的优势中获利。

298 货币工资的增长也可能反映了经济周期扩张时的特定需求的增长。在一个具有“大政府”的资本主义经济中，引导经济扩张的各方面往往反映了政策措施，而且与体制变化的联系并不罕见。经济政策不断变化的经济金融制度导致了扩张期间货币工资和就业的不同变化。

1946—1965 年的平静时期和 1966 年以来的动荡时期已经见证了这些模式的转变：政府干预，兴起后又消逝的支出项目，特定的产出、工业和收入的融资体制和惯例的蔓延。这些正在转变的模式影响了消费融资的内容，并由此使相对工资的变化成为可能。结果，在我们的分散工资决定的过程中，由于政府计划而获利的技术和行业，成为工资推动型通货膨胀的主导因素。

在私人企业中，在生产产出的过程中所支付的工资来自于销售收入。如果产出是消费品，那么销售收入反过来将主要来自于工资收入。如果产出是一种投资品，那么销售收入最初由临时筹集的债务来支付，然后再由资产最终使用者的替代工具支付。这种融资是可行的，因为利润流量将用于偿还债务。销售收入中再收回的成本包括用于偿还债务的利润；预期利润限制了价格、资本资产的融资条件和投资产出。

投资部门的工资受到可获得的临时性(建设)和替代性融资的限制；融资可分解成内部融资和外部融资。投资部门的工资上涨受限于公司能够为资本资产支付的价格，而这首先又受限于可获得的融资。另外，可获得的融资又受限于银行家对投资品(成为资本资产后)所能产生的现金流的判断。对于未来利润和融资成本的当前看法决定了资本资产的价格。

在经济周期的扩张时期，对投资品的需求上升了。对生产投资品的劳动力的更大的需求增加了就业率，并依次增加了工资、利润和物价。一旦投资部门的就业率上升，那么消费品需求、消费品产出需求以及消费部门的就业需求也会上升；结果，消费部门的总利润增加。因此，投资部门就业和工资的最初增

299

长导致了消费部门的就业、工资和物价的上涨。但融资市场对融资层次增加的反应，以及对引致危机和周期性低迷的脆弱的金融结构的反应，会制约这个过程。可获得的融资实际上限制了投资部门工资率的增长。如果银行系统不为一向昂贵的投资生产提供现金，则不可能发生强劲的维持通货膨胀的推力。融资的短缺反映了银行家和金融家对支持更昂贵的投资产出所需的现金流缺乏信心。

此外，在每个资本主义国家中，都有很多人依靠固定的或者政策性的收入生活，例如军队、公务员等。如果养老金和公务员薪水不与私人企业的工资同时上涨，则对当前消费产出的货币需求将相对于技术性成本下降。这会降低支持资本资产价格的利润，并使人怀疑这个利润能否支撑当前高价格水平下的投资。在一个接受政府工资、养老金和其他固定性收入的购买力周期性下降的以私营为主导的经济中，未定的通货膨胀是一种自我约束机制。

虽然银行系统对投资和资本资产头寸的融资能力是受到限制的，但是这些限制很灵活。它们取决于银行和非金融机构将融资范围扩展到企业的有效性，以及银行准备金的变化。由于投资活动和资本资产的私人融资导致了银行融资能力的有限性，所以在一个小政府经济中，只有在过去的债务通缩在人们的记忆中变得模糊的时候，才有可能发生伴随价格上涨的明显的经济扩张。大小经济周期的不断更替正反映了这种融资的局限性。

如果中央银行意识到，各主体的流动性基本都丧失的融资结构中存在着潜在的不稳定性，那么它们将不会愿意降低银行准备金的增长率。中央银行经常面临一个两难选择：要么可能引发金融危机，要么允许通货膨胀继续发展。即使中央银行对于银行准备金有很强的适应能力，投资成本、融资条件、预期价格和利润条件以及增加的不稳定性也会在通货膨胀之后降低投资速度。另一方面，即使存在适应性很强的中央银行，经济扩张和通货膨胀也存在自我约束的特点。

因此，在一个有着规模小而且被动的政府经济中，偿还债务的过程削弱了爆发普遍通胀的可能性。要使公开的通胀成为一个非暂时的现象，就必须忽略金融关系导致的约束机制——比如说在战争时期政府对产出无止境的需求就忽略了这种约束机制。在一个具有大政府的资本主义经济中，约束机制被各种各样的政府计划（比如对投资产出的资助和补贴），以及间接和直接国家工作人员的收入和转移支付所阻碍。如果政府在没有对供给价格进行限制的情况下，开始提供一定数量的食品、医疗保障、国防或退休金标准，那么，政府维持甚至导致难以控制的通货膨胀而进行的金融支出的潜力，仅仅受到政府管制的程度和政府运用赤字的意愿和能力的制约。

消费品相对于消费品的融资需求短缺导致通胀之后，无休止的通胀很大程

度上成了通胀壁垒被打破的结果。如果要使通胀得以控制并且不引发经济衰退，那么消费品产出就必须随着消费品产出融资需求的增加而增加。成功控制通胀的政策核心在于，要了解消费品产出会形成通货紧缩压力，而投资和政府支出则会形成通货膨胀压力。在一个大政府经济中，维持近似充分就业的状态是政策的主要目标，政府用于维持就业的方法并不会带来有效产出的扩张。在这种情况下，通过控制货币供给或货币工资率来控制通胀的努力可能会见效，但只是暂时的。大政府经济由于存在转移支付和国防支出而容易受到通货膨胀的冲击。

政府是通货膨胀的发动机

为总产出中不断增长的私人投资进行外部融资的不可能性，使得有着小政府的资本主义经济中的通货膨胀有自我约束的特征。这种经济中的通货膨胀取决于融资创新对资产价格和投资的影响，以及投机性融资是否会影响商人和银行家。由于投资—融资—利润之间相互作用产生的不稳定性不断增加，因此脆弱
301 的金融结构会不断出现。脆弱的金融结构颇具规律性地出现崩溃，这严重减少了投资支出。结果有时候是经济惨淡和不景气；有时候则是爆发严重的金融危机，并导致经济大萧条。因此，小政府的不干预资本主义经济对长期的、持续的和慢性的通货膨胀并不敏感，但对债务通缩和大萧条则非常敏感。

和平年代大政府资本主义的快速发展是在二战之后，并随之出现了脆弱的金融结构，以及剧烈变动的经济周期、看似长期的通胀与持续失业并存等一系列问题。当最终贷款人的再融资和大量政府赤字共同阻止了债务通缩并维持利润的时候，它们也同样会维持在高价格水平下为支出融资的能力，只不过会有一段滞后期。投资的通胀影响随着政府干预的通胀结果之加重而增加。政府阻止经济大萧条的干预措施使融资和利润大幅回升，这些完全打破了限制私人投资的融资的无弹性和不确定性对通货膨胀的限制。

1966—1982年加速的通胀可以归咎于转移支付、州和当地政府支出的快速增长，以及国防支出的爆发式增长。这些数量相对于GNP来说是如此巨大，以至于只有在其增长率降低，或者最多等于没有通胀时的GNP增长率时，没有通胀倾向的经济才能得以实现。

但是经济中的政府干预并不局限于购买产品和服务以及转移支付；它还会通过特殊的税收优惠等方式来鼓励特定产品的生产。这种方案和干预计划的一个特性是它们通常为产出设定明确的数量目标：要建造多少住房，提供多少医疗服务，在一个固定的日期将一个人送上月球等。

这些数量目标决定了一条特定产出和服务的无弹性的需求曲线，它随着价格的提高而上升。这样一条需求曲线导致了某种类型劳动的无弹性和向上倾斜的需求曲线。这种目标性的政策增强了生产商和专门生产这些产出的劳动之市场势力。政府的数量目标，以及相信政府将为实现这些目标而进行融资的信念，对于负责生产这些产出的生产商和劳动者来说，是对它们垄断力量的一种承认。历史和理论表明，垄断将会发挥作用，尤其是如果政府也没有设定其所购买的产出之购买价格或者生产者能够为其劳动力提供的工资数量的情况下，垄断更能发挥作用。因此，在一个国防支出行为中所获得的利润和国防生产中的工资很可能会产生通胀压力，而且政府承诺对老年人的医疗服务将会使得医疗服务成本大增。 302

快速扩张的政府所形的通货膨胀压力不仅仅取决于政府的赤字。如果政府预算要实现平衡(即使不是现在的平衡而最终的平衡)，那么当政府支出增加时，收入就必须增加。除非税收是对纯粹的剩余索取权(实际上并不存在)课征的，或者设计所得税的时候就不让其对劳动供给产生影响(实际上不可能这么设计)，否则它们将会影响供给价格。为了实现接近充分就业状态，扩张的货币政策(以及财政政策)必须要抵消税收对供给价格产生的影响。但是这种抵消的效果则受制于人们对不断加速的通胀和税收计划将会扼杀供给的担心。只有在金融危机和债务通缩之后，当企业、家庭和金融机构都渴望流动性和安全边际时，财政政策和赤字融资才是一条产生无通胀经济扩张的途径。

通过税收融资的政府支出对价格的影响，与通过利润对消费融资给价格带来的影响基本是相同的。在消费融资影响价格的情况下，价格上涨使得利润减去消费支出后的余额处于目标水平；在税收融资影响价格的情况下，价格上涨使得税后利润等于由投资、政府赤字和其他利润决定因素所确定的水平。

战争往往伴随着通货膨胀的发生。政府募集资源的能力，也就是通过收入为产品需求融资的比例，而不是从消费品生产中所需要的产品需求增加才是战时通胀爆发的原因。然而，在和平时期，转移支付以及州和当地政府的支出也募集资源，这导致消费品的融资性需求与所生产消费品中技术决定的成本之比率提高。如果预算在战争时期达到了平衡就不存在问题了：战争的真实资源成本导致了通货膨胀。相似地，在和平时期存在州和当地政府支出、转移支付以及国防支出的真实资源成本，这些成本都会在通胀价格压力中显现出来。

加价的构成

分析完政府和投资的角色，我们转向加价的其他因素。通胀基本上是经生 303

产率调整的工资和加价的结果。所能实现的加价取决于由各类工资和非工资收入提供融资的消费支出。

在价格方程式中⁸，由税后利润融资的消费支出增加了加价，因为利润减去税收和消费支出后的净额是储蓄用于投资的主要来源。如果资本家过着奢靡的生活，由技术决定的劳动成本的上涨将反映这种支出。然而，来自利润的消费——利润被定义为销售收入与技术决定的成本之间的差额——并不受制于由红利收入和资本收益而来的消费；它也包括企业之外的工资所贡献的消费。

关于劳动收入中技术工人和辅助生产工人的分类数据无法得到，但在制造业中生产工人和非生产性工人的分类数据是能获取到的。在总就业中，非生产性工人的比重越高，由利润带来的消费也越高，因此由技术决定的劳动成本的加价也越高。非生产性工人在总就业中比重的提高会导致那些拥有垄断优势的单位以重新掌控成本设定价格的方式提高加价。⁹对于那些没有垄断优势的单位，由利润分配作为工资带来的消费将导致价格与由技术决定的劳动成本之间的平均差额扩大。因此，如果非技术性工人的工资在总工资额中所占的比例提高，那么，基于对生产性货币工资下降的反应，价格将面临下降的压力。

科技的进步会提高劳动生产率，并且在竞争的经济中会给价格带来下降的压力。在20世纪50年代出现过一种学说，即货币工资每年都应增长，增长幅度为某种生产率系数；从那时起这就成为政策方面一个固定的观点。这种学说反映出一个信念，即对于存在垄断的公司，提高生产率不会导致价格的下降；因此，工资的购买力能提高的唯一方式是当价格大致保持不变时货币工资提高。假如生产率提高而货币工资上涨，同时从事“辅助性”生产活动的工人比例增加，当公司打算以赚取现金弥补开销的话，则价格必须上涨。

表11.1显示了在制造业中非生产性工人占总就业人数的比例是如何上升的。在一段相对平静的时期，比如1952—1966年，助长了非生产性工人对生产性工人比率的增加。总体上说，如果非生产性工人把他们的工资和报酬收入用于消费支出，则由技术上决定的劳动成本的加价将得到实现，因为消费品将反映需求。由于辅助性工人既要生产消费品也要生产投资品，利润——消费品生产过程中扣除技术决定的劳动力成本后的净值——会随着收入增长而增加。也就是说，在没有政府的经济中，对消费品我们有以下等式（假设所有的工资和薪

$$8 \quad P_i = \frac{W_i}{A_i} \left(1 + \frac{W_i N_i}{W_i N_i} + \frac{C \pi}{W_i N_i} \right)$$

9 Myron J. Gordon, "Corporate Bureaucracy, Productivity Gains and Distribution of Revenue in U.S. Manufacturing, 1947 - 77," *Journal of Post-Keynesian Economics* 6, no. 4 (Summer 1982); and Paolo Sydes-Labini, "Prices and Income Distribution," *Journal of Post-Keynesian Economics* 2 (Fall 1979).

酬收入并且只有这些收入被用于消费品支出)：

消费品，总收入 = 消费品生产过程中技术决定的工资 + 消费品生产过程中管理人员的工资 + 投资品生产过程中技术决定的工资 + 投资品生产过程中管理人员的工资

付现成本 = 技术决定的工资 + 消费品生产过程管理人员的工资

“惯用的”总利润 = 技术决定的工资 + 投资品生产过程中管理人员的工资

调整后的“总利润” = 技术决定的工资 + 投资品生产过程中管理人员的工资 + 消费品生产过程中管理人员的工资

表 11.1 非生产性工人占制造业中总就业人数的百分比

行 业	1952	1966	1976
耐用品	19.2	25.8	25.6
木材	9.2	13.1	15.2
装置和设备	14.4	17.1	18.1
石材、水泥和玻璃	14.9	19.7	20.3
主要金属	15.4	18.6	21.7
钢筋	19.6	22.1	24.6
机器，不包括电器	23.3	29.7	35.1
电子设备	23.2	30.6	34.6
机动车	20.4	22.2	22.5
飞机	25.6	40.3	48.4
工具	24.7	36.1	38.7
混杂制造	15.5	20.2	23.4
非耐用品	20.2	25.3	27.7
食品等	27.2	33.6	32.2
烟草制造	8.0	14.8	17.0
纺织厂	7.8	10.9	12.9
服装	10.6	11.1	13.9
纸张等	16.2	22.3	24.8
印刷和出版	34.6	36.4	43.2
化学品等	30.7	40.3	42.4
石油和煤炭	28.0	37.7	35.6
橡胶和塑料	20.2	22.1	22.9
皮革和皮革制品	10.4	12.4	13.6

资料来源：Employment and Training Report of the President, 1982, U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., 1982.

来自资本资产预期收入的现值必须超过投资的供给价格,才会产生投资。这是投资的必要条件;然而,投资发生的充分必要条件是在必要条件上加上一·点,即融资是可获得的。在平静时期,不变的未来收入的市场价值是增加的,因为平静期减弱了不确定性。减弱的不确定性也改变了银行、金融资产的私人拥有者和借款单位的投资组合偏好,以至于投资需求价格提高会提升融资需求,进而增加融资供给。投资就会相应增长。一旦投资供应变得不是完全富有弹性,在投资品生产中的劳动力成本的加价就会提高。

306 将部分利润分配到辅助性工作(研究、发展、销售和营销)的工资上会导致消费品利润的更大增长,假如没有这个支出的话则该利润的增长会变小。相似地,资本资产价格和公司股票市场价值上涨的时代,由于资产的增值导致工资和利润收入的储蓄比率下降,生产消费品的利润将增加。

由辅助性工人工资引发的需求会增加由技术决定的劳动力成本的加价,从而给一个平静的扩张经济提供通货膨胀的压力,1952—1966年的情况就是如此。然而,非生产性工人对总就业人数的比率的提升是一个缓慢的过程:耐用消费品制造业的这一比率从19.2%提高到25.8%用了14年。1952—1966年的部分通胀压力因此可以归咎于工资收入组成的变化,但每年的这种变化很小,以至于技术性工人生产率的提高能大大抵消通货膨胀的影响。

在1966—1976年的金融动荡时期,耐用品制造业的非生产性工人比率升至28.7%,而非耐用品制造业的这一比率升至27.4%。因此,向工人中向管理和辅助性劳动的转变有了显著的减速。然而,这些劳动力的支出不容易随产量变化作出调整。在20世纪70年代私人产出和就业不稳定的增加,使得固定劳动成本对可变劳动成本的比率的可变性增加。总体就业不稳定性的增加意味着由技术决定的部分劳动成本上的加价需要提高,以应付公司预期的周期性产出下降。只有当销售机构拥有一些未曾使用过的垄断优势时,这种“反常”的提价行为才能发生。

非生产性工人对生产性工人的比率提高会增加不稳定性,因为它会增加与由技术决定的产出不相联系的现金支付。比如,与1952年的就业结构相比,1976年的就业结构使企业更依赖于对收入和就业的维持。我们的经济现在已脱离不开大政府来保持现金流收入,但政府本能的对衰退的反应意味着,在经济紧缩期间孕育了通货膨胀的过程。

不同经济部门中的货币工资的走势取决于产品价格、税收和债务对什么进行融资。各种工资不会以相同的程度变动,无论是在1966年前相对平静的时期还是随后的动荡年代。

相对平静的时期(1952—1966 年)以货币工资的小幅上涨和实际工资的大幅上涨为特征。在 1952—1966 年,私人经济的平均可支配周收入(一种从工资中减去上缴税收后的收入概念)年均增长率为 3.05%,到 1966—1976 年期间,这一比率提高到 4.57%。然而,根据物价变化对工资收入进行调整后,可支配周收入的年均增长率在 1952—1966 年是 1.61%,在 1966—1976 年是 0.06%。在 1952—1966 年的 14 年中,一个有代表性的工人对商品和服务的购买力提高了 25.1%,而在 1966—1976 年间,美国经济没有给工人的生活带来任何显著的改善。

表 11.2 周可支配收入、周平均收入和周工资赔偿(以当前美元计)

项 目	每年增长率		
	1952—1966	1966—1976	1952—1976
周平均可支配收入			
所有私人企业	3.05	5.68	4.15
采矿企业	3.35	7.08	4.91
工程企业	3.47	6.28	4.80
零售和批发企业	3.26	5.96	4.38
金融和保险企业	2.90	5.43	3.96
周平均收入	2.96	5.45	3.99
耐用品制造企业			
机械企业	3.71	6.12	4.72
非耐用品制造企业	3.80	5.59	4.54
装饰企业	3.54	6.24	4.67
批发贸易企业	2.56	5.68	3.87
零售贸易企业	3.70	5.93	4.67
用当前美元计的周工资赔偿	3.27	5.07	4.07
联邦政府	4.74	7.62	5.94
州和地方政府	4.33	7.06	5.46

资料来源: *Employment and Training Report of the President*, 1982, U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., 1982.

表 11.3 周可支配收入、周平均收入和周工资赔偿(以 1967 年美元计)

项 目	每年增长率		
	1952-1966	1966-1976	1952-1976
周平均可支配收入			
所有私人企业	1.61	0.06	0.97
采矿企业	1.91	1.46	1.73
工程企业	2.30	0.66	1.62
零售和批发企业	1.83	0.34	1.21
金融和保险企业	1.46	-0.18	0.78
周平均收入	1.52	-0.17	0.82
耐用品制造企业			
机械企业	1.97	0.51	1.54
非耐用品制造企业	2.36	-0.028	1.37
装饰企业	2.11	0.63	1.49
批发贸易企业	1.14	0.059	0.69
零售贸易企业	2.33	0.31	1.49
用当前美元计的周工资补偿	1.83	-0.54	0.85
联邦政府	3.15	2.00	2.67
州和地方政府	2.89	1.44	2.29

资料来源: *Employment and Training Report of the President*, 1982, U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., 1982.

在私人产业中, 1952—1966 年间承包建筑工程的可支配收入的增长率是最高的; 在承包建筑工程中, 价格通缩下的可支配周收入每年以 2.3% 的速度增长。因为承包建筑是一项投资产出, 并且在 1952—1966 年间对投资的融资是容易得到的, 因此存在着对建筑领域劳动力的强劲需求。

在 1966—1976 年间, 在私人成分中只有矿业的物价平减周收入呈现出显著增长。从 1966 年到 1976 年, 批发和零售贸易业的物价平减周收入呈现下降趋势。平静时期收入稳定全面增长的特点在金融动荡和通胀时期已经戛然而止。

在 1952—1966 年, 承包建筑工程行业的平均周收入的增长速度比消费品(如服装)行业的增长速度快得多。如果承包建筑行业的劳动生产率与其他行业相比不以更快的速度增长的话, 不同的工资变动意味着投资产出的价格水平将相对于消费品产出的价格水平上涨。不同的工资增长率和推测的价格, 在 14 年间按复利计算, 揭示了价格比率的一个显著变化(投资品每年 3.47% 变为 1.61%, 而消费品每年 2.56% 变为 1.42%); 如果投资品和消费品生产率的增长率一样, 则

投资品的价格将相对消费品的价格上涨 13.5%。这意味着如果投资产出的成本被确认, 则每单位消费产出的利润流定会增长。

自 1966 年以来, 承包建筑工程行业的平均可支配收入在名义速度上持续快速增长(每年 6.26%); 然而, 如果将其折算为物价平减收入, 则增长率仅为 0.66%。承包建筑工程收入的这种快速增长使得资本资产的价格相对于其他产出的价格继续上涨。当金融不稳定成为这个时期经济的显著特征时, 这种相对的增长率就与建筑活动阶段性的急剧下降联系在一起了。

很难得到关于政府雇员人均薪水的数据——无论是州政府的、地方政府的还是联邦政府的。引用国家收入报告中公职人员的薪水数据和《总统就业和培训报告》(President's Employment and Training Report)中的有关数据, 能推导出每一雇员的年薪和周薪。另外, 在消费者价格指数的帮助下, 这些数据将被转换成物价平减后的价值, 从而可能算出经价格调整后的每个职员的薪水增长率。

从 1952 年到 1976 年的 24 年间, 联邦政府雇员的平均周薪以每年 5.94% 的速度在增长, 分解后, 1952—1966 年的 4.74% 和 1966—1976 年的 7.62%。经过消费者价格指数换算后, 1952—1966 年的增长率为 3.30%, 1966—1976 则为 2.00%, 整个时期的年增长率是 2.67%。

表 11.4 联邦政府雇员的工资补偿, 1952 年、1966 年和 1976 年

	1952	1966	1976
	(10 亿美元)		
雇员工资补偿			
国防相关雇员 *	4951.00	8928.00	17562.00
其他政府雇员	3163.00	7847.00	20750.00
政府雇员工资补偿总额	8154.00	16775.00	38312.00
政府雇员数量†	2420.00	2564.00	2733.00
年工资补偿额/雇员数量	3369.00	65425.00	14018.30
州工资补偿额/雇员数量	64.79	125.82	269.58
以 1967 年美元计的周工资补偿额	83.28	129.44	158.11
年增长率 (%)			
	1952—1966	1966—1976	1952—1976
工资补偿总额	5.15	8.26	6.47
周工资补偿额/雇员数量	4.74	7.62	5.94
每位雇员以 1967 年美元计的周工资补偿额	3.15	2.00	2.67

*Table 32, Federal Government Receipts and Expenditures, National Income Accounts.

†Table L1, Total Employment on Payrolls of Non-Agricultural Establishments, *Employment and Training Report of the President*.

在 1952—1966 年，一个在私人经济中的工人的物价平减可支配周收入的增长率是每年 1.61%，是联邦雇员的一半。在 1966—1976 间，一个联邦雇员的薪水在考虑了价格水平变化后，增加率为每年 2%；比较而言，一个在私人公司中的有三名家属的工人其周可支配收入每年以 0.06% 的比率增长。因此，前者的物价平减收入的增长速度是后者的 30 倍。州政府和地方政府的薪水也与此相似，虽然差距没有这么大。

在那段时期内，联邦政府、州政府和当地政府雇员所获的补偿，远远高于私企雇员的可支配收入。然而，在那段“平静时期”的第一个阶段，私企雇员的周工资以每年 1.6% 的惊人速度上涨，从而导致在第二个阶段，私企雇员周工资的增长结束了。

在某种意义上，政府让私人经济中的工人在可支配收入上受到三重打击。政府薪水比私人经济中的收入提高的快；转移支付相对于工资增长了；税收需要随着政府支出一起增长的，将减少工人的实际可支配收入。是否正是因为税收——比如提高的社会保险税——或者通货膨胀，随着计时工实际的税后工资的下降。导致近几年穷人、公务员和利润获得者们的福利改善，是以那些前期穷人们的福利下降为代价的。

工会和通货膨胀

人们通常认为，工会契约中过多的工资安排应当对通货膨胀负责。然而，由于没有有效工会的经济中也会发生通胀，而有大量工会的经济中价格也会保持稳定，因此仅是强大工会的存在并不能预示着通胀将发生。意图限制通胀的政策总是表现为工会工资协议指标的形式。这种压力的形式包括谈话、工资和价格控制或者模糊的收入政策。

由于货币工资安排会导致通胀，高工资劳动力超出一般工资水平的那部分要通过融资获得：货币工资安排导致所需融资的变化。事实上，货币工资是否能支付取决于如何得到用于支付工资的资金。

由于货币工资对消费支出起到了融资的作用，如果就业不下降，需求就会随着工资增长。更高的货币工资会提高消费品的供给和需求曲线。消费品的需求主要来自工资，这个工资又来源于消费、投资和政府部门，为了使工资增长不同时伴有就业的下降，来自被融资的投资和政府支出的工资价值必须提高。如果来自消费品生产的收入能产生更高的工资和更高的利润，它们又成了支撑更高投资供给价格的因素，那么除了消费品生产之外的工资也需要提高。

如果被融资的投资支出和政府支出出现增长,且这时近似于充分就业,则投资品和消费品的利润都会增长。这将影响企业的雇佣意愿进而提高就业水平,也会导致货币工资的提高。

通货膨胀要想持续,投资和政府支出的货币总数必须增加。这样的增加是通胀持续的必要条件,它是对劳动力强烈而不断增长的需求作出的一种反应, 312 将导致更高的工资。如果投资和政府增加融资活动没有带来货币工资的提高,则通胀将会被打破;工人将得到一个较低的消费标准,利润也不会上涨来支撑资产价格上涨。

工会安排要想引起通胀,被融资的投资和政府支出必须增加。如果政府工资与私人企业工资挂钩,如果政府购买契约是主要的成本加成,并且转移支付与生活成本挂钩,则货币工资的增长将导致政府支出的增长。当联邦政府在对其开销进行债务融资没遇到任何困难时,一项私人部门中的货币工资上涨通过引致政府支出上涨而转化为通胀的制度性安排,已经在我们的经济中形成。

合同货币工资上升与支出性融资之间有一个并不牢固的联系,那就是投资:融资性投资并不会必然随着货币工资的增长而增长。然而,如果融资性投资的货币价值增长慢于货币工资的增长,结果将会导致失业,这继而致使政府支出增加、收入下降。在具有这种特征的经济中,增加融资性政府赤字可以全部或者部分地抵消融资性投资不足对利润产生的影响。

在投资以及政府在商品、劳务和转移支付方面的支出显著增长的时候,工会致力于货币工资大幅增长的努力似乎总能获得成功,从而使得单位劳动成本的加价增加。当可得收入中用于消费支出而不是生产支出的比例上升时,工会显然能够成功地抵抗货币工资购买力的下降。工会做得最好的地方似乎是,保护其成员免受政策和制度特征(比如增加的投资和转移支付,它们可能削减工人的实际收入)所带来的影响。因此,投资者和政府的融资能力决定了通货膨胀的时间将会持续多久。

正如上文提到的,1966年之后那段经济动荡的时期里,政府支出有明显的增加。转移支付、美国中央政府雇员的工资,以及州政府的支出增长速度都快于GNP。但是,经济中快速增长的这部分并没有直接转化成较高的工资来为消费品的生产进行融资。类似地,非生产性的劳动力在总劳动力中的较高比例并不会直接影响技术决定的成本,而是会影响总的成本加价。简单地把货币工资的 313 变动归咎于价格是行不通的:不断变化的成本加价才是货币工资变动的关键所在。

在利用通货膨胀来提高生产工人的实际可支配收入方面,工会从来没有成功的先例。很明显,工会的典型代表,私人雇佣企业中的员工等级在价格通缩

条件下的可支配收入增长方面做得相当好,在那个时期货币工资增长比1966以来通货膨胀时期增长的要缓慢。

当有组织的工人有机会运用某条快速提高的需求曲线,就会出现巨大的工资增长,这种上涨依赖于先前已经发生的增长的需求。投资的繁荣将会导致建筑业工资的增长,投资繁荣的逝去将会导致建筑领域非工会工人份额的增加。医疗保险、医疗补助和第三方(蓝十字和蓝盾牌)支付计划与增加的医疗成本关系更密切,而不是医院、私人疗养院和诊所。当州际高速公路系统大幅提高了货运的效率时,卡车司机的工资也快速增加。

尽管工会的工资谈判会加剧通货膨胀,但是引起通货膨胀的基本推动力却是来自部分支出给经济带来的过剩需求,这部分支出并不是生产消费品获得的收入。在投资品生产工人、政府雇员、转移支付领取者和赚取利润者等这些消费者纷纷要购买额外的消费品份额时,如果从事消费品生产的工人被动地接受实际工资的减少,则通货膨胀会有所减弱。

经过价格调整后的人均消费支出年均增长率在1952—1966年为2.06%,而在1966—1976年为2.47%。与此相对比,一户标准的生产工人家庭在一份雇用工作中所能得到的平均周可支配收入增长率在1952—1966年是1.61%,在1966—1976年是0.06%。生产工人购买消费品的能力落后于总体水平,在1966—1976年期间更为明显。

1952—1966年间,在消费支出以年均2.06%的速度增长的时候,承包建筑工程的工人的可支配收入增长得更快,矿工的可支配收入增长速度(每年1.91%)与消费支出的增长速度相当。不过,联邦政府、州政府和地方政府职员的增长要比总体人均消费增长率快得多。

314 1966—1976年间,在上述所列雇用就业的群体中,只有矿工群体的可支配收入增长速度快于经价格调整后的人均消费支出增长速度(2.47%)。尽管联邦、州和地方政府的职员的薪水增长可观,但他们的工资仍落后于总体消费支出的增长率。

1966—1976年间,虽然工人收入的购买力增长落在后面,但人均消费却在加速增长,实际工资收入之外其他收入所支撑的消费一定在快速增长。由于妇女从事工作和转移支付使劳动力就业大幅度增加,这种由劳动力增加带来的消费可以充当部分解释,另外一部分解释是用更多的利润收入进行消费。

集体谈判中要求调整货币工资,只有在筹措到足够资金的情况下才能实现。如果在可获得资金方面没有相应的增长,货币工资的增长只能伴随着就业的减少和利润相对于价格的下降。而且这样一种边际利润减少反过来将影响投资决策。实际上,不向通货膨胀过程提供必要的投入,货币增长会形成一种过程,

该过程会削弱工会维持现有货币工资和继续要求增加工资的能力。

不过，如果政策环境设定了一个失业率目标或是一个投资产出目标，主张货币工资增加会启动一个通货膨胀过程。在这样的环境中，货币政策和财政政策会被用来给支出融资或者为努力达到投资预期目标而提供激励。如果经济运行偏离了就业和产出的目标，则政府将采取扩张性的财政政策和货币政策，只有在这种情况下，货币工资的自主增长才会导致通货膨胀。在政府承诺建设目标数量的住宅或达到某一失业率水平的情况下，增加货币工资会引起对政府融资和投资支出的增加。仅当货币政策和财政政策是为了保持目标就业水平或产出水平时，货币工资的自我增长才会导致通货膨胀。

仅仅是通过限制工资谈判来应对通货膨胀，不去同时控制那些增加单位劳动力成本加价的需求，最多只能取得暂时的成功。通货膨胀主要来自于对各种产出的需求的反馈，而不是来自于工会的货币工资政策，这些产出是为满足消费品需求才出现在经济中的。

作为福音和祸水的大政府

315

20世纪60年代以来，脆弱而不稳定的金融系统占据了主导地位。大政府的主要作用就在于防止这样的金融系统在羽翼丰满的金融危机、债务通缩和大衰退中彻底垮掉。即便如此，1966年以来的金融灾难仍然与停滞和衰退联系在一起，而且严重性与日俱增。1974—1975年和1981—1982年的衰退尽管糟糕，但好在没有发生大萧条。因此，大政府在阻止债务通缩和深度衰退的时候是一种福音。

我们的联合政府包括州政府、地方政府和联邦政府，作为一个雇主和转移支付的分配者，不仅规模庞大，而且扩张迅速。不仅政府雇员的数量在总就业中的比率增加，而且他们的薪水增加的比其他类型的雇员也要快。不仅如此，转移支付安排还迅速增长而且被有效地指数化。应对1966年经济放缓和1970年、1974—1975年经济衰退的一系列措施又扩大了政府规模。（1981—1982年的国防支出扩张在近些年也起到扩大政府规模的作用。）一旦大政府的扩张快于经济产出的增长，就会引发通货膨胀。通货膨胀会导致无效的投资决策和横征暴敛的税收。因此，大政府在导致通胀的时候就是祸水。

自从20世纪30年代中期以来，美国经济避免了大萧条，主要因为当收入和就业下降时，大政府的模式维持了总需求和利润，并且把安全资产注入投资组合之中。然而，正是大政府避免大萧条的过程导致了通货膨胀，在衰退时期

不断给赤字进行融资，不断向资产组合中注入政府债务，这意味着不断积蓄了在后续扩张期为投资提供融资的能力。

金融不稳定性是具有复杂金融系统的资本主义经济的固有特征。但这并不意味着所有的资本主义都是同样的不稳定。资本主义经济的类型众多，而且我们的想象力可以构造无数可能的资本主义经济。

316 如果我们想做得更好，即使不能消除也必须弱化不稳定性对经济的冲击。这意味着在现有的制度框架下，我们制度和政策的运行机制必须进行变革。没有什么神奇的良方：要做得更好就必须进行重大改革，任何资本资产私人所有、进行私人投资和具有复杂金融系统的经济，都是不稳定的，只有很好地理解这一条，才能最好地去实行改革。实际上，通货膨胀作为不稳定性的一个方面，恰恰产生于为避免不稳定性转变为大萧条而采取的措施之中。

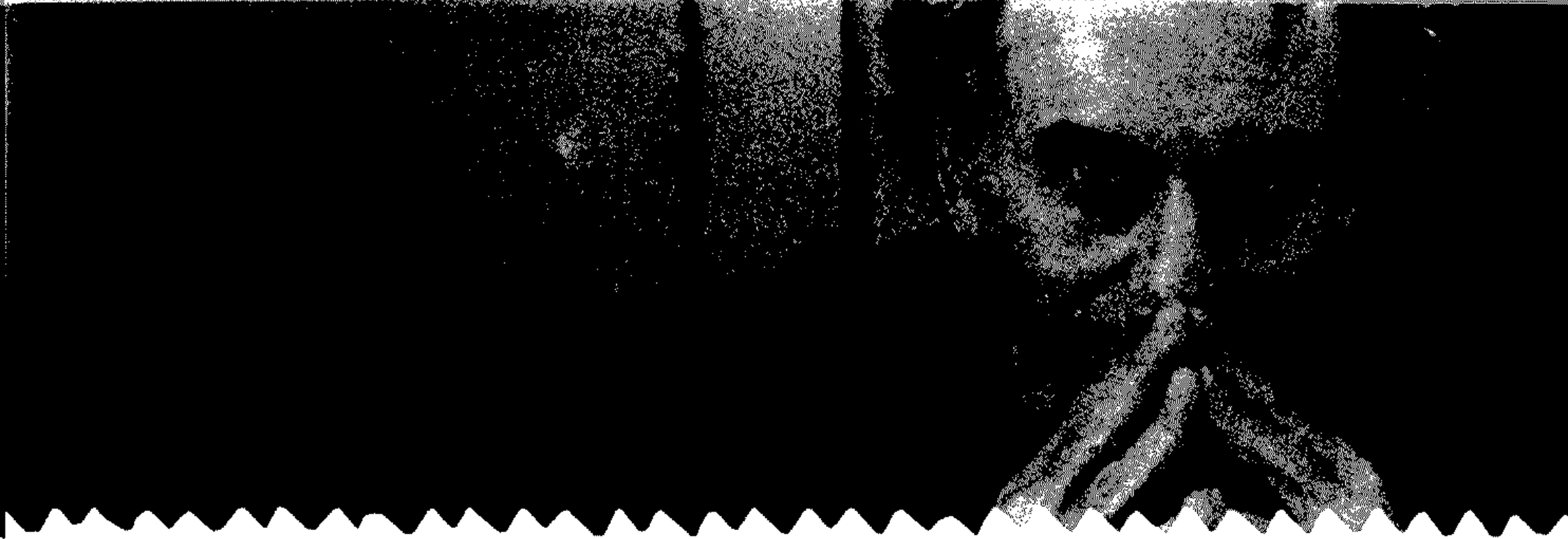
通货膨胀的控制

一旦生产消费品的工资增长快于生产消费品的平均劳动生产率，或者相对于生产消费品的工资总额来说，加价的部分有所增加，消费者价格就会发生通货膨胀。当货币工资适度增长或者加价的部分停止其相对增长，通货膨胀将会缓解。

货币工资的发展历史表明了通货膨胀壁垒的有效性，它能在主要由于加价增长或平均生产率降低导致工资下降的时候，迫使工人接受更低的实际工资。在工会力量弱化而且失业高涨的时候，通货膨胀壁垒就比较高：近期失业率越高，通胀壁垒就越高。此外，高失业率也会削弱工会的力量。因此，高失业率对通货膨胀会产生复合的影响——包括直接影响和通过影响工会力量而产生的间接影响。

即期贸易和服务账户赤字成为对加价有负面作用的决定因素。遏制通胀的一种方法是向经济中投放大量消费品，达到此效果的一种做法就是让国际贸易账户产生大量赤字。

1982年后期失业非常严重，联邦政府计划一面稳定或者削减不断增加的州和地方政府财政支出，同时在1983年和1984年大量向国内进口货物。在存在大规模财政赤字的情况下，通货膨胀率还是降了下来。尽管当时有大规模的财政赤字和宽松的货币供给，里根政府仍然“成功”地缓解了通货膨胀，这主要是不让工资随通货膨胀变动和在国际贸易账户上制造大量赤字的结果。从我们通货膨胀模型的角度看，里根方案控制通货膨胀所取得的成功实属意料之中。



第V部分

政策

政策简述
改革议程

政策简述

人们容易了解什么是有益的事，如果做事情能像了解事情如此简单，则小礼拜堂早已变成大教堂，穷人的陋舍早成为王子的皇宫了。

——《威尼斯商人》

莎士比亚笔下善辩的波西亚概括了经济政策的难题：目标容易确定，但实行——为实现目标建立机构并开始执行就困难多了。人人都认为充分就业、价格稳定和消除贫穷是合意的；但困难在于找到一种办法去实现这些目标或者类似的极好的目标。光有誓言而没有有效操作方案的时代已经结束：我们必须超越“做什么”而更多关注“怎么做”。

我反对提出被看作政策处方的大量政策建议，需要提醒读者的是，与提出政策措施相比，我更愿意诊断困扰经济的问题和分析导致人们不满的原因。我们有必要着手制定一个具有重大变革的方案，但同时我们必须意识到，不可能找到一个一劳永逸的方法消除资本主义的固有缺陷。即使改革方案是成功的，这种成功也只是暂时的。改革尤其是在金融领域的改革，使得不稳定性问题仍然会突然出现；对那些历史上明显的事实而言，结果是相同的，只不过不稳定性的回合不同而已。

政治领导人和充当他们顾问的经济学家们通常承诺的比他们或者经济体实际能做到的要多，他们应为此承担责任。已有的这些顾问没能够让政治领导阶层和公众清楚地了解经济进程的局限性和管理者能对政策效果施加影响的能力。作为顾问的经济学家们没能教会立法者和管理者，尽管政府可以做出打算，但实际发挥作用的仍旧是经济本身。准确地讲，我们的经济决策层好像不明白，是经济自身的正常运行导致了金融创伤和金融危机、通货膨胀、通货紧缩、失业和贫困，这些还只是实际上全部结果的一部分——简而言之，具有复杂金融体系的资本主义存在着天然的缺陷。

经济顾问，不论是自由主义者还是保守主义者，都坚信经济具有“稳健性”

这个基本原理。一旦发现有些方面出现问题，他们也许会转而支持采取改变美联储运行机制、税收改革、国家医疗保险和消除贫困等政策，但总而言之，他们满足于当代资本主义的基本制度设置。依照当今的信条，失灵是第二位的而不是最重要的特征。

事实上，为政策提供咨询的经济学家们在很多细节上也存在分歧：有的主张通过财政方面的调整来调节经济，有的则主张通过稳定的货币增长来获得无通货膨胀的自然就业率。不过，两者都不认为资本主义有什么根本的问题。在他们看来，1966年的信用危机、1970年的破产清算、1974—1975年的通货膨胀高涨以及1981—1982年来自国内外的困难，这些失常状况主要是由于“冲击”或“失误”造成的。由于不存在根本性的问题，经济学家们也就认为并不需要深层次的矫正措施来调节经济。

真实的情况是，我们的经济存在根本性的问题。正如我们所知，资本主义经济由于其投资和融资过程引入了大量内生的不稳定因素而存在着天然的缺陷。资本主义经济中的市场不能很好地提供特定用途的、经久耐用的、昂贵的资本资产。事实上，制定政策所依据的主要经济理论并未考虑当前存在的资本资产和融资关系。基本的分配导向理论并没有直接考虑华尔街的行为以及银行家为了进行生产和投资的投入，但实际上前者深受后者影响。

近些年经济政策的争论主要集中于，为了实现经济稳定和经济增长，到底实施多少财政政策和多少货币政策是必需的。如果我们要在未来做得更好，就必须发起一场超越财政政策和货币政策标准和方法的严肃辩论。这场辩论将承认经济的不稳定性，而且将查明这种内生的不稳定性是否会被我们的制度体制和政策干预所放大或削弱。

321 作为第一步，必须准备一个公众讨论的议程。由于该议程确定了将要讨论的内容，而且这些内容提出的方式可能会影响到决策，所以提出这么个议程是很重要的。在1966年埃塞克斯大学的一次演讲中，作为一个佐证和对王子提问的回应，诺贝尔经济学奖得主詹姆斯·托宾恰当地阐述了顾问的作用。他指出，“如何陈述问题和如何组织相关信息的措辞对解决方案有重大影响”¹。这样，当局不了解讨论中所谓的“平衡”仅存在于二战后很短的时期内，而且没有证据表明这种“平衡”仍然存在，就会发出愚蠢的措辞，要在失业和通货膨胀之间取得平衡。然而，由于在经济理论和制定咨询政策的计量模型中引入了这种平衡，政策问题就会用与“平衡”有关的术语加以表述。这些模型不考虑这种平衡是否反映了不断增加的就业形成的产出的特点：通过生产更多的消费

1 James Tobin, "The Intellectual Revolution in United States Policy-Making," Noel Burton Lecture, University of Essex, 1966, P.14.

品来实现低失业率(通货紧缩性的),与通过政府增加转移支付、国防支出或者生产更多的投资品来实现低失业率(通货膨胀性的),这两者是没有区别的。

准确地讲,在宫廷政治中最重要的事情就是符合王子殿下下的意志。如果经济学太过重要以至于不能让经济学家把它遗弃,则对那些经济学家朝臣们当然更是重要而不能遗弃的。要朝着新的方向发展,经济问题必须成为重要的公共事务和可以讨论的对象。管理精英和顾问们绝不可能提出重大改革,因为他们本身正是现存制度的缔造者。除非公众能够理解变革的原因,否则他们不会接收变革的成本;对改革而言,理解是合法性的基础。

议程的重要性

托宾把议院知识分子角色的定义描述为控制议程。王子和公众们要依靠知识分子解决问题并提出可供选择的方法。在民主政治中,对问题的界定甚至是 322 为进一步斟酌而提出问题的顺序,都会对结果产生影响。例如,20世纪70年代国会对预算程序的攻击,就是要使最终预算能反映总体的情况,而不是批准一连串无关紧要的事项。当前的一些立法,从包括各种转移支付的农业支持计划到进口限额,并不是整个经济存在内在连贯性观点的一种反映,而是一种反映了国会、各方管理当局和公众对问题认识的大杂烩。因此,当前的经济结构就成了不考虑计划和制度之间相互作用的一系列决策的结果。

如今的经济危机虽不像20世纪30年代的危机那样异常危险,但仍旧意义深远。自1965年后连年的波动、通货膨胀和长期的高失业状况不尽如人意,在战后初期曾发挥很好作用的政策也不能再取得预期的结果。不仅如此,对我们应该采取何种措施,更是莫衷一是。正当公司代言人正游说议员通过立法将他们的垄断势力进行制度化和法制化的时候,保守派却在大力提倡解除对市场的管制。技术进步和工业革命正在使传统的企业类型的划分变得过时,与此同时,商人和银行家们因预见到将放松他们所在领域的进入门槛而在恐慌中撤出。实际上,美国企业在口头上要放松对企业的管制、信奉亚当斯密的信条,但同时却努力维持并不断使之法制化斯密最痛恨的事情——即国家干预下的垄断势力。

是自由主义者,而不是对资本主义进行尖锐批评的批评家和倡导创新性试验和变革的先驱们,能够与过去很好地结合。他们主张最低工资的上涨,不管这些法律是否服从于大萧条之后的实际政策目标,当时政策目标是再通胀。自由主义者不愿勇敢地面对与过去一脉相承的政策缺陷,而且更重要的是,他

们惮于走向新的方向。

323 结果是，没有分析和概念，我们只得到以下口号：市场自由化、经济增长、国家计划、供给经济学政策、产业政策——一些不严密的词汇，既不能说明政策目标是什么，又不能说明如何达到政策目标。各种改革方案都基于对市场作用的优势和劣势的误解。政策建议缺乏智慧的原因之一是这些政策建议仍然是建立在一些来自新凯恩斯主义理论的观念之上。尽管经济理论与政策是相关的（不了解经济如何运行就不能找到治愈的良方），但如果一种经济理论要与政策相关，真实世界所发生的事件必须在该理论中也是可能的事件。仅从这点上看，主流经济理论是失败的；如果主流经济理论的核心是可信的，那么我们的经济中就不会出现如此明显的不稳定性。

当今的经济政策是一种拼凑物。每种为了弥补某方面缺陷而设计的变革都会对经济和社会生活中其他方面造成负面影响。每一种特别的干预都会孕育着进一步的干预。如果我们希望改善已有的政策，必须发起一场制度和结构方面的划时代改革，这场改革将阻止滑向不稳定性和通货膨胀。然而，在这点上主流经济理论并没有提供给我们任何指导，因为那些问题都不在理论相关领域之内。一场全新的改革不单单是一系列零碎的革新。更准确地讲，必须形成一套彻底的、综合的解决经济问题的办法。政策必须涉及所有的经济领域，并且把零碎的政策以一种协调的有效的方式组织起来：零碎的措施和拼凑的变革只能使情况更糟。

物质充足中的贫困和缺乏幸福感的富有几乎是更深层次混乱的征兆。²正如我们所指出的，持续的金融和经济不稳定性是资本主义经济中的常态。通过私人投资以及政府转移支付和扩张的国防开支来实现经济增长的承诺扩大了金融不稳定性和长期通货膨胀。事实上，我们的问题在某种程度上是我们选择以一种不加注意忽视后果的方式而运行经济的结果。现在需要改变政策策略了。我们必须回到1933年，建立一套政策结构，这些政策建立在对经济如何产生金融脆弱性、失业和通货膨胀的理解之上。

可采用的方法

324 保守派主张的自由市场、自由主义者承诺的经济增长以及假激进主义分子主张的国家计划和产业政策，这三个政策口号有个共同点：支撑他们制定政策的经济分析是前凯恩斯主义。正如经济理论中从来没有真正发生过凯恩斯革命

2 Tibor Scitovsky, *The Foolish Economy* (New York: Oxford University Press, 1976)

一样,政策方面也从来没有发生过凯恩斯革命。除了阿尔文·汉森对大萧条的政策处方外,没有人真正通过对凯恩斯政策内涵的思考得出结论(更少去贯彻实行了)。政策制定者及当事人从凯恩斯那里吸收的全部内容就是对大萧条经济的分析和一种赤字财政政策工具。凯恩斯对资本主义深刻的批判和他做出的革新经济思想以便更好地处理投资和融资关系的巨大努力都被丢弃了。即使在经济学专业人士的头脑里,特别是在几乎所有的政治家和公众的头脑中,凯恩斯主义经济学演变为一系列对货币政策和财政政策的简单化指导原则。现在我们需要的是—项政策战略。这种战略建立在一种经济理论之上,该经济理论承认我们的经济是资本主义经济,具有复杂的融资结构,由于这种经济的内部运行程序而导致了不稳定。实际上,我们必须根据理论制定政策,这种理论建立在从凯恩斯贡献中丢失的而转化为传统理论一部分的内容之上。

从建立凯恩斯主义的理论视角得出以下要点:

1. 尽管市场机制是无数无关紧要决策的有效调控工具,但在重要的公平、效率和稳定性方面却出现失灵。
 2. 像我们目前的高度发展的、复杂的、动态的金融体系,内生地会产生严重的不稳定因素,以致深度衰退是不干预资本主义的必然结果:金融秩序不能仅靠市场力量来解决。
 3. 对于一个资本投资为个人国民收入重要部分(Private Natronal Product, PNP)、投资品生产成本昂贵的经济而言,分散的市场机制尤其不稳定和低效。
 4. 在一个资本主义形态的机构里,金融资源不会被冒险地放在没有垄断势力保护的大规模耐用资产上。因此,一些通过立法取得合法地位和—in 制度上宣布合法的垄断行业 and 商品供应垄断行业是必需的,即使这些行业将来要被私有化。税款包收入这种特殊形式是对资本密集型垄断行业 and 商品供应垄断行业最好的诠释。对大规模资本密集型产品的公共调控(即使不是彻底的公共所有)是必需的。
 5. 拥有大政府的资本主义比拥有小政府的资本主义要稳定得多:这个结论可以被上—世纪的实际情况和虑及金融制度的经济理论所佐证。这种更大的稳定性来自于政府赤字作为在稳定收益过程中—种反周期现象的影响。不过,当发生通货膨胀时,如果大政府不打算助长通货膨胀,必须通过预算盈余去抑制利润。
 6. 由于大政府的预算体系必须具有在出现通货膨胀时产生预算盈余的内在能力,税收收入必须占国民生产总值的很大比例。因此,税收体系的设计至关重要,税收可以导致分配无效率,同时也可以引发人为设计的逃税和避税行为。
- 除了理论中包含的这几个方面,许多历史事实、制度特征和政策突破必须

被整合到作为经济政策基础的任何新理论中。

1. 我们经济的制度体系是基于前凯恩斯主义。这种制度体系多半是罗斯福时代的产物，并且反映了一种源自大萧条的提倡投资和资本密集、反对劳动力过分参与和通货紧缩的成见。一旦大政府成功消除了持续的深度萧条的威胁，这种罗斯福式的制度体系就会使经济出现通货膨胀压力。

2. 把强调投资和经济增长而不是就业作为政策目标是个错误。充分就业的经济一定会扩张，但一个把目标定在通过引起资本密集型私人投资的制度设置来加速经济增长的经济，不仅得不到增长，而且可能不断加剧在收入分配方面的不公平、在技术选择中的无效率和整体运行上的不稳定。

3. 目前还难以断定是否应该把强调资本密集型生产看作理论或政策的失败。当然也不能断定强调投资可以带来就业、收入、增长、价格稳定等所有好的结果。而且实际上，不适当的投资和不适当的为投资融资会阻止充分就业、消费增加、经济增长和价格稳定。

4. 一个过于广泛和成本高昂的转移支付体系会在全社会中破坏稳定，将减少实际国民收入，使经济产生通货膨胀压力。

5. 我们的经济是以私人的决策被公共部门给予普遍深入的确认为特征的，即使这些确认有损于效率和公平。这反映了人们对不确定性的天然恐惧。凯恩斯经济学的结论是，总的周期性不确定性可以被灵活的干预所限制，一套灵活的整体性干预体系使得具体的干预变得并不必需而且不受欢迎。

6. 政策必须始终承认，能够被有效管理和控制的范围是有限的。管理者胜任能力上的局限性使政策偏向于需要最少管理的机制；特别是对于利用和操纵的各种市场机制而言，人们更希望具有一些能影响经济具体方面的监管和控制。

必须强调的是，一份以充分就业、价格稳定和更加公平为目标的方案不是一劳永逸的。不存在魔法般的经济弹药，也不存在一套方案或改革永远发挥作用。从这个角度讲，如果没有配合一些必要的配套措施，总的改革方案中的各个部分可能是无用的。任何使状况改善的方案一定是需要付出代价的，有些方面可能在其他方面情况好转时境况变得更糟，要想维持现状也需要付出一定的代价。不过，建立一个以就业为导向而不是以增长为导向的经济改革方案会很快显现出好处。这个主要目标是人本经济向人本社会迈进的第一步。

改革议程

一套改革方案，要想不仅仅是反映一些成见，它必须建立对当前体系进行 327 批判的基础之上，能够识别出现了什么问题而且能解释为什么出现了这些问题。我们对问题的判断过于简单。20 世纪 60 年代中期以来，经济就以动荡为特征，形式上表现为金融不稳定、通货膨胀和不断增加的失业，同时还出现人们生活水平改善的步伐大幅放缓。这种动荡与之前 20 年出现的经济平稳运行和不断进步形成鲜明的对比。

由分析式的争论得出如下结论，动荡特别是金融不稳定是资本主义经济的常态。1946 年至 1966 年期间经济平稳运行的时代是反常的。而且，资本主义的内在不稳定性要归因于以下几方面：盈利依靠投资、偿还企业债务依靠盈利、投资依赖于获得外部融资。而取得融资就预示着先前的债务和用于购买资本资产的价格正在被当前的盈利所弥补。资本主义是不稳定的，因为它是一个把过去、现在和将来捆绑在一起的融资和不断积累的体系。

里根政府的经济政策建立在以下观念之上：一是大政府是无效率和通货膨胀 328 的原因；一种忽略了作为资本主义积累过程关键因素的融资关系的纯价格理论，完全能够描绘经济的走向。但是现存的包含产品、劳动和金融市场的制度体系，主要是在罗斯福任期的最初几年形成的，它们实际上并不适合具有大政府的资本主义。罗斯福的改革是在出现凯恩斯“通论”之前实行的，它反映了大萧条中因恶性竞争理论导致的通货紧缩，而不是对凯恩斯的总需求理论或卡莱茨基的收入决定理论的诠释：罗斯福的改革体系是“前凯恩斯主义”。

罗斯福新政以来发生的制度演化和立法变化，包括里根任期在内，并没有改变富兰克林·罗斯福在最初任期内确立的制度体系的基本特征。由于我们的经济体系自 20 世纪 30 年代以来保持了本质上的连续性，所以在经济政策方面根本没有发生过凯恩斯革命。制度体系并没有主动去反映以下常识，即偶尔发生

的而且经常会发生在 1933 年前小政府资本主义中的总需求和利润大幅减少，在二战后居主要地位的大政府资本主义中从来没有成为一种明显的、现实的风险。1967 年以来，尽管存在大萧条中的波动性、通货膨胀和失业率不断提高的周期性倾向，但用于维持总需求和利润的货币政策和财政政策工具还是取得了明显成功。政策问题就是要在不增加大萧条可能性的情况下，设计制度体系和工具以削弱通货膨胀、失业冲击和生活水平改善放慢的状况。

二战以后直到 20 世纪 60 年代中期，用权威的希克斯—汉森模型来诠释凯恩斯的需求管理理论获得了成功。最有说服力的就是，最近一些年需求管理和最终贷款人干预避免了出现大萧条。

从不出现大萧条这个标准来看，美国经济 1967 年以来的表现要好于二战后那个时期的表现，即使就稳定性、失业、增长和收入分配方面而言，1967 年以来不如 1946—1966 那个时期。二战后的头二十年对经济可能是一种实践的检验，这段时期以健康的金融、可靠的财政状况和规模大但却不过度干预的政府为特征。

我提出的一揽子改革方案的议程将分以下四个标题展开：大政府（规模、支出和税收）、就业战略、金融改革和垄断力量。方案的细节当然还是可以讨论的，
329 难点在于单向度的或巧妙的方案，通常要配合诸如供给政策、货币政策和产业政策，实施起来很难。这份议程是一种理论观点的产物，该理论观点承认资本主义具有与生俱来的和不可避免的缺陷。不过，即使所有的资本主义都存在缺陷，我们仍然能建立一种资本主义，使其存在的缺陷远不如 1967 年以来那么明显。

一份改革方案需要考虑到控制市场机制的优势和局限性。分散的市场对于呵护经济中的产出和价格来说是个良好的机制，但是对于确保稳定性和保障效率来说，由于在生产中使用大量昂贵的资本资产，它就不是一个完美的机制了。但最重要的是，决定了资本资产价格和投资流的资本主义市场过程，向系统内引入了巨大的不稳定力量。一旦我们建立一种制度体系，在该体系中，当利润稳定时不可能再获得充分就业之外的发展，那么经济的具体细节就可以交给市场过程去处理了。

由于政府和管理能力方面存在局限，因此，就协调和控制而言，分散的市场是一种相对更好的机制。由于市场中的交易是由盈利的机会决定的，易于管理的税收和津贴工具理所当然也可以成为众多政策工具的一部分。

资本主义由于孕育着不公平、无效率和不稳定而天然地存在缺陷，这种主

张让我们不必为制定政策而设置一种特殊背景。不过，尽管不公平和无效率很严重，但它们并不能成为阻碍经济持续运行的障碍。不稳定性和奥威尔所谓的“对失业的莫名恐惧”¹是资本主义的致命弱点。一旦消除“失业恐惧”的技术问题解决了，经济计划就是最小化不公平的最好方案。这就意味着优先选择低投资、高消费和充分就业的经济，对小企业有促进的作用，最小化官僚机构。（最小化被分配作为官僚结构工资的利润将有助于抑制不稳定性。）

效率是一个容易被遗忘的目标。经济学家们立即得出结论，一个简单的竞争性交换经济就是有效率的。经济学家对收入有着特殊看法，他们认为治疗环境引起的疾病的成本是收入，而预防这种疾病的投入不是收入，这种主张是对效率概念错觉的微不足道的例证。在更深的层次上，吉恩和彼得·格雷指出，³³⁰存在不同类型的效率，一个旨在提高分配效率的体系可能在稳定性方面是无效率的。²

在国民收入被作为经济业绩衡量标准之前，托马斯·纳夫·皮考克在其作品《科特切瓦岛》中，就让其中的角色 Dr. Folliott 有如下评论，“国家是最好的东西，它与别国结好，有着在无数人之间进行分配的无数的生活必需品；有着无数的诚心和为了共同利益而组建的坚强军队。”

大政府

当今的资本主义之所以要好于以前带给我们大萧条的资本主义，大政府是最重要的原因。在有大政府的情况下，滑向深度衰退的同时政府会通过大规模财政赤字来维持或增加企业利润。利润维持了，产出和就业就得以维持。如果正确安排政府的税收和支出计划，大政府还能阻止通货膨胀。不过，认为有必要存在大政府的主张并不意味着政府有必要像我们当前的政府这么大，当今政府的支出、税收和监管体系既不是必需的，也非合意的。其中每一种体系都会产生系统性影响，20世纪70年代和80年代发生的令人烦恼的通货膨胀主要归因于当时存在而且现在仍然存在的大政府。

1 Orwell, George, "Looking Back on the Spanish War", *Homage to Catalonia* (New York Penguin), p.244.

2 Gray, Jean M. and H. Peter, "The Multinational Bank: A Financial MNC?" *Journal of Banking and Finance* 5 (Amsterdam: North Holland Publishing Co., 1981), pp.33-36.

大政府应该有多大

在对能够促进就业和有效防止通货膨胀的新制度给出定义之前，我们需要确定大政府到底应该有多大。大政府必须大到足以确保私人投资的波动可以被政府赤字所抵消，以便保持利润稳定。这意味着政府必须具有与投资相同或更大的规模。

私人投资在 1929 年和 1930 年显著下降，降幅超过了三分之一。大政府时 33 代最大的单年度下滑发生在 1974—1975 年(当时私人投资下降了 10.0%)，以及 1981—1982 年(私人投资下降了 14%)。在 1929 年和 1930 年，联邦政府拥有约 9 亿美元的盈余(参见表 13.1)。因此，在 1930 年私人投资和政府赤字的数额下降了 61 亿美元，几乎相当于 1929 年 153 亿美元的 40%。在 1974 年，政府赤字是 110 美元，1975 年是 690 亿美元：这 580 亿美元赤字的增加足以弥补 230 亿美元私人投资的减少。在 1981 年，联邦政府赤字为 640 亿美元，1982 年达到了 1480 亿美元，增加了 840 亿美元。这足以弥补 690 亿美元投资的减少。

1929—1930 年时期与最近低迷时期的区别在于，对企业盈利行为的影响大不相同：1929 年公司盈利为 101 亿美元，1930 年是 66 亿美元，1933 年变为亏损 17 亿美元。1974 年公司盈利达到 836 亿美元，而到了 1975 年上升至 959 亿美元。因此，在 1930 年，政府的影响并不能维持盈利，而在 1974—1975 年的衰退期间盈利实际上却增长了。由于利润得以维持，衰退很快停止并出现了逆转。

表 13.2 显示了若干年度总的私人国内投资和联邦政府支出的相对规模。1929 年联邦政府支出占 GNP 的 2.5%；在 1940 年，由于国家参加了第二次世界大战，政府支出占 GNP 的比重达到 10%。二战以来，联邦政府支出占 GNP 的比重从头几年的 14%上升到 1983 年的近 25%。(在衰退年份 1981 年达到了 27%。)

表 13.1 私人投资和政府赤字，1929—1930 年、1933 年、1974—1975 年和 1981—1983 年

	1929	1930	1933	1974	1975	1981	1982	1983
总的私人投资	16.2	10.1	1.4	229	206	484	415	472
政府赤字	-0.9	-0.9	+1.3	+11	+69	+64	+148	179
合 计	15.3	9.2	2.7	240	275	548	563	651

资料来源： *Economic Report of the President*, February 1985, U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., 1985, Table B15 and B74.

表 13.2 总的私人投资和联邦政府支出

年 份	GNP	总私人国内投资	联邦政府支出	占 GNP 比重(百分比)	
				私人投资	联邦政府支出
1929	103.4	16.2	2.6	15.7	2.5
1933	55.8	1.4	4.0	2.5	7.2
1940	100.0	13.1	10.0	13.1	10.0
1950	286.2	53.8	40.8	18.8	14.3
1955	400.0	68.4	68.1	17.1	17.0
1960	506.5	75.9	93.1	15.0	18.4
1965	691.1	113.5	123.8	16.4	17.9
1970	992.7	144.2	204.2	14.5	20.6
1975	1549.2	206.1	356.6	13.3	23.0
1980	2631.7	401.9	602.1	15.7	22.9
1983	3304.8	471.6	819.7	14.3	24.8

资料来源: *Economic Report of the President*, February 1985, U.S. Government Printing Office, Washington, D.C. 1985, Table B1.

很明显, 在一个充分就业所需投资约占 GNP16%—17%的经济中, 联邦政府支出占 GNP 约 2.5%的水平难以产生足以稳定经济中的利润的赤字。同时似乎也可以推断出, 按照目前的结构, 占 GNP 20%以上的政府支出和政府赤字至少应对过去十年中的通货膨胀加速负一部分责任。

在 1929 年, GNP 是 1034 亿美元, 投资是 162 亿美元, 占 GNP 的 15.7%。在 1933 年, GNP 是 558 亿美元, 投资是 14 亿美元, 占 GNP 的 2.5%。如果收入和投资在那段时期都以每年 3%的速度增长, GNP 将达到 1164 亿美元, 投资将达到 182 亿美元。

1929—1933 年的经验表明, 政府的规模必须足够大, 以便抵消投资比充分就业水平下降大约 10%对利润产生的影响。这意味着, 政府支出至少要与投资有相同的数量级。一个政府的支出占 GNP 的比重至少达到 16%并且可能达到 20%的水平, 对于防止经济出现投资和利润灾难性的下降来说是必需的。

在 1983 年(复苏期), GNP 达到 33048 亿美元, 全年失业率达到 9.5%。如果我们把历史上曾出现的 6%的失业率作为我们实现充分就业的暂定标准, 并且利用失业率每降低 1 个百分点 GNP 要增加 3%的一般规律, 我们得到一个实现充分就业时 GNP 的粗略估计值为 36000 亿美元。这意味着占 GNP 16%比重的政府支出为 5760 亿美元, 占 GNP 18%比重的政府支出为 6480 亿美元, 占 GNP

20%比重的政府支出为 7200 亿美元。1983 年政府收入估计为 6430 亿美元，支出为 8262 亿美元；复苏时期的收入和支出几乎分别占到实现充分就业的 GNP 的 18%和 23%。在一个能产生赤字的政府中，利用充分就业时以 GNP 的 16%—17%进行投资就能稳定住经济中的利润，按照上述标准，当时的政府支出可能太大了。

然而，由于 GNP 低于充分就业时的水平，政府支出应该高于、收入应该低于各自的充分就业水平。1983 年的财政赤字为 1860 亿美元，大约占充分就业时收入的 5%。1983 年的投资大约为 470 亿美元，占充分就业时收入粗略估计额的 13.1%。如果我们把 GNP 的 16%—17%作为大政府经济中充分就业时的投资，那么赤字的数量级要比稳定总利润所必需的数量要略大些。

根据政府支出应该达到 GNP 20%(7200 亿美元)这一大方的标准，在 1983 年税收体系并没有出现不协调的情况。但是如果能够实现接近充分就业状态，那支出体系就过大，比预算平衡要多支出 1000 亿美元。

政府的活动范围：政府应该做什么

假定 1983 年实现充分就业时的 GNP 大概是 36000 亿美元，保持稳定性需要政府支出占 GNP 的 20%或者是 7200 亿美元，可能出现我们没有足够有力的方案达到政府必需支出标准的情况。不幸的是，在一个表面上排斥战争但却进行军备竞赛的世界里，军队占用了大量的 GNP，以至于大政府的财力创造和用在慈善和文化方面的支出被大大限制了。

334 尽管政府通常被贬损为一个无效的官僚机构，只知道为官员和趋炎附势者而不是为公众的利益服务，但在不久之前，政府曾经是有效率的(尽管经常有官僚主义)为选举权人提供服务的机构。由于我们要避免大萧条就必须保留大政府，为了创造和维持一个有效率的政府机构，必须投入政治和智力资源。

一脉相承的方案需要占用 1983 年实现充分就业 GNP 估计值的大约 22.4%。为了高效利用大政府，我们支持采用就业战略，这大约需要占用充分就业 GNP 的 1.25%；支持对儿童补贴，这大约需要占用充分就业 GNP 的 1.33%。上述措施意味着一脉相承的方案和就业战略需要占用充分就业 GNP 的 25%略少一些。儿童补贴和就业方案可以让我们免除几乎所有的对有未独立子女家庭的补助计划(Aid to Families with Dependent Children, AFDC)和大量的失业保险。

由于征税方案应该在目标失业率前提下平衡支出，因此必须制定出一项能够征收到同一充分就业 GNP 20%的税收方案。不过，在存在转移支付的情况下，可征税收入的基础中应该完全包括转移支付收入。儿童补贴将支付 1.33%的充

分就业 GNP，税收体系可以征收总支出的 25%。

理论分析强调经济过程的财力创造方面。甚至在“通论”以前，凯恩斯在其他著作中就强调通过举债搞公共建设工程对控制和降低失业的价值。由于公共建设工程大多数情况下给后人留下了公路、学校、医院等(如今称为基础设施)，通论中早期的重点和最初的解释导致了强调主要创造出大量公共资本资产的公共就业。但在战后一段时期，政府规模巨大是因为有了为提供“从摇篮到坟墓”的社会保障的转移支付。

政策的发展方向总体上应该用资源创造性的公共支出代替大量的转移支付和福利，这些转移支付和福利现在构成了非军事支出的重要组成部分(参见表 13.3)。通过把社会保障和其他方案保持在当前水平，大幅度削减政府支出中的利息支出，削减非老龄人口、幸存者、残疾人和健康保险(OASDHI)方面的支出，我们能制定出一份支出低于 20%GNP 这一指导方针的方案。如果公民、国会和政府想要增加国防开支或者增加非 OASDHI 支出，那么就要增加实现充分就业时的税收收入。

表 13.3 预算支出占实际 GNP 的百分比和占充分就业 GNP 估计值的百分比，1983 财年

项 目	占充分就业 GNP 的百分比(%)		
	占实际 GNP 百分比(%)	实际预算	目标预算
总支出	24.7	22.5	20.35
国防支出	6.5	5.9	5.3
净利息	2.8	2.5	1.75
非 OASDHI 支出	8.4	7.6	7.00
社会保障	5.3	4.8	4.80
医疗卫生	1.6	1.5	1.50

*OASCHI=Old Age, Survivors, Disability and Health Insurance.

资料来源: *Economic Report of the President*, February, 1984, U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., 1984, Table 1.1, p.29, 以及作者的计算。

主要的变数将在于非社会保障支出方面。占 GNP1.33%的儿童补贴和确保 335 人们容易从工作中获得最低收入的一系列方案(支出大约占 GDP 的 1.17%)，将列入政府支出。如果政府的总体支出目标是达到 GNP 的 20%，这就要求必须对非社会保障和非国防支出方案重新进行重大调整。

重新调整政府转移支付体系的一个目标是，消除转移支付对工人参与劳动力市场造成的障碍，其中有两个障碍：一个是经过验证的对有未独立子女家庭的补助计划(AFDC)，另一个是社会保障法中限制社会保障享受人的工作收入的

规定。

在1983年,美国拥有5500万年龄在16岁以下的儿童,有1600万16岁至19岁的青年。儿童补贴是每人每年900美元(每月75美元),在16岁生日时停止发放,这大约需要支出495亿美元或接近充分就业时GNP的1.33%。下面讨论的青年就业和保留特种兵方案将为16岁以上的年轻人提供通过工作获取收入的机会。

来自儿童补贴的收入以及来自青年就业和保留特种兵方案的收入应该成为家庭应税收入基础的一部分。因此,两种方案都要通过被纳入税基而部分地被政府征回。普遍的儿童补贴可以帮助那些拥有工作却因为家庭过于庞大而贫困的人们脱离贫困。

336 改革议程也必须考虑农业方面的政府支出。即使在一个实现充分就业的经济中,农民也需要受到保护,以防止其产出的价格出现严重下跌。不过,如果农业生产率的提高大于制造业生产率提高的话,这种保护不应该阻止农业消费价格的下滑,过去五十多年就是如此。

平衡预算的重要性

有关预算的任何讨论都存在一个初始条件,即规模庞大的政府债务。在1983财年末总的联邦债务是13820亿美元,不过其中大约2400亿美元被公共机构持有,1550亿美元被联邦储备体系持有。这样,大约10000亿美元的债务是被银行、保险公司、外国政府和其他“私人”企业持有。

债务包括了付款承诺,它承诺按期付款。由于这些承诺要有付出,每个债务人都必须能产生对其自身有利的正的现金流。取得正的现金流要通过在多个市场上操作,在这些市场上进行买卖,以使获得的现金流减去操作成本后仍大于偿还债务所需要的还款额。“必须能”并不意味着就一定能做到。一家企业可能在相当长时期内都只有负的现金流,但它的债务仍然具有价值,因为人们可以接受暂时存在负的现金流。这家企业在某种根据合理预期会出现的环境下将会有正的现金流。如此,由于战争是短暂的,胜利是可以预见的,而且由于具有在和平时期过多的美国国债出现减少的先例,美国才可能在二战期间拥有大规模赤字,并且在债务质量上没有出现恶化。

如果存在一个适当的税收和支出制度,能够在合理的和可达到的环境中取得良好的现金流(盈余),政府就能在不使信用状况恶化的情况下在衰退期间实行赤字政策。

政府债务没什么特别之处,也可能出现大幅增加现象。对国外持有的外债

而言，这种大幅增加将导致本国货币在外汇市场上贬值；对于国内债务而言，债务大幅增加能导致通货膨胀，需要对已持有债务的人支付更高的利息。

当投资者持有政府债务的愿望发生动摇时，为了保持政府债务的名义价格，如果中央银行——美联储将政府债务货币化，则可能引发对美联储以及商业银 337 行的债务的恐慌。就像私营企业的债务必须由利润加以保障一样，银行债务要由来自资产的收入加以保障，外国债务要由出口盈余加以保障，政府债务必须由税收收入超过当前支出额的部分给予保障。这种具有保障作用的现金流并不需要在每一时刻都能预测出来，只要存在产生正现金流的合理环境就足够了。

因此，为了保证政府债务被广泛接受，税收和支出方案必须存在盈余——不是现在而是战争结束之时或失业率达到 6% 之时。直到 1981 年里根的税收政策出台之前，美国政府预算即使不处于实际盈余状态，也一直是处于潜在盈余状态。

里根的税收政策和军备计划开创了结构性赤字，人们预测这将占到 GNP 中的主要部分，至少 1989 财年会是这样(参见表 13.4)。对资产管理者和那些卷入银行创造头寸操作中的人来说，一份在 1989 年把赤字削减到占充分就业 GNP 的 3.6% 的方案，就是如人们所预期的在未来严重的赤字将占上风的方案。里根的财政政策暗含了一层意思，那就是通货膨胀会导致美元恐慌，或者大量的债务违约。不论哪种方式，随着市场作出反应以及随着美联储维护美元或阻止通货膨胀的努力，利率将被推向新高。

表 13.4 预期赤字占预期 GMP 的百分比

财 政 年 度		百 分 比 (%)
实际执行情况	1983	6.1
	1984	5.3
	1985	5.3
	1986	5.1
	1987	4.8
	1988	4.1
	1989	3.6

资料来源: *Economic Report of the President*, February 1984,U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., 1984, Table 1.1, p. 29.

再重申一次，任何背负大规模未偿还债务的机构，即使在不会出现债务恶 338 化的情况下，也不能离开最起码的现金流盈余过多或者时间过久。任何偏离政

府预算平衡或者预算盈余的情况都会被认为是暂时的——战争会结束，创造财力的计划会实现，或者是收入将达到充分就业的水平。

在经济取得预期业绩的情况下，政府财政预算要取得平衡或者盈余，而当经济状况低于预期时出现赤字，其中的另外一个原因是赤字增加了利润，盈余减少了利润。企业利润是决定资本主义经济良好运行的关键因素。调控经济总体业绩的政策需要一个能够影响利润的工具。货币政策就是这样一个工具，但是正如前面讨论过的，货币政策将首先通过影响资产价值以及企业、家庭和金融机构的流动性和偿付能力来影响收入和就业。旨在控制不适当扩张和通货膨胀的货币政策要通过影响金融市场和资产价值来发挥作用。旨在刺激扩张的货币政策要通过控制利率和信用的可获得性来发挥作用，如果当前的和预期的利润较低，则不会导致投资增加。一个大政府，如果它的财政预算在收入和通货膨胀处于高水平时可以产生盈余，在投资和收入处于低水平时可以产生赤字，那么这样的大政府是一个重要而有效的经济稳定器。

再来看美国政府债务质量的现实问题，目标应该是取得预算平衡，并且在轻而易举就能达到的业绩水平上形成盈余。尽管自1960年以来每年的失业率已经降到3.4%的水平，但过去十年中经济的糟糕业绩表明，能够在失业率（如目前统计）为6%时平衡财政预算的税收和支出计划应该成为当前的目标。

在税收体系中，税收收入依赖于个人所得税和增值税，它们与名义收入关系最为密切。如果不作税目调整，也不存在公共支出指数化，那么任何通货膨胀突然高涨，即使经济在低于目标就业率的情况下运行，也将导致赤字减少或者盈余增加；由于通货膨胀的这种反作用，利润要低于本该达到的水平。

也许当支出和税收计划与指数挂钩时，恶性通货膨胀才开始发生。反通胀方案应该强调对不与政府税收和支出方案挂钩而产生的通货膨胀加以抑制，这要优于摒弃财政政策而利用货币政策试图对抗通货膨胀。

不与政府相挂钩的付款和支出会给政府供应商、转移支付接受人、政府雇员和纳税人造成困难。当通货膨胀削弱时，通胀的影响可能被适当的税收和支出时间的调整所抵消，但是通货膨胀会带给政府净收入，进而利润和投资因此得到限制，这种主要的状况仍将维持。与货币工具相比，财政政策是更为有力的经济调节武器。

总体上保持预算平衡的原因是，如果政府债务要被估值，则政府需要保持绝对的盈余，而且政府预算从赤字转向盈余是一种格外有力的反通货膨胀工具。

征税

一旦政府规模变得庞大，它的税收征管也是庞大的，税收结构将对相对价格、供给环境和融资活动产生重大影响。鉴于如今军队发展优先和延续下来的偿还承诺，这类大政府的支出主要是转移支付和军方对产品和货物的购买。在大政府的支出中，所建议实行的就业计划和失业保险将与私人 GNP 呈负相关。用于稳定赤字的主要利润和控制通货膨胀的盈余主要来自于各种税收。

根据我们的分析，把税收按照累进的和累退的标准进行分类是没意义的。营业税通常被划分为累退税而企业所得税被认为是累进税，但正如我们对价格决定因素的分析表明，企业所得税也会像营业税一样在产品价格中有所显现。类似地，雇主对社会保障的贡献是一种必须被价格补偿的劳动力成本。政策决策决定了被消费税和销售税影响的大致价格，而市场的相互作用决定了哪部分价格能承担企业所得税和社会保障税。

由于任何能够收取 20%GNP 的税收体系都会具有很高的税率，大政府经济不得不涉及许多避税和逃税行为。避税是合法的，它是一种导致减少或消除应税活动的行为调整。逃税是非法的，它是在应税活动实施后仍然不支付税款的行为。税收政策需要考虑税收政策的行为调整方面，运用预期的避税措施来实现政策目标。 340

毋庸置疑，所有的税收都会对价格水平产生影响。消费税、企业所得税、增值税(VAT)(全部或部分的，如雇主缴纳的社会保障税)有助于提高价格。只有个人所得税有助于减少需求从而降低价格，但即使用这项税也会通过降低努力程度而产生一定的提高价格的效应。任何要抵消通货膨胀压力的税收体系都会将累进的个人所得税作为主要工具。由于累进的个人所得税能使其税收收入随着名义收入的变化而变化，因此这种税是价格和利润的重要稳定器。

从我们的理论分析看，很明显，政策目标应该定为形成和维持一个有活力的融资体系。有活力的一个关键因素就是最容易获得的短期资产——短期政府债务的质量。一个适当的税收体系是保持政府债务质量的必要条件，这个税收体系在经济收入和就业状况良好时或者通货膨胀状况糟糕时都能够产生盈余。

不仅如此，由于融资体系具有活力，当对冲性融资成为主流时，所有者权益成了融资企业更愿意使用的工具，它不会产生法律上的应付账款。企业所得税允许利息在应税收入确定前进行扣除，它引发了大量债务融资，因此变得不受欢迎。企业所得税也允许非生产性支出，例如广告、营销和享受行政套房的费用，可以在计算应税收入时从收入中扣除。由于广告和营销是构建垄断力量

的技术,“行政风格”是无效率的造就者,因此,当企业所得税鼓励使用债务融资时也就鼓励了垄断和无效率。取消企业所得税应该提上日程。

实现近似充分就业是一项主要的政策目标。由于雇主对社会保障的贡献就是对劳动力增加价值的增值税,避税行为导致企业在选择生产技术时用资本替代劳动。因为企业被迫实行的资本密集型技术和债务融资是摇摆不定的,雇主对社会保障的贡献是具有加倍危害的税收,会降低就业、孕育不稳定性。普遍的增值税要优于我们局部的增值税。

341 在一个使用资本密集型生产技术的经济中,在一定程度上特定的价格是自然形成的。风险厌恶的银行在给资本密集型生产技术提供融资前需要借款人具有垄断地位方面的保险。因此也就不存在激烈的有效价格争论来反对使用消费税来促进达到政策目标。运用价格体系设计出来的关键的消费税和为了达到社会目标的避税行为都是税收方案的重要组成部分。

在1983年,个人所得税、个人对社会保障的贡献以及企业所得税占所估算的充分就业 GNP 的 11.9%(参见表 13.5)。

表 13.5 联邦预算收入, 1983 财年

税 种	数 额 (10 亿美元)	占收入的比重 (%)	占充分就业 GNP 的比重(%)
个人所得税	289	48.1	8.0
企业所得税	37	6.2	1.0
社会保障税收和捐款	209	34.8	5.8
消费税	35	5.8	1.0
遗产税和赠与税	6	1.0	0.2
关税	9	1.5	0.3
联邦储备贡献	14	2.3	0.4
其他	1	-0.2	—
合计	601	99.9	16.7

资料来源: *Economic Report of the President*, February 1984, U.S. Government Printing Office, Washington D.C.,1984, Table B72,p.305.

正如已经提到的原因,企业所得税和社会保障税是非常不受欢迎的税收。把企业所得税和雇主对社会保障的贡献结合成整体合并征收的所得税应该取代当前大杂烩式的所得税。

取消企业所得税会给我们带来利用企业作为避税工具的问题。这个问题能

能够通过多种方式加以解决。分析起来,一种简洁的方式就是把企业当成独资企业或合伙制企业。这就要求税收完全归于股东的每股收益而不管企业是否发放了股息。另一种也许更为简单和便于管理的备选方案是,房地产信托投资公司规定,企业所得税可以保留在账簿上,但那些已经把85%或90%的利润用来支付股息的企业可以免于缴税。这个规定可以适用于所有企业。以上两种方式可任选其一,但统一的所得税应该是税收体系的主要支柱;可以构建统一的所得税以便征收占充分就业 GNP 12.5%的或超过总税收收入 60%的所得税。 342

如前所述,我们已经有了对工人创造的附加值征收的增值税,这实际上也是企业为工人向社会保障体系做出的贡献。税收目前达到充分就业 GNP 的 2.9%;能够达到 GNP 的约 3%的更广泛的增值税看起来是一个非常适度的收入目标。

考虑到为了提倡节约和转移向非产油国家的进口,对天然气和石油征收惩罚性税收是非常可取的,因此完全可以通过征收与石油相关的和其他种类的消费税来获得 1080 亿美元或者占 GNP 3%(占总税收 15%)的收入。

税收改革议程要考虑充足性和结构。税收方案必须得到足够的收入以保证政府债务的质量,并允许收入有所波动以便稳定利润和控制通胀。政治上有充足的情况表明,个人所得税不能承担为大政府提供资金的全部重担,有关增值税和消费税的重大方案是必需的。

这种税收方案与 1985 年里根税收改革一揽子方案的种类不同,也不同于近些年在国会老生常谈的简化所得税的建议。我们的方案源自以下命题:政府需要 20%的 GNP 来稳定经济,而且当经济达到或接近充分就业时预算需要保持平衡。这意味着如果我们以 1983 年作为基础,把 6%的失业率作为充分就业状态,税收体系需要从收入底线取得 20%或更多的收入,收入底线已经比 1983 年时多了 10 多个百分点。

由于所得税是稳定方案的一个组成部分,税收收入对所得和价格的变化应该是敏感的。这要求对中间范围的各收入水平实行累进的税级和税率。因此,与总统颁布的 0、15%、25%和 35%这几个税率表中已有的税率相比,应该有更多的税级。由于两个以收入为税基的税收即社会保障税和企业所得税都被取消了,税率应该在整体范围内比总统提出的税率更高,对歧高收入来说,税率要格外更高一些。

这些对税收改革的建议反映了各种税收对稳定性、就业和价格水平的影响。格外重要的所有者权益问题在很大程度上被忽视了。征税的一个基本点是简化; 343 除了宏观经济效应以外,税收也会产生配置和收入分配的效应。一个政府能使整体预算为稳定的需要服务,但是由于每种税收都会对供给和价格产生影响,

引发避税和逃税行为，税收的细节可能会导致各种不适当的政治和公平结果。由于增值税和更强调消费税是减少不当的社会保障税和企业所得税的一揽子方案中的一部分，因此这个方案可以彻底改善分配状况和提高分配效率。

就业战略

尽管促进稳定的政策通过利润发挥作用，但政策中的人道主义目标是尽可能实现充分就业。政策的主要目标不是确保某些特定的工作岗位，而是在有利润的情况下，确保总体上的工作岗位。

当前的战略寻求通过稳定需求来达到充分就业。运用的工具有融资条件、融资性投资、政府采购合约、转移支付和税收等。如今这种政策战略导致长期的通货膨胀和周期性投资膨胀，积累了金融危机和严重的不稳定性。当前的政策问题是制定一种充分就业的战略，它不会导致不稳定、通货膨胀和失业。

这类政策的主要手段是在最低工资水平上创造对劳动力的无限弹性需求，最低工资不取决于企业长期和短期的利润预期。由于只有政府能把提供就业同雇佣工人赚钱分开来考虑，对劳动力的无限弹性需求必须由政府创造。

所设计的政府就业政策战略应该能够取得增进人们福利的产出，即便这些产出可能不容易在市场上交换。由于就业方案是永久的，在经济景气时运行在基本水平，而在经济萧条时要进行扩张，完成这项任务就需要不间断地对方案进行回顾和发展完善。

对于一项就业战略而言，存在四个劳动力市场方面的要点：

1. 公共的、私人的以及介于两者之间的各种机构的发展，这些机构能以不导致通货膨胀的基本工资提供工作机会。

2. 转移支付体系的修正。

3. 消除劳动力就业的障碍。

344

4. 引入控制货币工资和劳动力成本的工具。

上述就业战略的四个方面是相互联系的。如果大量的转移支付被取消了，那么必须确保这些转移支付的当前或潜在接受者有其他的收入来源。如果劳动力就业的障碍取消了，那么必须给那些目前可以自由进入劳动力市场的人提供工作岗位。控制货币工资和劳动力成本是承诺保持充分就业的必然结果。

在确定政府就业方案框架和在充分就业经济中控制货币工资的方式之前，必须先考察转移支付体系的修正和消除劳动力就业的障碍。

转移支付和进入劳动力市场的障碍

美国已经着手对社会保障体系进行较大幅度的调整。立法规定禁止强迫低于 70 岁的工人非自愿退休，言外之意就是，福利将成为一个取决于退休年龄的变量，受益人即使继续工作也将从社会保障中获得收入。进入劳动力市场的障碍限制了社会保障接受者的工资收入，如今这在政治上是站不住脚的。而且，由于复利和更长的预期寿命，即使在退休年龄稍微推迟的情况下，退休后的年收入也显著增加。因此，如果社会保障能像私人年金那样，具有一定灵活性，就既能促进进入劳动力市场，又能降低通货膨胀上升的长期压力。

最重要的依据身份发放的转移支付是“对有非独立子女家庭的补助计划”(AFDC)。当 20 世纪 30 年代开始实行 AFDC 时，当时社会的普遍状况是，女人和儿童(特别是年龄小的儿童)并不工作。通过立法对那些非独立的儿童给予帮助十分自然地反映了这种状况，而且有资格获得帮助的仅限于那些没有足够收入的母亲。但从当前的就业率看，20 世纪 30 年代普遍存在的社会状况已经显得过时了。

尽管 AFDC 很重要，但它只是政府帮助儿童方案的次要部分；主要的方案是儿童免于缴纳所得税，这实际上是获得了一种税收返还，而且这种返还随着家庭收入的增加而增加。一个普遍的儿童补贴应该取代 AFDC，而且这种补贴收入应该作为家庭应税收入的一部分。补贴水平可适当定为每月 75 美元或每年 900 美元。这种补贴能够为所有父母提供纯粹的帮助，特别是对那些就业困难的大家庭会有实质性帮助。普遍的儿童补贴意味着可以取消 AFDC 以及它对就业的障碍。但为了成功推行这种办法，必须提供工作机会。

劳动力进入市场之路：罗斯福新政时期的公共资源保护队(CCC)、全国青年行政部(NYA)和公共事业振兴署(WPA)

所有人都可以从工作中获得收入，在广泛的劳动力类型和地理区域范围内，对劳动力的需求一定具有无限弹性。同时，这种无限弹性的劳动力需求一定不会过度地减少对其他行业和雇主的劳动力供给，不会增加工资的上涨压力。而且，一位雇主尽管愿意雇佣所有提供工作的人，但并没有义务一定去雇佣一定数量的工人。这只能由政府资助的就业去实现，而且要以不增加私人工资上涨压力的工资水平去实现。

由于就业方案给所有人提供工作，它要有效地确定一个最低工资。一旦大

政府稳定经济避免严重衰退的支配力建立起来，最低工资立法就成为不合时宜的了。可衡量的失业和最低工资同时存在的情况是内在不一致的；一份有效的最低工资方案必须确保所有人都能在最低工资水平上获得工作。

就业战略除了为老年人提供工作以外，也必须处理好年轻人和成年人的失业问题。就业战略的手段可以追溯到 20 世纪 30 年代时期的标志性做法：公共资源保护队(CCC)、全国青年行政部(NYA)和公共事业振兴署(WPA)。在罗斯福新政时期，这些方案被认为是暂时的，但从资本主义内在不稳定性和长期匮乏工作机会来看，它们很可能需要长期执行下去。

公共资源保护队是罗斯福时期最受欢迎的就业方案，它为年青人提供了有规律的和受调节的生活和工作条件。它们不是学校培训的一部分，而是通过动手操作来进行学习。20 世纪 30 年代的一项主要任务是保护和改善国家公园和森林资源。在 20 世纪 80 年代，公共资源保护队又在它四十年前停止的上述领域重新实行起来。

346 在 20 世纪 30 年代，公共资源保护队招募了大约 25 万青年人，如今招募目标计划为 100 万人。目标人群是 16 岁到 20 岁的青年人。关键是，这种方案成为一种从学校走向就业的过渡手段。

公共资源保护队应该能够提供生计和一份适当的收入。每位参与者的预算可能是每年 8000 美元；其中 3000 美元是工资，5000 美元属于生计和就业扶持。这份方案将需要 80 亿美元或 1983 年充分就业年度 GNP 的 0.22%。

当今比较突出的青年人问题特别是青年人就业的问题，在大萧条时期就存在。全国青年行政部就是应对此问题的机构。像以前实行的全国青年行政部一样，重新实行的全国青年行政部应该根据青年人的各种不同问题采用多种方式加以解决。基本目标人群应该是 16 岁到 22 岁之间的青年，包括在校和不在校的，还有那些虽然在校但年龄稍长的人。

全国青年行政部应该提供工作机会，从而能对青年人达到 16 周岁时停止发放儿童补贴。它应该为高中、高等专科学校和大学的学生提供实习就业的机会。通过对公共机构一些必要的工作支付工资，这类就业机会同时帮助高等专科学校和大学生取得部分收入。同时，该部门也要为校外的和夏季就业的青年人提供就业机会。全国青年行政部校外方案和夏季方案还可以提供培训。

将目标人群(与公共资源保护队的目标人群有一定重叠)或 2400 万人分为几个年龄段。全国青年行政部方案应该主要支付参与者的劳动成本，使用劳动者的小学、高等专业学校和政府机构将提供物资、监督和管理。在每人平均 3000 美元的收入水平上，一份使用 0.5% 的 1983 年充分就业 GNP，也就是使用 180 亿美元的方案将雇用 600 万即 25% 的目标人口。由于在目标人群上有所重叠，

全国青年行政部和公共资源保护队总共可以影响接近 30% 的目标人群。

全国青年行政部曾经是政府实行的主要的资源创造型手段。从肯尼迪任期开始，政府采用了各种方案，试图通过引致性投资和补贴性投资来实现经济增长和充分就业。但是从引致性投资作为主要政策目标开始，经济中的经济增长、就业和稳定等就出现了恶化。

反贫困斗争成了一种构思蹩脚的尝试，这种尝试的重点是通过培训目标人群来创造资源。尽管全国青年行政部有着维持收入的方面，但它的主要目的是支持人力资源的发展和形成发展人力资源的制度。 347

公共事业振兴署将提供工作机会来代替大范围的人口福利事业和失业保险。福利不能被取消，除非有事物取而代之。工作机会可以替代福利，不过，仅仅是在具有可以调整的就业方案情况下。由于实现充分就业的经济是一种未知的极具吸引力的情境，到底有多少福利收入、当前到底有多少失业以及到底有多少不属于劳动力队伍的人将签约获得公共事业振兴署的工作机会，我们无从知晓。此外，为了促进社会保障体制的改革，公共事业振兴署应该努力为老年人提供全职或兼职的工作机会。

由于在经济运行良好时公共事业振兴署能给所有的申请人提供就业机会，尤其是它能替代现有的福利计划并且成为社会保障的有力补充，任何对公共失业振兴署规模的估计都是一种颇具信心的做法。如果我们不考虑公共资源保护队和全国青年行政部所应对的青年人失业，假定可以连续十三周获得失业保险，私人就业的目标是达到 6% 的失业率，在充分就业的情况下，有 200 万人参加公共事业振兴署大概是对其规模的比较充分的最初估计。如果公共事业振兴署工人每年的工资被确定为每人 7000 美元，并且考虑到 3000 美元的管理费用和材料费用，一项针对 200 万工人的公共事业振兴署方案将耗资 200 亿美元，约相当于 GNP 的 0.55%。

原则上公共事业振兴署不应该是用方法可检验的。而且，由于这种方案将对稍上年纪的成年人提供额外收入，也为负有儿童抚养责任的母亲提供收入，公共事业振兴署完全有发展兼职工作方案的要求。

我们可以期待，制定完备的公共资源保护队、全国青年行政部、公共事业振兴署方案，将与常规的政府行为和私人就业一道，为所有愿意而且能够工作的人提供就业机会以获得收入。这种永久性方案将提供产出，如公共服务、环境的改善等，同时也能创造和改善人力资源，这些是政府转移支付难以实现的。在我们的城市中这个失业者和福利接受者的集中区域，公共环境也应该得到显著改善。公共事业振兴署、公共资源保护队和全国青年行政部会取得成功，恰恰因为它们能够执行有益任务并能取得看得见效果的就业方案。

货币工资

348 有关货币工资比率变化、价格水平变化和失业三者之间关系的标准分析建立在以下假设基础之上：对产品和服务需求的增加会导致失业的减少。这隐含着就业的增加将伴随价格上涨的压力。

在当前的政策战略中，失业增加会导致政府增加刺激私人投资的支出、增加转移支付、降低税率和放松金融市场监管。当前的政策策略发挥作用的途径是：从提高总需求到提高特定需求，再到提高就业，这个机制也会提高价格和工资水平。

一旦转而执行被采纳的就业方案，就业方面的周期性波动将被公共事业振兴署方案中工人比例的变化所取代。当私人雇主对劳动力需求增加时，公共事业振兴署方案中的工人比例将下降。在执行公共事业振兴署方案时，总需求下降将不会被增加刺激投资的支出、增加货币供给或降低税率所逆转。由于该项政策的核心是劳动力需求和低水平小时工资收入，所以它推动通货膨胀的潜力比当前政策要低。

就业战略将导致劳动力市场出现紧张，但是由于公共事业振兴署工资水平明显低于私人就业工资水平，只要公共事业振兴署就业方案是积极的，对私人雇主的劳动力供给将是无限弹性的。在上述情况下，市场和制度因素不大可能引起工资长期甚至是加速上涨的压力。

在现有政策情况下，要通过政府增加刺激投资的支出和转移支付来保持总需求。政策努力保持创造投资产出的劳动力需求。这种强调部门的重点投入导致进行产品投资的生产者及其工人（建设工人和机器操作工人）的市场支配力大大提高了，这将产生更高的工资和消费品市场中更高的市场份额。投资品生产中出现的持续工资上涨是现有政策策略的结果，它首先会引起市场份额的扩大，然后引起消费品生产中货币工资的上涨。

349 盯住就业的方法要比现有的方针更不容易引起通货膨胀。在公共事业振兴署、公共资源保护队、全国青年行政部战略中，通过引致投资需求和放宽融资期限对货币工资形成的压力将被最小化。公共事业振兴署的基本工资应该少有变动。如果由于私人就业的工资迫于工会压力而上升导致失业增加，那么对公共事业振兴署的工人供给将增加，并且预算赤字将增多。如果公共事业振兴署就业方案中的工资水平固定不变，则私人就业中货币工资的上涨可能被市场竞争所消除；私人就业和公共事业振兴署工资的差别将更多地由市场决定。

当然，如果将公共事业振兴署的工资确定为平均工资的一定比例，实行这

样的政策可能会使就业战略成为通货膨胀的女仆。如果政策目标是工资稳定和反映生产率提高的价格逐步下跌，公共事业振兴署工资、通常的政府就业工资和军队合约中的工资都必须因不能适应温和而短暂的通货膨胀压力而提高，这种压力反映了正常的私人投资和就业的周期。

金融改革

资本主义的历史不时被大萧条所打断，每次大萧条都伴随着金融恐慌和大崩溃，期间金融关系破裂、金融制度被破坏。每次大萧条都会带来一些制度结构上的变革，这种变革通常是通过立法的形式实现。货币、银行业和金融立法的历史可以被看作是在寻求一种可以消除不稳定性的结构。经验表明这种努力失败了，而理论表明是无法找到一种永久性的解决方案的。

在一个拥有最活跃中央银行的大政府资本主义经济中，可以容忍债务通缩和大萧条。不仅如此，中央银行的管理行为和立法能够试着去控制和引导融资体系的发展以便抑制周期性的不稳定。在我们的经济中，可以说融资体系始自为投资和私人持有股票资产的头寸进行融资。由于大体上是企业控制资本资产和形成投资产出，融资支配力和公司的业务活动是管理和抑制不稳定性政策的起点。

美联储被组建起来用以控制不稳定性。正是因为美联储要在出现债务通缩威胁的任何时候会进行干预，美联储必须扩展其范围并主动采取措施防止容易产生不稳定性情况的发展。美联储必须关注改变融资关系的结构对稳定性的影响。在美联储通常遵守的金融惯例和制度方面，政府责任的界定与不干预政策截然相反。美联储需要通过促进提高稳定性和削弱扩大不稳定性的制度和实践来指导金融制度的发展。

只有当成为整体系统改革的一部分时，金融改革才是有效的。只要政策的主要目标是鼓励投资，就会逐步产生便于为投资提供融资和拥有资本资产的商业方式和制度。但为投资和拥有资本资产提供的不适当的融资是资本主义经济中主要的不稳定影响因素。因此，用就业代替投资作为经济政策最切近的目标，是旨在降低不稳定性的金融改革的前提。

目前的政策问题在于要设计出一套能抑制不稳定性的金融机构体系。尽管银行是资本主义经济的核心金融机构，但银行业是一个被收入神话的业务：它是一个包裹着各种谜团的机构。银行家是受托人，他们从客户的利益出发提出建议和进行行动，而他们自身的收入是依靠向相同客户兜售服务来获得。在商

业银行、投资银行和储蓄银行之间存在清晰的界限，这种界限的目标在于缓和银行作为受托人和银行谋求自身利益方面的矛盾。最近的经验表明，当打破界限可以产生大量获利机会时，制度界限就不可能得到维持。

作为融资机构的普通企业

由于企业拥有经济中绝大部分资本资产，它们获得大部分总的资本收益，这些收益再根据法律以及对税收、债务(本金和利息)和总的所有者权益收入所承担的偿付责任进行分配。企业可以保留也可以不保留所有者权益收入。企业可以是融资机构，这种融资机构具有特殊的能力能使它们从大量企业处募集股权资金和举借债务。股东承担有限责任的企业可以使所有权和管理相分离。

由于企业能以自身名义而不是以其所有者代理人的名义借债，则企业很容易进行投资和使用大规模资本资产。正如凯恩斯曾指出的：“股票交易所每天都在对许多投资进行重新估值，这种重新估值给予个人(而不是作为整体的集体)经常调整其所承担义务的机会。就好像一个农夫在上午10点到11点之间决定
351 撤回他的资本，而在该星期早些时候会重新考虑是否应该再投出去。”³一旦企业能够控制自有的资本资产，并且存在股票交易所，投资者的持有期限就能和企业不断变化的需求和偏好相一致，即使企业对资本资产所有权的付款义务与资产预期的使用寿命相同。

如果资本资产是廉价的，以至于那些业务和贸易需要的资产能够轻易获得，则简单的独资企业或合伙企业就可以了。一旦资本资产变得昂贵，而且如果预期经济寿命超过了成年个体的预期寿命，只有那些具有永久寿命的企业能够持有与资本资产使用寿命相匹配的期限。

资本资产分两类。一类是农村的或城市的土地——这类资产可以被用来生产各种产品，很多人能通过使用这类资产获得利润。这类资产具有独立于特定所有者和使用者的价格和价值。而且，由于这类资产不需借助人力就能产生现金，因此它们适于进行抵押融资，也就是说，适于进行受资产约束而不是所有者约束的融资。参与生产过程的资产和产品(存货)的销售渠道也是适合受资产约束的融资，因为销售产品或存货可以获得用以偿还债务的资金，类似的还有其他种类的资产等，这些都可以在进行融资的时候被看到。

对长期通用型资产和短期商业资产来说，它们都适合进行以资产为基础的融资，对债务的付款承诺与这些资产预期产生的现金流密切相关。这种资金流之间的关系与那些对冲性融资中的特征相类似。

3 Keynes, John Maynard, *The General Theory of Employment Interest and Money*, Chapter 17.

另一类资本资产是那些离开特定用途就没有重要价值的工厂和设备等。由于只有被应用到少数生产过程中才能产生现金流，这些资产对从事该类生产以外的企业几乎没有或完全没有价值。这类资产不适合以资产为基础的融资。被用来给特定目的的资本资产进行融资的债务，必须属于拥有和运营这些资本资产的企业。如果这类资产预期获得现金的期限超过了一家典型的独资企业或合伙企业的预期寿命，那么这些资本资产的所有权也不能被独资企业或合伙企业用来进行对冲性融资。如果要使用这类资本资产，要么用本金中的个人资金对所有权进行融资，要么就用投机性融资。只有当债务到期时间与资产预计产生现金流的时期大致相同时，才可能使用对冲性融资。

企业是一种最适合持有并运营昂贵的专用资本资产的社会组织，作为赚取租金的工具，这些资本资产的预期寿命很长。企业债务通常并不和特定资产产生的利润捆绑在一起：它们主要和企业收入紧密联系，因此有些类似依靠信用的贷款。鉴于需要使用有重叠寿命预期的资本资产，运营专用资产的企业必须有无限期的寿命。 352

如果不存在企业，对长期专用资本资产的债务性融资本来就是投机性的：债务期限要短于资产预期产生租金的寿命。企业通过发行长期债可以获得对冲性融资的债务结构，这有助于稳定融资体系。

但是公司形式或者组织形式为所有权融资与取得特定资产所有权相分离提供了方便。如果短期债成本更低，则以整体盈利能力为基础进行借款的企业，能够通过用多于需要的短期债为短期资产融资来节约成本。尽管对于给昂贵的、长期存在的专用资产提供对冲性融资来说，企业可以说已经成为一种媒介物，企业可以发行不与特定资产捆绑在一起的债务，这种能力意味着，企业能借到短期贷款而持有长期资产。结果是，企业最初是为长期耐用资本资产提供对冲性融资的机构，后来成为投机性融资的媒介，而且由于它有利于资本密集型生产模式和投机性融资，从而会影响稳定性。

因此，融资体系中存在一种与生俱来的固有弱点。弱点的一方面是由技术决定的：使用具有长期寿命的昂贵的资本资产，最好是用可以长期内分期偿还的工具进行融资。弱点的另一方面是由偏好决定的：资产持有者想要控制持有期限。企业是解决因技术引起的融资问题的一种机制。但是由于企业是永久存续的，投资者不同的偏好致使需要形成一个市场，使得各自持有的股份能够互相交换。因此，股票市场和债券市场是采用企业形式组织生产的必要补充。不过这样的市场也对由短期债务构成永久性负债(股权)的投机性融资敞开了大门。

采用企业形式消除了由于人的寿命预期与工厂和设备的寿命预期不一致而

形成的天然的弱点。不过，企业并不能消除由财富所有者家庭偏好短期持有资产引起的固有弱点。不仅如此，由于短期融资市场能更好地通过创新工具对新的制度作出反映，这种固有弱点在任何融资需求高涨并且快速增长的时候是非常明显的，提高利率将给长期融资工具持有者带来损失，这将导致封闭长期市场。这种固有弱点导致的结果是，投机性融资和市场机构的增加，有利于对头寸进行滚动融资和再融资，这在繁荣时期恰恰会动摇发展的基础。

企业总收入减去雇佣劳动力和购买原材料成本的差额是现金流入，它可以偿还企业债务和决定债务的市场价值。许多公司是税款包收人，由此它们的销售价格由偿还债务需要的现金流来决定（正如税收要由收入来确定一样）。价格由需要的现金流来决定，这就要求放松市场管制；垄断或近乎垄断的市场地位是获得借款的先决条件。正如已经表明的，大政府能阻止大量可获得利润的丧失，垄断经常会由于管制导致为特殊的资本使用者维持价格水平。

因此，如果一家具有市场支配力的公司所有的预期现金流不足以偿还债务和为扩张提供融资，则该公司将提高价格和毛利。由于价格特别是被管制公司的价格通常低于不受利润最大化限制的垄断价格，提高价格会增加总利润。不过，价格水平也有可能超过垄断价格，以至于净利润没有增加甚至下降。当大公司发生这种状况时，政府利用补贴、特殊税收扣除、公开债务背书等工具进行干预，逐步提高利润总水平。在近期的危机中，政府行为明显把利润和偿还债务作为了政策目标的首要因素。

由于许多企业的投资决策是根据来自私人税收的收入作出的，这些投资决策很像公共投资。例如，医院购买的每台大脑扫描仪会揭露蓝十字和蓝盾的比率，对雇主来说这些是必须通过产品价格弥补的劳动力成本。实质上，我们虽然有一个靠税收支撑的医疗体系，但在其中纳税人在确定提供服务的价格方面并没有发言权。美国有一类或有社会主义，在其中某些特定企业的债务通过公开政府干预或者准予制定垄断价格的权力而受到保护。

金融改革需要面临许多属于私人事物却具有公共性质的问题。大规模或超大规模的企业拥有隐含的对其债务的公共担保（即或有负债）。这导致了有利于大企业和大银行的融资倾向，因为市场会倾向于那些暗含的公共负债。即使投资是不适当的，也会出现政府干预来承担偿还债务的现金流。政府干预的一个途径是制造大量赤字。但是，这些大规模赤字会成为日后通货膨胀的基础，此时私人违约的威胁正构成失业基础。

由于存在大政府就意味着在任何收入和就业下滑的时候，都要用赤字来维持利润，因此政策没有必要培育在衰退时通过维持价格来保护利润的市场支配力。在存在大政府的经济中，是可以容忍单个银行破产的，因为它们不会导致

大规模的破产。因此，破产能够把不可持续的投机性或庞氏融资结构转换为可持续的对冲型融资结构，这应该容易实现而且成本较低。一旦破产变得简单，能够抑制通货膨胀的竞争力量就能自由地进行操作。如果一个经济对破产是不受限制的，就不会有企业变的规模如此之大以至于政治上不能接受它的破产。

而且，为了削弱企业增强不稳定性的力量，应该消除因高企业所得税税率而形成的偏好债务融资的倾向；应该取消企业所得税。此外，短期企业债应该依赖于资产，而不是依赖于企业本身。对于银行通过备有证明文件的贷款形式向企业的贷款以及公开市场通过备有证明文件的承诺形式向企业的贷款，有证据表明可以从中获得基于资产的短期现金流融资，这两种形式应该受到鼓励。这类工具应该在美联储决定银行现金基数和扮演最终贷款人角色的过程中给予特殊考虑；也就是说，美联储必须准备通过贴现窗口的形式参与此类融资。

银行和银行业

银行是资本主义经济中的核心金融机构。一旦银行的资产和负债确定下来，经济中的融资框架也就大体确定下来了。由于银行追求利润，它们不断改变资产和负债的构成；特别是在繁荣时期，银行家及其客户之间的相互作用会提高资产权重，这种权重反映了银行资产负债表中投机性融资或庞氏融资的数量。³⁵⁵结果是，融资体系从最初的健康状态发展到脆弱状态，为了防止发展成为不易控制的金融不稳定经济，有必要进行持续的和周期性的银行体系改革。

银行的规模与它能提供服务的企业规模之间有一定关联度。一个具有众多独立小银行的分散银行体系更适用于主要由中小企业组成的工业结构。同样地，由分支机构遍布全国的大银行组成的高度集中的银行体系更适于集中度高的工业结构。

一家有几百万美元贷款限额的银行并不能满足大企业的短期融资需求。这种大企业自然会被大银行所吸引。而且，企业需要的融资如果达到几10亿美元数量级，单独一家银行也不能满足需求；大型甚至有些中型公司会与多家银行建立联系并获得授信额度。大公司的总部不论位于哪里，它都会与大型的以经营货币为中心的银行建立融资关系。

过去几十年中，在美国尽管银行的地区自治分布被逐渐瓦解，但并没有完全离开银行体系被少数几家大银行所主导的道路。即使银行体系保持了分散化的趋势，银行业法律和规章仍应该培育和鼓励独立的小型银行的增长和繁荣。可这并不是我们当前正在进行的银行立法和银行监管改革的方向。

正如第10章指出的，由于偿还贷款的钱要靠借款人成功经营取得，一旦银

行为企业提供了融资，就成为企业的一个合伙方。而且，银行与其企业合作伙伴通常会重复打交道：它们有着持续的关系。

结果是，借款客户的发达决定着银行家们的利润，在这种合伙机制的激励下，银行家们源源不断地给商人们提供建议和指导。为了充分为这些客户服务，银行家应该提供多样化融资选择，既可以作为贷款人，也可以作为安排融资的代理人。禁止银行作为交易商、承销商和金融咨询者，是 20 世纪 30 年代留下的并无充分根据的做法。

为了充分发挥小型银行促进经济发展的活力，除了允许其作为商业银行以外，还应该允许小银行成为投资银行和商人银行；应该允许它们从事承销业务，并可以为小型企业发行股票和债券。

356 由于指定的银行已经满足了大公司对投资银行和商人银行方面业务的需求，没有允许大型商业银行提供相应业务是有益的。华尔街并不是经济的全部。对许多企业而言，在当地主要能接触到的高级金融顾问和指导者，也可能是唯一能发行股票和债券的承销商，就是商业银行。如果经济政策的目标是支持市场竞争，适度规模的商业银行应该可以自由成为承销商，引入第三方来安排债务，提供有偿的金融咨询服务，开展有偿的合并、剥离和接管业务。

美联储通过管理银行可以获得的准备金来试图控制银行融资或创造存款的总体能力。如果银行和金融市场仅仅是创造存款的机器，并且只是通过在资产组合中注入过量的货币来影响经济行为，那么通过控制银行准备金来调节经济是有益的。实际上，银行是个复杂的盈利组织，它拥有大量实际存在的和潜在存在的各种类型的债务，并且在面临各种获利机会时会进行创新。

为了抑制银行业的不稳定性作用，有必要管理银行资产增长的数量和速度。允许的资本资产比率和银行资本增长率是两种主要的控制工具。按目前情况看，银行资本的充足性是银行监督管理中而不是货币政策重点关注的问题。为了避免可能打破平衡，防止出现债务通缩，并且消除由于允许大银行有更高的资产权益比而形成的偏好，应授权美联储设定一个适用于所有银行的资产权益比，这里的银行也就是所有拥有支票存款或活期存款的机构。5%的资产权益比大体上是合理的，尤其是考虑到资本可能被银行或有债务吸收的情况。如果总的银行资本受到了侵蚀，美联储应该有权变更上面提到的比率。资本充足条件不应该作为一件紧身衣来运用，针对明显的资本金不足，应对股息红利处以强制性罚款。

通过实行统一的资本资产比率，小型银行贷款和投资的能力将增强。这些小型银行面临的问题依然是如何查明资产和处置负债。允许小型银行拥有更高的资本资产比率会产生对小型企业更为有利的融资条件，因为这些小型银行能

够以更低的加价和更多的资产赚取由市场决定的回报率。改革之后，小银行中由市场决定的对货币成本的加价可能会下降，而此时大银行的加价却在提高。一个银行间公平的资产权益比会对平衡大企业和小企业之间的融资条件有好处。 357

目前，一家管理良好、合理盈利的银行能够赚取利润，使得它的资本以一个超过可持续的无通货膨胀的经济增长率的速度增长。为了获得一个与价格稳定相协调的银行所有者权益内部增长率，必须提高银行利润的支付率。

控制银行的资本资产比率和支付率是引导银行业发展的有力武器。一旦确定下来，统一的资本资产比率就不应经常变动，但在银行资本增长过慢或过快的情况下，银行业监管机构应该被赋予改变支付率的权力。

放松或彻底取消进入市场的标准也是一项政策目标。银行业改革能消除从小型银行获得灵活的融资选择的障碍，也应该放松对小型企业的准入。监管的趋势应该是放松对银行业的准入。

银行业并不是如此有利可图以至于完全自由准入将导致银行资本的过度膨胀。通过管理银行准备金来控制银行资产的膨胀被证明是无效的努力，与此方法相比，通过限制留存利润的方式控制银行业的增长会更容易带来可以获得融资的无通货膨胀增长。

银行提供给企业和非银行金融机构需要使用的大部分现有和潜在的信用。如果银行重点集中在以资产为基础的融资，那么企业的短期债务导致企业的现金收入与付款承诺相一致。企业的银行债务将构成对冲性融资的一部分。

银行应该局限于以资产为基础的融资方面，这种观念是真实票据理论的一个原则。这种理论主张，如果仅仅对生产过程中的产品进行融资，那么将会创造出恰好数量的货币；这种恰好数量的货币将形成稳定的价格。长期以来人们认识到，把银行资产限制在真实票据范围并不能阻止产生通货膨胀的货币供给增长。

这种观念并不能完全确保存在无通货膨胀的货币数量，也不能完全确保融资体系的稳定性。这意味着监管当局必须将银行的盈利机会导向更偏好使用对冲性融资，而且以资产为基础的存货融资是对冲性融资的一种形式。

《联邦储备法案》最初规定，只有那些反映短期资产性融资的银行贷款才有资格进行再贴现。在美联储成立的早期，再贴现是银行准备金的主要来源。 358 1929年大危机之后，再贴现作为银行准备金来源的主导地位让位于财政部的公开市场操作。

当美联储给一些活动提供融资相应地取得资产时，银行业体系同时得到了准备金或者公众获得了通货。如果美联储主要取得的是国债，它就支持了为政

府活动提供融资，当公开市场操作是银行准备金的主要来源时，美联储就是如此操作。但是，当美联储通过贴现窗口获得私人债务时，它主要是为企业共同提供融资。此外，如果美联储通过贴现以资产为基础的短期企业债来提供准备金，则它就是正在参与和鼓励对冲性融资。

因此，即使银行准备金的主要功能发生了变化，它抵补公开债务的功能在目前仍应该主要保留下来。准备金存在的价值不是因为它是影响经济行为的手段，而是因为通过贴现窗口创造准备金的过程使得美联储成为通过特定工具对特定活动进行融资的参与者。也正是因为这种共同融资增加了特殊的信用供给，并且使这些供给更加确定，美联储的参与将指导企业和银行的融资活动。

这种广泛而深入的影响，反映了资本主义经济产生不稳定性的本质特征。偏好于短期资产性融资的有倾向的银行能削弱这种影响。其他金融机构包括销售贷款公司、人寿保险公司甚至普通的商业企业，也应直接或间接地通过合格的贴现票据与再贴现窗口发生关系。对贴现的资格要求可以用来确保资产性融资出现繁荣。

中央银行

融资活动的发展必须加以引导，以降低容易带来金融不稳定性的脆弱融资环境产生的可能性。中央银行是负责抑制和抵消金融不稳定性的机构，在某种程度上，它们有责任阻止金融不稳定性。

359 由于中央银行干预金融市场，它们会影响融资体系的正常运转。将中央银行的职责局限为监管成员银行和控制货币供给是错误的。当其他金融机构的重要性很低的时候，监管商业银行或货币供给可能是对中央银行职责很好的界定，但这种带有局限性的职责位已经不再合适了。

作为最终贷款人，中央银行必须确保在关键的产生头寸的市场上的资金供给不会因恐慌而中断，它必须清楚地界定将要保护的金融市场。最终贷款人是一种巧妙的干预，既要使某产业中特定的企业和部门破产，又要确保总体可获得的融资不崩溃。

当在融资体系中企业债务需要进行再融资时，中央银行的重要性大大增加了。尤其是，由于存在庞氏融资和投机性融资，中央银行更有存在的必要。只要商业银行进行融资、再融资和对非银行投机性金融机构进行临时性融资，中央银行就需要直接与它们打交道。即使只与商业银行打交道，中央银行也需要明确对所有融资行为负有的责任。

在 1929—1933 年的大萧条期间，美联储并没有成功阻止融资体系的崩溃。

结果出现了大量专门的局域性中央银行，在美联储高高在上的情况下，使实际上的美国中央银行进行分散化操作。一项较小的但并非无关紧要的机构改革产生了各种专门的机构——联邦储蓄保险公司、货币监理署以及专业保险公司和储蓄机构的监管机构等，这些机构成为美国联邦储备体系的组成部分。

在具有复杂金融体系的现代资本主义经济中，创新由获利机会中产生。中央银行业是一个不断学习的比赛，在其中中央银行总是试图影响不断变化着的体系的业绩。只有当中央银行家们能了解制度结构如何运转并且能够正确评估各种变化如何影响体系时，中央银行业才能取得成功。中央银行必须控制金融体系的发展。

除法律另有规定以外，中央银行控制着其自身的资产组合，在金本位制下，所有提供的和需要的资产必须通过买卖交易。中央银行通过两种手段影响如何给企业提供融资：一是界定其要保护资产范围的权力；二是用以向银行业体系注入准备金的资产选择。在创造准备金时取得的资产会为一些活动提供融资，使这些活动能在有利的期限内开展。只要其他银行需要中央银行的存款作为准备金，只要中央银行拥有垄断的货币发行权，中央银行就能影响其他银行的资产组合。 360

如果融资是有活力的，则投机性融资和庞氏融资占企业总融资的比重较低，企业会持有较多的货币和流动性资产。健康的融资意味着银行资产将有更多的政府债务和私人债务，这反映了一种对冲性融资。在这种情况下，对中央银行而言，主要运用国债进行公开市场操作是合适的。

在一个充满活力的融资体系中，在不引起严重的现值缩小的情况下，公开市场操作能抑制可获得的融资量。当投资主要是由投资者的自有资金而不是银行借款进行融资时，偿还债务所需要的现金不会随着利率的升高而显著增加。同时，长期的融资期限和资产价值不会对临时短期利率的变化做出剧烈反映。因此，银行对融资期限的变更会对经营活动的水平产生一定影响，但不会对融资关系的改变造成影响。中央银行通过降低银行准备金来限制银行贷款的努力，并不会减少从银行能获得的融资数量。银行只是用企业债务替换资产组合中的政府债务。国债的利率会相应受到影响。

不过健康的金融环境只是一种暂时的状态，这就意味着信用在扩张时期能够比信用基础扩张得更快，而在收缩时期比信用基础收缩得更慢。这种银行信用不断积累的影响会产生脆弱的金融体系。出现脆弱性之后，银行就会减少使用国债作为调节头寸的工具。

当前中央银行的操作主要使用国债，如果国债不再作为创造头寸的工具，则在商业银行和中央银行之间并不存在直接的合同。如果银行业系统是脆弱的，

对银行准备金的限制完全能够在银行贷款增长速度上反映出来，并不存在国债作为“安全阀”和“减震器”的作用。因此，在脆弱的金融体系中，特定的中央银行行为对可获得的融资量和利率要比在健康的金融体系中有更大的影响。

在脆弱的金融环境中，中央银行不能盲目遵循和运用那些在融资体系更为健康时取得成功的原则和技术。当国债在银行的资产组合中无足轻重而且不再作为创造头寸的工具时，公开市场操作就成了引导金融体系发展的拙劣工具。

361 银行准备金的变化一定要与银行自有资产相关联，贴现窗口是控制准备金的合适工具。银行需要通过向央行借款来给它们的资产共同融资，这是央行的一种技术手段，它能影响银行的资产偏好从而影响企业的融资方式。

如果企业和银行的业务能导致脆弱的金融体系，中央银行就有责任进行操作去引导银行从事对冲性融资业务。当局必须看穿银行资产负债表的“面纱”，仔细审查从银行获得融资的企业的资产负债表。

银行家要向潜在借款人询问的第一个问题是：“你打算怎么还我钱？”中央银行的管理也应遵循这一原则。商业银行向中央银行进行共同融资应该以能反映对冲性融资的企业资产为基础。

美联储应该停止依靠公开市场操作来决定银行体系的准备金数量。作为可以替换公开市场操作的一种选择，美联储可以通过贴现银行资产来向银行注入准备金。在贴现技术方面，融资业务会形成特定的合格票据，当中央银行购买或者借出这些票据时，就提供了银行准备金。第一次世界大战之前英格兰银行与货币市场之间的关系，可以看作美联储、商业银行和货币市场三者之间关系的一个典型模型。⁴在该模型中，银行的准备金基础（还有现金供应）主要是美联储发放贴现贷款（和公开市场票据）的结果，这些贷款是由为企业经营进行短期融资形成的。美联储可以贴现的优先的或者合格的票据是那些以资产为基础的票据，这些票据反映了贸易的或制造业的存货状况。因此，一旦金融体系变得脆弱，对中央银行控制短期信用供给而言，典型的英国式的贴现市场体系是合适的。

如果银行准备金主要是由对以企业存货为基础的短期票据进行贴现获得的，那么随着贷款到期并被偿还，银行准备金余额将减少。为了把准备金维持在目标水平，银行必须对票据进行再贴现，由此商业银行与中央银行之间就建立了持续的业务关系。因此，对美联储而言，一项主要的必需的改革就是从公开市场转向贴现。用贴现窗口的办法创造准备金基础，会形成促进具有短期头寸的对冲性融资发展的有利期限，并且可以遏制向脆弱的金融体系发展的趋势。

362

4 R.S.Sayers, *Bank of England Operations (1980-1914)* (London: P.S. King & Sons, 1936).

在贴现窗口的技术操作中，美联储会运用给企业融资形成的票据来创造准备金。美联储既要通过购买行为建立一个票据市场，又要保证它在金融市场中受到应有保护。这类票据因此而属于风险偏好等级。控制融资关系结构的手段将从美联储的资产组合转变为合格票据交易市场的优惠利率。

在这个体系中，每天都会损失一部分准备金，市场需要从美联储进行贴现来补充准备金。在一个复杂的金融体系中，每家银行都有多种取得准备金的方式。不过，完全短缺准备金的情况将使得一些银行从贴现窗口进行借款。每家银行都应该在贴现窗口有个信用限额，而且能够以优惠利率借到最高限额的借款，超过最高限额的借款将实行惩罚利率。实行优惠利率的银行信用限额恰好等于资本和公积金账户之和，因此更促使具有高资本资产比率的银行倾向于保留盈利。

美联储确定的再贴现利率成为决定融资期限的关键性利率。尤其是，银行和货币市场通过不合格票据进行融资的利率，要比合格票据的利率附加一个溢价。因此，投机性融资和庞氏融资的利率要比对冲性融资的利率高。尽管准备金供给对所有持有合格票据的银行来说具有无限弹性，但利率是由美联储根据这些利率对经济将造成影响的预测固定下来的。

美联储有两种手段控制银行融资：一是资本要求，二是准备金要求。资本要求是一种长期限制，如果资本低于目标水平，会支付罚息或者实行惩罚性贴现率，而准备金要求是一种短期的控制。

在现存的体系中，很难发现和阐明存在 12 家联邦储备银行的充分理由。纽约联邦储备银行是实施美联储操作的代理机构，因此它是唯一一家有理由存在的联储银行。如果美联储转变成从事贴现操作，那么高度分散的银行体系将需要众多的地区性货币市场。区域内的联储银行那时将与各家银行和地区货币市场形成借贷关系，地区内的机构设置也要适宜进行贴现操作。

贴现操作在中央银行、商业银行和各类货币市场参与机构之间建立起融资 363 关系。银行家们能很好地意识到，为了确保借款人具有持续的诚信，贷款人有权调查借款人的偿付能力。作为潜在和实际的贷款人，中央银行当然有权利调查商业银行的偿债能力，并评估银行的业务。如果不合格票据增长过快，就意味着要对银行获得信用的能力进行检查。银行检查就成了中央银行与商业银行之间银行关系的自然产物。

银行持有合格票据的数量会随着企业借款需求的下降而减少，1929—1933 年大萧条时期便是如此。在有大政府以及在衰退时期存在大量赤字的情况下，不会再发生类似的萧条。大规模赤字意味着金融市场必须吸收大量国债，随着私人债务减少，银行能通过购入大量国债保持充分投资。一旦银行大量购进国

债，国债市场就成了创造头寸的市场。当银行正在购进国债并且美联储希望准备金快速增长时，美联储就能通过在公开市场上买入国债来扩大准备金基础。

因此，美联储创造准备金的机制必须随着银行系统使用的融资工具的改变而发生变化。贴现窗口——创造准备金的贴现市场工具对于那些金融危机可能因投资性融资比重过高而爆发的经济系统来说，是非常适合的。鼓励票据与生产过程中使用的资产联系起来会促进对冲性融资的发展，虽然在一个资本主义世界中，在平静时期，将永远存在着对对冲性融资的潜在威胁。

由于只要存在大政府，就不会发生完全的债务通缩导致的大萧条，美联储最终贷款人功能的重要性发生了变化。在经历了金融损失之后，美联储需要通过在正常的贴现渠道之外释放存款准备金来为赤字融资提供便利。

364 由于大政府会维持利润，美联储则可以站在背后，听任企业和金融机构在它介入并提供再融资之前遭遇破产。美联储的干预应该遵循下述原则：给那些有资格的企业进行特许再融资。有资格的企业应符合以下要求：在危机时期的融资条件和不景气的收入水平下不具备偿还能力和变现能力，但在正常的收入水平下利用重组债务和合理的融资条件完全具备继续生存的能力。美联储拖延干预的时间越长，紧随危机出现的收入和就业的下降就越大。另一方面，美联储干预得越快，后续价格提高得就越剧烈，而且作为下一轮扩张的起点的金融体系就更加脆弱。

任何时候只要美联储介入并对头寸进行再融资，它就会保护那些曾从事特殊类型融资的机构，而且被预期到今后还会重复进行保护。不过这是一种带来麻烦的投机性融资和庞氏融资的扩张，会导致金融脆弱性，形成容易引发危机的体系。中央银行实质上确保在不远的将来会发生另外一场危机，当然，除非央行能避免那种能推动金融业务发展的脆弱性。很显然，中央银行作为最终贷款人的干预必须出现立法方面和行政方面的变革，从而有利于对冲性融资的发展。

美联储可以通过对银行准备金进行充分的限制来有意引发一场金融危机。正当大政府和最终贷款人干预在降低不确定性时，这类货币政策却向资产组合里增加了不确定性。如果美联储的政策工具被用来强制进行“挤压”，那么催生脆弱金融体系的资产组合的未来增长就会被抑制。⁵

美联储的政策因此要持续地“侧重防止”运用投机性融资和庞氏融资。但庞氏融资是资本主义经济中一种常见的通过借债融资来进行投资的方式。而且，

5 Hyman P. Minsky, "The New Uses of Monetary Powers," *Nebraska Journal of Economics and Business* 8, no.2 (Spring 1969); reprinted in Hyman P. Minsky, *Can "IT" Happen Again? Essays on Instability & Finance* (Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe & Co., 1982), pp. 179-191.

在资本主义经济中，如果没有导致不稳定性的融资活动，就会缺乏创新性和扩张性，降低发生危机的可能性恰恰扑灭了资本主义体系中创新的火花。

美联储支持对冲性融资并不意味着投机性融资和庞氏融资就不再发生。需要构建交易体系意味着，银行信贷官员和信贷委员会总是面临下面的情况：他们提供融资的经营活动实际上恰恰就是一项庞氏交易——人们预期仍将获得下一阶段的贷款为偿还本金和利息提供资金。

如果中央银行侧重防止投机性融资和庞氏融资，而且商业银行可以从事承销业务，则银行信贷官员能够以中长期债务或股本金的形式为银行贷款筹集资金。在一种金融体系中，如果商业银行能够作为中间人与那些人寿保险公司、养老金基金、短期资本管理者以及有权管理客户债务和股权的私人做业务，那么这样的金融体系是有助于鼓励对冲性融资的。 365

推动企业持续进行对冲性融资是美联储一项主要的而切近的政策目标。如果美联储能使银行更多地侧重向贸易和存货提供短期融资，融资体系就会更加稳定，避免出现大规模金融危机而需要的再融资就越少。一个能支撑稳定性的融资体系首先要有企业能够为资本资产所有权进行融资的技术，其次要有银行对资产性融资的偏好，最后要改变美联储的观念、目标和工具。

产业政策：大公司主导情况下的其他选择

当前处于主导地位的制度化和官僚化的公司还比较年轻。正如我们了解的，公司制企业在1776年甚至在1876年时还不存在。它们之所以成为公司的主导，是因为它们能够发行不受某些人或资产约束的长期债务和股票。正因如此，公司制企业使用的耐用的、专用的、昂贵的资本资产的融资成本要比独资公司和合伙公司低得多。公司因此形成了资本密集型生产技术的主导地位，并且使经济朝着使用劳动节约型技术的方向发展。

资本密集型技术占主导地位会导致长期的劳动力过剩。当前有必要创造和鼓励那些使闲散的和具有高效生产潜力的劳动力参与工作的企业。政策有必要使劳动密集型生产模式和资本密集型生产模式得以共存。

公司组织形式所发挥的作用正是政策所关注的，不过政策制定者应该区分两种公司：一种是制度化和官僚化的公司，另一种是企业家的公司。前者从融资地位和市场支配力中取得优势。官僚化企业的管理是职业化的，它的领导层或者是通过晋升而来或者是从企业外部雇用而来，这些人与企业的建立和早期成长几乎没有多大关系。 366

与此不同的是，企业家的公司主要是一个创始人或一个创业团队所创立企业的一种扩张。公司的成长和发展与目前的领导层密切相关。即使这些公司获得了大规模的融资，它们的主要优势也并不依赖于这些融资资源。

竞争市场是提高效率的机制，放松准入是一个促进竞争和改革的机制。市场是一种对产品和过程足以胜任的监管者，除了存在垄断和外部性的情况外。一旦垄断或外部性出现了，不管是由于政府还是由于市场进程引起的，都有必要采取监管措施抑制垄断的影响。

当监管和政府干预能使市场按照竞争市场的模式运行时，它们就是有效的。当市场存在垄断力量或者其他原因导致市场失灵时，这类干预是必要的。有必要进行干预来抑制或引导垄断力量。我们非常需要一类产业政策，它能够促进竞争产业发展，为融资提供便利，帮助和支持发展经过培训的和高效率的劳动力资源。⁶

政府和社会同样是知识的供给者。竞争性产业对知识的运用将确保这些知识成为普遍福利的基础，而不是变成少数企业用于产生租金的资产。此外，监管和干预能确保发生相互补贴，这种补贴以向企业提供最低水平服务的形式出现，不考虑资本成本的话，这些企业是不能以现金支付的形式购买这些服务的。

367 在一个利润出现周期性不稳定的经济中，银行家会要求，在给资本密集型生产技术提供融资之前就必须抑制不利的结果，垄断可能因这些银行家的要求而形成。无论如何，一旦垄断形成了，它就能够而且会被用来限制产出、阻止企业进入以及维持价格和利润。在这种情况下就需要政府干预，或者制定公平竞争的规则，或者在存在垄断的市场中形成相互模仿竞争的局面。充其量，旨在控制和引导垄断力量的监管取得了暂时的成功：所有被过多监管的对象都变成了监管者。

在一个总利润不稳定的小政府资本主义中，银行家们要求那些被给予融资的企业要具有垄断力量是明智之举。而在大政府资本主义中，垄断会导致利润提高和该类企业的管理费用猛增。这种长期存续的企业拥有大量管理费用，利润降低是实行垄断增加该类企业管理费用的结果，当利润降低导致需求下降时，这类企业能在一年丧失上10亿美元或更多的利润。

一旦大政府稳定住总利润，银行家们要求具备垄断地位的动机就失去了影响力。很显然，在总体利润得以维持的情况下，特定的企业可能会出现损失，假设产生这种损失的原因是不适当的管理决策或影响某些产品市场情况的非个人的和未预见的因素。如果预期获得的现金流经过了严格审查，诸如克莱斯勒

6 Henry C. Simons, "A Positive Program for Laissez-Faire"; reprinted in Henry Simons, *Economic Policy for a Free Society* (Chicago: University of Chicago Press, 1948).

和洛克希德的经验，而且核能领域的各种失败表明，垄断力量代替不了银行家和投资者要做的功课，特定目的的耐用资本资产即使在没有垄断的情况下仍然可以获得融资。

目前实施的反垄断是失败的：利用法律的办法反垄断意味着垄断的问题并没有解决。一项旨在形成有利于市场竞争的条件产业政策应该对任何特定企业能够配置的资产和雇用劳动力数量设定一个数量限制。这个数量限制可以随行业不同而变化。

许多企业的高速增长反映了融资行为和金融市场条件。建议中央银行和商业银行转向以资产为基础的融资，并且降低短期以公司本身为基础的融资，这将消除大企业的一些优势。建议允许小型银行作为其客户的投资银行，这也将削弱大企业的融资优势。除此以外，允许小型银行作为投资银行将便于企业进入各种产业。

先前提到的企业所得税改革和美联储操作技术的改变，与对小企业提供更多的投资银行服务一起，将为新企业的进入和现有小企业的进一步扩张提供便利。 368

有了公共事业振兴署提供的有效最低工资以及稳定的总利润，在20世纪30年代出现的工资和价格下降就不会再次发生。这些存在于农业、劳动力、制造业和贸易等领域的机制能够抑制向下的价格弹性，因为它们倾向于增加通货膨胀的压力，所以与被有效组织的大政府资本主义并无关系。

正如一些铁路、电气企业、洛克希德公司和克莱斯勒公司近些年的历史所表明的，利率的波动、失业和通货膨胀导致许多企业的融资优势逐渐丧失。由于许多企业目前背负着沉重的债务负担，税收和融资改革使得这些企业丧失市场支配力的保护从而面临融资困难。不仅如此，任何对被管理资产规模的积极限制，都会毫无疑问地先把最大的几家公司分解为几家更小一些、更易于管理的小企业。

美国有着广泛而发达的资本市场，能够处理大规模的股票和债务问题。这种能处理大问题的资本市场意味着，要求调整融资结构的产业的社会化可以被看作是一种暂时性措施。当克莱斯勒破产时，该项破产应该由政府再融资公司来处理，该公司会接管破产企业，并把企业分成可以继续在市场上生存的部分以及不再产生利润的部分。在未来甚至目前仍具有生存能力的第一部分应该作为新的独立的私人企业在资本市场中销售掉。不具备生存能力的第二部分如果接受足够的新资金则可以作为高风险的潜在企业。如果在重组期期末，判断再融资企业具备进行私有化的能力，那么可以投入重组资金并进行重组。如果判断不具备上述能力，政府提供再融资的企业就对剩余资产进行清算。

存在两类私人企业难于管理的资本密集型产业：铁路和核能制造业。两类产业都是资本密集和巨大外部性共存。尽管相关建议引起了难以解决的政治问题，但公共所有是经得住考验的。在这些产业运行良好的其他发达经济体中，它们几乎都是公共所有。笔者认为，利用相关技术对这些产业进行重组所需要的庞大资金，除了通过政府融资进行投入外没有其他办法能够解决。一个直截了当的简单办法而且是弱化可能出现的政治问题的历史先例是，建立一个像“田纳西河谷当局”那样的一个政府代理机构来管理经济中的这部分产业。

铁路产业不仅是资本密集型产业，也是劳动密集型产业。从多种形式的收入分配中近期应该汲取的一个教训是，各种补助金和免税的收入通常会被转化成更高的工资和对雇员更加繁琐的官僚机构。一项政府出台由政府产业工资政策是政府在该产业进行大量投资的前兆，例如铁路产业和核能制造产业。尽管统一的工资和收入政策由于不能执行而显得不切实际，但政府出台由政府雇员合同工资政策是有效的。

结论

20世纪60年代中期以来的政策失灵与过于陈腐的传统经济学分析有关。反过来，这种陈腐的经济学分析，与凯恩斯经济学从对资本主义的严厉批判转为一系列无足轻重的政策操作有关。凯恩斯主义的主要成果是，资本主义存在固有缺陷，主要因为它不能很好地配置资本，这对当前的政策措施不具备启发意义。对经济的政策思考和主流经济学分析忽视了美联储进行最终贷款人干预的必要性和有效性。

凯恩斯之所以认识到了资本主义的固有缺陷，是因为与他的前辈、同时代者和后来人相比，他理解了使用资本的资本主义经济中融资和与时间相关的方面。大政府使维持利润社会化以及最终贷款人的混合政策，这些被凯恩斯分析合法化的内容消除了发生大萧条的可能性。大政府导致的结果是，把竞争市场作为抑制通货膨胀压力工具的制度是合意的。必需的大政府能够（而且也会）向所有人提供最低生活保障和服务，从而使自由市场会导致劳动标准下降的论断变得无关紧要。一旦我们认识并且接受这样的事实，即足够大的政府限制总利润波动是资本主义经济取得成功的前提条件，经济就能被调整以消除阻止竞争的障碍，同时简化债务结构。只有对资本主义持批判态度的经济学才能成为资本主义成功政策的指导。

上面所提到的政策建议更适合被诠释为一份可供讨论的议程，而不是一个

无可争辩的方案。相关的分析主张要进行系统的全方位改革，而不是一项项独立的改变。对资本主义的问题并没有一个简单的答案，也不存在任何可以转变为动人词汇和可执行口号的办法。

任何收益都有成本。但是在以前的经济中，收益可能先于成本。在1946年至1966年，我们的经济与其他发达资本主义经济一道，得到了长期的改善，使人们的生活水平在1966年末比1946年整体上有了实质性的提高。1966年以来，经济更加不稳定，进一步的收益变小了而且不那么可靠了。不仅如此，还出现了几次大萧条的威胁，几乎断送了1946年至1966年之间的成果。

正当我们保留大政府的实力以防止出现大萧条时，我们有必要调整经济，降低由于大政府的存在而形成的通货膨胀压力。这种调整只能取得短暂的成功。在最初的间隔之后，资本主义金融所固有的不平衡趋势将再次把融资体系推向脆弱的边缘。此时，就要呼唤新的改革时代的到来。我们不可能一劳永逸，刚刚被一整套改革打退下去的不稳定性，不久后会以新的装束粉墨登场。

融资体系

A

对冲性融资

371

本部分内容将从形式上阐述进行对冲性融资的企业具有的现金流、资本价值和资产负债表方面的特点。为方便阐述，我们先界定一些变量，来考察融资特征对系统行为的影响，在描述运用投机性融资和庞氏融资的企业特征时也要用到这些变量。

CCs 是针对债务的契约性现金付款承诺。 Q_i s 和 $\sigma_{Q_i}^2$ 分别是企业家和银行家预期的准租金及其方差。对于对冲性融资我们有如下公式：

$$CC_i < \bar{Q}_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2 \quad i \text{ 取任何值} \quad (1)$$

其中， λ 取值足够大从而使 $Q_i < CC_i$ 的可能性小到可以接受。

方程(1)可以改写为：

$$CC_i = \tau(\bar{Q}_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2), \quad i \text{ 取任何值}, \quad \tau < 1 \quad (2)$$

τ 用来衡量现金流的安全边际， τ 越小，安全边际越大。

假定资本资产可以确保赚取 $(\bar{Q}_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2)$ 的收入，如果现金付款承诺和准租金以相同的比率 K 进行资本化，那么现金付款承诺的资本化价值是 $K(CC)$ ，预期准租金的资本化价值是：

$$P_{k,i} = K(\bar{Q}_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2) \quad (3)$$

正因为对于所有 i 的取值，都有 $CC_i < (\bar{Q}_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2)$ ，则可以得出 $P_{k,i} > K(CC)$ 。 372

存在一个资产的市场价值超过债务的市场价值的安全边际, 该安全边际可以改写为

$$P_k = \mu K(CC); \mu > 1 \quad (4)$$

其中, μ 用来衡量资本价值的安全边际; μ 越大, 安全边际越大。

对债务人来说, 对债务的现金付款承诺要比资本资产产生的现金流更为确定。而且, 如果不完全履行偿还债务承诺, 还要受到惩罚。债权人会认为, 与他们愿意接受现金相比, 准租金 Q_i 存在更大的变数。这也就是为什么债权人更愿意持有债务而不是资本资产或者股权。结果是, 借款人和贷款人使用的资本化率要大于资本资产产生的现金流所使用的资本化率。因此, 资产市场价值的安全边际需要超过债务的安全边际, 也就是说, 当 $\mu > 1$ 时, 出现 $\bar{Q}_i > CC_i$ 为理想的边际。在资本价值的安全边际存在之前, 预期准租金需要大幅度超过对债务的现金支付承诺数量。这样, 资产价值超过债务价值的安全边际的要求就意味着, 预期现金收入超过合同支付承诺的安全边际需要比较大。实现这一目标的一种方式拥有较多的资产净值。

一家进行对冲性融资的企业会预期, 来自经营活动的现金流入能足以偿还债务方面的支付承诺。不过, 也会发生意外情况(比如衰退), 来自经营活动的现金流入可能低于预期并且达不到偿还债务的要求。为了避免出现这种状况, 企业将持有超过交易需要的现金和可变现的金融资产。正如凯恩斯提到的, 以债务占主体的形式持有资产是便利的(作为暗含的一种保险政策)。因此, 对冲性投资者的资产负债表除了有 $P_k K$ 数量的资本资产外, 还要包括 $\eta K(CC)$ 的现金或者其他流动性资产, 它们不需要通过企业的经营来获得。一家进行对冲性融资的企业的资产负债表可以概括如下:

$$P_k K + \eta K(CC) = K(CC) + E_q; \eta \geq 1 \quad (5)$$

其中, E_q 是所有者权益, η 称为流动资产“助推器”, 用来表示对经营来说不必要的资产的安全边际。

373

存在三个参数来描述企业的融资状况, 它们是: 现金流边际 τ 、资本价值边际 μ 以及流动资产助推器提供的边际 η 。对于进行对冲性融资的企业来说, 在所有时间都满足 $\tau < 1$ 、 $\mu > 1$ 和 $0 < \eta \leq 1$ 的条件。 τ 越小, μ 和 η 越大, 则该企业的安全边际就越高。

鉴于实现的准租金 Q_{ir} 在每一时期都会超过支付承诺, 即对于 i 取任意值, 都有 $Q_{ir} > CC_i$, 所以进行对冲性融资的企业将确保拥有一项数量为 $Q_{ir} - CC_i$ 的净现金流入。因此, 如果愿意, 进行对冲性融资的企业可以相对于付款额增加现

金持有量, 在每一时期, 经营活动将增大 η 的值。不仅如此, 如果我们假定 Q_{iR} 的收入部分超过 CC_i 的收入部分, 则企业的所有者权益在每个时期都会增加, μ 就会提高。这样, 除非企业去调整它的资产组合, 否则 $d\eta/dt$ 、 dEq/dt 和 $d\mu/dt$ 将都大于零。

一家企业可以用所有者权益的增加额和现金获利去为取得资本资产提供融资。会出现取得资本资产的数量超过所有者权益增加的数量, 所有者权益增加不会改变债务—权益比率。一家进行对冲性融资的企业成功实现预期, 会导致在不恶化安全边际的情况下通过债务为取得资本资产提供融资。

还值得一提的是, 在一个具有资本市场的经济中, 随着进行对冲性融资的企业达到预期, 股票的票面价值会上涨。这些股份的持有者能完全通过股票价格上涨获取收入。如果经济正常运行, 使得进行对冲性融资的企业所涉及的债务和盈利预期都得以实现, 那么即将引入运营所必需的额外的外部融资, 这种外部融资可以使债务—权益比率保持在现有水平或者可能提高债务—权益比率。

投机性融资

当企业的现金支付承诺 CC_i 在某些时期, 特别是在近期内大于相同时期的预期准租金 \bar{Q}_i 时, 该企业就是在进行投机性融资。尤其是, 当 CC_i 超过预期的 \bar{Q}_i 并且 CC_i 大于归还的本金时, 该企业就是在进行投机。这种超过准租金的债务本金付款额通常与短期债务相关联。因此, 一家进行投机性融资的企业可以被定义为近期 i 取值较小时满足 $CC_i > \bar{Q}_i$ 条件的企业。

虽然如此, 由于后来的预期 \bar{Q}_i 要大于当期对未清偿债务的支付承诺数量, 374 对于一家从事投机性融资的企业来说, Q_i 的资本化价值要大于 CC_i 的资本化价值, 即满足 $P_{k,i} > K(CC_i)$ 。之所以如此是因为一旦早期 CC_i 的本金被偿还, 则对这些债务再没有进一步的支付承诺进入 CC_i 的资本化。在投机性债务到期之后资本资产的预期总收入会产生一个资产价值的安全边际。资产价值的安全边际正是诱发贷款人和借款人从事投机性融资的原因。

对于进行投机性融资的企业来说, 早期 CC_i 与 \bar{Q}_i 之间的差额必须通过再融资来弥补。因此, 开展投机性融资的前提条件是需要存在一个市场, 在该市场中借款人和贷款人相信企业容易以现金的形式在规定的日期获得 $CC_i - \bar{Q}_i$ 的差额。而且, 人们希望这些融资关系能良好地获得, 不会对其他金融债务偿还的可能性造成负面影响。

如果对初期的 i 值有 $CC_i > \bar{Q}_i$ ，并且在一系列主导的资本化率下有 $P_k > K(CC)$ ，而在另一组资本化率下，与更高的利率相关联，则有 $K(CC) > P_k$ 。因此，对于进行投机性融资的企业而言，偿付能力 (P_k 减去 $K(CC)$ 的差额) 取决于在适当范围内下降的一系列主导利率。进行投机性融资企业的长期生存能力取决于存在资本资产价值超过债务价值的安全边际。自然地，投机性依赖于如下假设，利率不会超出可以接受的范围。提高利率会降低投机性公司的安全边际，仅仅是因为早些时候曾经弥补了现金流不足的预期 Q_s ，在后期还会出现。如果利率大幅度波动，进行投机性融资的企业可能会出现技术方面的和 (希望是) 暂时的偿债能力不足的问题。

从事投机性融资的企业需要有规律地取得现金形式的 $CC_i - Q_i$ ，这意味着投机者的成功取决于一系列融资市场的正常运转。尽管进行对冲性融资的企业仅仅依赖于产品市场和要素市场的正常运转，但进行投机性融资的企业却要依赖于产品市场、要素市场和货币市场的正常运转。投机性融资企业面临着对冲性融资企业所没有的风险。

即使溢价投资性融资企业具有部分超过预期 Q_s 的近期 CC_s ， Q_s 的收入部分 375 也会超过相关 CC_s 的收入部分或利息部分。如果企业和融资条件允许的话，一家投机性融资企业有可能降低其短期债务，即它能增加相对于债务的所有者权益。

投机性企业为了防止陷入暂时的准租金或者货币市场困难也要具备一个流动资产助推器 $\eta K(CC)$ 。在其他条件相同的情况下，我们预期一家谨慎的投机性企业的 η 值要比对冲性企业要大。

一家投机性企业的现金流关系是

$$\begin{aligned} CC_i &> \bar{Q}_i + \lambda \sigma_{Q_i}^2 & i < t \\ CC_i &\leq \bar{Q}_i + \lambda \sigma_{Q_i}^2 & i \geq t \end{aligned} \quad (6)$$

故有

$$\begin{aligned} CC_i &= \tau(\bar{Q}_i + \lambda \sigma_{Q_i}^2); \quad \tau > 1, \quad i < t \\ &= \tau(\bar{Q}_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2); \quad \tau \leq 1, \quad i \geq t \end{aligned} \quad (7)$$

对于初期的 i ， τ 用来表示风险暴露程度。 τ 越大，风险暴露程度越大。

需要注意的是，在计算投机性企业的现金流关系时，用 $\bar{Q}_i + \lambda \sigma_{Q_i}^2$ 表示来自初

期经营活动的现金收入,而对于对冲性融资企业后期的收入要用 $\bar{Q}_i - \lambda\sigma_{Q_i}^2$ 表示。于是,还存在一些不明确的企业和日期的区间使得 $\bar{Q}_i + \lambda\sigma_{Q_i}^2 \geq CC_i \geq (\bar{Q}_i - \lambda\sigma_{Q_i}^2)$ 。对处于这些日期区间的企业来说,支付承诺可能会也可能不会被现金流所满足,这些现金流由实际赚取的准租金数量来决定。这种处于边界线上的企业和日期期间最好被认为在特征上属于边缘化投机,或者作为介于对冲性企业和投机性企业之间的一种过渡型企业。

现金支付承诺 CC 和实现的准租金 Q_t 都可以被划分成收入和本金两部分。如果我们把资本资产赚取的准租金看作一种完全分期付款的抵押,那么适当的资产折旧关系就会详细表明在资本资产寿命期限内的利息转移情况和投资回收情况。对于一份分期付款合同,付款义务通过年金计算公式被分成利息和本金付款额。对资本资产转移的比例反映出在会计和税法规定方面的资产折旧关系。我们定义 CC_y 和 Q_y 分别为支付承诺中的收入部分和准租金中的收入部分。那么对于一家投机性企业有

$$Q_y > CC_y; \quad (8)$$

现金流的收入部分超过了债务的利息部分。如果 CC 包含通常的股息支付 376 额,那么企业的利润表将显示正的留存收益;如果 CC_y 中不包含股息,一项政策选择可以导致 $CC_y > Q_y$ 。存在大量超出现金流范围支付股息的管理实例,即使这些股息可能会降低企业的未来盈利能力和增强企业融资状态中的投机性质。有时候这种类型的股息政策反映出盲目乐观的预期,而有时它反映了维持和提高企业股票市场价值的尝试。

当 $Q_y > CC_y$ 时,即使存在 $CC > Q_R$,用于为到期债务进行再融资的债务额 ($K(CC_j), j < t$) 也可能小于到期债务。这样,对于一家投机性企业,如果管理层希望,我们可以有 $\frac{dk(CC)}{dt} < 0$ 。如果投机性融资企业的准租金预期得以实现,而且没有提高资产负债表中的债务—权益比率,那么通过债务为取得资本资产进行融资尚有余地。

对于投机性企业,准租金的现值要高于付款承诺的现值。

$$P_k > K(CC); P_k = \mu K(CC), \mu > 1 \quad (9)$$

由于这个资本化价值既包含了 i 较小、 $Q_i < CC_i$ 的时期,也包含了 i 较大、 $Q_i > CC_i$ 的时期,因此 $\mu > 1$ 对有些折现率是正确的,而 $\mu < 1$ 对另外一些折现率是正确的。鉴于满足 $Q_i > CC_i$ 的 i 的取值通常要比满足 $Q_i < CC_i$ 的 i 的取值来得更晚,将长期利率和短期利率提高相同的水平会导致,与在 $CC_i > Q_i$ 情况下前期收

入的现值的降低相比, $Q_i > CC_i$ 时期收入的现值将以更大的比例下降。因此, 方程(5)需要被重写以便承认对 r 的不等式的依赖性。我们有

$$P_k > K(CC), \hat{r} > \bar{r} \quad (10)$$

其中, \bar{r} 是满足 $P_k = K(CC)$ 时长期利率和短期利率的组合。因此, 要维持投机性融资, 必须存在一个利率的上限(\hat{r})。这有明显的政策含义: 投机性融资的权重越大, 防止出现高利率的重要性就越大。

377 从事投机性融资的企业和银行家们充分预期债务的现金付款额要超过某个期限内经营获得的收入。我们能够预料, 投机性融资企业将保留一个现金“助推器”, 与它们预期在未来的付款额相关联。资产负债表将被表示为:

$$P_k + \eta \sum_{i=1}^n CC_i = K(CC) + E_q, \eta < 1 \quad (11)$$

我们再次用参数表示现金流、资产组合和现金边际。对冲性融资条件和投机性融资条件之间的首要差别是, 初期 τ 的取值大于 1, 即使后期取值小于 1; 第二个差别是 $\eta \sum(CC)$ 的规模结构和重要性不同; 第三个差别是, 对所有的资本化率, 对冲性企业都有 $P_k > K(CC)$, 而对投机性企业存在某些利率使得 $K(CC) > P_k$ 。

庞氏融资

庞氏融资这个词很容易让人们想到欺诈, 这个词通常指这样一种方案: 利用后期进入该方案的投资者的投资资金的本金去履行对前期进入方案的投资者过高回报的承诺。然而, 庞氏融资简单地讲就是通过以额外的债务或降低现金“助推器”来筹集资金偿还给债权人, 这并不是件稀罕事, 而且也不一定是欺诈。例如, 在一个季节性很强的产业中, 一家企业在一年中平均按季度支付股息(即使在某些季度它没有赚到足够的钱支付股息), 这样的企业就正在从事着一种毫无新意的庞氏融资。尽管存在这种无伤大雅的案例, 但对经济整体而言, 这种经意不经意的庞氏融资方案的增加却成了滑向脆弱金融体系的征兆。

使用我们前面用过的符号, 一家进行庞氏融资的企业可以用如下方程描述:

$$CC_i > Q_i + \lambda \sigma_Q^2, \text{ 除 } i = n(?) \text{ 外} \quad (12)$$

关于 i 的不等式的取值范围仍然存在一个问号, 由于除了最明显的欺诈外,

总体上庞氏方案都会存在一幅虚幻的美景,通过足够大的边际导致 $Q_n > CC_n$ 以抵消过去的 $\sum CC_i > Q_i$ 。也就是说,在某些利率水平下,并且某些有利情况发生时, 378 庞氏融资方案的资本价值将是正的。庞氏方案经常但并不总是要求 El Dorado: 那些没有远虑而总想走运的人相信,总会出现一些情况使庞氏融资的推动者自认为并没有正在委托给一个骗子。

庞氏融资和投机性融资在 CC 和 Q 的收入和本金组成上存在差别。对于庞氏方案,用 y 表示收入部分,则有:

$$CC_y > Q_y$$

但对于投机性融资则有:

$$Q_y \geq CC_y$$

随着进行债务再融资,对于投机性融资企业,净值和流动性会增加;而对于庞氏融资企业,净值和流动性必定会下降。

庞氏融资方案的另一个特征为:

$$P_k > K(CC_i); (?) \quad (13)$$

并不能肯定拥有正的净值。随着时间的推移, $K(CC)$ 会增长以至于最初是 $P_k > K(CC_i)$, 到了最后成了 $K(CC_i) > P_k$ 。由于庞氏方案如此依赖于持续的债务销售,庞氏融资企业应该具有大的现金“助推器”。如果销售债务出现困难,现金助推器将很快消失: 只要需要持续的短期融资,流动性将迅速挥发。

当企业实施投资方案,而且这些投资方案相对于其经营范围而言规模很大,收入不是现金而是其他获利的形式时,就发生了合法的庞氏融资。投资项目转化为资本资产时,就把一个庞氏融资项目转化为对冲性融资安排。

进行庞氏融资的投资方案类型可以归到以获利为基础确定股息支付率的类型当中。一家房地产信托投资公司通过巧妙地建筑商那里获得已贴现的票据来为建设提供融资,随着资产增值它会取得会计上的应计收入而非现金形式的收入。假定对房地产信托投资公司有支付股息的要求,一个具有应计收入的房地产信托投资公司将不得不销售债权或减少现金来履行其支付现金股息的义务。

庞氏融资和投机性融资的界限在于现金流的收入构成以及是否存在正的净现值。一家需要反复举债的投机性融资企业可能在再融资时面临比预期高得多的利率。这种利率持续上升将导致即使在 Q_{Ry} 不低于预期的情况下也有 $Q_{Ry} < CC_y$ 。浮动利率把 CC_y 累加到大规模未清偿债务上,这种利率让 $CC_y < Q_{Ry}$ 转变为 $CC_y > Q_{Ry}$ 。 379

庞氏融资会带来所有者权益的持续损失 $\left(\frac{dEq}{dt} < 0\right)$ 。当庞氏融资表现为对大规模投资项目的融资时，建设计划的拖延能对项目投资期间所有者权益的情况产生重大影响。在投资繁荣期特别是当劳动力和原材料短缺提高成本和拖延进度时，会最广泛地开展可以被刻画成庞氏等式的融资操作。这种拖延和成本上升与高企的并不断上升的利率相结合，会导致所有者权益的快速损失。庞氏融资是融资体系中最容易受到资产重估影响的因素。企业的生存能力取决于发生的大事件或者取得的有利融资。实际上，对具体大事件所产生的怀疑态导致不能获得资金来维持已经开工的项目。庞氏融资的比重不断上升，尽管这已不是件稀罕事，但它却成了融资体系的脆弱性正落入债务通缩危险范围内的指示器。

消费价格和实际工资

对经济中消费品价格水平的基本描述是：

381

$$P_C = \frac{W_C}{A_C} \left(1 + \mu \frac{N_I}{N_C} \right) \quad (1)$$

其中， μ 表示投资品生产领域工资对消费品生产领域工资的比率 $\frac{W_I}{W_C}$ ，因此我们有：

$$\frac{W_C}{P_C} = \frac{A_C}{1 + \mu N_I / N_C} \quad (2)$$

工资的购买力直接取决于平均劳动力生产率，并与投资品生产领域就业与消费品生产领域就业比率成反向关系。正因为 $A_C = \frac{Q_C}{N_C}$ ，上述等式可以简化为：

$$\frac{W_C}{P_C} = \frac{Q_C}{N_C + \mu N_I} \quad (3)$$

工资的购买力与消费品产出直接相关，与投资消费品领域的就业和相对工资间接相关。增加投资品行业的就业和提高投资品生产领域的工资水平，都将降低消费品行业工资的购买力。

如果投资提高消费品行业工人的平均生产率，那么 Q_C 将提高，会使 $\frac{W_C}{P_C}$ 提 382

高。在一个有着固定货币工资的体制中，如果投资提高消费品生产领域的生产率，价格将趋于下跌。一个技术进步的经济只要正常运行就会产生物价下降的压力。

基本模型稍加变换就可以得到：

$$P_C - \frac{W_C N_C}{Q_C} = \frac{W_I N_I}{Q_C} \quad (4)$$

消费品生产中的平均利润边际是消费品产出对应的投资品的工资。随着消

费品产出的增加, 尽管每单位产出的劳动力成本将下降, 但每单位产出的利润边际也将趋于下降。产出价格 P_C 将趋于比单位劳动力成本更快地下降。如果资本资产的增加导致生产率提高, 那么每单位资本资产的利润会下降。由于资本资产价格没有下降, 所以总利润或者利润的资本化率需要提高。如果投资增加, 则总利润增加, 这意味着投资品生产中的货币工资或者就业会提高。

如果经济中存在疲软的情况, 则投资品生产会增长。如果不存在疲软的情况, 则通过增加投资品领域的货币工资或者把工人从消费品生产转移到投资品生产, 就可以维持股本的名义价值。通过增加工资来使因为生产率提高而产生的价格下跌压力得以抑制, 这样, 价格水平(包括投资品的名义利润供给价格)就不会下跌, 有助于维持债务融资的生存能力。投资中的外部融资和资本资产中的头寸越多, 提高工资用以抵消因产出增加而出现的价格和利润边际下降的倾向就越重要。当资本资产的复杂性和支出增加时, 随着外部融资的增加, 一个使用资本密集型生产模式和当局惧怕陷入深度萧条的资本主义经济, 会有通货膨胀的压力。

投资的扩张容易降低消费品生产领域的工资的购买力。如果投资品生产领域的货币工资相对于消费品领域的货币工资上涨了, 则可能出现 $\frac{W_I}{W_C} > \frac{P_C}{P_C} > \frac{W_C}{W_C}$ 。

也就是说, 正当消费品生产领域工资的购买力下降之时, 投资品生产领域工资的购买力却在上涨。

如果投资品生产的增加或者投资品生产领域工资的增加没有抵消劳动生产率的增加, 那么每单位产出的利润会降低。总利润过小以至于不能维持股本的市场价值。

如果我们考察有政府存在的条件下、利润中的消费部分和工资中的储蓄部分之间更复杂的关系, 我们可以得到: *

$$P_c = \frac{W_c}{A_c} \left(1 + \frac{W_I N_I}{W_C N_C} + \frac{Df}{W_C N_C} + \frac{T_x - \Pi_G}{W_C N_C} + \frac{c \dot{\Pi}}{W_C N_C} - \frac{s \dot{W}}{W_C N_C} \right) \quad (5)$$

或者

$$\frac{W_c}{P_c} = \frac{A_c}{1 + \frac{W_I N_I}{W_C N_C} + \frac{Df}{W_C N_C} + \frac{T_x - \Pi_G}{W_C N_C} + \frac{c \dot{\Pi}}{W_C N_C} - \frac{s \dot{W}}{W_C N_C}} \quad (6)$$

* 在这些方程中, 我们定义 Df 为政府赤字, T_x 表示基于利润的税收, Π_G 表示政府从生产获得的利润, $c \dot{\Pi}$ 表示税后利润中的消费部分, $s \dot{W}$ 表示税后工资中的储蓄部分。这些关系能够进一步展开并详细阐述。

货币工资的购买力与平均劳动生产率正相关, 与消费品需求数量负相关, 这些消费品是通过消费品生产收入以外的融资取得的。因为 $A_c = Q_c N_c$, 方程还可以被写为:

$$\frac{W_c}{P_c} = \frac{Q_c}{N_c \left(1 + \frac{W_I N_I}{W_c N_c} + \frac{Df}{W_c N_c} + \frac{T_* - \Pi_G}{W_c N_c} + \frac{c \dot{\Pi}}{W_c N_c} - \frac{s \dot{W}}{W_c N_c} \right)} \quad (7)$$

只有消费品产出的增长, 而没有消费品生产领域就业的成比例增加, 将导致货币工资购买力的增加。不仅如此, 如果由于 N_c 和 Q_c 同比例增长导致消费品生产领域的工资增长, 那么实际工资将趋向于增长。对应地, 如果分子中的任何比率(除了 $s \dot{W}$)下降, 实际工资将上升。需要注意的是, 赤字的增加会降低消费品生产者的实际工资, 而赤字的下降会提高消费品生产者的实际工资。

索引



A

- 应计收入 (Accrued income), 70
- 加德纳·阿克里 (Ackley, Gardner), 113
- 管制价格 (Administered price), 135
- 对有未独立子女家庭的补助计划 (AFDC), 335, 344—345
- 农业 (Agriculture), 287, 336, 368
- 预期通货膨胀 (Anticipated inflation), 295
- 反垄断 (Anti-trust), 267
- 阿根廷 (Argentina), 7
- 肯尼思·阿罗 (Arrow, Kenneth), 124 n11
- 资产权益比 (Asset-equity ratio), 264, 277, 278, 281, 356
- 资产负债比 (Asset-liabilities ratio), 95
- 资产管理 (Asset management), 52, 98
- 资产价格 (Asset prices), 48, 55, 156, 202, 312
- 资产 (Assets), 50, 69, 73—74, 79, 92, 223, 261, 367; 资产价值 (value of), 16, 17, 44, 49, 61, 66, 71, 187, 188, 234, 259; secure, 24, 40, 41, 106; 资产所有权 (ownership of), 47; 资产质量 (quality of), 57. 另参见银行资产 (Bank assets); 资本资产 (Capital assets); 金融资产 (Financial assets); 流动性资产 (Liquid assets)
- 平均成本 (Average cost), 177—178

B

- 收支平衡 (Balance of payments), 168—169, 212
- 贸易余额 (Balance of trade), 167—169, 187, 301
- 资产负债表 (Balance sheet), 37—41, 79, 87, 90, 215—216, 223—224, 226, 231, 232, 254, 355, 361

银行资产 (Bank assets), 39—40, 57, 83—87, 152, 261—264, 265, 272, 273, 356, 361, 362

银行信贷 (Bank credit), 101, 102, 268, 285, 357, 358, 360—362

银行负债 (Bank debt), 62, 63, 107, 152, 184, 185, 357

银行家的融资 (Bankers' finance). 参见外部融资 (External finance)

银行检查 (Bank examination), 64, 65, 268—269, 281

银行倒闭 (Bank failures), 6, 7, 18, 20, 45, 46, 56, 57, 59—64, 66—67, 74, 105, 106, 131, 132, 266, 267, 363. 另参见特定的银行倒闭, 比如富兰克林国民银行的倒闭 (specific bank Failures, e.g., Franklin National Bank)

银行负债 (Bank liabilities), 80, 85, 97—98, 99, 100, 103, 253, 254, 257, 263, 264, 265, 266, 267; 银行负债和美国联邦储备银行 (and the Federal Reserve), 103, 271, 272, 274, 356, 358, 362; 银行负债的成本 (costs of), 270—272

银行贷款 (Bank loans), 40, 68, 69, 71, 79—80, 206, 228—229, 256—261, 354, 357, 364, 365; 银行贷款和银行破产 (and failure), 46, 47, 57, 58, 60, 62; 银行贷款和货币供给 (and money supply), 131, 132, 151, 152, 130, 131, 201—202, 236, 237, 264

美洲银行 (Bank of America), 97

英格兰银行 (Bank of England), 56, 73, 361, 362

银行重组 (Bank reorganization), 6, 7

银行准备金 (Bank reserves), 53, 54, 79—81, 217, 270—271, 281—282, 357—358; 银行准备金的增长 (growth of), 98, 299; 银行准备金的成本 (costs of), 272—274; 银行准备金的监管 (regulation of), 279, 280, 282, 356, 359, 360—361, 362, 363—364

破产 (Bankruptcies), 7, 15, 18, 20, 73, 130, 131, 186, 197, 230, 231, 236, 237, 254, 368

银行 (Banks), 52—54, 57—58, 81, 82, 137, 178—179, 185, 225, 230—231, 247—253, 349, 354—358, 367; 银行的海外业务 (overseas operations), 62, 65, 67, 68, 72, 86, 217, 218, 268; 银行的客户关系 (customer relations with), 256, 257, 266—269, 281, 285. 另参见流动性和银行 (Liquidity, and banks)

易货经济 (Barter economy), 见交换经济 (Exchange economy)

大政府 (Big government), 15, 20—21, 289, 297, 328—344, 369—370; 大政府的影响 (impact of), 22—30, 43—44, 186—187, 189, 299, 300; 大政府的效率 (efficiency of), 34, 324—325; 大政府对价格的影响 (effect on prices), 165—167; 大政府对利润的影响 (effect on profit), 166—167, 294, 354, 366, 364, 367

债券 (Bonds), 81, 195, 207, 208, 224, 225, 277

面值 (Book value), 227, 228, 261—264, 265

经纪人市场 (Brokers' market), 81

卡尔·布伦纳(Brunner, Karl), 110, 113 n5

威廉·詹宁斯·布赖恩(Bryan, William Jennings), 287

财政预算(Budget), 118, 119, 121, 191, 322, 324, 325; 平衡财政预算(balanced), 135, 301, 336—339

预算影响(Budget effect): 政府赤字的预算影响(of government deficit), 24, 28—36, 103, 104

埃德蒙·伯克(Burke, Edmund), 10 n8

亚瑟·伯恩斯(Burns, Arthur), 56—57

经济周期(Business cycle), 6, 7, 109, 110 n1, 150, 180, 181, 249, 252, 253, 303, 366; 经济周期分析(analysis of), 111, 112, 113, 130, 159, 160, 193 — 194. 另参见萧条(Depressions); 经济周期中的通货膨胀(Inflation, in business cycle); 衰退(Recessions); 经济周期扩张(Business cycle expansions), 15, 16, 226, 297, 298

企业债务(Business debt), 33, 34, 36, 40, 56 n7, 186—190, 212, 213, 215—216, 327, 352, 354. 另参见经营亏损债券(Bonds Business deficit), 30

企业(Businesses), 63, 79—80, 172—173, 350—355, 365—367

企业破产(Business failures). 参见破产企业债务(Bankruptcies Business liabilities), 90, 92, 186, 193, 197, 222, 223, 350—355

企业贷款(Business loans), 39—40, 54, 210

企业重组(Business reorganization), 198

企业支出(Business spending), 155, 184—186

C

资本(Capital), 120, 369—370

资本资产决策(Capital asset decisions), 119, 192, 207—208

资本资产价格(Capital asset prices), 127, 157—159, 189—190, 200—205, 222, 227; 资本资产价格和产出(and output), 209—211, 228, 237, 278, 279.

另参见资本资产的需求价格(Demand price, for capital assets)

资本资产比率(Capital-asset ratio), 356—357

资本资产(Capital assets), 6, 122, 172, 195, 237—238, 320, 324—325, 350—351; 资本资产和价格(and prices), 117, 118, 127, 128, 151, 152, 154, 194, 195, 278, 279; 新古典主义经济学中的资本资产(in neoclassical economics), 127, 128; 资本资产和货币供给(and money supply), 130, 131, 132; 凯恩斯主义经济学中的资本资产(in Keynesian' economics), 132, 133; 资本资产的所有权(ownership of), 157, 173, 174, 222, 233, 350—351; 资本资产的价值(value of), 187—188, 209, 238, 239, 240, 241, 277; 给资本资产融资(financing of), 191, 192, 198, 206,

219, 234—235, 249, 250, 251, 252, 298, 299. 另参见对资本资产进行债务融资 (Debt financing, of capital assets)

资本成本 (Capital costs), 174, 175, 177, 367

资本收益 (Capital gain): 对资本收益征税 (taxation on), 165, 166, 266 n14

资本收益 (Capital income), 172, 173, 175, 176, 194, 195, 350, 351

资本密集型生产 (Capital-intensive production), 5, 6, 145—146, 178, 185—189, 295, 324—326, 340, 341, 365—366, 368

资本投资 (Capital investment), 120—121, 324, 325

资本主义经济 (Capitalist economy), 6—7, 33, 34, 78, 79, 111—112, 133—134, 190, 193—196, 298, 316, 320, 369, 370

现金流 (Cash flows), 24, 81, 90, 130, 175, 176, 198, 220—221, 242, 243, 268—269, 353; 大政府对现金流的影响 (effect of big government on), 28—41, 253, 355; 现金流的类型 (types of), 78—80, 223—229; 现金流的分配 (distribution of), 159—160; 现金流和投资 (and investment), 180, 192, 197, 208, 211—212, 228—231, 233, 298, 350—351; 现金流和成本 (and costs), 186, 295; 现金流和价格 (and prices), 188, 189, 194, 195

现金支付 (Cash payments), 176, 177, 185, 186, 229—232, 234, 235, 239, 240, 243, 306

中央银行 (Central bank), 17, 52, 63, 86, 116, 117, 268, 358—365; 中央银行干预 (intervention by), 43, 244, 272, 299, 349, 350; 中央银行作为最终贷款人 (as lender-of-last-resort), 56, 72, 279—282. 另参见英格兰银行, 美国联邦储备银行 (Bank of England; Federal Reserve System)

存单 (Certificates of deposit) (CDs), 62, 66, 67, 83, 85, 87, 98, 99, 100, 101, 102, 270—271

大通曼哈顿银行 (Chase Manhattan (bank)), 60, 61

大通国民银行 (Chase National Bank), 98

儿童补贴 (Children's allowance (proposed)), 334—335, 343—344

埃文斯·克拉克 (Clark, Evans), 193

古典理论 (Classical theory), 133—134

封闭经济 (Closed economy), 172—173, 175

商业银行 (Commercial banks). 参见汉克斯商业票据市场 (Hanks Commercial-paper market), 56, 61, 63, 72, 98, 102—104, 236, 256, 276, 277

商品价格 (Commodity prices), 117, t 18

竞争 (Competition), 174, 349, 350, 366

建设贷款 (Construction loans), 46, 68—70, 240—241, 261, 274, 275

建筑工人 (Construction workers): 建筑工人的收入 (earnings of), 307—308, 309, 312

消费者贷款 (Consumer credit), 34, 40

- 消费者需求 (Consumer demand), 126, 127, 128, 154, 276, 288, 289, 290, 291
- 消费品 (Consumer goods), 160—165, 284, 289, 294, 298, 303—306; 消费品价格 (prices of), 159, 165—167, 308—309, 316, 336; 消费品生产 (production of), 166—167, 253, 286, 287, 289—291, 293, 295, 311, 312—313, 320, 348; 消费品需求 (demand for), 300, 302, 308, 314, 315
- 消费者偏好 (Consumer preferences), 128, 181, 182, 183
- 消费者物价指数 (Consumer price index (CPI)), 16, 292, 309
- 消费者 (Consumers), 35, 138. 另参见家庭消费 (Households Consumption), 44, 118, 123, 124, 140, 151, 152, 165, 166, 324, 325; 消费者和盈利 (and profit), 181—182, 290, 301, 302
- 消费行为 (Consumption behavior), 34
- 消费函数模型 (Consumption function model), 142, 143—144
- 消费收入比率 (Consumption-income ratio), 25, 28, 33—34, 170—171, 153, 204, 217
- 消费支出 (Consumption spending), 170, 171—176, 290, 303, 311, 313
- 大陆航空公司 (Continental Airlines), 297n
- 伊利诺伊大陆银行 (Continental Illinois Bank), 7, 15, 46 n1, 52 n5, 74, 222 n4, 267n
- 合同 (Contracts), 22, 68, 223, 223—224, 243, 249, 254, 260, 269, 312. 另参见劳动合同 (Labor contracts)
- 代理银行 (Correspondent banks), 257—258
- 生活费指数 (Cost of living index), 312
- 成本 (Costs), 171—176, 177—180, 182—183, 184—186, 217, 238—240, 240—241, 245, 273, 274, 298, 365. 另参见特定成本, 如劳动力成本 (specific costs, e.g., Labor costs)
- 消费者物价指数 (CPI), 参见消费物价指数 (Consumer price index)
- 信贷 (Credit), 4, 85, 97—101, 222, 272, 275. 另参见银行信贷 (Bank credit); 科罗切特岛消费信贷 (Consumer credit Crotchet Castle (Peacock)), 330

D

- 保罗·戴维森 (Davidson, Paul), 50 n2, 111 n4
- 经纪人市场 (Dealers' market), 81—82, 83
- 债务 (Debt), 47, 61—62, 87—93, 130—131, 177, 180—181, 194—195, 斯兰 277, 278, 298, 356—357; 偿付债务 (payment of), 152, 223, 226, 227—229, 235, 240, 259—260. 另参见贷款 (Loans); 债务类型如政府债务 (types of debt, e.g., Government debt)
- 债务通缩 (Debt deflation), 20, 43—45, 192—194, 197—198, 202—203, 204, 239, 245, 301—302; 防止债务通缩 (prevention of) 21, 44, 166, 281, 315, 349, 357, 365
- 债务—权益比 (Debt-equity ratio), 195, 208, 244
- 债务融资 (Debt financing), 44, 87, 131, 209, 242, 245, 315, 340, 354, 364; 资本资产的债

务融资 (of capital assets), 78, 194—195, 198, 207—208, 213, 218, 260, 352; 政府支出的债务融资 (of government spending), 311

拒付债务 (Debt repudiation), 197—198, 336

分散的市场机制 (Decentralized market mechanism), 6, 50, 116—117, 133, 149, 329, 359

决策 (Decision making), 18, 142—144, 324, 326, 367. 另参见决策的类型, 如投资决策 (types of decisions, e.g., Investment decisions)

违约 (Default), 15, 226, 260, 354

信用风险, 违约风险 (Default risk), 41, 47

国防开支 (Defense spending), 23, 25, 26—28, 290, 300, 302, 315, 321, 323, 339

赤字支出 (Deficit spending), 25, 253

通货紧缩 (Deflation), 239, 209, 321, 325. 另参见通货膨胀 (Inflation); 价格通缩 (Price deflation); 工资通缩 (Wage deflation)

需求 (Demand), 143, 179—180, 277—278, 301—302, 328, 347—348. 另参见消费需求 (Consumer demand)

需求曲线 (Demand curve), 122, 128, 190, 209—210, 216—217, 297, 301, 311, III

活期存款 (Demand deposits), 41, 87, 90, 243—244, 257, 258, 259, 270, 277

需求管理 (Demand management), 328

需求价格 (Demand price), 199, 205, 305—306; 资本资产的需求价格 (for capital assets), 117, 214, 218, 254—255, 298, 329

存款保险 (Deposit insurance), 62—63, 267, 268, 269, 273, 282

存款 (Deposits): 金融机构存款 (of financial institutions), 41, 48, 225, 256—257, 274, 356. 另参见活期存款 (Demand deposits); 定期存款 (Time deposits)

折旧, 贬值 (Depreciation), 262

大萧条 (Depressions), 329—330, 349; 新古典经济学中的大萧条 (in neoclassical economics), 116, 134; 新凯恩斯主义经济学中的大萧条 (in Keynesian economics), 193, 197, 369; 大萧条的原因 (causes of), 202—203, 239—240, 245, 300—301, 324—325; 避免大萧条 (prevention of), 281—282, 294, 314—315. 另参见大萧条 (Great Depression); 衰退 (Recessions)

放松管制 (Deregulation), 7, 92, 221

达德利·迪拉德 (Dillard, Dudley), 158

贴现操作 (Discount operations), 70, 123, 233; 美联储的贴现操作 (of Federal Reserve), 52—54, 63, 98—99, 102, 257, 268, 272, 282, 361—363

贴现率 (Discount rate), 63, 269

不均衡 (Disequilibrium), 113, 126, 134, 137, 197, 198, 255, 356. 另参见均衡 (Equilibrium)

可支配收入 (Disposable income), 23, 25—26, 28—29, 31, 34, 36, 307—308, 309—110, 312, 313

劳动力分工 (Division of labor), 176

美元 (Dollar), 73, 74, 337

唐纳德·H.邓恩 (Dunn, Donald H.), 225

E

经济预测 (Econometric forecasting), 141—141

经济顾问 (Economic advisers), 319—320

经济效率, 经济效益 (Economic efficiency), 8—9, 328—329, 366

经济政策 (Economic policy), 6—8, 110, 116—118, 126—128, 190, 191, 245, 298, 319—326.

另参见财政政策 (Fiscal policy); 产业政策 (Industrial policy); 货币政策 (Monetary policy)

经济改革 (Economic reforms), 10, 322—323, 328. 另参见金融改革 (Financial reform)

经济理论 (Economic theory), 3—5, 49—50, 115, 243, 280, 325. 另参见特定的理论, 如新古典理论 (specific theories, e.g., Neoclassical theory)

经济 (Economy), 7, 16—17, 172—173, 294, 324, 324—325. 另参见经济、经济周期和就业 (Business cycle Employment), 21, 170, 302—303, 311; 政府政策对经济的影响 (effect of government policy on), 55, 划 298, 333, 336, 338, 342—343, 349; 新古典主义经济学中的经济 (in neoclassical economics), 121—122; 新凯恩斯主义经济学中的经济 (in Keynesian economics), 135, 138—139, 147—148; 投资品生产中的经济 (in investment goods production), 287—298; 经济 and 价格 (and prices), 292, 293—294, 314; 消费品生产中的经济 (in consumer goods production), 298. 另参见充分就业 (Full employment); 政府就业 (Government employment); 劳动力市场 (Labor market); 失业 (Unemployment)

就业法案 (Employment Act (1946)), 8

就业效应 (Employment effect): 政府赤字的就业效应 (of government deficit), 24, 25—29, 44, 104, 134—135, 166—167, 281; 市场支配力的就业效应 (of market power), 183

就业均衡 (Employment equilibrium), 153, 154, 194, 197, 198, 199

权利项目 (Entitlement programs), 29

均衡 (Equilibrium), 115, 204, 279—280, 285; 新古典经济学中的均衡 (in neoclassical economics), 114, 121, 154—155, 189; 新凯恩斯主义经济学中的均衡 (in Keynesian economics), 144, 148. 另参见不均衡 (Disequilibrium); 就业均衡 (Employment equilibrium); 货币均衡 (Money equilibrium)

所有者权益, 净资产, 股票 (Equity), 56, 180, 194, 205, 214, 277, 280, 344, 349, 351. 另参见股本负债率 (Debt-equity ratio)

欧洲美元市场 (Eurodollar market), 67, 86

交换经济 (Exchange economy), 4, 114, 117, 124, 329

消费税 (Excise tax), 127, 340, 342, 343

预期 (Expectation), 121, 131, 343

外部融资 (External finance), 102, 105, 208—211, 215, 218, 221—222, 234, 242, 245, 254, 298, 300, 327

外部资金 (External funds), 98, 105, 205—206, 207, 212

F

公平 (Fairness), 5—6

联邦存款保险公司 (Federal Deposit Insurance Corporation) (FDIC), 15 *nl*, 50, 359; 联邦存款保险公司和银行破产 (and bank failures), 45—46, 56, 60, 62—63, 64

联邦基金市场 (Federal-funds market), 83

联邦储备法案 (Federal Reserve Act (1913)), 53, 77 *nl*, 357

联邦储备体系 (Federal Reserve System), 39, 49—54, 80, 86, 135, 146, 251—252, 336; 联邦储备体系和伊利诺斯大陆银行 (and Continental Illinois Bank), 15 *nl*; 联邦储备体系作为最终贷款人 (as lender—of—last—resort), 16—17, 44—45, 54—57, 96, 130—104, 239, 245, 280, 362—363, 369; 联邦储备体系的操作 (operations), 20, 257—259, 267, 270

联邦储备体系 (Federal Reserve System), 338, 351, 359—360, 367; 联邦储备体系和富兰克林国民银行 (and Franklin National Bank), 46, 65, 66—67, 72. 另参见公开市场操作 (Open market operations); 某些专题下的联邦储备体系, 如, 货币供给和联邦储备体系 (Federal Reserve under subjects, e.g. Money supply, and Federal Reserve)

融资 (Finance), 231—233, 236—238, 242—244. 另参见融资的类型, 如融资公司的对冲性融资 (types of finance, e.g., Hedge finance Finance companies), 92, 274—276

金融资产 (Financial assets), 50, 197, 198, 201, 207, 234, 274—277, 305; 金融资产的价格 (prices of), 194, 200, 205

美国融资公司 (Financial Corporation of America), 61 *nl*0

金融不稳定性假设 (Financial instability hypothesis), 194—196

金融机构 (Financial institutions), 96—97, 112, 114, 199, 219—220, 298, 325, 357, 359; 金融机构获得政府债务 (acquisition of government debt by), 38—41, 53—54, 97, 258 *nl*0, 266, 280—282, 362; 金融机构的债务 (liabilities of), 277, 278. 另参见银行 (Banks); 储蓄和就业利息货币通论 (凯恩斯) (Savings and General Theory of Employment, Interest and Money (Keynes)), 8, 110, 133, 134—135, 149, 156, 192, 236, 327, 334

金融市场决策 (Financial market decisions), 120—121

金融市场 (Financial markets), 18, 156, 190, 242—244, 254, 260, 278—279, 294, 298, 367;
撤销金融市场监管 (deregulated), 90; 金融市场恐慌 (runs on), 106; 金融市场和利率 (and
interest rates), 123, 211; 金融市场和成本 (and costs), 180; 中央银行对金融市场的干预
(intervention by central banks on), 358—360

金融改革 (Financial reform), 349—365

投资的融资理论 (Financial theory of investment), 130, 133

财政政策 (Fiscal policy), 5, 50, 51, 144, 183, 320, 328; 经济复苏时的财政政策 (in
economic recovery), 21, 103, 135; 充分就业时的财政政策 (in full employment), 110—111, 136,
302; 新古典经济学中的财政政策 (in neoclassical economics), 110—111, 156; 财政政策对就
业的影响 (effect on employment), 292, 313—314, 328; 凯恩斯主义经济学中的财政政策 (in
Keynesian economics), 324. 另参见货币政策 (Monetary policy)

欧文·费雪 (Fisher, Irving), 124—125, 192, 198 n8

固定收入 (Fixed income), 298—299

福特政府 (Ford administration), 26

外汇 (Foreign exchange), 57, 85

富兰克林国民银行 (Franklin National Bank), 20, 45—46, 57—58, 62, 65—67, 72, 73, 99,
268 n16

自由市场 (Free market). 参见分散的市场机制 (Decentralized market mechanism)

米尔顿·弗里德曼 (Friedman, Milton), 109 n1, 112 n5, 129, 132, 195—196, 263 n1, 284—285

附加福利 (Fringe benefits), 183, 287—288

充分就业 (Full employment), 10, 50, 51, 115, 295—296, 301, 337, 340; 新古典经济学中的
充分就业 (in neoclassical economics), 124, 126, 156; 凯恩斯主义经济学中的充分就业 (in
Keynesian economics), 134, 134—135, 139, 140, 148. 另参见专题中的充分就业, 如市场机制
和充分就业 (Full employment under subjects, e.g., Market mechanism, and full employment)

充分就业经济 (Full-employment economy), 311, 324—325, 332—333, 337, 342, 345—347

充分就业均衡 (Full-employment equilibrium) 198, 199

G

德国 (Germany), 249

国民生产总值 (GNP). 参见国民生产总值 (Gross national product)

雷蒙德·戈德史密斯 (Goldsmith, Raymond), 225 n7

金本位 (Gold standard), 53, 73, 77, 154, 287, 359

政府 (Government), 220; 政府行为 (behavior of), 17. 另参见大政府 (Big government)

政府债务 (Government debt), 22, 37—41, 87, 88, 234, 342. 另参见金融机构获得政府债务 (Financial institutions, acquisition of government debt by); 州和地方政府债务 (State and local debt)

政府赤字 (Government deficit), 24—25, 73, 239, 300, 302, 330; 凯恩斯主义经济学中的政府赤字 (in Keynesian economics), 21, 24. 另参见专题中的政府赤字, 如政府赤字对盈利的影响 (Government deficit under subjects, e.g., Profit, effect of government deficit on)

政府就业 (Government employment), 22, 25, 311, 314, 315, 334, 343

政府债务 (Government liabilities), 315

政府债券 (Government securities), 52, 81, 83, 282. 另参见市政债券 (Municipal securities); 国债 (Treasury securities)

政府支出 (Government spending), 22, 23—24, 25—28, 33, 34, 102, 147, 156, 298; 政府支出对储蓄的影响 (effect on savings), 141; 政府支出对价格的影响 (effect on prices), 165—167, 183—184; 政府支出对盈利的影响 (effect on profits), 183—184, 333; 政府支出对通货膨胀的影响 (effect on inflation), 285, 300, 300—302, 306, 311—313, 332; 政府支出占 GNP 的百分比 (percent of GNP), 331, 332—333, 336, 339. 另参见赤字支出 (Deficit spending); 州和地方政府支出 (State and local spending)

政府补贴 (Government subsidies), 147

政府盈余 (Government surplus), 35, 103, 325, 331, 336, 338

政府工资 (Government wages), 290, 298—299, 309—310, 314, 315, 369

财政补贴 (Grants-in-aid), 26

简·格雷 (Gray, Jane), 330

彼德·格雷 (Gray, Peter), 330

大不列颠 (Great Britain), 20, 56, 292—293, 294

大萧条 (Great Depression), 87, 129, 131—132, 134—135, 155, 192, 202, 212, 219, 250, 363

国民生产总值 (Gross national product (GNP)), 17, 24, 31, 140, 172, 205; 转移支付对国民生产总值的影响 (effect of transfer payments on), 22, 25—26, 247; 国民生产总值和通货膨胀 (and inflation), 247, 301; 国民生产总值和税收 (and taxes), 325, 339, 342. 另参见政府支出占国民生产总值的比重 (Government spending, percent of GNP)

H

富兰克·H.哈恩 (Hahn, Frank H.), 124 *nl*, 286 *n3*

阿尔文·汉森 (Hansen, Alvin), 135, 139—144, 149, 156, 193, 确 324, 328

对冲性融资 (Hedge finance), 79, 225 *n7*, 226, 230—233, 236, 239, 244, 260, 340, 351—352, 358, 361—362, 363—364

约翰·R.希克思(Hicks, John R.), 144—148, 149, 156, 193, 328

家庭债务(Household debt), 30, 34, 77, 89

家庭收入(Household income), 161

家庭贷款(Household loans), 275—276, 277

家庭(Households), 34—35, 36—37, 38, 90, 140. 另参见消费者(Consumers)

家庭储蓄(Household savings), 31, 35, 36, 155

住房投资(Housing investment), 30, 105. 另参见建设贷款(Construction loans)

I

收入(Income), 101, 121, 302, 329; 收入增长(growth of), 16; 收入降低(decrease in), 18, 233; 收入和货币供给(and money supply), 54, 146, 147—148. 另参见工资(Wages); 收入的类型, 如可支配收入(types of income, e.g., Disposable income)

收入现金流(Income cash flows), 323, 227

收入循环(Income circuit), 223

收入分配(Income distribution), 127, 159, 146, 163, 172, 325—326

政府赤字对收入的影响(Income effect: of government deficit), 24, 25—29, 43, 44, 104

所得税(Income tax), 25, 306—307, 310, 341—342, 368

指数化(Indexation), 288, 300, 315, 338. 另参见生活费指数(Cost of living index); 消费物价指数(Consumer priceindex)

工业生产指数(Index of industrial production), 17, 20

个人自由(Individual liberty), 9, 10

产业政策(Industrial policy), 365—369

通货膨胀(Inflation), 16, 71, 73, 164, 283—285, 323; 经济周期中的通货膨胀(in business cycle), 17, 106, 116, 164, 227, 283—289; 尝试控制通货膨胀(attempts to curb), 20, 98, 102, 104, 106, 273, 300—302, 329, 343; 政府赤字对通货膨胀的影响(effect of government deficit), 39, 239, 281, 298, 301, 316, 337, 338, 354; 干预主义政策的通货膨胀影响(effect of interventionist policies on), 51, 55, 59, 111, 239, 269, 272, 315—316, 324, 328, 343, 369; 新古典主义经济学中的通货膨胀(in neoclassical economics), 115, 154; 通货膨胀和债务(and debt), 190, 202, 298. 另参见意料中的通货膨胀(Anticipated inflation); 通货紧缩(Deflation); 加价在通货膨胀中的作用(Markup, role in inflation); 货币供给和通货膨胀(Money supply, and inflation); 公开的通货膨胀(Open inflation); 滞胀(Stagflation)

通货膨胀壁垒(Inflation barrier), 288, 289—290, 292, 299, 316, 330

通货膨胀率(Inflation rate), 7, 50, 87, 103, 292, 322

利息(Interest), 25, 70, 212, 261, 270

利率 (Interest rates), 81, 90, 148, 211; 利息率和通货膨胀 (and Inflation), 20, 239; 利率提高 (rise in), 73, 90, 98, 102, 123, 270—271, 338; 利率管理 (regulation of), 86, 111, 279, 362; 降低利率 (lowering of), 137, 139, 232, 233, 271, 272; 利率和投资 (and investment), 145, 146, 153, 207, 208, 216, 218, 231, 237, 245; 利率和贷款 (and loans), 180, 182, 223, 253, 255; 264, 265, 275, 276, 277, 360, 361, 214, 215

内部融资 (Internal finance), 209, 210, 212, 213, 216—217, 239, 240, 242—243, 298—299

内部资金 (Internal funds), 30, 33, 36, 101, 102, 105—106, 178—213, 205, 213, 240, 242

投资 (Investment), 7, 20, 45, 101, 128, 192, 277, 333, 334; 政府赤字对投资的影响 (effect of government deficit on), 30—33, 34, 35, 105—106, 331; 政府政策和投资 (government policies and), 188—189, 301, 343, 347, 348—350; 投资对通货膨胀的影响 (effect of inflation on), 285—286, 294, 295, 313, 324. 另参见储蓄和投资 (Saving and investment); 专题中的投资, 如盈利和投资 (Investments under subjects, e.g., Profit, and investment)

投资率、消费率、就业率 (Investment/consumption/employment ratio), 264 n12

投资决策 (Investment decisions), 34—36, 68—79, 175, 183—185, 205—207, 210, 314

投融资 (Investment financing), 158, 191—194, 237—243, 250, 300, 305—306, 312.

另参见外部融资 (External finance); 内部融资 (Internal finance); 投融资的安全边际 (Margin of safety, in investment financing)

投资品 (Investment goods), 160—165, 171, 207, 224, 289, 293, 296; 投资品生产 (production of), 165, 215, 252—254, 287, 288, 299, 306, 312, 322, 325, 349; 投资品价格 (prices of), 201, 218, 228, 229, 237, 280

投资支出 (Investment spending), 171, 186, 301

投资理论 (Investment theory), 133, 145—147, 193—194, 197

J

日本 (Japan), 49—50

工作保障 (Job security), 6—7

约翰逊政府 (Johnson administration), 140—141, 147—148, 192

达特·乔根森 (Jorgenson, Date), 211 n11

K

米歇尔·卡莱茨基 (Kalecki, Michael), 17 n2, 162n46, 263—264, 328

肯尼迪政府 (Kennedy administration), 141, 147, 292, 346

凯恩斯主义经济学 (Keynesian economics), 24, 74, 109 n1, 194, 228, 236, 350; 凯恩斯主义经济学的解释 (interpretation of), 4—5, 112—114, 192—193, 196, 334; 凯恩斯主义经济学派

(schools of), 8, 51; 凯恩斯主义经济的影响 (influence of), 110, 120—145, 141, 277, 323—326, 327—328, 369—370. 另参见专题中的凯恩斯主义经济学, 如凯恩斯主义经济学中的货币供给 (Keynesian economics under subjects, e.g., Money supply, in Keynesian economics)

约翰·梅纳德·凯恩斯 (Keynes, John Maynard), 5, 11 n8, 18, 34, 89, 141—142, 192, 208

劳伦斯·克莱因 (Klein, Lawrence), 142, 144

詹·克里盖 (Kregal Jan), 162 n6

西蒙·古米茨 (Kumets, Simon), 149

L

劳动 (Labor), 120, 209, 239, 302—311, 313. 另参见青年工会组织 (Trade unions; Youth)

劳动合同 (Labor contracts), 287, 296, 297, 310

劳动力成本 (Labor costs), 160—162, 166, 184, 190, 206, 207, 299. 另参见劳动力成本加价 (Markup, of labor costs)

劳动力需求 (Labor demand), 197, 298, 311, 344, 345, 349, 350

劳动密集型生产 (Labor-intensive production), 166, 324, 341

劳动力市场 (Labor market), 125, 136—138, 149—154, 183, 191, 289, 293—294, 344—345, 347—348

劳动供给 (Labor supply), 153

劳动供给和需求 (Labor supply and demand), 114, 121, 136—138, 286, 292

放任, 自由主义 (Laissez-faire), 128

拉丁美洲 (Latin America), 15

立法 (Legislation), 11 n8, 35, 60, 62, 100, 122, 220, 288, 296. 另参见监管体系 (Regulatory system)

最终贷款人干预 (Lender-of-last-resort interventions), 7, 20, 42—49, 101, 236 n5, 279—282, 301, 353, 359, 364. 另参见作为最终贷款人的中央银行 (Central bank, as lender-of-last-resort); 作为最终贷款人的美联储系统 (Federal Reserve System, as lender-of-last-resort)

杠杆 (Leverage), 261—265, 267, 296, 272

负债管理 (Liability management), 48, 52, 235—237, 270

负债结构 (Liability structures), 6, 133, 204—205, 213, 220, 228, 231, 237, 297. 另参见机构的债务, 如银行债务 (Liabilities of organizations, e.g., Bank liabilities)

流动资产 (Liquid assets), 47—48, 53, 60, 81, 192, 202, 234—235, 239, 243—244, 360

流动性 (Liquidity), 49—50, 97, 205, 212—214, 234—236, 245, 277, 302; 流动性和银行 (and banks), 44, 85, 222, 272, 299; 流动性测量 (measurement of), 94; 流动性价值 (value of),

203—205, 238, 278

流动性陷阱 (Liquidity trap), 148

贷款 (Loans), 250, 356. 另参见银行贷款 (Bank loans); 企业贷款 (Business loans); 家庭贷款 (Household loans)

罗伯特·E.卢卡斯 (Lucas, Robert E., Jr.), 109 *nl*

M

宏观经济理论 (Macroeconomic theory), 5, 7, 160, 161—162

托马斯·马尔萨斯 (Malthus, Thomas), 171

管理 (Management), 266, 270, 271, 367. 另参见资产管理 (Asset management); 需求管理 (Demand management); 债务管理 (Liability management)

汉华实业信托公司 (Manufacturers Hanover Trust), 81—82

边际成本 (Marginal cost), 177—178, 181

安全边际 (Margin of safety), 89—90, 177, 178, 182, 230, 233, 243, 245, 266; 投融资中的安全边际 (in investment financing), 198, 208—213, 238, 241

市场经济 (Market economy), 115—117, 129, 161—164, 301, 342—343

市场机制 (Market mechanism); 7, 9, 112, 218; 凯恩斯主义经济学中的市场机制 (in Keynesian economics), 135—136, 323—325, 326; 新古典主义经济学中的市场机制 (in neoclassical economics), 138; 市场机制和充分就业 (and full employment), 193, 197, 205, 329. 另参见分散的市场机制 (Decentralized market mechanism)

垄断, 市场支配力 (Market power), 188, 297, 302, 322, 141, 367; 新古典主义经济学中的市场支配力 (in neoclassical economics), 117—118; 市场支配力和就业 (and employment), 136, 183; 市场支配力对价格的影响 (effect on prices), 151, 177, 180—182; 市场支配力和加价 (and markup), 184, 302—304, 348, 353

市场价格 (Market price), 160, 176—183

市场进程 (Market processes), 18—21, 109 *nl*, 135—136, 138, 194, 280, 279—280, 354

加价, 利润 (Markup), 171, 182, 296; 356; 对技术上确定的成本加价 (on technologically determined costs), 158, 175, 176, 183, 200, 302, 305; 劳动力成本加价 (of labor costs), 159, 161, 166, 171—172, 188—189, 278, 295, 303, 305, 312, 315—316; 加价在通货膨胀中的作用 (role in inflation), 283—284, 287, 289, 291, 293, 294, 295, 302—303

阿尔弗雷德·马歇尔 (Marshall, Alfred), 228

马里兰州 (Maryland), 7, 63 *nl*

医疗费 (Medical costs), 22, 188, 302, 337, 354

艾伦·迈尔泽 (Meltzer, Alan), 112 *n*5

墨西哥比索 (Mexican peso), 6, 15, 74

微观经济理论 (Microeconomic theory), 4, 159

矿工 (Mine workers): 矿工的收入 (earnings of), 308, 313

佛朗哥·莫迪里阿尼 (Modigliani, Franco), 112 n5

货币主义 (Monetarism), 5, 20, 51, 73, 77 n1, 112, 114, 284—285

货币政策 (Monetary policy), 6, 7, 109 n1、183, 280、320; 控制通货膨胀的货币政策 (in curbing inflation), 102, 105; 新古典主义经济学中的货币政策 (in neoclassical economics), 110—111, 126, 156; 货币政策和充分就业 (and full employment), 110—111, 136, 301; 经济复苏中的货币政策 (in economic recovery), 135; 凯恩斯主义经济学中的货币政策 (in Keynesian economics), 149, 323; 货币政策对银行准备金的影响 (effect on bank reserves), 271, 364; 货币政策对就业的影响 (effect on employment), 292, 313—314, 328; 货币政策对收入的影响 (effect on income), 338. 另参见财政政策 (Fiscal policy)

货币 (Money), 243, 249—250, 253, 255, 278; 新古典主义经济学中的货币 (in neoclassical economics), 129; 凯恩斯主义经济学中的货币 (in Keynesian economics), 130—132, 146, 160, 251; 货币中性 (neutrality of), 159

货币均衡 (Money equilibrium), 146—147

货币市场 (Money market), 62, 67, 276, 278, 279, 362, 363

货币市场银行 (Money-market banks), 96—97, 101, 268

货币市场基金 (Money market funds), 79 n2, 275

货币价格 (Money prices), 123—124, 160, 203

货币盈利 (Money profit), 286

货币供给 (Money supply), 51, 104, 115, 202, 273, 280; 美联储与货币供给 (and Federal Reserve), 54, 62, 73, 98, 154, 182, 217; 凯恩斯主义经济学中的货币供给 (in Keynesian economics), 110, 130, 137, 138, 146—147, 250; 新古典经济学中的货币供给 (in neoclassical economics), 153, 252; 货币供给与通货膨胀 (and inflation), 301, 357. 另参见银行贷款和货币供给 (Bank loans, and money supply); 收入和货币供给 (Income, and money supply)

货币工资 (Money wage), 191, 295, 300, 306; 货币工资和就业 (and employment), 137, 197, 214, 343, 347—349; 货币工资和价格 (and prices), 169, 200, 284, 286—287, 297; 货币工资和政府支出 (and government spending), 311—312; 货币工资和通货膨胀 (and inflation), 313—314

垄断 (Monopoly), 119, 135, 187, 190, 297, 324, 354

抵押 (Mortgages), 51, 241

自治区 (Municipalities): 自治区的财政问题 (fiscal problems of), 15, 47

市政债券 (Municipal securities), 100, 101

互助储蓄银行 (Mutual savings banks), 100

N

国家银行业体系 (National Banking System), 97

圣地亚哥国民银行 (National Bank of San Diego), 59, 60, 62

国民收入 (National income), 3, 149, 213, 220 n1, 326, 329

新古典综合 (Neoclassical synthesis), 6, 109—113, 133, 137—138, 151, 155—156, 193, 195, 252; 新古典综合的根源 (roots of), 118—119, 149, 153

新古典理论 (Neoclassical theory), 109, 110—111, 133, 145—146, 154—155, 171, 279, 286, 323. 另参见专题中的新古典主义经济学, 如新古典经济学中的资本资产 (neoclassical economics under subjects, e.g., Capital assets, in neoclassical economics)

新政 (New Deal), 8, 134—135, 344—347

纽约城 (New York City): 纽约城的财政问题 (fiscal problems of), 47, 252 n3, 268 n16

奴肯政府 (Nucon administration), 26, 102, 106

O

俄亥俄州 (Ohio), 6, 63 n11

寡头垄断 (Oligopoly), 178, 187, 297, 324

就业大众化 (Open-ended employment), 347

公开性通货膨胀 (Open inflation), 289, 290, 299—300

公开市场操作 (Open market operations), 52, 55, 64, 71, 103, 269, 276—277, 285, 358, 359—361

经营成本 (Operating costs), 265

付现成本 (Out-of-pocket costs), 187, 188, 192, 200, 288 n8

产出价格 (Output prices), 44, 137, 151, 237

间接成本 (Overhead costs), 182

P

唐·帕丁根 (Patinkin, Don), 5 n4, 149, 155

帕丁根方法 (Patinkin resolution), 196—199, 204

托马斯·纳夫·皮考克 (Peacock, Thomas Love), 330

宾夕法尼亚州中央铁路公司 (Penn-Central Railroad), 73, 102

宾夕法尼亚州广场银行 (Penn Square Bank), 7, 15, 74, 97, 267n

退休金 (Pensions), 299

布朗·欧内斯特·H. 菲尔普斯 (Phelps-Brown, Ernest H.), 291, 295

- 奥尔本·W. 菲利普斯 (Phillips, Alban W.), 291, 295
- 政治经济学 (Political economy), 9—10
- 庞氏融资 (Ponzi finance), 70, 79, 225—226, 230—238, 240, 261, 265 n13, 265, 354, 360, 362, 364
- 资产组合现金流 (Portfolio Cash flows), 223—224, 226, 229
- 资产组合的效果 (Portfolio effect): 政府赤字的资产组合效果 (of government deficit), 24, 38—41, 43, 106, 212, 281
- 资产组合 (Portfolios), 54—55, 59, 83, 133, 315, 356;
- 金融机构的资产组合 (of financial institutions), 97, 360, 363
- 头寸创造工具 (Position-making instruments), 80, 81—87, 97
- 价格管制 (Price controls), 105
- 实际工资 (Price-deflated wage), 114—115, 122, 126, 152, 286—291, 307—310, 313
- 价格通缩 (Price deflation), 135, 152—153, 154, 155, 196, 295
- 价格 (Prices), 55, 111, 118—119, 139, 283—285, 296, 302, 347, 364, 368; 新古典主义经济学中的价格 (in neoclassical economics), 120, 121, 122, 124, 134, 157, 159, 189; 价格和货币供给 (and money supply), 126; 价格和经济衰退 (and recessions), 135, 189, 291, 354; 凯恩斯主义经济学中的价格 (in Keynesian economics), 291—292. 另参见失业和价格 (Employment, and Prices); 价格类型, 如市场价格 (types of prices, e.g., Market Prices)
- 价格理论 (Price theory), 5 n4, 122, 157, 327
- 价格形成机制 (Pricing mechanism), 116—117
- 生产 (Production), 6, 23, 117, 120—121, 139, 158, 192, 228, 225. 另参见资本密集型生产 (Capital-intensive production); 消费品生产 (Consumer goods, production of), 投资品生产 (Investment goods, production of); 劳动密集型生产 (Labor-intensive production)
- 生产函数 (Production function), 118, 123, 126, 172
- 生产率 (Productivity), 219, 296; 劳动的生产率 (of labor), 126, 164, 171—172, 200, 283—284, 286, 292, 293, 303, 308, 316; 资本生产率 (of capital), 152
- 盈利, 利润 (Profit), 70, 78—79, 121, 219—220, 227, 284, 297, 309, 314, 328—329, 353; 企业盈利 (of businesses), 26, 29, 37, 56 n7, 106, 236, 337, 343, 352—353; 盈利增长 (increase in), 31, 32, 33, 44, 117, 311—312, 331; 政府赤字对盈利的影响 (effect of government deficit on), 43, 181—182, 189, 234, 235, 280, 301, 333, 338, 342; 银行的盈利 (of banks), 82, 256—257, 263—264, 269—270, 271, 272—273, 279, 355, 356; 经济衰退时的盈利状况 (in recessions), 104, 291, 294, 331, 335; 凯恩斯主义经济学中的盈利 (in Keynesian economics), 139—140, 284; 新古典主义经济学中的盈利 (in neoclassical economics), 156; 盈利和投资 (and investment), 161, 169—170, 180—181, 199, 216—217, 234, 236—237, 238—239, 244; 金融机构的盈利 (of financial

institutions), 274—276; 盈利和债务 (and debt), 298, 327, 351—352. 另参见大政府 (Big government); 对盈利的影响 (effect on profit); 现金流 (Cash flows); 货币盈利 (Money profit)

产权 (Property rights), 10

公共政策 (Public policy), 113, 142—143. 另参见经济政策 (Economic policy)

市政工程 (Public works), 334

购买力 (Purchasing power), 287, 288, 289, 299, 304, 312, 314

Q

货币数量论 (Quantity theory of money), 124, 126, 127, 144, 148, 153, 165, 285

准租金 (Quasi-rents), 158, 187, 200—205, 211, 216, 228, 232, 235—241

R

里根政府 (Reagan administration), 6, 25, 74, 89, 113, 141, 167, 316, 327, 337, 342

真实票据原则 (Real bills doctrine), 357

房地产投资信托产业 (Real Estate Investment Trust (REIT) industry), 15, 46, 52, 56—62, 68—73, 96, 105, 221, 268, 274, 278 n20, 341

实际工资 (Real wages), 122, 124, 125, 286—287, 291, 311, 313, 316

衰退 (Recessions), 16, 18—21, 50, 294, 306, 315, 337; 衰退的原因 (cause of), 245, 300; 防止衰退 (prevention of), 299. 另参见萧条 (Depressions); 价格以及衰退 (Prices, and recessions); 衰退时的利润 (Profit, in recessions)

再贴现 (Rediscounting), 54, 356

再融资 (Refinancing), 6, 43, 71, 102, 104, 300; 金融机构的再融资 (of financial institutions), 49, 63, 100; 银行的再融资 (of banks), 56, 66, 80, 259, 280, 281

通货再膨胀 (Reflation), 322

监管体系 (Regulatory system), 16, 43—44, 57, 60, 220, 252—253, 266—269, 355, 367. 另参见中央银行 (Central bank); 放松管制 (Deregulation); 联邦储备体系 (Federal Reserve System)

房地产投资信托公司 (REIT). 参见房地产信托投资产业 (Real Estate Investment Trust industry)

资源分配 (Resource allocation), 120, 157—160, 169, 171, 172, 183, 302, 320, 330

大卫·李嘉图 (Ricardo, David), 228

风险 (Risk), 49, 57, 185—186, 266—268, 341, 361, 368. 另参见违约风险 (Default risk); 不确定性 (Uncertainty)

琼·鲁宾逊 (Robinson, Joan), 114, 197, 236 n15

罗斯福政府 (Roosevelt administration), 5, 8, 77 *nl*, 134—135, 220, 324, 327. 另参见新政 (New Deal)

S

工资 (Salaries), 参见工资 (Wages)

营销 (Sales), 296—297

保罗·A. 萨缪尔森 (Samuelson, Paul A.), 112 *n*5, 194, 291—292

存款 (Savings), 30—35, 37, 121—123, 170, 176

储蓄和投资 (Savings and investment), 123, 125, 146—147, 149, 302; 凯恩斯主义经济学中的储蓄和投资 (in Keynesian economics), 141

储蓄和贷款协会 (Savings and loan associations), 39, 274

存款和储蓄机构 (Savings and thrift institutions), 6, 63 *nl*

安妮·施瓦兹 (Schwartz, Anne), 129

证券交易管理委员会 (Securities and Exchange Commission, SEC), 50

证券国民银行 (Security National Bank), 59, 60

自身利益 (Self-interest), 279

服务 (Services), 162; 购买服务 (purchasing of,) 25, 26, 172, 302

短期债务 (Short-term debt), 33, 46, 79, 235, 237

亨利·C. 西蒙斯 (Simons, Henry C.), 10 *n*7, 136 *n*9, 193

米盖勒·辛多纳 (Sindona, Michele), 65

亚当·史密斯 (Smith, Adam), 176, 279, 322

社会公平 (Social justice), 9, 10

社会保障 (Social Security), 25, 188, 294, 335, 344, 347

社会保障税 (Social Security taxes), 25, 167, 183, 311, 341—342, 343, 344

罗伯特·M. 索洛 (Solow, Robert M.), 291—292

投机性融资 (Speculative finance), 5, 47—49, 57, 71, 94, 225 *n*7, 226, 230—239, 241, 242—245, 260, 265 *n*13, 266, 278, 352—355, 358—361, 362, 365

工资减去所得税 (Spendable income), 参见可支配收入 (Disposable income)

滞胀 (Stagflation), 103, 291

生活水平 (Standard of life), 328

州和地方政府债务 (State and local debt), 46, 88, 89, 252 *n*3, 268 *n*16. 另参见市政债券 (Municipal securities)

州和地方政府支出 (State and local spending), 301, 302, 316

国家保险基金 (State insurance funds), 63; *n*11

股东 (Stock holders), 226, 263, 274, 340, 352

股票市场 (Stock market), 51, 208, 217, 265, 277, 350. 另参见华尔街股票价格 (Wall Street Stock prices), 266

补助金 (Subsidies), 147, 189, 299, 343, 346, 352

替代 (Substitution), 117, 189, 199, 271—272, 328, 333—334, 349

供给 (Supply), 140; 供给融资的 (of finance), 274, 277—279, 285

供给和需求 (Supply and demand), 118, 120, 145, 200.

另参见需求 (Demand); 劳动力供给和需求 (Labor supply and demand); 货币供给 (Money supply)

供给曲线 (Supply curve), 122, 210, 214, 216, 311

供给价格 (Supply price), 167, 176—183, 200, 206, 215, 253, 279, 284, 302, 305, 311

最高法院 (Supreme Court), 8

T

税务减免 (Tax credits), 353

税收 (Taxes), 23—24, 152, 165—166, 172, 183—184, 189, 227, 258, 262, 302, 339—343. 另参见消费税 (Excise tax); 所得税 (Income tax); 社会保障税 (Social Security taxes)

税法 (Tax law), 35, 68

税收回扣 (Tax rebate), 20, 73, 143

税收制度 (Tax system), 20, 141, 325, 333, 334, 336—337

技术决定的成本 (Technologically determined costs), 159, 185, 290, 299, 302, 303, 305, 312. 另参见对技术决定的成本的加价、毛利 (Markup, on technologically determined costs)

科技理论 (Technological theory), 172

彼得·特曼 (Temin, Peter), 130

全国经济临时委员会 (Temporary National Economic Committee), 135

定期存款 (Time deposits), 41, 85, 87, 259, 270. 另参见存单 (Certificates of deposit)

詹姆斯·托宾 (Tobin, James), 110, 112 n5, 320—321

工会 (Trade unions), 116, 155, 290, 296, 297, 311, 312, 316; 工会和通货膨胀 (and inflation), 291, 311—314. 另参见劳动合同 (Labor contracts); 工资协议 (Wage settlements)

转移支付 (Transfer payments), 10, 20—28, 35, 147, 188, 288—289, 299—302, 311, 313, 315, 321, 323, 326, 333—335, 339, 343. 另参见对有未独立子女家庭的补助计划 (AFDC); 医药费 (Medical costs); 社会保障国债 (Social Security Treasury securities), 81, 82—83, 86, 97, 100, 358, 360—361, 363

双重价格机制 (Two-Price system), 194—196, 200

双重市场 (Two-tier market), 56

U

不确定性 (Uncertainty), 2, 24, 124, 132, 237, 251, 255, 299; 投资中的不确定性 (in investment), 118, 185, 215, 216, 240, 378; 凯恩斯主义经济学中的不确定性 (in Keynesian economics), 158 n16, 324. 另参见风险 (Risk)

失业的 (Unemployed), 134

失业 (Unemployment), 18, 20, 31, 34, 73, 301, 329; 凯恩斯主义经济学中的失业 (in Keynesian economics), 158, 324, 326; 新古典主义经济学中的失业 (in neoclassical economics), 121, 123, 151—154; 通货膨胀中的失业 (in inflation), 290, 300—302, 306, 311—314, 315, 316. 另参见就业 (Employment)

失业保险 (Unemployment insurance), SS, 22, 28, 334

失业率 (Unemployment rate), 20, 87, 102, 314, 328

美国 (United States), 50; 美国货币史 (monetary history), 77 n1

V

价值 (Value), 124, 151—152, 192, 209, 217, 224, 227—228, 236. 另参见资产价值 (Assets, value of); 票面价值 (Book value)

增值税 (Value-added taxes, VAT), 340—342, 343, 344

工资成本 (Wage costs). 参见劳动力成本工资收缩 (Labor costs Wage deflation), 155, 196

工资融资 (Wage financing), 296—300, 303, 305—307

工资推动型通货膨胀 (Wage-push inflation), 297

工资 (Wages), 16, 138, 139, 160, 173—176, 245, 183—284, 302—311, 316; 政府干预 (government intervention in), 301, 366. 另参见政府援助工资 (Government wages); 货币工资 (Money wage); 引起通缩的工资 (Price-deflated wage); 实际工资 (Real wage)

工资协议 (Wage settlements), 7, 284, 296, 311—314

华尔街 (Wall Street), 111, 114, 132, 187, 208, 220, 227, 238, 320, 356. 另参见股票市场 (Stock market)

安托万·奥古斯特·瓦尔拉斯 (Walras, Antoine-Auguste), 5n4, 114, 118—121, 285

战争 (War), 17, 141, 302

财富 (Wealth), 9, 34, 112, 131, 151, 153, 170, 204, 352. 另参见资本 (Capital); 收入 (income)

西德尼·温特劳 (Weintraub, Sidney), 162 n6

西欧 (Western Europe), 20, 50

西德 (West Germany), 20, 67

工人的偏好 (Workers' preferences), 292

能力测验 (Workouts), 16

Y

青年 (Youth): 青年的就业 (employment of), 50, 336, 345—347

稳定不稳定的经济

——一种金融不稳定视角

Stabilizing An Unstable Economy

明斯基坚持认为市场本身有危机倾向。明斯基时刻已来临。

——《华尔街日报》

明斯基毕生推广的一个观点，即金融体系与生俱来容易受到投机拉锯的牵制，如果拉锯时间足够长，最终将以危机收场。事实上，明斯基时刻正在华尔街变为现实。

——《华尔街日报》

25年前，当众多经济学家追逐金融革新时，明斯基却坚持唱衰华尔街；事实上，他认为，银行家、交易员和其他金融从业者阶段性地扮演纵火犯的角色，点燃整个经济体。

——《纽约客》

从次贷危机到信用危机，金融界脆弱的肌体和崩溃的商业模式正落入明斯基的预期之中。

—— George Magnus, UBS 投资银行高级经济师

是时候重申一个老话题了：经济是否存在固有的不稳定性？我们需要求助于历史上的巨人，明斯基正是这样一个人。

——《纽约时报》

明斯基理念正当其时，他的金融不稳定性假说正在近五来的美国金融市场上发挥重要作用。

—— Paul McCulley, 太平洋投资管理公司总裁

McGraw-Hill
全球智慧中文化

<http://www.mheducation.com>

ISBN 978-7-302-21321-5



9 787302 213215 >

定价：49.00元